

【表紙】	
【提出書類】	臨時報告書
【提出先】	関東財務局長
【提出日】	2025年4月21日
【会社名】	株式会社マクロミル
【英訳名】	MACROMILL, INC.
【代表者の役職氏名】	取締役兼代表執行役社長CEO 佐々木 徹
【本店の所在の場所】	東京都港区港南二丁目16番1号
【電話番号】	03(6716)0700(代表)
【事務連絡者氏名】	執行役CF0 橋元 伸太郎
【最寄りの連絡場所】	東京都港区港南二丁目16番1号
【電話番号】	03(6716)0700(代表)
【事務連絡者氏名】	執行役CF0 橋元 伸太郎
【縦覧に供する場所】	株式会社東京証券取引所 (東京都中央区日本橋兜町2番1号)

1【提出理由】

当社は、2025年4月21日付の取締役会において、当社の普通株式(以下「当社株式」といいます。)の併合(以下「本株式併合」といいます。)を目的とする、2025年5月26日開催予定の当社の臨時株主総会(以下「本臨時株主総会」といいます。)を招集することを決定いたしましたので、金融商品取引法第24条の5第4項及び企業内容等の開示に関する内閣府令第19条第2項第4号の4の規定に基づき、本臨時報告書を提出するものであります。

2【報告内容】

1. 株式併合の目的

当社が2024年11月14日付で公表いたしました「TJ1株式会社による当社株式等に対する公開買付けに関する賛同の意見表明及び応募推奨のお知らせ」(①2024年12月26日付で公表いたしました「(変更)「TJ1株式会社による当社株式等に対する公開買付けに関する賛同の意見表明及び応募推奨のお知らせ」の一部変更について」、②2025年1月17日付で公表いたしました「(変更)「TJ1株式会社による当社株式等に対する公開買付けに関する賛同の意見表明及び応募推奨のお知らせ」の一部変更について」、③2025年2月3日付で公表いたしました「(変更)「TJ1株式会社による当社株式等に対する公開買付けに関する賛同の意見表明及び応募推奨のお知らせ」の一部変更について」、④2025年2月17日付で公表いたしました「(変更)「TJ1株式会社による当社株式等に対する公開買付けに関する賛同の意見表明及び応募推奨のお知らせ」の一部変更について」及び⑤2025年3月4日付で公表いたしました「(変更)「TJ1株式会社による当社株式等に対する公開買付けに関する賛同の意見表明及び応募推奨のお知らせ」の一部変更について」による変更を含みます。以下「本意見表明プレスリリース」といいます。)に記載のとおり、TJ1株式会社(以下「公開買付者」といいます。)は、株式会社東京証券取引所(以下「東京証券取引所」といいます。)のプライム市場に上場している当社株式の全て(ただし、譲渡制限付株式報酬として当社の取締役及び各執行役に付与された当社の譲渡制限付株式及び本新株予約権(注1)の行使により交付される当社株式を含み、当社の役員等の株式報酬制度に係る株式給付信託(BBT)として、株式会社日本カストディ銀行(信託E口)が保有する当社株式(以下「BBT所有株式」といいます。)及び当社が所有する自己株式を除きます。)及び本新株予約権の全てを取得することにより、当社を公開買付者の完全子会社とすることを目的とした一連の取引(以下「本取引」といいます。)の一環として、当社株式及び本新株予約権に対する公開買付け(以下「本公開買付け」といいます。)を実施することを決定いたしました。

(注1) 「本新株予約権」とは、2015年9月30日開催の当社取締役会の決議に基づき発行された第4回新株予約権(行使期間は2015年10月19日から2025年10月18日まで)をいいます。

そして、当社が2025年3月19日付で公表いたしました「TJ1株式会社による当社株式等に対する公開買付けの結果並びに親会社、主要株主である筆頭株主及び主要株主の異動に関するお知らせ」に記載のとおり、公開買付者は、2024年11月15日から2025年3月18日まで本公開買付けを行い、その結果、2025年3月26日(本公開買付けの決済の開始日)をもって、当社株式25,787,201株(所有割合(注2): 66.19%)を所有するに至りました。

(注2) 「所有割合」とは、当社が2025年2月14日に提出した第12期半期報告書(以下「本半期報告書」といいます。)に記載された2024年12月31日現在の当社の発行済株式総数(40,630,500株)に、同日現在残存し行使可能な本新株予約権(第4回新株予約権5,672個)の目的となる当社株式の数(567,200株)を加算した株式数(41,197,700株)から、本半期報告書に記載された同日現在の当社が所有する自己株式数(2,239,541株)(なお、当該自己株式数には、BBT所有株式(435,820株)を含めておりません。以下、当社が所有する自己株式数について同じです。)を控除した株式数(38,958,159株)に係る議決権の数(389,581個)に対する割合(小数点以下第三位を四捨五入。以下、所有割合の計算において同じです。)をいいます。

本公開買付け及び本株式併合を含む本取引の目的及び背景の詳細は、本意見表明プレスリリースにおいてお知らせしたとおりですが、以下に改めてその概要を申し上げます。なお、以下の記載のうち公開買付者に関する記述は、公開買付者から受けた説明に基づくものです。

(i) 検討体制の構築の経緯

当社は、本意見表明プレスリリースの「3. 本公開買付けに関する意見の内容、根拠及び理由」の「(2) 本公開買付けに関する意見の根拠及び理由」の「② 公開買付者が本公開買付けの実施を決定するに至った背景、目的及び意思決定の過程、並びに本公開買付け後の経営方針」の「(i) 本公開買付けを実施するに至った背景、目的及び意思決定の過程」に記載のとおり、機動的かつ柔軟に経営課題に対処し、事業拡大及び経営基盤の強化を推進して当社の企業価値を高めていくための様々な選択肢を模索しておりました。そのような状況の中、当社は2024年4月以降、CVC Asia Pacific Limited及びその関係会社(これらをCVC Capital Partners plc及びClear Vision Capital Fund SICAV-FIS S.A.並びにそれらの各子会社と総称して以下、「CVC」といい、そのいずれかが助言を提供するファンド又は事業体を以下、個別に又は総称して「CVCファンド」といいます。)を含む3社のプライベート・エクイティ・ファンドと中長期的な経営戦略及び施策等について意見交換や協議を行い、2024年4月下旬、中長期的な成長を通じた当社の企業価値向上のための取組みに対して付加価値を提供することを期待できる戦略的パートナーの下で、株式市場からの短期的な業績期待に左右されない状況下で十分な事業投資、大胆な経営改革を行うために当社株式を非公開化することを選択肢の一つとして考えるに至りました。

その後、当社はCVCより2024年5月下旬に、CVCとして考える当社の事業理解、今後の戦略等の説明を受けると同時に、当社のビジネスの理解を深めて議論・検討を行うために初期的なビジネス・デューディリジェンスを実施したい旨の連絡を受けたことを踏まえ、かかる提案について慎重に検討を行うため、2024年5月下旬に、公開買付者、CVC、CVCファンド及び当社並びに本取引の成否のいずれからも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三菱UFJモルガン・スタンレー証券株式会社(以下「三菱UFJモルガン・スタンレー証券」といいます。)を、2024年6月上旬に、公開買付者、CVC、CVCファンド及び当社並びに本取引の成否のいずれからも独立したリーガル・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。)をそれぞれ選任しました。その後、2024年6月中旬にCVCに対して本件の検討に向けた協議を進める旨の連絡をした上で、かかる非公開化を含む企業価値向上施策の検討の機会を与えることとしました。なお、CVCとの協議と並行して、当社はCVCを含む3社のプライベート・エクイティ・ファンドとも接点を持ち、意見交換や協議を行いましたが、CVCとの間で意見交換や協議を重ねる中で、2024年6月上旬には、他のプライベート・エクイティ・ファンドと比較してより長期的な投資が可能であり、且つ、当社への成長戦略への共感度と貢献可能性の高いCVCとの間で協議を進めるべきと考えるようになりました。具体的には、アジアでの投資先の7割以上がコンシューマーに関連する企業であるCVCの投資先のネットワークを活用した当社の東南アジアでの事業展開における潜在顧客の拡大や資金面のサポートを含めた中長期的な成長の支援、CVCの持つマーケティング及びDX/AIの知見とネットワークの活用によるマーケティングリサーチ事業を中心とする国内ビジネスの進化の加速が可能であることがあげられます。その後、2024年6月中旬から8月中旬における初期的なビジネス・デューディリジェンスを経て、2024年8月21日にCVCより当社の非公開化についての意向表明書を受領しました。当社においては、下記「3. 会社法第234条の規定により1株に満たない端数の処理をすることが見込まれる場合における当該処理の方法、当該処理により株主に交付されることが見込まれる金銭の額及び当該額の算定根拠」の「(3) 本取引の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置」の「③ 当社における独立した特別委員会の設置及び答申書の取得」に記載のとおり、本公開買付けを含む本取引にかかる当社の意思決定に慎重を期し、当社取締役会の恣意性を排除し、その公正性を担保することを目的として、2024年8月28日開催の取締役会決議により、公開買付者、CVC、CVCファンド及び当社並びに本取引の成否のいずれからも独立した、いずれも当社の社外取締役である志賀裕二氏(当社社外取締役・独立役員)、中川有紀子氏(当社社外取締役・独立役員)、伊藤公健氏(当社社外取締役・独立役員)及びコバリ・クレチマーリ・シルビア氏(当社社外取締役・独立役員)の4名によって構成される特別委員会(なお、当社は、2024年9月25日開催の当社取締役会により、同日付で当社の社外取締役として選任された西谷剛史氏(当社社外取締役・独立役員)を本特別委員会(以下に定義します。)の委員として追加で選任しており、当該追加選任前においては西谷剛史氏を除く4名によって構成される特別委員会を、当該追加選任後においては西谷剛史氏を含む5名によって構成される特別委員会を、以下「本特別委員会」といいます。)を設置し、本取引の是非、取引条件の妥当性及び手続の公正性等について諮問いたしました。また、当社は、上記2024年8月28日開催の取締役会において、本取引に関する当社取締役会の意思決定は、当社取締役会の委嘱に基づく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、当社取締役会は当該取引条件による本取引に賛同しない(本公開買付けに賛同せず応募推奨しない)こととすることを決議しております。

また、当社は、下記「3. 会社法第234条の規定により1株に満たない端数の処理をすることが見込まれる場合における当該処理の方法、当該処理により株主に交付されることが見込まれる金銭の額及び当該額の算定根拠」の「(3) 本取引の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置」の「③ 当社における独立した特別委員会の設置及び答申書の取得」に記載のとおり、同日、本特別委員会において、当社のリーガル・アドバイザーであるアンダーソン・毛利・友常法律事務所並びに当社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三菱UFJモルガン・スタンレー証券について、その独立性及び専門性に問題がないことを確認の上、その選任の承認を受けました。

(ii) 検討・交渉の経緯

上記体制の下、当社は、本特別委員会により事前に確認された交渉方針や交渉上重要な局面における意見、指示及び要請等に基づいた上で、アンダーソン・毛利・友常法律事務所及び三菱UFJモルガン・スタンレー証券から助言を受けながら、本取引の是非及び取引条件の妥当性等に関して公開買付者との間で複数回に亘る協議・交渉を行いました。

具体的には、当社は、本特別委員会において当社としての本取引の目的や意義を2024年9月上旬に確認した後、本特別委員会を通じて、2024年9月13日にCVCに対して本取引の意義・目的等に関して書面による質問を行い、2024年9月30日にCVCから当該質問事項について書面による回答を受けるとともに、2024年10月2日に、特別委員会によるCVCに対するインタビューを実施して、本取引の意義及び目的、本取引の実施時期・方法、本取引の検討に至った経緯、業界再編を含む本取引後の経営方針等を確認しました。

