

【表紙】

【提出書類】	公開買付届出書
【提出先】	関東財務局長
【提出日】	2022年6月29日
【届出者の氏名又は名称】	株式会社ミライサイテキグループ
【届出者の住所又は所在地】	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
【最寄りの連絡場所】	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
【電話番号】	03-5425-8202
【事務連絡者氏名】	代表取締役 小坂 雄介
【代理人の氏名又は名称】	該当事項はありません。
【代理人の住所又は所在地】	該当事項はありません。
【最寄りの連絡場所】	該当事項はありません。
【電話番号】	該当事項はありません。
【事務連絡者氏名】	該当事項はありません。
【縦覧に供する場所】	株式会社ミライサイテキグループ (東京都港区虎ノ門四丁目1番28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「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「対象者」とは、パイブドHD株式会社をいいます。

(注3) 本書中の記載において計数が四捨五入又は切捨てされている場合、合計として記載される数値は計数の総和と必ずしも一致しません。

(注4) 本書中の「法」とは、金融商品取引法(昭和23年法律第25号。その後の改正を含みます。)をいいます。

(注5) 本書中の「令」とは、金融商品取引法施行令(昭和40年政令第321号。その後の改正を含みます。)をいいます。

(注6) 本書中の「府令」とは、発行者以外の者による株券等の公開買付けの開示に関する内閣府令(平成2年大蔵省令第38号。その後の改正を含みます。)をいいます。

(注7) 本書中の「本公開買付け」とは、本書提出に係る公開買付けをいいます。

(注8) 本書中の「株券等」とは、株式等に係る権利をいいます。

(注9) 本書中の記載において、日数又は日時に記載がある場合は、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10) 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。

第1【公開買付要項】

1【対象者名】

パイブドHD株式会社

2【買付け等をする株券等の種類】

普通株式

3【買付け等の目的】

(1) 本公開買付けの概要

公開買付者は、公開買付けを通じて対象者の普通株式（以下「対象者株式」といいます。）の全て及び2017年5月16日開催の対象者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対象者株式の全てを取得することを目的としております。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月に設立されました。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おります。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、対象者株式を所有しておりません。

APは、1997年に日本で最初のパ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パイアウトファンド、アジアの中堅企業を対象としたパイアウトファンド、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おります。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持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留まらず、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、活動を行ってきました。APにおける2020年以降のパ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ます。

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。））している対象者株式の全て（ただし、第3回新株予約権の行使により交付される対象者株式を含み、公開買付者が所有する対象者株式（注1）、対象者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、最終的に対象者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、対象者株式1株当たりの買付け等の価格（以下「前回公開買付価格」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、前回公開買付けに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（1,830,400株）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、対象者株式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対象者株式の終値）で取得していましたが、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、対象者株式を所有しておりません。

(注2) 「前回所有割合」とは、()対象者が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「対象者第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日現在の対象者の発行済株式総数(8,190,064株)に、()対象者が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(対象者によれば、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(対象者によれば、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、()対象者第7期第2四半期決算短信に記載された2021年8月31日現在の対象者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「対象者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。

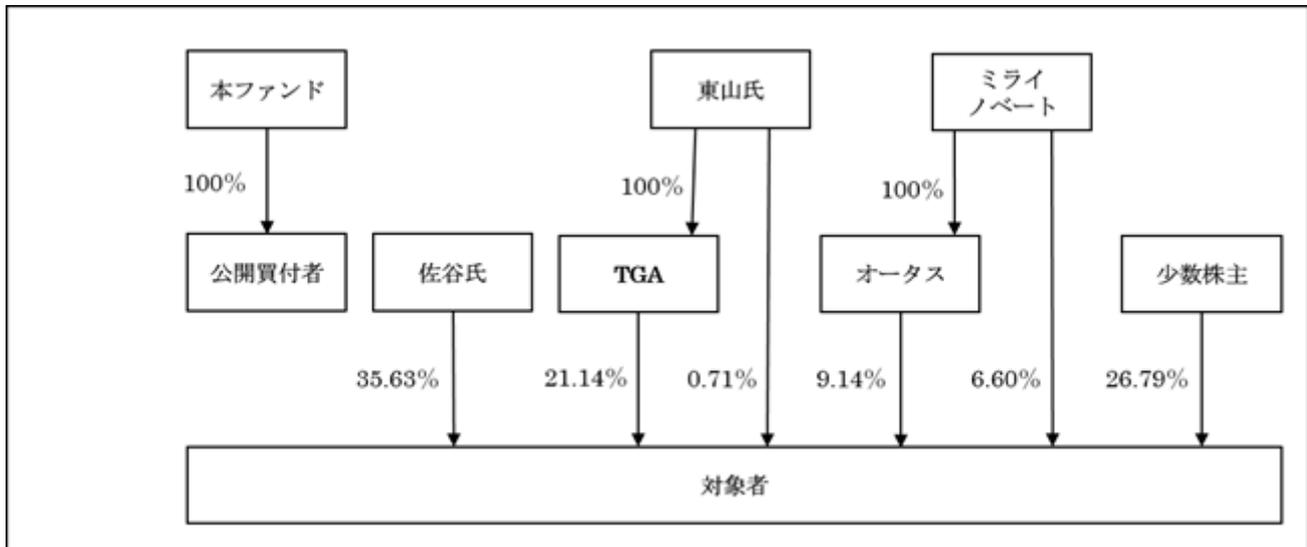
今般、公開買付者は、東京証券取引所スタンダード市場に上場している対象者株式の全て(ただし、対象者が所有する自己株式及び本不応募合意株式(以下に定義します。)を除きます。)を取得することにより、最終的に対象者株式を非公開化するための一連の取引(以下「本取引」といいます。)の一環として、本公開買付けを実施いたします。

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

. 本書提出日現在において、対象者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%)が対象者株式2,821,100株(所有割合:35.63%)、対象者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、対象者の主要株主である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。)が対象者株式1,674,000株(所有割合:21.14%)、東山氏が対象者株式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。)が対象者株式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。)が対象者株式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。

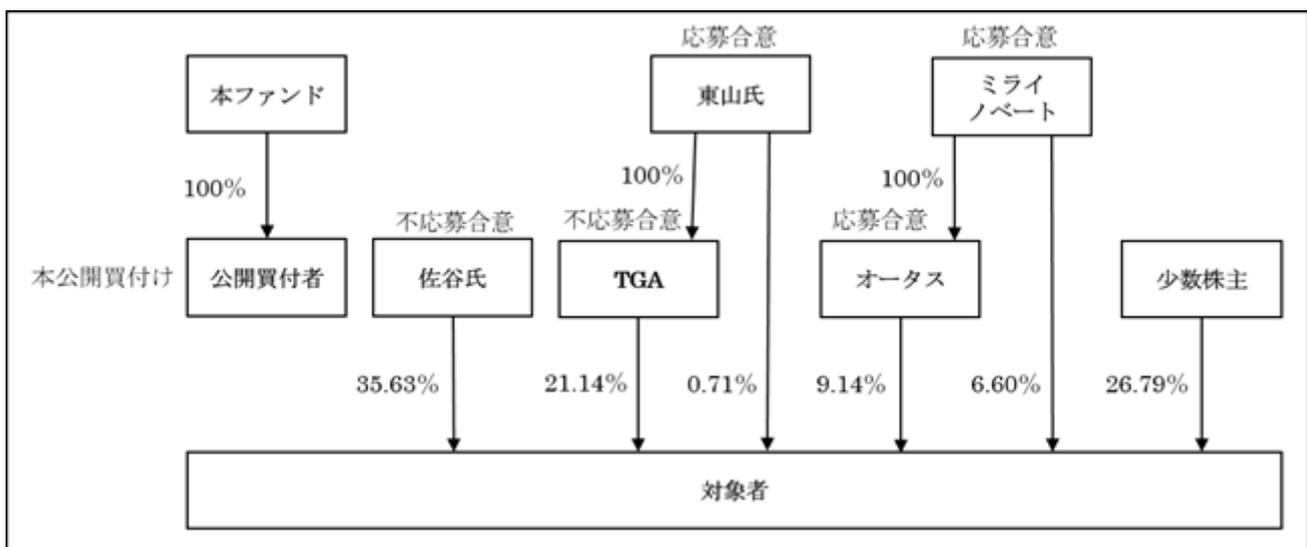
(注3) 「所有割合」とは、()対象者が2022年6月28日に公表した「令和5年2月期第1四半期決算短信〔日本基準〕(連結)」(以下「対象者四半期決算短信」といいます。)に記載された2022年5月31日現在の対象者の発行済株式総数(8,252,564株)から、()対象者四半期決算短信に記載された2022年5月31日現在の対象者が所有する自己株式数(334,822株)を控除した株式数(7,917,742株)(以下「本基準株式数」といいます。)に対する割合(小数点以下第三位を四捨五入しております。)をいいます。



・本取引

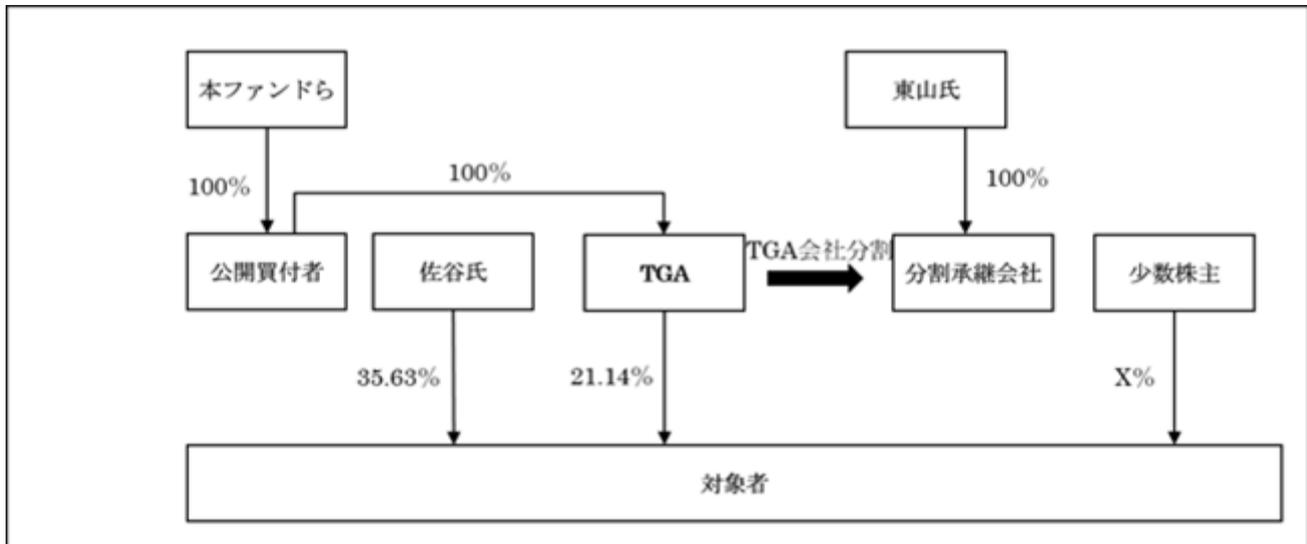
本公開買付け(2022年6月29日～8月9日)

- ・公開買付者は、対象者株式の全て(ただし、対象者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。)から遅くとも本公開買付けに係る決済の開始日(本書提出日現在において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。)に基づき、また、TGAは本株式譲渡契約(以下に定義します。)に基づき、公開買付者との間で、それぞれが所有する対象者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対象者株式の全てを本公開買付けに応募することを合意。



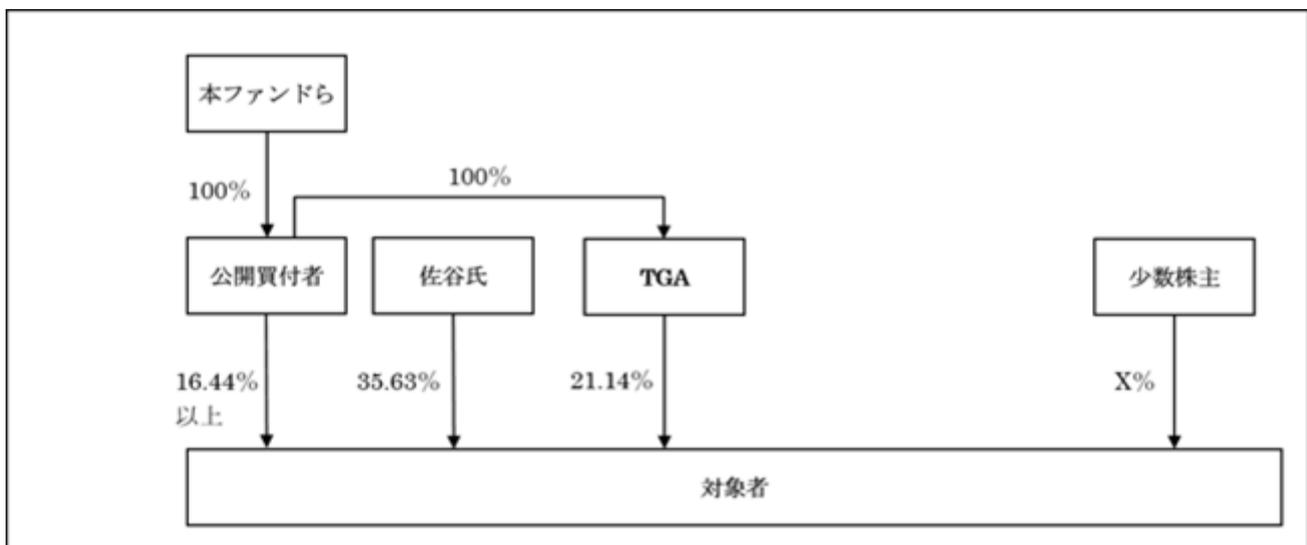
TGA会社分割及び公開買付者による東山氏からのTGA株式の取得（2022年8月16日（予定））

- ・ TGAが、本公開買付けの成立を条件に、TGA所有対象者株式（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。



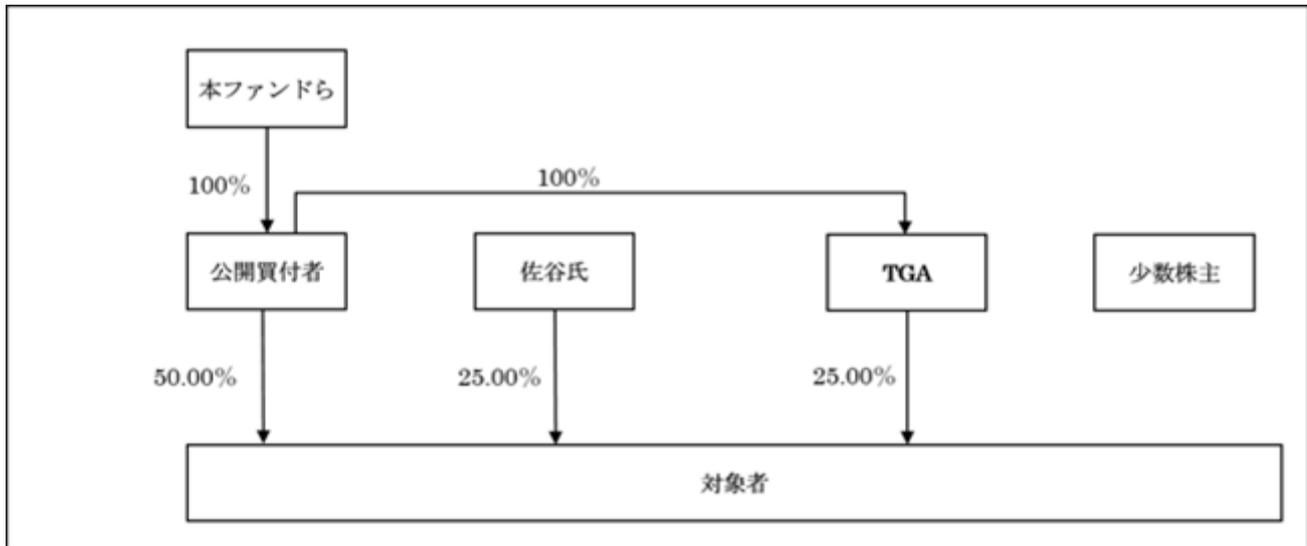
本公開買付けの決済開始日（2022年8月17日（予定））

- ・ 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））

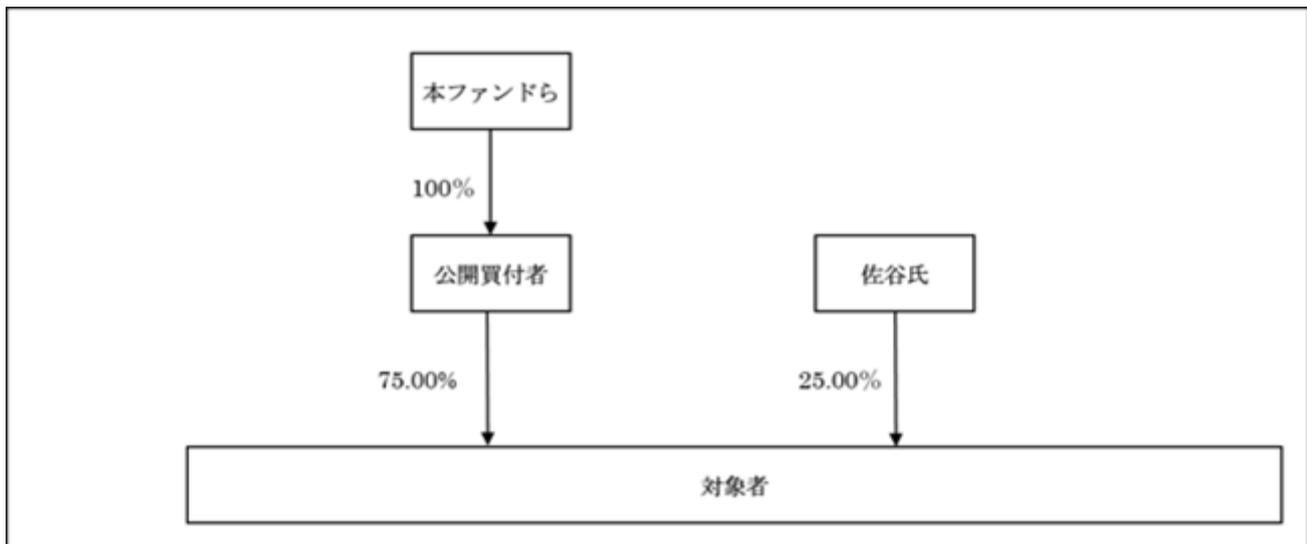
- ・公開買付者は、本公開買付けにおいて、対象者株式の全て（ただし、対象者が所有する自己株式及び本不応募合意株式を除きます。）を取得できなかった場合には、本公開買付けの成立後、対象者に対して株式併合の実行を要請し、対象者の株主を公開買付者、佐谷氏及びTGA（ただし、別途公開買付者が要請した場合には、佐谷氏及びTGA）のみとするための一連の手続（以下「本株式併合」といいます。）を実施。その際、株式併合をすることにより株式の数に1株に満たない端数が生じるときは、会社法（平成17年法律第86号。その後の改正を含みます。）第235条その他の関係法令の定める手続に従い、当該端数の合計数（合計した数に1株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

