

【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】	2022年6月29日
【報告者の名称】	パイプドHD株式会社
【報告者の所在地】	東京都港区赤坂二丁目9番11号
【最寄りの連絡場所】	東京都港区赤坂二丁目9番11号
【電話番号】	(03)6744-8039
【事務連絡者氏名】	取締役 大屋 重幸
【縦覧に供する場所】	パイプドHD株式会社 (東京都港区赤坂二丁目9番11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、パイプドHD株式会社をいい、「公開買付者」とは株式会社ミライサイテキグループをいいます。
- (注2) 本書中の記載において、計数が四捨五入又は切り捨てされている場合、合計として記載される数値は計数の総和と必ずしも一致しません。
- (注3) 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4) 本書中の記載において、日数又は日時の記載がある場合は、特段の記載がない限り、日本国における日数又は日時を指すものとします。
- (注5) 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6) 本書中の「株券等」とは、株式等に係る権利をいいます。
- (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。

1【公開買付者の氏名又は名称及び住所又は所在地】

名称 株式会社ミライサイテキグループ
所在地 東京都港区虎ノ門四丁目1番28号虎ノ門タワーズオフィス17階

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) 意見の内容

当社は、2022年6月28日開催の取締役会において、下記「(2) 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、当該取締役会決議は、下記「(6) 買付け等の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、本公開買付けを含む本取引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利害関係を有しない監査役全員の異議がない旨の意見」に記載の方法により決議されております。

(2) 意見の根拠及び理由

本「(2) 意見の根拠及び理由」の記載のうち、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、公開買付けを通じて当社の発行済普通株式（以下「当社株式」といいます。）の全て及び2017年5月16日開催の当社取締役会の決議に基づき発行された第3回新株予約権（以下「第3回新株予約権」といいます。）（行使期間は2020年6月1日から2022年5月31日まで）の全てを所有することを主たる目的として2021年8月24日に設立された株式会社とのことです。なお、本書提出日現在において、第3回新株予約権は全て消滅しているため、公開買付者は、本公開買付けを通じて当社株式の全てを取得することを目的としているとのことです。本書提出日現在において、投資事業有限責任組合アドバンテッジパートナーズ 号（当該ファンドは日本の投資事業有限責任組合契約に関する法律に基づき、2020年3月に設立されたとのことです。以下「本ファンド」といいます。）が、公開買付者の発行済株式の全てを所有しているとのことです。なお、本ファンドは、株式会社アドバンテッジパートナーズ（以下「AP」といいます。）が投資機会の紹介及び投資実行後の対象企業のモニタリングの実行に関する助言等のサービス（以下「投資関連サービス」といいます。）を提供するファンドとのことです。また、公開買付者、AP及び本ファンドは、本書提出日現在、当社株式を所有していないとのことです。

APは、1997年に日本で最初のバイアウト専用ファンドに対してサービス提供を開始して以降、日本のプライベート・エクイティ投資市場の黎明期から市場の立ち上げを担ってきた国内独立系サービスプロバイダーであるとのことです。AP及びそのグループ会社は、それぞれが投資関連サービスを提供するファンドを通じて、日本の中堅企業を対象としたバイアウトファンド、アジアの中堅企業を対象としたバイアウトファンド、マイノリティ投資を通して上場企業の成長支援を行うプライベートソリューションズファンドの運営を行っているとのことです。APは24年間の活動を通してサービス提供先ファンドによる累積で約100件の投資実績と、内部に蓄積された各種ノウハウ、そして経験豊富で能力の高い人材群を大きな強みとし、「ファンド投資先企業を、ファンドから離れた後も強く競争力を保ち、地球環境問題や社会的課題の解決に貢献しながら永続的に成長する企業へと発展させる」、「単にファンドとその投資家に価値提供をするにとどまらず、他の株主、従業員・家族、取引先、金融機関等、全ての関係者がファンドの投資を通して経済価値を享受できるよう、投資実行のプロセス、投資後の経営プロセスをサポートする」を理念として、活動を行ってきたとのことです。APにおける2020年以降のバイアウトファンドの投資実績として、プリント基板の製造等を行う富士通インターコネクトテクノロジー株式会社、歯科材料や医療機器等の販売を行う株式会社デンタルホールディング、技術者派遣・請負等を行う株式会社キット、高級腕時計を中心とした中古ブランド品の売買を行う一風騎士ホールディングス株式会社、健康食品・化粧品販売等を行うキューサイ株式会社、レーザー加工機及びドリル穴明機の製造等を行うピアメカニクス株式会社、自動車向け・産業向け鉛蓄電池の製造・販売・保守等を行うエナジーウィズ株式会社、電気機械器具の企画・製造・販売・施工、小売電気事業等を行う株式会社ネオ・コーポレーションへの投資があげられるとのことです。

公開買付者は、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。）の市場第一部に上場（前回公開買付け（以下に定義します。）時の情報であり、現在は東京証券取引所のスタンダード市場（以下「東京証券取引所スタンダード市場」といいます。））している当社株式の全て（ただし、第3回新株予約権の行使により交付される当社株式を含み、公開買付者が所有する当社株式（注1）、当社が所有する自己株式及び前回佐谷氏不応募合意株式（以下に定義します。）を除きます。）及び第3回新株予約権の全てを取得し、最終的に当社

株式を非公開化するための一連の取引（以下「前回取引」といいます。）の一環として、公開買付け（買付け等の期間を2021年10月1日から2021年11月15日、当社株式1株当たりの買付け等の価格（以下「前回公開買付け価格」といいます。）を2,800円、第3回新株予約権1個当たりの買付け等の価格（以下「前回新株予約権買付け価格」といいます。）を175,100円とした公開買付け）（以下「前回公開買付け」といいます。）を実施しましたが、前回公開買付けにおける買付予定数の下限は1,830,400株（前回所有割合（注2）：23.09%）であったのに対し、応募された株券等の数の合計は312,732株（前回所有割合：3.94%）となり買付予定数の下限に満たなかったため不成立となりました。

（注1） 公開買付者は、2021年9月16日、佐谷氏（以下に定義します。）との相対売買により、当社株式100株を1株当たり2,634円（当該取得日の前日である2021年9月15日時点の東京証券取引所における当社株式の終値）で取得しておりましたが、前回公開買付けの不成立を踏まえて、2021年12月29日に市場内で売却しており、本書提出日現在、当社株式を所有していないとのことです。

（注2） 「前回所有割合」とは、（ ）当社が2021年9月30日に公表した「令和4年2月期第2四半期決算短信〔日本基準〕（連結）」（以下「当社第7期第2四半期決算短信」といいます。）に記載された2021年8月31日現在の当社の発行済株式総数（8,190,064株）に、（ ）当社が2021年5月31日付で提出した第6期有価証券報告書に記載された2021年2月28日現在の全ての新株予約権（第3回新株予約権791個（目的となる株式数：79,100株）、第4回新株予約権400個（目的となる株式数：40,000株）であり、第3回新株予約権と第4回新株予約権の合計は1,191個（目的となる株式数：119,100株））から、2021年3月1日以降2021年8月31日までに行使され又は消滅した新株予約権（458個（第3回新株予約権58個（目的となる株式数：5,800株）、第4回新株予約権400個（目的となる株式数：40,000株））を除いた数の新株予約権（733個（第3回新株予約権733個（目的となる株式数：73,300株）、第4回新株予約権0個（目的となる株式数：0株））の目的となる株式数（73,300株）を加算した株式数（8,263,364株）から、（ ）当社第7期第2四半期決算短信に記載された2021年8月31日現在の当社が所有する自己株式数（334,532株）を控除した株式数（7,928,832株）（以下「当社潜在株式勘案後株式総数」といいます。）に対する割合（小数点以下第三位を四捨五入しております。）をいいます。以下同じです。

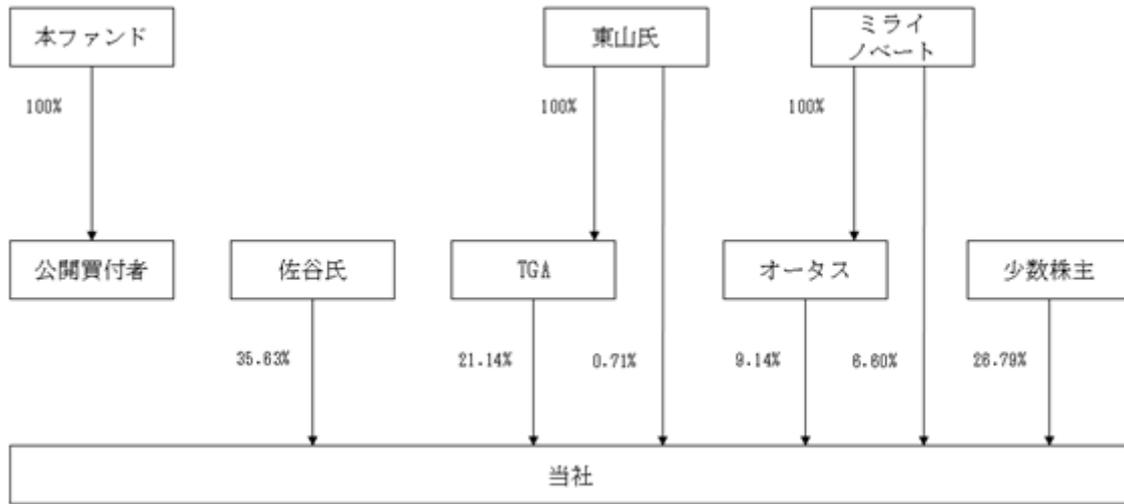
今般、公開買付者は、東京証券取引所スタンダード市場に上場している当社株式の全て（ただし、当社が所有する自己株式及び本不应募合意株式（以下に定義します。以下同じです。）を除きます。）を取得することにより、最終的に当社株式を非公開化するための一連の取引（以下「本取引」といいます。）の一環として、本公開買付けを実施するとのことです。

本取引（具体的には、下記 . に記載の一連の取引をいいます。）及びその後の関連取引の概要は以下のとおりです。

. 本公開買付けの実施前

2022年5月31日時点において、当社の代表取締役社長であり、筆頭株主でもある佐谷宣昭氏（以下「佐谷氏」といいます。）（所有株式数：2,821,100株、所有割合（注3）：35.63%）が当社株式2,821,100株（所有割合：35.63%）、当社元役員である東山明弘氏（第10位株主、所有株式数：56,000株、所有割合：0.71%。以下「東山氏」といいます。）がその発行済株式の全てを所有する資産管理会社であって、当社の主要株主であるT.G.アセット有限会社（第2位株主、所有株式数：1,674,000株、所有割合：21.14%。以下「TGA」といいます。）が当社株式1,674,000株（所有割合：21.14%）、東山氏が当社株式56,000株（所有割合：0.71%）、株式会社ミライノベート（第4位株主、所有株式数：522,400株、所有割合：6.60%、以下「ミライノベート」といいます。）が当社株式522,400株（所有割合：6.60%）、ミライノベートの100%子会社である株式会社オータス（第3位株主、所有株式数：723,400株、所有割合：9.14%、以下「オータス」といいます。）、東山氏及びミライノベートと総称して「応募合意株主」といいます。）が当社株式723,400株（所有割合：9.14%）、その他少数株主が残りの2,120,842株（所有割合：26.79%）を所有。

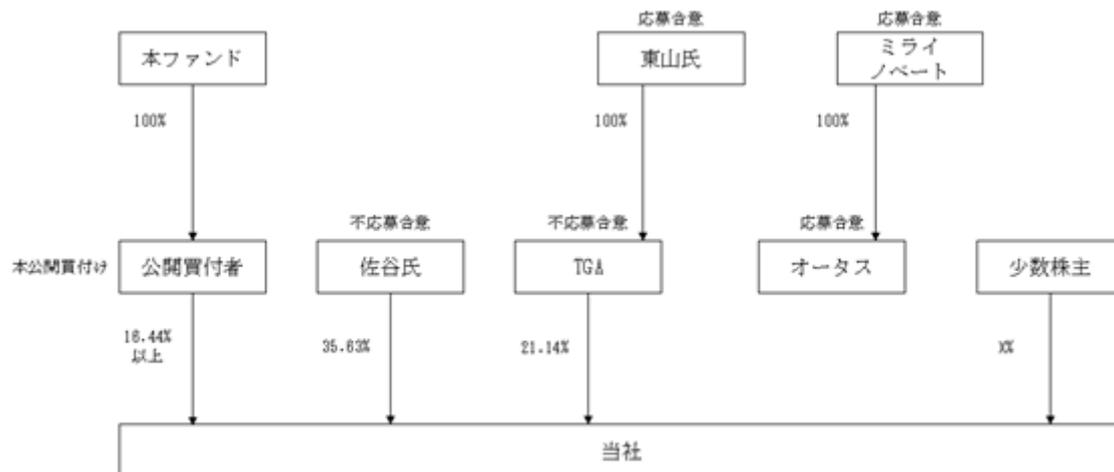
（注3） 「所有割合」とは、（ ）当社が2022年6月28日に公表した「令和5年2月期第1四半期決算短信〔日本基準〕（連結）」（以下「当社第8期第1四半期決算短信」といいます。）に記載された2022年5月31日現在の当社の発行済株式総数（8,252,564株）に、（ ）当社第8期第1四半期決算短信に記載された2022年5月31日現在の当社が所有する自己株式数（334,822株）を控除した株式数（7,917,742株）（以下「本基準株式数」といいます。）に対する割合（小数点以下第三位を四捨五入しております。）をいいます。以下同じです。



・本取引

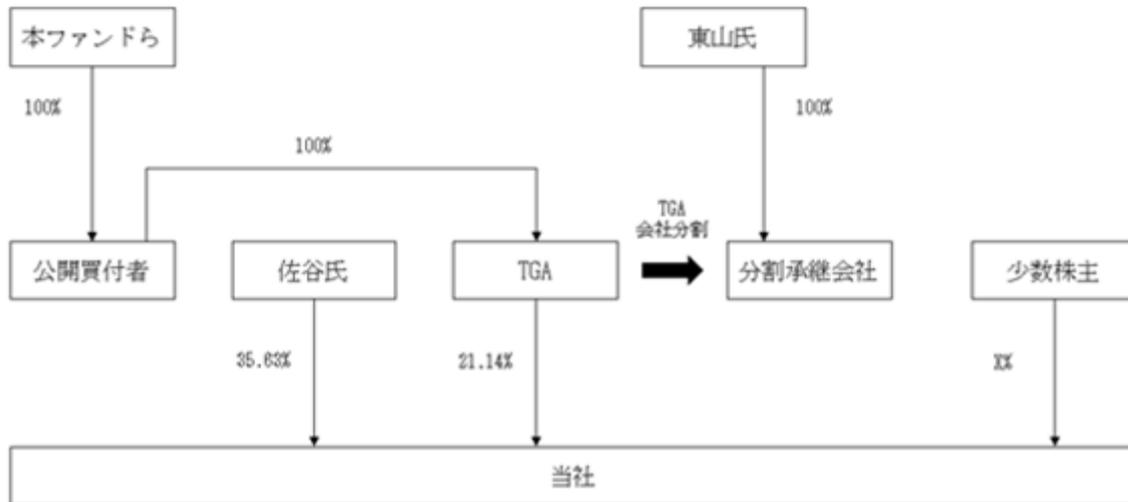
本公開買付け（2022年6月29日～8月9日）

- ・公開買付者は、当社株式の全て（ただし、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。）を取得するため本公開買付けを実施。なお、公開買付者は本ファンドら（以下に定義します。以下同じです。）から遅くとも本公開買付けに係る決済の開始日（本日現在において2022年8月17日を予定。以下「本決済開始日」といいます。）の2営業日前までに出資を受けることを予定。
- ・佐谷氏は本基本契約（以下に定義します。以下同じです。）に基づき、また、TGAは本株式譲渡契約（以下に定義します。以下同じです。）に基づき、公開買付者との間で、それぞれが所有する当社株式の全てを本公開買付けに応募しないことを合意。
- ・ミライノベート及びオータスは本応募契約（以下に定義します。）に基づき、また、東山氏は本株式譲渡契約に基づき、公開買付者との間で、それぞれが所有する当社株式の全てを本公開買付けに応募することを合意。



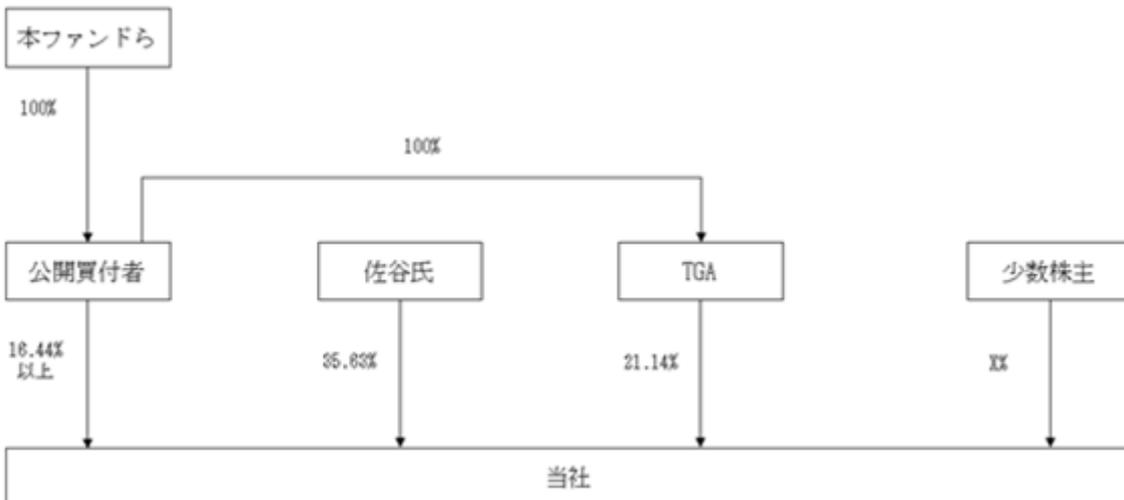
TGA会社分割及び公開買付けによる東山氏からのTGA株式の取得（2022年8月16日（予定））

- ・TGAが、本公開買付けの成立を条件に、TGA所有当社株式（以下に定義します。）（1,674,000株）以外の資産を、吸収分割の方法で、東山氏が社員持分の全部を所有する吸収分割承継会社（T.G.アセット合同会社）に承継させる内容の会社分割（以下「TGA会社分割」といいます。）を実施。
- ・公開買付者は、本公開買付けの成立、TGA会社分割の効力発生（2022年8月16日（予定））その他一定の事項の充足を条件に、TGAの発行済株式（以下「TGA株式」といいます。）の譲渡日（2022年8月16日（予定））（以下「TGA株式譲渡日」といいます。）をもって、東山氏からTGA株式を全株取得。



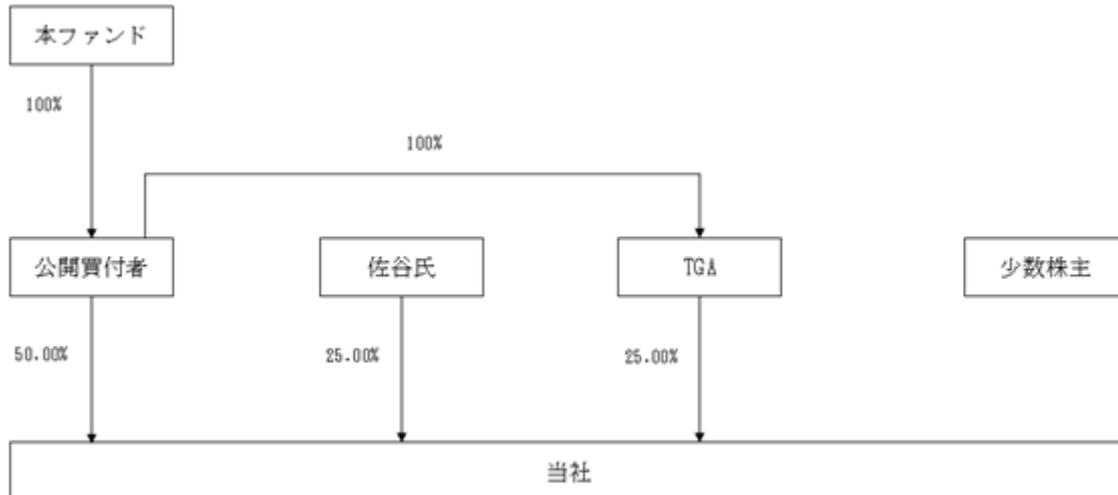
本決済開始日（2022年8月17日（予定））

- ・本公開買付けが成立した後、公開買付者は本公開買付けに応募した株主に対して2022年8月17日（予定）より決済を行う。



本株式併合（2022年11月上旬頃（予定））

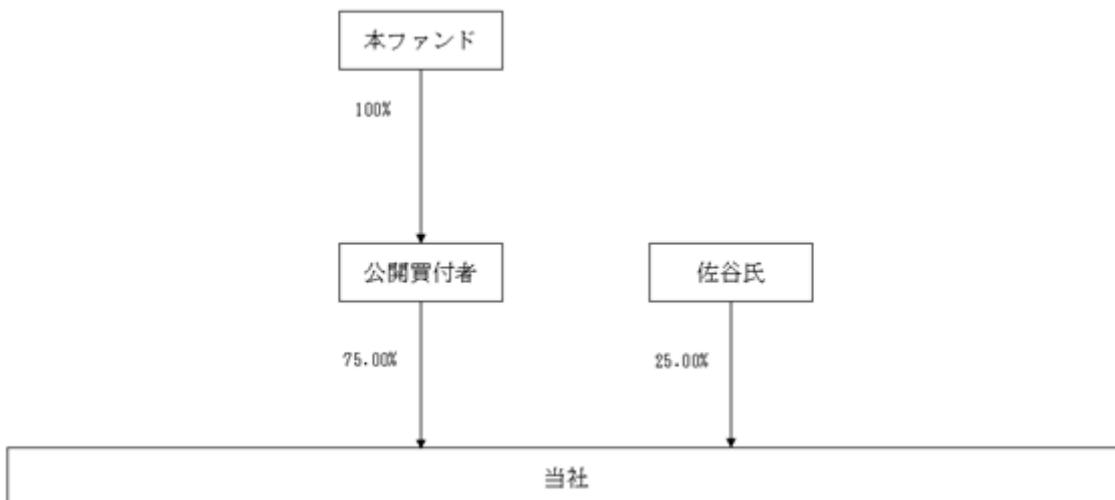
- ・ 公開買付者は、本公開買付けにおいて、当社株式の全て（ただし、当社が所有する自己株式及び本不応募合意株式を除きます。）を取得できなかった場合には、本公開買付けの成立後、当社に対して株式併合の実行を要請し、当社の株主を公開買付者、佐谷氏及びTGA（ただし、別途公開買付者が要請した場合には、佐谷氏及びTGA）のみとするための一連の手続（以下「本株式併合」といいます。）を実施。その際、株式併合をすることにより株式の数に1株に満たない端数が生じるときは、会社法（平成17年法律第86号。その後の改正を含みます。以下同じです。）第235条その他の関係法令の定める手続に従い、当該端数の合計数（合計した数に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。）に相当する当社株式を公開買付者に売却することによって、当社の発行済株式総数に対する所有割合について、最終的に公開買付者が50.00%、佐谷氏が25.00%、TGAが25.00%となるようにする予定。



・ 本取引実施後の関連取引

TGA合併（実施時期未定）

- ・ 公開買付者を存続会社、TGAを消滅会社とする吸収合併（以下「TGA合併」といいます。）により、当社の発行済株式総数に対する所有割合について、公開買付者が75.00%、佐谷氏が25.00%となる予定。

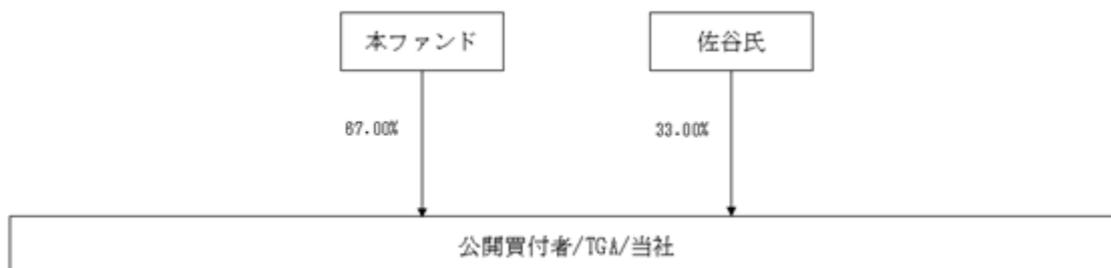


本合併とこれに先立つ株式分割・株式譲渡（実施時期未定）

- ・本合併（以下に定義します。）を実施した場合に、公開買付者（存続会社）の発行済株式総数に対する所有割合について、本ファンドらが67.00%、佐谷氏が33.00%となるように、事前に株式分割を行った上で、当社株式の一部を公開買付者が佐谷氏から取得（注4）。

（注4）本合併を行う場合、公開買付者（存続会社）は、対価として同社株式を当社（消滅会社）の株主であった佐谷氏に交付し、公開買付者（存続会社）が所有していた当社（消滅会社）の株式はいわゆる抱き合せ株式として消滅する結果、公開買付者（存続会社）の株主は本ファンドらと佐谷氏のみとなりますが、本合併後の佐谷氏の公開買付者の発行済株式総数に対する所有割合は、本合併前における公開買付者の発行済株式総数に対する所有割合よりも上昇することが見込まれるとのことです。これは、下記に記載のとおり、本公開買付けが成立した場合、公開買付者は、本公開買付けの決済資金及びその付帯費用等の一部を本銀行融資（以下に定義します。）により調達する予定であることによるとのことです。すなわち、本合併後の公開買付者（存続会社）に対する本ファンドらと佐谷氏の出資割合は本ファンドらの公開買付者への出資額（本合併前の公開買付者の株式価値と同等）と佐谷氏不応募合意株式（以下に定義します。）に係る株式価値に基づき決まるところ、本銀行融資を行うことによって、本合併前の公開買付者の株式価値は、本合併前の当社株式価値のうち、その時点での公開買付者の当社の発行済株式総数に対する所有割合に相当する部分よりも低くなり、その結果、佐谷氏不応募合意株式に係る株式価値に対する本ファンドらの公開買付者への出資額の比率は、佐谷氏不応募合意株式に係る株式価値に対する本合併前において公開買付者が所有する当社株式に係る株式価値の比率を下回ると見込まれるためとのことです。以上の影響を加味して、本合併後における公開買付者（存続会社）の発行済株式総数に対する所有割合について、本ファンドらが67.00%、佐谷氏が33.00%となるよう、本合併前に、佐谷氏から公開買付者に対して当社株式の一部を譲渡しておくことを予定しているとのことです。

- ・公開買付者と当社の間での、公開買付者を存続会社、当社を消滅会社とし、公開買付者の普通株式を合併対価とする吸収合併（以下「本合併」といいます。）。



また、本取引及びその後の関連取引に関する主要な日程について、本書提出日現在、大要以下のとおり予定しております。

日程（予定）	概要
2022年6月29日（以下「本公開買付開始日」といいます。）	本公開買付けの開始
2022年6月29日～2022年8月9日	2022年6月29日（水曜日）から2022年8月9日（火曜日）まで（29営業日）（以下「本公開買付期間」といいます。）
2022年7月14日	TGA会社分割及びTGA株式の譲渡に係るTGAの株主総会
2022年8月16日	TGA会社分割の効力発生及びTGA株式の譲渡実行
2022年8月17日	本決済開始日
2022年8月18日	本株式併合に係る当社の株主総会の基準日
2022年10月上旬	本株式併合に係る当社の臨時株主総会
2022年11月上旬	本株式併合の完了
未定	本取引実施後の関連取引

本公開買付けは、いわゆるマネジメント・バイアウト（MBO）の一環として、当社取締役会の賛同の下、友好的に当社株式の全て（ただし、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。）を取得するために実施されるとのことであります。また、本取引の実行後、当社の代表取締役社長であり、筆頭株主でもある佐谷氏（所有株式数：2,821,100株、所有割合：35.63%）は、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であり、また、企業価値向上のために共通の目標を持たせるため、本基本契約に基づき、佐谷氏が、本取引後に予定されている本合併後の存続会社の議決権の33.00%を所有することを企図しているとのことです。

公開買付者は、前回公開買付けの際には当社株主との間で応募契約は締結しておりませんでした。本公開買付けの実施にあたり、ミライノベート（第4位株主、所有株式数：522,400株、所有割合：6.60%）及びミライノベートの完全子会社であるオータス（第3位株主、所有株式数：723,400株、所有割合：9.14%）との間で、2022年6月28日付で、公開買付応募契約（以下「本応募契約」といいます。）を締結し、当社元役員である東山氏（第10位株主、所有株式数：56,000株、所有割合：0.71%）及びTGAとの間で、同日付で、本公開買付けに対する東山氏による応募及び東山氏が所有するTGA株式の公開買付者への譲渡を内容とする株式譲渡契約（以下「本株式譲渡契約」といいます。）を締結し、応募合意株主は、それぞれが所有する当社株式の全て（当社株式：1,301,800株、所有割合：16.44%。以下「応募合意株式」といいます。）を本公開買付けに応募する旨を合意しているとのことです。なお、当社は、ミライノベート及びオータスとの間で、特筆すべき取引関係や人的関係を有しておりません。本応募契約及び本株式譲渡契約の詳細については、それぞれ下記「(7) 公開買付者と当社の株主・取締役との間における本公開買付けに関する重要な合意に関する事項」の「本応募契約」及び「本株式譲渡契約」をご参照ください。

また、公開買付者は、本公開買付けの実施にあたり、前回公開買付け同様、佐谷氏（所有株式数：2,821,100株、所有割合：35.63%）との間で、2022年6月28日付で、基本契約書（以下「本基本契約」といいます。）を締結し、その中で、佐谷氏は、佐谷氏が所有する当社株式2,821,100株の全て（所有割合：35.63%。以下「佐谷氏不応募合意株式」といいます。）について本公開買付けに応募しないことを、合意しているとのことです。本基本契約の詳細については、下記「(7) 公開買付者と当社の株主・取締役との間における本公開買付けに関する重要な合意に関する事項」の「本基本契約」をご参照ください。さらに、公開買付者は、本株式譲渡契約において、本取引の一環として、東山氏がその発行済株式の全てを所有する資産管理会社であって、当社の主要株主かつ第2位株主であるTGA（所有株式数：1,674,000株、所有割合：21.14%）が所有する当社株式1,674,000株（以下「TGA所有当社株式」といいます。）に関し、本決済開始日の前営業日に公開買付者が東山氏からTGA株式を譲り受けることを合意しているとのことです。そのため、TGAは、本株式譲渡契約上、本公開買付けにおいてはTGA所有当社株式を応募しないことを合意しているとのことです（以下、佐谷氏不応募合意株式及びTGA所有当社株式を総称して「本不応募合意株式」（当社株式：4,495,100株、所有割合56.77%）といいます。）。なお、前回公開買付けにおいては、TGAからTGA所有当社株式を応募しない旨の合意は得ていなかったとのことです。

なお、TGAは、2022年6月28日、TGA株式譲渡日として予定されている2022年8月16日を効力発生日としてTGA会社分割を実施する旨の取締役の決定を行ったとのことです。

