

【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】	2021年 8 月 6 日
【報告者の名称】	カーディナル株式会社
【報告者の所在地】	大阪市城東区新喜多二丁目 6 番14号
【最寄りの連絡場所】	大阪市城東区新喜多二丁目 6 番14号
【電話番号】	06-6934-4141
【事務連絡者氏名】	取締役財務部長 宮家 正行
【縦覧に供する場所】	カーディナル株式会社 (大阪市城東区新喜多二丁目 6 番14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)

- (注1) 本書中の「当社」とは、カーディナル株式会社をいいます。
- (注2) 本書中の「公開買付者」とは、山田マーケティング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必ずしも計数の総和と一致しません。
- (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「株券等」とは、株式に係る権利をいいます。
- (注6) 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7) 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に従い実施されるものです。
- (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。

1【公開買付者の氏名又は名称及び住所又は所在地】

名称 山田マーケティング株式会社
所在地 大阪市城東区今福西二丁目11番17号

2【公開買付者が買付け等を行う株券等の種類】

普通株式

3【当該公開買付けに関する意見の内容、根拠及び理由】

(1) 本公開買付けに関する意見の内容

当社は、2021年8月5日開催の取締役会において、下記「(2) 本公開買付けに関する意見の根拠及び理由」に記載の根拠及び理由に基づき、本公開買付けに賛同する意見を表明するとともに、当社の株主の皆様に対して、本公開買付けへの応募を推奨することを決議いたしました。

なお、上記取締役会決議の詳細は、下記「(6) 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「 当社における利害関係を有しない取締役全員の承認及び監査役全員の異議がない旨の意見」をご参照ください。

(2) 本公開買付けに関する意見の根拠及び理由

本公開買付けに関する意見の根拠及び理由のうち、公開買付者に関する記載については、公開買付者から受けた説明に基づいております。

本公開買付けの概要

公開買付者は、本公開買付けにより、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。）の開設する市場である東京証券取引所「ASDAQ」グロース市場に上場している当社の普通株式（以下「当社株式」といいます。）の取得及び所有等を目的として、2021年4月28日付で設立された株式会社であり、当社の代表取締役社長である山田弘直氏（以下「山田弘直氏」といいます。）が、公開買付者の発行済株式の全部を所有し、かつ、代表取締役を務めているとのことです。なお、本書提出日現在、公開買付者は、当社株式を所有しておりません。

今般、公開買付者は、当社株式の全て（但し、当社が所有する自己株式及び以下に定義する本不応募合意株式を除きます。）を取得することにより、当社株式を非公開化する一連の取引（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することとしたとのことです。本取引は、当社の代表取締役社長である山田弘直氏が公開買付者の代表取締役及びその唯一の株主として関与するいわゆるマネジメント・パイアウト（MBO）（注）に該当し、山田弘直氏は、本取引後も継続して当社の経営にあたることを、山田弘直氏の義理の父である当社の創業者である元屋地文明氏の三女である加藤亜弥氏の配偶者であり、かつ当社の取締役である加藤玄也氏は、本取引後も継続して当社の取締役としてその経営にあたることを、それぞれ予定しているとのことです。なお、公開買付者の発行済株式の全部を所有しかつ公開買付者の代表取締役を務めており、本取引後も継続して当社の経営にあたることを予定している山田弘直氏、及び、前述のとおり山田弘直氏の親族であり本取引後も継続して当社の取締役としてその経営にあたることを予定している加藤玄也氏を除く、当社の全ての取締役及び監査役と公開買付者との間には、本公開買付け後の役員就任について特段の合意はないとのことです。

（注） マネジメント・パイアウト（MBO）とは、一般に、買収対象会社の経営陣が、買収資金の全部又は一部を出資して、買収対象会社の事業の継続を前提として買収対象会社の株式を取得する取引をいいます。

本公開買付けの実施にあたり、公開買付者は、本書提出日現在当社の第1位株主である山田弘直氏（所有株式数150,000株、所有割合（注）7.37%）、同日現在当社の第1位株主（山田弘直氏と同順位）であり山田弘直氏の配偶者である山田美紀氏（所有株式数150,000株、所有割合7.37%）、同日現在当社の第3位株主であり、かつ山田弘直氏の義理の父である当社の創業者である元屋地文明氏（所有株式数125,000株、所有割合6.14%）、同日現在当社の第7位株主であり元屋地文明氏の三女である加藤亜弥氏（所有株式数50,000株、所有割合2.46%）、同日現在当社の第7位株主（加藤亜弥氏と同順位）であり、かつ加藤亜弥氏の配偶者である当社の取締役である加藤玄也氏（所有株式数50,000株、所有割合2.46%）、同日現在当社の第7位株主（加藤亜弥氏及び加藤玄也氏と同順位）であり元屋地文明氏の次女である松永里佳氏（所有株式数50,000株、所有割合2.46%）、元屋地文明氏の孫であり、同氏の養子となった元屋地駿氏（所有株式数33,000株、所有割合1.62%）、加藤亜弥氏の長女である加藤瑠菜氏（所有株式数28,000株、所有割合1.38%）、加藤亜弥氏の次女である加藤紗羅氏（所有株式数28,000株、所有割合1.38%）、松永里佳氏の次男である松永竜馬氏（所有株式数28,000株、所有割合1.38%）及び松永里佳氏の長女である村山裕香氏（所有株式数28,000株、所有割合1.38%）（以下、山田弘直氏、山田美紀氏、元屋地文明氏、加藤亜弥氏、加藤玄也氏、松永里佳氏、元屋地駿氏、加藤瑠菜氏、加藤紗羅氏、松永竜馬氏及び村

山裕香氏を総称して、「本不応募合意株主」といいます。)との間で、2021年8月5日付で、本不応募合意株主それぞれが所有する当社株式の全部(合計720,000株、所有割合35.38%。以下「本不応募合意株式」といいます。)を本公開買付けに応募しない旨を書面により合意したとのことです。これらの合意の詳細につきましては、下記「(7)公開買付者と当社の株主との間における公開買付けへの応募に係る重要な合意に関する事項」をご参照ください。

(注) 「所有割合」とは、当社が2021年8月5日に公表した「2022年3月期第1四半期 決算短信〔日本基準〕(非連結)」(以下「本決算短信」といいます。)に記載された2021年6月30日現在の発行済株式総数(2,143,000株)から、同日現在の当社が所有する自己株式数107,245株を控除した株式数2,035,755株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。以下、所有割合の記載について同じとします。

これにより、本公開買付け成立時点において、当社の株主は、()下記買付予定数の下限に相当する当社株式675,878株(所有割合33.20%)以上を所有する公開買付者、()本不応募合意株主(所有割合35.38%)及び()本公開買付けに応募しなかった当社の株主(但し、公開買付者及び本不応募合意株主を除きます。)となる予定です。そして、本公開買付け成立後に実施を予定している本スクイズアウト手続(以下に定義します。)により、公開買付者及び本不応募合意株主のみが当社の株主となる予定であり、本スクイズアウト手続の完了後に実施を予定している本合併(以下に定義します。)により、本不応募合意株主のみが当社の株主となることを予定しております。

本不応募合意株主以外の創業家一族(注1)については、現時点の当社株式の所有割合がいずれも1%に満たないことから、本公開買付けの結果、同人らの所有株式数と同数以上の当社株式を所有する株主(公開買付者及び本不応募合意株主を除きます。)が存在し、又は本株式併合(下記「(5)本公開買付け後の組織再編等の方針(いわゆる二段階買収に関する事項)」において定義します。)の効力発生の直前の時点にかかる株主が生じる蓋然性が相応にあり、この場合には、かかる株主が当社の株主として残存することのないよう株式の併合割合が決定された本スクイズアウト手続(以下に定義します。)によって、かかる株主とともに、本不応募合意株主以外の創業家一族も、当社の株主として残存しないこととなります。公開買付者は、このような蓋然性が相応にあることに鑑み、本不応募合意株主以外の創業家一族に対しては、本公開買付けに応募せずに当社の株主として存続するよう打診することはしていないとのことです。また、公開買付者は、本不応募合意株主以外の創業家一族に対し、情報管理の観点から、本公開買付けに応募する旨の合意についても打診しておらず、現時点において、本不応募合意株主以外の創業家一族から本公開買付けに応募する意向の表明は受けておりませんが、同人らがそれぞれ所有する当社株式を本公開買付けに応募して対価として金銭を受領した場合、又は、本公開買付けに応募せず、本スクイズアウト手続によりその所有する当社株式の端数の対価として金銭を受領した場合(本不応募合意株主以外の創業家一族は本不応募合意株主ではないため、同人らが本公開買付けに応募しなかった場合、本株式併合においては、同人らが当社の株主として残存することのないよう株式の併合割合が決定される予定です。)には、本公開買付け成立後速やかに、本不応募合意株主以外の創業家一族に対し、当該金銭の全額又はその一部(注2)(但し、公租公課等及び合理的な諸経費は控除します。)を本合併(以下に定義します。)後の当社に再出資するよう、要請する予定とのことです。

(注1) 本書提出日現在における、本不応募合意株主以外の創業家一族の所有株式数の合計は、36,000株(1.76%)であり、山田弘直氏の長男である山田将暉氏が18,000株(所有割合0.88%)、山田弘直氏の長女である梅田楓氏が18,000株(所有割合0.88%)を所有しているとのことです。

(注2) 再出資時の募集株式の払込金額(単価)によっては、当社株式の対価として受領した金銭の全額ではなく、その一部の出資となる可能性があります。以下、当社株式の対価として受領した金銭の一部の再出資に関する記載について、同じとします。

公開買付者は、本公開買付けにおいて、買付予定数の下限を675,878株(所有割合33.20%)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。)の数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わないとのことです。なお、買付予定数の下限である675,878株は、本決算短信に記載された2021年6月30日現在の当社の発行済株式総数(2,143,000株)から、本書提出日現在の当社が所有する自己株式数(107,245株)、本不応募合意株式数(720,000株)及び同日現在における本不応募合意株主以外の創業家一族の所有株式数の合計(36,000株)を控除した株式数(1,279,755株)の過半数に相当する株式数(639,878株。これは、公開買付者と利害関係を有しない当社の株主の皆様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)」に相当する数となります。)に、同日現在における本不応募合意株主以外の創業家一族の所有株式数の合計(36,000株)を加算した株式数(675,878株)としたものであるとのことです。これにより、公開買付者の利害関係者以外の当社の株主の皆様は過半数の賛同が得られない場合には、当社の少数株主の皆様を重視して、本公開買付けを含む本取

引を行わないこととしているとのことです。一方、公開買付者は、当社株式の全部（但し、当社が所有する自己株式及び本不応募合意株式を除きます。）を取得することにより、当社株式を非公開化することを企図しておりますので、本公開買付けにおいては、買付予定数の上限を設定しておらず、応募株券等の数の合計が買付予定数の下限（675,878株）以上の場合は、応募株券等の全部の買付け等を行うとのことです。なお、買付予定数の下限に関する詳細は、下記「(6) 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「マジョリティ・オブ・マイノリティ (majority of minority) による買付予定数の下限の設定」をご参照ください。

公開買付者は、本公開買付けにより当社株式の全部（但し、当社が所有する自己株式及び本不応募合意株式を除きます。）を取得できなかった場合には、本公開買付けの成立後に、下記「(5) 本公開買付け後の組織再編等の方針（いわゆる二段階買収に関する事項）」に記載のとおり、当社の株主を公開買付者及び本不応募合意株主のみとし、当社株式を非公開化するための一連の手続（以下「本スクイズアウト手続」といいます。）を実施することを予定しているとのことです。なお、本スクイズアウト手続を実施する際には、会社法（平成17年法律第86号。その後の改正を含みます。以下同じとします。）第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るところ、公開買付者は、本公開買付けにおいて、買付予定数の下限を675,878株（所有割合33.20%）と設定しているため、本公開買付け後において、公開買付者が保有する当社の株式数と本不応募合意株式数（720,000株、所有割合35.38%）を合算すると、1,395,878株（所有割合68.58%）となり、公開買付者と本不応募合意株主とで、上記特別決議に必要な総株主の総議決権数の3分の2以上を所有することとなるとのことです。また、本スクイズアウト手続の完了後、法第24条第1項ただし書に基づき当社の有価証券報告書提出義務の中断申請に関する承認が得られた後に、公開買付者と当社は、公開買付者を吸収合併消滅会社、当社を吸収合併存続会社とする吸収合併（以下「本合併」といいます。）を実施することを予定しているとのことです。本合併の具体的な実施時期については本書提出日現在未定ですが、本合併により、本不応募合意株主のみが当社の株主となることを予定しているとのことです。なお、本不応募合意株主は、当社が実施する本株式併合の結果、その所有する当社株式の数が1株に満たない端数となり（なお、下記（注15）に記載の場合、本不応募合意株主の所有する当社株式の全部が1株に満たない端数となります。）、その端数の対価として当社又は公開買付者から金銭を受領した場合、当該金銭の全額又はその一部（但し、公租公課等及び合理的な諸経費は控除します。）を本合併後の当社に再出資することを予定しているとのことです。