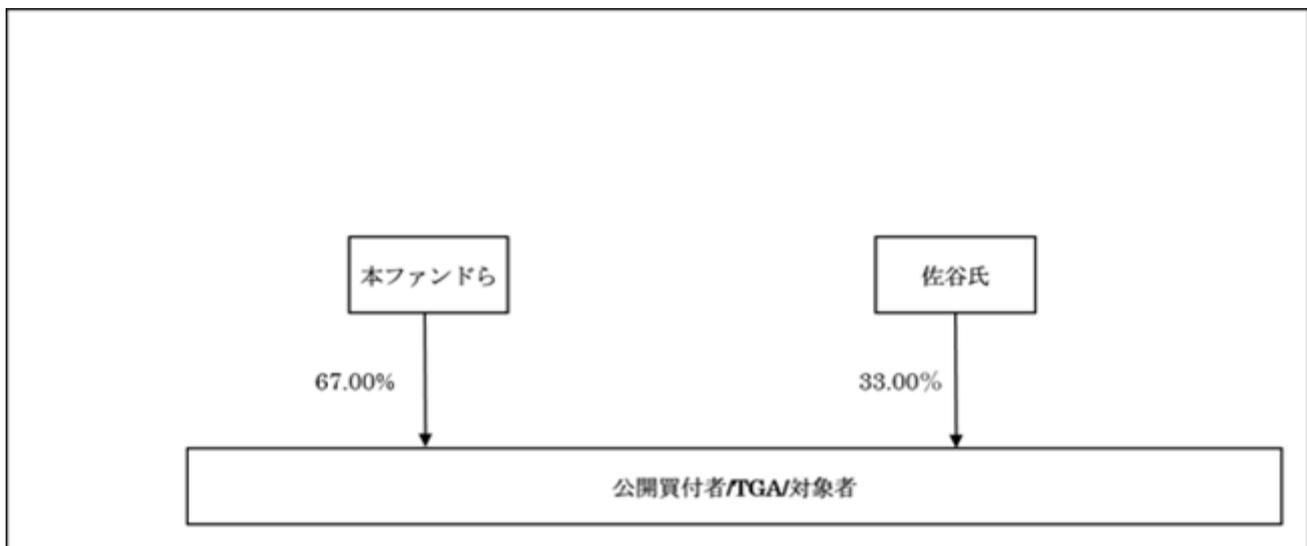


本合併とこれに先立つ株式分割・株式譲渡（実施時期未定）

- ・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、対象者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対象者（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）が所有していた対象者（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ます。これは、下記「8 買付け等に要する資金」の「(2) 買付け等に要する資金に充当しうる預金又は借入金等」の「届出日以後に借入れを予定している資金」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ります。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、本合併前の対象者の株式価値のうち、その時点での公開買付者の対象者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対象者株式に係る株式価値の比率を下回ると見込まれるためです。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対象者株式の一部を譲渡しておくことを予定しております。

- ・公開買付者と対象者の間での、公開買付者を存続会社、対象者を消滅会社とし、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	本株式併合に係る対象者の株主総会の基準日
2022年10月上旬	本株式併合に係る対象者の臨時株主総会
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）（注5）の一環として、対象者取締役会の賛同のもと、友好的に対象者株式の全て（ただし、対象者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ます。また、本取引の実行後、対象者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対象者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っていただくため、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おります。

（注5） 「マネジメント・バイアウト（MBO）」とは、公開買付者が対象者の役員との合意に基づき公開買付けを行うものであって対象者の役員と利益を共通にするものである取引をいいます。

公開買付者は、前回公開買付けの際には対象者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、対象者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対象者株式の全て（対象者株式：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おります。なお、対象者は、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はいないとのことです。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「(3)本取引に関する重要な合意」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、佐谷氏が所有する対象者株式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、合意しています。本基本契約の詳細については、下記「(3)本取引に関する重要な合意」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、対象者の主要株主かつ第2位株主であるTGA（所有株式数：1,674,000株、所有割合：21.14%。）が所有する対象者株式1,674,000株（以下「TGA所有対象者株式」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おります。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所有対象者株式を応募しないことを合意しています（以下、佐谷氏不応募合意株式及びTGA所有対象者株式を総称して「本不応募合意株式」（対象者株式：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所有対象者株式を応募しない旨の合意は得ておりませんでした。

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「(2)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、対象者による前回自社株公開買付け（下記「(2)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。）の実施が予定されていましたが、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対象者株式も含めて応募合意株主が所有する対象者株式を取得することができれば、本取引の実施に十分な対象者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対象者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対象者株主一般にとってのメリットもあると考えました。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、対象者株式（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対象者株式の所有・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（以下に定義します。）と同等の金額にすれば、TGAが対象者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対象者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所有対象者株式（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。）（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設定される場合には、TGAが対象者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、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しないと判断したことから、本株式譲渡契約を締結いたしました（なお、東山氏によれば、TGAにおいてTGA所有対象者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ですが、公開買付者としては、後者の方法による場合であっても対象者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対象者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対象者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おります。）。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対象者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所有対象者株式の全て（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おります。本株式譲渡契約の詳細については、下記「(3)本取引に関する重要な合意」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こととしております。他方、上記のとおり、本公開買付けは、公開買付者が対象者株式の全て（ただし、対象者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います。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おります。

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。）の手續を実施する際には、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）で対象者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です。なお、下記「(3)本取引に関する重要な合意」の「 本基本契約」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。）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です。

本公開買付け成立後に、公開買付者は、対象者が所有する自己株式及び本不応募合意株式を除く対象者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おります。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対象者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、公開買付者と対象者は、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うえ決定した水準です。）。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、対象者株式について株式分割を行ったうえで、公開買付者が佐谷氏から対象者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、対象者株式について、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おります。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おります。

公開買付者は、下記「8 買付け等に要する資金」の「(2) 買付け等に要する資金に充当しうる預金又は借入金等」の「 届出日以後に借入れを予定している資金」及び「 その他資金調達方法」に記載のとおり、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AP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AP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おります。具体的には、下記「8 買付け等に要する資金」の「(2) 買付け等に要する資金に充当しうる預金又は借入金等」の「 届出日以後に借入れを予定している資金」及び「 その他資金調達方法」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、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こととされておりますが、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対象者株式、公開買付者が東山氏から取得するTGA株式及びTGA所有対象者株式が担保に供されること、及び本株式併合により対象者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、対象者の一定の資産が担保に供されることが予定されております。

なお、対象者が2022年6月28日に公表した「MBOの実施及び応募の推奨に関するお知らせ」（以下「対象者意見表明プレスリリース」といいます。）によれば、対象者は、2022年6月28日開催の対象者取締役会において、本公開買付けに賛同の意見を表明するとともに、対象者の株主の皆様に対し、本公開買付けへの応募を推奨することを決議したとのことです。

当該決議に関して、本公開買付価格（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日の対象者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「4 買付け等の期間、買付け等の価格及び買付予定の株券等の数」の「(2) 買付け等の価格」の「算定の経緯」の「本公開買付価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けを含む本取引の公正性を担保するための措置」の「 対象者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」に記載の通り、野村證券株式会社（以下「野村證券」といいます。）による対象者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「4 買付け等の期間、買付け等の価格及び買付予定の株券等の

数」の「(2) 買付け等の価格」の「算定の経緯」の「 対象者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」に記載の通り、前回取引の公表日以降の対象者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「4 買付け等の期間、買付け等の価格及び買付予定の株券等の数」の「(2) 買付け等の価格」の「算定の経緯」の「本公開買付けの公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付け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、対象者並びに本特別委員会（以下に定義します。）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対象者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、対象者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、対象者取締役会は、本公開買付け及び本公開買付けに係るその他の諸条件が、対象者の株主にとって妥当であり、本公開買付けは、対象者の株主に対して、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とのことです。また、本公開買付けにおいては、株式併合の手続を実施する際には、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）で対象者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、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、対象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所有対象者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、対象者の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、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対象者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したとのことです。

上記対象者取締役会の意思決定過程の詳細については、対象者意見表明プレスリリース並びに下記「(2) 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「 対象者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」及び「4 買付け等の期間、買付け等の価格及び買付予定の株券等の数」の「(2) 買付け等の価格」の「算定の経緯」の「 対象者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。

(2) 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

公開買付者が本公開買付けの実施を決定するに至った背景、理由及び意思決定の過程は、以下のとおりです。なお、以下の記載のうち対象者に関する記述は、対象者から受けた説明及び対象者が公表した情報に基づくものです。なお、以下の「 対象者を取り巻く事業環境、対象者の経営課題等」の記載は、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の「第1 公開買付要項」の「3 買付け等の目的」の「(2) 本公開買付けの実施を決定するに至った背景、理由及び意思決定の過程、並びに本公開買付け後の経営方針」の対象者に係る記載から実質的な変更はございません。

対象者を取り巻く事業環境、対象者の経営課題等

現在の対象者グループ（対象者並びに本書提出日現在における対象者の連結子会社13社及び持分法適用関連会社1社を総称していいいます。）の沿革は次のとおりとのことです。対象者は、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とのことです。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たとのことです。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ピッツに変更し、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したとのことです。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、情報を蓄積し利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）の提供を開始したとのことです。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、今日の対象者グループにおいても主要サービスであり続けているとのことです。対象者グループは、創業より22期連続で増収を達成し、今なお成長を続けているとのことです。純粋持株会社制への移行前において対象者の前身であった株式会社パイブドピッツは、「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したとのことです。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対象者を設立し、株式会社パイブドピッツは対象者の100%子会社の体制に移行したとのことです。なお、対象者は、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、現在は東京証券取引所スタンダード市場へ上場しているとのことです。

（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サービスといひます。

（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ひます。

現在の対象者グループは、「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、真に必要なとされる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いるとのことです。対象者グループの事業は、「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いるとのことです。「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）を支援しているとのことです。「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の推進を支援しているとのことです。「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いるとのことです。

（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・モデルを創出したり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。

対象者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たとのことです。一方で、対面の営業が実施できなくなったことや、対象者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ったとのことです。また、当該システム案件は、代理店経由の受注が主であり、対象者グループの自助努力だけで成し得たものではないとのことです。対象者は、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、対象者が

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、対象者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月上旬に判断したとのことです。

前回公開買付けの実施に至る経緯

上記「対象者を取り巻く事業環境、対象者の経営課題等」に記載の状況下、佐谷氏及び対象者は、2021年3月上旬から対象者グループが成長を果たしていくための方策を検討してきたとのことです。

この検討の過程において、佐谷氏は、外部の力を借りて、対象者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）の手法による対象者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、対象者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対象者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、対象者と取引関係のある野村證券との間で、対象者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社と比して対象者グループの事業に対する理解が不十分であり、対象者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AP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。D社については、C社同様に、提案内容を踏まえて、B社やAPと比して対象者グループの事業に対する理解が不十分であり、対象者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APとは、2021年5月下旬に初めて接点を持ち、それ以降、佐谷氏とAPとの間で、対象者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、APとディスカッションを行う中で、対象者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、対象者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対象者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、現在の対象者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、AP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、APとも認識を共有したとのことです。また、対象者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対象者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でこれらの施策を実行すれば、対象者の株主及び新株予約権者の皆様に対して短期的に対象者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月中旬において対象者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、対象者グループの手掛ける事業が複雑かつ多岐に亘っており、佐谷氏を含む対象者経営陣の考える対象者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、APは、佐谷氏との協議を通じて対象者株券等の取得に関する対象者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、AP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、対象者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対象者の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、対象者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、APは、かかる提案書の提出の際に、佐谷氏に対して、APが投資関連サービスを提供するファンドが最終的に対象者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、対象者の議決権の総数の67.00%を最終的に所有し、佐谷氏が対象者の議決権の総数の33.00%を最終的に所有する旨の意向を口頭で提示しました。これを受けて、佐谷氏は、2021年7月上旬、短期的な対象者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、対象者の中長期的な成長を妨げむしる競争力・収益力を弱めることに繋がる可能性があるとの考えの下、対象者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、対象者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、対象者の株主を佐谷氏及び同様の成長戦略を描いているAP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、対象者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対象者の前身であった株式会社パイブドビッツは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、対象者株式の非公開化を行った場合においても、対象者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、対象者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、当面は対象者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、対象者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対象者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、対象者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が対象者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、対象者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、対象者に対して、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たとのことです。

なお、佐谷氏は、DX化のさらなる市場への拡大等により、対象者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対象者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対象者の事業についての理解を深め、対象者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、API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、対象者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対象者によって行われる公開買付けに応募する場合で、対象者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、公開買付けによる対象者株券等を対象とする前回公開買付けに加え、対象者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対象者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、対象者の法人株主、対象者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ました。なお、公開買付けは、対象者の各株主の皆様は市場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、対象者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、対象者株式の非公開化後に対象者が自己株式取得を行うという手法は、その時点では既に対象者の少数株主の皆様はスクイズアウトされ対象者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ました。

その検討の過程において、APIは、()上記のとおり対象者の法人株主の皆様における税務上の取扱いを考慮して、対象者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、対象者に31.10%（注1）存在する対象者の法人株主一般の利益につながり得ること、また、()公開買付け者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対象者株式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対象者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、より多くの対象者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月上旬に判断いたしました。かかる判断にあたり、APIは、自社株公開買付けの実施後に、対象者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前回公開買付けを実施する場合には、前回自社株公開買付けが成立したものの、前回公開買付けが不成立となり、対象者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、対象者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月上旬に判断いたしました。

（注1） 対象者が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日現在の対象者の法人株主（金融機関、金融商品取引業者、その他の法人）の皆様所有株式数の割合です。

そこで、APIは、対象者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、公開買付け者が前回公開買付けを実施し、それに引き続いて対象者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対象者の非公開化を行うことが、より多くの対象者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、対象者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るに至りました。なお、APIは、対象者の非公開化が実施できた場合に達成し得る対象者の企業価値を考慮しても、前回公開買付け価格、前回新株予約権買付け価格及び前回自社株公開買付け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ました。

上記を踏まえ、公開買付け者は、2021年9月1日、対象者に対して、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、対象者の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、対象者の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。）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、公開買付け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対象者株式の終値2,355円に対してディスカウントした価格である2,156円を前回公開買付け価格として提案し、前回公開買付けの成立を条件として、前回公開買付け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け価格とする前回自社株公開買付けを実施した上で、対象者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対象者株式の終値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、対象者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もと、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。あわせて、公開買付け者は、前回新株予約権買付け価格については、前回公開買付け価格と第3回新株予約権の対象者株式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日に開催された対象者の特別委員会（以下「前回特別委員会」といいます。）において公開買付け者からの提案内容を慎重に議論した結果、特別委員会としては公開買付け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、対象者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されました。かかる野村證券からの要請を受けて公開買付け者は、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、前回公開買付け価格を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対象者株式の終値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対象者株式の終値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日に開催された対象者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証券の試算のレンジの下限を下回っており、対象者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証券を通じて要請されました。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対象者株式の終値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対象者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対象者株式を追加取得することで対象者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対象者の総議決権の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いたしました。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対象者株式の終値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日に開催された対象者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証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証券を通じて要請されました。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2021年9月22日の前営業日である2021年9月21日の東京証券取引所における対象者株式の終値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、2021年9月22日の東京証券取引所における対象者株式の終値2,500円が前回公表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1,994円に対して30%のプレミアムを付した価格2,592円（2021年9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2021年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日に開催された対象者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証券を通じて要請されました。これを受けて公開買付者は、2021年9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いたしました。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対象者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、より多くの対象者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対象者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、公開買付者から対象者に対して提案したものでした。