下記「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「() 前回公開買付けの概要」に記載のとおり、前回取引においては、前回公開買付けの実施に続く前回取引の第二段階として前回公開買付けの成立を条件として、当社による前回自社株公開買付け（下記「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「() 前回公開買付けの実施に至る経緯」に定義します。以下同じです。）の実施を予定しておりましたが、公開買付者においては、本公開買付けに関して応募合意株主と協議を進める中で、東山氏がTGAを通じて間接的に所有する当社株式も含めて応募合意株主が所有する当社株式を取得することができれば、本取引の実施に十分な当社株式数を確保できるため、前回取引とは異なり、取引成立の蓋然性を高めるために当社が自社株公開買付けを実施することを要せず、その結果、前回取引のように自社株公開買付けの実施を伴う場合と比して取引完了までの所要期間を短縮できるという点で、公開買付者のみならず当社株主一般にとってのメリットもあると考えたとのことです。その上で、東山氏の意向も踏まえてスキームについて協議・交渉した結果、吸収分割会社であるTGAが、当社株式（1,674,000株）以外の資産を吸収分割の方法で吸収分割承継会社に承継させることにより当社株式の所有・管理のみを目的とする資産管理会社になることを前提に、東山氏との間で、TGA株式の取得価額、取得方法等について協議を重ねた結果、公開買付者は、TGA株式譲渡価額（以下に定義します。）を本公開買付価格と同等の金額にすれば、TGAが当社株式を本公開買付けに応募する場合に比して買収資金を増加させることなく本取引の実施に十分な当社株式数を確保できること、また、下記のとおり合意された東山氏に対して支払われるTGA株式の譲渡価額（以下「TGA株式譲渡価額」といいます。）が、()TGA所有当社株式（1,674,000株）に本公開買付けにおける対象者株式の買付け等の価格（以下「本公開買付価格」といいます。）（2,800円）を乗じた金額（4,687,200,000円）から、()TGA株式譲渡日においてTGAが負担する一切の債務を控除し、()TGA株式譲渡日におけるTGAの現預金及び税金資産の額を加算した額と設定される場合には、TGAが当社株式を本公開買付けに応募した場合にTGAが受領することとなるのと同様の経済的価値を受領することとなり、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「法」といいます。）第27条の

2第3項及び金融商品取引法施行令（昭和40年政令第321号。その後の改正を含みます。以下「令」といいます。）第8条第3項に定める公開買付価格の均一性に反しないと判断したことから、本株式譲渡契約を締結したとのことです（なお、東山氏によれば、TGAにおいてTGA所有当社株式を本公開買付けに応募した上で、かかる応募による売却代金をTGAからの配当等を通じて東山氏が取得する場合と、東山氏がTGA株式を公開買付者に譲渡し、その譲渡代金を東山氏が直接取得する場合とを比較した場合、税引き後の手取り額が後者の方が大きくなるとのことです。公開買付者としては、後者の方法による場合であっても当社株主一般に対して平等に公開買付者が適切と考える公開買付価格での売却の機会を提供していることに相違ないこと、また、本公開買付けに関する各当社株主の税務上のポジションがそもそも一様ではない以上、税引き後の手取り額に差異が生じ得ることのみをもって法第27条の2第3項及び令第8条第3項に定める公開買付価格の均一性に反するとは解されないことから、後者の方法によることで当社の少数株主を害するものではなく、公開買付価格の均一性に反するものではないと考えているとのことです。）。そのため、本取引においては、前回取引とは異なり、本公開買付けに続けて当社が自社株公開買付けを実施することは予定しておりません。なお、公開買付者は、本株式譲渡契約において、TGAがTGA所有当社株式の全て（所有株式数：1,674,000株、所有割合：21.14%）を本公開買付けに応募しないこと、本公開買付けの成立等を条件に、東山氏が所有するTGA株式を公開買付者に対して譲り渡し、公開買付者がこれを譲り受けること、及び、上記のTGA株式譲渡価額の算定方法を合意しているとのことです。本株式譲渡契約の詳細については、下記「(7) 公開買付者と当社の株主・取締役との間における本公開買付けに関する重要な合意に関する事項」の「本株式譲渡契約」をご参照ください。

公開買付者は、本公開買付けにおいては、買付予定数の下限を783,400株（所有割合：9.89%）と設定し、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。）の総数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。他方、上記のとおり、本公開買付けは、公開買付者が当社株式の全て（ただし、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。）を取得することを企図しておりますので、買付予定数の上限は設けておらず、買付予定数の下限以上の応募があった場合は、応募株券等の全ての買付け等を行うとのことです。なお、買付予定数の下限（783,400株）は、本基準株式数（7,917,742株）に係る議決権数（79,177個）に3分の2を乗じた数（52,785個、小数点以下切り上げ。）から本不応募合意株式に係る議決権数（44,951個）を控除した議決権数（7,834個）に100株を乗じた数としているとのことです。

かかる買付予定数の下限を設定したのは、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）」に定義します。以下同じです。）の процедуру実施する際には、会社法第309条第2項に規定する株主総会における特別決議が要件とされるため、本取引を確実に遂行すべく、本公開買付け後に公開買付者、佐谷氏及びTGA（ただし、別途公開買付者が要請した場合には、佐谷氏及びTGA）で当社の総株主の議決権数の3分の2以上を所有することとなるようにするためとのことです。なお、下記「(7) 公開買付者と当社の株主・取締役との間における本公開買付けに関する重要な合意に関する事項」に記載のとおり、佐谷氏は、本基本契約に基づき、本臨時株主総会（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）」に定義します。以下同じです。）において株式併合に係る議案に賛成することを合意しており、また、TGAは、本株式譲渡契約に基づくTGA株式の譲渡により本臨時株主総会の時点で公開買付者の完全子会社となっている予定であることから、本臨時株主総会において当該議案に賛成する予定とのことです。

本公開買付け成立後に、公開買付者は、当社が所有する自己株式及び本不応募合意株式を除く当社株式の全てを所有していなかった場合には、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、本株式併合の実施を要請することを予定しているとのことです。また、本株式併合の完了後、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、本合併を実施し、その結果、佐谷氏の本合併後の存続会社における議決権割合は33.00%となる予定とのことです（当該議決権割合は、本ファンドらが本合併後の存続会社における株主総会の特別決議に必要となる議決権割合である3分の2以上に相当する議決権を所有することを前提に、佐谷氏との間で協議の上、決定した水準とのことです。）。なお、本合併後における佐谷氏の上記議決権割合を実現するため、公開買付者及び佐谷氏は、本取引実施後、TGA合併を実施するとともに、当社株式について株式分割を行った上で、公開買付者が佐谷氏から当社株式の一部を譲り受ける方法により、佐谷氏の議決権割合を調整する手続を行う予定とのことです（かかる調整手続やTGA合併及び本合併の実施時期及びそれらの詳細については本書提出日現在未定とのことです。）。なお、かかる調整における譲渡対価は、本公開買付価格（ただし、当社株式について、募集株式の発行、株式の分割、株式の併合その他の事由により発行済株式総数の変動があった場合には、公開買付者及び佐谷氏の協議により、株式の分割又は株式の併合が実施された場合は当該分割又は併合の比率をもとに比例的な調整を行い、募集株式の発行その他の事由により発行済株式総数の変動があった場合にも同様に適切な調整を行う予定とのことです。）を上回らない範囲で公開買付者及び佐谷氏が別途合意する金額を株式譲渡対価とすることを本基本契約において合意しているとのことであり、公開買付者は、公開買付価格の均一性（法第27条の2第3項）の趣旨に反するものではないと考えているとのことです。なお、佐谷氏には本取引の

実行後も継続して本合併後の公開買付者の経営にあたっていただく予定であるところ、本合併後の公開買付者の企業価値向上に向けた共通の目標を持っていただくために公開買付者株式を保有いただくことを想定しております。したがって、佐谷氏に公開買付者株式を保有いただく理由は応募と紐づくものではなく、この観点からも公開買付価格の均一性（法第27条の2第3項）の趣旨に反するものではないと考えているとのことです。

公開買付者は、本公開買付けが成立した場合、前回公開買付けに際して公開買付者に対する出資を予定していた本ファンド並びにA Pが投資関連サービスを提供する他のファンドであるAPCP、L.P.及びCJIP（AP）、L.P.に加え、同様にA Pが投資関連サービスを提供する他のファンドである投資事業有限責任組合AP令和F6-B2及びAP Reiwa F6-A, L.P.（以下、本ファンドと併せて「本ファンドら」と総称します。）から一定の出資を受けることを予定しているとのことです（具体的には、本公開買付けが成立した場合、公開買付者は、前回公開買付けと同様に、株式会社みずほ銀行から合計12,500,000千円を上限として借入れ（以下「本銀行融資」といいます。）を受けるとともに、本ファンドらから合計4,709,264千円を限度として、遅くとも本決済開始日の2営業日前までに本出資を受けることを予定しており、これらの資金をもって、本公開買付けの決済資金及びその付帯費用等に充当する予定とのことです。本銀行融資に係る融資条件の詳細は、株式会社みずほ銀行と別途協議の上、本銀行融資に係る融資契約において定めるとのことでありますが、本銀行融資に係る融資契約では、公開買付者の発行済株式の全部、公開買付者が本公開買付けにより取得する当社株式、公開買付者が東山氏から取得するTGA株式及びTGA所有当社株式が担保に供されること、及び本株式併合により当社の株主が公開買付者、佐谷氏及びTGA（ただし、別途公開買付者が要請した場合には、佐谷氏及びTGA）のみとなった後は、本銀行融資に関して、当社の一定の資産が担保に供されることが予定されているとのことです。

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

() 当社を取り巻く事業環境、当社の経営課題等

現在の当社グループ（当社並びに本書提出日現在における当社の連結子会社13社及び持分法適用関連会社1社を総称していいます。以下同じです。）の沿革は次のとおりです。当社は、2000年4月にダイレクトマーケティング業界でのコンサルテーション及び情報提供サービスを営む株式会社カレンからの出資を受け、電子メールを中心としたマーケティング支援ソフトウェアの開発を目的として株式会社サハラが設立されたことが起源です。同年12月、株式会社サハラは、同社の役員であった佐谷氏を中心に、マネジメント・バイアウト（MBO）の方法により親会社である株式会社カレンから独立しました。その後2001年1月に同社の商号を株式会社サハラから株式会社パイブドビッツに変更し、マーケティング支援ソフトウェアの開発・販売業を本格的に開始いたしました。具体的には、インターネット普及期であった当時、「情報資産の銀行」というビジョンを掲げ、情報を蓄積し活用するソフトウェアの開発を開始し、2001年2月にはASPサービス（注1）として「スパイラル・メッセージングプレース」（注2）の提供を開始いたしました。その後、同サービスは改良を重ね、ローコード（注3）開発プラットフォーム「スパイラル」として、今日の当社グループにおいても主要サービスであり続けております。当社グループは、創業より22期連続で増収を達成し、今なお成長を続けております。純粋持株会社制への移行前において当社の前身であった株式会社パイブドビッツは、「スパイラル」を中心に事業を展開し、2006年12月に東京証券取引所マザーズへ株式を上場し、2014年5月に東京証券取引所市場第一部へ上場市場を変更いたしました。その後、2015年9月には、中長期の持続的成長や業容・組織の拡大等、一層の企業価値向上を見据え、さらなる経営の効率化を行うとともに、グループ経営資源の適切な配分やグループのガバナンスの強化等を行うことが必要と判断し、現在の純粋持株会社制へ移行し、純粋持株会社として当社を設立し、株式会社パイブドビッツは当社の100%子会社の体制に移行いたしました。なお、2022年4月4日の東京証券取引所における新市場区分への移行に伴い、当社の株式は現在、東京証券取引所スタンダード市場へ上場しております。

（注1） 「ASP」とは、アプリケーション・サービス・プロバイダ（Application Service Provider）の略で、インターネット上でアプリケーションを提供するサービスの提供者のことを指し、提供されるソフトウェアやサービスのことをASPサービスといえます。

（注2） 「スパイラル・メッセージングプレース」とは、顧客に関する情報から、勤怠管理や給与明細等の社員情報まで、導入企業に関する様々な個人情報を一つにまとめて管理することが可能なサービスです。導入企業は、「スパイラル」登録フォームにこれらの個人情報を入力することで、これらの個人情報を安全に管理し、データベース化することが可能であり、キャンペーンやアンケート、メールマガジンや採用、セミナー、お問い合わせ等に関する登録フォームを自動生成し、ウェブ上のマーケティングを効率化することも可能です。

（注3） 「ローコード」とは、従来のようにゼロからプログラミングを行うよりも圧倒的に少ないプログラムコードでアプリケーション開発ができることをいいます。

現在の当社グループは、「未来に最適を」という経営理念を掲げ、社会がより良い未来へと向かうために、真に必要とされるITサービスを提供することを目指して事業に取り組んでおります。当社グループの事

業は、「ホリゾンタルDX」「パーティカルDX」「カスタマーエンゲージメント」の3つを大分類として、各分類の下に、商品・サービス特性が近いものをセグメントとして整理して位置付けております。「ホリゾンタルDX」は、「スパイラル」を中心とするローコード開発基盤のさらなる充実、新たなクラウドサービスの開発、パートナーとの連携強化を軸に、幅広い業種や分野のDX（注4）を支援しております。「パーティカルDX」は、建設、美容、政治・行政、タウンマネジメント等の各分野に特化してDXの推進を支援しております。「カスタマーエンゲージメント」は、既存のネット広告を活用した集客支援と、集客後のCRM（注5）を途切れることなくスムーズに支援するサービスを提供しております。

（注4） 「DX」とは、デジタル・トランスフォーメーション（Digital Transformation）の略で、将来の成長、競争力強化のために、新たなデジタル技術を活用して新たなビジネス・モデルを創出したリ柔軟に改変することを指します。

（注5） 「CRM」とは、カスタマー・リレーションシップ・マネジメント（Customer Relationship Management）の略で、顧客関係管理や顧客管理を意味します。

当社グループの足元の業績は、新型コロナウイルス感染症の流行によりプラスの影響とマイナスの影響それぞれございましたが、2021年2月期や2022年2月期第1四半期においては、特にローコード開発プラットフォーム「スパイラル」において新型コロナウイルス感染症対策に関連するワクチン接種の予約フォーム等の急を要するシステム案件の受注が重なったことから、プラスの影響が大きい結果となり、業績の向上に寄与しました。一方で、対面の営業が実施できなくなったことや、当社の顧客の業績への悪影響から投資予算の削減等を理由に進行中の商談がストップする等のマイナスの影響もありました。また、当該システム案件は、代理店経由の受注が主であり、当社グループの自助努力だけで成し得たものではありません。当社は、新型コロナウイルス感染症の流行が収束した後においてはDX化のさらなる市場への拡大等により、当社が提供するサービスの競争環境が一層激しく変化する可能性があると考えており、当社グループが中長期的に力強く成長し続けるためには、プロダクトの機能追加・機能改善を強化するためのシステム開発投資、営業及びサポート体制を強化するための人材採用・育成投資、新事業・新サービスの創出や海外マーケットへ進出するための事業投資、他社とのサービス連携・業務提携の推進等に積極的に取り組んでいく必要性を強く感じ、また、これらを着実に実行していくための経営体制の見直しや、グループ・ガバナンスの再構築等、抜本的な構造改革にも取り組む必要があると2021年3月上旬に判断いたしました。

（ ）前回公開買付けの実施に至る経緯

上記「（ ）当社を取り巻く事業環境、当社の経営課題等」に記載の状況下、佐谷氏及び当社は、2021年3月上旬から当社グループが成長を果たしていくための方策を検討して参りました。

この検討の過程において、佐谷氏は、外部の力を借りて、当社グループのさらなる成長を目指すという考えを持っていたところ、2020年5月下旬に、佐谷氏の知人であり、プライベート・エクイティ・ファンドである企業1社（以下「A社」といいます。）の投資先企業であるX社の顧問であるY氏から連絡を受け、X社に役員として派遣されているA社の社員であるZ氏の紹介を受けたとのことです。その後、2020年7月中旬に、Z氏から、A社との面談の要請を受け、当該要請に対応する形で2020年7月下旬に佐谷氏がA社を訪問したところ、A社から、佐谷氏がマネジメント・バイアウト（MBO）の手法による当社株式の非公開化の提案（以下「MBO提案」といいます。）を、具体的な価格提示を含まない形で受けたとのことです。当該提案を受けた時点で、佐谷氏としては、主体的にMBOの検討は行っておらず、A社からの提案に対しても何ら意思表示は行っていないとのことです。その後、2021年1月初旬以降、佐谷氏として、当社の今後の成長を継続的に考える中で、事業会社との提携の場合は、当該事業会社の成長戦略の中で当社の事業活動が制約され得ることを懸念して、プライベート・エクイティ・ファンドをパートナーとしたMBOに対する関心を有するに至ったとのことです。その後、2021年3月上旬より、当社と取引関係のある野村證券株式会社（以下「野村證券」といいます。）との間で、当社グループの非公開化を含む第三者との提携も選択肢とした事業戦略等に関して広く協議を開始し、2021年4月下旬までに、佐谷氏による依頼により野村證券から4社の企業（APを含み、AP以外の候補者3社を、以下それぞれ「B社」、「C社」及び「D社」といいます。）の紹介を受け、これらの企業と接触を持ったとのことです。

佐谷氏は、2021年3月中旬から4月下旬にかけて、野村證券から紹介を受けたAP、B社、C社及びD社の合計4社のプライベート・エクイティ・ファンドである候補者との協議をそれぞれ開始し、4社の候補者全てから、それぞれMBO提案を受けたとのことです。

具体的には、佐谷氏は、野村證券を通じて、2021年3月中旬にB社及びC社の紹介を受けて、2021年3月下旬にB社から、4月初旬にC社から、それぞれ価格提示を含まないMBO提案を受けたとのことです。また、C社については、提案内容を踏まえて、B社と比して当社グループの事業に対する理解が不十分であり、当社グループが中長期的に成長するためのサポートを受けられるパートナーとしては必ずしも適切ではないと佐谷氏として判断し、MBO提案を受けた日以降、C社とは協議を行なわなかったとのことです。さらに、佐谷氏は、野村證券を通じて、2021年4月下旬にD社及びAPの紹介を受け、2021年6月初旬にD社から、2021

年6月29日にA Pから、それぞれ価格提示を含まないM B O提案を受けたとのことです。D社については、C社同様に、提案内容を踏まえて、B社やA Pと比して当社グループの事業に対する理解が不十分であり、当社グループが中長期的に成長するためのサポートを受けられるパートナーとしては必ずしも適切ではないと佐谷氏として判断し、提案を受けた日以降はD社との協議は行わなかったとのことです。なお、野村證券は、佐谷氏からの依頼に基づき候補者の紹介を行ったものの、佐谷氏あるいは各候補者との間で前回取引の条件等に関連する契約は締結していないとのことです。

このうち佐谷氏は、かねてより日本国内の数多くの企業への投資を手掛けてきたA Pと、2021年5月下旬に初めて接点を持ち、それ以降、佐谷氏とA Pとの間で、当社グループの経営課題について不定期に議論を行ったとのことです。

佐谷氏は、A Pとディスカッションを行う中で、当社グループの中長期的なさらなる成長及び企業価値向上を実現するためには、当社グループの各事業において「ヒト・モノ・カネ」の経営資源を機動的に最適配分し、積極的な先行投資を行うことが当社グループの成長戦略にとって極めて重要であること、その一方で、現在の当社グループの有する経営資源のみでは十分な投資及び成長戦略を実行できない可能性があることを再認識し、A Pが有する豊富な経験、実績、人材、経営ノウハウを活用し、短期間で着実に実行できる体制を構築することが必要であるとの認識を持つに至り、A Pとも認識を共有したとのことです。また、当社グループの各事業の成長を加速させていくためには、顧客数を増大させるための新規営業リソースの確保及びスパイラルの認知を拡大させるための投資加速、顧客数の増大及び単価の向上を目的としたカスタマーサクセスの強化のための体制の構築、プロダクトの機能追加・改善や外部協力会社との連携強化によるスパイラルのプラットフォーム化の推進等に積極的に取り組んでいく必要があり、中長期的に見れば大きな成長が見込まれる機会であったとしても、それらの施策が早期に当社グループの利益に貢献するものであるとは限らず、また、計画どおりに事業が展開しない事業遂行上の不確定要素に加え、利益水準の低下、キャッシュ・フローの悪化等による財務状況の悪化を招来するおそれがあると考えたとのことです。そのため、上場を維持したままこれらの施策を実行すれば、当社の株主及び新株予約権者の皆様に対して短期的に当社株式の市場価格の下落といったマイナスの影響を及ぼす可能性も否定できないとして、2021年6月中旬において当社が上場を維持したままこれらの施策を実施することは難しいと考えるに至ったとのことです。

加えて、佐谷氏は、当社グループの手掛ける事業が複雑かつ多岐にわたっており、佐谷氏を含む当社経営陣の考える当社グループのさらなる成長のための大胆な先行投資が必ずしも全ての株主の皆様から賛同を得られ、資本市場から十分な評価が得られるとは限らず、会社の経営戦略についての理解に相違が生じることにより、経営陣の経営方針に基づく事業運営を円滑に実行していくことが困難になるリスクがあると認識したとのことです。

その後、A Pは、佐谷氏との協議を通じて当社株券等の取得に関する当社に対する提案内容の検討を進め、2021年6月29日に、佐谷氏に対して、A Pが投資関連サービスを提供するファンドが、直接又は当該ファンドが設立する予定の買収目的会社を通じて間接に、当社の過半数の株式を最終的に所有することとなる前提で、前回公開買付けを通じて当社株式を非公開化することに関する提案書を提出して、佐谷氏との間で、当社株式の非公開化を前提とする協議を本格化させたとのことです。また、A Pは、かかる提案書の提出の際に、佐谷氏に対して、A Pが投資関連サービスを提供するファンドが最終的に当社の株主総会における特別決議事項を単独で決定できるよう、直接又は当該ファンドが設立する予定の買収目的会社を通じて間接に、当社の議決権の総数の67.00%を最終的に所有し、佐谷氏が当社の議決権の総数の33.00%を最終的に所有する旨の意向を口頭で提示したとのことです。これを受けて、佐谷氏は、2021年7月上旬、短期的な当社グループの収益性の悪化を恐れ、各事業における先行投資を縮小する又は先延ばしにすることは、当社の中長期的な成長を妨げむしろ競争力・収益力を弱めることにつながる可能性があるとの考えの下、当社グループが短期的な業績変動に動じることなく、機動的に経営課題に対処し、長期的な視点を持って持続的な企業価値向上を実現させていくためには、当社株式を非公開化した上で、外部の経営資源をも活用した安定的な新しい経営体制を構築し、当社の株主を佐谷氏及び同様の成長戦略を描いているA Pが投資関連サービスを提供する本ファンドらが出資する会社のみとした機動的かつ柔軟な意思決定の下、当社の事業の積極展開に取り組むことが最善の手段であるとの考えに至ったとのことです。佐谷氏は、純粋持株会社制への移行前において当社の前身であった株式会社パイプドピッツは2006年12月の東京証券取引所マザーズ市場への上場以来、社会的な信用の向上等、上場会社として様々なメリットを享受してきた一方、当社株式の非公開化を行った場合においても、当社については既に業界における一定の地位を確立していると考えていることから、当社株式の非公開化が優秀な人材の確保及び取引先の拡大等に与える悪影響は大きくないと判断したとのことです。加えて、昨今の間接金融における良好な資金調達環境に鑑みても、当面は当社においてはエクイティ・ファイナンスの活用による大規模な資金調達の必要性は高くなく、財務的な観点からも上場を維持することの意義を見出しにくい状況にあると考えたとのことです。その結果、佐谷氏は、非公開化のデメリットは限定的であると考えたとのことです。

なお、佐谷氏は、B社との間でも、2021年3月中旬に初めて接点をもって以降、当社グループの主力サービスであるスパイラルに関する事項を中心とした当社グループの事業に関するB社からの質問に佐谷氏が回

答することや、仮にMBOを実施した場合のMBO実施後のスパイラルの事業に関する成長戦略を議論することを通じて、2021年7月上旬まで協議を継続したとのことです。

上記の経緯を経て、佐谷氏は、B社及びAPの2社のMBO提案を比較検討し、2021年7月上旬まで両社との間で継続して協議を行ってきた内容を勘案した結果、APが、24年間の活動を通してサービス提供先ファンドによる累積で約100件の投資実績と、内部に蓄積された各種ノウハウ、そして経験豊富で能力の高い人材群を大きな強みとしていることに加え、当社と関連性の高いテック領域での豊富な成長支援実績を有していることを踏まえ、B社と比較してもAPが当社グループの成長戦略を実現するためのパートナーとして最適であると2021年7月上旬に判断するに至ったとのことです。そこで、佐谷氏は、2021年7月15日に、当社の取締役会に対して、APより受領した提案の内容を説明し、当社に対して、前回取引の一環として前回公開買付けを実施したい旨の意向を伝達しました。

なお、佐谷氏は、DX化のさらなる市場への拡大等により、当社が提供するサービスの競争環境が短期的にも一層激しく変化する可能性があると考えており、経営戦略や最適な資本構成等について当社と意見交換や協議を重ねてこなかった第三者が複雑で多岐に亘る当社の事業についての理解を深め、当社との信頼関係を構築する時間的猶予は限られていること、また、上場会社としての情報管理の観点から、オークションプロセスによるパートナーの選定は行わなかったとのことです。

また、APは、2021年7月下旬、前回取引の成立の蓋然性を高める観点でのストラクチャーに関する詳細な検討を行う中で、当社以外の者によって行われる公開買付けに応募する場合と当社によって行われる公開買付けに応募する場合で、当社の法人株主の皆様にとって税務上の取扱いが異なり得るという状況も踏まえ、公開買付けによる当社株券等を対象とする前回公開買付けに加え、当社の法人株主の皆様にとって一定の条件の下で同公開買付けとは税務上の取扱いが異なる当社による自己株式の公開買付けを併せて実施することも、前回公開買付けのみを行う場合と比して、当社の法人株主、少数株主及び新株予約権者の皆様それぞれの利益により資する売却機会を提供できるものと考え、前回公開買付けを含む前回取引の成立の蓋然性を高めるための選択肢の一つとして検討することを開始したとのことです。なお、公開買付けは、当社の各株主の皆様对市场株価に対してプレミアムを付した価格での売却の機会を均等に付与することを目的としているところ、東京証券取引所におけるToSTNeTを利用した自己株式取得は、その制度上、当社の株主の皆様に対して、取得に応じるか否かについて十分な検討期間を確保した上で、市場株価に対するプレミアムを付した価格での均等な売却機会を提供することが困難であること、また、当社株式の非公開化後に当社が自己株式取得を行うという手法は、その時点では既に当社の少数株主の皆様はスクイズアウトされ当社株式を所有されていないため採り得ないことから、自己株式取得の方法としては自社株公開買付けの手法によることが望ましいと判断したとのことです。

その検討の過程において、APは、()上記のとおり当社の法人株主の皆様における税務上の取扱いを考慮して、当社による自社株公開買付け(以下「前回自社株公開買付け」といい、前回公開買付けと併せて「前回両公開買付け」と総称します。)を実施することは、当社に31.10%(注6)存在する当社の法人株主一般の利益につながり得ること、また、()公開買付けの買付総額に限度がある中で、前回自社株公開買付けへの応募を一定数見込んで前回公開買付け価格の検討を行うことにより、税制上の取扱いが異なる点を踏まえて前回自社株公開買付けにおける当社株式1株当たりの買付け等の価格(2,611円、以下「前回自社株公開買付け価格」といいます。)を前回公開買付けより低く設定することで、前回公開買付け後に前回自社株公開買付けを実施しない場合と比して、前回公開買付けを通じて当社の少数株主及び新株予約権者の皆様により高い価格での売却機会を提供することができ、その結果、より多くの当社の少数株主及び新株予約権者の皆様による応募が期待でき、前回公開買付けを含む前回取引の成立の蓋然性が高まることから、かかる公開買付けの組み合わせは合理性があると2021年8月上旬に判断したとのことです。かかる判断にあたり、APは、自社株公開買付けの実施後に、当社株式の非公開化を前提として買付予定数の下限を設定した他社株公開買付けを実施する場合には、自社株公開買付けが成立したものの、他社株公開買付けが不成立となり、当社株式の非公開化が行われないという事態が生じ得ることから、当社株式の非公開化を前提とした前回公開買付けの成立後に前回自社株公開買付けを実施することが適切であると2021年8月上旬に判断したとのことです。

(注6) 当社が2021年5月31日付で提出した第6期有価証券報告書に記載された、2021年2月28日現在の当社の法人株主(金融機関、金融商品取引業者、その他の法人)の皆様の所有株式数の割合です。

そこで、APは、当社の市場株価等を踏まえて慎重に検討を重ねた結果、2021年8月下旬、公開買付けが前回公開買付けを実施し、それに引き続いて当社が前回自社株公開買付けを実施するという一連の取引によって当社の非公開化を行うことが、より多くの当社の少数株主及び新株予約権者の皆様による応募が期待できるため、当社の非公開化のための手段として具体的な実現可能性があると考えに至ったとのことです。なお、APは、当社の非公開化が実施できた場合に達成し得る当社の企業価値を考慮しても、前回公開

買付価格、前回新株予約権買付価格及び前回自社株公開買付価格はいずれも十分に合理性のある価格であると考えていたとのことです。

上記を踏まえ、公開買付者は、2021年9月1日、当社に対して、前回取引の公表日である2021年9月30日（以下「前回公表日」といいます。）まで約1ヶ月程度期間が空くこと、当社の2021年9月1日を基準とした過去6ヶ月の日次の株価変動率は上昇率で最大19.5%、下落率で最大12.3%であり、当社の2021年9月1日を基準とした過去120営業日の日次の株価騰落率の平均値0.49%、中央値0.31%（いずれも小数点以下第三位を四捨五入しております。以下同じです。）に比べて相対的に日次での株価変動が大きく、前回公表日である2021年9月30日までに株価が大きく増減する可能性があること、そのような状況の下、当該株価水準の持続性については不確実な点があるため、公開買付者として前回公表日までの株価推移を慎重に見極めながら価格提示をすることが望ましいことを加味して、2021年9月1日の前営業日である2021年8月31日の東京証券取引所における当社株式の終値2,355円に対してディスカウントした価格である2,156円を前回公開買付価格として提案し、前回公開買付けの成立を条件として、前回公開買付価格より一定程度ディスカウントをした価格を公開買付価格とする前回自社株公開買付けを実施した上で、当社を非公開化する旨の内容を含む初回の価格提案を書面で行いました。当該提案価格は、2021年8月31日の東京証券取引所における当社株式の終値2,355円が前回公表日（2021年9月30日）の前営業日である2021年9月29日まで同価格で継続するという前提を置き、当社株式の日次での株価変動が大きくなることを踏まえて、一般的に参照されている過去1ヶ月又は3ヶ月平均より長期での株価平均を基準として提示価格を検討することが望ましいという考えの下、2021年9月29日を基準日として過去6ヶ月間の終値の単純平均値1,966円（小数点以下第一位を四捨五入しております。以下、終値の単純平均値の計算において同じです。）に対して25%のプレミアムを付し、過去6ヶ月の日次最大下落率12.3%を踏まえて当該割合をディスカウントした価格でした。併せて、公開買付者は、前回新株予約権買付価格については、前回公開買付価格と第3回新株予約権の当社株式1株当たりの行使価額1,049円との差額に100を乗じた金額とすることを提案しました。当該提案を受けて2021年9月2日に開催された当社の前回特別委員会（下記「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」に定義します。以下同じです。）において公開買付者からの提案内容を慎重に議論した結果、前回特別委員会としては公開買付者より提示された価格は野村證券の試算のレンジの下限を下回っており、当社の少数株主及び新株予約権者の皆様の利益を毀損する可能性があることから、提示価格を引き上げた上で再度の価格提案を行うことを野村證券を通じて要請いたしました。かかる野村證券からの要請を受けて公開買付者は、2021年9月8日に、2021年9月1日に行った価格提案と同様の考え方にに基づき、前回公開買付価格を2021年9月8日の前営業日である2021年9月7日の東京証券取引所における当社株式の終値2,489円に対してディスカウントした価格である2,357円とする旨の再提案を書面にて行いました。当該提案価格は、2021年9月7日の東京証券取引所における当社株式の終値2,489円が前回公表日（2021年9月30日）の前営業日である2021年9月29日まで同価格で継続するという前提を置き、2021年9月29日を基準日として過去6ヶ月間の終値の単純平均値1,985円に対して25%のプレミアムを付し、さらに5%ディスカウントした価格となります。当該提案を受けて2021年9月9日に開催された当社の前回特別委員会において公開買付者からの提案内容を慎重に議論した結果、前回特別委員会としては公開買付者より提示された価格は引き続き野村證券の試算のレンジの下限を下回っており、当社の少数株主及び新株予約権者の皆様の利益を毀損する可能性があることから、提示価格を引き上げた上で再度の価格提案を行うことを野村證券を通じて要請いたしました。これを受けて公開買付者は、2021年9月14日に、前回公開買付価格を2021年9月14日の前営業日である2021年9月13日の東京証券取引所における当社株式の終値2,676円に対してディスカウントした価格である2,607円とすること、前回公開買付けの下限について過去の当社の株主総会における議決権行使比率を踏まえて必ずしも3分の2の議決権を確保しない場合でも特別決議が可決する可能性があり、また、仮に3分の2の議決権が確保できずに株主総会の特別決議が可決しなかった場合でも、市場買付等の方法により当社株式を追加取得することで当社を非公開化する方針であることから、前回公開買付けの下限を当社の総議決権の3分の2に相当する株式数に設定するのではなく、過去の議決権行使状況を踏まえた現実的に株主総会の特別決議が承認される可能性が高い水準に設定することを提案しました。当該提案価格は、2021年9月13日の東京証券取引所における当社株式の終値2,676円が前回公表日（2021年9月30日）の前営業日である同月29日まで同価格で継続するという前提を置き、同月29日を基準日として過去6ヶ月間の終値の単純平均値2,005円に対して30%のプレミアムを付した価格となります。当該提案を受けて、2021年9月15日に開催された当社の前回特別委員会において公開買付者からの提案内容を慎重に議論した結果、前回特別委員会としては公開買付者より提示された価格は野村證券の試算レンジや足元の株価水準に照らし、依然として十分な価格とは言えないことから、提示価格を引き上げた上で再度の価格提案を行うことを野村證券を通じて要請いたしました。これを受けて公開買付者は、2021年9月22日に、前回公開買付価格を同月22日の前営業日である同月21日の東京証券取引所における当社株式の終値2,524円に対してプレミアム価格である2,700円とする旨の再提案を書面にて行いました。当該提案価格は、同月22日の東京証券取引所における当社株式の終値2,500円が前回公表日の前営業日である同月29日まで同価格で継続するという前提を置き、同月29日を基準日として過去6ヶ月間の終値の単純平均値1,994円に対して30%のプレミアムを付した価格2,592円（同月14日付の提案価格と同様の方法及びプレミアム率により計算した金額）と9月22日の終値

