



AVI

Asset Value Investors

**PAINTING A BETTER SK KAKEN**  
**エスケー化研への株主提案の概要**

2022年5月

# 概要

アセット・バリュー・インベスターズ（AVI）は、エスケー化研株式会社（エスケー化研）の皆様が過去数年の困難な時期においても、強い信念を持ってエスケー化研の経営に引き続きご尽力いただきましたことを、心より御礼申し上げます。エスケー化研は、豊かな歴史と定評ある製品を誇る素晴らしい会社です。

しかしながら、質の高い事業にもかかわらず、トップマネジメントによる誤った経営や89歳の創業者に権力が集中していることが、エスケー化研の前進を妨げていると、AVIは考えています。また、強権的かつ保守主義的な文化が、企業の発展を促す声を妨げています。

AVIは、エスケー化研の皆様と水面下での建設的な対話を試みましたが、創業家は私たちの提案に耳を傾けようとせず、面談のお願いも幾度となく拒否されています。つきましては不本意ながら、2022年6月のエスケー化研の定時株主総会にて株主提案を提出することになりました。企業価値の向上にはさらなる施策が必要ですが、株主提案上でエスケー化研の企業価値を持続的に向上させ、東証上場を維持するために、容易に対処可能な6つの課題を特定しました。



# エスケー化研が抱える課題の概要

# Painting a Better SK Kaken

- エスケー化研は、株価が低迷し、バリュエーションが著しく低く、東京証券取引所（以下、「東証」）の上場基準をкаろうじて満たしているだけで、上場企業としての責務を果たしていない
- エスケー化研の課題には、支配的な株主がいる企業に顕著に見られる危機感の欠如、経営規律の脆弱さが反映されている。エスケー化研の株式の約40%は創業家が所有し、創業家は主要な経営ポジションに就いている。また、取締役の平均在任期間は21年で、意思決定は89歳の創業者に集中しており、強権的かつ保守主義的な文化が、広範なステークホルダーに影響を及ぼす環境への対応を含む、エスケー化研の発展を阻害している
- AVIは、昨年、1株につき10株の株式分割および発行済み自己株式の90%の消却を求める株主提案を行った。両議案とも一般株主の強い支持（それぞれ55%、57%）を得たが、その後も取締役は提案に応じていない
- 一般株主の皆さまには、長きに亘って少数株主の利益を無視してきた支配的な株主の影響下にある経営方針に対して不支持を表明していただきますようお願い申し上げます

エスケー化研がステークホルダーの利益のために変化し、進歩することを推奨

# 株価のアンダーパフォーマンス

- 過去5年間で、エスケー化研の株価はグローバルおよび国内の同業他社平均をアンダーパフォームしている
- エスケー化研の株価はTOPIXに対してもアンダーパフォームしている
- 株主は長期的な株価低迷に苦しんでおり、トップマネジメントはその責任を負うべき

**-30%**

エスケー化研の過去5年間の株価

vs.

**+2%**

国内同業他社

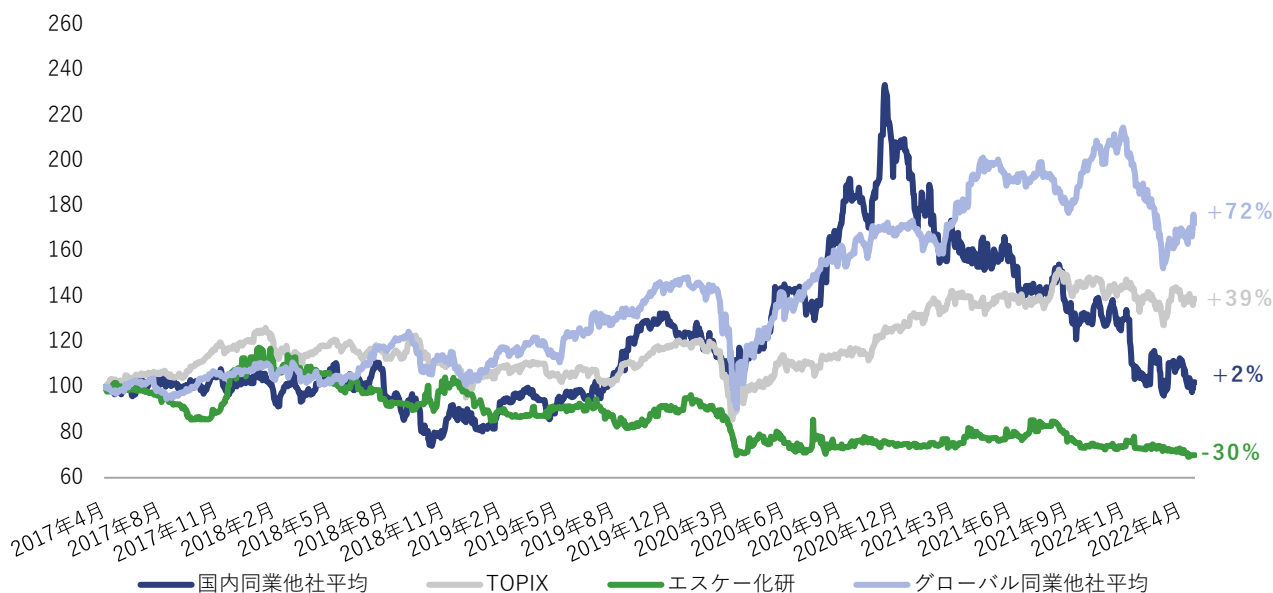
**+72%**

グローバル同業他社

**+39%**

TOPIX

## エスケー化研の株価のアンダーパフォーマンス



出典：AVI、Capital IQ (2022年04月30日時点)

注：株価は配当込みのトータルリターン・ベースで、各社の現地通貨建て。エスケー化研、日本ペイント、関西ペイントは日本円、The Sherwin-Williams Company、PPG Industries、RPM Internationalは米ドル、Akzo Nobelはユーロ。単純平均。  
 グローバル同業他社：The Sherwin-Williams Company、PPG Industries、RPM International、Akzo Nobel  
 国内同業他社：日本ペイント、関西ペイント

# 株価の過小評価

- エスケー化研の株価は同業他社より大幅に過小評価されている
- AVIは、極端な過小評価が、ビジネスモデルから来るものとは考えていない。国内市場に対するエクスポージャーが高いことは過小評価の一因ではあるが、現在の経営方針が大きな要因となっている
- これは投資家の悲観的な見方と経営陣に対する評価の低さを浮き彫りにしており、エスケー化研の経営陣にとって恥ずべきことである

103%

エスケー化研の時価総額に対する  
ネット・キャッシュの比率

## 同業他社のEV/EBIT倍率



出典：AVI、Capital IQ (2022年04月30日時点)