当該最終提案について、対象者取締役会は、2021年9月30日、当該提案の前回公開買付価格が、野村証券による対象者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、ディスカウント・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日の対象者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しております。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年初末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対象者の株主の皆様にとって妥当な条件であり、且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したとのことです。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回新株予約権の対象者株式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対象者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したとのことです。加えて、対象者は、()APによる非公開化の提案を受け入れることが対象者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対象者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、広く対象者の株主の皆様に対して合理的な対象者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、対象者の株主の皆様に対して対象者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うえ、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対象者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うえで、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対象者の株主の皆様に対しても、対象者の分配可能額の範囲内で可能な限り広く対象者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対象者が所有する自己株式を除く対象者株式の全てを所有していなかった場合には、対象者に対し、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續の実施を要請することが予定されており、前回スクイーズアウト手續(下記「前回公開買付けの概要」に定義します。)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、対象者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、対象者の株主の皆様は、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ー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「4 買付け等の期間、買付け等の価格及び買付予定の株券等の数」の「(2)買付け等の価格」の「算定の経緯」の「対象者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、対象者が、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、対象者の株主の皆様の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、対象者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ました。また、対象者との間で、それに引き続いて対象者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、公開買付者は、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、対象者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対象者株式の終値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ました。さらに、対象者と事業内容、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対象者の株式価値を分析しました。なお、公開買付者は、上記の要素を総合的に考慮し、

かつ、対象者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おりませんでした。

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」に記載の経緯により、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ました。

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、佐谷氏が所有する対象者株式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、合意いたしました。その他株主との間で応募契約は締結しておりませんでした。

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、前回公開買付けに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。）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おりました。なお、公開買付者は、対象者とも協議の上、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対象者の議決権の合計が、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おりました。具体的には、(a)対象者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%（対象者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、対象者から提示を受けた、対象者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回を対象者の定時株主総会（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日時点の対象者の総議決権の数（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おりました。）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対象者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)対象者株式1単元（100株）を乗じた株式数（1,830,400株）としておりました。

（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）を算出しておりました。

（ ） 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回を対象者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、対象者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日時点の対象者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、同日時点における対象者の上位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日時点の対象者の各株主属性別の議決権数からそれぞれ控除しておりました（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、対象者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おりました。）。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おりました。

() 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)を加算しておりました。

一方、公開買付者は、前回公開買付けにおいて、対象者株式の全て(ただし、第3回新株予約権の行使により交付される対象者株式を含み、公開買付者所有対象者株式、対象者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)以上の場合は、応募株券等の全部の買付け等を行うこととしておりました。

対象者が2021年9月30日付で公表した「自己株式の取得及び自己株式の公開買付けの予定に関するお知らせ」(以下「前回対象者自社株公開買付予定プレスリリース」といいます。)及び「MBOの実施及び応募の推奨に関するお知らせ」(以下「前回対象者意見表明プレスリリース」といいます。)によれば、対象者は、会社法第459条第1項の規定による対象者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)に対象者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いたとのことでした。

前回対象者自社株公開買付予定プレスリリースによれば、対象者は、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円を予定している(注2)とのことでした。また、対象者は、対象者の現在の財務状況も踏まえながら、対象者の株主の皆様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対象者の株主の皆様にも配慮し、対象者の分配可能額の範囲内で可能な限り対象者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いたとのことですが、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対象者の発行済株式総数から公開買付者が所有する対象者株式の数、対象者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とのことでした。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2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とのことでした。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になっておりました。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、引き続き対象者の株式を所有していただくことになっておりました。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対象者の株主は存在せず、また、公開買付者又は対象者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対象者の株主も存在しませんでした。

(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対象者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、より多くの対象者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対象者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、公開買付者から対象者に対して提案し、その後、2021年9月30日付で両者の間で締結された、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、対象者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対象者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対象者株式の全てを所有していなかった場合には、対象者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おりました。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対象者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、公開買付者と対象者は、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%となる予定でした。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、対象者株式について株式分割を行ったうえで、公開買付者が佐谷氏から対象者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でした（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、対象者株式について、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でした。）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おりました。

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対象者の議決権の合計数が対象者の総株主の議決権の数の3分の2を下回る場合、前回スクイー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ました。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、最終的に対象者株式（ただし、第3回新株予約権の行使により交付される対象者株式を含み、公開買付者が所有する対象者株式、対象者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。）の全てを取得することを目的とし、対象者株式を追加取得し、対象者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対象者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うえで、株式併合その他スクイーズアウト手続に係る議案が対象者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、対象者株式を追加取得し、対象者株式の非公開化を行うことを予定しておりましたが、前回届出書提出日時点において決定している事項はありませんでした。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対象者の議決権の合計数が対象者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、対象者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、対象者が2021年9月30日に公表した前回対象者意見表明プレスリリースによれば、対象者は、2021年9月30日開催の対象者取締役会において、前回公開買付けに賛同の意見を表明するとともに、対象者の株主及び第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たとのことでした。

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対象者の議決権の合計数が対象者の総株主の議決権の数の3分の2を下回る場合、前回スクイー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、対象者は、（ ）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対象者の議決権の合計が、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ーズアウト手続に係る議案が対象者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、対象者株式を追加取得し、対象者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、対象者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、対象者の株主及び第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たとのことでした。

加えて、対象者は、上記「 前回公開買付けの実施に至る経緯」のとおり、対象者が、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、対象者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項の規定による対象者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たとのことでした。なお、上記のとおり、対象者は、前回公開買付けに賛同の意見を表明するとともに、対象者の株主及び第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、対象者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頂きたいとのことでした。

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、対象者株式の市場株価は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日までの期間を除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、前回公開買付けに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日付で対象者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対象者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りました。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おります。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け価格の提案が行われ対象者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、市場内外を通じて対象者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日までにおいて対象者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としては再度対象者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対象者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対象者の適切な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ました。その後、APは、2022年2月中旬から3月中旬にかけて、再度対象者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ました。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が所有する対象者株式について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所有対象者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が所有する対象者株式を、前回公開買付価格で評価することを前提としたうえで、TGA所有対象者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ました。APは、東山氏よりTGA株式の譲渡についての売却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、対象者の適切な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、対象者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ました。

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、対象者の現在の経営状況・財務状況について確認を行うため、対象者に対して対象者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、対象者に対してデュー・ディリジェンスを実施いたしました。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対象者株式に関する売却意向、並びに東山氏及びTGAの対象者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、対象者に対して、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、対象者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、対象者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円と評価しております。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対象者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円と設定いたしました。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対象者の株主による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対象者の経営状況や財務状況を確認するため対象者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、対象者の株式価値を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いたしました。

当該提案を受けて2022年6月9日に開催された対象者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、対象者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されました。

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いたしました。

- ・今の対象者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対象者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対象者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対象者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対象者取締役会において賛同及び対象者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。)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
- ・また対象者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が所有する対象者株式を取得することを協議しており、その場合の対象者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、対象者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対象者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、今の対象者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、対象者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おります。

- (注2) 実際、前回公開買付期間中の2021年11月1日に対象者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日に提出した対象者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%まで減少しております。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おりません。
- (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、足元の対象者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、本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しょくし、合理的な売却機会を提供するものであると考えております。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おります。
- (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おります。
- (注5) 市場での対象者株式の売買は概ね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対象者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おります。
- (注6) 上記(注3)のとおり、公開買付者としては一般的なMBOと同様に足元の対象者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対象者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おります。

当該提案について、対象者取締役会は、本日、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日の対象者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「4 買付け等の期間、買付け等の価格及び買付予定の株券等の数」の「(2) 買付け等の価格」の「算定の経緯」の「本公開買付価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けを含む本取引の公正性を担保するための措置」の「対象者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」に記載の通り、野村證券による対象者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「4 買付け等の期間、買付け等の価格及び買付予定の株券等の数」の「(2) 買付け等の価格」の「算定の経緯」の「本公開買付価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けを含む本取引の公正性を担保するための措置」の「対象者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」に記載の通り、前回取引の公表日以降の対象者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「4 買付け等の期間、買付け等の価格及び買付予定の株券等の数」の「(2) 買付け等の価格」の「算定の経緯」の「本公開買付価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付け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、対象者並びに本特別委員会と公開買付者の間で協議・交渉が複数回行われ、より具体的には野村證券による対象者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、ミライノバート、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、対象者株式の市場株価が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、対象者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、対象者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、ミライノバ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、ミライノバートが所有する対象者株式(所有割合:6.60%)及びオータスが所有する対象者株式(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、対象者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対象者の株主の皆様にとって妥当な条件であり、且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したとのことです。

上記の交渉を踏まえ、公開買付者は、本日、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、本公開買付け実施契約を締結することを決定しました。

対象者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

対象者意見表明プレスリリースによれば、対象者は、上記「 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対象者の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APとの間で対象者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AP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・パイアウト(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前回特別委員会を設置したとのことです。

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、対象者は、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、AP及び佐谷氏(以下、公開買付者、AP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・交渉を行ったとのことです。

また、前回公開買付け価格については、対象者は、2021年9月1日に公開買付者から前回公開買付け価格を2,156円とし、前回新株予約権買付け価格については、前回公開買付け価格と前回新株予約権の対象者株式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、前回公開買付け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け価格とする前回自社株公開買付けを実施した上で、対象者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、対象者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したとのことです。かかる野村證券からの要請を受けて公開買付者より、対象者は、2021年9月8日に、前回公開買付け価格を2,357円とする旨の再提案を受けたとのことです。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、対象者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したとのことです。これを受けて公開買付者より、対象者は、2021年9月14日に、前回公開買付け価格を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対象者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対象者株式を追加取得することで対象者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対象者の総議決権の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たとのことです。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したとのことです。これを受けて公開買付者より、対象者は、2021年9月22日に、前回公開買付け価格を2,700円とする旨の再提案を受けたとのことです。当該提案を受けて、2021年9月24日に開催された対象者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したとのことです。これを受けて公開買付者より、対象者は、同月26日に、前回公開買付け価格を2,800円とし、前回新株予約権の買付け価格を前回公開買付け価格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たとのことです。

なお、対象者は、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対象者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対象者株式を追加取得することで対象者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対象者の総議決権の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たとのことです。かかる提案を受け、対象者は、公開買付者に対し、対象者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対象者の議決権の合計が、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)対象者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となる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対象者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)対象者株式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対象者の議決権の合計数が対象者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、対象者は、()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対象者の議決権の合計が、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対象者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、対象者株式を追加取得し、対象者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、対象者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とのことを踏まえ、同意したとのことです。

対象者は、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、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、前回公開買付価格が、()下記「4 買付け等の期間、買付け等の価格及び買付予定の株券等の数」の「(2)買付け等の価格」の「算定の経緯」の「対象者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対象者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日の対象者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たことを踏まえ、前回公開買付価格が対象者の株主にとって妥当な条件であり、且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したとのことです。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対象者株式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対象者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したとのことです。このように、対象者は、公開買付者らとの間で、継続的に前回公開買付価格の交渉を行っていたとのことです。

さらに、対象者は、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対象者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。）の提出を受けたとのことです（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「4 買付け等の期間、買付け等の価格及び買付予定の株券等の数」の「(2) 買付け等の価格」の「算定の経緯」の「対象者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、対象者は、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、前回取引を通じて対象者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きを通じて行われることにより対象者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ったとのことです。

対象者は、APからの提案やAPとの協議、対象者における検討を通じて上記「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ったとのことです。しかし、非公開化をせずに対象者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、中長期的には対象者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、短期的には対象者グループの財務状況や収益を悪化させる可能性があるとのことです。対象者が上場を維持したままでこれらの施策を実施すれば、資本市場から十分な評価が得られず、対象者の株主の皆様に対して、短期的に対象者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とのことです。かかる懸念を払拭し、対象者が将来的な成長を目指すためには、非公開化により、対象者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、対象者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とのことです。

なお、対象者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、上場会社として対象者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たとのことです。しかしながら、対象者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なかったとのことです。加えて、対象者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、対象者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たとのことです。さらに、対象者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、対象者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、対象者の事業内容を最も熟知している対象者の代表取締役である佐谷氏の依頼に基づきAPが公開買付者を通じて対象者株式を非公開化した後も、佐谷氏が対象者に対して出資を一部継続し、かつ非公開化後も継続的に対象者の経営を担うことは、対象者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、佐谷氏が対象者の非公開化後も対象者への出資を一部継続することは、対象者株式の非公開化及びその後の対象者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、対象者グループの役員、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、前回取引成立後の対象者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たとのことです。以上を踏まえ、対象者取締役会は、対象者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対象者株式を非公開化することが、対象者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したとのことです。

また、前回公開買付価格（2,800円）が、()下記「4 買付け等の期間、買付け等の価格及び買付予定の株券等の数」の「(2) 買付け等の価格」の「算定の経緯」の「対象者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対象者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日の対象者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「4 買付け等の期間、買付け等の価格及び買付予定の株券等の数」の「(2) 買付け等の価格」の「算定の経緯」の「本公開買付価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付け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、対象者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対象者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、対象者取締役会は、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、対象者の株主の皆様にとって妥当であり、前回公開買付けは、対象者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とのことです。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対象者株式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対象者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したとのことです。

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対象者の議決権の合計数が対象者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、対象者は、()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対象者の議決権の合計が、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対象者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、対象者株式を追加取得し、対象者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、対象者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とのことです。

以上より、対象者は、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対象者の取締役（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、対象者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したとのことです。なお、上記取締役会には、対象者の監査役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たとのことです。

なお、対象者の取締役のうち、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対象者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、対象者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いないとのことです。

加えて、対象者は、()APによる非公開化の提案を受け入れることが対象者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対象者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、広く対象者の株主の皆様に対して合理的な対象者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、対象者の株主の皆様に対して対象者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、株主の皆様へ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うえ、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対象者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うえで、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対象者の株主の皆様に対しても、対象者の分配可能額の範囲内で可能な限り広く対象者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

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対象者が所有する自己株式を除く対象者株式の全てを所有していなかった場合には、対象者に対し、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、対象者の株主の皆様は、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「4 買付け等の期間、買付け等の価格及び買付予定の株券等の数」の「(2)買付け等の価格」の「算定の経緯」の「対象者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、対象者が、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、対象者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項の規定による対象者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たとのことです。

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、前回公開買付けに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、不成立となったとのことです。

その後、対象者は、2022年4月中旬に、佐谷氏からAPが対象者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したとのことです。

なお、上記「(2)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、あくまでも対象者の代表取締役社長として対象者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、()対象者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、対象者は、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たとのことです。また、野村證券は、対象者、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の手法による対象者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、対象者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、対象者は、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対象者、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と考えており、当該判断結果に疑念を持つに至っていないとのことです。なお、本取引に係る野村證券における対象者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いるとのことです。対象者は、()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、すなわち対象者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、対象者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、対象者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対象者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対象者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たとのことです。なお、野村證券は、対象者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、対象者に助言を提供できる立場であることから、対象者は、野村證券が対象者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たとのことです。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「4 買付け等の期間、買付け等の価格及び買付予定の株券等の数」の「(2) 買付け等の価格」の「算定の経緯」の「(本公開買付けの決定に至る経緯)」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「4 買付け等の期間、買付け等の価格及び買付予定の株券等の数」の「(2) 買付け等の価格」の「算定の経緯」の「対象者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。）を改めて設置したとのことです。

その後、対象者は、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、公開買付者らとの間で複数回にわたる協議・交渉を行ったとのことです。

また、本公開買付価格については、対象者は、2022年5月31日に公開買付者から本公開買付価格を2,800円とする本公開買付けを実施した上で、対象者を非公開化する旨の提案を受けたとのことです。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対象者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対象者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対象者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対象者の経営状況や財務状況を確認するため対象者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、対象者の株式価値を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円を本公開買付価格として提案しました。なお、公開買付者は、本公開買付価格を決定するに際し、公開買付者は、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月下旬から同年5月下旬まで実施し、対象者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、対象者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対象者株式の終値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2,760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、対象者と事業内容、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対象者の株式価値を分析しました。

当該提案を受けて2022年6月9日に開催された対象者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、対象者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したとのことです。

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。

- ・今の対象者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対象者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対象者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

- ・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対象者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対象者取締役会において賛同及び対象者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
- ・また対象者の第二位株主であるTGAの100%株主である東山氏の間でも、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が所有する対象者株式を取得することを協議しており、その場合の対象者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、ミライノベ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、対象者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対象者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ること

なお、対象者は、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、本基準株式数（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）に対象者の単元株数（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たとのことです。かかる提案を受け、2022年6月9日に開催された対象者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対象者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、対象者の一般株主の意向を可能な限り反映すべく、M o M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、M o M条件についてどのような検討を行い、なぜM o M条件を設定しないという結論に至ったのか、また、仮にM o M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したとのことです。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、対象者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対象者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が所有する対象者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たとのことです。かかる回答を受け、2022年6月20日に開催された対象者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、保有する対象者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したとのことです。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対象者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、本取引後にも一般株主と同様な条件で対象者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、対象者は、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いないとのことです。

