

公開買付説明書

2026年2月

日本製鉄株式会社
(対象者：黒崎播磨株式会社)

公開買付説明書

本書により行う公開買付けは、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。)第2章の2第1節の規定の適用を受けるものであり、本書は金融商品取引法第27条の9の規定により作成されたものであります。

【届出者の氏名又は名称】	日本製鉄株式会社
【届出者の住所又は所在地】	東京都千代田区丸の内二丁目6番1号
【最寄りの連絡場所】	東京都千代田区丸の内二丁目6番1号
【電話番号】	03-6867-4111(代表)
【事務連絡者氏名】	総務室長 有村 智朗
【代理人の氏名又は名称】	該当事項はありません
【代理人の住所又は所在地】	該当事項はありません
【最寄りの連絡場所】	該当事項はありません
【電話番号】	該当事項はありません
【事務連絡者氏名】	該当事項はありません
【縦覧に供する場所】	日本製鉄株式会社 (東京都千代田区丸の内二丁目6番1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) 証券会員制法人福岡証券取引所 (福岡県福岡市中央区天神二丁目14番2号)

- (注1) 本書中の「公開買付者」とは、日本製鉄株式会社をいいます。
- (注2) 本書中の「対象者」とは、黒崎播磨株式会社をいいます。
- (注3) 本書中の記載において計数が四捨五入又は切捨てされている場合、合計として記載される数値は計数の総和と必ずしも一致しません。
- (注4) 本書中の「法」とは、金融商品取引法(昭和23年法律第25号。その後の改正を含みます。)をいいます。
- (注5) 本書中の「令」とは、金融商品取引法施行令(昭和40年政令第321号。その後の改正を含みます。)をいいます。
- (注6) 本書中の「府令」とは、発行者以外の者による株券等の公開買付けの開示に関する内閣府令(平成2年大蔵省令第38号。その後の改正を含みます。)をいいます。
- (注7) 本書中の「株券等」とは、株式に係る権利をいいます。
- (注8) 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9) 本書中の「営業日」とは、行政機関の休日に関する法律(昭和63年法律第91号。その後の改正を含みます。)第1条第1項各号に掲げる日を除いた日をいいます。

- (注10) 本書の提出に係る公開買付け(以下「本公開買付け」といいます。)は、法で定められた手続及び情報開示基準を遵守して実施されますが、これらの手続及び基準は、米国における手続及び情報開示基準とは必ずしも同じではありません。特に米国1934年証券取引所法(Securities Exchange Act of 1934。その後の改正を含み、以下「米国1934年証券取引所法」といいます。)第13条(e)又は第14条(d)及び同条の下で定められた規則は本公開買付けに適用されず、本公開買付けはそれらに定められた手続及び基準に沿って実施されません。本書に含まれる財務情報は米国の会計基準に基づくものでなく、従って米国企業の財務情報と同等の内容とは限りません。また、公開買付者及び対象者は米国外で設立された法人であり、その役員の全部又は一部は米国居住者ではないため、これらの者に対し、米国の証券関連法を根拠として権利又は請求を行使することが困難となる可能性があります。加えて、米国外の法人又はその役員に対し、米国の証券関連法の違反を根拠として、米国外の裁判所において法的手続を開始することができない可能性があります。さらに、米国外の法人又はその役員について米国の裁判所の管轄が認められるとは限りません。
- (注11) 本公開買付けに関する全ての手続は、特段の記載がない限り、全て日本語において行われるものとします。本公開買付けに関する書類の全部又は一部は英語で作成されますが、当該英語の書類と日本語の書類との間に齟齬が存在した場合には、日本語の書類が優先するものとします。
- (注12) 本書中の記載には、米国1933年証券法(Securities Act of 1933。その後の改正を含み、以下「米国1933年証券法」といいます。)第27A条及び米国1934年証券取引所法第21E条で定義された「将来に関する記述」(forward-looking statements)が含まれます。既知又は未知のリスク、不確実性その他の要因により、実際の結果が「将来に関する記述」として明示的又は黙示的に示された予測等と大きく異なることがあります。公開買付者又はその関連者(affiliate)は、「将来に関する記述」として明示的又は黙示的に示された予測等が結果的に正しくなることを保証するものではありません。本書中の「将来に関する記述」は、本書提出日時点で公開買付者が有する情報を基に作成されたものであり、法令又は金融商品取引所規則で義務付けられる場合を除き、公開買付者又はその関連者は、将来の事象や状況を反映するために、その記述を更新又は修正する義務を負うものではありません。
- (注13) 公開買付者及びその関連者、並びに公開買付者及び対象者の各ファイナンシャル・アドバイザーの関連者は、それらの通常の業務の範囲において、日本の金融商品取引関連法規制その他の適用ある法令上許容される範囲で、米国1934年証券取引所法規則14e-5(b)の要件に従い、対象者株式(下記「第1 公開買付要項」の「3 買付け等の目的」の「(1) 本公開買付けの概要」において定義します。)を自己又は顧客の勘定において、本公開買付けの開始前、又は本公開買付けにおける買付け等の期間(以下「公開買付期間」といいます。)中に本公開買付けによらず買付け又はそれに向けた行為を行う可能性があります。そのような買付けに関する情報が日本で開示された場合には、当該買付けを行った者の英文ウェブサイトにおいても英文で開示が行われます。また、会社法(平成17年法律第86号。その後の改正を含みます。以下「会社法」といいます。)に従って株主による単元未満株式の買取請求権が行使された場合、対象者は法令の手続に従い本公開買付けの開始前又は公開買付期間中に自己の株式を買い取る可能性があります。

目 次

	頁
第1 【公開買付要項】	1
1 【対象者名】	1
2 【買付け等をする株券等の種類】	1
3 【買付け等の目的】	1
4 【買付け等の期間、買付け等の価格及び買付予定の株券等の数】	20
5 【買付け等を行った後における株券等所有割合】	58
6 【株券等の取得に関する許可等】	59
7 【応募及び契約の解除の方法】	61
8 【買付け等に要する資金】	64
9 【買付け等の対価とする有価証券の発行者の状況】	65
10 【決済の方法】	66
11 【その他買付け等の条件及び方法】	66
第2 【公開買付者の状況】	68
1 【会社の場合】	68
2 【会社以外の団体の場合】	69
3 【個人の場合】	69
第3 【公開買付者及びその特別関係者による株券等の所有状況及び取引状況】	70
1 【株券等の所有状況】	70
2 【株券等の取引状況】	72
3 【当該株券等に関して締結されている重要な契約】	72
4 【届出書の提出日以後に株券等の買付け等を行う旨の契約】	72
第4 【公開買付者と対象者との取引等】	73
1 【公開買付者と対象者又はその役員との間の取引の有無及び内容】	73
2 【公開買付者と対象者又はその役員との間の合意の有無及び内容】	74
第5 【対象者の状況】	75
1 【最近3年間の損益状況等】	75
2 【株価の状況】	75
3 【株主の状況】	76
4 【継続開示会社たる対象者に関する事項】	77
5 【伝達を受けた公開買付け等の実施に関する事実の内容等】	77
6 【その他】	78
【公開買付者に係る事業内容の概要及び主要な経営指標等の推移】	79
【対象者に係る主要な経営指標等の推移】	83

第 1 【公開買付要項】

1 【対象者名】

黒崎播磨株式会社

2 【買付け等をする株券等の種類】

普通株式

3 【買付け等の目的】

(1) 本公開買付けの概要

公開買付者は、本書提出日現在、株式会社東京証券取引所(以下「東京証券取引所」といいます。)プライム市場及び証券会員制法人福岡証券取引所(以下「福岡証券取引所」といいます。)本則市場に上場している対象者の普通株式(以下「対象者株式」といいます。)を15,632,004株(所有割合(注1):46.42%)所有する対象者の筆頭株主(注2)であり、公開買付者の完全子会社である日鉄テックスエンジ株式会社(所有株式数16,128株、所有割合:0.05%)を通じた間接所有分と合わせて対象者株式15,648,132株(所有割合:46.47%)を所有することにより、対象者を実質的に支配していることから連結子会社としております。

(注1) 「所有割合」とは、対象者が2026年1月30日に公表した「2026年3月期 第3四半期決算短信〔日本基準〕(連結)」(以下「対象者決算短信」といいます。)に記載された2025年12月31日現在の発行済株式総数(36,458,112株)から、対象者決算短信に記載された2025年12月31日現在の対象者が所有する自己株式数(2,782,185株)を控除した株式数(33,675,927株)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、所有割合の記載について同じです。

(注2) 筆頭株主であることは、対象者が2025年11月14日に提出した第135期半期報告書(以下「対象者半期報告書」といいます。)'第3 提出会社の状況'の「1 株式等の状況」の「(5) 大株主の状況」に記載された2025年9月30日時点の所有株式状況によります。

公開買付者は、2025年8月1日付「黒崎播磨株式会社株式(証券コード5352)に対する公開買付けの開始予定に関するお知らせ」(以下「2025年8月1日付公開買付者プレスリリース」といいます。)にて公表しておりましたとおり、2025年8月1日開催の取締役会において、対象者株式の全て(ただし、公開買付者が所有する対象者株式及び対象者が所有する自己株式を除きます。)を取得し、対象者を公開買付者の完全子会社とすることを目的とする取引(以下「本取引」といいます。)の一環として、国内外(日本及びインド)の競争法及び国外の投資規制法令等に基づく必要な手続及び対応(ただし、投資規制法令については、2025年8月1日付公開買付者プレスリリース公表後の更なる確認や各国の投資規制法令を所管する当局の見解によって届出が必要となる場合。以下同じです。)が完了すること等一定の前提条件(詳細は、下記の(注3)をご参照ください。かかる前提条件を、以下「本前提条件」といいます。)が充足された場合(又は公開買付者により放棄された場合)、本公開買付けを実施することを決議しておりました。

(注3) 「本前提条件」とは、①本取引の実行に必要な競争法及び投資規制法令等上のクリアランスの取得が完了(注4)していること、②対象者取締役会において、本公開買付けに賛同する旨の意見表明を行い、かつ、対象者の株主に対しても本公開買付けに応募することを推奨する旨の決議がなされ、本公開買付けの開始時点においてもそれが変更、追加又は修正されず有効であること、③本特別委員会(以下に定義します。以下同じです。)が、対象者取締役会に対して、本公開買付けに賛同すること、対象者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こと及び本取引を行うことについて、肯定的な内容の答申を提出し、本公開買付けの開始時点においても当該答申の内容が変更、追加又は修正されず有効であること、④本取引のいずれかが法令等に違反するものではなく、また、司法・行政機関等に対して、本取引のいずれかを制限又は禁止することを求める旨のいかなる申立て、訴訟又は手続も係属しておらず、本取引のいずれかを制限又は禁止する旨のいかなる司法・行政機関等の判断等も存在しておらず、かつ、その具体的なおそれもないこと、⑤対象者によって公表(法第166条第4項)されていない対象者の業務等に関する重要事実(法第166条第2項)が存在しないこと、⑥法第27条の11第1項ただし書に定める対象者又はその子会社の業務又は財産に関する重要な変更その他の本公開買付けの目的の達成に重大な支障となる事情が生じていないこと、並びに⑦その他本取引の実行が客観的に不可能又は著しく困難となる事実が発生又は判明していないことをいいます。

(注4) 本取引実施のために必要となる又は望ましいと公開買付者が合理的に判断する国内外の競争法及び国外の投資規制法令等上の届出その他国、地方公共団体その他の公的機関及び行政機関等(以下「公的機関等」といいます。)に対する手続につき、法令等上の待機期間が存在する場合には、当該待機期間(当該手続を所管する公的機関等により延長された場合には、当該延長後の期間を含みます。)が満了することを、また、公的機関等の許可、認可、免許、承認、同意、登録、判断等の取得を要する場合には、当該取得がなされることを、個別に又は総称していいます。

公開買付者は、2025年8月1日付公開買付者プレスリリースにおいて公表しておりましたとおり、国内外(日本及びインド)の競争法及び国外の投資規制法令等に基づく必要の手続及び対応に一定期間を要することが見込まれることから、当該手続等に関する現地法律事務所との協議も踏まえ、2026年2月上旬を目途に本公開買付けを開始することを目指しておりましたが、今般、2026年1月30日までに、以下のとおり本前提条件が全て充足されたことを確認したことから、2026年1月30日、本公開買付けを2026年2月2日から開始することといたしました。なお、対象者が所有する自己株式数は、2025年6月30日時点の2,781,377株から2025年12月31日時点の2,782,185株に変動があったことから、2025年8月1日付公開買付者プレスリリースにおいてお知らせいたしました買付予定数の下限(6,819,196株)を6,818,596株に変更しておりますが、その他の本公開買付けの内容や条件に変更はありません。

- ① 国内外(日本及びインド)の競争法及び国外(イタリア)の投資規制法令上のクリアランスの取得について、下記「6 株券等の取得に関する許可等」の「(2) 根拠法令」に記載のとおり、公開買付者は2026年1月6日に、同日(現地時間)付で、インド競争委員会から発出された本公開買付けによる対象者株式の取得(以下「本株式取得」といいます。)を承認する文書を受領したことをもって、本取引の実行に必要な競争法及び投資規制法令等に基づく必要の手続及び対応が完了し、本取引を実行することが可能となったことを確認いたしました。
- ② 公開買付者は、対象者より、2026年1月30日開催の対象者取締役会において、改めて、本公開買付けに賛同する旨の意見を表明するとともに、対象者の株主の皆様に対し、本公開買付けに応募することを推奨する旨の決議がなされ、それが変更、追加又は修正されず有効である旨の報告を受け、2026年1月30日に、当該決議がなされ、それが変更、追加又は修正されず有効であることを確認いたしました。
- ③ 公開買付者は、対象者より、本特別委員会が、2025年8月1日以降の事情を勘案しても本公開買付けに賛同すること、対象者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及び本取引を行うことについて、肯定的な内容の答申を変更すべき事情は見当たらないことを確認し、2026年1月29日に、委員全員の一致の決議により、対象者取締役会に対して、上記答申内容を変更する必要はないものとする旨の追加答申書(以下「2026年1月29日付答申書」といいます。)を提出し、かつ、当該答申の内容が変更、追加又は修正されず有効である旨の報告を受け、2026年1月29日に、当該答申が対象者取締役会に提出され、かつ、当該答申の内容が変更、追加又は修正されず有効であることを確認いたしました。
- ④ 公開買付者は、対象者より、2026年1月30日時点において、本取引のいずれかが法令等に違反するものではなく、また、司法・行政機関等に対して、本取引のいずれかを制限又は禁止することを求める旨のいかなる申立て、訴訟又は手続も係属しておらず、本取引のいずれかを制限又は禁止する旨のいかなる司法・行政機関等の判断等も存在しておらず、かつ、その具体的なおそれもない旨の報告を受け、同日、当該事由は生じていないと判断いたしました。
- ⑤ 公開買付者は、対象者より、2026年1月30日時点において、対象者によって「公表」されていない対象者の「業務等に関する重要事実」が存在しない旨の報告を受け、同日、当該事由は生じていないと判断いたしました。
- ⑥ 公開買付者は、対象者より、2026年1月30日時点において、法第27条の11第1項ただし書に定める対象者又はその子会社の業務又は財産に関する重要な変更その他本公開買付けの目的の達成に重大な支障となる事情が生じていない旨の報告を受け、同日、当該事由は生じていないと判断いたしました。
- ⑦ 公開買付者は、対象者より、2026年1月30日時点において、その他本取引の実行が客観的に不可能又は著しく困難となる事情が発生又は判明していない旨の報告を受け、同日、当該事由は生じていないと判断いたしました。

本公開買付けにおいて、公開買付者は、買付予定数の下限を6,818,596株(所有割合：20.25%)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には、応募株券等の全部の買付け等を行いません。一方、公開買付者は、対象者を公開買付者の完全子会社とすることを目的としているため、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以上の場合には、応募株券等の全部の買付け等を行います。

なお、買付予定数の下限である6,818,596株(所有割合：20.25%)は、対象者決算短信に記載された2025年12月31日現在の発行済株式総数(36,458,112株)から、対象者決算短信に記載された2025年12月31日現在の対象者が所有する自己株式数(2,782,185株)を控除した株式数(33,675,927株)に係る議決権数(336,759個)に3分の2を乗じた数(224,506個)に対象者株式1単元(100株)を乗じた株式数(22,450,600株)について、当該株式数から、本書提出日現在、公開買付者が所有する対象者株式数(15,632,004株)を控除した株式数(6,818,596株)としております。これは、本取引においては対象者の株主を公開買付者のみとすることを目的としているところ、下記「(4) 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)」に記載された会社法第180条に基づく株式併合(以下「本株式併合」といいます。)の手続を実施する際には、会社法第309条第2項に規定する株主総会における特別決議が要件とされているため、当該手続が確実に実行可能となるよう、本公開買付け後に公開買付者が対象者の総株主の議決権の数の3分の2以上を所有することとなるように設定したものです。

公開買付者は、本公開買付けにより、対象者株式の全て(ただし、公開買付者が所有する対象者株式及び対象者が所有する自己株式数を除きます。)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「(4) 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)」に記載されている対象者の株主を公開買付者のみとするための一連の手続(以下「本スクイーズアウト手続」といいます。)を実施することを予定しております。

また、公開買付者は、2025年8月1日付公開買付者プレスリリースにおいて、本公開買付けが、適用される米国の法令及び各種規制を遵守するものとして実施できない限り、本公開買付けを、米国において若しくは米国に向けて又はいかなる米国人(米国1933年証券法レギュレーションSに規定される「米国人」を意味します。以下同じです。)に対しても行わない旨を公表しておりましたが、その後、2025年11月13日付「(開示事項の変更)「黒崎播磨株式会社株式(証券コード5352)に対する公開買付けの開始予定に関するお知らせ」の一部変更について」(以下「2025年11月13日付公開買付者プレスリリース」といいます。))にて公表しておりましたとおり、2025年8月1日以降、本公開買付けに向けた対応を進める過程において、米国の法律事務所の助言に基づき、事実関係及び法令の適用について改めて検討した結果、適用される米国の法令及び各種規制を遵守することが可能である旨を確認できたことから、本公開買付けを、米国において若しくは米国に向けて又は米国人に対しても行う方針に変更いたしました。

なお、対象者が2025年8月1日に公表した「当社の親会社である日本製鉄株式会社による当社株式に対する公開買付けの開始予定に係る賛同の意見表明及び応募推奨に関するお知らせ」(以下「2025年8月1日付対象者プレスリリース」といいます。))によれば、対象者は、2025年8月1日開催の対象者取締役会において、同日時点における対象者の意見として、本公開買付けが開始された場合には、本公開買付けに賛同する旨の意見を表明するとともに、対象者の株主の皆様に対し、本公開買付けに応募することを推奨する旨を決議したとのことです。また、対象者は、上記取締役会において、本公開買付けが開始される際に、下記「(2) 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」の「② 対象者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」の「(iii)判断内容」に記載のとおり、対象者が設置した特別委員会(以下「本特別委員会」といいます。なお、本特別委員会の設置の経緯並びに検討の経緯及び判断内容等については、下記「4 買付け等の期間、買付け等の価格及び買付予定の株券等の数」の「(2) 買付け等の価格」の「算定の経緯」の「(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)」の「⑤ 対象者における独立した特別委員会の設置及び対象者における特別委員会からの答申書の取得」をご参照ください。))に対して、本特別委員会が2025年8月1日付で対象者取締役会に対して表明した意見に変更がないか否か検討し、対象者取締役会に対し、従前の意見の変更がない場合にはその旨、変更がある場合には変更後の意見を述べるよう諮問すること、及びかかる意見を踏まえて、本公開買付けが開始される時点で、改めて本公開買付けに関する意見表明を行うことを併せて決議したとのことです。

さらに、対象者が2026年1月30日に公表した「当社の親会社である日本製鉄株式会社による当社株式に対する公開買付けの開始に係る賛同の意見表明及び応募推奨に関するお知らせ」（以下「2026年1月30日付対象者プレスリリース」といい、2025年8月1日付対象者プレスリリースと併せて「対象者プレスリリース」と総称します。）によれば、対象者は、2026年1月30日開催の対象者取締役会において、改め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、対象者の株主の皆様に対し、本公開買付けに応募することを推奨する旨を決議したとのことです。2025年8月1日及び2026年1月30日開催の各対象者取締役会における意思決定に係る詳細については、対象者プレスリリース及び下記「4 買付け等の期間、買付け等の価格及び買付予定の株券等の数」の「(2) 買付け等の価格」の「算定の経緯」の「(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)」の「⑧ 対象者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」をご参照ください。

(2) 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

① 本公開買付けの実施を決定するに至った背景、目的及び意思決定の過程

公開買付者は、1950年4月1日に八幡製鐵株式会社、富士製鐵株式会社としてそれぞれ設立され、両社は1970年3月31日に合併し、商号を新日本製鐵株式會社に変更しました。新日本製鐵株式會社は、2012年10月1日に、1949年7月1日に設立された住友金属工業株式会社を吸収合併消滅会社とする吸収合併を行い、商号を新日鐵住金株式会社に変更し、その後、2019年4月1日に、商号を現在の日本製鐵株式会社に改め、2020年4月1日に日鉄日新製鋼株式会社を吸収合併消滅会社とする吸収合併を行い、本書提出日現在に至っております。また、公開買付者は、1950年10月2日付で東京証券取引所及び株式会社名古屋証券取引所に、1950年10月5日付で福岡証券取引所に、その後、1952年1月21日付で証券会員制法人札幌証券取引所にそれぞれ株式を上場し、本書提出日現在、公開買付者の株式は、東京証券取引所においては、2022年4月の新市場区分への移行後、それまでの市場第一部に代わりプライム市場に、株式会社名古屋証券取引所においては、2022年4月の新市場区分への移行後、それまでの市場第一部に代わりプレミアム市場にそれぞれ上場しているとともに、福岡証券取引所本則市場及び証券会員制法人札幌証券取引所本則市場にもそれぞれ引き続き上場しております。

公開買付者は、2025年9月30日現在、対象者を含む501社の連結子会社及び114社の持分法適用関連会社等を有しております（公開買付者並びにその連結子会社及び持分法適用関連会社等を総称して、以下「公開買付者グループ」といいます。）。公開買付者グループでは、製鉄事業を主体に、エンジニアリング事業、ケミカル&マテリアル事業及びシステムソリューション事業を加えた4セグメント体制を敷いております。公開買付者グループは、「常に世界最高の技術とものづくりの力を追求し、優れた製品・サービスの提供を通じて、社会の発展に貢献します。」という基本理念に則り、将来にわたって日本の産業競争力を支える「総合力世界No. 1の鉄鋼メーカー」を目指して成長し続けることを念頭に、2021年3月5日付で中長期経営計画(2021年度～2025年度)（以下「公開買付者経営計画」といいます。）を策定しております。公開買付者経営計画では、4つの柱として、(i)「国内製鉄事業の再構築とグループ経営の強化」、(ii)「海外事業の深化・拡充に向けた、グローバル戦略の推進」、(iii)「カーボンニュートラル(注1)への挑戦」及び(iv)「デジタルトランスフォーメーション戦略の推進」を掲げております。さらに、公開買付者グループは、2025年12月12日付で「2030中長期経営計画」(2026年度～2030年度)を策定しており、当該計画では、(i)国内におけるさらなる収益基盤強化による収益力向上、及び(ii)海外におけるグローバル成長戦略の実行による飛躍的利益拡大を戦略として掲げ、これらの戦略を支える経営基盤をさらに強化するため、最先端技術の開発推進、業務刷新・効率化、人材競争力の強化等にも取り組むこととしております。

(注1) 「カーボンニュートラル」とは、二酸化炭素をはじめとする温室効果ガスの「排出量」から、植林、森林管理等による「吸収量」を差し引いて、合計を実質的にゼロにすることをいいます。

一方、対象者プレスリリースによれば、対象者は、1918年10月に耐火煉瓦の製造販売を目的に黒崎窯業株式会社として設立されたとのことです。1949年5月に東京証券取引所、株式会社大阪証券取引所(2003年12月に大阪証券取引市場の上場は廃止)、同年6月に福岡証券取引所に対象者株式を上場、2000年4月にハリマセラミック株式会社との合併を経て商号を現在の黒崎播磨株式会社に変更し、現在に至っているとのことです。なお、対象者は2022年4月の東京証券取引所の市場区分の見直しに伴い、本書提出日現在において、東京証券取引所プライム市場に上場しているとのことです。

対象者グループ(対象者並びにその連結子会社及び持分法適用関連会社等を総称していいます。以下同じです。)は、本書提出日現在、対象者、連結子会社12社、持分法適用関連会社3社により構成されており、鉄鋼業をはじめとする素材産業各分野に対して工業窯炉で使用される耐火物(注2)全般の製造販売、高性能・省エネルギー工業炉の設計・施工及び半導体製造装置や電子部品業界向けセラミックスの製造販売を行っているとのことです。対象者グループは、「熱を操り、社会を支え、豊かな未来をつくる ～黒崎播磨グループは総合セラミックス企業として世界の産業発展に貢献し、持続可能な社会と未来の人々の幸福を実現します～」という存在意義のもと、「卓越した技術力と課題解決力を追求し、世界から選ばれ続けるグローバルリーダー」を目指す姿として掲げ、鉄鋼業をはじめとする素材産業各分野の発展を支える耐火物メーカーとして、インド、欧州、北米、アジアを中心にグローバルに成長を続けてきたとのことです。

(注2) 鉄やガラスを溶かす溶解炉の内張りや、窯道具等、高温による熱や腐食に耐えるための素材とのことです。

対象者グループは100年を超える歴史の中で長年顧客とともに課題解決に取り組むことで培ってきた高い技術開発力・ノウハウを活かし、高機能・高付加価値の耐火物製品を取り扱っているとのことです。加えて、大型工業炉やバイオマス発電向け省エネルギー工業炉の設計・施工、電子部品の焼成工程に不可欠な部材・精密部品用セラミックスの開発も行っており、総合セラミックス企業として、高度な顧客ニーズに応えた製品・サービスの提供に向けて、継続的な研究開発投資を実施しているとのことです。高炉各社が脱炭素に向けて電炉への切り替えや水素還元技術の実装化等の製造プロセス改革に取り組む中で、耐火物について、高耐用製品や操業条件に適した製品等、製鉄プロセスの変化に合わせた要求仕様の高度化が進展しており、対象者グループの高機能耐火物は必要不可欠となっているとのことです。また、環境負荷の低いハイブリッド車やEV(注3)の品質を高める軽量化・高強度化を可能とする高級鋼の需要が伸長すると見込まれる中で、その製造に必須の高機能耐火物の需要も増加すると予想されることから、こうした分野においても、対象者グループの技術を活かした着実な新規需要の捕捉が可能なポジションを確保しているとのことです。カーボンニュートラルの観点では、対象者の持つ「熱を操る技術」を活用し、CO₂排出量削減と高耐用化を実現した不定形耐火物「Dry-Free®」や耐火煉瓦「TOUGHMAX™」、ロケットの積載重量軽減による燃料節約に資する軽量かつ頑丈な超低熱膨張セラミックス「NEXCERA®」等を開発しており、日々の生活空間から宇宙・最先端分野に至るまで、環境価値の高い差別化製品を提供し、脱炭素社会の実現に貢献しているとのことです。

(注3) 「EV」とは「Electric Vehicle」の略で、バッテリーに蓄えた電気をモーターに供給して走行する電気自動車の総称とのことです。

対象者グループを取り巻く経営環境につきまして、国内では、耐火物の主たる顧客である鉄鋼業において、日本鉄鋼連盟発表によると建設向け・製造業向けともに鋼材需要が低調であること(国内鋼材需要は製造業向け・土木建築向けともに漸減傾向にあり、国内鋼材需要は2018年度に約6,200万トンでしたが、2024年度には約5,000万トンに減少)に加え、中国による鋼材の過剰生産と全世界に向けての低価格での高水準の輸出継続の影響を受け、日本の2024年度国内粗鋼生産量は8,295万トンと3年連続で減少し、1970年度以降ではコロナ禍の2020年度(8,278万トン)に次ぐ過去2番目に低い水準にとどまったとのことです。また、世界鉄鋼協会発表による2024暦年の粗鋼生産量は、インドは前年に比べ6.3%増の1億4,960万トンであったものの、世界全体では18億8,260万トンと前年比0.8%減少しているとのことです。今後は高炉から電炉への切り替え、EV化の進展等、社会・産業構造の変化を受け、国内外の耐火物メーカーとの競争激化が想定される中、対象者グループにおける技術力・製品開発力・コスト競争力の強化に注力し、国内外の競合他社に対する優位性を一層強化・拡大することが、対象者グループにとって必要であると認識しているとのことです。

かかる状況の中、対象者グループは2021年3月24日に2025年を最終年度とする経営計画「黒崎播磨グループ2025経営計画について」（以下「2025経営計画」といいます。）を公表し、持続的な成長の追求に取り組んできたとのことです。2025経営計画策定後、世界的な原材料価格の高止まり、ロシアによるウクライナ侵攻に伴うエネルギー・食糧価格の高騰に起因するインフレ・金利上昇・急激な円安進行、半導体不足等部品供給網の混乱を背景とした自動車生産台数減に伴う国内外主要顧客での粗鋼生産量の減少等大きな環境変化に直面したものの、コスト上昇分の販売価格への転嫁と徹底したコストダウンの推進、インドを中心とした海外耐火物事業での需要取込みに鋭意取り組んだことにより、2022年度末時点において2025経営計画における最終年度の数値目標である、売上高1,500億円及び経常利益120億円を前倒しで達成する結果となったことから、2023年7月28日に2025経営計画の見直しを行い「2025経営計画見直しに関するお知らせ」（以下「2025見直し経営計画」といいます。）を公表したとのことです。2025見直し経営計画では「鉄と産業を支える世界第一級の総合セラミックス企業」を目指し、国内需要の構造的変化に対応した国内耐火物事業の抜本的体質強化、マザー拠点（注4）としての競争力の維持・向上、対象者グループの高い技術力を活かしたインド・東南アジアでの拡販、パートナー企業との連携による欧州・米州での事業拡大を掲げ、各種施策を推進し、設備投資計画の増額及び財務目標の上方修正を行い、対象者グループの強みを活かしたグローバル戦略の推進による耐火物市場での企業価値・プレゼンスの更なる向上を図ってきたとのことです。その結果、2025見直し経営計画における最終年度の数値目標のうち経常利益150億円については、既に2事業年度連続で超過達成を果たしているとのことです。

（注4） 海外に複数の生産拠点を持つ多国籍企業において、母工場として、他の生産拠点の技術や体制のモデルとなる拠点の総称とのことです。

なお、公開買付者と対象者の資本関係は、1956年に公開買付者（当時の商号は八幡製鐵株式会社）が対象者（当時の商号は黒崎窯業株式会社）の株主として資本参加し、対象者株式を4,160,000株（持株割合（注5）：52.00%）所有するに至ったことに始まります。2000年4月に対象者はハリマセラミック株式会社との間で対象者を吸収合併存続会社、ハリマセラミック株式会社を吸収合併消滅会社とする吸収合併を行い、公開買付者の所有する対象者株式数は39,080,012株（持株割合：44.45%）となりました。その後、2017年10月に対象者は対象者株式10株を1株とする株式併合を実施し、2018年3月末時点では、公開買付者が対象者株式を3,908,001株（持株割合：42.88%）所有するに至り、2019年3月には公開買付者が国際財務報告基準を適用するにあたり、対象者は公開買付者の連結子会社となりました。その後、2024年4月に対象者は対象者株式1株を4株とする株式分割を実施し、2025年12月末時点では、公開買付者が対象者株式を15,632,004株（持株割合：42.88%）所有するに至り、本書提出日現在においても公開買付者が所有する対象者株式数及び持株割合に変更はありません。

（注5） 「持株割合」とは、各時点における対象者の発行済株式総数に対する割合をいい、小数点以下第三位を四捨五入しております（なお、各時点の自己株式数を把握することが困難であるため、発行済株式総数から自己株式数を控除していません。）。

公開買付者は、国内鉄鋼市場が人口減少に伴う内需の縮小等を背景とした厳しい事業環境下（国内鋼材需要は製造業向け・土木建築向けともに漸減傾向にあり、日本鉄鋼連盟発表による国内鋼材需要は2018年度に約6,200万トンでしたが、2024年度には約5,000万トンに減少）にあるなか、足元から迅速かつ的確に環境変化に対応し競争に打ち勝っていくためには、公開買付者と対象者の経営リソースを持ち寄り、更なる一体化・最適化を推進していくことにより競争力の一層の強化を図ることが必須と考えております。しかしながら、現状においては公開買付者と対象者がそれぞれ上場企業として独立した経営を行っていることから、技術情報の共有、経営資源の補完及び相互活用等に関して、一定の制約があることは否めません。公開買付者グループの一層の成長のためには、対象者と海外展開や鉄源工程（製鉄プロセスにおける高炉・製鋼などの耐火物を使用する工程）の機能・技術等の面でより一体的なマネジメント体制を築き、グループ一貫での海外事業収益最大化と鉄源工程における競争力強化を実現するとともに、効率的かつ安定的な経営体制を構築する必要があります。