注：企業価値 (EV) = 時価総額 - ネット・キャッシュ - 投資有価証券。EBITは過去12か月間の数値

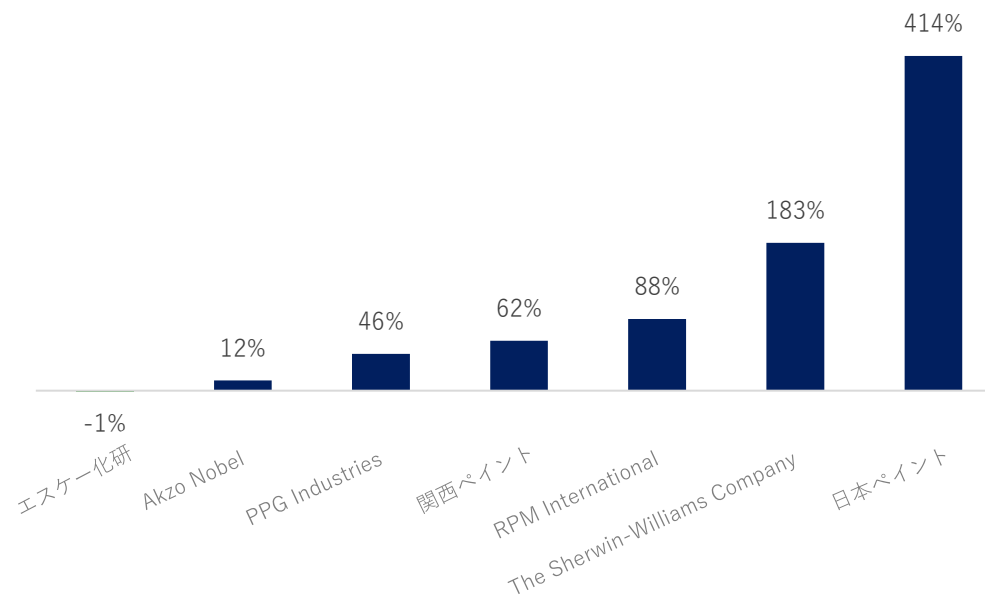
# 営業利益の減少

- 過去10年間でエスケー化研の営業利益は-1%減少している
- エスケー化研の営業利益成長率は、国内外の同業他社の中で最も低い
- 業績不振の原因は、投資不足、海外展開の失敗、89歳の創業者に意思決定が集中している保守主義的な文化にある

-1%

過去10年間の  
営業利益成長率

過去10年間の営業利益成長率vs同業他社  
(現地通貨)



出典：AVI、Capital IQ、会社開示情報

注：営業利益は各社の現地通貨建て。エスケー化研、日本ペイント、関西ペイントは日本円、The Sherwin-Williams Company、PPG Industries、RPM Internationalは米ドル、Akzo Nobelはユーロ。直近の決算期から遡った10年間の利益成長率。エスケー化研と関西ペイントは2022年3月期、その他は2021年12月期

# 従業員の不満

- エスケー化研のガバナンスと経営の脆弱さは、株主だけでなく、エスケー化研の従業員にも影響を与えている
- エスケー化研の成功の柱は、社員である
- 社員や元社員による投稿には、企業文化やリーダーシップへの不満が浮き彫りになっている
- 従業員からのレビューの総合得点が同業他社と比べて低いことも、従業員の不満を表している

-3.1%

エスケー化研の従業員平均給与の推移<sup>2</sup>  
(2021年3月までの10年間)

## 従業員および元従業員の声<sup>1</sup>



「古い体質を変えようとせず、保守的であるところに疑問を感じた。」 (2018年3月)

「実力主義と言いながら、実際は年功序列のようなもの」 (2020年6月)

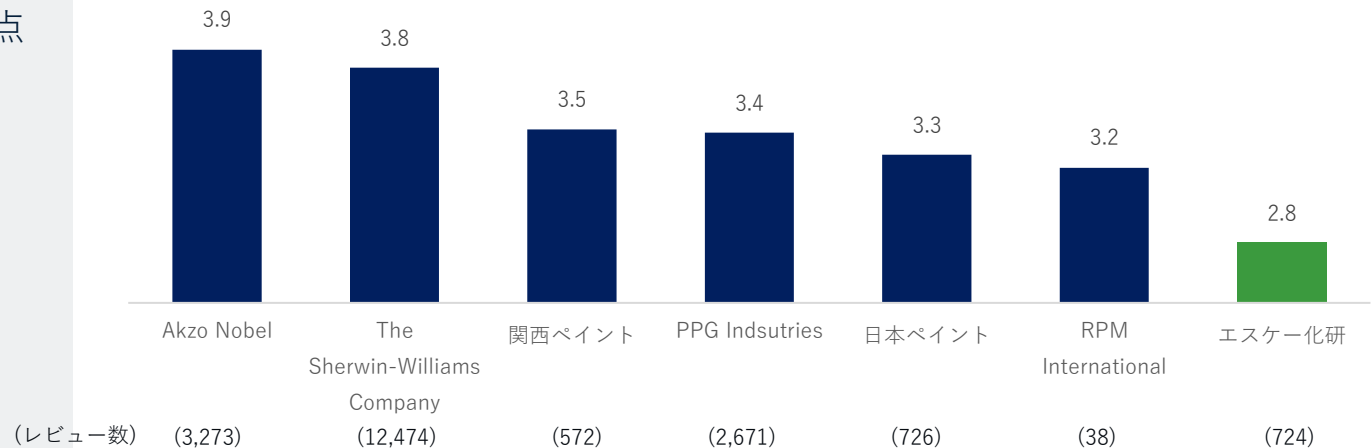
20代：男性

「社長のワンマン経営と組織腐敗、社内では特に若手社員の不満が多かった...」 (2017年4月)

20代：男性

20代：女性

## 公開求人サイトにおける従業員からのレビュー (加重平均スコア、5点中)



出典：AVI、Capital IQ、会社開示情報 (2022年04月30日時点)、エンライトハウス、OpenWork、転職会議、Glassdoor、Indeed

注：<sup>1</sup> インターネットの掲示板に匿名で書き込まれたコメントです。そのため、AVIは、調査に際して、投稿者が実際にエスケー化研の社員または元社員であるかどうか、また、投稿内容の信憑性や正確性等を検証していません。したがって、AVIは、本調査の結果が真実又は正確であることを必ずしも認めず、また保証しないことを、ここに特筆します。<sup>2</sup> 平均給与はエスケー化研の有価証券報告書を基に計算



# 東証上場廃止の可能性

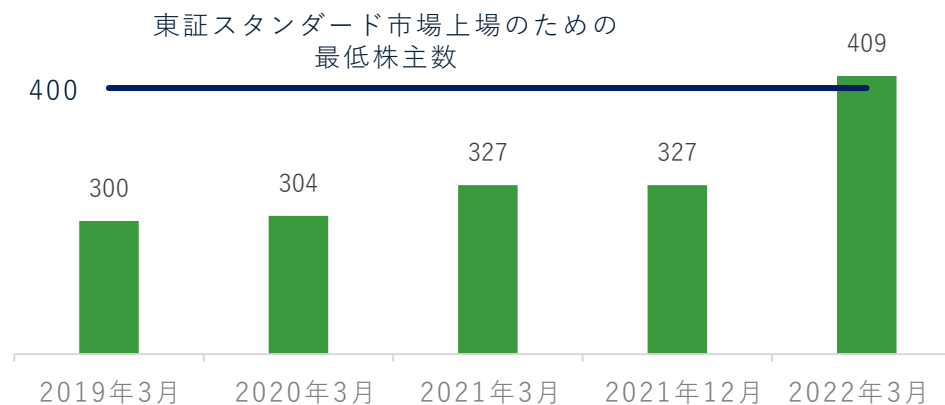
- 定評のある大企業であるにもかかわらず、東証スタンダード市場に上場するための条件をкаろうじて満たしているにすぎない
- エスケー化研の株主数は最低基準値400人を僅かに超える409人
- さらに、東証のスタンダード市場の平均的な企業の時価総額は約140億円、売上高は約270億円である。エスケー化研は時価総額約960億円、売上高約890億円
- エスケー化研はプライム市場に上場しているべきで、格下のスタンダード市場で苦労している場合ではない

## 409

株主数

2022年3月31日時点

## エスケー化研の株主数<sup>1</sup>



	時価総額 (十億円)	売上高 (十億円)
エスケー化研	93	89
スタンダード市場上場企業 <sup>2</sup>	14	27
プライム市場上場企業 <sup>2</sup>	357	425

出典：AVI、Capital IQ（2022年04月30日現在） 注：<sup>1</sup>株主数は有価証券報告書を参照。但し、最新値はエスケー化研のプレスリリース（「上場維持基準の適合に向けた計画に基づく進捗状況について」）で開示された2022年3月31日時点の数値。<sup>2</sup>2022年4月時点のスタンダード市場1,463社、プライム市場1,839社の平均値



