

## 【表紙】

【提出書類】	意見表明報告書
【提出先】	関東財務局長
【提出日】	平成24年11月27日
【報告者の名称】	株式会社セレブリックス
【報告者の所在地】	東京都新宿区西新宿三丁目2番4号
【最寄りの連絡場所】	東京都新宿区西新宿三丁目2番4号
【電話番号】	03-6864-1248
【事務連絡者氏名】	取締役経営管理本部長 鈴木 信
【縦覧に供する場所】	株式会社セレブリックス 東京都新宿区西新宿三丁目2番4号 株式会社大阪証券取引所 大阪市中央区北浜一丁目8番16号

(注1) 本書中の「当社」とは、株式会社セレブリックスをいいます。

(注2) 本書中の「公開買付者」とは、レッドオスカーキャピタル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り捨てされている場合、合計として記載される数値は計数の総和と必ずしも一致しません。

(注4) 本書中の「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、株券等についての権利を指します。

(注8) 本書において、日数又は日時の記載は、特段の記載がない限り、日本国における日数又は日時を意味します。

(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項各号に掲げる日以外の日をいいます。

## 1【公開買付者の氏名又は名称及び住所又は所在地】

名称 レッドオスカーキャピタル株式会社

所在地 東京都千代田区永田町一丁目11番28号 東京フィナンシャル会計事務所内

## 2【公開買付者が買付け等を行う株券等の種類】

普通株式

(注) 当社は、上記普通株式以外に、本書提出日現在、平成16年3月15日開催の当社臨時株主総会決議に基づく新株予約権1,150個(新株予約権の目的となる株式の数は5,750株です。以下「当社新株予約権」といいます。)を発行していますが、当社新株予約権については、8名の個人(公開買付者の代表取締役及び当社の代表取締役社長である江川利彦と公開買付者の取締役及び当社の取締役である高橋二郎を含みます。以下、8名を併せて「当社新株予約権者」といいます。)が所有しております。当該新株予約権については、公開買付者が、本公開買付け(下記「3(2) 本公開買付けの概要」において定義されます。)において、当該株券等の買付け等の申込み又は売付け等の申込みの勧誘が行われないことに同意する旨の書面を当社新株予約権者から受領しているとのことです。法第27条の2第5項及び令第8条第5項第3号に定める全部勧誘義務の対象外とすることのできる株券等を規定した府令第5条第3項第2号に該当することにより、本公開買付けにおいて買付け等の申込み又は売付け等の申込みの勧誘はしないとのことです。

## 3【当該公開買付けに関する意見の内容、根拠及び理由】

### (1) 本公開買付けに関する意見の内容

当社は、平成24年11月26日開催の取締役会において、本公開買付け(下記「(2) 本公開買付けの概要」において定義されます。)における買付価格や公開買付けに関する諸条件の妥当性について、当社の株主利益の確保及び企業価値向上の観点から慎重に協議、検討した結果、本公開買付けについて賛同する旨の決議をいたしました。従って、当社は、本公開買付けが実施された場合には、当社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いたします。

なお、上記決議の行われた当社取締役会決議は、下記「(3) 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「当社における利害関係を有しない取締役及び監査役全員の承認」記載の方法により決議されております。

### (2) 本公開買付けに関する意見の根拠及び理由

#### 本公開買付けの概要

当社は、公開買付者より、本公開買付けの概要につき、以下の説明を受けております。

公開買付者は、当社の代表取締役社長である江川利彦及び当社の取締役である高橋二郎が、本書提出日現在においてその発行済株式の全てを保有する株式会社です。

公開買付者は、株式会社大阪証券取引所(以下「大阪証券取引所」といいます。)の開設する市場であるJASDAQグロース市場(以下「JASDAQ」といいます。)に上場している当社株式を取得することを主たる目的として、平成24年11月1日に設立されました。

今般、公開買付者は、当社株式の全てを取得することにより、当社を非公開化させるための一連の取引(以下「本取引」といいます。)の一環として、本公開買付けを実施いたします。

本公開買付けは、マネジメント・バイアウト(MBO)のための一連の取引の一環として実施されるものです。

公開買付者は、当社の筆頭株主である株式会社ブルーエコノミー・ホールディングス(保有株式数8,585株、当社の平成24年11月12日提出の第15期第2四半期報告書に記載された平成24年9月30日現在の当社の発行済株式総数(126,999株)に占める割合(以下「保有割合」といいます。))にして6.8%(小数点以下第二位を四捨五入。以下、比率の計算において、特に別の取扱いを記載していない限り、同様に計算しております。)、第二位株主である株式会社ズノー(保有株式数8,400株、保有割合6.6%)、第三位株主である高瀬真尚氏(保有株式数6,300株、保有割合5.0%)、第五位株主である櫻井富美男氏(保有株式数4,431株、保有割合3.5%)及び株主である株式会社エスシーリンク(保有株式数700株、保有割合0.6%)それぞれとの間で、平成24年11月22日までに、公開買付応募契約書(以下「本応募契約」といいます。)を締結し、保有する当社株式の全て(合計28,416株、保有割合22.4%)について、本公開買付けに応募することを合意しているとのことです。なお、本応募契約においては、いずれも応募の前提条件は定められていないとのことです。

本公開買付けにおいて、公開買付者は、当社株式の全てを取得することを目的としており、買付予定数の上限を設定しておりません。他方、本公開買付けにおいては、当社の平成24年11月12日提出の第15期第2四半期報告書に記載された平成24年9月30日現在の当社の発行済株式総数(126,999株)に3分の2を乗じて得た数(84,666株)を買付予定数の下限として設定しており、応募株券等の数の合計が84,666株に満たない場合には応募株券等の全部の買付けを行わないとのことです。

