

2025年9月10日

各 位

会 社 名 株 式 会 社 マ ン ダ ム  
代 表 者 名 代 表 取 締 役 社 長 執 行 役 員 西 村 健  
(コード：4917、東証プライム市場)  
問 合 せ 先 CFO 澤 田 正 典  
(TEL. 06-6767-5020)

### MBOの実施予定に関する賛同の意見表明及び応募の推奨に関するお知らせ

当社は、本日開催の当社取締役会において、以下のとおり、いわゆるマネジメント・バイアウト（MBO）（注1）の一環として行われるカロンホールディングス株式会社（以下「公開買付者」といいます。）による当社の普通株式（以下「当社株式」といいます。）に対する金融商品取引法（昭和23年法律第25号。その後の改正を含みます。以下「法」といいます。）及び関係法令に基づく公開買付け（以下「本公開買付け」といいます。）に関して、現時点における当社の意見として、本公開買付けが開始された場合には、本公開買付けに賛同の意見を表明するとともに、当社の株主の皆様に対して、本公開買付けに応募することを推奨する旨の決議をいたしましたので、お知らせいたします。

なお、本日付で公開買付者が公表した「株式会社マンダム（証券コード：4917）の株券等に対する公開買付けの開始予定に関するお知らせ」（以下「公開買付者プレスリリース」といいます。）によれば、本公開買付けについては、日本及びベトナムにおける競争法に基づく許認可等（以下「本クリアランス」といいます。）（注2）の取得に関する必要な手続き及び対応に一定期間を要することが見込まれているとのことです（注3）。そのため、公開買付者は、本クリアランスの取得が完了し、又は完了が合理的に見込まれていることその他一定の条件（注4）（以下「本前提条件」といいます。）が充足された場合又は公開買付者により放棄された場合に、本公開買付けを速やかに開始することを予定しているとのことです。公開買付者プレスリリースによれば、本日現在、公開買付者は、本クリアランスに関する法的助言を行う国内外の法律事務所との協議を踏まえ、2025年9月下旬を目途に本公開買付けを開始することを目指しているとのことです。特にベトナムにおける競争法のクリアランスに係る手続きを所管する当局における手続き及び対応に要する期間を正確に予測することが困難であるため、本公開買付けの具体的なスケジュールについては、決定次第速やかにお知らせするとのことです。また、本公開買付けの開始の見込み時期が変更になった場合には、速やかにお知らせするとのことです。

（注1）「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の依頼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。

（注2）公開買付者は、現時点までの検討において、本公開買付けの開始に先立ち、日本及びベトナムにおける競争法に基づく手続き及び対応が必要になると考えているとのことです。今後、当社の事業又は資産に関する事実関係の更なる確認や関係当局の見解により、手続き及び対応の要否の判断に変更が生じる可能性があるとのことです。

（注3）公開買付者は、ベトナムの競争法に基づき、ベトナム国家競争委員会に対し、公開買付者による当社株式の取得（以下「本株式取得」といいます。）の前に、本株式取得に関する事前届出を行う必要があるとのことです。ベトナム国家競争委員会によって当該届出が受理された日から一定の審査期間（初期的審査は30日ですが、正式審査に入った場合には少なくとも90日間の審査期間（60日間さらに延長される可能性があるとのことです。）に加え、ベトナム国家競争委員会は正式審査期間中に2回まで質問票を送付することができ、当該質問票を受領した場合には審査期間がさらに延びる可能性があるとのことです。）が定められており、ベトナム国家競争委員会が本株式取得を承認したときは、公開買付者は、本株式取得を実行することができるとのことです。

公開買付者は、本株式取得についての事前届出を2025年8月13日（現地時間）付でベトナム国家競争委員会に提出し、ベトナム国家競争委員会からの質疑応答への対応をした上で、2025年9月22日（現地時間）頃までにベトナム国家競争委員会によって受理される見込みとのことです。そのため、ベトナム国家競争委員会によって行われる初期的審査に必要となる30日が経過し本株式取得に関する承認を取得できるのは、

2025年10月22日（現地時間）頃となる見込みとのことです。なお、上記のとおり、本件においては初期的審査によって審査が完了する見込みとのことですが、仮に審査が完了せず、第2段階の審査に移行した場合は、ベトナム国家競争委員会によって本件が公表されることになるため、予告公表を実施しているとのことです。

加えて、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、本株式取得に関する計画を予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るとのことです。）を経過するまでは本株式取得を行うことができないとのことです。

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るとのことです（同法第17条の2第1項。以下「排除措置命令」といいます。）。公正取引委員会は、排除措置命令をしようとするときは、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ない（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らないとのことですが（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。）、事前届出に係る株式取得に対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るとのことです。）内に行うこととされているとのことです（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とした場合、その旨の通知をするものとされているとのことです（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、本日時点で事前届出の実施は未了であるものの、届出に向けた準備が整い次第速やかに事前届出を行う予定とのことです。

（注4）本公開買付けについては、以下の本前提条件が充足された場合又は公開買付者により放棄された場合に、速やかに開始することを予定しているとのことです。

①本クリアランスの取得（注5）が完了し、又は完了が合理的に見込まれていること

②当社取締役会において、本公開買付けへの賛同の意見表明及び当社の株主に対して本公開買付けへの応募を推奨する旨の決議がなされ、本公開買付けの開始時点においてもそれが変更、追加又は修正されず有効であること

③本取引（下記「3. 本公開買付けに関する意見の内容、根拠及び理由」の「（2）意見の根拠及び理由」の「① 本公開買付けの概要」において定義します。以下同じです。）の検討を行った本特別委員会（下記「3. 本公開買付けに関する意見の内容、根拠及び理由」の「（6）本公開買付けの公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置」の「③ 当社における独立した特別委員会の設置及び答申書の取得」において定義します。以下同じです。）が、当社取締役会に対して、本公開買付けに賛同すること、当社の株主に対して本公開買付けへの応募を推奨すること及び本取引を行うことについて、肯定的な内容の答申を行い、本公開買付けの開始時点においても当該答申の内容が変更、追加又は修正されず有効であること

④本取引基本契約（下記「3. 本公開買付けに関する意見の内容、根拠及び理由」の「（2）意見の根拠及び理由」の「① 本公開買付けの概要」において定義します。以下同じです。）及び本株主間契約（下記「3. 本公開買付けに関する意見の内容、根拠及び理由」の「（2）意見の根拠及び理由」の「② 公開買付者が本公開買付けの実施を決定するに至った背景、目的及び意思決定の過程並びに本公開買付け後の経営方針」の「(ii)本公開買付けの後の経営方針」において定義します。以下同じです。）が有効に存続しており、かつ、本取引基本契約及び本株主間契約に定める解除事由（注6）が生じていないこと

⑤本取引のいずれかが法令等に違反するものではなく、また、司法・行政機関等に対して、本取引のいずれかを制限又は禁止することを求める旨のいかなる申立て、訴訟又は手続も係属しておらず、本取引のいずれかを制限又は禁止する旨のいかなる司法・行政機関等の判断等も存在しておらず、かつ、その具体的なおそれもないこと

⑥当社に係る業務等に関する重要事実（法第166条第2項に定めるものをいいます。）で当社が公表（同条第4項に定める意味を有します。）していないもの、又は、当社の株券等の公開買付け等の実施に関する事

実及び中止に関する事実（法第167条第2項に定める意味を有します。）で公表（同条第4項に定める意味を有します。）されていないものが存在しないこと

⑦法第27条の11第1項但書に定める当社又はその子会社の業務又は財産に関する重要な変更その他の本公開買付けの目的の達成に重大な支障となる事情が生じていないこと（注7）

⑧当社若しくはその子会社の事業、資産、負債、財政状態、経営状態若しくはキャッシュ・フロー、又は本取引の実行に対する重大な悪影響又はかかる悪影響を与える事由若しくは事象、又は国内外の株式市況その他の市場環境、金融環境及び経済環境の重大な変化が生じていないこと、その他公開買付けの本公開買付けを開始する判断に重要な影響を与えると合理的に認められる事象が生じていないこと

⑨公開買付けが、株式会社三菱UFJ銀行（以下「三菱UFJ銀行」といいます。）から、本取引の実行に必要な資金の調達を約するコミットメントレターを受領しており、かつ当該コミットメントレターが本公開買付けの開始日までに撤回されておらず、また、本公開買付けが成立した場合、当該コミットメントレターに規定された各引受条件がいずれも充足し、当該資金調達が実行されることが合理的に見込まれること

（注5）日本及びベトナムにおける競争法上の届出に係る承認又は待機期間の満了をいうとのことです。

（注6）(i) 西村家株主（下記「3. 本公開買付けに関する意見の内容、根拠及び理由」の「(2) 意見の根拠及び理由」の「① 本公開買付けの概要」において定義します。以下同じです。）の表明及び保証の重大な違反が存在する場合、(ii) 西村家株主の重大な義務の違反が存在する場合、又は (iii) 公開買付けの責めに帰すべからざる事由により本公開買付けが2025年11月15日までに開始されない場合に限るとのことです。本取引基本契約及び本株主間契約の詳細は、下記「4. 本公開買付けに係る重要な合意に関する事項」の「(1) 本取引基本契約」及び「(2) 本株主間契約」をご参照ください。

（注7）(i) 金融商品取引法施行令（昭和40年政令第321号。その後の改正を含みます。以下「令」といいます。）第14条第1項第1号ネに定める「イからツまでに掲げる事項に準ずる事項」として、当社の業務執行を決定する機関が、本決済開始日（下記「3. 本公開買付けに関する意見の内容、根拠及び理由」の「(2) 意見の根拠及び理由」の「① 本公開買付けの概要」において定義します。以下同じです。）前を基準日とする剰余金の配当（株主に交付される金銭その他の財産の額が、当社が2025年6月23日に提出した第108期有価証券報告書（以下「本有価証券報告書」といいます。）に記載された純資産の帳簿価額の10%に相当する額未満であると見込まれるものを除きます。）を行うことについての決定をした場合（具体的な剰余金の配当の額を示さず、本決済開始日前を剰余金の配当の基準日とする旨を決定した場合を含みます。）又は上記配当を行う旨の議案を当社の株主総会に付議することを決定した場合、及び当社の業務執行を決定する機関が、自己株式の取得（株式を取得すると引換えに交付する金銭その他の財産の額が、本有価証券報告書に記載された純資産の帳簿価額の10%に相当する額未満であると見込まれるものを除きます。）を行うことについての決定をした場合、(ii) 令第14条第1項第3号ヌに定める「イからリまでに掲げる事実」に準ずる事実」として、(a) 当社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、公開買付けが当該虚偽記載等があることを知らなかった場合、(b) 当社の重要な子会社に同号イ乃至トに掲げる事実が発生した場合を含むとのことです。

このため当社は、上記取締役会においては、下記「3. 本公開買付けに関する意見の内容、根拠及び理由」の「(2) 意見の根拠及び理由」の「③ 当社が本公開買付けに賛同するに至った意思決定の過程及び理由」に記載のとおり、本公開買付けが開始される際に、本特別委員会に対して、本特別委員会が2025年9月9日付で当社取締役会に対して提出した答申書（以下「本答申書」といいます。）の意見に変更がないか否かを検討し、当社取締役会に対し、従前の意見に変更がない場合にはその旨、変更がある場合には変更後の意見を述べるよう委嘱すること、及びかかる意見を踏まえて、本公開買付けが開始される時点で、改めて本公開買付けに関する意見表明を行うことを併せて決議しております。

また、上記当社取締役会における決議は、公開買付けが本公開買付け及びその後の一連の手続を経て、当社株式を非公開化することを企図していること並びに当社株式が上場廃止となる予定であることを前提として行われたものです。

## 1. 公開買付け者の概要

(1)	名 称	カロンホールディングス株式会社
(2)	所 在 地	東京都千代田区霞が関三丁目2番5号
(3)	代表者の役職・氏名	代表取締役 杵山 幸功
(4)	事 業 内 容	当社の株券等を取得及び所有し、当社の事業活動を支配及び管理すること
(5)	資 本 金	5,000 円
(6)	設 立 年 月 日	2025 年 7 月 23 日
(7)	大株主及び持株比率	カロンJグループホールディングス株式会社 100%
(8)	当社と公開買付者の関係	
	資 本 関 係	該当事項はありません。
	人 的 関 係	該当事項はありません。
	取 引 関 係	該当事項はありません。
	関 連 当 事 者 へ の 該 当 状 況	該当事項はありません。

## 2. 買付け等の価格

普通株式1株につき、金1,960円

## 3. 本公開買付けに関する意見の内容、根拠及び理由

### (1) 本公開買付けに関する意見の内容

当社は、本日開催の当社取締役会において、下記「(2) 意見の根拠及び理由」に記載の根拠及び理由に基づき、現時点における当社の意見として、本公開買付けが開始された場合には、本公開買付けに賛同の意見を表明するとともに、当社の株主の皆様に対して、本公開買付けに応募することを推奨する旨の決議をいたしました。なお、上記のとおり、公開買付者プレスリリースによれば、公開買付者は、本前提条件が充足された場合又は公開買付者により放棄された場合に、本公開買付けを速やかに開始することを予定しているとのことです。公開買付者プレスリリースによれば、本日現在、公開買付者は、本クリアランスに関する法的助言を行う国内外の法律事務所との協議を踏まえ、2025年9月下旬を目途に本公開買付けを開始することを目指しているとのことです。特にベトナムにおける競争法のクリアランスに係る手続を所管する当局における手続及び対応に要する期間を正確に予測することが困難であるため、本公開買付けの具体的なスケジュールについては、決定次第速やかにお知らせするとのことです。また、本公開買付けの開始の見込み時期が変更になった場合には、速やかにお知らせするとのことです。このため、当社は、上記取締役会においては、本公開買付けが開始される際に、本特別委員会に対して、本答申書の意見に変更がないか否かを検討し、当社取締役会に対し、従前の意見に変更がない場合にはその旨、変更がある場合には変更後の意見を述べるよう委嘱すること、及びかかる意見を踏まえ、本公開買付けが開始される時点で、改めて本公開買付けに関する意見表明を行うことを併せて決議しております。当該当社取締役会決議の詳細は下記「(6) 本公開買付け価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置」の「⑤ 当社における利害関係を有しない取締役全員の承認及び利害関係を有しない監査役全員の異議がない旨の意見」をご参照ください。

なお、公開買付者プレスリリースによれば、本公開買付けにより応募株券等（下記「(2) 意見の根拠及び理由」の「① 本公開買付けの概要」において定義します。）の全部の買付け等が行われた場合、当社のインドネシアの上場子会社であるPT MANDOM INDONESIA Tbkの間接的な支配権の異動に該当し、かかる支配権の異動に伴いインドネシアの法令に基づいてPT MANDOM INDONESIA Tbkの普通株式に対する公開買付けが義務付けられる可能性があるとのことです。公開買付者は、本日時点において、インドネシア当局に対して照会中とのことです。当該照会の結果によって、公開買付者は、自ら又は当社をして、本公開買付けの決済完了後、インドネシアにおいて、PT MANDOM INDONESIA Tbkの普通株式を対象とする公開買付け（以下「インドネシア公開買付け」といいます。）を実施する可能性があるとのことです。インドネシア公開買付けに係る公開買付け価格は、本日時点において未定であり、公開買付け期間は、インドネシアの法令により30日間と定められているとのことです。インドネシアの法令上、買付数の上限及び下限は定めることはできず、応募があった株式の全部について買付義務を負うこととなるとのことです。

(2) 意見の根拠及び理由

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

① 本公開買付けの概要

公開買付者は、本日現在、CVC Capital Partners plcの子会社（以下CVC Capital Partners plc及びその子会社を「CVC」と総称します。）が助言を提供するファンド（以下「CVCファンド」といいます。）又はそのGeneral Partnersにより発行済株式の全てを間接的に所有されているカロンJグループホールディングス株式会社（以下「公開買付者親会社」といいます。）の完全子会社であり、当社株式を所有し、当社の事業活動を支配及び管理することを主たる目的として2025年7月23日に設立された株式会社とのことです。本日現在、CVC、CVCファンド、公開買付者親会社及び公開買付者は、当社株式を所有していないとのことです。

CVCは、1981年に創業し、2025年6月時点において、全世界30拠点を展開、グローバルに総額約2,020億ユーロ（約35兆円）の資産を運用する、国際的なプライベート・エクイティ（主に未公開株式への投資を行う投資会社）とのことです。同月時点のCVCファンドの未公開株式の投資先はグローバルで140社を超えており、同月時点のこれらの企業の従業員数の合計は60万人を超え、また、売上高の合計は約1,680億ユーロ（約30兆円）という規模を有しているとのことです。CVCは、アジアにおける地域ネットワークを有するプライベート・エクイティとして、1999年よりアジアで活動しており、日本においても2003年に拠点を開設し、CVCファンドは、2025年8月時点において14件の投資実績を有しているとのことです。具体的には、CVCファンドは、日本においては、株式会社テクノプロ、アルテリア・ネットワークス株式会社、HITOWAホールディングス株式会社、株式会社りらく、株式会社ファイントゥデイ、株式会社トライグループ、総合メディカルグループ株式会社、株式会社マクロミル等に対する投資実績を有しているとのことです。

今般、公開買付者は、本前提条件が充足されていること又は公開買付者により放棄されていることを条件として、株式会社東京証券取引所（以下「東京証券取引所」といいます。）のプライム市場（以下「東京証券取引所プライム市場」といいます。）に上場している当社株式の全て（但し、本日時点において、譲渡制限付株式報酬として当社の取締役（社外取締役を除きます。以下「当社取締役」といいます。）及び当社の取締役を兼務しない執行役員（当社の取締役を兼務しないCx0を含みます。）に付与された当社の譲渡制限付株式（以下「本譲渡制限付株式」といいます。）を含み、当社が所有する自己株式及び不応募合意株式（以下に定義します。）を除きます。以下同じです。）を取得することにより、当社株式を非公開化することを目的とした一連の取引（以下「本取引」といいます。）の一環として、本公開買付けを実施することを決定したとのことです。

本公開買付けは、当社の創業家一族であり、当社の代表取締役会長である西村元延氏（以下「西村元延氏」といいます。）及び当社の創業家一族であり、当社の代表取締役社長執行役員である西村健氏（以下「西村健氏」といいます。）との協議に基づいて、公開買付者が実施するものであり、いわゆるマネジメント・バイアウト（MBO）に該当するとのことです。西村元延氏及び西村健氏は、本取引成立後も継続して当社の経営にあたることを予定しているとのことです。

公開買付者は、本日付で、当社の代表取締役会長であり、第6位株主（2025年3月31日時点。以下株主の順位の記載について同じです。）である西村元延氏、当社の代表取締役社長執行役員である西村健氏、西村元延氏が代表理事を務め、当社の第2位株主である公益財団法人西村奨学財団（以下「西村奨学財団」といいます。西村奨学財団の概要は下記（注5）をご参照ください。）及び西村健氏の資産管理会社であり、当社の第5位株主であるM・Nホールディングス株式会社（以下「M・Nホールディングス」といい、以下西村元延氏、西村健氏、西村奨学財団及びM・Nホールディングスを「西村家株主」と総称します。）との間で取引基本契約（以下「本取引基本契約」といいます。）を締結し、①（i）西村元延氏が所有する当社株式（所有株式数：933,020株、所有割合（注1）：2.07%）（但し、本譲渡制限付株式（45,500株）を除きます。）の全て、及び（ii）西村健氏が所有する当社株式（所有株式数：100,090株、所有割合：0.22%）（但し、本譲渡制限付株式（47,800株）を除きます。）の全て（所有株式数の合計：1,033,110株、所有割合の合計：2.29%、以下「応募合意株式」といいます。また、西村元延氏及び西村健氏を「応募合意株主」と総称します。）を本公開買付けに応募すること、並びに②（i）西村奨学財団が所有する当社株式（所有株式数：3,600,000株、所有割合：7.98%）の全て、及び（ii）M・Nホールディングスが所有する当社株式（所有株式数：1,070,000株、所有割合：2.37%）の全て（所有株式数の合計：4,670,000株、

所有割合の合計：10.35%、以下「不応募合意株式」といいます。また、西村奨学財団及びUM・Nホールディングスを「不応募合意株主」と総称します。）を本公開買付けに応募しないこと、及び本公開買付けの決済後に本スクイーズアウト手続（以下に定義します。以下同じです。）を行うために必要な手続を実施すること（不応募合意株主による本臨時株主総会（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）」において定義します。以下同じです。）における賛成の議決権の行使を含みます。）等について合意しているとのことです。本取引基本契約の詳細については、下記「4. 本公開買付けに係る重要な合意に関する事項」をご参照ください。

（注1）「所有割合」とは、当社が2025年8月7日に公表した「2026年3月期 第1四半期決算短信〔日本基準〕（連結）」（以下「当社決算短信」といいます。）に記載された2025年6月30日現在の当社の発行済株式総数（48,269,212株）から、当社決算短信に記載された同日現在の当社が所有する自己株式数（3,131,990株）を控除した株式数（45,137,222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。以下、所有割合の計算において同じです。）をいいます。

公開買付者は、本公開買付けにおいて、25,285,200株（所有割合：56.02%）（注2）を買付予定数の下限と設定しており、本公開買付けに応募された株券等（以下「応募株券等」といいます。）の数の合計が買付予定数の下限に満たない場合は、応募株券等の全部の買付け等を行わないとのことです。他方、上記のとおり、公開買付者は、当社株式の全てを取得することにより、当社株式を非公開化することを企図しているため、買付予定数の上限は設定しておらず、応募株券等の数の合計が買付予定数の下限（25,285,200株）以上の場合は、応募株券等の全部の買付け等を行うとのことです。

なお、買付予定数の下限（25,285,200株）については、本基準株式数（45,137,222株）に係る議決権の数（451,372個）に3分の2を乗じた数（300,915個（小数点以下切上げ））から、本譲渡制限付株式（281,400株）のうち当社取締役が所有している株式数（136,300株）に係る議決権の数（1,363個）及び不応募合意株式（4,670,000株）に係る議決権の数（46,700個）を控除した数（252,852個）（注3）に、当社の単元株式数（100株）を乗じた株式数（25,285,200株）としているとのことです。これは、本公開買付けにおいて、公開買付者は、当社株式の全てを取得し当社株式を非公開化することを目的としているところ、本株式併合（下記「（5）本公開買付け後の組織再編等の方針（いわゆる二段階買収に関する事項）」において定義します。以下同じです。）の手続を実施する際には、会社法（平成17年法律第86号。その後の改正を含みます。以下「会社法」といいます。）第309条第2項に規定する株主総会における特別決議が要件とされることを踏まえ、本取引の実施を確実に遂行すべく、本公開買付け後に公開買付者及び不応募合意株主が当社の総株主の総議決権数の3分の2以上を所有することで、当該要件を満たすことができるように設定したものととのことです。本公開買付けにおける買付予定数の下限とマジョリティ・オブ・マイノリティ（Majority of Minority）の関係に関しましては、下記「（6）本公開買付け価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置」の「⑦ マジョリティ・オブ・マイノリティ（Majority of Minority）を上回る買付予定数の下限の設定」をご参照ください。

（注2）買付予定数の下限は、本日時点の情報に依拠する暫定的な数であり、同時点以後の当社が所有する自己株式数の変動等により、本公開買付けにおける実際の買付予定数の下限が上記の数字と異なる可能性があるとのことです。本公開買付けの開始前に、本公開買付けの開始時点において入手可能な情報を踏まえ、最終的な買付予定数の下限を決定する予定とのことです。

（注3）本譲渡制限付株式に関しては、譲渡制限が付されていることから、本公開買付けに応募することができませんが、当社は、本日開催の取締役会において、現時点における当社の意見として、本公開買付けが開始された場合には、本公開買付けに賛同の意見を表明するとともに、当社の株主の皆様に対して、本公開買付けに応募することを推奨する旨の決議をしており、当該決議に際しては、当社取締役の全員が賛成の議決権を行使していることから、本公開買付けが成立した場合には当社取締役の全員が本スクイーズアウト手続に賛同する見込みであると考えているので、買付予定数の下限を考慮するにあたって、本譲渡制限付株式のうち当社取締役が所有している株式数に係る議決権の数を控除しているとのことです。

また、公開買付者は、本公開買付けにより当社株式の全てを取得できなかった場合には、本公開買付けの成立後に、下記「（5）本公開買付け後の組織再編等の方針（いわゆる二段階買収に関する事項）」に記載のとおり、当

社株式を非公開化するための一連の手続（以下「本スクイーズアウト手続」といいます。）を実施することを予定しているとのことです。

公開買付者は、本公開買付けが成立した場合、公開買付者親会社から本公開買付けに係る決済の開始日（以下「本決済開始日」といいます。）の前営業日までに270億円を限度として普通株式の第三者割当の方法により出資を受けるとともに、三菱UFJ銀行から本決済開始日の前営業日までに530億円を限度として融資（以下「本銀行融資」といいます。）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に充当する予定とのことです。本銀行融資に係る融資条件の詳細は、三菱UFJ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いるとのことです。本銀行融資に係る融資契約では、公開買付者親会社が所有する公開買付者株式及び公開買付者が本公開買付けにより取得する当社株式が担保に供されることが予定されているとのことです。

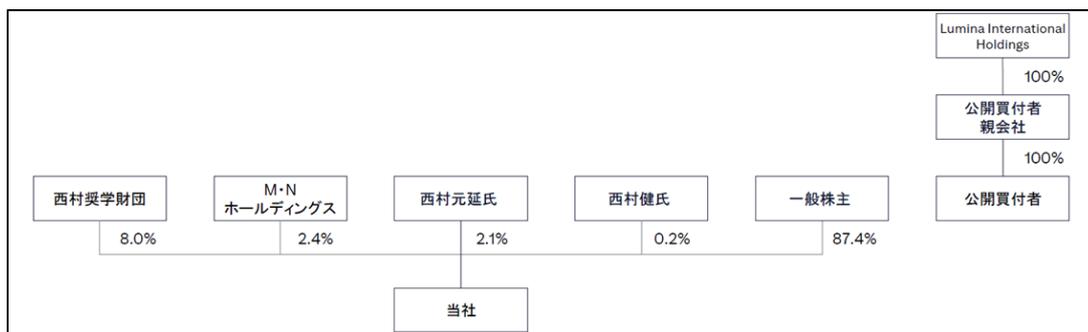
さらに、公開買付者は、西村家株主との間で、本取引基本契約において、①応募合意株主が公開買付者親会社に出資（以下「本再出資」といいます。）し、また、②不応募合意株主が所有する当社株式を公開買付者親会社の株式とすること等を目的として、公開買付者を吸収合併存続会社、当社を吸収合併消滅会社とする吸収合併（以下「本合併」といいます。）、及び公開買付者親会社を株式交換完全親会社、本合併後の公開買付者を株式交換完全子会社とする株式交換（以下「本株式交換」といい、本合併及び本再出資と併せて「本再出資等」と総称します。）を実施することを確認しているとのことです（注4）。本再出資等は、本スクイーズアウト手続の完了後に行うことを想定しており、また、西村家株主が所有することとなる公開買付者親会社の議決権の割合の合計は総議決権の34%となることを想定しているとのことです。本再出資等を実施する理由は下記（注5）をご参照ください。なお、本再出資等における公開買付者親会社の株式1株当たりの対価を決定する前提となる当社株式の評価は、公開買付価格の均一性規制（法第27条の2第3項）の趣旨に抵触しないよう、本公開買付けにおける買付け等の価格（以下「本公開買付価格」といいます。）と同一の価格である1,960円（但し、本スクイーズアウト手続として実施する本株式併合における当社株式の併合の割合に基づき形式的な調整を行う予定とのことです。）とする予定とのことです。

（注4）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、本株式併合後において、公開買付者及び不応募合意株主以外の株主（以下「多数保有株主」といいます。）が存在する場合は、当社において有価証券報告書提出義務の免除を受けた後、公開買付者及び不応募合意株主は、本スクイーズアウト手続の一環として、当社株式の貸株取引（以下「本貸株」といいます。）を行った上で、再度当社株式の併合（以下「第2回株式併合」といいます。）を行うことを含む、当社の株主を公開買付者及び不応募合意株主のみとするための手続を実施することを予定しているとのことです。

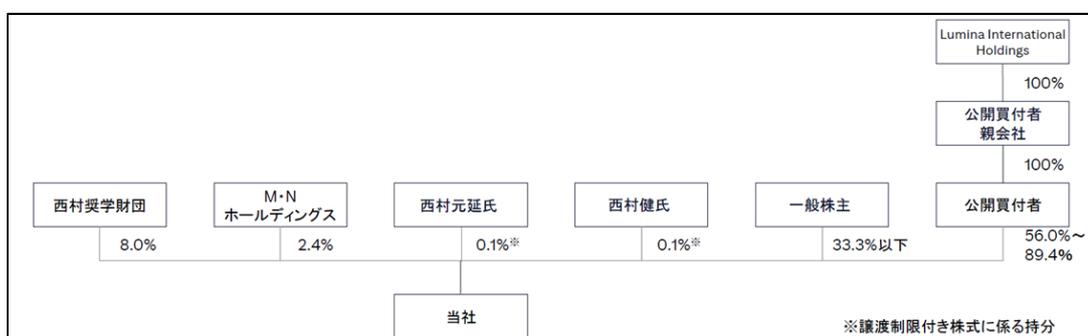
（注5）本再出資等を実施する理由は、下記「② 公開買付者が本公開買付けの実施を決定するに至った背景、目的及び意思決定の過程並びに本公開買付け後の経営方針」の「(ii) 本公開買付けの後の経営方針」に記載のとおり、西村元延氏及び西村健氏は、本公開買付け成立後も引き続き当社の事業成長に向けて経営全般に関わっていく予定である中、本取引後も、西村元延氏、西村健氏及び西村健氏の資産管理会社であるM・Nホールディングスが株主としての地位を存続することで、西村元延氏及び西村健氏が当社の企業価値向上に向け、高いコミットメントの下、その経営に継続して関与し続けることを企図したものととのことです。また、南西アジア、東南アジア、東アジア諸国及び地域からの留学生及び招聘教員並びに国際相互理解の促進、国際交流に有用な日本人学生に対し、奨学金援助を行うことにより、より充実した勉学・教育及び研究を継続させることを目的とする西村奨学財団が、本取引後も本再出資等を通じて当社株式を間接的に保有しますが、現在と同様に西村奨学財団の事業を継続することが、当社が事業を展開するアジア諸国及び地域において、各国の経済発展に貢献できる優秀な人材を育成することを通じて当社の関与する産業全体の発展に寄与すること、また、奨学生を対象とした社会見学、研修旅行、交流会の実施を通じて、日本を含むアジア諸国及び地域における国際相互理解を促進し、多様な価値観を受容し理解を深める機会を提供することで、各国及び地域の教育文化の発展に寄与するものであることから、本再出資等を通じて当社株式を間接的に保有する意義があると公開買付者は考えているとのことです。このように、本再出資等は、西村家株主による本公開買付けへの応募の可否とは独立して検討されたものであることから、公開買付価格の均一性規制（法第27条の2第3項）の趣旨に抵触するものではないと考えているとのことです。