# AVIの推奨事項と株主提案

# 株主提案の概要

- エスケー化研のアンダーパフォーマンスを解消し、より多くの株主を獲得し、東証スタンダード市場への上場基準を満たし続けるために、網羅的ではないものの、容易に実行可能な一連の施策を提案

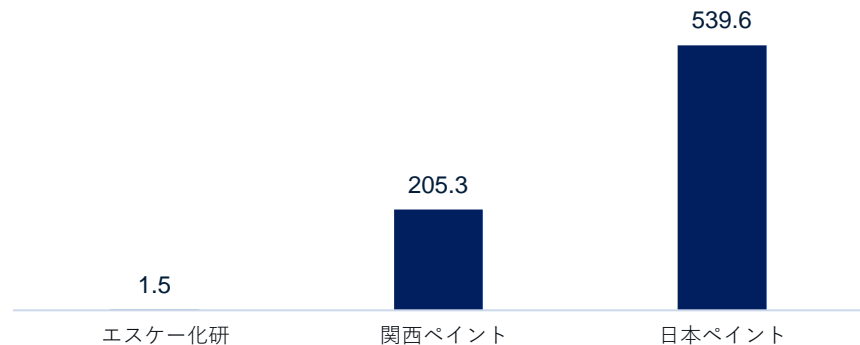
課題	提案する解決策
流動性の低さ	(1) 普通株式1株を10株に分割することにより、過剰に高い最低売買代金を355万円（東証上場企業のうち7位）から35万5千円に引き下げる
過剰な自己株式	(2) 自己株式 438,400 株のうち 90%を消却する。現在、発行済株式の14%を自己株式として保有しているが、M&Aや役員報酬などの用途を開示していない
非効率なバランスシート	(3) 配当金を1株当たり400円から800円に増額し、配当性向を30%とする。貸借対照表の資産のうち、現預金が7割近くを占めており、利益を留保している
脆弱なコーポレート・ガバナンス	(4) 取締役の任期を1年に短縮する。コーポレート・ガバナンス強化への意識の高まりを背景に、日本企業では取締役の任期を2年から1年に短縮する動きが一般的となっている (5) 独立社外取締役を2名以上選任する。コーポレートガバナンス・コードでは、支配的な株主（エスケー化研の場合は創業家）がいる会社では、取締役の3分の1以上を独立社外取締役とすることが要請されているが、エスケー化研の取締役会は現在、独立社外取締役1名のみで構成されている
環境に関する方針の欠如	(6) 温室効果ガス（GHG）排出量のうち、スコープ1およびスコープ2を開示する。最も基本的なサステナビリティ方針さえも策定していない。コーポレートガバナンス・コードでは、企業はサステナビリティ課題への積極的・能動的な対応を推進することを要求している

# 低い流動性

- エスケー化研の株式は、過去6ヶ月間で15億円分しか取引されておらず、全121日のうち28日は全く売買がなかったことから、潜在的な新規株主には投資が難しいと考えられる
- 2018年、東証の売買単位の統一の一環として、エスケー化研の売買単位は1,000株から100株に引き下げられたが、それと同時に株式併合を実施した。その結果、単元株式数は50%減にとどまった。株式併合に踏み切った理由は不明である

	以前	2018年 10月
売買単位	1,000	100
発行済株式数	15,673,885	3,134,777

取引額合計  
(過去6ヶ月間、十億円)



株式が売買されなかった日数  
(過去6ヶ月間)



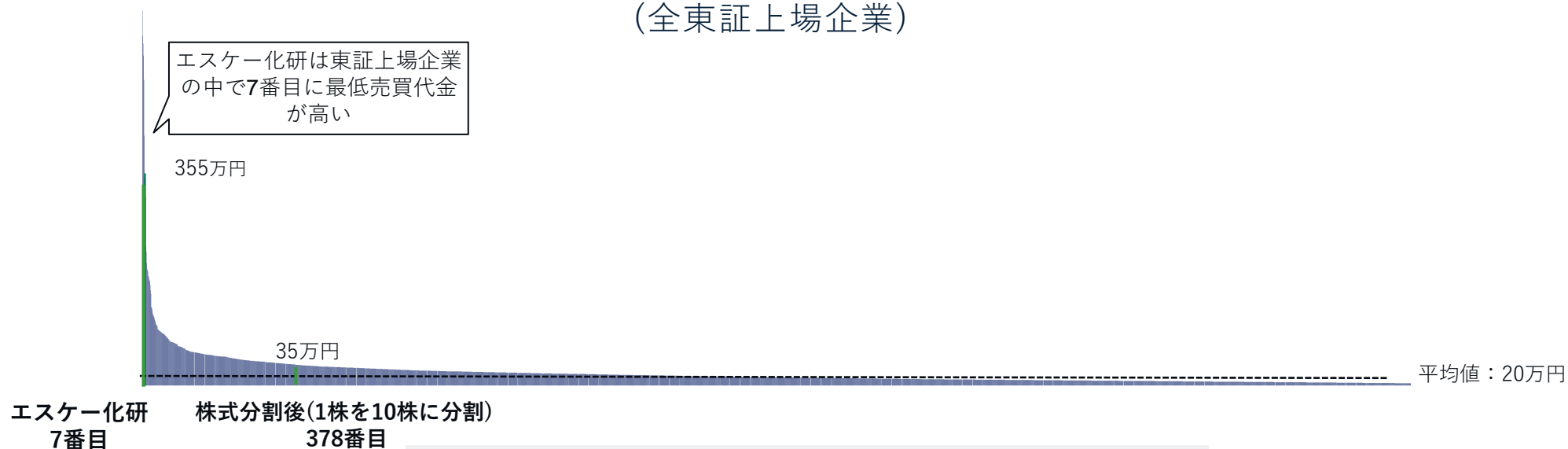
出典：AVI、Capital Q (2022年4月30日時点)



# 異常に高い最低売買代金

- 流動性の低さは、東証が推奨する最低売買代金が5万円から50万円であるのに対し、エスケー化研は355万円と異常に高いことが一因であると考えられる
- 新規株主の獲得と流動性向上のために、1株につき10株の割合で株式分割を行うべき

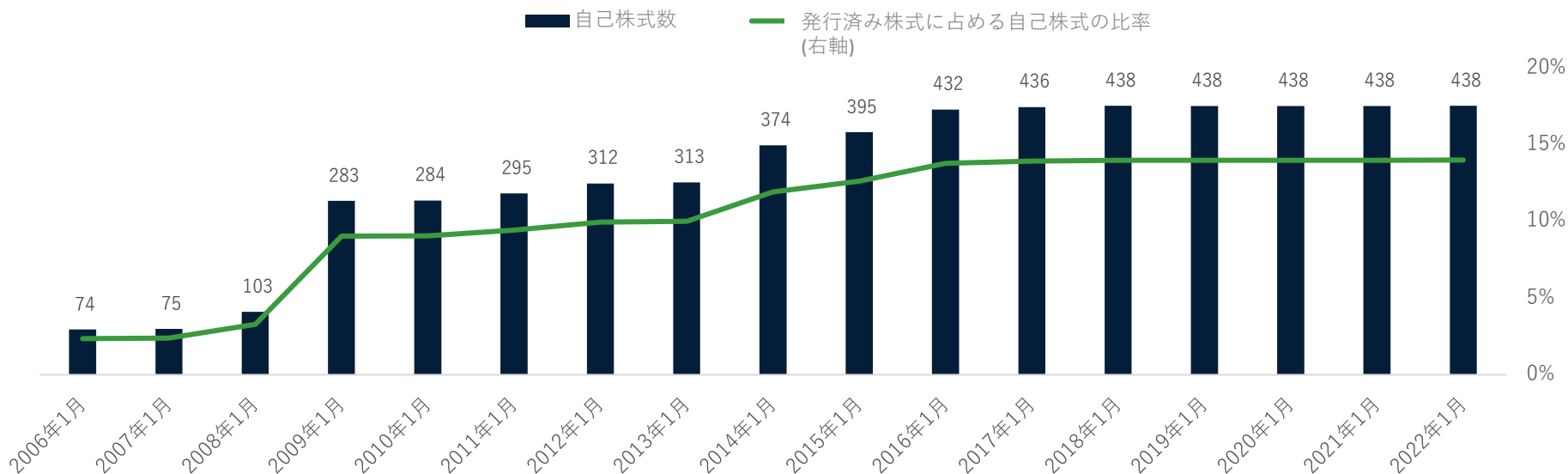
## 最低売買代金ランキング (全東証上場企業)