また、公開買付者は、本公開買付けに係る決済に要する資金を、株式会社りそな銀行（以下「りそな銀行」といいます。）からの借入れ（以下「本件買収ローン」といいます。）により賄うことを予定しており、本公開買付けの成立等を条件として、本公開買付けの決済の開始日の前営業日までに、りそな銀行から総額1,385百万円を上限とした融資を受けることを予定しているとのことです。なお、本件買収ローンにおいては、公開買付者が本公開買付けにより取得する当社株式その他公開買付者の一定の資産等について担保が設定されること、並びに、本スクイズアウト手続の完了後は、当社の一定の資産等について担保が設定されること、及び当社が公開買付者の連帯保証人になることが予定されているとのことです。本件買収ローンに係る融資条件の詳細は、りそな銀行と別途協議の上、本件買収ローンに係る融資契約において定めることとされておりますが、本件買収ローンに係る融資契約では、融資実行の前提条件及び一定の財務制限条項等の同種の融資契約に通常定められる契約条件が規定される予定であるとのことです。

公開買付者が本公開買付けの実施を決定するに至った背景、理由及び意思決定の過程並びに本公開買付け後の経営方針

（ア）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、理由及び意思決定の過程

当社は、創業者である元屋地文明氏により、1967年10月に大阪市城東区にてプラスチックカード製造専門会社の株式会社宮田機械印刷研究所として設立された株式会社であり、1990年7月に商号を現在のカーディナル株式会社に変更いたしました。また、当社は、2000年8月に株式会社大阪証券取引所新市場部に当社株式を上場し、2003年4月に行われた大阪証券取引所新市場部の廃止及び新市場部のグロース市場への承継に伴い大阪証券取引所ヘラクレス市場に上場し、2010年4月に行われたジャスダック証券取引所と大阪証券取引所の合併に伴い、大阪証券取引所JASDAQ市場に上場し、同年10月に行われた大阪証券取引所ヘラクレス市場、同取引所JASDAQ市場及び同取引所NEO市場の各市場の統合に伴い、大阪証券取引所JASDAQ（グロース）市場に上場いたしました。2013年7月に行われた東京証券取引所と大阪証券取引所の現物市場の統合に伴い、現在は東京証券取引所JASDAQ（グロース）市場に当社株式を上場しています。

当社は、1967年の設立以来、プラスチックカード製造専門メーカーとして、「良いものを、より早く、より安く提供する」をスローガンに、「人々の日常の暮らしに極めて関わりの深いカード一枚がもたらす『広がる世界へ』」という考えを重視して、会員カードと申込用紙が一体になった即時発行型カードや、クレジットカードのように磁気カード表面の磁気ストライプ上にデザインを印刷したデザイン優先型の隠蔽カード、券面に表示される情報（ポイント数・日付・キャンペーン案内）を書き換えることが可能なりライト

カードなど、多彩なニーズに応える高品質な製品の提供に積極的に取り組んできました。現在では、年間8,000万枚のプラスチックカードを製造するカード製造業界のリーディングカンパニーを自負しております。

当社は、経営指針として、常にキャッシュ・フローを管理し、リスクマネジメントに留意すること、公正な経営を貫き、誠実で透明な企業であること、顧客、投資家、調達先などとのコミュニケーションを重視し負託に応えること、顧客に最高の製品とサービスを提供するため常に技術革新すること、環境保護に留意し、地域社会への貢献に積極的に取り組むこと、及び個人を尊重し、Multipleな発想と自由闊達な企業風土を築くことの6指針を定めております。

そして、「カード製造を通じて人・地域・社会に発展という豊かさを実現するために安心且つ安全で満足なカードをお届けする」ことを行動原理として、人を育て、製品やシステムを開発し、その価値を広く社会にお届けしていくことを経営の基本方針としています。

当社は、創業間もない1968年9月より、サイズ・デザイン・材質・機能が同一のカードを量産するのではなく、小ロット（注3）で、顧客（エンドユーザー）の希望するサイズ・デザイン・材質・機能に対応するオーダーメイドのプラスチックカードを製造してきました。そして、当社は、販売代理店を通じて販売する代理店システムを採用し、販売代理店を経由した受注生産を行い、当社自身は営業部門を持たずにカード製造に特化することで、その専門性・競争力を向上させてきました。すなわち、当社は、プラスチックカードの製造を主たる事業とし、先進設備の導入や技術力の向上により、キャッシュカード・ギフトカード・印鑑登録証・診察券・健康保険証・身分証明証（IDカード）・各種会員カード等、原材料や仕様の異なるあらゆる種類のプラスチックカードの製造・販売のノウハウを蓄積し、現在では27種類のプラスチックカード製造技法を習得するとともに、全国に有する6,773社の販売代理店との信頼関係を強化することによって、2000年の上場から2017年3月期までは、対売上高営業利益率（以下「利益率」といいます。）10%以上を確保し、その利益により安定的な配当及び設備投資を行い、着実に成長してきました。しかしながら、2018年3月期は8.83%、2019年3月期は7.98%、2020年3月期は4.4%、2021年3月期はマイナスと、2018年3月期以降は利益率が減少を続けていることから、公開買付者の代表取締役である山田弘直氏は、当社を取り巻く事業環境は、以下のような理由から、現在非常に厳しい状況であり、今後は一層深刻なものになると認識していたとのことです。

（注3） ロットとは、1受注案件当たりの発注枚数をいい、当社において、小ロットとは、発注枚数1枚以上10,000枚未満をいい、中ロットとは、発注枚数10,000枚以上100,000枚未満をいい、大ロットとは、発注枚数100,000枚以上としています（以下の「小ロット」、「大ロット」の記載において同じです。）。

スマートフォンアプリの台頭による需要の減少

当社は、様々な業種の店舗のポイントサービス（店舗が会員を募り、買物金額に応じてポイントを発行し、当該ポイントを金額に置き換えて顧客に還元することで、次回以降の購買・利用意欲を促進するサービス）のツールとしての、店舗独自のポイントカードを製造してきました。このようなポイントカードは、ポイントの管理（ポイントカード保持者の利用履歴・ポイント履歴・購入履歴の管理）を行うだけでなく、携帯性に優れた一番小さな情報媒体として、カードを発行する店舗の顔となり、集客や再来店を促し、固定客の獲得等、顧客囲い込みを可能としてきました。しかしながら、近年では、スマートフォン向けのアプリケーションにより、ポイントの管理等のプラスチックカードと同等のサービスを提供することが可能となりました。加えて、スマートフォンの普及に伴いアプリ開発業者が増加した結果、このようなポイントサービス用のアプリケーションの選択肢が広がり、各店舗が独自のアプリを安価で導入することが可能となっています。

また、当社は、キャッシュカード、ギフトカード、電子マネー用カード（チャージ型）等を製造してきましたが、このような、従来、カードを携帯しこれを決済時にリーダーに読み込ませることで決済をする手段についても、近年、決済事業者独自のアプリケーションが開発され、スマートフォンのQRコードをかざすだけで決済が終了し、同時に、利用金額に応じてポイントを付加することが可能になりました。

加えて、新型コロナウイルスの蔓延に伴い、決済の非接触化が進んだ結果、従来、店舗においてポイントカードや決済用カードを店員に手渡し、店員による動作でポイントの付与や決済を処理していたものが、本人のみがカードに触れて決済処理を完結する手順へと変化してきており、その結果、カードと比べてより簡便なポイントサービスや電子決済サービス用のアプリケーションの利用が一層促進され、カードレス化が進みつつあります。

このように、当社はプラスチックカードの需要減少に直面しており、当社が製造しているポイントカード、ギフトカード、電子マネーカード、キャッシュカード等のカードの国内需要は中長期的にも減少することを見込んでいます。

E C会社との価格競争の激化

近年、当社が属するカード印刷業界において、インターネット（Web）上での印刷EC市場（注4）が年々拡大傾向にあることは、インターネットでカード印刷会社を検索すると多数のEC会社のWebサイトが表示され、その数が年々増加していることや、販売代理店を含む印刷関連業者において、EC会社が公表する価格表を基準に相見積もりを取ることが通例になっていることからすると、業界の共通認識であると考えております。

（注4） EC（Electronic Commerce）とは、インターネット上のWebサイトにおいて自社の商品やサービスを販売する事業をいいます。

EC会社は、当社が得意とする小ロット販売を取り扱っているところ、小ロット販売において中心となる日本工業規格（JIS規格）等の所定の規格に準拠する必要のないカード製品は、そのサイズ・デザイン・材質・機能の面で製造の自由度が高いことからEC会社をはじめとする同業他社と当社の間で価格競争が生じています。

そして、かかるEC会社の参入に伴い、販売代理店の顧客であるエンドユーザーは、特に発注時の予算金額が大きくなる場合には、2、3社に相見積もりを実施する傾向が多くみられ、当社の販売代理店もエンドユーザーからの受注を確保すべく、当社以外に相見積もりを取るなどしてより安価な取引先へと切り替える傾向があります。当社としても、販売代理店、ひいてはエンドユーザーからの受注を確保すべく、EC会社をはじめとする同業他社と同等又はそれ以下の価格に受注価格を引き下げて対抗している状況です。

当社は、これまで、サイズ・デザイン・材質・機能が同一のプラスチックカードを量産するのではなく、小ロットで、各顧客の注文に対応するオーダーメイドのプラスチックカードを製造することを得意とし、このような小ロットの受注生産案件を安定的に受注することで安定した利益率を確保し、以って上記のとおり2017年3月期までは毎年利益率10%以上を確保してきました。しかしながら、上記のようなEC会社をはじめとする同業他社との価格競争が生じた結果、2018年3月期は8.83%、2019年3月期は7.98%、2020年3月期は4.4%、2021年3月期はマイナスと、2018年3月期以降は利益率が減少を続けております。

個人の行動変容による需要減少

当社は、宿泊施設、レジャー施設、健康施設、イベント施設、外食産業、美美容・エステ産業などで利用される会員カードをはじめ、多種多様なカードを製造してきましたが、その殆どが消耗品であり、かつ、日本国内を市場としていることから、国内の景気の変動、個人消費のマイナスなどの影響を受けます。すなわち、国内の景気が後退し個人消費のマイナスが低下すると、カードを発行する新規の店舗等ができず、店舗等を訪れカードの発行を依頼する顧客の人数も減少し、当社のカードの発行枚数も減少して、当社の業績は悪化します。

この点、新型コロナウイルスの蔓延による各業界におけるイベント、催事等の自粛・時短・中止の流れに伴い、個人の移動が制限されたことにより、プラスチックカードの需要は減少傾向にあり、当社は、既に受注していた案件について発行中止や、先送、見合わせ等によるカードの発行枚数の減少に直面しています。具体的には、前年比で、2021年3月期の製造枚数は27%減少、受注件数は20%減少となり、売上高は約25%減少しております。

ハウスカードに代替する共通ポイントカードの台頭

当社は、いわゆるハウスカード（注5）の製造も行っていました。近年、楽天ポイント、Tポイント、Pontaポイント等、大手のカード発行体が提供する共通ポイントカード（注6）の台頭により、共通ポイントカードを利用することができる提携先小売店舗が増加傾向にあり、反対に、ハウスカードの利用は減少傾向にあります。

（注5）ハウスカードとは、カードを発行する企業のサービスを利用する時のみ、利用可能なカードのことです。

（注6）共通ポイントカードとは、カードを発行する企業のサービスを利用する時のみでなく、当該企業が提携する加盟店であれば、どの店舗であっても利用可能なカードのことです。

当社は、このような共通ポイントカードの大ロットの受注も受けているものの、その殆どはコンペ・入札方式や複数社との価格競争の結果によるため、当社の利益率を確保するのは困難です。他方、ハウスカードのような、当社が得意としてきた小ロットでの、かつ顧客が希望するサイズ・デザイン・材質・機能に対応するオーダーメイドの受注分野においては、大ロットの案件を取り扱うカードメーカーとは殆ど競争がないため、利益を比較的確保しやすい状況です。しかしながら、上記のとおり、小ロットのハウスカードの受注自体が減少しており、これが一因となって、当社の利益率は、2018年3月期は8.83%、2019年3月期は7.98%、2020年3月期は4.4%、2021年3月期はマイナスと減少を続けています。

また、ハウスカードの発行者は、カードの発行を検討するにあたり、第一次的に印刷会社に依頼する機会が多いことから、当社は、全国に印刷関連業者の販売代理店を増やしてきました。しかしながら、ハウスカードの優位性が失われつつある現状では、このような全国の販売代理店を通じたカード製造事業の仕組みが十分に機能しなくなっている状況です。

以上のような厳しい事業環境の下、当社の利益率は、2018年3月期には、上場以来維持してきた10%の水準を割り込むようになりました。具体的には、上記のとおり、2018年3月期は8.83%、2019年3月期は7.98%、2020年3月期は4.4%、2021年3月期はマイナスとなりました。これに対応すべく、当社においては、2020年4月下旬に策定した2020年5月22日公表の中期経営計画（2021年3月期～2023年3月期）に基づき、主に以下の取組を行い、収益の改善を図ってきました。

新規販売代理店の獲得

当社は、現在約6,773社の販売代理店を介してエンドユーザーから受注し、カードを製造しておりますが、東日本地域（中部地域を含む）における販売代理店の数（3,178社）は、西日本地域における販売代理店の数（3,595社）よりもわずかに下回っている状況です。しかしながら、当社としては、本社・支店を含めたあらゆる業界・企業のビジネス拠点は関東に集中し、カードの需要も関東に集中していると認識しており、そのような状況を踏まえると、当社において中部地域を含む東日本地域を重点とした更なる販売代理店の獲得が必要であると考え、これを推進してきました。