現在想定されている本取引の概要は大要以下のとおりとのことです。  
 なお、以下のパーセンテージは普通株議決権比率を指すとのことです。

I. 本公開買付けの実行前（現状）



II. 本公開買付け成立後（2025年11月中旬）



III. 本スキーズアウト手続後（2026年2月上旬～中旬）（予定）



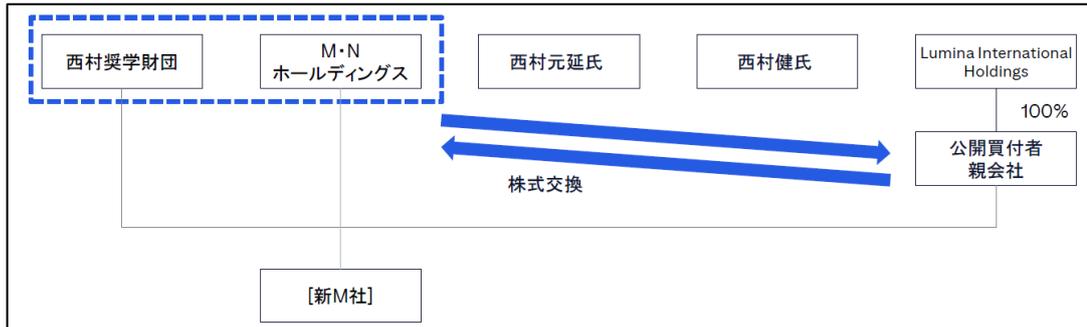
IV. 吸収合併（2026年4月上旬～中旬）（予定）



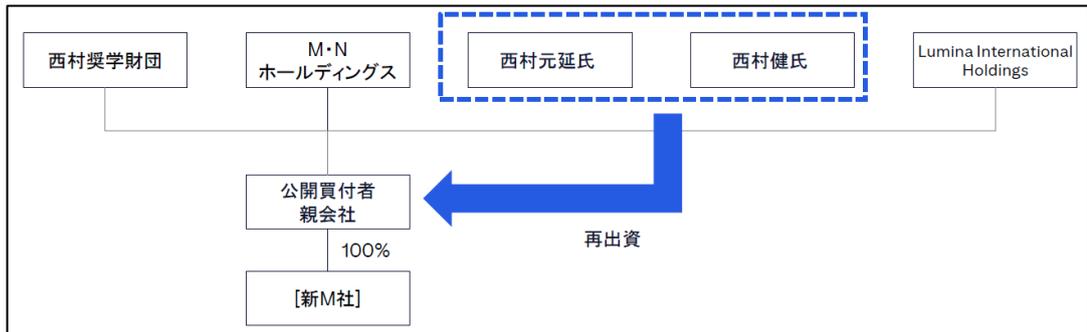
V. 吸収合併後（2026年4月上旬～中旬）（予定）



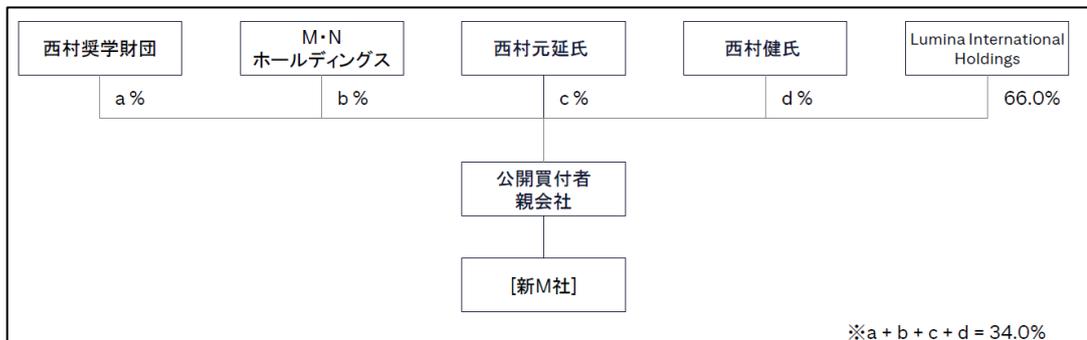
VI. 株式交換 (2026年4月上旬～中旬) (予定)



VII. 本再出資 (2026年4月中旬～下旬) (予定)



VIII. 本再出資後 (2026年4月中旬～下旬) (予定)



② 公開買付者が本公開買付けの実施を決定するに至った背景、目的及び意思決定の過程並びに本公開買付け後の経営方針

(i) 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

当社は、1927年12月に金鶴香水株式会社として設立され、香水、化粧品、石鹸の製造販売を開始しました。1958年にはフィリピンのマニラ市にて海外事業の第一歩として、TANCHO CORPORATIONが海外での化粧品の生産活

動を開始しました。当社はその後 1971 年に商号を「株式会社マンダム」に変更の上で、1978 年に高級男性化粧品ギャツビーブランドを発売開始しました。更に 1988 年から 1993 年にかけて、シンガポール、台湾、タイ、フィリピン及び香港にて合弁会社を設立し、1993 年には P. T. TANCHO INDONESIA (現：PT MANDOM INDONESIA Tbk) がジャカルタ証券取引所 (現：インドネシア証券取引所) に上場するなど海外事業の拡大を図ってまいりました。また、当社株式は、2002 年 1 月に東京証券取引所市場第二部に上場し、2003 年 3 月に東京証券取引所市場第一部銘柄に指定替えを経て、現在は、2022 年 4 月に行われた東京証券取引所の市場区分見直しに伴い、東京証券取引所プライム市場に上場しております。本日現在、当社グループは当社、子会社 18 社及び関連会社 1 社により構成されており、当社グループは、「私たちマンダムは、健康と清潔と美を通じて、奔放に大胆に、あなたの日常を発見と感動で満たす「人間系」企業です。」を企業理念に掲げ、化粧品製造・販売事業を主たる事業として行っております。

具体的には、男性向け化粧品分野においては、「ギャツビー」や「ルシード」等のブランドを通じて、洗顔料、ヘアスタイリング剤、ボディケア製品、シェービング関連商品等多様な製品を提供しており、当社は国内男性化粧品及びスタイリング市場において有力な地位を占めていると考えております。また、女性用化粧品についても、「ピフェスタ」等のスキンケアブランドを中心に、クレンジング、化粧水、乳液等の基礎化粧品を展開しております。なお、当社グループは、日本事業、インドネシア事業、その他海外事業の 3 つのセグメントを設け、アジアを中心としたグローバル展開を推進しております。各エリアのマーケット状況、生活者の嗜好性やライフスタイル、購買力等それぞれの地域特性にきめ細かく対応することによって市場の創造、活性化を図っております。

当社を取り巻く環境は、国内外で大きく異なる様相を呈しています。日本市場においては、人口減少・少子高齢化の進行により、当社が主に「ギャツビー」ブランドでターゲットとしてきた若年層の人口構成が縮小傾向にあり、今後もこの流れは加速すると予想されます。他方、当社としては、インドネシアをはじめとする ASEAN エリアでは、人口増加や経済成長により、将来的な市場拡大の余地が大きいと考えており、当社が成長するための機会が広がっている重要な地域となっていると考えております。こうした事業環境のもと、2021 年度を初年度とする第 13 次中期経営計画「MP-13」の結果を踏まえ、日本事業及びインドネシア事業の収益性の低下、インドネシア事業の低迷を経営課題として認識しております。具体的には、原材料の高騰に加え、外出機会の減少に伴う消費量・生産数量の縮小により原価が上昇している中で、当社が主戦場とする低・中価格帯の化粧品・日用品市場では、コスト上昇分の価格転嫁が十分に進まず、収益性の低い事業構造となっています。また、インドネシア市場は拡大余地が大きい市場であり、本来は積極的なマーケティング投資が必要であったところ、十分なマーケティング投資が行えておらず、市場環境の変化への対応が遅れ、市場での製品競争力の低下及び収益性の悪化を改善できていない状況となっております。上記のように、グローバル化の進展に伴い、生活者の価値観やトレンドは急速に多様化しており、これらの変化に柔軟かつ迅速に対応するためには、よりアグレッシブで革新的な事業運営が求められていると考えております。こうした環境認識のもと、当社グループは、2024 年 4 月より、2024 年度を初年度とする第 14 次中期経営計画「MP-14」(以下「本中期経営計画」といいます。)を推進しています。本中期経営計画は、上記「MP-13」で顕在化した課題を早期に解決し、当社創業 100 周年にあたる 2027 年のありたい姿として策定した 2017 年から 2027 年にかけての中長期的な計画「VISION2027」と、その次の 100 年に向けた持続的成長の礎を築く成長基盤構築のための計画と位置づけています。本中期経営計画では、真のグローバル企業を目指し、経済的価値と社会的価値の双方を高めることで、企業価値の向上を図ることとしており、具体的には、以下の取り組みを推進することとしております。

#### イ) 日本事業の収益性改善及び新たな成長エンジンの模索

当社グループでは、連結業績の中核を担う日本事業の業績回復を最優先課題と捉え、本中期経営計画開始時からサプライヤーとの連携強化や戦略的な調達等といったバリューチェーンの各要素の見直しに取り組み、日本では 2025 年 3 月期の売上高は 2024 年 3 月期対比 6.2%増加、2025 年 3 月期のセグメント利益は 2024 年 3 月期対比 172.2%増加となり収益改善に一定の効果が出ております。当社グループの持続的な成長を実現するため、製品を通じた生活者への貢献を第一にした事業推進と並行してバリューチェーンの各要素の見直しを引き続き推進することとしております。

一方で、当社としては、将来の人口減少や長期的な実質 GDP (注 6) 成長の鈍化が予測され、市場環境についても既存の競合他社や海外輸入品との更なる競争激化が見込まれていると考えているため、安定的な成長の実現のために、バリューチェーンの各要素の見直しによる収益性改善によって得た原資を活用

し、将来の日本事業を担う成長エンジンの獲得に向け、新たな挑戦を積極的に継続することとしております。

(注6) 実質GDPとは、一定期間内に国内で生産された財（モノ）・サービスの付加価値の合計額であるGDPに対して、ある年（基準年）の価格水準を基準として、物価変動要因が取り除かれたものです。

ロ) インドネシア事業の収益性改善

2024年5月に経営陣を一新し、収益改善に取り組んでおります。具体的には、デジタル戦略として、ECチャネルの強化、インフルエンサーを利用した広告等の積極的なマーケティング投資による売上の伸長や、日本事業との連携の強化による原材料・包材のコストの抑制、IOTを活用した生産管理による生産効率性の向上といった一定の効果が出ているものと考えており、引き続き収益改善を進めることとしております。

ハ) 海外事業のASEANエリア（インドネシアは除く）における事業推進

従来インドネシア以外の既存展開国における事業活動、及び新規国における事業開拓を担当していた海外事業領域について、新規国の開拓を切り離し、北東アジア・東南アジア・インド事業領域へ名称変更を行い、既存展開国における事業活動に集中を高め、既存展開国において事業規模拡大・成長を目指しております。

当社としては、既存展開国の中でも、ASEANエリアの人口と市場規模は継続的に拡大しており、経済成長率も日本よりも高い伸長率となると考えております。このような外部環境等も考慮し、当社グループでは、ASEANエリア（インドネシアは除く）の事業を今後の当社グループの中での成長ドライバーと位置づけて更なる量的成長に向けて取り組みを進めていくこととしております。

一方で、西村元延氏及び西村健氏は「私たちマンダムは、健康と清潔と美を通じて、奔放に大胆に、あなたの日常を発見と感動で満たす「人間系」企業です。」という企業理念のもと、長年にわたり当社の成長を牽引してきたとのことです。西村元延氏及び西村健氏は、この理念が、生活者一人ひとりが心身ともに健康で幸せな状態、すなわちウェルビーイングを実現するための基盤として極めて重要なものと考えていたとのことです。西村元延氏及び西村健氏は、長年にわたり、生活者に寄り添い、多様な価値観やニーズを受け入れながら、商品やサービスを通じてより自分らしさを自由に表現できる社会創りに取り組み、当社の国内外での事業拡大を推進してきたとのことです。その結果、当社は日本市場における確固たるブランドポジションを確立し、東南アジア市場でも高い認知度と市場シェアを維持する企業へと成長を遂げることができたと考えていたとのことです。

しかし、近年の高価格帯商品への需要の高まり等の消費者行動の変化、デジタルシフト（注7）の加速、原材料高や人件費上昇による製造コストの上昇、アジア発の新興ブランド等の台頭による東南アジア市場の競争環境の激化等により、従来のビジネスモデルを維持するだけでは競争優位性の確保が困難になりつつあると考えていたとのことです。特に、日本市場の成長ペースの鈍化と東南アジア市場の高成長性を踏まえると、抜本的な収益性改善や各国におけるブランド価値向上のためのマーケティング投資の実施等戦略的取り組みを加速させることが必要であり、短期的な業績変動に左右されず、長期的な成長戦略に集中できる経営環境の整備が必要不可欠と考えていたとのことです。このような環境変化を受け、西村元延氏及び西村健氏は、当社の抜本的な経営変革が不可避であり、当社の持続的な成長を実現するためには、既存の延長線上ではない新たな成長戦略の構築と実行が必要であるとの認識に至ったとのことです。

(注7) 「デジタルシフト」とは、企業が現在アナログで行っている業務や提供する商品・サービスをデジタルへ移行する取り組みや、取り組みの結果として起きるビジネス上の変化をいうとのことです。

西村元延氏及び西村健氏は、当社のコアビジネスの競争力の維持・強化、事業モデルの変革、グローバル展開の加速といった長期的戦略の実行にあたり、激変する市場環境の中で、早期に集中的かつ機動的な投資やM&Aを行っていく必要があると考えている一方、一時的な費用や先行投資の必要性によって、短期的には収益が悪化することも懸念されると考えたとのことです。したがって、当社が短期的な業績変動に左右されることなく、機動的に経営課題に対処し、安定した経営体制の下で中長期的に持続可能な企業価値向上を実現させていくためには、当社株式を非公開化した上で、一般株主からの短期的な収益向上の要請を排した状況下において、西村元延氏及び西村健氏が当社の経営に継続関与しつつ、当社の経営理念や企業文化の維持及び取引先との関係の維持・構築

を行うことが有用であることから、当社株式の非公開化を含む本取引が最善の選択肢であるとの考えに至ったとのことです。

そのような中で、西村元延氏及び西村健氏は、2024年9月初旬頃から、以前より西村元延氏及び西村健氏に当社の資本政策及び中長期的な企業価値向上施策に関する提案・情報提供を行っていたシティグループ証券株式会社（以下「シティグループ証券」といいます。）経由で、CVCを含む2社のプライベート・エクイティ・ファンドから、非公開化取引を含む、潜在的なパートナーシップについての打診があったことから、両者と複数の面談を実施し、当社に関する経営課題及び事業戦略についての考え方や当社との潜在的な協業可能性・当社の企業価値向上施策について幅広く意見交換を行ったとのことです。

かかる意見交換及び公開情報等に基づく初期的な分析を通じ、CVCは、当社が有する強固な事業基盤、継続的な成長可能性、及び未だ顕在化していない潜在的企業価値を高く評価したとのことです。これらの観点から、当社株式を非公開化した上で、CVCファンドの資金面における支援力、並びにグローバル及びアジア地域における既存投資先・業界ネットワーク・経営管理やM&A、デジタル領域における専門性を活用することにより、①当社の既存ビジネスの更なる拡大・高度化、②経営管理体制・組織の抜本的な高度化支援、③M&A・業務提携等による非連続的な成長機会の探索・実行支援、及び④グローバル市場における事業展開やバリューチェーン強化の支援、のような多面的な成長支援が可能であると判断したとのことです。当社において現在進行中の構造改革の着実な遂行と並行して、当社単独ではリスクや制約の大きかった大胆な戦略的打ち手（現時点では展開していない国や商品等新市場への参入、新サービスの立ち上げ等）についても、CVC及びCVCファンドが積極的に支援することで、より中長期的な企業価値の最大化が可能になると考え、かかる意見交換の中で、西村元延氏及び西村健氏に対して、以下のような支援が可能であることを説明したとのことです。

#### (ア) 当社の既存ビジネスの更なる拡大・高度化

当社が保有する主力ブランドについては、既存のブランド資産を活かしながら、客観的データに基づくマーケティングで、データの収集・分析・検証をする中でPDCAサイクルを回し、成功率の高いマーケティング施策を実施し、カテゴリ内での更なる差別化を図りつつ、ブランド別のKPI（注8）を設定した上でPDCA型の運営体制を構築することにより、ブランドの再活性化と高付加価値化を推進。また、日本及びアジア太平洋地域を中心とする基幹市場においては、それぞれの地域の特性に応じた事業構造改革を支援し、特にインドネシア市場においてはサプライチェーンの強化等を通じて事業の再成長を図るとともに、ECチャネルやD2C（注9）モデルの活用強化により、オペレーションの最適化と収益性の向上の実現をサポート

（注8）「KPI」とは、「Key Performance Indicator」の略であり、ビジネス目標の達成度を測るための重要業績評価指標のことをいうとのことです。

（注9）「D2C」とは、「Direct to Consumer」の略であり、EC（電子商取引）サイト等を通じ、サービスを利用者へ直接販売・提供することをいうとのことです。

#### (イ) 経営管理体制・組織の抜本的な高度化支援

中長期の成長戦略の策定とその進捗を管理するためのKPIモニタリング体制の導入を支援。CVCでは、データに基づく可視化された経営管理を重視し、月次での予算管理や事業KPIモニタリングに基づく経営管理体制を構築するとともに、プロジェクト・マネジメント・オフィス（注10）を設置し、主要経営施策を遂行する社内外のタスクフォースを組成することで、より効率的かつ効果的に全社的な課題把握と施策実行のPDCAを回す体制を整備し、経営層や中核部門における人材補完が求められる領域については、CVCのネットワークが保有する経営人材や機能人材のスカウティング・紹介を含めた人材面での支援を行い、特に経営管理・DX（注11）推進・グローバル戦略といった重点分野において、外部の専門家を取り込みながら組織力を強化

（注10）「プロジェクト・マネジメント・オフィス」とは、組織内における個々のプロジェクトマネジメントの支援を横断的に行う部門や構造システムをいうとのことです。

（注11）「DX」とは、「Digital Transformation」の略であり、デジタル技術活用による新たな価値・体験の提供及び社会の変革のことをいうとのことです。

#### (ウ) M&A・業務提携等による非連続的な成長機会の探索・実行支援

CVCのネットワーク及びPMI（注12）知見を活用し、積極的なM&Aや戦略的パートナーシップの構築を通じた、国内事業の強化及び東南アジア市場展開の加速

(注12) 「PMI (Post Merger Integration)」とは、当初計画したM&A後の統合効果を最大化するための統合プロセスをいうとのことです。

(エ) グローバル市場における事業展開やバリューチェーン強化の支援

アジア地域における成長ポテンシャルを踏まえ、地域展開戦略を強化することで、グローバル市場でのプレゼンス向上支援。成長余地の大きい東南アジアの国々（例：マレーシア、タイ、台湾等）に向けて、営業・流通基盤を強化し、CVCが有する複数の現地拠点やCVCファンドの既存投資先とのネットワークを最大限に活用し、現地の小売業者やチャネルパートナーとの連携強化を通じて、販路拡大及び事業機会の創出を支援

その結果、2024年11月初旬、西村元延氏及び西村健氏は、以下の観点で、CVCが当社の中長期的な企業価値最大化のための最適なパートナーであると判断したとのことです。なお、非公開化取引を含む、潜在的なパートナーシップについての打診があったもう1社のプライベート・エクイティ・ファンドについては、当該時点において具体的な協議を開始しておらず、意向表明書を提出するには至っていないとのことです。

(a) 当社の経営環境、経営課題、戦略的方向性についての深い理解

CVCとの継続的な意見交換を踏まえ、CVCが有するグローバル・ネットワークを通じた業界・競合分析を通して、CVCは当社が直面する外部環境の変化（例えば消費者行動の変容、販売チャネルの多様化、競争のグローバル化等）を踏まえた上で、当社の企業価値向上に向けた経営課題（例えばコアブランドの競争力維持・強化、商品ポートフォリオの再構築、収益性改善を伴う海外事業再成長、DX推進等）を正確に理解し、それを踏まえた当社の取るべき戦略的方向性についての見解が一致したため、信頼できる最適なパートナーであると判断したこと

(b) 当社の今後の成長戦略を実現する観点で重要な東南アジア市場、特にインドネシアにおけるCVCの強固なネットワークと豊富な経験

CVCは、インドネシアを含む東南アジア各国に複数の現地拠点を有し、各国の事業環境に精通したプロフェッショナルネットワークを有しているのみならず、CVCファンドの既存投資先企業との連携も活用可能であることから、当社が今後の重点戦略として掲げる「インドネシア事業の再成長」や「アジア諸国におけるプレゼンス拡大」の実行支援において、極めて有効な支援パートナーであり、現地における販売チャネル強化、ローカルニーズに即した製品開発体制の整備、流通・サプライチェーン強化等が可能であること

(c) アジア地域におけるコンシューマー領域における豊富な投資実績に基づく業界知見

CVC及びCVCファンドは、これまでにアジア地域において多数のコンシューマー関連企業に投資・成長支援を行っており、これらの投資実績から得られたアジア地域におけるコンシューマー業界や企業に関する知見は、当社との協議を通じて共有することにより、当社のマーケティング戦略の高度化、調達構造の見直し、物流最適化等に活用可能であるだけでなく、当社とCVCファンドの既存投資先との連携により、販売チャネルや販促施策等の面で実効性ある売上・コスト両面でのシナジーの創出が可能であること

(d) デジタル領域/DX推進における支援

東南アジアにおいては、SNS・ECプラットフォームを通じたデータドリブン型マーケティング（注13）が急速に主流化していると考えており、当社が今後持続的に競争優位を維持・拡大していく上でデジタル領域の強化は不可欠なテーマとなっている中で、CVCの有する、CVC Digital Hub（注14）をはじめとした専用支援プラットフォームや、700社を超えるソリューションベンダーとの協業体制、サイバーセキュリティ対応、AI活用実例等を活用しつつ、当社の社内部署や外部アドバイザーを含む専門チーム体制の構築を通じて、マーケティング・業務プロセス・経営管理領域のDXを一体的に推進することで、当社の企業価値向上に具体的な貢献が可能であること

(注13) 「データドリブン型マーケティング」とは、客観的データに基づくマーケティングで、データの取

集・分析・検証する中でPDCAサイクルを回し、成功率の高いマーケティング施策を目指すマーケティング施策をいうとのことです。

(注14) 「CVC Digital Hub」とは、CVCに属するDX・AIプロフェッショナル人材による、投資先企業向けの包括的なデジタル支援プラットフォームをいい、700社以上のソフトウェア、クラウド、ハードウェアプロバイダーを活用しつつ、サイバーインシデント発生時の対応支援や、デジタル関連イベントや知見・ノウハウの共有を実施しているとのことです。

そこで、2025年2月20日、西村元延氏及び西村健氏並びにCVCは、本取引の実現に向けて協議するにあたって本株主間契約の協議の基礎とすべき事項及び独占交渉権等を取り決めた、独占交渉権及び一般条項を除き法的拘束力を有しない基本合意書（以下「本基本合意書」といいます。）を締結し、当社に対して、本公開買付けを通じて当社株式を非公開化することを提案する法的拘束力を持たない意向提案書（以下「初期的意向表明書」といいます。）を提出したとのことです。なお、本基本合意書は、本日現在、既に有効期間が満了しているとのことです。その後、CVCは、2025年5月下旬、当社より、初期的意向表明書の内容を検討した結果、同年5月下旬から7月下旬にかけて、当社株式の非公開化を前提とした、CVCからのデュー・ディリジェンスを受け入れることを決定したとの回答を得たとのことです。

なお、CVC及び西村家株主は、CVC、CVCファンド、公開買付者、公開買付者親会社、本日現在において公開買付者親会社の議決権の全てを所有する Lumina International Holdings Limited（以下「Lumina International Holdings」といいます。）、及び西村家株主（以下、総称して「公開買付者ら」といいます。）並びに当社から独立したファイナンシャル・アドバイザーとして、2024年11月上旬にシティグループ証券を、加えて2025年7月下旬に公開買付代理人として起用予定である野村證券株式会社を、また、CVCは、リーガル・アドバイザーとして2024年11月上旬に長島・大野・常松法律事務所をそれぞれ選任しているとのことです。

そして、公開買付者並びに西村元延氏及び西村健氏は、2025年5月下旬から7月下旬にかけて行われたデュー・ディリジェンスの結果を踏まえ、2025年7月31日、当社の事業及び財務状況を多面的かつ総合的に分析した上で、本公開買付価格を、2025年7月30日時点の当社株価終値1,439円に対して、11.19%（小数点以下第三位を四捨五入しております。以下、プレミアム率の計算において同じです。）、過去1ヶ月間終値平均（1,433円）（小数点以下を四捨五入。以下、終値単純平均値の計算において同じとします。）に対して11.65%、過去3ヶ月間終値平均（1,382円）に対して15.77%、過去6ヶ月間終値平均（1,340円）に対して19.40%のプレミアムをそれぞれ付した金額である1,600円とする提案を行ったとのことですが、2025年8月12日、当社より、当該提案価格は、過去のMBO事例におけるプレミアム水準を大幅に下回っており、十分な水準ではないとして、本公開買付価格の再提案を要請する旨の回答があったとのことです。これを受けて、公開買付者は、2025年8月21日、当社に対して、本公開買付価格を2025年8月20日時点の当社株価終値1,439円に対して、14.66%、過去1ヶ月間終値平均（1,430円）に対して15.38%、過去3ヶ月間終値平均（1,398円）に対して18.03%、過去6ヶ月間終値平均（1,362円）に対して21.15%のプレミアムをそれぞれ付した金額である1,650円とする2回目の提案を行ったとのことですが、2025年8月22日、当社より、当該提案価格は、過去のMBO事例におけるプレミアム水準を大幅に下回っており、また、当社の株式価値や収益力を踏まえて検討した本源的価値に照らして、大きな乖離があるとして、本公開買付価格の再提案を要請する旨の回答があったとのことです。これを受けて、公開買付者は、2025年8月25日、当社に対して、本公開買付価格を2025年8月22日時点の当社株価終値1,451円に対して、17.16%、過去1ヶ月間終値平均（1,432円）に対して18.72%、過去3ヶ月間終値平均（1,403円）に対して21.17%、過去6ヶ月間終値平均（1,364円）に対して24.63%のプレミアムをそれぞれ付した金額である1,700円とする3回目の提案を行ったとのことですが、2025年8月25日、当社より、当該提案価格は、過去のMBO事例におけるプレミアム水準を依然として大幅に下回っており、また、当社の株式価値や収益力を踏まえて検討した本源的価値に照らして、大きな乖離があるとして、本公開買付価格の再提案を要請する旨の回答があったとのことです。これを受けて、公開買付者は、2025年8月28日、当社に対して、本公開買付価格を2025年8月27日時点の当社株価終値1,418円に対して、23.41%、過去1ヶ月間終値平均（1,432円）に対して22.21%、過去3ヶ月間終値平均（1,406円）に対して24.47%、過去6ヶ月間終値平均（1,368円）に対して27.92%のプレミアムをそれぞれ付した金額である1,750円とする4回目の提案を行ったとのことですが、2025年8月29日、当社より、当該提案価格は、過去のMBO事例におけるプレミアム水準を依然として大幅に下回っており、また、当社の株式価値

や収益力を踏まえて検討した本源的価値に照らして、大きな乖離があるとして、本公開買付価格の再提案を要請する旨の回答があったとのことです。これを受けて、公開買付者は、2025年9月1日、当社に対して、本公開買付価格を2025年8月29日時点の当社株価終値1,420円に対して、26.76%、過去1ヶ月間終値平均(1,431円)に対して25.79%、過去3ヶ月間終値平均(1,409円)に対して27.75%、過去6ヶ月間終値平均(1,370円)に対して31.39%のプレミアムをそれぞれ付した金額である1,800円とする5回目の提案を行ったとのことです。2025年9月1日、当社より、当該提案価格は、過去のMBO事例におけるプレミアム水準を依然として大幅に下回っており、また、当社の株式価値や収益力を踏まえて検討した本源的価値に照らして、大きな乖離があるとして、本公開買付価格の再提案を要請する旨の回答があったとのことです。これを受けて、公開買付者は、2025年9月4日、当社に対して、本公開買付価格を2025年9月3日時点の当社株価終値1,455円に対して、31.96%、過去1ヶ月間終値平均(1,430円)に対して34.27%、過去3ヶ月間終値平均(1,414円)に対して35.79%、過去6ヶ月間終値平均(1,372円)に対して39.94%のプレミアムをそれぞれ付した金額である1,920円とする6回目の提案を行ったとのことです。2025年9月4日、当社より、当該提案価格は、過去のMBO事例におけるプレミアム水準をいまだ下回っており、また、当社の株式価値や収益力を踏まえて検討した本源的価値に照らして、いまだ十分といえる水準にないとして、本公開買付価格の再提案を要請する旨の回答があったとのことです。これを受けて、公開買付者は、2025年9月5日、当社に対して、本公開買付価格を2025年9月4日時点の当社株価終値1,474円に対して、32.29%、過去1ヶ月間終値平均(1,430円)に対して36.36%、過去3ヶ月間終値平均(1,416円)に対して37.71%、過去6ヶ月間終値平均(1,374円)に対して41.92%のプレミアムをそれぞれ付した金額である1,950円とする7回目の提案を行ったとのことです。2025年9月5日、当社より、当社株式の直近株価及び一定期間(1ヶ月、3ヶ月、6ヶ月)の平均株価のそれぞれに対するプレミアム水準を参考に、いまだ十分といえる水準にないとして、当社としては、当社の普通株式1株あたり2,100円を提案して、提案価格の引き上げについて検討を求める旨の回答があったとのことです。これを受けて、公開買付者は、2025年9月6日、当社に対して、本公開買付価格を2025年9月5日時点の当社株価終値1,470円に対して、33.33%、過去1ヶ月間終値平均(1,430円)に対して37.06%、過去3ヶ月間終値平均(1,418円)に対して38.22%、過去6ヶ月間終値平均(1,375円)に対して42.55%のプレミアムをそれぞれ付した金額である1,960円とする8回目の提案を行ったところ、2025年9月7日、当社より、当該提案価格にて受諾する旨の回答があったとのことです。

(ii) 本公開買付けの後の経営方針

CVCは、当社が、持続的な成長を実現するために掲げる、事業基盤の強化、ブランド価値の向上、海外市場での更なる成長を重点領域とする方針を踏まえ、CVCファンドの持つ資金面における支援力及びグローバル及びアジア地域における既存投資先並びにCVCの持つ業界ネットワーク・専門性を活用しながら、当社の長期的な成長戦略の実現を支えるために、当社の経営陣との緊密なパートナーシップを構築し、中長期的な企業価値の最大化のための支援を行う予定とのことです。

具体的には、CVCは当社の今後の成長の加速に向けて、主に以下の施策を計画しているとのことです。

- a. 当社の既存ビジネスの更なる拡大・高度化
- b. 経営管理体制・組織の抜本的高度化支援
- c. M&A・業務提携等による非連続的な成長機会の探索・実行支援
- d. グローバル市場における事業展開やバリューチェーン強化の支援

本取引は、いわゆるマネジメント・バイアウト(MBO)に該当し、西村元延氏及び西村健氏は、本公開買付け成立後も引き続き当社の事業成長に向けて経営全般に関わっていく予定とのことです。Lumina International Holdingsは、本日付で、西村家株主との間で、本取引後の当社の運営及び本再出資等後の公開買付者親会社の株式の取扱いに関する内容を含む株主間契約(以下「本株主間契約」といいます。)を締結しているとのことです。本株主間契約の詳細につきましては、下記「4. 本公開買付けに係る重要な合意に関する事項」の「(2) 本株主間契約」をご参照ください。

なお、公開買付者は、本取引実施後、当社に取締役を数名派遣することを想定しているとのことです。下記「4. 本公開買付けに係る重要な合意に関する事項」の「(2) 本株主間契約」a)において記載しているほかに、

現時点で決定している事項はなく、本公開買付けの成立後に、当社との間で協議・検討の上、方針を決定する予定とのことです。

③ 当社が本公開買付けに賛同するに至った意思決定の過程及び理由

(i) 検討体制の構築の経緯

上記「② 公開買付者が本公開買付けの実施を決定するに至った背景、目的及び意思決定の過程並びに本公開買付け後の経営方針」に記載のとおり、当社は、2025年2月20日に、西村元延氏及び西村健氏並びにCVCより、初期的意向表明書の提出を受けたことから、本取引に関する具体的な検討を開始いたしました。

そこで、当社は、下記「(6) 本公開買付けの公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置」の「① 当社における独立した第三者算定機関からの株式価値算定書の取得」及び「② 当社における独立した法律事務所からの助言」に記載のとおり、本公開買付けがいわゆるマネジメント・バイアウト(MBO)に該当する本取引の一環として行われるものであり、構造的な利益相反の問題及び情報の非対称性の問題が存在すること等を踏まえ、本公開買付けの公正性の担保、本公開買付けに係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、独立性及び専門性・実績等を勘案の上、2025年3月6日、公開買付者ら並びに当社から独立したリーガル・アドバイザーとして森・濱田松本法律事務所外国法共同事業(以下「森・濱田松本法律事務所」といいます。)を本特別委員会の承認が得られることを条件として選任し、また、同月27日、公開買付者ら及び当社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大和証券株式会社(以下「大和証券」といいます。)を本特別委員会の承認を得た上で選任するとともに、大和証券に対して当社株式の株式価値の算定を依頼いたしました。