また、当社株式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。)を含む本取引に関する取引条件については、当社は、2024年10月10日に、公開買付者から、本公開買付価格を1,000円(提案実施日の前営業日である同月9日の東京証券取引所プライム市場における当社株式の終値802円に対して24.69%(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。))のプレミアムを加えた金額となります。)、本新株予約権1個当たりの買付け等の価格(以下「本新株予約権買付価格」といいます。)を、本公開買付価格1,000円と本新株予約権の当社株式1株当たりの行使価額である550円との差額に本新株予約権1個の目的となる当社株式の数を乗じた金額である45,000円とする旨、及び本公開買付けの諸条件に関して、買付け等の期間を11月15日から12月26日の30営業日とし、買付予定数の下限を、当社が2024年11月14日に公表した「2025年6月期第1四半期決算短信〔IFRS〕(連結)」(以下「本決算短信」といいます。)に記載された2024年9月30日現在の当社の発行済株式総数(40,480,500株)に、当社から報告を受けた同日現在残存し行使可能な本新株予約権(第4回新株予約権7,172個)の目的となる当社株式の数(717,200株)を加算した株式数(41,197,700株)から、本決算短信に記載された同日現在の当社が所有する自己株式数(2,239,535株)を控除した株式数(38,958,165株。以下「本基準株式数」といいます。)に係る議決権の数に3分の2を乗じた数(小数点以下切り上げ)に100株を乗じた数以上となるよう設定し、上限を設定しない旨の第2回提案書を受領しました。当社は、第2回提案書における公開買付者の提案に対し、2024年10月11日に、本公開買付けに賛同表明及び応募推奨を行う上で当社及び本特別委員会が想定している当社の本源的価値を著しく下回っていると考え、本公開買付価格の再検討を要請しました。その後、当社は、2024年10月16日に、公開買付者から、本公開買付価格を2024年10月15日時点の当社株価終値800円に対して33.75%、過去1ヶ月間終値平均(804円)に対して33.08%、過去3ヶ月間終値平均(811円)に対して31.94%、過去6ヶ月間終値平均(814円)に対して31.45%のプレミアムをそれぞれ付した金額である1,070円、本新株予約権買付価格を52,000円とする旨及び本公開買付けの諸条件に関して第2回提案書から変更はない旨の第3回提案書を受領しました。当社は、第3回提案書における公開買付者の提案に対し、2024年10月17日、本公開買付けに賛同表明及び応募推奨を行う上で当社及び本特別委員会が想定している当社の本源的価値を大きく下回っているだけでなく、価格の引き上げ幅も不十分であると考え、本公開買付価格の再検討を要請しました。その後、当社は、2024年10月23日に、本公開買付価格を2024年10月23日時点の当社株価終値808円に対して37.38%、過去1ヶ月間終値平均(808円)に対して37.38%、過去3ヶ月間終値平均(805円)に対して37.89%、過去6ヶ月間終値平均(818円)に対して35.70%のプレミアムをそれぞれ付した金額である1,100円、本新株予約権買付価格を56,000円とする旨及び本公開買付けの諸条件に関して第2回提案書から変更はない旨の第4回提案書を受領しました。当社は、第4回提案書における公開買付者の提案に対し、2024年10月25日、本公開買付けに賛同表明及び応募推奨を行う上で当社及び本特別委員会が想定している当社の本源的価値が反映されたものとは評価できず、価格の引き上げ幅も不十分であり、また、当社の少数株主の利益に対して配慮がなされた水準であるとも評価できないと考え、本公開買付価格の再検討を要請しました。その後、当社は、2024年10月29日に、本公開買付価格を2024年10月29日時点の当社株価終値802円に対して40.40%、過去1ヶ月間終値平均(804円)に対して40.05%、過去3ヶ月間終値平均(800円)に対して40.75%、過去6ヶ月間終値平均(820円)に対して37.32%のプレミアムをそれぞれ付した

金額である1,126円、本新株予約権買付価格を57,600円とする旨及び本公開買付けの諸条件に関して第2回提案書から変更はない旨の第5回提案書を受領しました。当社は、第5回提案書における公開買付者の提案に対し、2024年11月1日、本公開買付けに賛同表明及び応募推奨を行う上で当社及び本特別委員会が想定している当社の本源的価値が反映されたものとは評価できず、価格の引き上げ幅も不十分であり、また、当社の少数株主の利益に対して配慮がなされた水準であるとも評価できないと考え、本公開買付価格の再検討を要請しました。その後、当社は、2024年11月6日に、公開買付者による最終提案価格として、本公開買付価格を2024年11月6日時点の当社株価終値800円に対して43.75%、過去1ヶ月間終値平均(805円)に対して42.86%、過去3ヶ月間終値平均(800円)に対して43.75%、過去6ヶ月間終値平均(821円)に対して40.07%のプレミアムをそれぞれ付した金額である1,150円、本新株予約権買付価格を60,000円とする旨及び本公開買付けの諸条件に関して第2回提案書から変更はない旨の第6回提案書を受領しました。これを受けて、当社は、2024年11月7日開催の本特別委員会における検討を踏まえた結果、上記提案価格(本公開買付価格1,150円、本新株予約権買付価格60,000円)は、公開買付者による最終提案価格であって、これ以上の増額を要請することは難しいと考えられた一方で、三菱UFJモルガン・スタンレー証券による当社株式の株式価値算定結果や、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。)公表の2019年6月28日以降に公表され、2024年11月13日までに成立した事例のうち、国内上場企業を対象とし完全子会社化を企図した上限が付されていない他社株公開買付けの事例(マネジメント・バイアウト(MBO))(注3)の事例を除く。)におけるプレミアム水準と比較しても、他の同種案件と遜色ないプレミアムが確保されていると認められる水準であると考え、公開買付者に対し、2024年11月7日、正式な意思決定は2024年11月14日付の取締役会にて承認されることを条件として、上記提案価格(本公開買付価格1,150円、本新株予約権買付価格60,000円)をもって、本公開買付けに賛同し、当社の株主及び本新株予約権の所有者(以下「本新株予約権者」といいます。)に対しては応募を推奨する予定である旨回答しました。プレミアム水準の詳細については、下記「(iii) 判断内容」をご参照ください。

(注3) 「マネジメント・バイアウト(MBO)」とは、公開買付者が当社の役員との合意に基づき公開買付けを行うものであって当社の役員と利益を共通にするものである取引をいいます。

(iii)判断内容

以上の経緯の下で、当社は、2024年11月14日付の取締役会において、アンダーソン・毛利・友常法律事務所から受けた法的助言、三菱UFJモルガン・スタンレー証券から受けた財務的見地からの助言並びに同年11月14日付で提出を受けた当社株式の価値算定結果に関する株式価値算定書(以下「当社株式価値算定書」といいます。)の内容を踏まえつつ、本特別委員会における検討及び本特別委員会から2024年11月14日付で取得した答申書(以下「本答申書」といいます。)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当社の企業価値の向上に資するか否か、及び本買付価格変更(以下に定義します。以下同じです。)前の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、慎重に協議及び検討を行いました。

その結果、以下のとおり、当社は、本取引は、当社、連結子会社21社及び関連会社4社で構成される企業グループ(以下「当社グループ」といいます。)の企業価値の向上に資すると判断いたしました。

すなわち、本意見表明プレスリリースの「3. 本公開買付けに関する意見の内容、根拠及び理由」の「(2) 本公開買付けに関する意見の根拠及び理由」の「② 公開買付者が本公開買付けの実施を決定するに至った背景、目的及び意思決定の過程、並びに本公開買付け後の経営方針」の「(i) 本公開買付けを実施するに至った背景、目的及び意思決定の過程」に記載のとおり、当社グループを取り巻く経営環境は転換点を迎えており、持続的な成長及び収益性向上に向けては、様々な施策を通じた事業モデルの変革により、総合マーケティング支援企業としてプレゼンスを向上していくことが必要不可欠です。

当社グループが2023年8月に公表した2024年6月期～2026年6月期までの中期経営計画(3カ年)の1年目は、これまでの施策が奏功し、好環境サイクルが回り始め順調に進捗しています。離反顧客の呼び戻し、業務の効率化・生産性の改善、提案営業力の強化、付加価値向上と戦略的プライシング、潜在ニーズの顕在化等の施策を実行し、2024年6月期においては、日本事業の売上収益は前期比8.0%成長、韓国事業の売上収益は前期比7.3%成長となり、連結全体の売上収益は前期比8.0%成長となり、市場成長を上回る成長を実現しています。

中期経営計画の達成に向けて事業及び業績は順調に進捗しているものの、インサイト産業への移行による顧客ニーズの多様化、コンサルティングファームの台頭等の目まぐるしい事業環境の変化が起こっている中で当社の競争優位性及び収益性を維持する上では、今後も基幹システムの刷新、新ソリューションの展開、事業領域の拡大に向けた積極的な投資が必要となります。短期的な業績への影響にとらわれない中長期的な投資を機動的に推進する必要がある中で、これらの施策を行うにあたり上場を維持した場合には、中長期的には当社グループの企業価値向上に資するものであったとしても、一時的な利益水準の低下やキャッシュ・フローの悪化等により、既存株主の皆様にも不利益を与える可能性も否定できないことから、少数株主の利益保護等の観点から戦略として採用しにくいと考えています。したがって、当社は、当社が中長期的に競争力・収益力を高めるための各取組みを柔軟かつ機動的に推進するためには、戦略的パートナーの下で非公開化することが有効であると考えてに至りました。

そして、当社は、2024年11月14日付の当社取締役会において、本取引を通じて、短期的な業績変動にとらわれることなく、中長期的な視点で経営課題に機動的かつ柔軟に取り組み、CVCの豊富な実績及び知見・ネットワークを最大限活用することで、当社グループの持続的な成長の実現、及び当社グループの中長期的な企業価値の向上の実現可能性を高めることができると判断しました。これらの実現可能性を高めるために、CVCから得られると当社が考えるサポートは以下のとおりです。

a) 長期視点での経営に基づく成長戦略・投資の機動的な実行の支援

本意見表明プレスリリースの「3. 本公開買付けに関する意見の内容、根拠及び理由」の「(2) 本公開買付けに関する意見の根拠及び理由」の「② 公開買付者が本公開買付けの実施を決定するに至った背景、目的及び意思決定の過程、並びに本公開買付け後の経営方針」の「(i) 本公開買付けを実施するに至った背景、目的及び意思決定の過程」に記載のとおり、当社グループは基幹システムの刷新、新ソリューションの展開、事業領域の拡大に向けた積極的な投資が必要不可欠な状況にあります。「経営陣とのパートナーシップを前提に、中長期的な成長戦略に着目して投資を実行し、投資先企業の継続的な成長を支援することで、新たな企業価値の創造を実現」というCVCの投資理念を基に、短期的な株主利益及び収益確保のためのコストコントロール等に縛られず、長期的視点に基づく成長戦略・投資を機動的に実行することができます。また、本件に投資を実行するファンドは、2024年に設立されており、企業成長の進捗に応じて長期的な保有が可能とのこと、長期的な視点での経営が期待されます。

b) バリュアップノウハウ及び経営リソースの提供

本意見表明プレスリリースの「3. 本公開買付けに関する意見の内容、根拠及び理由」の「(2) 本公開買付けに関する意見の根拠及び理由」の「② 公開買付者が本公開買付けの実施を決定するに至った背景、目的及び意思決定の過程、並びに本公開買付け後の経営方針」の「(ii) 本公開買付け後の経営方針」に記載のとおり、CVCはこれまで蓄積してきた投資先に対する豊富なバリュアップノウハウを提供するとともに、先行投資のための資金投入を含む、各種支援を行い、当社の事業の潜在的価値の最大化を実現させていく予定とのことです。具体的には、(1)DX/AI投資(リサーチシステム刷新、プラットフォーム化)への資金投入及び専門人材の紹介による生産性向上・提供サービス強化、(2)採用強化支援、提携先企業のご紹介、外部アドバイザーの招聘によるコンサルティング事業の成長の加速、(3)M&Aに関する包括的支援(グローバルネットワークを活かしたM&Aの機会拡大、戦略策定、PMI支援等)、(4)生産性改善や付加価値向上に資する人材の質・量の向上に向けた採用プロセス改善・離職抑制支援、(5)高付加価値サービス提供のためのマーケティング強化支援、(6)CVC投資先の総合メディカルグループが保有する医療関係ネットワーク活用による、未病・健康維持に関するヘルスケア領域におけるライフサイエンス事業成長の加速、(7)CVCのネットワーク活用による、東南アジアを中心としたグローバル展開の加速を支援していく予定とのことです。

なお、当社株式の非公開化を行った場合には、上場会社として当社が享受してきた社会的な信用力及び知名度の向上による優れた人材の確保及び取引先との関係の構築等に影響を及ぼす可能性が考えられます。しかしながら、当社グループが持つ競争優位性は、消費者パネルデータと役員に蓄積された知見にあり、これらは上場の有無にかかわらず維持されるものであり、取引先からの認知度や信頼性が大きく変わることはないと考えています。また、非公開化を通じて付加価値・競争力を高め、グローバルなインサイト企業として持続的に成長することは、従業員の士気の維持・向上に繋がるものと考えています。加えて、当社株式の非公開化により、資本市場からのエクイティ・ファイナンスによる資金調達を行うことができなくなるものの、既存行を中心とした間接金融に加えて、必要に応じてCVCからのエクイティを通じた資金支援を予定しており、当該デメリットが当社グループの事業に与える影響は大きくないと考えられます。したがって、当社取締役会は、当社株式の非公開化のメリットはそのデメリットを上回ると判断いたしました。以上を踏まえ、当社取締役会は、本公開買付けを含む本取引により当社株式を非公開化することが、当社グループの企業価値の向上に資するものであると判断いたしました。

また、当社は、主として以下の点から、本買付価格変更前の本公開買付価格は当社の少数株主の皆様が享受すべき利益が確保された価格として妥当性を有し、本公開買付けは、当社の少数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当社株式の売却の機会を提供するものであると判断いたしました。