公開買付者は、本公開買付けの成立を条件として、本公開買付けに係る決済等に要する資金に使用するため、Brilliance Hedge Fund (ブリランス・ヘッジ・ファンド) (以下「BHF」といいます。)及びBrilliance Multi Strategy Fund (ブリランス・マルチ・ストラテジー・ファンド) (以下「BMSF」といいます。)から合計170百万円を上限とした借入れ(以下「本買収ローン」といいます。)を受けることを予定しているとのことです。

なお、BHF及びBMSFは、山田高広氏の自己資金及び日本人を含む富裕層からの出資により組成された投資ファンドであるとのことです。BHF及びBMSFは、シンガポールに本拠を有し、山田高広氏が代表を務める投資顧問会社であるBrilliance Capital Management Pte. Ltd. (ブリランス・キャピタル・マネージメント・プライベート・リミテッド)の投資一任助定委託先であり、これまでに日本の上場企業の新株予約権及び新株予約権付社債を引き受けた実績を持っていますが、経営権の獲得や支配株主となることを目的としたファンドではないとのことです。

本買収ローンに係る融資条件の詳細については別途協議の上、融資契約において定めることとされているとのことです。貸付実行の前提条件として、江川利彦氏及び高橋二郎氏による個人保証、並びに公開買付者が本公開買付けにより取得する当社株式を担保に供すること等が規定される予定であるとのことです。

本公開買付けによって当社の発行済株式の全てを取得できなかった場合には、公開買付者は、後記「(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)」に記載の一連の手続きの実行を当社に要請し、当社の発行済株式の全てを取得することを予定しているとのことです。

なお、当社株式は、本書提出日現在、JASDAQに上場しておりますが、上記のとおり、公開買付者は本公開買付けにおいて買付予定数に上限を設けていないため、本公開買付けの結果次第では、当社株式は、JASDAQの株券上場廃止基準に従い、所定の手続を経て上場廃止となる可能性があります。また、本公開買付けの結果、当該基準に該当しない場合でも、公開買付者は、本公開買付け終了後に、後記「(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)」に記載したところに従い、当社の発行済株式の全てを取得することを予定しておりますので、その場合には、当社株式は上場廃止となります。上場廃止後は、当社株式をJASDAQにおいて取引することはできません。

本公開買付けに賛同の意見を表明することを決定するに至った意思決定の過程、理由及び本公開買付け後の経営方針  
当社は、平成10年5月、東京都練馬区において事業コンサルティング等を目的として「ブレインワークス株式会社」として設立され、平成15年4月に「株式会社シオンコーポレーション」を吸収合併し、平成17年1月に商号を「株式会社セレブリックス」に改称いたしました。そして、当社は、創業来、顧客企業の営業組織を請け負う「営業マネジメントの代行業」として、一貫して営業現場における「顧客企業の収益向上を実現する」会社を標榜し、平成17年5月に大阪証券取引所に開設されたヘラクレスに上場を果たしてからは、営業コンサルティング、人材アウトソーシングと事業を拡大し、平成19年3月期までは順調に売上高及び経常利益の業績を拡大してまいりました。また、当社は、平成18年4月1日以降、事業持株会社体制を確立するために「セレブリックス・ホールディングス株式会社」を設立し、企業価値の更なる向上・成長が見込まれる企業に対して、自社の強みである営業マネジメント力、支援力を活用することに加え、その企業の株式・保有を行う等M&A手法を駆使しながら、連結企業価値の向上、事業拡大を図ってまいりました。

しかしながら、当社が実施した企業買収は、その買収先の急激かつ大幅な業績悪化、及び買収先に対する多額の負債の補填により、当社のグループ全体の業績を悪化させる結果を招きました。さらに、リーマンショック以降の世界的な金融危機の影響により、グループ業績の下支えをしていた人材アウトソーシング事業についても業績低下が始まり、当社の財務内容は悪化の一途をたどることとなりました。当社は、この状態を脱するべく、平成19年9月、平成20年3月、平成21年3月及び平成22年3月に実施した有償第三者割当増資により資本を強化しながら、さらにM&Aにより買収した「デーイー株式会社」により新たな事業を組み入れるなどしてまいりましたが、人材の採用及び教育のスピードが新規事業の組み入れに追いつかず、結果として当社にとって最も重要な人材リソースを従来の事業と新規事業に分散させてしまい、業績を回復させる機会をさらに遅らせることとなりました。

このような状況の中での当社の業績を見ますと、単体の業績は、平成23年度第3四半期内の営業利益及び第4四半期内の営業利益は黒字転換しております。但し、連結におきましては、グループ子会社が有するホルタ心電計「カルポッド」の独占販売権の一括償却による61,250千円減損損失、この販売権に付随するソフトウェアの一括償却44,100千円減損損失、及び買収したグループ子会社「デーイー株式会社」ののれんの一部償却による56,286千円減損損失を計上いたしました。加えて、元連結会社でありました企業「株式会社国連社」に対して当社から貸付金元金194,169千円の返済を求める裁判を行っておりましたが、平成24年6月11日にその一部を債務免除することにより和解が成立し、その債務免除額35,169千円を貸倒引当金繰入額として損失計上いたしました。

この結果、平成23年度連結会計年度の売上高1,693,612千円(前年同期比12.3%増)、営業損失56,824千円(前年同期は374,365千円の営業損失)、経常損失114,535千円(前年同期は414,629千円の経常損失)、当期純損失320,855千円(前年同期は504,966千円の当期純損失)となり、平成24年3月期末において純資産が191,551千円と債務超過の状態になりました。