(1) 1株を10株に分割することで、異常に高い最低売買代金を引き下げる

# 過剰な自己株式

- エスケー化研の株式のうち14%は自己株式である。エスケー化研は自己株式の活用案を打ち出しておらず、昨年のAVIによる株主提案に対する回答で「自己株式の保有・消却につきましては、中長期的な資本政策検討の中で議論していく必要がある」と言及したにもかかわらず、何ら改善されていない
- 自己株式は消却しても、されなくても、財務的利益は同じであるが、自己株式を大量に保有することは悪習であり、処分されることで既存株主が希薄化する可能性が高まる

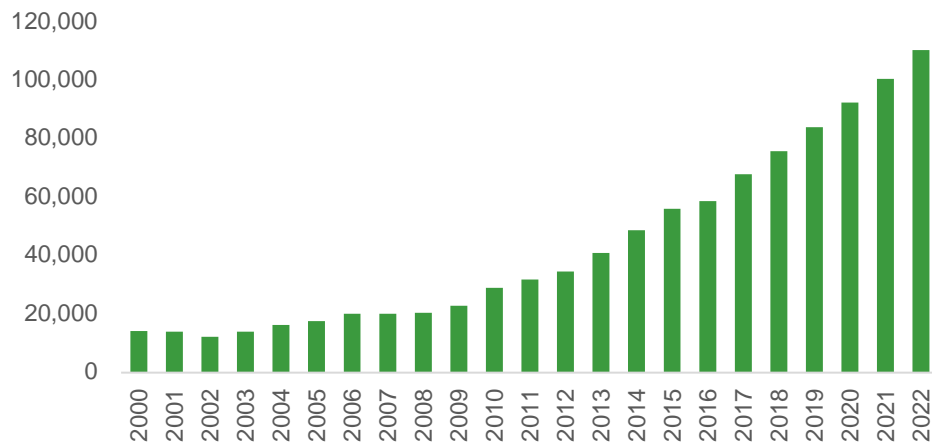


(2) 保有する自己株式 438,400 株のうち 90%を消却する

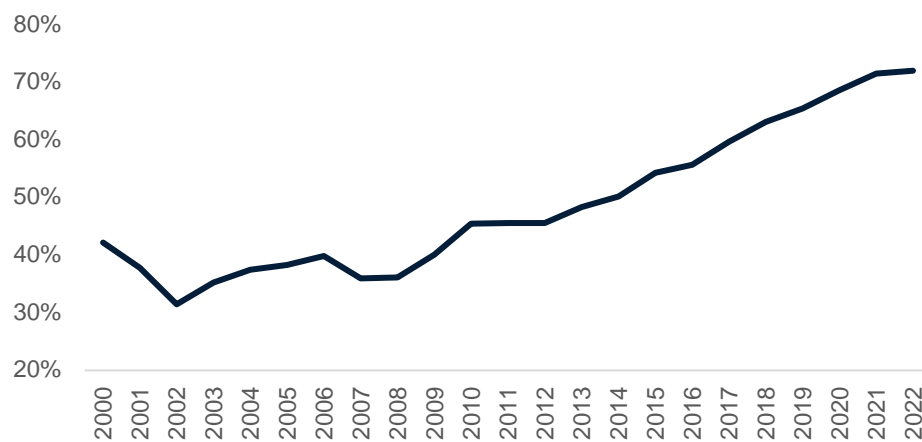
# 現金の蓄積

- エスケー化研は、貸借対照表に現金を不合理に蓄積させている
- 貸借対照表上の資産に占める現金および現金同等物・投資有価証券の割合は、2000年には42%、5年前には63%、現在は72%と増加している
- 負債を差し引いた現金（ネット・キャッシュ）は、2000年以降860%、過去5年間で58%も増加している

現金および現金同等物・投資有価証券  
(百万円)



貸借対照表の資産に対する  
ネット・キャッシュの割合

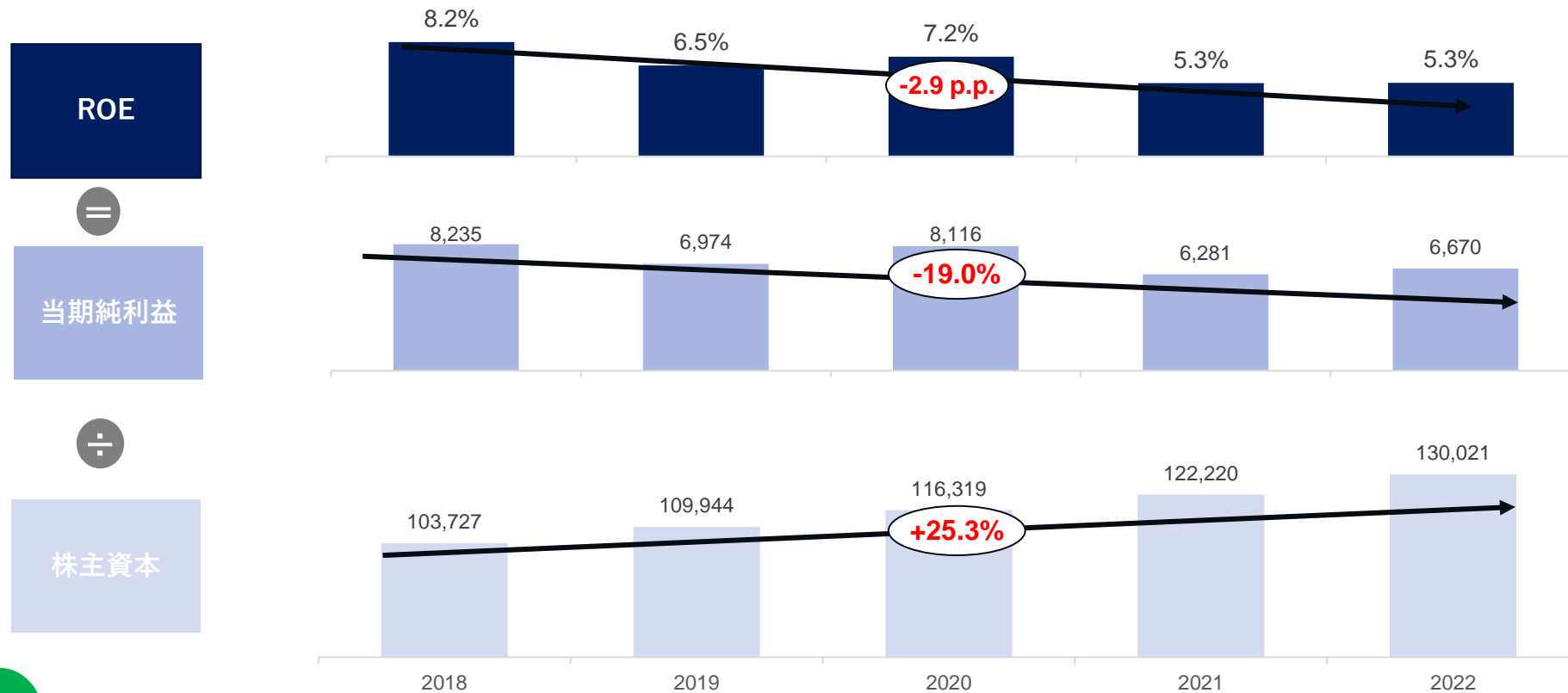


出典：AVI、Capital IQ、3月決算 注：投資有価証券を含む。2021年3月期には12百万円であったのに対し、2022年3月期には3,017百万円になった