また、当社は、本公開買付けがいわゆるマネジメント・バイアウト(MBO)に該当する本取引の一環として行われるものであり、構造的な利益相反の問題及び情報の非対称性の問題が存在すること等を踏まえ、本公開買付けの公正性の担保、本公開買付けに係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、下記「(6) 本公開買付けの公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置」の「③ 当社における独立した特別委員会の設置及び答申書の取得」に記載のとおり、2025年3月6日開催の取締役会により、公開買付者ら及び当社のいずれからも独立した、当社の社外取締役兼独立役員3名及び社外監査役兼独立役員2名によって構成される本特別委員会を設置する旨を決議しました。なお、本特別委員会の委員の構成、具体的な委嘱事項、付与された権限、検討の経緯及び判断内容等については、下記「(6) 本公開買付けの公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置」の「③ 当社における独立した特別委員会の設置及び答申書の取得」をご参照ください。

また、下記「(6) 本公開買付けの公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置」の「① 当社における独立した第三者算定機関からの株式価値算定書の取得」及び「② 当社における独立した法律事務所からの助言」に記載のとおり、本特別委員会は、森・濱田松本法律事務所及び大和証券について、それぞれその独立性及び適格性に問題がないことを確認した上で、その選任について承認しております。

さらに、当社は、下記「(6) 本公開買付けの公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置」の「⑥ 当社における独立した検討体制の構築」に記載のとおり、公開買付者らから独立した立場で、当社の企業価値の向上及び当社の一般株主の皆様の利益の確保の観点から本取引に係る検討、交渉及び判断を行うことができる体制を当社の社内に構築いたしました。

加えて、本特別委員会は、「(6) 本公開買付けの公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置」の「③ 当社における独立した特別委員会の設置及び答申書の取得」に記載のとおり、2025年3月19日に、株式会社ブルータス・コンサルティング(以下「ブルータス・コンサルティング」といいます。)について、その独立性及び適格性に問題がないことを確認した上で、独自のファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関として選任しております。

(ii) 検討・交渉の経緯

上記体制の下、当社は、本取引の目的を含む本公開買付けの概要、本取引が当社に与える影響、本取引後の経営方針の内容や足元の株価動向等を踏まえ、森・濱田松本法律事務所及び大和証券の助言を受けながら、公開買付者らとの間で複数回にわたる協議・検討を重ねた上で、本取引の実行の是非及び取引条件の妥当性について検討してまいりました。

具体的には、当社は、2025年2月20日に西村元延氏及び西村健氏並びにCVCより初期的意向表明書を受領した後、本特別委員会における検討・協議を進め、本特別委員会は、2025年3月24日、西村元延氏及び西村健氏並びにCVCに対して、本取引を提案するに至った経緯及び理由、当社の事業環境及び経営課題、本取引のメリット及びデメリット、本取引後の経営体制・経営方針、本取引の条件等を含む質問事項を送付し、2025年4月4日付で受領した、当該質問事項に対する書面回答や、当該書面回答を踏まえ、再度同月11日に追加質問事項を送付し、同月21日付で受領した、当該追加事項に対する書面回答を踏まえて、同月25日、同氏らへのインタビューを実施し、当該質問事項等についての質疑応答をおこないました。また、本特別委員会は、2025年5月1日には当社のCx0に対し、また同月9日には当社の監査役（本特別委員会委員である社外監査役を除きます。）に対し、それぞれインタビューを実施し、本取引の意義等についての意見交換を行いました。また、2025年5月下旬から7月下旬にかけてCVCによる当社に関するデュー・ディリジェンスを受け入れました。

また、本公開買付価格については、当社は、2025年7月31日に、公開買付者並びに西村元延氏及び西村健氏から、本公開買付価格を1株当たり1,600円（以下「第1回提案価格」といいます。）とする初回の提案を書面にて受領しました。これに対して、当社及び本特別委員会は、当該提案価格について、2025年8月12日に、森・濱田松本法律事務所、大和証券及びプルートス・コンサルティングからの助言を踏まえ、第1回提案価格は、当社株式の直近株価及び一定期間（1ヶ月、3ヶ月、6ヶ月）の平均株価である2025年7月30日時点の当社株価終値1,439円、過去1ヶ月間終値平均（1,433円）、過去3ヶ月間終値平均（1,382円）、過去6ヶ月間終値平均（1,340円）のそれぞれに対するプレミアム水準において過去のMBO事例におけるプレミアム水準を大幅に下回っており、十分な水準ではないと考えているとして、当社株主に対して合理的であると説明ができる条件となるよう、第1回提案価格の引き上げについて検討を求めるとの要請を行いました。その後、当社は、2025年8月21日に、公開買付者並びに西村元延氏及び西村健氏から、本公開買付価格を1株当たり1,650円（以下「第2回提案価格」といいます。）とする提案を書面にて受領しました。これに対して、当社及び本特別委員会は、当該提案価格について、2025年8月22日に、森・濱田松本法律事務所、大和証券及びプルートス・コンサルティングからの助言を踏まえ、第2回提案価格は、当社株式の直近株価及び一定期間（1ヶ月、3ヶ月、6ヶ月）の平均株価である2025年8月20日時点の当社株価終値1,439円、過去1ヶ月間終値平均（1,430円）、過去3ヶ月間終値平均（1,398円）、過去6ヶ月間終値平均（1,362円）のそれぞれに対するプレミアム水準において過去のMBO事例におけるプレミアム水準を大幅に下回っており、また、当社の株式価値や収益力を踏まえて検討した本源的価値に照らして、大きな乖離があると考えているとして、本取引の対価が公正な条件となるよう、第2回提案価格の引き上げについて検討を求めるとの要請を行いました。その後、当社は、2025年8月25日に、公開買付者並びに西村元延氏及び西村健氏から、本公開買付価格を1株当たり1,700円（以下「第3回提案価格」といいます。）とする提案を書面にて受領しました。これに対して、当社及び本特別委員会は、当該提案価格について、2025年8月25日に、森・濱田松本法律事務所、大和証券及びプルートス・コンサルティングからの助言を踏まえ、第3回提案価格は、当社株式の直近株価及び一定期間（1ヶ月、3ヶ月、6ヶ月）の平均株価である2025年8月22日時点の当社株価終値1,451円、過去1ヶ月間終値平均（1,432円）、過去3ヶ月間終値平均（1,403円）、過去6ヶ月間終値平均（1,364円）のそれぞれに対するプレミアム水準において過去のMBO事例におけるプレミアム水準を依然として大幅に下回っており、また、当社の株式価値や収益力を踏まえて検討した本源的価値に照らして、大きな乖離があると考えているとして、本取引の対価が公正な条件となるよう、第3回提案価格の引き上げについて検討を求めるとの要請を行いました。その後、当社は、2025年8月28日に、公開買付者並びに西村元延氏及び西村健氏から、本公開買付価格を1株当たり1,750円（以下「第4回提案価格」といいます。）とする提案を書面にて受領しました。これに対して、当社及び本特別委員会は、当該提案価格について、2025年8月29日に、森・濱田松本法律事務所、大和証券及びプルートス・コンサルティングからの助言を踏まえ、第4回提案価格は、当社株式の直近株価及び一定期間（1ヶ月、3ヶ月、6ヶ月）の平均株価である2025年8月28日時点の当社株価終値1,428円、過去1ヶ月間終値平均（1,432円）、過去3ヶ月間終値平均（1,408円）、過去6ヶ月間終値平均（1,370円）のそれぞれに対するプレミアム水準において過去のMBO事例におけるプレミアム水準を依然として大幅に下回っており、また、当社の株式価値や収益力を踏まえて検討した本源的価値に照らして、大きな乖離があると考えているとし

て、本取引の対価が公正な条件となるよう、第4回提案価格の引き上げについて検討を求めるとの要請を行いました。その後、当社は、2025年9月1日に、公開買付者並びに西村元延氏及び西村健氏から、本公開買付価格を1株当たり1,800円(以下「第5回提案価格」といいます。)とする提案を書面にて受領しました。これに対して、当社及び本特別委員会は、当該提案価格について、2025年9月1日に、森・濱田松本法律事務所、大和証券及びブルータス・コンサルティングからの助言を踏まえ、第5回提案価格は、当社株式の直近株価及び一定期間(1ヶ月、3ヶ月、6ヶ月)の平均株価である2025年8月29日時点の当社株価終値1,420円、過去1ヶ月間終値平均(1,431円)、過去3ヶ月間終値平均(1,409円)、過去6ヶ月間終値平均(1,370円)のそれぞれに対するプレミアム水準において過去のMBO事例におけるプレミアム水準を依然として大幅に下回っており、また、当社の株式価値や収益力を踏まえて検討した本源的価値に照らして、大きな乖離があると考えているとして、本取引の対価が公正な条件となるよう、第5回提案価格の引き上げについて検討を求めるとの要請を行いました。その後、当社は、2025年9月4日に、公開買付者並びに西村元延氏及び西村健氏から、本公開買付価格を1株当たり1,920円(以下「第6回提案価格」といいます。)とする提案を書面にて受領しました。これに対して、当社及び本特別委員会は、当該提案価格について、2025年9月4日に、森・濱田松本法律事務所、大和証券及びブルータス・コンサルティングからの助言を踏まえ、第6回提案価格は、当社株式の直近株価及び一定期間(1ヶ月、3ヶ月、6ヶ月)の平均株価である2025年9月3日時点の当社株価終値1,455円、過去1ヶ月間終値平均(1,430円)、過去3ヶ月間終値平均(1,414円)、過去6ヶ月間終値平均(1,372円)のそれぞれに対するプレミアム水準において過去のMBO事例におけるプレミアム水準をいまだ下回っており、また、当社の株式価値や収益力を踏まえて検討した本源的価値に照らして、いまだ十分といえる水準にないと考えているとして、本取引の対価が公正な条件となるよう、第6回提案価格の引き上げについて検討を求めるとの要請を行いました。その後、当社は、2025年9月5日に、公開買付者並びに西村元延氏及び西村健氏から、提示しうる最善のかつ最終的な提案であるとして、本公開買付価格を1株当たり1,950円(以下「第7回提案価格」といいます。)とする提案を書面にて受領しました。これに対して、当社及び本特別委員会は、当該提案価格について、2025年9月5日に、森・濱田松本法律事務所、大和証券及びブルータス・コンサルティングからの助言を踏まえ、過去のMBO事例におけるプレミアム水準及び当社の株式価値や収益力を踏まえて検討した本源的価値に照らして妥当な水準付近にあることを確認した上、最大限の価格を引き出す交渉努力を行うべく、当社株式の直近株価及び一定期間(1ヶ月、3ヶ月、6ヶ月)の平均株価である2025年9月4日時点の当社株価終値1,474円、過去1ヶ月間終値平均(1,430円)、過去3ヶ月間終値平均(1,416円)、過去6ヶ月間終値平均(1,374円)のそれぞれに対するプレミアム水準を参考に、いまだ十分といえる水準にないと考えているとした上で、本公開買付価格を1株当たり2,100円とする提案をして第7回提案価格の引き上げについて検討を求めるとの要請を行いました。その後、当社は、2025年9月6日に、公開買付者並びに西村元延氏及び西村健氏から、第7回提案価格は、当該提案時点において、公開買付者として提示しうる「最善の」価格であり、更なる価格の引き上げは公開買付者の投資判断上相当に困難ではあるが、当社の要請を受け、公開買付者内で真摯に検討した結果、当社の一般株主様の利益に最大限配慮すべく、再度の価格引き上げに応じるものであるとして、本公開買付価格を1株当たり1,960円(以下「第8回提案価格」といいます。)とする提案を書面にて受領しました。これに対して、当社及び本特別委員会は、当該提案価格について、2025年9月7日に、森・濱田松本法律事務所、大和証券及びブルータス・コンサルティングからの助言を踏まえ、当社としての意見表明に関する正式決定は、2025年9月10日に開催予定の取締役会の決議によることを前提として、本公開買付価格を1株当たり1,960円とすることに応諾する旨の回答をいたしました(第8回提案価格に対する当社の判断については、下記「(iii)判断内容」を、本特別委員会の判断については、下記「(6)本公開買付価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置」の「③当社における独立した特別委員会の設置及び答申書の取得」をそれぞれご参照ください。)

さらに、当社は、森・濱田松本法律事務所から、本取引に関する諸手続を含む当社取締役会の意思決定の方法及び過程その他の留意点について、必要な法的見地からの助言を受けるとともに、本特別委員会から2025年9月9日付で本答申書の提出を受けました(本答申書の内容及び本特別委員会の具体的な活動内容等については、下記「(6)本公開買付価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置」の「③当社における独立した特別委員会の設置及び答申書の取得」をご参照ください。)。なお、当社は、本特別委員会より、本答申書と併せて、2025年9月9日付で本特別委員会がブルータス・コンサルティングから提出を受けた当社株式の株式価値算定書(以下「本株式価値算定書(ブルータス・コンサルティング)」)及び本公開買付価格の公正性に関する意見書(以下「本フェアネス・オピニオン」とい

ます。)の提出を受けております(本株式価値算定書(プルータス・コンサルティング)及び本フェアネス・オピニオンの概要については、下記「(3)算定に関する事項」の「②特別委員会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及びフェアネス・オピニオンの取得」をご参照ください。)

### (iii) 判断内容

以上の経緯の下で、当社は、本日開催の当社取締役会において、森・濱田松本法律事務所から受けた本公開買付けを含む本取引に関する意思決定にあたっての留意点についての法的見地からの助言及び大和証券から受けた財務的見地からの助言並びに大和証券から2025年9月9日付で取得した株式価値算定書(以下「本株式価値算定書(大和証券)」といいます。)並びに本特別委員会がプルータス・コンサルティングから取得した本株式価値算定書(プルータス・コンサルティング)及び本フェアネス・オピニオンの内容(各株式価値算定におけるレンジを含みます。)を総合的に考慮しつつ、本答申書において示された本特別委員会の判断内容を最大限尊重しながら、本公開買付けを含む本取引が当社の企業価値の向上に資するか、本公開買付け価格を含む本取引に係る取引条件が公正なものか、本取引は公正な手続を通じて行われることにより一般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、慎重に協議及び検討を行いました。

その結果、当社は、以下のとおり、本公開買付けを含む本取引は当社の企業価値の向上に資するとの結論に至りました。

当社は、上記「②公開買付者が本公開買付けの実施を決定するに至った背景、目的及び意思決定の過程並びに本公開買付け後の経営方針」に記載のとおり、今後、中長期的な企業価値向上を実現するためには、引き続き、日本事業の収益性改善及び新たな成長エンジンの模索を推進していくほか、インドネシア及びその他のASEANエリアにおける収益性の向上及び成長拡大に向け、現地特有のチャネル構造や消費者行動に即したデジタル戦略の策定や既存展開国における集中的な事業推進を行うことが必要であると考えております。そして、CVCは、当社との間の協議・交渉の過程において、上記「②公開買付者が本公開買付けの実施を決定するに至った背景、目的及び意思決定の過程並びに本公開買付け後の経営方針」に記載のとおり、当社について(ア)当社の既存ビジネスの更なる拡大・高度化、(イ)経営管理体制・組織の抜本的な高度化支援、(ウ)M&A・業務提携等による非連続的な成長機会の探索・実行支援、(エ)グローバル市場における事業展開やバリューチェーン強化の支援といった具体的な施策を企図していることを当社に対して伝達し、当社としても、これらの施策は、当社の中長期的な更なる企業価値向上のために積極的に推進していくべき施策であり、かかる施策の実施には機動的かつ柔軟な経営体制の構築が望ましいと認識しております。

しかしながら、上記の施策は事業構造の大きな転換や新たな取り組みを伴うものであり、当該施策が当社グループの業績に貢献するまでに、相応の時間と戦略的な投資を含む各種先行投資が必要になることを考慮すると、短期的には当社グループの財務状況や業績の悪化をもたらすリスクがあります。そのため、当社が上場を維持したままこれらの施策を実行した場合には、株価の下落や配当の減少等、当社の株主の皆様に対して多大な悪影響を与えてしまう可能性があるものと考えております。

このような状況下において、当社としても、当社の株主の皆様に対して発生する可能性がある上記の悪影響を回避しつつ、中長期的な視点から当社の企業価値を向上させるためには、マネジメント・バイアウト(MBO)の手法により当社株式を非公開化し、所有と経営を一致させ、短期的な株式市場からの評価にとらわれず、公開買付者ら、当社、従業員が丸となって各施策に迅速かつ果敢に取り組むことができる経営体制を構築することが必要であると考えております。また、当社の代表取締役会長である西村元延氏及び代表取締役社長である西村健氏は当社の事業内容を熟知していることを踏まえれば、マネジメント・バイアウト(MBO)の手法により、西村元延氏及び西村健氏を含む公開買付者らが中心となって当社の経営と支配の双方を担うことは十分な合理性があると判断いたしました。

また、M・Nホールディングスは西村健氏の資産管理会社であることから、同社が本取引後に当社の株主として残存したとしても、本取引後も当社の経営方針に対して反対がなされることは見込まれないと考えております。また、西村奨学財団は、南西アジア、東南アジア、東アジア諸国及び地域からの留学生及び招聘教員並びに国際相互理解の促進、国際交流に有用な日本人学生に対し、奨学金援助を行うことにより、より充実した勉学・教育及び研究を継続させることを目的とする財団であり、本取引後も現在と同様に西村奨学財団の事業を継続することが当社の関与する産業全体や教育文化の発展に寄与するものであること、また、公開買付者によれば、本取引後も、当社からの配当が再開されるまでの間、西村元延氏やCVCファンドから代替する原資を確保することにより西村奨学財団

が公益財団法人としての事業を継続することが可能となることを見込まれるとのことであるため、西村奨学財団が本取引後に当社の株主として残存したとしても、本取引後も当社の経営方針に対して反対がなされることは見込まれないと考えております。

上記を踏まえ、M・Nホールディングス及び西村奨学財団が本取引後も当社の株主として残ることは、これによって当社の経営に悪影響を与えることが懸念されない一方で、本取引後の安定した株主構成の下で事業を継続することができることから望ましいものと判断しています。

また、公開買付者によれば、公開買付者は、本公開買付けが成立した場合、本公開買付けの決済資金に充当するために本銀行融資を受けることを予定しているとのことですが、本銀行融資に係る諸条件及び財務制限条項等については、当社の事業運営や成長戦略の遂行に支障が生じることのないよう、金融機関と協議の上、当社のキャッシュ・フローや財務状況等を考慮して設定することを想定しているとのことです。当社においても、公開買付者の当該説明を前提とすれば、本銀行融資に係る諸条件及び財務制限条項等については、本事業計画（下記「(3) 算定に関する事項」の「① 当社における独立したファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関からの株式価値算定書の取得」の「(ii) 算定の概要」において定義します。)を踏まえても、当社の事業運営に影響を与えるものではないと判断しております。

なお、当社が当社株式の非公開化を行った場合には、資本市場からのエクイティ・ファイナンスによる資金調達を行うことができなくなり、また、上場会社として当社が享受してきた社会的な信用力及び知名度の向上による優れた人材の確保並びに取引先の拡大や既存株主である取引先との関係性等に影響を及ぼす可能性が考えられます。しかしながら、資金調達の面では、当社の現在の財務状況を考慮すると、当面の間、エクイティ・ファイナンスの必要性は高くないと考えられる上、CVCが有する金融機関等との関係や資金調達手段を活用することもできるため、当社の事業に必要な資金を確保することは十分に可能であると見込まれること、また、人材採用や取引先の拡大の面では、当社がこれまで培ってきたブランド力・知名度により、当社株式の非公開化が人材確保及び取引先の拡大や既存取引先との関係性に与える影響は大きくないと考えられることから、非公開化のデメリットは限定的であるとと考えております。

加えて、本取引により、コーポレートガバナンス・コード等への対応のために増加を続けていた上場維持費用や金融商品取引法上の開示及び監査対応に係るリソース及び費用、IR関連費用等株主対応に関する経営資源を、他の経営課題の解決に振り分けることが可能になれば、長期的な視点での企業価値の向上を図ることができるものと考えております。また、当社はCVCファンドの傘下となることによる特段のデメリットは生じないと考えております。

したがって、当社取締役会は、当社株式の非公開化のメリットは、そのデメリットを上回ると判断いたしました。

以上を踏まえ、当社取締役会は、本公開買付けを含む本取引は当社の企業価値の向上に資するものであると判断いたしました。

当社は、このような協議・検討の過程において、主に下記(a)乃至(d)の点から、本公開買付けについて、本公開買付け価格及び本公開買付けを含む本取引に係るその他の諸条件は当社の株主の皆様にとって妥当であり、本公開買付けは、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ました。

- (a) 本公開買付け価格が、下記「(3) 算定に関する事項」の「① 当社における独立したファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関からの株式価値算定書の取得」に記載されている本株式価値算定書(大和証券)における当社株式の株式価値算定結果のうち、市場株価法に基づく算定結果のレンジの上限を上回る価格であり、かつ、ディスカунテッド・キャッシュ・フロー法(以下「DCF法」といいます。)の算定結果のレンジ内であること。
- (b) 本公開買付け価格が、下記「(3) 算定に関する事項」の「② 特別委員会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及びフェアネス・オピニオンの取得」に記載されている本株式価値算定書(プルータス)における当社株式の株式価値算定結果のうち、市場株価法に基づく算定結果のレンジの上限を上回る価格であり、かつ、DCF法に基づく算定結果のレンジ内であること。また、本特別委員会が、プルータスから、本公開買付け価格である1株当たり1,960円は当社の一般株主にとって財務的見地から公正なものである旨の本フェアネス・オピニオンを取得していること。
- (c) 本公開買付け価格は、本公開買付けの公表日の前営業日である2025年9月9日の東京証券取引所プライム市場における当社株式の終値の1,503円に対して30.41%、同日までの過去1ヶ月間の終値の単純平均値1,436円

に対して 36.49%、同日までの過去 3 ヶ月間の終値の単純平均値 1,422 円に対して 37.83%、同日までの過去 6 ヶ月間の終値の単純平均値 1,378 円に対して 42.24%のプレミアムをそれぞれ加えた金額であり、当該プレミアム水準は、経済産業省が策定した「公正なM&Aの在り方に関する指針」の公表日である 2019 年 6 月 28 日以降に公表され、かつ、2025 年 9 月 9 日までに成立した、当社が上場している市場である東京証券取引所プライム市場の上場会社を対象としたマネジメント・バイアウト (MBO) による非公開化を企図した公開買付けの事例 36 件(但し、不成立となったものの、再度公開買付けを実施したことにより成立した事例を除きます。)(プレミアム水準の平均値は、公表日の前営業日が 43.17%、直近 1 ヶ月間が 45.63%、直近 3 ヶ月間が 46.77%、直近 6 ヶ月間が 47.17%であり、プレミアム水準の中央値は、公表日の前営業日が 40.85%、直近 1 ヶ月間が 44.92%、直近 3 ヶ月間が 46.46%、直近 6 ヶ月間が 43.94%)と比較すると、必ずしも高い水準にあるとまではいえないものの、当社株式の終値は本公開買付けの公表日の前営業日である 2025 年 9 月 9 日までの過去 6 ヶ月において 1,311 円から 1,503 円まで 14.65%上昇しており、当社株式の株価が上昇局面にあることを考慮すると当社株式の直近の株価のみで検討するよりもより長期間の平均値を考慮して検討することは不合理とはいえず、当該各事例における直近 6 ヶ月間の終値の単純平均値に対するプレミアム水準の中央値に照らした本公開買付け価格のプレミアム水準について、遜色ない水準であると判断できること。

- (d) 下記「(6)本公開買付け価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置」に記載の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が実施された上で、当社及び本特別委員会は、公開買付者との間で本公開買付け価格に係る交渉を複数回にわたり行い、かかる交渉の結果として、本公開買付け価格が、第 1 回提案価格 (1 株当たり 1,600 円) よりも 1 株当たり 360 円 (第 1 回提案価格の 22.5%) 引き上げられた価格で提案されたこと。

以上より、当社は、本日開催の取締役会において、本日時点における当社の意見として、本公開買付けが開始された場合には、本公開買付けに賛同の意見を表明するとともに、当社の株主の皆様に対して、本公開買付けに応募することを推奨する旨の決議をいたしました。なお、上記のとおり、公開買付者プレスリリースによれば、公開買付者は、本前提条件が充足された場合又は公開買付者により放棄された場合に、本公開買付けを速やかに開始することを予定しているとのことです。公開買付者プレスリリースによれば、本日現在、公開買付者は、本クリアランスに関する法的助言を行う国内外の法律事務所との協議を踏まえ、2025 年 9 月下旬を目途に本公開買付けを開始することを目指しているとのことです。特にベトナムにおける競争法のクリアランスに係る手続を所管する当局における手続及び対応に要する期間を正確に予測することが困難であるため、本公開買付けの具体的なスケジュールについては、決定次第速やかにお知らせするとのことです。また、本公開買付けの開始の見込み時期が変更になった場合には、速やかにお知らせするとのことです。

このため、当社は、上記取締役会においては、本公開買付けが開始される際に、本特別委員会に対して、本答申書の意見に変更がないか否かを検討し、当社取締役会に対し、従前の意見に変更がない場合にはその旨、変更がある場合には変更後の意見を述べるよう委嘱すること、及びかかる意見を踏まえ、本公開買付けが開始される時点で、改めて本公開買付けに関する意見表明を行うことを併せて決議しております。

なお、当該当社取締役会決議の詳細は下記「(6)本公開買付け価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置」の「⑤ 当社における利害関係を有しない取締役全員の承認及び利害関係を有しない監査役全員の異議がない旨の意見」をご参照ください。

### (3) 算定に関する事項

- ① 当社における独立したファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関からの株式価値算定書の取得  
(i) 算定機関の名称並びに当社及び公開買付者との関係

当社は、本公開買付けに関する意見表明を行うにあたり、公開買付者らから提示された本公開買付け価格に対する意思決定の過程における公正性を担保するために、当社及び公開買付者らから独立したファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関として、大和証券に当社株式の株式価値算定を依頼し、2025 年 9 月 9 日付で、本株式価値算定書 (大和証券) を取得しました。なお、下記「(6)本公開買付け価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置」に記載のとおり、当社及び公開買付者らにおいて、本公開買付け価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置を実施していることに加え、本特別委員会より、本特別委員会におけるファイナンシャル・アドバイザー及び第三

者算定機関であるブルータス・コンサルティングによる本フェアネス・オピニオンの提出を受けていることから、当社は、大和証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）は取得していません。また、大和証券は、当社及び公開買付者らの関連当事者には該当せず、本公開買付けを含む本取引に関して記載すべき重要な利害関係を有していません。

なお、本取引に係る大和証券に対する報酬には、本取引の成立等を条件に支払われる成功報酬が含まれております。当社は、同種の取引における一般的な実務慣行を勘案すれば、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ものではないと判断の上、上記の報酬体系により大和証券を当社のファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関として選任しております。

(ii) 算定の概要

大和証券は、複数の算定手法の中から当社株式価値算定にあたり採用すべき算定手法を検討の上、当社が継続企業であるとの前提の下、当社株式の価値について多面的に評価することが適切であるとの考えに基づき、当社株式が東京証券取引所プライム市場に上場しており、市場株価が存在することから市場株価法を、当社業績の内容や予想等を評価に反映するためにDCF法を算定手法として用いて当社の1株当たりの株式価値の分析を行い、当社は、2025年9月9日付で大和証券より本株式価値算定書（大和証券）を取得いたしました。

上記各手法に基づいて算定された当社株式1株当たりの株式価値の範囲は以下のとおりです。

市場株価法	: 1,378円～1,503円
DCF法	: 1,649円～2,454円

市場株価法では、2025年9月9日を算定基準日として、当社株式の東京証券取引所プライム市場における基準日の終値1,503円、直近1ヶ月間の終値単純平均株価1,436円、直近3ヶ月間の終値単純平均株価1,422円及び直近6ヶ月間の終値単純平均株価1,378円を基に、当社株式1株当たりの価値の範囲を1,378円～1,503円と算定しております。

DCF法では、地域ごとに事業環境が異なることから、地域ごとの特徴を適切に算定に反映させるため、当社グループの事業を日本事業、インドネシア事業、マレーシア事業及びその他事業に分類し、当社が現時点で合理的に予測可能な期間まで作成した2026年3月期から2028年3月期までの事業計画（以下「本事業計画」といいます。）における収益予測及び投資計画を前提として、当社が2026年3月期第2四半期以降に生み出すと見込まれる各事業のフリー・キャッシュ・フローを各事業ごとの一定の割引率で現在価値に割り引いて当社の企業価値及び株式価値を算定し、当社株式の1株当たりの株式価値の範囲を1,649円～2,454円と算定しております。なお、割引率は加重平均資本コストを採用し、日本事業：7.18%～9.18%、インドネシア事業：14.21%～17.21%、マレーシア事業：8.89%～11.89%、その他事業：9.39%～12.39%を使用しております。また、各事業の割引率には、当社の規模を踏まえたサイズリスク・プレミアムが考慮されております。継続価値の算定にあたっては定率成長モデルを採用し、各国のリスク・フリー・レート、インフレ率及びGDP成長率等を総合的に勘案した上で永久成長率を日本事業：0.5%～1.5%、インドネシア事業：5.0%～6.0%、マレーシア事業：2.0%～3.0%、その他事業：0.5%～1.5%として、継続価値を59,833百万円～95,918百万円と算定しております。また、余剰現預金（当社の現預金から、各事業ごとに過去の資金繰り実績等を総合的に考慮し推計した事業用現預金を控除して算出しております。）は株式価値算定において非事業用資産として加算しております。

大和証券がDCF法の算定の前提とした本事業計画に基づく財務予測は以下のとおりです。なお、大和証券がDCF法の算定の前提とした本事業計画に基づく財務予測には、対前年度比較において大幅な増減を見込んでいる事業年度が含まれております。具体的には、2027年3月期においては、業績の伸長及び収益性改善効果の発現による営業利益及びEBITDAの大幅な増加となることを見込んでおります。また、2027年3月期及び2028年3月期においては、業績の伸長及び設備投資額の減少によりフリー・キャッシュ・フローが大幅な増加となることを見込んでおります。

(単位：百万円)

	2026年3月期 (9ヶ月)	2027年3月期	2028年3月期

売上高	63,096	93,016	100,594
営業利益	2,491	7,442	9,191
EBITDA	5,293	11,248	13,017
フリー・キャッシュ・フロー	▲4,715	2,332	4,583

なお、本事業計画は、当社の将来の成長を考慮した上で本取引の取引条件の妥当性を検討することを目的として、過去の実績や足元の収益状況、外部環境の動向等を踏まえ、各項目において合理的な前提を設定の上作成したのですが、その内容は、2024年4月より開始している当社の本中期経営計画において前提とした事業計画と同一のものであります（但し、2026年3月期の事業計画値は当社が2025年5月13日に公表した連結業績予想を採用しております。）。当該本中期経営計画は、西村元延氏及び西村健氏が当社株式の非公開化の検討を行うより前の2023年2月から2024年3月に、2017年に策定した2017年から2027年にかけての中長期的な計画「VISION2027」の最後の中期経営計画として、また、創業100周年を迎える2027年の次の100年に向けた成長基盤を構築するフェーズとして、西村元延氏及び西村健氏を含む当社経営陣により作成されたものです。また、2026年3月期の事業計画値は、西村元延氏及び西村健氏を除く当社経営陣により作成したものです。なお、本取引の実行により実現することが期待されるシナジー効果については、現時点において収益に与える影響を具体的に見積もることが困難であるため、反映しておりません。大和証券は、当社株式の株式価値の算定に際し、当社から提供を受けた情報及び一般に公開された情報等を原則としてそのまま採用し、それらの資料及び情報等が、全て正確かつ完全なものであることを前提としており、独自にそれらの正確性及び完全性の検証を行っておりません。また、当社の資産及び負債（簿外資産及び負債、その他偶発債務を含みます。）に関して独自の評価・査定を行っておらず、第三者機関への鑑定又は査定の依頼も行っておりません。加えて当社の財務予測に関する情報については、当社による現時点で得られる最善の予測と判断に基づき合理的に作成されたことを前提としております。但し、大和証券は、算定の基礎とした本事業計画について、複数回、当社と質疑応答を行い、その作成経緯及び当社の現状を把握した上で、それらに不合理な点がないかという観点から、本事業計画の合理性を確認しております。また、大和証券の算定は、2025年9月9日までの上記情報を反映したものであります。