- (a) 本買付価格変更前の本公開買付価格が、当社において、下記「3. 会社法第234条の規定により1株に満たない端数の処理をすることが見込まれる場合における当該処理の方法、当該処理により株主に交付されることが見込まれる金銭の額及び当該額の算定根拠」の「(3) 本取引の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置」に記載の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、公開買付者との十分な交渉を重ねた結果合意された価格であること。
- (b) 本買付価格変更前の本公開買付価格が、本意見表明プレスリリースの「3. 本公開買付けに関する意見の内容、根拠及び理由」の「(3) 算定に関する事項」に記載されている三菱UFJモルガン・スタンレー証券による当社株式価値算定書における当社株式の株式価値算定結果のうち、市場株価分析及び類似企業比較分析による算定結果を上回っており、また、ディスカунテッド・キャッシュ・フロー(以下「DCF」といいます。))分析による算定結果のレンジの範囲内であること。
- (c) 本買付価格変更前の本公開買付価格が、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2024年11月13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当社株式の基準日の終値806円に対して42.68%(小数点以下第三位を四捨五入。以下、終値単純平均値の計算において同じです。)、基準日までの直近1ヶ月間の終値単純平均値807円に対して42.50%、同直近3ヶ月間の終値単純平均値802円に対して43.39%、同直近6ヶ月間の終値単純平均値825円に対して39.39%のプレミアムが加算されたものであり、かかるプレミアムの水準は、M&A指針公表の2019年6月28日以降に公表され、2024年11月13日までに成立した事例のうち、国内上場企業を対象とし完全子会社化を企図した上限が付されていない他社株公開買付けの事例(マネジメント・バイアウト(MBO)の事例を除きます。))187件のプレミアム水準の中央値(公表日の前営業日の終値に対して42.64%、公表日の前営業日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値に対して43.13%、公表日の前営業日までの過去3ヶ月間の終値単純平均値に対して42.72%、公表日の前営業日までの過去6ヶ月間の終値単純平均値に対して43.57%)と比較しても、本公開買付けにおいては他の同種案件と遜色ないプレミアムが確保されていると認められること。
- (d) 本買付価格変更前の本公開買付価格及び本公開買付けに係るその他の諸条件は、下記「3. 会社法第234条の規定により1株に満たない端数の処理をすることが見込まれる場合における当該処理の方法、当該処理により株主に交付されることが見込まれる金銭の額及び当該額の算定根拠」の「(3) 本取引の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置」の「③ 当社における独立した特別委員会の設置及び答申書の取得」に記載のとおり、本特別委員会から取得した本答申書においても、妥当であると認められると判断されていること。

また、当社は、本買付価格変更前の本新株予約権買付価格については、本買付価格変更前の本公開買付価格と本新株予約権の行使価額との差額を基準に算定されていることから、上記(a)乃至(d)の点等を踏まえ、本取引を通じて本新株予約権者の皆様が享受すべき利益が確保された妥当な価格であると判断いたしました。

以上より、当社は、本取引が当社の企業価値の向上に資するものであるとともに、本買付価格変更前の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、2024年11月14日付の当社取締役会において、本公開買付けに賛同する旨の意見を表明するとともに、当社の株主及び本新株予約権者の皆様に対して、本公開買付けへの応募を推奨することを決議いたしました。

その後、当社は、2024年12月26日、公開買付者より、本公開買付け開始後における当社株式の市場株価の状況、当社の株主の皆様による本公開買付けへの応募状況及び今後の応募の見通しを総合的に勘案し、当社の株主の皆様判断機会を提供し、本公開買付けの成立可能性を高めるため、公開買付期間を2025年1月17日まで延長し、合計40営業日とすることを決定した旨の伝達を受けました。

また、2025年1月17日、当社は、公開買付者より、本公開買付けの応募状況及び今後の応募の見通しを総合的に勘案し、当社の株主の皆様の本買付価格変更前の本公開買付価格より高い金額での売却機会を提供し、本公開買付けの成立の可能性を高めることを企図して、同日付で、本公開買付価格を1,150円から1,250円とし、併せて本新株予約権買付価格を変更後の本公開買付価格である1,250円と本新株予約権の当社株式1株当たりの行使価額である550円との差額に本新株予約権1個の目的となる当社株式の数に乗じた金額である70,000円とすること(以下「本買付価格変更」といいます。)を決定し、本買付価格変更、並びに金融商品取引法(昭和23年法律第25号。その後の改正を含みます。以下同じです。)(以下「法」といいます。)第27条の8第8項及び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第22条第2項に基づき、公開買付期間を2025年1月17日から起算して11営業日を経過した日である2025年2月3日まで延長し、51営業日とすることを決定した旨の伝達を受けました。

当社は、公開買付者による本買付価格変更について慎重に協議・検討を行い、本買付価格変更に関する本特別委員会の意見等を踏まえ、(i)本買付価格変更を前提としても、本取引は、短期的な業績変動にとらわれることなく、中長期的な視点で経営課題に機動的かつ柔軟に取り組み、CVCの豊富な実績及び知見・ネットワークを最大限活用することで、当社グループの持続的な成長の実現、及び当社グループの中長期的な企業価値の向上の実現可能性を高めていくための合理的な選択肢であることに変わりはなく、(ii)本買付価格変更に係る本公開買付価格1,250円については、三菱UFJモルガン・スタンレー証券より、2024年11月14日付で当社株式価値算定書を取得して以降、その前提とした当社の事業の現状及び将来の見通し等の状況に重大な変更がない中で、本買付価格変更に係る本公開買付価格は、当社株式価値算定書におけるDCF分析により算定された当社株式の1株当たり株式価値のレンジの中央値近傍の価格であること等から、本買付価格変更は、合理的な目的のもと、少数株主の利益に配慮した形でなされるものであり、本買付価格変更により本公開買付けの成立確度を高めることは、当社の企業価値の向上に資すると認められる本取引の実現可能性を高めるとともに、少数株主に適切な売却機会を与える観点で望ましいと考えられると判断いたしました。そこで、当社は、2025年1月17日開催の取締役会において、本買付価格変更を踏まえても、本公開買付けへの賛同の意見を表明するとともに、当社の株主及び本新株予約権者の皆様に対して、本公開買付けへの応募を推奨する旨の意見を維持することを決議いたしました。

その後、当社は、2025年2月17日付で、公開買付者より、本公開買付けの応募状況に鑑み、その成立の可能性を高めることを企図して、同日付で、当社の株主であるOasis Investments II Master Fund Ltd.(2025年2月17日現在における所有株式数：823,150株、所有割合：2.11%)、Oasis Japan Strategic Fund Ltd.(2025年2月17日現在における所有株式数：1,119,484株、所有割合：2.87%)及びOasis Japan Strategic Fund Y Ltd.(2025年2月17日現在における所有株式数：1,349,966株、所有割合：3.47%)(以下、総称して「オアシスグループ」といいます。)並びにWill Field Capital Pte. Ltd.(2025年2月17日現在における所有株式数：1,198,400株、所有割合：3.08%)(これらを総称して、以下「本応募合意株主(2025年2月17日)」といいます。)との間で、(i)各本応募合意株主(2025年2月17日)が同日時点でその所有する当社株式の全て(所有株式数の合計：4,491,000株、所有割合の合計：11.53%)を本公開買付けに応募すること、及び(ii)本公開買付けの成立を条件として、各本応募合意株主(2025年2月17日)がジャージー法に基づき新たに設立され、かつCVCのいずれかから助言を提供されているCVC Capital Partners Asia VI Limitedにより発行済株式の全てを間接的に所有されているTJ Holding Limited(以下「公開買付者親会社」といいます。)の完全親会社であるTJ Midco Holding Limitedに対して出資する予定のリミテッド・パートナーシップ(以下「本再出資先」といいます。)に対して、本再出資先を通じたTJ Midco Holding Limitedへの出資割合が各本応募合意株主(2025年2月17日)の当社株式の所有割合(Oasis Investments II Master Fund Ltd.については2.11%、Oasis Japan Strategic Fund Ltd.については2.87%、Oasis Japan Strategic Fund Y Ltd.については3.47%、Will Field Capital Pte. Ltd.については3.08%)となる割合を基準として別途合意される割合で持分出資(以下「本再出資(本応募合意株主(2025年2月17日))」)を行います。)を行うことを内容とする公開買付応募契約(以下「本応募契約(2025年2月17日)」)といたします。)をそれぞれ締結した旨の伝達を受けました。

また、当社は、同日、公開買付者より、公開買付期間を2025年2月17日から起算して10営業日を経過した日に当たる2025年3月4日まで延長することとした旨の伝達を受けました。

当社は、公開買付者による本応募契約(2025年2月17日)の締結について慎重に協議・検討を行い、本応募契約(2025年2月17日)の締結に関する本特別委員会の意見等を踏まえ、本再出資(本応募合意株主(2025年2月17日))について、CVCの支援の下での当社グループの中長期的な企業価値の向上という本取引の目的に影響を及ぼすものではないものであると判断いたしました。

そこで、当社は、2025年2月17日開催の取締役会において、本応募契約(2025年2月17日)の締結を踏まえても、本公開買付けへの賛同の意見を表明するとともに、当社の株主及び本新株予約権者の皆様に対して、本公開買付けへの応募を推奨する旨の意見を維持することを決議いたしました。

その後、当社は、2025年3月4日、公開買付者より、本買付価格変更を決定した後、公開買付者は、引き続き当社の株主の皆様による本公開買付けへの応募状況及び今後の応募の見通しを注視しておりましたが、本公開買付けの成立可能性を高めるためには、当社の株主の皆様には第2回本買付価格変更(以下に定義します。)前の本公開買付価格より高い金額での売却機会を提供するとともに、本公開買付けに対する応募について更なる判断機会を提供する必要があると考え、同日付で、本公開買付価格を1,250円から1,275円とし、併せて本新株予約権買付価格を変更後の本公開買付価格である1,275円と本新株予約権の当社株式1株当たりの行使価額である550円との差額に本新株予約権1個の目的となる当社株式の数を乗じた金額である72,500円とすること(以下「第2回本買付価格変更」といいます。)を決定した旨の伝達を受けました。また、公開買付者は、公開買付期間を2024年11月15日から2025年3月4日まで(70営業日)と定めておりましたが、第2回本買付価格変更を決定したことに伴う公開買付届出書の訂正届出書の提出により、法令に基づき、公開買付期間を当該訂正届出書の提出日である2025年3月4日から起算して10営業日を経過した日に当たる2025年3月18日まで延長することとした旨の伝達を受けました。

また、当社は、同日付で、公開買付者より、本公開買付けの応募状況に鑑み、その成立の可能性を高めることを企図して、同日付で、Grantham, Mayo, Van Otterloo & Co. LLC (2025年3月4日現在における所有株式数：4,730,000株、所有割合：12.14%)(以下「GMO」といいます。))との間で、(i)GMOが同日時点でその所有する当社株式の全て(所有株式数：4,730,000株、所有割合：12.14%)を本公開買付けに応募すること、及び(ii)本公開買付けの成立を条件として、GMOが、GMOの関連事業体を通じて、本再出資先に対して、本再出資先を通じたTJ Midco Holding Limited への出資割合が原則として18%から19%までの範囲のいずれかとなる割合で持分出資(以下「本再出資(GMO)」といいます。)(以下、本再出資(本応募合意株主(2025年2月17日))及び本再出資(GMO)を総称して「本再出資」といいます。))を行うことを内容とする公開買付応募契約(以下「本応募契約(GMO)」といいます。))を締結した旨の伝達を受けました。本応募契約(GMO)の詳細につきましては、本意見表明プレスリリースの「4. 公開買付者と自社の株主との間における公開買付けへの応募に係る重要な合意に関する事項」の「② 本応募契約(GMO)」をご参照ください。

当社は、公開買付者による第2回本買付価格変更について慎重に協議・検討を行い、第2回本買付価格変更に関する本特別委員会の意見等を踏まえ、(i)第2回本買付価格変更を前提としても、本取引は、短期的な業績変動にとらわれることなく、中長期的な視点で経営課題に機動的かつ柔軟に取り組み、CVCの豊富な実績及び知見・ネットワークを最大限活用することで、当社グループの持続的な成長の実現、及び当社グループの中長期的な企業価値の向上の実現可能性を高めていくための合理的な選択肢であることに変わりはなく、(ii)第2回本買付価格変更に係る本公開買付価格1,275円については、三菱UFJモルガン・スタンレー証券より、2024年11月14日付で当社株式価値算定書を取得して以降、その前提とした当社の事業の現状及び将来の見通し等の状況に重大な変更がない中で、第2回本買付価格変更に係る本公開買付価格は、当社株式価値算定書におけるDCF分析により算定された当社株式の1株当たり株式価値のレンジの中央値近傍の価格であること等から、本買付価格変更は、合理的な目的のもと、少数株主の利益に配慮した形でなされるものであり、本買付価格変更により本公開買付けの成立確度を高めることは、当社の企業価値の向上に資すると認められる本取引の実現可能性を高めるとともに、少数株主に適切な売却機会を与える観点で望ましいと考えられると判断いたしました。