対象者は、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日の対象者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「4 買付け等の期間、買付け等の価格及び買付予定の株券等の数」の「(2) 買付け等の価格」の「算定の経緯」の「対象者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対象者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「4 買付け等の期間、買付け等の価格及び買付予定の株券等の数」の「(2) 買付け等の価格」の「算定の経緯」の「本公開買付価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けを含む本取引の公正性を担保するための措置」の「対象者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」に記載の通り、前回取引の公表日以降の対象者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「4 買付け等の期間、買付け等の価格及び買付予定の株券等の数」の「(2) 買付け等の価格」の「算定の経緯」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、対象者並びに本特別委員会と公開買付者の間で協議・交渉が複数回行われ、より具体的には野村證券による対象者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、対象者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、本公開買付価格が対象者の株主にとって妥当な条件であり、且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したとのことです。

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所有対象者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、対象者の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、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%という比較的小さ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対象者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したとのことです。

このように、対象者は、公開買付者らとの間で、継続的に本公開買付価格の交渉を行ってきたとのことです。

なお、前回取引において、対象者は、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、対象者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いたとのことです。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対象者株式も含めて応募合意株主が所有する対象者株式を取得することができれば、本取引の実施に十分な対象者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対象者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対象者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、対象者は、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とのことです。

さらに、対象者は、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対象者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。）の提出を受けたとのことです（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「4 買付け等の期間、買付け等の価格及び買付予定の株券等の数」の「(2) 買付け等の価格」の「算定の経緯」の「 対象者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、対象者は、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、本取引を通じて対象者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対象者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ったとのことです。

対象者は、APからの提案やAPとの協議、対象者における検討を通じて上記「 対象者を取り巻く事業環境、対象者の経営課題等」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ったとのことです。しかし、非公開化をせずに対象者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、中長期的には対象者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、短期的には対象者グループの財務状況や収益を悪化させる可能性があるとのことです。対象者が上場を維持したままではこれらの施策を実施すれば、資本市場から十分な評価が得られず、対象者の株主の皆様に対して、短期的に対象者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とのことです。かかる懸念を払拭し、対象者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、対象者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、対象者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とのことです。

なお、対象者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、上場会社として対象者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るとのことです。しかしながら、対象者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ないとのことです。加えて、対象者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、対象者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るとのことです。さらに、前回取引と同様、対象者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、対象者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、対象者の事業内容を最も熟知している対象者の代表取締役である佐谷氏の依頼に基づきAPが公開買付者を通じて対象者株式を非公開化した後も、佐谷氏が対象者に対して出資を一部継続し、かつ非公開化後も継続的に対象者の経営を担うことは、対象者中期経営計画で掲げた重点施策等を前倒して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、佐谷氏が対象者の非

公開化後も対象者への出資を一部継続することは、対象者株式の非公開化及びその後の対象者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、対象者グループの役職員、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、本取引成立後の対象者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るとのことです。以上を踏まえ、対象者取締役会は、対象者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対象者株式を非公開化することが、対象者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したとのことです。

また、本公開買付価格(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日の対象者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「4 買付け等の期間、買付け等の価格及び買付予定の株券等の数」の「(2) 買付け等の価格」の「算定の経緯」の「本公開買付価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けを含む本取引の公正性を担保するための措置」の「対象者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」に記載の通り、野村證券による対象者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「4 買付け等の期間、買付け等の価格及び買付予定の株券等の数」の「(2) 買付け等の価格」の「算定の経緯」の「本公開買付価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けを含む本取引の公正性を担保するための措置」の「対象者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」に記載の通り、前回取引の公表日以降の対象者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「4 買付け等の期間、買付け等の価格及び買付予定の株券等の数」の「(2) 買付け等の価格」の「算定の経緯」の「本公開買付価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付け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、対象者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対象者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、対象者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、対象者取締役会は、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、対象者の株主の皆様にとって妥当であり、本公開買付けは、対象者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とのことです。

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)で対象者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、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、対象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所有対象者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、対象者の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対象者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したとのことです。

以上より、対象者は、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対象者の取締役（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、対象者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したとのことです。なお、上記取締役会には、対象者の監査役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たとのことです。

なお、対象者の取締役のうち、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対象者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、対象者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いないとのことです。

当該取締役会の意思決定過程の詳細については、下記「4 買付け等の期間、買付け等の価格及び買付予定の株券等の数」の「(2) 買付け等の価格」の「算定の経緯」の「対象者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。

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対象者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ありません。

（ ）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ります。現在、営業人員は既存顧客からの問い合わせ対応やSler（注1）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おります。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ます。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おります。

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、更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おります。

（注1） 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。

（ ）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ります。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ます。対象者は、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おります。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、単純なサポートに留まらず、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ります。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います。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、対象者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おります。

（ ）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」に取り組みます。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、対象者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ます。対象者が開発を進める「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

解しております。スパイラルのプラットフォーム化が進むことで、対象者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おります。

以上の施策により、対象者を「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」へと進化させていきます。

なお、下記「(3)本取引に関する重要な合意」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対象者の株主総会において、公開買付者が指名する者が対象者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対象者に要請する予定です。対象者意見表明プレスリリースによれば、対象者は、公開買付者からかかる要請を受けた場合には、これに応じる予定とのことです。もっとも、本取引完了後の対象者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対象者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おりません。上記のとおり本株式併合を承認する対象者の株主総会において対象者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対象者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、対象者と協議しながら決定していく予定です。

また、上記「(1)本公開買付けの概要」に記載のとおり、公開買付者は、本株式併合の完了後、法第24条第1項ただし書に基づき対象者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、公開買付者と対象者は、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、対象者株式について株式分割を行ったうえで、公開買付者が佐谷氏から対象者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、対象者株式について、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おります。

(3)本取引に関する重要な合意

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、実質的な変更はございません。

- () 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対象者株式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、対象者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、対象者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対象者及び公開買付者が指定する対象者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
- () 対象者株式（本合併前の対象者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（佐谷氏による対象者株式の譲渡禁止、並びに、公開買付者が対象者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対象者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対象者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対象者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こと

- () 佐谷氏は、対象者グループをして、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、対象者の株主が佐谷氏、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対象者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、本公開買付け開始日以降、佐谷氏は、対象者をして、公開買付者が指名する者を対象者の顧問として起用させ、又は公開買付者が指定する対象者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、対象者グループをして、合理的に必要な範囲で、公開買付者又はAP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、自ら及び対象者をして、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)対象者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、対象者の(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おります。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、対象者の運営や公開買付者及び佐谷氏が所有する対象者株式に関する事項を定めた株主間契約並びに対象者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おりますが、現時点においては具体的に合意されている事項はありません。

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対象者株式（所有割合：6.60%）及びオータスが所有する対象者株式（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おります。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対象者株式の譲渡、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おります。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対象者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対象者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の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おります。なお、ミライノベート及びオータスが所有する対象者株式の合計数は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対象者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おります。また、各当事者は、解除事由（()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おります。なお、本応募契約に基づく応募の前提条件は存在しません。

(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対象者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おります。

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おります。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所有対象者株式の全部を応募せず、本株式譲渡契約の締結日からTGA株式譲渡日までの間、TGA所有対象者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おります。また、東山氏は、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、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おります。

なお、公開買付者は、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をして対象者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、対象者が非公開化(株式の併合により対象者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)のみとすることを含む。)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対象者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おります。

()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対象者株式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、所有する対象者株式を公開買付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おります。なお、本株式譲渡契約に基づく応募の前提条件は存在しません。

()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おります。

(注3) 公開買付者は、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おります。

(注4) 公開買付者は、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者の義務又は上記の(注3)に記載した公開買付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おります。

また、本株式譲渡契約に基づく公開買付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おります。

(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所有対象者株式、現預金及び税金資産以外に存在しないこと並びにTGA所有対象者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おります。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おります。

(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所有対象者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所有対象者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おります。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おります。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)、東山氏が保有する対象者株式、TGA株式及びTGA所有対象者株式の譲渡、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おります。

() 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所有対象者株式(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がその所有する対象者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おります。

() 対象者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対象者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対象者株式及びTGA所有対象者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ます。

() 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対象者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規定しております。

() 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おります。

本公開買付実施契約

公開買付者及び対象者は、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。

- () 対象者が、2022年6月28日に、対象者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、対象者の取締役の善管注意義務違反となる可能性が高いと対象者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。)
- () 対象者が、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、対象者の株主を佐谷氏、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、対象者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
- () 公開買付者及び対象者が、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
- () 対象者は、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、対象者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(対象者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。対象者は、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、対象者の取締役の善管注意義務違反となる可能性が高いと対象者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) 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

公開買付者及び対象者は、本公開買付けを含む本取引がマネジメント・パイアウト（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、本公開買付価格の公正性の担保、本公開買付けの実施を決定するに至る意思決定の過程における恣意性の排除及び利益相反の回避の観点から、本公開買付けを含む本取引の公正性を担保するため、以下の措置を実施いたしました。なお、公開買付者は、本公開買付けにおいて、MOMの買付予定数の下限を設定すると、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対象者の少数株主の皆様の利益に資さない可能性もあるものと考え、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おりません。もっとも、公開買付者及び対象者において、以下の措置を実施していることから、対象者の少数株主の皆様の利益には十分な配慮がなされていると考えております。

なお、以下の記載のうち、対象者において実施した措置に関する記載については、対象者から受けた説明に基づくものです。

対象者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

対象者における独立した法律事務所からの助言

対象者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

対象者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

本公開買付けの公正性を担保する客観的状況の確保

以上の詳細につきましては、下記「4 買付け等の期間、買付け等の価格及び買付予定の株券等の数」の「(2) 買付け等の価格」の「算定の経緯」の「本公開買付価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けを含む本取引の公正性を担保するための措置」をご参照ください。

(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「(1) 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、公開買付者が対象者株式の全て（ただし、対象者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、対象者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おります。

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、対象者株式の併合（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。）の開催を対象者に要請する予定です。公開買付者は、対象者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日を予定しております。）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です。対象者意見表明プレスリリースによれば、対象者は、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とのことです。なお、上記「(3) 本取引に関する重要な合意」の「本基本契約」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、対象者の株主は、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対象者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、対象者の株主に対して、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。）に相当する対象者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対象者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対象者の株主（対象者、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対象者の株主が所有していた対象者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です。また、対象者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、公開買付者が対象者株式の全て（ただし、対象者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対象者の株主（対象者、佐谷氏及びTGAを除きます。）の所有する対象者株式の数が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対象者株式の数以上の対象者株式を所有する対象者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者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）のみが対象者株式（ただし、対象者が所有する自己株式を除きます。）の全てを所有することとなるようにする予定です。

上記のとおり、株式併合においては、本公開買付けに応募しなかった対象者の株主の皆様（公開買付者、佐谷氏及びTGAを除きます。）の所有する対象者株式の数は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対象者の株主の皆様は、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となる予定です。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となります。

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対象者の株主の皆様（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であり、その場合に当該対象者の株主の皆様が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対象者の株主の皆様が所有していた対象者株式の数を乗じた価格と同一となるよう算定する予定です。

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、対象者と協議の上、決定次第、対象者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対象者の株主の皆様のご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、対象者の株主の皆様が自らの責任にて税務専門家にご確認ください。

(6) 上場廃止となる見込み及びその事由

対象者株式は、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いますが、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、対象者株式は、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、上記「(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、対象者株式は、所定の手続を経て上場廃止となります。なお、対象者株式が上場廃止となった後は、対象者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。

4【買付け等の期間、買付け等の価格及び買付予定の株券等の数】

(1)【買付け等の期間】

【届出当初の期間】

買付け等の期間	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)
公告日	2022年6月29日(水曜日)
公告掲載新聞名	電子公告を行い、その旨を日本経済新聞に掲載します。 (電子公告アドレス https://disclosure.edinet-fsa.go.jp/)

【対象者の請求に基づく延長の可能性の有無】

法第27条の10第3項の規定により、対象者から公開買付期間の延長を請求する旨の記載がされた意見表明報告書が提出された場合は、公開買付期間は、2022年8月10日(水曜日)まで(30営業日)となります。

【期間延長の確認連絡先】

連絡先 株式会社ミライサイテキグループ
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
03-5425-8202
代表取締役 小坂 雄介
確認受付時間 平日9時から17時まで

(2)【買付け等の価格】

株券	普通株式 1株につき金2,800円
新株予約権証券	
新株予約権付社債券	
株券等信託受益証券 ()	
株券等預託証券 ()	
算定の基礎	<p>(前回公開買付価格及び前回新株予約権買付価格)</p> <p>対象者株式</p> <p>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、対象者の事業及び財務状況を多角的・総合的に分析しました。また、公開買付者は、対象者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、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対象者株式の終値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ました。さらに、対象者と事業内容、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対象者の株式価値を分析いたしました。</p> <p>なお、公開買付者は、上記の要素を総合的に考慮し、かつ、対象者との協議及び交渉を経て前回公開買付価格を決定しており、第三者算定機関からの株式価値算定書は取得しておりません。</p> <p>前回公開買付価格(2,800円)は、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対象者株式の終値2,512円に対して11.46%、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円に対して10.41%、同過去3ヶ月の終値の単純平均値2,320円に対して20.69%、同過去6ヶ月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となっております。また、前回公開買付価格は、前回届出書提出日の前営業日である2021年9月30日の東京証券取引所における対象者株式の終値2,463円に対して13.68%のプレミアムを加えた価格となります。</p> <p>なお、公開買付者は、2021年9月16日、佐谷氏との相対売買により、対象者株式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対象者株式の終値)で取得しております。前回公開買付価格(2,800円)と当該取得の価格(1株当たり2,634円)との間には166円の差異がありますが、これは、当該取得の時点以降、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日までの間、対象者株式の終値が2,500円から2,751円の範囲で変動したことに加え、前回公開買付価格には上記のとおり2021年9月29日の東京証券取引所における対象者株式の終値2,512円に対して11.46%のプレミアムが付されているためです。</p> <p>第3回新株予約権</p> <p>第3回新株予約権については、前回届出書提出日現在において、対象者株式1株当たりの行使価額(1,049円)が前回公開買付価格(2,800円)を下回っておりました。そこで、公開買付者は、前回新株予約権買付価格を、前回公開買付価格である2,800円と第3回新株予約権の対象者株式1株当たりの行使価額との差額に第3回新株予約権の目的となる対象者株式数(100)を乗じた金額とすることを決定いたしました。具体的には、対象者株式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円とそれぞれ決定いたしました。</p> <p>なお、第3回新株予約権は、ストックオプションとして、対象者の役員及び従業員等、並びに対象者子会社の役員に対して発行されたものであり、新株予約権発行要項で譲渡による第3回新株予約権の取得については対象者取締役会の承認を要するものとされており、また新株予約権割当契約書において譲渡が禁止されておりました。対象者は、第3回新株予約権者が第3回新株予約権を応募できるようにするため、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、第3回新株予約権者の皆様が、その保有する第3回新株予約権を前回公開買付けに応募することにより公開買付者に対して譲渡することについて包括的に承認すること、及び譲渡を希望する第3回新株予約権者との間では新株予約権割当契約の内容を変更し譲渡可能な内容とする旨の決議をしたとのことでした。</p>

	<p>(本公開買付価格)</p> <p>公開買付者は、本公開買付価格を決定するに際し、公開買付者は、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月下旬から同年6月中旬まで実施し、対象者の事業及び財務状況を多角的・総合的に分析しました。また、公開買付者は、対象者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対象者株式の終値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2,760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円の推移を市場株価の水準として参考にしました。さらに、対象者と事業内容、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複数の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対象者の株式価値を分析いたしました。</p> <p>なお、公開買付者は、上記の要素を総合的に考慮し、かつ、対象者との協議及び交渉を経て本公開買付価格を決定しており、第三者算定機関からの株式価値算定書は取得しておりません。</p> <p>本公開買付価格(2,800円)は、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対象者株式の終値2,784円に対して0.57%、その時点における過去1ヶ月間の終値の単純平均値2,760円に対して1.45%、同過去3ヶ月の終値の単純平均値2,632円に対して6.38%、同過去6ヶ月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となっております。また、本公開買付価格は、本書提出日の前営業日である2022年6月28日の東京証券取引所における対象者株式の終値2,791円に対して0.32%のプレミアムを加えた価格となります。また、本公開買付価格(2,800円)は、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対象者株式の終値2,512円に対して11.46%、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円に対して10.41%、同過去3ヶ月の終値の単純平均値2,320円に対して20.69%、同過去6ヶ月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となっております。</p> <p>なお、前回公開買付価格(2,800円)と本公開買付価格(2,800円)は同一価格となります。</p>
<p>算定の経緯</p>	<p>(前回公開買付価格及び前回新株予約権買付価格の決定に至る経緯)</p> <p>APIは、対象者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、公開買付者が前回公開買付けを実施し、それに引き続いて対象者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対象者の非公開化を行うことが、より多くの対象者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、対象者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りました。なお、APIは、対象者の非公開化が実施できた場合に達成し得る対象者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ました。</p> <p>上記を踏まえ、公開買付者は、2021年9月1日、対象者に対して、前回公表予定日である2021年9月30日まで約1ヶ月程度期間が空くこと、対象者の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、対象者の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%に比べて相対的に日次での株価変動が大きく、前回公表予定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予定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対象者株式の終値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、対象者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対象者株式の終値2,355円が前回公表予定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、対象者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もと、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と</p>