② 特別委員会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及びフェアネス・オピニオンの取得

(i) 算定機関の名称並びに当社及び公開買付者との関係

本特別委員会は、本委嘱事項（下記「(6) 本公開買付価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置」の「③ 当社における独立した特別委員会の設置及び答申書の取得」において定義します。）について検討するにあたり、本公開買付価格を含む取引条件の公正性を確保するために、当社及び公開買付者らから独立した独自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プルート・コンサルティングに対し、当社株式の株式価値の算定及び本公開買付価格の財務的観点からの公正性についての意見表明を依頼し、2025年9月9日付で、当社株式の価値算定結果に関する本株式価値算定書（プルート・コンサルティング）及び本フェアネス・オピニオンを取得いたしました。

なお、当社取締役会は、本特別委員会から2025年9月9日付で本答申書の提出を受けた際、併せて本株式価値算定書（プルート・コンサルティング）及び本フェアネス・オピニオンの提出を受けており、本株式価値算定書（プルート・コンサルティング）及び本フェアネス・オピニオンの内容（各株式価値算定におけるレンジを含みます。）も総合的に考慮して、下記「(6) 本公開買付価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置」の「⑤ 当社における利害関係を有しない取締役全員の承認及び利害関係を有しない監査役全員の異議がない旨の意見」に記載の決議を実施しました。

プルート・コンサルティングは、当社及び公開買付者らの関連当事者には該当せず、本公開買付けを含む本取引に関して記載すべき重要な利害関係を有しておりません。また、本取引に関するプルート・コンサルティングの報酬は、本取引の成否にかかわらず支払われる固定報酬及び稼働時間に時間単価を乗じて算出する方式であり、本公開買付けを含む本取引の成立等を条件に支払われる成功報酬は含まれておりません。

(ii) 算定の概要

ブルータス・コンサルティングは、複数の算定手法の中から当社株式価値算定にあたり採用すべき算定手法を検討の上、当社が継続企業であるとの前提の下、当社株式の価値について多面的に評価することが適切であるとの考えに基づき、当社株式が東京証券取引所プライム市場に上場しており、市場株価が存在することから市場株価法を、当社業績の内容や予想等を評価に反映するためにDCF法を算定手法として用いて当社の1株当たりの株式価値の算定を行い、本特別委員会は、2025年9月9日付でブルータス・コンサルティングより本株式価値算定書（ブルータス・コンサルティング）を取得いたしました。

上記各手法に基づいて算定された当社株式1株当たりの株式価値の範囲は以下のとおりです。

市場株価法	: 1,378円～1,503円
DCF法	: 1,778円～2,902円

市場株価法では、2025年9月9日を算定基準日として、当社株式の東京証券取引所プライム市場における基準日の終値1,503円、直近1ヶ月間の終値単純平均株価1,436円、直近3ヶ月間の終値単純平均株価1,422円及び直近6ヶ月間の終値単純平均株価1,378円を基に、当社株式1株当たりの価値の範囲を1,378円～1,503円と算定しております。

DCF法では、当社が現時点で合理的に予測可能な期間まで作成した2026年3月期から2028年3月期までの本事業計画における収益予測及び投資計画を前提として、当社が2026年3月期第2四半期以降に生み出すと見込まれる各事業のフリー・キャッシュ・フローを一定の割引率で現在価値に割り引いて当社の企業価値及び株式価値を算定し、当社株式の1株当たりの株式価値の範囲を1,778円～2,902円と算定しております。なお、割引率は加重平均資本コストとし、7.85%～9.75%を採用しております。また、継続価値の算定にあたっては永久成長率法及び倍率法を採用しております。永久成長率法では、理論上想定される長期的な経済環境等を踏まえ永久成長率は0%として、継続価値を67,890百万円～84,367百万円としております。倍率法ではEV/EBITDAの倍率を採用し、事業価値に対するEBITDAの倍率は業界各社の水準等を踏まえ7.1倍～9.2倍として、継続価値を96,512百万円～123,682百万円と算定しております。また、非事業用資産として、余剰現預金（当社の現預金から、過去の資金繰り実績等を総合的に考慮し推計した事業用現預金を控除して算出しております。）を加算するとともに、当社の保有する投資有価証券のうち上場会社株式についても、時価で売却することを想定した際の税効果を加味した上で加算しております。

ブルータス・コンサルティングがDCF法の算定の前提とした本事業計画に基づく財務予測は以下のとおりです。なお、ブルータス・コンサルティングがDCF法の算定の前提とした本事業計画に基づく財務予測には、対前年度比較において大幅な増減を見込んでいる事業年度が含まれております。具体的には、業績の伸長及び収益性改善効果の発現による営業利益（2027年3月期：7,442百万円、対前年比112.32%）及びEBITDA（2027年3月期：11,694百万円、対前年比50.40%）の大幅な増加となることを見込んでおります。また、業績の伸長及び設備投資額の減少によりフリー・キャッシュ・フローが大幅な増加（2028年3月期：5,457百万円、対前年比69.16%）となることを見込んでおります。

（単位：百万円）

	2026年3月期 (9ヶ月)	2027年3月期	2028年3月期
売上高	63,096	93,016	100,594
営業利益	2,488	7,442	9,191
EBITDA	5,714	11,694	13,517
フリー・キャッシュ・フロー	1,275	3,226	5,457

なお、本事業計画は、当社の将来の成長を考慮した上で本取引の取引条件の妥当性を検討することを目的として、過去の実績や足元の収益状況、外部環境の動向等を踏まえ、各項目において合理的な前提を設定の上作成したのですが、その内容は、2024年4月より開始している当社の本中期経営計画において前提とした事業計画と同一のもので（但し、2026年3月期の事業計画値は当社が2025年5月13日に公表した連結業績予想を採用し

ております。)。当該本中期経営計画は、西村元延氏及び西村健氏が当社株式の非公開化の検討を行うより前の2023年2月から2024年3月に、2017年に策定した2017年から2027年にかけての中長期的な計画「VISION2027」の最後の中期経営計画として、また、創業100周年を迎える2027年の次の100年に向けた成長基盤を構築するフェーズとして、西村元延氏及び西村健氏を含む当社経営陣により作成されたものです。また、本取引の実行により実現することが期待されるシナジー効果については、現時点において収益に与える影響を具体的に見積もることが困難であるため、当該財務予測には反映しておりません。ブルータス・コンサルティングは、当社株式の株式価値の算定に際し、当社から提供を受けた情報及び一般に公開された情報等を原則としてそのまま採用し、それらの資料及び情報等が、全て正確かつ完全なものであることを前提としており、独自にそれらの正確性及び完全性の検証を行っておりません。また、当社の資産及び負債（簿外資産及び負債、その他偶発債務を含みます。）に関して独自の評価・査定を行っておらず、第三者機関への鑑定又は査定の依頼も行っておりません。加えて当社の財務予測に関する情報については、当社による現時点で得られる最善の予測と判断に基づき合理的に作成されたことを前提としております。但し、ブルータス・コンサルティングは、算定の基礎とした本事業計画について、複数回、当社と質疑応答を行い、当社の経営陣による現時点で得られる最善の予測と判断に基づき合理的に作成されたこと及び当社の現状を把握した上で、それらに不合理な点がないかという観点から、本事業計画の合理性を確認しております。また、本特別委員会がその内容、重要な前提条件及び作成経緯等の合理性を確認しております。なお、ブルータス・コンサルティングの算定は、2025年9月9日までの上記情報を反映したものであります。

### (iii) フェアネス・オピニオンの概要

本特別委員会は、2025年9月9日、ブルータス・コンサルティングから、本公開買付価格である1株当たり1,960円は当社の一般株主にとって財務的見地から公正なものである旨の本フェアネス・オピニオンを取得しております。本フェアネス・オピニオンは、当社が作成した本事業計画に基づく株式価値算定の結果等に照らして、本公開買付価格である1株当たり1,960円が、当社の一般株主にとって財務的見地から公正なものであることを意見表明するものです。なお、本フェアネス・オピニオンは、ブルータス・コンサルティングが、当社から、当社の事業の現状、本事業計画等の開示を受けるとともに、それらに関する説明を受けた上で実施した当社の株式価値算定の結果に加えて、本公開買付けの概要、背景及び目的に係る当社との質疑応答、ブルータス・コンサルティングが必要と認めた範囲内での当社の事業環境、経済、市場及び金融情勢等についての検討並びにブルータス・コンサルティングにおけるエンゲージメントチームとは独立した審査会におけるレビュー手続を経て発行されております（注1）。

(注1) ブルータス・コンサルティングは、本フェアネス・オピニオンを作成するに当たって当社から提供を受けた基礎資料及び一般に公開されている資料、並びに当社から聴取した情報が正確かつ完全であることを前提としており、また、その正確性、完全性について、独自の調査、検証を実施しておらず、その義務を負うものではないため、これらの資料の不備や重要事実の不開示に起因する責任を負いません。

ブルータス・コンサルティングは、本フェアネス・オピニオンの基礎資料として用いた本事業計画その他の資料が、当該資料の作成時点における最善の予測と判断に基づき合理的に作成されていることを前提としており、その実現可能性を保証するものではなく、これらの作成の前提となった分析若しくは予測又はそれらの根拠となった前提条件については、何ら見解を表明するものではありません。

ブルータス・コンサルティングは、法律、会計又は税務の専門機関ではないため、本公開買付けに関する法律、会計又は税務上の問題に関して何らかの見解を述べるものでもなければ、その義務を負うものでもありません。

ブルータス・コンサルティングは、個別の資産及び負債の分析及び評価を含め、当社及びその関係会社の資産及び負債（簿外資産及び負債、その他の偶発債務を含みます。）に関して独自の評価又は鑑定を行っておらず、これらに関していかなる評価書や鑑定書の提出も受けていないため、当社及びその関係会社の支払能力についての評価も行っておりません。

本フェアネス・オピニオンは、当社が本公開買付けに関する意見を表明するに際しての検討に供する目的で、本公開買付価格の公正性に関する意見を財務的見地から表明したものであるため、本公開買付けの代替的な選択肢となり得る取引との優劣、本公開買付けの実施によりもたらされる便益、及び本公開買付け実行の是非について、何らの意見を述べるものではありません。

本フェアネス・オピニオンは、当社の発行する有価証券の保有者、債権者、その他の関係者に対し、いかな

る意見も述べるものではないため、ブルータス・コンサルティングは本フェアネス・オピニオンに依拠した株主及び第三者の皆様に対して何らの責任も負いません。

ブルータス・コンサルティングは、当社への投資等を勧誘するものではなく、その権限も有していないため、本フェアネス・オピニオンは株主の皆様に対して本公開買付けに関する応募その他のいかなる行動も推奨するものではありません。

本フェアネス・オピニオンは、本公開買付価格が、当社の一般株主にとって財務的見地から公正か否かについて、本フェアネス・オピニオンの提出日現在の金融及び資本市場、経済状況並びにその他の情勢を前提に、また、同日までにブルータス・コンサルティングに供され又はブルータス・コンサルティングが入手した情報に基づいて、同日時点における意見を述べたものであり、今後の状況の変化によりこれらの前提が変化しても、ブルータス・コンサルティングはその意見を修正、変更又は補足する義務を負いません。

本フェアネス・オピニオンは、本フェアネス・オピニオンに明示的に記載された事項以外、又は本フェアネス・オピニオンの提出日以降に関して、何らの意見を推論させ、示唆するものではありません。

#### (4) 上場廃止となる見込み及びその事由

当社株式は、本日現在、東京証券取引所プライム市場に上場されておりますが、公開買付者は、本公開買付けにおいて買付予定数の上限を設定していないため、本公開買付けの結果次第では、東京証券取引所の上場廃止基準に従い、当社株式は、所定の手続を経て上場廃止となる可能性があります。また、本公開買付けの成立時点では当該基準に該当しない場合でも、公開買付者は、本公開買付けの成立後に、下記「(5) 本公開買付け後の組織再編等の方針（いわゆる二段階買収に関する事項）」に記載の本スクイーズアウト手続を予定しておりますので、当該手続が実施された場合、東京証券取引所の上場廃止基準に従い、当社株式は、所定の手続を経て上場廃止となります。上場廃止後は、当社株式を東京証券取引所プライム市場において取引することはできません。

#### (5) 本公開買付け後の組織再編等の方針（いわゆる二段階買収に関する事項）

公開買付者は、上記「(2) 意見の根拠及び理由」の「① 本公開買付けの概要」に記載のとおり、本公開買付けにおいて、当社株式の全てを取得できなかった場合には、本公開買付けの成立後、以下の方法により、本スクイーズアウト手続を実施することを予定しているとのことです。

具体的には、公開買付者は、本公開買付けの決済の完了後速やかに、会社法第180条に基づき、当社株式の併合（以下「本株式併合」といいます。）を行うこと及び本株式併合の効力発生を条件として単元株式数の定めを廃止する旨の定款の一部変更を行うことを付議議案に含む臨時株主総会（以下「本臨時株主総会」といいます。）を開催することを、当社に要請する予定とのことです。本臨時株主総会の開催時期は、本公開買付けの成立時期により異なるものの、現時点では、2026年1月中旬頃を予定しているとのことです。当社は、公開買付者からかかる要請を受けた場合には、かかる要請に応じる予定です。なお、公開買付者及び不応募合意株主は、本臨時株主総会において上記各議案に賛成する予定とのことです。

本臨時株主総会において本株式併合の議案についてご承認をいただいた場合には、本株式併合がその効力を生ずる日において、当社の株主の皆様は、本臨時株主総会においてご承認をいただいた本株式併合の割合に応じた数の当社株式を所有することとなります。本株式併合により株式の数に1株に満たない端数が生じるときは、端数が生じた当社の株主の皆様に対して、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。以下同じです。）に相当する当社株式を当社又は公開買付者に売却すること等によって得られる金銭が交付されることになるとのことです。当該端数の合計数に相当する当社株式の売却価格については、当該売却の結果、本公開買付けに応募されなかった当社の株主の皆様（公開買付者、当社及び不応募合意株主を除きます。）に交付される金銭の額が、本公開買付価格に当該株主の皆様が所有していた当社株式の数を乗じた価格と同一となるよう算定した上で、裁判所に対して任意売却許可の申立てを行うことを当社に対して要請する予定とのことです。また、当社株式の併合の割合は、本日現在において未定ですが、公開買付者は、当社に対して、公開買付者及び不応募合意株主のみが当社株式の全て（但し、当社が所有する自己株式を除きます。）を所有することとなるよう、本公開買付けに応募されなかった当社の株主の皆様（公開買付者、当社及び不応募合意株主を除きます。）の所有する当社株式の数が1株に満たない端数となるように決定するよう要請する予定とのことです（注1）。当社は、本公開買付けが成立した場合には、公開買付者によるこれらの要請に応じる予定です。

(注1) 本株式併合後において、多数保有株主が存在する場合は、当社において有価証券報告書提出義務の免除を受けた後、公開買付者及び不応募合意株主は、本スクイーズアウト手続の一環として、本貸株を行った上で、第2回株式併合を行うことを含む、当社の株主を公開買付者及び不応募合意株主のみとするための手続を実施することを予定しているとのことです。なお、第2回株式併合においては、多数保有株主に交付される金銭の額が、本公開買付価格に当該多数保有株主が所有していた当社株式の数（但し、本株式併合における当社株式の併合の割合に基づく形式的な調整を行う予定とのことです。また、本株式併合により端数となった部分を除くとのことです。）を乗じた価格と同一となるよう算定する予定とのことです。

本株式併合に関連する少数株主の権利保護を目的とした会社法上の規定として、本株式併合をすることにより株式の数に1株に満たない端数が生じるときは、会社法第182条の4及び第182条の5その他の関係法令の定めに従い、本公開買付けに応募しなかった当社の株主の皆様（公開買付者、当社及び不応募合意株主を除きます。）は、当社に対し、自己の所有する株式のうち1株に満たない端数となるものの全てを公正な価格で買い取ることを請求することができる旨及び裁判所に対して当社株式の価格の決定の申立てを行うことができる旨が会社法上定められています。なお、上記申立てがなされた場合の買取価格は、最終的には裁判所が判断することになります。上記のとおり、本株式併合においては、本公開買付けに応募しなかった当社の株主の皆様（公開買付者、当社及び不応募合意株主を除きます。）の所有する当社株式の数は1株に満たない端数となる予定ですので、株式併合に反対する当社の株主の皆様は、上記申立てを行うことができることになる予定とのことです。

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。但し、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しなかった当社の株主の皆様（公開買付者、当社及び不応募合意株主を除きます。）に対しては、最終的に金銭を交付する方法が採用される予定であり、その場合に当該当社の株主の皆様へ交付される金銭の額については、本公開買付価格に当該当社の株主の皆様が所有していた当社株式の数を乗じた価格と同一になるよう算定する予定とのことです。

なお、本譲渡制限付株式については、その割当契約書において、(a) 譲渡制限期間中に、会社法第180条に規定する株式併合（当該株式併合により付与対象者の有する株式が1株未満の端数となる場合に限り。）に関する事項が当社の株主総会で承認された場合（但し、会社法第180条第2項第2号に定める株式併合の効力発生日（以下「スクイーズアウト効力発生日」といいます。）が譲渡制限期間の満了日より前に到来するときに限り。）は、当社取締役会の決議により、スクイーズアウト効力発生日の前営業日の直前時をもって、その割当日から当該承認の日までの期間に応じて割当てを受ける者ごとに個別に決定される数の本譲渡制限付株式について、譲渡制限を解除するとされ、(b) 上記(a)に規定する場合は、当社は、スクイーズアウト効力発生日の前営業日をもって、同日において譲渡制限が解除されていない本譲渡制限付株式の全部を当然に無償で取得するとされているとのことです。そのため、本スクイーズアウト手続においては、本譲渡制限付株式のうち、上記割当契約書の(a)の規定に従い、スクイーズアウト効力発生日の前営業日の直前時において譲渡制限が解除されたものについては、株式併合の対象とし、上記割当契約書の(b)の規定に従い、スクイーズアウト効力発生日の前営業日の直前時をもって譲渡制限が解除されていない本譲渡制限付株式については、当社において無償取得する予定とのことです。

以上の場合における具体的な手続及びその実施時期等については、公開買付者らと協議の上、決定次第、当社が速やかに公表する予定です。

なお、本公開買付けは、本臨時株主総会における当社の株主の皆様への賛同を勧誘するものではありません。また、本公開買付けへの応募又は上記の各手続における税務上の取扱いについては、当社の株主の皆様が自らの責任にて税理士等の専門家にご確認いただきますようお願いいたします。

(6) 本公開買付価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置

公開買付者及び当社は、本公開買付けがいわゆるマネジメント・バイアウト(MBO)に該当する本取引の一環として行われるものであり、構造的な利益相反の問題及び情報の非対称性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、本公開買付けに係る意思決定の過程における恣意性の排除及び利益相反の回避の観点から、本公開買付けを含む本取引の公正性を担保するため、以下の措置を実施いたしました。

以下の記載のうち、公開買付者において実施した措置に関する記載については、公開買付者から受けた説明に基づいております。

① 当社における独立した第三者算定機関からの株式価値算定書の取得

当社は、本公開買付けに関する意見表明を行うにあたり、公開買付者らから提示された本公開買付価格に対する意思決定の過程における公正性を担保するために、当社及び公開買付者らから独立したファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関として、大和証券に当社株式の株式価値の算定を依頼し、2025年9月9日付で本株式価値算定書（大和証券）を取得しました。なお、当社及び公開買付者らにおいて、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を実施していることに加え、本特別委員会より、本特別委員会におけるファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関であるブルータス・コンサルティングによる本フェアネス・オピニオンの提出を受けていることから、当社は、大和証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）は取得していません。また、大和証券は、当社及び公開買付者らの関連当事者には該当せず、本公開買付けを含む本取引に関して記載すべき重要な利害関係を有していません。

なお、本取引に係る大和証券に対する報酬には、本取引の成立等を条件に支払われる成功報酬が含まれております。当社は、同種の取引における一般的な実務慣行を勘案すれば、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大和証券を当社のファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関として選任しております。また、本特別委員会は、大和証券の独立性及び適格性に問題がないことを確認した上で、当社のファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関とすることについて承認しております。

本株式価値算定書（大和証券）の概要は、上記「(3) 算定に関する事項」の「① 当社における独立したファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関からの株式価値算定書の取得」をご参照ください。

② 当社における独立した法律事務所からの助言

当社は、本公開買付けを含む本取引に係る当社取締役会の意思決定の過程における公正性及び適正性を確保するために、当社及び公開買付者らから独立したリーガル・アドバイザーとして森・濱田松本法律事務所を選任し、同事務所から、本取引に関する諸手続を含む当社取締役会の意思決定の方法及び過程その他の留意点について、必要な法的助言を受けております。森・濱田松本法律事務所は、当社及び公開買付者らの関連当事者には該当せず、本公開買付けを含む本取引に関して記載すべき重要な利害関係を有していません。また、森・濱田松本法律事務所の報酬は、本取引の成否にかかわらず、稼働時間に時間単価を乗じて算出するものとされており、本取引の成立等を条件とする成功報酬は含まれていません。また、本特別委員会は、森・濱田松本法律事務所の独立性及び適格性に問題がないことを確認した上で、当社のリーガル・アドバイザーとすることについて承認しております。

③ 当社における独立した特別委員会の設置及び答申書の取得

当社は、本公開買付けがいわゆるマネジメント・バイアウト（MBO）に該当する本取引の一環として行われるものであり、構造的な利益相反の問題及び情報の非対称性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、本公開買付けに係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、2025年3月6日開催の取締役会により、公開買付者ら及び当社のいずれからも独立した、当社社外取締役3名及び社外監査役2名（当社の社外取締役兼独立役員である谷井等氏、伊藤麻美氏、原田哲郎氏の3名及び社外監査役兼独立役員である森幹晴氏、田中基博氏の2名の計5名）によって構成される特別委員会（以下「本特別委員会」といいます。）を設置する旨を決議しました。なお、当社は、当初から上記の5氏を本特別委員会の委員として選任しており、本特別委員会の委員を変更した事実はありません。また、本特別委員会は、委員の互選により、森幹晴氏を本特別委員会の委員長として選定しております。本特別委員会の各委員に対しては、その職務の対価として、答申内容にかかわらず、本特別委員会の実施期間において、固定報酬を支払うものとしております。なお、当社は、森・濱田松本法律事務所の助言を得つつ、本特別委員会の委員の候補となる当社の社外取締役及び社外監査役の独立性及び適格性について確認を行うとともに、公開買付者ら及び当社のいずれからも独立性を有すること、及び本取引の成否に関して一般株主とは異なる重要な利害関係を有していないことを確認した上で、本特別委員会の委員を選任しております。

そして、当社は、上記取締役会決議に基づき、本特別委員会に対し、(ア) 本取引を実施することの是非（本公開買付けについて当社取締役会が賛同すべきか否か、及び、当社の株主に対して本公開買付けへの応募を推奨すべきか否か）を検討し、当社取締役会に勧告を行うこと、並びに（イ）本取引が当社の一般株主にとって公正なものであることについて検討し、当社取締役会に意見を述べること（なお、(ア) の検討に際しては、当社の企業価値の向上に資するか否かの観点から、本取引の是非について検討・判断するとともに、当社の一般株主の利益を図る観点から、取引条件の公正性及び手続の公正性について検討・判断するものとしております。また、(イ) については、上記取締役会決議においては「当社取締役会における本取引についての決定が、当社の少数株主にとって不利益なものでないことについて検討し、当社取締役会に意見を述べること」としつつ、東京証券取引所が定める企業行動規範に係る関連規定が見直された場合には、必要に応じて見直しを行うものとしておりましたが、2025年7月22日付で、東京証券取引所が定める企業行動規範に係る有価証券上場規程等が改正されたことに伴い、同年8月21日付開催の当社取締役会に基づき、(イ) のとおり変更しております。）（以下（ア）及び（イ）を総称して「本委嘱事項」といいます。）を委嘱しました。

また、本特別委員会への委嘱にあたり、当社取締役会は、特別委員会の判断内容を最大限尊重して本取引に関する意思決定を行うこととし、特別委員会が本取引の実施又は本取引の取引条件が妥当でないと判断した場合には、当社取締役会は本取引の承認をしないこととしています。同時に、本特別委員会に対して、(a) 本取引の相手方又は本取引に代替する取引の提案者との間で取引条件等についての交渉（当社の役職員やアドバイザー等（以下において定義します。）を通じた間接的な交渉を含む。）を行うこと、(b) 本委嘱事項について検討するに当たり、必要に応じ、特別委員会の財務のアドバイザー若しくは第三者算定機関及び法務のアドバイザー（以下「アドバイザー等」といいます。）を選任又は指名すること（この場合の費用は当社が負担する。）、又は当社のアドバイザー等を指名し、若しくは承認（事後承認を含む。）すること（なお、特別委員会は、当社のアドバイザー等を信頼して専門的助言を求めることができると判断した場合には、当社のアドバイザー等に対して専門的助言を求めることができるものとしております。）、(c) 特別委員会が必要と認める者に特別委員会への出席を要求し、必要な情報について説明を求めること、(d) 当社グループの役職員から本取引又は代替的選択肢に関する検討及び判断に合理的に必要な情報を受領すること、(e) その他本取引又は代替的選択肢に関する検討及び判断に際して必要と特別委員会が認める事項についての権限を付与することを決議しております。

本特別委員会は、2025年3月6日から2025年9月9日まで合計24回開催され、本委嘱事項について、慎重に検討及び協議を行いました。具体的には、本特別委員会は、当社から、本取引の提案を受けた経緯、本取引の目的、事業環境、事業計画、経営課題等に関する説明を受け、質疑応答を行い、また、西村元延氏及び西村健氏並びにCVCから、本取引を提案するに至った経緯及び理由、当社の事業環境及び経営課題、本取引のメリット及びデメリット、本取引後の経営体制・経営方針、本取引の条件等について説明を受け、質疑応答を行いました。加えて、公開買付者との交渉過程への関与方針として、直接の交渉は当社のファイナンシャル・アドバイザーである大和証券が当社の窓口として行うこととしつつ、本特別委員会は、交渉担当者から適時に状況の報告を受け、重要な局面で意見を述べ、指示や要請を行うことなどにより、取引条件に関する交渉過程に実質的に関与することができることを確認しております。さらに、当社のファイナンシャル・アドバイザーである大和証券及び本特別委員会の独自のファイナンシャル・アドバイザーであるプルータス・コンサルティングからそれぞれ当社株式の株式価値の算定方法及び結果に関する説明を受けております。

本特別委員会は、当社から、公開買付者と当社との間における本取引に係る協議・交渉の経緯及び内容等につき適時に報告を受けた上で、本特別委員会において協議し、本公開買付価格につき、上記「(2) 意見の根拠及び理由」の「② 公開買付者が本公開買付けの実施を決定するに至った背景、目的及び意思決定の過程並びに本公開買付け後の経営方針」に記載のとおり交渉が行われ、公開買付者から1,960円という最終的な提案を受けるに至るまで、公開買付者に対して本公開買付価格の増額を要請すべき旨を当社に意見するなどして、公開買付者との交渉過程に関与いたしました。さらに、森・濱田松本法律事務所から本取引において公正性を担保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、質疑応答を行うとともに、当社からは本取引の諸条件の交渉経緯及び決定過程等に関する説明を受け、質疑応答を行いました。

なお、本特別委員会は、当社が選任したファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関である大和証券並びにリーガル・アドバイザーである森・濱田松本法律事務所につき、いずれも独立性及び適格性に問題がないことを確認した上で、それぞれを当社のファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関並びにリーガル・アドバイザーとすることについて承認しております。また、本特別委員会は、2025年3月19日に、プルータス・コンサ

ルティングについて、その独立性及び適格性に問題がないことを確認した上で、独自のファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関として選任しております。

これらの内容を踏まえ、本特別委員会は、大和証券及びブルータス・コンサルティング及び森・濱田松本法律事務所と議論を重ね、本委嘱事項について協議・検討を行いました。本特別委員会は、このように本委嘱事項について慎重に協議及び検討した結果、2025年9月9日付で、当社取締役会に対し、委員全員の一致で、添付の本答申書を提出いたしました。本特別委員会の答申内容及び答申の理由については、本答申書をご参照ください。

④ 特別委員会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及びフェアネス・オピニオンの取得

本特別委員会は、上記「③ 当社における独立した特別委員会の設置及び答申書の取得」に記載のとおり、本委嘱事項について検討するにあたり、本公開買付価格を含む取引条件の公正性を確保するために、当社及び公開買付者らから独立した独自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ブルータス・コンサルティングに対し、当社株式の株式価値の算定及び本公開買付価格の公正性に関する意見表明（フェアネス・オピニオン）を依頼し、2025年9月9日付で、本株式価値算定書（ブルータス・コンサルティング）及び本フェアネス・オピニオンを取得いたしました。

なお、当社取締役会は、本特別委員会から2025年9月9日付で本答申書の提出を受けた際、併せて本株式価値算定書（ブルータス・コンサルティング）及び本フェアネス・オピニオンの提出を受けており、本株式価値算定書（ブルータス・コンサルティング）及び本フェアネス・オピニオンの内容（各株式価値算定におけるレンジを含みます。）も総合的に考慮して、下記「⑤ 当社における利害関係を有しない取締役全員の承認及び利害関係を有しない監査役全員の異議がない旨の意見」に記載の決議を実施しました。

ブルータス・コンサルティングは、当社及び公開買付者らの関連当事者には該当せず、本公開買付けを含む本取引に関して記載すべき重要な利害関係を有しておりません。また、本取引に関するブルータス・コンサルティングの報酬は、本取引の成否にかかわらず支払われる固定報酬及び稼働時間に時間単価を乗じて算出する方式であり、本公開買付けを含む本取引の成立等を条件に支払われる成功報酬は含まれておりません。また、本特別委員会は、2025年3月19日に、ブルータス・コンサルティングについて、その独立性及び適格性に問題がないことを確認した上で、独自のファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関として選任しております。

本株式価値算定書（ブルータス・コンサルティング）の概要は、上記「(3) 算定に関する事項」の「② 特別委員会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及びフェアネス・オピニオンの取得」をご参照ください。

⑤ 当社における利害関係を有しない取締役全員の承認及び利害関係を有しない監査役全員の異議がない旨の意見

当社は、森・濱田松本法律事務所から受けた法地的見地からの助言及び大和証券から受けた財務的見地からの助言、並びに本株式価値算定書（大和証券）並びに本特別委員会がブルータス・コンサルティングから取得した本株式価値算定書（ブルータス・コンサルティング）及び本フェアネス・オピニオンの内容（各株式価値算定におけるレンジを含みます。）を総合的に考慮しつつ、本答申書において示された本特別委員会の判断内容を最大限尊重しながら、本公開買付けを含む本取引が当社の企業価値の向上に資するか、本公開買付価格を含む本取引に係る取引条件が公正なものか、本取引は公正な手続を通じて行われることにより一般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及び検討を行いました。

その結果、当社は、上記「(2) 意見の根拠及び理由」の「③ 当社が本公開買付けに賛同するに至った意思決定の過程及び理由」に記載のとおり、本公開買付けについて、本公開買付けを含む本取引は当社の企業価値の向上に資するものであるとともに、本公開買付価格及び本公開買付けを含む本取引に係るその他の諸条件は当社の株主の皆様にとって妥当であり、本公開買付けは、当社の株主の皆様に対して、合理的な株式の売却の機会を提供するものであると判断し、本日開催の当社取締役会において、審議及び決議に参加した当社の取締役（取締役合計7名のうち、西村元延氏及び西村健氏の2名を除く5名）の全員一致で、本公開買付けが開始された場合には、本公開買付けに賛同の意見を表明するとともに、当社の株主の皆様に対して、本公開買付けに応募することを推奨する旨の決議をいたしました。上記取締役会には、当社の監査役3名のうち2名（森幹晴氏及び田中基博氏）が出席し、出席した監査役はいずれも上記決議を行うことについて異議がない旨の意見を述べております。また、監査役である亀田泰明氏は、一身上の都合により上記取締役会を欠席しましたが、当該取締役会に先立ち、上記決議を行うことについて異議がない旨の意見を述べております。

なお、当社の取締役のうち、当社の代表取締役会長である西村元延氏及び代表取締役社長である西村健氏については、(i)本公開買付けが、両氏との協議に基づいて、公開買付者が実施するものであること、(ii)両氏は、本スクイズアウト手続完了後に、公開買付者親会社に本再出資を行う予定であること、また、本公開買付け成立後も引き続き当社の経営全般に関わっていく予定であることから、それぞれ本取引に関して当社との間で構造的な利益相反状態にあるため、上記取締役会における審議及び決議には一切参加しておらず、また、当社の立場において公開買付者らとの協議及び交渉にも一切参加しておりません。