また、当社は、公開買付者による本応募契約(GMO)の締結について慎重に協議・検討を行い、本応募契約(GMO)の締結に関する本特別委員会の意見等を踏まえ、本再出資(GMO)について、CVCの支援の下での当社グループの中長期的な企業価値の向上という本取引の目的に影響を及ぼすものではないものであると判断いたしました。

そこで、当社は、2025年3月4日開催の取締役会において、第2回本買付価格変更及び本応募契約(GMO)の締結を踏まえても、本公開買付けへの賛同の意見を表明するとともに、当社の株主及び本新株予約権者の皆様に対して、本公開買付けへの応募を推奨する旨の意見を維持することを決議いたしました。

上記2024年11月14日付、並びに2025年1月17日、2025年2月17日、及び2025年3月4日開催の各取締役会における決議の方法については、下記「3. 会社法第234条の規定により1株に満たない端数の処理をすることが見込まれる場合における当該処理の方法、当該処理により株主に交付されることが見込まれる金銭の額及び当該額の算定根拠」の「(3) 本取引の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置」の「④ 当社における利害関係を有しない取締役全員の承認」をご参照ください。

その後、上記のとおり、本公開買付けが成立いたしました。公開買付者は、本公開買付けにより当社株式(ただし、BBT所有株式及び当社が所有する自己株式を除きます。))及び本新株予約権の全てを取得するに至らなかったことから、当社は、公開買付者からの要請を受け、2025年4月21日付の取締役会の決議により、当社の株主を公開買付者のみとするために、本臨時株主総会において株主の皆様のご承認をいただくことを条件として、本株式併合を実施することとし、本株式併合に係る議案を本臨時株主総会に付議することを決議いたしました。

なお、本株式併合により、公開買付者以外の株主の皆様所有する当社株式の数は、1株に満たない端数となる予定です。

2. 本株式併合の割合

当社株式19,470,046株を1株に併合いたします。

3. 会社法第234条の規定により1株に満たない端数の処理をすることが見込まれる場合における当該処理の方法、当該処理により株主に交付されることが見込まれる金銭の額及び当該額の算定根拠

(1) 1株に満たない端数の処理をすることが見込まれる場合における当該処理の方法

① 会社法第235条第1項又は同条第2項において準用する同法第234条第2項のいずれの規定による処理を予定しているかの別及びその理由

上記「1. 株式併合の目的」に記載のとおり、本株式併合により、公開買付者以外の株主の皆様が所有する当社株式の数は、1株に満たない端数となる予定です。

本株式併合の結果生じる1株未満の端数については、その合計数(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。))第235条第1項の規定により、その合計数に1株に満たない端数がある場合にあっては、当該端数は切り捨てられます。))に相当する数の株式を、会社法第235条その他の関係法令の規定に従って売却し、その端数に応じて、その売却により得られた代金を株主の皆様へ交付いたします。当該売却について、当社は、本株式併合が当社の株主を公開買付者のみとすることを目的とする本取引の一環として行われるものであること、及び当社株式が2025年6月17日をもって上場廃止となる予定であり、市場価格のない株式となることから、競売によって買受人が現れる可能性は低いと考えられることに鑑み、会社法第235条第2項の準用する同法第234条第2項の規定に基づき、裁判所の許可を得て公開買付者に売却することを予定しております。

この場合の売却額は、上記裁判所の許可が予定どおり得られた場合には、本株式併合の効力発生日の前日である2025年6月18日の最終の当社の株主名簿に記載又は記録された株主の皆様が所有する当社株式の数に本公開買付価格と同額である1,275円を乗じた金額に相当する金銭を各株主の皆様へ交付できるような価格に設定する予定です。ただし、裁判所の許可が得られない場合や計算上の端数調整が必要な場合等においては、実際に交付される金額が上記金額と異なる場合もあります。

② 売却に係る株式を買い取る者となることが見込まれる者の氏名又は名称

TJ1株式会社

③ 売却に係る株式を買い取る者となることが見込まれる者が売却に係る代金の支払のための資金を確保する方法及び当該方法の相当性

本意見表明プレスリリースの「3. 本公開買付けに関する意見の内容、根拠及び理由」の「(2) 本公開買付けに関する意見の根拠及び理由」の「① 本公開買付けの概要」に記載のとおり、公開買付者は、本株式併合により生じる端数の合計数に相当する当社株式の取得に要する資金を含む本取引の実行に係る資金を、公開買付者親会社による公開買付者の普通株式の第三者割当の方法による引受けに係る出資並びに株式会社三菱UFJ銀行(以下「三菱UFJ銀行」といいます。))及び株式会社みずほ銀行(以下「みずほ銀行」といいます。))からの借入れにより賄うことを予定しているとのことです。当社は、公開買付者親会社からの出資に関する出資証明書、三菱UFJ銀行からの借入れに関する融資証明書及びみずほ銀行からの借入れに関する融資証明書を確認することによって、公開買付者の資金確保の方法を確認しております。

また、公開買付者によれば、本株式併合の結果生じる1株未満の端数の合計数に相当する当社株式の売却代金の支払についても、この資金から賄うことを予定しており、当該支払に支障を及ぼす可能性のある事象は発生しておらず、また今後発生する可能性も認識していないとのことです。

したがって、当社は、公開買付者による端数相当株式の売却に係る代金の支払のための資金を確保する方法は相当であると判断しております。

④ 売却する時期及び売却により得られた代金を株主に交付する時期の見込み

当社は、本株式併合の効力発生後、2025年6月下旬又は7月上旬を目途に会社法第235条第2項の準用する同法第234条第2項の規定に基づき、裁判所に対して、本株式併合の結果生じる1株未満の端数の合計数に相当する当社株式を公開買付者に売却することについて許可を求める申立てを行うことを予定しております。当該許可を得られる時期は裁判所の状況等によって変動し得ますが、当社は、当該裁判所の許可を得て、2025年7月中旬又は下旬を目途に当社株式を売却し、その後、当該売却によって得られた代金を株主の皆様へに交付するために必要な準備を行った上で、2025年9月下旬を目途に、当該売却代金を株主の皆様へに交付することを見込んでおります。当社は、本株式併合の効力発生日から売却に係る一連の手續に要する期間を考慮し、上記のとおり、それぞれの時期に、本株式併合の結果生じる1株未満の端数の合計数に相当する当社株式の売却が行われ、また、当該売却代金の株主の皆様への交付が行われるものと判断しております。

なお、当該売却代金は、本株式併合の効力発生日の前日である2025年6月18日時点の当社の最終の株主名簿における各株主の皆様に対し、当社による配当財産の交付の方法に準じて交付する予定です。

(2) 当該処理により株主に交付されることが見込まれる金銭の額及び当該額の算定根拠

本株式併合においては、上記「(1) 1株に満たない端数の処理をすることが見込まれる場合における当該処理の方法」の「① 会社法第235条第1項又は同条第2項において準用する同法第234条第2項のいずれの規定による処理を予定しているかの別及びその理由」に記載のとおり、株主の皆様が所有する当社株式の数に本公開買付価格と同額である1,275円を乗じた金額に相当する金銭を、株主の皆様へに交付することを予定しております。

本公開買付価格(1,275円)につきましては、(i)下記「(3) 本取引の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置」の「① 当社における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からの株式価値算定書の取得」に記載されている三菱UFJモルガン・スタンレー証券による当社株式価値算定書における当社株式の株式価値算定結果によれば、市場株価分析及び類似企業比較分析の上限値を上回り、DCF分析に基づく1株当たりの株式価値レンジに収まる水準となっていること、(ii)本公開買付価格が、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2024年11月13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当社株式の基準日の終値806円に対して58.19%、基準日までの直近1ヶ月間の終値単純平均値807円に対して57.99%、同直近3ヶ月間の終値単純平均値802円に対して58.98%、同直近6ヶ月間の終値単純平均値825円に対して54.55%のプレミアムが加算されたものであり、第2回本買付価格変更後の本公開買付価格(1,275円)は、当社株式の合理的な売却の機会を当社の株主の皆様に対して提供するものであること、(iii)下記「(3) 本取引の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置」に記載の本公開買付けの公正性を担保するための措置が採られた上で決定された価格であること等を踏まえ、本公開買付価格は妥当性を有し、当社の株主の皆様に対して、合理的な株式の売却の機会を提供するものであると判断いたしました。

また、当社は、2024年11月14日付、並びに2025年1月17日、2025年2月17日、及び2025年3月4日開催の各取締役会において、本公開買付けに賛同する旨の意見を表明するとともに、当社の株主及び本新株予約権者の皆様に対して、本公開買付けへの応募を推奨する旨の決議をした後、本臨時株主総会の招集を決定した2025年4月21日付の取締役会の決議時点に至るまでに、本公開買付価格の算定の基礎となる諸条件に重大な変更が生じていないことを確認しております。

以上より、当社は、端数処理の方法及び端数処理により株主の皆様へに交付されることが見込まれる金銭の額については、相当であると判断しております。

(3) 本取引の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置

2024年11月14日現在、CVC、CVCファンド、公開買付者親会社及び公開買付者は、当社株式及び本新株予約権を所有しておらず、本公開買付けは支配株主による公開買付けには該当いたしません。また、当社の経営陣の全部又は一部が公開買付者に直接又は間接に出資することも予定されておらず、本公開買付けを含む本取引は、いわゆるマネジメント・バイアウト(MBO)にも該当いたしません。

もっとも、本公開買付けが当社を完全子会社化することを目的とする本取引の一環として実施されることを踏まえ、本公開買付け価格及び本新株予約権買付価格の公正性の担保、本公開買付け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の排除の観点から、本公開買付けを含む本取引の公正性を担保するため、以下に記載の措置を実施いたしました。

① 当社における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からの株式価値算定書の取得

(i) 算定機関の名称並びに上場会社及び公開買付者との関係

当社は、公開買付者、CVC、CVCファンド及び当社並びに本取引の成否のいずれからも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、三菱UFJモルガン・スタンレー証券に対して、当社株式の株式価値の算定を依頼し、2024年11月14日に、当社株式価値算定書を取得いたしました。なお、三菱UFJモルガン・スタンレー証券は、公開買付者及び当社のいずれの関連当事者にも該当せず、本公開買付けを含む本取引に関して重要な利害関係を有しておりません。三菱UFJモルガン・スタンレー証券は、三菱UFJ銀行と同一の親会社をもつ会社であり、三菱UFJ銀行は、CVCファンド及び当社に対して通常の銀行取引の一環として融資取引を行っており、また、公開買付者に対して、本公開買付けの決済に要する資金に係る融資を行う予定ではありますが、三菱UFJモルガン・スタンレー証券によれば、法第36条第2項及び金融商品取引業等に関する内閣府令(平成19年内閣府令第52号。その後の改正を含みます。)第70条の4の適用法令に従い、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三菱UFJモルガン・スタンレー証券及び三菱UFJ銀行の間並びにそれぞれの社内において、弊害防止措置として、当社に関する情報について厳格に管理する情報隔壁措置等の適切な利益相反管理体制を構築し、かつ、実施していることから、三菱UFJモルガン・スタンレー証券は、三菱UFJ銀行の判断に影響を受けることなくファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関としての役務を提供しており、三菱UFJ銀行の貸付人の地位とは独立した立場で当社株式の株式価値の算定を行っているとのこと。また、本特別委員会は、第1回の特別委員会において、三菱UFJモルガン・スタンレー証券が過去の同種取引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の実績を有していることから、当社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することを追認しております。なお、当社は、本取引に際して実施されている他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(具体的な内容については、本「(3) 本取引の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置」をご参照ください。)を踏まえ、三菱UFJモルガン・スタンレー証券から本公開買付け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。また、本取引に係る三菱UFJモルガン・スタンレー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おりますが、当社は、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当社に相応の金銭負担が生じる報酬体系の是非等も勘案すれば、本公開買付けの完了等を条件に支払われる成功報酬が含まれ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三菱UFJモルガン・スタンレー証券を当社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ました。

(ii)算定の概要

三菱ＵＦＪモルガン・スタンレー証券は、本公開買付けにおける算定手法を検討した結果、当社株式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、当社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から市場株価分析を、当社と比較的類似する事業を手掛ける上場企業が複数存在し、類似企業比較による当社株式の株式価値の類推が可能であることから類似企業比較分析を、また将来の事業活動の状況を算定に反映するため、DCF分析を用いて当社株式の株式価値の算定を行っています。

三菱ＵＦＪモルガン・スタンレー証券により上記各手法において算定された当社株式の１株当たりの株式価値の範囲は、それぞれ以下のとおりです。

市場株価分析	：802円～825円
類似企業比較分析	：689円～850円
DCF分析	：1,068円～1,509円

市場株価分析では、2024年11月13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当社株式の基準日終値806円、直近１ヶ月間の終値単純平均値807円、直近３ヶ月間の終値単純平均値802円及び直近６ヶ月間の終値単純平均値825円を基に、当社株式の１株当たりの株式価値の範囲を802円から825円までと算定しております。