# ROEの低下

- 本来であれば高い資本収益率を得られるはずの事業を持つ、エスケー化研のROEは、純利益の減少と株主資本の増加の両方を受けて低下し続けている
- エスケー化研のROEは、ISSの議決権行使のサポートに必要な5%の値を下回る可能性があり、伊藤レポートで言及された8%を大きく下回っている





# 成長を阻む投資不足

- エスケー化研は、設備投資やM&Aを抑制することで現金を蓄積してきた。過去10年間のキャッシュフローのうち、株主還元および投資に活用されたのはわずか12%である
- M&A、老朽化設備の更新投資、海外成長のための設備投資は行っていない

## 過去5年間の現金の配分

会社名	過去10年間の営業 キャッシュフロー (十億円)	株主還元 (うち、自社株買い)	M&A	設備投資	運転資本	営業キャッシュフローに 占める現金の割合
エスケー化研	42	9% (0%)	0%	3%	-7%	12%
関西ペイント	163	23% (0%)	9%	45%	14%	91%
日本ペイント	448	19% (0%)	45%	27%	13%	104%
RPM International	343	52% (18%)	29%	26%	10%	116%
Akzo Nobel	557	205% (156%)	15%	44%	18%	283%
PPG Industries	1,101	65% (37%)	54%	21%	-4%	140%
The Sherwin-Williams Company	1,522	74% (56%)	78%	11%	-1%	172%
同業他社平均		76%	42%	28%	8%	130%

# 内部留保があるにもかかわらず、研究開発費が少ない

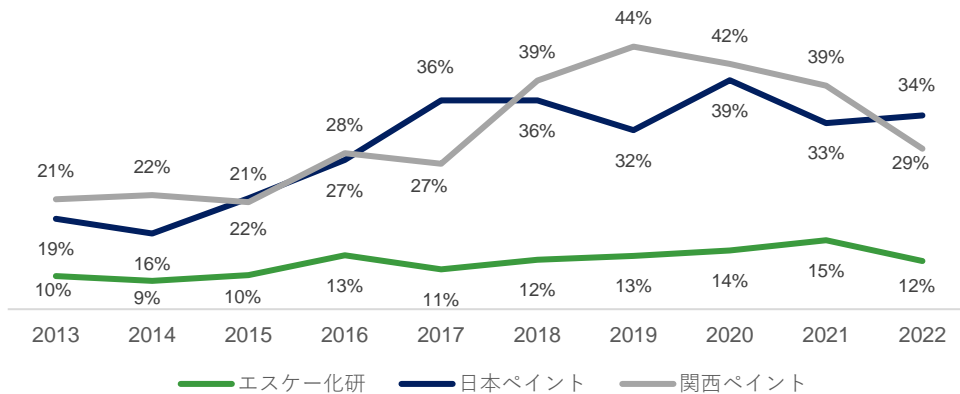
- エスケー化研は過去5年間、売上高の僅か0.9%しか研究開発費に充てていない
- このように多額の現金が蓄積されているため、特に国内外の同業他社に比べて研究開発予算が非常に少ない事を踏まえ、研究開発費をより積極的に投入することが可能である

会社名	5年間の研究開発費総額 (十億円)	研究開発費の 対売上高比率 5年間の平均
The Sherwin Williams Company	47	0.5%
エスケー化研	4	0.9%
RPM International	40	1.3%
関西ペイント	31	1.6%
日本ペイント	92	2.5%
Akzo Nobel	164	2.7%
PPG Industries	250	3.0%
同業他社平均		1.9%

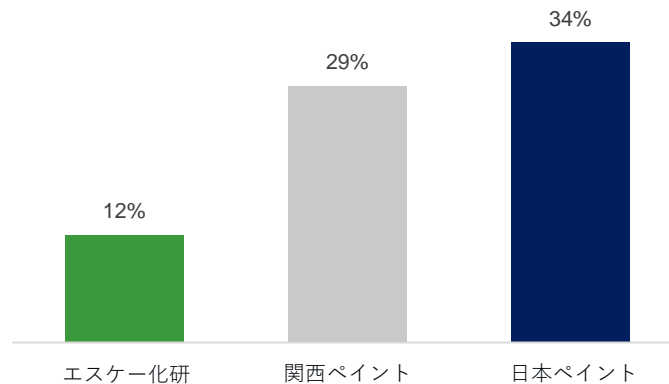
# 株主還元

- 同業他社は、株主への利益配分を高める一方で、設備投資や買収などによる事業拡大に積極的に取り組んでいる
- エスケー化研が株主提案に対する回答で述べた「当社は、株主の皆様への利益還元を経営上の最重要課題のひとつと考えて」という言葉は信じ難い

10年間の配当性向



直近年度の配当性向



(3) 配当金を1株当たり400円から800円に増額し、配当性向は30%とする

# 脆弱なコーポレート・ガバナンス

- 社外取締役は1名のみ、社内取締役は全員似たような経歴という、多様性に欠ける同質的な取締役会
- 取締役は全員男性で日本人、平均年齢は67歳、取締役の平均在任期間は21年