なります。あわせて、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回新株予約権の対象者株式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日に開催された対象者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、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、対象者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されました。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対象者株式の終値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対象者株式の終値2,489円が前回公表予定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日に開催された対象者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、対象者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されました。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対象者株式の終値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対象者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対象者株式を追加取得することで対象者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対象者の総議決権の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いたしました。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対象者株式の終値2,676円が前回公表予定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日に開催された対象者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されました。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2021年9月22日の前営業日である2021年9月21日の東京証券取引所における対象者株式の終値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、2021年9月22日の東京証券取引所における対象者株式の終値2,500円が前回公表予定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1,994円に対して30%のプレミアムを付した価格2,592円（2021年9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2021年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となります。当該提案を受けて、2021年9月24日に開催された対象者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されました。これを受けて公開買付者は、2021年9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いたしました。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対象者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、より多くの対象者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対象者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、公開買付者から対象者に対して提案したものです。

当該最終提案について、対象者取締役会は、2021年9月30日、当該提案の前回公開買付価格が、()下記「4 買付け等の期間、買付け等の価格及び買付予定の株券等の数」の「(2) 買付け等の価格」の「算定の経緯」の「対象者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対象者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、DCF法による算定結果のレンジの中央値を超えると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日の対象者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、並びに、直近1ヶ月間、直近3ヶ月間及び直近6ヶ月間の終値の単純平均値それぞれからのプレミアムの中央値35%から42%)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対象者の株主の皆様にとって妥当な条件であり、且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したとのことです。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回新株予約権の対象者株式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対象者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回新株予約権者の皆様にとって妥当であると判断したとのことです。加えて、対象者は、()APによる非公開化の提案を受け入れることが対象者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ること、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対象者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、広く対象者の株主の皆様に対して合理的な対象者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、対象者の株主の皆様に対して対象者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ることから、株主の皆様利益につながると考えられること、()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うえ、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るところ、かかる買付け等の価格は対象者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うえで、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

対象者の株主の皆様に対しても、対象者の分配可能額の範囲内で可能な限り広く対象者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ること、()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るが、前回自社株公開買付け終了後に、公開買付者が佐谷氏不応募合意株式及び対象者が所有する自己株式を除く対象者株式の全てを所有していなかった場合には、対象者に対し、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段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、対象者の株主の皆様は、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ること、また、()下記「4 買付け等の期間、買付け等の価格及び買付予定の株券等の数」の「(2) 買付け等の価格」の「算定の経緯」の「 対象者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ることから、対象者が、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、対象者の株主の皆様利益に鑑みても合理的であると判断したとのことでした。そして公開買付者は、2021年9月30日、対象者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、本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。

上記の交渉を踏まえ、公開買付者は、2021年9月30日、公開買付者が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、前回公開買付価格である2,800円と第3回新株予約権の対象者株式1株当たりの行使価額との差額に第3回新株予約権の目的となる対象者株式数を乗じた金額(具体的には、第3回新株予約権の対象者株式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)とする前回公開買付けを実施するとともに、対象者との間で、それに引き続いて対象者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、前回公開買付実施契約を締結することを決定しました。

(本公開買付価格の決定に至る経緯)

上記「3 買付け等の目的」の「(2) 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」及び「 対象者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、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、対象者株式の市場株価は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日までの期間を除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、前回公開買付けに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日付で対象者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対象者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りました。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おります。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け価格の提案が行われ対象者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、市場内外を通じて対象者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日までににおいて対象者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としては再度対象者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対象者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対象者の適切な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ました。その後、APは、2022年2月中旬から3月中旬にかけて、再度対象者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ました。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が所有する対象者株式について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所有対象者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が所有する対象者株式を、前回公開買付価格で評価することを前提としたうえで、TGA所有対象者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ました。APは、東山氏よりTGA株式の譲渡についての売却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、対象者の適切な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、対象者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ました。

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、対象者の現在の経営状況・財務状況について確認を行うため、対象者に対して対象者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、対象者に対してデュー・ディリジェンスを実施いたしました。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対象者株式に関する売却意向、並びに東山氏及びTGAの対象者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、対象者に対して、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、対象者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、対象者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円と評価しておりました。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対象者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円と設定いたしました。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対象者の株主による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対象者の経営状況や財務状況を確認するため対象者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、対象者の株式価値を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いたしました。

当該提案を受けて2022年6月9日に開催された対象者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、対象者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されました。

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いたしました。

- ・今の対象者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対象者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対象者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られ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対象者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対象者取締役会において賛同及び対象者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
 - ・また対象者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に応募することに加え、TGA株式の譲渡を通じて間接的にTGAが所有する対象者株式を取得することを協議しており、その場合の対象者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、対象者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対象者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、今の対象者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、対象者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おります。
- (注2) 実際、前回公開買付期間中の2021年11月1日に対象者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日に提出した対象者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%まで減少しております。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おります。
- (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、足元の対象者の市場株価は需給悪化により下落する可能性があることと公開買付者は考えており、本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しょくし、合理的な売却機会を提供するものであると考えております。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おります。

- (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おります。
- (注5) 市場での対象者株式の売買は概ね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対象者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おります。
- (注6) 上記(注3)のとおり、公開買付者としては一般的なMBOと同様に足元の対象者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対象者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おります。
- 当該提案について、対象者取締役会は、本日、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日の対象者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「本公開買付価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けを含む本取引の公正性を担保するための措置」の「対象者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」に記載の通り、野村證券による対象者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「本公開買付価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けを含む本取引の公正性を担保するための措置」の「対象者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」に記載の通り、前回取引の公表日以降の対象者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「本公開買付価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付け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、対象者並びに本特別委員会と公開買付者の間で協議・交渉が複数回行われ、より具体的には野村證券による対象者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、対象者株式の市場株価が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価格(2,800円)を上回って推移したことが主な原因であり、対象者の一般株主が本公開買付価格と同額である前回

公開買付価格（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、対象者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対象者株式（所有割合：6.60%）及びオータスが所有する対象者株式（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、対象者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、本公開買付価格が対象者の株主の皆様にとって妥当な条件であり、且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したとのことです。

上記の交渉を踏まえ、公開買付者は、本日、公開買付者が本公開買付価格を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、本公開買付実施契約を締結することを決定しました。

（本公開買付価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けを含む本取引の公正性を担保するための措置）

公開買付者及び対象者は、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、本公開買付価格の公正性の担保、本公開買付けの実施を決定するに至る意思決定の過程における恣意性の排除及び利益相反の回避の観点から、本公開買付けを含む本取引の公正性を担保するため、以下の措置を実施いたしました。なお、公開買付者は、（ ）応募合意株主は、対象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所有対象者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、対象者の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対象者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ません。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、対象者の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、佐谷氏が所有する株式（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おります。

対象者としては、本取引においては、応募合意株主及びTGAは、所有する対象者株式数が一般株主に比して非常に多く、市場で所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所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いるとのことです。

なお、本公開買付期間は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」に記載の通り、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期間の延長請求を行わないこととしているとのことです。

なお、以下の記載のうち、対象者において実施した措置に関する記載については、対象者意見表明プレスリリース及び対象者から受けた説明に基づくものです。

対象者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

対象者意見表明プレスリリースによれば、対象者は、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、対象者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、野村證券に対象者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たとのことです。なお、対象者は、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）を取得しなかったとのことです。

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、対象者が継続企業であるとの前提の下、対象者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、対象者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法を用いて対象者株式の株式価値の算定を行ったとのことです。

野村證券によれば、対象者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対象者株式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、以下のとおりだったとのことです。

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、対象者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、対象者株式の1株当たりの株式価値の範囲を、1,998円から2,581円と算定したとのことです。

類似会社比較法においては、対象者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対象者株式の株式価値を算定したとのことです。その結果、対象者株式の1株当たり株式価値の範囲を、2,014円から2,256円と算定したとのことです。

DCF法においては、対象者が作成した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、対象者が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、さらに対象者が保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、対象者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円と算定したとのことです。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倍として対象者株式の株式価値を算定したとのことです。

野村證券がDCF法で算定の前提とした対象者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なかったとのことです。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、事業計画作成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なかったとのことです。

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。

対象者意見表明プレスリリースによれば、対象者は、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、対象者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、野村證券に対象者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たとのことです。なお、対象者は、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、対象者及び公開買付者らの関連当事者には該当せず、また、上記「3 買付け等の目的」の「(2)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「対象者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対象者は判断したとのことです。なお、本取引に係る野村證券における対象者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いるとのことです。対象者は、()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、すなわち対象者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、対象者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、対象者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対象者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対象者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たとのことです。なお、野村證券は、対象者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、対象者に助言を提供できる立場であることから、対象者は、野村證券が対象者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たとのことです。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たとのことです。

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、対象者が継続企業であるとの前提の下、対象者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、対象者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法を用いて対象者株式の株式価値の算定を行ったとのことです。

野村證券によれば、対象者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対象者株式1株当たりの株式価値の範囲は以下のとおりとのことです。

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、対象者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、対象者株式の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、対象者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、EBITDA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対象者株式の株式価値を算定しております。その結果、対象者株式の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、対象者が作成した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、対象者が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、さらに対象者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、対象者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%、EBITDAマルチプルは7.50倍から9.50倍として対象者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対象者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ないとのことです。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とのことです。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いないとのことです。

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、対象者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いないとのことです。また、対象者の資産又は負債(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、鑑定又は査定への依頼も行っていないとのことです。加えて、対象者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。)については対象者の経営陣により、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いるとのことです。

対象者における独立した法律事務所からの助言

対象者意見表明プレスリリースによれば、前回取引において、対象者は、本公開買付けを含む本取引に係る対象者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、対象者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対象者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たとのことです。なお、西村あさひ法律事務所は、対象者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いないとのことです。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たとのことです。

対象者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

対象者意見表明プレスリリースによれば、対象者は、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、対象者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すること等に鑑み、2021年7月15日開催の取締役会において、前回取引に係る対象者の意思決定に慎重を期し、対象者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、前回取引が対象者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、対象者及び公開買付者らから独立し、高度の識見を有すると考えている鶴本浩司氏(対象者社外取締役)、大村健氏(対象者社外監査役、弁護士)及び渡邊宣昭氏(対象者社外監査役、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したとのことです。

対象者は、取締役会決議に基づき、前回特別委員会に対し、(1)前回取引の是非(前回取引が対象者の企業価値向上に資するか否かを含む。)、(2)前回取引の取引条件の妥当性、(3)前回取引における手続の公正性、及び(4)上記(1)乃至(3)を踏まえ、前回取引(前回公開買付けに対して賛同し、対象者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。)が対象者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の前回答申書を対象者に提出することを2021年7月15日に委嘱したとのことです。

また、対象者取締役会は、前回取引に関する対象者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、対象者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たとのことです。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対象者取締役会及び対象者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対象者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、対象者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対象者が負担すること）を決議したとのことです。

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たとのことです。

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・検討を行ったとのことです。具体的には、前回特別委員会は、対象者から、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、質疑応答を行ったとのことです。加えて、公開買付者らとの交渉過程への関与方針として、直接の交渉は対象者のファイナンシャル・アドバイザーである野村證券が対象者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たとのことです。さらに、野村證券から対象者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たとのことです。

その後、前回特別委員会は、対象者及び野村證券から、公開買付者らと対象者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「3 買付け等の目的」の「(2) 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対象者株式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対象者株式数を乗じた金額（具体的には、前回新株予約権の対象者株式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対象者に意見する等して、公開買付者らとの交渉過程に関与したとのことです。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、対象者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、質疑応答を行ったとのことです。

なお、前回特別委員会は、対象者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対象者のリーガル・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たとのことです。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、対象者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、対象者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たとのことです。

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及び検討した結果、2021年9月29日付で、対象者取締役会に対し、委員全員の一致で、大要以下の内容の前回回答書を提出したとのことです。

() 前回取引の是非（前回取引が対象者の企業価値向上に資するか否かを含む。）

前回特別委員会が対象者、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「3 買付け等の目的」の「(2) 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「 対象者を取り巻く事業環境、対象者の経営課題等」に記載の前回取引に至る背景となる対象者の事業内容・事業環境については、対象者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対象者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「3 買付け等の目的」の「(2) 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、対象者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、対象者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、対象者を「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、対象者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、これらは対象者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、対象者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、前回取引は対象者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「3 買付け等の目的」の「(2) 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、対象者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、及びこれらの対象者と公開買付者との間の前回公開買付け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

	<p>b. 対象者は、前回公開買付けに関する意見表明を行うに当たり、対象者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である野村證券に対して、対象者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、野村證券が対象者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対象者の財務予測について、対象者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対象者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</p> <p>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対象者株式の終値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、同日の対象者株式の終値、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対象者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対象者の企業価値のレンジの中央値を超える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対象者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</p> <p>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対象者株式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対象者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対象者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対象者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</p>
--	--

e. 上記「3 買付け等の目的」の「(1) 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対象者の議決権の合計数が対象者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、対象者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%（対象者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、対象者から提示を受けた、対象者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回の対象者の定時株主総会（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日時点の対象者の総議決権の数（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るとのことである。）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となる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対象者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、対象者株式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、最終的に対象者株式（ただし、前回新株予約権の行使により交付される対象者株式を含み、公開買付者所有対象者株式、対象者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。）の全てを取得することを目的とし、対象者株式を追加取得し、対象者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対象者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とうえで、株式併合その他スクイズアウト手続に係る議案が対象者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、対象者株式を追加取得し、対象者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、結果として対象者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対象者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対象者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、広く対象者の株主の皆様に対して合理的な対象者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、対象者の株主の皆様に対して対象者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うえ、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対象者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うえで、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対象者の株主の皆様に対しても、対象者の分配可能額の範囲内で可能な限り広く対象者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対象者が所有する自己株式を除く対象者株式の全てを所有していなかった場合には、対象者に対し、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のも正当であると考えられたことから、対象者が、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、対象者の株主の利益に鑑みても合理的であるといえたこと
- g. 前回スクイー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ーズアウト手続を行い、前回スクイー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対象者の株主(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対象者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対象者に要請する予定とのことであり、前回スクイー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、前回スクイー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、対象者は、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ままであり、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対象者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対象者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、対象者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、対象者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、対象者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、対象者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、対象者は、前回両公開買付けを含む前回取引に係る対象者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、対象者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対象者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、対象者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、野村證券に対象者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対象者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、公開買付期間が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を対象者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対象者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、対象者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対象者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、MOM条件が設定されていなかったものの、公開買付者及び対象者において、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MOM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、対象者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、前回取引は対象者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、対象者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。

対象者意見表明プレスリリースによれば、対象者は、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、対象者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、本取引に係る対象者の意思決定に慎重を期し、対象者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、本取引が対象者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、対象者及び公開買付者らから独立し、高度の識見を有すると考えている鶴本浩司氏(対象者社外取締役)、大村健氏(対象者社外監査役、弁護士)及び渡邊宣昭氏(対象者社外監査役、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したとのことです。

対象者は、取締役会決議に基づき、本特別委員会に対し、(1)本取引の是非(本取引が対象者の企業価値向上に資するか否かを含む。)、(2)本取引の取引条件の妥当性、(3)本取引における手続の公正性、及び(4)上記(1)乃至(3)を踏まえ、本取引(本公開買付けに対して賛同し、対象者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。)が対象者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対象者に提出することを2022年4月20日に委嘱したとのことです。

また、対象者取締役会は、本取引に関する対象者取締役会的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、対象者取締役会は本公開買付けに賛同しないものとすることを決議したとのことです。さらに、本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対象者取締役会及び対象者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対象者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、対象者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対象者が負担すること）を決議したとのことです。

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たとのことです。

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（合計約3時間）開催され、本諮問事項についての協議・検討を行ったとのことです。具体的には、本特別委員会は、対象者から、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、公開買付者らから対象者又は野村証券を通じて、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たとのことです。加えて、公開買付者らとの交渉過程への関与方針として、直接の交渉は対象者のファイナンシャル・アドバイザーである野村証券が対象者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たとのことです。さらに、野村証券から対象者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たとのことです。その後、本特別委員会は、対象者及び野村証券から、公開買付者らと対象者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「3 買付け等の目的」の「(2) 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「 対象者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対象者に意見する等して、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、対象者及び野村証券からは本取引の諸条件の交渉経緯及び決定過程等に関する説明を受け、質疑応答を行いました。

なお、本特別委員会は、対象者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証券並びに対象者のリーガル・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たとのことです。また、本特別委員会は、第1回の本特別委員会において、対象者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証券を、対象者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たとのことです。

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及び検討した結果、2022年6月27日付で、対象者取締役会に対し、委員全員の一致で、大要以下の内容の本答申書を提出したとのことです。