2,500円に対して8.0%のプレミアムを付した価格である2,700円のうち大きい方の価格でした。当該提案を受けて、2021年9月24日に開催された当社の前回特別委員会において公開買付者からの提案内容を慎重に議論した結果、前回特別委員会としては公開買付者より提示された価格は依然として十分な価格とは言えず再度の価格提案を行うことを野村證券を通じて要請いたしました。これを受けて公開買付者は、同月26日に、前回公開買付価格を2,800円とし、第3回新株予約権の買付価格を前回公開買付価格2,800円から第3回新株予約権の行使価格である1,049円を控除した1,751円に対して第3回新株予約権の目的となる株式数100株を乗じた価格である175,100円として提案するとともに、前回自社株公開買付けに関して、前回自社株公開買付価格として2,611円とすることを提案しました。なお、前回公開買付価格と前回自社株公開買付価格の差額(189円)については、()前回自社株公開買付価格を前回公開買付価格より低く設定することで、前回公開買付け後に前回自社株公開買付けを実施しない場合と比して、前回公開買付けを通じて当社の少数株主及び新株予約権者の皆様により高い価格での売却機会を提供することができ、より多くの当社の少数株主及び新株予約権者の皆様による応募が期待できる結果、前回公開買付けを含む前回取引の成立の蓋然性が高まること、()その一方で、前回自社株公開買付価格を前回公開買付価格よりも低く設定した場合、前回自社株公開買付けへの応募に関する税務上の取扱いが前回公開買付けへの応募とは異なることを考慮したとしても、前回自社株公開買付けを実施することが当社の法人株主一般の利益につながり得なくなることといった要素を考慮の上、公開買付者から当社に対して提案したものでした。

当該最終提案について、当社取締役会は、2021年9月30日、当該提案の前回公開買付価格が、()野村證券による当社株式の株式価値の算定結果のうち、市場株価平均法に基づく算定レンジの上限額を上回るとともに、類似会社比較法に基づく算定結果のレンジの上限を大きく超えるところに位置付けられること、ディスカунテッド・キャッシュ・フロー法(以下「DCF法」といいます。)による算定結果のレンジの中央値を超えるところに位置付けられていると認められること、()前回公開買付け実施についての公表日前営業日である2021年9月29日の当社株式の東京証券取引所における終値2,512円に対して11.46%(小数点以下第三位を四捨五入。以下、プレミアムの計算において同じです。)、直近5営業日の終値の単純平均値2,581円に対して8.49%、直近1ヶ月間の終値の単純平均値2,536円に対して10.41%、直近3ヶ月間の終値の単純平均値2,320円に対して20.69%及び直近6ヶ月間の終値の単純平均値1,998円に対して40.14%のプレミアムをそれぞれ加えた価格であり、このうち、公表日前営業日の終値、直近5営業日の終値の単純平均値及び直近1ヶ月間の終値の単純平均値に対するプレミアム率を取り上げると、2018年初来2021年9月29日までに公表された非公開化を目的としたMBO事例29件における買付け等の価格決定の際に付与されたプレミアム水準(公表日前営業日の終値に対するプレミアムの中央値・平均値(36.47%、37.10%)、直近1ヶ月間の終値の単純平均値に対するプレミアムの中央値・平均値(35.19%、37.98%)、直近3ヶ月間の終値の単純平均値に対するプレミアムの中央値・平均値(40.96%、44.05%)、及び直近6ヶ月間の終値の単純平均値に対するプレミアムの中央値・平均値(41.56%、44.43%))と比較して、必ずしも高い水準であるとは言いがたいものの、直近3ヶ月間及び直近6ヶ月間の終値の単純平均値に対するプレミアム率に鑑みれば、前回公開買付価格は相応なプレミアムが付された価格であると評価できること、()前回特別委員会の要請により前回公開買付価格に関する価格提案の有意な引上げが実現されていることを踏まえ、前回公開買付価格が当社の株主の皆様にとって妥当な条件であり、かつ合理的な株式の売却の機会を提供できるものであると判断いたしました。加えて、前回新株予約権買付価格についても、前回新株予約権買付価格は、前回公開買付価格である2,800円と第3回新株予約権の当社株式1株当たりの行使価額である1,049円との差額に第3回新株予約権の目的となる当社株式数を乗じた金額とし、前回公開買付価格を基に算定されていることから、前回新株予約権買付価格及び前回公開買付けに係るその他の諸条件が第3回新株予約権の所有者(以下「第3回新株予約権者」といいます。)の皆様にとって妥当であると判断いたしました。加えて、当社は、()APによる非公開化の提案を受け入れることが当社グループの企業価値の最大化のために最善の手段であると考えられたこと、また、税制上の取扱い等のそれぞれの事情により前回公開買付けではなく前回自社株公開買付けに応募の申込みを希望する当社の株主の皆様が存在し得ることに配慮し、前回自社株公開買付けに先立って、広く当社の株主の皆様に対して合理的な当社株式の売却の機会を提供するものといえる前回公開買付けが実施されることに加えて、当社の株主の皆様に対して当社株式の売却の機会をさらに広く提供する観点から、前回自社株公開買付けを実施することは合理的であり、()また、公開買付者の買付総額に限度がある中で、税制上の取扱いが異なる点を踏まえて前回自社株公開買付価格を前回公開買付価格より189円低く設定することで、前回取引における公開買付けが前回公開買付けのみで前回自社株公開買付けは実施されない場合と比較して前回公開買付価格が22円引き上げられていたことから、株主の皆様との利益につながると考えられたこと、()さらに、前回自社株公開買付価格を一定程度下げることによって前回公開買付価格を引き上げることが可能となり、前回公開買付けに応募される少数株主にとってメリットがある一方で、ディスカウント率が高すぎる場合には、前回自社株公開買付けが目的としている税務メリットを得られない法人株主が生じるおそれがあることから、そのような要素を考慮の上、前回公開買付価格から6.75%ディスカウントした価格である2,611円を前回自社株公開買付価格と設定していたところ、かかる買付け等の価格は当社グループの現在及び今後の財務状況のほか、株主の皆様によっては税制上の取扱いが異なる点をも踏まえた上で、前回公開買付けではなく前回自社株公開買付けに応募の申込みを希望する当社の株主の

皆様に対しても、当社の分配可能額の範囲内で可能な限り広く当社株式の売却の機会を提供することができる金額水準であると考えられたこと、()前回自社株公開買付価格は2,611円であり、市場価格よりも一定のプレミアムを加えた金額となっていたが、前回自社株公開買付け終了後に、公開買付者が前回佐谷氏不応募合意株式及び当社が所有する自己株式を除く当社株式の全てを所有していなかった場合には、当社に対し、前回公開買付価格と同額での株式併合その他の方法を用いた非公開化の手の実施を要請することが予定されており、前回スクイズアウト手続(下記「()前回公開買付けの概要」に定義します。以下同じです。)として行われる株式併合の議案が、前回公開買付けの決済の完了後速やかに、会社法第180条に基づき、当社株式の併合を行うこと及び株式併合の効力発生を条件として単元株式数の定めを廃止する旨の定款の一部変更を行うことを付議議案に含む臨時株主総会(以下「前回臨時株主総会」といいます。)において承認された場合、当社の株主の皆様は、前回自社株公開買付価格よりも高いプレミアムが付された前回公開買付価格でスクイズアウトされることとなることからすれば、前回自社株公開買付価格を市場価格よりも一定のプレミアムが付された価格とすることも正当であると考えられたこと、また、()下記「(6)買付け等の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、本公開買付けを含む本取引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特別委員会からの答申書の取得」に記載のとおり、上記()乃至()に関して、前回特別委員会からも同様の見解が示されていたことから、当社が、前回公開買付けの実施後に前回取引の一環として前回自社株公開買付価格(2,611円)を買付け等の価格とする前回自社株公開買付けを実施することは、当社の株主の皆様のご利益に鑑みても合理的であると判断したとのことです。そして公開買付者は、2021年9月30日、当社との間で前回公開買付価格を2,800円、前回新株予約権買付価格を175,100円、前回自社株公開買付価格を2,611円とすることについて合意に至りました。

上記の経緯及び交渉を経て、公開買付者は、2021年9月30日、前回取引の一環として、前回公開買付価格を2,800円とし、前回新株予約権買付価格を175,100円として前回公開買付けを実施することを決定し、2021年11月15日までを買付け等の期間とする前回公開買付けを実施したとのことです。また、当社との間で、それに引き続いて当社が前回自社株公開買付価格を、前回公開買付価格である2,800円に比べて、189円(6.75%)下回る2,611円とする前回自社株公開買付けを実施することに関し、公開買付実施契約を締結しました。

また、公開買付者は、前回公開買付価格を決定するに際し、前回取引の実現可能性の精査のためのデュー・ディリジェンスを2021年7月下旬から同年9月下旬まで実施し、当社の事業及び財務状況を多角的・総合的に分析し、前回公開買付け実施についての公表日の前営業日である2021年9月29日の東京証券取引所における当社株式の終値2,512円、その時点における過去1ヶ月間の終値の単純平均値2,536円、同過去3ヶ月間の終値の単純平均値2,320円及び同6ヶ月間の終値の単純平均値1,998円の推移を参考にしたとのことです。さらに、当社と事業内容、事業規模、収益の状況等において比較的類似する上場会社の市場株価と収益性等を示す財務指標等との比較を通じて当社の株式価値を分析したとのことです。なお、公開買付者は、上記の要素を総合的に考慮し、かつ、当社との協議及び交渉を経て前回公開買付価格を決定したことから、第三者算定機関からの株式価値算定書は取得していなかったとのことです。

() 前回公開買付けの概要

上記「() 前回公開買付けの実施に至る経緯」記載の経緯により、2021年10月1日に公開買付者が提出した前回公開買付けに係る公開買付届出書における記載のとおり、公開買付者は、買付け等の期間を2021年10月1日から2021年11月15日とする前回公開買付けを開始したとのことです。

公開買付者は、前回公開買付けの実施にあたり、佐谷氏(所有株式数:2,821,100株、前回所有割合:35.58%)との間で、2021年9月30日付で、基本契約書(以下「前回基本契約」といいます。)を締結し、その中で、佐谷氏は、佐谷氏が所有する当社株式2,821,100株の全て(前回所有割合:35.58%。以下「前回佐谷氏不応募合意株式」といいます。)について前回両公開買付けに応募しないことを、合意しましたが、その他株主との間で応募契約は締結していなかったとのことです。

公開買付者は、前回公開買付けにおいては、買付予定数の下限を1,830,400株(前回所有割合:23.09%)と設定し、応募された株券等の総数(第3回新株予約権の目的となる株式の数を含みます。以下同じです。)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こととしていたとのことです。なお、公開買付者は、当社とも協議の上、前回取引の成立の蓋然性を最大化するべく、買付予定数の下限(1,830,400株)については、前回公開買付けの成立後に公開買付者及び佐谷氏が所有することとなる当社の議決権の合計が、少なくとも株式併合の議案が前回臨時株主総会において現実的に承認される水準となるよう設定していたとのことです。具体的には、(a)当社潜在株式勘案後株式総数(7,928,832株)に係る議決権数(79,288個)に、(b)前回臨時株主総会において現実的に見込まれる最大の議決権行使比率として保守的に見積もった比率である88.00%(当社における過去の議決権行使状況を踏まえると、議案の内

容にかかわらず議決権行使を行わない株主が一定程度存在し、かつ、株主の属性によって議決権行使比率の水準に差異が見られることから、前回臨時株主総会における株式併合の議案についても議決権行使を行わない株主が一定程度存在するとの前提の下、当社から提示を受けた、当社が現在の純粋持株会社制に移行し、各株主属性別の議決権行使比率を記録するようになった2015年9月から公開買付者が提出した前回公開買付けに係る公開買付届出書（以下「前回届出書」といいます。）提出日（2021年10月1日）現在までに開催された過去6回の当社の定時株主総会（なお、同期間において臨時株主総会は開催されていません。）における各株主属性別の議決権行使比率の最大値を勘案し、前回臨時株主総会において現実的に行使が見込まれる最大の議決権数（68,680個）（注1）を算出し、これを2021年8月31日時点の当社の総議決権の数（78,528個）で除した比率（87.46%）の小数点以下を切り上げた比率である88.00%を現実的に見込まれる最大の議決権行使比率としていたとのことです。）を乗じた議決権数（69,774個。小数点以下切り上げ。）に、(c)株式併合を承認するための株主総会の特別決議に必要な議決権割合に相当する3分の2を乗じて得られる議決権数（46,516個）から、(d)前回佐谷氏不応募合意株式に係る議決権の数（28,211個）及び公開買付者所有当社株式に係る議決権の数（1個）の合計28,212個を控除した議決権数（18,304個）に、(e)当社株式1単元（100株）を乗じた株式数（1,830,400株）としていたとのことです。

（注1） 具体的には、以下の方法により、本臨時株主総会において現実的に行使が見込まれる最大の議決権数（68,680個）を算出していたとのことです。

（ ） 2015年9月以降前回届出書提出日現在までに開催された過去6回の当社の定時株主総会における各株主属性別（個人株主、法人でない団体、金融商品取引業者、証券金融、信託銀行、生命保険、一般法人、国外居住の外国法人、国外居住の日本人、国内居住の外国人に区分しておりました。）の議決権行使比率の最大値（なお、個人株主に係る最大値については、当社の代表取締役社長であり、筆頭株主でもある佐谷氏による過去の議決権行使も含めて計算しているため、佐谷氏を除いた一般の個人株主における過去の議決権行使比率の最大値よりも高い比率となりました。）を算出した上で、当該最大値に2021年8月31日時点の当社の各株主属性別の議決権数を乗じることにより、各株主属性別に行行使が見込まれる最大の議決権数を算出しておりました。ただし、同日時点における当社の上位10位株主のうち、信託銀行、金融商品取引業者、国外居住の外国法人以外の個人及び一般法人については、上記の計算に際しては、当該個人が保有する議決権の合計数（29,404個）及び一般法人が保有する議決権数の合計数（17,300個）を、2021年8月31日時点の当社の各株主属性別の議決権数からそれぞれ控除していたとのことです（なお、上記控除対象の議決権には、当該個人及び一般法人が保有する議決権に加え、当社株式に係る大量保有報告書又はその変更報告書において、当該個人及び一般法人の共同保有者として記載されている株主が保有する議決権数を含めていたとのことです。）。上記の控除は、前回臨時株主総会において議決権を行使する可能性があるものとして保守的に見積もるため、下記（ ）のとおり、当該個人及び一般法人が保有する議決権数の全部（46,704個）を前回臨時株主総会において現実的に行使が見込まれる議決権数に加算するにあたり、当該加算による重複計上が生じないようにするために行っていたとのことです。

（ ）上記（ ）に基づき算出された議決権数（21,976個）に、上記（ ）ただし書において控除した議決権数の合計数（46,704個）を加算していたとのことです。

一方、公開買付者は、前回公開買付けにおいて、当社株式の全て（ただし、第3回新株予約権の行使により交付される当社株式を含み、公開買付者所有当社株式、当社が所有する自己株式及び前回佐谷氏不応募合意株式を除きます。）及び第3回新株予約権の全てを取得することを企図していたため、買付予定数の上限は設定せず、応募株券等の総数が買付予定数の下限（1,830,400株）以上の場合、応募株券等の全部の買付け等を行うこととしていたとのことです。

当社は、会社法第459条第1項の規定による当社定款の規定及び会社法第156条第1項の規定に基づき、前回公開買付けの実施に続く前回取引の第二段階として、前回公開買付けの成立を条件として、自己株式の取得及びその具体的な取得方法として公開買付けを行う予定であることを決議しており、前回公開買付けの決済の開始日（前回届出書提出日現在において2021年11月22日を予定）に当社において前回自社株公開買付けの開始に関する取締役会決議及びその公表を行うとともに、その翌営業日（前回届出書提出日現在において2021年11月24日を予定）より前回自社株公開買付けを開始することを予定しておりました。

当社は、前回自社株公開買付価格は、前回公開買付価格である2,800円に比べて、189円（6.75%）下回る2,611円を予定しておりました（注2）。また、当社は、当社の現在の財務状況も踏まえながら、当社の株主の皆様のそれぞれの事情により、前回公開買付けではなく前回自社株公開買付けに応募の申込みを希望する当社の株主の皆様にも配慮し、当社の分配可能額の範囲内で可能な限り当社株式の売却の機会を提供するため、前回自社株公開買付けにおける買付予定数の上限を最大で798,400株（前回所有割合：10.07%）と設

定することを予定しておりましたが、前回公開買付けの成立後、前回公開買付けの決済の開始日時点における当社の発行済株式総数から公開買付者が所有する当社株式の数、当社が所有する自己株式の数及び前回佐谷氏不応募合意株式の数を控除した株式数が798,400株を下回る場合には、市場に流通している株式数は当該株式数となるため、当該株式数を買付予定数の上限とする予定でした。なお、前回自社株公開買付けに応じて売付け等の申込みがなされた株券等（以下「前回自社株公開買付応募株券等」といいます。）の総数が買付予定数を超えない場合は、前回自社株公開買付応募株券等の全部の買付け等を行う予定でした。前回自社株公開買付応募株券等の総数が買付予定数の上限（798,400株）を超える場合は、その超える部分の全部又は一部の買付け等を行わないものとし、法第27条の22の2第2項において準用する法第27条の13第5項及び府令第21条に規定するあん分比例の方式により、株券等の買付け等に係る受渡しその他の決済が行われる予定でした。また、買付け等の対象とならなかった株式については、株式併合の議案が前回臨時株主総会で承認された場合には、1株当たり前回公開買付価格と同額の金銭が交付されることとしておりました。他方、当該議案が前回臨時株主総会で承認されなかった場合には、引き続き当社の株式を所有していただくこととしておりました。なお、前回届出書提出日現在において、前回自社株公開買付けに応募することが具体的に見込まれる当社の株主は存在せず、また、公開買付者又は当社に対して前回自社株公開買付けへの応募の意向を示している当社の株主も存在しなかったとのことです。

（注2） 前回公開買付価格と前回自社株公開買付価格の差額（189円）については、（ ）前回自社株公開買付価格を前回公開買付価格より低く設定することで、前回公開買付け後に前回自社株公開買付けを実施しない場合と比して、前回公開買付けを通じて当社の少数株主及び新株予約権者の皆様により高い価格での売却機会を提供することができ、より多くの当社の少数株主及び新株予約権者の皆様による応募が期待できる結果、前回公開買付けを含む本取引の成立の蓋然性が高まること、（ ）その一方で、前回自社株公開買付価格を前回公開買付価格よりあまりにも低い価格に設定した場合、前回自社株公開買付けへの応募に関する税務上の取扱いが前回公開買付けへの応募とは異なることを考慮したとしても、前回自社株公開買付けを実施することが当社の法人株主一般の利益につながり得なくなることといった要素を考慮の上、公開買付者から当社に対して提案し、その後、2021年9月30日付で両者間で締結された、前回自社株公開買付けの実施等を規定した公開買付けの実施に関する契約書（以下「前回公開買付実施契約」といいます。）により合意したものでした。

また、公開買付者は、当社との間で前回公開買付実施契約を締結しておりました。

公開買付者は、前回公開買付けが成立したものの、前回自社株公開買付けにおける買付け等の期間終了後に当社が所有する自己株式及び前回佐谷氏不応募合意株式を除く当社株式の全てを所有していなかった場合には、当社の株主を公開買付者及び佐谷氏のみとするための一連の手続（以下「前回スクイズアウト手続」といいます。）の実施を要請することを予定していたとのことです。また、前回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、前回合併を実施し、その結果、佐谷氏の前回合併後の存続会社における議決権割合は33.00%となる予定だったとのことです。なお、前回合併後における佐谷氏の上記議決権割合を実現するため、公開買付者及び佐谷氏は、前回取引実施後、前回合併に先立ち、当社株式について株式分割を行った上で、公開買付者が佐谷氏から当社株式の一部を譲り受ける方法により、佐谷氏の議決権割合を調整する手続を行う予定だったとのことです（かかる調整手続や前回合併の実施時期及びそれらの詳細については前回届出書提出日時点において未定でした。）。なお、かかる調整における譲渡対価は、前回公開買付価格（ただし、当社株式について、募集株式の発行、株式の分割、株式の併合その他の事由により発行済株式総数の変動があった場合には、公開買付者及び佐谷氏の協議により、株式の分割又は株式の併合が実施された場合は当該分割又は併合の比率をもとに比例的な調整を行い、募集株式の発行その他の事由により発行済株式総数の変動があった場合にも同様に適切な調整を行う予定だったとのことです。）を上回らない範囲で公開買付者及び佐谷氏が別途合意する金額を株式譲渡対価とすることを前回基本契約において合意しており、公開買付価格の均一性（法第27条の2第3項）の趣旨に反するものではないと考えていたとのことです。

なお、前回公開買付けにおいては、買付予定数の下限を1,830,400株（前回所有割合：23.09%）と設定していることから、前回両公開買付けの成立後、公開買付者及び佐谷氏の所有する当社の議決権の合計数が当社の総株主の議決権の数の3分の2を下回る場合、前回スクイズアウト手続として行われる株式併合の議案が前回臨時株主総会において承認されない可能性が想定されていたとのことです。しかし、当該承認が得られない場合であっても、公開買付者は、最終的に当社株式の全て（ただし、第3回新株予約権の行使により交付される当社株式を含み、公開買付者が所有する当社株式、当社が所有する自己株式及び前回佐谷氏不応募合意株式を除きます。）を取得することを目的とし、当社株式を追加取得し、当社株式の非公開化を行う方針であることから、前回両公開買付けにおける応募状況や当該時点における当社の株主の所有状況及び属性並びに市場株価の動向も踏まえた上で、株式併合その他スクイズアウト手続に係る議案が当社の株主総会において現実的に承認される水準に至るまで、市場内外での買付け等を含めたあらゆる手法により、当社株式を追加取得し、当社株式の非公開化を行うことを予定していたとのことです。また、前回届出書提出日時点において決定している事項はなかったとのことです。また、前回両公開買付けの成立後、公開買付者及び佐谷氏が所有する当社の議決権の合計数が当社の総株主の議決権の数の3分の2を下回る場合であっても、前回臨時株主総会において株式併合の議案についてご承認を得た場合には、当社株式は東京証券取引所の上場廃止基準に従い、所定の手続を経て上場廃止となる可能性があります。

なお、当社は、2021年9月30日開催の当社取締役会において、前回公開買付けに賛同の意見を表明するとともに、当社の株主及び第3回新株予約権者の皆様に対し、前回公開買付けへの応募を推奨することを決議しておりました。

当該決議に関して、前回公開買付けにおいては、買付予定数の下限が1,830,400株（前回所有割合：23.09%）に設定されていることから、前回両公開買付けの成立後、公開買付者及び佐谷氏の所有する当社の議決権の合計数が当社の総株主の議決権の数の3分の2を下回る場合、前回スクイズアウト手続として行われる株式併合の議案が前回臨時株主総会において承認されない可能性が想定されるものの、当社は、（ ）買付予定数の下限については、前回公開買付けの成立後に公開買付者及び佐谷氏が所有することとなる当社の議決権の合計が、少なくとも株式併合の議案が前回臨時株主総会において現実的に承認される水準に設定されていること、及び、（ ）株式併合の議案が前回臨時株主総会において承認が得られない場合であっても、公開買付者は、株式併合その他スクイズアウト手続に係る議案が当社の株主総会において現実的に承認される水準に至るまで、市場内外での買付け等を含めたあらゆる手法により、当社株式を追加取得し、当社株式の非公開化を行うことを予定していたことに鑑みると、前回公開買付けは、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、当社の株主及び第3回新株予約権者の皆様に対し、前回公開買付けへの応募を推奨するに至っております。

加えて、当社は、上記「（ ）前回公開買付けの実施に至る経緯」のとおり、当社が、前回公開買付けの実施後に前回取引の一環として前回自社株公開買付価格（2,611円）を買付け等の価格とする前回自社株公開買付けを実施することは、当社の株主の皆様利益に鑑みても合理的であると判断し、2021年9月30日開催の取締役会において、前回公開買付けの成立を条件として、前回公開買付けの実施に続く前回取引の第二段階として、会社法第459条第1項の規定による当社定款の規定及び会社法第156条第1項の規定に基づき、自己株式の取得及びその具体的な取得方法として前回自社株公開買付価格を2,611円とする前回自社株公開買付けを行う予定であることを決議しておりました。なお、上記のとおり、当社は、前回公開買付けに賛同

の意見を表明するとともに、当社の株主及び第3回新株予約権者の皆様に対し、前回公開買付けへの応募を推奨することを決議しているものの、前回公開買付けへの応募の推奨は、前回自社株公開買付けへの応募を妨げる趣旨ではなく、当社の株主の皆様におかれては、各株主に適用される税制上の取扱いや、前回自社株公開買付けにおいては上限が付されており、応募株式の全部の売却機会が確保されない可能性があることを踏まえ、前回公開買付け又は前回自社株公開買付けのいずれに応募するかをご判断いただきたいと考えておりました。

() 前回公開買付けの結果並びに本公開買付けを実施するに至った背景、理由及び意思決定の過程

前回届出書における記載のとおり、公開買付者は、2021年10月1日から前回公開買付けを開始しましたが、前回公開買付けの開始以降、当社株式の市場株価は2021年10月1日及び2021年10月15日から前回公開買付けの買付け等の期間の末日である2021年11月15日までの期間において終値ベースで前回公開買付価格(2,800円)を上回って推移したこともあり、2021年11月16日に公開買付者が提出した公開買付報告書における記載のとおり、前回公開買付けは、買付予定数の下限である1,830,400株に対し、応募された株券等の数の合計は312,732株となり買付予定数の下限(1,830,400株)に満たなかったため、不成立となりました。

その後、2022年2月上旬に、2022年1月28日付で当社株式に係る大量保有報告書を提出したミライノベートより、APに対して、ミライノベート及びオータスが所有する当社株式の取得に関して、前回公開買付価格である2,800円であれば譲渡を検討する可能性がある旨の打診があったとのことです。なお、ミライノベートはこれまで不動産事業、再生可能エネルギー事業を主な事業として取り組んでいましたが、新たな収益の柱として、2021年2月に連結子会社としてオータスを設立し、投資事業に参入し、主に日本の上場株式を対象とした有価証券等の売買取引を行っているとのことです。ミライノベートとしては、公開買付者が前回公開買付価格である2,800円から価格を引き上げる可能性や、別の第三者による1株当たり2,800円を上回る対抗的な買付価格の提案が行われ当社株式の売却益を得ることを期待して2021年10月18日から2022年3月11日までの間、市場内外を通じて当社株式の取得を進めて522,400株(ミライノベートによれば取得総額1,479,227,840円、1株当たりの平均取得価格は2,831.60円とのことであり、またミライノベートによれば100%子会社のオータスとの合算での平均取得単価は2,800円を下回っており、2,800円であれば連結では利益計上ができるため株主への説明責任としても果たせると判断したとのことです。)を所有するに至り、それ以降2022年6月28日までにおいて当社株式を追加取得していないとのことです。

APは、2022年2月上旬、APとしては再度当社株式に対する公開買付けを実施したとしても、公開買付けが成立する見通しは不透明であり、その他の大株主の応募見込みがない中では当社株式の取得の検討を実施することは難しいこと、また、仮に再度の公開買付けを実施するとしても、前回公開買付けにおいて当社の適切な1株当たり価値は2,800円であると判断して前回公開買付価格を設定しており、前回公開買付価格を超える買付価格とすることは難しいと考えている旨をミライノベートに対して回答したとのことです。その後、APは、2022年2月中旬から3月中旬にかけて、再度当社株式に対する公開買付けの実施の検討に際して、公開買付けの成立の蓋然性を高める観点から、ミライノベート及びその完全子会社のオータス以外の大株主からも応募合意が得られる方法を検討したとのことです。そこでAPは、2022年3月中旬に、東山氏に対して東山氏及びTGAが所有する当社株式の売却可能性について打診・協議したところ、東山氏より、4月下旬に、TGAにおいてTGA所有当社株式を本公開買付けに応募した上で、かかる応募による売却代金をTGAからの配当等を通じて東山氏が取得する場合と、東山氏がTGA株式を公開買付者に譲渡し、その譲渡代金を東山氏が直接取得する場合とを比較した場合、税引き後の手取り額が後者の方が大きくなることを背景として、TGAが所有する当社株式を、前回公開買付価格で評価することを前提とした上で、TGA所有当社株式を公開買付けに応募するのではなく、TGA株式の譲渡であれば検討をする意向があることが確認できたとのことです。APは、東山氏よりTGA株式の譲渡についての意向を確認できたため、2022年4月下旬、前回公開買付けにおいて、当社の適切な1株当たり価値は2,800円であると判断して前回公開買付価格を設定しており、前回公開買付価格を超えないことが前提であれば、再度の公開買付けの実施の検討が可能であるとミライノベートに回答したところ、同社より、2022年4月下旬、前回公開買付価格であれば売却する意向があるとの返答を受領したため、APは、2022年4月下旬、当社株式を非公開化するための公開買付けを含む一連の取引の検討を再開することとしたとのことです。

APとしては、2022年4月下旬に、まず前回公開買付けから一定期間経過していることを踏まえて、当社の現在の経営状況・財務状況について確認を行い、当社に対して当社の非公開化に向けた提案を行うためデュー・ディリジェンスの協力を依頼し2022年4月下旬から5月下旬にかけて、当社に対してデュー・ディリジェンスを実施しました。その後、デュー・ディリジェンスの途中経過、ミライノベート及びオータスの当社株式に関する売却意向、並びに東山氏及びTGAの当社株式に関する売却意向を踏まえて、2022年5月31日に公開買付者は、当社に対して、本公開買付価格を2,800円とする本公開買付けを実施した上で、当社を非公開化する旨の提案を行いました。なお、本公開買付価格については、公開買付者は、前回公開買付けにおいては、当社株式の株式価値総額を約22,050百万円とし、1株当たりの株式価値としては2,781円と評価