## エスケー化研の取締役会

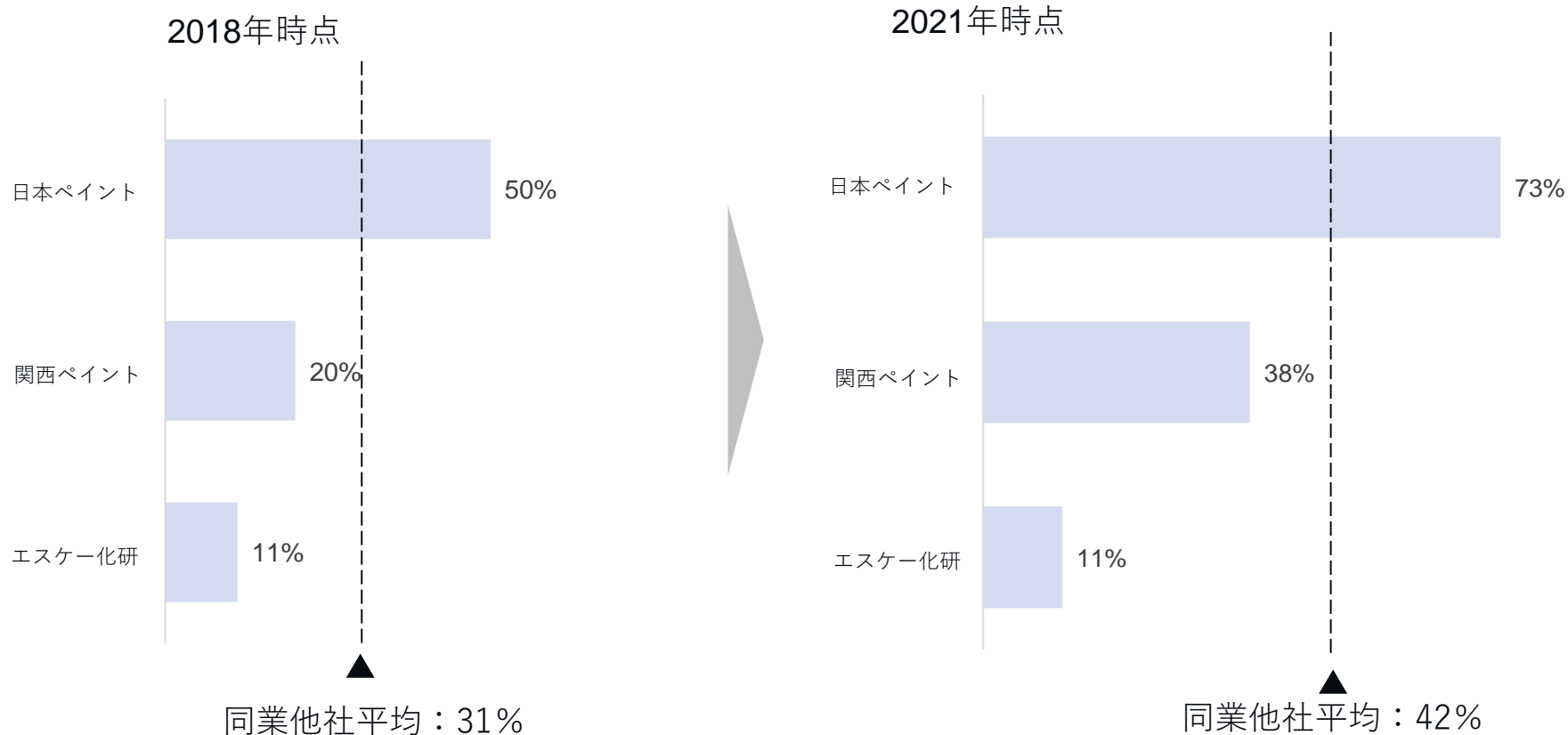
 独立社外取締役

	性別	国籍	年齢	任期	経歴
藤井 實 氏	男性	日本	89	64	エスケー化研
藤井 実広 氏	男性	日本	56	22	エスケー化研
坂本 雅英 氏	男性	日本	70	31	エスケー化研
藤井 訓広 氏	男性	日本	53	18	エスケー化研
福岡 透 氏	男性	日本	63	17	エスケー化研
伊藤 義之 氏	男性	日本	68	16	エスケー化研
竹内 正博 氏	男性	日本	65	4	エスケー化研
片岡 秀人 氏	男性	日本	67	3	エスケー化研
長澤 啓三 氏	男性	日本	75	13	都市計画

# 独立社外取締役の比率 - 同業他社との比較

- エスケー化研は独立した取締役が少ないだけでなく、過去3年間、同業他社とは異なり、独立性を高める努力を全くしていない

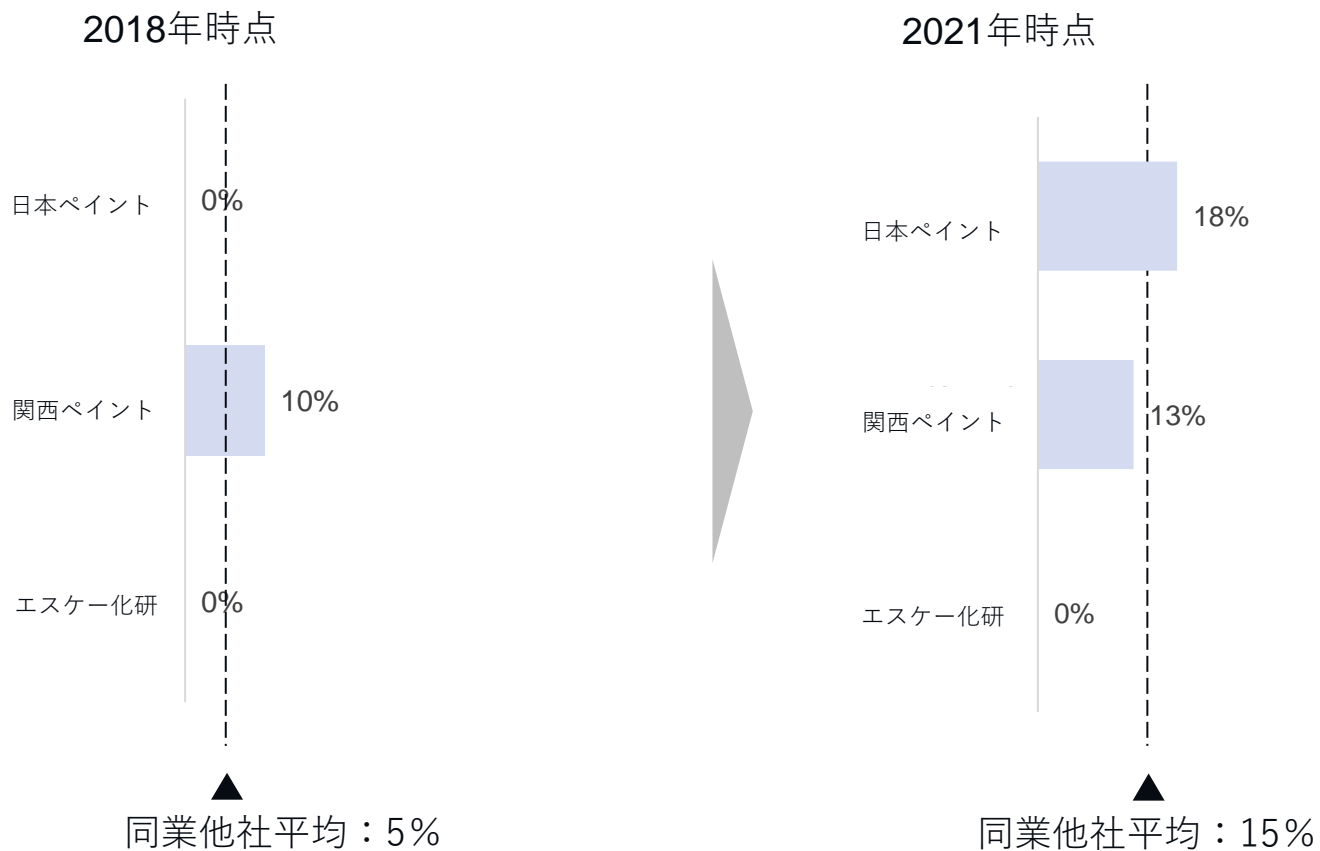
## 独立社外取締役の割合



# 女性取締役の比率-同業他社との比較

- エスケー化研は、女性取締役が在籍せず、同業他社とは異なり、過去3年間に多様性を向上させる努力を全くしていない

## 女性取締役の割合



出典：AVI、会社開示情報（2022年04月30日時点） 注：エスケー化研、関西ペイントは6月時点、日本ペイントは3月時点

# コーポレートガバナンス・コード

- コーポレートガバナンス・コードでは、取締役会の多様性の強化が求められている

## コーポレートガバナンス・コード

### 原則4.11 取締役会・監査役会の実効性確保のための前提条件

取締役会は、その役割・責務を実行的に果たすための知識・経験・能力を全体としてバランスよく備え、**ジェンダーや国際性、職歴、年齢の面を含む多様性と適正規模を両立させる形で**構成されるべきである。また、監査役には適切な経験・能力及び必要な財務・会計・法律に関する知識を有する者が選任されるべきである。  
(略)

- 支配的な株主を有する上場会社（エスケー化研の場合は創業家）の場合、コーポレートガバナンス・コードでは取締役の3分の1以上を独立社外取締役とすることが求められている