また、これと併せて、「CardMarket.jp」という自社Webサイトにおいて、既存の販売代理店に対し、当社の取扱製品・技術的な情報等の最新情報やWeb上での見積請求サービスを提供してきたほか、ダイレクトメールの送付、印刷関連の展示会への出展等により、新規販売代理店の獲得を推進してきました。加えて、「tARget」ARプロモーション（スマートフォンのカメラモードでプラスチックカードをかざすことにより、カード発行体が提供する画像・テキスト・動画・音声・音楽などをスマートフォンの画面上に演出できる仕組み。但し、アプリエンジン開発元の事業が買収された結果、当社にとってのアプリ開発の発注先が買収先に変更され、費用や運用の見直しを余儀なくされ、2021年3月にサービスを終了）や、QRCHORD CHANGER（同一のQRコードのリンク先を自由に変更できるシステム）の提供により、ICT業界（異業種）の新規販売代理店の確保にも取り組んできました。

デジタル（オンデマンド）印刷方式による小ロットでのオーダーメイドの受注生産の販売強化

当社は、最先端のデジタル（オンデマンド）印刷機を導入したことにより、最低ロット1枚からの受注及び本人識別のためのIDカード（社員証・学生証・身分証明証）への対応が可能となったほか、納期も短縮され、価格も安く提供できるようになりました。また、この新しいデジタル（オンデマンド）印刷機では、素材を選ぶことなくカードを製造することが可能であるため、顧客のニーズにも幅広く応えることができるようになりました。さらに、フィルム、刷版が不要となることにより各工程でのエネルギー、薬品、資材、廃棄物等を削減できます。

以上のようなオンデマンド印刷方式の活用により、当社が得意とする小ロットでの、かつ顧客が希望するサイズ・デザイン・材質・機能に対応するオーダーメイドの受注生産の強化を図ってきました。

大口顧客への拡販に向けた設備投資

近年、情報の記録媒体は磁気カードからバーコード・2次元バーコードカードが主流になりつつあり、これらのカードは主に流通業界の物品量販店で多く採用される傾向にあるところ、これらのカードの生産を受注する場合は、大口ロットとなります。

上記のとおり、当社は、小ロットでの、かつ顧客が希望するサイズ・デザイン・材質・機能に対応するオーダーメイドの受注生産を得意としてきましたが、このような大口ロットのバーコードカードの需要にも対応していく必要があります。そこで、当社は、あらゆる素材の券面に、1時間当たり4,000枚の処理速度で、かつ従来の240dpi（注7）から25%増の300dpiの解像度でバーコードを印刷することが可能な機械、及びバーコードを印刷したカードを当該カードの会員登録申込用紙に貼り付けるとともに、当該カードに印刷されたバーコードを読み取り、読み取ったバーコードを当該申込用紙に印刷することが可能な機械（注8）を導入することにより、大口ロットの受注であっても、加工作業期間を従来の2分の1（例えば従来10万枚のカードにバーコード加工をする場合に30日を要していた日数が15日となりました。）に短縮し、かつ300dpiの解像度によってよりきめ細かく滑らかな線の印刷表示を実現することで、これまで取り込めていなかった大口ロットを発注する顧客への拡販を図ってきました。

（注7） dpiとは、解像度を示す単位のことです。1インチあたりのドット数をいいます。

（注8） 例えば、店頭において、当該店舗の提供するポイントサービス等を受けるため、バーコードカードの会員登録をしようとする顧客に対して、バーコードカードの会員登録申込用紙に顧客情報を記入してもらい、当該申込用紙を店舗で預かるのと引き換えに、当該申込用紙に貼り付けられたバーコードカードを顧客に交付するという、カードの即時発行の仕組みを前提とした機械です。バーコードカードを当該バーコードカードの情報が印刷された会員登録申込用紙に貼り付けて両者を一体化させることで、当該バーコードカードの情報と申込用紙に記載された顧客の情報を、店舗において一元的に管理することができます。

非接触式ICカードの販売促進と売上高増加

当社は、磁気ストライプ付きカードに比べ偽造防止効果の高い非接触式ICカードの需要が年々増加しているものと認識していることに加え、非接触式ICカードの利益率が磁気ストライプ付きカードよりも20%程度高いことから、非接触式ICカードの製造拡大にも取り組んでおります。カードに埋め込まれるICチップには様々な周波数・通信方式のものがあり、非接触式ICカードの製造に必要な技術や製造工程は、ICチップの種類によってそれぞれ異なります。当社においては、顧客の非接触式ICカードに関する幅広いニーズへの対応が可能となるよう、異なる種類のICチップに対応する非接触式ICカードの製造技術や製造工程の習得に努めるとともに、非接触式ICカードのニーズの高い業界の顧客に対して精力的に営業活動を行うことにより、非接触式ICカードの販売を促進し、以て、その売上高増加を図ってきました。

山田弘直氏は、当社による上記取組は現状維持又は低位ながら相応の成長をもたらし得るものの、上記事業環境の変化に対応し得るものではないと認識しているとのことです。2020年2月以降の、新型コロナウイルス感染症の感染拡大の影響もあり、2020年3月期の当社の利益率は4.4%となり、事業への経済的悪影響が顕在化したことから、山田弘直氏は、より抜本的な事業形態の改革の必要性を認識するに至ったとのことです。

以上のような経緯を踏まえて、山田弘直氏としては、2021年1月下旬、当社の今後の中長期的な企業価値向上策について検討を進める中で、上記のような中期経営計画に掲げる施策の実行（なお、2021年5月21日公表の当社中期経営計画（2022年3月期～2024年3月期）においても、同様の施策を行うことが公表されています。）によっても一定の成果が見込まれるものの、上記のとおり、当社を取り巻く事業環境はさらに厳しい状況になることが予想され、このような状況を打破するためには、当社が有する全国6,773社の印刷関連会社の販売代理店や、プラスチックカード製造に特化した自社内一貫生産による品質の確保という強みを

活かしつつ、早期により抜本的かつ積極的な施策を実行することが必要であると、2021年1月下旬、認識するに至ったとのことです。

一方で、上場会社においては、四半期ごとの業績開示が義務付けられている中、顧客に対して受託者責任を負う機関投資家を含む幅広い株主から、中長期的な企業価値向上とともに、短期的な利益確保を求められる側面もあります。そのため、当社においては、短期的な収益の悪化やそれに伴う株価の下落等の悪影響を回避するべく、Webプラットフォーム（注9）やデジタルインフラの整備をはじめとする設備投資や一時的な利益の悪化を伴う施策を避ける保守的な戦略を取らざるを得ない状況にあり、現状においては中長期的な企業価値の向上を十分に追求できていないものと認識しております。

（注9） プラットフォームとはWeb上で提供される様々なサービスの基盤となる動作環境のことです。

このような背景の下、山田弘直氏は、当社にとって、短期的には財務的負担となる可能性がありながらも、経営資源を改めて検証した上で、中長期的な企業価値の向上につながる施策への戦略的投資を積極的かつ迅速に行うことにより事業の構造改革を断行し、新たな成長基盤を構築する必要があり、そのために、適時に柔軟かつ迅速果敢に事業を再構成できる経営体制の構築が不可欠と考えるに至ったとのことです。そして、山田弘直氏は、2021年1月下旬、当社を取り巻く厳しい事業環境下においても、更なる当社の企業価値の拡大を図るためには、具体的には、以下の施策を実施する必要があるとの認識を持つに至ったとのことです。

（ ）EC売上の拡大とWeb上の取組の強化

当社は、全国の販売代理店（印刷関連企業・その他カード関連企業等）から注文を受け、販売代理店を介してエンドユーザーへプラスチックカードをお届けしており、営業部門を持たない当社が、安定的な収益を確保するためには、販売代理店の確保は最も重要な要素です。この点、当社としては、エンドユーザー 単一の販売代理店 当社という、エンドユーザーと当社間に販売代理店1社のみが介在する商流が、他に介在する業者に利益を吸い取られることがなく、また末端価格を抑えられて、激化する価格競争にも対応することができるため、最も理想的と考えております。しかしながら、実際には、受注したカードを自社で一貫生産する技術を持たない印刷会社等の事業者が、他の印刷関連企業に製造工程の全部又は一部を発注することが多く行われるため、エンドユーザーと販売代理店との間には、他の事業者（印刷関連企業）が2、3社程度介在しています。

一方で、EC会社は、各社のECサイトにおいて価格表を開示することで、よりエンドユーザーに近い業者や、場合によってはエンドユーザーから直接受注することができるほか、対面営業ではなく、Web上でデータ入稿や、外注メーカーへの依頼、決済処理を完結させているため、このような体制を導入できていない当社と比較したときに、営業経費がかからない、注文プロセスが簡易である、エンドユーザーにより近い顧客と取引ができるといった強みがあります。その結果、小ロットでの、かつ顧客が希望するサイズ・デザイン・材質・機能に対応するオーダーメイドの受注生産の案件が、（当社ではなく）EC会社へ流れてしまっているのが現状です。

このようなEC会社に対抗すべく、上記のとおり、当社は、これまでWeb上でプラスチックカードの新商品・製品案内・カード関連の技術情報などのサービス配信や、「CardMarket.jp」等の自社WebサイトでBtoB（注10）向けの受注販売及び既存の販売代理店への当社の取扱製品・技術的な情報等の最新情報の提供を行ってまいりましたが、未だ積極的な取組が行われているとは言い難く、その売上実績は2021年3月期において、年間で2,000万円程度と低水準に留まっています。

（注10） BtoBとは、Business to Businessの略で、企業が企業を対象に行うビジネス形態のことです。

山田弘直氏は、激化する同業他社との競争に対応していくためには、他社と差別化されたWebプラットフォームの開発をこれまで以上に迅速に行い、既存の販売代理店を介した販売ルートに加え、ECサイトでの販売をさらに強化する必要があると考えているとのことです。具体的には、Web専門デザイナーによる独自性の強いより優れたUI（注11）の構築や同業他社製品に対して優位性のある企画・デザイン案テンプレートの拡充を図った上で、Web上で、見積もり、受付、入稿、製造、決済までをワンストップで可能とするサービスを提供するとともに、カード関連情報を共有・配信するプラットフォームを構築することが必要であると考えているとのことです。

(注11) UI (User Interface) とは、ユーザー (製品やサービスの利用者) と製品やサービスとのインターフェイス (接点) となるものであり、例えば、Web サイトであればサイトの見た目やレイアウトなどのユーザーが目にするもののことです。

また、山田弘直氏は、全国の印刷関連企業のみならず、異業種も含めたあらゆる企業をターゲットとして、当社の提供するWebプラットフォームに対する認知度・優位性を向上させるため、SEO対策 (注12) の強化及びマーケティング強化の対策を講じることも必要であると考えているとのことです。

(注12) SEO (Search Engine Optimization) 対策とは、検索エンジンにおける検索結果で自社サイトをより多く表示させるために行う対策のことです。

このように、当社において、ECサイトを強化することは、現在、認知度や注文プロセスの利便性の面で他のEC会社へ流出してしまっている代理店候補にアプローチすることを可能とし、利益率を確保しやすい小ロットでの、かつ顧客が希望するサイズ・デザイン・材質・機能に対応するオーダーメイドの受注生産案件を、改めて当社で取り込むことができ、利益率の向上に寄与するものと考えているとのことです。

さらに、エンドユーザーにより近い代理店や、場合によってはエンドユーザーと直接取引をすることができるほか、他のEC会社との価格競争において優位に立つことが可能となり、この点でも、利益率の向上に寄与すると考えているとのことです。

このようなWeb上の取組を強化するにあたっては、既存の販売代理店との関係が一時的に悪化することなども一要因となっており、短期的には当社の収益を悪化させる可能性があるものの、ECビジネスに精通する人員の新規採用及びEC分野への成長投資の積み増し、法人顧客の認知度やブランドイメージの向上等を目的とした施策の実施、Webプラットフォームシステムの開発、及び開発・マーケティング人員の増強を実施することにより、中長期的には、当社製品の販売チャネルの拡大による売上及び収益の増加を実現できるものと考えているとのことです。

() 低価格・短納期のための取組の強化

上記のとおり、当社は、小ロット (最低1枚から) 対応可能、かつカード素材を選ばないデジタル (オンデマンド) 印刷方式の強化を推進してまいりました。しかしながら、山田弘直氏は、Web上における小ロット生産を得意とするEC会社との価格競争に対抗するためには、設備をより一層増強し、顧客のニーズに幅広く応えらるとともに、納期の短期化かつ低価格化を推進する必要があると考えているとのことです。

そこで、山田弘直氏は、上記デジタル (オンデマンド) 印刷方式の強化に加えて、販売代理店から受領する校了データを迅速に工場 (製造現場) と共有できるようなデジタルインフラ整備の実施により、合理化・省力化を図り、低価格・短納期に対応していく必要があるものと考えているとのことです。

具体的には、現状の当社における受注生産の流れでは、各営業所において中1、2日の製版のための待機時間が発生するため、納期までに要する日数が余計に生じているところ、入稿及び製版段階でのワークフローシステムをデジタル化することにより、従来1、2日程度要していた製版のための待機期間がなくなり、これにより、競合他社との納期面での差別化を図るとのことです。