() 本取引の是非（本取引が対象者の企業価値向上に資するか否かを含む。）

本特別委員会が対象者、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「3 買付け等の目的」の「(2) 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対象者の事業内容・事業環境については、対象者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対象者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「3 買付け等の目的」の「(2) 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、対象者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、対象者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、対象者を「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、対象者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、これらは対象者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、対象者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、本取引は対象者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「3 買付け等の目的」の「(2) 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の実施を決定するに至った背景、理由及び意思決定の過程」に記載のとおり、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、対象者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、これらの対象者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. 対象者は、本公開買付けに関する意見表明を行うに当たり、対象者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、対象者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、野村證券が対象者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対象者の財務予測について、対象者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対象者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対象者株式の終値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、上記の通り一定のプレミアムは付されていることから、対象者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えることができる。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対象者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対象者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、本公開買付価格は対象者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ておらず、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対象者の株主（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対象者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対象者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. 対象者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対象者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、対象者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M&A指針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、対象者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、対象者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、対象者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、対象者は、本公開買付けを含む本取引に係る対象者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、対象者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対象者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、対象者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、野村證券に対象者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対象者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対象者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対象者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ること。また、対象者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対象者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、保有する対象者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、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所有対象者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、対象者の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、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対象者の少数株主の利益に資さない可能性もあること、() 公開買付者及び対象者において、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、対象者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対象者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対象者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、対象者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。

対象者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
(前回取引における意見)

対象者意見表明プレスリリースによれば、対象者は、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、前回取引を通じて対象者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対象者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ったとのことです。

その結果、上記「3 買付け等の目的」の「(2)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、対象者取締役会は、()非公開化をせずに対象者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、中長期的には対象者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はこれらの施策を実施すれば、対象者の株主の皆様に対して、短期的に対象者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、対象者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、対象者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、対象者の株主の皆様にとって妥当であり、前回公開買付けは、対象者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対象者の取締役(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、対象者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項の規定による対象者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したとのことです。なお、上記取締役会には、対象者の監査役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たとのことです。

対象者の取締役のうち、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、公開買付者に対して出資を行うことを予定していること及び前回取引後も継続して対象者の経営にあたることを予定していることから、前回取引に関して対象者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、対象者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いないとのことです。

(本取引における意見)

対象者意見表明プレスリリースによれば、対象者は、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、本取引を通じて対象者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対象者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ったとのことです。

その結果、上記「(2)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「対象者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、対象者取締役会は、()非公開化をせずに対象者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、中長期的には対象者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、対象者の株主の皆様に対して、短期的に対象者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、対象者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、対象者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、()本公開買付価格(2,800円)及び本公開買付けに係るその他の諸条件は、上記「(2)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「対象者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()乃至()の理由から、対象者の株主の皆様にとって妥当であり、本公開買付けは、対象者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対象者の取締役(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、対象者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したとのことです。なお、上記取締役会には、対象者の監査役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たとのことです。

対象者の取締役のうち、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対象者の経営にあたることを予定していることから、本取引に関して対象者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、対象者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いないとのことです。

本公開買付けの公正性を担保する客観的状況の確保

上記「3 買付け等の目的」の「(3) 本取引に関する重要な合意」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、対象者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、対象者が、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、対象者の取締役の善管注意義務違反となる可能性が高いと対象者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。公開買付者は、本公開買付けにおいては、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、対象者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、対象者の株主の皆様にも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、対象者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、もって本公開買付の公正性を担保することを意図しています。加えて、上記「3 買付け等の目的」の「(2) 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対象者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対象者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るとのことです。このように、上記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。

(注) 野村證券は、株式価値の算定に際して、対象者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いないとのことです。また、対象者の資産又は負債（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いないとのことです。加えて、対象者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。）については対象者の経営陣により、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いるとのことです。

【3】買付予定の株券等の数

株券等の種類	買付予定数	買付予定数の下限	買付予定数の上限
普通株式	3,422,642 (株)	783,400 (株)	(株)
合計	3,422,642 (株)	783,400 (株)	(株)

(注1) 応募株券等の総数が買付予定数の下限（783,400株）に満たない場合は、応募株券等の全部の買付け等を行いません。応募株券等の総数が買付予定数の下限（783,400株）以上の場合は、応募株券等の全部の買付け等を行います。

(注2) 単元未満株式も本公開買付けの対象としております。なお、会社法に従って株主による単元未満株式買取請求権が行使された場合には、対象者は法令の手續に従い公開買付期間中に自己の株式を買い取ることがあります。

(注3) 本公開買付けを通じて、対象者が所有する自己株式を取得する予定はありません。

(注4) 本公開買付けにおいては、買付予定数の上限を設定しておりませんので、買付予定数は、公開買付者が本公開買付けにより取得する対象者の株券等の最大数である3,422,642株を記載しております。なお、当該最大数は、本基準株式数（7,917,742株）から、本書提出日現在において本公開買付けに応募しない予定である本不応募合意株式（4,495,100株）を控除した株式数（3,422,642株）です。

5【買付け等を行った後における株券等所有割合】

区分	議決権の数
買付予定の株券等に係る議決権の数(個)(a)	34,226
aのうち潜在株券等に係る議決権の数(個)(b)	-
bのうち株券の権利を表示する株券等信託受益証券及び株券等預託証券に係る議決権の数(個)(c)	-
公開買付者の所有株券等に係る議決権の数(2022年6月29日現在)(個)(d)	-
dのうち潜在株券等に係る議決権の数(個)(e)	-
eのうち株券の権利を表示する株券等信託受益証券及び株券等預託証券に係る議決権の数(個)(f)	-
特別関係者の所有株券等に係る議決権の数(2022年6月29日現在)(個)(g)	44,951
gのうち潜在株券等に係る議決権の数(個)(h)	-
hのうち株券の権利を表示する株券等信託受益証券及び株券等預託証券に係る議決権の数(個)(i)	-
対象者の総株主等の議決権の数(2022年2月28日現在)(個)(j)	78,896
買付予定の株券等に係る議決権の数の総株主等の議決権の数に占める割合(a/j)(%)	43.23
買付け等を行った後における株券等所有割合 ($(a+d+g) / (j + (b-c) + (e-f) + (h-i)) \times 100$)(%)	100.00

(注1) 「買付予定の株券等に係る議決権の数(個)(a)」は、本公開買付けにおける買付予定の株券等の数(3,422,642株)に係る議決権の数を記載しております。

(注2) 「特別関係者の所有株券等に係る議決権の数(2022年6月29日現在)(個)(g)」は、各特別関係者が所有する株券等に係る議決権の数の合計を記載しております。

(注3) 「対象者の総株主等の議決権の数(2022年2月28日現在)(個)(j)」は、対象者有価証券報告書に記載された2022年2月28日現在の総株主の議決権の数(1単元の株式数を100株として記載されたもの)です。ただし、単元未満株式についても本公開買付けの対象としているため、「買付予定の株券等に係る議決権の数の総株主等の議決権の数に占める割合」及び「買付け等を行った後における株券等所有割合」の計算においては、本基準株式数(7,917,742株)に係る議決権の数である79,177個を分母として計算しております。

(注4) 「買付予定の株券等に係る議決権の数の総株主等の議決権の数に占める割合」及び「買付け等を行った後における株券等所有割合」については、小数点以下第三位を四捨五入しております。

6【株券等の取得に関する許可等】

(1)【株券等の種類】

普通株式

(2)【根拠法令】

私的独占の禁止及び公正取引の確保に関する法律

公開買付者は、私的独占の禁止及び公正取引の確保に関する法律(昭和22年法律第54号。その後の改正を含みます。以下「独占禁止法」といいます。)第10条第2項に基づき、公正取引委員会に対して、本公開買付けによる対象者株式の取得(以下「本株式取得」といいます。)に関する計画をあらかじめ届け出なければならず(以下当該届出を「事前届出」といいます。)、同条第8項により、事前届出が受理された日から原則として30日(短縮される場合もあります。)を経過するまでは本株式取得を行うことができません(以下、本株式取得が禁止される当該期間を「取得禁止期間」といいます。)

また、独占禁止法第10条第1項は、一定の取引分野における競争を実質的に制限することとなる他の会社の株式の取得行為を禁止しており、公正取引委員会はこれに違反する行為を排除するために必要な措置を命ずることができます(同法第17条の2第1項。以下「排除措置命令」といいます。)。上記の事前届出が行われた場合で、公正取引委員会が排除措置命令を発令しようとするときは、公正取引委員会は、当該排除措置命令の名宛人となるべき者について意見聴取を行わなければならず(同法第49条)、その意見聴取を行うにあたっては、予定する排除措置命令の内容等を名宛人に通知しなければなりません(同法第50条第1項。以下「排除措置命令の事前通知」といいます。)、株式取得に関する排除措置命令の事前通知は、一定の期間(上記の事前届出が受理された日から原則30日間ですが、延長又は短縮される場合もあります。以下「措置期間」といいます。)内に行うこととされております(同法第10条第9項)。なお、公正取引委員会は、排除措置命令の事前通知をしないこ

とした場合、その旨の通知（以下「排除措置命令を行わない旨の通知」といいます。）をするものとされております（私的独占の禁止及び公正取引の確保に関する法律第9条から第16条までの規定による認可の申請、報告及び届出等に関する規則（昭和28年公正取引委員会規則第1号。その後の改正を含みます。）第9条）。

公開買付者は、前回公開買付けによる対象者株式の取得（以下「前回株式取得」といいます。）に関して、2021年9月1日付で公正取引委員会に対して事前届出を行い、当該事前届出は同日付で受理されております。その後、公開買付者は、前回株式取得に関して、公正取引委員会から取得禁止期間を30日間から9日間に短縮する旨の2021年9月10日付「禁止期間の短縮の通知書」を2021年9月14日付で受領したため、2021年9月10日の経過をもって取得禁止期間は終了しております。また、公開買付者は、公正取引委員会から2021年9月10日付「排除措置命令を行わない旨の通知書」を2021年9月14日付で受領したため、2021年9月10日をもって措置期間が終了しております。本公開買付けに際して、公開買付者は、公正取引委員会との間で、本株式取得に際して再度の届出は不要である旨の確認を得ております。

（3）【許可等の日付及び番号】

許可等の日付	2021年9月10日（排除措置命令を行わない旨の通知及び取得禁止期間の短縮の通知を受けたことによる）
許可等の番号	公経企第690号（排除措置命令を行わない旨の通知書の番号） 公経企第691号（取得禁止期間の短縮の通知書の番号）

7【応募及び契約の解除の方法】

（1）【応募の方法】

公開買付代理人
大和証券株式会社 東京都千代田区丸の内一丁目9番1号

本公開買付けに係る株券等の買付け等の申込みに対する承諾又は売付け等の申込みをする方（以下「応募株主等」といいます。）は、公開買付代理人の本店又は全国各支店（以下、公開買付代理人にて既に口座をお持ちの場合には、お取引支店といたします。）において、所定の「公開買付応募申込書」に所要事項を記載のうえ、公開買付期間末日の16時までに応募して下さい。

ただし、本店又は全国各支店によって営業時間が異なりますので、予めご確認の上、応募してください。

新型コロナウイルス感染拡大防止等の対応に伴い、公開買付期間中、店舗の店頭業務を一時休止する等の特別な対応を行っている可能性があります。詳細については、公開買付代理人の本店又は全国各支店にお問い合わせください。併せて、対象となる店舗、特別な対応等につきましては、公開買付代理人のホームページ（<https://www.daiwa.jp/>）もご参照ください。

本公開買付けに係る普通株式の応募に際しては、応募株主等が公開買付代理人に開設した応募株主等名義の口座（以下「応募株主口座」といいます。）に、応募する予定の株券等が記載又は記録されている必要があります。そのため、応募する予定の株券等が、公開買付代理人以外の金融商品取引業者等に開設された口座に記載又は記録されている場合（対象者の株主名簿管理人である三菱UFJ信託銀行株式会社に開設された特別口座に記載又は記録されている場合を含みます。）は、応募に先立ち、公開買付代理人に開設した応募株主口座への振替手続を完了している必要があります。なお、本公開買付けにおいては、公開買付代理人以外の金融商品取引業者等を經由した応募の受付は行われません。

応募の際に個人番号（法人の場合は法人番号）及び本人確認書類が必要となる場合があります。（注1）（注2）

外国の居住者である株主等（法人の株主等を含みます。以下「外国人株主等」といいます。）の場合、日本国内の常任代理人を通じて応募して下さい（常任代理人より、外国人株主等の委任状又は契約書の原本証明付きの「写し」をいただきます。）。

個人の株主等の場合、買付けられた株券等に係る売却代金と取得費との差額は、株式等の譲渡所得等に関する申告分離課税の適用対象となります。（注3）

対象者の株主名簿管理人である三菱UFJ信託銀行株式会社に開設された特別口座に記載又は記録されている株券等を応募する場合の具体的な振替手続（応募株主口座への振替手続）については、公開買付代理人にご相談いただくか、又は口座管理機関である三菱UFJ信託銀行株式会社にお問い合わせ下さい。（注4）

（注1） 本人確認書類について

公開買付代理人に新規に口座を開設して応募される場合、次の個人番号及び本人確認書類が必要になります（法人の場合は、法人番号及び法人本人の本人確認書類に加え、「現に取引に当たる担当者（取引担当者）」についての本人確認書類及び取引担当者が当該法人のために取引の任にあたっていることの確認が必要になります。）。なお、本人確認書類等の詳細につきましては、公開買付代理人にお尋ね下さい。

・個人の場合

下記、A～Cいずれかの書類をご提出ください。（店頭での口座開設の場合は、本人確認書類の原本のご提示が必要になります。郵送での口座開設の場合は、本人確認書類のコピー（但し、「住民票の写し」は原本）をご提出ください。）

	個人番号確認書類	本人確認書類
A	個人番号カード（裏）	個人番号カード（表） 郵送及びオンライン経由での口座開設の場合は、「個人番号カード（表）」に加えて、a又はbのうちいずれか1種類
B	通知カード	aのいずれか1種類、又はbのうち2種類（但し、「住民票の写し」と「住民票の記載事項証明書」で2種類とすることはできません。） 郵送及びオンライン経由での口座開設の場合はa又はbのうち、いずれか2種類（但し、「住民票の写し」と「住民票の記載事項証明書」で2種類とすることはできません。）
C	個人番号記載のある住民票の写し 又は住民票の記載事項証明書	a又はbのうち、「住民票の写し」「住民票の記載事項証明書」以外の1種類

a 顔写真付の本人確認書類

- ・有効期間内の原本のコピーの提出が必要

パスポート（住所記載欄のない新型パスポート（2020年2月4日以降に発給申請し交付されたパスポート）は、本人確認書類としてご利用いただけません。別途本人確認書類のご用意をお願いいたします。）、運転免許証、運転経歴証明書、各種福祉手帳、在留カード、特別永住者証明書

b 顔写真のない本人確認書類

- ・発行から6ヶ月以内の原本又はコピーの提出が必要
住民票の写し、住民票の記載事項証明書、印鑑証明書
- ・有効期間内の原本のコピーの提出が必要

各種健康保険証、国民年金手帳（氏名・住所・生年月日の記載があるもの）、各種福祉手帳等

・法人の場合

下記A～Cの確認書類をご提出ください。

A	法人番号確認書類	・法人番号指定通知書又は ・法人番号印刷書類
B	法人のお客さまの本人確認書類	・登記事項証明書又は ・官公庁から発行された書類等 （名称、本店又は主たる事務所の所在地及び事業の内容を確認できるもの）
C	お取引担当者の本人確認書類	・個人番号カード（表）又は ・上記個人の場合の本人確認書類（aのいずれか1種類、又はbのうち2種類）

- ・外国人（居住者を除きます。）、外国に本店又は主たる事務所を有する法人の場合
日本国政府の承認した外国政府又は権限ある国際機関の発行した書類その他これに類するもので、居住者の本人確認書類に準じるもの等（自然人の場合は、氏名、住所、生年月日の記載のあるものに、法人の場合は、名称、本店又は主たる事務所の所在地及び事業の内容の記載のあるものに限ります。）

（注2）取引関係書類の郵送について

本人確認を行ったこととお知らせするために、当該本人確認書類に記載された住所地に取引関係書類を郵送させていただきます。

（注3）株式等の譲渡所得等に対する申告分離課税について（個人の株主等の場合）

個人の株主等の方につきましては、株式等の譲渡には、申告分離課税が適用されます。税務上の具体的な質問等は税理士等の専門家にご相談いただき、ご自身でご判断いただきますようお願い申し上げます。

（注4）特別口座からの振替手続

上記に記載のとおり、応募に際しては、特別口座で記載又は記録されている株券等は、公開買付代理人に開設した応募株主口座への振替手続をお取りいただく必要があります。

（2）【契約の解除の方法】

応募株主等は、公開買付期間中においては、いつでも公開買付けに係る契約を解除することができます。契約の解除をする場合は、公開買付期間末日の16時まで、下記「11 その他買付け等の条件及び方法」の「(4) 応募株主等の契約の解除権についての事項」に従って、応募受付をした公開買付代理人の本店又は全国各支店に解除書面（公開買付応募申込受付票及び公開買付けに係る契約の解除を行う旨の書面）を交付又は送付して下さい。ただし、送付の場合は、解除書面が公開買付期間末日の16時までには到達することを条件とします。