類似企業比較分析では、当社と比較的類似する事業を手掛ける上場企業の市場株価や財務指標との比較を通じて、当社株式の株式価値を分析し、当社株式の１株当たりの株式価値の範囲を689円から850円までと算定しております。

DCF分析では、当社が作成した2025年６月期から2029年６月期までの５期分の事業計画(以下「本事業計画」といいます。)、直近までの業績の動向、一般に公開された情報等の諸要素を前提として、当社が将来創出すると見込まれるフリー・キャッシュ・フローを一定の割引率で現在価値に割り引いて当社の企業価値や株式価値を算定し、当社株式の１株当たりの株式価値の範囲を1,068円から1,509円までと算定しております。なお、DCF分析の前提とした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おりません。また、本事業計画は、本公開買付けの実行を前提としたものではないため、本公開買付け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、現時点において具体的に見積もることが困難であるため、本事業計画には加味しておりません。

(注４) 三菱ＵＦＪモルガン・スタンレー証券の分析及びその基礎となる当社株式の株式価値の分析は、公開買付者による当社株式への本公開買付けに対する意見表明の検討に当たって当社の取締役会の参考に資するためだけに同取締役会に宛てたものです。当該分析は、三菱ＵＦＪモルガン・スタンレー証券又はその関係会社による財務上の意見又は推奨を構成するものではなく、本公開買付けに関する一切の当社若しくは公開買付者の株主の行動又は本取引に関する一切の株主総会に関する株主による議決権行使若しくはその他の行動に関して意見を述べたり、また、本取引への賛同を推奨したりするものでもありません。

三菱UFJモルガン・スタンレー証券は、当社株式の株式価値の算定に際し、当社から提供を受けた情報及び既に公開されている情報等をそのまま採用し、それらの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ており、独自にそれらの正確性及び完全性の検証を行っておりません。加えて、当社の財務予測に関する情報については、2024年11月13日(以下「対象日」といいます。)時点で得られる最善の予測と判断に基づき当社により合理的に作成されたことを前提としております。三菱UFJモルガン・スタンレー証券は、本取引のために必要な政府機関、監督官庁等による許認可、同意等は全て取得可能であり、かつ、かかる許認可、同意等には、本取引に重大な悪影響を及ぼすような遅延、制限又は条件が付されないことを前提としております。三菱UFJモルガン・スタンレー証券は、法務、会計、税務に関するアドバイザーではありません。三菱UFJモルガン・スタンレー証券はファイナンシャル・アドバイザーであり、法務、会計、税務に関する問題については独自の検証を行うことなく、当社及び当社リーガル・アドバイザーによる判断に依拠しています。三菱UFJモルガン・スタンレー証券は、当社及び当社の関係会社の資産又は負債(簿外資産及び負債、その他偶発債務を含みます。)に関して独自の評価・査定を行っておらず、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。三菱UFJモルガン・スタンレー証券の算定は、対象日までの上記情報を反映したものであり、対象日現在における金融及び市場その他の状況、並びに対象日現在において三菱UFJモルガン・スタンレー証券が入手している情報に基づくものです。対象日以降に生じる事象が、三菱UFJモルガン・スタンレー証券の分析及び当社株式価値算定書の作成に用いられた前提に影響を及ぼす可能性はありますが、三菱UFJモルガン・スタンレー証券は、当社株式価値算定書及び分析を更新し、改訂し、又は再確認する義務を負うものではありません。当社株式価値算定書の作成及びその基となる分析は複雑な過程を経ており、必ずしも部分的な分析や要約した記載に適したものではありません。当社株式価値算定書に記載されている特定の分析に基づく評価レンジを、当社の実際の価値に関する三菱UFJモルガン・スタンレー証券による評価であると捉えることはできません。

三菱UFJモルガン・スタンレー証券は、本取引に関し、当社のファイナンシャル・アドバイザーとして役務を提供し、当該役務の対価として手数料を受領する予定です。なお、手数料の相当な部分の受領は、本取引の公表・完了を条件としています。

(iii) 本新株予約権に係る算定の概要

本新株予約権買付価格に関しては、本公開買付価格と本新株予約権の当社株式1株当たりの行使価額との差額に当該本新株予約権1個の目的となる当社株式の数に乗じた金額と決定されていることから、当社は、本新株予約権の買付価格について第三者算定機関から算定書又は意見書(フェアネス・オピニオン)を取得しておりません。

なお、本新株予約権は、譲渡による取得については当社取締役会の承認を要するものとされておりますが、当社は、2024年11月14日付の取締役会において、本新株予約権者が、その所有する本新株予約権を本公開買付けに応募することにより公開買付者に対して譲渡することについて、本公開買付けの成立を条件として、包括的に承認することを決議しております。

② 当社における独立した法律事務所からの助言

当社は、当社取締役会の意思決定の公正性及び適正性を担保するために、公開買付者、CVC、CVCファンド及び当社並びに本取引の成否のいずれからも独立したリーガル・アドバイザーとしてアンダーソン・毛利・友常法律事務所を選任し、本公開買付け及びその後の一連の対する当社取締役会の意思決定方法及び過程その他の意思決定にあたっての留意点に関する法的助言を受けております。なお、アンダーソン・毛利・友常法律事務所は、公開買付者及び当社のいずれの関連当事者にも該当せず、本取引に関して重要な利害関係を有しておりません。

また、本特別委員会は、アンダーソン・毛利・友常法律事務所の独立性及び専門性に問題がないことから、当社のリーガル・アドバイザーとして選任されることを承認した上で、本特別委員会としても必要に応じて専門的助言を受けることができることを確認しております。アンダーソン・毛利・友常法律事務所の報酬は、時間単位の報酬のみとしており、本取引の成立等を条件とする成功報酬は採用していません。

③ 当社における独立した特別委員会の設置及び答申書の取得

当社は、当社において本取引の是非につき審議及び決議するに先立ち、本取引に係る当社取締役会の意思決定に慎重を期し、当社取締役会の意思決定過程における恣意性及び利益相反のおそれを排除し、その公正性を担保することを目的として、2024年8月28日付で、いずれも当社の独立社外取締役である志賀裕二氏(当社社外取締役・独立役員)、中川有紀子氏(当社社外取締役・独立役員)、伊藤公健氏(当社社外取締役・独立役員)及びコバリ・クレチマーリ・シルビア氏(当社社外取締役・独立役員)の4名から構成される本特別委員会を設置いたしました。また、当社は、2024年9月25日開催の当社取締役会により、同日付で当社の社外取締役として選任された西谷剛史氏(当社社外取締役・独立役員)を本特別委員会の委員として追加で選任しており、同日以降は、本特別委員会は、西谷剛史氏を含む5名によって構成されております。また、当社は本特別委員会の委員への選定に際して、志賀裕二氏、中川有紀子氏、伊藤公健氏、コバリ・クレチマーリ・シルビア氏及び西谷剛史氏が、公開買付者、CVC、CVCファンド及び当社並びに本取引の成否のいずれとの間でも重要な利害関係を有していないことを確認しております。また、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しております。なお、本特別委員会の委員の互選により、当社の独立社外取締役である志賀裕二氏が本特別委員会の委員長に就任しております。

その上で、当社は、上記取締役会決議に基づき、本特別委員会に対し、(a)本取引の目的が正当性・合理性を有するか(本取引が当社の企業価値向上に資するかを含む。)、(b)本取引の取引条件(本公開買付価格を含む。)の公正性・妥当性が確保されているか、(c)本取引において、公正な手続を通じた当社の株主の利益への十分な配慮がなされているか、(d)上記(a)乃至(c)のほか、当社取締役会における本取引についての決定が、当社の少数株主にとって不利益なものでないと考えられるか、及び(e)当社取締役会が本公開買付けに賛同し、当社株主に応募を推奨する旨の意見表明を行うことの是非(これらを総称して、以下「本諮問事項」といいます。)を諮問し、本諮問事項についての本答申書を当社に提出することを委嘱いたしました。

さらに、当社取締役会は、本特別委員会に対しては、(i)当社のファイナンシャル・アドバイザー及びリーガル・アドバイザー等の専門家(総称して、以下「アドバイザー等」といいます。)を指名又は承認(事後承認を含む。)する権限、(ii)本諮問事項の検討にあたって、本特別委員会が必要と認める場合には、自らのアドバイザー等を選任する権限、(iii)当社の役職員その他本特別委員会が必要と認める者から本取引の検討及び判断に必要な情報を受領する権限、及び(iv)本取引の取引条件に関する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等により、本取引の取引条件に関する交渉過程に実質的に関与する権限を付与することを決議しております。また、本特別委員会への諮問にあたり、本取引に関する当社取締役会の意思決定は、当社取締役会の委嘱に基づく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、当社取締役会は当該取引条件による本取引に賛同しないことを決議しております。

本特別委員会は、2024年8月28日から同年11月13日までの間に合計11回にわたって開催されたほか、各会日間においても電子メールを通じて報告・情報共有、審議及び意思決定を行い、本諮問事項についての協議及び検討を行いました。具体的には、本特別委員会は、当社から、本取引の提案を受けた経緯、本取引の目的、事業環境、事業計画、経営課題等に関する説明を受け、質疑応答を行い、また、公開買付者から、本取引を提案するに至った経緯及び理由、本取引の目的、本取引の諸条件等について説明を受け、質疑応答を行いました。加えて、本特別委員会は、交渉担当者から適時に状況の報告を受け、重要な局面で意見を述べ、指示や要請を行うこと等により、取引条件に関する交渉過程に実質的に関与することができることを確認しております。さらに、三菱UFJモルガン・スタンレー証券から当社株式の株式価値の算定方法及び結果に関する説明を受けております。

その後、本特別委員会は、当社及び三菱UFJモルガン・スタンレー証券から、公開買付者と当社との間における本取引に係る協議・交渉の経緯及び内容等につき適時に報告を受けた上で、本特別委員会において協議し、本買付価格変更前の本公開買付価格につき、上記「1. 株式併合の目的」の「(ii)検討・交渉の経緯」に記載のとおり交渉が行われ、公開買付者から、本買付価格変更前の本公開買付価格を1,150円、本新株予約権買付価格を60,000円とする最終的な提案を受けるに至るまで、公開買付者に対して本公開買付価格の増額を要請すべき旨を当社に意見する等して、公開買付者との交渉過程に関与いたしました。さらに、アンダーソン・毛利・友常法律事務所から特別委員会の意義・役割等を含む本取引の手続面における公正性を担保するための措置、並びに本取引に係る当社取締役会の意思決定の方法及び過程その他の利益相反を回避するための措置及び本取引に関する説明を受け、それぞれ、質疑応答を行うとともに、当社及び三菱UFJモルガン・スタンレー証券からは本取引の諸条件の交渉経緯及び決定過程等に関する説明を受け、質疑応答を行い、当該算定結果の合理性について検討いたしました。

なお、本特別委員会は、上記「① 当社における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からの株式価値算定書の取得」及び「② 当社における独立した法律事務所からの助言」に記載のとおり、当社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三菱UFJモルガン・スタンレー証券並びに当社のリーガル・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、それぞれの独立性、専門性及び実績等を確認した上でこれらの選任を承認しております。

これらの内容を踏まえ、本特別委員会は、三菱UFJモルガン・スタンレー証券及びアンダーソン・毛利・友常法律事務所と議論を重ね、本諮問事項について協議・検討を行いました。本特別委員会は、このように本諮問事項について慎重に協議及び検討した結果、2024年11月14日付で、当社取締役会に対し、委員全員の一致で、大要以下の内容の本答申書を提出しました。

(i) 答申内容

- (a) 本取引は企業価値の向上に資するものであって、その目的は正当かつ合理的と認められる。
- (b) 本取引に係る取引条件(本公開買付けにおける買付け等の価格を含む。)の公正性・妥当性は確保されていると認められる。
- (c) 本取引において、公正な手続を通じた当社の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。
- (d) 上記(a)乃至(c)のほか、当社取締役会における本取引についての決定が、当社の少数株主にとって不利益なものでないと認められる。
- (e) 当社取締役会が本公開買付けに賛同し、当社株主及び本新株予約権者に応募を推奨する旨の意見表明を行うことは適切であると認められる。