なお、上記「(2) 意見の根拠及び理由」の「③ 当社が本公開買付けに賛同するに至った意思決定の過程及び理由」に記載のとおり、公開買付者プレスリリースによれば、公開買付者は、本前提条件が充足された場合又は公開買付者により放棄された場合に、本公開買付けを速やかに開始することを予定しているとのことです。公開買付者プレスリリースによれば、本日現在、公開買付者は、本クリアランスに関する法的助言を行う国内外の法律事務所との協議を踏まえ、2025年9月下旬を目途に本公開買付けを開始することを目指しているとのことです。特にベトナムにおける競争法のクリアランスに係る手続を所管する当局における手続及び対応に要する期間を正確に予測することが困難であるため、本公開買付けの具体的なスケジュールについては、決定次第速やかにお知らせするとのことです。また、本公開買付けの開始の見込み時期が変更になった場合には、速やかにお知らせするとのことです。

このため当社は、上記取締役会においては、本公開買付けが開始される際に、本特別委員会に対して、本答申書の意見に変更がないか否か検討し、当社取締役会に対し、従前の意見に変更がない場合にはその旨、変更がある場合には変更後の意見を述べるよう委嘱すること、及びかかる意見を踏まえて、本公開買付けが開始される時点で、改めて本公開買付けに関する意見表明を行うことを併せて決議しております。

#### ⑥ 当社における独立した検討体制の構築

当社は、公開買付者らから独立した立場で、当社の企業価値の向上及び当社の一般株主の皆様の利益の確保の観点から本取引に係る検討、交渉及び判断を行うことができる体制を当社の社内に構築いたしました。具体的には、当社は、2025年2月20日に、西村元延氏及び西村健氏並びにCVCから、初期的意向表明書を受領した後、本取引に関する検討(当社株式の価値算定の基礎となる事業計画の作成を含みます。)並びに本特別委員会とともに公開買付者らとの協議及び交渉を行うため、いずれも公開買付者らからの独立性が認められる当社の取締役である小芝信一郎氏及び渡辺浩一氏の2名、並びに当社の従業員6名により構成されるプロジェクトチームを設置し、本日に至るまでかかる取扱いを継続しております。なお、西村元延氏及び西村健氏は、当社の立場において公開買付者らとの協議及び交渉には一切参加しておりません。

かかる取扱いを含めて、当社の検討体制、具体的には本取引に係る検討、交渉及び判断に関与する役職員の範囲及びその職務(当社の株式価値の評価の基礎となる本事業計画の作成など高い独立性が求められる職務を含みます。)は森・濱田松本法律事務所の助言を踏まえたものであり、独立性・公正性の観点から問題がないことについては、本特別委員会の承認を得ております。

#### ⑦ マジョリティ・オブ・マイノリティ (Majority of Minority) を上回る買付予定数の下限の設定

公開買付者は、本公開買付けにおいて、25,285,200株(所有割合:56.02%)を買付予定数の下限と設定しており、応募株券等の数の合計が買付予定数の下限に満たない場合は、応募株券等の全部の買付け等を行わないこととしているとのことです。なお、本公開買付けにおいては、買付予定数の下限(25,285,200株、所有割合:56.02%)は、本基準株式数(45,137,222株)から応募合意株式数(1,033,110株)及び不応募合意株式数(4,670,000株)を控除した株式数(39,434,112株)の過半数に相当する株式数(19,717,057株、所有割合:43.68%)に、応募合意株式数(1,033,110株)を加算した株式数(20,750,167株)を上回るもの、すなわち、公開買付者と利害関係を有さない当社の株主の皆様が所有する当社株式の数の過半数、いわゆる「マジョリティ・オブ・マイノリティ (Majority of Minority)」に相当する数を上回るものとなるとのことです。公開買付者は、本公開買付けは、公開買付者と利害関係を有しない当社の株主から過半数の賛同が得られない場合には成立せず、当社の少数株主の皆様を重視したものであると考えているとのことです。

#### ⑧ 本公開買付けの公正性を担保する客観的状況の確保

当社は、公開買付者との間で、当社が対抗的買収提案者と接触することを禁止するような取引保護条項を含む

意等、対抗的買取提案者が当社との間で接触することを制限するような内容の合意を行っておりません。また、公開買付者は、本公開買付けの買付け等の期間（以下「本公開買付け期間」といいます。）を法令に定められた最短期間である20営業日より長い30営業日に設定しているとのことです。公開買付者は、本公開買付け期間を法令に定められた最短期間より長期に設定することにより、当社の株主の皆様の本公開買付けに対する応募について適切な判断機会を確保するとともに、当社株式について公開買付け以外の者にも対抗的な買付け等を行う機会を確保することをもって本公開買付け価格の適正性を担保することを企図しているとのことです。

なお、本答申書に記載のとおり、本特別委員会は、市場における潜在的な買取者の有無を調査する、いわゆる積極的なマーケット・チェック（本取引の公表前における入札手続等を含みます。）については、情報管理の観点等からその実施は容易ではない上、本公開買付けを含む本取引では充実した公正性担保措置が取られ、公正な手続を通じた当社の株主の利益への十分な配慮がなされていると評価できることから、積極的なマーケット・チェックを行っていないことをもって、本公開買付けにおける手続の公正性を損なうものではない旨の判断をしております。

#### 4. 本公開買付けに係る重要な合意に関する事項

##### (1) 本取引基本契約

公開買付者は、2025年9月10日付で、西村家株主との間で本取引基本契約を締結し、①応募合意株主が、応募合意株式（所有株式の合計：1,033,110株、所有割合：2.29%）について本公開買付けに応募する旨、並びに②不応募合意株主が、不応募合意株式（所有株式の合計：4,670,000株、所有割合：10.35%）について本公開買付けに応募しない旨、及び本臨時株主総会において、不応募合意株式に関して、本株式併合に関連する議案に不応募合意株主が賛成する旨の合意をしているとのことです。なお、本取引基本契約において、応募合意株主の本公開買付けへの応募義務を免除する旨の条項は存在せず、また、本取引基本契約及び本株主間契約を除いて、公開買付者と西村家株主との間で本取引に関する合意は締結されておらず、本公開買付け価格の支払を除き、応募合意株主に対して本公開買付けへの応募に際して付与される利益はないとのことです。

- a) 応募合意株主は所有する当社株式の全て（譲渡制限付株式を除く。）について本公開買付けに応募し、かつ、応募後、応募を撤回せず、応募により成立する買付等に係る契約を解除しないものとされ、不応募合意株主は、所有する当社株式の全てについて本公開買付けに応募しないものとされているとのことです。かかる本公開買付けへの応募及び不応募について、前提条件は定められていないとのことです。
- b) (i) 応募合意株主は、本取引基本契約において別途明示的に規定される場合を除き、自らが保有する当社株式の全部又は一部について、譲渡、担保設定（但し、本取引基本契約の締結日において設定されている担保権を除く。）その他の処分（本公開買付け以外の公開買付けへの応募を含みますが、これに限られません。）を行わず、(ii) 不応募合意株主は、本取引基本契約において別途明示的に規定される場合を除き、自らが保有する当社株式の全部又は一部について、譲渡、担保設定その他の処分（本公開買付け以外の公開買付けへの応募を含みますが、これに限られません。）を行わないものとされているとのことです。また、西村家株主は、当社株式又は当社株式に係る権利の取得を行わないものとされているとのことです。加えて、西村家株主は、自ら又は他の者をして、公開買付け以外の者との間で、直接又は間接に、本公開買付けその他本取引基本契約で企図される取引と競合、矛盾若しくは抵触し、又はそのおそれのある一切の行為（第三者との合意、合意に向けた申込み、申込みの誘引、承諾、協議、交渉、勧誘又は情報提供を含みますが、これらに限られません。）を行わず、公開買付け以外の第三者から当該行為に関する勧誘、提案、情報提供又は申込みを受けた場合には、直ちに公開買付者にその旨及びこれらの内容を通知し、かかる第三者への対応について公開買付者と誠実に協議するものとされているとのことです。
- c) 公開買付者は、本取引基本契約の締結後実務上合理的な範囲で速やかに、ベトナムの競争法に係るクリアランスの取得を完了するよう、商業上合理的な範囲で最大限努力するものとされているとのことです。
- d) 西村家株主は、本取引基本契約に明示的に定める事項を除き、公開買付者の事前の書面による承諾なしに、当社の株主総会の招集請求権、議題提案権及び議案提案権その他の株主権を行使しないものとされているとのことです。
- e) 本公開買付けが成立し、その決済が行われたときにおいて、当社において本決済開始日より前の日を権利行使の基準日とする株主総会が開催される場合、応募合意株主は、公開買付者の選択に従い、(i) 公開買付者若しくは公開買付者の指定する者に対して包括的な代理権を授与するか、又は(ii) 公開買付者の

指示に従って議決権を行使するものとされているとのことです。応募合意株主は、上記(i)の場合、公開買付者が合理的に指定する日までに、かかる包括的な代理権を授与するのに必要な委任状その他の書類に記名押印し、かかる委任状を公開買付者に交付し、かつ、応募合意株主はかかる代理権の授与をいかなる場合であっても撤回してはならず、上記(ii)の場合、当該株主総会における自らが保有する当社株式に係る議決権その他の一切の権利行使を、公開買付者の指示に従って行い、かかる権利行使に公開買付者の意思が適切に反映されるために必要な措置を執るものとされているとのことです。

- f) 西村家株主は、本取引基本契約に明示的に定める事項を除き、本取引基本契約の締結日から株式会社併合（本株式会社併合の効力発生後に多数保有株主が存在しない場合は、本株式会社併合を、本株式会社併合の効力発生後に多数保有株主が存在する場合は、第2回株式会社併合を意味します。）の効力発生日までの間に開催される当社の株主総会において議決権を行使できる場合において、(i) 剰余金の配当その他の処分に関する議案、(ii) 本公開買付け又は本スクイーズアウト手続を阻害する可能性がある株主提案に係る議案、及び(iii) 可決されれば当社の財政状態、経営成績、キャッシュ・フロー、事業、資産、負債若しくは将来の収益計画又はその見通しに重大な影響を及ぼす又は及ぼすことが合理的に予想される議案が上程されるときは、その保有する当社株式に係る当該株主総会における議決権について、当該議案に反対の議決権を行使するものとされているとのことです。
- g) 本公開買付けの成立を前提条件として、西村家株主は、本決済開始日後、本スクイーズアウト手続に協力するものとされているとのことです。本公開買付けの決済開始後に公開買付者が要請する、本臨時株主総会において、西村家株主は、当社の株主として、その保有する当社株式に係る議決権の行使として、本株式会社併合に関する議案に賛成するものとされているとのことです。
- h) 本株式会社併合後において、多数保有株主が存在する場合には、公開買付者及び応募合意株主は、本スクイーズアウト手続の一環として、本貸株を行った上で、第2回株式会社併合を行うことを含む、当社の株主を公開買付者及び応募合意株主のみとするための手続を実施するものとされているとのことです。本貸株が行われた場合、応募合意株主及び公開買付者は、第2回株式会社併合の効力発生後、当社をして、公開買付者が別途指定する基準日及び割合をもって、当社株式の分割（以下「本株式分割」といいます。）を行わせ、本株式分割に必要な手続に最大限協力するものとされ、また、応募合意株主及び公開買付者は、本株式分割の効力発生後実務上可能な限り速やかに、本貸株を解消し、本貸株により貸し出された当社株式と実質的に同等の価値となる数の当社株式を貸主に返還するものとされているとのことです。
- i) 西村家株主及び公開買付者は、本スクイーズアウト手続の完了後、実務上合理的に可能な限り速やかに、本合併を実施するために相互に合理的な協力を行うものとされているとのことです。
- j) 西村家株主及び公開買付者は、本スクイーズアウト手続の完了後、実務上合理的に可能な限り速やかに、本合併の効力発生を前提条件として、本株式交換を実施するために相互に協力を行うものとされているとのことです。
- k) 本株式交換の効力発生を前提条件として、応募合意株主は、実務上可能な限り速やかに、公開買付者親会社との間でそれぞれ公開買付者が別途指定する様式及び内容の株式引受契約を締結し、公開買付者親会社に出資し、公開買付者親会社の普通株式を引き受けるものとされているとのことです。

その他、本取引基本契約においては、(i) 相手方当事者（西村家株主にとっては公開買付者を、公開買付者にとっては西村家株主を指すとのことです。以下、本①の「相手方当事者」の記載において同じです。）につき、本取引基本契約に定める表明及び保証（注1）の重大な違反があった場合、(ii) 相手方当事者につき、本取引基本契約に基づく義務の重大な違反があった場合、(iii) 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2025年11月15日までに開始されない場合が解除事由として規定されているとのことです。また、(i) 公開買付者が本公開買付けを撤回した場合、(ii) 本公開買付けが不成立となった場合、又は(iii) 西村家株主及び公開買付者が本取引基本契約を終了させる旨書面で合意した場合が終了事由として規定されているとのことです。

- (注1) 本取引基本契約において、応募合意株主は、公開買付者に対して、①権利能力等、②契約の締結及び履行並びに強制執行可能性、③許認可等の取得、④法令等との抵触の不存在、⑤倒産手続等の不存在、⑥反社会的勢力等との取引の不存在、⑦反収賄等及び⑧株式の所有等について表明及び保証を行っており、応募合意株主は、公開買付者に対して、①設立及び存続、②契約の締結及び履行、③強制執行可能性、④許認可等の取得、⑤法令等との抵触の不存在、⑥倒産手続等の不存在、⑦反社会的勢力

との取引の不存在、⑧反収賄等及び⑨株式の所有等について表明及び保証を行っているとのことです。また、公開買付者は、西村家株主に対して、①権利能力等、②契約の締結及び履行、③強制執行可能性、④許認可等の取得、⑤法令等との抵触の不存在、⑥倒産手続等の不存在、⑦反社会的勢力との取引の不存在及び⑧反収賄等について表明及び保証を行っているとのことです。

(2) 本株主間契約

Lumina International Holdings は、2025年9月10日付で、西村家株主との間で、本取引後の当社の運営及び本再出資等後の公開買付者親会社の株式の取扱いに関する以下の内容を含む本株主間契約を締結しているとのことです。

- a) 当社の取締役の員数は10名以上15名以内とし、Lumina International Holdings は、西村家株主の指名する取締役の人数（但し、最大5名とします。）に2を乗じた数の範囲内で取締役を指名する権利を有するものとされているとのことです。
- b) 当社又は公開買付者親会社が、本株主間契約で定める事項（株主の議決権所有割合に影響を及ぼす事項、定款等の変更、組織再編、解散・清算に関する事項等）について決定する場合には、西村家株主及び Lumina International Holdings の事前承諾がなければならないとされているとのことです。
- c) 西村家株主及び Lumina International Holdings は、本スクイーズアウト手続の効力発生日から3年以内の公開買付者親会社に係る上場の実施を目指すことを基本方針とすることを相互に確認しているとのことです。
- d) 西村家株主及び Lumina International Holdings が保有する公開買付者親会社の株式について、本株式併合の効力発生日から3年を経過する日までの間、相手方当事者の事前の同意なく、第三者に対して譲渡してはならないものとされているとのことです。但し、当社の2028年3月期以降の事業年度において、当社の業績が一定の指標を下回った場合には、西村家株主及び Lumina International Holdings はその保有する公開買付者親会社の株式を譲渡することができるものとされているとのことです。
- e) 西村家株主又は Lumina International Holdings が、その保有する公開買付者親会社の株式の全部を譲渡する場合には、相手方当事者は、譲渡対象となる公開買付者親会社の株式の買取りを申し込むことができる（かかる権利を、以下「買取申込権」といいます。）ものとされているとのことです。
- f) Lumina International Holdings が譲渡人となる場合において、西村家株主が買取申込権を行使しなかったときは、西村家株主は、Lumina International Holdings に対して、自らが保有する公開買付者親会社の株式を実質的に同一の条件で第三者に売却するよう請求することができ（タグアロング権）、Lumina International Holdings は、西村家株主に対して、西村家株主が保有する公開買付者親会社の株式を実質的に同一の条件で第三者に売却するよう請求することができる（ドラッグアロング権）旨、それぞれ規定されているとのことです。
- g) 西村家株主及び Lumina International Holdings は、相手方当事者に一定の事由（本株主間契約の重要な点の違反・倒産手続の開始・信用不安事由・支配権の変動等）が生じた場合には、相手方当事者に対して、プレミアム価格で自己が保有する公開買付者親会社の株式を買い取ることを請求することができ（プット・オプション）、又は、ディスカウント価格で自己が保有する公開買付者親会社の株式を売り渡すよう請求することができる（コール・オプション）旨、それぞれ規定されているとのことです。

5. 公開買付者又はその特別関係者による利益供与の内容

該当事項はありません。

6. 会社の支配に関する基本方針に係る対応方針

該当事項はありません。

7. 公開買付者に対する質問

該当事項はありません。

8. 公開買付期間の延長請求

該当事項はありません。

## 9. 今後の見通し

上記「3. 本公開買付けに関する意見の内容、根拠及び理由」の「(2) 意見の根拠及び理由」の「② 公開買付者が本公開買付けの実施を決定するに至った背景、目的及び意思決定の過程並びに本公開買付け後の経営方針」の「(ii) 本公開買付けの後の経営方針」、「(4) 上場廃止となる見込み及びその事由」及び「(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）」をご参照ください。

## 10. MBO等に関する事項

### (1) 公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置に関する事項

西村元延氏及び西村健氏は当社の役員であり、本公開買付けを含む本取引には有価証券上場規程第441条に規定される「MBO等に係る遵守事項」が適用されます。

当社は、本公開買付けを含む本取引に関して、上記「3. 本公開買付けに関する意見の内容、根拠及び理由」の「(6) 本公開買付けの公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置」のとおり、公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置を講じております。

### (2) 本取引が一般株主にとって公正なものであることに関する本特別委員会の意見

当社は、上記「3. 本公開買付けに関する意見の内容、根拠及び理由」の「(6) 本公開買付けの公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置」の「③ 当社における独立した特別委員会の設置及び答申書の取得」のとおり、本取引が当社の一般株主にとって公正なものであることに関して本特別委員会から本答申書の提出を受けております。本答申書の詳細は別添1をご参照ください。

## 11. その他

「2026年3月期配当予想の修正（無配）及び株主優待制度廃止に関するお知らせ」の公表

当社は、本日開催の取締役会において、本公開買付けが開始される予定であることを踏まえ、2025年8月7日に公表した2026年3月期の配当予想を修正し、2026年3月期の中間配当及び期末配当を行わないこと、並びに本公開買付けが成立することを条件に、2026年3月期より株主優待制度を廃止することを決議しております。詳細につきましては、当社が本日付で公表した「2026年3月期配当予想の修正（無配）及び株主優待制度廃止に関するお知らせ」をご参照ください。

以上

(参考)

別添1：本答申書

別添2：株式会社マングラム（証券コード：4917）の株券等に対する公開買付けの開始予定に関するお知らせ

#### 【勧誘規制】

このプレスリリースは、本公開買付けを一般に公表するための記者発表文であり、売付けの勧誘を目的として作成されたものではありません。売付けの申込みをされる際は、必ず本公開買付けに関する公開買付説明書をご覧いただいた上で、株主ご自身の判断で申込みを行ってください。このプレスリリースは、有価証券に係る売却の申込み若しくは勧誘、購入申込みの勧誘に該当する、又はその一部を構成するものではなく、このプレスリリース（若しくはその一部）又はその配布の事実が本公開買付けに係るいかなる契約の根拠となることもなく、また、契約締結に際してこれらに依拠することはできないものとします。

#### 【将来に関する記述】

このプレスリリースには、米国 1933 年証券法（Securities Act of 1933. その後の改正を含みます。）第 27A 条及び米国 1934 年証券取引所法第 21E 条で定義された「将来に関する記述」（forward-looking statements）が含まれています。既知若しくは未知のリスク、不確実性又はその他の要因により、実際の結果が「将来に関する記述」として明示的又は黙示的に示された予測等と大きく異なることがあります。公開買付者又はその関連者（affiliate）は、「将来に関する記述」として明示的又は黙示的に示された予測等が結果的に正しくなることをお約束することはできません。このプレスリリース中の「将来に関する記述」は、本日時点で公開買付者が有する情報を基に作成されたものであり、法令又は金融商品取引所規則で義務付けられている場合を除き、公開買付者又はその関連者は、将来の事象や状況を反映するために、その記述を更新したり修正したりする義務を負うものではありません。

#### 【米国規制】

本公開買付けは、日本法で定められた手続及び情報開示基準を遵守して実施されますが、これらの手続及び基準は、米国における手続及び情報開示基準とは必ずしも同じではありません。特に米国 1934 年証券取引所法（Securities Exchange Act of 1934. その後の改正を含み、以下「米国 1934 年証券取引所法」といいます。）第 13 条（e）項又は第 14 条（d）項及び同条の下で定められた規則は本公開買付けには適用されず、本公開買付けはこれらの手続及び基準に沿ったものではありません。このプレスリリース及びこのプレスリリースの参照書類に含まれ又は言及されている全ての財務情報は米国の会計基準に基づくものではなく、米国の会計基準に基づいて作成された財務情報と同等又は比較可能であるものとは限りません。また、公開買付者は米国外で設立された法人であり、その役員の一部又は全部は米国居住者ではないため、米国の証券関連法に基づき発生する権利又は要求を行使することが困難となる可能性があります。米国の証券関連法の違反を根拠として、米国外の法人及びその役員に対して、米国外の裁判所において法的手続を取ることができない可能性があります。加えて、米国外の法人並びに当該法人の子会社及び関連者（affiliate）に米国の裁判所の管轄が認められるとは限りません。

本公開買付けに関する全ての手続は、特段の記載がない限り、全て日本語において行われるものとします。本公開買付けに関する書類の全部又は一部については英語で作成されますが、当該英語の書類と日本語の書類との間に齟齬が存した場合には、日本語の書類が優先するものとします。

公開買付者及びその関連者（当社を含みます。）並びにそれらの各ファイナンシャル・アドバイザー並びに公開買付代理人の関連者は、それらの通常の業務の範囲において、日本の金融商品取引関連法制上許容される範囲で、米国 1934 年証券取引所法規則第 14e-5 条（b）の要件に従い、当社株式を自己又は顧客の勘定で本公開買付けの開始前、又は公開買付期間中に本公開買付けによらず買付け等又はそれに向けた行為を行う可能性があります。そのような買付け等に関する情報が日本で開示された場合には、当該買付けを行った者が、そのウェブサイト上で英語で開示します。

#### 【その他の国】

国又は地域によっては、このプレスリリースの発表、発行又は配布に法律上の制限が課されている場合があります。かかる場合はそれらの制限に留意し、遵守してください。このプレスリリースの発表等は、本公開買付けに関する株券の買付け等の申込み又は売付け等の申込みの勧誘をしたことにはならず、単に情報としての資料配布とみなされるものとします。

2025年9月9日

株式会社マンドム 取締役会 御中

## 答 申 書

株式会社マンドム特別委員会

委員長 森 幹晴

委員 谷井 等

委員 伊藤 麻美

委員 原田 哲郎

委員 田中 基博

株式会社マンドム特別委員会（以下「本特別委員会」という。）は、2025年3月6日開催の株式会社マンドム（以下「当社」という。）の取締役会の決議により当社取締役会より委嘱を受けた第1に掲げる委嘱事項について、第2のとおり答申する（以下「本答申」といい、本書面を「本答申書」という。）。

## 第1 委嘱事項

本特別委員会は、カロンホールディングス株式会社（以下「公開買付者」という。）による、当社の普通株式（以下「当社株式」という。）の非公開化を目的とした公開買付け（以下「本公開買付け」という。）及びそれに続くスクイーズアウト取引（以下「本取引」という。）について、2025年3月6日開催の当社取締役会の決議により、当社取締役会より、以下の事項の委嘱を受けた<sup>1</sup>（以下「本委嘱事項」という。）。

- ① 本取引を実施することの是非（本公開買付けについて当社取締役会が賛同すべきか否か、及び、当社の株主に対して本公開買付けへの応募を推奨すべきか否か）を検討し、当社取締役会に勧告を行うこと。なお、①の検討に際しては、当社の企業価値の向上に資するか否かの観点から、本取引の是非について検討・判断するとともに、当社の一般株主の利益を図る観点から、取引条件の公正性及び手続の公正性について検討・判断するものとする。
- ② 本取引が当社の一般株主にとって公正なものであることについて検討し、当社取締役会に意見を述べること。

## 第2 本特別委員会の答申の内容

本特別委員会は、本答申書作成日付で、委員全員の一致により、本委嘱事項に関し、以下のとおり答申する。

- ① 当社取締役会は、本公開買付けについて賛同するとともに、当社の株主に対して本公開買付けへの応募を推奨すべきであると考えている。
- ② 本取引は、当社の一般株主にとって公正なものであると考えている。

## 第3 答申に至る手続

### 1. 本特別委員会の開催状況

本特別委員会は、2025年3月6日から2025年9月9日までの間、合計24回（総開催時間約36時間）の委員会を開催し、本委嘱事項に関する審議を行ったほか、各会日間においても電子メール等を通じて報告・情報共有等を行うなどして、本委嘱事項について慎重に協議及び検討を行った。

---

<sup>1</sup> なお、委嘱事項②は、本特別委員会の設置が決議された2025年3月6日時点では「当社取締役会における本取引についての決定が、当社の少数株主にとって不利益なものでないことについて検討し、当社取締役会に意見を述べること（但し、東京証券取引所が定める企業行動規範に係る関連規定が見直された場合には、必要に応じて見直しを行う。）」とされていたが、同年7月22日付で、東京証券取引所が定める企業行動規範に係る有価証券上場規程等が改正されたことに伴い、同年8月21日開催の当社取締役会決議に基づき、本文記載のとおり変更された。

## 2. 本特別委員会における検討及び公開買付者らとの交渉の経緯

### (1) 本取引の提案及び当社による外部アドバイザーの選任

当社は、2025年2月20日に、当社の代表取締役会長である西村元延氏及び当社の代表取締役社長である西村健氏並びに CVC Capital Partners plc 及びその子会社(以下「CVC」と総称し、西村元延氏及び西村健氏並びに CVC を総称して「公開買付者関係者」という。)より、本公開買付けを通じて当社株式を非公開化することを提案する法的拘束力を持たない意向表明書(以下「初期的意向表明書」という。)の提出を受けたことから、本取引に関する具体的な検討を開始した。

当社は、本公開買付けがいわゆるマネジメント・バイアウト(MBO)に該当する本取引の一環として行われるものであり、構造的な利益相反の問題及び情報の非対称性の問題が存在すること等を踏まえ、本公開買付けにおける買付け等の価格(以下「本公開買付価格」という。)の公正性の担保、本公開買付けに係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、独立性及び専門性・実績等を勘案の上、2025年3月6日、CVC、CVCが助言を提供するファンド(以下「CVC ファンド」という。)、公開買付者、CVC ファンド又はその General Partners により発行済株式の全てを間接的に所有されており、公開買付者の完全親会社であるカロンJグループホールディングス株式会社(以下「公開買付者親会社」という。)、現時点において公開買付者親会社の議決権の全てを所有する Lumina International Holdings Limited (以下「Lumina International Holdings」という。)、当社の代表取締役会長である西村元延氏、当社の代表取締役社長執行役員である西村健氏、公益財団法人西村奨学財団(以下「西村奨学財団」という。)及びM・Nホールディングス株式会社(以下「M・Nホールディングス」という。また、西村元延氏、西村健氏、西村奨学財団及びM・Nホールディングスを総称して「西村家株主」といい、CVC、CVC ファンド、公開買付者、公開買付者親会社、Lumina International Holdings 及び西村家株主を総称して「公開買付者ら」という。)並びに当社から独立したリーガル・アドバイザーとして森・濱田松本法律事務所外国法共同事業(以下「森・濱田松本法律事務所」という。)を本特別委員会の承認が得られることを条件として選任し、また、同月27日、公開買付者ら及び当社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大和証券株式会社(以下「大和証券」という。)を本特別委員会の承認を得た上で選任した。

また、当社は、公開買付者らから独立した立場で、当社の企業価値の向上及び当社の一般株主の利益の確保の観点から本取引に係る検討、交渉及び判断を行うため、いずれも公開買付者らからの独立性が認められる当社の取締役である小芝信一郎氏及び渡辺浩一氏の2名、並びに当社の従業員6名により構成されるプロジェクトチームを設置

した。

## **(2) 本特別委員会の設置**

当社は、本公開買付けがいわゆるマネジメント・バイアウト（MBO）に該当する本取引の一環として行われるものであり、構造的な利益相反の問題及び情報の非対称性の問題が存在すること等を踏まえ、本公開買付けの公正性の担保、本公開買付けに係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、2025年3月6日開催の取締役会により、公開買付者ら及び当社のいずれからも独立した、当社社外取締役兼独立役員3名及び社外監査役兼独立役員2名（当社の社外取締役兼独立役員である谷井等、伊藤麻美、原田哲郎の3名及び社外監査役兼独立役員である森幹晴、田中基博の2名の計5名）によって構成される本特別委員会を設置する旨を決議した。なお、当社は、当初から上記の5名を本特別委員会の委員として選任しており、本特別委員会の委員を変更した事実はない。また、本特別委員会は、委員の互選により、森幹晴を本特別委員会の委員長として選定した。本特別委員会の各委員に対しては、その職務の対価として、答申内容にかかわらず、本特別委員会の実施期間において、固定報酬を支払うものとされている。なお、当社は、森・濱田松本法律事務所の助言を得つつ、本特別委員会の委員の候補となる当社の社外取締役及び社外監査役の独立性及び適格性について確認を行うとともに、公開買付者ら及び当社のいずれからも独立性を有すること、及び本取引の成否に関して一般株主とは異なる重要な利害関係を有していないことを確認した上で、本特別委員会の委員を選任した。

そして、当社は、上記取締役会決議に基づき、本特別委員会に対し、本委嘱事項を委嘱した。

## **(3) 本特別委員会による外部アドバイザーの承認、独立した検討体制の構築等**

本特別委員会は、2025年3月6日開催の第1回特別委員会において、独立性及び適格性に問題がないことを確認した上で、当社のリーガル・アドバイザーとして森・濱田松本法律事務所を選任することを承認した。また、同月19日開催の第3回特別委員会において、独立性及び適格性に問題がないことを確認した上で、当社のファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関として大和証券を選任することを承認した。

さらに、本特別委員会は、2025年3月6日開催の第1回特別委員会において、森・濱田松本法律事務所の助言も踏まえ、公開買付者らからの独立性・公正性の観点から問題がないことを確認した上で、当社の社内検討体制について承認した。

## **(4) 本特別委員会による外部アドバイザーの選任**

本特別委員会は、2025年3月19日開催の第3回特別委員会において、独立性及び適

格性に問題がないことを確認した上で、本特別委員会独自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株式会社ブルータス・コンサルティング（以下「ブルータス・コンサルティング」という。）を選任した。なお、本特別委員会は、必要に応じて当社のリーガル・アドバイザーから専門的助言を得ることとし、本特別委員会独自のリーガル・アドバイザーは選任しないこととした。

#### **(5) CVC によるデュー・ディリジェンス等への対応**

当社は、2025年5月下旬から2025年7月下旬にかけて、CVCによる当社グループに関するデュー・ディリジェンスを受け入れ、本特別委員会は、そのプロセスや進捗等について報告を受け、確認を行った。

なお、CVCからは、本取引のためのビジネス・デュー・ディリジェンスを実施する外部専門機関として、当社が収益改善の取組のために起用しているコンサルタント会社（なお、当社は本取引のプロセスにおいて同社を起用していない。）を起用したい旨の希望が提示されたが、本特別委員会は、本取引の公正性に疑義を生じさせることがないよう、CVCに対し、同社を外部専門機関として起用しないよう要請し、協議の結果、CVCから、当該要請を受けて同社を外部専門機関として起用しないこととしたとの連絡を受けた。

#### **(6) 本特別委員会による事業計画案の承認**

本特別委員会は、2025年4月18日開催の第7回特別委員会において、当社株式の株式価値の算定及び公開買付者らとの公開買付価格に関する交渉の前提となる2026年3月期から2028年3月期までの当社の事業計画（以下「本事業計画」という。）について、当社からその内容、重要な前提条件及び作成経緯等並びに当社が2024年4月1日から開始している2025年3月期から2028年3月期までを対象とする中期経営計画（以下「本中期経営計画」という。）において前提とした事業計画からの変更点（なお、かかる変更点は2026年3月期に係る事業計画値に限られる。）等の説明を受けるとともに、質疑応答を行った。