していたとのことです。その上で、前回公開買付けが成立し、前回自社株公開買付けが行われる場合には、税制上の取扱い等のそれぞれの事情により前回公開買付けではなく、前回自社株公開買付けに応募の申込みを希望する当社の株主が存在し得ることに配慮し、かつ前回取引の成立の蓋然性を高める観点からも、公開買付者の買付総額に限度がある中で、前回自社株公開買付価格を前回公開買付価格よりも低く設定することで、価格差を設けなかった場合には1株当たりの買付価格が2,781円だったものを19円だけ高い2,800円を前回公開買付価格とし、前回自社株公開買付価格を2,611円と設定しました。一方で、本公開買付けにおいては、本不応募合意株式及び応募合意株式が見込まれる中で、本不応募合意株式及び応募合意株式を除いて、自社株公開買付けに応募することにより税務メリットが得られる当社の株主の所有株式数が前回取引と比べて、2,731,026株（前回所有割合：34.44%）から892,323株（所有割合：11.27%）に大幅に減少しているため、本取引においては自社株公開買付けを行わず、また、前回公開買付け公表以後の当社の経営状況や財務状況を確認するため当社に対する追加的なデュー・ディリジェンスを実施の上、応募合意株主との協議・交渉を踏まえて、公開買付者は、2022年5月31日、当社の株式価値を22,170百万円、1株当たり株式価値を2,800円と評価したことから、1株当たりの買付価格を前回公開買付けにおける1株当たり株式価値である2,781円よりも19円高い2,800円を本公開買付価格として提案しました。

当該提案を受けて2022年6月9日に開催された当社の本特別委員会（以下に定義します。以下同じです。）において公開買付者からの提案内容を慎重に議論した結果、本特別委員会としては公開買付者より提示された価格を基に算出した、直近株価及び一定期間の平均株価に対する現状のプレミアムの、本件同様にMBOを企図した公開買付事例におけるプレミアム水準と比較し、十分であるとは評価できないため、当社の一般株主に対して、一般株主が満足して応募できる十分なプレミアム水準での投資回収機会を提供すべく、本公開買付価格として提案した2,800円より高い金額とすることを同日付で本特別委員会より要請いたしました。

かかる本特別委員会からの要請を受けて公開買付者は、以下の理由によって2022年6月14日に、本公開買付価格をより高い金額に引き上げる予定はない旨を書面にて回答しました。

- ・今の当社の市場株価は前回公開買付け及びその後の特定株主による買い集め行為を踏まえた株価形成がされていると考えられること（注1）
- ・今回の応募合意株主であるミライノベート及びオータスは前回公開買付けの時から市場内外を通じて当社株式を買い集めてきたところ、当該応募合意株主が市場で所有株式を処分した場合には今の当社の市場株価は需給悪化により下落する可能性が一定程度あり、その懸念が一定程度あるからこそ市場での売却を選択せずに公開買付者に対して所有株式の買取の打診をしてきたと考えられること
- ・実際前回公開買付けが不成立に終わったのち、株価は一時2,200円程度まで下がったこと（注2）
- ・足元の株価は市場株価として認識すべき株価ではあるものの、一般的なMBOと同様に足元の株価に対して平均的なプレミアムの有無を議論することは適切ではないものと考えていること（注3）
- ・なお、前回公開買付けの公表日である2021年9月30日の翌営業日から2022年6月10日までの終値出来高加重平均株価は2,742円、VWAP出来高加重平均株価は2,741円であり、いずれも2,800円を下回る価格であり、2,800円以上が本来的な価格ということであれば、現時点において2,800円を十分に超えた株価形成がされることもおかしくないこと（注4）
- ・この株価の状況を踏まえると前回の公開買付価格が意識された株価形成がされていると考えることも合理的であること（注5）
- ・一方で、上述の影響を排除する観点からみると、本公開買付価格2,800円は、前回公開買付価格と同一価格であり、前回公開買付けの公表日前営業日である2021年9月29日を基準日としてみることも公開買付者としては合理的であると考えていること
- ・特に、3ヶ月間及び6ヶ月間の終値の単純平均値に対するプレミアム率に鑑みれば、本公開買付価格は前回公開買付けにおいて当社との間での交渉を経た価格であり、相応なプレミアムが付された価格であると評価できること（注6）
- ・また前回公開買付けにおいては最終的に当社取締役会において賛同及び当社の株主に対して応募推奨の意見がでたものであること
- ・さらに、前回公開買付けにおける公開買付期間（以下「前回公開買付期間」といいます。）中及びその後市場内外で買い集めた株主であるミライノベート及びオータスとの間で1株当たり2,800円の公開買付価格で本公開買付けが行われる場合には本公開買付けに応募することを公開買付者との間で合意予定であること
- ・また当社の第二位株主であるTGAの100%株主である東山氏との間でも、1株当たり2,800円の公開買付価格で本公開買付けが行われる場合には東山氏自身が保有する株式を応募することに加え、TGA株式の譲渡を通じて間接的にTGAが所有する当社株式を取得することを協議しており、その場合の当社株式の評価額として1株当たり2,800円とすることについて合意する予定であること
- ・ミライノベート及びオータスについては2022年3月9日付でミライノベート及びオータスからそれぞれ提出された大量保有報告書の変更報告書に基づき平均取得単価を計算した場合には1株当たり2,711円（小数点以下四捨五入をしております。）となり、本公開買付価格の2,800円での譲渡について公開買

付者に打診してきたということは、これ以上の高い価格での売却機会を現実的に見込むことは難しいと判断したからと推察することも可能と考えていること

- ・東山氏、ミライノバート及びオータスについては、本公開買付けに応募合意を予定しているものの、公開買付者及び佐谷氏との間で公開買付け後の取引において何らかの利害を有する株主ではなく、当社の少数株主と同じ売主の立場で公開買付者と真摯な協議・交渉の上で合意する予定であることからすると、1株当たり2,800円という本公開買付価格は当社の株主と真摯な交渉を経た価格であること
- ・また、前回公開買付けの公表後も1株当たり2,800円を上回る対抗的な非公開化の提案が行われなかったこと
- ・以上を踏まえると、応募合意株主以外の少数株主にとっても合理的な価格での売却機会を提供するものであると考えていること

(注1) 公開買付者としては、今の当社の市場株価は前回公開買付け及びその後の特定株主による買集め行為の影響を受けていると考えており、仮に当該特定株主が市場内で所有株式の売却処分を行った場合には、それまでの期待感、具体的には特定株主がさらに高値で買い集める期待や第三者による前回公開買付価格よりも高い価格での対抗的な買付けが行われる期待が剥落し、当社の株価は前回公開買付けの公表前の水準に戻る可能性があると考えており、そうであれば、特定株主以外の少数株主においては、本公開買付価格で売却できることは合理的な売却機会であると考えているとのことです。

(注2) 実際、前回公開買付期間中の2021年11月1日に当社株式に係る大量保有報告書を提出した特定株主は、株価終値が2,276円になった2022年1月6日に提出した当社株式に係る変更報告書において、株券等保有割合が9.89%から1.67%まで減少しているとのことです。これは、当該特定株主が、上記(注1)に記載した期待感が剥落したことを要因として売却処分したものと公開買付者としては考えているとのことです。

(注3) 上記(注1)記載のとおり、ミライノバート及びオータスが市場で売却した場合には、足元の当社の市場株価は需給悪化により下落する可能性があると考えており、応募合意株主以外の少数株主にとってはそのような下落した株価において売買を強いられる可能性があるところ、本公開買付けはそのような株価下落懸念を払拭し、合理的な売却機会を提供するものであると考えているとのことです。公開買付者は足元の株価は市場株価として認識すべき株価ではあるものの、上述の理由により、必ずしも客観的な株価形成がなされているといえないため、一般的なMBOと同様に足元の株価に対して平均的なプレミアムの有無を議論することは適切ではないと考えているとのことです。

(注4) 前回公開買付期間中に市場株価が前回公開買付価格である2,800円を上回って推移していたことについて、公開買付者としては、特定株主が2,800円以上で買い集める期待や第三者による前回公開買付価格よりも高い価格での対抗的な買付けが行われる期待によるものと考えており、前回公開買付け公表後、本書提出日現在まで2,800円を上回る対抗的な買付け提案が行われていないことから、2,800円という本公開買付価格は合理的な価格であると考えているとのことです。

(注5) 市場での当社株式の売買は概ね2,800円を超えない範囲での売買にとどまっているところ、公開買付者としては、これは、前回公開買付けから複数の投資家が当社株式を株券等保有割合で5%を超える水準まで取得しているものの2,800円を超える対抗的な買付けが本書提出日現在まで行われていないことから、2,800円を超える株価で取得することはそれなりにリスクを伴う取得であると投資家が考えていることによるものと考えており、このような意味で前回の公開買付価格が意識された株価形成がされていると考えているとのことです。

(注6) 上記(注3)のとおり、公開買付者としては一般的なMBOと同様に足元の当社の市場株価に対して平均的なプレミアムの有無を議論することは適切ではないと考えているところ、前回公開買付けの公表日前営業日である2021年9月29日を基準日として、その時点における過去3ヶ月間の終値の単純平均値2,320円に対して20.69%、同過去6ヶ月間の終値の単純平均値1,998円に対して40.14%のプレミアム率に鑑みれば、本公開買付価格は前回公開買付けにおいて当社との間での交渉を経た価格であり、相応なプレミアムが付された価格であると考えているとのことです。

当該提案について、当社取締役会は、2022年6月28日、当該提案の本公開買付価格が、()2019年初来2022年6月27日までに公表された非公開化を目的としたMBO事例35件における買付け等の価格決定の際に付与されたプレミアム水準(公表日前営業日の終値に対するプレミアムの中央値・平均値(39.34%、39.98%)、直近1ヶ月間の終値の単純平均値に対するプレミアムの中央値・平均値(39.53%、41.56%)、直近3ヶ月間の終値の単純平均値に対するプレミアムの中央値・平均値(41.18%、46.10%)、及び直近6ヶ月間の終値の単純平均値に対するプレミアムの中央値・平均値(45.40%、45.83%))と比較し十分なプレミアムが付されている価格とは言えないものの、()本公開買付け実施についての公表日前営業日である2022年6月27日の当社株式の東京証券取引所スタンダード市場における終値

2,784円に対して0.57%、直近5営業日の終値の単純平均値2,773円に対して0.97%、直近1ヶ月間の終値の単純平均値2,760円に対して1.45%、直近3ヶ月間の終値の単純平均値2,632円に対して6.38%及び直近6ヶ月間の終値の単純平均値2,574円に対して8.78%のプレミアムをそれぞれ加えた価格であること、()下記「(6)買付け等の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、本公開買付けを含む本取引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第三者算定機関からの株式価値算定書の取得」に記載のとおり、野村證券による当社株式の株式価値の算定結果のうち、市場株価平均法に基づく算定レンジの上限額を上回るとともに、類似会社比較法に基づく算定結果のレンジの上限を大きく超えるところに位置付けられること、また、下記「(3)算定に関する事項」の「算定の概要」に記載のとおり、前回取引の公表日以降の当社の経営状況を踏まえて変更した事業計画を用いたDCF法による算定結果のレンジの範囲内に位置付けられていると認められること、()下記「(6)買付け等の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、本公開買付けを含む本取引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等、一般株主の利益への配慮がなされていると認められること、()上記利益相反を解消するための措置が採られた上で、当社並びに本特別委員会と公開買付者との間で協議・交渉が複数回行われ、より具体的には野村證券による当社株式の株式価値の算定結果の内容や本特別委員会との協議、西村あさひ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、()前回公開買付けの不成立については、ミライノベート、オータス等の一部の株主による買い集め行為等により、前回公開買付けの開始以降、当社株式の市場株価が2021年10月1日及び2021年10月15日から前回公開買付けの買付け等の期間の末日である2021年11月15日までの期間において終値ベースで前回公開買付け価格(2,800円)を上回って推移したことが主な原因であり、当社の一般株主が本公開買付け価格と同額である前回公開買付け価格(2,800円)を不十分と判断したものではないと考えられるところ、前回公開買付けが不成立に終わった後は、当社株式の市場株価は一時2,200円程度まで下がるなど2,800円以下で推移していることに加え、公開買付者が2022年6月28日付で、ミライノベート及びオータスとの間で、それぞれ本応募契約を締結し、ミライノベートが所有する当社株式(所有割合:6.60%)及びオータスが所有する当社株式(所有割合:9.14%)について本公開買付けに応募し、かつ、応募を撤回しない旨を合意していること等を踏まえ、当社の一般株主に投資回収機会を提供する観点で一定の合理性があると考えられることから、本公開買付け価格が当社の株主の皆様にとって妥当な条件であり、かつ合理的な株式の売却の機会を提供できるものであると判断いたしました。

上記の交渉を踏まえ、公開買付者は、2022年6月28日、公開買付者が本公開買付け価格を2,800円とする本公開買付けを実施することについて合意に至り、公開買付実施契約(以下「本公開買付実施契約」といいます。)を締結することを決定したとのことです。

()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、本取引の完了後も引き続き当社の経営にあたる佐谷氏及び公開買付者は、下記に代表される経営施策を推進する予定とのことです。なお、前回公開買付けからスキームに変更があったものの、本公開買付け後の経営方針については前回公開買付け時点の方針から実質的な変更はないとのことです。

(a)新規営業リソース充足及びスパイラルの認知拡大

短期から中期的な経営施策として、顧客数を増大させるために新規営業リソースの確保及びスパイラルの認知拡大を図るとのことです。現在、営業人員は既存顧客からの問い合わせ対応やSler(注7)の対応に追われ、新規顧客への対応が十分にはできていない状況と認識しているとのことです。その結果、新規の見込み顧客からの問い合わせが多くある状況ではあるものの、営業人員数が十分でないことを背景に、機会損失が生じている状況と理解しているとのことです。また、スパイラルは「様々な用途に使われているがゆえに、何ができるプロダクトなのか分かりにくい」という性質を有しており、消費者からの認知を広げていく必要性もあると考えているとのことです。

かかる状況下、社内体制の再編による新規営業リソースの確保や営業人員の積極的な採用も行い、人事体制全般の改善を図る予定とのことです。加えて、スパイラルが提供する価値を再定義し、認知を上げるための広告宣伝費等への投資を加速させる予定とのことです。APは関連ファンドを通じた過去の投資先企業においても、多くの人事制度・組織改革や人材補強を実現してきた実績があることに加え、人材サービスや法人研修等の関連領域、さらにはマーケティング領域における投資実績も有していることから、内部に蓄積された各種ノウハウを活用した支援が可能であると考えているとのことです。

(注7)「Sler」とは、システムインテグレーター(System Integrator)の略であり、ITを使って顧客の課題解決のためのコンサルティングから設計、開発、運用・保守までを請け負う情報サービス企業を指します。

(b)既存顧客のカスタマーサクセス強化

短期から中期的な経営施策として、顧客数を増大させること及び単価を上げることを目的に、既存顧客のカスタマーサクセス強化を図るとのことです。既存顧客は一定程度の解約が確認されており、契約をしているものの未活用であったケースや、他社への乗り換え等が解約の理由となっているとのことです。当社は、カスタマーサクセスのための施策として、その対策に関連した委員会の設置をしているものの、問い合わせ対応以外のフォローアップについては十分な状況とは言えず、改善の余地があるものと考えているとのことです。この点、既存顧客のためのカスタマーサクセスについては、単純なサポートにとどまらず、顧客を有する営業人員がプロアクティブに提案するのに役立つ体制の構築を図るとのことです。また、顧客管理・離脱予測・離脱理由の把握等を今まで以上に徹底して行うとのことです。APは関連ファンドを通じた過去の投資先企業においても、当社と類似性を有する多くのB to B領域の投資先企業においてカスタマーサクセスの体制を構築してきた実績があることから、内部に蓄積された各種ノウハウを活用した支援が可能であると考えているとのことです。

(c) ローコード・プラットフォームの創出

中期から長期的な経営施策として、「ローコード・プラットフォームの創出」に取り組むとのことです。スパイラルは、カスタマイズ性の高い稀有なプロダクトである反面、既存顧客のサポートや初期導入時のカスタマイズ対応のため、当社のリソースを多く使う性質があります。高いカスタマイズ性が大きな差別化要因となっているため、今後もこの強みを最大限伸ばしつつ、社外の協力会社が自発的にスパイラルを販売するようなエコシステムの構築も同時に進めるとのことです。当社が開発を進める「SPIRAL ver.2」は社外の協力会社が開発を行いやすいアーキテクチャとなっており、スパイラルのプラットフォーム化のためにも重要であると理解しているとのことです。スパイラルのプラットフォーム化が進むことで、当社における人員数の伸びを大きく凌駕するような売上成長の実現が可能になると考えているとのことです。

以上の施策により、当社を「スパイラルを使ってWebシステム開発を行う会社」から「IT人材不足を解消するローコード・プラットフォーム運営会社」へと進化させていくとのことです。

なお、下記「(7) 公開買付者と当社の株主・取締役との間における本公開買付けに関する重要な合意に関する事項」の「本基本契約」に記載のとおり、佐谷氏及び公開買付者は、本株式併合を承認する当社の株主総会において、公開買付者が指名する者が当社の取締役の過半数を占めるために必要な数の取締役を追加で選任すること及びそのために必要な定款変更を行うことを合意しており、かかる取締役の追加選任に必要な手続を行うことを当社に要請する予定とのことです。当社は、公開買付者からかかる要請を受けた場合には、これに応じる予定です。もっとも、本取引完了後の当社の取締役の候補者については、佐谷氏以外は現時点では未定であり、また、公開買付者と佐谷氏を除く当社の取締役との間では、本公開買付け実施後の役員就任について何らの合意も行っていないとのことです。上記のとおり本株式併合を承認する当社の株主総会において当社が指名する取締役数名を追加で選任する予定である点を除き、本公開買付け実施後の当社の役員構成を含む経営体制の詳細については、本取引の完了後、当社と協議しながら決定していく予定とのことです。

また、上記「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、本合併を実施し、その結果、佐谷氏の本合併後の存続会社における議決権割合は33.00%となる予定とのことです。なお、本合併後における佐谷氏の上記議決権割合を実現するため、公開買付者及び佐谷氏は、本取引実施後、本合併に先立ち、前回公開買付け時には予定されていなかったTGA合併を実施するとともに、当社株式について株式分割を行った上で、公開買付者が佐谷氏から当社株式の一部を譲り受ける方法により、佐谷氏の議決権割合を調整する手続を行う予定とのことです（かかる調整手続やTGA合併及び本合併の実施時期及びそれらの詳細については本書提出日現在未定とのことです。）。なお、かかる調整における譲渡対価は、本公開買付け価格（ただし、当社株式について、募集株式の発行、株式の分割、株式の併合その他の事由により発行済株式総数の変動があった場合には、公開買付者及び佐谷氏の協議により、株式の分割又は株式の併合が実施された場合は当該分割又は併合の比率をもとに比例的な調整を行い、募集株式の発行その他の事由により発行済株式総数の変動があった場合にも同様に適切な調整を行う予定とのことです。）を上回らない範囲で公開買付者及び佐谷氏が別途合意する金額を株式譲渡対価とすることを本基本契約において合意しているとのことであり、公開買付者は、公開買付け価格の均一性（法第27条の2第3項）の趣旨に反するものではないと考えているとのことです。

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、上記「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「（ ）前回公開買付けの実施に至る経緯」に記載のとおり、2021年6月29日に、APが佐

谷氏に対して前回公開買付けを通じて当社株式を非公開化することに関する提案書を提出し、佐谷氏がA Pとの間で当社株式の非公開化を前提とする協議を本格化させたことを受け、佐谷氏から伝達を受けたA Pからの提案を検討するため、2021年7月中旬にリーガル・アドバイザーとして西村あさひ法律事務所を選任するとともに、ファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関として野村證券を選任し、前回公開買付けがマネジメント・バイアウト(MBO)のための前回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に鑑み、これらの問題に対応し、前回取引の公正性を担保するため、西村あさひ法律事務所の助言を踏まえ、前回取引の提案を検討するための特別委員会(以下「前回特別委員会」といいます。)を設置いたしました。

その後、前回特別委員会は交渉方針や交渉上重要な局面における意見、指示、要請等を検討し、当社は、それらに基づいた上で、野村證券及び西村あさひ法律事務所の助言を受けながら、前回取引の実行の是非に関して、公開買付者、A P及び佐谷氏(以下、公開買付者、A P及び佐谷氏を総称して「公開買付者ら」といいます。)との間で複数回にわたる協議・交渉を行いました。

また、前回公開買付価格については、当社は、2021年9月1日に公開買付者から前回公開買付価格を2,156円とし、前回新株予約権買付価格については、前回公開買付価格と前回新株予約権の当社株式1株当たりの行使価額1,049円との差額に100を乗じた金額とし、前回公開買付けの成立を条件として、前回公開買付価格より一定程度ディスカウントをした価格を公開買付価格とする前回自社株公開買付けを実施した上で、当社を非公開化する旨の提案を受けた後、2021年9月2日に、前回特別委員会としては公開買付者より提示された価格は野村證券の試算のレンジの下限を下回っており、当社の少数株主及び前回新株予約権者の皆様の利益を毀損する可能性があることから、提示価格を引き上げた上で再度の価格提案を行うことを野村證券を通じて要請いたしました。かかる野村證券からの要請を受けて公開買付者より、当社は、2021年9月8日に、前回公開買付価格を2,357円とする旨の再提案を受けました。当該提案を受けて2021年9月9日に、前回特別委員会としては公開買付者より提示された価格は引き続き野村證券の試算のレンジの下限を下回っており、当社の少数株主及び前回新株予約権者の皆様の利益を毀損する可能性があることから、提示価格を引き上げた上で再度の価格提案を行うことを野村證券を通じて要請いたしました。これを受けて公開買付者より、当社は、2021年9月14日に、前回公開買付価格を2,607円とすること、前回公開買付けの下限について過去の当社の株主総会における議決権行使比率を踏まえて必ずしも3分の2の議決権を確保しない場合でも特別決議が可決する可能性があり、また、仮に3分の2の議決権が確保できずに株主総会の特別決議が可決しなかった場合でも、市場買付等の方法により当社株式を追加取得することで当社を非公開化する方針であったことから、前回公開買付けの下限を当社の総議決権の3分の2に相当する株式数に設定するのではなく、過去の議決権行使状況を踏まえた現実的に株主総会の特別決議が承認される可能性が高い水準に設定する旨の提案を受けました。当該提案を受けて、2021年9月15日に、前回特別委員会としては公開買付者より提示された価格は野村證券の試算レンジや足元の株価水準に照らし、依然として十分な価格とは言えないことから、提示価格を引き上げた上で再度の価格提案を行うことを野村證券を通じて要請いたしました。これを受けて公開買付者より、当社は、2021年9月22日に、前回公開買付価格を2,700円とする旨の再提案を受けました。当該提案を受けて、2021年9月24日に開催された当社の前回特別委員会において公開買付者からの提案内容を慎重に議論した結果、前回特別委員会としては公開買付者より提示された価格は依然として十分な価格とは言えず再度の価格提案を行うことを野村證券を通じて要請いたしました。これを受けて公開買付者より、当社は、同月26日に、前回公開買付価格を2,800円とし、前回新株予約権の買付価格を前回公開買付価格2,800円から前回新株予約権の行使価格である1,049円を控除した1,751円に対して前回新株予約権の目的となる株式数100株を乗じた価格である175,100円として提案するとともに、前回自社株公開買付けに関して、前回自社株公開買付価格として2,611円とする旨の提案を受けました。

なお、当社は、2021年9月14日に、公開買付者より、前回公開買付けの下限について過去の当社の株主総会における議決権行使比率を踏まえて必ずしも3分の2の議決権を確保しない場合でも特別決議が可決する可能性があり、また、仮に3分の2の議決権が確保できずに株主総会の特別決議が可決しなかった場合でも、市場買付等の方法により当社株式を追加取得することで当社を非公開化する方針であったことから、前回公開買付けの下限を当社の総議決権の3分の2に相当する株式数に設定するのではなく、過去の議決権行使状況を踏まえた現実的に株主総会の特別決議が承認される可能性が高い水準に設定する旨の提案を受けました。かかる提案を受け、当社は、公開買付者に対し、当社の企業価値向上に向けた改革を早期に確実に実行すべく、前回取引の成立の蓋然性を最大化してほしいと要請した上で、さらに協議を行った結果、2021年9月30日、買付予定数の下限を、前回両公開買付けの成立後に公開買付者及び佐谷氏が所有することとなる当社の議決権の合計が、少なくとも株式併合の議案が前回臨時株主総会において現実的に承認される水準となるよう、(a)当社潜在株式勘案後株式総数(7,928,832株)に係る議決権数(79,288個)に、(b)前回臨時株主総会において現実的に見込まれる最大の議決権行使比率として保守的に見積もった比率である88.00%を乗じた議決権数(69,774個。小数点以下切り上げ。)に、(c)株式併合を承認するための株主総会の特別決議に必要な議決権割合に相当する3分の2を乗じて得られる議決権数(46,516個)から、(d)前回佐谷氏不応募合意株式に係る議決権の数(28,211個)及び前回公開買付者所有当社株式に係る議決権の数(1個)の合計28,212個を控除した議決権数(18,304個)に、(e)当社株式1単元(100株)を乗じた株式数(1,830,400株)とする旨につき、前回両公開買付けの成立後、公開買付者及び佐谷氏の所有する当社の議決権の合計数が当社の総株主の議決権の数の3分の2を下回る場合、前回ス

クイズアウト手続として行われる株式併合の議案が前回臨時株主総会において承認されない可能性が想定されたものの、当社は、()買付予定数の下限については、前回公開買付けの成立後に公開買付者及び佐谷氏が所有することとなる当社の議決権の合計が、少なくとも株式併合の議案が前回臨時株主総会において現実的に承認される水準に設定されていたこと、及び、()株式併合の議案が前回臨時株主総会において承認が得られない場合であっても、公開買付者は、株式併合その他スクイズアウト手続に係る議案が当社の株主総会において現実的に承認される水準に至るまで、市場内外での買付け等を含めたあらゆる手法により、当社株式を追加取得し、当社株式の非公開化を行うことを予定していたことに鑑みると、前回公開買付けは、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たことを踏まえ、同意いたしました。

当社は、当該提案について、その妥当性を前回特別委員会に確認するほか、2021年9月29日付で野村證券から取得した株式価値算定書（以下「前回株式価値算定書」といいます。）の内容も踏まえて慎重に検討を行い、その結果、前回公開買付け価格が、()下記「(6) 買付け等の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、本公開買付けを含む本取引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」に記載されている野村證券による当社株式の株式価値の算定結果のうち、市場株価平均法に基づく算定レンジの上限額を上回るとともに、類似会社比較法に基づく算定結果のレンジの上限を大きく超えるところに位置付けられたこと、DCF法による算定結果のレンジの中央値を越えるところに位置付けられていると認められたこと、()前回公開買付け実施についての公表日前営業日である2021年9月29日の当社株式の東京証券取引所市場第一部における終値2,512円に対して11.46%、直近5営業日の終値の単純平均値2,581円に対して8.49%、直近1ヶ月間の終値の単純平均値2,536円に対して10.41%、直近3ヶ月間の終値の単純平均値2,320円に対して20.69%及び直近6ヶ月間の終値の単純平均値1,998円に対して40.14%のプレミアムをそれぞれ加えた価格であり、このうち、公表日前営業日の終値、直近5営業日の終値の単純平均値及び直近1ヶ月間の終値の単純平均値に対するプレミアム率を取り上げると、2018年初来2021年9月29日までに公表された非公開化を目的としたMBO事例29件における買付け等の価格決定の際に付与されたプレミアム水準（公表日前営業日の終値に対するプレミアムの中央値・平均値（36.47%、37.10%）、直近1ヶ月間の終値の単純平均値に対するプレミアムの中央値・平均値（35.19%、37.98%）、直近3ヶ月間の終値の単純平均値に対するプレミアムの中央値・平均値（40.96%、44.05%）、及び直近6ヶ月間の終値の単純平均値に対するプレミアムの中央値・平均値（41.56%、44.43%））と比較して、必ずしも高い水準であるとはいえないものの、直近3ヶ月間及び直近6ヶ月間の終値の単純平均値に対するプレミアム率に鑑みれば、前回公開買付け価格は相応なプレミアムが付された価格であると評価できたこと、()前回特別委員会の要請により前回公開買付けに関する価格提案の有意な引上げが実現されていたことを踏まえ、前回公開買付け価格が当社の株主の皆様にとって妥当な条件であり、かつ合理的な株式の売却の機会を提供できるものであると判断いたしました。加えて、前回新株予約権についても、前回新株予約権買付け価格は、前回公開買付け価格である2,800円と前回新株予約権の当社株式1株当たりの行使価額である1,049円との差額である1,751円に前回新株予約権の目的となる当社株式数を乗じた金額とし、前回公開買付け価格を基に算定されていることから、前回新株予約権の買付け価格及び前回公開買付けに係るその他の諸条件が前回新株予約権者の皆様にとって妥当であると判断いたしました。このように、当社は、公開買付者らとの間で、継続的に前回公開買付け価格の交渉を行ってまいりました。

さらに、当社は、西村あさひ法律事務所から、前回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、前回特別委員会から、2021年9月29日付で答申書（以下「前回答申書」といいます。）の提出を受けました（前回答申書の概要及び前回特別委員会の具体的な活動内容等については、下記「(6) 買付け等の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、本公開買付けを含む本取引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特別委員会からの答申書の取得」をご参照ください。）。

その上で、当社は、西村あさひ法律事務所から受けた法的助言及び野村證券から取得した前回株式価値算定書の内容を踏まえつつ、前回特別委員会から提出された前回答申書の内容を最大限に尊重しながら、前回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、前回取引は公正な手続を通じて行われることにより当社の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協議を行いました。

当社は、APからの提案やAPとの協議、当社における検討を通じて上記「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「()前回公開買付けの実施に至る経緯」に記載のとおり、プロダクトの機能追加・機能改善を強化するためのシステム開発投資、営業及びサポート体制を強化するための人材採用・育成投資、新事業・新サービスの創出や海外マーケットへ進出するための事業投資、他社とのサービス連携・業務提携の推進等に積極的に取り組んでいく必要性を強く感じ、また、これらを着実に実行していくための経営体制の見直しや、グループ・ガバナンスの再構築等、抜本的な構造改革にも取り組む必要があるとの考えに至りました。しかし、非公開化をせずに当社がこれまでどおりの上場を維持したままでは実現できないような成長に向けた上記の施策についての取組みは、中長期的には当社グループの企業価値向上が期待できるものの、効果の発現には時間がかかり早期に利益に貢献することなく、むしろ、短期的には当社グループの財務状況や収益を悪化させる可能性があります。当社が上場を維持したままこれらの方針を実施すれば、資本市場から十分な評価が得られず、当社の株主の皆様に対して、短期的に当社株式の株価下落といった不利益を与えるおそれが懸念されました。かかる懸念を払拭し、当社が将来的な成長を目指すために

は、非公開化により、当社グループの短期的な業績変動に過度に捉われることなく、中長期的な視点に立った上で機動的かつ抜本的な意思決定を可能とする経営体制を構築し、A Pの協力の下、当社の経営陣及び従業員が一丸となって、事業戦略を推進することが重要との考えに至りました。

なお、当社株式の非公開化を行った場合には、資本市場からエクイティ・ファイナンスにより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や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した。しかしながら、当社の現在の財務状況等に鑑みると、今後数年間においてはエクイティ・ファイナンスの活用による大規模な資金調達の必要性は見込まれませんでした。加えて、当社の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は事業活動を通じて獲得される部分もあり、当社がこれまで培ってきたブランド力や知名度により、非公開化が人材確保に与える影響は大きくないと考えられました。さらに、当社グループの短期的な業績変動に過度に捉われることなく、中長期的な視点に立った上で機動的かつ抜本的な意思決定を可能とする経営体制を構築し、A Pの協力の下、当社の経営陣及び従業員が一丸となって、事業改革を推進することが可能であること、当社の事業内容を最も熟知している当社の代表取締役である佐谷氏の依頼に基づきA Pが公開買付者を通じて当社株式を非公開化した後も、佐谷氏が当社に対して出資を一部継続し、かつ非公開化後も継続的に当社の経営を担うことは、当社中期経営計画で掲げた重点施策等を前倒しで実現させることの実効性を高める観点から、有用であること、また、佐谷氏が当社の非公開化後も当社への出資を一部継続することは、当社株式の非公開化及びその後の当社グループの経営に対する佐谷氏による高いコミットメントを意味し、かかるコミットメントは、当社グループの役職員、取引先その他のステークホルダーとの関係性の維持・発展等の観点から、前回取引成立後の当社の企業価値向上に資すると考えられたこと等から、非公開化のデメリットは限定的であると考えられました。以上を踏まえ、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り、前回公開買付けを含む前回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2021年9月30日開催の取締役会で判断いたしました。