公開買付者は、こうした観点から2025年5月28日、対象者の完全子会社化が望ましいと判断いたしました。

その上で公開買付者は、対象者を公開買付者の完全子会社とすることにより、以下の施策の実現が可能と考えております。

i. 公開買付者グループ全体での更なる海外事業収益の最大化

対象者は、国内耐火物市場が縮小していく中で、海外事業を成長の柱とすべく、インド・欧州・ブラジル等において製造・販売拠点を確保してきたと認識しております。本取引により、今後の対象者における海外展開への公開買付者グループのリソースの活用拡大や、公開買付者グループの海外展開との連携等を通じ、対象者が従来から事業を展開するインド・欧州・ブラジル等に北米も加え、公開買付者グループ一貫での更なる海外収益の拡大を実現できると考えております。

ii. 公開買付者グループ全体での鉄源競争力の強化

a. 耐火物製品について

対象者は、これまでの公開買付者との共同開発や使用評価を踏まえた品質改善について、耐火物の高耐用化(長寿命化)など一定の成果を得ておりますが、より一体的なマネジメント体制下で、両社連携強化による競争力向上や、カーボンニュートラルに向けた製造プロセス変化をとらえた電気炉向け等の耐火物開発の加速化を図ることで、公開買付者グループ一貫での鉄源競争力強化・収益拡大が可能になると考えております。

b. 耐火物整備作業について

国内の各種工業炉耐火物整備機能について、作業量減少や築炉工(耐火物整備員)不足等の問題が深刻化・顕在化することが見込まれており、中長期的な視点で製鉄事業に不可欠な整備機能の維持に向けた取り組みが必要であると考えております。公開買付者は、対象者が企業規模や経営体制の観点で国内の耐火物整備を担う企業のなかで競争力を有していると考えており、将来的な公開買付者の耐火物整備体制の見直し時においても対象者を中核企業とすることで、公開買付者と対象者の双方でのメリットが期待できると考えております。

なお、公開買付者は、本取引の実施に伴う対象者の上場廃止等のデメリットについても検討いたしました。上場廃止に伴い、設備投資等の際に株式市場における資金調達手段が限定されるデメリットは想定されますが、資金需要に対しては親会社による子会社への資金調達等、株式市場における資金調達を代替する手段が存在することから、そのようなデメリットによる影響は限定的と考えます。本取引により対象者が公開買付者の完全子会社となり、公開買付者との更なる連携強化を図ることによって対象者の中長期的な企業価値向上に資するものと考えております。また、本取引により公開買付者及び対象者の一層の連携が進むことでシナジー発揮の余地がある一方、対象者の事業に重大な影響を及ぼすようなディスシナジーは特段生じないと考えております。

公開買付者は、2025年3月下旬に社内の関係部門を構成員とする本取引に関する検討体制を構築し、事業環境や本取引の意義、公開買付者による完全子会社化を目指すこと等について社内検討を行った上で、同年4月4日、対象者の完全子会社化を含めた公開買付者及び対象者の中長期的かつ持続的な企業価値の向上施策に係る検討を開始したい旨の初期的な打診(以下「本初期的打診」といいます。)を対象者に対して行いました。その後、同年5月28日、公開買付者及び対象者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野村證券株式会社(以下「野村證券」といいます。)を、リーガル・アドバイザーとして西村あさひ法律事務所・外国法共同事業をそれぞれ選任し、また、同日、対象者に対して公開買付け及び株式売渡請求又は株式併合による完全子会社化の提案書(以下「本提案書」といいます。)を提出しました。これに対して、同日、対象者より、本提案書を受領したこと、同日付で設置した本特別委員会を含め適切な社内体制を整備し、公正性担保措置を実施の上で、本提案書に係る提案内容につき検討する旨の連絡を受領しました。その後、本提案書を提出した日以降、対象者との間で、本取引の意義及び目的等に関して、協議及び説明を行ってきました。

また、公開買付者は、本取引の実現可能性の精査のためのデュー・ディリジェンス(以下「本デュー・ディリジェンス」といいます。)を2025年6月上旬から同年7月上旬まで実施するとともに、並行して、本特別委員会から同年6月12日に本取引に関する質問を受領したため、同年6月20日付の書面回答を行い、また、当該回答の内容を受けて本特別委員会から受領した同年6月30日付の追加質問に対して、同年7月1日に対象者及び本特別委員会との間で質疑応答を行うとともに、同年7月8日に書面にて回答を行う等、対象者及び本特別委員会との間で、本取引の意義及び目的に関する詳細な協議・検討や、本取引後の経営体制・事業方針、本取引における諸条件について、複数回にわたり協議を実施いたしました。公開買付者は、本デュー・ディリジェンスの結果及び対象者を取り巻く外部環境、並びに対象者より受領した事業計画及び対象者の株式価値算定の結果等の各種諸要素を総合的に勘案し、熟慮を重ねた結果、対象者に対して同年7月4日に、本公開買付けにおける対象者株式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3,500円(同年7月3日の東京証券取引所プライム市場における対象者株式の終値並びに直近1ヶ月間、直近3ヶ月間及び直近6ヶ月間の終値単純平均値である3,360円、3,136円(小数点以下を四捨五入。以下、終値単純平均値の計算において同じです。)、2,726円及び2,645円に対して、それぞれ4.17%(小数点以下第三位を四捨五入。以下、プレミアム率の計算において同じです。)、11.61%、28.39%及び32.33%のプレミアムを加えた価格)(なお、公開買付者が提案した価格は、対象者が中間及び期末配当を行わないことを前提とした価格となります。以下同じです。)とすることを含む正式な提案を行いました。これに対して、公開買付者は、同年7月9日に、対象者から、公開買付者の提案価格は対象者の本源的価値が十分に反映されたものではなく、また、本公開買付けを通じて生じることが見込まれるシナジー効果は公開買付価格に反映されるべきものであると考えているとして、価格の引上げを検討するように要請されました。これを受けて、公開買付者は、対象者から価格引上げの再検討を要請されたことを踏まえ、同年7月11日に、本公開買付価格を3,700円(同年7月10日の東京証券取引所プライム市場における対象者株式の終値並びに直近1ヶ月間、直近3ヶ月間及び直近6ヶ月間の終値単純平均値である3,495円、3,240円、2,824円及び2,683円に対して、それぞれ5.87%、14.20%、31.02%及び37.91%のプレミアムを加えた価格)とする旨の提案を行いました。これに対して、公開買付者は、同年7月16日に、対象者から、公開買付者の提案価格は引き続き対象者の本源的価値が十分に反映されたものではなく、著しく不十分なものであると考えているとして、本公開買付価格の再検討を改めて要請されました。これを受けて、公開買付者は、対象者から価格引上げの再検討を要請されたことを踏まえ、同年7月18日に、本公開買付価格を4,050円(同年7月17日の東京証券取引所プライム市場における対象者株式の終値並びに直近1ヶ月間、直近3ヶ月間及び直近6ヶ月間の終値単純平均値である3,430円、3,338円、2,913円及び2,725円に対して、それぞれ18.08%、21.33%、39.03%及び48.62%のプレミアムを加えた価格)とする旨の提案を行いました。これに対して、公開買付者は、同年7月23日に、対象者から、公開買付者の提案価格は公開買付価格として引き続き十分なものとは判断できないと考えているとした上で、対象者の株式価値に係る様々な評価要素を総合的に勘案した価格として、本公開買付価格を4,300円とする旨の提案を受領しました。これに対して、公開買付者は、同年7月23日に、対象者の意向も尊重し、最大限検討した結果、最終提示価格として、本公開買付価格を4,200円(同年7月22日の東京証券取引所プライム市場における対象者株式の終値並びに直近1ヶ月間、直近3ヶ月間及び直近6ヶ月間の終値単純平均値である3,440円、3,366円、2,954円及び2,743円に対して、それぞれ22.09%、24.78%、42.18%及び53.12%のプレミアムを加えた価格)とする旨の提案を行いました。これに対して、公開買付者は、同年7月24日に、対象者から、最終的な意思決定は同年8月1日までの金融、経済、市場、その他状況も勘案し、本特別委員会の答申を踏まえた上での同年8月1日に開催予定の対象者取締役会での決議によることを前提として、公開買付者の提案価格は、対象者の本源的価値や対象者の一般株主の皆様を含む市場参加者による本取引の経済条件に対する期待等を総合的に反映したものと評価していると考え、当該時点における対象者の考えとして、本公開買付価格を4,200円とすることに応諾する方針で検討する旨の回答を受領しました。

以上の検討・協議・交渉の結果、公開買付者及び対象者の間で、本公開買付価格を4,200円とすることについての考えが一致したことから、公開買付者は2025年8月1日開催の取締役会において、本前提条件が充足されていること(又は公開買付者により放棄されたこと)を条件に、本取引の一環として本公開買付けを実施することを決議しました。

なお、公開買付者は、2025年8月1日付公開買付者プレスリリースにおいて、本公開買付けが、適用される米国の法令及び各種規制を遵守するものとして実施できない限り、本公開買付けを、米国において若しくは米国に向けて又はいかなる米国人に対しても行わない旨を公表しておりましたが、2025年11月13日付公開買付者プレスリリースにて公表しておりましたとおり、2025年8月1日以降、本公開買付けに向けた対応を進める過程において、米国の法律事務所の助言に基づき、事実関係及び法令の適用について改めて検討した結果、適用される米国の法令及び各種規制を遵守することが可能である旨を確認できたことから、本公開買付けを、米国において若しくは米国に向けて又は米国人に対しても行う方針に変更いたしました。

そして、公開買付者は、2025年12月3日、対象者に対して、国内外(日本及びインド)の競争法及び国外(イタリア)の投資規制法令等に基づく必要な手続及び対応が2026年1月中旬頃までには完了するものと見込んでいることから、本公開買付けを2026年2月2日に開始することを予定している旨の連絡を行い、その後、公開買付者は、2026年1月6日、対象者に対して、同日(現地時間)付で、本取引の実行に必要な国内外(日本及びインド)の競争法及び国外(イタリア)の投資規制法令等に基づく必要な手続及び対応が全て完了(詳細については、下記「6 株券等の取得に関する許可等」の「(2) 根拠法令」をご参照ください。)したことを受け、その他の本前提条件が充足されていること又は公開買付者により放棄されていることを前提に、本公開買付けを2026年2月2日から開始したい旨の連絡をいたしました。また、公開買付者は、対象者より2026年1月30日、同日時点において未公表の、対象者に係る業務等に関する重要事実が存在しない旨の報告を受けました。

そして、今般、公開買付者は、上記「(1) 本公開買付けの概要」に記載のとおり、国内外(日本及びインド)の競争法及び国外(イタリア)の投資規制法令等に基づく必要な手続及び対応が全て完了し、その他の本前提条件が全て充足されたことを確認したことから、本公開買付けを2026年2月2日から開始することといたしました。

② 対象者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

(i) 検討体制の構築の経緯

対象者プレスリリースによれば、対象者は、上記「④ 本公開買付けの実施を決定するに至った背景、目的及び意思決定の過程」に記載のとおり、公開買付者から、2025年4月4日に、本初期的打診を受け、その後、同年5月28日に、本提案書を受領したとのことです。これを受けて、対象者は、本取引の検討並びに公開買付者との本取引に係る協議及び交渉を行うにあたり、公開買付者は対象者を連結子会社としている対象者の支配株主(親会社)であり、本公開買付けを含む本取引が支配株主との重要な取引等に該当し、また、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在する取引に該当することに鑑み、これらの問題に対応し、本取引の公正性を担保するため、同年5月28日開催の対象者取締役会において、公開買付者グループ及び対象者グループ並びに本取引の成否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SMB C日興証券株式会社(以下「SMB C日興証券」といいます。)を、リーガル・アドバイザーとしてアンダーソン・毛利・友常法律事務所外国法共同事業(以下「アンダーソン・毛利・友常法律事務所」といいます。)をそれぞれ選任したとのことです。

また、対象者は、本取引の公正性を担保するため、アンダーソン・毛利・友常法律事務所の助言も得つつ、公開買付者から独立した立場で、対象者の企業価値の向上及び対象者の一般株主の皆様の利益の確保の観点から本取引に係る検討、交渉及び判断を行うための体制の構築を開始したとのことです。具体的には、対象者は、下記「4 買付け等の期間、買付け等の価格及び買付予定の株券等の数」の「(2) 買付け等の価格」の「算定の経緯」の「(本公開買付けの公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置)」の「⑤ 対象者における独立した特別委員会の設置及び対象者における特別委員会からの答申書の取得」に記載のとおり、特別委員会の設置に向けた準備を進めた上で、2025年5月28日開催の対象者取締役会決議により、加藤卓二氏(対象者社外取締役、西部ガスホールディングス株式会社代表取締役社長 社長執行役員)、赤木由美氏(対象者社外取締役、九州旅客鉄道株式会社取締役 常務執行役員)及び大格淳氏(対象者社外監査役、西日本鉄道株式会社取締役 専務執行役員)の3名から構成される本特別委員会(本特別委員会の検討の経緯及び判断内容等については、下記「4 買付け等の期間、買付け等の価格及び買付予定の株券等の数」の「(2) 買付け等の価格」の「算定の経緯」の「(本公開買付けの公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置)」の「⑤ 対象者における独立した特別委員会の設置及び対象者における特別委員会からの答申書の取得」をご参照ください。)を設置し、本特別委員会に対し、(ア)本取引の目的は正当性を有するか(本取引が対象者の企業価値向上に資するかを含む。)、(イ)本取引の条件(本公開買付けにおける買付け等の価格を含む。)の公正性・妥当性が確保されているか、(ウ)本取引において、公正な手続を通じた対象者の株主の利益への十分な配慮がなされているか、及び(エ)上記(ア)から(ウ)のほか、本取引は少数株主にとって不利益でないと考えられるかについて諮問したとのことです。なお、東京証券取引所が同年7月22日を施行日として有価証券上場規程の一部を改正したことに伴って、対象者は、同年7月29日開催の対象者取締役会において、上記の諮問事項(エ)について、「上記(ア)から(ウ)のほか、本取引は一般株主にとって公正であると考えられるか」に変更をしているとのことです(以下、変更後の諮問事項を「本諮問事項」と総称します。)

また、対象者は、本特別委員会の設置にあたり、(a)諮問事項の検討にあたって、本特別委員会は、対象者の株式価値評価及び本取引に係るフェアネス・オピニオンの提供その他本特別委員会が必要と判断する事項を第三者機関等に委託することができるものとし、その場合の当該委託に係る合理的な費用は対象者が負担するものとする、(b)本取引に関する対象者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、対象者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、(c)本特別委員会に対して、本取引に係る取引条件等について、必要に応じて、公開買付者と交渉を行う権限を付与する、及び(d)本特別委員会は、対象者の費用負担の下、その職務に関連する調査(本取引に係る対象者の役員若しくは従業員又は本取引に係る対象者のアドバイザーに対し、その職務に必要な事項について質問を行い、説明又は助言を求めることを含む。)を行うことができるものとすることを決議したとのことです(本特別委員会の設置等の経緯については、下記「4 買付け等の期間、買付け等の価格及び買付予定の株券等の数」の「(2) 買付け等の価格」の「算定の経緯」の「(本公開買付価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置)」の「⑤ 対象者における独立した特別委員会の設置及び対象者における特別委員会からの答申書の取得」をご参照ください。)

なお、本特別委員会は、下記「4 買付け等の期間、買付け等の価格及び買付予定の株券等の数」の「(2) 買付け等の価格」の「算定の経緯」の「(本公開買付価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置)」の「⑤ 対象者における独立した特別委員会の設置及び対象者における特別委員会からの答申書の取得」に記載のとおり、2025年5月28日、上記の権限に基づき、公開買付者グループ及び対象者グループ並びに本取引の成否から独立した独自のファイナンシャル・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・コンサルティング」といいます。))を、公開買付者グループ及び対象者グループ並びに本取引の成否から独立したリーガル・アドバイザーとして中村・角田・松本法律事務所をそれぞれ選任する旨を決定したとのことです。

また、対象者は、下記「4 買付け等の期間、買付け等の価格及び買付予定の株券等の数」の「(2) 買付け等の価格」の「算定の経緯」の「(本公開買付価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置)」の「⑤ 対象者における独立した特別委員会の設置及び対象者における特別委員会からの答申書の取得」に記載のとおり、本特別委員会において、対象者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SMBC日興証券並びに対象者のリーガル・アドバイザーであるアンダーソン・毛利・友常法律事務所について、公開買付者グループ及び対象者グループ並びに本取引の成否からの独立性及び専門性・実績等に問題がないことを確認の上、その選任の承認を受けているとのことです。

さらに、対象者は、下記「4 買付け等の期間、買付け等の価格及び買付予定の株券等の数」の「(2) 買付け等の価格」の「算定の経緯」の「(本公開買付価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置)」の「④ 対象者における独立した検討体制の構築」に記載のとおり、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ための体制(本取引に係る検討、交渉及び判断に関与する対象者の役職員の範囲及びその職務を含みます。)を対象者の社内に構築するとともに、かかる検討体制に独立性・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受けているとのことです。

(ii) 検討・交渉の経緯

対象者は、上記のとおり検討体制を整備した上で、SMBC日興証券から対象者株式の価値算定結果に関する報告、公開買付者との交渉方針に関する助言その他の財務的見地からの助言を受けるとともに、アンダーソン・毛利・友常法律事務所から本取引における手続の公正性を確保するための対応及びその他に対する法的助言を受け、これらを踏まえ、本特別委員会の意見の内容を最大限に尊重しながら、本取引の是非及び取引条件の妥当性について慎重に検討を行ってきたとのことです。

また、対象者は、2025年5月28日に公開買付者から本提案書を受領して以降、本特別委員会の意見を聴取し、その承認及び指示・要請を受けながら、公開買付者との間で、本公開買付価格を含む本取引に係る取引条件について継続的に協議及び交渉を行ってきたとのことです。

具体的には、対象者及び本特別委員会は、同年5月28日に本提案書を受領したことを受け、本特別委員会における検討・協議を進め、同年6月12日に、公開買付者に対し、本取引の提案の背景・目的、本取引のシナジー、本取引のデメリット、本取引後の対象者の経営方針、ストラクチャー等に関して書面による質問をしたところ、同年6月20日に当該質問書について書面での回答を受け、その後、当該回答の内容を踏まえ同年6月30日付で行った追加での書面の質問事項に対し、同年7月1日開催の本特別委員会において、公開買付者から回答に関する説明を受け、これに対する質疑応答を行ったとのことです。

本公開買付価格については、対象者は、同年7月4日以降、公開買付者との間で、複数回にわたる交渉を重ねてきたとのことです。具体的には、対象者は、同年7月4日、公開買付者が、対象者に対する本デュー・ディリジェンスの結果及び対象者を取り巻く外部環境、並びに対象者より受領した事業計画及び対象者の株式価値算定の結果等の各種諸要素を総合的に勘案し、熟慮を重ねた結果である正式な提案として、公開買付者から、本公開買付けにおける本公開買付価格を3,500円(提案実施日の前営業日である同月3日の東京証券取引所プライム市場における対象者株式の終値3,360円に対するプレミアム率は4.17%、同日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値3,136円に対するプレミアム率は11.61%、過去3ヶ月間の終値単純平均値2,726円に対するプレミアム率は28.39%、過去6ヶ月間の終値単純平均値2,645円に対するプレミアム率は32.33%です。)とすることを含んだ本取引の諸条件に関する提案を受けたとのことです。これに対し、対象者及び本特別委員会は、同年7月9日、公開買付者に対し、当該本公開買付価格は、対象者の本源的価値が十分に反映されたものではなく、また、本公開買付けを通じて生じることが見込まれるシナジー効果は公開買付価格に反映されるべきものであると考えていることから、価格の引上げを検討するよう要請したとのことです。これを受けて、公開買付者から、同年7月11日に、本公開買付価格を3,700円(提案実施日の前営業日である同月10日の東京証券取引所プライム市場における対象者株式の株価終値3,495円に対して5.87%のプレミアム、同日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値3,240円に対して14.20%のプレミアム、同日までの過去3ヶ月間の終値単純平均値2,824円に対して31.02%のプレミアム、同日までの過去6ヶ月間の終値単純平均値2,683円に対して37.91%のプレミアム)とする再提案を受けたとのことです。これに対し、本特別委員会は、同年7月16日に、本公開買付価格は、引き続き対象者の本源的価値が十分に反映されたものではなく、著しく不十分なものであることから、本公開買付価格の再検討を改めて要請したとのことです。これを受けて、公開買付者から、同年7月18日に、本公開買付価格を4,050円(提案実施日の前営業日である同月17日の東京証券取引所プライム市場における対象者株式の株価終値3,430円に対して18.08%のプレミアム、同日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値3,338円に対して21.33%のプレミアム、同日までの過去3ヶ月間の終値単純平均値2,913円に対して39.03%のプレミアム、同日までの過去6ヶ月間の終値単純平均値2,725円に対して48.62%のプレミアム)とする再提案を受けたとのことです。これに対し、対象者及び本特別委員会は、同年7月23日に、公開買付価格として引き続き十分なものとは判断できないと考えていることから、対象者の株式価値に係る様々な評価要素を総合的に勘案した価格として、公開買付者に対して4,300円を提案したとのことです。その後、対象者及び本特別委員会は、同年7月23日、公開買付者より、最終提示価格として、本公開買付価格を4,200円(提案実施日の前営業日である同月22日の東京証券取引所プライム市場における対象者株式の終値3,440円に対するプレミアム率は22.09%、同日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値3,366円に対するプレミアム率は24.78%、過去3ヶ月間の終値単純平均値2,954円に対するプレミアム率は42.18%、過去6ヶ月間の終値単純平均値2,743円に対するプレミアム率は53.12%です。)とする旨の提案を受けたとのことです。その結果、対象者及び本特別委員会は、同年7月24日に、公開買付者の提案価格は、対象者の本源的価値や対象者の一般株主の皆様を含む市場参加者による本取引の経済条件に対する期待等の様々な評価要素を総合的に反映したものと評価していると考え、当該時点における対象者の考えとして、本公開買付価格を4,200円とすることに応諾する方針で検討する旨を回答したとのことです。

以上の検討・交渉過程において、対象者は、本公開買付価格に関する公開買付者との協議及び交渉にあたり、本特別委員会から聴取した意見並びにSMB C日興証券及びアンダーソン・毛利・友常法律事務所からの助言を踏まえて検討を行っており、その際、本特別委員会においては、随時、本特別委員会のアドバイザーであるブルータス・コンサルティング及び中村・角田・松本法律事務所から助言を受けるとともに、対象者や対象者のアドバイザーとの意見交換を行い、適宜、確認・承認を行ってきたとのことです。具体的には、対象者が公開買付者に対して提示し、また、SMB C日興証券及びブルータス・コンサルティングが対象者株式の価値算定において基礎とする対象者の事業計画(注1)の内容、重要な前提条件及び作成経緯等の合理性について、事前に本特別委員会の確認を経て、その承認を受けているとのことです。また、対象者のファイナンシャル・アドバイザーであるSMB C日興証券は、公開買付者との交渉にあたっては、事前に本特別委員会において審議の上決定した交渉方針に従って対応を行っており、公開買付者から本公開買付価格についての提案を受領した際には、その都度、直ちに本特別委員会に対して報告を行い、公開買付者との交渉方針等について本特別委員会から意見、指示、要請等を受け、これに従って対応を行っているとのことです。さらに、対象者は、本公開買付価格に関する公開買付者との協議及び交渉を行うにあたっては、(ア)対象者及び本特別委員会が取得する株式価値算定書上、是認される価格を本公開買付価格とすること、(イ)対象者の株主の皆様にとってできる限り有利な金額とすることを基本方針としているとのことです。

(注1) 当該事業計画は、対象者が本取引の検討開始後に作成したものとのことです。また、当該事業計画の作成にあたっては、対象者及び公開買付者の兼務者である従業員3名が関与しているものの、当該3名の知識及び経験を踏まえると、当該3名が関与せずに作成された対象者の事業計画の十分性、実現可能性に係る懸念が大きく、当該3名を事業計画の作成過程に関与させる必要性が高いことを踏まえ、内容の妥当性について利害関係のない上長による確認を行うこと等を条件に、当該3名は、事業計画の作成過程に関与しているとのことです。以上の取扱いについては、本特別委員会の承認を得ているとのことです。

そして、対象者は、2025年8月1日付で、本特別委員会から、(ア)本取引は対象者の企業価値向上に資するものであり、その目的は正当であると認められる、(イ)本取引の条件(本公開買付けにおける買付け等の価格を含む。)の公正性・妥当性が確保されていることが認められる、(ウ)本取引において、公正な手続を通じた対象者の株主の利益への十分な配慮がなされていることが認められる、及び(エ)上記(ア)から(ウ)のほか、本取引は一般株主にとって公正であると考えられる旨の答申書(以下「2025年8月1日付答申書」といいます。)の提出を受けているとのことです。なお、本特別委員会は、同年7月31日付でブルータス・コンサルティングから対象者株式に係る株式価値算定書(以下「本株式価値算定書(ブルータス・コンサルティング)」)といいますが、)及び本公開買付価格である1株当たり4,200円が対象者の株主(公開買付者及び自己株式として対象者株式を所有する対象者を除きます。)にとって財務的見地から妥当であると考える旨のフェアネス・オピニオン(以下「本フェアネス・オピニオン(ブルータス・コンサルティング)」)といいますが、)の提出を受けているとのことです(本株式価値算定書(ブルータス・コンサルティング)及び本フェアネス・オピニオン(ブルータス・コンサルティング)の概要については、下記「4 買付け等の期間、買付け等の価格及び買付予定の株券等の数」の「(2) 買付け等の価格」の「算定の経緯」の「(本公開買付価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置)」の「⑦ 特別委員会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」をご参照ください。)

(iii)判断内容

以上の経緯の下で、対象者は、2025年8月1日開催の対象者取締役会において、アンダーソン・毛利・友常法律事務所から受けた法的助言、SMB C日興証券から受けた財務的見地からの助言、2025年7月31日付でSMB C日興証券から提出を受けた対象者株式に係る株式価値算定書(以下「本株式価値算定書(SMB C日興証券)」)といいますが、)及びフェアネス・オピニオン(以下「本フェアネス・オピニオン(SMB C日興証券)」)といいますが、)の内容を踏まえつつ、2025年8月1日付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対象者の企業価値の向上に資するか否か、及び本公開買付価格を含む本取引に係る取引条件が妥当なものか否かについて、慎重に協議・検討を行ったとのことです。

その結果、以下のとおり、対象者としても、公開買付者による本公開買付けを含む本取引を通じた対象者の完全子会社化が対象者の企業価値の向上に資するとの結論に至ったとのことです。

対象者グループを取り巻く経営環境を踏まえ、本取引を通じて公開買付者が対象者を完全子会社化し、公開買付者による対象者グループへの更なる経営資源の投入を可能とすることで対象者が実現可能と考える具体的なシナジーは以下のとおりとのことです。

I. 海外事業収益の最大化

国内人口減少の加速、中国による鋼材の過剰生産と全世界に向けての低価格での高水準の輸出継続、ブロック経済化の進展に伴い、間接輸出も含めた国内鉄鋼需要の低下及び鉄鋼輸出の大幅な減少が進行することにより、国内耐火物需要の縮小が見込まれているとのことです。こうした環境の下、対象者は海外事業を成長の柱とすべく、インド・欧州・米国・ブラジル等において製造・販売拠点を確保してきたとのことです。今後対象者が更なる海外事業展開に注力していく中で、公開買付者との連携を一層強化しそのリソース活用を拡大できることは、競合他社にない対象者の強みとなるとのことです。特に、グローバルで見ても数少ない成長市場である北米での積極的な事業拡大を図る公開買付者と具体的な施策を共有し緊密に連携することで、公開買付者の技術導入により大幅な増加が期待される高機能耐火物需要や公開買付者グループの大規模な設備投資に伴う需要を的確に捕捉することが可能になると考えているとのことです。また、大規模なM&A等の機会において、公開買付者の資金調達力等を機動的に活用することによって、更なるグローバル収益の拡大を、対象者が単独で展開する以上のスピードと柔軟性をもって実現することも可能になるものと想定しているとのことです。

II. 耐火物に関するソリューション提案力の強化

対象者は、これまでも公開買付者と連携の上、その操業・鋼品質向上に資するべく、高機能耐火物及び整備作業・周辺装置等の提供を通じて、耐火物に関するソリューション提案をしてきたとのことです。本取引により対象者が公開買付者の完全子会社となりさらに踏み込んだ操業情報の開示を受けられるようになることで、公開買付者の鉄源競争力強化に向け、耐火物の開発を含めたソリューション提案力を強化し、対象者の収益拡大につなげることができると考えているとのことです。

III. 耐火物整備事業の安定化

各種工業炉耐火物整備作業を請け負う国内築炉業界においては、築炉工不足の顕在化、高炉休止・電炉移行の進展等の大きな経営環境の変化に晒されており、中長期的な視点での構造的対策が必要な状況と認識しているとのことです。

本取引を契機に、対象者の耐火物整備事業の中核企業としての位置づけが明確になれば、人材の確保を含め対象者事業の安定に資すると考えているとのことです。

一方、本取引の実施に伴う対象者のディスシナジーについて、対象者が元々公開買付者グループの1社であることが公知の事実であることに鑑みれば、対象者が公開買付者の完全子会社となることに伴う受注減少等の影響は限定的と想定しているとのことです。なお、上場廃止に伴い、株式等資本市場における資金調達手段は限定されるとのようですが、むしろ親会社である公開買付者の資金調達力を機動的に活用できることから、本取引のディスシナジーとはならないと考えているとのことです。

総じて、本取引により公開買付者及び対象者の一層の連携が進むことでシナジー発揮の余地がある一方、対象者の事業に重大な影響を及ぼすようなディスシナジーは特段生じないと考えているとのことです。

また、以下の理由により、本公開買付価格である4,200円は、対象者の本源的価値を反映した、対象者の一般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、対象者を取り巻く足元の事業環境を映した株価推移に鑑みても、対象者の一般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対象者株式の売却及び利益確保の機会を提供するものであると総合的に判断したとのことです。

(ア)当該価格が、対象者において、下記「４ 買付け等の期間、買付け等の価格及び買付予定の株券等の数」の「(2) 買付け等の価格」の「算定の経緯」の「(本公開買付けの公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置)」に記載の本公開買付け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、本特別委員会の実質的な関与の下、公開買付者との間で真摯な交渉を重ねた結果合意された価格であること。

(イ)当該価格が、下記「４ 買付け等の期間、買付け等の価格及び買付予定の株券等の数」の「(2) 買付け等の価格」の「算定の経緯」の「(本公開買付けの公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置)」の「② 対象者における独立した第三者算定機関からの株式価値算定書及びフェアネス・オピニオンの取得」に記載の本株式価値算定書(SMBC日興証券)におけるSMBC日興証券による対象者株式の価値算定結果のうち、市場株価法及び類似上場会社比較法による算定結果の上限を上回り、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。)による算定結果の範囲内にある価格であること。また、下記「４ 買付け等の期間、買付け等の価格及び買付予定の株券等の数」の「(2) 買付け等の価格」の「算定の経緯」の「(本公開買付けの公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置)」の「② 対象者における独立した第三者算定機関からの株式価値算定書及びフェアネス・オピニオンの取得」に記載のとおり、SMBC日興証券から、本公開買付け価格である1株当たり4,200円が対象者の株主(公開買付者及び自己株式として対象者株式を所有する対象者を除きます。)にとって財務的見地より公正であるとする旨の本フェアネス・オピニオン(SMBC日興証券)が発行されていること。

(ウ)当該価格が、下記「４ 買付け等の期間、買付け等の価格及び買付予定の株券等の数」の「(2) 買付け等の価格」の「算定の経緯」の「(本公開買付けの公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置)」の「⑦ 特別委員会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」に記載の本株式価値算定書(ブルータス・コンサルティング)におけるブルータス・コンサルティングによる対象者株式の価値算定結果のうち、市場株価法及び類似会社比較法による算定結果の上限を上回り、DCF法による算定結果の範囲内にある価格であること。また、下記「４ 買付け等の期間、買付け等の価格及び買付予定の株券等の数」の「(2) 買付け等の価格」の「算定の経緯」の「(本公開買付けの公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置)」の「⑦ 特別委員会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、ブルータス・コンサルティングから、本公開買付け価格である1株当たり4,200円が対象者の株主(公開買付者及び自己株式として対象者株式を所有する対象者を除きます。)にとって財務的見地より公正であるとする旨の本フェアネス・オピニオン(ブルータス・コンサルティング)が発行されていること。

(エ)当該価格が、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2025年7月31日の東京証券取引所における対象者株式の終値3,450円に対して21.74%、同日までの直近1ヶ月間の終値単純平均値3,447円に対して21.85%、同直近3ヶ月間の終値単純平均値3,054円に対して37.52%、同直近6ヶ月間の終値単純平均値2,804円に対して49.79%、同直近12ヶ月間の終値単純平均値2,564円に対して63.81%のプレミアムが加算されたものであること。本公開買付け価格は、類似事例(経済産業省作成の2019年6月28日付「公正なM&Aの在り方に関する指針」(以下「M&A指針」といいます。))が公表された2019年6月28日以降2025年6月30日までに公表された子会社の完全子会社化を目的とした公開買付け案件で、対象者の時価総額が1,000億円以上の案件を選定した上で、買付け前の株価が1株当たり連結簿価純資産額1倍以上という条件から抽出した案件17件(プレミアム水準の中央値は直前日の終値対比で約25.97%、直前日の過去1ヶ月の平均終値対比で約31.57%、直前日の過去3ヶ月の平均終値対比で約34.12%、直前日の過去6ヶ月の平均終値対比で約28.97%、直前日の過去12ヶ月の平均終値対比で約32.97%)との比較において、対象者株式の株価が上昇しているという直近の状況はあるものの、直前日の過去3ヶ月、過去6ヶ月及び過去12ヶ月の平均終値対比で、遜色のないプレミアムが付されているものと認められること。