加えて、DTP自動化ソリューションを導入することにより、印刷入稿データを印刷適正データへ自動で変換して、DTP作業 (注13) を効率化するほか、印刷ワークフローを自動化することにより、小ロットの案件を複数受注するという当社の事業方式のために、大ロットの案件と比較して増加する案件毎の仕分け作業や確認作業を軽減させ、短納期及び低価格の実現を図ることを考えているとのことです。

(注13) DTPとは、Desktop publishingの略で、DTP作業とは文字や画像の入力から組版・面付け・編集・出力を机上のパソコンで行うことです。

このような方法で、低価格を実現する場合、採算や品質を度外視して単に価格を引き下げる場合と異なり、利益率や品質を維持したまま短納期を実現することができ、したがって、乱立するEC会社等の競合他社との差別化を図ることができ、競合他社に流れてしまっている利益率の高い案件や新規顧客を取り込むことができ、結果として売上げや利益率の向上につながり、企業価値の向上に資するものと考えているとのことです。

山田弘直氏は、デジタルインフラ整備、受注入稿ワークフローシステムのデジタル化には先行投資が必要であることから、当該取組を強化することで、短期的には当社の収益に悪影響を及ぼす可能性があるものの、中長期的に安定した事業体制を構築することが可能になるものと考えているとのことです。

() 人材獲得・育成の強化

山田弘直氏は、上記()のとおり、当社を取り巻く厳しい事業環境の下では、ECサイトにおける受注販売の強化が必須であるところ、現状の当社においてはその専門性に欠けると考えており、その実現のためには、Web専門デザイナー等の外部専門業者の積極的な活用、ECビジネスに精通する人員の新規採用等の人材投資が必須と考えているとのことです。また、SEO対策強化やECにおけるマーケティング対策強化等については、当社の既存の社員への教育によってもある程度、実現可能と考えており、外部業者に依存しない体制の構築という観点からも、既存の社員への教育といった人材投資も同様に必須であると考えているとのことです。

そして、これらの人材投資により、ECサイトやWeb上の取組を強化し、もって当社の利益率を確保することで、当社の中長期的な企業価値の向上に繋がるものと考えているとのことです。

また、当社は、これまで従業員を主に正社員として採用してきており、パートやアルバイト、期間契約社員や派遣社員は殆ど採用していません。当社は、企画・デザイン・製版・印刷（オフセット・シルク・グラビア）・磁気加工・ICインレイ・ラミネートプレス・打ち抜き・外観検査・箔押し・エンボス/エンコード・券面印字・台紙へのカード貼り付け・カードへのラベル貼り付け・断裁角丸・穴あけ・検査/出荷という、プラスチックカードの各製造工程のオペレーションを5年から10年かけて学び、従業員各々が業務を兼務できるような体制強化を図ってきました。

この点、山田弘直氏としては、当社の工場が立地する四国地方において人口減少が進んでいること、工場内で働く従業員の高齢化が進みつつあることを踏まえると、技術の安定的な継承の観点からは、新卒社員や中途社員の正社員採用を中心としつつも、パートやアルバイトの採用・教育、正社員への登用のための積極的な取組の強化が必要不可欠であると考えているとのことです。

以上のような人材の獲得・育成体制を強化するための先行投資は、短期的には大幅な収益及びキャッシュ・フローのマイナスを招く可能性があるものの、かかる人材投資こそが企業の永続的な成長の基盤となるものであり、当社の中長期的な企業価値向上には必要不可欠であると考えているとのことです。

() M & Aによる新規業態・新規事業への取組の強化

当社は、企画・デザイン・製版・印刷（オフセット・シルク・グラビア）・磁気加工・ICインレイ・ラミネートプレス・打ち抜き・外観検査・箔押し・エンボス/エンコード・券面印字・台紙へのカード貼り付け・カードへのラベル貼り付け・断裁角丸・穴あけ・検査/出荷という、プラスチックカードの製造工程の殆どを内製化することにより、プラスチックカードの一貫生産を可能にしています。また、当社は、顧客の要望に応じ、所有する設備・技術を活用して、プラスチックカード以外にも、プラスチック製のサインプレート・ワッペン・名札・タグ・下敷き・その他販促POP品等の内製化による一貫生産を行っております。

山田弘直氏は、今後もプラスチックカード需要の減少傾向が予想される事業環境に対応していくためには、当社がこれまでカード製造の一貫生産によって蓄積してきたノウハウを、プラスチックカードやプラスチック製品の製造のみならず、プラスチック半製品の加工や技術提携に活用することが必要不可欠であると考えているとのことです。

具体的には、既に行っている当社の社内におけるプラスチックカード以外のプラスチック製品の製造拡充に加え、当社の技術を活用した資本・業務提携や、同種又は隣接事業を営む他社とのM & A等も視野に検討を進める必要があると考えているとのことです。

当社は、関東市場における販売代理店網の強化を目的として、2006年に後発の同業者であるウイルワン株式会社のカード事業を譲受け、100%子会社として株式会社ウイルワンカードを設立した実績がありますが、これまで国内の同業他社等を対象とした買収実績はありません。山田弘直氏は、今後プラスチックカード製造の市場規模が中長期的に縮小することが見込まれる中で、当社の東日本地域における販売代理店の獲得強化を目的とした他社との業務提携を含む買収等を機動的に実行することにより、当社の売上及び収益の増加が実現できるものと考えているとのことです。

山田弘直氏は、上記()から()の施策の実施は、中長期的に見れば当社の大きな成長及び収益の拡大が見込まれるものの、直ちに当社の売上や利益に貢献できるものではなく、相当の時間、戦略的投資を含む多額の各種先行投資が必要となること、各種先行投資やM & Aに付随するのれん償却費等が伴う可能性があるという各施策の性質等を考慮すると、短期的には当社の利益水準の著しい低下やキャッシュ・フローの悪化をもたらすリスクがあり、当社が上場を維持したままこれらの各施策を実行した場合には、資本市場からの十分な評価を得ることができず、当社の株式価値が大きく毀損する可能性があると考えているとのことです。他方、上記のとおり、当社の置かれている事業環境を踏まえると、早急に上記()から()の施策を実

施することが必要な状況であり、上記のような、株主の皆様へのリスクを最小限に抑えるために、かかる施策を縮小し、又は先延ばしにすることは当社の中長期的な競争力・収益力を弱めることにつながる可能性があると考えているとのことです。そして、山田弘直氏は、2021年1月下旬、当該施策の実施にあたっては、その短期的な効果にとらわれず、中長期的な視点から抜本的かつ機動的な意思決定を迅速かつ果敢に実施することが必要であるとともに、そのような意思決定を可能とする経営体制を構築する必要があると考えるに至ったとのことです。

また、当社においては、現状の事業活動を継続するために必要な資金が確保できており、かかる現在の財務状況及び現下の間接金融における低金利環境等に鑑みると、上場市場におけるエクイティ・ファイナンスの活用による資金調達必要性は当面見込まれず、また、カード製造業界における当社のブランド力や取引先に対する信用力は事業活動を通じて維持・獲得される部分がより大きくなってきていることからすると、株式の上場を維持する必要性やメリットは相対的にみて低下しているものと理解しております。他方で、近年、株式の上場を維持するために必要なコスト（金融商品取引法上の有価証券報告書等の継続的な情報開示に要する費用、監査費用、株主総会の運営や株主名簿管理人への事務委託に要する費用等）が増加しており、今後、株式の上場を維持することが当社の経営上の負担となる可能性は否定できないものと考えております。

このような状況を踏まえ、山田弘直氏は、当社が今後も株式の上場を維持することによるメリット、デメリット等について慎重に検討した結果、2021年1月下旬、当社の企業価値向上と更なる成長のためには、当社を非公開化することこそが、当社の株主の皆様へのリスク負担を回避しつつ、中長期的な視点から抜本的かつ機動的に上記の各施策を実践するために最も有効な手段であるとの結論に至ったとのことです。また、当社株式を非公開化するにあたっては、当社が、55年にわたるプラスチックカード製造事業の中で構築してきた、カードの主要材料・副材料の仕入れ先や全国の販売代理店等の取引先との信頼関係を基礎として事業を行っていることから、2007年以降当社の代表取締役社長を務めてその事業を熟知し、取引先との信頼関係を構築している山田弘直氏自身がマネジメント・バイアウト（MBO）を実施し、上記各施策を迅速かつ果敢に実行していくことが当社にとって最善であると考えているに至ったとのことです。

以上のような経緯で、山田弘直氏は2021年1月下旬より本取引に関する構想を持ち始め、2021年3月10日には、当社に対して、当社のマネジメント・バイアウト（MBO）の実現可能性について検討したい旨の意向を伝え、2021年3月25日、当社から協議に応じる旨の連絡を受けた上で、2021年4月28日、本公開買付けによる当社株式の取得及び所有等を主たる目的として公開買付者を設立したとのことです。そして、公開買付者は、2021年5月28日、当社に本不応募合意株主が当社の非公開化後も株主として存続することを前提とした、本取引を正式に提案する旨の提案書を提出し、本取引の実行の是非に関して、当社との間で具体的な協議・交渉を開始したとのことです。

その後、公開買付者は、本取引の諸条件等についてさらに具体的な検討を進め、過去1年間において公表された15件の他社MBO事例の公表日前日終値に対するプレミアム率が約15%～約75%の範囲内にあること、また、当該15件のうち7件における（公表日前日終値に対する）プレミアム率が約30%～約40%の範囲内にあることを勧告した上で、公開買付価格を700円と設定した場合、2021年7月2日時点における当社株式の東京証券取引所JASDAQ（グロース）市場における終値545円に対して28.44%（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。）、同日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値541円（小数点以下四捨五入。以下、終値単純平均値の計算において同じです。）に対して29.39%、同日までの過去3ヶ月間の終値単純平均値536円に対して30.60%、同日までの過去6ヶ月間の終値単純平均値528円に対して32.58%のプレミアムを加算しており、妥当な水準のプレミアムを付していると考えたことから、2021年7月5日、当社に対して、本公開買付けに係る当社株式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700円とする提案を行ったとのことです。その後公開買付者は、当社から、2021年7月6日、当該提案価格は同時点での当社株式の市場株価を基準とするとプレミアム水準としては未だ十分とはいえ、当社において事業計画に基づいて試算した当社株式の価格水準と比較しても不十分であるとの理由で、本公開買付価格の再検討の要請を受けたことから、本公開買付価格の再検討を行い、2021年7月12日に本公開買付価格を1株当たり725円とする旨の再提案を行ったとのことです。その後さらに、当社から、2021年7月13日、当社において事業計画に基づいて試算した当社株式の価格水準と比較しても未だ不十分であるとの理由で、本公開買付価格のさらなる引き上げの要請を受けたことから、2021年7月19日に本公開買付価格を1株当たり800円とする旨の再提案をしたものの、公開買付者は、当社から、2021年7月20日、当該再提案に係る本公開買付価格は事業計画に基づいて試算した当社株式の価格水準と比較すれば一定の評価はできるものの、なお十分な水準に達していないとして、当社の少数株主にとってできる限り有利な取引条件を確保する観点から、本公開買付価格の一段の見直しを要請されたとのことです。そのため、公開買付者は、2021年7月26日、本公開買付価格を850円とする旨の再提案をし、その後も当社との間で、継続的に協議・交渉を行い、その結果、2021年7月30日に、本公開買付価格を1株当たり851円とする旨の再提案を行ったところ、2021年8月2日、当社から、最終的な意思決定は、本特別委員会（以下に定義します。）の答申を踏まえた上で当社取締役会決議を経てなされるという前提の下、公開買付者の提案を承諾する旨の回答を受領したとのことです。このように、公開買付者は、当社との間で、継続的に本公開買付

価格の交渉を行ったとのこと。かかる協議・交渉の結果を踏まえ、公開買付者は、2021年8月5日、本取引の一環として、本公開買付価格を851円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。

なお、公開買付者は、財務情報等の客観的な資料及び過去に行われたMBO事例におけるプレミアム率を参考にするなど、当社株式の株式価値に関する諸要素を総合的に考慮し、かつ、当社との協議・交渉を経て本公開買付価格を決定しており、第三者算定機関からの株式価値算定書は取得していないとのこと。

また、公開買付者は、上記当社との具体的な協議・交渉を開始する以前の2021年3月中旬、当社の創業家一族でもある本不応募合意株主が所有する当社株式について、本公開買付けに応募することを要請するか否かの検討を行った結果、2021年3月下旬、公開買付者の資金負担を一定程度抑えるとともに、短期的な財務状況の悪化等のリスクを恐れることなく上記()から()までの抜本的施策を迅速かつ果敢に実行していくためには、当社の設立時に創業者の元屋地文明氏が当社株式の所有を開始して以降継続して当社の経営方針を支援・支持し、当社の経営理念を共有する創業家一族において、引き続き当社の株主として上記リスクを負担しつつ、当社の経営を支援・支持してもらうことに意義があることから、本不応募合意株主に対し、本公開買付けに応募せず、当社の株主として存続するよう要請することが最善であるとの認識に至ったとのこと。