そして、当社は、平成24年3月期決算において、債務超過の状態であったため、平成24年4月1日付で、JASDAQにおける有価証券上場規程第47条第1項第3号(債務超過)の猶予期間入りした銘柄及び監視区分銘柄に指定されまし

た。この指定により、当社が平成25年3月31日までに債務超過の状態を解消しなかった場合は、上場廃止基準に該当することとなります。なお、上場廃止基準に該当した場合には、平成25年3月期にかかる有価証券報告書が提出された後に整理銘柄に指定され、整理銘柄指定後1ヶ月後に上場廃止となる見込みです。以上のような状況の中、平成24年6月以降、江川利彦は、当社が抱える上記の事業上の課題を検討し、当社の株主の皆様及び当社にとって最善の方策を模索してまいりました。そして、江川利彦は、平成24年8月頃、フィナンシャル・アドバイザーとして東京フィナンシャル・アドバイザーズ株式会社（以下「東京F A」といいます。）を選定した上で、民事再生申立てを視野に入れた検討を行い、さらにM B Oの実現可能性の精査のための専門家による買収監査（デュー・ディリジェンス）を実施いたしました。

なお、現時点での平成24年度の業績予想は、当社単体において、ほぼ事業計画どおりに推移しているものの、当社の子会社2社において、事業計画を下回っております。特に、当該対象会社の子会社のうち、セレブリックス・ヘルスケア株式会社においては、同社が国内独占販売権を有するホルタ心電計「カルポッド」の販売が進まず、期初に設定した業績予想と比較して、当社のグループ全体の業績に大きなマイナス影響を与えることが見込まれるため、当社は、平成24年11月12日、かかる事情を勘案し、連結業績予想の下方修正を致しました。このため、当社は、今後さらに債務超過額の増加が見込まれる状況にあり、上場廃止基準に該当する可能性があります。

このような状況の中、当社は、今後の方針として、企業のM & Aによる多機能化の結果のグループ企業の業績悪化の反省をもとに、当社が最も得意とする創業来の主力事業、すなわち、営業、販売に特化したアウトソーシングサービスに集中して、最も重要な資産である人材リソースを集中し、併せて、経営、営業現場、管理部門が一体となって、収益向上に努め、第一に業績を早期に回復させ財務状況を安定させることに全力を注ぐことを目指しております。しかしながら、一方で、当社がこのような改革を実行することによっても、猶予期間内に債務超過の解消を行うことは困難であり、このまま上場廃止基準に該当すれば、当社の株主の皆様に対する継続的かつ安定的な利益還元はもとより、投下資本の回収機会を保障することすら極めて困難となる可能性があります。また、取引所規則に抵触することにより、当社がこれまで築いてきた顧客企業からの信頼を失うおそれがあり、そうなれば当社単体の事業の柱であるセールスアウトソーシング事業（顧客企業に常駐し、そのセールスの中核チームを運営したり、顧客企業名にてセールス活動を行ったり、大手コンサルティング会社と協業して実行部隊を担ったりする等の活動を行うため、当社の信用が極めて重要視されます。）及びスタッフィング事業（大手から中小までのほとんどのコンビニエンスストア直営店及びF C店との取引で成り立っているコンビニエンスストア専門の派遣と、大手、有名企業を取引上位顧客とする事業であり、顧客企業の名前や商品名を前面に打ち出して、その販売促進活動で事業構成がなされており、セールスアウトソーシング事業と同様に、当社の信用が極めて重要視されます。）の業績に多大なる影響を与えることが予想されます。さらに、当社は、J A S D A Qへの上場以来、ブランド力の向上、知名度の向上による優れた人材の確保、取引先に対する社会的な信用力の向上等、一定程度のメリットを享受したものの、現在は、昨今の株式市場の低迷を受け、市場からの資金調達の可能性が低くなっていることに加え、上場を維持するために必要な様々なコスト（株主総会の運営や株主名簿管理人への事務委託に係る費用、金融商品取引法上の有価証券報告書等の継続開示に係る費用、監査報酬等）の増加や今後さらにI F R S適用を見据えた人件費等の費用や実務上の負担の増大が見込まれており、株式の上場を維持することが、当社の収益を圧迫する可能性があると考えております。

当社の代表取締役である江川利彦及び当社の取締役である高橋二郎の両名は、上記のとおり、一時は民事再生手続の申立てを行うことも検討しておりましたが、当社の株主の皆様及び当社にとって最善の方策として、（ ）当社の株主の皆様に対しては、経営戦略の抜本的な見直しにより生じ得る過大な負担を回避するための選択肢として、投下資本の回収機会を提供することが可能となり、（ ）当社は、原点回帰を志向し、長期的視点に立脚した事業運営を行うことのみならず、顧客の目線に立った独自の経営を行うことにより、従業員とともに前へ進むことが可能となり、短期的な業績に過度に左右されることなく、長期的なブランド・信頼感の維持と向上の機会が得られるとともに、株式の非公開化による上場コストの削減も図り、さらに（ ）上場廃止による信用の毀損や、株主の皆様が投下資本の回収機会を喪失する事態を避けることができることから、当社のM B Oを行うことが、当社の株主の皆様及び当社にとって最善の方策であるとの結論に至ったとのことです。

以上を踏まえ、江川利彦及び高橋二郎は、平成24年8月頃、東京F Aを選定して実施した、M B Oの実現可能性の精査のための専門家による買収監査（デュー・ディリジェンス）の結果を踏まえ、平成24年11月1日、当社に対してM B Oの提案を行いました。そして、その後設立された公開買付者は、当社との間で本取引の実施の是非、及び実施のための条件等に関する協議及び交渉を重ね、最終的に、平成24年11月26日、本取引の一環として本公開買付けを実施することを決定したとのことです。