(オ)当該価格は、2025年8月1日付対象者プレスリリースの添付資料に記載のとおり、本特別委員会から取得した2025年8月1日付答申書においても、妥当であると認められると判断されていること。

以上より、対象者は、本取引が対象者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、2025年8月1日開催の対象者取締役会において、同日時点における対象者の意見として、本公開買付けに賛同する旨の意見を表明するとともに、対象者の株主の皆様に対し、本公開買付けへの応募を推奨する旨を決議したとのことです。

また、上記取締役会においては、(i)本公開買付けが開始される際に、対象者が設置した本特別委員会に対して、本特別委員会が2025年8月1日付で対象者取締役会に対して表明した意見に変更がないか否か検討し、対象者取締役会に対し、従前の意見の変更がない場合にはその旨、変更がある場合には変更後の意見を述べるよう諮問すること、及び、(ii)かかる意見を踏まえて、本公開買付けが開始される時点で、改めて本公開買付けに関する意見表明を行うことを併せて決議したとのことです。

その後、2025年12月3日、対象者は、公開買付者から、国内外(日本及びインド)の競争法及び国外(イタリア)の投資規制法令等に基づく必要な手続及び対応が2026年1月中旬頃までには完了するものと見込んでいることから、本公開買付けを2026年2月2日に開始することを予定している旨の連絡を受け、本公開買付けに関する諸条件について改めて検討を行う準備を開始したとのことです。そして、対象者は、本特別委員会に対して、2025年8月1日付答申書の意見に変更がないか否かを検討し、対象者取締役会に対し、変更がない場合にはその旨、変更がある場合には変更後の意見を述べるよう諮問したとのことです。その後、2026年1月6日、対象者は、公開買付者から、国内外(日本及びインド)の競争法及び国外(イタリア)の投資規制法令等に基づく必要な手続及び対応が完了したことから、その他の本前提条件が充足されていること又は公開買付者により放棄されていることを前提に、本公開買付けを2026年2月2日に開始したい旨の連絡を受領したとのことです。当該連絡を受け、本特別委員会は、2025年8月1日以降に本取引に影響を及ぼし得る重要な状況変化や事象等が発生しているか否かについて事実関係の確認等を行うとともに、上記諮問事項について検討を行った結果、2025年8月1日付答申書の内容を変更すべき事情は見当たらないことを確認し、2026年1月29日に、対象者取締役会に対して、従前の意見に変更がない旨の2026年1月29日付答申書を提出したとのことです。

その上で、対象者は、本特別委員会から提出された2026年1月29日付答申書の内容を最大限に尊重しながら、対象者の業況や本取引を取り巻く環境を踏まえ、本公開買付けに関する諸条件について改めて慎重に検討を行った結果、2026年1月30日現在においても、2025年8月1日時点における本公開買付けに関する意見を変更する要因はないと判断したとのことです。

以上より、対象者は、2026年1月30日開催の対象者取締役会において、対象者の審議及び決議に参加した取締役の全員一致で、改めて、本公開買付けに賛同する旨の意見を表明するとともに、対象者の株主の皆様に対し、本公開買付けに応募することを推奨する旨を決議したとのことです。

2025年8月1日開催及び2026年1月30日開催の対象者取締役会における各取締役会決議における決議の方法については、下記「4 買付け等の期間、買付け等の価格及び買付予定の株券等の数」の「(2) 買付け等の価格」の「算定の経緯」の「(本公開買付価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置)」の「⑧ 対象者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」をご参照ください。

③ 本公開買付け後の経営方針

公開買付者は、本取引を通じて対象者を完全子会社化した後、公開買付者グループと対象者グループの連携を加速させるとともに意思決定を効率化し、経営の効率化も進めることで、上記「① 本公開買付けの実施を決定するに至った背景、目的及び意思決定の過程」に記載の施策を実現させ、対象者グループを含む公開買付者グループ全体の企業価値向上に努めてまいります。なお、対象者グループの具体的な経営方針や従業員の処遇方針について、現時点で本取引をきっかけとした変更を検討している事項はありません。

- (3) 本公開買付けの公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置

公開買付者及び対象者は、対象者が公開買付者の連結子会社であるため、本公開買付けを含む本取引が支配株主との重要な取引等に該当し、また、公開買付者と対象者の一般株主の皆様との間に構造的な利益相反の問題及び情報の非対称性の問題が典型的に存在する取引に該当することに鑑み、本公開買付けの公正性を担保するとともに、本公開買付けを含む本取引に関する意思決定の過程における恣意性を排除し、利益相反を回避する観点から、以下の措置を実施しております。

なお、公開買付者は、本書提出日現在、対象者株式15,632,004株(所有割合：46.42%)を所有しているため、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一般株主の皆様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、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しておりませんが、公開買付者及び対象者において以下の措置を講じていることから、対象者の一般株主の皆様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、対象者において実施した措置等については、対象者から受けた説明に基づくものです。

- ① 公開買付者における独立した第三者算定機関からの株式価値算定書の取得
- ② 対象者における独立した第三者算定機関からの株式価値算定書及びフェアネス・オピニオンの取得
- ③ 対象者における外部の法律事務所からの助言
- ④ 対象者における独立した検討体制の構築
- ⑤ 対象者における独立した特別委員会の設置及び対象者における特別委員会からの答申書の取得
- ⑥ 特別委員会における独立した法律事務所からの助言
- ⑦ 特別委員会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
- ⑧ 対象者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
- ⑨ 他の買付者からの買付機会を確保するための措置
- ⑩ 対象者の株主が本公開買付けに応募するか否かについて適切に判断を行う機会を確保するための措置

以上の詳細については、下記「4 買付け等の期間、買付け等の価格及び買付予定の株券等の数」の「(2) 買付け等の価格」の「算定の経緯」の「(本公開買付けの公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置)」をご参照ください。

(4) 本公開買付け後の組織再編等の方針(いわゆる二段階買収に関する事項)

公開買付者は、上記「(1) 本公開買付けの概要」に記載のとおり、本公開買付けにより対象者株式の全て(ただし、公開買付者が所有する対象者株式及び対象者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、以下のいずれかの方法により、本スクイーズアウト手続を実施することを予定しております。

① 株式売渡請求

本公開買付けの成立により、公開買付者が対象者の総株主の議決権の90%以上を所有するに至り、公開買付者が会社法第179条第1項に規定する特別支配株主となる場合には、公開買付者は、本公開買付けの決済の完了後速やかに、会社法第2編第2章第4節の2の規定に基づき、対象者の株主(公開買付者及び対象者を除きます。)の全員(以下「本売渡株主」といいます。)に対し、その所有する対象者株式の全てを売り渡すことを請求(以下「本株式売渡請求」といいます。)する予定です。

本株式売渡請求においては、対象者株式1株当たりの対価として、本公開買付価格と同額の金銭を本売渡株主に対して交付することを定める予定です。この場合、公開買付者は、その旨を対象者に通知し、対象者に対して本株式売渡請求の承認を求めます。対象者が対象者取締役会の決議により本株式売渡請求を承認した場合には、関係法令の定める手続に従い、本売渡株主の個別の承諾を要することなく、公開買付者は本株式売渡請求において定めた取得日をもって、本売渡株主が所有する対象者株式の全てを取得いたします。そして、公開買付者は、本売渡株主が所有していた対象者株式1株当たりの対価として、各本売渡株主に対して本公開買付価格と同額の金銭を交付する予定です。なお、対象者プレスリリースによれば、対象者は、公開買付者より本株式売渡請求をしようとする旨及び会社法第179条の2第1項各号の事項について通知を受けた場合には、対象者取締役会において、かかる本株式売渡請求を承認する予定とのことです。上記手続に関連する一般株主の皆様の権利保護を目的とした会社法上の規定として、本株式売渡請求がなされた場合には、会社法第179条の8その他の関係法令の定めに従って、本売渡株主は、裁判所に対して、その所有する対象者株式の売買価格の決定の申立てを行うことができる旨が定められております。なお、かかる申立てがなされた場合の対象者株式の売買価格は、最終的に裁判所が判断することになります。

② 株式併合

公開買付者は、本公開買付けの成立後、公開買付者が対象者の総株主の議決権の90%以上を所有するに至らなかった場合には、本公開買付けの決済の完了後速やかに、本株式併合を行うこと及び本株式併合の効力発生を条件として単元株式数の定めを廃止する旨の定款の一部変更を行うことを付議議案に含む臨時株主総会(以下「本臨時株主総会」といいます。)を、2026年4月下旬を目途に開催することを対象者に要請する予定です。なお、対象者プレスリリースによれば、対象者は、公開買付者からこれらの要請を受けた場合には、これらの要請に応じる予定とのことです。また、公開買付者は、本臨時株主総会において上記各議案に賛成する予定です。

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、対象者の株主の皆様は、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対象者株式を所有することとなります。本株式併合をすることにより、株式の数に1株に満たない端数が生じるときは、端数が生じた対象者の株主の皆様に対して、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、当該端数は切り捨てられます。以下同じです。)に相当する対象者株式を対象者又は公開買付者に売却することによって得られる金銭が交付されることとなります。当該端数の合計数に相当する対象者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対象者の株主の皆様(公開買付者及び対象者を除きます。)に交付される金銭の額が、本公開買付価格に当該各株主の皆様が所有していた対象者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、対象者に要請する予定です。

なお、本株式併合の割合は、本書提出日現在において未定ですが、公開買付者は、公開買付者のみが対象者株式の全て(対象者が所有する自己株式を除きます。)を所有することを企図し、本公開買付けに応募されなかった対象者の株主の皆様(公開買付者及び対象者を除きます。)の所有する対象者株式の数が1株に満たない端数となるように決定されるよう対象者に要請する予定です。また、対象者プレスリリースによれば、対象者は、公開買付者から当該要請を受けた場合には、当該要請に応じる予定とのことです。

また、本株式併合に関連する一般株主の皆様の権利保護を目的とした会社法上の規定として、本株式併合がなされた場合であって、本株式併合をすることにより株式の数に1株に満たない端数が生じるときは、会社法第182条の4及び第182条の5その他の関係法令の定めに従い、本公開買付けに応募されなかった対象者の株主の皆様（公開買付者及び対象者を除きます。）は、対象者に対し、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できる旨及び裁判所に対して対象者株式の価格の決定の申立てを行うことができる旨が定められています。上記のとおり、本株式併合においては、本公開買付けに応募されなかった対象者の株主の皆様（公開買付者及び対象者を除きます。）の所有する対象者株式の数は1株に満たない端数となる予定ですので、本株式併合に反対する対象者の株主の皆様（公開買付者及び対象者を除きます。）は、上記申立てを行うことができることになる予定です。なお、当該申立てがなされた場合の対象者株式の買取価格は、最終的には裁判所が判断することになります。

上記①及び②の各手続については、関係法令の改正、施行及び当局の解釈等の状況によっては、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。ただし、その場合でも、本公開買付けが成立した場合には、本公開買付けに応募しなかった対象者の株主の皆様（公開買付者及び対象者を除きます。）に対しては、最終的に金銭を交付する方法が採用される予定であり、その場合に当該対象者の株主の皆様に交付される金銭の額については、本公開買付価格に当該対象者の株主の皆様が所有していた対象者株式の数を乗じた価格と同一になるよう算定する予定です。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、対象者と協議の上、決定次第、対象者が速やかに公表する予定です。

なお、本公開買付けは、本臨時株主総会における対象者の株主の皆様の賛同を勧誘するものではありません。また、本公開買付けへの応募又は上記各手続における税務上の取扱いについては、対象者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。

(5) 上場廃止となる見込み及びその理由

対象者株式は、本書提出日現在、東京証券取引所プライム市場及び福岡証券取引所本則市場に上場されておりますが、公開買付者は、本公開買付けにおいて買付予定数の上限を設定していないため、本公開買付けの結果次第では、東京証券取引所及び福岡証券取引所の定める上場廃止基準に従って、対象者株式は、所定の手続を経て上場廃止となる可能性があります。また、本公開買付けの成立時点では当該基準に該当しない場合でも、本公開買付けの成立後、公開買付者は、上記「(4) 本公開買付け後の組織再編等の方針（いわゆる二段階買収に関する事項）」に記載の本スクイーズアウト手続を実施することを予定しておりますので、かかる手続が実行された場合には、東京証券取引所及び福岡証券取引所の上場廃止基準に従い、対象者株式は、所定の手続を経て上場廃止となります。なお、上場廃止後は、対象者株式を東京証券取引所プライム市場及び福岡証券取引所本則市場において取引することはできません。

(6) 本公開買付けに関する重要な合意に関する事項

該当事項はありません。

4 【買付け等の期間、買付け等の価格及び買付予定の株券等の数】

(1) 【買付け等の期間】

① 【届出当初の期間】

買付け等の期間	2026年2月2日(月曜日)から2026年3月3日(火曜日)まで(20営業日)
公告日	2026年2月2日(月曜日)
公告掲載新聞名	電子公告を行い、その旨を日本経済新聞に掲載します。 電子公告アドレス (https://disclosure2.edinet-fsa.go.jp/)

② 【対象者の請求に基づく延長の可能性の有無】

法第27条の10第3項の規定により、対象者から公開買付期間の延長を請求する旨の記載がされた意見表明報告書が提出された場合は、公開買付期間は30営業日、2026年3月17日(火曜日)までとなります。

③ 【期間延長の確認連絡先】

確認連絡先 日本製鉄株式会社
東京都千代田区丸の内二丁目6番1号
(03)6867-4111(代表)
総務部 総務室長 有村 智朗

確認受付時間 平日9時から17時20分まで

(2) 【買付け等の価格】

株券	1株につき金4,200円
新株予約権証券	—
新株予約権付社債券	—
株券等信託受益証券 ()	—
株券等預託証券 ()	—
算定の基礎	<p>公開買付者は、本公開買付価格の公正性を担保するため、本公開買付価格を決定するにあたり、公開買付者及び対象者から独立した第三者算定機関として、公開買付者のファイナンシャル・アドバイザーである野村證券に対して、対象者の株式価値の算定を依頼いたしました。</p> <p>野村證券は、対象者の財務状況、対象者株式の市場株価の動向等について検討を行った上で、多面的に評価することが適切であると考え、複数の株式価値算定手法の中から対象者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、市場株価が存在することから市場株価平均法を、対象者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対象者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、将来の事業活動の状況を算定に反映するためにDCF法を算定手法として用いて対象者の株式価値の算定を行い、公開買付者は、野村證券から2025年7月31日付で株式価値算定書(以下「本株式価値算定書(公開買付者)」)といたします。)(注1)を取得いたしました。なお、野村證券は公開買付者及び対象者の関連当事者には該当せず、本公開買付に関し、重要な利害関係を有しておりません。また、公開買付者は、下記「算定の経緯」の「(本公開買付価格の決定に至る経緯)」に記載の諸要素を総合的に考慮し、対象者の一般株主の皆様利益には十分な配慮がなされていると考えていることから、野村證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。</p> <p>野村證券により上記各手法において算定された対象者株式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。</p> <p>市場株価平均法 : 2,804円から3,504円 類似会社比較法 : 2,258円から3,219円 DCF法 : 2,819円から4,480円</p>

	<p>市場株価平均法では、2025年7月31日を基準日として、東京証券取引所プライム市場における対象者株式の基準日終値3,450円、直近5営業日の終値単純平均値3,504円、直近1ヶ月の終値単純平均値3,447円、直近3ヶ月の終値単純平均値3,054円、直近6ヶ月の終値単純平均値2,804円を基に、対象者株式1株当たり株式価値の範囲を2,804円から3,504円までと算定しております。</p> <p>類似会社比較法では、対象者と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対象者の株式価値を算定し、対象者株式1株当たり株式価値の範囲を2,258円から3,219円までと算定しております。</p> <p>D C F法では、対象者から受領し、公開買付者にて修正の上提供された2026年3月期から2031年3月期までの6期分の事業計画における収益や投資計画、直近までの業績の動向、一般に公開された情報等の諸要素を考慮した2026年3月期以降の対象者の将来予想に基づき、対象者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引いて対象者の企業価値や株式価値を分析評価し、対象者株式1株当たりの株式価値の範囲を2,819円から4,480円までと算定しております。なお、D C F法の前提とした対象者の事業計画について、大幅な増減益を見込んでいる事業年度は含まれておりません。また、当該事業計画は、本取引の実行を前提としたものではなく、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については、算定時点において具体的に見積もることが困難であるため、当該事業計画には加味されていません。</p> <p>公開買付者は、野村證券から取得した本株式価値算定書(公開買付者)における対象者の株式価値の算定結果に加え、2025年6月上旬から2025年7月上旬まで実施した本デュー・ディリジェンスの結果、対象者取締役会による本公開買付けへの賛同の可否、対象者株式の市場株価の動向及び本公開買付けに対する応募の見通し等を総合的に勘案し、対象者との協議・交渉の結果等を踏まえ、最終的に2025年8月1日、本公開買付価格を4,200円とすることを決定いたしました。</p> <p>なお、本公開買付価格である4,200円は、本公開買付けの開始予定についての公表日(2025年8月1日)の前営業日である2025年7月31日の東京証券取引所プライム市場における対象者株式の終値3,450円に対して21.74%のプレミアムを加えた価格、直近1ヶ月の終値単純平均値3,447円に対して21.85%のプレミアムを加えた価格、直近3ヶ月の終値単純平均値3,054円に対して37.52%のプレミアムを加えた価格、直近6ヶ月の終値単純平均値2,804円に対して49.79%のプレミアムを加えた価格となります。</p> <p>また、本公開買付価格である4,200円は、本書提出日の前営業日である2026年1月30日の対象者株式の東京証券取引所プライム市場における終値4,185円に対して0.36%のプレミアムを加えた金額となります。</p>
算定の経緯	<p>(本公開買付価格の決定に至る経緯)</p> <p>上記「3 買付け等の目的」の「(2) 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」の「① 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」をご参照ください。</p> <p>(本公開買付価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置)</p> <p>公開買付者及び対象者は、対象者が公開買付者の連結子会社であるため、本公開買付けを含む本取引が支配株主との重要な取引等に該当し、また、公開買付者と対象者の一般株主の皆様との間に構造的な利益相反の問題及び情報の非対称性の問題が典型的に存在する取引に該当することに鑑み、本公開買付けの公正性を担保するとともに、本公開買付けを含む本取引に関する意思決定の過程における恣意性を排除し、利益相反を回避する観点から、以下の措置を実施しております。</p> <p>なお、公開買付者は、本書提出日現在、対象者株式15,632,004株(所有割合:46.42%)を所有しているため、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一般株主の皆様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、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しておりませんが、公開買付者及び対象者において以下の措置を講じていることから、対象者の一般株主の皆様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。</p> <p>また、以下の記載のうち、対象者において実施した措置等については、対象者から受けた説明に基づくものです。</p> <p>① 公開買付者における独立した第三者算定機関からの株式価値算定書の取得</p> <p>公開買付者は2025年7月31日付で野村證券から、対象者の株式価値の算定結果に関する本株式価値算定書(公開買付者)を取得しております。詳細については、上記「算定の基礎」をご参照ください。</p>

② 対象者における独立した第三者算定機関からの株式価値算定書及びフェアネス・オピニオンの取得

(i) 算定機関の名称並びに対象者及び公開買付者との関係

対象者は、本公開買付価格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、公開買付者グループ及び対象者グループ並びに本取引の成否から独立した独自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SMB C日興証券に対し、対象者株式の価値算定を依頼し、2025年7月31日付で、本株式価値算定書(SMB C日興証券)(注2)を取得したとのことです。

SMB C日興証券は、対象者及び公開買付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いないとのことです。なお、SMB C日興証券は、対象者グループ及び公開買付者グループに対して通常の銀行取引の一環として融資取引等を行っている株式会社三井住友銀行と同じ株式会社三井住友フィナンシャルグループのグループ企業の一員ですが、対象者は、SMB C日興証券の第三者算定機関としての実績に鑑み、かつ、弊害防止措置としてSMB C日興証券における対象者株式の株式価値の算定を実施する部署とその他の部署及び株式会社三井住友銀行との間で社内の規程に定める情報遮断措置が講じられていること、対象者とSMB C日興証券は一般取引先と同様の取引条件での取引を実施しているためファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関としての独立性が確保されていること、SMB C日興証券は対象者及び公開買付者の関連当事者には該当せず、対象者がSMB C日興証券に対して対象者株式の株式価値の算定を依頼することに関し、特段の問題はないと考えられることを踏まえた上で、SMB C日興証券をファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関に選任しているとのことです。また、本特別委員会は、2025年5月28日開催の第1回の会合において、SMB C日興証券の独立性及び専門性に問題がないことを確認した上で、対象者のファイナンシャル・アドバイザーとして承認しているとのことです。

なお、本取引に係るSMB C日興証券に対する報酬には、本取引の成立等を条件に支払われる成功報酬が含まれているとのことです。対象者は、同種の取引における一般的な実務慣行及び本取引が不成立となった場合に対象者に相応の金銭的負担が生じる報酬体系の是非等も勘案し、またSMB C日興証券の同種の取引における助言実績及び社会的評価等も踏まえ、本取引の成立等を条件に支払われる成功報酬が含まれていることをもって独立性が否定されるわけではないと判断の上、上記の報酬体系によりSMB C日興証券を対象者のファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関として選任しているとのことです。

(ii) 対象者株式に係る算定の概要

SMB C日興証券は、本公開買付けにおいて、複数の算定手法の中から対象者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、対象者の株式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、対象者株式が東京証券取引所プライム市場に上場していることから市場株価法を、対象者と比較可能な上場会社が存在し、類似上場会社比較による対象者の株式価値の類推が可能であることから類似上場会社比較法を、将来の事業活動の状況を算定に反映するためにDCF法を算定手法として用いて、対象者の株式価値の算定を行い、対象者はSMB C日興証券から2025年7月31日付で本株式価値算定書(SMB C日興証券)を取得しているとのことです。

本株式価値算定書(SMB C日興証券)において、上記各手法に基づいて算定された対象者株式の1株当たりの株式価値の範囲は以下のとおりとのことです。

市場株価法：	2,804円～3,447円
類似上場会社比較法：	1,615円～2,239円
DCF法：	3,063円～5,397円

市場株価法では、2025年7月31日を算定基準日として、東京証券取引所プライム市場における直近1ヶ月間の終値単純平均値3,447円、直近3ヶ月間の終値単純平均値3,054円及び直近6ヶ月間の終値単純平均値2,804円を基に、対象者株式の1株当たりの株式価値の範囲を2,804円～3,447円と算定しているとのことです。

	<p>類似上場会社比較法では、対象者と類似性があると判断される類似上場会社として品川リフクトリーズ株式会社(現品川リフラ株式会社。以下同じです。)及び東京窯業株式会社(呼称：株式会社TYK)を選定した上で、企業価値に対するEBITDAの倍率を用いて算定を行い、対象者株式の1株当たりの株式価値の範囲を1,615円～2,239円と算定しているとのことです。</p> <p>DCF法では、SMB C日興証券がDCF法による算定の前提とした対象者の財務予測は、耐火物、ファーンネス、セラミックス等対象者の事業において、国内における粗鋼生産量の減少や、インドにおける粗鋼生産量の増加等グローバルでの事業環境の見通し、直近までの業績及び将来成長のための各施策を勘案の上で対象者が作成したものであり、合理的に将来予測が可能な期間として、2026年3月期から2031年3月期までを予測期間としているとのことです。SMB C日興証券は、対象者が作成したSMB C日興証券に提供された対象者の事業計画及びその他将来に関する情報(以下「本事業計画等」といいます。)を基に、2026年3月期から2031年3月期までの6期分の事業計画等における収益予測や投資計画、一般に公開された情報等の諸要素を前提として、対象者が2026年3月期以降に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、対象者の企業価値や株式価値を分析し、対象者株式の1株当たり株式価値の範囲を3,063円～5,397円と算定しているとのことです。</p> <p>割引率については、株主資本コスト及び負債コストに基づく加重平均資本コスト6.59%～8.05%を適用しており、継続価値は永久成長法及びマルチプル法に基づき93,743百万円～180,198百万円と算定しているとのことです。永久成長法においては、対象者を取り巻く長期的な経済見通し等を踏まえて永久成長率0.00%～1.00%、マルチプル法においては、M&Aにおける算定実務において一般的であるEV/EBITDA倍率を採用し、業界各社の水準等を踏まえ5.8倍～7.0倍としているとのことです。</p> <p>SMB C日興証券がDCF法による算定に用いた対象者作成の本事業計画等においては、大幅な増減益を見込んでいる事業年度が含まれていないとのことです。フリー・キャッシュ・フローの大幅な増減を見込んでいる事業年度が含まれているとのことです。具体的には、2027年3月期においては、2026年3月期にて前年度下期に特因的に大きかった建設用耐火物売上に伴う売上債権の回収が進むことによるフリー・キャッシュ・フローの大幅な黒字が見込まれるところ、そうした特因が無くなることにより、前年度比49%の減少を見込んでいるとのことです。2028年3月期においては、成長市場での投資を含む設備投資支出の増加及び運転資本の増減額の増加を見込んでいることにより、前年度比でさらに73%減少するものの、2029年3月期においては、前年度比で運転資本の増減額の減少が見込まれる中で設備投資支出額が減少することにより、前年度比292%の増加を見込んでいるとのことです。2030年3月期においては、成長市場での投資を含む設備投資支出の増加及び運転資本の増減額の増加が見込まれることにより、前年度比36%の減少となるものの、2031年3月期においては、設備投資支出の減少に伴い、前年度比49%の増加を見込んでいるとのことです。</p> <p>本取引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、算定時点において具体的に見積もることが困難であるため、以下の財務予測には加味していないとのことです。なお、対象者は、2025年6月24日に開示した「固定資産の譲渡に伴う特別利益の計上ならびに通期連結業績予想の修正に関するお知らせ」において、2026年3月期の業績予想の修正を公表しておりますが、SMB C日興証券が対象者株式の価値算定を行うにあたっては、当該業績予想の修正の影響を反映しているとのことです。</p>
--	---

なお、DCF法による分析において前提とした財務予測は以下のとおりとのことです。

(単位：百万円)

	2026年 3月期	2027年 3月期	2028年 3月期	2029年 3月期	2030年 3月期	2031年 3月期
売上高	180,000	175,424	188,148	186,827	192,651	200,283
営業利益	15,000	15,135	17,616	16,733	17,716	19,320
経常利益	15,000	15,510	18,014	17,166	18,365	20,083
E B I T D A	19,820	20,066	22,905	22,353	23,549	25,519
フリー・キャッシュ・フロー	21,099	10,751	2,913	11,427	7,268	10,856

本事業計画等については、対象者の経営陣の最善の予測と判断に基づき、合理的に作成又は回答され、本事業計画等に従って、対象者の財務状況が推移することを前提としており、SMB C日興証券は、本事業計画等の実現可能性について独自の調査をすることなく、本事業計画等及びそれに関連する資料に依拠しているとのことです。また、SMB C日興証券は、本取引の実行による対象者、公開買付者及びその他取引関係者に対する課税関係への影響については考慮していないとのことです。

(iii) 本フェアネス・オピニオン(SMB C日興証券)の概要

対象者は、2025年7月31日付で、SMB C日興証券から、本公開買付価格である1株当たり4,200円が対象者の株主(公開買付者及び自己株式として対象者株式を所有する対象者を除きます。)にとって財務的見地から公正である旨の本フェアネス・オピニオン(SMB C日興証券)(注3)を取得しているとのことです。本フェアネス・オピニオン(SMB C日興証券)は、本事業計画等に基づく対象者株式の価値算定結果等に照らして、本公開買付価格である1株当たり4,200円が、対象者の株主(公開買付者及び自己株式として対象者株式を所有する対象者を除きます。)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とのことです。なお、本フェアネス・オピニオン(SMB C日興証券)は、本事業計画等を含む財務情報の分析及び検討並びに対象者との質疑応答を経て、SMB C日興証券により実施された対象者株式の価値算定結果の検討に加え、SMB C日興証券におけるフェアネス・オピニオンに関する承認手続を経て発行されているとのことです。

③ 対象者における外部の法律事務所からの助言

対象者は、上記「3 買付け等の目的」の「(2) 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」の「② 対象者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、外部のリーガル・アドバイザーであるアンダーソン・毛利・友常法律事務所を選任し、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対象者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いるとのことです。

なお、アンダーソン・毛利・友常法律事務所は、公開買付者及び対象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いないとのことです。また、アンダーソン・毛利・友常法律事務所に対する報酬は、本取引の成否にかかわらず支払われる時間単位の報酬のみであり、本取引の成立を条件とする成功報酬は含まれていないとのことです。

<p>④ 対象者における独立した検討体制の構築</p> <p>上記「3 買付け等の目的」の「(2) 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」の「② 対象者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、対象者は、対象者グループ以外の公開買付者グループ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対象者の社内に構築したとことです。対象者は、2025年4月4日に本初期的打診を受けた時点以降、対象者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において、構造的な利益相反の問題を排除する観点から、対象者グループ以外の公開買付者グループとの兼務者及び直近3年間に公開買付者グループに在籍していた公開買付者の出身者を関与させていないとことです。</p> <p>以上の取扱いを含めて、対象者の社内に構築した本取引の検討体制(本取引の検討、交渉及び判断に関与する対象者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いるとことです。</p> <p>⑤ 対象者における独立した特別委員会の設置及び対象者における特別委員会からの答申書の取得</p> <p>A. 2025年8月1日付答申書</p> <p>(i) 設置等の経緯</p> <p>上記「3 買付け等の目的」の「(2) 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」の「② 対象者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、対象者は、2025年5月28日に開催された対象者取締役会における決議により、本特別委員会を設置したとことですが、かかる本特別委員会の設置に先立ち、対象者は、公開買付者から独立した立場で、対象者の企業価値の向上及び対象者の一般株主の皆様の利益の確保の観点から本取引に係る検討、交渉及び判断を行うための体制を構築するため、アンダーソン・毛利・友常法律事務所の助言も得つつ、その時点の対象者の社外取締役を含む取締役全員に対して、公開買付者から本取引に関する初期的な意向を受けた旨、並びに本取引が構造的な利益相反の問題及び情報の非対称性の問題が典型的に存在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したとことです。また、対象者は、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対象者の社外取締役の独立性及び適格性等についても確認を行ったとことです。その上で、対象者は、公開買付者グループ及び対象者グループ並びに本取引の成否からの独立性を有することを確認した上で、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、加藤卓二氏(対象者社外取締役、西部ガスホールディングス株式会社代表取締役社長 社長執行役員)、赤木由美氏(対象者社外取締役、九州旅客鉄道株式会社取締役常務執行役員)及び大格淳氏(対象者社外監査役、西日本鉄道株式会社取締役 専務執行役員)の3氏を本特別委員会の委員の候補として選定したとことです(なお、本特別委員会の委員長には、委員間の互選により、加藤卓二氏が選定されており、本特別委員会の委員は設置当初から変更していないとことです。)</p>

	<p>その上で、対象者は、上記「3 買付け等の目的」の「(2) 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」の「② 対象者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、2025年5月28日開催の対象者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、諮問事項について諮問したとのことです(なお、東京証券取引所が2025年7月22日を施行日として有価証券上場規程の一部を改正したことに伴って、対象者は、2025年7月29日開催の対象者取締役会において、諮問事項の一部を変更しているとのことです。詳細は上記「3 買付け等の目的」の「(2) 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」の「② 対象者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」をご参照ください。)。また、対象者は、本特別委員会の設置にあたり、(a)諮問事項の検討にあたって、本特別委員会は、対象者の株式価値評価及び本取引に係るフェアネス・オピニオンの提供その他本特別委員会が必要と判断する事項を第三者機関等に委託することができるものとし、その場合の当該委託に係る合理的な費用は対象者が負担するものとする、(b)本取引に関する対象者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、対象者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、(c)本特別委員会に対して、本取引に係る取引条件等について、必要に応じて、公開買付者と交渉を行う権限を付与する、(d)本特別委員会は、対象者の費用負担の下、その職務に関連する調査(本取引に係る対象者の役員若しくは従業員又は本取引に係る対象者のアドバイザーに対し、その職務に必要な事項について質問を行い、説明又は助言を求めることを含む。)を行うことができるものとすることを決議しているとのことです。</p> <p>なお、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、答申内容にかかわらず固定額の報酬を支払うものとされており、当該報酬には、本取引の成立を条件とする成功報酬は含まれていないとのことです。</p> <p>(ii) 検討の経緯</p> <p>本特別委員会は、2025年5月28日から2025年8月1日までの間に合計11回、合計約10時間にわたって開催されたほか、各会日間においても必要に応じて都度電子メールやWeb会議を通じて報告・情報共有、審議及び意思決定等を行う等して、諮問事項に係る職務を遂行したとのことです。</p> <p>具体的には、本特別委員会は、まず、その独立性及び専門性・実績等を検討の上、2025年5月28日、公開買付者グループ及び対象者グループ並びに本取引の成否から独立した独自のリーガル・アドバイザーとして中村・角田・松本法律事務所を、公開買付者グループ及び対象者グループ並びに本取引から独立した独自のファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関としてブルータス・コンサルティングを選任する旨を決定したとのことです。</p> <p>また、本特別委員会は、対象者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SMB C日興証券について、その独立性及び専門性・実績等に問題がないことを確認の上、その選任を承認しており、対象者のリーガル・アドバイザーであるアンダーソン・毛利・友常法律事務所について、その独立性及び専門性・実績等に問題がないことを確認の上、その選任を承認しているとのことです。</p> <p>さらに、本特別委員会は、対象者が社内に構築した本取引の検討体制(本取引に係る検討、交渉及び判断に関与する対象者の役職員の範囲及びその職務を含みます。)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の上、承認しているとのことです。</p> <p>その上で、本特別委員会は、中村・角田・松本法律事務所から受けた法的助言及びアンダーソン・毛利・友常法律事務所から聴取した意見を踏まえ、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たとのことです。</p>
--	---