そして、公開買付者は、2021年7月上旬、本不応募合意株主に対し、引き続き当社の株主として上記リスクを負担しつつ、当社の経営を支援・支持する意向があるかどうかを確認するとともに、本不応募合意株主がそのような意向を有している場合は引き続き非公開化後の当社の株主として残留いただくよう打診しました。その結果、公開買付者は、2021年7月上旬、()山田弘直氏は当社の代表取締役として、()加藤玄也氏は当社の取締役として、継続して当社の経営に当たることを企図していること、()元屋地文明氏については、当社の創業者であり、当社が現在も同氏から取引先との関係維持・拡大の支援等を受けており、同氏が本取引後も当社の株主として残ることにより同氏からの助言を受けやすくなることや、山田弘直氏が本取引の具体的な検討を開始して以降、本取引後における公開買付者ないし本合併後の当社の経営方針を支持する意向を有していること、()元屋地駿氏は、創業者元屋地文明氏の孫であり、同氏の養子となり、本取引後も継続して当社の従業員として勤務することを予定しており、本取引後における公開買付者ないし本合併後の当社の経営方針を支持し、当社の従業員及び将来経営に関与する予定の者として、当社の経営を支援する意向を有していること、そして、()山田弘直氏、加藤玄也氏、元屋地文明氏及び元屋地駿氏とそれぞれ生計を同一にする山田美紀氏、加藤垂弥氏、松永里佳氏、加藤瑠菜氏、加藤紗羅氏、松永竜馬氏及び村山裕香氏は、創業家一族として、本取引後における公開買付者ないし本合併後の当社の経営方針を全面的に支持・支援する意向を有していることについて、本不応募合意株主それぞれとの間で認識を共有・確認し、2021年7月上旬、本不応募合意株主より、本公開買付けが実施された場合、その所有する当社株式全部について本公開買付けに応募しない旨の回答を得たとのこと。

これらの協議・交渉を経て、公開買付者は、2021年8月5日、本不応募合意株主との間で、そのそれぞれが所有する本不応募合意株式の全部（所有株式数の合計720,000株、所有割合35.38%）について本公開買付けに応募しない旨を書面により合意したとのこと。

(イ) 本公開買付け後の経営方針

本取引は、いわゆるマネジメント・バイアウト(MBO)に該当し、山田弘直氏は、本取引後も継続して当社の代表取締役社長として経営にあたることを、また、加藤玄也氏は、本取引後も継続して当社の取締役としてその経営にあたることを、それぞれ予定しており、上記「(ア) 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、理由及び意思決定の過程」に記載した経営を推進する予定とのこと。なお、当社のその他の取締役及び監査役と公開買付者との間には、本公開買付け実施後の役員就任について何らの合意もなく、本公開買付け実施後の役員構成を含む経営体制の詳細については、本公開買付けの成立後、当社と協議しながら決定していく予定とのこと。公開買付者と当社のその他の取締役及び監査役との間において、現時点において、本公開買付け成立後の役員就任についての具体的な合意はありませんが、当社のその他の取締役及び監査役が今後も当社の役員として経営に携わり、当社の企業価値の向上に対して一層前向きに取り組んでいただくことを想定しているとのこと。

また、本スクイーズアウト手続の完了後、法第24条第1項ただし書に基づき当社の有価証券報告書提出義務の中断申請に対する承認が得られた後に、公開買付者と当社は、公開買付者を吸収合併消滅会社、当社を吸収合併存続会社とする本合併を実施することを予定しているとのこと。本合併の具体的な実施時期については、本書提出日現在未定ですが、本合併により、本不応募合意株主のみが当社の株主となることを予定しているとのこと。

なお、本不応募合意株主は、当社が実施する本株式併合の結果、その所有する当社株式の数が1株に満たない端数となり（なお、下記（注15）に記載の場合、本不応募合意株主の所有する当社株式の全部が1株に満たない端数となります。）、その端数の対価として当社又は公開買付者から金銭を受領した場合、当該金銭の全額又はその一部（但し、公租公課等及び合理的な諸経費は控除します。）を本合併後の当社に再出資することを予定しているとのこと。

当社が本公開買付けに賛同するに至った意思決定の過程及び理由

当社は、2021年3月10日に山田弘直氏から当社のマネジメント・パイアウト（MBO）の手法による当社株式の非公開化の実現可能性について検討したい旨の意向を受け、また、2021年5月28日に公開買付者から本取引に関する提案書の提出を受けたことから、本取引に関する具体的な検討を開始しました。

当社は、下記「(6)本公開買付価格の公正性を担保するための措置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」に記載のとおり、本取引における当社及び当社取締役会の意思決定の恣意性を排除し、意思決定過程の公正性、透明性及び客観性を確保するために、2021年5月中旬にリーガル・アドバイザーとしてアンダーソン・毛利・友常法律事務所外国法共同事業（以下「アンダーソン・毛利・友常法律事務所」といいます。）を選任するとともに、2021年6月9日に本取引の提案を検討するための特別委員会を設置しました（以下「本特別委員会」といいます。委員の構成その他具体的な諮問事項等については、下記「(6)本公開買付価格の公正性を担保するための措置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「当社における独立した特別委員会の設置及び意見（答申書）の取得」をご参照ください。）。また、2021年5月中旬にフィナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関として株式会社ブルー・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。）を選任し、公開買付者からの提案を検討するための体制を整備し、検討を進めてまいりました。その後、当社は、当該検討を踏まえ、本特別委員会により事前に確認された交渉方針や交渉上重要な局面における意見、指示、要請等に基づいた上で、ブルー・タス・コンサルティング及びアンダーソン・毛利・友常法律事務所の助言を受けながら、本取引の実行の是非に関して公開買付者との間で複数回にわたる協議・交渉を行いました。

なお、アンダーソン・毛利・友常法律事務所の報酬は、本取引の成否にかかわらず、稼働時間に時間単価を乗じて算出するものとされており、本取引の成立を条件とする成功報酬は含まれておりません。また、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、本取引の成立を条件とする成功報酬は含まれておりません。

また、本公開買付価格については、当社は、2021年7月5日に本公開買付価格を700円とする旨の提案を受けた後、ブルー・タス・コンサルティングから受けた当社株式の株式価値算定に係る試算結果の報告内容及び本特別委員会により事前に確認された交渉方針を踏まえた上で、2021年7月6日に当該提案価格は同時点での当社株式の市場株価を基準とするとプレミアム水準としては未だ十分とはいえず、当社において事業計画に基づいて試算した当社株式の価格水準と比較しても不十分であるとして、公開買付者に対して本公開買付価格の再検討を要請しました。その後、2021年7月12日に本公開買付価格を1株当たり725円とする旨の提案を受けましたが、当社において事業計画に基づいて試算した当社株式の価格水準と比較しても未だ不十分であるとして、2021年7月13日に再度当社から、本公開買付価格を再提案いただきたい旨を改めて要請しました。その後、当社は、公開買付者より、2021年7月19日に本公開買付価格を1株当たり800円とする旨の提案を受けました。当社は、当該再提案に係る本公開買付価格は事業計画に基づいて試算した当社株式の価格水準と比較すれば一定の評価はできるものの、なお十分な水準に達していないとして、当社の少数株主にとってできる限り有利な取引条件を確保する観点から、2021年7月20日に本公開買付価格の一段の見直しを要請し、2021年7月26日、本公開買付価格を850円とする旨の提案を受け、その後も公開買付者との間で、継続的に協議・交渉を行い、その結果、2021年7月30日に、本公開買付価格を1株当たり851円とする旨の再提案を受けました。当社は、当該提案について、その妥当性を本特別委員会に確認するほか、ブルー・タス・コンサルティングからさらに意見等を聴取した結果、2021年8月2日、最終的な意思決定は、本特別委員会の答申を踏まえた上で当社取締役会決議を経てなされるという前提の下、公開買付者の当該提案は、その時点における経済情勢、市場動向、その他当社をめぐる経営環境の下で、妥当な価格であると判断いたしました。そして、当社は、2021年8月4日付でブルー・タス・コンサルティングから取得した株式価値算定書（以下「本株式価値算定書」といいます。）の内容も踏まえてさらに慎重に検討を行い、その結果、当該価格は、市場価格から見れば相応のプレミアムが付されていると評価でき、また、下記「(3)算定に関する事項」の「算定の概要」に記載のブルー・タス・コンサルティングによるディスカウント・キャッシュ・フロー法（以下「DCF法」といいます。）の算定結果のレンジの範囲内にあり、合理性を有すると判断いたしました。このように、当社は、公開買付者との間で、継続的に本公開買付価格の交渉を行いました。

さらに、当社は、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、本取引に関する諸手続を含む当社取締役会の意思決定の方法及び過程その他の留意点について、必要な法的助言を受けるとともに、本特別委員会から2021年8月4日付で答申書（以下「本答申書」といいます。）の提出を受けました（本答申書の概要及び本特別委員会の具体的な活動内容等については、下記「(6)本公開買付価格の公正性を担保するための措置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「当社における独立した特別委員会の設置及び意見（答申書）の取得」をご参照ください。）。その上で、当社は、ブルー・タス・コンサルティングから提供を受けた財務的見地からの助言及び本株式価値算定書、アンダーソン・毛利・友常法律事務所から得た法的助言を踏まえつつ、本特別委員会から提出された本答申書の内容を最大限に尊重しながら、本取引を通じて当社の企業価値を向上させることができるか、本取引は公正な手続を通じて行われることにより少数株主の享受すべき利益が確保されるものとなっているか等の観点から慎重に検討を行いました。

当社としては、上記のような事業環境を踏まえ、様々な施策に取り組んでまいりましたが、このような状況下では、中長期的に当社の企業価値が毀損される可能性は否定できず、今後、当社が安定的かつ継続的に企業価値を向上させるためには、短期的な業績変動に捉われることなく、迅速かつ柔軟な経営判断や機動的な戦略的投資を実施していくことが必要であると考えております。そして、公開買付者は、上記「(ア)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、理由及び意思決定の過程」に記載のとおり、中長期的な企業価値の向上につながる施策への戦略的投資を積極的かつ迅速に行うことにより当社の事業の構造改革を断行し、新たな成長基盤を構築する必要があり、そのために、適時に柔軟かつ迅速果敢に事業を再構成できる経営体制の構築が不可欠と考えているとのことですが、当社としても、この点につき同様の認識を有しており、中長期的な視点から抜本的かつ機動的な意思決定を迅速かつ果敢に実施することが必要であるとともに、そのような意思決定を可能とする経営体制を構築する必要があると考えております。

具体的には、当社は、公開買付者から、本取引の協議・交渉の過程において、上記「(ア)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、理由及び意思決定の過程」に記載のとおり、当社について、()EC売上の拡大とWeb上の取組の強化、()低価格・短納期のための取組の強化、()人材獲得・育成の強化、()M&Aによる新規業態・新規事業への等の施策を実施する必要があるとの伝達を受けており、当社としても、かかる施策の必要性について慎重に検討を行った結果、それらの施策は、当社の中長期的かつ安定的な高収益企業となるために積極的に推進していくべき施策であり、かかる施策の実施には機動的かつ柔軟な経営体制の構築が望ましいと認識しております。

しかしながら、かかる施策は、中長期的に見れば当社の大きな成長及び収益の拡大が見込まれるものの、直ちに当社の売上や利益に貢献できるものではなく、相当の時間、戦略的投資を含む多額の各種先行投資が必要となること、各種先行投資やM&Aに付随するのれん償却費等が伴う可能性があるという各施策の性質等を考慮すると、短期的には当社の利益水準の著しい低下やキャッシュ・フローの悪化をもたらすリスクがあり、当社が上場を維持したままこれらの各施策を実行した場合には、資本市場からの十分な評価を得ることができず、当社の株式価値が大きく毀損する可能性があると考えております。他方で、上記のとおり、当社の置かれている事業環境を踏まえ、早急に抜本的な対応策を実施することが必要であると考えております。

このような状況下において、当社としては、当社の株主の皆様に対して発生する可能性がある上記の悪影響を回避しつつ、抜本的かつ機動的な経営戦略を実践し中長期的な視点から当社の企業価値を向上させるためには、公開買付者によるマネジメント・バイアウト(MBO)の手法により当社株式を非公開化するとともに、当社の所有と経営を一定の範囲で一致させ、公開買付者、取締役及び従業員が一丸となって各施策に迅速かつ果敢に取り組むことができる経営体制を構築することが必要であると考えております。そして、上記の各施策を効率的に実施するためには、当社の事業及び経営環境を熟知している当社の代表取締役である山田弘直氏が発行済株式の全部を所有し、かつ、代表取締役を務める公開買付者によって、当社を非公開化し、当社の実質的な株主を公開買付者及び創業家一族として本取引後における公開買付者ないし本合併後の当社の経営方針を全面的に支持・支援する意向を有している本不應募合意株主に限定した上で、山田弘直氏が中心となってその経営を担うことが、上記の各施策の実効性を高める観点から有用であると判断しました(なお、本取引後の当社の資本関係の概要については、上記「(2)本公開買付けに関する意見の根拠及び理由」の「本公開買付けの概要」に記載のとおりです。)。また、当社は、本取引実施後の効率的な事業運営を可能とする株式保有体制を構築するための本合併を含む、一連の本取引の方法についても不合理なものではないと判断しました。加えて、当社株式の非公開化を行った場合には、金融商品取引法上の有価証券報告書等の継続的な情報開示等に対応するために増加を続けていた上場維持コストを削減することができ、経営資源のさらなる有効活用を図ることも可能になると考えております。