新型コロナウイルス感染拡大防止等の対応に伴い、公開買付期間中、店舗の店頭業務を一時休止する等の特別な対応を行っている可能性があります。詳細については、公開買付代理人の本店又は全国各支店にお問い合わせください。併せて、対象となる店舗、特別な対応等につきましては、公開買付代理人のホームページ（<https://www.daiwa.jp/>）もご参照ください。

解除書面を受領する権限を有する者：

大和証券株式会社 東京都千代田区丸の内一丁目9番1号
（その他の大和証券株式会社全国各支店）

（3）【株券等の返還方法】

上記「(2) 契約の解除の方法」に記載の方法により、応募株主等が公開買付けに係る契約の解除を申し出た場合には、解除手続終了後速やかに下記「10 決済の方法」の「(4) 株券等の返還方法」に記載の方法により応募株券等を返還いたします。

（4）【株券等の保管及び返還を行う金融商品取引業者・銀行等の名称及び本店の所在地】

大和証券株式会社 東京都千代田区丸の内一丁目9番1号

8【買付け等に要する資金】

(1)【買付け等に要する資金等】

買付代金(円)(a)	9,583,397,600
金銭以外の対価の種類	
金銭以外の対価の総額	
買付手数料(b)	100,000,000
その他(c)	5,000,000
合計(a)+(b)+(c)	9,688,397,600

(注1) 「買付代金(円)(a)」欄には、買付予定数(3,422,642株)に本公開買付価格(2,800円)を乗じた金額を記載しております。

(注2) 「買付手数料(b)」欄には、公開買付代理人に支払う手数料の見積額を記載しております。

(注3) 「その他(c)」欄には、本公開買付けに関する公告及び公開買付説明書その他必要書類の印刷費その他諸費用につき、その見積額を記載しております。

(注4) その他公開買付代理人に支払われる諸経費及び弁護士報酬等がありますが、その額は本公開買付け終了後まで未定です。

(注5) 上記金額には消費税等は含まれておりません。

(2)【買付け等に要する資金に充当しうる預金又は借入金等】

【届出日の前々日又は前日現在の預金】

種類	金額(千円)
計(a)	

【届出日前の借入金】

イ【金融機関】

	借入先の業種	借入先の名称等	借入契約の内容	金額(千円)
1				
2				
計				

ロ【金融機関以外】

	借入先の業種	借入先の名称等	借入契約の内容	金額(千円)
1				
2				
計(b)				

【届出日以後に借入れを予定している資金】

イ【金融機関】

	借入先の業種	借入先の名称等	借入契約の内容	金額(千円)
2	銀行	株式会社みずほ銀行 (東京都千代田区大手町一丁目5番5号)	買付け等に要する資金に充当するための借入れ(注1) (1)タームローンA 借入期間:7年(分割返済) 金利:全銀協日本円TIBORに基づく変動金利 担保:対象者株式等 (2)タームローンB 借入期間:7年(期日一括返済) 金利:全銀協日本円TIBORに基づく変動金利 担保:対象者株式等	(1)タームローンA 5,200,000 (2)タームローンB 7,300,000
計(b)				12,500,000

(注1) 公開買付者は、上記金額の融資の裏付けとして、株式会社みずほ銀行から、12,500,000千円を限度として融資を行う用意がある旨の証明書を2022年6月28日付で取得しております。なお、当該融資の貸付実行の前提条件として、本書の添付書類である融資証明書記載のものが定められる予定です。上記金額には、本公開買付けに要する資金のほか、本取引実施後、本合併に先立ち、佐谷氏からの対象者株式の一部を譲り受ける売買代金及びこれらに付随する諸経費に充てることができる資金が含まれています。

ロ【金融機関以外】

借入先の業種	借入先の名称等	借入契約の内容	金額(千円)
計(c)			

【その他資金調達方法】

内容	金額(千円)
本ファンドによる出資	2,598,778
APCP, L.P.による出資	1,100,311
CJIP(AP), L.P.による出資	874,330
投資事業有限責任組合AP令和F6-B2による出資	68,607
AP Reiwa F6-A, L.P.による出資	67,238
計(d)	4,709,264

(注1) 公開買付者は、普通株式の引受けによる出資の裏付けとして、APが投資関連サービスを提供する本ファンドらより、公開買付者に対して、本公開買付けが成立した場合は、合計4,709,264千円を限度として出資を行う用意がある旨の証明書を、2022年6月28日付で取得しています。

(注2) APが投資関連サービスを提供するファンドである本ファンドは、本書提出日現在において公開買付者の発行済株式全部を所有する、日本法に基づき設立された投資事業有限責任組合です。本ファンドに対する出資約束は、主として銀行、保険会社、年金基金等である本ファンドの有限責任組合員(以下「本ファンドLP」といいます。)によって行われています。本ファンドLPは、それぞれ本ファンドに対し、一定額を上限額として金銭出資を行うことを約束しています。本ファンドの無限責任組合員(以下「本ファンドGP」といいます。)が12営業日前までに金銭出資の履行を求める通知を出した場合には、各本ファンドLPは、出資を行うことが適用法令若しくは規制に違反する可能性がある場合等一定の限定された場合を除き、それぞれの未使用のコミットメント金額の割合に応じて、自らの未使用のコミットメント金額の範囲内で、本ファンドに対し金銭出資を行うことが義務付けられています。また、一部の本ファンドLPが出資義務を履行しない場合であっても、他の本ファンドLPはその出資義務を免れるものではなく、本ファンドGPは、本ファンドが公開買付者への出資金額に相当する資金を拠出することができるよう、一定の範囲において、他の本ファンドLPが

それぞれのコミットメント金額の割合に応じた額を追加出資するよう義務付けることにより、当該不履行によって生じた不足分に充てることができます。公開買付者は、本ファンドの投資事業有限責任組合契約に加え、本ファンドの2022年第1四半期（自 2022年1月1日 至 2022年3月31日）財務諸表の現預金の水準及び運用資産の状況並びに過去の投資実績等を確認することにより、上記の出資が履行されることは確実であると考えております。

- (注3) 本ファンドと同様にAPが投資関連サービスを提供し、本ファンドと並行投資を行うファンドであるAPCP , L.P.は、ケイマン諸島法に基づき設立された免税リミテッド・パートナーシップです。APCP , L.P.に対する出資約束は、主としてファンド・オブ・ファンズ、保険会社、ファミリーオフィスであるAPCP , L.P.のリミテッド・パートナー（以下「APCP , L.P.ファンドLP」といいます。）によって行われています。APCP , L.P.ファンドLPは、それぞれAPCP , L.P.に対し、一定額を上限額として金銭出資を行うことを約束しています。APCP , L.P.のジェネラル・パートナー（以下「APCP , L.P.ファンドGP」といいます。）が12営業日前までに金銭出資の履行を求める通知を出した場合には、各APCP , L.P.ファンドLPは、出資を行うことが適用法令若しくは規制に違反する可能性がある場合等一定の限定された場合を除き、それぞれのコミットメント金額の割合に応じて、自らのコミットメント金額の範囲内で、APCP , L.P.に対し金銭出資を行うことが義務付けられています。また、一部のAPCP , L.P.ファンドLPが出資義務を履行しない場合であっても、他のAPCP , L.P.ファンドLPはその出資義務を免れるものではなく、APCP , L.P.ファンドGPは、APCP , L.P.が公開買付者への出資金額に相当する資金を拠出することができるよう、一定の範囲において、他のAPCP , L.P.ファンドLPがそれぞれのコミットメント金額の割合に応じた額を追加出資するよう義務付けることにより、当該不履行によって生じた不足分に充てることができます。公開買付者は、APCP , L.P.のLimited Partnership Agreementに加え、APCP , L.P.の2022年第1四半期（自 2022年1月1日 至 2022年3月31日）財務諸表の現預金の水準及び運用資産の状況並びに過去の投資実績等を確認することにより、上記の出資が履行されることは確実であると考えております。
- (注4) 本ファンドと同様にAPが投資関連サービスを提供し、本ファンドと並行投資を行うファンドであるCJIP (AP) , L.P.は、ケイマン諸島法に基づき設立された免税リミテッド・パートナーシップです。CJIP (AP) , L.P.に対する出資約束は、主としてファンド・オブ・ファンズ、保険会社、年金基金等であるCJIP (AP) , L.P.のリミテッド・パートナー（以下「CJIP (AP) , L.P.ファンドLP」といいます。）によって行われています。CJIP (AP) , L.P.ファンドLPは、それぞれCJIP (AP) , L.P.に対し、一定額を上限額として金銭出資を行うことを約束しています。CJIP (AP) , L.P.のジェネラル・パートナー（以下「CJIP (AP) , L.P.ファンドGP」といいます。）が12営業日前までに金銭出資の履行を求める通知を出した場合には、各CJIP (AP) , L.P.ファンドLPは、出資を行うことが適用法令若しくは規制に違反する可能性がある場合等一定の限定された場合を除き、それぞれのコミットメント金額の割合に応じて、自らのコミットメント金額の範囲内で、CJIP (AP) , L.P.に対し金銭出資を行うことが義務付けられています。また、一部のCJIP (AP) , L.P.ファンドLPが出資義務を履行しない場合であっても、他のCJIP (AP) , L.P.ファンドLPはその出資義務を免れるものではなく、CJIP (AP) , L.P.ファンドGPは、CJIP (AP) , L.P.が公開買付者への出資金額に相当する資金を拠出することができるよう、一定の範囲において、他のCJIP (AP) , L.P.ファンドLPがそれぞれのコミットメント金額の割合に応じた額を追加出資するよう義務付けることにより、当該不履行によって生じた不足分に充てることができます。公開買付者は、CJIP (AP) , L.P.のLimited Partnership Agreementに加え、CJIP (AP) , L.P.の2022年第1四半期（自 2022年1月1日 至 2022年3月31日）財務諸表の現預金の水準及び運用資産の状況並びに過去の投資実績等を確認することにより、上記の出資が履行されることは確実であると考えております。
- (注5) 投資事業有限責任組合AP令和F6-B2は、日本法に基づき設立された投資事業有限責任組合です。公開買付者は、投資事業有限責任組合AP令和F6-B2の預金通帳の写しを通じて確認することにより、上記の出資が履行されることは確実であると考えております。
- (注6) AP Reiwa F6-A, L.P.は、ケイマン諸島法に基づき設立された免税リミテッド・パートナーシップです。公開買付者は、AP Reiwa F6-A, L.P.の預金通帳の写しを通じて確認することにより、上記の出資が履行されることは確実であると考えております。

【買付け等に要する資金に充当しうる預金又は借入金等の合計】

17,209,264千円（(a) + (b) + (c) + (d)）

(注1) 公開買付者は、本公開買付けが成立した場合は、株式会社みずほ銀行から合計12,500,000千円を上限として本銀行融資を受けるとともに、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営業日前までに融資を受けるとを予定しております。)

(注2) 上記金額には、本公開買付けに要する資金のほか、本取引実施後、本合併に先立ち、佐谷氏からの対象者株式の一部を譲り受ける売買代金及びこれらに付随する諸経費に充てることができる資金が含まれています。

- (3) 【買付け等の対価とする有価証券の発行者と公開買付者との関係等】
該当事項はありません。

9 【買付け等の対価とする有価証券の発行者の状況】

該当事項はありません。

10 【決済の方法】

- (1) 【買付け等の決済をする金融商品取引業者・銀行等の名称及び本店の所在地】

大和証券株式会社 東京都千代田区丸の内一丁目9番1号

- (2) 【決済の開始日】

2022年8月17日(水曜日)

- (3) 【決済の方法】

公開買付期間終了後遅滞なく、本公開買付けによる買付け等の通知書を応募株主等の住所又は所在地(外国人株主等の場合はその常任代理人の住所)宛に郵送します。

買付けは現金にて行います。買付け等を行った株券等に係る売却代金は応募株主等の指示により、決済の開始日以後遅滞なく、公開買付代理人から応募株主等(外国人株主等の場合はその常任代理人)の指定した場所へ送金するか(送金手数料がかかる場合があります。)、公開買付代理人の応募受付をした応募株主等の口座へお支払いします。

- (4) 【株券等の返還方法】

下記「11 その他買付け等の条件及び方法」の「(1) 法第27条の13第4項各号に掲げる条件の有無及び内容」及び「(2) 公開買付けの撤回等の条件の有無、その内容及び撤回等の開示の方法」に記載の条件に基づき株券等の全部の買付け等を行わないこととなった場合には、返還することが必要な株券等は、公開買付期間末日の翌々営業日(公開買付けの撤回等を行った場合は撤回等を行った日)以降遅滞なく、応募が行われた時の公開買付代理人に開設した応募株主口座の状態に戻すことにより返還します。

11 【その他買付け等の条件及び方法】

- (1) 【法第27条の13第4項各号に掲げる条件の有無及び内容】

応募株券等の総数が買付予定数の下限(783,400株)に満たない場合は、応募株券等の全部の買付け等を行いません。応募株券等の総数が買付予定数の下限(783,400株)以上の場合は、応募株券等の全部の買付け等を行います。

- (2) 【公開買付けの撤回等の条件の有無、その内容及び撤回等の開示の方法】

令第14条第1項第1号イ乃至ウ及びワ乃至ツ、第3号イ乃至チ及びヌ、並びに同条第2項第3号乃至第6号に定める事項のいずれかが発生した場合は、本公開買付けの撤回等を行うことがあります。なお、令第14条第1項第3号ウに定める「イからリまでに掲げる事実に至る事実」とは、対象者が過去に提出した法定開示書類について、重要な事項につき虚偽の記載があり、又は記載すべき重要な事項の記載が欠けていることが判明した場合であって、公開買付者が当該虚偽記載等があることを知らず、かつ、相当の注意を用いたにもかかわらず知ることができなかった場合、対象者の重要な子会社に同号イからリまでに掲げる事実が発生した場合をいいます。

撤回等を行おうとする場合は、電子公告を行い、その旨を日本経済新聞に掲載します。ただし、公開買付期間の末日までに公告を行うことが困難な場合は、府令第20条に規定する方法により公表を行い、その後直ちに公告を行います。

- (3) 【買付け等の価格の引下げの条件の有無、その内容及び引下げの開示の方法】

法第27条の6第1項第1号の規定により、公開買付期間中に対象者が令第13条第1項に定める行為を行った場合には、府令第19条第1項の規定に定める基準に従い、買付け等の価格の引下げを行うことがあります。買付け等の価格の引下げを行おうとする場合は、電子公告を行い、その旨を日本経済新聞に掲載します。ただし、公開買付期間末日までに公告を行うことが困難である場合は、府令第20条に規定する方法により公表し、その後直ちに公告を行います。買付け等の価格の引下げがなされた場合、当該公告が行われた日以前の応募株券等についても、引下げ後の買付け等の価格により買付け等を行います。

(4) 【応募株主等の契約の解除権についての事項】

応募株主等は、公開買付期間中においては、いつでも本公開買付けに係る契約を解除することができます。解除の方法については、上記「7 応募及び契約の解除の方法」の「(2) 契約の解除の方法」によるものとします。

なお、公開買付者は応募株主等による契約の解除に伴う損害賠償又は違約金を応募株主等に請求することはありません。また、応募株券等の返還に要する費用も公開買付者の負担とします。解除を申し出られた場合には、応募株券等は手続終了後速やかに上記「10 決済の方法」の「(4) 株券等の返還方法」に記載の方法により返還します。

(5) 【買付条件等の変更をした場合の開示の方法】

公開買付者は、公開買付期間中、法第27条の6第1項及び令第13条により禁止される場合を除き、買付条件等の変更を行うことがあります。

買付条件等の変更を行おうとする場合は、その変更の内容等につき電子公告を行い、その旨を日本経済新聞に掲載します。ただし、公開買付期間末日までに公告を行うことが困難である場合は、府令第20条に規定する方法により公表し、その後直ちに公告を行います。

買付条件等の変更がなされた場合、当該公告が行われた日以前の応募株券等についても、変更後の買付条件等により買付け等を行います。

(6) 【訂正届出書を提出した場合の開示の方法】

公開買付者が公開買付届出書の訂正届出書を関東財務局長に提出した場合（ただし、法第27条の8第11項ただし書に規定する場合を除きます。）は、直ちに、訂正届出書に記載した内容のうち、公開買付開始公告に記載した内容に係るものを、府令第20条に規定する方法により公表します。また、直ちに公開買付説明書を訂正し、かつ、既に公開買付説明書を交付している応募株主等に対しては、訂正した公開買付説明書を交付して訂正します。ただし、訂正の範囲が小範囲に止まる場合には、訂正の理由、訂正した事項及び訂正後の内容を記載した書面を作成し、その書面を応募株主等に交付する方法により訂正します。

(7) 【公開買付けの結果の開示の方法】

本公開買付けの結果については、公開買付期間末日の翌日に、令第9条の4及び府令第30条の2に規定する方法により公表します。

(8) 【その他】

本公開買付けは、直接間接を問わず、米国内において又は米国に向けて行われるものではなく、また、米国の郵便その他の州際通商若しくは国際通商の方法・手段（ファクシミリ、電子メール、インターネット通信、テレックス及び電話を含みますが、これらに限りません。）を利用して行われるものでもなく、さらに米国の証券取引所施設を通じて行われるものでもありません。上記方法・手段により、若しくは上記施設を通じて、又は米国内から本公開買付けに応募することはできません。