	<p>本特別委員会は、2025年6月12日に、公開買付者に対し、本取引の提案の背景・目的、本取引のシナジー、本取引のデメリット、本取引後の対象者の経営方針、ストラクチャー等に関して書面による質問をしたところ、2025年6月20日に当該質問書について書面での回答を受け、その後、当該回答の内容を踏まえ2025年6月30日付で行った追加での書面の質問事項に対し、2025年7月1日開催の本特別委員会において、公開買付者から回答に関する説明を受け、これに対する質疑応答を行ったとのことです。</p> <p>本特別委員会は、2025年6月23日に、対象者に対し、対象者の現状と課題、本取引のシナジー、本取引のデメリット、手続の公正性等に関して書面による質問をしたところ、2025年7月3日に当該質問書について書面での回答を受け、その後、当該回答の内容を踏まえ追加で行った質問事項に対し、2025年7月9日付で追加での書面回答を受けたとのことです。</p> <p>加えて、本特別委員会は、公開買付者との交渉の基礎となり、また、SMB C日興証券及びブルータス・コンサルティングによる対象者株式の価値評価の基礎ともなる本事業計画等の内容、重要な前提条件及び作成経緯等について、対象者から説明を受け、質疑応答を行った上で、これらの合理性を確認し、承認しているとのことです。その上で、上記「② 対象者における独立した第三者算定機関からの株式価値算定書及びフェアネス・オピニオンの取得」及び下記「⑦ 特別委員会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、SMB C日興証券及びブルータス・コンサルティングは、本事業計画等の内容を前提として対象者株式の価値算定を実施しておりますが、本特別委員会は、SMB C日興証券及びブルータス・コンサルティングから、それぞれが実施した対象者株式の価値算定に係る算定方法、当該算定方法を採用した理由、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、これらについて合理性を確認しているとのことです。</p> <p>また、上記「② 対象者における独立した第三者算定機関からの株式価値算定書及びフェアネス・オピニオンの取得」及び下記「⑦ 特別委員会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、対象者はSMB C日興証券から本フェアネス・オピニオン(SMB C日興証券)の提出を受け、本特別委員会はブルータス・コンサルティングから本フェアネス・オピニオン(ブルータス・コンサルティング)の提出を受けておりますが、本特別委員会は、SMB C日興証券及びブルータス・コンサルティングから、それぞれ本フェアネス・オピニオン(SMB C日興証券)及び本フェアネス・オピニオン(ブルータス・コンサルティング)の発行手続等について説明を受け、質疑応答を行っているとのことです。</p>
--	--

	<p>本特別委員会は、2025年7月4日に対象者が公開買付者から最初の本公開買付価格の提案を受領して以降、対象者が公開買付者から本公開買付価格についての提案を受領する都度、対象者のファイナンシャル・アドバイザーであるSMB C日興証券から適時にその内容及び交渉経過等について報告を受け、SMB C日興証券から聴取した意見も踏まえてその内容を審議・検討するとともに、SMB C日興証券から公開買付者との交渉方針案及び公開買付者に対する回答書案について事前に説明を受け、必要に応じて意見を述べ、質疑応答を行った上で承認し、公開買付者との交渉を担当するSMB C日興証券に対して指示・要請を行う等しているとのこと。本特別委員会は、2025年8月1日付対象者プレスリリース等のドラフトについて、対象者のリーガル・アドバイザーであるアンダーソン・毛利・友常法律事務所及び対象者のファイナンシャル・アドバイザーであるSMB C日興証券から複数回説明を受け、質疑応答を行い、充実した情報開示がなされる予定であることを確認しているとのこと。</p> <p>(iii)2025年8月1日付答申書の判断内容</p> <p>本特別委員会は、以上の経緯の下で、中村・角田・松本法律事務所から受けた法的助言、ブルータス・コンサルティングから受けた財務的見地からの助言、並びに2025年7月31日付で提出を受けた本株式価値算定書(ブルータス・コンサルティング)及び本フェアネス・オピニオン(ブルータス・コンサルティング)の内容を踏まえつつ、本諮問事項について慎重に協議及び検討を重ねた結果、対象者取締役会に対し、委員全員の一致で、2025年8月1日付で、2025年8月1日付答申書を提出しているとのこと。2025年8月1日付答申書の内容は大意以下のとおりとのこと。</p> <p>(A)答申内容</p> <p>(ア)本取引は対象者の企業価値向上に資するものであり、その目的は正当であると認められる。</p> <p>(イ)本取引の条件(本公開買付けにおける買付け等の価格を含む。)の公正性・妥当性が確保されていることが認められる。</p> <p>(ウ)本取引において、公正な手続を通じた対象者の株主の利益への十分な配慮がなされていることが認められる。</p> <p>(エ)上記(ア)から(ウ)のほか、本取引は一般株主にとって公正であると考えられる。</p> <p>(B)答申の理由</p> <p>1. 本特別委員会における検討の方針</p> <p>(1) 本取引における利益相反性</p> <p>本取引は、公開買付者(対象者の親会社であり、対象者の支配株主に当たる。)が、対象者の株主を公開買付者のみとすることを目的として行う取引であるから、その結果として対象者株式が上場廃止となる見込みがある取引である。</p> <p>そのため、本取引のうち本公開買付けは、公開買付者が支配株主である公開買付けに該当し、本取引のうち本スクイーズアウト手続は、支配株主が関連する株式併合又は株式売渡請求の承認に該当する。そのため、本取引は、一般株主にとって公正なものであることに関し、特別委員会による意見書の入手を行うことが必要となる取引(有価証券上場規程第441条第1項柱書)に該当する。</p>
--	--

そして、本取引を実行しようとするにあたって、公開買付者としてはできるだけ安い金額で対象者株式を取得しようとするインセンティブが生じ、一般株主としてはできるだけ高い金額で対象者株式を売却しようとするインセンティブが生じるから、対象者の支配株主である公開買付者と対象者の一般株主との間で利益相反関係が生じ得る状況にある。

(2) 本特別委員会として踏まえるべき規律

本取引は、支配株主による従属会社の完全子会社化の取引であるから、M&A指針の適用対象となる取引である(M&A指針1.4)。そこで、本特別委員会としては、諮問事項を検討するにあたっては、M&A指針が求める下記の2つの原則(M&A指針2.3)が充足されているか否かの観点から検証する必要があるものと整理した。

- ① 企業価値の向上(望ましいM&Aか否かは、企業価値を向上させるか否かを基準に判断されるべき)
- ② 公正な手続を通じた一般株主利益の確保

(3) 諮問事項の整理と検討方法

以上を踏まえて諮問事項を整理すると、諮問事項の(ア)は、本取引が上記(2)の①の要請を充たしているかの検討を依頼するものである。

また、諮問事項の(ウ)は、本取引において上記(2)の②が確保されているか否かの検討を依頼するものであり、諮問事項の(イ)は、上記(2)の②の中でも一般株主にとってとりわけ重要である、本公開買付価格その他の条件の公正性・妥当性が確保されているか否かの検討を依頼するものである。

その上で、諮問事項の(エ)は、諮問事項の(ア)から(ウ)までの検討結果を踏まえて、本取引が一般株主にとって公正であるかを問う諮問事項である。

そこで、以下では、諮問事項(ア)から(ウ)のそれぞれを検討し答申を行った上で、これらを踏まえて最後に諮問事項(エ)について答申する。

2. 企業価値の向上(諮問事項の(ア)関係)

(1) 検討の方向性

本特別委員会は、本取引の目的の合理性を検証するにあたって、まずは本取引により期待されるシナジー(本取引のメリット)を、次いで本取引のデメリットの有無を検討することが、明確性の観点からも好ましいものと考えた。

それと同時に、本取引が、一般株主に対象者の株主としての地位から退出していただく効果を有するものであることから、単に本取引にメリットがあるというだけではなく、本取引を実施するには上場廃止が避けられないのか、及び上場廃止をせずに本取引と同様の効果をもたらす代替取引がないのかという観点からの検討も行った。

(2) 本取引により期待されるシナジー

ア 対象者の課題と望ましいM&A

本特別委員会は、対象者グループを取り巻く経営環境について、本ヒアリング等(本特別委員会が実施した関係者に対するヒアリングや説明の聴取等の総称をいう。以下同じ。)において、対象者から、大要下記のような説明を受けている。また、このような説明は、2025年8月1日付対象者プレスリリースの内容とも合致している。

- ① 国内では、耐火物の主たる顧客である鉄鋼業において、日本鉄鋼連盟発表によると建設向け・製造業向けともに鋼材需要が低調であること(国内鋼材需要は製造業向け・土木建築向けともに漸減傾向にあり、国内鋼材需要は2018年度に約6,200万トンであったが、2024年度には約5,000万トンに減少)に加え、中国による鋼材の過剰生産と全世界に向けての低価格での高水準の輸出継続の影響を受け、日本の2024年度国内粗鋼生産量は8,295万トンと3年連続で減少し、1970年度以降ではコロナ禍の2020年度(8,278万トン)に次ぐ過去2番目に低い水準にとどまっていること。
- ② 世界鉄鋼協会発表による2024暦年の粗鋼生産量は、インドは前年に比べ6.3%増の1億4,960万トンであったものの、世界全体では18億8,260万トンと前年比0.8%減少していること。

	<p>③ 今後は高炉から電炉への切り替え、E V化の進展等、社会・産業構造の変化を受け、国内外の耐火物メーカーとの競争激化が想定される中、対象者グループにおける技術力・製品開発力・コスト競争力の強化に注力し、国内外の競合他社に対する優位性を一層強化・拡大することが、対象者グループにとって必要であると認識していること。</p> <p>本特別委員会は対象者の社外役員から構成されており、常日頃から対象者取締役会での議論を通じて、対象者の強みや課題について議論を重ねてきているが、上記のような対象者からの説明については、従前の対象者取締役会での議論と矛盾するものではなく、本特別委員会としても首肯できる内容である。</p> <p>従って、本特別委員会としては、対象者の企業価値の向上に関する基本的な視座として、国内外の耐火物メーカーとの競争激化に鑑み、対象者グループにおける技術力・製品開発力・コスト競争力を強化し、国内外の競合者に対する優位性を一層強化・拡大するようなシナジーを創出させるM&Aであれば、対象者の企業価値の向上に資するものとする。</p> <p>イ 本取引により期待されるシナジーに関する対象者の説明</p> <p>上記アのような基本的な視座をもとに、本特別委員会として、本取引の目的について複数回にわたり質問書を送付し、対象者から回答書を受領した結果、対象者から、本取引について以下のシナジーが実現可能であると考えている旨の説明を受けた。なお、かかるシナジーについては、2025年8月1日付対象者プレスリリースにおいても詳細に記載がされている。</p> <p>① 海外事業収益の最大化</p> <ul style="list-style-type: none"> 国内人口減少の加速、中国による鋼材の過剰生産と全世界に向けての低価格での高水準の輸出の継続、ブロック経済化の進展に伴い、間接輸出も含めた国内鉄鋼需要の低下及び鉄鋼輸出の大幅な減少が進行することにより、国内耐火物需要の縮小が見込まれている。こうした環境の下、対象者は海外事業を成長の柱とすべく、インド・欧州・米国・ブラジル等において製造・販売拠点を確保してきた。 今後対象者が更なる海外事業展開に注力していく中で、公開買付者との連携を一層強化しそのリソース活用を拡大できることは、競合他社にはない対象者の強みとなる。特に、グローバルで見ても数少ない成長市場である北米での積極的な事業拡大を図る公開買付者と具体的な施策を共有し緊密に連携することで、公開買付者の技術導入により大幅な増加が期待される高機能耐火物需要や公開買付者グループの大規模な設備投資に伴う需要を的確に捕捉することが可能になると考えている。また、大規模なM&A等の機会において、公開買付者の資金調達力等を機動的に活用することによって、更なるグローバル収益の拡大を、対象者が単独で展開する以上のスピードと柔軟性をもって実現することも可能になるものと想定している。 <p>② 耐火物に関するソリューション提案力の強化</p> <ul style="list-style-type: none"> 対象者は、これまでも公開買付者と連携の上、その操業・鋼品質向上に資するべく、高機能耐火物及び整備作業・周辺装置等の提供を通じて、耐火物に関するソリューション提案をしてきた。 本取引により対象者が公開買付者の完全子会社となりさらに踏み込んだ操業情報の開示を受けられるようになることで、公開買付者の鉄源競争力強化に向け、耐火物の開発を含めたソリューション提案力を強化し、対象者の収益拡大につなげることができると考えている。 <p>③ 耐火物整備事業の安定化</p> <ul style="list-style-type: none"> 各種工業炉耐火物整備作業を請け負う国内築炉業界においては、築炉工不足の顕在化、高炉休止・電炉移行の進展等の大きな経営環境の変化に晒されており、中長期的な視点での構造的対策が必要な状況と認識している。 本取引を契機に、対象者の耐火物整備事業の中核企業としての位置づけが明確になれば、人材の確保を含め対象者事業の安定に資すると考えている。
--	--

	<p>ウ シナジーに関する公開買付者の説明</p> <p>本特別委員会は、対象者のみならず公開買付者からも本取引の目的について説明を聴取する必要があると考え、公開買付者に対し、本取引の目的について複数回にわたり質問書を送付して回答書を受領するとともに、口頭での質疑応答も実施した。その結果、公開買付者から、本取引の実施後に公開買付者が企図している対象者の企業価値向上策及び想定している効果として、以下の内容の説明を受けた。なお、かかる説明についても、2025年8月1日付対象者プレスリリースにおいて詳細に記載がされている。</p> <p>① 公開買付者グループ全体での更なる海外事業収益の最大化</p> <ul style="list-style-type: none"> ・対象者は、国内耐火物市場が縮小していく中で、海外事業を成長の柱とすべく、インド・欧州・ブラジル等において製造・販売拠点を確保してきたと認識している。 ・本取引により、今後の対象者における海外展開への公開買付者グループのリソースの活用拡大や、公開買付者グループの海外展開との連携等を通じ、対象者が従来から事業を展開するインド・欧州・ブラジル等に北米も加え、公開買付者グループ一貫での更なる海外収益の拡大を実現できると考えている。 <p>② 公開買付者グループ全体での鉄源競争力の強化</p> <p>i. 耐火物製品について</p> <ul style="list-style-type: none"> ・対象者は、これまでの公開買付者との共同開発や使用評価を踏まえた品質改善について、耐火物の高耐用化(長寿命化)など一定の成果を得ている。 ・より一体的なマネジメント体制下で、対象者及び公開買付者の連携強化による競争力向上や、カーボンニュートラルに向けた製造プロセス変化をとらえた電気炉向け等の耐火物開発の加速化を図ること、公開買付者グループ一貫での鉄源競争力強化・収益拡大が可能になると考えている。 <p>ii. 耐火物整備作業について</p> <ul style="list-style-type: none"> ・国内の各種工業炉耐火物整備機能について、作業量減少や築炉工(耐火物整備員)不足等の問題が深刻化・顕在化することが見込まれており、中長期的な視点で製鉄事業に不可欠な整備機能の維持に向けた取り組みが必要であると考えている。 ・公開買付者は、対象者が企業規模や経営体制の観点で国内の耐火物整備を担う企業の中で競争力を有していると考えており、将来的な公開買付者の耐火物整備体制の見直し時においても対象者を中核企業とすることで、公開買付者と対象者の双方でのメリットが期待できると考えている。 <p>エ 評価</p> <p>対象者及び公開買付者が本取引の実施後に企図している対象者の企業価値向上策(上記イ及びウ)は、互いに矛盾することもなく、本取引に関与する当事者間でも本取引のシナジーに関する認識が一致していることが認められるところ、当該各シナジーには、以下のとおり合理性が認められる。</p> <p>① 海外事業収益の最大化</p> <p>対象者及び公開買付者はいずれも、北米における事業拡大による海外事業の収益力強化を予測している。</p> <p>北米は人口増加に伴い、鉄鋼需要の拡大が期待される地域であり、現在も電気炉製鉄所の新設が相次ぐ、極めて重要な市場である。そのため、北米において、公開買付者グループの事業基盤を活用し、耐火物製品の輸出拡大及び現地企業との連携を深めることにより、対象者の海外事業の収益力を強化することができるという予測には、合理性が認められる。</p> <p>② 耐火物に関するソリューション提案力の強化</p> <p>対象者及び公開買付者は、カーボンニュートラルに向けた製造プロセス変化をとらえた電気炉向け等の耐火物開発の加速化によるソリューション提案力の強化を通じた、鉄源競争力強化・収益拡大を予測している。</p>
--	---

対象者は、従前から公開買付者の高級鋼製造に伴う過酷な製鋼操業に対応してきたことから、耐用性の高い耐火物の開発を得意とし、これを強みとしている。対象者が公開買付者の完全子会社となり、これまでよりも踏み込んだ情報開示を受けることは、カーボンニュートラルに資する電気炉向け等の耐火物開発を加速化させると考えられる。

そのため、カーボンニュートラルに資する耐火物開発の加速化により、対象者のソリューション提案力の強化を通じた鉄源競争力強化・収益拡大が達成されるという予測には、合理性が認められる。

③ 耐火物整備事業の安定化

対象者及び公開買付者は、対象者が公開買付者の耐火物整備事業の中核企業となることにより、人材の確保を含めた対象者事業の安定に資するとの予測を立てている。

対象者は、耐火物整備事業において国内トップクラスのシェアを有しており、他の競合企業と比較して企業規模が大きいことに加え、他の競合企業にはない材工一体の強みを有する。対象者が公開買付者の完全子会社となり、世界トップクラスの鉄鋼メーカーである公開買付者の企業グループにおいて、耐火物整備事業の中核企業となり、その事実が対外的に明確化されることにより、対象者の耐火物整備事業におけるポジションは、これまで以上に優位なものとなると考えられる。

そのため、本取引は、人材の確保を含めた対象者の耐火物整備事業の安定に資するものと考えられ、対象者及び公開買付者の上記予測には合理性が認められる。

以上のとおり、対象者及び公開買付者の予測は、客観的な事実及び統計数値に基づいているほか、対象者の従前の開示内容と矛盾した点もない。また、本特別委員会の委員は、全員が対象者の社外役員を務めており、これまで社外役員として認識してきた対象者の事業に関する情報から得た知見とも整合的であり、合理的なものであると認められる。

その上で、本取引に関与する当事者は、本取引のシナジーとして、対象者グループにおける技術力・製品開発力・コスト競争力の強化を挙げており、上記アで検討した対象者の事業課題の解決に関する基本的な視座に照らしても、本取引のシナジーについては、対象者の企業価値の向上に資するものであると認められる。

(3) 本取引によるデメリットの有無

上記(2)のような指摘ができる一方で、本取引は対象者株式の非公開化を伴うものであるから、そのような非公開化に伴って大きなデメリットがあるようであれば、かかるデメリットも勘案した上で、本取引の目的の合理性を検証する必要がある。

そこで、本特別委員会として、本取引の結果としてあり得るデメリットについて対象者及び公開買付者に対して質問したところ、以下の内容の回答を得た。

① エクイティ・ファイナンスによる資金調達が困難になること

対象者及び公開買付者からは、上場廃止後の資金需要に対しては公開買付者による対象者への資金調達等、株式市場における資金調達を代替する手段が存在することから、当該デメリットによる影響は限定的と考えているとの説明がされている。この点は、公開買付者の企業規模や従前の対象者におけるエクイティ・ファイナンスの実績を考えると、当該説明に合理性が認められる。

② 従業員のモチベーション低下又は人材確保への悪影響

公開買付者からは、対象者従業員に関する処遇方針について、現時点で本取引に伴って変更を検討している事項はないとの説明がされている。また、対象者からは、対象者経営・人材登用の自立性・多様性(柔軟性)が確保され、将来の成長を説明できれば、当該懸念は低減すると想定しているとの説明がされている。

対象者及び公開買付者の上記説明に加えて、上記(2)エ③のとおり本取引により業界における対象者のポジションがこれまで以上に優位なものとなると考えられることを踏まえれば、上記デメリットは発生したとしても限定的なものにとどまると考えられる。

- ③ 上場会社であることによる対外的な信用が得られなくなる
こと、及びブランドイメージの低下

対象者からは、上記デメリットが生じる懸念は有していないとの説明がされている。対象者の知名度・ブランド力や社会的な信用は事業活動を通じて獲得・維持されている部分が大きく、本取引の実行後においても事業遂行によりこれを獲得・維持することが可能であるため、上記デメリットが発生する可能性は低く、また発生したとしても限定的なものにとどまると考えられる。

- ④ 公開買付者グループの同業他社を含む主要顧客・取引先との関係の希薄化

対象者からは、対象者が元々公開買付者グループの1社であることが公知の事実であることに鑑みれば、対象者が公開買付者の完全子会社となることに伴う受注減少等の影響は限定的と想定しているとの説明がされている。また、公開買付者からは、本取引の実施が対象者の既存取引先との関係に支障を及ぼすことがないよう、対象者とよく協議の上対処したいとの意向が示されている。

主要顧客・取引先は、対象者が従前から公開買付者の連結子会社であることを認識の上でこれまで対象者と取引をしてきたこと及び公開買付者から既存の取引関係に支障を生じさせないよう対象者とよく協議して対応したいとの意向が示されていることからすれば、上記デメリットが発生する可能性は低く、また発生したとしても限定的なものにとどまると考えられる。

- ⑤ 対象者の経営の自由度が狭められることの懸念

公開買付者からは、本取引の実行後に対象者に関する一体的なマネジメント体制を構築することを想定しているところ、当該一体的なマネジメント体制は、対象者と公開買付者の両者一貫の視点から見て競争力強化に資する施策を迅速かつ機動的に実行できる体制であり、管理強化を目的とした体制ではないため、対象者の自立性や多様性と両立できると考えていると説明がなされている。

対象者及び公開買付者が予測する本取引のシナジーのうち、カーボンニュートラルに資する耐火物開発は、対象者の経営の自立性・多様性が維持され、自由かつ多様な発想に基づく開発が行われることによって可能となるものである。従って、公開買付者の上記説明には合理性が認められ、上記デメリットが発生する可能性は低いものと考えられる。

- ⑥ 対象者の事業若しくは資産の譲渡・分離その他のM&A取引等又は事業の一部縮小・撤退

公開買付者からは、上記について現時点で検討している事項はないと説明がされており、上記デメリットが発生する可能性は限定的と考えられる。

以上からすれば、本取引により期待されるシナジーは、本取引を行うことによるデメリットを上回るものと考えられる。

(4) 上場廃止の不可欠性及び代替取引の有無

ア 上場廃止の不可欠性

上記(2)及び(3)から、本取引によるシナジーは対象者の課題に応え、かつデメリットを上回るものと考えられる。

もっとも、本取引は対象者の上場廃止を前提とするものであり、対象者の一般株主は強制的に対象者の株主である地位を失う効果をもたらすものである。そこで、本特別委員会としては、上場廃止を伴わずに本取引と同様の効果を実現することができないか、仮にそれが可能であれば、上場廃止を伴う本取引を行う必然性はないのではないかとこの点を、さらに検討する必要があるものと考えた。

この点について、公開買付者からは、本ヒアリング等において、現状においては公開買付者と対象者がそれぞれ上場企業として独立した経営を行っていることから、技術情報の共有、経営資源の補完及び相互活用等に関して、一定の制約があることは否めず、公開買付者グループの一層の成長のためには、対象者と海外展開や鉄源工程の機能・技術等の面でより一体的なマネジメント体制を築き、グループ一貫での海外事業収益最大化と鉄源工程における競争力強化を実現するとともに、効率的かつ安定的な経営体制を構築する必要があるとの説明を受けた。

確かに、現在の資本関係において、本取引の実施後に想定されるような施策を、公開買付者の経営資源を用いて行った場合でも、生み出される価値の全てが公開買付者グループに取り込まれる結果にならないケースも想定されるという指摘は的を射ている。

そして、公開買付者も上場会社として、自らの株主に対して、経営資源の投下について説明責任を果たすべき立場にあることからすると、現在の資本関係のままでは対象者への経営資源の投下を慎重に進めざるを得ないという公開買付者の説明も納得できるものである。

従って、本取引により企図される企業価値向上策を実施する前提として、本取引による上場廃止を経ることもやむを得ない。

イ 代替取引の有無

さらに別の観点として、対象者において、本取引の代替となるような実現可能性のある取引が検討されているのであれば、上場廃止を伴う本取引の合理性は減じられることになる。

しかし、本特別委員会は、本ヒアリング等において、対象者に対して本取引の代替となる取引の有無を確認したところ、本取引の代替となるような実現可能性のある取引についての具体的な検討はなされていないとの回答を受けた。

従って、企業価値の向上の観点から、本取引の代替となるような具体的な取引は、現時点で特に存在しないものと考えられる。

(5) 小括

以上で検討したとおり、本特別委員会は、本取引の目的の合理性を検証するために、まず、対象者の事業の課題及び対象者にとっての課題解決に資する施策に求められる要素(対象者の課題と望ましいM&A)を検討した。

次いで、本特別委員会は、対象者及び公開買付者が本取引の実施後に企図する企業価値向上策について仔細に検討した。これらのシナジー項目に関する対象者及び公開買付者の説明は、前提となる対象者の事業に関する現状認識や対象者の重要な課題に関する説明も含めて、客観的な事実及び統計数値に基づいていること、対象者取締役会における従前の議論や本特別委員会のメンバーが社外役員として認識してきた対象者の事業に関する情報から得た知見とも整合的であること、並びに対象者グループにおける技術力・製品開発力・コスト競争力の強化に資するものであり、対象者の事業課題の解決に資することが認められることから、総じて合理的なものと認められる。

なお、本特別委員会としては、経済産業省作成の2023年8月31日付「企業買収における行動指針」も指摘するとおり、企業価値の向上に資するか否かについては定性的な説明を受けるにとどまらず、具体的な検討を行うことが必要であると考えているところ、本取引に関して予測されているシナジー(具体的には、海外事業収益の最大化及び耐火物に関するソリューション提案力の強化)は、定性的なストーリーに留まることなく、北米という特定地域における収益力強化やカーボンニュートラルに資する電気炉向け等の耐火物開発といった具体性を伴った内容となっている。

その上で、本特別委員会は、本取引により期待されるシナジーは、本取引を行うことによるデメリットを上回るものと考えられること、上場廃止を伴うこともやむを得ないこと及び本取引の代替となる具体的な取引が特段存在しないことを確認した。

以上のような検討を経て、本特別委員会としては、本取引が対象者の企業価値向上に資するものであり、本取引の目的は正当と認められるものと考えられる。

3. 取引条件の公正性・妥当性(諮問事項の(イ)関係)

(1) 検討のアプローチ

M&A指針は、特別委員会に対して、M&Aにおける条件の妥当性の検討にあたって、①買付者との取引条件に関する協議・交渉過程において、企業価値を高めつつ一般株主にとってできる限り有利な取引条件でM&Aが行われることを目指して合理的な努力が行われる状況を確保すること、②取引条件の妥当性の判断の重要な基礎となる株式価値算定の内容と、その前提とされた財務予測や前提条件等の合理性を確認すること、③買収対価の水準だけでなく、買収の方法や買収対価の種類等の妥当性についても検討することを求めている(M&A指針3.2.2)

そこで、本特別委員会としても、上記①②③を通じて、本取引における条件の公正性・妥当性の検討を行う。

(2) 交渉状況の確保

ア 交渉の方針・目線

対象者及び本特別委員会は、各アドバイザーからの助言や対象者株式の価値の試算結果等を踏まえ、(ア)対象者及び本特別委員会が取得する株式価値算定書上、是認される価格を本公開買付価格とすること、(イ)一般株主にとってできる限り有利な金額とすることを基本方針として公開買付者との協議及び交渉を行うことを確認した。

M&A指針においても、(a)「M&Aを行わなくても実現可能な価値」は、一般株主を含む全ての株主がその持株数に応じて享受すべきであり、他方で、(b)「M&Aを行わなければ実現できない価値」については、M&Aによって一般株主はスクイーズアウトされることとなるものの、一般株主もその価値のしかるべき部分を享受するのが公正であると指摘されている(M&A指針2.2.1)。

そこで、本特別委員会は、上記の指摘を前提に交渉に臨んだ。

イ 交渉の経過及び主要な論点

対象者は、本公開買付価格について、2025年7月4日以降、公開買付者との間で、複数回にわたる交渉を重ねた。具体的な交渉の経過は以下のとおりである。

- ① 2025年7月4日、公開買付者から、本公開買付けにおける本公開買付価格を3,500円とすることを含む本取引の諸条件に関する提案を受けた。
- ② これに対し、対象者は、本特別委員会の承認を得た上で、2025年7月9日、公開買付者に対し、当該提案価格は、対象者の本源的価値が十分に反映されたものではなく、また、本公開買付けを通じて生じることが見込まれるシナジー効果は公開買付価格に反映されるべきものであると考えていることから、提案価格の引上げを検討するよう要請した。
- ③ 2025年7月11日、公開買付者より、本公開買付価格を3,700円とする再提案を受けた。
- ④ これに対し、対象者は、本特別委員会の承認を得た上で、2025年7月16日、当該提案価格は、引き続き対象者の本源的価値が十分に反映されたものではなく、著しく不十分なものであることから、提案価格の再検討を改めて要請した。
- ⑤ 2025年7月18日、公開買付者より、本公開買付価格を4,050円とする再提案を受けた。
- ⑥ これに対し、対象者は、本特別委員会が定めた、4,200円以上の提案を引き出すために最善の交渉を行うという交渉方針に従い、2025年7月23日、4,050円は公開買付価格として引き続き十分なものとは判断できないと考えていることから、対象者の株式価値に係る様々な評価要素を総合的に勘案した価格として、公開買付者に対して4,300円を提案した。
- ⑦ 2025年7月23日、対象者は、公開買付者より、最終提示価格として、本公開買付価格を4,200円とする旨の提案を受けた。
- ⑧ その結果、対象者は、2025年7月24日、公開買付者の提案価格は、対象者の本源的価値や一般株主による本取引の経済条件に対する期待等の様々な評価要素を総合的に反映したものと評価していると考え、本特別委員会の承認を得た上で、当該時点における対象者の考えとして、本公開買付価格を4,200円とすることに応諾する方針で検討する旨を回答した。

以上の交渉経過において、本特別委員会は、公開買付者からの上記①、③及び⑤の各価格提案の都度委員会を開催し、対象者及びSMB C日興証券から各提案内容の詳細について説明を受けた上で、SMB C日興証券及びブルータス・コンサルティングによる対象者の株式価値の試算結果、各提案価格のプレミアム水準、類似案件(下記(3)エ(イ)において定義される。以下同じ。)におけるプレミアム水準並びに各アドバイザーからの助言等を踏まえ、各提案に対する回答の内容・方法等について、本公開買付価格を一般株主にとってできる限り有利な価格とするための意見を述べるとともに、当該意見が反映された回答の内容・方法等を承認することにより、価格交渉に実質的に関与した。さらに、対象者は、上記のとおり本特別委員会の承認を得た内容・方法等に従って、各価格提案に対する回答を行った。

交渉上の主要な論点は、対象者から公開買付者に対し、価格提案を行うか否か及び価格提案を行う場合にどのような価格をどのような根拠により、いずれのタイミングで提案するかという点であった。

上記の各点について、本特別委員会は、2025年7月23日の委員会において、初回の提案価格3,500円からその時点の提案価格4,050円(上記⑤)までに、既に550円の引上げがされており、更なる引上げを引き出すためには対象者からの価格提示が効果的であると判断した。公開買付者に対する価格提示を行うにあたっては、その前提として、公正性・妥当性が認められる価格水準を検討する必要があるところ、本特別委員会は、以下の事情及び各アドバイザーからの助言等を踏まえ、4,200円を公正性・妥当性が認められる価格水準と判断した。

- ・4,200円は、SMB C日興証券及びブルータス・コンサルティングによる対象者の株式価値の試算結果のうち市場株価法及び類似(上場)会社比較法の上限を超え、DCF法のレンジの範囲内となり、またブルータス・コンサルティングのDCF法による試算結果の中央値を超える価格となる見込みであること
- ・過去3ヶ月の平均終値に対して35%、過去6ヶ月の平均終値に対して50%を超える、類似案件と比較して遜色ないプレミアム水準に至る見込みであること