なお、当社の代表取締役社長である江川利彦及び同取締役である高橋二郎は、本取引後も引き続き当社の経営に当たる予定です。また、公開買付者は、現時点において、本取引の完了後に、当社の経営体制を大幅に変更する予定は有していないとのことです。

また、後記(4)記載の「本公開買付け後の組織再編等の方針（いわゆる二段階買収に関する事項）」に記載のとおり、当社は、本取引後、公開買付者及び当社との間で、公開買付者を存続会社として吸収合併を行うことを検討しております。当該吸収合併を含む本公開買付け後の組織再編等の詳細については、本公開買付け後に公開買付者と協議の上決定

する予定です。

(3) 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

当社及び公開買付者は、本公開買付けがマネジメント・バイアウト（MBO）の一環として行われるものであるため、構造的な利益相反の問題が存在し得ること等を踏まえ、本公開買付けの公正性の担保、本公開買付けの実施を決定するに至る過程における恣意性の排除及び利益相反の回避の観点から、以下のような措置を実施いたしました。

なお、以下の記述中の公開買付者において実施した措置については、公開買付者から受けた説明に基づくものです。

公開買付者による独立した第三者算定機関からの株式価値算定書の取得

公開買付者は、本公開買付けの妥当性を判断するため、公開買付者及び当社の関連当事者には該当せず、本公開買付けに関して記載すべき重要な利害関係を有しない、公開買付者及び当社から独立した第三者算定機関である東京FAに対し、当社の株式価値の算定を依頼し、平成24年11月21日付けで東京FAから株式価値算定書を取得したとのことです（なお、公開買付者は、東京FAから本公開買付けの公正性に関する意見（フェアネス・オピニオン）は取得していないとのことです）。東京FAによる当社の株式価値の算定結果は、以下のとおりです。

東京FAは、市場株価法及びDCF法の各手法を用いて当社株式の株式価値の算定を行っており、公開買付者は平成24年11月21日に東京FAより株式価値の算定結果の報告を受けたとのことです。

東京FAが採用した手法及び当該手法に基づいて算定された当社株式1株当たりの株式価値の範囲は、市場株価法では平成24年11月9日を基準日として、JASDAQにおける当社普通株式の過去1週間の終値平均株価1,307円、過去1ヶ月間の終値平均株価1,357円及び過去3ヶ月間の終値平均株価1,488円を基に1,307円～1,488円（なお、当社の平成24年8月13日付けプレスリリース「業績予想の修正及び商品評価損の計上に関するお知らせ」による業績予想の下方修正は、公表後の株価が当社の業績予想に基づいた株価であると判断されるため、修正前の業績予想に基づく株価の割合が高い算定基準日までの直近6ヶ月における終値の単純平均値は考慮せず、算定基準日までの直近1週間、1ヶ月及び3ヶ月における終値の単純平均値をもとに算出したとのことです。なお、当社の平成24年11月12日付けプレスリリース「業績予想の修正及び商品評価損の計上に関するお知らせ」による業績予想の下方修正は、本公開買付けの公表日に極めて近い日付けにおいて公表されたものであることから、その後の株価を考慮した場合にはMBOのための株価操作が行われたとの疑義を生じ得ることも考えられるため、これを考慮することなく、当該プレスリリースの前営業日である平成24年11月9日を基準日としたものであるとのことです。）、DCF法では、当社の事業計画に基づく収益予測や投資計画等を考慮した上で、当社が将来生み出すフリー・キャッシュ・フローを、事業リスクに応じた適切な割引率で現在価値に割り戻して評価した株式価値を基に、738円～981円と算定されたとのことです。なお、市場株価法に基づく算定結果の平均値（1,397円）及びDCF法に基づく算定結果の平均値（859円）を1対1の比重で平均した場合の株式価値は、1,128円であるとのことです。

公開買付者は、東京FAから取得した株式価値算定書（平成24年11月6日基準日の中間報告書）の株式価値算定結果を参考にしつつ、当社が債務超過を理由とする上場廃止基準に該当し上場廃止となる蓋然性、上場廃止基準に該当して上場廃止となった場合の当社の信用毀損及びその信用毀損による売上高の減少等を原因とする当社の資金ショート及び破産手続開始の蓋然性、当社が破産手続を開始した場合に当社株式が無価値となること、逆にMBOを実施することにより資金ショート及び破産手続の回避がなされ当社の株主の皆様へに投下資本の回収機会を提供することが可能となること、当社による独立した第三者算定機関による株式価値算定結果（下記）、当社において設置された第三者委員会による諮問結果（下記）、当社による本公開買付けへの賛同の可否、当社株式の直近3ヶ月間の市場価格の推移、並びに本公開買付けの見直し等を勘案した結果、当社に対し、平成24年11月9日、1株当たり1,135円とする初期的な価格提案を行いました。その後、その前日時点（平成24年11月8日）での株価（1株当たり1,310円）に比してディスカウントが大きく、また、直近の株価は一応の目安になると考えられることから、当社は価格提案を再検討するよう要請いたしました。そして、公開買付者は、平成24年11月21日付けで、東京FAから取得した株式価値算定書（平成24年11月9日基準日の最終報告書）の株式価値算定結果は1株当たり1,128円であるものの、さらに再提案を行うと当社に報告し、翌22日、最終的に本公開買付け価格を1,310円に決定したとのことです。