また、前回公開買付価格(2,800円)が、()下記「(6)買付け等の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、本公開買付けを含む本取引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」に記載されている野村證券による当社株式の株式価値の算定結果のうち、市場株価平均法に基づく算定レンジの上限額を上回るとともに、類似会社比較法に基づく算定結果のレンジの上限を大きく超えるところに位置付けられたこと、また、DCF法による算定結果のレンジの中央値を超えるとところに位置付けられていると認められたこと、()前回公開買付け実施についての公表日前営業日である2021年9月29日の当社株式の東京証券取引所市場第一部における終値2,512円に対して11.46%、直近5営業日の終値の単純平均値2,581円に対して8.49%、直近1ヶ月間の終値の単純平均値2,536円に対して10.41%、直近3ヶ月間の終値の単純平均値2,320円に対して20.69%及び直近6ヶ月間の終値の単純平均値1,998円に対して40.14%のプレミアムをそれぞれ加えた価格であり、このうち、公表日前営業日の終値、直近5営業日の終値の単純平均値及び直近1ヶ月間の終値の単純平均値に対するプレミアム率を取り上げると、2018年初来2021年9月29日までに公表された非公開化を目的としたMBO事例29件における買付け等の価格決定の際に付与されたプレミアム水準(公表日前営業日の終値に対するプレミアムの中央値・平均値(36.47%、37.10%)、直近1ヶ月間の終値の単純平均値に対するプレミアムの中央値・平均値(35.19%、37.98%)、直近3ヶ月間の終値の単純平均値に対するプレミアムの中央値・平均値(40.96%、44.05%)、及び直近6ヶ月間の終値の単純平均値に対するプレミアムの中央値・平均値(41.56%、44.43%))と比較して、必ずしも高い水準であるとは言いがたいものの、直近3ヶ月間及び直近6ヶ月間の終値の単純平均値に対するプレミアム率に鑑みれば、前回公開買付価格は相応なプレミアムが付された価格であると評価できたこと、()前回特別委員会の要請により公開買付価格に関する価格提案の有意な引上げが実現されていたこと、()下記「(6)買付け等の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、本公開買付けを含む本取引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等、少数株主の利益への配慮がなされていると認められたこと、()上記利益相反を解消するための措置が採られた上で、当社並びに前回特別委員会と公開買付者との間で協議・交渉が複数回行われ、より具体的には野村證券による当社株式の株式価値の算定結果の内容や前回特別委員会との協議、西村あさひ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等を踏まえ、当社取締役会は、前回公開買付価格及び前回公開買付けに係るその他の諸条件が、当社の株主の皆様にとって妥当であり、前回公開買付けは、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。加えて、前回新株予約権についても、前回新株予約権買付価格は、前回公開買付価格である2,800円と前回新株予約権の当社株式1株当たりの行使価額である1,049円との差額である1,751円に前回新株予約権の目的となる当社株式数を乗じた金額とし、前回公開買付価格を基に算定されていたことから、前回新株予約権の買付価格及び前回公開買付けに係るその他の諸条件が前回新株予約権者の皆様にとって妥当であると判断いたしました。

さらに、前回公開買付けにおいては、買付予定数の下限が1,830,400株(前回所有割合:23.09%)に設定されていたことから、前回両公開買付けの成立後、公開買付者及び佐谷氏の所有する当社の議決権の合計数が当社の総株主の議決権の数の3分の2を下回る場合、前回スクイズアウト手続として行われる株式併合の議案が前回臨時株主総会において承認されない可能性が想定されたものの、当社は、()買付予定数の下限については、前

回公開買付けの成立後に公開買付者及び佐谷氏が所有することとなる当社の議決権の合計が、少なくとも株式併合の議案が前回臨時株主総会において現実的に承認される水準に設定されていたこと、及び、()株式併合の議案が前回臨時株主総会において承認が得られない場合であっても、公開買付者は、株式併合その他スクイズアウト手続に係る議案が当社の株主総会において現実的に承認される水準に至るまで、市場内外での買付け等を含めたあらゆる手法により、当社株式を追加取得し、当社株式の非公開化を行うことを予定していたことに鑑みると、前回公開買付けは、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。

以上より、当社は、2021年9月30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（取締役合計5名のうち、佐谷氏を除く取締役4名）の全員一致で、前回公開買付けに賛同の意見を表明するとともに、当社の株主及び前回新株予約権者の皆様に対して、前回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、上記取締役会には、当社の監査役3名全員が出席し、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、当社の取締役のうち、代表取締役社長である佐谷氏は、前回公開買付け成立後も継続して当社の経営にあたることを予定しており、利益相反の疑いを回避する観点より、上記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・交渉にも一切参加しておりません。

加えて、当社は、()APによる非公開化の提案を受け入れることが当社グループの企業価値の最大化のために最善の手段であると考えられたこと、また、税制上の取扱い等のそれぞれの事情により前回公開買付けではなく前回自社株公開買付けに応募の申込みを希望する当社の株主の皆様が存在し得ることに配慮し、前回自社株公開買付けに先立って、広く当社の株主の皆様に対して合理的な当社株式の売却の機会を提供するものといえる前回公開買付けが実施されることに加えて、当社の株主の皆様に対して当社株式の売却の機会をさらに広く提供する観点から、前回自社株公開買付けを実施することは合理的であり、()また、公開買付者の買付総額に限度がある中で、税制上の取扱いが異なる点を踏まえて前回自社株公開買付価格を前回公開買付価格より189円低く設定することで、前回取引における公開買付けが前回公開買付けのみで前回自社株公開買付けは実施されない場合と比較して前回公開買付価格が22円引き上げられていたことから、株主の皆様の利益につながると考えられたこと、()さらに、前回自社株公開買付価格を一定程度下げることで前回公開買付価格を引き上げることが可能となり、前回公開買付けに応募される少数株主にとってメリットがある一方で、ディスカウント率が高すぎる場合には、前回自社株公開買付けが目的としている税務メリットを得られない法人株主が生じるおそれがあることから、そのような要素を考慮の上、前回公開買付価格から6.75%ディスカウントした価格である2,611円を前回自社株公開買付価格と設定していたところ、かかる買付け等の価格は当社グループの現在及び今後の財務状況のほか、株主の皆様によっては税制上の取扱いが異なる点をも踏まえた上で、前回公開買付けではなく前回自社株公開買付けに応募の申込みを希望する当社の株主の皆様に対しても、当社の分配可能額の範囲内で可能な限り広く当社株式の売却の機会を提供することができる金額水準であると考えられたこと、()前回自社株公開買付価格は2,611円であり、市場価格よりも一定のプレミアムを加えた金額となっていたが、前回自社株公開買付け終了後に、公開買付者が前回佐谷氏不応募合意株式及び当社が所有する自己株式を除く当社株式の全てを所有していなかった場合には、当社に対し、前回公開買付価格と同額での株式併合その他の方法を用いた非公開化の手続の実施を要請することが予定されており、前回スクイズアウト手続として行われる株式併合の議案が前回臨時株主総会において承認された場合、当社の株主の皆様は、前回自社株公開買付価格よりも高いプレミアムが付された前回公開買付価格でスクイズアウトされることとなることからすれば、前回自社株公開買付価格を市場価格よりも一定のプレミアムが付された価格とすることも正当であると考えられたこと、また、()下記「(6)買付け等の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、本公開買付けを含む本取引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特別委員会からの答申書の取得」に記載のとおり、上記()乃至()に関して、前回特別委員会からも同様の見解が示されていたことから、当社が、前回公開買付けの実施後に前回取引の一環として前回自社株公開買付価格（2,611円）を買付け等の価格とする前回自社株公開買付けを実施することは、当社の株主の皆様の利益に鑑みても合理的であると判断し、2021年9月30日開催の取締役会において、前回公開買付けの成立を条件として、前回公開買付けの実施に続く前回取引の第二段階として、会社法第459条第1項の規定による当社定款の規定及び会社法第156条第1項の規定に基づき、自己株式の取得及びその具体的な取得方法として前回自社株公開買付価格を2,611円とする前回自社株公開買付けを行う予定であることを決議いたしました。

一方で、前回公開買付けは、買付予定数の下限である1,830,400株に対し、応募された株券等の数の合計は312,732株となり買付予定数の下限（1,830,400株）に満たなかったため、不成立となりました。

その後、当社は、2022年4月中旬に、佐谷氏からAPが当社株式を非公開化するための公開買付けを含む一連の取引の検討を再開することとなったことについて伝達を受けたことから、2022年5月中旬、リーガル・アドバイザーとして西村あさひ法律事務所を改めて選任するとともに、ファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関として野村證券を改めて選任いたしました。なお、上記「 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「()前回公開買付けの実施に至る経緯」に記載のとおり、前回公開買付けの実施に至る過程において、野村證券は佐谷氏の依頼を受け、佐谷氏にAPを

含む4社のプライベート・エクイティ・ファンドである候補者を紹介したとのことですが、()佐谷氏が当該依頼を野村證券に対して行った2021年3月上旬時点では、佐谷氏はMBOの実施に関して意思決定に至っておらず、あくまでも当社の代表取締役社長として当社のさらなる成長に向けた施策等を相談する中で、その一環としてパートナー紹介を依頼したとのことであり、また、()野村證券は、特定の候補者1社に限らずAPを含む候補者4社を佐谷氏に紹介したとのことであり、さらに、()当社グループの成長戦略を実現するためのパートナーとしてAPが最適であると佐谷氏が判断した意思決定に、野村證券は関与していないとのことであるため、当社は、野村證券は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らず、その独立性に問題がないと判断しております。また、野村證券は、当社、前回特別委員会及び本特別委員会に対して、公開買付者らとの間でMBOの手法による当社株式を非公開化するための取引について協議を進める段階に至ってからも、他候補者からの対抗提案があった場合には、当社の少数株主の皆様にとって機会損失とならないよう、当該他候補者と公開買付者らの提案内容について定性面及び経済面を客観的に比較・検討するよう助言していること、また、取引条件によっては本取引の中止・延期も含めた総合的な検討を行うよう助言していること等を踏まえると、当社は、野村證券が本取引の実行の是非に関する公開買付者らとの間の協議・交渉の過程において、客観的な独立した立場から当社、前回特別委員会及び本特別委員会に助言を行っていると考えるのが妥当であり、当該判断結果に疑念を持つに至っておりません。なお、本取引に係る野村證券における当社へのファイナンシャル・アドバイザー業務及び株式価値算定業務に対する報酬には、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。当社は、()同種の非公開化を目的としたMBO事例における一般的な実務慣行、すなわち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の業務における独立性に疑義が生じ、当社が損失を被ることとなった場合には、マーケットにおける当該アドバイザー及び第三者算定機関の信頼が失墜し、中長期的に大きな損失が生じることとなるため、合理的に考えて当該アドバイザー及び第三者算定機関はその報酬に成功報酬が含まれていたとしても独立的な立場から案件執行にあたることの一般認識の上で、ファイナンシャル・アドバイザーとしては、顧客企業の企業価値向上に資する取引については当該取引の成立に対してインセンティブが働くよう成功報酬を含む報酬体系が一般的に採用されていること、()第三者算定機関として、株式価値算定の実績が豊富な野村證券では株式価値算定書の提出に至るまでの厳正な審査体制が確立していること、()本取引における第三者算定機関として、当社株式の株式価値算定の結果については、豊富な経験と見識のある本特別委員会に対しても説明責任があるところ、歪んだ算定を実施することは現実的に困難であること、及び()本取引が不成立となった場合にも当社に相応の金銭的負担が生じる報酬体系も勘案すれば、本取引の成立等を条件に支払われる成功報酬が含まれていることをもって独立性が否定されるわけではないと判断の上、上記の報酬体系により野村證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ております。なお、野村證券は、当社の属する業界の類似企業に関する株式価値算定の経験が豊富であり、当該算定業務に関する知見を有することに加えて、他候補者からの提案も含めて本取引に至る経緯を理解しているため、上記のとおり野村證券の独立性に問題がない限りにおいては、当該経緯に関する理解を踏まえて、潜在的な他候補者からの対抗提案の比較も含めて公開買付者らによる本取引に関する提案を適切に比較・分析の上、当社に助言を提供できる立場であることから、当社は、野村證券が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適格であると判断しております。そして、本公開買付けがマネジメント・バイアウト(MBO)のための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に鑑み、これらの問題に対応し、本取引の公正性を担保するため、西村あさひ法律事務所の助言を踏まえ、下記「(6)買付け等の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、本公開買付けを含む本取引の公正性を担保するための措置」に記載のとおり、2022年4月20日、本取引の提案を検討するための特別委員会(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)買付け等の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、本公開買付けを含む本取引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特別委員会からの答申書の取得」をご参照ください。)を改めて設置いたしました。

その後、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、要請等に基づいた上で、野村證券及び西村あさひ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、公開買付者らとの間で複数回にわたる協議・交渉を行いました。

また、本公開買付け価格については、当社は、2022年5月31日に公開買付者から本公開買付け価格を2,800円とする本公開買付けを実施した上で、当社を非公開化する旨の提案を受けました。なお、本公開買付け価格については、公開買付者は、前回公開買付けにおいては当社株式の株式価値総額を約22,050百万円とし、1株当たりの株式価値としては2,781円と評価した上で、前回公開買付けが成立し、前回自社株公開買付けが行われる場合には、税制上の取扱い等のそれぞれの事情により前回公開買付けではなく、前回自社株公開買付けに応募の申込みを希望する当社の株主の皆様が存在し得ることに配慮し、かつ前回取引の成立の蓋然性を高める観点からも、公開買付者の買付総額に限度がある中で、前回自社株公開買付け価格を前回公開買付け価格よりも低く設定することで、価格差を設けなかった場合には1株当たりの買付け価格が2,781円だったものを19円だけ高い2,800円を前回公開買付け価格とし、前回自社株公開買付け価格を2,611円と設定したとのこと。一方で、本公開買付けにおいては、本不応募合意株式及び応募合意株式が見込まれる中で、本不応募合意株式及び応募合意株式を除いて、自社株公開買付けに応募することにより税務メリットが得られる当社の株主の所有株式数が前回取引と比べて、

2,731,026株（前回所有割合：34.44%）から892,323株（所有割合：11.27%）に大幅に減少しているため、本取引においては自社株公開買付けを行わず、また、前回公開買付け公表以後の当社の経営状況や財務状況を確認するため当社に対する追加的なデュー・ディリジェンスを実施の上、応募合意株主との協議・交渉を踏まえて、公開買付者は、2022年5月31日、当社の株式価値を22,170百万円と評価した上で、1株当たりの買付価格を前回公開買付けにおける1株当たり株式価値である2,781円よりも19円高い2,800円として提案したとのことです。なお、公開買付者は、本公開買付価格を決定するに際し、本取引の実現可能性の精査のためのデュー・ディリジェンスを2022年4月下旬から5月下旬まで実施し、当社の事業及び財務状況を多角的・総合的に分析したことに加え、当社の株式が金融商品取引所を通じて取引されていることに鑑みて、本公開買付け実施についての公表日の前営業日である2022年6月27日の東京証券取引所における当社株式の終値2,784円、その時点における過去1ヶ月間の終値の単純平均値2,773円、同過去3ヶ月間の終値の単純平均値2,632円及び同6ヶ月間の終値の単純平均値2,574円の推移を参考にし、当社と事業内容、事業規模、収益の状況等において比較的類似するソフトウェアサービス企業を中心とした上場会社の市場株価と収益性等を示す財務指標等との比較を通じて当社の株式価値を分析したとのことです。

当該提案を受けて2022年6月9日に開催された当社の本特別委員会において公開買付者からの提案内容を慎重に議論した結果、本特別委員会としては公開買付者より提示された価格を基に算出した、直近株価及び一定期間の平均株価に対する現状のプレミアムは、本件同様にMB0を企図した公開買付事例におけるプレミアム水準と比較し、十分であるとは評価できないため、当社の一般株主に対して、一般株主が満足して応募できる十分なプレミアム水準での投資回収機会を提供すべく、本公開買付価格より高い金額とすることを同日付で本特別委員会より要請いたしました。

かかる本特別委員会からの要請を受けて公開買付者は、以下の理由によって2022年6月14日に、本公開買付価格をより高い金額に引き上げる予定はない旨を書面にて回答しました。

- ・今の当社の市場株価は前回公開買付け及びその後の特定株主による買い集め行為を踏まえた株価形成がされていると考えられること
- ・今回の応募合意株主であるミライノバート及びオータスは前回公開買付けの時から市場内外を通じて当社株式を買い集めてきたところ、当該応募合意株主が市場で所有株式を処分した場合には今の当社の市場株価は需給悪化により下落する可能性が一定程度あり、その懸念が一定程度あるからこそミライノバート及びオータスは、市場での売却を選択せずに公開買付者に対して所有株式の買取の打診をしてきたと考えられること
- ・実際前回公開買付けが不成立に終わったのち、株価は一時2,200円程度まで下がったこと
- ・足元の株価は市場株価として認識すべき株価ではあるものの、一般的なMB0と同様に足元の株価に対して平均的なプレミアムの有無を議論することは適切ではないものと考えていること
- ・なお、前回公開買付けの公表日である2021年9月30日の翌営業日から2022年6月10日までの終値出来高加重平均株価は2,742円、VWAP出来高加重平均株価は2,741円であり、いずれも2,800円を下回る価格であり、2,800円以上が本来的な価格ということであれば、現時点において2,800円を十分に超えた株価形成がされることもおかしくないこと
- ・この株価の状況を踏まえると前回の公開買付価格が意識された株価形成がされていると考えることも合理的であること
- ・一方で、上述の影響を排除する観点からみると、本公開買付価格2,800円は、前回公開買付価格と同一価格であり、前回公開買付けの公表日前営業日である2021年9月29日を基準日としてみることも公開買付者としては合理的であると考えていること
- ・特に、3ヶ月間及び6ヶ月間の終値の単純平均値に対するプレミアム率に鑑みれば、本公開買付価格は前回公開買付けにおいて当社との間での交渉を経た価格であり、相応なプレミアムが付された価格であると評価できること
- ・また前回公開買付けにおいては最終的に当社取締役会において賛同及び当社の株主に対して応募推奨の意見がでたものであること
- ・さらに、前回公開買付期間中及びその後に市場内外で買い集めた株主であるミライノバート及びオータスとの間で1株当たり2,800円の公開買付価格で本公開買付けが行われる場合には本公開買付けに応募することを公開買付者との間で合意予定であること
- ・また当社の第二位株主であるTGAの100%株主である東山氏との間でも、1株当たり2,800円の公開買付価格で本公開買付けが行われる場合には東山氏自身が保有する株式を応募することに加え、TGA株式の譲渡を通じて間接的にTGAが所有する当社株式を取得することを協議しており、その場合の当社株式の評価額として1株当たり2,800円とすることについて合意する予定であること
- ・ミライノバート及びオータスについては2022年3月9日付でミライノバート及びオータスからそれぞれ提出された大量保有報告書の変更報告書に基づき平均取得単価を計算した場合には1株当たり2,711円（小数点以下四捨五入をしております。）となり、本公開買付価格の2,800円での譲渡について公開買付者に打診してきたということは、これ以上の高い価格での売却機会を現実的に見込むことは難しいと判断したからと推察することも可能と考えていること

- ・東山氏、ミライノバート及びオータスについては、本公開買付けに応募合意を予定しているものの、公開買付者及び佐谷氏との間で公開買付け後の取引において何らかの利害を有する株主ではなく、当社の少数株主と同じ売主の立場で公開買付者と真摯な協議・交渉の上で合意する予定であることからすると、1株当たり2,800円という本公開買付価格は当社の株主と真摯な交渉を経た価格であること
- ・また、前回公開買付けの公表後も1株当たり2,800円を上回る対抗的な非公開化の提案が行われなかったこと
- ・以上を踏まえると、応募合意株主以外の少数株主にとっても合理的な価格での売却機会を提供するものであると考えていること

なお、当社は、2022年5月31日に、公開買付者より、本公開買付けの買付予定数の下限につき、本基準株式会社(7,917,742株)に係る議決権数(79,177個)の3分の2に相当する議決権数から本不応募合意株式(所有株式数:4,495,100株、所有割合:56.77%)に係る議決権数を控除した議決権数(7,834個)に当社の単元株数(100株)を乗じた株式数783,400株(所有割合:9.89%。以下「本提案下限株式数」といいます。)とする旨の提案を受けました。かかる提案を受け、2022年6月9日に開催された当社の本特別委員会において公開買付者からの提案内容を慎重に議論した結果、本提案下限株式数は、応募合意株式(所有株式数:1,301,800株、所有割合:16.44%)の数を下回り、応募合意株主以外の一般株主による本公開買付けへの応募の有無に関係なく本公開買付けが成立することとなる水準であることから、本公開買付けの成否について当社の一般株主の意向を十分に反映することができる水準ではないため、当社の一般株主の意向を可能な限り反映すべく、マジョリティ・オブ・マイノリティ(Majority of Minority)(以下「MoM」といいます。)の水準に設定すべきとの考えに基づき、本特別委員会は、公開買付者が本提案下限株式数の提案に際し、MoM条件についてどのような検討を行い、なぜMoM条件を設定しないという結論に至ったのか、また、仮にMoM条件を設定しなかったとしても、本取引の公正性を確保することに支障はないと考える理由についての説明を、同日付で公開買付者に要請いたしました。かかる本特別委員会からの要請を受けて公開買付者は、2022年6月14日に、応募合意株主については、本公開買付けに応募合意を予定しているものの、公開買付者らとの間で本取引後において何らかの利害を有する株主ではなく、当社の一般株主と同じ売主としての立場で公開買付者と真摯な協議・交渉の上で合意する予定であること、また、応募合意株主は、公開買付者との間で応募合意を行い、本公開買付けにおいて自らが所有する当社株式を本公開買付けに応募すること(また、東山氏については、TGA株式の譲渡を通じて間接的にTGAが所有する当社株式を譲渡すること)を合意する予定であり、一般株主と同じ売主としての地位を有していること等に鑑みると、株式の売り手として利害関係を有する株主との真摯な交渉により応募合意に至ったことは、むしろ取引条件の公正さを裏付ける重要な要素とも言い得るため、応募合意をしたことのみをもって応募合意株主を一律に賛成を確認する対象となる一般株主から除外する必要はないという考え方もあり得るという旨を書面にて回答しました。かかる回答を受け、2022年6月20日に開催された当社の本特別委員会において、応募合意株主及びTGAについては、保有する当社株式数が一般株主に比して非常に多いため、市場で保有株式を処分した場合には株価が需給悪化によって下落する可能性が相当程度あると考えられ、応募合意株主及びTGAは、本公開買付価格(2,800円)により全ての保有株式を処分することによるメリットが一般株主に比して大きいとも考えられ、この点を踏まえてもなお、応募合意株主及びTGAが一般株主と同様の立場にあり、「一律に賛成を確認する対象となる一般株主から除外する必要はないという考え方もあり得る」とする理由を当委員会として把握する必要があるとの結論に至り、本特別委員会は、公開買付者と応募合意株主並びに佐谷氏及びTGAとの間での契約の交渉状況及び契約締結の確度の共有、また、応募合意株主及びTGAは、本公開買付価格(2,800円)により全ての保有株式を処分することによるメリットが一般株主に比して大きい点を踏まえてもなお、応募合意株主及びTGAが一般株主と同様の立場にあると考える理由の説明につき、同日付で公開買付者に要請いたしました。かかる本特別委員会からの要請を受けて公開買付者は、2022年6月21日に、()応募合意株主及びTGAについて、本公開買付価格(2,800円)により、売却による株価インパクトを回避しつつ全ての保有株式を処分することができるというメリットが少数株主に比して大きいと考えられるという特別委員会の指摘については一定の妥当性があるものの、本質的には少数株主と同様に当社株式を高く売りたいという意向は少数株主と同じ立場であることには違いはなく、むしろ、所有株式を通じてより多額の利害関係を有するという点では、高い売却価額を目指すインセンティブが少数株主よりも強く働くという側面もあるといえ、そのため、公開買付者としては、一律に賛成を確認する対象となる一般株主から除外する必要はないと考えている、()応募合意株主及びTGAは、公開買付者及び佐谷氏との間で、本取引前に重要な利害関係を有さず、本取引後も一般株主と同様の条件で当社株式を売却するため、本取引後も重要な利害関係を共通にしないと考えられるところ、株式の売り手として利害関係を有する株主との真摯な交渉により応募合意に至ったことは、むしろ取引条件の公正さを裏付ける要素とも言い得るため、応募合意をしたことのみをもって当該株主を一律に賛成を確認する対象となる一般株主から除外する必要はないと考えているという旨を書面にて回答しました。なお、当社は、応募合意株主との本応募契約並びに本株式譲渡契約、本公開買付けの条件に関する交渉は行っておりません。

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、2022年6月27日付で野村證券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。)の内容も踏まえて慎重に検討を行い、その結果、本公開買付価格が、()2019年初来2022年6月27日までに公表された非公開化を目的としたMBO事例35件

における買付け等の価格決定の際に付与されたプレミアム水準（公表日前営業日の終値に対するプレミアムの中央値・平均値（39.34%、39.98%）、直近1ヶ月間の終値の単純平均値に対するプレミアムの中央値・平均値（39.53%、41.56%）、直近3ヶ月間の終値の単純平均値に対するプレミアムの中央値・平均値（41.18%、46.10%）、及び直近6ヶ月間の終値の単純平均値に対するプレミアムの中央値・平均値（45.40%、45.83%））と比較し十分なプレミアムが付されている価格とは言えないものの、（ ）本公開買付け実施についての公表日前営業日である2022年6月27日の当社株式の東京証券取引所スタンダード市場における終値2,784円に対して0.57%、直近5営業日の終値の単純平均値2,773円に対して0.97%、直近1ヶ月間の終値の単純平均値2,760円に対して1.45%、直近3ヶ月間の終値の単純平均値2,632円に対して6.38%及び直近6ヶ月間の終値の単純平均値2,574円に対して8.78%のプレミアムをそれぞれ加えた価格であること、（ ）下記「(6)買付け等の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、本公開買付けを含む本取引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第三者算定機関からの株式価値算定書の取得」に記載のとおり、野村證券による当社株式の株式価値の算定結果のうち、市場株価平均法に基づく算定レンジの上限額を上回るとともに、類似会社比較法に基づく算定結果のレンジの上限を大きく超えるところに位置付けられること、また、下記「(3)算定に関する事項」の「 算定の概要」に記載のとおり、前回取引の公表日以降の当社の経営状況を踏まえて変更した事業計画を用いたDCF法による算定結果のレンジの範囲内に位置付けられていると認められること、（ ）下記「(6)買付け等の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、本公開買付けを含む本取引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等、一般株主の利益への配慮がなされていると認められること、（ ）上記利益相反を解消するための措置が採られた上で、当社並びに本特別委員会と公開買付者との間で協議・交渉が複数回行われ、より具体的には野村證券による当社株式の株式価値の算定結果の内容や本特別委員会との協議、西村あさひ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等を踏まえ、当社の一般株主に投資回収機会を提供する観点で一定の合理性があると考えられることから、本公開買付け価格が当社の株主の皆様にとって妥当な条件であり、かつ合理的な株式の売却の機会を提供できるものであると判断いたしました。

また、本公開買付けの買付予定数の下限について、応募合意株主及びTGAは、保有株式数が一般株主に比して非常に多く、市場で保有株式を処分した場合には株価が需給悪化によって下落する可能性が相当程度あるため、本公開買付けにより全ての保有株式を処分することによるメリットが少数株主に比して大きいことからすると、MOMの趣旨に鑑みた下限の設定として十分なものとは言えないものの、（ ）応募合意株主は、本公開買付けにおいて本応募合意株式を本公開買付けに応募すること（また、東山氏については、TGA株式の譲渡を通じて間接的にTGA所有当社株式を公開買付者に譲渡すること）を、公開買付者との間で合意する予定であるところ、当社の2022年5月31日時点の発行済株式総数から同日の自己株式数を控除した株式数（7,917,742株）から本応募合意株式（1,301,800株、所有割合：16.44%）及び本不応募合意株式（4,495,100株、所有割合：56.77%）を除いた株式数（2,120,842株、所有割合：26.79%）を少数株主が所有する株式であるとして、MOMの買付予定数の下限（1,060,421株、所有割合：13.39%）を設定すると、第三者が約13.39%という比較的少ない株式取得を通じて本公開買付けの妨害をすることが可能になるため、本公開買付けの成立を不安定なものとし、かえって本公開買付けに応募することを希望する当社の少数株主の利益に資さない可能性もあること、（ ）他に十分な公正性担保措置が講じられていること、（ ）前回公開買付けの公表後も対抗的な非公開化の提案が行われなかったことからすれば、MOMの買付予定数の下限を設定していないことのみにより本取引における手続の公正性が損なわれるものではないと考えられると判断いたしました。

このように、当社は、公開買付者らとの間で、継続的に本公開買付け価格の交渉を行ってきました。

なお、前回取引において、当社は、前回公開買付けの実施に続く前回取引の第二段階として前回公開買付けの成立を条件として、当社による前回自社株公開買付けを実施することを予定しておりました。他方で、本取引においては、公開買付者が本公開買付けに関して応募合意株主と協議を進める中で、東山氏がTGAを通じて間接的に所有する当社株式も含めて応募合意株主が所有する当社株式を取得することができれば、本取引の実施に十分な当社株式数を確保できるため、公開買付者は、前回取引とは異なり、取引成立の蓋然性を高めるために当社が自社株公開買付けを実施することを要せず、その結果、前回取引のように自社株公開買付けの実施を伴う場合と比して取引完了までの所要期間を短縮できるという点で、公開買付者のみならず当社の一般株主にとってのメリットもあると考え、前回と異なるスキームを採用しているとのことであり、当社は、上記の公開買付者による考えは合理的であるものと判断したため、本取引において自社株公開買付けは行わない予定です。

さらに、当社は、西村あさひ法律事務所から、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、2022年6月27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)買付け等の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、本公開買付けを含む本取引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特別委員会からの答申書の取得」をご参照ください。）。

その上で、当社は、西村あさひ法律事務所から受けた法的助言及び野村證券から取得した本株式価値算定書の内容を踏まえつつ、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当社の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協議を行いました。

当社は、APからの提案やAPとの協議、当社における検討を通じて上記「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「() 前回公開買付けの実施に至る経緯」に記載のとおり、前回取引と同様、プロダクトの機能追加・機能改善を強化するためのシステム開発投資、営業及びサポート体制を強化するための人材採用・育成投資、新事業・新サービスの創出や海外マーケットへ進出するための事業投資、他社とのサービス連携・業務提携の推進等に積極的に取り組んでいく必要性を強く感じ、また、これらを着実に実行していくための経営体制の見直しや、グループ・ガバナンスの再構築等、抜本的な構造改革にも取り組む必要があるとの考えに至りました。しかし、非公開化をせずに当社がこれまでどおりの上場を維持したままでは実現できないような成長に向けた上記の施策についての取組みは、中長期的には当社グループの企業価値向上が期待できるものの、効果の発現には時間がかかり早期に利益に貢献することなく、むしろ、短期的には当社グループの財務状況や収益を悪化させる可能性があります。当社が上場を維持したままこれら施策を実施すれば、資本市場から十分な評価が得られず、当社の株主の皆様に対して、短期的に当社株式の株価下落といった不利益を与えるおそれが懸念されます。かかる懸念を払拭し、当社が将来的な成長を目指すためには、前回取引と同様、非公開化により、当社グループの短期的な業績変動に過度に捉われることなく、中長期的な視点に立った上で機動的かつ抜本的な意思決定を可能とする経営体制を構築し、APの協力の下、当社の経営陣及び従業員が一丸となって、事業戦略を推進することが重要との考えに至りました。