そこで、本特別委員会は、4,200円以上の提案を引き出すために最善の交渉を行うことを以後の交渉方針として定めた。対象者は、この方針を受けて、公開買付者から4,200円以上の提案を引き出すため、(公正性・妥当性が認められる最低価格という趣旨ではなく、あくまで交渉上の戦術として)上記⑤の提案に対して4,300円という価格を提示した。

さらに、対象者は、上記⑦のとおり公開買付者からの4,200円の提案を受け、改めて本特別委員会の承認を得た上で、当該時点における対象者の考えとして、当該提案価格に応諾する方針で検討する旨を回答した。

ウ 交渉状況の評価

本公開買付価格に関する交渉経緯については、上記ア及びイのとおりであり、対象者は、事前に個別の回答内容について本特別委員会にて討議し、本特別委員会の了承を得た内容をもって回答し、又は本特別委員会が予め定めた交渉方針に従って回答することにより、価格交渉において本特別委員会の意見を最大限尊重し、また本特別委員会が主要な論点の検討・判断を含めた価格交渉の全体に実質的に関与する形で一貫して価格交渉が行われた。

以上の交渉プロセスは、M&A指針において推奨される、特別委員会が交渉について事前に方針を確認し、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(M&A指針3.2.4.4)そのものである。

また、以上の交渉プロセスを経て、公開買付者から3,500円による初回提案がなされた後、3回にわたる提案価格の引上げを引き出し、最終的な本公開買付価格は4,200円となっており、初回の提案価格から700円もの上積みがなされた。

以上のとおり、本特別委員会がM&A指針で推奨される手法により価格交渉に実質的に関与し、対象者が本特別委員会の意見を最大限尊重して価格交渉を行った結果、初回の提案価格から大幅な引上げがなされたこと、並びに下記(3)のとおり、本公開買付価格が本株式価値算定書(ブルータス・コンサルティング)及び本株式価値算定書(SMBC日興証券)の市場株価法及び類似(上場)会社比較法による算定の上限を超えており、かつ、DCF法の算定結果の算定の範囲内(本株式価値算定書(ブルータス・コンサルティング)との関係では中央値を超える水準)にあることを踏まえれば、対象者及び本特別委員会が確認した方針のとおり、本株式価値算定書(ブルータス・コンサルティング)及び本株式価値算定書(SMBC日興証券)上、是認される価格を本公開買付価格とすること及び本公開買付価格を一般株主にとってできる限り有利な価格とすることを目指した交渉がなされたことが認められる。

従って、本取引の公開買付者との取引条件に関する協議・交渉過程において、企業価値を高めつつ一般株主にとってできる限り有利な取引条件でM&Aが行われることを目指して合理的な努力が行われる状況が確保されていたと評価することができる。

(3) 株式価値算定及びプレミアム

ア 事業計画

本公開買付価格の公正性・妥当性の検討にあたっては、SMBC日興証券及びブルータス・コンサルティングによる算定結果が中心的な資料となるが、これらはいずれも対象者作成の事業計画(以下、本株式価値算定書(ブルータス・コンサルティング)及び本株式価値算定書(SMBC日興証券)による株式価値算定の基礎となった、対象者作成の事業計画を「本事業計画」という。)を基礎資料としているから、本事業計画が信用するに足りるかどうかが最初に問題となる。

まず、本事業計画は、対象者が本取引の検討開始後に、SMBC日興証券及びブルータス・コンサルティングによる株式価値算定の基礎資料とすることを目的として作成したものである。2025年8月1日付答申書提出日が属する2026年3月期は、2022年3月期から2026年3月期までを実行期間とする対象者の「2025経営計画」及び「2025見直し経営計画」の最終年度であり、2027年3月期以降の経営計画は未策定であること、本取引のような取引類型においては、第三者算定機関による株式価値算定の基礎資料として、経営計画が未策定の事業年度に関する事業計画を対象会社が新たに作成することは一般的であることを踏まえれば、本取引の検討開始後に作成されたことは本事業計画の合理性に疑義を生じさせる事情とはならない。

次に、本事業計画の作成経緯について、本特別委員会は、本ヒアリング等において対象者に質問書を送付して回答書を受領し、本事業計画の作成方法・作成過程を検証したが、策定に関して恣意的な点は見当たらなかった。具体的には、本特別委員会は、対象者より、本事業計画の作成過程に対象者及び公開買付者の兼務者である従業員3名(経営企画部長(執行役員)、総務部長兼リスクマネジメント部長(執行役員)及び耐火物グローバル営業本部グローバル・マーケティング部長(参与))が関与することを確認したものの、当該3名が関与せずに策定された本事業計画の十分性、実現可能性に係る懸念が大きく、当該3名を本事業計画の作成過程に関与させる必要性が高いことを踏まえ、内容の妥当性について利害関係のない上長による確認を行うこと等を条件に、当該3名の本事業計画の作成過程への関与を承認した。なお、本特別委員会は、本事業計画の作成過程において、上記3名以外に公開買付者の関係者が関与していないことを、対象者のみならず公開買付者に対しても確認している。

	<p>また、本特別委員会は、本事業計画の内容について、本事業計画が意図的に対象者の株式価値評価を押し下げるために抑制されていないか(本事業計画が過度に保守的な見積もりに基づくものとなっていないことを含む。)を検証した。具体的には、対象者独自のファイナンシャル・アドバイザーであるブルータス・コンサルティングより事業計画に関する検討ポイントについてのレクチャーを受けた上で、対象者より本事業計画の内容及び前提(事業内容や事業環境等についてどのような前提を置いているかを含む。)、期間(2026年3月期から2031年3月期までの6年間)の設定に関する考え方等についての詳細な説明を受けた。また、ブルータス・コンサルティングは、対象者との間で複数回のインタビューを行い、本事業計画の内容(過去実績と比較して不整合がないことを含む。)、前提及び作成経緯等を分析及び検討した上で、当該分析・検討の内容及び結果を本特別委員会に説明した。本特別委員会は、当該説明を踏まえ、本事業計画の内容、前提及び作成経緯等に不合理な点はなく、本事業計画は恣意的にアグレッシブ又は保守的に策定されているものではないことを確認した。</p> <p>対象者の社外役員から構成される本特別委員会としても、常日頃から対象者取締役会での議論を通じて認識・理解している対象者の事業を踏まえ、本事業計画の内容・前提及びそれらに関する対象者の説明等に違和感がないことを確認した。例えば、近時、公開買付者によるUnited States Steel Corporationの買収が公表されているが、これに伴って対象者グループの北米事業も一定の成長が見込まれるところ、本事業計画においてはこうした事情も適切に勘案されている。また、本事業計画では、耐火物、ファーンネス、セラミックス等対象者の事業において、国内における粗鋼生産量の減少や、インドにおける粗鋼生産量の増加等グローバルでの事業環境の見通し、直近までの業績及び将来成長のための各施策も勘案の上で作成されており、この点も合理的である。</p> <p>なお、本事業計画は、対象者の「2025見直し経営計画」と平仄が取れており、また公表済みの2026年3月期の業績予想とも一致していることから、本事業計画が公表されている直近の数値と大幅に異なるという事実はない。また、本事業計画においては、大幅な増減益を見込んでいる事業年度は含まれていないが、ブルータス・コンサルティング及びSMB C日興証券による株式価値算定においては、フリー・キャッシュ・フローの大幅な増減を見込んでいる事業年度が含まれている。その具体的内容は2025年8月1日付対象者プレスリリースに記載されているとおりであるが、2026年3月期から2031年3月期の各事業年度において、増減について具体的な変動項目・数値を挙げて説明がされており、当該説明は具体性を持った合理的なものであると認められる。</p> <p>さらに、本取引は合併のように当事者双方が相手方のデュー・ディリジェンスを行うタイプの取引ではなく、対象者は公開買付者側のデュー・ディリジェンスを行ったわけではない。そのため、本取引による企業価値向上効果について、現時点において対象者が定量的に数値を見込むことは難しいという事情があるから、本事業計画はスタンドアローン・ベースのものとなっているが、そのことは不合理なものではない(M&A指針3.3.2.1参照)。</p> <p>以上からすれば、本事業計画については、策定プロセス、策定方法のいずれからみても、公開買付者の恣意的な圧力が介在した事実は認められない上、内容も合理的なものとして認められる。</p>
--	---

イ 算定プロセス

本特別委員会は、ブルータス・コンサルティング及びSMB C日興証券に対して複数回にわたってヒアリングを実施し、対象者株式の株式価値の算定方法及び評価プロセス並びに株式価値算定等に関する考察過程等について詳細な説明を受け、株式価値算定について検討した。

(ア)算定方法の選択

ブルータス・コンサルティング及びSMB C日興証券は、複数の株式価値算定手法の中から対象者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、対象者が継続企業であるとの前提の下、対象者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、以下の理由から、市場株価法、類似(上場)会社比較法及びDCF法をそれぞれ採用した。

- ・市場株価法：対象者株式が東京証券取引所プライム市場に上場しており、市場株価が存在すること
- ・類似(上場)会社比較法：対象者には比較可能な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
- ・DCF法：将来の事業活動の状況を株式価値評価に反映すること

上記の算定方法は、本取引と同種の取引における株式価値算定においても一般的に利用されている算定方法であり、かつ、各算定方法の採用の理由に不合理な点は認められないため、両算定機関が上記各算定方法を用いて対象者の株式価値を算定したことについて不合理な点は認められない。

(イ)算定内容の合理性

① 市場株価法

ブルータス・コンサルティング及びSMB C日興証券は、市場株価法において、2025年7月31日を基準日として、基準日の終値、直近1ヶ月間の終値単純平均値、直近3ヶ月間の終値単純平均値及び直近6ヶ月間の終値単純平均値を採用しているところ、市場株価法においてこれらの値を採用することは一般的であり、市場株価法による算定の内容に不合理な点は認められない。

② 類似(上場)会社比較法

ブルータス・コンサルティングは、類似上場会社として品川リフクトリーズ株式会社及び株式会社ヨタイを選定し、EV/EBIT倍率及びEV/EBITDA倍率を用いて、対象者株式の1株当たりの株式価値を算定している。また、SMB C日興証券は、類似上場会社として品川リフクトリーズ株式会社及び東京窯業株式会社(呼称：株式会社TYK)を選定し、EV/EBITDA倍率を採用して、対象者株式の1株当たりの株式価値を算定している。

両算定機関による類似上場会社の選定手順、採用した比較指標、倍率の計算根拠等に関する説明に不合理な点は認められない。

③ DCF法

(i)ブルータス・コンサルティングのDCF法による算定

ブルータス・コンサルティングは、割引率についてWACCを採用し、WACCのレンジを5.5%～6.7%としており、これらの数値の計算根拠等について不合理な点は認められない。

また、ブルータス・コンサルティングは、継続価値の算定について、倍率法を採用し、倍率法における比較指標としてEV/EBIT倍率及びEV/EBITDA倍率を採用の上、同倍率をそれぞれ6.9倍～9.8倍及び5.1倍～7.5倍と計算し、継続価値を131,434百万円～194,539百万円と算定しているところ、これらの算定方法・比較指標の選択及び計算根拠並びにそれらの考え方等について不合理な点は認められない。

加えて、その他のDCF法における算定プロセス及び前提条件等についても不合理な点は認められない。

以上より、ブルータス・コンサルティングのDCF法による算定の内容について不合理な点は認められない。

(ii) SMBC日興証券のDCF法による算定

SMBC日興証券は、割引率についてWACCを採用し、WACCのレンジを6.59%~8.05%としており、これらの数値の計算根拠等について不合理な点は認められない。

また、SMBC日興証券は、継続価値の算定について、永久成長率法及びマルチプル法を採用し、永久成長率法における永久成長率として0.00%~1.00%を採用している。また、倍率法においては、比較指標としてEV/EBITDA倍率を採用し、同倍率を5.8倍~7.0倍と計算している。その上で、継続価値を93,743百万円~180,198百万円と算定している。これらの算定方法・比較指標の選択及び計算根拠並びにそれらの考え方等について不合理な点は認められない。

加えて、その他のDCF法における算定プロセス及び前提条件等についても不合理な点は認められない。

以上より、SMBC日興証券のDCF法による算定の内容について不合理な点は認められない。

(ウ) ブルータス・コンサルティング及びSMBC日興証券による株式価値算定の差異

上記(ア)及び(イ)に記載のブルータス・コンサルティング及びSMBC日興証券による株式価値算定には、類似(上場)会社比較法における類似上場会社の選定、DCF法における継続価値の算定方法(永久成長率法の採否、倍率法における比較指標の選択等)等の点において差異が認められる。

しかし、本特別委員会は、ブルータス・コンサルティングより、これらはいずれも両算定機関の算定にあたっての専門的判断に基づき生じた合理的な差異であり、両算定機関による株式価値算定の合理性に疑義を生じさせる事情ではない旨の説明を受けている。

(エ) 小括

以上のような検証の結果、本特別委員会は、ブルータス・コンサルティング及びSMBC日興証券が作成した本株式価値算定書(ブルータス・コンサルティング)及び本株式価値算定書(SMBC日興証券)に不合理な点は認められず、信用できるものと評価した。

ウ 対象者株式に関する株式価値評価

以上を前提に、対象者株式の算定結果を検討する。まず、本株式価値算定書(ブルータス・コンサルティング)によれば、各算定方法による対象者株式の株式価値は下記の表1のとおりである。

この算定結果と比較すると、本公開買付価格である1株当たり4,200円は、(i)市場株価法及び類似(上場)会社比較法の上限を超えており、かつ、(ii)対象者株式の本源的価値を表すものとされるDCF法により算定された対象者1株当たり株式価値の中央値を超える水準にある。

<表1 ブルータス・コンサルティングによる対象者株式の株式価値>

算定方法	基準日	1株当たり株式価値
市場株価法	2025年7月31日	2,804円~3,450円
類似会社比較法	2025年7月16日	1,831円~2,637円
DCF法	2025年7月16日	3,210円~4,794円

また、本株式価値算定書(SMBC日興証券)によれば、各算定方法による対象者株式の株式価値は下記の表2のとおりである。

<表2 SMBC日興証券による対象者株式の株式価値>

算定方法	基準日	1株当たり株式価値
市場株価法	2025年7月31日	2,804円～3,447円
類似上場会社比較法	2025年7月31日	1,615円～2,239円
DCF法	2025年7月31日	3,063円～5,397円

この算定結果と比較すると、本公開買付価格である1株当たり4,200円という価格が、(i)市場株価法及び類似上場会社比較法の上限を超えており、かつ、(ii)対象者の株式の本源的価値を表すものとされるDCF法により算定された対象者1株当たり株式価値のレンジの範囲内の水準にある。

また、本特別委員会はブルータス・コンサルティングから2025年7月31日付で、本公開買付価格である1株当たり4,200円が対象者の一般株主にとって財務的見地から公正なものとする旨の本フェアネス・オピニオン(ブルータス・コンサルティング)を取得し、対象者はSMBC日興証券から2025年7月31日付で、本公開買付価格である1株当たり4,200円が対象者の親会社である公開買付者及びその関係会社並びに自己株式として保有する対象者を除く対象者株式を有する株主に対して財務的見地より公正であるとする旨の本フェアネス・オピニオン(SMBC日興証券)を取得しており、かかる事実も本公開買付価格の公正性を裏付けるものであると評価できる(M&A指針3.3.2.2)。

以上から、本特別委員会としても、本公開買付価格は、ブルータス・コンサルティング及びSMBC日興証券により算定された対象者株式価値評価との比較の観点からしても、一般株主にとって公正な水準に達していると考ええる。

エ プレミアムの検討

(ア) プレミアム

続いて、本公開買付価格は、2025年7月31日(以下「直前日」という。)までの東京証券取引所における対象者株式の終値に対して、それぞれ下記の表3のようなプレミアムを加えた金額となっている。

<表3 本公開買付価格のプレミアム>

参照値	株価	プレミアム
直前日の終値	3,450円	21.74%
直前日の過去1ヶ月の平均終値	3,447円	21.85%
直前日の過去3ヶ月の平均終値	3,054円	37.52%
直前日の過去6ヶ月の平均終値	2,804円	49.79%
直前日の過去1年の平均終値	2,564円	63.81%

(イ) 他の案件との比較

M&A指針も指摘するとおり、公開買付け全般について、株価に対していくらのプレミアムが適正であるかについて一義的・客観的な基準を設けることはできない(M&A指針2.2.2)。

そのため、本特別委員会としても、上記のようなプレミアムが付されていることをもって、直ちに本公開買付価格の公正性・妥当性を認定することはできない。

もっとも、プレミアム水準が類似の事例と遜色ないレベルであることは、一般的には、価格の妥当性を裏付ける1つの根拠事実になるものと考えられる。

そこで、本特別委員会は、ブルータス・コンサルティングに対して、2019年6月28日のM&A指針公表後2025年6月30日までに公表された公開買付けのうち、親会社から子会社に対する買付けかつ子会社の時価総額が1,000億円を超える事例を選定した上で、買付け前の株価が1株当たり連結簿価純資産額1倍以上という条件から抽出した案件(全17件。以下「類似案件」という。)におけるプレミアム水準がどの程度であったかのデータの提供を求めた。

なお、本特別委員会は、公開買付者が2025年8月1日付答申書提出日の過去1年間に公開買付けを通じた連結子会社の完全子会社化を公表した事例として、公開買付者による山陽特殊製鋼株式会社の完全子会社化事例を確認したところ、当該事例における買付け等の価格は、同社の1株当たり連結簿価純資産額を下回る水準であり、当該事例と本公開買付けでは事情が異なるため、当該事例が類似案件に含まれていない点には合理性が認められることを確認した。

その上で、提供されたデータによれば、こうした類似案件におけるプレミアムの水準の中央値は、下記の表4のとおりである。

<表4 類似案件17件のプレミアム>

プレミアム	中央値
直前日の終値	25.97%
直前日の過去1ヶ月の平均終値	31.57%
直前日の過去3ヶ月の平均終値	34.12%
直前日の過去6ヶ月の平均終値	28.97%
直前日の過去1年の平均終値	32.97%

こうした他の類似案件と、上記の表3に記載された本公開買付価格のプレミアム水準の比較の観点からみると、本公開買付価格のプレミアム水準は、対象者株式の株価が上昇しているという直近の状況はあるものの、直前日の過去3ヶ月、過去6ヶ月及び過去1年の平均終値においては、類似案件と比較して遜色ないプレミアム水準であると認められる。

オ 小括

以上のとおり、本公開買付価格については、下記のようない事情が認められるところである。

- ① 上記ウで述べたとおり、本株式価値算定書(ブルータス・コンサルティング)及び本株式価値算定書(SMBC日興証券)の市場株価法及び類似(上場)会社比較法による算定の上限を超えており、かつ、DCF法の算定結果の算定の範囲内(本株式価値算定書(ブルータス・コンサルティング)との関係では中央値を超える水準)にあること。
 - ② 上記ウで述べたとおり、対象者及び本特別委員会が本フェアネス・オピニオン(ブルータス・コンサルティング)及び本フェアネス・オピニオン(SMBC日興証券)を取得していること。
 - ③ 上記エで述べたとおり、類似案件とのプレミアムの比較の観点からすると、直前日の過去3ヶ月、過去6ヶ月及び過去1年の平均終値においては、類似案件と比較して遜色ないプレミアム水準であると認められること。
 - ④ 対象者の上場来高値を上回る水準であること。
- 既に述べたとおり、M&A指針においては、一般株主が(ア)「M&Aを行わなくても実現可能な価値」のほか、(イ)「M&Aを行わなければ実現できない価値」のしかるべき部分を享受することで公正な取引条件を実現できるものと指摘しており、本特別委員会は当該指摘を前提に交渉に臨んだが、上記の各事情からすれば、本公開買付価格は、スタンドアローン・ベースで算定された対象者株式の株式価値と比べても、相応の上積みがされた金額であると認められることから、本特別委員会としては、本公開買付価格が、上記(ア)及び(イ)の要請を充たす水準にあるものとする。

	<p>(4) スキーム等の妥当性</p> <p>続いて、買収の方法や買収対価の種類等の妥当性についても検討を行った。本公開買付けは現金を対価とするものであり、かつ、本スクイーズアウト手続において、本公開買付けに応募しなかった一般株主に交付する金銭の額は本公開買付け価格と同額に設定することが想定されているから、株式対価の取引は採用されていない。</p> <p>対象者の一般株主には公開買付者の株式を保有することを望まない者が含まれている可能性があることに加え、一般論として金銭の方が株式より流動性が高いという利点があるから、株式対価ではなく現金対価の取引とすることも合理的であると考えられる。</p> <p>さらに、上記2.(4)イのとおり、本取引の代替となる取引も特に見当たらない。</p> <p>従って、本取引のスキームは、対象者の一般株主にとって適切な投資回収の機会を与えるという意味からも、合理的なものであると考えることができる。</p> <p>(5) 小括</p> <p>以上のとおり、本取引の交渉状況に疑義はなく、株式価値算定、プレミアム水準及び上場来最高値との関係でも本公開買付け価格は公正性・妥当性が認められる水準にある。</p> <p>また、本取引においては、一般株主が本公開買付け又は本スクイーズアウト手続のいずれによって対価を得たとしても、本公開買付け価格と同額の対価を得ることが確保されている。</p> <p>従って、結論として、本公開買付け価格を含めた本取引全体について、対象者の一般株主からみて、本取引の条件の公正性・妥当性が確保されていると認められる。</p> <p>ただし、本公開買付けは公表から開始までに相応の期間を要することが想定されていることから、本特別委員会としては、本公開買付けの開始時点で、改めて本取引についての条件の公正性・妥当性について追加の検討を行う予定である。</p> <p>4. 公正な手続を通じた一般株主利益の確保(諮問事項の(ウ)関係)</p> <p>次に、本取引において、公正な手続を通じた一般株主利益の確保が認められるか否かを、M&A指針で挙げられている公正性担保措置の採用・運用状況を確認することを通じて検討する。</p> <p>(1) 特別委員会の設置</p> <p>本特別委員会は、対象者の独立社外取締役2名、独立社外監査役1名の計3名により構成される委員会である。</p> <p>本特別委員会は、2025年8月1日付答申書の各所に記載のとおり、諮問事項の検討にあたって、M&A指針で特別委員会が果たすべきとされている役割(具体的には、①対象会社の企業価値の向上に資するか否かの観点から、M&Aの是非について検討・判断するとともに、②一般株主の利益を図る観点から、(i)取引条件の妥当性及び(ii)手続の公正性について検討すること)を実施している(M&A指針3.2.2)。</p> <p>このほか、本特別委員会では下記のような配慮がされている(M&A指針3.2.4参照)。</p> <p>① 本特別委員会は、取引条件が公開買付者と対象者との間で決定される前の段階で設置されていること(M&A指針3.2.4.1)</p> <p>② 本特別委員会は、委員全員が公開買付者からの独立性及び本取引の成否からの独立性が確保されているほか、委員の中で、対象者との間で本取引が成立した場合に成功報酬を受け取る旨を合意している者は存在しないこと、M&A指針で最も特別委員会の委員としての適格性があるとされる社外取締役と、社外取締役を補完するものとして適格性を有するとされる社外監査役のみによって構成されていること(M&A指針3.2.4.2)</p> <p>③ 対象者が公開買付者と本公開買付け価格について協議する場合には、事前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認していること(M&A指針3.2.4.4)</p>
--	---

- ④ 本特別委員会は、複数のリーガル・アドバイザー並びにファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関の候補者の独立性及び専門性・実績等を検討の上、2025年6月5日、対象者及び公開買付者から独立した独自のリーガル・アドバイザーとして中村・角田・松本法律事務所を、同日、対象者及び公開買付者から独立した独自のファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関としてブルータス・コンサルティングを選任し、手続の公正性や企業価値評価に関する専門的知見に基づき検討・判断をしてきたこと(M&A指針3.2.4.5)
- ⑤ 本特別委員会は、2025年8月1日付答申書における関係各所において詳細に触れているとおり、一般株主に代わり、本取引について予定されている開示文書や想定されるシナジーに関する重要な情報を入手し、さらに両当事者にヒアリングを行って本取引に関する詳細な確認を行い、これらを踏まえて検討・判断を行ったこと(M&A指針3.2.4.6)
- ⑥ 対象者取締役会は、本特別委員会に対する諮問事項について決議するに際し、本取引に関する対象者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、対象者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旨を決議していること(M&A指針3.2.5)

以上の本特別委員会の設置及び運用の状況からすれば、本特別委員会は公正性担保措置として有効に機能していると認められる。

(2) 対象者における意思決定プロセス

対象者の取締役・監査役13名のうち、現に公開買付者の役職員を兼任している役員1名(後藤貴紀監査役)は、本取引に関する対象者取締役会の審議及び決議に参加していない。

また、対象者による本取引の検討過程において、(i)本事業計画の策定、(ii)本デュー・ディリジェンスへの対応、(iii)シナジーのディスカッション、(iv)本特別委員会の運営事務局への参画の限りにおいて対象者及び公開買付者の兼務者((i)から(iii)の行為に関与した者が2名、(i)から(iv)の行為に関与した者が1名)が関与した事実が認められるが、以下の点を勘案すれば、これらの事実も対象者における意思決定プロセスの公正性に疑義を差し挟む事情であるとまでは認められない。

- ① 上記(i)の行為について、当該関与者が関与せずに策定された本事業計画の十分性、実現可能性に係る懸念が大きく、当該関与者を本事業計画の作成過程に関与させる必要性が高いことに加え、内容の妥当性について利害関係のない上長による確認、並びにSMB C日興証券及びブルータス・コンサルティングによる検証を行うことが関与の条件とされていること
- ② 上記(ii)及び(iii)の行為について、本デュー・ディリジェンスへの対応及びシナジーのディスカッションにおける対象者の利益、営業面の価値、企業統治・法務等の網羅性確保のため、当該関与者を関与させる必要性が認められることに加え、内容の妥当性について、利害関係のない上長による確認を行うことが関与の条件とされていること
- ③ 上記(iv)の行為について、当該関与者は対象者取締役会の運営実務を統括する立場であることから、取締役会運営と密接に関わる本特別委員会の運営への関与の必要性が認められることに加え、(a)本特別委員会及び本特別委員会と取締役会の配置日程調整・配布資料準備等の本特別委員会開催準備支援への関与のみを可能とすること、(b)本特別委員会への出席は妨げられないものの、本公開買付価格その他の取引条件に係る公開買付者との交渉に関する議論を実施する場合には退席すること、並びに(c)可能とされる範囲の関与に留まっていることについて、利害関係のない上長による確認を行うことが関与の条件とされていること
- ④ 当該関与者はいずれも、本公開買付価格その他の取引条件に係る公開買付者との交渉には関与していないこと

以上に鑑み、対象者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。

(3) 外部専門家の専門的助言等の取得

ア リーガル・アドバイザーからの助言の取得

対象者取締役会は、意思決定につき、リーガル・アドバイザーであるアンダーソン・毛利・友常法律事務所の弁護士から助言を受けている。

同法律事務所の独立性については、2025年5月28日開催の第1回委員会において、本特別委員会が本ヒアリング等において直接同法律事務所所属の弁護士から、同法律事務所並びに公開買付者及び対象者との間に継続的な取引関係がないこと、また成功報酬制が採用されていないことを確認することにより、同法律事務所が公開買付者及び対象者の関連当事者並びに本取引の成否と重要な利害関係を有しないことを確認しており、対象者は弁護士による独立したアドバイスを取得したと認められる(M&A指針3.3.1)。

イ 第三者評価機関からの株式価値算定書の取得

本公開買付価格の公正性を担保するために、対象者株式の株式価値に関する資料として、対象者取締役会が独立した第三者算定機関であるSMB C日興証券から本株式価値算定書(SMB C日興証券)を、また本特別委員会が独立した第三者算定機関であるブルータス・コンサルティングから本株式価値算定書(ブルータス・コンサルティング)を取得している。

本株式価値算定書の内容及びこうした算定の前提となる本事業計画の内容が合理的であることは、上記3.で述べたとおりである。

SMB C日興証券の独立性については、2025年5月28日開催の第1回委員会において、本特別委員会が本ヒアリング等において直接SMB C日興証券から、SMB C日興証券が公開買付者及び対象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いないことを確認しており、SMB C日興証券としての独立性が確保されている(M&A指針3.3.2.3)。なお、SMB C日興証券の報酬には、本取引の成立等を条件に支払われる成功報酬が含まれているものの、本取引と同種の取引において成功報酬制が採用されることが一般的な実務慣行となっていること等を踏まえると、成功報酬制が採用されていることをもって独立性が否定されるわけではないと考えられる。

加えて、ブルータス・コンサルティングの独立性についても、2025年6月5日開催の第2回委員会において、本特別委員会が直接ブルータス・コンサルティングから、ブルータス・コンサルティングが公開買付者及び対象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いないことを確認することにより、ブルータス・コンサルティングのアドバイザーとしての独立性について確認している(M&A指針3.3.2.3)。なお、ブルータス・コンサルティングの報酬は、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、成功報酬は含まれていない。

以上から、本株式価値算定書(ブルータス・コンサルティング)及び本株式価値算定書(SMB C日興証券)は、いずれも、独立した第三者評価機関による株式価値算定書(M&A指針3.3.2)であると認められる。

ウ 本フェアネス・オピニオン(ブルータス・コンサルティング)及び本フェアネス・オピニオン(SMB C日興証券)の取得

対象者取締役会は、本公開買付価格の公正性を担保するために、SMB C日興証券から本公開買付価格である1株当たり4,200円が対象者の親会社である公開買付者及びその関係会社並びに自己株式として保有する対象者を除く対象者株式を有する株主に対して財務的見地より公正であると考えた旨の本フェアネス・オピニオン(SMB C日興証券)を取得している。

さらに本特別委員会は、ブルータス・コンサルティングから本公開買付価格である1株当たり4,200円が対象者の一般株主にとって財務的見地から公正なものと考えた旨の本フェアネス・オピニオン(ブルータス・コンサルティング)を取得している。

フェアネス・オピニオンは、第三者評価機関が意見形成主体となるという点や、意見の対象が当事者間で合意された具体的な取引条件の対象会社の一般株主にとっての公正性であるという点において、株式価値算定書とは異なるものであり、対象会社の価値に関するより直接的で重要性の高い参考情報となり得るため、取引条件の形成過程において構造的な利益相反の問題及び情報の非対称性の問題に対応する上でより有効な機能を有し得るとされている(M&A指針3.3.2.2)。

その上で、M&A指針においては、①独立性・中立性、②慎重な発行プロセス、③高度な専門性・実績、④レピュテーションといった要素を備えた第三者評価機関からフェアネス・オピニオンの取得が行われた場合には、公正性担保措置として積極的に評価されるべきとされている(M&A指針3.3.2.2のB)。

SMB C日興証券及びブルータス・コンサルティングの独立性・中立性については、上記イのとおり、本特別委員会が両社に対してヒアリングを行った上で、いずれについても認められるものと判断した。

このほか、本特別委員会は、SMB C日興証券及びブルータス・コンサルティングに対するヒアリングにより②から④までを満たすことを確認した。

従って、本特別委員会は、本フェアネス・オピニオン(ブルータス・コンサルティング)及び本フェアネス・オピニオン(SMB C日興証券)をもって、公正性担保措置として積極的に評価することができるものと考ええる。

(4) マーケット・チェック

ア 公開買付期間及び取引保護条項

本ヒアリング等において、公開買付期間は、法令に定められた最短期間である20営業日に設定することを予定しているとの説明を受けた。もっとも、2025年8月1日付対象者プレスリリースによれば、本公開買付けはいわゆる事前公表型の公開買付けであり、本公開買付価格を含む一連の取引条件が公表された後、本公開買付けの開始まで比較的長期間が確保される旨が記載されており、当該期間を含めて考えれば、他の潜在的な買収者による対抗的な買収提案が行われる機会は相応にあるものと認められる。

また、本ヒアリング等及び2025年8月1日付対象者プレスリリースによれば、対象者と買付者との間において、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ものと認められる。

このように、本取引では、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る、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(M&A指針3.4.2)。

イ 評価

M&A指針においては、買収者が支配株主である場合には、マーケット・チェックについてはそもそも公正性担保措置として機能する場面が限定的であり、実施する意義が乏しい場合が多いものの、例外的にマーケット・チェックが機能し得る場合もあり得るため、特別委員会が、このような特段の例外的事情が存在しないかを念のため確認することが望ましいとされている。その上でM&A指針は、この特段の例外的事情として、具体的には、(i)支配株主が保有する議決権の割合が低い場合や、(ii)非常に魅力的な対抗提案がされた場合には支配株主が売却に応じる可能性がある場合、(iii)支配株主が従属会社を一旦は買収するものの、その後、その全部又は一部の売却を予定している場合を挙げている(以上につきM&A指針3.4.3.2)。

まず、本取引においては、対象者にとっての支配株主である公開買付者は、公開買付者の完全子会社である日鉄テックスエンジ株式会社を通じた間接所有分と合わせて対象者株式の46.47%という半数に迫る所有割合を有しており、本取引は上記(i)には該当しない。また、本特別委員会のヒアリングにおいて公開買付者は(ii)の可能性を明確に否定している。さらに本取引のスキームにおいて(iii)は想定されていない。