また、本書又は関連する買付書類は、米国内において若しくは米国に向けて、又は米国内から、郵送その他の方法によって送付又は配布されるものではなく、かかる送付又は配布を行うことはできません。上記制限に直接又は間接に違反する本公開買付けへの応募はお受けできません。

本公開買付けへの応募に際し、応募株主等（外国人株主の場合は常任代理人）は公開買付代理人に対し、以下の表明及び保証を行うことを求められることがあります。

応募株主等が応募の時点及び公開買付応募申込書送付の時点のいずれにおいても米国に所在していないこと。本公開買付けに関するいかなる情報（その写しを含みます。）も、直接間接を問わず、米国内において若しくは米国に向けて、又は米国内から、これを受領したり送付したりしていないこと。買付け等若しくは公開買付応募申込書の署名交付に関して、直接間接を問わず、米国の郵便その他の州際通商若しくは国際通商の方法・手段（ファクシミリ、電子メール、インターネット通信、テレックス及び電話を含みますが、これらに限りません。）又は米国内の証券取引所施設を使用していないこと。他の者の裁量権のない代理人又は受託者・受任者として行動する者ではないこと（当該他の者が買付け等に関する全ての指示を米国外から与えている場合を除きます。）。

第2【公開買付者の状況】

1【会社の場合】

(1)【会社の概要】

【会社の沿革】

年月	沿革
2021年8月	商号を株式会社ミライサイテキグループ、本店所在地を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、資本金を25万円とする株式会社として設立

【会社の目的及び事業の内容】

(会社の目的)

公開買付者は、次の事業を営むことを目的とする。

- (1) 経営コンサルティング業
- (2) 有価証券の取得、保有、運用、管理及び売買
- (3) 前号に付帯関連する一切の業務

(事業の内容)

公開買付者は、対象者の株券等を取得及び所有し、本公開買付け後に対象者の事業を支配し、管理することを主たる事業としております。

【資本金の額及び発行済株式の総数】

2022年6月29日現在

資本金の額	発行済株式総数
250,000円(注)	500株

(注) 公開買付者は、上記「第1 公開買付要項」の「8 買付け等に要する資金」の「(2) 買付け等に要する資金に充当しうる預金又は借入金等」の「 その他資金調達方法」に記載のとおり、本公開買付けが成立した場合は、合計4,709,264千円を限度として出資を受ける予定であり、これにより、公開買付者の資本金の額及び発行済株式総数が増加することが予定されております。

【大株主】

2022年6月29日現在

氏名又は名称	住所又は所在地	所有株式数 (株)	発行済株式(自己株式を除く。)の 総数に対する所有 株式数の割合 (%)
投資事業有限責任組合アドバンテッジ パートナーズ 号	東京都港区虎ノ門四丁目1番28号	500	100.00%
計		500	100.00%

【役員の職歴及び所有株式の数】

2022年6月29日現在

役名	職名	氏名	生年月日	職歴	所有株式数 (千株)	
代表取締役		小坂 雄介 (通称： 市川 雄介)	1975年 8月20日	1998年4月	株式会社日本興業銀行入行	
				2003年10月	株式会社アドバンテッジパートナーズ 入社	
				2008年6月	株式会社東京スター銀行 取締役	
				2011年11月	クラシエホールディングス株式会社 取締役	
				2012年1月	株式会社メガネスーパー 取締役	
				2015年7月	株式会社日加水産革新 代表取締役	
				2016年7月	株式会社ネットプロテクションズ 取 締役	
				2017年1月	株式会社おいしいプロモーション (現 オイシーズ株式会社) 取締役 (現任)	
				2018年6月	株式会社日本銘菓総本舗 取締役(現 任)	
				2018年7月	株式会社ネットプロテクションズホー ルディングス 取締役(現任)	
				2019年2月	マテリアルグループ株式会社 取締 役(現任)	
				2019年5月	株式会社ナレルグループ 取締役(現 任)	
				2020年8月	株式会社AP69(現 株式会社キッ ト) 取締役(現任)	
				2021年8月	株式会社ミライサイテキグループ 代 表取締役(現任)	
2022年1月	株式会社ネオ・コーポレーション 取 締役(現任)					
計						

(2) 【経理の状況】

公開買付者の第1期事業年度(自 2021年8月24日 至 2022年2月28日)の財務諸表は、「財務諸表等の用語、様式及び作成方法に関する規則」(昭和38年大蔵省令第59号。その後の改正を含みます。)に基づいて作成しております。なお、公開買付者は連結財務諸表を作成しておりません。

また、公開買付者の第1期事業年度(自 2021年8月24日 至 2022年2月28日)の財務諸表は、監査法人又は公認会計士の監査を受けておりません。

【貸借対照表】

(単位：円)

第1期事業年度
(2022年2月28日)

資産の部		
流動資産		
現金及び預金		606,925
流動資産合計		606,925
固定資産		
関係会社株式		500,000
固定資産合計		500,000
資産合計		1,106,925
負債の部		
流動負債		
未払金		961,400
未払法人税等		35,000
流動負債合計		996,400
負債合計		996,400
純資産の部		
株主資本		
資本金		250,000
資本準備金		250,000
利益剰余金		
その他利益剰余金		- 389,475
繰越利益剰余金		- 389,475
利益剰余金合計		- 389,475
株主資本合計		110,525
純資産合計		110,525
負債・純資産合計		1,106,925

【損益計算書】

(単位：円)

	第1期事業年度 (自 2021年8月24日 至 2022年2月28日)
売上高	0
売上原価	0
売上総利益	0
販売費および一般管理費	330,976
営業損失	330,976
営業外収益	1
営業外費用	0
経常損失	330,975
特別利益	0
特別損失	23,500
税引き前当期純損失	354,475
法人税、住民税及び事業税	35,000
法人税等調整額	0
当期純損失	389,475

【株主資本等変動計算書】

(単位：円)

第1期事業年度 (自 2021年8月24日 至 2022年2月28日)	
株主資本	
資本金	
当期首残高	0
当期変動額	
新株の発行	250,000
当期変動額合計	250,000
当期末残高	250,000
資本準備金	
当期首残高	0
当期変動額	
新株の発行	250,000
当期変動額合計	250,000
当期末残高	250,000
株主資本合計	
当期首残高	0
当期変動額	- 389,475
新株の発行	500,000
当期変動額合計	500,000
当期末残高	110,525
純資産合計	
当期首残高	0
当期変動額	- 389,475
新株の発行	500,000
当期変動額合計	110,525
当期末残高	110,525

なお、公開買付者の第1期事業年度（自 2021年8月24日 至 2022年2月28日）財務諸表に係る個別注記表は、以下の通りです。

【注記事項】

（重要な会計方針）

該当事項はありません。

(3) 【継続開示会社たる公開買付者に関する事項】

【公開買付者が提出した書類】

イ【有価証券報告書及びその添付書類】

ロ【四半期報告書又は半期報告書】

ハ【訂正報告書】

【上記書類を縦覧に供している場所】

2 【会社以外の団体の場合】

該当事項はありません。

3 【個人の場合】

該当事項はありません。

第3【公開買付者及びその特別関係者による株券等の所有状況及び取引状況】

1【株券等の所有状況】

(1)【公開買付者及び特別関係者による株券等の所有状況の合計】

2022年6月29日現在

	所有する株券等の数	令第7条第1項第2号に該当する株券等の数	令第7条第1項第3号に該当する株券等の数
株券	44,951 (個)	(個)	(個)
新株予約権証券			
新株予約権付社債券			
株券等信託受益証券()			
株券等預託証券()			
合計	44,951		
所有株券等の合計数	44,951		
(所有潜在株券等の合計数)	()		

(2)【公開買付者による株券等の所有状況】

2022年6月29日現在

	所有する株券等の数	令第7条第1項第2号に該当する株券等の数	令第7条第1項第3号に該当する株券等の数
株券	(個)	(個)	(個)
新株予約権証券			
新株予約権付社債券			
株券等信託受益証券()			
株券等預託証券()			
合計			
所有株券等の合計数			
(所有潜在株券等の合計数)	()		

(3)【特別関係者による株券等の所有状況(特別関係者合計)】

2022年6月29日現在

	所有する株券等の数	令第7条第1項第2号に該当する株券等の数	令第7条第1項第3号に該当する株券等の数
株券	44,951 (個)	(個)	(個)
新株予約権証券			
新株予約権付社債券			
株券等信託受益証券()			
株券等預託証券()			
合計	44,951		
所有株券等の合計数	44,951		
(所有潜在株券等の合計数)	()		

(4) 【特別関係者による株券等の所有状況(特別関係者ごとの内訳)】

【特別関係者】

2022年6月29日現在

氏名又は名称	佐谷 宣昭
住所又は所在地	東京都港区赤坂二丁目9番11号(対象者所在地)
職業又は事業の内容	パイプドHD株式会社 代表取締役社長
連絡先	連絡者 パイプドHD株式会社 取締役 大屋 重幸 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
公開買付者との関係	公開買付者との間で共同して対象者の議決権その他の権利を行使することに合意している者

2022年6月29日現在

氏名又は名称	T.G.アセット有限会社
住所又は所在地	千葉県市川市鬼高二丁目10番10号
職業又は事業の内容	投資・コンサルティング業務
連絡先	連絡者 T.G.アセット有限会社 取締役 東山 明弘 連絡場所 千葉県市川市鬼高二丁目10番10号 電話番号 080-3590-2157
公開買付者との関係	公開買付者との間で共同して対象者の議決権その他の権利を行使することに合意している者

【所有株券等の数】

佐谷 宣昭

2022年6月29日現在

	所有する株券等の数	令第7条第1項第2号に該当する株券等の数	令第7条第1項第3号に該当する株券等の数
株券	28,211(個)	(個)	(個)
新株予約権証券			
新株予約権付社債券			
株券等信託受益証券()			
株券等預託証券()			
合計	28,211		
所有株券等の合計数	28,211		
(所有潜在株券等の合計数)	()		

T.G.アセット有限公司

2022年6月29日現在

	所有する株券等の数	令第7条第1項第2号に該当する株券等の数	令第7条第1項第3号に該当する株券等の数
株券	16,740 (個)	(個)	(個)
新株予約権証券			
新株予約権付社債券			
株券等信託受益証券()			
株券等預託証券()			
合計	16,740		
所有株券等の合計数	16,740		
(所有潜在株券等の合計数)	()		

2【株券等の取引状況】

(1)【届出日前60日間の取引状況】

該当事項はありません。

3【当該株券等に関して締結されている重要な契約】

(1) 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、本基本契約を締結し、その中で、佐谷氏は、本基本契約に基づき、佐谷氏が所有する対象者株式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を、合意しております。本基本契約の詳細については、上記「第1 公開買付要項」の「3 買付け等の目的」の「(3) 本取引に関する重要な合意」の「本基本契約」をご参照ください。

(2) 本株式譲渡契約

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おります。また、東山氏が所有する対象者株式（所有割合：0.71%）について本公開買付けに応募する旨を合意しております。本基本契約の詳細については、上記「第1 公開買付要項」の「3 買付け等の目的」の「(3) 本取引に関する重要な合意」の「本株式譲渡契約」をご参照ください。

4【届出書の提出日以後に株券等の買付け等を行う旨の契約】

該当事項はありません。

第4【公開買付者と対象者との取引等】

1【公開買付者と対象者又はその役員との間の取引の有無及び内容】

該当事項はありません。

2【公開買付者と対象者又はその役員との間の合意の有無及び内容】

(1) 公開買付者と対象者の合意の有無及び内容

公開買付者及び対象者は、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。本公開買付実施契約の詳細については、上記「第1 公開買付要項」の「3 買付け等の目的」の「(3) 本取引に関する重要な合意」の「 本公開買付実施契約」をご参照ください。

(2) 本公開買付けへの賛同

対象者意見表明プレスリリースによれば、対象者は、上記「第1 公開買付要項」の「3 買付け等の目的」の「(2) 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「 対象者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、2022年6月28日開催の取締役会において、本公開買付けに賛同の意見を表明するとともに、対象者の株主の皆様に対し、本公開買付けへの応募を推奨することを決議したとのことです。

詳細については、対象者意見表明プレスリリース及び上記「第1 公開買付要項」の「4 買付け等の期間、買付け等の価格及び買付予定の株券等の数」の「(2) 買付け等の価格」の「算定の経緯」の「 対象者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) 公開買付者と対象者の役員との間の合意の有無及び内容

公開買付者は、2022年6月28日付で、佐谷氏との間で、本基本契約を締結し、その中で、佐谷氏は、本基本契約に基づき、佐谷氏が所有する対象者株式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を、合意しております。本基本契約の詳細については、上記「第1 公開買付要項」の「3 買付け等の目的」の「(3) 本取引に関する重要な合意」の「 本基本契約」をご参照ください。

(4) 本公開買付けを実施するに至った背景、目的及び意思決定の過程、並びに本公開買付け後の経営方針

上記「第1 公開買付要項」の「3 買付け等の目的」の「(2) 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」をご参照ください。

(5) 本公開買付価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けを含む本取引の公正性を担保するための措置

上記「第1 公開買付要項」の「4 買付け等の期間、買付け等の価格及び買付予定の株券等の数」の「(2) 買付け等の価格」の「算定の経緯」の「本公開買付価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けを含む本取引の公正性を担保するための措置」をご参照ください。

第5【対象者の状況】

1【最近3年間の損益状況等】

(1)【損益の状況】

決算年月			
売上高			
売上原価			
販売費及び一般管理費			
営業外収益			
営業外費用			
当期純利益(当期純損失)			

(2)【1株当たりの状況】

決算年月			
1株当たり当期純損益			
1株当たり配当額			
1株当たり純資産額			

2【株価の状況】

(単位:円)

金融商品取引所名 又は認可金融商品 取引業協会名	東京証券取引所スタンダード市場(注)						
	2021年12月	2022年1月	2月	3月	4月	5月	6月
最高株価	2,663	2,444	2,705	2,845	2,894	2,790	2,840
最低株価	2,261	2,188	2,422	2,525	2,154	2,462	2,674

(注1) 2022年4月4日付の東京証券取引所の市場区分の再編により、2022年4月1日までは東京証券取引所市場第一部における株価となります。

(注2) 2022年6月については、6月28日までのものです。

3【株主の状況】

(1)【所有者別の状況】

年 月 日現在

区分	株式の状況(1単元の株式数 株)							単元未満株式の状況(株)	
	政府及び地方公共団体	金融機関	金融商品取引業者	その他の法人	外国法人等		個人その他		計
					個人以外	個人			
株主数(人)									
所有株式数(単元)									
所有株式数の割合(%)									

(2) 【大株主及び役員の所有株式の数】

【大株主】

年 月 日現在

氏名又は名称	住所又は所在地	所有株式数 (株)	発行済株式(自己株式を除く。)の 総数に対する所有 株式数の割合 (%)
計			

【役員】

年 月 日現在

氏名	役名	職名	所有株式数 (株)	発行済株式(自己株式を除く。)の 総数に対する所有 株式数の割合 (%)
計				

4 【継続開示会社たる対象者に関する事項】

(1) 【対象者が提出した書類】

【有価証券報告書及びその添付書類】

事業年度 第6期(自 2020年3月1日 至 2021年2月28日) 2021年5月31日関東財務局長に提出

事業年度 第7期(自 2021年3月1日 至 2022年2月28日) 2022年5月30日関東財務局長に提出

【四半期報告書又は半期報告書】

事業年度 第8期第1四半期(自 2022年3月1日 至 2022年5月31日) 2022年7月15日関東財務局長に提出予定

【臨時報告書】

該当事項はありません。

【訂正報告書】

該当事項はありません。

(2) 【上記書類を縦覧に供している場所】

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)

5【伝達を受けた公開買付け等の実施に関する事実の内容等】

該当事項はありません。

6【その他】

(1)「令和5年2月期第1四半期決算短信〔日本基準〕(連結)」の公表

対象者によれば、対象者は、2022年6月28日付で対象者四半期決算短信を公表しているとのことです。当該公表に基づく対象者第1四半期決算短信の概要は以下のとおりとのことです。なお、当該内容につきましては、法第193条の2第1項に基づく監査法人の四半期レビューを受けていないとのことです。以下の公表内容の概要は、対象者が公表した内容を一部抜粋したものです。詳細については、当該公表内容をご参照ください。

損益の状況(連結)

会計期間	令和5年2月期第1四半期連結累計期間 (自 令和4年3月1日 至 令和4年5月31日)
売上高	2,234,238千円
売上原価	566,182千円
販売費及び一般管理費	1,168,115千円
営業外収益	49,677千円
営業外費用	1,256千円
親会社株主に帰属する四半期純利益	287,360千円

1株当たりの状況(連結)

会計期間	令和5年2月期第1四半期連結累計期間 (自 令和4年3月1日 至 令和4年5月31日)
1株当たり四半期純利益	36.38円
1株当たり配当額	0.00円

(2)「令和5年2月期配当予想の修正(無配)に関するお知らせ」の公表

対象者によれば、対象者は、2022年6月28日開催の取締役会において、令和5年2月期の配当予想を修正し、同期の剰余金の配当(中間配当及び期末配当)を行わないことを決定したとのことです。詳細については、当該公表内容をご参照ください。