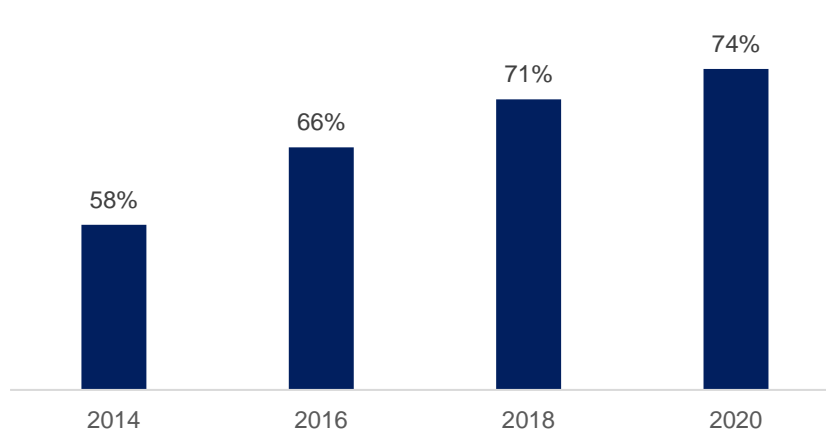
### 原則4.8.3

支配株主を有する上場会社は、**取締役会において支配株主からの独立性を有する独立社外取締役を少なくとも3分の1以上（プライム市場上場会社においては過半数）選任**するか、または支配株主と少数株主との利益が相反する重要な取引・行為について審議・検討を行う、独立社外取締役を含む独立性を有する者で構成された特別委員会を設置すべきである。

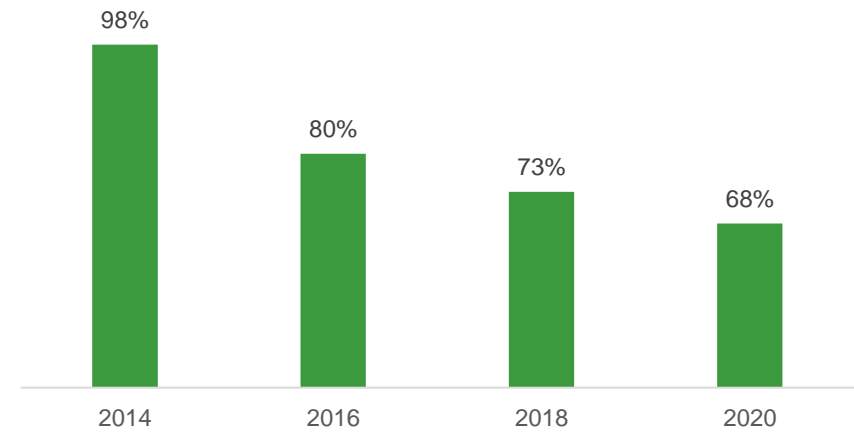
# 取締役の任期

- エスケー化研の監査役会設置会社の体制は、取締役の任期が2年であるため、株主が毎年意見表明することができない仕組みとなっている
- 東証上場企業では、コーポレート・ガバナンスの充実の観点から、取締役の任期を1年とする企業が増えており、旧来の監査役会設置会社の体制を採用する企業が減少している
- 2020年の東証上場企業のうち74%が取締役の任期を1年としている

東証上場企業における取締役の任期が1年の割合



東証上場企業のうち、監査役会設置会社の割合





# コーポレート・ガバナンスの改善

- 創業家が支配的な株主であることを踏まえると、少数株主を保護するために、最高水準のコーポレート・ガバナンスを採用することが極めて重要
- 現在のコーポレート・ガバナンスは、上場企業に求められる基本的な要件を満たさず、エスケー化研が抱える多くの問題の根本的な原因となっている
- まずは、取締役の任期を1年に短縮、独立社外取締役2名の選任などから始め、ゆくゆくは監査等委員会設置会社への移行、独立した指名委員会・報酬委員会の導入、独立社外取締役の3分の1を超える選任等のさらなる改善が必要である

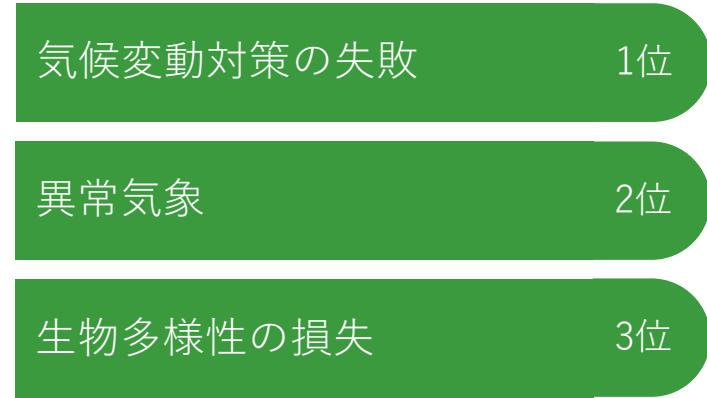
(4) 取締役の任期を1年に短縮


(5) 独立社外取締役を2名以上選任

# 環境負荷に能動的に取り組む責務

- 気候変動は、おそらく私達が直面する最大のグローバルな課題であり、対策を講じなければ壊滅的な結果をもたらすであろう
- 化学産業は、石油とガスの最大の産業用消費者であり、産業界全体でも最大のエネルギー消費者であるため、スコープ 1およびスコープ 2の温室効果ガスを大量に排出している
- 日本の産業部門は、国のエネルギー関連排出量の37%を占めている。その中でも、化学産業は2番目に大きな排出源で、排出量の15%を占めている
- エスケー化研は、日本最大の建築用塗料メーカーとして、持続可能な社会の発展に積極的に貢献する責務を認識し、透明性と説明責任を推進することによってステークホルダーの信頼を向上させるべきである

## グローバルリスクの重大度別上位 今後10年間



GERMANWATCH 		Climate Risk Index 2020	
日本	1位	5.5	CRISスコア
フィリピン	2位	11.17	
ドイツ	3位	13.83	

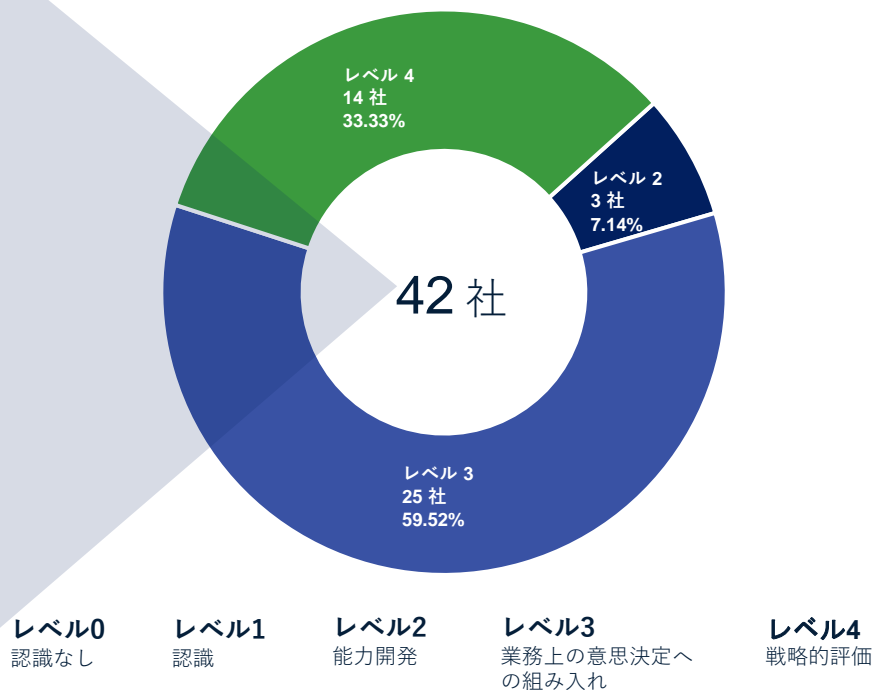
日本は、「世界気候リスク指数2020」で、気候変動の影響を最も受けた国として第1位となった