以上から、本特別委員会は、本取引においては積極的なマーケット・チェックをすべきような特段の例外的事情はないものと判断した。

(5) マジョリティ・オブ・マイノリティ

本公開買付けにおいては、買付予定数の下限についてマジョリティ・オブ・マイノリティの考え方は採用されていない。

もともと、M&A指針においても、支配株主による従属会社の買収のように買収者の保有する対象会社の株式の割合が高い場合における企業価値の向上に資するM&Aに対する阻害効果の懸念が指摘されるなど、マジョリティ・オブ・マイノリティの採用は必須とはされておらず(M&A指針3.5.2)、本取引でもマジョリティ・オブ・マイノリティを設定しないことが決定的なマイナス要因となるものではない。

さらに、2025年8月1日付答申書の4.で述べているとおり、本公開買付けの実施に関して、マジョリティ・オブ・マイノリティ条件の設定以外の公正性担保措置が多く採用されていることが認められる。

従って、本公開買付けにおいてマジョリティ・オブ・マイノリティが採用されていなくても、本取引の取引条件の公正さは阻害されないと考えられる。

(6) 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

M&A指針では、一般株主のインフォームド・ジャッジメントが重視されており、そのために、一般株主が取引条件の妥当性等についての判断に資する重要な判断材料を提供することが推奨されている(M&A指針3.6.1)。

具体的には、まず特別委員会については、M&A指針で(a)委員の独立性や専門性等の適格性に関する情報、(b)特別委員会に付与された権限の内容に関する情報、(c)特別委員会における検討経緯や、交渉過程への関与状況に関する情報、(d)特別委員会の判断の根拠・理由、答申書の内容等及び(e)委員の報酬体系の開示が望ましいとされている(M&A指針3.6.2.1)。これを本取引についてみると、2025年8月1日付対象者プレスリリースにおいて、これら(a)から(c)及び(e)の要素が記載され、2025年8月1日付対象者プレスリリースに2025年8月1日付答申書そのものが添付されることにより(d)の要素が開示されている。

次に株式価値算定書については、M&A指針で、特にDCF分析について、(i)算定の前提とした対象者のフリー・キャッシュ・フロー予測、及びこれが当該M&Aの実施を前提とするものか否か、(ii)算定の前提とした財務予測の作成経緯、(iii)割引率の種類や計算根拠、(iv)フリー・キャッシュ・フローの予測期間の考え方や予測期間以降に想定する成長率等の継続価値の考え方等の開示が例示されている(M&A指針3.6.2.2。なお例示であって全ての記載が義務づけられているわけではない。)

これを本取引についてみると、2025年8月1日付対象者プレスリリースでは、(i)及び(ii)(本特別委員会がSMBC日興証券及びブルータス・コンサルティングによる株式価値算定及び本事業計画の合理性を確認した旨並びに本事業計画においては対前年度比較において大幅な増減益を見込んでいる事業年度が含まれているか否か)のほか、(iii)として割引率が、また(iv)として継続価値及びその算定方法が記載されている。

最後にその他の情報についても、M&Aの実施に至るプロセスや交渉経緯に関し、2025年8月1日付対象者プレスリリースで、充実した記載がされているものと認められる(M&A指針3.6.2.3)。

(7) 強圧性の排除

本取引のうち本スクイーズアウト手続は、株式併合又は株式売渡請求を用いるスキームにより実行するとされている。いずれのスキームを用いる場合でも、株主には、価格決定の申立てを行う権利が認められ、かつ、2025年8月1日付対象者プレスリリースでその旨が明示的に開示されている。

また2025年8月1日付対象者プレスリリースでは、本スクイーズアウト手続は本公開買付け終了後速やかに行われ、本スクイー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ている。

以上からすれば、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(M&A指針3.7)。

(8) 小括

上記(1)から(7)までに記載のとおり、本取引では、(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)一般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視点(M&A指針2.4)のいずれの面から見ても、本取引にとって必要十分な内容での公正性担保措置が採用されている。また、それらの公正性担保措置が、実際に実効性をもって運用されていると認められる。

従って、本取引においては、公正な手続を通じて対象者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。

5. 諮問事項(エ)について

諮問事項(エ)は、本取引が対象者の一般株主にとって公正であるかを問うものである。

本特別委員会としては、諮問事項(ア)から諮問事項(ウ)までで検討を要請されている事項が、諮問事項(エ)を検討する際の考慮要素になるものとする。そして、本特別委員会の審議の結果、諮問事項(ア)から諮問事項(ウ)までについて、いずれも問題があるとは考えられないことは、2025年8月1日付答申書で詳細に述べてきたとおりである。

以上から、本特別委員会は、諮問事項(エ)について、上記(A)に記載のとおり意見を答申する。

ただし、本特別委員会の諮問事項(エ)に対する答申は、2025年8月1日付答申書作成日時点の状況を前提としたものである。本取引の最初のフェーズである本公開買付けについては、公表から開始までに相応の期間を要することが想定されていることから、本特別委員会としては、本公開買付けの開始時点で、改めてこれらの点について追加の検討を行う予定である。

B. 2026年1月29日付答申書

(i) 検討の経緯

本特別委員会は、2025年8月1日付答申書の基礎とした資料・情報に追加して、2026年1月30日付対象者プレスリリースについてのドラフトのほか、2025年8月1日以降における本取引の準備状況等に関する資料その他の本特別委員会に電子メールで提出された各種資料を検討したとのことである。

また、本特別委員会は、諮問事項につき検討するため、本取引に関し、対象者及びSMB C日興証券から、2025年8月1日以降の本取引の準備状況の推移について、電子メールによる報告を受領したとのことである。

同様に、本特別委員会は、(i)ブルータス・コンサルティングから、本株式価値算定書(ブルータス・コンサルティング)及び本フェアネス・オピニオン(ブルータス・コンサルティング)に関するアップデートの要否に関する意見を電子メールで受領したほか、(ii)SMB C日興証券からも、本株式価値算定書(SMB C日興証券)及び本フェアネス・オピニオン(SMB C日興証券)に関するアップデートの有無に関する意見を電子メールで受領したとのことである。

これとは別に、本特別委員会は、対象者のリーガル・アドバイザーであるアンダーソン・毛利・友常法律事務所から、2025年8月1日以降の本取引に係る各種手続の推移についての報告を電子メールにて受領したとのことである。

以上のとおり、本特別委員会は、2025年8月1日以降に本取引に影響を及ぼし得る重要な状況変化や事象等が発生しているか否かについて事実関係の確認等を行うことにより、諮問事項についての答申を行うにあたって合理的に必要と認められる情報の収集を行ったとのことである。

(ii) 2026年1月29日付答申書の判断内容

本特別委員会は、以上のような情報の収集をもとに、諮問事項に関する検討及び2026年1月29日付答申書のドラフトについての検討を行った上で、電子メールで各委員から意見の表明を受けたところ、2026年1月29日付答申書作成日において、委員全員の一致をもって、2026年1月29日付答申書を承認したとのことである。

2026年1月29日付答申書の内容は大要以下のとおりとのことである。

(A) 答申内容

本特別委員会が2025年8月1日付答申書で述べた意見について、2025年8月1日から2026年1月29日付答申書の作成日までの事情を勘案して検討しても、意見に変更はない。

	<p>(B)答申の理由</p> <p>1. 2025年8月1日付答申書以後の事情変更の有無</p> <p>(1) 本取引の公表後の各種状況の推移</p> <p>2026年1月29日付答申書の第2で述べたとおり、本特別委員会は2025年8月1日以降に本取引に影響を及ぼし得る重要な状況変化や事象等が発生しているか否かについて事実関係の確認を行ったところ、2025年8月1日以降に生じた事情として、下記の事項が認められる。</p> <p>① 2025年8月1日以降、本取引のストラクチャーに変更は生じていない。なお、公開買付けは、2025年8月1日の時点では、本公開買付けを、米国において若しくは米国に向けて又はいかなる米国人に対しても行わない旨を公表していたのに対して、その後の検討の結果、本公開買付けを、米国において若しくは米国に向けて又は米国人に対しても行う方針に変更している。もっとも、このことは、本公開買付けに応募することができる対象者の株主の範囲を拡大することを意味するもので、本取引のストラクチャー自体を変更するものではない。</p> <p>② 2025年8月1日以降、公開買付けによる国内外における競争法に基づき必要な手続及び対応に関し、本取引の実行の障害となるような特段の問題は生じていない。</p> <p>③ 2026年1月30日付対象者プレスリリースは、2025年8月1日付対象者プレスリリースと比べて、その内容に重大な変更はない。</p> <p>④ 2025年8月1日以降、対象者について、その事業価値に関する重要な影響を与える可能性がある事象は発生していない。</p> <p>⑤ 対象者は、2025年11月7日付の「2026年3月期 第2四半期(中間期)決算短信〔日本基準〕(連結)」において、2026年3月期の連結業績予想を公表しているが、2025年8月1日時点で公表されていた業績予想からの修正は行っておらず、また、2026年1月29日付答申書の作成日時点においても、公表済の業績予想を修正する予定もない。</p> <p>⑥ 対象者は、上記④及び⑤の点に鑑み、現状、本事業計画について変更しておらず、また変更をする必要もないと判断している。</p> <p>⑦ 2025年8月1日以降、対象者の株価が本公開買付け価格を上回ったことはなく、また、本公開買付けに対するより高い買付け価格での対抗提案その他の本公開買付け価格の妥当性に疑義を差し挟ませるような事象は生じていない。</p> <p>本特別委員会が認識した上記各種事情については、本特別委員会が2025年8月1日付答申書作成時に検討した情報と矛盾するところもない。また、本特別委員会の委員はいずれも対象者の社外役員を兼ねており、取締役会その他の会議体の場で執行陣から業務執行に関する報告を恒常的に受けているが、そのような委員の社外役員としての認識からみても、上記の事情に不自然な内容のものは存在しない。</p> <p>(2) 本取引の目的の正当性</p> <p>上記(1)を踏まえて、2025年8月1日付答申書における答申内容への変更の有無を検討すると、まず企業価値の向上の点では、上記(1)①のとおり、2025年8月1日以降、本取引のストラクチャーに変更は生じていないことが認められる。</p> <p>また、上記(1)②から⑦までに記載したとおり、2025年8月1日に本取引が公表されて以降、本取引の実施に向けて各種作業が進む中で、対象者の事業価値を著しく変更させるような事態が新たに生じたこともない。</p> <p>以上からすれば、本取引による企業価値の向上について、2025年8月1日付答申書における答申の内容を変更すべき事情は見当たらない。</p> <p>(3) 本取引の条件の公正性・妥当性</p> <p>本取引の条件の妥当性に関しては、下記の事情が認められる。</p> <p>① 2025年8月1日付答申書における本特別委員会の判断の基礎となった本株式価値算定書(SMBC日興証券)及び本株式価値算定書(ブルータス・コンサルティング)のアップデートは行われていない。</p>
--	--

	<p>② 本取引の条件の妥当性について、本特別委員会が独自に選定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であるブルータス・コンサルティングから、(i)ブルータス・コンサルティングにおいて本株式価値算定書(ブルータス・コンサルティング)におけるDCF法による算定の前提とした本事業計画に変更が生じていないことを確認したこと、及びブルータス・コンサルティングとして本事業計画をアップデートすべきであると考えられる合理的な事情も認識していないこと、(ii)本取引の公表後のマーケット環境(市場全体の状況や対象者の株価推移等)をみても、ブルータス・コンサルティングとして重要な変更は生じていないものと理解していることから、本株式価値算定書(ブルータス・コンサルティング)及び本フェアネス・オピニオン(ブルータス・コンサルティング)をアップデートする必要はなく、2026年1月29日付答申書作成日現在においても、本フェアネス・オピニオン(ブルータス・コンサルティング)は有効であり、また、本株式価値算定書(ブルータス・コンサルティング)が引き続き対象者の株式価値算定としての合理性を維持しているものと判断している旨の意見を聴取している。</p> <p>③ 本特別委員会は、SMBC日興証券からも、本株式価値算定書(SMBC日興証券)及び本フェアネス・オピニオン(SMBC日興証券)に関するアップデートの必要はないものと判断している旨の意見を聴取している。</p> <p>上記の①から③のような事情が認められるが、このことは、上記(1)②から⑥までに照らしても不合理ではないものと考えられる。加えて、上記(1)⑦で認定したとおり、2025年8月1日以降、対象者の株価が本公開買付価格を上回ったことはなく、また、本公開買付けに対するより高い買付価格での対抗提案その他の本公開買付価格の妥当性に疑義を差し挟ませるような事象は生じていない。</p> <p>以上のように、上記の①から③(特に、専門的知見を有する独立性のある算定機関であるブルータス・コンサルティングによる上記②の意見)からみても、本取引の条件の公正性・妥当性が認められるという2025年8月1日付答申書における本特別委員会の意見は、2026年1月29日付答申書作成日時点においても、引き続き2025年8月1日付答申書で述べたのと同様の理由で維持されるべきものと考えられる。</p> <p>(4) 本取引についての公正な手続を通じた一般株主利益の確保</p> <p>本取引における公正な手続を通じた一般株主の利益の確保については、本特別委員会は、2025年8月1日付答申書で指摘した、(i)特別委員会の設置、(ii)対象者における意思決定プロセス、(iii)外部専門家の専門的助言等の取得、(iv)マーケット・チェック、(v)マジョリティ・オブ・マイノリティの考え方が採用されていなくても、本取引の取引条件の公正さは阻害されないと考えられること、(vi)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及び(vii)強圧性の排除の各項目が、いずれも2026年1月29日付答申書作成日時点においても変更されておらず、引き続き維持されているものと判断した。</p> <p>なお、上記(vi)について、本特別委員会は、公表日時点の開示書類のみならず、2026年1月30日付対象者プレスリリースにおいても充実した開示がされる予定であることを確認している。</p> <p>以上から、本取引における公正な手続を通じた一般株主の利益の確保についても、2025年8月1日付答申書における答申の内容を変更すべき事情は見当たらない。</p> <p>2. 結論</p> <p>上記の検討に基づく結論として、本特別委員会としては、2025年8月1日付答申書の答申の内容について、いずれも変更すべき事情は見当たらないことから、2026年1月29日付答申書第3で述べたとおり、本特別委員会が2025年8月1日付答申書で述べた意見について、2025年8月1日から2026年1月29日付答申書の作成日までの事情を勘案して検討しても、意見に変更はない旨を答申する。</p>
--	---

- ⑥ 特別委員会における独立した法律事務所からの助言
 本特別委員会は、上記「⑤ 対象者における独立した特別委員会の設置及び対象者における特別委員会からの答申書の取得」に記載のとおり、公開買付者グループ及び対象者グループ並びに本取引の成否から独立した独自のリーガル・アドバイザーとして中村・角田・松本法律事務所を選任し、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、並びに本取引に係る本特別委員会の審議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いるとのことです。
 なお、中村・角田・松本法律事務所は、公開買付者及び対象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いないとのことです。また、中村・角田・松本法律事務所に対する報酬は、本取引の成否にかかわらず支払われる時間単位の報酬のみであり、本取引の成立を条件とする成功報酬は含まれていないとのことです。
- ⑦ 特別委員会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
 (i) 算定機関の名称並びに対象者及び公開買付者との関係
 本特別委員会は、諮問事項の検討を行うにあたり、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に、公開買付者グループ及び対象者グループから独立した独自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・コンサルティングに対し、対象者株式の価値算定及び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)の表明を依頼し、2025年7月31日付で、本株式価値算定書(ブルータス・コンサルティング)及び本フェアネス・オピニオン(ブルータス・コンサルティング)を取得したとのことです。
 ブルータス・コンサルティングは、公開買付者グループ及び対象者グループ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いないとのことです。上記「⑤ 対象者における独立した特別委員会の設置及び対象者における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、複数の第三者算定機関の候補者の独立性及び専門性・実績等を検討の上、ブルータス・コンサルティングを独自の第三者算定機関として選任しているとのことです。また、本取引に係るブルータス・コンサルティングの報酬は、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いないとのことです。
- (ii) 対象者株式に係る算定の概要
 ブルータス・コンサルティングは、本公開買付けにおいて、複数の算定手法の中から対象者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、対象者の株式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、対象者株式が東京証券取引所プライム市場に上場していることから市場株価法を、対象者と比較可能な上場会社が存在し、類似会社比較による対象者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、将来の事業活動の状況を算定に反映するためにDCF法を算定手法として用いて対象者の株式価値の算定を行い、本特別委員会は2025年7月31日付でブルータス・コンサルティングから本株式価値算定書(ブルータス・コンサルティング)を取得しているとのことです。
- 本株式価値算定書(ブルータス・コンサルティング)において、上記各手法に基づいて算定された対象者株式の1株当たりの株式価値の範囲は以下のとおりとのことです。
- | | |
|----------|---------------|
| 市場株価法： | 2,804円～3,450円 |
| 類似会社比較法： | 1,831円～2,637円 |
| DCF法： | 3,210円～4,794円 |
- 市場株価法では、2025年7月31日を算定基準日として、東京証券取引所プライム市場における基準日の終値3,450円、直近1ヶ月間の終値単純平均値3,447円、直近3ヶ月間の終値単純平均値3,054円及び直近6ヶ月間の終値単純平均値2,804円を基に、対象者株式の1株当たりの株式価値の範囲を2,804円～3,450円と算定しているとのことです。
 類似会社比較法では、対象者と類似性があると判断される類似会社として品川リファクトリーズ株式会社、株式会社ヨータイを選定した上で、企業価値に対するEBIT及びEBITDAの倍率を用いて算定を行い、対象者株式の1株当たりの株式価値の範囲を1,831円～2,637円と算定しているとのことです。

DCF法では、対象者が作成した本事業計画等を基に、2026年3月期から2031年3月期までの6期分の事業計画等における収益予測や投資計画、一般に公開された情報等の諸要素を前提として、対象者が2026年3月期以降に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、対象者の企業価値や株式価値を分析し、対象者株式の1株当たり株式価値の範囲を3,210円～4,794円と算定しているとのことです。

DCF法の前提とした対象者の財務予測は、耐火物、ファーンネス、セラミックス等対象者の事業において、国内における粗鋼生産量の減少や、インドにおける粗鋼生産量の増加等グローバルでの事業環境の見通し、直近までの業績及び将来成長のための各施策を勘案の上で対象者が作成したものであり、合理的に将来予測が可能な期間として、2026年3月期から2031年3月期までが予測期間とされているとのことです。

割引率については、株主資本コスト及び負債コストに基づく加重平均資本コスト5.5%～6.7%を適用しており、継続価値は倍率法に基づき131,434百万円～194,539百万円と算定しているとのことです。倍率法においては、EBIT及びEBITDAの倍率を採用し、業界各社の水準等を踏まえ6.9倍～9.8倍及び5.1倍～7.5倍としているとのことです。

ブルータス・コンサルティングがDCF法による算定に用いた対象者作成の本事業計画等においては、大幅な増減益を見込んでいる事業年度は含まれていないとのことです。フリー・キャッシュ・フローの大幅な増減を見込んでいる事業年度が含まれているとのことです。具体的には、2027年3月期においては、2026年3月期にて前年度下期に特因的に大きかった建設用耐火物売上に伴う売上債権の回収が進むことによるフリー・キャッシュ・フローの大幅な黒字が見込まれるところ、そうした特因が無くなることにより、前年度比50%の減少を見込んでいるとのことです。2028年3月期においては、成長市場での投資を含む設備投資支出の増加及び運転資本の増減額の増加を見込んでいることにより、前年度比でさらに78%減少するものの、2029年3月期においては、前年度比で運転資本の増減額の減少が見込まれる中で設備投資支出額が減少することにより、前年度比380%の増加を見込んでいるとのことです。2030年3月期においては、成長市場での投資を含む設備投資支出の増加及び運転資本の増減額の増加が見込まれることにより、前年度比39%の減少となるものの、2031年3月期においては、設備投資支出の減少に伴い、前年度比51%の増加を見込んでいるとのことです。

本取引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、上場維持コストの削減効果を除き、算定時点において具体的に見積もることが困難であるため、以下の財務予測には加味していないとのことです。

なお、対象者が、2025年6月24日に開示した「固定資産の譲渡に伴う特別利益の計上ならびに通期連結業績予想の修正に関するお知らせ」において、2026年3月期の業績予想の修正を公表しているとのことです。ブルータス・コンサルティングが対象者株式の価値算定を行うにあたっては、当該業績予想の修正の影響を反映しているとのことです。

なお、DCF法による分析において前提とした財務予測は以下のとおりとのことです。

(単位：百万円)

	2026年 3月期	2027年 3月期	2028年 3月期	2029年 3月期	2030年 3月期	2031年 3月期
売上高	180,000	175,424	188,148	186,827	192,651	200,283
営業利益	15,000	15,135	17,616	16,733	17,716	19,320
経常利益	15,000	15,510	18,014	17,166	18,365	20,083
EBITDA	19,820	20,066	22,905	22,353	23,549	25,519
フリー・キャッシュ・フロー	21,741	10,930	2,361	11,329	6,923	10,466

	<p>本事業計画等については、対象者の経営陣の最善の予測と判断に基づき、合理的に作成又は回答され、本事業計画等に従って、対象者の財務状況が推移することを前提としており、ブルータス・コンサルティングは、本事業計画等の実現可能性について独自の調査をすることなく、本事業計画等及びそれに関連する資料に依拠しているとのことです。また、ブルータス・コンサルティングは、本取引の実行による対象者、公開買付者及びその他取引関係者に対する課税関係への影響については考慮していないとのことです。ただし、ブルータス・コンサルティングは、算定の基礎とした本事業計画等について、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いるとのことです。また、上記「⑤ 対象者における独立した特別委員会の設置及び対象者における特別委員会からの答申書の取得」に記載のとおり、本事業計画等については、本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いるとのことです。</p> <p>(iii) 本フェアネス・オピニオン(ブルータス・コンサルティング)の概要 本特別委員会は、2025年7月31日付で、ブルータス・コンサルティングから、本公開買付価格である1株当たり4,200円が対象者の株主(公開買付者及び自己株式として対象者株式を所有する対象者を除きます。)にとって財務的見地から公正である旨の本フェアネス・オピニオン(ブルータス・コンサルティング)(注4)を取得しているとのことです。本フェアネス・オピニオン(ブルータス・コンサルティング)は、本事業計画等に基づく対象者株式の価値算定結果等に照らして、本公開買付価格である1株当たり4,200円が、対象者の株主(公開買付者及び自己株式として対象者株式を所有する対象者を除きます。)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とのことです。なお、本フェアネス・オピニオン(ブルータス・コンサルティング)は、ブルータス・コンサルティングが、対象者から、対象者グループの事業の現状、事業見通し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対象者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対象者との質疑応答、ブルータス・コンサルティングが必要と認めた範囲内での対象者グループの事業環境、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・コンサルティング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いるとのことです。</p> <p>⑧ 対象者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 対象者取締役会は、上記「3 買付け等の目的」の「(2) 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」の「② 対象者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、アンダーソン・毛利・友常法律事務所から受けた法的助言、SMBC日興証券から受けた財務的見地からの助言、本株式価値算定書(SMBC日興証券)及び本フェアネス・オピニオン(SMBC日興証券)の内容、2025年8月1日付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対象者の企業価値の向上に資するか否か、及び本公開買付価格を含む本取引に係る取引条件が妥当なものか否かについて、慎重に協議・検討したとのことです。</p> <p>その結果、対象者は、上記「3 買付け等の目的」の「(2) 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」の「② 対象者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、本取引が対象者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、2025年8月1日開催の対象者取締役会において、審議及び決議に参加した取締役の全員一致で、当該時点における対象者の意見として、本公開買付けに関して賛同の意見を表明するとともに、対象者の株主の皆様が本公開買付けに応募することを推奨する旨を決議したとのことです。</p>
--	--

その後、2025年12月3日、対象者は、公開買付者から、国内外(日本及びインド)の競争法及び国外(イタリア)の投資規制法令等に基づく必要な手続及び対応が2026年1月中旬頃までには完了するものと見込んでいることから、本公開買付けを2026年2月2日に開始することを予定している旨の連絡を受け、本公開買付けに関する諸条件について改めて検討を行う準備を開始したとのことです。そして、対象者は、本特別委員会に対して、2025年8月1日付答申書の意見に変更がないか否かを検討し、対象者取締役会に対し、変更がない場合にはその旨、変更がある場合には変更後の意見を述べるよう諮問したとのことです。その後、対象者は、2026年1月6日、公開買付者より国内外(日本及びインド)の競争法及び国外(イタリア)の投資規制法令等に基づく必要な手続及び対応が完了した旨の連絡を受領した後、2026年1月30日開催の対象者取締役会において、本特別委員会から提出された2026年1月29日付答申書の内容を最大限尊重しながら、対象者の業況や本取引を取り巻く環境を踏まえ、本公開買付けに関する諸条件について改めて慎重に検討を行った結果、2026年1月30日現在においても、2025年8月1日時点における本公開買付けに関する意見を変更する要因はないと判断し、審議及び決議に参加した取締役の全員一致で、改めて本公開買付けに関して賛同の意見を表明するとともに、対象者の株主の皆様が本公開買付けに応募することを推奨する旨を決議したとのことです。また、当該2025年8月1日開催の対象者取締役会及び2026年1月30日開催の対象者取締役会においては、対象者の監査役4名のうち後藤貴紀氏を除く3名が出席し、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いるとのことです。対象者の監査役である後藤貴紀氏は、公開買付者の従業員の地位を兼務しているため、本取引における構造的な利益相反の問題による影響を受けるおそれを排除する観点から、上記の各取締役会の審議には一切参加しておらず、上記の各取締役会の決議に際して意見を述べることを差し控えているとのことです。

⑨ 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、公開買付期間を20営業日としているものの、2025年8月1日付公開買付者プレスリリースの公表日から本公開買付け開始までの期間が約6ヶ月に亘るため、公開買付者以外の者による対象者株式に対する買付け等の機会は確保されているものと考えております。なお、公開買付者及び対象者は、対象者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、対抗的買収提案者が対象者との間で接触することを制限するような内容の合意は一切行っており、対抗的な買付け等の機会を妨げないこととするにより、本公開買付けの公正性の担保に配慮しております。

⑩ 対象者の株主が本公開買付けに応募するか否かについて適切に判断を行う機会を確保するための措置

公開買付者は、上記「3 買付け等の目的」の「(4) 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、(i)本株式売渡請求をすること又は本臨時株主総会の開催を対象者に要請することを予定しており、対象者の一般株主の皆様に対して株式買取請求権又は価格決定請求権が確保されない手法は採用しないこと、(ii)本株式売渡請求又は本株式併合を行う際に、対象者の一般株主の皆様に対価として交付される金銭は本公開買付価格に当該各株主(公開買付者及び対象者を除きます。)の所有する対象者株式の数を乗じた価格と同一となるように算定されることを明らかにしていることから、対象者の一般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に判断を行う機会を確保し、これをもって強圧性が生じないように配慮しております。

なお、本取引の実施に際しては、対象者において買収候補者の有無の調査・検討(いわゆる積極的なマーケット・チェック)は実施していないとのことです。対象者としては、(ア)情報管理の観点等から、実務上積極的なマーケット・チェックの実施は必ずしも容易とは言えないこと、(イ)本取引に係る提案者である公開買付者は、本書提出日現在、対象者株式15,632,004株(所有割合：46.42%)を所有する対象者の筆頭株主であり、実質支配力基準に基づき対象者を連結子会社としているため、公開買付者による買収提案に対する対抗提案がなされるとは考えにくいことから、積極的なマーケット・チェックが採用されていないことのみをもって、本公開買付けにおける公正性の担保として不十分であることにはならないと考えているとのことです。

- (注1) 野村證券は、対象者の株式価値の算定に際して、公開情報及び野村證券に提供された一切の情報が正確かつ完全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についての検証は行っておりません。対象者及びその関係会社の資産又は負債(金融派生商品、簿外資産及び負債、その他の偶発債務を含みます。)について、個別の資産及び負債の分析及び評価を含め、独自に評価、鑑定又は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。対象者より受領し、公開買付者にて修正の上提供された対象者の財務予測(利益計画その他の情報を含みます。)については、公開買付者の経営陣により算定時点で得られる最善かつ誠実な予測及び判断に基づき合理的に検討又は作成されたことを前提としております。野村證券の算定は、2025年7月31日までに野村證券が入手した情報及び経済条件を反映したものです。なお、野村證券の算定は、公開買付者の取締役会が対象者の株式価値を検討するための参考に資することを唯一の目的としております。
- (注2) SMBC日興証券は、本株式価値算定書(SMBC日興証券)の作成にあたり、その基礎とされている資料及び情報が全て正確かつ完全なものであることを前提とし、その正確性及び完全性に関して独自の検証は行っておらず、その義務及び責任を負うものではなく、提供された情報が不正確又は誤解を招くようなものであるとする事実又は状況等につき対象者において一切認識されていないことを前提としているとのことです。また、対象者及びその関係会社の資産又は負債に関して、独自に評価、鑑定又は査定を行っておらず、第三者算定機関に対する評価、鑑定又は査定の依頼も行っていないとのことです。これらの資料及び情報の正確性及び完全性に問題が認められた場合には、算定結果は大きく異なる可能性があるとのことです。さらに、対象者及びその関係会社に関する未開示の訴訟、紛争、環境、税務等に関する債権債務その他の偶発債務・簿外債務並びに本株式価値算定書(SMBC日興証券)に重大な影響を与えるその他の事実については存在しないことを前提としているとのことです。SMBC日興証券が、本株式価値算定書(SMBC日興証券)で使用している、本事業計画等は、算定基準日における最善の予測及び判断に基づき、対象者により合理的かつ適正な手続に従って作成されたことを前提としているとのことです。また、本株式価値算定書(SMBC日興証券)において、SMBC日興証券が提供された資料及び情報に基づき提供された仮定をおいて分析を行っている場合には、提供された資料、情報及び仮定が正確かつ合理的であることを前提としているとのことです。SMBC日興証券は、これらの前提に関し、正確性、妥当性及び実現性について独自の検証は行っておらず、その義務及び責任を負うものではないとのことです。
- (注3) SMBC日興証券は、本フェアネス・オピニオン(SMBC日興証券)記載の意見表明を行うにあたり、公開されている情報、SMBC日興証券がレビューの対象とし、SMBC日興証券に提供され又はSMBC日興証券が対象者と協議した情報その他SMBC日興証券が検討した一切の情報が、全て正確かつ完全であることを前提とし、これらの情報の正確性及び完全性に依拠しており、それらの情報自体又はその正確性及び完全性について独自に検証を行っておらず、また、検証の責任又は義務を負うものではなく、それらの情報の正確性及び完全性につき何らの保証を与えるものではないとのことです。SMBC日興証券は、対象者の経営陣が、SMBC日興証券に提供され又はSMBC日興証券と協議した情報を不正確又は誤解を招くようなものとする事実又は状況を一切認識していないことを前提としているとのことです。SMBC日興証券は、対象者とその関係会社のいかなる資産又は負債(金融派生商品、簿外資産及び負債、その他の偶発債務を含みます。)について、SMBC日興証券による独自の評価、鑑定又は査定は行っておらず、また、それらについていかなる評価、鑑定又は査定の提供も受けていないとのことです。本事業計画等については、対象者の経営陣の最善の予測と判断に基づき合理的に作成又は回答され、本事業計画等に従って、対象者の財務状況が推移することを前提としており、SMBC日興証券は、本事業計画等の実現可能性について独自の調査をすることなく、本事業計画等及びそれに関連する資料に依拠しているとのことです。また、SMBC日興証券は、本フェアネス・オピニオン(SMBC日興証券)記載の意見表明を行うにあたり、本取引の実行に必要な一切の政府、監督官庁その他による同意又は許認可(契約上のものであるか否かを問いません。)が、対象者若しくは公開買付者に悪影響を与えることなく得られるものであることを前提としているとのことです。SMBC日興証券は、法律又は会計若しくは税務の専門家ではなく、本フェアネス・オピニオン(SMBC日興証券)記載の意見表明を行うにあたり、本取引の適法性・有効性及び会計又は税務上の処理の妥当性について独自に検討及び分析を行っておらず、本取引が全ての法律上、会計上、税務上の適正な手続を経て、適切かつ有効に実行されることを前提としているとのことです。また、SMBC日興証券は、本取引の実行による対象者、公開買付者及びその他取引関係者に対する課税関係への影響については考慮していないとのことです。SMBC日興証券は、本取引に関して、対象者のファイナンシャル・アドバイザーを務めており、そのサービスの対価として対象者から手数料を受領する予定とのことです(その相当部分が本取引の完了を条件としているとのことです)。また、対象者は、SMBC日興証券の実費を負担すること、及びSMBC日興証券の関与から発生する一定の損害についてSMBC日興証券に補償することに合意しているとのことです。SMBC日興証券及びその関係会社は、対象者、公開買付者又はそれらの関係会社に対して、投資銀行業務その他の証券／金融商品取引関連業務及び銀行業務等を行い又は将来において行い、かかる業務の提供に対して報酬等を受領しており、また、将来においても受領する可能性があるとのことです。また、通常の業務の過程において、対象者、公開買付者又はそれらの関係会社の有価証券及び金融派生商品を含む各種金融商品を自己の勘定又は顧客の勘定において随時取引し又は所有することがあるとのことです。