なお、本公開買付け価格1,310円は、本公開買付けの公表日の前営業日である平成24年11月22日の当社株式のJASDAQにおける終値（1,260円）に約4.0%のプレミアムを、過去1ヶ月間（平成24年10月23日から平成24年11月22日まで）の終値単純平均（1,301円）に約0.7%のプレミアムを加えた額、過去3ヶ月間（平成24年8月23日から平成24年11月22日まで）の終値単純平均（1,433円）からは約8.6%のディスカウントを、過去6ヶ月間（平成24年5月23日から平成24年11月22日まで）の終値単純平均（1,527円）からは約14.2%のディスカウントをした額に相当します。

また、本公開買付け価格1,310円は、本書提出日の前営業日である平成24年11月26日の当社株式のJASDAQにおける終値1,233円に対して約6.2%のプレミアムを加えた金額となります。

当社によ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

一方、当社の取締役会は、本公開買付価格の妥当性を検討するにあたって、開買付者及び当社の関連当事者には該当せず、本公開買付けに関して記載すべき重要な利害関係を有しない、公開買付者及び当社から独立した第三者算定機関であるASCに対し、当社の株式価値の算定を依頼し、平成24年11月21日付けでASCから株式価値算定書（以下「当社算定書」といいます。）を取得しました（なお、当社はASC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）は取得していません。）。

ASCは、当社株式の価値算定にあたり必要となる情報を収集・検討するため、当社の取締役（本公開買付けについて当社との間で利益が相反する江川利彦及び高橋二郎を除きます。）から事業の現状、当社の業績に関する直近の状況及び当社作成の将来の事業計画（以下「当社事業計画」といいます。）等の資料を取得し、説明を受け、それらの情報を踏まえて、一定の前提及び条件の下で当社株式の株式価値を算定したとのことです。

株式価値算定の手法としては、一般的に、マーケット・アプローチ（市場株価法及び類似会社比較法等）、インカム・アプローチ（DCF法、収益還元法及び配当還元法等）、コスト・アプローチ（簿価純資産価額法及び時価純資産価額法等）の各算定手法が存在しますが、ASCが作成した当社算定書では、当社株式の株式価値算定にあたり、採用すべき算定手法を検討の上、市場株価法及びDCF法を用いて当社普通株式の株式価値を算定しております。市場株価法は、当社普通株式の株式市場における株価を基に株式価値を算定する方法であり、上場企業の株式価値算定における客観的な算定手法であると考えて採用している旨、並びにDCF法は、継続企業の評価を行う上で適した手法であり、また当社の個別具体性及び将来性を株式価値へ反映する手法として適切であって、当社算定書がMBOへの賛同の可否を検討するためのものであることを勘案すると、企業の将来キャッシュ・フロー（収益力）に基づく算定手法が適切であると考えて採用しているとのことです。

ASCにより上記各手法において算定された当社株式の1株あたりの株式価値はそれぞれ以下のとおりです。

市場株価法では、直近の市場株価には事業環境等に関する最新の情報が反映されていると考えられるものの、特定時点の市場株価のみを使用することは、採用した株価に不測の要因が混入することにより、その株価形成における歪みが強調されてしまう可能性等があることから、一定期間以上の株価の平均値を使用する必要があると判断し、平成24年11月9日を算定基準日としてJASDAQにおける当社株式の算定基準日の終値1,300円、算定基準日までの直近1週間、1ヶ月及び3ヶ月における終値の単純平均値（1週間：1,314円、1ヶ月：1,365円、3ヶ月：1,497円（それぞれ小数点以下四捨五入）。）なお、当社の平成24年8月13日付けプレスリリース「業績予想の修正及び商品評価損の計上に関するお知らせ」による業績予想の下方修正は、直近の重要事実と判断でき、直近の重要事実はその公表後の株価が当社の適正な株価と判断するのが理論的であるため、算定基準日までの直近6ヶ月における終値の単純平均値は考慮せず、算定基準日までの直近1週間、1ヶ月及び3ヶ月における終値の単純平均値をもとに算出したとのことです。また、当社の平成24年11月12日付けプレスリリース「業績予想の修正及び商品評価損の計上に関するお知らせ」による業績予想の下方修正は、本公開買付けの公表日に極めて近い日付けにおいて公表されたものであることから、その後の株価を考慮した場合にはMBOのための株価操作が行われたとの疑義を生じ得ることも考えられるため、これを考慮することなく、当該プレスリリースの前営業日である平成24年11月9日を基準日としたものであるとのことです。）を基に株式価値を分析し、当社株式1株あたりの株式価値を1,314円から1,497円と算定しているとのことです。

DCF法では、当社事業計画に基づく収益予測や投資計画等を考慮した上で、当社が将来生み出すフリー・キャッシュ・フローを、事業リスクに応じた適切な割引率で現在価値に割り戻して評価した株式価値を基に0円～1,213円（本公開買付けを実施しなかった場合の株式価値を0円、本公開買付けを実施した場合の株式価値を1,071円～1,213円）と算定しているとのことです。

なお、市場株価法及びDCF法に基づく算定結果を1対1の比重で平均した場合の株式価値は、本公開買付けを実施しなかった場合は703円（0円と1,406円の平均）、本公開買付けを実施した場合は1,274円（1,142円と1,406円の平均）とのことです。