なお、当社株式の非公開化を行った場合には、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り、また、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の拡大等に影響を及ぼす可能性が考えられます。しかしながら、現状の事業活動を継続するために必要な資金が確保できており、かかる現在の財務状況及び現下の間接金融における低金利環境等に鑑みると、上場市場におけるエクイティ・ファイナンスの活用による資金調達の必要性は当面見込まれず、また、カード製造業界における当社のブランド力や取引先に対する信用力は事業活動を通じて維持・獲得される部分により大きくなってきていることからすると、株式の上場を維持する必要性やメリットは相対的に低下しているものと理解しております。

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、上記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、当社は、2021年8月5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より当社株式を非公開化することが、当社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、当社取締役会は、本公開買付価格(851円)が、()下記「(3)算定に関する事項」に記載されているブルータス・コンサルティングによる当社株式価値の算定結果のうち、市場株価法に基づく算定結果のレンジの上限額を上回るとともに、DCF法による算定結果のレンジの範囲内にあること、()本公開買付けの公表日の前営業日である2021年8月4日の東京証券取引所JASDAQ(グロース)市場における当社株式の終値551円に対して、54.45%、2021年8月4日までの過去1ヶ月の終値単純平均値535円に対して59.07%、過去3ヶ月間

の終値単純平均値535円に対して59.07%、過去6ヶ月間の終値単純平均値532円に対して59.96%のプレミアムをそれぞれ加えた価格であること、()下記「(6)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」に記載の利益相反を回避するための措置が採られている等、少数株主の利益への配慮がなされていると認められること、()上記利益相反を回避するための措置が採られた上で、当社と公開買付者の間で独立当事者間の取引における協議・交渉と同等の協議・交渉が複数回行われ、より具体的には、本特別委員会との協議、プルータス・コンサルティングによる当社株式の株式価値に係る算定結果の内容や財務的見地からの助言及びアンダーソン・毛利・友常法律事務所から受けた法的助言等を踏まえながら、真摯かつ継続的に協議・交渉が行われた上で決定された価格であること、()本特別委員会が、事前に交渉方針を確認するとともに、適時にその状況の報告を受け、交渉上重要な局面において意見、指示、要請等を行った上で、本公開買付け価格を含む本取引の条件の妥当性は確保されている旨の意見を述べていること等を踏まえ、当社は、2021年8月5日開催の取締役会において、本公開買付けにより当社の企業価値が向上すると見込まれるとともに、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当社の株主の皆様にとって妥当であり、本公開買付けは、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。

なお、本公開買付け価格は、当社の2021年6月末時点の簿価純資産から算出した1株当たり純資産額である1,140円(1円未満を四捨五入。)を下回っておりますが、当社が保有する資産の売却困難性や、清算に伴う相当な追加コストの発生等を考慮すると、仮に当社が清算する場合にも、簿価純資産額がそのまま換価されるわけではなく、相当程度棄損することが見込まれており、本公開買付け価格は1株当たりの実質的な清算価値を上回っているものと考えております。また、純資産額は会社の清算価値を示すものであり、将来の収益性を反映するものではないため、継続企業である当社の企業価値の算定において重視することは合理的ではないと考えております。

以上より、当社は2021年8月5日開催の取締役会において、審議及び決議に参加した当社の取締役(山田弘直氏及び加藤玄也氏を除く全ての取締役である取締役2名)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いたしました。なお、かかる当社の取締役会決議は、公開買付けが本公開買付け及びその後の一連の手続を実施することにより当社株式が上場廃止となる予定であることを前提として行われたものです。また、当社の上記取締役会には、当社の全ての監査役である監査役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おります。なお、当社の代表取締役社長である山田弘直氏は、公開買付けの発行済株式の全部を保有する株主であり、公開買付けの代表取締役を兼任していること及び本公開買付け後も継続して当社の代表取締役社長として当社の経営にあたることと予定されており、また、山田弘直氏の親族であり当社の取締役である加藤玄也氏は、本公開買付け後も継続して当社の取締役としてその経営にあたることと予定されていることから、それぞれ、本取引に関して当社と構造的な利益相反状態にあるため、当該取締役会における審議及び決議には一切参加しておらず、また、当社の立場において公開買付け者との協議及び交渉にも一切参加しておりません。

(3) 算定に関する事項

算定機関の名称並びに当社及び公開買付け者との関係

当社は、本公開買付け価格に関する意見表明を行うにあたり、公開買付け者から提示された本公開買付け価格に対する意思決定の公正性を担保するために、当社、公開買付け者及び不応募合意株主(以下、総称して「公開買付け関連当事者」といいます。)から独立したフィナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関であるプルータス・コンサルティングに対し、当社株式価値の算定を依頼し、2021年8月4日付で、本株式価値算定書を取得いたしました。プルータス・コンサルティングは、公開買付け関連当事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おりません。また、本特別委員会は、初回の会合において、プルータス・コンサルティングの独立性及び専門性に問題がないことを確認した上で、当社のフィナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関として承認しております。なお、当社は、プルータス・コンサルティングから本公開買付け価格の公正性に関する意見書(フェアネス・オピニオン)を取得しておりません。

算定の概要

プルータス・コンサルティングは、本公開買付けにおける算定手法を検討した結果、当社が継続企業であるとの前提の下、当社株式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、当社が東京証券取引所JASDAQグロース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法を、当社の将来の事業活動の状況を算定に反映させるためにDCF法を算定手法として用いて当社株式の価値算定を行いました。なお、類似会社比較法は、当社の事業内容の特殊性から、適切な類似上場会社を選定することが困難であるため、算定手法として採用していないとのことです。

上記の各手法を用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以下のとおりです。

市場株価法 532円～551円

DCF法 790円～1,073円

市場株価法では、算定基準日を2021年8月4日として、東京証券取引所JASDAQグロース市場における当社株式の基準日終値551円、直近1ヶ月間の終値の単純平均値535円、直近3ヶ月の終値の単純平均値535円、及び直近6ヶ月の終値の単純平均値532円を基に、当社1株当たりの株式価値の範囲を532円～551円と算定しております。

DCF法では、当社が作成した2022年3月期から2027年3月期までの事業計画における収益予測及び投資計画、並びに一般に公開された情報等の諸要素を前提として、当社が2022年3月期第2四半期以降に生み出すと見込まれるフリー・キャッシュ・フローを一定の割引率で現在価値に割り引いて当社の企業価値や株式価値を算定しております。なお、割引率は加重平均資本コスト(WACC: Weighted Average Cost of Capital)とし、5.288%～9.214%を採用しております。また、株式価値の算定にあたっては永久成長率法を採用し、0%の永久成長率を採用しております。その結果、当社株式の1株当たりの株式価値の範囲を790円～1,073円と算定しております。

プルート・コンサルティングがDCF法で算定の前提とした当社の事業計画に基づく財務予測は以下のとおりです。なお、当該財務予測には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す。具体的には、2022年3月期は、新型コロナウイルスの影響が当面の間続くとの前提の下、既存の販売代理店との連携を積極的に行いつつ、中部地域を含む東日本地域における販売代理店の獲得、及び、Web事業の強化によるオンデマンド印刷による短納期かつ小ロット案件の獲得強化により、対前期比62百万円増の0百万円の営業利益を見込んでおります。この点、同年第1四半期において営業損失が11百万円計上されているところ、以下の財務予測のとおり、第2四半期以降、上記取組の効果により、営業利益が11百万円計上されることを見込んでおります。2023年3月期以降2027年3月期までにおいても、上記取組が利益貢献するとの見通しから、前年比で大幅な増益を見込んでおります。また、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効果については、上場維持コストの削減効果を除き、現時点において収益に与える影響を具体的に見積もることが困難であるため、当該財務予測には加味しておりません。

(単位：百万円)

	2022年 3月期 (9か月)	2023年 3月期	2024年 3月期	2025年 3月期	2026年 3月期	2027年 3月期
売上高	749	990	1,020	1,075	1,134	1,200
営業利益	11	4	8	30	52	72
E B I T D A (注14)	80	86	85	108	134	155
フリー・キャッシュ・フロー	33	26	22	30	48	62

(注14) E B I T D Aは、営業利益に上場維持コストの削減効果、毎期経常的に発生する不動産賃貸収入及び受取配当金、並びに減価償却費を加算することで計算し、フリー・キャッシュ・フローは当該E B I T D Aを基に算出しております。

プルート・コンサルティングは、当社株式の価値算定に際し、当社から提供を受けた情報及び一般に公開された情報を原則としてそのまま採用し、それらの資料及び情報等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。また、当社の資産及び負債(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・査定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、当社の経営陣による現時点で得られる最善の予測と判断に基づき合理的に作成されたことを前提としております。なお、当該財務予測は当社が作成した事業見通しに基づいており、プルートが当社との間で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おり、また、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おります。

(4) 上場廃止となる見込みがある旨及びその理由

当社株式は、本書提出日現在、東京証券取引所JASDAQ(グロース)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、東京証券取引所の上場廃止基準に従い、当社株式は、所定の手続き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に、下記「(5) 本公開買付け後の組織再編等の方針(いわゆる二段階買収に関する事項)」に記載の本スクイズアウト手続が実行された場合には、東京証券取引所の上場廃止基準に該当し、当社株式は、所定の手続きを経て上場廃止になります。上場廃止後は、当社株式を東京証券取引所JASDAQ(グロース)市場において取引することはできません。

(5) 本公開買付け後の組織再編等の方針（いわゆる二段階買収に関する事項）

公開買付者は、上記「(2) 本公開買付けに関する意見の根拠及び理由」の「 本公開買付けの概要」に記載のとおり、本公開買付けにより当社株式の全部（但し、当社が所有する自己株式及び本不応募合意株式を除きます。）を取得することができなかつた場合には、本公開買付けの成立後、以下の方法により、当社の株主を公開買付者及び本不応募合意株主のみとするための本スクイズアウト手続を行うことを企図しているとのことです。

具体的には、本公開買付けの成立後、公開買付者は、当社に対して、2021年11月中旬開催予定の当社臨時株主総会（以下「本株主総会」といいます。）において、会社法第180条に基づき当社株式の併合を行うこと（以下「本株式併合」といいます。）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めることを要請する予定とのことです。当社は本公開買付けが成立した場合には、公開買付者によるこれらの要請に応じる予定です。なお、公開買付者及び本不応募合意株主は、本株主総会において上記各議案に賛成する予定とのことです。公開買付者は、本公開買付けにおいて、買付予定数の下限を675,878株（所有割合33.20%）と設定しているため、本公開買付けの成立後において、公開買付者が保有する当社の株式数と本不応募合意株式数（720,000株、所有割合35.38%）を合算すると、1,395,878株（所有割合68.58%）以上となり、公開買付者と不応募合意株主とで、その所有割合は3分の2を超えるため、上記各議案は成立する見通しであるとのことです。

本株主総会において本株式併合の議案についてご承認をいただいた後、本株式併合がその効力を生ずる日において、当社の株主の皆様は、本株主総会においてご承認をいただいた本株式併合の割合に応じた数の当社株式を所有することとなります。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、端数が生じた当社の株主に対して、会社法第235条及び第234条第2項ないし第5項その他の関係法令の定める手続に従い、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。）に相当する当社株式を当社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当社株式の売却価格については、当該売却の結果、本公開買付けに応募されなかつた当社の各株主（但し、当社、公開買付者及び本不応募合意株主を除きます。）に交付される金銭の額が、本公開買付価格に当該各株主が所有していた当社株式の数を乗じた価格と同一となるよう算定した上で、裁判所に対して任意売却許可の申立てを行うよう当社に要請する予定とのことです。また、当社株式の併合の割合は、本書提出日現在において未定ですが、公開買付者は、公開買付者及び本不応募合意株主が当社の発行済株式の全部（但し、当社が所有する自己株式を除きます。）を所有することとなるよう、本公開買付けに応募されなかつた当社の株主（但し、当社、公開買付者及び本不応募合意株主を除きます。）の所有する当社株式の数が1株に満たない端数となるように決定するよう、当社に対して要請する予定とのことです（注15）。当社は本公開買付けが成立した場合には、公開買付者によるこれらの要請に応じる予定です。

(注15) 本公開買付けの結果、本不応募合意株主のいずれかの所有株式数と同数以上の当社株式を所有する株主（公開買付者及び本不応募合意株主を除きます。）が存在し、又は本株式併合の効力発生の直前の時点でかかる株主が生じることが見込まれる場合は、本スクイーズアウト手続において、かかる株主が本取引後も当社の株主として残存することのないよう、かかる株主と同数以下の当社株式を所有する本不応募合意株主の所有する当社株式の数も1株に満たない端数となるような併合の割合とする予定とのことです。そのような場合には、かかる株主と同数以下の当社株式を所有する本不応募合意株主は、当社の株主として残留することなく、その所有する端数の対価として金銭を受領することとなりますが、当該金銭の全額又はその一部（但し、公租公課等及び合理的な諸経費は控除します。）を本合併後の当社に再出資することを予定しているとのことです。

上記の手続に関連する少数株主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って、当社の株主は、当社に対してそ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部を公正な価格で買い取ることを請求することができる旨及び裁判所に対して当社株式の価格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。なお、上記申立てがなされた場合の当社株式の買取価格は、最終的には裁判所が判断することとなります。

上記の手続については、関係法令についての改正、施行、当局の解釈等の状況等によっては、実施の方法及び時期に変更が生じる可能性があります。但し、その場合でも、本公開買付けに応募されなかった当社の各株主（但し、当社、公開買付者及び本不応募合意株主を除きます。）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、その場合に当該各株主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各株主が所有していた当社株式の数を乗じた価格と同一になるよう算定される予定とのことです。