(ii) 答申理由

(a) 本取引の目的の正当性・合理性(本取引による当社の企業価値向上を含む。)について

以下の点を総合的に考慮すると、本取引は当社の企業価値向上に資するものであり、その目的は正当かつ合理的と認められる。

- ・当社から説明を受けた、本意見表明プレスリリースの「3. 本公開買付けに関する意見の内容、根拠及び理由」の「(2) 本公開買付けに関する意見の根拠及び理由」の「② 公開買付者が本公開買付けの実施を決定するに至った背景、目的及び意思決定の過程、並びに本公開買付け後の経営方針」に記載の内容の当社による事業環境及び経営課題の認識については、矛盾した点や明らかに客観的事実に反している点はない。したがって、上記事業環境及び経営課題に寄与する方策(M&Aを含むがこれに限られない。)を講じることは、個別に当該方策に係るリスクや当該方策に伴うデメリットを勘案する必要はあるものの、一般論としては当社の企業価値の向上に資するものであると考えることができる。
- ・公開買付者としては、非公開化により当社は短期的な株主利益及び収益確保のためのコストコントロール等に縛られず、長期的視点に基づく成長戦略・投資を機動的に実行することができると考えている。これにより、オンライン及びデジタルリサーチへの投資の加速やコンサルティングサービスの強化、事業モデルの変革、M&Aを通じた事業基盤の拡大、海外事業の拡大・安定化といった長期的な成長戦略に注力することが可能になると考えている。また、経営陣とCVCとの協議に基づき迅速な意思決定が可能となり経営陣が核心的な事業活動に集中することができるとに加えて、戦略に応じたCVCファンドからのエクイティ資金投入により、上記の戦略実行をより加速することが可能となると考えている。
- ・当社としても、当社グループは基幹システムの刷新、新ソリューションの展開、事業領域の拡大に向けた積極的な投資が必要不可欠な状況にある。「経営陣とのパートナーシップを前提に、中長期的な成長戦略に着眼して投資を実行し、投資先企業の継続的な成長を支援することで、新たな企業価値の創造を実現」というCVCの投資理念を基に、短期的な株主利益及び収益確保のためのコストコントロール等に縛られず、長期的視点に基づく成長戦略・投資を機動的に実行することができると考えている。また、本件に投資を実行するファンドは、2024年に設立されており、企業成長の進捗に応じて長期的な保有が可能とのことで、長期的な視点での経営が期待される。さらに、CVCがこれまで蓄積してきた投資先に対する豊富なバリューアップノウハウの提供を受けるとともに、先行投資のための資金投入を含む、各種支援を受けることで、当社の事業の潜在的価値の最大化を実現することができると考えている。
- ・他方、本取引によって生じる可能性のある当社におけるデメリットとして、①上場会社として当社が享受してきた社会的信用力及び知名度の向上による優れた人材の確保、資本市場からの資金調達に影響を及ぼす可能性、②LB0ローンに伴う経営の自由度の低下等が挙げられる。もっとも、①上場会社であることによる社会的信用力及び知名度の向上については、当社としては、当社グループが持つ競争優位性を基に、真摯な事業遂行を継続していくことで実現可能なものであり、また、上場廃止により資本市場からの資金調達が受けられなくなるものの影響についても、既存行を中心とした間接金融に加え、CVCからの必要に応じた資金支援等を考慮すると、特段の影響はないものと考えている。また、②LB0ローンの条件についても、当社が負担する負債比率はマーケットスタンダードからみても合理的な水準であり、また、コベナント等の事業への影響も限定的であるといった説明を当社から受けており、公開買付者からも同様の説明がなされている。以上の点に不合理なところはなく、したがって、以上の点に鑑みると、本取引による当社の企業価値向上に対する重大な支障となる事情として認められるものも見受けられない。
- ・以上の点にいずれも不合理なところはなく、公開買付者の想定と当社の想定との間に矛盾・齟齬もなく、本取引の実行は、当社が認識する経営課題の解決に資することが認められる。

(b) 本取引の取引条件(本公開買付価格を含む。)の公正性・妥当性が確保されているかについて

以下の点を総合的に考慮すると、本公開買付けにおける買付け等の価格を含め、本取引の取引条件の公正性・妥当性が確保されているといえる。

- ・本取引における本買付価格変更前の本公開買付価格及び本買付価格変更前の本新株予約権買付価格の合意は、当社と公開買付者との間において、実質的にも独立当事者間に相当する客観的かつ整合性のある議論を踏まえた交渉の結果なされたものであることが推認され、合意プロセスの透明性や公正性を疑わせるような事情は見当たらない。
- ・具体的には、公開買付者による当初の提示額(1株当たり1,000円)を出発点として、当社が、三菱UFJモルガン・スタンレー証券から取得した暫定的な株式価値算定結果及び本特別委員会における審議・検討に基づく本特別委員会からの買付価格の引き上げ要請を踏まえ、三菱UFJモルガン・スタンレー証券の助言を受けながら公開買付者と交渉を重ねた結果、公開買付者から、5度にわたり買付価格を引き上げる提案を引き出した上、最終的に本公開買付価格(1株当たり1,150円)での合意に至っている。その結果、最終的な本買付価格変更前の本公開買付価格は、当初に公開買付者が提示した価格から相応の上積みがされており、当社として、少数株主にとってできる限り有利な取引条件で本取引が行われることを目指して交渉がされたことが経緯として認められる。この点については、本買付価格変更前の本新株予約権買付価格についても同様である。
- ・また、本買付価格変更前の本公開買付価格は、当社株式の株式価値が適正に反映されたものと考えることができ、その価格の妥当性が否定される水準ではないと評価できるものと考えられる。すなわち、本事業計画は、2025年6月期から2029年6月期までの当社の財務予測として、本取引の実施を前提としないスタンドアローン・ベースで作成されている。本事業計画については、2026年6月期を最終年度とする中期経営計画に続くものとして当社において検討・作成が進められたものであり、公開買付者又はそれらの関係者がその作成に関与し、又は影響を及ぼした事実は窺われない。また、当社は、公開買付者との交渉において、本事業計画について公開買付者に対して一定の説明を行っているが、公開買付者の指示により、又はその意を汲んで、策定又は修正が行われたという事実も窺われない。
- ・また、本特別委員会は、当社に対し、本事業計画の根拠等に関する詳細な説明を行うことを要請した。この要請に基づき、第5回委員会において、当社から本特別委員会に対する説明の機会が設けられ、質疑応答が行われたが、その中では、本事業計画の修正を要する事情その他本事業計画の合理性に疑念を差し挟むべき事情は見当たらなかった。なお、本特別委員会は、本事業計画については、公表済みの中期経営計画は戦略投資領域(コンサルティング・グローバルリサーチ・新規事業)におけるM&Aによる業容拡大を含む数値に基づき作成されたものであったところ、現時点において具体的に検討が進んでいるM&Aはなく、当社株式の価値算定の基礎とするに足る具体性を有するものではないことから、中期経営計画を基礎に、より蓋然性の高い事業計画として再策定を行う観点から数値目標の調整を行った上、対象期間を2029年度まで伸長したものであるが、当該見直しの理由を含め、その合理性を確認した。
- ・以上からすれば、本事業計画については、その策定プロセスに、公開買付者の圧力が介在した事実は認められず、また、その内容において不合理な予測となっている点は認められない。
- ・また、本買付価格変更前の本公開買付価格の算定方法及び算定根拠については、三菱UFJモルガン・スタンレー証券が採用した評価手法のうち、市場株価分析は、本取引の公表日の前営業日を基準日とし、当社株式の基準日終値並びに基準日の直近1ヶ月間、直近3ヶ月間及び直近6ヶ月間のそれぞれの終値単純平均値を基に株式価値を算出している。当社の株価推移については、特別な要因によると思われる重要な変動は存在せず、特段異常な動きはないことからみても、三菱UFJモルガン・スタンレー証券の算定における株価評価期間は適切であり、市場株価分析による価格レンジは十分合理的なものであると判断される。
- ・類似企業比較分析では、当社と比較的類似する事業を手掛ける上場企業の市場株価や財務指標との比較を通じて、当社株式の株式価値を分析している。本特別委員会は、三菱UFJモルガン・スタンレー証券から、類似企業比較分析の説明を受けており、これらの説明に特に不合理な点はなく、算出された価格レンジは十分合理的なものであると判断される。

- ・DCF分析では、各算出要素において恣意的な数値の操作や不合理な前提条件の設定がなされた場合には、最終的な算定結果が大きく変動する可能性がある。かかる観点から、三菱UFJモルガン・スタンレー証券に対してその算定過程についての質問・確認を行ったが、DCF分析で採用した各種算出根拠について、特段指摘すべき恣意的な数値の操作や不合理な前提条件の設定は見受けられなかった。
- ・以上のとおり、市場株価分析、類似企業比較分析及びDCF分析の算定方法及び算定根拠について、いずれも不合理な点は見当たらず、本特別委員会は、当社株式の株式価値の検討に当たり、三菱UFJモルガン・スタンレー証券が作成した当社株式価値算定書に依拠することができるものと評価した。そして、本公開買付価格は、(i)市場株価分析により算定された当社株式の1株当たりの株式価値のレンジの上限を上回り、(ii)類似企業比較分析により算定された当社株式の1株当たりの株式価値のレンジの上限を上回り、かつ、(iii)DCF分析により算定された当社株式の1株当たりの株式価値のレンジの下限を上回り、その範囲内に入る価格であると認められることから、少数株主にとって不利益ではない水準に達していると考えられる。
- ・また、本買付価格変更前の本公開買付価格のプレミアムについては、M&A指針公表の2019年6月28日以降に公表され、2024年11月13日までに成立した事例のうち、国内上場企業を対象とし完全子会社化を企図した上限が付されていない他社株公開買付けの事例(マネジメント・バイアウト(MBO)の事例を除く。)187件のプレミアム水準の中央値(公表日の前営業日の株価に対して42.64%、公表日の前営業日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値に対して43.13%、公表日の前営業日までの過去3ヶ月間の終値単純平均値に対して42.72%、公表日の前営業日までの過去6ヶ月間の終値単純平均値に対して43.57%)と比較しても、本公開買付けにおいては他の同種案件と遜色ないプレミアムが確保されていると認められる。
- ・なお、本買付価格変更前の本公開買付価格はその価格の妥当性が否定される水準ではないと評価できるものと考えられるところ、本買付価格変更前の本新株予約権買付価格は、本買付価格変更前の本公開買付価格と本新株予約権の行使価額との差額により算定されていることから、本買付価格変更前の本新株予約権買付価格についてもその価格の妥当性が否定される水準ではないと評価できるものと考えられる。
- ・また、当社の株主を公開買付者のみとし、当社を公開買付者の完全子会社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。)としては、株式等売渡請求又は株式併合が予定されているところ、いずれの場合でも、当社の株主に対価として交付される金銭が、本買付価格変更前の本公開買付価格に各株主の所有していた当社株式の数を乗じた価格と同一になるように算定される予定とのことである。また、本公開買付けに応募しなかった本新株予約権者に対して金銭を交付する場合には、本買付価格変更前の本新株予約権買付価格に当該本新株予約権者が所有していた本新株予約権の数を乗じた価格と同一になるよう算定される予定であることも明らかにされている。

(c) 本取引において、公正な手続を通じた当社の株主の利益への十分な配慮がなされているかについて

以下の点を総合的に考慮すると、本公開買付けを含む本取引に係る手続の公正性は確保され、当社の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。

- ・本特別委員会は、当社より、本「③ 当社における独立した特別委員会の設置及び答申書の取得」に記載のとおり、①本特別委員会はCVC Asia Pacific Limitedから買収提案を受けた後、可及的速やかに設置されていること、②本特別委員会の委員は独立社外取締役5名で構成されており、各委員について、公開買付者、CVC、CVCファンド及び当社並びに本取引の成否からの独立性が確認されていること、③本取引の取引条件に関する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等により、本取引の取引条件に関する交渉過程に実質的に関与する権限を与えられており、取引条件に関する交渉過程に実質的に影響を与え得る状況を確保していること、④当社取締役会から、独自のアドバイザー等を選任し、又は、当社のアドバイザー等を指名若しくは承認(事後承認を含む。)する権限、及び、当社のアドバイザー等が高い専門性を有しており、独立性にも問題がない等、本特別委員会として当社のアドバイザー等を信頼して専門的助言を求めることができると判断した場合には、当社のアドバイザー等に対して専門的助言を求める権限が付与されていること、並びに⑤当社取締役会は、本取引に関する当社取締役会の意思決定は、当社取締役会の委嘱に基づく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、当社取締役会は当該取引条件による本取引に賛同しないことを決議していること等から、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。
- ・当社取締役会においては、公開買付者、CVC及びCVCファンドから派遣されている取締役、その他公開買付者、CVC及びCVCファンドと特別な関係を有する取締役はおらず、当社取締役会において、本取引につき特別利害関係を有する取締役は存在しないと判断されることから、本公開買付けに対する意見表明に係る決議にあたり、全取締役による決議を想定しており、当社によれば、当社取締役会においては、社外取締役5名を含む、取締役6名全員の一致により本公開買付けへの賛同意見表明並びに株主及び本新株予約権者への応募推奨が決議される予定とのこと等からすれば、当社における意思決定プロセスにつき、公正性に疑義のある点は見当たらない。
- ・当社は、本取引に関する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、CVC、CVCファンド及び当社並びに本取引の成否から独立したリーガル・アドバイザーであるアンダーソン・毛利・友常法律事務所から、特別委員会の設置や委員の選定、その他の公正性担保措置に係る助言を受けている。また、当社は、本公開買付けの公正性を担保するために、公開買付者、CVC、CVCファンド及び当社並びに本取引の成否から独立した第三者算定機関である三菱UFJモルガン・スタンレー証券から、当社株式の株式価値に関する資料として当社株式価値算定書を取得している。当社株式価値算定書においては、上記(b)で詳述したように、複数の算定方法を採用しており、恣意的な価格の算定がされないよう配慮がされている。また、算定の前提となる本事業計画の作成に当たって、公開買付者、CVC若しくはCVCファンド又は当社の役職員による恣意的行動があった事実は認められず、算定に当たって公正性を疑わせるような事情も見当たらない。なお、当社はフェアネス・オピニオンの取得はしていないが、M&A指針でもフェアネス・オピニオンの取得は必須とされており、本取引は独立した当事者の間で行われるものであり、典型的に構造的な利益相反の問題が生じる取引ではないこと、他にとられる公正性担保措置を勘案すると、当社が当社株式価値算定書をもとに本取引への賛同及び応募推奨の可否の判断をすることにも、公正性との関係で問題はないと考えられる。
- ・当社と公開買付者との間で、当社が対抗的買収提案者と接触することを禁止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当社との間で接触することを制限するような内容の合意は行っていない。また、公開買付け期間は、法令に定められた最短期間が20営業日であるところ、30営業日とされることが予定されている。公開買付け期間を法令に定められた最短期間より長期に設定することにより、当社の株主及び本新株予約権者に本公開買付けに対する応募について適切な判断機会が確保されているとともに、対抗的買収提案者による買収提案の機会が確保されているものと認められる。したがって、本件では、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と認められる。