#### 当社における第三者委員会の設置

当社の取締役会は、平成24年11月1日、本公開買付けを含む本取引には構造的な利益相反の問題が生じ得るため、当社の少数株主の皆様を保護することを目的として、本取引における本公開買付けの公正性の担保、本取引の実施を決定するに至る意思決定の過程における恣意性を排除し、当社の意思決定過程の公正性、透明性及び客観性を確立するため、公開買付者及び当社から独立性が高い当社の社外監査役である上杉利一氏、並びに公開買付者及び当社から独立した外部の有識者である後藤高志氏（潮見坂綜合法律事務所、弁護士、第三者委員会委員長）及び瀬戸山洋介氏（瀬戸山公認会計士事務所、公認会計士）の3名によって構成される第三者委員会を設置いたしました。

なお、当社は当初からこの3名を第三者委員会の委員として選任しており、第三者委員会の委員を変更した事実はありません。

そして、当社取締役会は、本公開買付けに係る意見の内容を検討する前提として、本取引の目的は正当といえるか、本公開買付けの買付価格その他の条件は妥当なものといえるか、本公開買付けにおいて手続きの適正は保たれているかについて諮問いたしました。

第三者委員会は、平成24年11月2日から11月21日まで合計4回開催され、上記諮問事項について慎重に検討を行ったと  
のことです。具体的には、第三者委員会は、かかる検討にあたり公開買付者の代表取締役である江川利彦、公開買付者の  
取締役である高橋二郎及び公開買付者のフィナンシャル・アドバイザーである東京F Aに対して資料の提供を求め  
るとともに、MBOの提案に至った背景、今後の経営方針、MBOの具体的なスキーム、公開買付価格の算定方法その他の  
諸条件等に関する質疑応答を行い、また、当社に資料の提供を求めるとともに、事業内容、直近の業績、事業計画、資産等  
の状況、株価の推移、株主構成、その他本取引に対する考え方について説明を受けた上で質疑応答を行いました。さらに、  
第三者委員会は、ASCが当社に提出した当社算定書の内容についてASCから説明を受けた上で質疑応答を行ったと  
のことです。

当社は、平成24年11月1日に公開買付者から本公開買付けの価格等の条件の詳細に関する提案を受け、同年11月9日  
に、1株当たり1,135円とする初期的な価格提案を受領しましたが、第三者委員会における議論等を踏まえて、その前日  
時点での株価（1株当たり1,310円）に比してディスカウントが大きく、また、直近の株価は一応の目安になると考えら  
れることから、公開買付者に再検討を要請しました。その後、当社は、公開買付者から、同年11月21日付けで、理論上の当  
社の株式価値算定結果は1株当たり1,128円であるものの、第三者委員会の意見を踏まえて再提案を行うとの報告を受  
け、翌22日、最終的に1株当たり1,310円との再提案を受領しました。さらに、これらを踏まえ、第三者委員会が、同年11月  
22日付けで公開買付者が再提案した1,310円という価格が妥当である旨の答申書を提出したことを受けて、当社は、公開  
買付者の再提案を了承し、同年11月26日、本公開買付けに賛同するに至りました。本公開買付価格は、かかる交渉を経て  
合意された価格です。

なお、第三者委員会は、公開買付価格については、本公開買付けを実施しなかった場合の株式価値（703円）と本公開買  
付けを実施した場合の株式価値（1,274円）の平均値（988.5円）を公正な価値と評価することが可能であること、本公  
開買付けの公表日の前営業日（平成24年11月22日）の当社終値（1,260円）を上回っていること、業績下方修正が行わ  
れた平成24年11月12日の前営業日（平成24年11月9日）の終値（1,300円）を上回っていること、を検討し、さらに、当  
社の現状及び上場廃止基準抵触の蓋然性等に鑑みると、現時点の市場株価に現れている株主の期待権の実現は極めて困  
難であり、むしろ現状のままでは倒産手続開始を経て株式価値が零となる確度が高く、また当社の株式は出来高が著し  
く少なく流動性が低いため、投資家の需給を適切に反映したものではない可能性があること等を踏まえると、他社事例  
と比較してプレミアムが少ないことも首肯し得ることから、妥当と判断したとのことです。

さらに、第三者委員会は、上記のとおり提供を受けた資料、説明を受けた内容、質疑応答の結果、ASCによる株式価値  
算定結果等の検討の結果、平成24年11月22日付けで、本公開買付けは、本取引の目的は正当であり、本公開買付けの  
買付価格その他の条件は妥当なものといえ、本公開買付けにおいて手続きの適正は保たれていると認められるもので  
あるから、かかる観点からすれば、本公開買付けの買付条件は妥当であると認められる旨の答申書を委員全員の一致で  
決議し、同日付けで当社の取締役会に対して答申書を提出しました。なお、第三者委員会は、同答申において、下記(4)記  
載の「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ついて）」を含めた、当社株式を非公  
開化するための一連の取引（本取引）が当社の少数株主にとって不利益ではない旨の意見を述べております。

#### 独立した法律事務所からの助言

当社の取締役会は、その意思決定過程における透明性及び合理性を確保するため、公開買付者及び当社のいずれからも  
独立した二重橋法律事務所をリーガル・アドバイザーとして選任し、本公開買付けを含む本取引における取締役会の意  
思決定過程、意思決定方法その他の留意点に関する法的助言を依頼いたしました。同事務所は、必要に応じて当社の取締  
役会及び第三者委員会との間で複数回協議し、また、本公開買付けを含む本取引に関する質疑応答を行うことにより、そ  
の法的助言にあたり関連する情報を取得しているとのことです。

当社の取締役会は、二重橋法律事務所から受けた、本公開買付けを含む本取引における意思決定過程、意思決定方法そ  
の他の留意点に関する法的助言を参考に、本公開買付けを含む本取引の具体的な条件等について慎重に協議・検討を  
行っております。