なお、本公開買付けは、本株主総会における当社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の手続における税務上の取扱いについては、当社の株主の皆様において自らの責任にて税理士等の専門家にご確認いただきますようお願いいたします。

また、本スクイーズアウト手続の完了後、法24条第1項ただし書に基づき当社の有価証券報告書提出義務の中断申請に対する承認が得られた後に、公開買付者と当社は、本取引実施後の効率的事業運営を可能とする株式保有体制を構築するため、公開買付者を吸収合併消滅会社、当社を吸収合併存続会社とする本合併を実施することを予定しているとのことです。本合併の具体的な実施時期については、本書提出日現在未定ですが、本合併により、本不応募合意株主のみが当社の株主となることを予定しているとのことです。

(6) 本公開買付価格の公正性を担保するための措置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

公開買付者及び当社は、本公開買付けがいわゆるマネジメント・バイアウト（MBO）に該当する本取引の一環として行われるものであり、構造的な利益相反の問題が存在すること等を踏まえ、本公開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及び利益相反の回避の観点から、本公開買付けを含む本取引の公正性を担保するため、以下の措置を実施いたしました。以下の記載のうち、公開買付者において実施した措置については、公開買付者から受けた説明に基づくものです。

当社における独立した第三者算定機関からの株式価値算定書の取得

当社は、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過程における公正性を担保するために、公開買付関連当事者から独立した第三者算定機関として、ブルータス・コンサルティングに当社株式の株式価値の算定を依頼しました。なお、ブルータス・コンサルティングは、公開買付関連当事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おりません。なお、当社は、ブルータス・コンサルティングから本公開買付価格の公正性に関する意見書（フェアネス・オピニオン）を取得しておりません。

当該株式価値算定書の概要は、上記「(3) 算定に関する事項」をご参照ください。

当社における独立した法律事務所からの助言

当社は、本公開買付けを含む本取引に係る当社取締役会の意思決定の公正性及び適正性を確保するために、公開買付関連当事者から独立したリーガル・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、同事務所から、本公開買付けを含む本取引に関する諸手続を含む当社取締役会の意思決定の方法及び過程その他の留意点について、必要な法的助言を受けております。なお、アンダーソン・毛利・友常法律事務所は、公開買付関連当事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おりません。

当社における独立した特別委員会の設置及び意見（答申書）の取得

当社は、2021年6月9日付の取締役会決議に基づき、当社取締役会において本公開買付けを含む本取引の是非を審議及び決議するに先立って、本公開買付けを含む本取引における当社の意思決定の恣意性を排除し、意思決定過程の公正性、透明性及び客観性を確保することを目的として、公開買付関連当事者及び当社から独立した、外部の有識者を含む委員（平野秀明氏（当社社外取締役兼独立役員）、中尾陽二氏（当社社外監査役兼独立役員）、高橋明人氏（弁護士、高橋・片山法律事務所）及び長谷川臣介氏（公認会計士、長谷川公認会計士事務所）の4名）によって構成される本特別委員会を設置しました。なお、本特別委員会の互選により、平野秀明氏を本特別委員会の委員長として選定しております。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。

そして、当社は、上記取締役会決議に基づき、本特別委員会に対し、（ ）本取引の目的は合理的と認められるか（本取引が当社の企業価値向上に資するかを含む。）、（ ）本取引に係る手続の公正性が確保されているか、（ ）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。）の妥当性が確保されているか、（ ）（ ）から（ ）を踏まえて、本取引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（ ）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、当社の株主に対して本公開買付けに応募することを推奨することの是非について諮問し（以下（ ）ないし（ ）の事項を「本諮問事項」といいます。）、これらの点についての答申書を当社に提出することを委嘱しました。また、併せて、当社取締役会は、本特別委員会の設置にあたり、本取引に関する当社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、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、並びに本特別委員会が必要と認める場合には、自らのフィナンシャル・アドバイザー及びリーガル・アドバイザー等のアドバイザーを選任する（その場合の合理的な費用は当社が負担する。）、又は、当社のアドバイザーを承認する権限、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、並びに、本特別委員会が必要と認める場合には、公開買付者との間で本取引の取引条件等の協議及び交渉を行う権限を付与すること等を決議いたしました。なお、当社は、当初から上記の4氏を本特別委員会の委員として選任しており、本特別委員会の委員を変更した事実はありません。

本特別委員会は、2021年6月14日から2021年8月4日まで合計10回開催され、本諮問事項について、慎重に検討及び協議を行いました。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、公開買付者との交渉過程への関与方針として、直接の交渉は当社のフィナンシャル・アドバイザーであるプルートス・コンサルティングが当社の窓口として行うこととしつつ、本特別委員会は、交渉担当者から適時に状況の報告を受け、重要な局面で意見を述べ、指示や要請を行うことなどにより、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、プルートス・コンサルティング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（なお、当社の財務予測は当社が作成した事業見通しに基づいており、プルートス・コンサルティングが当社との間で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おり、また、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おります。）。

その後、本特別委員会は、当社から、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、本公開買付価格につき、上記「(2)本公開買付けに関する意見の根拠及び理由」の「当社が本公開買付けに賛同するに至った意思決定の過程及び理由」に記載のとおり交渉が行われ、公開買付者から851円という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などして、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本取引において利益相反を軽減又は防止するために取られている利益相反回避措置及び公正性担保措置並びに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、質疑応答を行いました。

なお、本特別委員会は、当社が選任したフィナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関であるプルートス・コンサルティング並びにリーガル・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き、いずれも独立性及び専門性に問題がないことから、それぞれを当社のフィナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関並びにリーガル・アドバイザーとして承認しております。

これらの内容を踏まえ、本特別委員会は、プルータス・コンサルティング及びアンダーソン・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、2021年8月4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。

() 答申内容

本取引の目的が合理的と認められる(本取引が当社の企業価値向上に資する)ものとする。

本取引に係る手続の公正性が確保されている(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)ものとする。

本取引の条件(本公開買付価格を含む。)の妥当性が確保されているものとする。

上記 から を踏まえて、本取引が当社の少数株主にとって不利益なものではないとする。

さらに、上記 から を踏まえれば、現時点において、当社取締役会が本公開買付けに賛同の意見を表明するとともに、当社の株主に対して本公開買付けに応募することを推奨する旨の決議を行うことは相当(すなわち「是」)であり、当社の少数株主にとって不利益なものではないとする。

() 答申理由

本取引の目的が合理的と認められるか(本取引が当社の企業価値向上に資するかという点を含む。)について

- ・当社及び公開買付者から説明を受けた、(a)本取引の目的及び必要性・背景事情、並びに(b)本公開買付けを経て行われる本取引のメリットについて、当社の現在の事業内容及び経営状況を前提とした具体的なものであると考えられること。とりわけ、当社の事業及び当社が属する業界において、今後、「スマートフォンアプリの台頭による需要の減少」、「EC会社との価格競争の激化」、「個人の行動変容による需要減少」、「ハウスカードに代替する共通ポイントカードの台頭」といった厳しい事業環境が予想される中、これまでに当社が実施してきた「新規販売代理店の獲得」、「デジタル(オンデマンド)印刷方式による小ロットでのオーダーメイドの受注生産の販売強化」、「大口顧客への拡販に向けた設備投資」、「非接触式ICカードの販売促進と売上高増加」といった施策にとどまらず、当社が有する全国の印刷関連会社の販売代理店や、プラスチックカード製造に特化した自社内一貫生産による高品質の確保という強みを活かしつつ、早期により抜本的かつ積極的な施策を実行することが必要と考えることは合理的な経営判断であると言えること
- ・上記(a)及び(b)について、当社の属する業界及び市場の環境として一般に説明されている内容とも整合すると考えられること
- ・同じく上記(a)及び(b)について、当社における将来の競争力強化に向けて現実的なものであると考えられること。具体的には、EC売上の拡大とWeb上の取組の強化、低価格・短納期のための取組の強化、人材獲得・育成の強化、M&Aによる新規業態・新規事業への取組の強化等については、必要な投資のもと新たなサービスの創出、また新たな市場への進出を狙うものと言え、いずれも当社が中長期的な競争力の確保及び企業価値の向上等将来を見据えて講じる施策として合理的なものであると言えること
- ・当社と公開買付者との間で、当社の属する市場環境や将来における動向予想等も踏まえて本取引の必要性及びメリットの検討を行っていると言えること
- ・当社及び公開買付者から説明を受けた当社の今後の事業見通し及び成長見通し並びに本取引後に実施を検討している施策等について、当社の事業内容及び経営状況を前提とした上で、公開買付者の経営方針をも踏まえたものと言え、いずれも不合理なものとは認められないこと。この点に関し、当社において、必要な投資のもと新たなサービスの創出、また新たな市場への進出を推進することが必要と考える一方で、かかる戦略の推進に際しては多額の初期投資や継続的な投資を要することが予想されるところ、これにより短期的には当社の少数株主(いわゆる一般株主)の利益を損なう可能性もあると言え、そのような少数株主へのリスクを回避すべく、MBOの手法により当社株式を非公開化し、短期的な株式市場からの評価にとらわれずに効果的な諸施策の実施を目指すとの点は合理的なものであること

本取引に係る手続の公正性が確保されているかについて

- ・当社は本取引への対応を検討するにあたり、当社における検討及び意思決定の過程に対する公開買付者の影響を排除すべく、当社及び公開買付者のいずれからも独立した本特別委員会を設置していること、本特別委員会の委員全4名の半数である2名は当社の社外取締役及び社外監査役であり、残る2名は外部の専門家である弁護士及び公認会計士であること、さらに当該社外取締役が本特別委員会委員の互選により同委員会の委員長に選定されていること
- ・当社は、本取引への対応を検討するにあたり、本公開買付けの条件とりわけ本公開買付価格の公正性を確保すべく、当社株式に係る株式価値の算定を、当社及び公開買付者のいずれからも独立した第三者算定機関であるプルータス・コンサルティングへ依頼した上で、同社作成の株式価値算定書を取得していること、またプルータス・コンサルティングの上記独立性に関し本特別委員会においても必要な説明を受けた上で当該独立性を確認していること

- ・また本取引に関する法的助言（いわゆる公正性担保措置及び利益相反回避措置に係る助言を含む。）を得るべく、当社及び公開買付者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ていること、またアンダーソン・毛利・友常法律事務所の上記独立性に関し本特別委員会においても必要な説明を受けた上で当該独立性を確認していること
- ・今般の本スクイズアウト手続を含む本取引は、いわゆるMBO取引として公開買付者との間で実施されるものであることから（すなわち、当社の代表取締役社長である山田弘直氏が、本公開買付け成立後も継続して当社の経営にあたる予定とのことであり、また、同氏において公開買付者の発行済株式の全部を保有しかつ公開買付者の代表取締役を務めるとともに、本不応募合意株主の一人として当社株式を保有することを企図しているとのことです。）、構造的かつ典型的な利益相反性が生じる可能性があり得るところ、当社においては、上記の体制のもと、本取引についてより慎重に条件の妥当性・公正性を担保する必要がある旨を認識して、当社から公開買付者に対して協議過程の早い段階から少数株主の利益に十分配慮した取引条件を要請してきたと言えること
- ・当社と公開買付者との間の協議及び交渉の方針に関して、当社及び当社のフィナンシャル・アドバイザーでもあるプルータス・コンサルティングから本特別委員会に対して交渉方針等の説明が行われた上で、本特別委員会において確認された当該交渉方針の下に公開買付者との交渉が進められたこと
- ・当社と公開買付者との間の協議及び交渉の具体的な状況についても、適時に本特別委員会への報告が行われてきており、かつ特に本公開買付価格に関する交渉の重要な局面においては、当該報告の内容を踏まえ本特別委員会から当社及び当社のフィナンシャル・アドバイザーに対して意見を述べるとともに、必要と考えられる要請等を行うなど、本公開買付けの条件とりわけ本公開買付価格の交渉過程に本特別委員会が実質的に関与可能な体制が確保されていること
- ・その上で、条件の妥当性及び公正性並びに現実性といった事情について、当社において全般的な検証を重ねた上で、公開買付者との複数回に及び協議を経て本公開買付価格に関して、今般取締役会決議が予定されている価格についての最終的な調整が進められたこと
- ・その後、最終的に当社及び公開買付者間で本公開買付価格を含む本取引の条件について合意するに至り、当社において、当該合意された価格をもって、取締役会で決議を予定している本公開買付価格となったこと
- ・さらに、いわゆる二段階買収等に関しても、早期かつ詳細な開示及び説明を行う予定であり、当社の株主の適切な判断機会の確保に努めていると言えること、その他公開買付者及び当社が作成し開示する予定の各開示書類において、当社の株主（とりわけ少数株主）が本公開買付けを含む本取引の各条件の妥当性等を判断するために必要かつ相当と考えられる情報が開示される予定となっていること
- ・利害関係を有する当社取締役について、当社における本取引の検討に加わっておらず、今後開催される本取引に関する取締役会の審議及び決議にも参加しない予定であることなど、意思決定過程における恣意性の排除に努めていると言えること
- ・なお、本公開買付けにおいては、当社プレスリリース最新版ドラフトに記載のとおりの内容の買付予定数の下限が設定される予定である。この点、当該下限の設定により、本公開買付けへの応募が少ない場合には、本公開買付けを通じた当社株式の買付け等が行われなくなることになり、この点は当社の少数株主（いわゆる一般株主）の意向を可能な限り尊重するものと言えること
- ・上記買付予定数の下限の設定は、公開買付者と利害関係を有し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・マイノリティに相当する数を下限とするものであり、公開買付者の利害関係者以外の当社の株主の過半数の賛同が得られない場合には、当社の少数株主の意思を重視して本公開買付けを含む本取引を行わないこととするものであること
- ・本公開買付けにおいて、その買付期間は31営業日と法令上の最短期間である20営業日よりも長期の期間が設定される予定であること、また当社は公開買付者との間で、当社が対抗的買収提案者と接触することを禁止するようないわゆる取引保護条項を含む合意等、当該対抗的買収提案者と接触することを制限するような内容の合意を行っていないこと等から、いわゆる消極的なマーケット・チェックの観点においても特段不合理な状況には無いものと考えられること
- ・本取引においては、当社株式の非公開化のために、いわゆる二段階買収の手続が予定されている（現状、株式併合の手続によることが予定されている）。この点、株式併合に関連する少数株主の権利保護を目的とした会社法上の規定として、所定の条件のもと、当社の株主は、当社に対し、自己の所有する普通株式のうち一株に満たない端数となるものの全部を公正な価格で買い取ることを請求することができる旨及び裁判所に対して当社株式の価格決定の申立てを行うことができる旨が定められている。かかる申立てが行われた場合の価格の決定は、最終的には裁判所が判断することとなり、当社の少数株主においては、当該手続を通じて経済的な利益の確保を図ることが可能とされていること
- ・以上のとおり、本取引の条件の公正性の担保に向けた客観的な状況の確保等の諸点について、具体的な対応が行われているものと考えられ、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考えられること