本フェアネス・オピニオン(SMBC日興証券)記載の意見表明は、本取引実行後の対象者株式の価値又は株価水準について意見を述べるものではないとのことです。SMBC日興証券は、本公開買付価格の決定の基礎となる各前提事実若しくは仮定(本事業計画等を含みます。)、対象者が本取引を遂行するという事業上の意思決定、又は本取引に代替する取引と比較しての相対的優位性について意見を述べることを要請されておらず、本フェアネス・オピニオン(SMBC日興証券)においてもかかる点についての意見を述べていないとのことです。SMBC日興証券は、対象者の、普通株式以外の有価証券の所有者、債権者、その他の利害関係者にとって本取引又は本公開買付価格が公正であることについての検討を要請されておらず、かかる検討は行っていないとのことです。また、本フェアネス・オピニオン(SMBC日興証券)記載の意見表明は、本取引の当事者のいかなる役員、取締役若しくは従業員又はそれらの者の中で一定の職位の者に対する報酬の金額、性質その他の側面に関する、本公開買付価格との比較における公正性(財務的見地からの公正性か否かを問いません。)について、何らの意見又は見解も表明するものではないとのことです。さらに、SMBC日興証券は対象者又は対象者取締役会に対して、本取引に関する第三者の意思表明を勧誘する義務を負っており、また、そのような勧誘をしていないとのことです。本フェアネス・オピニオン(SMBC日興証券)に記載されたSMBC日興証券の意見は、対象者の株主に対して本取引に関して議決権その他の株主権の行使について何ら意見を述べ又は推奨を行うものではなく、また、対象者の株主やその他の利害関係者に対して、対象者株式の本公開買付けへの応募、譲渡、譲受その他これらに関連する事項について何ら勧誘又は推奨するものではないとのことです。本フェアネス・オピニオン(SMBC日興証券)記載の意見表明は、本フェアネス・オピニオン(SMBC日興証券)の作成日現在の金融及び資本市場、経済状況並びにその他の情勢を前提としており、また、本フェアネス・オピニオン(SMBC日興証券)の作成日までにSMBC日興証券に提供され又はSMBC日興証券が入手した情報に基づいているとのことです。今後の状況の変化により本フェアネス・オピニオン(SMBC日興証券)記載の意見表明の内容は影響を受けることがあります。SMBC日興証券はその意見を更新、変更又は再確認する義務を負わないとのことです。本フェアネス・オピニオン(SMBC日興証券)に記載された意見は、対象者取締役会が本公開買付価格を検討するにあたり参考情報を提供することのみを目的として対象者取締役会に対してのみ提供されたものとのことです。従って、本フェアネス・オピニオン(SMBC日興証券)記載の意見表明の内容は、対象者取締役会のためのかかる目的以外のいかなる目的にも使用されてはならないとのことです。

(注4) ブルータス・コンサルティングは、本フェアネス・オピニオン(ブルータス・コンサルティング)を作成するにあたって対象者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、並びに対象者から聴取した情報が正確かつ完全であることを前提としており、また、その正確性、完全性について、独自の調査、検証を実施しておらず、その義務を負うものではないため、これらの資料の不備や重要事実の不開示に起因する責任を負わないとのことです。ブルータス・コンサルティングは、本フェアネス・オピニオン(ブルータス・コンサルティング)の基礎資料として用いた本事業計画等が、当該資料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いるとのことです。本特別委員会は、対象者が本取引のために当該事業計画を作成するにあたり、事業計画案の内容及び重要な前提条件等について説明を受けるとともに、最終的な当該事業計画の内容、重要な前提条件及び作成経緯等について合理性を確認しているとのことです。ブルータス・コンサルティング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、何ら見解を表明するものではないとのことです。

ブルータス・コンサルティングは、法律、会計又は税務の専門機関ではないため、本公開買付けに関する法律、会計又は税務上の問題に関して何らかの見解を述べるものでもなければ、その義務を負うものではないとのことです。

ブルータス・コンサルティングは、個別の資産及び負債の分析及び評価を含め、対象者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出も受けていないため、対象者及びその関係会社の支払能力についての評価も行っていないとのことです。

本フェアネス・オピニオン(ブルータス・コンサルティング)は、対象者が本公開買付けに関する意見を表明するに際しての検討に供する目的で、本公開買付価格の公正性に関する意見を財務的見地から表明したものであるため、本公開買付けの代替的な選択肢となり得る取引との優劣、本公開買付けの実施によりもたらされる便益、及び本公開買付け実行の是非について、何らの意見を述べるものではないとのことです。

本フェアネス・オピニオン(ブルータス・コンサルティング)は、対象者の発行する有価証券の所有者、債権者、その他の関係者に対し、いかなる意見も述べるものではないため、ブルータス・コンサルティングは本フェアネス・オピニオン(ブルータス・コンサルティング)に依拠した株主及び第三者の皆様に対して何らの責任も負わないとのことです。

ブルータス・コンサルティングは、対象者への投資等を勧誘するものではなく、その権限も有していないため、本フェアネス・オピニオン(ブルータス・コンサルティング)は対象者の一般株主の皆様に対して本公開買付けに関する応募その他のいかなる行動も推奨するものではないとのことです。

本フェアネス・オピニオン(ブルータス・コンサルティング)は、本公開買付価格が対象者の一般株主の皆様にとって財務的見地から公正か否かについて、本フェアネス・オピニオン(ブルータス・コンサルティング)の提出日現在の金融及び資本市場、経済状況並びにその他の情勢を前提に、また、同日までにブルータス・コンサルティングに供され又はブルータス・コンサルティングが入手した情報に基づいて同日時点における意見を述べたものであり、今後の状況の変化によりこれらの前提が変化しても、ブルータス・コンサルティングはその意見を修正、変更又は補足する義務を負わないとのことです。

本フェアネス・オピニオン(ブルータス・コンサルティング)は、本フェアネス・オピニオン(ブルータス・コンサルティング)に明示的に記載された事項以外、又は本フェアネス・オピニオン(ブルータス・コンサルティング)の提出日以降に関して、何らの意見を推論させ、示唆するものではないとのことです。

(3) 【買付予定の株券等の数】

株券等の種類	買付予定数	買付予定数の下限	買付予定数の上限
普通株式	18,043,923(株)	6,818,596(株)	—(株)
合計	18,043,923(株)	6,818,596(株)	—(株)

(注1) 応募株券等の総数が買付予定数の下限(6,818,596株)に満たない場合は、応募株券等の全部の買付け等を行いません。応募株券等の総数が買付予定数の下限以上の場合は、応募株券等の全部の買付け等を行います。

(注2) 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りませんので、買付予定数は、公開買付者が本公開買付けにより取得する対象者株式の最大数(18,043,923株)を記載しております。当該最大数は、対象者決算短信に記載された2025年12月31日現在の対象者の発行済株式総数(36,458,112株)から、本書提出日現在の公開買付者が所有する対象者株式数(15,632,004株)及び対象者決算短信に記載された2025年12月31日現在の対象者が所有する自己株式数(2,782,185株)を控除した株式数(18,043,923株)です。

(注3) 単元未満株式についても本公開買付けの対象としております。なお、会社法に従って株主による単元未満株式買取請求権が行使された場合には、対象者は法令の手続に従い公開買付期間中に自己の株式を買い取ることがあります。

(注4) 本公開買付けを通じて、対象者が所有する自己株式を取得する予定はありません。

5 【買付け等を行った後における株券等所有割合】

区分	議決権の数
買付予定の株券等に係る議決権の数(個)(a)	180,439
aのうち潜在株券等に係る議決権の数(個)(b)	—
bのうち株券の権利を表示する株券等信託受益証券及び株券等預託証券に係る議決権の数(個)(c)	—
公開買付者の所有株券等に係る議決権の数(2026年2月2日現在)(個)(d)	156,320
dのうち潜在株券等に係る議決権の数(個)(e)	—
eのうち株券の権利を表示する株券等信託受益証券及び株券等預託証券に係る議決権の数(個)(f)	—
特別関係者の所有株券等に係る議決権の数(2026年2月2日現在)(個)(g)	491
gのうち潜在株券等に係る議決権の数(個)(h)	—
hのうち株券の権利を表示する株券等信託受益証券及び株券等預託証券に係る議決権の数(個)(i)	—
対象者の総株主等の議決権の数(2025年9月30日現在)(個)(j)	335,638
買付予定の株券等に係る議決権の数の総株主等の議決権の数に占める割合(a/j)(%)	53.58
買付け等を行った後における株券等所有割合 $((a+d+g)/(j+(b-c)+(e-f)+(h-i))) \times 100$ (%)	100.00

(注1) 「買付予定の株券等に係る議決権の数(個)(a)」は、本公開買付けにおける買付予定数に係る議決権の数を記載しております。

(注2) 「特別関係者の所有株券等に係る議決権の数(2026年2月2日現在)(個)(g)」は、各特別関係者(ただし、特別関係者のうち法第27条の2第1項各号における株券等所有割合の計算において府令第3条第2項第1号に基づき特別関係者から除外される者を除きます。)が所有する株券等に係る議決権の数の合計を記載しております。なお、特別関係者の所有株券等(ただし、対象者が所有する自己株式を除きます。)も本公開買付けの対象としているため、「買付け等を行った後における株券等所有割合」の計算においては、「特別関係者の所有株券等に係る議決権の数(2026年2月2日現在)(個)(g)」は分子に加算しておりません。

(注3) 「対象者の総株主等の議決権の数(2025年9月30日現在)(個)(j)」は、対象者半期報告書に記載された2025年9月30日現在の総株主の議決権の数(1単元の株式数を100株として記載されたもの)です。ただし、単元未満株式も本公開買付けの対象としているため、「買付予定の株券等に係る議決権の数の総株主等の議決権の数に占める割合」及び「買付け等を行った後における株券等所有割合」の計算においては、その分母を対象者決算短信に記載された2025年12月31日現在の対象者の発行済株式総数(36,458,112株)から、対象者決算短信に記載された2025年12月31日現在の対象者が所有する自己株式数(2,782,185株)を控除した株式数(33,675,927株)に係る議決権の数(336,759個)として計算しております。

(注4) 「買付予定の株券等に係る議決権の数の総株主等の議決権の数に占める割合」及び「買付け等を行った後における株券等所有割合」については、小数点以下第三位を四捨五入しております。

6 【株券等の取得に関する許可等】

(1) 【株券等の種類】

普通株式

(2) 【根拠法令】

① 私的独占の禁止及び公正取引の確保に関する法律

公開買付者は、私的独占の禁止及び公正取引の確保に関する法律(昭和22年法律第54号。その後の改正を含みます。以下「独占禁止法」といいます。)第10条第2項に基づき、公正取引委員会に対して、本株式取得に関する計画を予め届け出なければならず(以下、当該届出を「事前届出」といいます。)、同条第8項により、事前届出が受理された日から原則として30日(短縮される場合もあります。)を経過するまでは本株式取得を行うことができません(以下、本株式取得が禁止される当該期間を「取得禁止期間」といいます。))。

また、独占禁止法第10条第1項は、一定の取引分野における競争を実質的に制限することとなる他の会社の株式の取得行為を禁止しており、公正取引委員会はこれに違反する行為を排除するために必要な措置を命ずることができます(同法第17条の2第1項。以下「排除措置命令」といいます。)。上記の事前届出が行われた場合、公正取引委員会が排除措置命令を発令するときは、公正取引委員会は、当該排除措置命令の名宛人となるべき者について意見聴取を行わなければならず(同法第49条)、意見聴取を行うにあたっては、予定する排除措置命令の内容等を名宛人に通知しなければなりません(同法第50条第1項。以下「排除措置命令の事前通知」といいます。)、株式取得に関する排除措置命令の事前通知は、一定の期間(上記事前届出が受理された日から原則30日間ですが、延長又は短縮される場合もあります。以下「措置期間」といいます。)内に行うこととされております(同法第10条第9項)。なお、公正取引委員会は、排除措置命令の事前通知をしないこととした場合、その旨の通知(以下「排除措置命令を行わない旨の通知」といいます。)をするものとされております(私的独占の禁止及び公正取引の確保に関する法律第9条から第16条までの規定による認可の申請、報告及び届出等に関する規則(昭和28年公正取引委員会規則第1号)第9条)。

公開買付者は、本株式取得に関して、2025年9月10日付で公正取引委員会に対して事前届出を行い、当該事前届出は同日付で受理されました。その後、公開買付者は、本株式取得に関して、公正取引委員会から取得禁止期間を30日間から28日間に短縮する旨の「禁止期間の短縮の通知書」を2025年10月8日付で受領したため、同日の経過をもって取得禁止期間は終了しております。また、公開買付者は、公正取引委員会から「排除措置命令を行わない旨の通知書」を上記「禁止期間の短縮の通知書」と併せて2025年10月8日付で受領したため、同日の経過をもって措置期間が終了しております。

② インド競争法

公開買付者は、インドの2002年競争法(その後の改正を含みます。)に基づき、インド競争委員会に対し、本株式取得の前に、本株式取得に関する事前届出を行う必要があります。インド競争委員会は、当該届出が受理された日から一定の審査期間内(原則30暦日ですが、日数の算定に含まれない、インド競争委員会による届出書類の確認及びそれに基づく公開買付者による届出書類の補正期間が設けられる場合、又は日数の算定が一時的に中断される場合があります。)に、本株式取得に、インドの市場に競争上の顕著な悪影響を及ぼす見込みがあるか否か、又は既に及ぼしているか否かに関する予備的な判断を行います。インド競争委員会が、予備的な判断を示すことなく一定の審査期間が満了した場合、公開買付者は本株式取得を実行することができます。インド競争委員会が、競争上の顕著な悪影響を及ぼす見込みがある、又は既に及ぼしているとの予備的な判断を示し、本株式取得に関してより詳細な審査を行う旨を決定した場合、公開買付者は、インド競争委員会が本株式取得を承認した時点又は正式決定を行うことなく法定審査期間(原則として届出日から150日ですが、日数の算定が一時的に中断される場合もあります。)が満了した時点のいずれか早い時点に、本株式取得を実行することができます。

本株式取得についての事前届出は、2025年10月17日(現地時間)付でインド競争委員会に提出され、同日付で受理されました。そして、2026年1月6日(現地時間)付で、インド競争委員会から本株式取得を承認する文書が発出され、公開買付者は、同日付で当該通知を受領し、同日付で本株式取得の承認がなされたことを確認しております。

③ イタリア法令2012年21号

公開買付者は、イタリアの法令2012年21号(以下「ゴールデン・パワー法」といいます。))に基づき、本株式取得がゴールデン・パワー法の範囲に該当する場合には、閣僚評議会議長に対し、本株式取得の前に、本株式取得に関する事前届出を行う必要があります。また、実務上、公開買付者の判断において、本株式取得がゴールデン・パワー法の範囲に該当するか否かが明らかではない場合には、閣僚評議会議長に対し、本株式取得の前に、本株式取得に関する事前届出を行うことがあります。当該届出を提出した日から一定の審査期間(原則45日ですが、延長される場合もあります。)内に、閣僚評議会議長が本株式取得がゴールデン・パワー法の範囲に該当しないことを決定した場合若しくは本株式取得に関し特別権限の行使を行わないことを決定した場合又は本株式取得の禁止等の措置をとらない場合、公開買付者は本株式取得を実行することができます。

公開買付者は、閣僚評議会議長に対し、2025年10月30日(現地時間)付で本株式取得に関する届出を提出しております。その後、2025年12月10日(現地時間)付で、閣僚評議会議長から、本株式取得がゴールデン・パワー法の範囲に該当しないことを決定した旨の通知が発出され、公開買付者は、同日(現地時間)付で当該通知を受領しております。

(3) 【許可等の日付及び番号】

国又は地域名	許可等をした機関の名称	許可等の日付(現地時間)	許可等の番号
日本	公正取引委員会	2025年10月8日(排除措置命令を行わない旨の通知を受けたことによる) 2025年10月8日(禁止期間の短縮の通知を受けたことによる)	公経企第1137号(排除措置命令を行わない旨の通知書の番号) 公経企第1138号(禁止期間の短縮の通知書の番号)
インド	インド競争委員会	2026年1月6日	C-2025/10/1339
イタリア	イタリア閣僚評議会議長	2025年12月10日	DIGCAGP-0009330-P-10/12/2025 Procedimento n. 729/2025

7 【応募及び契約の解除の方法】

(1) 【応募の方法】

① 公開買付代理人

野村證券株式会社

東京都中央区日本橋一丁目13番1号

- ② 本公開買付けに係る株券等の買付け等の申込みに対する承諾又は売付け等の申込みをする方(以下「応募株主等」といいます。)は、公開買付代理人の本店又は全国各支店において、所定の「公開買付応募申込書」に所要事項を記載の上、公開買付期間末日の15時30分までに応募してください。応募の際には、ご印鑑、マイナンバー(個人番号)又は法人番号、本人確認書類等が必要になる場合があります。(注1)

オンラインサービス(公開買付代理人に口座をお持ちの方専用のオンラインサービス)による応募に関しては、オンラインサービス(<https://hometrade.nomura.co.jp/>)にて公開買付期間末日の15時30分までに手続を行ってください。なお、オンラインサービスによる応募には、応募株主等が公開買付代理人に開設した応募株主等名義の口座(以下「応募株主等口座」といいます。))におけるオンラインサービスのご利用申込みが必要です。(注2)

- ③ 株券等の応募の受付にあたっては、応募株主等口座に、応募する予定の株券等が記録されている必要があります。そのため、応募する予定の株券等が、公開買付代理人以外の金融商品取引業者等に開設された口座に記録されている場合(対象者の特別口座の口座管理機関である三井住友信託銀行株式会社に開設された特別口座に記録されている場合を含みます。)は、応募に先立ち、応募株主等口座への振替手続を完了していただく必要があります。

- ④ 本公開買付けにおいては、公開買付代理人以外の金融商品取引業者を経由した応募の受付は行われません。

- ⑤ 外国の居住者であり、公開買付代理人にお取引可能な口座をお持ちでない株主等(法人株主等を含みます。以下「外国人株主等」といいます。)の場合、日本国内の常任代理人を通じて応募してください。オンラインサービスにおいては、外国の居住者は応募できません。

- ⑥ 日本の居住者である個人株主の場合、本公開買付けにより売却された株券等に係る売却代金と取得費との差額は、原則として株式等の譲渡所得等に関する申告分離課税の適用対象となります。(注3)

- ⑦ 応募株券等の全部の買付け等が行われないこととなった場合、買付け等の行われなかった株券等は応募株主等に返還されます。

(注1) ご印鑑、マイナンバー(個人番号)又は法人番号、本人確認書類等について

公開買付代理人である野村證券に新規に口座を開設する場合、マイナンバー(個人番号)又は法人番号及び本人確認書類等が必要となるほか、ご印鑑が必要な場合があります。また、既に口座を有している場合であっても、住所変更、取引店変更、税務に係る手続等の都度、マイナンバー(個人番号)又は法人番号及び本人確認書類等が必要な場合があります。なお、マイナンバー(個人番号)を確認するために提出する書類により、必要となる本人確認書類が異なります。マイナンバー(個人番号)又は法人番号を確認するための書類及び本人確認書類の詳細につきましては、公開買付代理人にお尋ねください。

・ 個人の場合

マイナンバー(個人番号)提供時の必要書類

マイナンバー(個人番号)の提供に際しては、所定の「マイナンバー提供書」のほか、[1] マイナンバー(個人番号)を確認するための書類と、[2] 本人確認書類が必要です。

※申込書に記載された氏名・住所・生年月日の全てが確認できるものをご準備ください。

※野村證券の受付日時点で、有効期限の定めのあるものは有効期限内のもの、有効期限の定めのないものは6ヶ月以内に作成されたものに限り(「通知カード」は、発行日から6ヶ月以降も有効です。)

※野村證券の店舗で手続をされる場合は、原本をご提示ください(窓口にて写しをとらせていただく場合があります。)

※コピーの場合は、改めて原本の提示をお願いする場合があります。

※新規口座開設、住所変更等の各種手続に係る本人確認書類を提出いただく場合、口座名義人様の本人確認書類に限りマイナンバー(個人番号)の提供に必要な書類を兼ねることができます(同じものを2枚以上提出いただく必要はありません。)

※以下の内容は変更の可能性もあるため、手続の時点でのマイナンバー(個人番号)を確認するための書類及び本人確認書類の詳細につきましては、公開買付代理人にお尋ねください。

[1] マイナンバー(個人番号)を確認するための書類

マイナンバーカード(個人番号カード)、通知カード、マイナンバー(個人番号)の記載された住民票の写し、マイナンバー(個人番号)の記載された住民票記載事項証明書、のいずれか1点が必要です。

[2] 本人確認書類

マイナンバー(個人番号)を確認するための書類	必要な本人確認書類
マイナンバーカード(個人番号カード)	マイナンバーカード(個人番号カード) ※オンライン専用支店に口座を開設する場合、[A]又は[B]よりいずれか1点
通知カード ※現在の氏名・住所が記載されていない「通知カード」はご利用いただけません。	[A]のいずれか1点、 又は[B]のうち2点 ※オンライン専用支店に口座を開設する場合、[A]又は[B]よりいずれか2点
マイナンバー(個人番号)の記載された住民票の写し	[A]又は[B]のうち、 「住民票の写し」「住民票記載事項証明書」以外の1点
マイナンバー(個人番号)の記載された住民票記載事項証明書	

[A] 顔写真付の本人確認書類

- ・有効期間内の原本のコピーの提出が必要
旅券(パスポート)、運転免許証、運転経歴証明書、身体障害者手帳、精神障害者保健福祉手帳、療育手帳、在留カード、特別永住者証明書
※2020年2月4日以降に発給申請した「旅券(パスポート)」は「所持人記入欄」がないため、1点のみではご利用いただけません。その他の本人確認書類と併せてご提出ください。

[B] 顔写真のない本人確認書類

- ・発行から6ヶ月以内の原本又はコピーの提出が必要
住民票の写し、住民票の記載事項証明書、印鑑登録証明書
- ・有効期間内の原本のコピーの提出が必要
資格確認書(各種)、国民年金手帳(氏名・住所・生年月日の記載があるもの)、福祉手帳(各種)

・法人の場合

登記事項証明書、官公庁から発行された書類等の本人確認書類が必要となる場合があります。

※本人特定事項 ①名称 ②本店又は主たる事務所の所在地

※法人自体の本人確認に加え、代表者又は代理人・取引担当者個人(契約締結の任に当たる者)の本人確認が必要となります。

法人番号の提供に際しては、法人番号を確認するための書類として、「国税庁 法人番号公表サイト」で検索した結果画面を印刷したもの又は「法人番号指定通知書」のコピーが必要となる場合があります。また、所定の「法人番号提供書」が必要となる場合があります。

・外国人(居住者を除きます。)、外国に本店又は主たる事務所を有する法人の場合

日本国政府の承認した外国政府又は権限ある国際機関の発行した書類その他これに類するもので、居住者の本人確認書類に準じるもの等の本人確認書類が必要になります。

(注2) オンラインサービスのご利用には、お申込みが必要です。オンラインサービスをお申込み後、パスワードがご登録住所に到着するまで約1週間かかりますのでお早めに手続きください。公開買付期間末日近くである場合は、お取引店からの応募申込みの方が手続に時間を要しません。

- ・個人の場合：オンラインサービスのログイン画面より新規申込を受付しております。若しくは、お取引店又はオンラインサービスサポートダイヤルまでご連絡ください。

- ・法人の場合：お取引店までご連絡ください。なお、法人の場合は代理人等のご登録がない法人に限りオンラインサービスによる応募が可能です。

(注3) 株式等の譲渡所得等に関する申告分離課税について(個人株主の場合)

個人株主の方につきましては、株式等の譲渡所得等には原則として申告分離課税が適用されます。税務上の具体的なご質問等は税理士等の専門家にご相談いただき、ご自身でご判断いただきますようお願いいたします。

(2) 【契約の解除の方法】

応募株主等は、公開買付期間中においては、いつでも本公開買付けに係る契約を解除することができます。契約の解除をする場合は、公開買付期間末日の15時30分までに下記に指定する者の応募の受付を行った本店又は全国各支店に、本公開買付けに係る契約の解除を行う旨の書面(以下「解除書面」といいます。)を交付又は送付してください。ただし、送付の場合は、解除書面が公開買付期間末日の15時30分までに到達することを条件とします。

オンラインサービスで応募された契約の解除は、オンラインサービス(<https://hometrade.nomura.co.jp/>)上の操作又は解除書面の交付若しくは送付により行ってください。オンラインサービス上の操作による場合は当該画面上に記載される方法に従い、公開買付期間末日の15時30分までに解除手続を行ってください。なお、お取引店で応募された契約の解除に関しては、オンラインサービス上の操作による解除手続を行うことはできません。解除書面の交付又は送付による場合は、予め解除書面をお取引店に請求した上で、公開買付期間末日の15時30分までにお取引店に交付又は送付してください。ただし、送付の場合は、解除書面が公開買付期間末日の15時30分までに到達することを条件とします。

解除書面を受領する権限を有する者

野村證券株式会社

東京都中央区日本橋一丁目13番1号

(その他の野村證券株式会社全国各支店)

(3) 【株券等の返還方法】

応募株主等が上記「(2) 契約の解除の方法」に記載の方法により本公開買付けに係る契約の解除を申し出た場合には、解除手続終了後速やかに、下記「10 決済の方法」の「(4) 株券等の返還方法」に記載の方法により応募株券等を返還します。

(4) 【株券等の保管及び返還を行う金融商品取引業者・銀行等の名称及び本店の所在地】

野村證券株式会社

東京都中央区日本橋一丁目13番1号

8 【買付け等に要する資金】

(1) 【買付け等に要する資金等】

買付代金(円)(a)	75,784,476,600
金銭以外の対価の種類	—
金銭以外の対価の総額	—
買付手数料(b)	150,000,000
その他(c)	16,000,000
合計(a) + (b) + (c)	75,950,476,600

(注1) 「買付代金(円)(a)」欄には、買付予定数(18,043,923株)に1株当たりの買付価格(4,200円)を乗じた金額を記載しております。

(注2) 「買付手数料(b)」欄には、公開買付代理人に支払う手数料の見積額を記載しております。

(注3) 「その他(c)」欄には、本公開買付けに関する公告及び公開買付説明書その他必要書類の印刷費その他諸費用につき、その見積額を記載しております。

(注4) その他公開買付代理人に支払われる諸経費及び弁護士報酬等がありますが、その額は未定です。

(注5) 上記金額には消費税等は含まれておりません。

(2) 【買付け等に要する資金に充当しうる預金又は借入金等】

① 【届出日の前々日又は前日現在の預金】

種類	金額(千円)
普通預金	72,974,059
外貨普通預金(米ドル建て)	172,216,344
計(a)	245,190,403

(注) 上記「外貨普通預金(米ドル建て)」は、公開買付者が株式会社三菱UFJ銀行に保有する外貨預金です。2026年1月30日現在、公開買付者は、株式会社三菱UFJ銀行の外貨普通預金口座(米ドル建て)において、1,120,762,363.50ドルを保有しており、2026年1月30日現在の株式会社三菱UFJ銀行の対顧客電信直物相場の仲値である1ドル＝153.66円で日本円に換算しております。なお、千円未満は切り捨てております。

② 【届出日前の借入金】

イ 【金融機関】

	借入先の業種	借入先の名称等	借入契約の内容	金額(千円)
1	—	—	—	—
2	—	—	—	—
計				—

ロ 【金融機関以外】

借入先の業種	借入先の名称等	借入契約の内容	金額(千円)
—	—	—	—
—	—	—	—
計			—

③ 【届出日以後に借入を予定している資金】

イ 【金融機関】

	借入先の業種	借入先の名称等	借入契約の内容	金額(千円)
1	—	—	—	—
2	—	—	—	—
計(b)				—

ロ 【金融機関以外】

借入先の業種	借入先の名称等	借入契約の内容	金額(千円)
—	—	—	—
—	—	—	—
計(c)			—

④ 【その他資金調達方法】

内容	金額(千円)
—	—
計(d)	—

⑤ 【買付け等に要する資金に充当しうる預金又は借入金等の合計】

245,190,403千円((a)+(b)+(c)+(d))

(3) 【買付け等の対価とする有価証券の発行者と公開買付者との関係等】

該当事項はありません。

9 【買付け等の対価とする有価証券の発行者の状況】

該当事項はありません。

10 【決済の方法】

(1) 【買付け等の決済をする金融商品取引業者・銀行等の名称及び本店の所在地】

野村證券株式会社 東京都中央区日本橋一丁目13番1号

(2) 【決済の開始日】

2026年3月10日(火曜日)

(注) 法第27条の10第3項の規定により、対象者から公開買付け期間の延長を請求する旨の記載がされた意見表明報告書が提出された場合、決済の開始日は2026年3月25日(水曜日)となります。

(3) 【決済の方法】

公開買付け期間終了後遅滞なく、本公開買付けによる買付け等の通知書を応募株主等(外国人株主等の場合は常任代理人)の住所宛に郵送します。

買付けは、金銭にて行います。応募株主等は本公開買付けによる売却代金を、送金等の応募株主等が指示した方法により、決済の開始日以後遅滞なく受け取ることができます(送金手数料がかかる場合があります。)

(4) 【株券等の返還方法】

下記「11 その他買付け等の条件及び方法」の「(1) 法第27条の13第4項各号に掲げる条件の有無及び内容」及び「(2) 公開買付けの撤回等の条件の有無、その内容及び撤回等の開示の方法」に記載の条件に基づき応募株券等の全部を買付けないこととなった場合には、公開買付け期間末日の翌営業日(本公開買付けの撤回等を行った場合は撤回等を行った日)以後速やかに、公開買付け代理人の応募株主等口座上で、返還すべき株券等を応募が行われた直前の記録に戻すことにより返還します(株券等を他の金融商品取引業者等に開設した応募株主等の口座に振替える場合は、応募の受付をされた公開買付け代理人の本店又は全国各支店にご確認ください。)

11 【その他買付け等の条件及び方法】

(1) 【法第27条の13第4項各号に掲げる条件の有無及び内容】

応募株券等の総数が買付予定数の下限(6,818,596株)に満たない場合は、応募株券等の全部の買付け等を行いません。応募株券等の総数が買付予定数の下限(6,818,596株)以上の場合は、応募株券等の全部の買付け等を行います。

(2) 【公開買付けの撤回等の条件の有無、その内容及び撤回等の開示の方法】

令第14条第1項第1号イないしヌ及びワないしツ、第3号イないしチ及びヌ、並びに同条第2項第3号ないし第6号に定める事情のいずれかが生じた場合は、本公開買付けの撤回等を行うことがあります。なお、本公開買付けにおいて、令第14条第1項第3号ヌに定める「イからリまでに掲げる事実に至る事実」とは、①対象者が過去に提出した法定開示書類について、重要な事項につき虚偽の記載があり、又は記載すべき重要な事項の記載が欠けていることが判明した場合であって、公開買付け者が当該虚偽記載等があることを知らず、かつ、相当の注意を用いたにもかかわらず知ることができなかった場合、及び②対象者の重要な子会社に同号イからリまでに掲げる事実が発生した場合をいいます。

撤回等を行おうとする場合は、電子公告を行い、その旨を日本経済新聞に掲載します。ただし、公開買付け期間末日までに公告を行うことが困難である場合は、府令第20条に規定する方法により公表し、その後直ちに公告を行います。

(3) 【買付け等の価格の引下げの条件の有無、その内容及び引下げの開示の方法】

法第27条の6第1項第1号の規定により、公開買付け期間中に対象者が令第13条第1項に定める行為を行った場合には、府令第19条第1項の規定に定める基準に従い、買付け等の価格の引下げを行うことがあります。買付け等の価格の引下げを行おうとする場合は、電子公告を行い、その旨を日本経済新聞に掲載します。ただし、公開買付け期間末日までに公告を行うことが困難である場合は、府令第20条に規定する方法により公表し、その後直ちに公告を行います。買付け等の価格の引下げがなされた場合、当該公告が行われた日以前の応募株券等についても、引下げ後の買付け等の価格により買付けを行います。

(4) 【応募株主等の契約の解除権についての事項】

応募株主等は、公開買付期間中においては、いつでも本公開買付けに係る契約を解除することができます。解除の方法については、上記「7 応募及び契約の解除の方法」の「(2) 契約の解除の方法」に記載の方法によるものとします。

なお、公開買付者は、応募株主等による契約の解除があった場合においても、損害賠償又は違約金の支払いを応募株主等に請求することはありません。また、応募株券等の返還に要する費用も公開買付者の負担とします。解除を申し出られた場合には、応募株券等は当該解除の申出に係る手続終了後速やかに上記「10 決済の方法」の「(4) 株券等の返還方法」に記載の方法により返還します。

(5) 【買付条件等の変更をした場合の開示の方法】

公開買付者は、公開買付期間中、法第27条の6第1項及び令第13条第2項により禁止される場合を除き、買付条件等の変更を行うことがあります。買付条件等の変更を行おうとする場合は、その変更の内容等につき電子公告を行い、その旨を日本経済新聞に掲載します。ただし、公開買付期間末日までに公告を行うことが困難である場合は、府令第20条に規定する方法により公表し、その後直ちに公告を行います。買付条件等の変更がなされた場合、当該公告が行われた日以前の応募株券等についても、変更後の買付条件等により買付けを行います。