- ・本公開買付けにおける買付予定数の下限は、公開買付者と利害関係を有さない当社の株主が所有する当社株式の数の過半数、いわゆる「マジョリティ・オブ・マイノリティ (Majority of Minority)」に相当する数を上回るものとなる。すなわち、本公開買付けは、公開買付者と利害関係を有しない当社の株主からその株式数の過半数の賛同が得られない場合には成立せず、当社の少数株主の意思を重視したものとなっている。
 - ・本取引では、公開買付届出書及び本意見表明プレスリリースにおいて、本特別委員会に付与された権限の内容、本特別委員会における検討経緯や公開買付者との取引条件の交渉過程への関与状況、本答申書内容及び本特別委員会の委員の報酬体系等、当社株式価値算定書の概要、本取引の実施に至るプロセスや交渉経緯等について充実した情報開示がなされる予定となっており、当社の株主等に対し、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が提供されるものと認められる。
 - ・本スクイーズアウト手続では、株式等売渡請求又は株式併合をする際に、当社の株主に対価として交付される金銭が、本買付価格変更前の本公開買付価格に各株主の所有する当社株式の数を乗じた価格と同一になるように算定する予定であるとされていること、本公開買付けに応募しなかった本新株予約権者に対して金銭を交付する場合には、本買付価格変更前の本新株予約権買付価格に当該本新株予約権者が所有していた当社の本新株予約権の数を乗じた価格と同一になるよう算定される予定であるとされていること、株式等売渡請求の場合は当社の株主及び本新株予約権者に裁判所に対する価格決定申立権が、株式併合の場合は当社の株主に株式買取請求権及びそれに伴う裁判所に対する価格決定申立権が、それぞれ確保されていることを踏まえると、強圧性が生じないように配慮がなされていると認められる。
- (d) 上記(a)乃至(c)のほか、当社取締役会における本取引についての決定が、当社の少数株主にとって不利益なものでないかについて
- ・本特別委員会としては、上記(a)乃至(c)において検討を要請されている事項が、本(d)を検討する際の考慮要素になるものと考えているところ、本特別委員会における検討の結果、上記(a)乃至(c)について、いずれも問題があるとは認められないことは、上記(a)乃至(c)において述べたとおりである。
 - ・以上から、本取引を行うことの決定は、当社の少数株主にとって不利益なものでないと考えられる。
- (e) 当社取締役会が本公開買付けに賛同し、当社株主に応募を推奨する旨の意見表明を行うことは適切であると考えられるかについて
- ・本特別委員会としては、上記(a)乃至(d)において、本取引の目的の合理性、本取引に係る手続の公正性及び本取引に係る取引条件の妥当性が確認され、かつ、本取引を行うことの決定が当社の少数株主にとって不利益なものでないことが確認されることにより、本(e)を是認する理由になるものとする。そして、本特別委員会における検討の結果、上記(a)乃至(d)について、いずれも問題があるとは認められないことは、上記(a)乃至(d)において述べたとおりである。
 - ・以上から、当社取締役会が本公開買付けに賛同意見を表明するとともに、当社の株主、さらには本新株予約権者に対して本公開買付けへの応募を推奨する旨の決議を行うことは相当であると認められる旨の意見を答申する。

当社は、本公開買付け開始以降も、本特別委員会に対して、当社の株価の推移及び公開買付者と当社の大株主らとの間の協議の状況等について情報共有を行い、本特別委員会との間で継続的に協議を行いました。その後、公開買付者により本買付価格変更に係る提案がなされる可能性が生じたことを受け、本特別委員会に対して、本買付価格変更を前提としても、上記答申内容に変更がないかにつき意見を求めたところ、本特別委員会は、2025年1月17日に本特別委員会を開催した上で検討を行い、同日付で、当社取締役会に対して、本買付価格変更を前提としても上記答申内容に変更はない旨の追加の答申書(以下「本追加答申書」といいます。)を提出しました。本特別委員会の判断の理由は以下のとおりです。

(ア)本取引は企業価値の向上に資するものであって、その目的は正当かつ合理的と認められる旨の意見の変更の要否

- ・本特別委員会は、本特別委員会における慎重な議論を通じて、本公開買付けの公表後に生じた各種事象を踏まえても、当社の業況や本取引を取り巻く環境に重大な変化は生じていないと判断した。
- ・そして、本特別委員会は、本買付価格変更を前提としても、本答申書において本特別委員会が判断した、本取引の実行は当社が認識する経営課題の解決に資することが認められること、本取引による当社の企業価値向上に対する重大な支障となる事情として認められるものも見受けられないことについては、いずれも本追加答申書作成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。
- ・また、公開買付者によれば、本買付価格変更は、本公開買付けの成立の確度を高めることを企図して行われるものとのことであり、かかる説明に不合理な点は認められない。本買付価格変更が少数株主の利益にも配慮した形でなされるものであれば、本買付価格変更により本公開買付けの成立可能性が向上することは、当社の企業価値向上に資すると考えられる本取引の実現可能性を高めるとともに、少数株主に適切な売却機会を与える観点で望ましいものと考えられる。
- ・以上より、本特別委員会は、本公開買付けを含む本取引は当社の企業価値向上に資するものであって、その目的は正当性・合理性を有すると認められる旨の意見を変更する必要はないと判断した。

(イ)本取引に係る取引条件(本公開買付価格を含む。)の公正性・妥当性は確保されていると認められる旨の意見の変更の要否

- ・公開買付価格の変更は、本取引の条件の妥当性が確保されているかどうかの判断に影響を与える可能性があるものであるところ、本買付価格変更は、公開買付価格を引き上げるものである。そして、本買付価格変更に係る本公開買付価格1,250円は、当社が、三菱UFJモルガン・スタンレー証券より、2024年11月14日付で当社株式価値算定書を取得して以降、その前提とした当社の事業の現状及び将来の見通し等の状況に重大な変更がない中で、当社株式価値算定書におけるDCF分析により算定された当社株式の1株当たり株式価値のレンジの中央値近傍の価格である。
- ・なお、本買付価格変更に係る本新株予約権買付価格については、上記のとおり、本買付価格変更に係る本公開買付価格はその価格の妥当性が認められる水準であると評価できるものと考えられるところ、本新株予約権買付価格は、本公開買付価格と本新株予約権の行使価額との差額により算定されていることから、本新株予約権買付価格についてもその価格の妥当性が認められる水準であると評価できるものと考えられる。
- ・以上より、本特別委員会は、本買付価格変更は当社の少数株主に利益をもたらすものであると評価することができるため、本取引の条件の妥当性が確保されていると認められる旨の意見を変更する必要はないと判断した。

(ウ)本取引において、公正な手続を通じた当社の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旨の意見の変更の要否

- ・本特別委員会は、本公開買付けを含む本取引に係る手続の公正性の確保については、本特別委員会が本答申書で指摘した、(i)特別委員会の設置及び特別委員会からの答申書の取得、(ii)意思決定のプロセス、(iii)独立した法律事務所からの助言の取得、(iv)独立した第三者算定機関からの株式価値算定書の取得、(v)本公開買付けの公正性を担保する客観的状況の確保、(vi)マジョリティ・オブ・マイノリティ、(vii)少数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(viii)強圧性の排除の各項目の内容について、いずれも(ただし、(iv)については本答申書作成日時点でのものとして)本追加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。
- ・以上より、本特別委員会は、公正な手続を通じた当社の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旨の意見を変更する必要はないと判断した。

(エ)当社取締役会における本取引についての決定は、当社の少数株主にとって不利益なものでない認められる旨の意見の変更の要否

- ・本特別委員会としては、本答申書の諮問事項1.から3.において検討を要請されている事項が、本答申書の諮問事項4.を検討する際の考慮要素になるものと考えているところ、本特別委員会における検討の結果、本答申書の諮問事項1.から3.について、いずれも本答申書における意見を変更する必要はないと認められる。
- ・以上から、本特別委員会は、本答申書の諮問事項4.についても、本取引を行うことの決定が、当社の少数株主にとって不利益なものでない認められる旨の意見を変更する必要はないと判断した。

(オ)当社取締役会が本公開買付けに賛同し、当社株主及び本新株予約権者に応募を推奨する旨の意見表明を行うことは相当であると認められる旨の意見の変更の要否

- ・本特別委員会としては、本答申書の諮問事項1.から4.において、本取引の目的の合理性、本取引に係る手続の公正性及び本取引に係る取引条件の妥当性が確認され、かつ、本取引を行うことの決定が当社の少数株主にとって不利益なものでないことが確認されることにより、本答申書の諮問事項5.を是認する理由になるものとする。そして、本特別委員会における検討の結果、本答申書の諮問事項1.から4.について、いずれも本答申書における意見を変更する必要はないと認められる。
- ・以上から、本特別委員会は、本答申書の諮問事項5.についても、当社取締役会が本公開買付けに賛同意見を表明するとともに、当社の株主、さらには本新株予約権者に対して本公開買付けへの応募を推奨する旨の決議を行うことは相当であると認められる旨の意見を変更する必要はないと判断した。

さらに、当社は、2025年2月17日、公開買付者から、各本応募合意株主(2025年2月17日)との間で本応募契約(2025年2月17日)をそれぞれ締結したことについて伝達を受け、本特別委員会に対して、本応募契約(2025年2月17日)の締結を前提としても、本答申書における答申内容に変更がないかにつき確認を求めたところ、本特別委員会は、2025年2月17日に本特別委員会を開催した上で検討を行い、同日付で、当社取締役会に対して、以下の理由により、本応募契約(2025年2月17日)の締結を前提としても本答申書における答申内容に変更はないことを確認する旨の確認書を提出しました。

- ・本応募契約(2025年2月17日)の締結によっても、本公開買付けの買付け等の条件に変更はないこと
- ・当社は公開買付者に、本再出資を前提としても、各本応募合意株主(2025年2月17日)が有することが想定される権利等を踏まえれば、本取引実施後に当社が企業価値向上のために必要な施策を実行・推進することが阻害されるものではないことを確認済みであること
- ・当社は公開買付者から、本再出資は、公開買付価格の均一性(法第27条の2第3項)の趣旨に抵触するものではない旨説明を受けており、かかる説明に不合理な点は見当たらないこと

その後、当社は、2025年3月4日、公開買付者から、第2回本買付価格変更の決定及びGMOとの間で本応募契約(GMO)を締結したことについて伝達を受け、本特別委員会に対して、第2回本買付価格変更及び本応募契約(GMO)の締結を前提としても、本答申書における答申内容に変更がないかにつき意見を求めたところ、本特別委員会は、2025年3月4日に本特別委員会を開催した上で検討を行い、同日付で、当社取締役会に対して、第2回本買付価格変更及び本応募契約(GMO)の締結を前提としても本答申書における答申内容に変更はない旨の追加の答申書(以下「本追加答申書(2025年3月4日)」といいます。))を提出しました。本特別委員会の判断の理由は以下のとおりです。