その上で、本特別委員会は、上記2025年4月18日開催の第7回特別委員会において、本事業計画が、公表済の本中期経営計画を前提としていること等を踏まえ、当社株式の株式価値の算定及び公開買付者らとの公開買付価格に関する交渉の前提として本事業計画を用いることが合理的であると判断し、本事業計画を承認した。また、当社は、本特別委員会により承認された本事業計画を公開買付者関係者に提出した。

なお、本特別委員会は、第7回特別委員会における本事業計画の承認後、当社から、本中期経営計画における目標値とこれまでの実績値との乖離状況等を踏まえ、本事業計画における2027年3月期及び2028年3月期の連結業績見通しを引き下げるについて打診を受け、2025年7月7日開催の第13回特別委員会、同月17日開催の第14

回特別委員会及び同月 25 日開催の第 15 回特別委員会において、検討及び当社との協議を行ったが、本事業計画が前提とする本中期経営計画は公表済であり、当社としてその実現を目指して取り組んでいること等を総合的に勘案した結果、かかる打診は取り下げられたことから、同年 8 月 6 日開催の第 16 回特別委員会において、本取引に際して第 7 回特別委員会で承認された本事業計画を用いることを改めて確認した。

#### **(7) 西村元延氏及び西村健氏並びに CVC に対する書面質問及びインタビュー**

本特別委員会は、2025 年 3 月 24 日、公開買付者関係者に対して、本取引を提案するに至った経緯及び理由、当社の事業環境及び経営課題、本取引のメリット及びデメリット、本取引後の経営体制・経営方針、本取引の条件等を含む質問事項を送付した。その後、同年 4 月 4 日付で受領した、当該質問事項に対する書面回答を踏まえ、同月 11 日に追加質問事項を送付し、同月 21 日付で当該追加事項に対する書面回答を受領した。当該各書面回答を踏まえて、同月 25 日開催の第 8 回特別委員会において公開買付者関係者へのインタビューを実施し、当該質問事項等についての質疑応答を行った。

#### **(8) 当社の監査役及び CxO に対するインタビュー**

本特別委員会は、2025 年 5 月 1 日開催の第 9 回特別委員会において当社の CxO に対し、また同月 9 日開催の第 10 回特別委員会において当社の監査役（本特別委員会委員である社外監査役を除く。）に対し、それぞれインタビューを実施し、本取引の意義等についての意見交換を行った。

#### **(9) ファイナンシャル・アドバイザーによる株式価値算定**

##### **a. 本特別委員会のファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関による株式価値算定及びフェアネス・オピニオン**

本特別委員会は、本特別委員会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プルータス・コンサルティングから、当社の株式価値の算定方法、当該算定方法を選択した理由、各算定方法の内容及び重要な前提条件等について説明を受け、その内容について質疑応答を行った上で、その妥当性・合理性を確認した。

本特別委員会は、プルータス・コンサルティングより、最終的な算定結果として、2025 年 9 月 9 日付で当社株式の株式価値算定書（以下「本株式価値算定書（プルータス・コンサルティング）」という。）の提出を受けた。

また、本特別委員会は、プルータス・コンサルティングから、本公開買付価格である当社株式 1 株につき 1,960 円が当社の一般株主にとって財務的見地から公正なものとする旨の意見（以下「本フェアネス・オピニオン」という。）を取得し、その発行手続等について説明を受け、質疑応答を行った。

**b. 当社のファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関による株式価値算定**

本特別委員会は、当社のファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関である大和証券から、当社の株式価値の算定方法、当該算定方法を選択した理由、各算定方法の内容及び重要な前提条件等について説明を受け、その内容について質疑応答を行った上で、その妥当性・合理性を確認した。

当社は、大和証券より、最終的な算定結果として、2025年9月9日付で当社株式の株式価値算定書（以下「本株式価値算定書（大和証券）」という。）の提出を受けた。

**(10) 本公開買付けにおける買付け等の価格を含む本取引の条件に関する協議・交渉**

本特別委員会は、本取引の条件に関する公開買付者らの提案について、随時、プルータス・コンサルティング及び大和証券の財務的見地からの報告及び助言並びに森・濱田松本法律事務所の法的助言等を踏まえて審議・検討を行い、当社に対し、公開買付者らとの間での本公開買付価格を含む本取引における諸条件の交渉方針について、継続的に検討・要請を行った。また、当社は、公開買付者らとの間で本取引に係る協議・交渉を行うに際して、公開買付者らから受領した本取引に係る取引条件の提案を直ちに本特別委員会に対して報告し、本特別委員会から意見、指示、要請等を受け、これに従って対応を行った。このように本特別委員会が実質的に関与した当社と公開買付者らとの協議・交渉を経て、本特別委員会は、2025年9月7日、当社1株当たり1,960円という本公開買付価格について承認し、当社は、これを受けて、同日、公開買付者らに対して、本公開買付価格について応諾した。

本取引の取引条件等に関する主な交渉経緯の概要は、以下のとおりである。

**a. 第1回提案**

当社は、2025年7月31日に、公開買付者並びに西村元延氏及び西村健氏から、本公開買付価格を1株当たり1,600円（以下「第1回提案価格」という。）とする初回の提案を書面にて受領した。これに対して、当社及び本特別委員会は、当該提案価格について、2025年8月12日に、森・濱田松本法律事務所、大和証券及びプルータス・コンサルティングからの助言を踏まえ、第1回提案価格は、当社株式の直近株価及び一定期間（1ヶ月、3ヶ月、6ヶ月）の平均株価である2025年7月30日時点の当社株価終値1,439円、過去1ヶ月間終値平均（1,433円）、過去3ヶ月間終値平均（1,382円）、過去6ヶ月間終値平均（1,340円）のそれぞれに対するプレミアム水準において過去のMBO事例におけるプレミアム水準を大幅に下回っており、十分な水準ではないと考えているとして、当社株主に対して合理的であると説明ができる条件となるよう、第1回提案価格の引き上げについて検討を求めるとの要請を行った。

#### **b. 第2回提案**

当社は、2025年8月21日に、公開買付者並びに西村元延氏及び西村健氏から、本公開買付価格を1株当たり1,650円（以下「第2回提案価格」という。）とする提案を書面にて受領した。これに対して、当社及び本特別委員会は、当該提案価格について、2025年8月22日に、森・濱田松本法律事務所、大和証券及びプルータス・コンサルティングからの助言を踏まえ、第2回提案価格は、当社株式の直近株価及び一定期間（1ヶ月、3ヶ月、6ヶ月）の平均株価である2025年8月20日時点の当社株価終値1,439円、過去1ヶ月間終値平均（1,430円）、過去3ヶ月間終値平均（1,398円）、過去6ヶ月間終値平均（1,362円）のそれぞれに対するプレミアム水準において過去のMBO事例におけるプレミアム水準を大幅に下回っており、また、当社の株式価値や収益力を踏まえて検討した本源的価値に照らして、大きな乖離があると考えているとして、本取引の対価が公正な条件となるよう、第2回提案価格の引き上げについて検討を求めるとの要請を行った。

#### **c. 第3回提案**

当社は、2025年8月25日に、公開買付者並びに西村元延氏及び西村健氏から、本公開買付価格を1株当たり1,700円（以下「第3回提案価格」という。）とする提案を書面にて受領した。これに対して、当社及び本特別委員会は、当該提案価格について、2025年8月25日に、森・濱田松本法律事務所、大和証券及びプルータス・コンサルティングからの助言を踏まえ、第3回提案価格は、当社株式の直近株価及び一定期間（1ヶ月、3ヶ月、6ヶ月）の平均株価である2025年8月22日時点の当社株価終値1,451円、過去1ヶ月間終値平均（1,432円）、過去3ヶ月間終値平均（1,403円）、過去6ヶ月間終値平均（1,364円）のそれぞれに対するプレミアム水準において過去のMBO事例におけるプレミアム水準を依然として大幅に下回っており、また、当社の株式価値や収益力を踏まえて検討した本源的価値に照らして、大きな乖離があると考えているとして、本取引の対価が公正な条件となるよう、第3回提案価格の引き上げについて検討を求めるとの要請を行った。

#### **d. 第4回提案**

当社は、2025年8月28日に、公開買付者並びに西村元延氏及び西村健氏から、本公開買付価格を1株当たり1,750円（以下「第4回提案価格」という。）とする提案を書面にて受領した。これに対して、当社及び本特別委員会は、当該提案価格について、2025年8月29日に、森・濱田松本法律事務所、大和証券及びプルータス・コンサルティングからの助言を踏まえ、第4回提案価格は、当社株式の直近株価及び一定期間（1ヶ月、3ヶ月、6ヶ月）の平均株価である2025年8月28日時点の当社株価終値1,428円、過去1ヶ月間終値平均（1,432円）、過去3ヶ月間終値平均

(1,408 円)、過去 6 ヶ月間終値平均 (1,370 円) のそれぞれに対するプレミアム水準において過去の MBO 事例におけるプレミアム水準を依然として大幅に下回っており、また、当社の株式価値や収益力を踏まえて検討した本源的価値に照らして、大きな乖離があると考えているとして、本取引の対価が公正な条件となるよう、第 4 回提案価格の引き上げについて検討を求めるとの要請を行った。

**e. 第 5 回提案**

当社は、2025 年 9 月 1 日に、公開買付者並びに西村元延氏及び西村健氏から、本公開買付価格を 1 株当たり 1,800 円 (以下「第 5 回提案価格」という。) とする提案を書面にて受領した。これに対して、当社及び本特別委員会は、当該提案価格について、2025 年 9 月 1 日に、森・濱田松本法律事務所、大和証券及びブルータス・コンサルティングからの助言を踏まえ、第 5 回提案価格は、当社株式の直近株価及び一定期間 (1 ヶ月、3 ヶ月、6 ヶ月) の平均株価である 2025 年 8 月 29 日時点の当社株価終値 1,420 円、過去 1 ヶ月間終値平均 (1,431 円)、過去 3 ヶ月間終値平均 (1,409 円)、過去 6 ヶ月間終値平均 (1,370 円) のそれぞれに対するプレミアム水準において過去の MBO 事例におけるプレミアム水準を依然として大幅に下回っており、また、当社の株式価値や収益力を踏まえて検討した本源的価値に照らして、大きな乖離があると考えているとして、本取引の対価が公正な条件となるよう、第 5 回提案価格の引き上げについて検討を求めるとの要請を行った。

**f. 第 6 回提案**

当社は、2025 年 9 月 4 日に、公開買付者並びに西村元延氏及び西村健氏から、本公開買付価格を 1 株当たり 1,920 円 (以下「第 6 回提案価格」という。) とする提案を書面にて受領した。これに対して、当社及び本特別委員会は、当該提案価格について、2025 年 9 月 4 日に、森・濱田松本法律事務所、大和証券及びブルータス・コンサルティングからの助言を踏まえ、第 6 回提案価格は、当社株式の直近株価及び一定期間 (1 ヶ月、3 ヶ月、6 ヶ月) の平均株価である 2025 年 9 月 3 日時点の当社株価終値 1,455 円、過去 1 ヶ月間終値平均 (1,430 円)、過去 3 ヶ月間終値平均 (1,414 円)、過去 6 ヶ月間終値平均 (1,372 円) のそれぞれに対するプレミアム水準において過去の MBO 事例におけるプレミアム水準をいまだ下回っており、また、当社の株式価値や収益力を踏まえて検討した本源的価値に照らして、いまだ十分といえる水準にないと考えているとして、本取引の対価が公正な条件となるよう、第 6 回提案価格の引き上げについて検討を求めるとの要請を行った。

**g. 第 7 回提案**

当社は、2025 年 9 月 5 日に、公開買付者並びに西村元延氏及び西村健氏から、

提示しうる最善のかつ最終的な提案であるとして、本公開買付価格を 1 株当たり 1,950 円（以下「第 7 回提案価格」という。）とする提案を書面にて受領した。これに対して、当社及び本特別委員会は、当該提案価格について、2025 年 9 月 5 日に、森・濱田松本法律事務所、大和証券及びプルータス・コンサルティングからの助言を踏まえ、過去の MBO 事例におけるプレミアム水準及び当社の株式価値や収益力を踏まえて検討した本源的価値に照らして妥当な水準付近にあることを確認した上、最大限の価格を引き出す交渉努力を行うべく、当社株式の直近株価及び一定期間（1 ヶ月、3 ヶ月、6 ヶ月）の平均株価である 2025 年 9 月 4 日時点の当社株価終値 1,474 円、過去 1 ヶ月間終値平均（1,430 円）、過去 3 ヶ月間終値平均（1,416 円）、過去 6 ヶ月間終値平均（1,374 円）のそれぞれに対するプレミアム水準を参考に、いまだ十分といえる水準にないと考えているとした上で、本公開買付価格を 1 株当たり 2,100 円とする提案（以下「当社提案」という。）をして、第 7 回提案価格の引き上げについて検討を求めるとの要請を行った。

#### **h. 公開買付価格の承認**

当社は、2025 年 9 月 6 日に、公開買付者並びに西村元延氏及び西村健氏から、第 7 回提案価格は、当該提案時点において、公開買付者として提示しうる「最善の」価格であり、さらなる価格の引き上げは公開買付者の投資判断上相当に困難ではあるが、当社の要請を受け、公開買付者内で真摯に検討した結果、当社の一般株主様の利益に最大限配慮すべく、再度の価格引き上げに応じるものであるとして、本公開買付価格を 1 株当たり 1,960 円（以下「第 8 回提案価格」という。）とする提案を書面にて受領した。

これに対して、当社及び本特別委員会は、当該提案価格について、2025 年 9 月 7 日に、森・濱田松本法律事務所、大和証券及びプルータス・コンサルティングからの助言を踏まえ、当社としての意見表明に関する正式決定は、2025 年 9 月 10 日に開催予定の取締役会の決議によることを前提として、本公開買付価格を 1 株当たり 1,960 円とすることに応諾する旨の回答をした。

#### **(11) 本取引に係る開示書類の内容の確認**

本特別委員会は、当社が公表又は提出する予定の本公開買付けの開始予定に関する意見表明に係るプレスリリース（以下「本意見表明プレス」という。）のドラフトの内容について、当社のリーガル・アドバイザーである森・濱田松本法律事務所及び当社のファイナンシャル・アドバイザーである大和証券から複数回説明を受け、質疑応答を行い、充実した情報開示がなされる予定であることを確認した。

## (12) 関連契約の確認及び検討

本特別委員会は、本公開買付けに際して、(i)公開買付者と西村家株主との間で 2025 年 9 月 10 日付で締結される予定の取引基本契約（以下「本取引基本契約」という。）並びに(ii)Lumina International Holdings と西村家株主との間で 2025 年 9 月 10 日付で締結される予定の株主間契約（以下「本株主間契約」という。）について、当社のリーガル・アドバイザーである森・濱田松本法律事務所の助言を得て、CVC から説明を受けた内容を確認した。

## 第4 本委嘱事項に関する意見の理由

### 1. 本取引の概要等

#### (1) 本取引の概要

本意見表明プレスのドラフトによれば、本取引の概要は、以下のとおりとすることである。

まず、公開買付者は、当社株式の全て（但し、譲渡制限付株式報酬として当社の取締役（社外取締役を除く。）及び当社の取締役を兼任しない執行役員（当社の取締役を兼任しない CxO を含む。）に付与された当社の譲渡制限付株式（以下「本譲渡制限付株式」という。）を含み、当社が所有する自己株式及び不応募合意株式（下記(4)①に定義する。以下同じ。）を除く。以下同じ。）を取得することにより、当社株式を非公開化することを目的として本公開買付けを実施する。

本公開買付けにより当社株式の全てを取得できなかった場合には、公開買付者は、本公開買付けの成立後に、当社を非公開化するための一連の手續（以下「本スクイーズアウト手續」という。）の実施を予定している。

また、公開買付者は、西村家株主との間で、本取引基本契約において、①西村元延氏及び西村健氏が公開買付者親会社に出資（以下「本再出資」という。）し、また、②西村奨学財団及び M・N ホールディングス（西村奨学財団及び M・N ホールディングスを、以下「不応募合意株主」と総称する。）が所有する当社株式を公開買付者親会社の株式とすること等を目的として、公開買付者を吸収合併存続会社、当社を吸収合併消滅会社とする吸収合併（以下「本合併」という。）、及び公開買付者親会社を株式交換完全親会社、本合併後の公開買付者を株式交換完全子会社とする株式交換（以下「本株式交換」といい、本合併及び本再出資と併せて「本再出資等」と総称する。）を実施することを確認している。本再出資等は、本スクイーズアウト手續の完了後に行うことを想定しており、また、西村家株主が所有することとなる公開買付者親会社の議決権の割合の合計は総議決権の 34%となることを想定している。

## (2) 本公開買付けの概要

本公開買付けの概要は、本意見表明プレスのドラフトの「2. 買付け等の価格」及び「3. 本公開買付けに関する意見の内容、根拠及び理由」の「(2)意見の根拠及び理由」の「①本公開買付けの概要」に記載のとおりであり、以下の要領で実施される予定とのことである。

- ① 公開買付者： カロンホールディングス株式会社
- ② 買付け等の対象： 当社普通株式の全て(但し、本譲渡制限付株式を含み、当社が所有する自己株式及び不応募合意株式を除く。)
- ③ 買付け等の期間： 30 営業日
- ④ 公開買付価格： 当社普通株式 1 株につき金 1,960 円
- ⑤ 買付予定数の下限： 25,285,200 株<sup>2</sup> (所有割合：56.02%)
- ⑥ 買付予定数の上限： 設定なし
- ⑦ 買付条件： 公開買付けに応じて応募された株券等(以下「応募株券等」という。)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一方で、買付予定数の上限は設定しておらず、応募株券等の総数が買付予定数の下限以上の場合には、応募株券等の全部の買付け等を行う

また、本公開買付けについては、以下の各条件が充足された場合又は公開買付者により放棄された場合に、速やかに開始される予定とのことである。

- ① 日本及びベトナムにおける競争法に基づく許認可等(以下「本クリアランス」という。)の取得が完了し、又は完了が合理的に見込まれていること
- ② 当社取締役会において、本公開買付けへの賛同の意見表明及び当社の株主に対して本公開買付けへの応募を推奨する旨の決議がなされ、本公開買付けの開始時点においてもそれが変更、追加又は修正されず有効であること
- ③ 本取引の検討を行った本特別委員会が、当社取締役会に対して、本公開買付けに賛同すること、当社の株主に対して本公開買付けへの応募を推奨すること及び本取引を行うことについて、肯定的な内容の答申を行い、本公開買付けの開始時点においても当該答申の内容が変更、追加又は修正されず有

---

<sup>2</sup> 買付予定数の下限は、現時点の情報に依拠する暫定的な数であり、同時点以後の当社が所有する自己株式数の変動等により、本公開買付けにおける実際の買付予定数の下限が上記の数字と異なる可能性があるとのことであり、本公開買付けの開始前に、本公開買付けの開始時点において入手可能な情報を踏まえ、最終的な買付予定数の下限を決定する予定とのことである。

効であること

- ④ 本取引基本契約及び本株主間契約が有効に存続しており、かつ、本取引基本契約及び本株主間契約に定める解除事由が生じていないこと
- ⑤ 本取引のいずれかが法令等に違反するものではなく、また、司法・行政機関等に対して、本取引のいずれかを制限又は禁止することを求める旨のいかなる申立て、訴訟又は手続も係属しておらず、本取引のいずれかを制限又は禁止する旨のいかなる司法・行政機関等の判断等も存在しておらず、かつ、その具体的なおそれもないこと
- ⑥ 当社に係る業務等に関する重要事実（金融商品取引法第 166 条第 2 項に定めるものをいう。）で当社が公表（同条第 4 項に定める意味を有する。）していないもの、又は、当社の株券等の公開買付け等の実施に関する事実及び中止に関する事実（金融商品取引法第 167 条第 2 項に定める意味を有する。）で公表（同条第 4 項に定める意味を有する。）されていないものが存在しないこと
- ⑦ 金融商品取引法第 27 条の 11 第 1 項但書に定める当社又はその子会社の業務又は財産に関する重要な変更その他の本公開買付けの目的の達成に重大な支障となる事情が生じていないこと
- ⑧ 当社若しくはその子会社の事業、資産、負債、財政状態、経営状態若しくはキャッシュ・フロー、又は本取引の実行に対する重大な悪影響又はかかる悪影響を与える事由若しくは事象、又は国内外の株式市況その他の市場環境、金融環境及び経済環境の重大な変化が生じていないこと、その他公開買付者の本公開買付けを開始する判断に重要な影響を与えると合理的に認められる事象が生じていないこと
- ⑨ 公開買付者が、株式会社三菱 UFJ 銀行（以下「三菱 UFJ 銀行」という。）から、本取引の実行に必要な資金の調達を約するコミットメントレターを受領しており、かつ当該コミットメントレターが本公開買付けの開始日まで撤回されておらず、また、本公開買付けが成立した場合、当該コミットメントレターに規定された各引受条件がいずれも充足し、当該資金調達が実行されることが合理的に見込まれること

### (3) 本スクイーズアウト手続の概要

本公開買付けにより当社株式の全てを取得できなかった場合には、本意見表明プレスのドラフトの「3. 本公開買付けに関する意見の内容、根拠及び理由」の「(2)意見の根拠及び理由」の「④本公開買付けの概要」及び「(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、株式併合（以下「本株式併合」という。）の方法により当社の株主を公開買付者並びに不応募合意株主のみとする

ことを予定しているとのことである。但し、本株式併合後において、公開買付者及び不応募合意株主以外の株主（以下「多数保有株主」という。）が存在する場合は、当社において有価証券報告書提出義務の免除を受けた後、公開買付者及び不応募合意株主は、本スクイーズアウト手続の一環として、当社株式の貸株取引（以下「本貸株」という。）を行った上で、再度当社株式の併合（以下「第2回株式併合」という。）を行うことを含む、当社の株主を公開買付者及び不応募合意株主のみとするための手続を実施することを予定しているとのことである。

#### (4) 関連契約の概要

また、公開買付者は、本公開買付けに関連して、以下の各契約を締結するとのことである。

##### ① 本取引基本契約

公開買付者は、2025年9月10日付で、西村家株主との間で本取引基本契約を締結し、①(i)西村元延氏が所有する当社株式（所有株式数：933,020株、所有割合：2.07%（但し、本譲渡制限付株式（45,500株）を除く。）の全て、及び(ii)西村健氏が所有する当社株式（所有株式数：100,090株、所有割合：0.22%）（但し、本譲渡制限付株式（47,800株）を除く。）の全て（所有株式数の合計：1,033,110株、所有割合の合計：2.29%。以下「応募合意株式」という。）を本公開買付けに応募する旨、②(i)西村奨学財団が所有する当社株式（所有株式数：3,600,000株、所有割合：7.98%）の全て、及び(ii)M・Nホールディングスが所有する当社株式（所有株式数：1,070,000株、所有割合2.37%）の全て（所有株式数の合計：4,670,000株、所有割合の合計：10.35%。以下「不応募合意株式」という。）を本公開買付けに応募しない旨、③本株式併合を行うこと等を付議議案に含む当社の臨時株主総会において、不応募合意株式に関し、本株式併合に関する議案に不応募合意株主が賛成する旨、④本株式併合後において、多数保有株主が存在する場合には、公開買付者及び不応募合意株主が、本スクイーズアウト手続の一環として、本貸株を行った上で、第2回株式併合を行うことを含む、当社の株主を公開買付者及び不応募合意株主のみとするための手続を実施する旨、⑤西村家株主及び公開買付者が、本スクイーズアウト手続の完了後、実務上合理的に可能な限り速やかに、本合併を実施するために相互に合理的な協力を行う旨、⑥西村家株主及び公開買付者が、本スクイーズアウト手続の完了後、実務上合理的に可能な限り速やかに、本合併の効力発生を前提条件として、本株式交換を実施するために相互に協力を行う旨、⑦本株式交換の効力発生を前提条件として、西村元延氏及び西村健氏が、実務上可能な限り速やかに、公開買付者親会社との間でそれぞれ公開買付者が別途指定する様式及び内容の株式引受契約を締結し、公開買付者親会社に出資し、公開買付者親会社の普通株式を引き受け

る旨等の合意をする。

## ② 本株主間契約

Lumina International Holdings は、2025 年 9 月 10 日付で、西村家株主との間で、本取引後の当社の運営及び本再出資等後の公開買付者親会社の株式の取扱いに関する以下の内容を含む本株主間契約を締結する。

- ・ 当社の取締役の員数は 10 名以上 15 名以内とし、Lumina International Holdings は、西村家株主の指名する取締役の人数（但し、最大 5 名とする。）に 2 を乗じた数の範囲内で取締役を指名する権利を有する。
- ・ 当社又は公開買付者親会社が、本株主間契約で定める事項（株主の議決権所有割合に影響を及ぼす事項、定款等の変更、組織再編、解散・清算に関する事項等）について決定する場合には、西村家株主及び Lumina International Holdings の事前承諾がなければならない。
- ・ 西村家株主及び Lumina International Holdings は、本スクイズアウト手続の効力発生日から 3 年以内の公開買付者親会社に係る上場の実施を目指すことを基本方針とすることを相互に確認する。
- ・ 西村家株主及び Lumina International Holdings が保有する公開買付者親会社株式について、本株式併合の効力発生日から 3 年を経過する日までの間、相手方当事者の事前の同意なく、第三者に対して譲渡してはならない。但し、当社の 2028 年 3 月期以降の事業年度において、当社の業績が一定の指標を下回った場合には、西村家株主及び Lumina International Holdings はその保有する公開買付者親会社株式を譲渡することができる。
- ・ 西村家株主又は Lumina International Holdings が、その保有する公開買付者親会社株式の全部を譲渡する場合には、相手方当事者は、譲渡対象となる公開買付者親会社株式の買取りを申し込むことができる（かかる権利を、以下「買取申込権」という。）。
- ・ Lumina International Holdings が譲渡人となる場合において、西村家株主が買取申込権を行使しなかったときは、西村家株主は、Lumina International Holdings に対して、自らが保有する公開買付者親会社株式を実質的に同一の条件で第三者に売却するよう請求することができ（タグアロング権）、Lumina International Holdings は、西村家株主に対して、西村家株主が保有する公開買付者親会社株式を実質的に同一の条件で第三者に売却するよう請求することができる（ドラッグアロング権）。
- ・ 西村家株主及び Lumina International Holdings は、相手方当事者に一定の事由（本株主間契約の重要な点の違反・倒産手続の開始・信用不安事由・支配権の変動等）が生じた場合には、相手方当事者に対して、プレミアム価格で

自己が保有する公開買付者親会社株式を買い取ることを請求することができる（プット・オプション）、又は、ディスカウント価格で自己が保有する公開買付者親会社株式を売り渡すよう請求することができる（コール・オプション）。

## 2. 本委嘱事項①について

### (1) 本取引が当社の企業価値の向上に資するか否か

本意見表明プレスのドラフト、本特別委員会作成の公開買付者関係者への質問書に対する書面回答の内容及び公開買付者関係者へのインタビューの結果、当社の CxO 及び監査役へのインタビューの結果、並びに、公開情報等を踏まえた本特別委員会の本取引の目的に関する検討結果は、以下のとおりである。

#### a. 当社グループの事業環境及び経営課題

##### (a) 当社の認識

当社グループを取り巻く事業環境及び経営課題に関する当社の認識は以下のとおりである。

- ・ 当社を取り巻く環境は、国内外で大きく異なる様相を呈している。日本市場においては、人口減少・少子高齢化の進行により、当社が主に「ギャツビー」ブランドでターゲットとしてきた若年層の人口構成が縮小傾向にあり、今後もこの流れは加速すると予想される。他方、インドネシアをはじめとする ASEAN エリアでは、人口増加や経済成長により、将来的な市場拡大の余地が大きいと考えており、当社が成長するための機会が広がっている重要な地域となっていると考えている。
- ・ こうした事業環境のもと、2021 年度を初年度とする第 13 次中期経営計画「MP-13」の結果を踏まえ、日本事業及びインドネシア事業の収益性の低下、インドネシア事業の低迷を経営課題として認識している。具体的には、原材料の高騰に加え、外出機会の減少に伴う消費量・生産数量の縮小により原価が上昇している中で、当社が主戦場とする低・中価格帯の化粧品・日用品市場では、コスト上昇分の価格転嫁が十分に進まず、収益性の低い事業構造となっている。また、インドネシア市場は拡大余地が大きい市場であり、本来は積極的なマーケティング投資が必要であったところ、十分なマーケティング投資が行えておらず、市場環境の変化への対応が遅れ、市場での製品競争力の低下及び収益性の悪化を改善できていない状況となっている。
- ・ 上記のように、グローバル化の進展に伴い、生活者の価値観やトレンドは急

速に多様化しており、これらの変化に柔軟かつ迅速に対応するためには、よりアグレッシブで革新的な事業運営が求められていると考えている。

こうした環境認識のもと、当社グループは、2024年4月より、本中期経営計画を推進している。本中期経営計画は、「MP-13」で顕在化した課題を早期に解決し、当社創業100周年にあたる2027年のありたい姿として策定した2017年から2027年にかけての中長期的な計画「VISION2027」と、その次の100年に向けた持続的成長の礎を築く成長基盤構築のための計画と位置づけている。本中期経営計画では、真のグローバル企業を目指し、経済的価値と社会的価値の双方を高めることで、企業価値の向上を図ることとしており、具体的には、以下の取り組みを推進することとしている。

#### イ) 日本事業の収益性改善及び新たな成長エンジンの模索

当社グループでは、連結業績の中核を担う日本事業の業績回復を最優先課題と捉え、本中期経営計画開始時からサプライヤーとの連携強化や戦略的な調達等といったバリューチェーンの各要素の見直しに取り組み、日本では2025年3月期の売上高は2024年3月期対比6.2%増加、2025年3月期のセグメント利益は2024年3月期対比172.2%増加となり収益改善に一定の効果が出ている。当社グループの持続的な成長を実現するため、製品を通じた生活者への貢献を第一にした事業推進と並行してバリューチェーンの各要素の見直しを引き続き推進することとしている。

一方で、当社としては、将来の人口減少や長期的な実質GDP成長の鈍化が予測され、市場環境についても既存の競合他社や海外輸入品との更なる競争激化が見込まれていると考えているため、安定的な成長の実現のために、バリューチェーンの各要素の見直しによる収益性改善によって得た原資を活用し、将来の日本事業を担う成長エンジンの獲得に向け、新たな挑戦を積極的に継続することとしている。

#### ロ) インドネシア事業の収益性改善

2024年5月に経営陣を一新し、収益改善に取り組んでいる。具体的には、デジタル戦略として、ECチャネルの強化、インフルエンサーを利用した広告等の積極的なマーケティング投資による売上の伸長や、日本事業との連携の強化による原材料・包材のコストの抑制、IOTを活用した生産管理による生産効率性の向上といった一定の効果が出ているものと考えており、引き続き収益改善を進めることとしている。

#### ハ) 海外事業のASEANエリア（インドネシアは除く）における事業推進

従来インドネシア以外の既存展開国における事業活動、及び新規国における事業開拓を担当していた海外事業領域について、新規国の開拓を切り離し、北東アジア・東南アジア・インド事業領域へ名称変更を行い、既存展開国における事業活動に集中を高め、既存展開国において事業規模拡大・成長を目指している。

当社としては、既存展開国の中でも、ASEAN エリアの人口と市場規模は継続的に拡大しており、経済成長率も日本よりも高い伸長率となると考えている。このような外部環境なども考慮し、当社グループでは、ASEAN エリア（インドネシアは除く）の事業を今後の当社グループの中での成長ドライバーと位置づけて更なる量的成長に向けて取り組みを進めていくこととしている。

#### **(b) 本特別委員会の見解**

以上の当社を取り巻く事業環境及び経営課題に関し、本特別委員会としても同様の認識を有しており、不合理な点は認められない。

#### **b. 本取引の意義（メリット）**

当社グループを取り巻く事業環境及び経営課題に関する西村元延氏及び西村健氏の認識及び本取引の実施により CVC が当社に対して提供することを想定している支援の内容並びにこれらを踏まえた本取引の意義に関する当社の認識及び本特別委員会の見解は、以下のとおりである。