#### 当社における利害関係を有しない取締役及び監査役全員の承認

当社は、公開買付者から本取引の提案を受け、A S Cより取得した当社算定書、二重橋法律事務所から得た法的助言、第三者委員会からの答申その他の関連資料を踏まえ、本公開買付けに関する諸条件について慎重に検討した結果、本公開買付けが、当社の現状、上場廃止基準抵触の蓋然性、必要な抜本的改革の内容、当該抜本的改革が当社の業績や財務状態及び当社の株主の皆様と与え得る悪影響、上場維持のメリットの評価等を踏まえると、株主の皆様の利益の確保及び当社の中長期的な企業価値向上に資するものであるとともに、本公開買付け価格及び本公開買付けに係るその他の諸条件は第三者委員会の答申書、第三者算定機関の株式価値算定書、及び法務アドバイザーの助言等を踏まえると妥当であり、よって、本公開買付けは、当社の株主の皆様に対して合理的な価格により当社株式の売却の機会を提供するものであると判断し、平成24年11月26日開催の取締役会において、本公開買付けを含む本取引について当社との間で利益が相反すると認められる江川利彦及び高橋二郎を除く全取締役が出席し、出席した取締役の全員一致で、本公開買付けについて賛同するとともに、当社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いたしました。

上記取締役会においては、当社の監査役全員が出席し、いずれも当社の取締役会が上記決議を行うことにつき異議がない旨の意見を述べております。

#### 公開買付け価格の適正性及び本公開買付けの公正性を担保する客観的状況の確保

公開買付者は、本公開買付けにおける買付け等の期間（以下「公開買付け期間」といいます。）を、法令に定められた最短期間が20営業日であるところ、30営業日としております。このように公開買付け期間を比較的長期に設定することにより、当社株主の皆様の本公開買付けに対する応募について適切な判断機会を確保するとともに、当社株式について公開買付け以外の他の買付け等を行う機会を確保することで、本公開買付けの適正性を担保することを企図しております。

また、公開買付者及び当社とは、公開買付け以外の者による買付け等の機会が不当に制限されないことがないよう、当社が公開買付者の対抗的買収提案者と接触等を行うことを制限することを内容とする合意は一切行っておりません。

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

公開買付者は、本公開買付けにおいて買付予定数の下限（84,666株）以上の応募があることをその成立の条件としております。この買付予定数の下限は、当社の平成24年11月12日提出の第15期第2四半期報告書に記載された平成24年9月30日現在の当社の発行済株式総数（126,999株）に3分の2を乗じて得た数（84,666株）に相当する株式数です。

加えて、本公開買付けの買付予定数の下限は、平成24年9月30日現在の当社の発行済株式総数（126,999株）から、公開買付者との間で応募契約を締結している筆頭株主株式会社ブルーエコノミー・ホールディングス（保有株式数8,585株、保有割合6.8%）、第二位株主である株式会社ズノー（保有株式数8,400株、保有割合6.6%）、第三位株主である高瀬真尚氏（保有株式数6,300株、保有割合5.0%）、第五位株主である櫻井富美男氏（保有株式数4,431株、保有割合3.5%）及び株主である株式会社エスシーリンク（保有株式数700株、保有割合0.6%）の保有するすべての当社株式（以下「本応募予定株式」といいます。）数（合計28,416株、保有割合22.4%）、並びに特別関係者である江川利彦氏（358株、保有割合0.3%）及び高橋二郎氏（254株、保有割合0.2%）の保有するすべての当社株式数（612株、保有割合0.5%）を控除した株式数（97,971株、保有割合77.1%）の過半数（48,986株、保有割合38.6%）。これは、当社の非利害関係者が保有する普通株式数の過半数、いわゆる「マジョリティ・オブ・マイノリティ（majority of minority）」に相当する普通株式数に当たります。）を超える株式数となっております。

よって、公開買付者は、当社の少数株主の皆様の意見を尊重し、公開買付者との間で応募契約を締結している上記株主及び特別関係者を除く株主の皆様の多数の賛同が得られない場合には、本公開買付けを行わないこととしております。

#### (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、本公開買付けにより、当社の発行済普通株式の全てを取得できなかった場合には、下記の一連の手続により、当社の少数株主の皆様に対して当社株式の売却の機会を提供しつつ、公開買付者が、当社の発行済株式の全てを取得することを予定しているとのことです。

具体的には、公開買付者は、当社において普通株式とは別の種類の株式を発行できる旨の定款変更を行うことにより、当社を会社法（平成17年法律第86号、その後の改正を含みます。以下同じです。）の規定する種類株式発行会社とすること、上記による変更後の定款に対し、当社の全ての普通株式に全部取得条項（会社法第108条第1項第7号に規定する事項についての定めをいいます。以下同じです。）を付す旨の定款変更を行うこと、及び当該全部取得条項が付された当社の発行済普通株式の全ての取得と引き換えに別の種類の当社の株式を交付することの各議案を付議議案に含む臨時株主総会、並びに上記の定款一部変更を付議議案に含む当社の普通株主による種類株主総会を、本公開買付けが成立したものの公開買付者が当社株式の全てを取得できなかった場合には平成25年3月頃に開催するよう、当社に対して、公開買付け期間中に要請する予定とのことです。なお、公開買付者は、上記の各手続が実施された場合には、上記の臨時株主総会及び種類株主総会において、上記の各議案に賛成する予定であるとのことです（なお、本公開買付けは、上記臨時株主総会に

おける当社の株主の皆様のご賛同を勧誘するものではないとのことです。)