# 同業他社や業界標準に大幅な遅れ

- Transition Pathway Initiative (TPI) が評価した化学分野の42社は、すべて**レベル2～レベル4**のスコアを獲得している。エスケー化研は「**レベル0 - 認識なし**」
- 2021年5月、日本化学工業協会が「日本の化学産業がカーボンニュートラルに取り組むことは、国際競争力を保つ上でも非常に重要」として脱炭素のための取り組み骨子を策定

Transition Pathway Initiativeによる、世界の化学セクターのGHG排出量管理、低炭素化に関するリスクと機会に関する評価

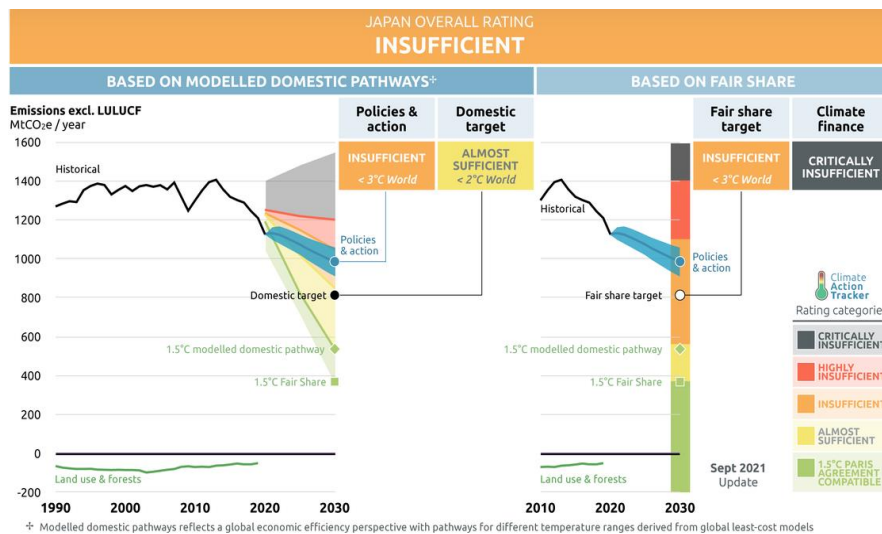
同業他社分析	日本ペイント	関西ペイント	エスケー化研	グローバル化学セクターのサンプル <sup>1</sup>
日本化学工業協会員	はい	はい	いいえ	-
気候変動が事業にとって重要な課題であることを認識している	はい	はい	いいえ	100%
スコープ1、スコープ2のGHG排出量の測定と開示	はい	はい	いいえ	100%
気候変動対策に取り組む方針（またはそれに準ずるもの）を持つ	はい	はい	いいえ	100%
排出量削減のための定量的目標を設定している	はい	はい	いいえ	93%



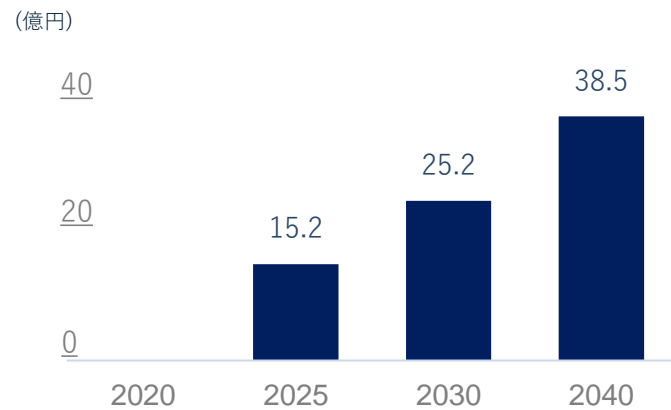
注：<sup>1</sup> グローバル化学業界サンプルは、Transition Pathway Initiative (TPI) によって評価されたグローバル化学業界の中小企業および大企業42社を含む

# 進化し続ける規制環境へのエクスポージャー

- 2020年10月、日本は2050年までに温室効果ガスの排出を実質ゼロとすることを約束（2030年までに46%削減）
- Climate Action Trackerは、日本の現在の政策では、2030年までに2013年比で25-35%の排出量しか削減できないと評価
- エスケー化研は、環境排出量への対応が遅れており、経営陣の頑固な態度の表れである。第一歩として、温室効果ガス排出量（GHG）のスコープ1およびスコープ2を開示すべきである



## 日本ペイントによる炭素税の潜在的影響に関する評価



\* 調査対象：日本、NIPSEA、Dunn-Edwards、DuluxGroup

(6) 環境負荷の透明な評価・管理の第一歩として、スコープ1・2の温室効果ガス排出量（GHG）を開示する



# 結論

# Painting a Better SK Kaken

- AVIは、エスケー化研の業績不振と失敗を解決するために、一般株主の皆様へ、6つの控えめで容易に実行可能な改善策を支持いただくようお願い申し上げます
- 6つの改善策は必須な措置でしかありませんが、正しい方向への素晴らしい一歩となります。さらには、一般株主の皆様から強い支持を得ることができたら、創業家に対して、「上場選択をすれば、全ての株主のために企業価値を向上させる責務がついてくる」という強いメッセージを送ることとなるでしょう

(1) 1株を10株に分割し、過剰に高い最低売買代金を引き下げる

(4) 取締役の任期を1年に短縮する

(2) 保有する自己株式 438,400 株のうち 90%を消却する

(5) 独立社外取締役を2名以上選任する

(3) 配当金を1株当たり400円から800円に増額し、配当性向を30%とする

(6) 温室効果ガス排出量のうち、スコープ1・2を開示する

# 免責事項

本資料ならびにここに含まれるすべての情報（以下、総称して「本資料」）は、エスケー化研株式会社（以下、「エスケー化研」）の株主のために情報を提供するという唯一の目的で開設しております。

アセット・バリュー・インベスターズ・リミテッド（以下、「AVI」）は英国の金融行為監督機構（「FCA」）の認可及び規制を受けており、また米国1940年投資顧問法に基づき投資顧問として米国証券取引委員会（「SEC」）に登録しております。

本資料は、英国FCAが定めるプロ顧客ならびに適格取引先のみを対象としています。

本資料は、情報提供のみを目的としたものであり、証券若しくは商品又は関連するデリバティブ商品の購入又は販売を勧誘するものではありません。また、本資料は、法律上、会計上又は税務上に関する一切の助言を含みません。

本資料は、エスケー化研及びエスケー化研の競合他社が公表する有価証券報告書等、計算書類その他の公衆の縦覧に供されている公開情報に基づき作成されたものであり、本資料における前提条件、仮定その他の記載の内容に関してAVIが対外的に意見を表明するものではありません。

本資料は、上記公開情報が正確且つ完全なものであることを前提として作成されています。AVIは、本資料に記載されている情報の正確性、完全性又は信頼性に関して、明示黙示を問わずいかなる表明又は保証もいたしません。AVIは、直接的であるか間接的であるかは問わず、契約によるものか不法行為その他によるものかは問わず、本資料に関連して一切の責任又は負担を負いません。

また、AVIは、当該公開情報及び当該公開情報を基に設定された前提条件の合理性・妥当性などについて独自に検証する義務を負うものではなく、その他一切責任を負うものではありません。

AVIは、自ら又はAVIの密接関係者がエスケー化研役員に就任すること、エスケー化研の事業や資産の譲渡又は廃止を、自ら又は他のエスケー化研の株主を通じて、エスケー化研の株主総会で提案すること、及びエスケー化研の事業に係る非公開の技術情報にアクセスすることを意図するものではありません。また、AVIは、エスケー化研の事業の継続的且つ安定的な実施を困難にする行為を行うことを目的とする意思を有していません。