##### **(a) 西村元延氏及び西村健氏の認識**

西村元延氏及び西村健氏は、当社グループを取り巻く事業環境及び経営課題について、以下のとおりと考え、2024年9月初旬頃から、以前より西村元延氏及び西村健氏に当社の資本政策及び中長期的な企業価値向上施策に関する提案・情報提供を行っていたシティグループ証券株式会社経由で、CVCを含む2社のプライベート・エクイティ・ファンドと複数の面談を実施し、当社に関する経営課題及び事業戦略についての考え方や当社との潜在的な協業可能性・当社の企業価値向上施策について幅広く意見交換を行ったとのことである。

- ・ 当社グループにおいては、近年の高価格帯商品への需要の高まり等の消費者行動の変化、デジタルシフトの加速、原材料高や人件費上昇による製造コストの上昇、アジア発の新興ブランド等の台頭による東南アジア市場の競争環境の激化等により、従来のビジネスモデルを維持するだけでは競争優位性の確保が困難になりつつある。特に、日本市場の成長ペースの鈍化と東南アジア市場の高成長性を踏まえると、抜本的な収益性改善や各国におけるブランド価値向上のためのマーケティング投資の実施など戦略的取り組みを加速させることが必要であり、短期的な業績変動に左右されず、

長期的な成長戦略に集中できる経営環境の整備が必要不可欠である。このような環境変化のもとでは、当社の抜本的な経営変革が不可避であり、当社の持続的な成長を実現するためには、既存の延長線上ではない新たな成長戦略の構築と実行が必要である。

- ・ 当社のコアビジネスの競争力の維持・強化、事業モデルの変革、グローバル展開の加速といった長期的戦略の実行にあたり、激変する市場環境の中で、早期に集中的かつ機動的な投資や M&A を行っていく必要がある一方、一時的な費用や先行投資の必要性によって、短期的には収益が悪化することも懸念される。したがって、当社が短期的な業績変動に左右されることなく、機動的に経営課題に対処し、安定した経営体制の下で中長期的に持続可能な企業価値向上を実現させていくためには、当社株式を非公開化した上で、一般株主からの短期的な収益向上の要請を排した状況下において、西村元延氏及び西村健氏が当社の経営に継続関与しつつ、当社の経営理念や企業文化の維持及び取引先との関係の維持・構築を行うことが有用であることから、当社株式の非公開化を含む本取引が最善の選択肢である。

その結果、西村元延氏及び西村健氏は、下記(b)の CVC による支援に関する CVC の説明等を踏まえ、以下の観点で、CVC が当社の中長期的な企業価値最大化のための最適なパートナーであると判断したとのことである。

- ・ CVC との継続的な意見交換を踏まえ、CVC が有するグローバル・ネットワークを通じた業界・競合分析を通して、CVC は当社が直面する外部環境の変化（例えば消費者行動の変容、販売チャネルの多様化、競争のグローバル化等）を踏まえた上で、当社の企業価値向上に向けた経営課題（例えばコアブランドの競争力維持・強化、商品ポートフォリオの再構築、収益性改善を伴う海外事業再成長、DX 推進等）を正確に理解し、それを踏まえた当社の取るべき戦略的方向性についての見解が一致したため、信頼できる最適なパートナーであると判断したこと
- ・ CVC は、インドネシアを含む東南アジア各国に複数の現地拠点を有し、各国の事業環境に精通したプロフェッショナルネットワークを有しているのみならず、CVC ファンドの既存投資先企業との連携も活用可能であることから、当社が今後の重点戦略として掲げる「インドネシア事業の再成長」や「アジア諸国におけるプレゼンス拡大」の実行支援において、極めて有効な支援パートナーであり、現地における販売チャネル強化、ローカルニーズに即した製品開発体制の整備、流通・サプライチェーンの強化等が可能であること
- ・ CVC 及び CVC ファンドは、これまでにアジア地域において多数のコンシ

ユーザー関連企業に投資・成長支援を行っており、これらの投資実績から得られたアジア地域におけるコンシューマー業界や企業に関する知見は、当社との協議を通じて共有することにより、当社のマーケティング戦略の高度化、調達構造の見直し、物流最適化等に活用可能であるだけでなく、当社と CVC ファンドの既存投資先との連携により、販売チャネルや販促施策等の面で実効性ある売上・コスト両面でのシナジーの創出が可能であること

- ・ 東南アジアにおいては、SNS・ECプラットフォームを通じたデータドリブン型マーケティングが急速に主流化していると考えており、当社が今後持続的に競争優位を維持・拡大していく上でデジタル領域の強化は不可欠なテーマとなっている中で、CVC の有する、CVC Digital Hub をはじめとした専用支援プラットフォームや、700 社を超えるソリューションベンダーとの協業体制、サイバーセキュリティ対応、AI 活用実例等を活用しつつ、当社の社内部署や外部アドバイザーを含む専門チーム体制の構築を通じて、マーケティング・業務プロセス・経営管理領域の DX を一体的に推進することで、当社の企業価値向上に具体的な貢献が可能であること

## **(b) CVC による支援の内容**

CVC は、本取引成立後において、当社に対し以下のような支援が可能であると考えており、当社が、持続的な成長を実現するために掲げる、事業基盤の強化、ブランド価値の向上、海外市場でのさらなる成長を重点領域とする方針を踏まえ、CVC ファンドの持つ資金面における支援力及びグローバル及びアジア地域における既存投資先並びに CVC の持つ業界ネットワーク・専門性を活用しながら、当社の長期的な成長戦略の実現を支えるために、当社の経営陣との緊密なパートナーシップを構築し、中長期的な企業価値の最大化のための支援を行う予定とのことである。

### **(i) 当社の既存ビジネスの更なる拡大・高度化**

当社が保有する主力ブランドについては、既存のブランド資産を活かしながら、客観的データに基づくマーケティングで、データの収集・分析・検証する中で PDCA サイクルを回し、成功率の高いマーケティング施策を実施し、カテゴリ内での更なる差別化を図りつつ、ブランド別の KPI を設定した上で PDCA 型の運営体制を構築することにより、ブランドの再活性化と高付加価値化を推進。また、日本及びアジア太平洋地域を中心とする基幹市場においては、それぞれの地域の特性に応じた事業構造改革を支援し、特にインドネシア市場においてはサプライチェーンの強化等を通じて事業の再成長

を図るとともに、EC チャンネルや D2C モデルの活用強化により、オペレーションの最適化と収益性の向上の実現をサポート

#### **(ii) 経営管理体制・組織の抜本的高度化支援**

中長期の成長戦略の策定とその進捗を管理するための KPI モニタリング体制の導入を支援。CVC では、データに基づく可視化された経営管理を重視し、月次での予算管理や事業 KPI モニタリングに基づく経営管理体制を構築するとともに、プロジェクト・マネジメント・オフィスを設置し、主要経営施策を遂行する社内外のタスクフォースを組成することで、より効率的かつ効果的に全社的な課題把握と施策実行の PDCA を回す体制を整備し、経営層や中核部門における人材補充が求められる領域については、CVC のネットワークが保有する経営人材や機能人材のスカウティング・紹介を含めた人材面での支援を行い、特に経営管理・DX 推進・グローバル戦略といった重点分野において、外部の専門家を取り込みながら組織力を強化

#### **(iii) M&A・業務提携等による非連続的な成長機会の探索・実行支援**

CVC のネットワーク及び PMI 知見を活用し、積極的な M&A や戦略的パートナーシップの構築を通じた、国内事業の強化及び東南アジア市場展開の加速

#### **(iv) グローバル市場における事業展開やバリューチェーン強化の支援**

アジア地域における成長ポテンシャルを踏まえ、地域展開戦略を強化することで、グローバル市場でのプレゼンス向上支援。成長余地の大きい東南アジアの国々（例：マレーシア、タイ、台湾等）に向けて、営業・流通基盤を強化し、CVC が有する複数の現地拠点や CVC ファンドの既存投資先とのネットワークを最大限に活用し、現地の小売業者やチャンネルパートナーとの連携強化を通じて、販路拡大及び事業機会の創出を支援

#### **(c) 当社の認識**

上記(a)の西村元延氏及び西村健氏の認識及び(b)の CVC による支援の内容を踏まえた本取引の意義に関する当社の認識は、以下のとおりである。

- ・ 今後、中長期的な企業価値向上を実現するためには、引き続き、日本事業の収益性改善及び新たな成長エンジンの模索を推進していくほか、インドネシア及びその他の ASEAN エリアにおける収益性の向上及び成長拡大に向け、現地特有のチャンネル構造や消費者行動に即したデジタル戦略の策定や既存展開国における集中的な事業推進を行うことが必要であるところ、当

社としても、CVC から伝達を受けた上記(b)の(i)から(iv)といった具体的な施策は、当社の中長期的な更なる企業価値向上のために積極的に推進すべき施策であり、かかる施策の実施には機動的かつ柔軟な経営体制の構築が望ましいと認識している。

- ・ しかしながら、上記の施策は事業構造の大きな転換や新たな取り組みを伴うものであり、当該施策で当社グループの業績に貢献するまでに、相応の時間と戦略的な投資を含む各種先行投資が必要になることを考慮すると、短期的には当社グループの財務状況や業績の悪化をもたらすリスクがある。そのため、当社が上場を維持したままこれらの施策を実行した場合には、株価の下落や配当の減少等、当社の株主に対して多大な悪影響を与えてしまう可能性がある。
- ・ このような状況下において、当社としても、当社の株主に対して発生する可能性がある上記の悪影響を回避しつつ、長期的な観点から当社の企業価値を向上させるためには、マネジメント・バイアウト（MBO）の手法により当社株式を非公開化し、所有と経営を一致させ、短期的な株式市場からの評価にとらわれず、公開買付者ら、当社、従業員が一丸となって各施策に迅速かつ果敢に取り組むことができる経営体制を構築することが必要である。また、当社の代表取締役会長である西村元延氏及び代表取締役社長西村健氏は当社の事業内容を熟知していることを踏まえれば、マネジメント・バイアウト（MBO）の手法により、西村元延氏及び西村健氏を含む公開買付者らが中心となって当社の経営と支配の双方を担うことは十分な合理性がある。
- ・ 以上の理由から、本公開買付けを含む本取引は当社の企業価値の向上に資する。

#### (d) 本特別委員会の見解

以上のとおり、本取引後に想定される当社の企業価値向上のための各施策について、公開買付者関係者と当社の認識は概ね整合している。

また、人口減少・少子高齢化の進行による若年層の人口構成の減少、ASEAN エリアにおける市場拡大の可能性及び生活者の価値観やトレンドの急速な多様化といった状況がみられる中、当社の中長期的な企業価値の向上のためには、抜本的かつ実効的な施策を迅速に実行することが望ましいと考えられるところ、公開買付者関係者が企図する上記(b)の(i)から(iv)といった具体的な施策は、いずれも当社の経営課題の解消に資する重要な内容といえ、これらの施策が当社の中長期的な更なる企業価値向上のために積極的に推進すべき施策であるとの当社の説明は合理的である。特に、当社の説明によれば、インドネシア市場に関し、CVC が有する

強固なネットワークと豊富な経験を活用し、現地における販売チャネル強化やローカルニーズに即した製品開発体制の整備、流通・サプライチェーンの強化等により、当社の経営課題であるインドネシア市場の収益性を改善することが期待されるとのことであり、かかる説明は十分首肯できるものである。

なお、当社が上場を維持しながら中長期的な企業価値向上の実現に向けた施策を実行する可能性も考えられるものの、当社が上場維持をした状態においては、少数株主を含む各ステークホルダーの利益の考慮の必要性など、機動的かつ柔軟な意思決定や大胆な施策の実行に対して一定の制約が生じる状況にあることを踏まえると、当社が、公開買付者による非公開化が当社の中長期的に持続可能な企業価値向上に資するものと判断することは合理性があると考えられる。

### c. 本取引のデメリット

本取引のデメリットに関する当社の認識及び本特別委員会の見解は、以下のとおりである。

#### (a) 当社の認識

公開買付者によれば、公開買付者は、本公開買付けが成立した場合、本公開買付けの決済資金に充当するために、三菱UFJ銀行から本公開買付けに係る決済の開始日の前営業日までに530億円を限度として融資（以下「本銀行融資」という。）を受けることを予定しているとのことであるが、本銀行融資に係る諸条件及び財務制限条項等については、当社の事業運営や成長戦略の遂行に支障が生じることのないよう、金融機関と協議の上、当社のキャッシュ・フローや財務状況等を考慮して設定することを想定しているとのことであり、当社は、公開買付者の当該説明を前提とすれば、本銀行融資に係る諸条件及び財務制限条項等については、本事業計画を踏まえても、当社の事業運営に影響を与えるものではないと判断している。

また、本取引を行った場合には、資本市場からのエクイティ・ファイナンスによる資金調達を行うことができなくなり、また、上場会社として当社が享受してきた社会的な信用力及び知名度の向上による優れた人材の確保並びに取引先の拡大や既存株主である取引先との関係性等に影響を及ぼす可能性が考えられる。しかし、資金調達の面では、当社の現在の財務状況を考慮すると、当面の間、エクイティ・ファイナンスの必要性は高くないと考えられる上、CVCが有する金融機関等との関係や資金調達手段を活用することもできるため、当社の事業に必要な資金を確保することは十分に可能であると見込まれること、また、人材採用や取引先の拡大の面では、当社がこれまで培ってきたブランド力・知名度により、当社株式の非公開化が人材確保及び取引先の拡大や既存取引先との関係性に与える影響は大きくないと考えられることから、非公開化のデメリットは限定的であると考えている。

加えて、本取引により、コーポレートガバナンス・コード等への対応のために増加を続けていた上場維持費用や金融商品取引法上の開示及び監査対応に係るリソース及び費用、IR 関連費用等株主対応に関する経営資源を、他の経営課題の解決に振り分けることが可能になれば、長期的な視点での企業価値の向上を図ることができるものと考えている。また、当社は、CVC ファンドの傘下になることによる特段のデメリットは生じないと考えている。

したがって、本取引のメリットは、そのデメリットを上回ると考えている。

#### **(b) 本特別委員会の見解**

本特別委員会としても、本取引を行うことのデメリットに関する当社の認識は合理的であると考えている。

本銀行融資に関しては、公開買付者からの説明を踏まえた当社の判断に不合理な点はない。

また、上場廃止に伴う一般的なデメリットとして、資金調達手段の制約や社会的な信用力及び知名度の低下による人材獲得や取引先との取引関係への悪影響が挙げられるが、資金調達に関しては、近年の金融環境を踏まえると、エクイティ・ファイナンスに依拠するよりも、間接金融を通じた資金調達の方が合理的とされる場面が多く、また、CVC が有する金融機関等との関係や資金調達手段の活用も期待できることからすれば、当社の経営上重大な支障となるおそれは小さい。また、社会的な信用力及び知名度の低下についても、取引先との信頼関係は既に一定程度構築されており、上場廃止を理由に既存の取引関係が大きく剥落することはないと考えられることに加え、当社のこれまでの事業運営により積み重ねてきた顧客からの信頼や獲得してきた知名度は、上場廃止により直ちに失われるものではないと考えられる。さらに、人材獲得に関しては、当社のこれまでのブランド力・知名度は上場廃止により直ちに失われるものではないと考えられ、また、本取引を通じてこれまで以上に当社の成長・発展が実現できることを丁寧に説明することで、当社の採用活動への好影響も十分に想定され、特段の悪影響はないものと考えられる。以上を踏まえれば、本取引のデメリットは限定的であり、上記 b. で述べた本取引のメリットに比較して小さいと考えられる。

#### **d. 小括**

以上を踏まえると、本取引の目的に関する当社の認識は、本特別委員会としても合理的と考えるものであり、本取引は当社の企業価値の向上に資するとの当社の判断は合理的であると認められる。

## (2) 本取引の取引条件の公正性

### a. 公開買付者らとの取引条件に関する協議・交渉の過程

上記第3の2.(10)に記載のとおり、本特別委員会は、当社が、2025年7月31日に公開買付者らから本公開買付価格を1,600円とする第1回提案を受領して以降、下記(3)a.に記載の構成及び権限等を前提として、本特別委員会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プルータス・コンサルティング並びに当社のファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関である大和証券による当社株式の株式価値の算定結果や公開買付者らとの交渉方針等を含めた財務的見地からの助言、並びに、当社のリーガル・アドバイザーである森・濱田松本法律事務所からの法的助言等を踏まえ、当社に対し、公開買付者らとの間での本公開買付価格を含む本取引における諸条件の交渉方針について、継続的に検討・要請を行った。また、当社は、公開買付者らとの間で本取引に係る協議・交渉を行うに際して、公開買付者らから受領した本取引に係る取引条件の提案を直ちに本特別委員会に対して報告し、本特別委員会から意見、指示、要請等を受け、これに従って対応を行った。

その結果として、公開買付価格は計7回にわたり引き上げられ、最終的には、第1回提案における公開買付価格（1,600円）から22.5%（小数点以下第三位を四捨五入）の価格の引上げを実現している。なお、上記第3の2.(10)に記載のとおり、当社は、2025年9月5日に、公開買付者並びに西村元延氏及び西村健氏から、提示しうる最善のかつ最終的な提案であるとして1株当たり1,950円という第7回提案価格の提案を受けたが、これに対し当社及び本特別委員会は、過去のMBO事例におけるプレミアム水準及び当社の株式価値や収益力を踏まえて検討した本源的価値に照らして妥当な水準付近にあることを確認した上、最大限の価格を引き出す交渉努力を行うべく、2025年9月5日に、1株当たり2,100円とする当社提案を行い、これに対して、当社は、公開買付者並びに西村元延氏及び西村健氏から、2025年9月6日に、1株当たり1,960円という第8回提案価格の提案を受けた。これを受け、当社及び本特別委員会は、下記e.のとおり第8回提案価格は既に公正な価格であると判断できる水準に達していること、及び、更なる交渉を継続したとしてもこれ以上の引き上げがなされる余地は低いと見込まれること等から、第8回提案価格を応諾するに至ったものである。

以上のとおり、本特別委員会が当社と公開買付者らとの間の本取引に関する協議・交渉過程に実質的に関与していたといえる。

### b. 独立した第三者算定機関による株式価値算定内容及びその前提とした財務予測・前提条件等の合理性

#### (a) プルータス・コンサルティングによる株式価値算定の結果及びその内容の合理

性

(i) 株式価値算定の内容の合理性

本特別委員会は、本取引の条件の妥当性を判断するに際し、当社株式の株式価値を把握するために、公開買付者らから独立した本特別委員会のファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関であるプルータス・コンサルティングに対し、当社株式価値の算定を依頼し、2025年9月9日付で、本株式価値算定書（プルータス・コンサルティング）を取得した。

プルータス・コンサルティングは、複数の算定手法の中から当社株式価値算定にあたり採用すべき算定手法を検討の上、当社が継続企業であるとの前提の下、当社株式の価値について多面的に評価することが適切であるとの考えに基づき、当社株式が東京証券取引所プライム市場に上場しており、市場株価が存在することから市場株価法を、当社業績の内容や予想等を評価に反映するためにディスカунテッド・キャッシュ・フロー法（以下「DCF法」という。）を算定方法として用いて当社の1株当たりの株式価値の算定を行ったとのことである。プルータス・コンサルティングが上記各手法に基づき算定した当社株式の1株当たりの株式価値の算定結果は以下のとおりとのことであった。

市場株価法	1,378円から1,503円
DCF法	1,778円から2,902円

市場株価法では、2025年9月9日を算定基準日として、当社株式の東京証券取引所プライム市場における基準日の終値1,503円、直近1ヶ月間の終値単純平均株価1,436円、直近3ヶ月間の終値単純平均株価1,422円及び直近6ヶ月間の終値単純平均株価1,378円を基に、当社株式1株当たりの価値の範囲を1,378円から1,503円と算定している。

DCF法では、本事業計画における収益予測及び投資計画を前提として、当社が2026年3月期第2四半期以降に生み出すと見込まれる各事業のフリー・キャッシュ・フローを一定の割引率で現在価値に割り引いて当社の企業価値及び株式価値を算定し、当社株式の1株当たりの株式価値の範囲を1,778円から2,902円と算定している。なお、割引率は加重平均資本コストとし、7.85%～9.75%を採用している。また、継続価値の算定にあたっては永久成長率法及び倍率法を採用している。永久成長率法では、理論上想定される長期的な経済環境等を踏まえ永久成長率は0%として、継続価値を67,890百万円～84,367百万円としている。倍率法ではEV/EBITDAの倍率を採用し、事業価値に対するEBITDAの倍率は業界各社の水準等を踏まえ7.1倍～9.2倍とし

て、継続価値を 96,512 百万円～123,682 百万円と算定している。また、非事業用資産として、余剰現預金（当社の現預金から、過去の資金繰り実績等を総合的に考慮し推計した事業用現預金を控除して算出している。）を加算するとともに、当社の保有する投資有価証券のうち上場会社株式についても、時価で売却することを想定した際の税効果を加味した上で加算している。

また、本特別委員会は、上記第 3 の 2.(9)a.に記載のとおり、本事業計画を踏まえてプルータス・コンサルティングが行った当社株式の株式価値算定の内容について、株式価値の初期的な試算結果やその算定方法、当該算定方法を選択した理由、算定の重要な前提条件について説明を受け、その内容や当該算定の重要な前提について質疑応答を行った上で、以下の点を含めその合理性を確認した。

まず、市場株価法による分析においては、当社の市場株価を直近終値及び一定期間の終値の平均値を分析することで当社の株式価値を算定しているところ、このような算定の方法は本取引と類似の取引において一般的に用いられているものである。また、採用する算定期間についても一般的に用いられているものといえるとともに、かかる期間において市場株価の調整が必要となるような重要事象は発生していないと認識している。以上から、市場株価法による算定の内容に不合理な点は認められない。

また、DCF 法による分析においては、当社が作成した本事業計画を基に、本事業計画における収益予測及び投資計画を前提として、当社が 2026 年 3 月期第 2 四半期以降に生み出すと見込まれる各事業のフリー・キャッシュ・フローを一定の割引率で現在価値に割り引いて当社の事業価値を算定し、これに非事業用資産及び有利子負債等を加減算して株式価値を算定している。DCF 法における分析手法、分析に用いられた割引率及び継続価値の算定に関する永久成長率及び倍率法、余剰現預金及び投資有価証券の取扱い等については、プルータス・コンサルティングが第三者算定機関としての専門的見地から設定・検討したものであり、本特別委員会におけるプルータス・コンサルティングによるこれらの数値の算出根拠及び算出方法等についての説明にも特に不合理な点は認められない。

そして、下記(ii)に記載のとおり、プルータス・コンサルティングによる株式価値算定の前提となる本事業計画の内容にも合理性が認められる。

以上のとおり、本株式価値算定書（プルータス・コンサルティング）の算定内容は、合理的なものであると考えられる。

## (ii) 本事業計画の合理性

本特別委員会は、2025 年 4 月 18 日開催の第 7 回特別委員会において、以

下の点を含む本事業計画の内容、重要な前提条件及び作成経緯について当社から説明を受けた。

- ・ 本事業計画は、当社の将来の成長を考慮した上で本取引の取引条件の妥当性を検討することを目的として、過去の実績や足元の収益状況、外部環境の動向等を踏まえ、各項目において合理的な前提を設定の上作成したものであるが、その内容は、2026年3月期に係る事業計画値を除き、西村元延氏及び西村健氏が当社株式の非公開化の検討を開始する前である2023年2月から2024年3月に、2017年に策定した中長期ビジョン「VISION2027」の最後の中期経営計画として、また、創業100周年を迎える2027年の次の100年に向けた成長基盤を構築するフェーズとして、西村元延氏及び西村健氏を含む当社経営陣により作成された本中期経営計画において前提とした事業計画と同一のものであり、本取引の実施を前提としたものではないこと。
- ・ 本事業計画における2026年3月期の事業計画値については、その連結営業利益が本中期経営計画において前提とした事業計画よりも約10億円減少している等、本中期経営計画において前提とした事業計画との数値との乖離がみられるが、これは、当社において実施している構造改革の効果発生タイミングが後ろ倒しになること等といった足元の事業環境を踏まえたものであること。
- ・ 2026年3月期の連結営業利益を含む連結業績見通しの検討は、西村元延氏及び西村健氏を除く当社経営陣が行っており、西村元延氏及び西村健氏は関与しておらず、また、当該業績見通しは2025年5月13日開催の取締役会において審議・決議した上で2025年3月期の決算短信（以下「2025年3月期決算短信」という。）において公表する予定であるが、かかる審議・決議には西村元延氏及び西村健氏は参加しない予定であること。

かかる説明を受け、本特別委員会は、第7回特別委員会において、本事業計画の策定経緯、本事業計画に記載された各事業計画値の算定方法及びその妥当性等に関する質疑応答を行った上で、本事業計画が、公表済の本中期経営計画を前提としていること等を踏まえ、当社株式の株式価値の算定及び公開買付者らとの公開買付価格に関する交渉の前提として本事業計画を用いることが合理的であると判断し、本事業計画を承認している。なお、本事業計画における2026年3月期の事業計画値について、その連結営業利益が本中期経営計画において前提とした事業計画よりも約10億円減少している等、本中期経営計画において前提とした事業計画との数値との乖離がみられる理由に関する上記の当社の説明に不合理な点はなく、その検討手続にも公正

性を疑わせる事情は特段見当たらない。

また、上記第3の2.(6)に記載のとおり、本特別委員会は、当社から、本中期経営計画における目標値とこれまでの実績値との乖離状況等を踏まえ、本事業計画における2027年3月期及び2028年3月期の連結業績見通しを引き下げることに付いて打診を受け、第13回特別委員会以降、検討及び当社との協議を行ったが、本事業計画が前提とする本中期経営計画は公表済であり、当社としてその実現を目指して取り組んでいること等を総合的に勘案した結果、かかる打診は取り下げられたことから、第16回特別委員会において、本取引に際して第7回特別委員会で承認された本事業計画を用いることを改めて確認した。

以上からすれば、プルータス・コンサルティングのDCF法による株式価値算定の基礎となった本事業計画の策定にあたっては、構造的な利益相反の問題による影響を受けるおそれが合理的に排除されていることが認められ、その作成経緯に公正性を疑わせる事情は見当たらず、また、その内容は、その前提条件、作成経緯及び当社の現状に照らして合理的であると認められる。

### (iii) 株式価値算定結果に基づく検討

上記のとおり、プルータス・コンサルティング作成の本株式価値算定書(プルータス・コンサルティング)における市場株価法及びDCF法による算定の前提及び内容に、特段不合理な点は認められない。

そして、本株式価値算定書(プルータス・コンサルティング)における当社株式の株式価値評価に照らし、本公開買付価格は、市場株価法に基づく算定結果のレンジの上限を上回る価格であり、かつ、DCF法の算定結果のレンジ内である。この事実は、本公開買付価格の妥当性を裏付ける要素と評価することができる。

### (b) 本フェアネス・オピニオンの検討

本特別委員会は、プルータス・コンサルティングから本フェアネス・オピニオンを取得しており、プルータス・コンサルティングは、本公開買付価格が当社の一般株主にとって財務的見地から公正なものとする旨の意見を述べている。

本フェアネス・オピニオンは、財務に関する高度の専門性を有するプルータス・コンサルティングが、当社及び公開買付者らから独立した立場において、当社から、事業の現状、本事業計画等の開示を受けるとともに、それらに関する説明を受けた上で実施した当社株式の株式価値算定の算定結果に加えて、本公開買付けの概要、背景及び目的に係る当社との質疑応答、プルータス・コンサルティングが必要と認めた範囲内での当社の事業環境、経済、市場及び金融情勢等についての検討並びに

プルータス・コンサルティングにおけるエンゲージメントチームとは独立した審査会におけるレビュー手続を経て発行されたものであり、不合理な点は見当たらない。また、上記(a)のとおり、本フェアネス・オピニオンの提出にあたって参考とされたプルータス・コンサルティングによる株式価値算定の方法及び内容についても特段不合理な点は認められない。

したがって、本特別委員会は本フェアネス・オピニオンの発行手続及び内容についても不合理な点は認められないものとする。

### (c) 大和証券による株式価値算定の結果及びその内容の合理性

#### (i) 株式価値算定の内容の合理性

当社は、本取引の条件の妥当性を判断するに際し、当社株式の株式価値を把握するために、公開買付者らから独立した当社のファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関である大和証券に対し、当社株式価値の算定を依頼し、2025年9月9日付で、本株式価値算定書（大和証券）を取得した。

大和証券は、複数の算定手法の中から当社株式価値算定にあたり採用すべき算定手法を検討の上、当社が継続企業であるとの前提の下、当社株式の価値について多面的に評価することが適切であるとの考えに基づき、当社株式が東京証券取引所プライム市場に上場しており、市場株価が存在することから市場株価法を、当社業績の内容や予想等を評価に反映するためにDCF法を算定方法として用いて当社の1株当たりの株式価値の算定を行ったとのことである。大和証券が上記各手法に基づき算定した当社株式の1株当たりの株式価値の算定結果は以下のとおりとのことであった。

市場株価法	1,378円から1,503円
DCF法	1,649円から2,454円

市場株価法では、2025年9月9日を算定基準日として、当社株式の東京証券取引所プライム市場における基準日の終値1,503円、直近1ヶ月間の終値単純平均株価1,436円、直近3ヶ月間の終値単純平均株価1,422円及び直近6ヶ月間の終値単純平均株価1,378円を基に、当社株式1株当たりの価値の範囲を1,378円から1,503円と算定している。

DCF法では、地域ごとに事業環境が異なることから、地域ごとの特徴を適切に算定に反映させるため、当社グループの事業を日本事業、インドネシア事業、マレーシア事業及びその他事業に分類し、本事業計画における収益予測及び投資計画を前提として、当社が2026年3月期第2四半期以降に生み出すと見込まれる各事業のフリー・キャッシュ・フローを各事業ごとの一定

の割引率で現在価値に割り引いて当社の企業価値及び株式価値を算定し、当社株式の1株当たりの株式価値の範囲を1,649円から2,454円と算定している。なお、割引率は加重平均資本コストを採用し、日本事業：7.18%～9.18%、インドネシア事業：14.21%～17.21%、マレーシア事業：8.89%～11.89%、その他事業：9.39%～12.39%を使用している。また、各事業の割引率には、当社の規模を踏まえたサイズリスク・プレミアムが考慮されている。継続価値の算定にあたっては定率成長モデルを採用し、各国のリスク・フリー・レート、インフレ率及びGDP成長率等を総合的に勘案した上で永久成長率を日本事業：0.5%～1.5%、インドネシア事業：5.0%～6.0%、マレーシア事業：2.0%～3.0%、その他事業：0.5%～1.5%として、継続価値を59,833百万円～95,918百万円と算定している。また、余剰現預金（当社の現預金から、各事業ごとに過去の資金繰り実績等を総合的に考慮し推計した事業用現預金を控除して算出している。）は株式価値算定において非事業用資産として加算している。

また、本特別委員会は、上記第3の2.(9)b.に記載のとおり、本事業計画を踏まえて大和証券が行った当社株式の株式価値算定の内容について、株式価値の初期的な試算結果やその算定方法、当該算定方法を選択した理由、算定の重要な前提条件について説明を受け、その内容や当該算定の重要な前提について質疑応答を行った上で、以下の点を含めその合理性を確認した。

まず、市場株価法による分析においては、当社の市場株価を直近終値及び一定期間の終値の平均値を分析することで当社の株式価値を算定しているところ、このような算定の方法は本取引と類似の取引において一般的に用いられているものである。また、採用する算定期間についても一般的に用いられているものといえるとともに、かかる期間において市場株価の調整が必要となるような重要事象は発生していないと認識している。以上から、市場株価法による算定の内容に不合理な点は認められない。

また、DCF法による分析においては、当社が作成した本事業計画を基に、当社グループの事業を日本事業、インドネシア事業、マレーシア事業及びその他事業に分類し、本事業計画における収益予測及び投資計画を前提として、当社が2026年3月期第2四半期以降に生み出すと見込まれる各事業のフリー・キャッシュ・フローを各事業ごとの一定の割引率で現在価値に割り引いて当社の事業価値を算定し、これに非事業用資産及び有利子負債等を加減算して株式価値を算定している。DCF法における分析手法、分析に用いられた割引率及び継続価値の算定に関する永久成長率、余剰現預金の取扱い等については、大和証券が第三者算定機関としての専門的見地から設定・検討したものであり、本特別委員会における大和証券によるこれらの数値の算出根拠