本取引の条件（本公開買付価格を含む。）の妥当性が確保されているかについて

- ・当社において、本取引の条件、とりわけ本公開買付けにおける当社株式に係る公開買付価格（すなわち本公開買付価格）の公正性・妥当性を確保するために、その検討及び判断に際して、当社株式の株式価値の算定のための独立の第三者算定機関を選任し、当該第三者算定機関から株式価値算定書を取得した上で、当該株式価値算定書を参考としていること
 - ・当該第三者算定機関作成の株式価値算定書の結論に至る計算過程について、その算定手法は現在の実務に照らして一般的、合理的な手法であると考えられること
 - ・上記算定の内容についても現在の実務に照らして妥当なものであると考えられること、また当該算定の前提となっている当社の事業計画の内容に関する当社及び第三者算定機関から本特別委員会に対する説明を踏まえ、本特別委員会においても、当社の事業計画の作成経緯及び当社の現状を把握した上で、それらに照らし不合理な点がないかという観点から事業計画の合理性を確認しており、結論として当該事業計画を合理的なものであると考えていること
 - ・これらを踏まえ、当該第三者算定機関作成の株式価値算定書について、特段不合理な点あるいは著しい問題などは認められないと考えられること
 - ・また、当該株式価値算定書を基礎として当社においても本取引の必要性及びメリット、当社の今後の事業への影響といった事情等を一般的に考慮した上で、本公開買付価格の検討を行ってきたと言えること
 - ・当社において、経験豊富なフィナンシャル・アドバイザー（兼第三者算定機関）を起用し、本公開買付価格を含む本取引全般の条件交渉を実施したと言えること
 - ・当社において第三者算定機関から取得した株式価値算定書を前提に、当社と公開買付者との間で合意された本公開買付価格は、当該算定結果の範囲内であること
 - ・当社取締役会において最終的に決議を予定している本公開買付価格について、相応のプレミアムが付された価格であると言えること
 - ・本答申書提出日（上記株式価値算定における市場株価法に係る算定基準日）の当社株式の取引終値（551円）を含む6ヶ月平均までの株価水準に対して約54%から約60%に相当するプレミアムが付されたものとなっていること。過去の類似事例におけるプレミアムの実例を踏まえると、本公開買付価格に付されたプレミアムは特段異なる水準を提示しているものとは考えられず、十分に合理的水準であると推定されること
 - ・なお本公開買付価格は、当社の2021年6月末時点の簿価純資産から算出した1株当たり純資産額を下回っているとのことであるが、当社が保有する資産の売却困難性や、清算に伴う相当な追加コストの発生等を考慮すると、仮に当社が清算する場合にも、簿価純資産額がそのまま換価されるわけではなく、相当程度棄損することが見込まれ、本公開買付価格は1株当たりの実質的な清算価値を上回っているとのことであり、かかる整理は合理的であると言えること
 - ・これらの当社における対応は、本公開買付けを含む本取引の条件とりわけ本公開買付価格の公正性・妥当性を確保し、またこれらに関する当社の判断及び意思決定について、その過程から恣意性を排除するための方法として合理性・相当性を有するものと考えられること
 - ・さらに、当社からの説明によれば、本スクイズアウト手続の条件に関しても、今後特段の事情が無い限り、本公開買付価格と同一の価格を基準として算定、決定する予定であること
 - ・この点、本スクイズアウト手続は、本公開買付けの後、本公開買付けに続く手続として行われることが予定されているもの（いわゆる二段階買収としての手続）であり、時間的に近接した両手続における取引条件が同一のものとなるようにすることは合理的と考えられること
- 上記 から を踏まえて、本取引が当社の少数株主にとって不利益なものではないと考えられるかについて
- ・上記 から までにおいて検討した諸事項以外の点に関して、本特別委員会において、本公開買付けを含む本取引が当社の少数株主にとって不利益なものであると考える事情は現時点において特段見当たらず、したがって本取引は当社の少数株主にとって不利益なものではないと考える
- 当社取締役会が本公開買付けに賛同の意見を表明するとともに、当社の株主に対して本公開買付けに応募することを推奨する旨の決議を行うことの是非について
- ・これまでに述べたとおり、本取引の目的が合理的と認められる（本取引が当社の企業価値向上に資する）ものと考えられること、本取引に係る手続の公正性が確保されている（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）ものと考えられること、本取引の条件（本公開買付価格を含む。）の妥当性が確保されているものと考えられること、上記 から を踏まえて、本取引が当社の少数株主にとって不利益なものではないと考えられることからすると、現時点において、当社取締役会が本公開買付けに賛同意見を表明し、当社の株主に対して本公開買付けへの応募を推奨することは相当（すなわち「是」）であり、当社の少数株主にとって不利益なものではないと言え、これに反する事情は現時点において特段見当たらない

当社における利害関係を有しない取締役全員の承認及び監査役全員の異議がない旨の意見

当社は、ブルータス・コンサルティングより取得した本株式価値算定書、アンダーソン・毛利・友常法律事務所から得た法的助言を踏まえつつ、本答申書の内容を最大限に尊重しながら、本公開買付けを含む本取引の諸条件について慎重に検討しました。その結果、上記「(2)本公開買付けに関する意見の根拠及び理由」の「当社が本公開買付けに賛同するに至った意思決定の過程及び理由」に記載のとおり、当社取締役会は、本公開買付けについて、()本公開買付けにより当社の企業価値が向上すると見込まれるとともに、()本公開買付け及び本公開買付けに係るその他の諸条件は当社の株主の皆様にとって妥当であり、本公開買付けは、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し、2021年8月5日開催の取締役会において、審議及び決議に参加した当社の取締役(当社取締役4名のうち、山田弘直氏及び加藤玄也氏を除く宮家正行氏及び平野秀明氏の2名)の全員一致で、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いたしました。

なお、かかる当社の取締役会決議は、公開買付者が本公開買付け及びその後の一連の手続を実施することにより当社株式が上場廃止となる予定であることを前提として行われたものです。

また、上記取締役会では、当社の監査役全員(中尾陽二氏、藤井幸雄氏、湯朝健夫氏の3名)が、当社取締役会が上記決議をすることに異議がない旨の意見を述べております。なお、当社の代表取締役社長である山田弘直氏は、公開買付者の発行済株式の全部を保有する株主であり、公開買付者の代表取締役を兼任していること及び本公開買付け後も継続して当社の経営にあたることを予定しており、また、当社の取締役である加藤玄也氏は、本公開買付け後も継続して当社の経営にあたることを予定していることから、それぞれ、本取引に関して当社と構造的な利益相反状態にあるため、当該取締役会における審議及び決議には一切参加しておらず、また、当社の立場において公開買付者との協議及び交渉にも一切参加しておりません。

マジョリティ・オブ・マイノリティ(majority of minority)によ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、買付予定数の下限を675,878株(所有割合33.20%)としており、応募株券等の数の合計が買付予定数の下限に満たない場合には、公開買付者は、応募株券等の全部の買付け等を行わないとのことです。なお、買付予定数の下限である675,878株は、本決算短信に記載された2021年6月30日現在の当社の発行済株式総数(2,143,000株)から、同日現在の当社が所有する自己株式数(107,245株)、本不応募合意株式数(720,000株)及び本書提出日現在における本不応募合意株主以外の創業家一族の所有株式数の合計(36,000株)を控除した株式数(1,279,755株)の過半数に相当する株式数(639,878株。これは、公開買付者と利害関係を有しない当社の株主の皆様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)」に相当する数となります。)に、同日現在における本不応募合意株主以外の創業家一族の所有株式数の合計(36,000株)を加算した株式数(675,878株)としているとのことです。これにより、公開買付者の利害関係者以外の当社の株主の皆様が過半数の賛同が得られない場合には、当社の少数株主の皆様を重視して、本公開買付けを含む本取引を行わないこととしているとのことです。

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、31営業日に設定しているとのことです。公開買付期間を比較的長期間に設定することにより、当社の株主に対して本公開買付けに対する応募につき適正な判断機会を確保しつつ、公開買付者以外の者（以下「対抗的買収提案者」といいます。）にも対抗的な買付け等をする機会を確保し、これをもって本公開買付けの公正性を担保することを企図しているとのことです。

また、公開買付者及び当社は、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、当該対抗的買収提案者が当社との間で接触等を行うことを制限するような内容の合意は一切行っておらず、上記公開買付期間の設定と併せ、対抗的な買付け等の機会が確保されることにより、本公開買付けの公正性の担保に配慮しているとのことです。

なお、本特別委員会は、市場における潜在的な買収者の有無を調査・検討する、いわゆる積極的なマーケット・チェック（本公開買付けの公表前における入札手続等を含みます。）については、情報管理の観点等から実務上の問題があることを踏まえ、本公開買付けの公正性を担保するために実施された各種措置の内容、その他本公開買付けにおける具体的な状況に鑑みて、これを実施しなくとも特段、本公開買付けを含む本取引の公正性が阻害されることはない旨、2021年6月18日開催の第2回目の本特別委員会の会合において判断しております。

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

本公開買付けに際して、公開買付者は、本書提出日現在当社の第1位株主である山田弘直氏（所有株式数150,000株、所有割合7.37%）、同日現在当社の第1位株主（山田弘直氏と同順位）であり山田弘直氏の配偶者である山田美紀氏（所有株式数150,000株、所有割合7.37%）、同日現在当社の第3位株主であり、かつ山田弘直氏の義理の父で当社の創業者である元屋地文明氏（所有株式数125,000株、所有割合6.14%）、同日現在当社の第7位株主であり元屋地文明氏の三女である加藤亜弥氏（所有株式数50,000株、所有割合2.46%）、同日現在当社の第7位株主（加藤亜弥氏と同順位）であり、かつ加藤亜弥氏の配偶者で当社の取締役である加藤玄也氏（所有株式数50,000株、所有割合2.46%）、同日現在当社の第7位株主（加藤亜弥氏及び加藤玄也氏と同順位）であり元屋地文明氏の次女である松永里佳氏（所有株式数50,000株、所有割合2.46%）、元屋地文明氏の孫であり、同氏の養子となった元屋地駿氏（所有株式数33,000株、所有割合1.62%）、加藤亜弥氏の長女である加藤瑠菜氏（所有株式数28,000株、所有割合1.38%）、加藤亜弥氏の次女である加藤紗羅氏（所有株式数28,000株、所有割合1.38%）、松永里佳氏の次男である松永竜馬氏（所有株式数28,000株、所有割合1.38%）及び松永里佳氏の長女である村山裕香氏（所有株式数28,000株、所有割合1.38%）との間で、2021年8月5日付で、本不応募合意株主それぞれが所有する当社株式の全部（合計720,000株、所有割合35.38%）を本公開買付けに応募しない旨を書面により合意しているとのことです。なお、これらの合意についての前提条件は存在しないとのことです。

4【役員が所有する株券等の数及び当該株券等に係る議決権の数】

氏名	役職名	所有株式数（株）	議決権の数（個）
山田 弘直	代表取締役社長	150,000	1,500
加藤 玄也	取締役経理部長	50,000	500
宮家 正行	取締役財務部長	5,000	50
平野 秀明	取締役	-	-
中尾 陽二	常勤監査役	-	-
藤井 幸雄	監査役	-	-
湯朝 健夫	監査役	9,400	94
計		214,400	2,144

（注1） 役職名、所有株式数及び議決権の数は本書提出日現在のものです。

（注2） 取締役の平野秀明は、社外取締役であります。

（注3） 監査役の中尾陽二及び藤井幸雄は、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