なお、当社株式の非公開化を行った場合には、資本市場からエクイティ・ファイナンスにより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や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、当社の現在の財務状況等に鑑みると、今後数年間においてはエクイティ・ファイナンスの活用による大規模な資金調達の必要性は見込まれません。加えて、当社の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は事業活動を通じて獲得される部分もあり、前回取引と同様、当社がこれまで培ってきたブランド力や知名度により、非公開化が人材確保に与える影響は大きくないと考えられます。さらに、前回取引と同様、当社グループの短期的な業績変動に過度に捉われることなく、中長期的な視点に立った上で機動的かつ抜本的な意思決定を可能とする経営体制を構築し、APの協力の下、当社の経営陣及び従業員が一丸となって、事業改革を推進することが可能であること、当社の事業内容を最も熟知している当社の代表取締役である佐谷氏の依頼に基づきAPが公開買付けを通じて当社株式を非公開化した後も、佐谷氏が当社に対して出資を一部継続し、かつ非公開化後も継続的に当社の経営を担うことは、当社中期経営計画で掲げた重点施策等を前倒しで実現させることの実効性を高める観点から有用であること、また、佐谷氏が当社の非公開化後も当社への出資を一部継続することは、当社株式の非公開化及びその後の当社グループの経営に対する佐谷氏による高いコミットメントを意味し、かかるコミットメントは、当社グループの役職員、取引先その他のステークホルダーとの関係性の維持・発展等の観点から、本取引成立後の当社の企業価値向上に資すると考えられること等から、非公開化のデメリットは限定的であると考えられます。以上を踏まえ、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り、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、当社の中長期的な企業価値の向上に資するものであると2022年6月28日開催の取締役会で判断いたしました。

また、本公開買付け価格(2,800円)が、()2019年初来2022年6月27日までに公表された非公開化を目的としたMBO事例35件における買付け等の価格決定の際に付与されたプレミアム水準(公表日前営業日の終値に対するプレミアムの中央値・平均値(39.34%、39.98%)、直近1ヶ月間の終値の単純平均値に対するプレミアムの中央値・平均値(39.53%、41.56%)、直近3ヶ月間の終値の単純平均値に対するプレミアムの中央値・平均値(41.18%、46.10%)、及び直近6ヶ月間の終値の単純平均値に対するプレミアムの中央値・平均値(45.40%、45.83%))と比較し十分なプレミアムが付されている価格とは言えないものの、()本公開買付け実施についての公表日前営業日である2022年6月27日の当社株式の東京証券取引所スタンダード市場における終値2,784円に対して0.57%、直近5営業日の終値の単純平均値2,773円に対して0.97%、直近1ヶ月間の終値の単純平均値2,760円に対して1.45%、直近3ヶ月間の終値の単純平均値2,632円に対して6.38%及び直近6ヶ月間の終値の単純平均値2,574円に対して8.78%のプレミアムをそれぞれ加えた価格であること、()下記「(6) 買付け等の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、本公開買付けを含む本取引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第三者算定機関からの株式価値算定書の取得」に記載のとおり、野村證券による当社株式の株式価値の算定結果のうち、市場株価平均法に基づく算定レンジの上限額を上回るとともに、類似会社比較法に基づく算定結果のレンジの上限を大きく超えるところに位置付けられること、また、下記「(3) 算定に関する事項」の「算定の概要」に記載のとおり、前回取引の公表日以降の当社の経営状況を踏まえて変更した事業計画を用いたDCF法による算定結果のレンジの範囲内に位置付けられていると認められること、()下記「(6) 買付け等の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、本公開買付けを含む本取引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等、一般株主の利益への配慮がなされていると認められること、()上記利益相反を解消するための措置が採られた上で、当社並びに本特別委員会と公開買付け者との間で協議・交渉が複数回行われ、より具体的には野村證券による当社株式の株式価値の算定結果の内容や本特別委員会との協議、西村あさひ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等を踏まえると、当社の一般株主に投資回収機会を提供する観点で一定の合理性があると考えられることから、当社取締役会は、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が、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。

さらに、本公開買付けにおいては、株式併合の手続を実施するには、会社法第309条第2項に規定する株主総会における特別決議が要件とされるため、本取引を確実に遂行すべく、本公開買付け後に公開買付者、佐谷氏及びTGA（ただし、別途公開買付者が要請した場合には、佐谷氏及びTGA）で当社の総株主の議決権数の3分の2以上を所有することとなるようにするため、買付予定数の下限が783,400株（所有割合：9.89%）に設定されているところ、応募合意株主及びTGAは、保有株式数が一般株主に比して非常に多く、市場で保有株式を処分した場合には株価が需給悪化によって下落する可能性が相当程度あるため、本公開買付価格により全ての保有株式を処分することによるメリットが少数株主に比して大きいことからすると、M o Mの趣旨に鑑みた下限の設定として十分なものとは言えないものの、（ ）応募合意株主は、当社との間で応募合意を行い、本公開買付けにおいて本応募合意株式を本公開買付けに応募すること（また、東山氏については、TGA株式の譲渡を通じて間接的にTGA所有当社株式を公開買付者に譲渡すること）を合意する予定であるところ、当社の2022年5月31日時点の発行済株式総数から同日の自己株式数を控除した株式数（7,917,742株）から本応募合意株式（1,301,800株、所有割合：16.44%）及び本応募合意株式（4,495,100株、所有割合：56.77%）を除いた株式数（2,120,842株、所有割合：26.79%）を少数株主が所有する株式であるとして、M o Mの買付予定数の下限（1,060,421株、所有割合：13.39%）を設定すると、第三者が約13.39%という比較的少ない株式取得を通じて本公開買付けの妨害をすることが可能になるため、本公開買付けの成立を不安定なものとし、かえって本公開買付けに応募することを希望する当社の少数株主の利益に資さない可能性もあること、（ ）他に十分な公正性担保措置が講じられていること、（ ）前回公開買付けの公表後も対抗的な非公開化の提案が行われなかったことからすれば、M o Mの買付予定数の下限を設定していないことのみにより本取引における手続の公正性が損なわれるものではないと考えられると判断いたしました。

以上より、当社は、2022年6月28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（取締役合計5名のうち、佐谷氏を除く取締役4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ことを決議いたしました。なお、上記取締役会には、当社の監査役3名全員が出席し、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、当社の取締役のうち、代表取締役社長である佐谷氏は、本公開買付け成立後も継続して当社の経営にあたることを予定しており、利益相反の疑いを回避する観点より、上記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・交渉にも一切参加しておりません。

当該取締役会の意思決定過程の詳細については、下記「(6) 買付け等の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、本公開買付けを含む本取引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利害関係を有しない監査役全員の異議がない旨の意見」をご参照ください。

(3) 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者との関係

前回取引において、当社は、公開買付者から提示された前回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、当社及び公開買付者から独立したファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関として、野村證券に当社株式の株式価値の算定を依頼し、2021年9月29日付で、前回株式価値算定書を取得いたしました。なお、当社は、野村證券から前回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。

また、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、当社及び公開買付者から独立したファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関として、野村證券に当社株式の株式価値の算定を依頼し、2022年6月27日付で、本株式価値算定書を取得いたしました。なお、当社は、野村證券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。また、野村證券は、当社及び公開買付者らの関連当事者には該当せず、また、上記「(2) 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、本公開買付けを含む本取引に関して記載すべき重要な利害関係を有していないため、その独立性に問題がないと当社は判断しております。なお、本取引に係る野村證券における当社へのファイナンシャル・アドバイザー業務及び株式価値算定業務に対する報酬には、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。当社は、（ ）同種の非公開化を目的としたMBO事例における一般的な実務慣行、すなわち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の業務における独立性に疑義が生じ、当社が損失を被ることとなった場合には、マーケットにおける当該アドバイザー及び第三者算定機関の信頼が失墜し、中長期的に大きな損失が生じることとなるため、合理的に考えて当該アドバイザー及び第三者算定機関はその報酬に成功報酬が含まれていたとしても独立的な立場から案件執行にあたる一般的な認識の上で、ファイナンシャル・アドバイザーとしては、

顧客企業の企業価値向上に資する取引については当該取引の成立に対してインセンティブが働くよう成功報酬を含む報酬体系が一般的に採用されていること、()第三者算定機関として、株式価値算定の実績が豊富な野村證券では株式価値算定書の提出に至るまでの厳正な審査体制が確立していること、()本取引における第三者算定機関として、当社株式の株式価値算定の結果については、豊富な経験と見識のある本特別委員会に対しても説明責任があるところ、歪んだ算定を実施することは現実的に困難であること、及び()本取引が不成立となった場合にも当社に相応の金銭的負担が生じる報酬体系も勘案すれば、本取引の成立等を条件に支払われる成功報酬が含まれていることをもって独立性が否定されるわけではないと判断の上、上記の報酬体系により野村證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ております。なお、野村證券は、当社の属する業界の類似企業に関する株式価値算定の経験が豊富であり、当該算定業務に関する知見を有することに加えて、他候補者からの提案も含めて本取引に至る経緯を理解しているため、上記のとおり野村證券の独立性に問題がない限りにおいては、当該経緯に関する理解を踏まえて、潜在的な他候補者からの対抗提案の比較も含めて公開買付者らによる本取引に関する提案を適切に比較・分析の上、当社に助言を提供できる立場であることから、当社は、野村證券が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適格であると判断しております。

本特別委員会は、当社が選任したファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関である野村證券につき、独立性の程度、専門性及び実績等を確認した上で、その選任を承認しております。また、本特別委員会は、第1回の本特別委員会において、当社及び公開買付者らから独立した本特別委員会のファイナンシャル・アドバイザーとして、野村證券を選任することを決議しております。

算定の概要

前回取引において、野村證券は、前回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、当社株式の価値を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市場第一部に上場していたことから市場株価平均法を用い、比較可能な類似上場会社が存在し、類似上場会社比較による株式価値の類推が可能であったことから類似会社比較法を用い、また、将来の事業活動の状況を算定に反映するためにDCF法を用いて当社株式の株式価値の算定を行いました。

野村證券によれば、当社株式の株式価値算定にあたり、採用した手法及び当該手法に基づいて算定された当社株式1株当たりの株式価値の範囲は前回株式価値算定書提出時において、以下のとおりでした。

市場株価平均法	1,998円～2,581円
類似会社比較法	2,014円～2,256円
DCF法	2,520円～3,037円

市場株価平均法においては、2021年9月29日を算定基準日として、当社株式の東京証券取引所市場第一部における基準日終値2,512円、直近5営業日の終値の単純平均値2,581円、直近1ヶ月間の終値の単純平均値2,536円、直近3ヶ月間の終値の単純平均値2,320円及び直近6ヶ月間の終値の単純平均値1,998円を基に、当社株式の1株当たりの株式価値の範囲を、1,998円から2,581円と算定しております。

類似会社比較法においては、当社と類似性があると判断される類似上場会社として株式会社エヌ・ティ・ティ・データ・イントラマートを選定した上で、企業価値に対する償却前営業利益(以下「EBITDA」といいます。)の倍率(以下「EBITDAマルチプル」といいます。)及び時価総額に対する株主資本の倍率を用いて当社株式の株式価値を算定しております。その結果、当社株式の1株当たり株式価値の範囲を、2,014円から2,256円と算定しております。

DCF法においては、当社が作成した2022年2月期から2026年2月期までの事業計画に基づく収益予測や投資計画等、合理的と考えられる前提を考慮した上で、当社が2022年2月期第2四半期以降創出すると見込まれるフリー・キャッシュ・フローを基に、事業リスクに応じた一定の割引率で現在価値に割り戻して企業価値を評価し、さらに当社が所有する現金同等物等の価値を加算する等財務上の一定の調整を行って、当社株式の株式価値を分析し、1株当たりの株式価値の範囲を2,520円から3,037円と算定しております。なお、割引率は7.00%から7.50%を採用しており、継続価値の算定にあたっては永久成長率モデル及びマルチプルモデルを採用し、永久成長率は-0.50%から0.50%、EBITDAマルチプルは7.50倍から9.50倍として当社株式の株式価値を算定しております。

野村證券がDCF法で算定の前提とした当社財務予測の具体的な数値は以下のとおりであり、大幅な増減益を見込んでいる事業年度はありませんでした。なお、前回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、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、当該財務予測には加味していませんでした。

前回公開買付けの算定時に使用した事業計画

(単位：百万円)

	2022年2月期 (注1)	2023年2月期	2024年2月期	2025年2月期	2026年2月期
売上高	5,412	7,503	8,122	8,792	9,518
営業利益	954	1,714	1,610	1,743	1,887
E B I T D A	1,160	1,967	1,884	2,040	2,208
フリー・キャッシュ・フロー	368	1,167	1,078	1,158	1,253

(注1) 2022年2月期は、第2四半期会計期間以降の2021年6月1日から2022年2月28日までです。

また、野村證券は、本公開買付けにおける算定手法を検討した結果、当社が継続企業であるとの前提の下、当社株式の価値を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スタンダード市場に上場していることから市場株価平均法を用い、比較可能な類似上場会社が存在し、類似上場会社比較による株式価値の類推が可能であることから類似会社比較法を用い、また、将来の事業活動の状況を算定に反映するためにDCF法を用いて当社株式の株式価値の算定を行いました。

野村證券によれば、当社株式の株式価値算定にあたり、採用した手法及び当該手法に基づいて算定された当社株式1株当たりの株式価値の範囲は以下のとおりです。

市場株価平均法	2,574円～2,784円
類似会社比較法	1,058円～1,169円
DCF法	2,557円～3,151円

市場株価平均法においては、2022年6月27日を算定基準日として、当社株式の東京証券取引所スタンダード市場における基準日終値2,784円、直近5営業日の終値の単純平均値2,773円、直近1ヶ月間の終値の単純平均値2,760円、直近3ヶ月間の終値の単純平均値2,632円及び直近6ヶ月間の終値の単純平均値2,574円を基に、当社株式の1株当たりの株式価値の範囲を、2,574円から2,784円と算定しております。

類似会社比較法においては、当社と類似性があると判断される類似上場会社として株式会社エヌ・ティ・ティ・データ・イントラマートを選定した上で、E B I T D A マルチプル及び時価総額に対する株主資本の倍率を用いて当社株式の株式価値を算定しております。その結果、当社株式の1株当たり株式価値の範囲を、1,058円から1,169円と算定しております。

DCF法においては、当社が作成した2023年2月期から2026年2月期までの事業計画に基づく収益予測や投資計画等、合理的と考えられる前提を考慮した上で、当社が2023年2月期第1四半期以降創出すると見込まれるフリー・キャッシュ・フローを基に、事業リスクに応じた一定の割引率で現在価値に割り戻して企業価値を評価し、さらに当社が所有する現金同等物等の価値を加算する等財務上の一定の調整を行って、当社株式の株式価値を分析し、1株当たりの株式価値の範囲を2,557円から3,151円と算定しております。なお、割引率は7.50%から8.00%を採用しており、継続価値の算定にあたっては永久成長率モデル及びマルチプルモデルを採用し、永久成長率は-0.50%から0.50%、E B I T D A マルチプルは7.50倍から9.50倍として当社株式の株式価値を算定しております。

野村證券がDCF法で算定の前提とした当社財務予測の具体的な数値は以下のとおりであり、大幅な増減益を見込んでいる事業年度はありません。本公開買付けの算定時に使用した事業計画と、前回公開買付けの算定時に使用した事業計画の主な変更点は、()2022年2月期の業績が確定したことによって、過年度の実績や傾向を参考とした将来予測の成長率及び適用した利益率等の経営指標を見直したこと、()前回公開買付けの算定時から直近日までにグループ内における連結子会社の異動が2件発生したことによる業績数値の調整を行ったこと、()昨今のマクロ経済環境に鑑みて、新型コロナウイルス感染症については政府による各種政策の効果や海外経済の改善から国内景気は持ち直しの兆しが見られるものの、国内の感染者数が本格的に収束に向かうのかいまだ不透明であることや、ロシア・ウクライナ情勢による原燃料及び物流コストの高騰並びに外国為替の急激な変動、金利の上昇といった金融経済の混乱が中長期に及ぶ可能性もあることを踏まえて再度検討した結果を反映したことによるものです。なお、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、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、当該財務予測には加味しておりません。

本公開買付けの算定時に使用した事業計画

(単位：百万円)

	2023年2月期	2024年2月期	2025年2月期	2026年2月期
売上高	8,025	8,742	9,524	10,375
営業利益	1,501	1,632	1,778	1,937
E B I T D A	1,753	1,917	2,086	2,271
フリー・キャッシュ・フロー	908	1,186	1,247	1,356

(注2) 野村證券は、株式価値の算定に際して、当社から提供を受けた情報及び一般に公開された情報等を原則として採用し、採用した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は行っておりません。また、当社の資産又は負債(簿外資産及び負債、その他偶発債務を含みます。)については、独自に評価、鑑定又は査定を行っておらず、第三者機関への評価、鑑定又は査定の依頼も行っておりません。加えて、当社から提出された財務予測(利益計画及びその他の情報を含みます。)については当社の経営陣により、当該情報提供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。

(4) 上場廃止となる見込み及びその事由

当社株式は、本書提出日現在、東京証券取引所スタンダード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、所定の手続を経て上場廃止となる可能性があります。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、公開買付者は、本公開買付け後に、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、本株式併合を実施することを予定しておりますので、その場合には、東京証券取引所の上場廃止基準に該当し、当社株式は、所定の手続を経て上場廃止となります。なお、当社株式が上場廃止となった後は、当社株式を東京証券取引所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、前回公開買付けにおいては、前回公開買付けが成立した場合には、前回自社株公開買付けの成否にかかわらず、スクイーズアウト手続を実施する予定でしたが、本公開買付けにおいては、上記「(2)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、公開買付者が当社株式の全て(ただし、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限り、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、佐谷氏及びTGA(ただし、別途公開買付者が要請した場合には、佐谷氏及びTGA)のみとするための本株式併合を実施することを予定しているとのことです。

具体的には、本公開買付けの決済の完了後速やかに、会社法第180条に基づき、当社株式の併合(以下「株式併合」といいます。)を行うこと及び株式併合の効力発生を条件として単元株式数の定めを廃止する旨の定款の一部変更を行うことを付議議案に含む臨時株主総会(以下「本臨時株主総会」といいます。)の開催を当社に要請する予定とのことです。公開買付者は、当社の企業価値向上の観点から、本臨時株主総会を可能な限り早期に開催することが望ましいと考えており、本決済開始日後の近接する日(本書提出日現在において、2022年8月18日を予定しているとのことです。)が本臨時株主総会の基準日となるように、基準日設定公告を行うことを要請する予定とのことです。当社は、公開買付者からかかる要請を受けた場合には、かかる要請に応じる予定です。なお、下記「(7)公開買付者と当社の株主・取締役との間における本公開買付けに関する重要な合意に関する事項」に記載のとおり、佐谷氏は、本基本契約に基づき、本臨時株主総会において上記各議案に賛成することを合意しており、また、TGAは、本株式譲渡契約に基づくTGA株式の譲渡により本臨時株主総会の時点で公開買付者の完全子会社となっている予定であることから、本臨時株主総会において当該議案に賛成する予定とのことです。

本臨時株主総会において株式併合の議案についてご承認をいただいた場合には、株式併合がその効力を生ずる日において、当社の株主は、本臨時株主総会においてご承認をいただいた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。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、当社の株主に対して、会社法第235条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。)に相当する当社株式を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った当社の株主(当社、佐谷氏及びTGAを除きます。)に交付される金銭の額が、本公開買付け価格に当該当社の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が行われ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、公開買付者のみが当社株式の全て(ただし、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。)を所有することとなるよう、本公開買付けに応募されなかった当社の株主(当社、佐谷氏

及びTGA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される予定とのことです。ただし、株式併合の効力発生前において、公開買付者、佐谷氏及びTGA以外に、公開買付者が所有する当社株式の数以上の当社株式を所有する当社の株主が存在する場合には、株式併合の効力発生後に必要に応じて再度対象株式に関して株式併合を行う等の方法によって公開買付者、佐谷氏及びTGA(ただし、別途公開買付者が要請した場合には、佐谷氏及びTGA)のみが当社株式の全て(ただし、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にする予定とのことです。

上記のとおり、株式併合においては、本公開買付けに応募されなかった当社の株主の皆様(公開買付者、佐谷氏及びTGAを除きます。)の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ので、株式併合に反対する当社の株主の皆様は、会社法第182条の4及び第182条の5その他の関係法令の定めに従い、価格決定の申立てを行うことができることになる予定です。なお、上記申立てがなされた場合の買取価格は、最終的に裁判所が判断することになります。

上記の手続については、関係法令の改正、施行及び当局の解釈等の状況によっては、実施に時間を要し、又は実施の方法に変更が生じる可能性があります。ただし、その場合でも、本公開買付けが成立した場合には、本公開買付けに応募されなかった当社の株主の皆様(公開買付者、佐谷氏及びTGA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とのことであり、その場合に当該当社の株主の皆様へ交付される金銭の額については、本公開買付け価格に当該当社の株主の皆様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する予定とのことです。

以上に関する具体的な手続及びその実施時期等については、公開買付者と協議の上、決定次第、当社が速やかに公表する予定です。

なお、本公開買付けは、本臨時株主総会における当社の株主の皆様へ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各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務専門家にご確認いただきますようお願いいたします。

(6) 買付け等の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、本公開買付けを含む本取引の公正性を担保するための措置

公開買付者及び当社は、本公開買付けを含む本取引がマネジメント・バイアウト(MBO)の一環として行われるものであり、構造的な利益相反の問題が存在すること等を踏まえ、本公開買付けの公正性の担保、本公開買付けの実施を決定するに至る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。なお、公開買付者は、()応募合意株主は、公開買付者との間で応募合意を行い、本公開買付けにおいて本応募合意株式を本公開買付けに応募すること(また、東山氏については、TGA株式の譲渡を通じて間接的にTGA所有当社株式を公開買付者に譲渡すること)を合意する予定であるところ、当社の2022年5月31日時点の発行済株式総数から同日の自己株式数を控除した株式数(7,917,742株)から本応募合意株式(1,301,800株、所有割合:16.44%)及び本不応募合意株式(4,495,100株、所有割合:56.77%)を除いた株式数(2,120,842株、所有割合:26.79%)を少数株主が所有する株式であるとして、MOMの買付予定数の下限(1,060,421株、所有割合:13.39%)を設定すると、第三者が約13.39%という比較的少ない株式取得を通じて本公開買付けの妨害をすることが可能になるため、本公開買付けの成立を不安定なものとし、かえって本公開買付けに応募することを希望する当社の少数株主の利益に資さない可能性もあること、()以下のとおり他に十分な公正性担保措置が講じられていること、()前回公開買付けの公表後も対抗的な非公開化の提案が行われなかったことからすれば、MOMの買付予定数の下限は設定していないことのみにより本取引における手続の公正性が損なわれるものではないと考え、本公開買付けにおいてMOMの買付予定数の下限は設定していないとのことです。また、応募合意株主は公開買付者と利害関係を有しない独立した第三者であり、公開買付者との真摯な交渉により応募合意に至ったことはむしろ取引条件の公正さを裏付ける要素であり、応募合意をしたことのみをもって応募合意株主及びTGAをMOMの計算の対象となる一般株主から除外するべきでないところ、応募合意株主及びTGAが所有する応募合意・不応募合意株式数の合計は2,975,800株であり、当社の2022年5月31日時点の発行済株式総数から同日の自己株式数を控除した株式数(7,917,742株)から、佐谷氏が保有する株式(2,821,100株)を控除した株式数(5,096,642株)の58.4%に相当し、実質的にはMOM条件が満たされているものと考えているとのことです。

当社としては、本取引においては、応募合意株主及びTGAは、保有する当社株式数が一般株主に比して非常に多く、市場で保有株式を処分した場合には株価が需給悪化によって下落する可能性が相当程度あるため、本公開買付け価格により全ての保有株式を処分することによるメリットが少数株主に比して大きいことからすると、MOMの趣旨に鑑みた下限の設定として十分なものとは言えないものの、上記()乃至()に記載の点からすれば、MOMの買付予定数の下限を設定していないことのみにより本取引における手続の公正性が損なわれるものではないと考えております。

なお、本公開買付け期間は29営業日に設定されておりますが、下記「本公開買付けの公正性を担保する客観的状況の確保」に記載のとおり、対抗的な買付け等の機会等が確保されていることを確認しており、下記乃至の措置を講じて本公開買付けの公正性を担保する客観的状況の確保に配慮していることから、本公開買付けの公開買付け期間の延長請求を行わないこととしております。

なお、以下の記載のうち、公開買付者において実施した措置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。

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、当社及び公開買付者から独立したファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関として、野村證券に当社株式の株式価値の算定を依頼し、2022年6月27日付で、本株式価値算定書を取得いたしました。なお、当社は、野村證券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。また、野村證券は、当社及び公開買付者らの関連当事者には該当せず、また、上記「(2)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、本公開買付けを含む本取引に関して、記載すべき重要な利害関係を有していないため、その独立性に問題がないと当社は判断しております。なお、本取引に係る野村證券における当社へのファイナンシャル・アドバイザー業務及び株式価値算定業務に対する報酬には、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。当社は、()同種の非公開化を目的としたMBO事例における一般的な実務慣行、すなわち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の業務における独立性に疑義が生じ、当社が損失を被ることとなった場合には、マーケットにおける当該アドバイザー及び第三者算定機関の信頼が失墜し、中長期的に大きな損失が生じることとなるため、合理的に考えて当該アドバイザー及び第三者算定機関はその報酬に成功報酬が含まれていたとしても独立的な立場から案件執行にあたる一般的な認識の上で、ファイナンシャル・アドバイザーとしては、顧客企業の企業価値向上に資する取引については当該取引の成立に対してインセンティブが働くよう成功報酬を含む報酬体系が一般的に採用されていること、()第三者算定機関として、株式価値算定の実績が豊富な野村證券では株式価値算定書の提出に至るまでの厳正な審査体制が確立していること、()本取引における第三者算定機関として、当社株式の株式価値算定の結果については、豊富な経験と見識のある本特別委員会に対しても説明責任があるところ、歪んだ算定を実施することは現実的に困難であること、及び()本取引が不成立となった場合にも当社に相応の金銭的負担が生じる報酬体系も勘案すれば、本取引の成立等を条件に支払われる成功報酬が含まれていることをもって独立性が否定されるわけではないと判断の上、上記の報酬体系により野村證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ております。なお、野村證券は、当社の属する業界の類似企業に関する株式価値算定の経験が豊富であり、当該算定業務に関する知見を有することに加えて、他候補者からの提案も含めて本取引に至る経緯を理解しているため、上記のとおり野村證券の独立性に問題がない限りにおいては、当該経緯に関する理解を踏まえて、潜在的な他候補者からの対抗提案の比較も含めて公開買付者らによる本取引に関する提案を適切に比較・分析の上、当社に助言を提供できる立場であることから、当社は、野村證券が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適格であると判断しております。また、本特別委員会において、野村證券の独立性に問題がないことが確認されております。

本株式価値算定書の概要は、上記「(3)算定に関する事項」の「算定の概要」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過程における公正性及び適正性を確保するために、当社及び公開買付者から独立したリーガル・アドバイザーとして西村あさひ法律事務所を選任し、同事務所から、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ております。なお、西村あさひ法律事務所は、当社及び公開買付者ら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、記載すべき重要な利害関係を有しておりません。また、本特別委員会において、西村あさひ法律事務所の独立性に問題がないことが確認されております。

当社における独立した特別委員会の設置及び特別委員会からの答申書の取得

前回取引において、当社は、前回両公開買付けがいわゆるマネジメント・バイアウト(MBO)の一環として行われるものであり、当社における前回取引の検討において構造的な利益相反の問題が存在したこと等に鑑み、2021年7月15日開催の取締役会において、前回取引に係る当社の意思決定に慎重を期し、当社取締役会の意思決定の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とともに、前回取引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の意見を取得することを目的として、当社及び公開買付者から独立し、高度の識見を有すると考えている鶴本浩司氏(当社社外取締役)、大村健氏(当社社外監査役、弁護士)及び渡邊宣昭氏(当社社外監査役、公認会計士)の3名によって構成される前回特別委員会(なお、前回特別委員会の委員は、設置当初から変更しておらず、また、委員の互選により、前回特別委員会の委員長として鶴本浩司氏を選定しております。)を設置することを決議いたしました。

当社は、取締役会決議に基づき、前回特別委員会に対し、()前回取引の是非(前回取引が当社の企業価値向上に資するか否かを含む。)、()前回取引の取引条件の妥当性、()前回取引における手続の公正性、及び()上記()乃至()を踏まえ、前回取引(前回公開買付けに対して賛同し、当社の少数株主に対して本公開買付けへの応募を推奨する旨の意見表明を行うことを含む。)が当社の少数株主にとって不利益なものでないか

(以下「前回諮問事項」と総称します。)について諮問し、これらの点について的前回答申書を当社に提出することを2021年7月15日に委嘱いたしました。

また、当社取締役会は、前回取引に関する当社取締役会の意思決定は前回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、特に前回特別委員会が前回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、当社取締役会は前回公開買付けに賛同しないものとするを決議しております。さらに、前回特別委員会に対しては、答申を行うにあたって必要となる一切の情報の収集を当社取締役会及び当社の担当役員に対して求める権限、取引条件の公正性が確保されるよう、前回取引の取引条件の交渉に際して、事前の方針を確認し、適時に報告を受け、必要に応じて意見を述べたり、要請等を行う等により当社が公開買付者との間で行う前回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、及び前回特別委員会が必要と認める場合には、当社取締役会が前回取引のために選定した者とは異なるファイナンシャル・アドバイザーやリーガル・アドバイザーから助言を受ける権限を付与すること(この場合の合理的な費用は当社が負担すること)を決議しております。

なお、前回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。

前回特別委員会は、2021年8月13日より2021年9月29日までの間に合計9回(合計8.5時間)開催され、前回諮問事項についての協議・検討を行いました。具体的には、前回特別委員会は、当社から、前回取引の提案を受けた経緯、前回取引の目的、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、公開買付者らから、前回取引を提案するに至った経緯及び理由、前回取引の目的、前回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、公開買付者ら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ァイナンシャル・アドバイザーである野村證券が当社の窓口として行うこととしつつ、前回特別委員会は、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、野村證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、前回特別委員会は、当社及び野村證券から、公開買付者らと当社との間における前回取引に係る協議・交渉の経緯及び内容等につき適時に報告を受けた上で、前回特別委員会において協議し、前回公開買付価格につき、上記「(2)意見の根拠及び理由」の「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「()前回公開買付けの実施に至る経緯」に記載のとおり交渉が行われ、公開買付者らとの間で前回公開買付価格として2,800円、前回新株予約権買付価格として前回公開買付価格である2,800円と前回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前回新株予約権の目的となる当社株式数を乗じた金額(具体的には、前回新株予約権の当社株式1株当たりの行使価額1,049円との差額である1,751円に100を乗じた金額である175,100円)、前回自社株公開買付価格として2,611円という最終的な合意に至るまで、公開買付者らに対して前回公開買付価格及び前回新株予約権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、公開買付者らとの交渉過程に関与いたしました。さらに、西村あさひ法律事務所から前回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措置及び前回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、当社及び野村證券からは前回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、前回特別委員会は、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野村證券並びに当社のリーガル・アドバイザーである西村あさひ法律事務所について、それぞれの独立性の程度、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。また、前回特別委員会は、第1回の前回特別委員会において、当社及び公開買付者らから独立したファイナンシャル・アドバイザーとして野村證券を、当社及び公開買付者らから独立したリーガル・アドバイザーとして西村あさひ法律事務所を、前回特別委員会のアドバイザーとして選任することを決議しております。

これらの内容を踏まえ、前回特別委員会は、野村證券及び西村あさひ法律事務所の助言を得ながら、前回諮問事項について協議・検討を行いました。前回特別委員会は、このように前回諮問事項について慎重に協議・検討した結果、2021年9月29日付で、当社取締役会に対し、委員全員の一致で、大要以下の内容の前回答申書を提出いたしました。

()前回取引の是非(前回取引が当社の企業価値向上に資するか否かを含む。)

前回特別委員会が当社、公開買付者及び佐谷氏から受けた説明並びに前回特別委員会に提出された資料を踏まえると、上記「(2)意見の根拠及び理由」の「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「()当社を取り巻く事業環境、当社の経営課題等」に記載の前回取引に至る背景となる当社の事業内容・事業環境については、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や当社取締役会の理解とも整合すると考えられた。