(ア)本取引は企業価値の向上に資するものであって、その目的は正当かつ合理的と認められる旨の意見の変更の要否

- ・本特別委員会は、本特別委員会における慎重な議論を通じて、2025年2月17日以降に生じた各種事象を踏まえても、当社の業況や本取引を取り巻く環境に重大な変化は生じていないと判断した。
- ・そして、本特別委員会は、第2回本買付価格変更を前提としても、本答申書において本特別委員会が判断した、本取引の実行は当社が認識する経営課題の解決に資することが認められること、本取引による当社の企業価値向上に対する重大な支障となる事情として認められるものも見受けられないことについては、いずれも本追加答申書(2025年3月4日)作成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。
- ・また、公開買付者によれば、第2回本買付価格変更は、本公開買付けの成立の確度を高めることを企図して行われるものとのことであり、かかる説明に不合理な点は認められない。第2回本買付価格変更が少数株主の利益にも配慮した形でなされるものであれば、第2回本買付価格変更により本公開買付けの成立可能性が向上することは、当社の企業価値向上に資すると考えられる本取引の実現可能性を高めるとともに、少数株主に適切な売却機会を与える観点で望ましいものと考えられる。
- ・さらに、本再出資(GMO)は、本再出資先に対して、本再出資先を通じたTJ Midco Holding Limitedへの出資割合が原則として18%から19%までの範囲のいずれかとなる割合で持分出資を行うものである。また、GMOは、本再出資(GMO)に伴い、本取引実施後に当社の取締役1名を指名することを予定している。もっとも、当社は、公開買付者に、本再出資(GMO)を含む本再出資、並びにオアシスグループ及びGMOによる当社の取締役の指名を前提としても、各本応募合意株主が有することが想定される権利等を踏まえれば、本取引実施後に当社が企業価値向上のために必要な施策を実行・推進することが阻害されるものではないことは確認済みである。
- ・以上より、本特別委員会は、本公開買付けを含む本取引は当社の企業価値向上に資するものであって、その目的は正当性・合理性を有すると認められる旨の意見を変更する必要はないと判断した。

(イ)本取引に係る取引条件(本公開買付価格を含む。)の公正性・妥当性は確保されていると認められる旨の意見の変更の要否

- ・公開買付価格の変更は、本取引の条件の妥当性が確保されているかどうかの判断に影響を与える可能性があるものであるところ、第2回本買付価格変更は、公開買付価格を引き上げるものである。そして、第2回本買付価格変更に係る本公開買付価格1,275円は、当社が、三菱UFJモルガン・スタンレー証券より、2024年11月14日付で当社株式価値算定書を取得して以降、その前提とした当社の事業の現状及び将来の見通し等の状況に重大な変更がない中で、当社株式価値算定書におけるDCF分析により算定された当社株式の1株当たり株式価値のレンジの中央値近傍の価格である。
- ・また、第2回本買付価格変更に係る本新株予約権買付価格については、上記のとおり、第2回本買付価格変更に係る本公開買付価格はその価格の妥当性が認められる水準であると評価できるものと考えられるところ、本新株予約権買付価格は、本公開買付価格と本新株予約権の行使価額との差額により算定されていることから、本新株予約権買付価格についてもその価格の妥当性が認められる水準であると評価できるものと考えられる。

- ・なお、当社は公開買付者から、本再出資(GMO)を含む本再出資は、本応募合意株主が取得する本再出資先の持分の1単位当たりの発行価額を決定する前提となる当社株式の評価は本公開買付価格と実質的に同額にする予定であり、また、本再出資は、本応募合意株主による本公開買付けへの応募の可否とは独立して検討されたものであることから、公開買付価格の均一性(法第27条の2第3項)の趣旨に抵触するものではない旨説明を受けており、かかる説明に不合理な点は見当たらない。
- ・以上より、本特別委員会は、第2回本買付価格変更は当社の少数株主に利益をもたらすものであると評価することができるため、本取引の条件の妥当性が確保されていると認められる旨の意見を変更する必要はないと判断した。

(ウ)本取引において、公正な手続を通じた当社の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旨の意見の変更の要否

- ・本特別委員会は、本公開買付けを含む本取引に係る手続の公正性の確保については、本特別委員会が本答申書で指摘した、(i)特別委員会の設置及び特別委員会からの答申書の取得、(ii)意思決定のプロセス、(iii)独立した法律事務所からの助言の取得、(iv)独立した第三者算定機関からの株式価値算定書の取得、(v)本公開買付けの公正性を担保する客観的状況の確保、(vi)マジョリティ・オブ・マイノリティ、(vii)少数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(viii)強圧性の排除の各項目の内容について、いずれも(ただし、(iv)については本答申書作成日時点でのものとして)本追加答申書(2025年3月4日)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。
- ・以上より、本特別委員会は、公正な手続を通じた当社の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旨の意見を変更する必要はないと判断した。

(エ)当社取締役会における本取引についての決定は、当社の少数株主にとって不利益なものでないと認められる旨の意見の変更の要否

- ・本特別委員会としては、本答申書の諮問事項1. から3. において検討を要請されている事項が、本答申書の諮問事項4. を検討する際の考慮要素になるものと考えているところ、本特別委員会における検討の結果、本答申書の諮問事項1. から3. について、いずれも本答申書における意見を変更する必要はないと認められる。
- ・以上から、本特別委員会は、本答申書の諮問事項4. についても、本取引を行うことの決定が、当社の少数株主にとって不利益なものでないと認められる旨の意見を変更する必要はないと判断した。

(オ)当社取締役会が本公開買付けに賛同し、当社株主及び本新株予約権者に応募を推奨する旨の意見表明を行うことは相当であると認められる旨の意見の変更の要否

- ・本特別委員会としては、本答申書の諮問事項1. から4. において、本取引の目的の合理性、本取引に係る手続の公正性及び本取引に係る取引条件の妥当性が確認され、かつ、本取引を行うことの決定が当社の少数株主にとって不利益なものでないことが確認されることにより、本答申書の諮問事項5. を是認する理由になるものとする。そして、本特別委員会における検討の結果、本答申書の諮問事項1. から4. について、いずれも本答申書における意見を変更する必要はないと認められる。
- ・以上から、本特別委員会は、本答申書の諮問事項5. についても、当社取締役会が本公開買付けに賛同意見を表明するとともに、当社の株主、さらには本新株予約権者に対して本公開買付けへの応募を推奨する旨の決議を行うことは相当であると認められる旨の意見を変更する必要はないと判断した。

④ 当社における利害関係を有しない取締役全員の承認

当社取締役会は、アンダーソン・毛利・友常法律事務所から受けた法的助言、三菱UFJモルガン・スタンレー証券から受けた財務的見地からの助言並びに同年11月14日付で提出を受けた当社株式の株式価値算定結果に関する当社株式価値算定書の内容を踏まえつつ、本特別委員会における検討及び本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当社の企業価値の向上に資するか否か、及び本買付価格変更前の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、慎重に協議及び検討を行いました。

その結果、当社は、本意見表明プレスリリースの「3. 本公開買付けに関する意見の内容、根拠及び理由」の「(2) 本公開買付けに関する意見の根拠及び理由」の「③ 当社が本公開買付けに賛同するに至った意思決定の過程及び理由」に記載のとおり、本公開買付けの実施も含めた本取引が、当社の企業価値向上に資するものであるとともに、本買付価格変更前の本公開買付価格を含む取引条件については、本買付価格変更前の本公開買付価格は、当社の少数株主の皆様が享受すべき利益が確保されたものであり、本公開買付けは、当社の少数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売却機会を提供するものであると判断し、また、本買付価格変更前の本新株予約権買付価格は、本買付価格変更前の本公開買付価格と本新株予約権の行使価額との差額を基準に算定されていることから、本新株予約権者の皆様が享受すべき利益が確保された妥当な価格であると判断し、2024年11月14日付の取締役会において、本公開買付けに賛同の意見を表明するとともに、当社の株主及び本新株予約権者の皆様に対して、本公開買付けへの応募を推奨することを決議いたしました。

その後、当社は、2025年1月17日開催の取締役会において、本意見表明プレスリリースの「3. 本公開買付けに関する意見の内容、根拠及び理由」の「(2) 本公開買付けに関する意見の根拠及び理由」の「③ 当社が本公開買付けに賛同するに至った意思決定の過程及び理由」に記載の根拠及び理由に基づき、本公開買付けへの賛同の意見を表明するとともに、当社の株主及び本新株予約権者の皆様に対して、本公開買付けへの応募を推奨する旨の意見を維持することを決議いたしました。

その後、当社は、2025年2月17日開催の取締役会において、本応募契約(2025年2月17日)の締結を踏まえても、本意見表明プレスリリースの「3. 本公開買付けに関する意見の内容、根拠及び理由」の「(2) 本公開買付けに関する意見の根拠及び理由」の「③ 当社が本公開買付けに賛同するに至った意思決定の過程及び理由」に記載の根拠及び理由に基づき、引き続き、本公開買付けへの賛同の意見を表明するとともに、当社の株主及び本新株予約権者の皆様に対して、本公開買付けへの応募を推奨する旨の意見を維持することを決議いたしました。

その後、当社は、2025年3月4日開催の取締役会において、本応募契約(GMO)の締結を踏まえても、本意見表明プレスリリースの「3. 本公開買付けに関する意見の内容、根拠及び理由」の「(2) 本公開買付けに関する意見の根拠及び理由」の「③ 当社が本公開買付けに賛同するに至った意思決定の過程及び理由」に記載の根拠及び理由に基づき、引き続き、本公開買付けへの賛同の意見を表明するとともに、当社の株主及び本新株予約権者の皆様に対して、本公開買付けへの応募を推奨する旨の意見を維持することを決議いたしました。

上記2024年11月14日付、並びに2025年1月17日、2025年2月17日及び2025年3月4日開催の各取締役会においては、当社の取締役6名(佐々木徹氏、志賀裕二氏、中川有紀子氏、伊藤公健氏、コバリ・クレチマーリ・シルビア氏及び西谷剛史氏)において審議の上、その全員一致で本公開買付けに賛同の意見を表明するとともに、当社の株主及び本新株予約権者の皆様に対して、本公開買付けへの応募を推奨することを決議いたしました。また、上記の取締役会に参加した取締役6名において、公開買付者の役員との兼職関係にある等利害関係を有する者は存在しておりません。

⑤ 当社における独立した検討体制の構築

本意見表明プレスリリースの「3. 本公開買付けに関する意見の内容、根拠及び理由」の「(2) 本公開買付けに関する意見の根拠及び理由」の「③ 当社が本公開買付けに賛同するに至った意思決定の過程及び理由」に記載のとおり、当社は、公開買付者、CVC及びCVCファンド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当社の社内に構築いたしました。

具体的には、当社は、2024年8月21日にCVCより当社の非公開化についての意向表明書を受領した後、アンダーソン・毛利・友常法律事務所から受けた助言を踏まえ、本取引に関する検討並びにCVCとの協議及び交渉を行うプロジェクトチームを設置し、そのメンバーは、公開買付者又はCVCの役職員を兼務しておらず、かつ、過去に公開買付者又はCVCの役職員としての地位を有していたことのない当社の役職員のみから構成されるものとしております。また、かかるプロジェクトチームは、本特別委員会とともに当社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専属的に関与しており、かかる取扱いを継続しております。

⑥ 本公開買付けの公正性を担保する客観的状況の確保

当社は、公開買付者との間で、当社が対抗的買収提案者と接触することを禁止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当社との間で接触することを制限するような内容の合意を行っておりません。また、公開買付者は、公開買付期間を法令に定められた最短期間である20営業日より長い80営業日に設定しているとのことです。公開買付者は、公開買付期間を法令に定められた最短期間より長期に設定することにより、当社の株主及び本新株予約権者の皆様に本公開買付けに対する応募について適切な判断機会を確保するとともに、当社株式について公開買付者以外の者にも対抗的な買付け等を行う機会を確保することをもって本公開買付価格及び本新株予約権買付価格の適正性を担保することを企図しているとのことです。

⑦ マジョリティ・オブ・マイノリティ(Majority of Minority)条件を満たす下限の設定

本意見表明プレスリリースの「3. 本公開買付けに関する意見の内容、根拠及び理由」の「(2) 本公開買付けに関する意見の根拠及び理由」の「① 本公開買付けの概要」に記載のとおり、本公開買付けにおいては、買付予定数の下限(25,660,500株、所有割合：65.87%)は、本基準株式数(38,958,165株)から本応募合意株主が所有する当社株式(以下「本応募合意株式」といいます。)の数(9,221,000株)を控除した株式数(29,737,165株)の過半数に相当する株式数(14,868,583株、所有割合：38.17%)、すなわち、公開買付者と利害関係を有さない当社の株主が所有する当社株式の数の過半数、いわゆる「マジョリティ・オブ・マイノリティ(Majority of Minority)」に相当する数に、本応募合意株式の数(9,221,000株)を加算した株式数(24,089,583株、所有割合：61.83%)を上回るものとなるとのことです。公開買付者は、本公開買付けは、公開買付者と利害関係を有しない当社の株主から過半数の賛同が得られない場合には成立せず、当社の少数株主の皆様の意思を重視したものであると考えているとのことです。

4. 本株式併合がその効力を生じる日

2025年6月19日(予定)