(6) 【訂正届出書を提出した場合の開示の方法】

訂正届出書を関東財務局長に提出した場合(ただし、法第27条の8第11項ただし書に規定する場合を除きます。)は、直ちに、訂正届出書に記載した内容のうち、公開買付開始公告に記載した内容に係るものを、府令第20条に規定する方法により公表します。また、直ちに公開買付説明書を訂正し、かつ、既に公開買付説明書を交付している応募株主等に対しては訂正した公開買付説明書を交付して訂正します。ただし、訂正の範囲が小範囲に止まる場合には、訂正の理由、訂正した事項及び訂正後の内容を記載した書面を作成し、その書面を応募株主等に交付する方法により訂正します。

(7) 【公開買付けの結果の開示の方法】

本公開買付けの結果については、公開買付期間末日の翌日に、令第9条の4及び府令第30条の2に規定する方法により公表します。

第2 【公開買付者の状況】

1 【会社の場合】

(1) 【会社の概要】

① 【会社の沿革】

② 【会社の目的及び事業の内容】

③ 【資本金の額及び発行済株式の総数】

④ 【大株主】

年 月 日現在

氏名又は名称	住所又は所在地	所有株式数 (千株)	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(%)
—	—	—	—

⑤ 【役員の職歴及び所有株式の数】

年 月 日現在

役名	職名	氏名	生年月日	職歴		所有株式数 (千株)
—	—	—	—	—	—	—

(2) 【経理の状況】

① 【貸借対照表】

② 【損益計算書】

③ 【株主資本等変動計算書】

(3) 【継続開示会社たる公開買付者に関する事項】

① 【公開買付者が提出した書類】

イ 【有価証券報告書及びその添付書類】

事業年度 第100期(自 2024年4月1日 至 2025年3月31日)
2025年6月24日関東財務局長に提出

ロ 【半期報告書】

事業年度 第101期中(自 2025年4月1日 至 2025年9月30日)
2025年11月11日関東財務局長に提出

ハ 【訂正報告書】

該当事項はありません。

② 【上記書類を縦覧に供している場所】

日本製鉄株式会社

(東京都千代田区丸の内二丁目 6 番 1 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)

株式会社名古屋証券取引所

(名古屋市中区栄三丁目 8 番20号)

証券会員制法人福岡証券取引所

(福岡市中央区天神二丁目14番 2 号)

証券会員制法人札幌証券取引所

(札幌市中央区南一条西五丁目14番地の 1)

2 【会社以外の団体の場合】

該当事項はありません。

3 【個人の場合】

該当事項はありません。

第3 【公開買付者及びその特別関係者による株券等の所有状況及び取引状況】

1 【株券等の所有状況】

(1) 【公開買付者及び特別関係者による株券等の所有状況の合計】

(2026年2月2日現在)

	所有する株券等の数	令第7条第1項第2号に 該当する株券等の数	令第7条第1項第3号に 該当する株券等の数
株券	156,811(個)	—(個)	—(個)
新株予約権証券	—	—	—
新株予約権付社債券	—	—	—
株券等信託受益証券 ()	—	—	—
株券等預託証券 ()	—	—	—
合計	156,811	—	—
所有株券等の合計数	156,811	—	—
(所有潜在株券等の合計数)	(—)	—	—

(注) 特別関係者である対象者は、2025年12月31日現在、対象者株式2,782,185株を所有しておりますが、全て自己株式であるため、議決権はありません。

(2) 【公開買付者による株券等の所有状況】

(2026年2月2日現在)

	所有する株券等の数	令第7条第1項第2号に 該当する株券等の数	令第7条第1項第3号に 該当する株券等の数
株券	156,320(個)	—(個)	—(個)
新株予約権証券	—	—	—
新株予約権付社債券	—	—	—
株券等信託受益証券 ()	—	—	—
株券等預託証券 ()	—	—	—
合計	156,320	—	—
所有株券等の合計数	156,320	—	—
(所有潜在株券等の合計数)	(—)	—	—

(3) 【特別関係者による株券等の所有状況(特別関係者合計)】

(2026年2月2日現在)

	所有する株券等の数	令第7条第1項第2号に 該当する株券等の数	令第7条第1項第3号に 該当する株券等の数
株券	491(個)	—(個)	—(個)
新株予約権証券	—	—	—
新株予約権付社債券	—	—	—
株券等信託受益証券 ()	—	—	—
株券等預託証券 ()	—	—	—
合計	491	—	—
所有株券等の合計数	491	—	—
(所有潜在株券等の合計数)	(—)	—	—

(注) 特別関係者である対象者は、2025年12月31日現在、対象者株式2,782,185株を所有しておりますが、全て自己株式であるため、議決権はありません。

(4) 【特別関係者による株券等の所有状況(特別関係者ごとの内訳)】

① 【特別関係者】

(2026年2月2日現在)

氏名又は名称	黒崎播磨株式会社
住所又は所在地	福岡県北九州市八幡西区東浜町1番1号
職業又は事業の内容	各種工業窯炉に使用する耐火物全般の製造販売、各種窯炉の設計施工及び 築造修理、各種産業用セラミックスの製造販売及び景観材の販売
連絡先	連絡者：黒崎播磨株式会社 総務部部長 山田 克己 連絡場所：福岡県北九州市八幡西区東浜町1番1号(対象者本社) 電話番号：093-622-7224
公開買付者との関係	公開買付者が特別資本関係を有する法人

(2026年2月2日現在)

氏名又は名称	江川 和宏
住所又は所在地	福岡県北九州市八幡西区東浜町1番1号(対象者所在地)
職業又は事業の内容	対象者 代表取締役社長
連絡先	連絡者：黒崎播磨株式会社 総務部部長 山田 克己 連絡場所：福岡県北九州市八幡西区東浜町1番1号(対象者本社) 電話番号：093-622-7224
公開買付者との関係	公開買付者が特別資本関係を有する法人(対象者)の役員

② 【所有株券等の数】

黒崎播磨株式会社

(2026年2月2日現在)

	所有する株券等の数	令第7条第1項第2号に 該当する株券等の数	令第7条第1項第3号に 該当する株券等の数
株券	—(個)	—(個)	—(個)
新株予約権証券	—	—	—
新株予約権付社債券	—	—	—
株券等信託受益証券 ()	—	—	—
株券等預託証券 ()	—	—	—
合計	—	—	—
所有株券等の合計数	—	—	—
(所有潜在株券等の合計数)	(—)	—	—

(注) 特別関係者である対象者は、2025年12月31日現在、対象者株式2,782,185株を所有しておりますが、全て自己株式であるため、議決権はありません。

江川 和宏

(2026年2月2日現在)

	所有する株券等の数	令第7条第1項第2号に 該当する株券等の数	令第7条第1項第3号に 該当する株券等の数
株券	491(個)	—(個)	—(個)
新株予約権証券	—	—	—
新株予約権付社債券	—	—	—
株券等信託受益証券 ()	—	—	—
株券等預託証券 ()	—	—	—
合計	491	—	—
所有株券等の合計数	491	—	—
(所有潜在株券等の合計数)	(—)	—	—

2 【株券等の取引状況】

(1) 【届出日前60日間の取引状況】

該当事項はありません。

3 【当該株券等に関して締結されている重要な契約】

該当事項はありません。

4 【届出書の提出日以後に株券等の買付け等を行う旨の契約】

該当事項はありません。

第 4 【公開買付者と対象者との取引等】

1 【公開買付者と対象者又はその役員との間の取引の有無及び内容】

(1) 公開買付者と対象者との間の取引

最近の 3 事業年度における公開買付者と対象者の間の取引の内容等は下記のとおりです。

(単位：百万円)

取引の内容	2023年 3 月期 自 2022年 4 月 1 日 至 2023年 3 月31日	2024年 3 月期 自 2023年 4 月 1 日 至 2024年 3 月31日	2025年 3 月期 自 2024年 4 月 1 日 至 2025年 3 月31日
対象者から公開買付者に対する耐火物製品販売等(取引金額)	62,633	69,856	72,139
上記耐火物製品販売等に関する対象者の受取手形、売掛金及び契約資産(期末残高)	30,956	36,887	44,731
対象者による公開買付者からの資金の借入れ(取引金額)	—	5,000	—
上記資金の借入れに関する対象者の短期借入金(期末残高)	—	5,000	—

(注 1) 取引条件及び取引条件の決定方針等

製品販売及び諸資材仕入については、市場価格、総原価を勘案して公開買付者の希望する価格を提示し、価格交渉の上、一般取引条件と同様に決定しております。

資金借入時の利率については、市場金利を勘案して合理的に決定しております。

(注 2) 上記((注 1)を含みます。)は対象者の第132期有価証券報告書(2023年 6 月29日提出)、第133期有価証券報告書(2024年 6 月26日提出)及び第134期有価証券報告書(2025年 6 月20日提出)を参照して作成しております。

(2) 公開買付者と対象者の役員との間の取引

該当事項はありません。

2 【公開買付者と対象者又はその役員との間の合意の有無及び内容】

(1) 本公開買付けへの賛同表明

2025年8月1日付対象者プレスリリースによれば、対象者は、2025年8月1日開催の対象者取締役会において、同日時点における対象者の意見として、本公開買付けが開始された場合には、本公開買付けに賛同する旨の意見を表明するとともに、対象者の株主の皆様に対し、本公開買付けに応募することを推奨する旨を決議したとのことです。

また、2026年1月30日付対象者プレスリリースによれば、対象者は、2026年1月30日開催の対象者取締役会において、改めて、本公開買付けに関して賛同する旨の意見を表明するとともに、対象者の株主の皆様に対し、本公開買付けに応募することを推奨する旨を決議したとのことです。

なお、対象者の意思決定の過程に係る詳細については、対象者プレスリリース及び上記「第1 公開買付要項」の「4 買付け等の期間、買付け等の価格及び買付予定の株券等の数」の「(2) 買付け等の価格」の「算定の経緯」の「(本公開買付価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置)」の「⑧ 対象者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」をご参照ください。

(2) 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

上記「第1 公開買付要項」の「3 買付け等の目的」の「(2) 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」をご参照ください。

(3) 本公開買付価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置

上記「第1 公開買付要項」の「4 買付け等の期間、買付け等の価格及び買付予定の株券等の数」の「(2) 買付け等の価格」の「算定の経緯」の「(本公開買付価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置)」をご参照ください。

第5 【対象者の状況】

1 【最近3年間の損益状況等】

(1) 【損益の状況】

決算年月	—	—	—
売上高	—	—	—
売上原価	—	—	—
販売費及び一般管理費	—	—	—
営業外収益	—	—	—
営業外費用	—	—	—
当期純利益 (当期純損失)	—	—	—

(2) 【1株当たりの状況】

決算年月	—	—	—
1株当たり当期純損益	—	—	—
1株当たり配当額	—	—	—
1株当たり純資産額	—	—	—

2 【株価の状況】

(単位：円)

金融商品取引所名 又は認可金融商品 取引業協会名	東京証券取引所 プライム市場						
月別	2025年 8月	2025年 9月	2025年 10月	2025年 11月	2025年 12月	2026年 1月	2026年 2月
最高株価	4,150	4,130	4,150	4,160	4,170	4,185	—
最低株価	3,430	4,110	4,120	4,135	4,140	4,160	—

(注) 届出書の属する月の初日から届出書の前日までの期間の株価については、届出書が月初に当たるため記載していません。

3 【株主の状況】

(1) 【所有者別の状況】

年 月 日現在

区分	株式の状況(1単元の株式数 株)								単元未満株式の状況(株)
	政府及び 地方公共 団体	金融機関	金融商品 取引業者	その他 の法人	外国法人等		個人 その他	計	
					個人以外	個人			
株主数(人)	—	—	—	—	—	—	—	—	—
所有株式数 (単元)	—	—	—	—	—	—	—	—	—
所有株式数 の割合(%)	—	—	—	—	—	—	—	—	—

(2) 【大株主及び役員の所有株式の数】

① 【大株主】

年 月 日現在

氏名又は名称	住所又は所在地	所有株式数(株)	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(%)
—	—	—	—
計	—	—	—

② 【役員】

年 月 日現在

氏名	役名	職名	所有株式数(株)	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(%)
—	—	—	—	—
計	—	—	—	—

4 【継続開示会社たる対象者に関する事項】

(1) 【対象者が提出した書類】

① 【有価証券報告書及びその添付書類】

事業年度 第133期(自 2023年4月1日 至 2024年3月31日)
2024年6月26日関東財務局長に提出
事業年度 第134期(自 2024年4月1日 至 2025年3月31日)
2025年6月20日関東財務局長に提出

② 【半期報告書】

事業年度 第135期中(自 2025年4月1日 至 2025年9月30日)
2025年11月14日関東財務局長に提出

③ 【臨時報告書】

該当事項はありません。

④ 【訂正報告書】

該当事項はありません。

(2) 【上記書類を縦覧に供している場所】

黒崎播磨株式会社
(福岡県北九州市八幡西区東浜町1番1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)
証券会員制法人福岡証券取引所
(福岡県福岡市中央区天神二丁目14番2号)

5 【伝達を受けた公開買付け等の実施に関する事実の内容等】

該当事項はありません。

6 【その他】

(1) 「2026年3月期配当予想の修正(無配)に関するお知らせ」の公表

対象者は、2025年8月1日開催の対象者取締役会において、本公開買付けが開始される予定であることを踏まえ、2025年7月29日に公表した2026年3月期の配当予想を修正し、2026年3月期の中間配当及び期末配当を行わないことを決議したとのことです。詳細については、対象者が2025年8月1日に公表した「2026年3月期配当予想の修正(無配)に関するお知らせ」をご参照ください。

(2) 「2026年3月期第3四半期決算短信〔日本基準〕(連結)」の公表

対象者は、2026年1月30日付で、対象者決算短信を公表しています。なお、当該公表の内容については、法第193条の2第1項の規定に基づく監査法人の四半期レビューを受けていないとのことです。また、以下の公表内容の概要は対象者が公表した内容を一部抜粋したものであり、詳細については当該公表の内容をご参照ください。

(i) 損益の状況(連結)

決算年月	2026年3月期第3四半期
売上高	132,978百万円
営業利益	11,715百万円
経常利益	12,693百万円
親会社株主に帰属する四半期純利益	13,677百万円

(ii) 1株当たりの状況(連結)

決算年月	2026年3月期第3四半期
1株当たり四半期純利益	406.15円

【公開買付者に係る事業内容の概要及び主要な経営指標等の推移】

【事業の内容】

公開買付者グループ（公開買付者及び公開買付者の関係会社）の事業体制は、製鉄事業、エンジニアリング事業、ケミカル&マテリアル事業及びシステムソリューション事業です。

2025年3月31日現在、公開買付者グループは、公開買付者及び419社の連結子会社並びに110社の持分法適用関連会社等により構成されます。

各事業を構成している公開買付者及び公開買付者連結子会社において営まれている主な事業の内容及び位置づけは次のとおりです。

〔製鉄事業〕

条鋼（鋼片、軌条、鋼矢板、H形鋼、その他形鋼、棒鋼、バーインコイル、普通線材、特殊線材）、鋼板（厚板、中板、熱延薄板類、冷延薄板類、ブリキ、ティンフリースチール、亜鉛めっき鋼板、その他金属めっき鋼板、塗装鋼板、冷延電気鋼帯）、鋼管（継目無鋼管、鍛接鋼管、電縫鋼管、電弧溶接鋼管、冷けん鋼管、めっき鋼管、被覆鋼管）、交通産機品（鉄道車両部品、型鍛造品、鍛造アルミホイール、リターダ、環状圧延品、鍛鋼品）、特殊鋼（ステンレス鋼、機械構造用炭素鋼、構造用合金鋼、ばね鋼、軸受鋼、耐熱鋼、快削鋼、ピアノ線材、高抗張力鋼）、鋼材二次製品（スチール・合成セグメント、NS-BOX、メトロデッキ、パンザーマスト、制振鋼板、建築用薄板部材、コラム、溶接材料、ドラム缶、ボルト・ナット・ワッシャー、線材加工製品、油井管付属品、建築・土木建材製品）、銑鉄・鋼塊他（製鋼用銑、鋳物用銑、鋼塊、鉄鋼スラグ製品、セメント、鋳物用コークス）、製鉄事業に付帯する事業（機械・電気・計装関係機器の設計・整備・工事施工、海上運送、港湾運送、陸上運送、荷役、倉庫業、梱包作業、材料試験・分析、作業環境測定、技術情報の調査、施設運営管理、警備保障業、原料決済関連サービス、製鉄所建設エンジニアリング、操業指導、製鉄技術供与、ロール）、その他（チタン展伸材、食料品、繊維品、電力、不動産、サービスその他）

〔エンジニアリング事業〕

各種プラント・施設、エネルギー導管、水道設備、産業機械・装置、建築物、建築部材・装置、鋼構造物等の設計・製作・販売・施工・監理、プラント・施設等の運転・運営・維持管理、廃棄物等の処理・再生資源化事業、電気・ガス・熱等の供給事業

〔ケミカル&マテリアル事業〕

ピッチコークス、ピッチ、ナフタリン、無水フタル酸、カーボンブラック、スチレンモノマー、スチレン系樹脂、エポキシ系樹脂、無接着剤FPC用銅張積層板、液晶ディスプレイ材料、有機EL材料、UV・熱硬化性樹脂材料、圧延金属箔、半導体用ボンディングワイヤ・マイクロボール、半導体封止材用フィラー、炭素繊維複合材、排気ガス浄化用触媒担体、多孔質炭素材料

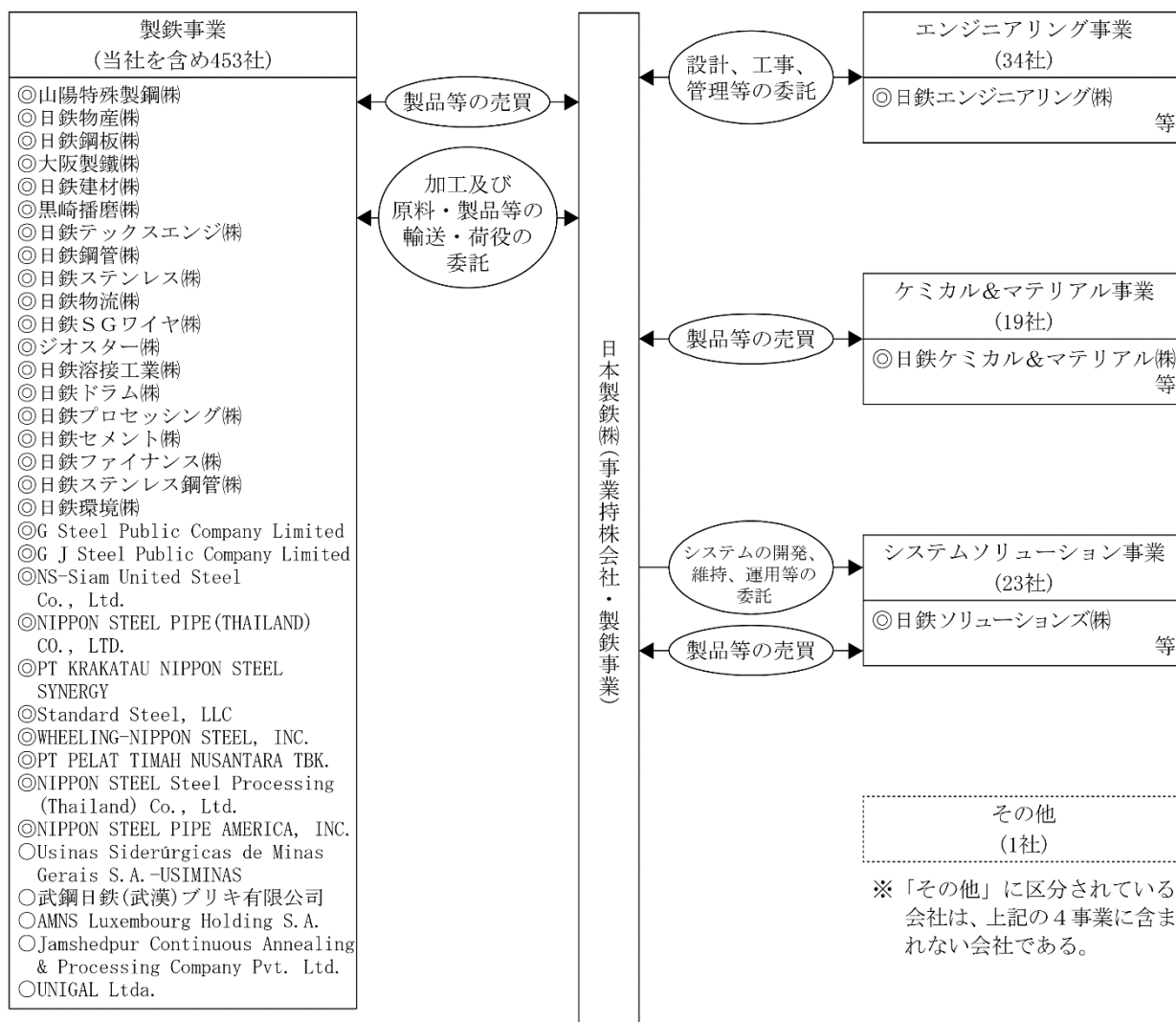
〔システムソリューション事業〕

コンピュータシステムに関するエンジニアリング・コンサルティング、ITを用いたアウトソーシングサービスその他の各種サービス

[事業系統図]

以上述べた事項を事業系統図によって示すと、次のとおりです。(2025年3月31日現在)

◎主要な連結子会社、○主要な持分法適用会社



【主要な経営指標等の推移】

(1) 最近5連結会計年度に係る主要な経営指標等の推移

回次	第96期	第97期	第98期	第99期	第100期
決算年月	2021年3月	2022年3月	2023年3月	2024年3月	2025年3月
売上収益 (百万円)	4,829,272	6,808,890	7,975,586	8,868,097	8,695,526
事業利益 (百万円)	110,046	938,130	916,456	869,657	683,237
親会社の所有者に帰属する当期利益 (△は損失) (百万円)	△32,432	637,321	694,016	549,372	350,227
当期包括利益 (百万円)	143,233	816,342	926,920	810,831	491,606
親会社の所有者に帰属する持分 (百万円)	2,759,996	3,466,799	4,181,155	4,777,727	5,383,311
資産合計 (百万円)	7,573,946	8,752,346	9,567,099	10,714,627	10,942,458
1株当たり親会社所有者帰属持分 (円)	2,997.53	3,764.69	4,540.59	5,187.32	5,150.56
基本的1株当たり当期利益 (△は損失) (円)	△35.22	692.16	753.66	596.59	350.92
希薄化後1株当たり当期利益 (△は損失) (円)	△35.22	657.48	671.89	527.96	335.15
親会社所有者帰属持分比率 (%)	36.4	39.6	43.7	44.6	49.2
親会社所有者帰属持分利益率 (%)	△1.2	20.5	18.1	12.3	6.9
株価収益率 (倍)	—	3.1	4.1	6.1	9.1
営業活動によるキャッシュ・フロー (百万円)	403,185	615,635	661,274	1,010,159	978,593
投資活動によるキャッシュ・フロー (百万円)	△389,035	△378,866	△366,580	△710,654	△462,428
財務活動によるキャッシュ・フロー (百万円)	52,694	△61,304	△197,655	△543,945	△313,334
現金及び現金同等物の期末残高 (百万円)	359,465	551,049	670,410	448,892	672,526
従業員数 (人)	106,226	106,528	106,068	113,639	113,845
[外、平均臨時従業員数] (人)	[18,812]	[17,278]	[15,922]	[15,194]	[13,787]

(注) 1 国際会計基準(以下「IFRS」という。)に基づいて連結財務諸表を作成している。

2 従業員数は各期とも3月31日現在の就業人員数(連結会社から連結会社以外への出向者を除き、連結会社以外から連結会社への出向者を含む。)であり、嘱託・臨時従業員を含まない。

3 △はマイナスを示す。

4 事業利益とは、持続的な事業活動の成果を表し、公開買付者グループの業績を継続的に比較・評価することに資する連結経營業績の代表的指標であり、売上収益から売上原価、販売費及び一般管理費、並びにその他費用を控除し、持分法による投資利益及びその他収益を加えたものである。その他収益及びその他費用は、受取配当金、為替差損益、固定資産除却損等から構成されている。

5 第96期の株価収益率については、当期損失が計上されているため記載していない。

(2) 公開買付者の最近5事業年度に係る主要な経営指標等の推移

回次	第96期	第97期	第98期	第99期	第100期
決算年月	2021年3月	2022年3月	2023年3月	2024年3月	2025年3月
売上高 (百万円)	2,820,992	4,365,970	4,973,537	4,876,550	4,712,292
経常利益 (△は損失) (百万円)	△25,446	536,792	527,162	453,113	294,242
当期純利益 (△は損失) (百万円)	△42,098	393,022	503,643	324,235	205,364
資本金 (百万円)	419,524	419,524	419,524	419,799	569,519
発行済株式総数 (千株)	950,321	950,321	950,321	950,549	1,074,726
純資産 (百万円)	1,467,570	1,780,048	2,135,393	2,380,980	2,646,011
総資産 (百万円)	5,253,847	5,926,165	6,280,924	6,589,405	6,775,951
1株当たり純資産額 (円)	1,591.76	1,930.74	2,316.22	2,582.03	2,528.93
1株当たり配当額 (内1株当たり 中間配当額) (円)	10 (一)	160 (70)	180 (90)	160 (75)	160 (80)
1株当たり当期純利益 (△は損失) (円)	△45.66	426.28	546.28	351.69	205.54
潜在株式調整後 1株当たり当期純利益 (円)	—	404.95	487.07	311.27	196.32
自己資本比率 (%)	27.9	30.0	34.0	36.1	39.1
自己資本利益率 (%)	△2.9	24.2	25.7	14.4	8.2
株価収益率 (倍)	—	5.1	5.7	10.4	15.5
配当性向 (%)	—	37.5	32.9	45.5	77.8
従業員数 (人)	29,579	28,708	28,331	28,543	28,652
[外、平均臨時従業員数] (人)	[3,723]	[2,648]	[1,791]	[1,397]	[1,296]
株主総利回り (%)	204.9	253.0	375.0	451.5	417.7
(比較指標:配当込みTOPIX) (%)	(142.1)	(145.0)	(153.4)	(216.8)	(213.4)
最高株価 (円)	1,954.0	2,381.0	3,294.0	3,847.0	3,745.0
最低株価 (円)	798.1	1,690.5	1,838.0	2,705.5	2,802.0

- (注) 1 従業員数は各期とも3月31日現在の就業人員数（他社への出向者を除き、他社からの出向者を含む。）であり、嘱託・臨時従業員を含まない。
- 2 △はマイナスを示す。
- 3 第96期の潜在株式調整後1株当たり当期純利益については、潜在株式が存在しないため記載していない。
- 4 第96期の株価収益率及び配当性向については、当期純損失が計上されているため記載していない。
- 5 第99期、第100期の資本金及び発行済株式数の増加は、転換社債型新株予約権付社債の新株予約権の権利行使によるものである。
- 6 株主総利回りは、株式投資により得られた収益（配当とキャピタルゲイン）を投資額（株価）で除した比率で、次の計算式で算出した。

$$(\text{各事業年度末日の株価} + \text{当事業年度の4事業年度前から各事業年度までの1株当たり配当額の累計額}) \div \text{当事業年度末の5事業年度前の末日の株価}$$
- 7 2022年4月3日以前は東京証券取引所市場第一部、2022年4月4日以降は東京証券取引所プライム市場の株価を採用した。

【対象者に係る主要な経営指標等の推移】

【主要な経営指標等の推移】

(1) 連結経営指標等

回次	第130期	第131期	第132期	第133期	第134期
決算年月	2021年 3 月	2022年 3 月	2023年 3 月	2024年 3 月	2025年 3 月
売上高 (百万円)	113,661	133,778	165,202	177,029	177,921
経常利益 (百万円)	6,361	8,679	12,083	16,389	15,316
親会社株主に帰属する 当期純利益 (百万円)	4,334	5,490	8,282	12,416	12,535
包括利益 (百万円)	7,579	7,815	12,168	17,889	12,713
純資産額 (百万円)	63,288	69,084	77,858	92,697	101,640
総資産額 (百万円)	130,354	142,694	163,340	179,019	187,058
1株当たり純資産額 (円)	1,783.48	1,939.78	2,182.92	2,588.21	2,820.55
1株当たり当期純利益 (円)	128.66	162.98	245.86	368.64	372.23
潜在株式調整後 1株当たり当期純利益 (円)	—	—	—	—	—
自己資本比率 (%)	46.1	45.8	45.0	48.7	50.8
自己資本利益率 (%)	7.6	8.8	11.9	15.5	13.8
株価収益率 (倍)	9.5	6.3	6.8	9.5	6.9
営業活動による キャッシュ・フロー (百万円)	10,080	4,120	1,001	13,724	3,144
投資活動による キャッシュ・フロー (百万円)	△4,946	△3,608	△4,514	△3,589	△4,331
財務活動による キャッシュ・フロー (百万円)	△3,608	△1,022	2,863	△6,237	986
現金及び現金同等物の期末残高 (百万円)	5,301	5,012	4,425	8,483	8,322
従業員数 (名)	4,802 (2,637)	4,681 (2,756)	4,770 (2,959)	4,904 (2,642)	5,013 (2,797)

- (注) 1 潜在株式調整後1株当たり当期純利益については、潜在株式がないため記載していません。
- 2 「収益認識に関する会計基準」(企業会計基準第29号 2020年3月31日)等を第131期の期首から適用しており、第131期以降に係る主要な経営指標等については、当該会計基準等を適用した後の指標等となっています。
- 3 従業員数は就業人員であり、臨時従業員は、年間平均雇用人員を()外数で記載しています。
- 4 2024年4月1日付で普通株式1株につき4株の割合で株式分割を行っています。第130期の期首に当該株式分割が行われたと仮定して、1株当たり純資産額及び1株当たり当期純利益を算定しています。また、第133期末時点の株価は、当該株式分割による権利落ち後の株価となっています。従いまして、第133期の株価収益率については、当該権利落ち後の株価を当該株式分割を考慮した1株当たり当期純利益で除して算定しています。

(2) 対象者の経営指標等

回次	第130期	第131期	第132期	第133期	第134期
決算年月	2021年 3 月	2022年 3 月	2023年 3 月	2024年 3 月	2025年 3 月
売上高 (百万円)	80,429	90,097	100,357	107,349	109,086
経常利益 (百万円)	5,909	5,753	6,591	9,612	10,356
当期純利益 (百万円)	4,616	5,972	5,223	8,329	9,467
資本金 (百万円)	5,537	5,537	5,537	5,537	5,537
発行済株式総数 (株)	9,114,528	9,114,528	9,114,528	9,114,528	36,458,112
純資産額 (百万円)	54,414	58,504	63,625	68,796	73,026
総資産額 (百万円)	106,268	110,994	125,673	132,505	139,176
1株当たり純資産額 (円)	1,615.10	1,736.72	1,888.93	2,042.78	2,168.42
1株当たり配当額 (円)	150.00	200.00	290.00	400.00	105.00
(1株当たり中間配当額) (円)	(40.00)	(100.00)	(110.00)	(160.00)	(45.00)
1株当たり当期純利益 (円)	137.03	177.29	155.06	247.32	281.13
潜在株式調整後 1株当たり当期純利益 (円)	—	—	—	—	—
自己資本比率 (%)	51.2	52.7	50.6	51.9	52.5
自己資本利益率 (%)	8.8	10.6	8.6	12.6	13.4
株価収益率 (倍)	8.9	5.8	10.7	14.2	9.1
配当性向 (%)	27.4	28.2	46.8	40.4	37.3
従業員数 (名)	1,526 (211)	2,362 (343)	2,402 (288)	2,468 (241)	2,514 (181)
株主総利回り (%)	123.5	109.7	178.2	368.7	286.4
(比較指標：配当込みTOPIX) (%)	(142.1)	(145.0)	(153.4)	(216.8)	(213.4)
最高株価 (円)	5,210	5,330	7,070	3,685 (15,060)	3,560
最低株価 (円)	2,769	3,755	3,910	3,355 (5,910)	1,843

- (注) 1 潜在株式調整後1株当たり当期純利益については、潜在株式がないため記載していません。
- 2 「収益認識に関する会計基準」(企業会計基準第29号 2020年3月31日)等を第131期の期首から適用しており、第131期以降に係る主要な経営指標等については、当該会計基準等を適用した後の指標等となっています。
- 3 従業員数は就業人員であり、臨時従業員は、年間平均雇用人員を()外数で記載しています。
- 4 第134期の1株当たり配当額105円のうち、期末配当額60円については、2025年6月24日開催予定の定時株主総会の決議事項となっています。
- 5 2024年4月1日付で普通株式1株につき4株の割合で株式分割を行っています。第130期の期首に当該株式分割が行われたと仮定して、1株当たり純資産額及び1株当たり当期純利益を算定しています。また、第133期末時点の株価は、当該株式分割による権利落ち後の株価となっています。従いまして、第133期の株価収益率については、当該権利落ち後の株価を当該株式分割を考慮した1株当たり当期純利益で除して算定しています。なお、1株当たり配当額については、第133期以前は当該株式分割前の実際の配当金の額を記載しており、第134期は当該株式分割後の配当金の額を記載しています。
- 6 最高株価及び最低株価は、2022年4月3日以前は東京証券取引所市場第一部におけるものであり、2022年4月4日以降は東京証券取引所プライム市場におけるものです。なお、第133期の株価については、株式分割による権利落ち後の最高株価及び最低株価を記載し、分割前の最高株価及び最低株価を()内に記載しています。