そのような事業環境を踏まえ、上記「(2)意見の根拠及び理由」の「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「()本公開買付け後の経営方針」に記載の前回取引後に講じられることが具体的に想定されていた施策は、当社の当時の事業内容及び経営状況を前提とした合理的なものであり、当社における将来の中長期的な企業価値の向上のための施策として、現実的なものであると考えられた。そして、当該施策が実現されれば、当社を「スパイラルを使っ

てWebシステム開発を行う会社」から「IT人材不足を解消するローコード・プラットフォーム運営会社」へと進化させていくことが可能になるという公開買付者の説明についても、不合理な点は認められなかった。

なお、前回取引の実施により、当社は上場を廃止することが企図されていたところ、これが実現されれば、抜本的な施策の実行、迅速な意思決定、及び、情報管理の円滑化といった目的の達成が容易になるとともに、上場コストの削減といった効果も併せて見込まれ、これらは当社の企業価値の向上に大きく資するものと認められた。他方で、一般的に上場廃止に伴うデメリットとして懸念されている事項に関して、公開買付者及び佐谷氏からの説明を踏まえると、当社の企業価値を大きく毀損するおそれは低いと考えられた。

これらの検討内容を踏まえると、前回取引は当社の企業価値の向上に資するものと認められ、是認できた。

() 前回取引の取引条件の妥当性

以下に述べる理由から、前回取引の取引条件は妥当なものであると考えられた。

- a. 上記「(2) 意見の根拠及び理由」の「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「() 前回公開買付けの実施に至る経緯」に記載のとおり、前回公開買付価格は、アドバイザー及び前回特別委員会の助言を踏まえて、当社と公開買付者との間の真摯な価格交渉の結果決定されており、実際に公開買付者が当初提案した2,156円から2,800円にまで引き上げられていたこと、及びこれらの当社と公開買付者との間の前回公開買付価格の交渉に係る経緯には、不合理な点は認められなかったことから、公開買付者との取引条件に関する協議・交渉過程は、独立した当事者間の交渉と認められる公正なものであり、企業価値を高めつつ少数株主及び前回新株予約権者にとってできる限り有利な取引条件で前回取引が行われることを目指した合理的な努力が行われる状況が確保されていたものと認められたこと
- b. 当社は、前回公開買付けに関する意見表明を行うに当たり、当社及び公開買付者から独立したファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関である野村證券に対して、当社株式の株式価値の算定を依頼し、2021年9月29日付で前回株式価値算定書を取得し、前回特別委員会は、前回株式価値算定書の内容を検討するとともに、野村證券から、前回株式価値算定書の内容について説明を受けたところ、野村證券が当社の株式価値の算定に用いた上記の各手法は、いずれも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、その算定の内容についても現在の実務に照らして一般的、妥当なものであると考えられ、当該算定の基礎となった当社の財務予測について、当社及び野村證券からの説明を踏まえ、前回特別委員会においても、当該財務予測の作成経緯及び当社の現状を把握した上で、検討したが、その内容に不合理な点は認められなかったこと
- c. 前回公開買付価格は、前回答申書作成日である2021年9月29日の東京証券取引所市場第一部における当社株式の終値2,512円に対して11.46%、同日までの過去5営業日の終値の単純平均値2,581円に対して8.49%、過去1ヶ月間の終値の単純平均値2,536円に対して10.41%、過去3ヶ月間の終値の単純平均値2,320円に対して20.69%、過去6ヶ月間の終値の単純平均値1,998円に対して40.14%のプレミアムをそれぞれ加えた価格であり、このうち、同日の当社株式の終値、同日までの過去5営業日の終値の単純平均値及び同日までの過去1ヶ月間の終値の単純平均値に対するプレミアム率を取り上げると、2018年初来2021年9月29日までに公表された非公開化を目的とした他のMBO事例29件における買付け等の価格決定の際に付与されたプレミアム水準(公表日前営業日の終値に対するプレミアムの中央値・平均値(36.47%、37.10%)、直近1ヶ月間の終値の単純平均値に対するプレミアムの中央値・平均値(35.19%、37.98%)、直近3ヶ月間の終値の単純平均値に対するプレミアムの中央値・平均値(40.96%、44.05%)、及び直近6ヶ月間の終値の単純平均値に対するプレミアムの中央値・平均値(41.56%、44.43%))に比べて必ずしも高い水準であるとは言いがたいものの、同日までの過去3ヶ月間及び過去6ヶ月間の終値の単純平均値に対するプレミアム率に鑑みれば、前回公開買付価格には相応のプレミアムが付されていたということができ、これに加えて、上記a.の経緯や、上記b.のとおり、前回公開買付価格は、類似会社比較法を用いて算出した当社の企業価値のレンジの上限を大きく超えるところに位置付けられており、また、DCF法を用いて算出した当社の企業価値のレンジの中央値を超えるとところに位置付けられていたことも併せ考えると、前回公開買付価格は当社の少数株主にとって妥当であり、応募を推奨する水準に達していると考えられたこと
- d. 前回新株予約権についても、前回新株予約権買付価格は、前回公開買付価格である2,800円と前回新株予約権の当社株式1株当たりの行使価額である1,049円との差額(1,751円)に前回新株予約権の目的となる当社株式数を乗じた金額とし、前回公開買付価格を基に算定されていたことにより、前回新株予約権者は前回新株予約権を行使した上で、その行使の結果得られる当社株式を前回公開買付けに応募した場合と同様の経済的価値を得られることになるところ、上記c.のとおり、前回公開買付価格は当社の少数株主にとって妥当であると考えられたため、前回新株予約権買付価格についても前回新株予約権者にとって妥当であると考えられ、また、前回公開買付けに係るその他の諸条件において、前回新株予約権者にとって不利益なものは見当たらなかったこと

- e. 上記「(2) 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、前回公開買付けにおいては、買付予定数の下限を1,830,400株（前回所有割合：23.09%）と設定していたことから、前回両公開買付けの成立後、公開買付者及び佐谷氏の所有する当社の議決権の合計数が当社の総株主の議決権の数の3分の2を下回る場合、前回スクイズアウト手続として行われる株式併合の議案が前回臨時株主総会において承認されない可能性が想定されたとのことであるが、当該下限は、 当社潜在株式勘案後株式総数（7,928,832株）に係る議決権数（79,288個）に、 前回臨時株主総会において現実的に見込まれる最大の議決権行使比率として保守的に見積もった比率である88.00%（当社における過去の議決権行使状況を踏まえると、議案の内容にかかわらず議決権行使を行わない株主が一定程度存在し、かつ、株主の属性によって議決権行使比率の水準に差異が見られたことから、前回臨時株主総会における株式併合の議案についても議決権行使を行わない株主が一定程度存在するとの前提の下、当社から提示を受けた、当社が現在の純粋持株会社制に移行し、各株主属性別の議決権行使比率を記録するようになった2015年9月から2021年9月29日現在までに開催された過去6回の当社の定時株主総会（なお、同期間において臨時株主総会は開催されていない。）における各株主属性別の議決権行使比率の最大値を勘案し、前回臨時株主総会において現実的に行使が見込まれる最大の議決権数（68,680個）を算出し、これを2021年8月31日時点の当社の総議決権の数（78,528個）で除した比率（87.46%）の小数点以下を切り上げた比率である88.00%を現実的に見込まれる最大の議決権行使比率としていたとのことである。）を乗じた議決権数（69,774個。小数点以下切り上げ。）に、 株式併合を承認するための株主総会の特別決議に必要な議決権割合に相当する3分の2を乗じて得られる議決権数（46,516個。小数点以下切り上げ。）から、 前回佐谷氏不応募合意株式に係る議決権の数（28,211個）及び公開買付者所有当社株式に係る議決権の数（1個）の合計28,212個を控除した議決権数（18,304個）に、 当社株式1単元（100株）を乗じた株式数（1,830,400株）としていたとのことであり、また、当該承認が得られない場合であっても、公開買付者は、最終的に当社株式の全て（ただし、前回新株予約権の行使により交付される当社株式を含み、公開買付者所有当社株式、当社が所有する自己株式及び前回佐谷氏不応募合意株式を除く。）を取得することを目的とし、当社株式を追加取得し、当社株式の非公開化を行う方針であったことから、前回両公開買付けにおける応募状況や当該時点における当社の株主の所有状況及び属性並びに市場株価の動向も踏まえた上で、株式併合その他スクイズアウト手続に係る議案が当社の株主総会において現実的に承認される水準に至るまで、市場内外での買付け等を含めたあらゆる手法により、当社株式を追加取得し、当社株式の非公開化を行うことを予定していたとのことであるため、結果として当社の資本が棄損されたまま上場が維持される可能性は現実的には想定されないと考えられたこと
- f. 前回自社株公開買付けを実施することについては、 APによる非公開化の提案を受け入れることが当社グループの企業価値の最大化のために最善の手段であると考えられたこと、また、税制上の取扱い等のそれぞれの事情により前回公開買付けではなく前回自社株公開買付けに応募の申込みを希望する当社の株主の皆様が存在し得ることに配慮し、前回自社株公開買付けに先立って、広く当社の株主の皆様に対して合理的な当社株式の売却の機会を提供するものといえる前回公開買付けが実施されることに加えて、当社の株主の皆様に対して当社株式の売却の機会をさらに広く提供する観点から、前回自社株公開買付けを実施することは合理的であり、 また、公開買付者の買付総額に限度がある中で、税制上の取扱いが異なる点を踏まえて前回自社株公開買付価格を前回公開買付価格より189円低く設定することで、前回取引における公開買付けが前回公開買付けのみで前回自社株公開買付けは実施されない場合と比較して前回公開買付価格が22円引き上げられていたことから、株主の皆様の利益につながると考えられたこと、 さらに、前回自社株公開買付価格を一定程度下げることによって前回公開買付価格を引き上げることが可能となり、前回公開買付けに応募される少数株主にとってメリットがある一方で、ディスカウント率が高すぎる場合には、前回自社株公開買付けが目的としている税務メリットを得られない法人株主が生じるおそれがあることから、そのような要素を考慮の上、前回公開買付価格から6.75%ディスカウントした価格である2,611円を前回自社株公開買付価格と設定していたところ、かかる買付け等の価格は当社グループの現在及び今後の財務状況のほか、株主の皆様によっては税制上の取扱いが異なる点をも踏まえた上で、前回公開買付けではなく前回自社株公開買付けに応募の申込みを希望する当社の株主の皆様に対しても、当社の分配可能額の範囲内で可能な限り広く当社株式の売却の機会を提供することができる金額水準であると考えられたこと、 前回自社株公開買付価格は2,611円であり、市場価格よりも一定のプレミアムを加えた金額となっていたが、前回自社株公開買付け終了後に、公開買付者が前回佐谷氏不応募合意株式及び当社が所有する自己株式を除く当社株式の全てを所有していなかった場合には、当社に対し、前回公開買付価格と同額での株式併合その他の方法を用いた非公開化の手続の実施を要請することが予定されているため、市場価格よりも一定のプレミアムが付された価格とすることも正当であると考えられたことから、当社が、前回公開買付けの実施後に前回取引の一環として前回自社株公開買付価格（2,611円）を買付け等の価格とする前回自社株公開買付けを実施することは、当社の株主の利益に鑑みても合理的であるといえたこと
- g. 前回スクイズアウト手続の方法は、会社法第180条に基づく株式併合により行われる予定であり、前回取引に反対する株主に株式買取請求権又は価格決定請求権が確保できないスキームは採用されておら

ず、また、前回公開買付けが成立した場合には株式併合による前回スクイズアウト手続を行い、前回スクイズアウト手続において前回両公開買付けに応募しなかった当社の株主（公開買付者及び佐谷氏を除く。）及び前回新株予約権者に対して交付される金銭の額が、前回公開買付価格に当該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設定した上で、裁判所に対して任意売却許可の申立てを行うことを当社に要請する予定とのことであり、前回スクイズアウト手続においては、少数株主及び前回新株予約権者が前回公開買付けに応募するか否かに当たって、仮に前回公開買付けに応募しなかった場合に不利に取り扱われることが予想される状況には陥らないような配慮がなされていたことから、前回スクイズアウト手続に係る取引条件は、公正かつ妥当であるといえたこと

h. 前回自社株公開買付けに充てる金額の上限は2021年9月29日現在において2,085百万円であると試算していたところ、当社は、その全額を現預金等の自己資金で賄った場合にも、ネット有利子負債はマイナスのみであり、金融機関からの追加融資を受ける余力が残された良好な財務状態が維持されること及び当社の事業計画等に鑑みれば今後も継続して安定した収益が見込まれること等を踏まえると、前回銀行融資又は前回取引により当社の企業価値に重大な悪影響を与えるような財務状況の悪化が生じるものとは認められなかったこと

i. 上記c.乃至h.に記載した条件の他には、前回取引に係る取引条件について、他の類似事例と比較して、当社の少数株主及び前回新株予約権者にとって不利益となり得る特段の事情は認められなかったこと

() 前回取引における手続の公正性

以下のとおり、前回取引においては2019年6月28日付で経済産業省が公表した「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。）に定められる各公正性担保措置に則った適切な対応が行われており、その内容に不合理な点は見当たらなかったため、前回取引の手続の公正性は確保されていたと考えられた。

a. 前回取引においては、取引条件の形成過程の初期段階から、前回特別委員会が関与していたことが認められたこと、前回特別委員会の委員は、それぞれ独立性を有することが確認されており、専門性・属性にも十分配慮して選定されたものであることが認められたこと、前回特別委員会の設置、権限及び職責、委員の選定や報酬の決定の各過程において、当社の独立社外取締役及び独立社外監査役が主体性を持って直接かつ実質的に関与する体制が確保されていたことが認められたこと、前回特別委員会は、公開買付者らとの間の取引条件に関する交渉過程に、当社取締役会を通じて直接かつ実質的に関与していたことが認められたこと、前回特別委員会においては、当社の企業価値向上の観点及び少数株主の利益を図る観点から、前回取引に関する検討過程において適時に各外部アドバイザーの専門的な助言・意見等を取得し、前回取引の是非、前回公開買付価格を始めとする前回取引の取引条件の妥当性、前回取引における手続の公正性等について慎重に検討及び協議を行う体制が確保されていたと認められたこと、前回特別委員会が非公開情報も含めて重要な情報を入手し、これを踏まえて検討・判断を行うことのできる体制を整備していることが認められたこと、前回取引の検討について前回特別委員会に求められる役割を適切に果たすための特別の報酬が、前回取引の成否と関係なく支払われることとなっていたことを踏まえると、特別委員が時間的・労力的なコミットメントを行いやすく、かつ前回取引の成否から独立した立場から判断を行うための環境が整えられていることが認められたこと、前回取引については取締役会が特別委員会の意見を最大限尊重して意思決定を行うことのできる体制が確保されていたことが認められたこと、前回取引の検討・交渉に際しては、前回取引に利害関係を有しない大屋重幸氏を中心として、公開買付者らから独立した社内検討体制、及び利害関係を有する取締役を前回取引の検討・交渉に関与させない体制が整備されていたこと等が認められたことから、前回取引の検討に際しては、特別委員会の実効性を高める工夫に関するM&A指針の指摘事項に配慮した上で、独立性を有する特別委員会が設置されており、これが有効に機能していたことが認められたこと

b. 前回取引においては、当社は、前回両公開買付けを含む前回取引に係る当社取締役会の意思決定の過程における公正性及び適正性を確保するために、当社及び公開買付者らから独立したリーガル・アドバイザーとして西村あさひ法律事務所を選任し、同事務所から、前回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、公開買付者から提示された前回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、当社及び公開買付者らから独立したファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関として、野村證券に当社株式の株式価値の算定を依頼し、2021年9月29日付で前回株式価値算定書を取得しており、かつ、野村證券の独立性に問題はないとする当社の判断に不合理な点は見当たらなかったこと

c. 前回取引においては、対抗的な買付け等の機会が確保されており、前回公開買付けにおける買付け等の期間が31営業日に設定されていることと併せ、少なくとも、前回公開買付けの公正性の担保に配慮した、いわゆる間接的なマーケット・チェックが実施されていた他、前回取引に関しては、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・チェックと同等の取引機会が確保されていたとはいえないものの、佐谷氏が前回公開買付けのパートナーとしてAPを当社に提案するにあたって、事前に複数のファンドからのMBOの提案を比較・検討していたことからすれば、いわゆる間接的な

マーケット・チェックのみが実施されている事例に比して、公開買付者以外の者による当社株式に対する買付け等その他の取引機会は実質的には確保されていたことが認められたこと。また、当社が公開買付者との間で締結した公開買付実施契約において賛同維持義務及び他の買収提案者に積極的に接触することを禁止する条項が含まれていたものの、対抗提案を受けること自体は制限されておらず、かつ、対抗提案に応じないこと又は賛同決議を撤回しないことが当社の取締役の善管注意義務違反となるような場合においてはそれらの義務を負わない条項が確保されていたことからすれば、当該各条項の存在は公正性の判断に影響を及ぼさないと考えられたこと

d．前回取引においては、M o M条件が設定されていなかったものの、公開買付者及び当社において、前回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として、上記a．乃至c．並びに下記e．及びf．記載のような措置を実施していたことを踏まえると、前回取引においてM o M条件を設定しないことが、直ちに前回取引の公正性を損なわせるものとはいえないと考えられたこと

e．M & A 指針が開示を求める特別委員会に関する情報、株式価値算定書に関する情報及びその他の情報は、十分に開示されるものと認められたこと

f．前回取引においては、少数株主に対する強圧性を生じさせないような配慮がなされていたといえ、手続の公正性の確保に資する対応が取られていたと考えられたこと

() 上記()乃至()を踏まえ、前回取引(前回公開買付けに対して賛同し、当社の少数株主に対して本公開買付けへの応募を推奨する旨の意見表明を行うことを含む。)が少数株主にとって不利益なものでないか

上記()乃至()のとおり、前回取引は当社の企業価値の向上に資するものと認められ、是認できたこと、前回取引の取引条件は妥当なものであったと考えられたこと、及び、前回取引における手続の公正性は確保されていたと考えられたことからすれば、前回取引は、当社の少数株主にとって不利益なものではないと考えられた。

また、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)の一環として行われるものであり、当社における本取引の検討において構造的な利益相反状態が生じ得ること等に鑑み、2022年4月20日開催の取締役会において、本取引に係る当社の意思決定に慎重を期し、当社取締役会の意思決定の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とともに、本取引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の意見を取得することを目的として、当社及び公開買付者から独立し、高度の識見を有すると考えている鶴本浩司氏(当社社外取締役)、大村健氏(当社社外監査役、弁護士)及び渡邊宣昭氏(当社社外監査役、公認会計士)の3名によって構成される本特別委員会(なお、本特別委員会の委員は、設置当初から変更しておらず、また、委員の互選により、本特別委員会の委員長として鶴本浩司氏を選定しております。)を設置することを決議いたしました。

当社は、取締役会決議に基づき、本特別委員会に対し、()本取引の是非(本取引が当社の企業価値向上に資するか否かを含む。)、()本取引の取引条件の妥当性、()本取引における手続の公正性、及び()上記()乃至()を踏まえ、本取引(本公開買付けに対して賛同し、当社の少数株主に対して本公開買付けへの応募を推奨する旨の意見表明を行うことを含む。)が当社の少数株主にとって不利益なものでないか(以下「本諮問事項」と総称します。)について諮問し、これらの点についての本答申書を当社に提出することを2022年4月20日に委嘱いたしました。

また、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、当社取締役会は本公開買付けに賛同しないものとするを決議しております。さらに、本特別委員会に対しては、答申を行うに当たって必要となる一切の情報の収集を当社取締役会及び当社の担当役員に対して求める権限、取引条件の公正性が確保されるよう、本取引の取引条件の交渉に際して、事前に方針を確認し、適時に報告を受け、必要に応じて意見を述べたり、要請等を行う等により当社が公開買付者との間で行う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、及び本特別委員会が必要と認める場合には、当社取締役会が本取引のために選定した者とは異なるファイナンシャル・アドバイザーやリーガル・アドバイザーから助言を受ける権限を付与すること(この場合の合理的な費用は当社が負担すること。)を決議しております。

なお、本特別委員会の各委員に対しては、その職務の対価として、答申内容にかかわらず、固定額の報酬を支払うものとしております。

本特別委員会は、2022年5月20日より2022年6月27日までの間に合計5回(合計3時間)開催され、本諮問事項についての協議・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、公開買付者から当社又は野村證券を通じて、本取引の再開の経緯、本取引の目的、本取引の諸条件・前回取引との相違点等について説明を受けました。加えて、公開買付者ら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ァイナンシャル・アドバイザーである野村證券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、野村證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、当社及び野村證券から、公開買付者ら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) 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、公開買付者らとの間で本公開買付価格として2,800円という最終的な合意に至るまで、公開買付者ら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、公開買付者らとの交渉過程に関与いたしました。さらに、西村あさひ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、当社及び野村證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、質疑応答を行いました。

なお、本特別委員会は、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野村證券並びに当社のリーガル・アドバイザーである西村あさひ法律事務所について、それぞれの独立性の程度、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。また、本特別委員会は、第1回の本特別委員会において、当社及び公開買付者らから独立したファイナンシャル・アドバイザーとして野村證券を、当社及び公開買付者らから独立したリーガル・アドバイザーとして西村あさひ法律事務所を、本特別委員会のアドバイザーとして選任することを決議しております。

これらの内容を踏まえ、本特別委員会は、野村證券及び西村あさひ法律事務所の助言を得ながら、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・検討した結果、2022年6月27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いたしました。

() 本取引の是非(本取引が当社の企業価値向上に資するか否かを含む。)

本特別委員会が当社、公開買付者及び佐谷氏から受けた説明並びに本特別委員会に提出された資料を踏まえると、上記「(2) 意見の根拠及び理由」の「 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」に記載の本取引に至る背景となる当社の事業内容・事業環境については、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や当社取締役会の理解とも整合すると考えられる。

そのような事業環境を踏まえ、上記「(2) 意見の根拠及び理由」の「 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「() 本公開買付け後の経営方針」に記載の本取引後に講じられることが具体的に想定される施策は、当社の現在の事業内容及び経営状況を前提とした合理的なものであり、当社における将来の中長期的な企業価値の向上のための施策として、現実的なものであると考えられる。そして、当該施策が実現されれば、当社を「スパイラルを使ってWebシステム開発を行う会社」から「IT人材不足を解消するローコード・プラットフォーム運営会社」へと進化させていくことが可能になるという公開買付者の説明についても、不合理な点は認められない。

なお、本取引の実施により、当社は上場を廃止することが企図されているところ、これが実現されれば、抜本的な施策の実行、迅速な意思決定、及び、情報管理の円滑化といった目的の達成が容易になるとともに、上場コストの削減といった効果も併せて見込まれ、これらは当社の中長期的な企業価値の向上に大きく資するものと認められる。他方で、一般的に上場廃止に伴うデメリットとして懸念されている事項に関して、公開買付者及び佐谷氏からの説明を踏まえると、当社の企業価値を大きく毀損するおそれは低いと考えられる。

これらの検討内容を踏まえると、本取引は当社の中長期的な企業価値の向上に資するものと認められ、是認できる。

() 本取引の取引条件の妥当性

以下に述べる理由から、本取引の取引条件は妥当なものであると考えられる。

a. 上記「(2) 意見の根拠及び理由」の「 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「() 前回公開買付けの結果並びに本公開買付けを実施するに至った背景、理由及び意思決定の過程」に記載のとおり、本公開買付価格は、アドバイザー及び本特別委員会の助言を踏まえて、当社と公開買付者との間の真摯な価格交渉の結果、決定されており、これらの当社と公開買付者との間の本公開買付価格の交渉に係る経緯には、不合理な点は認められないことから、公開買付者との取引条件に関する協議・交渉過程は、独立した当事者間の交渉と認められる公正なものであり、企業価値を高めつつ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た合理的な努力が行われる状況が確保されていたものと認められること

- b. 当社は、本公開買付けに関する意見表明を行うに当たり、当社及び公開買付者から独立したファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関である野村證券に対して、当社株式の株式価値の算定を依頼し、2022年6月27日付で本株式価値算定書を取得し、本特別委員会は、本株式価値算定書の内容を検討するとともに、野村證券から、本株式価値算定書の内容について説明を受けたところ、野村證券が当社株式の株式価値の算定に用いた上記の各手法は、いずれも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、その算定の内容についても現在の実務に照らして一般的、妥当なものであると考えられ、当該算定の基礎となった当社の財務予測について、当社及び野村證券からの説明を踏まえ、本特別委員会においても、当該財務予測の作成経緯及び当社の現状を把握した上で、検討したが、その内容に不合理な点は認められなかったこと
- c. 本公開買付価格は、本答申書作成日である2022年6月27日の東京証券取引所スタンダード市場における当社株式の終値2,784円に対して0.57%、直近5営業日の終値の単純平均値2,773円に対して0.97%、直近1ヶ月間の終値の単純平均値2,760円に対して1.45%、直近3ヶ月間の終値の単純平均値2,632円に対して6.38%及び直近6ヶ月間の終値の単純平均値2,574円に対して8.78%のプレミアムをそれぞれ加えた価格であり、いずれについても、2019年初来2022年6月27日までに公表された非公開化を目的としたMBO事例35件における買付け等の価格決定の際に付与されたプレミアム水準（公表日前営業日の終値に対するプレミアムの中央値・平均値（39.34%、39.98%）、直近1ヶ月間の終値の単純平均値に対するプレミアムの中央値・平均値（39.53%、41.56%）、直近3ヶ月間の終値の単純平均値に対するプレミアムの中央値・平均値（41.18%、46.10%）、及び直近6ヶ月間の終値の単純平均値に対するプレミアムの中央値・平均値（45.40%、45.83%））に比べて高い水準であるとは言いがたいものの、上記のとおり一定のプレミアムは付されていることから、当社の少数株主に投資回収機会を提供する観点では一定の合理性を有する水準であるということが出来る。また、上記a.の経緯や、上記b.のとおり、本公開買付価格は、類似会社比較法を用いて算出した当社株式の株式価値のレンジの上限を大きく超えるところに位置付けられており、また、DCF法を用いて算出した当社株式の株式価値のレンジの範囲内に位置付けられていることも併せ考えると、本公開買付価格は当社の少数株主にとって妥当であり、応募を推奨する水準に達していると考えられること
- d. スクイズアウト手続の方法は、会社法第180条に基づく株式併合により行われる予定であり、本取引に反対する株主に株式買取請求権又は価格決定請求権が確保できないスキームは採用されおらず、また、本公開買付けが成立した場合には本株式併合を行い、本株式併合において本公開買付けに応募しなかった当社の株主（公開買付者、佐谷氏及びTGAを除く。）に対して交付される金銭の額が、本公開買付価格に当該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設定した上で、裁判所に対して任意売却許可の申立てを行うことを当社に要請する予定とのことであり、本株式併合においては、少数株主が本公開買付けに応募するか否かに当たって、仮に本公開買付けに応募しなかった場合に不利に取り扱われることが予想される状況には陥らないような配慮がなされていることから、本株式併合に係る取引条件は、公正かつ妥当であるといえること
- e. 当社の事業計画等に鑑みれば今後も継続して安定した収益が見込まれること等を踏まえると、本銀行融資又は本取引により当社の企業価値に重大な悪影響を与えるような財務状況の悪化が生じるものとは認められないこと
- f. 上記c.乃至e.に記載した条件の他には、本取引に係る取引条件について、他の類似事例と比較して、当社の少数株主にとって不利益となり得る特段の事情は認められないこと

() 本取引における手続の公正性

以下のとおり、本取引においては2019年6月28日付で経済産業省が公表した「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。）に定められる各公正性担保措置に則った適切な対応が行われており、その内容に不合理な点は見当たらないため、本取引の手続の公正性は確保されていると考えられる。

- a. 本取引においては、取引条件の形成過程の初期段階から、本特別委員会が関与していたことが認められること、本特別委員会の委員は、それぞれ独立性を有することが確認されており、専門性・属性にも十分配慮して選定されたものであることが認められること、本特別委員会の設置、権限及び職責、委員の選定や報酬の決定の各過程において、当社の独立社外取締役及び独立社外監査役が主体性を持って直接かつ実質的に関与する体制が確保されていたことが認められること、本特別委員会は、公開買付者らとの間の取引条件に関する交渉過程に、当社取締役会を通じて直接かつ実質的に関与してきたことが認められること、本特別委員会においては、当社の企業価値向上の観点及び少数株主の利益を図る観点から、本取引に関する検討過程において適時に各外部アドバイザーの専門的な助言・意見等を取得し、本取引の是非、本公開買付価格を始めとする本取引の取引条件の妥当性、本取引における手続の公正性等について慎重に検討及び協議を行う体制が確保されていたと認められること、本特別委員会が非公開情報も含めて重要な情報を入手し、これを踏まえて検

討・判断を行うことのできる体制を整備していることが認められること、本取引の検討について本特別委員会に求められる役割を適切に果たすための特別の報酬が、本取引の成否と関係なく支払われることとなっていることを踏まえると、特別委員が時間的・労力的なコミットメントを行いやすく、かつ本取引の成否から独立した立場から判断を行うための環境が整えられていることが認められること、本取引については取締役会が特別委員会の意見を最大限尊重して意思決定を行うことのできる体制が確保されていることが認められること、本取引の検討・交渉に際しては、本取引に利害関係を有しない大屋重幸氏を中心として、公開買付者らから独立した社内検討体制、及び利害関係を有する取締役を本取引の検討・交渉に関与させない体制が整備されていたこと等が認められることから、本取引の検討に際しては、特別委員会の実効性を高める工夫に関するM&A指針の指摘事項に配慮した上で、独立性を有する特別委員会が設置されており、これが有効に機能していることが認められること

- b. 本取引においては、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過程における公正性及び適正性を確保するために、当社及び公開買付者らから独立したリーガル・アドバイザーとして西村あさひ法律事務所を選任し、同事務所から、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、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、当社及び公開買付者らから独立したファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関として、野村證券に当社株式の株式価値の算定を依頼し、2022年6月27日付で本株式価値算定書を取得しており、かつ、野村證券の独立性に問題はないとする当社の判断に不合理な点は見当たらないこと
- c. 本取引においては、対抗的な買付け等の機会が確保されており、本公開買付けにおける買付け等の期間が29営業日に設定されていることと併せ、少なくとも、本公開買付けの公正性の担保に配慮した、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他、本取引に関しては、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・チェックと同等の取引機会が確保されていたとはいえないものの、佐谷氏は、APを含む複数の候補者による提案の提出を受け、かかる提案や各社との面談の結果等との比較を通じて、公開買付者と共同して当社との間で前回取引並びに本取引を実行することを決定したこと、及び、前回公開買付けの公表後、対抗的な非公開化の提案を行うのに十分な期間が経過していることを踏まえると、実質的なマーケット・チェックが行われたという見方もできることからすれば、いわゆる間接的なマーケット・チェックのみが実施されている事例に比して、公開買付者以外の者による当社株式に対する買付け等その他の取引機会が実質的には確保されていたことが認められること。また、当社が公開買付者との間で締結することを予定している本公開買付実施契約において賛同維持義務及び他の買収提案者に積極的に接触することを禁止する条項が含まれているものの、対抗提案を受けること自体は制限されておらず、かつ、対抗提案に応じないこと又は賛同決議を撤回しないことが当社の取締役の善管注意義務違反となるような場合においてはそれらの義務を負わない条項が確保されていることからすれば、当該各条項の存在は公正性の判断に影響を及ぼさないと考えられること
- d. 本公開買付けにおける買付予定数の下限（783,400株、所有割合：9.89%）については、応募合意株主及びTGAは、保有する当社株式数が一般株主に比して非常に多く、市場で保有株式を処分した場合には株価が需給悪化によって下落する可能性が相当程度あるため、本公開買付価格により全ての保有株式を処分することによるメリットが少数株主に比して大きいことからすると、MOMの趣旨に鑑みた下限の設定として十分なものとは言えないものの、()応募合意株主は、本公開買付けにおいて本応募合意株式を本公開買付けに応募すること（また、東山氏については、TGA株式の譲渡を通じて間接的にTGA所有当社株式を公開買付者に譲渡すること）を、公開買付者との間で合意する予定であるところ、当社の2022年5月31日時点の発行済株式総数から同日の自己株式数を控除した株式数（7,917,742株）から本応募合意株式（1,301,800株、所有割合：16.44%）及び本不応募合意株式（4,495,100株、所有割合：56.77%）を除いた株式数（2,120,842株、所有割合：26.79%）を少数株主が所有する株式であるとして、MOMの買付予定数の下限（1,060,421株、所有割合：13.39%）を設定すると、第三者が約13.39%という比較的少ない株式取得を通じて本公開買付けの妨害をすることが可能になるため、本公開買付けの成立を不安定なものとし、かえって本公開買付けに応募することを希望する当社の少数株主の利益に資さない可能性もあること、()公開買付者及び当社において、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として、上記a.乃至c.並びに下記e.及びf.記載のような措置を実施していること、()上記c.に記載のとおり、前回公開買付けの公表後も対抗的な非公開化の提案が行われなかったことからすれば、マジョリティ・オブ・マイノリティの買付予定数の下限を設定していないことのみにより本取引における手続の公正性が損なわれるものではないと考えられること
- e. M&A指針が開示を求める特別委員会に関する情報、株式価値算定書に関する情報及びその他の情報は、十分に開示されるものと認められること

f. 本取引においては、少数株主に対する強圧性を生じさせないような配慮がなされているといえ、
手続の公正性の確保に資する対応が取られていると考えられること

()上記()乃至()を踏まえ、本取引(本公開買付けに対して賛同し、当社の少数株主に対して本公開買付けへの応募を推奨する旨の意見表明を行うことを含む。)が少数株主にとって不利益なものでないか