なお、当社新株予約権については、公開買付期間終了後、当社新株予約権者に対して当該権利の放棄を求め消却を行うこと等を検討しております。

上記の各手続が実行された場合には、当社の全ての普通株式に全部取得条項が付された上で、発行済普通株式の全ては当社に取得されることとなり、当社の株主（当社を除きます。）の皆様には、当該取得の対価として当社の別の種類株式が交付されることとなりますが、交付されるべき当該当社の別の種類の株式の数が1株に満たない端数となる株主の皆様に対しては、会社法第234条その他の関連法令の定めに従い、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。以下同じとします。）に相当する当該株式を当社に売却すること等によって得られる金銭が交付されることになるとのことです。なお、当該端数の合計数に相当する当該株式の売却の結果、当該株主の皆様へ交付される金銭の額については、本公開買付価格に当該各株主の皆様が保有していた当社株式の数を乗じた価格と同一の価格になるよう算定する予定であるとのことです。また、全部取得条項が付された当社株式の取得の対価として交付する当社の株式の種類及び数は、本書提出日現在においては未定ですが、公開買付者は、当社に対して、公開買付者が、当社の発行済株式の全てを保有することになるよう、本公開買付けに応募されなかった当社の株主の皆様に対し交付しなければならない当社の株式の数が1株に満たない端数となるように算定する予定であるとのことです。

上記手続に関連する少数株主の皆様のご権利保護を目的とした会社法上の規定として、上記の普通株式に全部取得条項を付す旨の定款変更を行うに際しては、会社法第116条及び第117条その他の関係法令の定めに従って、株主の皆様はその有する株式の買取請求を行うことができる旨が定められており、また、上記の全部取得条項が付された株式の全部取得が株主総会において決議された場合には、会社法第172条その他の関係法令の定めに従って、株主の皆様は当該株式の取得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、これらの方法による1株当たりの買取価格及び取得価格は、最終的には裁判所が判断することになります。

また、上記の「ないし」の手続について、公開買付者は、上記のとおり、当社に対し、上記臨時株主総会及び種類株主総会を平成25年3月頃開催するよう、公開買付期間中に要請することを検討しておりますが、関係法令についての当局の解釈等の状況、本公開買付け後の公開買付者の株券等保有割合又は公開買付者以外の当社の株主の皆様のご株式の保有状況等によっては、実施に時間を要し、又は実施の方法に変更が生じる可能性があります。但し、上記方法を変更する場合でも、本公開買付けに応募されなかった当社の株主の皆様に対しては、最終的に金銭等を交付する方法により公開買付者が、当社の発行済株式の全てを保有することを予定しております。この場合における当該株主の皆様へ交付する金銭等の額についても、本公開買付価格と同一の価格になるよう算定する予定であるとのことです。

なお、公開買付者はかかる手続の後、公開買付者及び当社との間で、当社を存続会社として吸収合併を行うことを予定しているとのことです。以上の場合における具体的な手続については、当社と協議の上、決定次第、速やかに公表するとのことです。

#### (5) 当社株式が上場廃止となる見込みがある旨及びその事由

当社株式は本日現在、JASDAQ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け等を行う株券等の数に上限を設けていないため、本公開買付けの結果次第では、当社株式はJASDAQの上場廃止基準に従い、所定の手続を経て上場廃止となる可能性があります。また、本公開買付けの結果、当該基準に該当しない場合でも、公開買付者は、本公開買付け終了後に、前記「(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）」に記載したところに従い、当社の発行済株式の全てを取得することを予定しておりますので、その場合には、当社株式は上場廃止となります。上場廃止後は、当社株式をJASDAQにおいて取引することはできません。

#### (6) 公開買付者と当社株主・取締役等との間における本公開買付けへの応募等に係る重要な合意に関する事項

公開買付者は、当社の筆頭株主である株式会社ブルーエコノミー・ホールディングス（保有株式数8,585株、保有割合6.8%）、第二位株主である株式会社ズノー（保有株式数8,400株、保有割合6.6%）、第三位株主である高瀬真尚氏（保有株式数6,300株、保有割合5.0%）、第五位株主である櫻井富美男氏（保有株式数4,431株、保有割合3.5%）及び株主である株式会社エスシーリンク（保有株式数700株、保有割合0.6%）それぞれとの間で、平成24年11月22日までに、公開買付応募契約を締結し、保有する当社株式の全てについて、本公開買付けに応募することを合意したとのことです。

#### 4【役員が所有する株券等の数及び当該株券等に係る議決権の数】

氏名	役名	職名	所有株式数（株）	議決権の数（個）
江川 利彦	代表取締役	社長	358	358
鈴木 信	取締役	経営管理本部長	348	348
高橋 二郎	取締役	営業第一本部長	254	254

高橋 勇造	取締役	営業第二本部部长	-	-
高瀬 真尚	取締役	-	6,300	6,300
山田 由之	常勤社外監査役	-	61	61
上杉 利一	社外監査役	-	58	58
山崎 健	社外監査役	-	-	-
計			7,379	7,379

(注1) 役名、職名、所有株式数、及び議決権の数は、本報告書提出時点のものです。

(注2) 上記以外に、江川利彦及び高橋二郎を含む当社新株予約権者8名が、計1,150個(新株予約権の目的となる株式の数は5,750株)を所有しています。

(注3) 監査役上杉利一及び山崎健は、会社法第2条第16号に定める社外監査役であります。

#### 5【公開買付者又はその特別関係者による利益供与の内容】

該当事項はありません。

#### 6【会社の支配に関する基本方針に係る対応方針】

該当事項はありません。

#### 7【公開買付者に対する質問】

該当事項はありません。

#### 8【公開買付期間の延長請求】

該当事項はありません。

以上