上記()乃至()のとおり、本取引の実施により当社の中長期的な企業価値の向上に資すると考えられ、是認できること、本取引の取引条件は当社の妥当なものであると考えられること、及び、本取引における手続の公正性は確保されていると考えられることからすれば、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られる。

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利害関係を有しない監査役全員の異議がない旨の意見
前回取引において、当社は、西村あさひ法律事務所から受けた法的助言及び野村證券から取得した前回株式価値算定書の内容を踏まえつつ、前回特別委員会から提出された前回回答申書の内容を最大限に尊重しながら、前回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、前回取引は公正な手続を通じて行われることにより当社の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協議を行いました。

その結果、上記「(2)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、()非公開化をせずに当社がこれまでどおりの上場を維持したままでは実現できないような成長に向けた施策についての取組みは、中長期的には当社グループの企業価値向上が期待できるものの、上場を維持したままでこれらの施策を実施すれば、当社の株主の皆様に対して、短期的に当社株式の株価下落といった不利益を与えるおそれが懸念されたことから、かかる懸念を払拭し、当社が将来的な成長を目指すためには、非公開化により、中長期的な視点に立った上で機動的かつ抜本的な意思決定を可能とする経営体制を構築し、APの協力の下、当社の経営陣及び従業員が一丸となって、事業戦略を推進することが重要との考えに至ったこと、()前回公開買付け価格(2,800円)及び前回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、前回公開買付けは、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こと、加えて、()前回新株予約権についても、前回新株予約権買付価格は、前回公開買付け価格を基に算定されていることから、2021年9月30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(取締役合計5名のうち、佐谷氏を除く取締役4名)の全員一致で、前回公開買付けに賛同の意見を表明するとともに、当社の株主及び新株予約権者の皆様に対して、前回公開買付けへの応募を推奨すること、及び、前回公開買付けの成立を条件として、前回公開買付けの実施に続く前回取引の第二段階として、会社法第459条第1項の規定による当社定款の規定及び会社法第156条第1項の規定に基づき、自己株式の取得及びその具体的な取得方法として前回自社株公開買付け価格を2,611円とする前回自社株公開買付けを行う予定であることを決議いたしました。

なお、上記取締役会には、当社の監査役3名全員が出席し、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。

当社の取締役のうち、代表取締役社長である佐谷氏は、前回公開買付けが成立した場合には、公開買付けに対して出資を行うことを予定していたこと及び前回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たことから、前回取引に関して当社と構造的な利益相反状態にあったため、特別利害関係取締役として、上記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・交渉には一切参加しておりません。

また、当社は、西村あさひ法律事務所から受けた法的助言及び野村證券から取得した本株式価値算定書の内容を踏まえつつ、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当社の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協議を行いました。

その結果、上記「(2)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、()非公開化をせずに当社がこれまでどおりの上場を維持したままでは実現できないような成長に向けた施策についての取組みは、中長期的には当社グループの企業価値向上が期待できるものの、上場を維持したままでこれらの施策を実施すれば、当社の株主の皆様に対して、短期的に当社株式の株価下落といった不利益を与えるおそれが懸念されることから、かかる懸念を払拭し、当社が将来的な成長を目指すためには、前回取引と同様、非公開化により、中長期的な視点に立った上で機動的かつ抜本的な意思決定を可能とする経営体制を構築し、APの協力の下、当社の経営陣及び従業員が一丸となって、事業戦略を推進することが重要との考えに至ったこと、()本公開買付け価格(2,800円)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ことから、2022年6月28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(取締役合計5名のうち、佐谷氏を除く取締役4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ことを決議いたしました。

なお、上記取締役会には、当社の監査役3名全員が出席し、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。

また、当社の取締役のうち、代表取締役社長である佐谷氏は、本公開買付けが成立した場合には、公開買付者に対して出資を行うことを予定していること及び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ことから、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、特別利害関係取締役として、上記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・交渉には一切参加しておりません。

本公開買付けの公正性を担保する客観的状況の確保

下記「(7) 公開買付者と当社の株主・取締役との間における本公開買付けに関する重要な合意に関する事項」の「本公開買付実施契約」に記載のとおり、本公開買付実施契約においては、当社が公開買付者以外の者（以下「対抗的買収提案者」といいます。）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が含まれている一方で、当社が、第三者から競合取引の提案を受けた場合において、会社法実務において十分な経験及び評判を有する弁護士の書面による助言に基づき、本賛同決議を撤回又は変更しないことが、当社の取締役の善管注意義務違反となる可能性が高いと当社の取締役会が合理的に判断するときには対抗的買収提案者との接触を許容する旨の例外が設けられております。なお、公開買付者は、本公開買付けにおいては、本公開買付期間を、前回公開買付けの31営業日と異なり、29営業日に設定しておりますが、法令に定められた最短期間が20営業日であるところ、比較的長期に公開買付期間を設定したことに変わりなく、また、過去MBO事例において一般的な30営業日から1営業日不足する29営業日として設定した場合でも、当社株式について対抗的買収提案が直ちにできなくなるわけではないと考えられることから、当社の株主の皆様の本公開買付けに対する応募について適切な判断機会を確保するとともに、当社株式について対抗的買収提案者にも対抗的な買付け等を行う機会を確保し、もって本公開買付けの公正性を担保することを意図しているとのことです。加えて、上記「(2) 意見の根拠及び理由」の「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「() 前回公開買付けの実施に至る経緯」及び「() 前回公開買付けの結果並びに本公開買付けを実施するに至った背景、理由及び意思決定の過程」に記載のとおり、佐谷氏は、APを含む複数の候補者による提案の提出を受け、かかる提案や各社との面談の結果等との比較を通じて、公開買付者と共同して当社との間で前回取引並びに本取引を実行することを決定したとのことであり、本取引に関して、公開買付者以外の者による当社株式に対する買付け等その他の取引機会は、実質的には設けられていたものと考えられます。このように、上記本公開買付期間の設定とあわせ、対抗的な買付け等の機会等が確保されていることを確認しており、本公開買付けの公正性の担保に配慮しております。

(7) 公開買付者と当社の株主・取締役との間における本公開買付けに関する重要な合意に関する事項

本基本契約

公開買付者は、2022年6月28日付で、佐谷氏との間で、以下の内容を含む本基本契約を締結しているとのことです。なお、前回公開買付けからのスキームの変更に伴う前回基本契約からの内容変更にとどまり、今回新たに追記した下記()から()に関する事項を含め、実質的な変更はないとのことです。

- () 公開買付者が本公開買付けを実施した場合、佐谷氏がその所有する当社株式2,821,100株の全て（所有割合：35.63%）について本公開買付けに応募しないこと
- () 公開買付者及び佐谷氏が、本公開買付けが成立したこと及びTGA株式の譲渡の実行を条件として、当社の株主を公開買付者、佐谷氏及びTGA（ただし、別途公開買付者が要請した場合には、佐谷氏及びTGA）のみとするために、公開買付者が合理的に要請する時期、条件及び方法により、当社の株式併合が実施されるよう、株式併合に必要な協力を行うこと
- () 公開買付者及び佐谷氏が、TGA合併及び本合併が行われるよう、TGA合併及び本合併に必要な協力を行うこと並びにTGA合併及び本合併の効力発生後において佐谷氏が存続会社の議決権の33.00%を所有することとなるために必要な手続を行うこと
- () 公開買付者の要請に応じ、本臨時株主総会において、公開買付者が指名する者が当社及び公開買付者が指定する当社の子会社の役員として選任されるよう、必要な協力を行うこと
- () 当社株式（本合併前の当社株式及び本合併後の存続会社である公開買付者の株式を含みます。）に関する事項（佐谷氏による当社株式の譲渡禁止、並びに、公開買付者が当社株式を第三者に譲渡する際に、(a) 佐谷氏も同条件で当該第三者に当社株式を譲渡できる権利（タグ・アロング権）及び(b) 公開買付者が佐谷氏に対して当該第三者への当社株式の譲渡を請求できる権利（ドラッグ・アロング権））
- () 佐谷氏は、本基本契約締結日後、本合併後保有割合が実現する日以前の日を権利行使の基準日とする当社の株主総会が開催される場合、当該株主総会におけるその所有する株式に係る議決権その他の一切の権利の行使について、公開買付者の要請に従い、(a) 全て公開買付者の要請に従って行か、又は、(b) 公開買付者若しくは公開買付者の指定する者に対して権限者による記名押印のある適宜な委任状を交付して包括的な代理権を授与し、かつ、かかる代理権の授与を撤回しないこと

- () 佐谷氏は、当社グループをして、本基本契約締結日から株式併合完了日（本株式併合の効力発生により、当社の株主が佐谷氏、TGA及び買付者（ただし、別途公開買付者が要請した場合には、佐谷氏及びTGA）のみとなった日をいう。）までの間、(a)従前の実務に従った通常の業務の範囲内でその業務の執行及び財産の管理・運営を行わせ、(b)法令等を遵守させ、適正にその業務を運営させるとともに、(c)本公開買付けの撤回事由に該当し又は当社の株式価値に重大な悪影響を与えるおそれのある行為を行わせないこと
 - () 本公開買付けが成立した場合、本公開買付け決済開始日以降、佐谷氏は、当社をして、公開買付者が指名する者を当社の顧問として起用させ、又は公開買付者が指定する当社の重要な会議体にオブザーバーとして参加させるよう、公開買付者の合理的な要請に応じること
 - () 佐谷氏は、当社グループをして、合理的に必要な範囲で、公開買付者又はA Pの役員、従業員又はそのアドバイザー等に対し、質問に対する回答、資料の提供、面談の機会の提供その他の協力を行わせること
 - () 佐谷氏は、本基本契約締結日以降、第三者との間で競合取引に関する提案、勧誘、情報提供、協議、合意等を一切行わず、公開買付者以外の者から競合取引の提案を受け、又はかかる提案が存在することを知った場合、速やかに、公開買付者に対し、その旨及び当該提案の内容を通知し、対応につき公開買付者との間で誠実に協議すること
 - () 佐谷氏は、自ら及び当社をして、本取引に係る資金調達に関連する契約を締結し又は履行するために必要となる事項について、公開買付者の要請に応じて、合理的な範囲で、最大限の協力を行い又は行わせること
 - () 各当事者は、契約終了・解除事由について合意するとともに、本基本契約上の自己の義務の違反又は表明及び保証（注1）の違反に起因又は関連して相手方が被った損害等を補償する義務、秘密保持義務その他の本基本契約上の一般条項に基づく義務を負うこと
- (注1) 佐谷氏は、本基本契約に基づき、本基本契約の締結日、本公開買付けの開始日、本決済開始日において、佐谷氏の(ア)権利能力、本契約の締結及び履行、(イ)強制執行可能性、(ウ)法令等との抵触の不存在、(エ)許認可等の取得、(オ)倒産申立原因等の不存在、(カ)反社会的勢力との関係の不存在、(キ)当社株式の適法かつ有効な所有を表明及び保証するとともに、当社の(ク)設立及び存続、(ケ)発行可能株式総数・発行済株式等、(コ)子会社・関連会社、(サ)有価証券報告書等の適正性、(シ)財務諸表の適正性、(ス)債務及び負債の不存在、(セ)システム及びソフトウェアの適法かつ有効な所有等、(ソ)法令等の遵守・許認可等、(タ)公租公課の適正な納付等、訴訟等の不存在、(チ)倒産手続等の不存在、(ツ)反社会的勢力との関係の不存在、(テ)インサイダー情報の不存在、並びに(ト)開示情報の正確性を表明及び保証しているとのことです。また、公開買付者は、本基本契約上、佐谷氏との間で、株式併合（なお、本株式併合が複数の株式併合により構成される場合には、初回の株式併合）の効力発生後速やかに、当社の運営や公開買付者及び佐谷氏が所有する当社株式に関する事項を定めた株主間契約並びに当社の経営に関する事項を定めた経営委任契約を締結することを予定しているとのことですが、現時点においては具体的に合意されている事項はないとのことです。

本応募契約

公開買付者は、2022年6月28日付で、ミライノベート及びオータスとの間で、それぞれ本応募契約を締結し、ミライノベートが所有する当社株式（所有割合：6.60%）及びオータスが所有する当社株式（所有割合：9.14%）について本公開買付けに応募し、かつ、応募を撤回しない旨を合意するとともに、第三者に対して譲渡、承継、移転、担保権の設定その他の処分をしてはならない旨を合意しているとのことです。また、ミライノベート及びオータスは、本応募契約締結日後、本決済開始日までの間、それぞれの所有する当社株式の譲渡、担保設定その他の処分その他本公開買付けと実質的に抵触し又は本公開買付けの実行を困難にする取引及びそれらに関する合意を行わず、かかる取引に関する提案、勧誘、協議、交渉又は情報提供を行わず、第三者からかかる取引に関する情報提供、提案、勧誘、協議その他の申出を受けた場合には、速やかに、公開買付者に対して、その事実及び内容を通知する旨合意しているとのことです。さらに、ミライノベート及びオータスは、本公開買付け開始日後に、本決済開始日以前の日を権利行使の基準日とする当社の株主総会が開催される場合、当該株主総会におけるそれぞれが所有する当社株式に係る議決権その他の一切の権利の行使について、公開買付者の選択に従い、(a)全て公開買付者の指示に従って行かうか、又は、(b)公開買付者若しくは公開買付者の指定する者に対して権限者による記名押印のある適式な委任状を交付して包括的な代理権を授与し、かつ、かかる代理権の授与を撤回しない旨を合意しているとのことです。なお、ミライノベート及びオータスが所有する当社株式の合計数は1,245,800株であり、所有割合の合計は15.73%です。また、ミライノベート及びオータスが、本応募契約上の表明及び保証（注2）又は義務（ミライノベート及びオータスが本公開買付けに応募することを含みます。）に違反した場合、かかる違反ごとに、違約金として、ミライノベート及びオータスは連帯して、本公開買付け価格にミライノベート及びオータスが所有する当社株式の合計数を乗じた金額の20%を直ちに公開買付者に対して支払う旨合意しているとのことです。また、各当事者は、解除事由として、()相手方当事者に表明及び保証の重大な違反が存在する場合、()本応募契約に規定される相手方当事者の重大な義務の違反が存在する場合、又は()

自らの責めに帰すべからざる事由により本公開買付けが2022年9月30日までに開始されない場合)について合意するとともに、秘密保持義務その他の本応募契約上の一般条項に基づく義務を負っているとのことです。なお、本応募契約に基づく応募の前提条件は存在しないとのことです。

(注2) ミライノベート及びオータスは、それぞれ、本応募契約に基づき、本応募契約の締結日、本公開買付けの開始日、本決済開始日において、()ミライノベート及びオータスの適法かつ有効な設立及び存続、事業に必要な権限及び権能、()本応募契約の有効な締結及び手続の履践、()強制執行可能性、()ミライノベート及びオータスによる本応募契約の締結又は履行に必要とされる許認可等の取得又は履践、()法令等との抵触の不存在、()ミライノベート及びオータスに係る倒産手続等の不存在、()反社会的勢力との関係の不存在、()ミライノベート及びオータスによる当社株式の適法かつ有効な所有、並びに()ミライノベート及びオータス並びにそれらの関係者が本取引に関して金融商品取引法上の一定の規制を遵守していることを表明及び保証しているとのことです。

本株式譲渡契約

()本株式譲渡契約の概要

公開買付者、東山氏及びTGAは、2022年6月28日付で本株式譲渡契約を締結し、本公開買付けの成立及びその他一定の事項の充足を条件に、TGA株式譲渡日をもって、東山氏がTGA株式を公開買付者に譲渡する旨を合意しているとのことです。なお、上記条件の詳細については下記()をご参照ください。

() TGAが本公開買付けへ応募しないことに関する合意

TGAは、本株式譲渡契約において、本公開買付けに対し、TGA所有当社株式の全部に応募せず、本株式譲渡契約の締結日からTGA株式譲渡日までの間、TGA所有当社株式の全部について、第三者に対する譲渡、移転、承継、担保提供その他の方法による処分を行わない旨を合意しているとのことです。また、東山氏は、東山氏による公開買付け者に対するTGA株式の譲渡の実行までの間、TGAをして、本株式譲渡契約に基づくTGAの義務の一切を履行又は遵守させる旨を合意しているとのことです。

なお、公開買付け者は、本株式譲渡契約上、TGAの財務状態、経営成績、キャッシュ・フロー、事業、資産又は負債に対する重大な悪影響を及ぼす可能性のある事由又は事象（ただし、本株式譲渡契約において別途明示的に予定されている事由又は事象を除く。）が発生し、又はその他東山氏が下記の本株式譲渡契約上の東山氏の表明及び保証若しくは義務に重要な点において違反した場合には、東山氏に対し、TGA株式の譲渡に代えて、TGAをして当社株式の全てを本公開買付けに応募させること、又は、本公開買付けの成立後、当社が非公開化（株式の併合により当社の株主を公開買付け者、佐谷氏及びTGA（ただし、別途公開買付け者が要請した場合には、佐谷氏及びTGA）のみとするを含む。）するまでの間、TGAの運営等に係る義務を存続させ、その間に開催される全ての当社の株主総会について、下記（ ）に記載された義務と同様の義務の履行を要求する権利を有しているとのことです。

() 東山氏による本公開買付けへの応募株券等

東山氏は、本株式譲渡契約において東山氏が所有する当社株式56,000株（所有割合：0.71%）について本公開買付けに応募し、かつ、所有する当社株式を公開買付け者以外の第三者に対して譲渡、承継、移転、担保権の設定その他の処分をしてはならない旨を合意しているとのことです。なお、本株式譲渡契約に基づく応募の前提条件は存在しないとのことです。

() TGA株式の譲渡に関する前提条件

本株式譲渡契約に基づく東山氏による公開買付け者に対するTGA株式の譲渡を実行する義務の履行は、(ア)本公開買付けが成立していることに加えて、(イ)本株式譲渡契約上の公開買付け者の表明及び保証（注3）が重要な点において真実かつ正確であること、(ウ)公開買付け者が本株式譲渡契約上の義務（注4）を重要な点において履行又は遵守していること並びに(エ)TGA会社分割の効力が適法かつ有効に発生していることが前提条件とされているとのことです。

(注3) 公開買付け者は、本株式譲渡契約に基づき、本株式譲渡契約の締結日、本公開買付けの開始日、TGA株式譲渡日及び本決済開始日において、(ア)公開買付け者の適法かつ有効な設立及び存続、事業に必要な権限及び権能、(イ)本株式譲渡契約の有効な締結及び手続の履践、(ウ)強制執行可能性、(エ)公開買付け者による本株式譲渡契約の締結又は履行に必要とされる許認可等の取得又は履践、(オ)法令等との抵触の不存在、(カ)公開買付け者に係る倒産手続等の不存在、並びに(キ)反社会的勢力との関係の不存在を表明及び保証しているとのことです。

(注4) 公開買付け者は、本株式譲渡契約に基づき、(ア)TGA株式を譲り受ける義務のほか、(イ)本株式譲渡契約上の公開買付け者の義務又は上記の（注2）に記載した公開買付け者の表明及び保証の違反に起因又は関連して東山氏が被った損害等を補償する義務、並びに(ウ)秘密保持義務その他の本株式譲渡契約上の一般条項に基づく義務を負っているとのことです。

また、本株式譲渡契約に基づく公開買付け者による東山氏からのTGA株式の譲受けを実行する義務の履行は、(ア)本公開買付けが成立していることに加えて、(イ)本株式譲渡契約上の東山氏及びTGAの表明及び保証（注5）が重要な点において真実かつ正確であること、(ウ)東山氏及びTGAが本株式譲渡契約上の義務（注6）を重要な点において履行又は遵守していること、(エ)TGA会社分割の効力が適法かつ有効に発生していること、(オ)TGA株式の譲渡を承認する旨のTGAの株主総会決議が適法かつ有効に行われていること、(カ)東山氏がTGA株式譲渡日をもってTGAの取締役を辞任する旨の辞任届を提出していること、(キ)公開買付け者が、TGA株式譲渡価額の支払いに必要な資金の調達を完了していること、並びに(ク)TGAの財務状態、経営成績、キャッシュ・フロー、事業、資産又は負債に重大な悪影響を及ぼす可能性のある事由又は事象が発生又は判明しておらず、そのおそれもないことが前提条件とされているとのことです。

(注5) 東山氏及びTGAは、本株式譲渡契約に基づき、本株式譲渡契約の締結日、本公開買付けの開始日、TGA株式譲渡日及び本決済開始日において、(ア)東山氏の意味能力、(イ)本株式譲渡契約の有効な締結及び手続の履践、(ウ)強制執行可能性、(エ)東山氏及びTGAによる本株式譲渡契約の締結又は履行に必要とされる許認可等の取得又は履践、(オ)法令等との抵触の不存在、(カ)東山氏及びTGAに係る倒産手続等の不存在、(キ)反社会的勢力との関係の不存在、(ク)TGAの適法かつ有効な設立及び存続、(ケ)TGA株式に係る権利の帰属及び担保権等の負担の不存在、(コ)TGAの財務諸表及び会計帳簿等の内容の適正性、(サ)TGA株式譲渡日において、TGA会社分割が適法かつ有効に行われていること、(シ)TGA株式譲渡日において、TGAが所有する資産がTGA所有当社株式、現預金及び税金資産以外に存在しないこと並びにTGA所有当社株式に係る権利の帰属及び担保権

等の負担の不存在、(ス)その性質上、TGA会社分割によって吸収分割承継に承継させることができない発生済みの公租公課等に係る債務を除き、TGA株式譲渡日において、TGAは何らの債務も負担していないこと、(セ)TGA株式譲渡日において、TGAが締結している契約等が取締役との間の委任契約を除き存在しないこと、(ソ)TGAが法令等及び司法・行政機関等の判断等を遵守していること、(タ)TGAに従業員が存在しないこと、(チ)TGAの税務申告及び支払いの適正性、(ツ)本株式譲渡契約の締結日において、TGAが受給した新型コロナウイルス感染症拡大への対応のための持続化給付金(中小法人等向け)に関して、TGAは加算金及び延滞金の支払いの請求を受けておらず、当該持続化給付金及びTGAが公開買付者に開示した計算書類等に記載のものを除き、TGAが受給している給付金等の金銭は存在しないこと、(テ)TGAにおける訴訟又はクレーム等の不存在、並びに、(ト)重要な情報が開示されており、開示された情報が重要な点において真実かつ正確なものであり、重要な点において不正確な事実又は誤解を生じさせるような事実を含んでおらず、重大な誤解を招かないようにするために必要な情報で未開示のものは存在しないことを表明及び保証しているとのことです。また、東山氏は、上記(ア)乃至(ト)に加えて、TGA会社分割が法人税法上の税制適格要件を充足するため、本株式譲渡契約に基づき、本株式譲渡契約の締結日、本公開買付けの開始日及びTGA会社分割の効力発生日において、(ナ)TGA会社分割に係る吸収分割承継会社(T.G.アセット合同会社)の社員持分の全部を単独で適法かつ有効に保有しており、吸収分割承継会社の実質上の唯一の社員であること、並びに(ニ)当該社員持分の全部をTGA会社分割以後継続して保有することを見込んでいることを表明及び保証しているとのことです。

(注6) TGAは、本株式譲渡契約において、(ア)本公開買付けの成立を条件に、TGA会社分割を実施する義務、(イ)本株式譲渡契約の締結日からTGA株式譲渡日までの間、本株式譲渡契約の締結日に行われていたものと実質的に同一かつ通常の業務の範囲においてその事業を行う義務、(ウ)本株式譲渡契約の締結日からTGA株式譲渡日までの間、公開買付者に対して、TGAに係る情報への一定のアクセスを認める義務、(エ)上記()に記載した、本株式譲渡契約の締結日からTGA株式譲渡日までの間、TGA所有当社株式の全部について、本公開買付けへ応募しない義務、(オ)下記()に記載したTGA所有当社株式に係る議決権行使に関する義務、(カ)本株式譲渡契約上の東山氏及びTGAの義務又は東山氏及びTGAの表明及び保証の違反に起因又は関連して公開買付者が被った損害等を補償する義務、並びに(キ)秘密保持義務その他の本株式譲渡契約上の一般条項に基づく義務その他一定の義務を負っているとのことです。また、東山氏は、本株式譲渡契約において、(ク)TGA株式を公開買付者に対して譲り渡す義務のほか、(ケ)東山氏による公開買付者に対するTGA株式の譲渡の実行までの間、TGAをして、上記(ア)乃至(キ)を含む本株式譲渡契約に基づくTGAの義務の一切を履行又は遵守させる義務その他一定の義務を負っているとのことです。また、東山氏及びTGAは本株式譲渡契約締結日後、本決済開始日までの間(TGAについてはTGA株式譲渡日までの間)、東山氏が保有する当社株式、TGA株式及びTGA所有当社株式の譲渡、担保設定その他の処分その他本取引と実質的に抵触し又は本取引の実行を困難にする取引及びそれらに関する合意を行わず、かかる取引に関する提案、勧誘、協議、交渉又は情報提供を行わず、第三者からかかる取引に関する情報提供、提案、勧誘、協議その他の申出を受けた場合には、速やかに、買主に対して、その事実及び内容を通知する義務を負っているとのことです。

() 本株式譲渡契約に基づくTGA株式の譲渡価額等

本株式譲渡契約に基づき東山氏に支払われるTGA株式譲渡価額は、本公開買付価格を基準に算定されております。すなわち、本株式譲渡契約上、TGA株式譲渡価額の総額は、TGA所有当社株式(1,674,000株)に本公開買付価格(1株につき2,800円)を乗じた金額(4,687,200,000円)から、TGA株式譲渡日においてTGAが負担する一切の債務を控除し、TGA株式譲渡日におけるTGAの現預金及び税金資産の額を加算した額とする旨が合意されており、TGAがその所有する当社株式を本公開買付けに応募した場合の対価と実質的に異なる価格になるよう設定されているとのことです。

() 当社株式に係る議決権行使に関する合意

東山氏及びTGAは、本公開買付けの開始日後に、本決済開始日以前の日を権利行使の基準日とする当社の株主総会が開催される場合、当該株主総会における東山氏が所有する当社株式及びTGA所有当社株式に係る議決権その他の一切の権利の行使について、公開買付者の選択に従い、(ア)全て公開買付者の指示に従って行うか、又は、(イ)公開買付者若しくは公開買付者の指定する者に対して権限者による記名押印のある適度な委任状を交付して包括的な代理権を授与するとともに、かかる代理権の授与を撤回しない旨を合意しているとのことです。

() 違約金

東山氏及びTGAは、本株式譲渡契約に定める自らの義務に重大な点において違反した場合、公開買付者に対し、違約金として、TGA株式譲渡価額と本公開買付価格に東山氏が所有する当社株式の数を乗じて得られる金額との合計額の20%を公開買付者に対して支払う旨を規定しているとのことです。

() 契約の解除

各当事者は、(ア)相手方の表明及び保証に重要な点において違反があった場合、(イ)相手方が本株式譲渡契約上の義務に重要な点において違反した場合、(ウ)相手方につき、倒産手続等の開始の申立てがなされた場合、(エ)自らの責めに帰すべからざる事由により、2022年9月30日までに、本株式譲渡が実行されなかった場合に本株式譲渡契約を解除することができる旨を合意しているとのことです。

本公開買付実施契約

公開買付者及び当社は、2022年6月28日付で、以下の内容を含む本公開買付実施契約を締結しております。なお、前回公開買付けからのスキームの変更に伴う前回公開買付実施契約からの内容変更にとどまり、実質的な変更はございません。

- () 当社が、2022年6月28日に、当社の取締役会において、本公開買付けに賛同し本公開買付けへの応募を推奨する旨の意見表明に係る決議（以下「本賛同決議」といいます。）を行い、法令等に従いこれを公表した上で、本公開買付期間の末日までの間、本賛同決議を維持し、これを撤回又は変更しないこと（ただし、第三者から競合取引（下記()に定義されます。）の提案を受けた場合で、会社法実務において十分な経験及び評判を有する弁護士の書面による助言に基づき、本賛同決議を撤回又は変更しないことが、当社の取締役の善管注意義務違反となる可能性が高いと当社の取締役会が合理的に判断する場合には、事前に買付者に対して通知した上で、本賛同決議を撤回又は変更することができる。）
- () 当社が、本公開買付けが成立したこと、及びTGA株式の譲渡の実行を条件として、当社の株主を佐谷氏、公開買付者及びTGA（ただし、別途公開買付者が要請した場合には、佐谷氏及びTGA）のみとするために、公開買付者が合理的に要請する時期、条件及び方法により、当社の株式併合が実施されるよう、株式併合に必要な一切の行為を行い、公開買付者はこれに対する合理的な協力を行うこと
- () 公開買付者及び当社が、公開買付者が合理的に要請する時期、条件及び方法において、TGA合併及び本合併が行われるよう、TGA合併及び本合併に必要な一切の行為を行うこと
- () 当社は、契約締結日以降、いかなる第三者に対しても、又はいかなる第三者との間においても、直接又は間接に、当社株式を対象とする公開買付けの実施その他の本取引と実質的に競合、矛盾若しくは抵触し、若しくは本取引の実行を困難にし、又はそれらのおそれのある取引（以下「競合取引」といいます。）に関する提案、勧誘、情報提供（当社グループに関する情報を提供することを含むがこれに限られません。）、協議、合意等を一切行わないこと。当社は、契約締結日以降、公開買付者以外の者から競合取引の提案を受け、又はかかる提案が存在することを知った場合、速やかに、公開買付者に対し、その旨及び当該提案の内容を通知し、対応につき公開買付者との間で誠実に協議すること（ただし、第三者から受領した競合取引の提案について、会社法実務において十分な経験及び評判を有する弁護士の書面による助言に基づき、当該競合取引に関する情報提供、協議又は合意を行わないことが、当社の取締役の善管注意義務違反となる可能性が高いと当社の取締役会が合理的に判断する場合には、事前に買付者に対して通知した上で、かかる情報提供、協議又は合意を行うことができる。）

4【役員が所有する株券等の数及び当該株券等に係る議決権の数】

氏名	役名	職名	所有株式数(株)	議決権の数(個)
佐谷 宣昭	代表取締役社長	執行役員グループCEO	2,821,100	28,211
大屋 重幸	取締役	執行役員グループCFO	20,000	200
志賀 正規	取締役	執行役員グループCRO	10,000	100
鶴本 浩司	取締役	-	9,400	94
村松 充雄	取締役	-	-	-
和田 昇	常勤監査役	-	-	-
大村 健	監査役	-	9,400	94
渡邊 宣昭	監査役	-	-	-
計	8名		2,869,900	28,699

(注1) 役名、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) 取締役鶴本浩司氏及び取締役村松充雄氏は、社外取締役です。

(注3) 常勤監査役和田昇氏、監査役大村健氏及び監査役渡邊宣昭氏は、社外監査役です。

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