及び算出方法等についての説明にも特に不合理な点は認められない。

そして、下記(ii)に記載のとおり、大和証券による株式価値算定の前提となる本事業計画の内容にも合理性が認められる。

以上のとおり、本株式価値算定書（大和証券）の算定内容は、合理的なものであると考えられる。

#### **(ii) 本事業計画の合理性**

大和証券の DCF 法による株式価値算定の基礎となった本事業計画はプルータス・コンサルティングの DCF 法による株式価値算定の基礎となった本事業計画と同一であり、上記(a)(ii)のとおり、本事業計画の作成経緯に公正性を疑わせる事情は見当たらず、また、その内容は、その前提条件、作成経緯及び当社の現状に照らして合理的であると認められる。

#### **(iii) 株式価値算定結果に基づく検討**

上記のとおり、大和証券作成の本株式価値算定書（大和証券）における市場株価法及び DCF 法による算定の前提及び内容に、特段不合理な点は認められない。

そして、本株式価値算定書（大和証券）における当社株式の株式価値評価に照らし、本公開買付価格は、市場株価法に基づく算定結果のレンジの上限を上回る価格であり、かつ、DCF 法の算定結果のレンジ内である。この事実には、本公開買付価格の妥当性を裏付ける要素と評価することができる。

#### **c. 過去の市場株価・同種案件に対するプレミアム水準の妥当性**

本公開買付価格である 1,960 円は、2025 年 9 月 9 日を基準日として、東京証券取引所プライム市場における当社株式の基準日終値 1,503 円に対して 30.41%、同日までの直近 1 ヶ月間の終値単純平均値 1,436 円に対して 36.49%、直近 3 ヶ月間の終値単純平均値 1,422 円に対して 37.83%、直近 6 ヶ月間の終値単純平均値 1,378 円に対して 42.24%のプレミアムが加算されたものである。

この点、本公開買付価格のプレミアムは、経済産業省が策定した「公正な M&A の在り方に関する指針」の公表日である 2019 年 6 月 28 日以降に公表され、かつ、2025 年 9 月 9 日までに成立した、当社が上場している市場である東京証券取引所プライム市場の上場会社を対象とした MBO による非公開化を企図した公開買付けの事例 36 件（但し、不成立となったものの、再度公開買付けを実施したことにより成立した事例を除く。）（プレミアム水準の平均値は、公表日の前営業日が 43.17%、直近 1 ヶ月間が 45.63%、直近 3 ヶ月間が 46.77%、直近 6 ヶ月間が 47.17% であり、プレミアム水準の中央値は、公表日の前営業日が 40.85%、直近 1 ヶ月間

が 44.92%、直近 3 ヶ月間が 46.46 %、直近 6 ヶ月間が 43.94 %。以下「類似事例プレミアム水準」という。)と比較すると、必ずしも高い水準にあるとまではいえないものの、当社株式の終値は本公開買付けの公表日の前営業日である 2025 年 9 月 9 日までの過去 6 ヶ月において 1,311 円から 1,503 円まで 14.65%上昇しており、当社株式の株価が上昇局面にあることを考慮すると当社株式の直近の株価のみで検討するよりもより長期間の平均値を考慮して検討することは不合理とはいえず、当該各事例における直近 6 ヶ月間の終値の単純平均値に対するプレミアム水準の中央値に照らした本公開買付け価格のプレミアム水準について、遜色ない水準であると判断できる。

なお、当社は、本中期経営計画において 2026 年 3 月期の連結営業利益の目標値を 45 億円程度と公表していたところ、2025 年 5 月 13 日に公表された 2025 年 3 月期決算短信では、2026 年 3 月期の連結営業利益の予想値を 35 億円としている。もっとも、この 10 億円程度の差異の理由に関する当社の説明に不合理な点がないこと、及びその検討手続に公正性を疑わせる事情は特段見当たらないことは、上記 b.(a)(ii)に記載したとおりである。したがって、当社が 2025 年 3 月期決算短信において 2026 年 3 月期の連結営業利益の予想値を 35 億円と公表したことは、上記のプレミアム水準の妥当性の判断に影響を与えるものではない。

#### d. 本取引の方法の妥当性

当社は、公開買付者らから、現金を対価とする公開買付け及びその後の株式併合の方法による二段階買収という方法を提案されている。

一段階目として公開買付けを行い、二段階目として株式併合を行うという方法は、非公開化の取引においては一般的に採用されている方法であり、二段階目の取引において支払われる対価は本公開買付け価格に当該一般株主が所有していた当社株式の数（第 2 回株式併合が行われる場合、第 2 回株式併合においては、本株式併合における当社株式の併合の割合に基づく形式的な調整を行う予定とのことである。また、本株式併合によって端数となった部分を除くとのことである。）を乗じた価格と同額とすることが予定されているほか、対価の額に不満のある株主は、裁判所に対して価格決定の申立てを行うことが可能である。よって、かかる方法に不合理な点は認められない。

また、公開買付者によれば、買付予定数の下限（25,285,200 株）については、本公開買付けにおいて、公開買付者は、当社株式の全てを取得し当社株式を非公開化することを目的としているところ、本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ことを踏まえ、本取引の実施を確実に遂行すべく、本公開買付け後に公開買付者及び不応募合意株主が当社の総株主の総議決権数の 3 分の 2 以上を所有することで、当該要件を満たすこ

とができるように設定したもののことであり、かかる買付予定数の下限の設定方法に不合理な点は認められない。

また、本取引に際しては、西村家株主のうち西村元延氏及び西村健氏は本公開買付けに応募した上で本再出資を行う一方、西村奨学財団及びM・Nホールディングスは本公開買付けに応募せず本株式併合（及び第2回株式併合が行われる場合には第2回株式併合）後も当社の株主として残存することが予定されているが、公開買付者によれば、かかる違いを設ける理由は本公開買付けに応募の上再出資する場合の手の煩雑性及び資金効率の観点を検討した結果とのことであり、かかる説明に不合理な点は認められない。また、M・Nホールディングスは西村健氏の資産管理会社であり、本取引後も当社の経営方針に対して反対がなされることは見込まれないことから、同社が本取引後に当社の株主として残存することも不合理ではない。また、西村奨学財団は、南西アジア、東南アジア、東アジア諸国及び地域からの留学生及び招聘教員並びに国際相互理解の促進、国際交流に有用な日本人学生に対し、奨学金援助を行うことにより、より充実した勉学・教育及び研究を継続させることを目的とする財団であり、本取引後も現在と同様に西村奨学財団の事業を継続することが当社の関与する産業全体や教育文化の発展に寄与するものであること、また、公開買付者によれば、本取引後も、当社からの配当が再開されるまでの間、西村元延氏やCVCファンドから代替する原資を確保することにより西村奨学財団が公益財団法人としての事業を継続することが可能となることを見込まれるとのことであるため、本取引後も当社の経営方針に対して反対がなされることは見込まれないことから、同財団が本取引後に当社の株主として残存することも不合理ではない。

また、公開買付者によれば、本再出資等における公開買付者親会社の株式1株当たりの対価を決定する前提となる当社株式の評価は、公開買付価格の均一性規制（金融商品取引法第27条の2第3項）の趣旨に抵触しないよう、本公開買付価格と同一の価格である1,960円（但し、本スクイーズアウト手続として実施する本株式併合における当社株式の併合の割合に基づき形式的な調整を行う予定とのことである。）とする予定とのことであり、本再出資等について、西村家株主に対し一般株主よりも有利な経済的利益を与えるものとは認められず、特段不合理な点は認められない。

さらに、CVCから説明を受けた内容によれば、本株主間契約の内容は、同種の取引において締結される株主間契約に一般的に規定される内容であり、その内容について特段不合理な点は認められない。

加えて、買収対価の種類について、そもそも金銭は、流動性が高く投資回収の方法として妥当であるため、対価を金銭とすること自体が少数株主の不利益となる理由はない。したがって、買収対価の種類についても合理性があると考えられる。

よって、本取引の方法に不合理な点は認められない。

#### e. 小括

以上のとおり、(a)(i)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プルータス・コンサルティング及び大和証券作成の各株式価値算定書において DCF 法による株式価値算定の基礎となった本事業計画の作成経緯に公正性を疑わせる事情は見当たらず、また、その内容は、その前提条件、作成経緯及び当社の現状に照らして合理的であると認められること、(ii)当該各株式価値算定書の算定方法及び算定内容には、特段不合理な点は認められず、現在の実務に照らして妥当なものであると考えられるところ、本公開買付価格は、本株式価値算定書（大和証券）における市場株価法に基づく算定結果のレンジの上限を上回る価格であり、かつ、DCF 法の算定結果のレンジ内にあること、本株式価値算定書（プルータス・コンサルティング）における市場株価法に基づく算定結果のレンジの上限を上回る価格であり、かつ、DCF 法の算定結果のレンジ内にあること、(iii)本公開買付価格についてプルータス・コンサルティングから本特別委員会に対し本フェアネス・オピニオンが提出されていること、(iv)本公開買付価格のプレミアム水準は、類似事例プレミアム水準と比較すると、必ずしも高い水準にあるとまではいえないものの、当社株式の終値は本公開買付けの公表日の前営業日である 2025 年 9 月 9 日までの過去 6 ヶ月において 1,311 円から 1,503 円まで 14.65%上昇しており、当社株式の株価が上昇局面にあることを考慮すると当社株式の直近の株価のみで検討するよりもより長期間の平均値を考慮して検討することは不合理とはいえず、当該各事例における直近 6 ヶ月間の終値の単純平均値に対するプレミアム水準の中央値に照らした本公開買付価格のプレミアム水準について、遜色ない水準であると判断できること、及び (v)本公開買付価格は、公開買付者らとの間で価格交渉を行い、かかる交渉の結果として当初提案から複数回にわたり相当程度の価格の引き上げが実現されたものであることを総合的に勘案すれば、本公開買付価格は公正な価格であると考えられること、並びに(b)本取引の方法に不合理な点は認められないことに照らし、当社の一般株主の利益を図る観点から、本取引の取引条件の公正性は確保されていると考える。

### (3) 本取引に係る手続の公正性

#### a. 独立した特別委員会の設置

当社は、本公開買付けがいわゆるマネジメント・バイアウト（MBO）に該当する本取引の一環として行われるものであり、構造的な利益相反の問題及び情報の非対称性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、本公開買付けに係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、公開買付者ら及び当社のいずれからも独立した特別委員会設置に向けた準備を開始した。

当社は、森・濱田松本法律事務所の助言を得つつ、本特別委員会の委員の候補となる当社の社外取締役及び社外監査役の独立性及び適格性について確認を行うとともに、公開買付者ら及び当社のいずれからも独立性を有すること、及び本取引の成否に関して一般株主とは異なる重要な利害関係を有していないことについても確認を行った。そして、当社は、森・濱田松本法律事務所の助言も得つつ、本特別委員会全体としての知識・経験・能力のバランスを確保しつつ適正な規模をもって本特別委員会を構成するべく、当社社外取締役3名及び社外監査役2名（当社の社外取締役である谷井等、伊藤麻美、原田哲郎の3名及び社外監査役である森幹晴、田中基博の2名の計5名）を本特別委員会の委員の候補として選定した。

その上で、当社は、上記第3の2.(2)に記載のとおり、2025年3月6日開催の取締役会により、谷井等、伊藤麻美、原田哲郎、森幹晴及び田中基博の5名によって構成される本特別委員会を設置する旨を決議し、本特別委員会に対して本委嘱事項を委嘱した。

また、本特別委員会への委嘱にあたり、当社取締役会は、特別委員会の判断内容を最大限尊重して本取引に関する意思決定を行うこととし、特別委員会が本取引の実施又は本取引の取引条件が妥当でないと判断した場合には、当社取締役会は本取引の承認をしないこととしている。同時に、本特別委員会に対して、(a)本取引の相手方又は本取引に代替する取引の提案者との間で取引条件等についての交渉（当社の役職員やアドバイザー等（以下に定義する。）を通じた間接的な交渉を含む。）を行うこと、(b)本委嘱事項について検討するに当たり、必要に応じ、特別委員会の財務のアドバイザー若しくは第三者算定機関及び法務のアドバイザー（以下「アドバイザー等」という。）を選任又は指名すること（この場合の費用は当社が負担する。）、又は当社のアドバイザー等を指名し、若しくは承認（事後承認を含む。）すること（なお、特別委員会は、当社のアドバイザー等を信頼して専門的助言を求めることができる）と判断した場合には、当社のアドバイザー等に対して専門的助言を求めることができる。）、(c)特別委員会が必要と認める者に特別委員会への出席を要求し、必要な情報について説明を求めること、(d)当社グループの役職員から本取引又は代替的選択肢に関する検討及び判断に合理的に必要な情報を受領すること、(e)その他本取引又は代替的選択肢に関する検討及び判断に際して必要と特別委員会が認める事項についての権限を付与することを決議した。

加えて、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、本特別委員会の実施期間において、それぞれ固定報酬を支払うこととしており、本取引の成立等を条件とする成功報酬は採用していないことから、本特別委員会の各委員の公開買付者ら及び当社からの独立性及び本取引の成否からの独立性は確保されているといえる。

したがって、本特別委員会は、独立した立場から一般株主の利益を保護すべく適

正な構成とされているといえ、また、当社取締役会が、本特別委員会の判断内容を最大限尊重して意思決定を行う仕組みが担保されており、さらに、本特別委員会が有効に機能するために必要な権限等が付与されているものと考えられる。

## **b. 外部専門家の独立した専門的助言等の取得**

### **(a) 当社における独立した第三者算定機関による株式価値算定書の取得**

当社は、本公開買付けに関する意見表明を行うにあたり、公開買付者らから提示された本公開買付価格に対する意思決定の過程における公正性を担保するために、当社及び公開買付者らから独立したファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関として、大和証券に当社株式の株式価値の算定を依頼し、2025年9月9日付で本株式価値算定書（大和証券）を取得した。なお、当社及び公開買付者らにおいて、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を実施していることに加え、本特別委員会より、本特別委員会におけるファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関であるプルータス・コンサルティングによる本フェアネス・オピニオンの提出を受けていることから、当社は、大和証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）は取得していない。また、大和証券は、当社及び公開買付者らの関連当事者には該当せず、本公開買付けを含む本取引に関して重要な利害関係を有していない。

なお、本取引に係る大和証券に対する報酬には、本取引の成立等を条件に支払われる成功報酬が含まれている。当社は、同種の取引における一般的な実務慣行を勘案すれば、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大和証券を当社のファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関として選任している。また、本特別委員会は、大和証券の独立性及び適格性に問題がないことを確認した上で、当社のファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関とすることについて承認している。なお、大和証券に対する報酬に成功報酬が含まれている点については、かかる報酬体系は本取引の成立に向けたインセンティブとなり得るが、同種の取引における一般的な実務慣行のほか、本取引の成否が不透明な中において、報酬体系を固定報酬のみとするよりも、むしろ報酬の一部を成功報酬とする方が当社の金銭的負担の観点からも望ましいと考えられること等から、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できる。

### **(b) 当社における独立した法律事務所からの助言**

当社は、本公開買付けを含む本取引に係る当社取締役会の意思決定の過程における公正性及び適正性を確保するために、当社及び公開買付者らから独立したり

ーガル・アドバイザーとして森・濱田松本法律事務所を選任し、同事務所から、本取引に関する諸手続を含む当社取締役会の意思決定の方法及び過程その他の留意点について、必要な法的助言を受けている。

なお、森・濱田松本法律事務所は、当社及び公開買付者らの関連当事者には該当せず、本公開買付けを含む本取引に関して重要な利害関係を有していない。また、森・濱田松本法律事務所の報酬は、本取引の成否にかかわらず、稼働時間に時間単価を乗じて算出するものとされており、本取引の成立を条件とする成功報酬は含まれていない。

また、本特別委員会は、森・濱田松本法律事務所の独立性及び適格性に問題がないことを確認した上で、当社のリーガル・アドバイザーとすることについて承認している。

#### **(c) 本特別委員会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及びフェアネス・オピニオンの取得**

本特別委員会は、本委嘱事項について検討するにあたり、本公開買付価格を含む取引条件の公正性を確保するために、当社及び公開買付者らから独立した独自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プルータス・コンサルティングに対し、当社株式の株式価値の算定及び本公開買付価格の財務的観点からの公正性についての意見表明を依頼し、2025年9月9日付で、本株式価値算定書（プルータス・コンサルティング）及び本フェアネス・オピニオンを取得した。

プルータス・コンサルティングは、当社及び公開買付者らの関連当事者には該当せず、本公開買付けを含む本取引に関して重要な利害関係を有していない。また、本取引に関するプルータス・コンサルティングの報酬は、本取引の成否にかかわらず支払われる固定報酬及び稼働時間に時間単価を乗じて算出する方式であり、本公開買付けを含む本取引の成立等を条件に支払われる成功報酬は含まれていない。また、本特別委員会は、2025年3月19日に、プルータス・コンサルティングについて、その独立性及び適格性に問題がないことを確認した上で、独自のファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関として選任している。

#### **c. 当社における独立した社内検討体制の構築**

上記第3の2.(1)のとおり、当社は、公開買付者らから独立した立場で、当社の企業価値の向上及び当社の一般株主の皆様の利益の確保の観点から本取引に係る検討、交渉及び判断を行うことができる体制を当社の社内に構築した。具体的には、当社は、2025年2月20日に、西村元延氏及び西村健氏並びにCVCから、初期的意向表明書を受領した後、本取引に関する検討（当社株式の価値算定の基礎となる事業計画の作成を含む。）並びに本特別委員会とともに公開買付者らとの協議及び交渉を行

うため、いずれも公開買付者らからの独立性が認められる当社の取締役である小芝信一郎氏及び渡辺浩一氏の2名、並びに当社の従業員6名により構成されるプロジェクトチームを設置し、本日に至るまでかかる取扱いを継続している。

かかる取扱いを含めて、当社の検討体制、具体的には本取引に係る検討、交渉及び判断に関与する役職員の範囲及びその職務（当社の株式価値の評価の基礎となる本事業計画の作成など高い独立性が求められる職務を含む。）は森・濱田松本法律事務所の助言を踏まえたものであり、独立性・公正性の観点から問題がないことについては、本特別委員会の承認を得ている。

したがって、当社における独立した社内検討体制は、適切に構築されており、また、有効に機能していたものと評価できる。

**d. 利害関係を有する取締役の取締役会における審議・決議及び本取引の検討・交渉過程からの除外**

西村元延氏及び西村健氏は、これまでの全ての本取引に関する当社取締役会の議案において、その審議及び決議には一切参加しておらず、2025年9月10日に開催予定の本公開買付けに対する意見表明を審議する当社取締役会についてもその審議及び決議に両氏を関与させない予定である。また、両氏はこれまでも本取引に関して当社の立場において公開買付者らとの協議及び交渉に一切参加していない。

**e. 他の買収者による買収提案の機会の確保（マーケット・チェック）**

当社は、公開買付者らとの間で、当社が公開買付者ら以外の買収提案者（以下「対抗的買収提案者」という。）と接触することを禁止するような取引保護条項を含む合意等、対抗的買収提案者が当社との間で接触することを制限するような内容の合意は一切行っておらず、対抗的な買付け等の機会を妨げないこととしている。

公開買付者は、本公開買付けにおける買付期間について、法令に定められた最短期間が20営業日であるところ、比較的長期間である30営業日とする予定とのことである。公開買付期間を法令に定められた最短期間に照らして比較的長期に設定することにより、当社の株主に本公開買付けに対する応募について適切な判断機会を確保しつつ、公開買付者ら以外の者にも対抗的な買付け等を行う機会を確保していることから、間接的なマーケット・チェックが行われていると認められる。

一方、当社は、市場における潜在的な買収者の有無を調査する積極的なマーケット・チェック（本取引の公表前における入札手続等を含む。）は行っていない。しかし、情報管理の観点等からその実施は容易ではない上、本公開買付けを含む本取引では充実した公正性担保措置が取られ、公正な手続を通じた当社の株主の利益への十分な配慮がなされていると評価できる。

よって、本取引において、積極的なマーケット・チェックを行っていないことを

もって、本公開買付けにおける手続の公正性を損なうものではないと考えられる。

#### f. マジョリティ・オブ・マイノリティ条件の設定

公開買付者は、本公開買付けにおいて、買付予定数の下限を 25,285,200 株（所有割合：56.02%）に設定する予定とのことである<sup>3</sup>。

かかる買付予定数の下限は、当社が 2025 年 8 月 7 日に公表した「2026 年 3 月期第 1 四半期決算短信〔日本基準〕（連結）」（以下「2026 年 3 月期第 1 四半期決算短信」という。）に記載された 2025 年 6 月 30 日現在の当社の発行済株式総数(48,269,212 株) から、2026 年 3 月期第 1 四半期決算短信に記載された同日現在の当社が所有する自己株式数 (3,131,990 株)、応募合意株式数 (1,033,110 株) 及び不応募合意株式数 (4,670,000 株) を控除した株式数 (39,434,112 株) の過半数に相当する株式数 (19,717,057 株) に、応募合意株式数を加算した株式数 (20,750,167 株) を上回るよう設定されている。すなわち、公開買付者らと利害関係を有しない当社の株主が所有する当社株式の過半数の賛同が得られない場合には本公開買付けは成立せず、当社の少数株主の意思を重視した設定となっており、いわゆる「マジョリティ・オブ・マイノリティ」(Majority of Minority) の条件を満たしている。

#### g. 適切な情報開示

本特別委員会は、大和証券及び森・濱田松本法律事務所から、複数回、本意見表明プレスのドラフトを含む本公開買付けに関する開示書類のドラフトの内容について説明を受け、その内容を確認した。

そして、これらのドラフトでは、本特別委員会に関する情報として、(i)委員の独立性や適格性、(ii)本特別委員会に付与された権限の内容、(iii)本特別委員会における検討経緯、公開買付者らとの取引条件の交渉過程への関与状況、(iv)本取引の是非、取引条件の妥当性や手続の公正性についての本特別委員会の判断の根拠・理由の概要を含む本答申書の内容、(v)委員の報酬体系、(vi)本取引を実施するに至った経緯、(vii)当社と公開買付者らとの間で行われた取引条件等に関する協議・交渉の具体的な経緯等に関して充実した情報開示が予定されている。

また、これらのドラフトでは、当社及び本特別委員会が取得した本株式価値算定書（大和証券）及び本株式価値算定書（プルータス・コンサルティング）の算定方法及び内容（算定において基礎とした本事業計画の内容を含む。）に関する情報並びに本フェアネス・オピニオンに関する情報等について充実した情報開示がなされる

---

<sup>3</sup> 買付予定数の下限は、現時点の情報に依拠する暫定的な数であり、同時点以後の当社が所有する自己株式数の変動等により、本公開買付けにおける実際の買付予定数の下限が上記の数字と異なる可能性があるとのことであり、本公開買付けの開始前に、本公開買付けの開始時点において入手可能な情報を踏まえ、最終的な買付予定数の下限を決定する予定とのことである。

予定となっている。

かかる充実した開示は、本取引に関する情報の非対称性を緩和し、一般株主に十分な情報に基づく適切な判断機会を確保するものであるといえる。

また、上記各ドラフトの内容は、金融商品取引法令及び東京証券取引所の適時開示基準に準拠し、かつ、近時のベストプラクティスをも適切に考慮したものになっていると考えられ、各当事者は、それぞれのリーガル・アドバイザーからの助言を得て適切な開示を行う予定とのことである。

#### **h. スクイズアウト手続の適法性の確保・強圧性の排除**

本取引では、公開買付者が当社株式の全てを取得することが前提とされているところ、本公開買付において公開買付者が当社株式の全てを取得できなかった場合には、本公開買付けの決済の完了後速やかに本スクイズアウト手続が行われる予定であり、当社の株主に対して株式買取請求権が確保されない手法は採用されないこと、また、一般株主が本公開買付け又は本公開買付けの成立後に行われる本スクイズアウト手続のいずれによって対価を得たとしても、本公開買付価格に当該一般株主が所有していた当社株式の数（第2回株式併合が行われる場合、第2回株式併合においては、本株式併合における当社株式の併合の割合に基づく形式的な調整を行う予定とのことである。また、本株式併合によって端数となった部分を除くとのことである。）を乗じた価格と同額の対価を得ることが確保される予定であり、その旨が意見表明プレスのドラフトを含む本公開買付けに関する開示書類において開示される予定であることから、本取引については強圧性の問題が生じないように配慮の上、スクイズアウト手続の適法性も確保されているといえる。

#### **i. 公正性を疑わせるその他の事情の不存在**

上記第3の2.(5)記載のとおり、CVCからは、本取引のためのビジネス・デュー・ディリジェンスを実施する外部専門機関として、当社が収益改善の取組のために起用しているコンサルタント会社（なお、当社は本取引のプロセスにおいて同社を起用していない。）を起用したい旨の希望が提示されたが、本特別委員会は、本取引の公正性に疑義を生じさせることがないよう、デュー・ディリジェンスの開始に先立ち、CVCに対し、同社を外部専門機関として起用しないよう要請し、CVCから、当該要請を受けて同社を外部専門機関として起用しないこととしたとの連絡を受けた。この点を含め、本取引に係る協議、検討及び交渉の過程において、当社が公開買付者らより不当な影響を受けたことを推認させる事実は認められない。

#### **j. 小括**

以上の点を検討の上、本特別委員会は、本取引に係る取引条件の公正性を担保す

るための手続として十分な公正性担保措置が実施されており、当社の一般株主の利益を図る観点から、本取引の手続には公正性が認められると考える。

#### (4) 結論

上記(1)のとおり、本取引は当社の企業価値の向上に資するとの当社の判断は合理的であると認められる。また、上記(2)のとおり、本公開買付価格を含む本取引の取引条件の公正性は確保されており、上記(3)のとおり、公正な手続も履践されていることから、当社の一般株主の利益への十分な配慮がなされているものと認められる。

したがって、本特別委員会は、当社取締役会が、本公開買付けについて賛同するとともに、当社の株主に対して本公開買付けへの応募を推奨するべきであると考えている。

### 3. 本委嘱事項②について

上記 2.(4)に記載のとおり、本取引は当社の企業価値の向上に資するとの当社の判断は合理的であると認められ、当社の一般株主の利益を図る観点から、取引条件の公正性及び手続の公正性も認められる。

したがって、本取引は、当社の一般株主にとって公正なものであると考える。

## 第5 前提事項

本特別委員会が第三者（公開買付者らを含む。以下同じ。）による利用に同意したか否かにかかわらず、当社による本答申書の利用に関し、本特別委員会は、第三者に対して一切の責任を負わない。また、本答申は、専ら、公開買付者らと当社の間で行われた本取引の実施や本公開買付価格の交渉に関する一連の資料その他の本特別委員会において配布された各種資料（以下「本検討書類」という。）及び本特別委員会によるヒアリングの結果のみを踏まえた検討の結果に基づくものであり、本答申書に明示的に記載されている場合を除き、本特別委員会による独自の資料収集はしていない。また、本特別委員会における検討に際しては、下記の事項を前提としている。

- ① 公開買付者ら自ら若しくは公開買付者らの役職員又はそれらの代理人が、本取引の交渉過程及び意思決定過程の手続に当社側で関与していないこと。
- ② 本検討書類に記載された情報及び本特別委員会によるヒアリングの過程で得られた情報は、重要な点において、全て真実かつ正確であり、虚偽や誤りは存せず、また、不正確な事実又は誤解を生じさせるような情報を含んでいないこと。
- ③ 本検討書類に記載された情報及び本特別委員会によるヒアリングの過程で得られた情報以外に、本取引について誤解を生じさせないようにするために必要となる重要な情報又は本答申書の結論に影響を及ぼしうる重要な情報は存在しないこと。
- ④ 提出を受けた本検討書類のうち提出日時点におけるドラフトとして提出された書類

について、それらの最終版において、本答申書の結論に影響を及ぼしうる変更がなされないこと。

- ⑤ 本公開買付価格の算定の基礎となった資料は、重要な点において、全て真実かつ正確であり、虚偽や誤りが存しないこと。

また、本公開買付けについては、本クリアランスの取得に関する必要な手続及び対応に一定期間を要することが見込まれているとのことであり、本公開買付けの開始までの期間において、当社の市場株価その他の本取引の前提若しくはその条件等に重要な変更が生じ、別途の考慮を要する可能性がある。そのため、本答申は、本答申書作成時点の状況を前提としたものである。

以上

2025年9月10日

各 位

会 社 名	株 式 会 社 マ ン ダ ム
代 表 者 名	代表取締役社長執行役員 西村 健 (コード：4917、東証プライム市場)
問 合 せ 先	CFO 澤田 正典 (TEL. 06-6767-5020)
会 社 名	カロンホールディングス株式会社
代 表 者 名	代表取締役 杵山 幸功

カロンホールディングス株式会社による株式会社マンダム（証券コード：4917）の株券等  
に対する公開買付けの開始予定に関するお知らせ

カロンホールディングス株式会社は、本日、株式会社マンダムの株券等を、別添のとおり公開買付けにより取得することを決定いたしましたので、お知らせいたします。

以 上

本資料は、カロンホールディングス株式会社（公開買付者）が、株式会社マンダム（公開買付けの対象者）に行った要請に基づき、金融商品取引法施行令第30条第1項第4号に基づいて公表を行うものです。

(添付資料)

2025年9月10日付「株式会社マンダム（証券コード：4917）の株券等に対する公開買付けの開始予定に関するお知らせ」

2025年9月10日

各位

会社名 カロンホールディングス株式会社  
代表者名 代表取締役 杵山 幸功

### 株式会社マンダム（証券コード：4917）の株券等に対する公開買付けの開始予定に関するお知らせ

カロンホールディングス株式会社（以下「公開買付者」といいます。）は、本日、株式会社東京証券取引所（以下「東京証券取引所」といいます。）のプライム市場（以下「東京証券取引所プライム市場」といいます。）に上場している株式会社マンダム（証券コード：4917、以下「対象者」といいます。）の普通株式（以下「対象者株式」といいます。）を非公開化することを目的とした一連の取引（以下「本取引」といいます。）の一環として、金融商品取引法（昭和23年法律第25号。その後の改正を含みます。以下「法」といいます。）による公開買付け（以下「本公開買付け」といいます。）を実施することを決定いたしましたので、以下のとおりお知らせいたします。

本公開買付けについては、日本及びベトナムにおける競争法に基づく許認可等（以下「本クリアランス」といいます。）（注1）の取得に関する必要な手続及び対応に一定期間を要することが見込まれております（注2）。そのため、公開買付者は、本クリアランスの取得が完了し、又は完了が合理的に見込まれていることその他一定の条件（注3）（以下「本前提条件」といいます。）が充足された場合又は公開買付者により放棄された場合に、本公開買付けを速やかに開始することを予定しております。本日現在、公開買付者は、本クリアランスに関する法的助言を行う国内外の法律事務所との協議を踏まえ、2025年9月下旬を目途に本公開買付けを開始することを目指しておりますが、特にベトナムにおける競争法のクリアランスに係る手続を所管する当局における手続及び対応に要する期間を正確に予測することが困難であるため、本公開買付けの具体的なスケジュールについては、決定次第速やかにお知らせいたします。また、本公開買付けの開始の見込み時期が変更になった場合には、速やかにお知らせいたします。

（注1）公開買付者は、現時点までの検討において、本公開買付けの開始に先立ち、日本及びベトナムにおける競争法に基づく手続及び対応が必要になると考えておりますが、今後、対象者の事業又は資産に関する事実関係の更なる確認や関係当局の見解により、手続及び対応の要否の判断に変更が生じる可能性があります。

（注2）公開買付者は、ベトナムの競争法に基づき、ベトナム国家競争委員会に対し、公開買付者による対象者株式の取得（以下「本株式取得」といいます。）の前に、本株式取得に関する事前届出を行う必要があります。ベトナム国家競争委員会によって当該届出が受理された日から一定の審査期間（初期的審査は30日ですが、正式審査に入った場合には少なくとも90日間の審査期間（60日間さらに延長される可能性があります。）に加え、ベトナム国家競争委員会は正式審査期間中に2回まで質問票を送付することができ、当該質問票を受領した場合には審査期間がさらに延びる可能性があります。）が定められており、ベトナム国家競争委員会が本株式取得を承認したときは、公開買付者は、本株式取得を実行することができます。

公開買付者は、本株式取得についての事前届出を2025年8月13日（現地時間）付でベトナム国家競争委員会に提出し、ベトナム国家競争委員会からの質疑応答への対応をした上で、2025年9月22日（現地時間）頃までにベトナム国家競争委員会によって受理される見込みです。そのため、ベトナム国家競争委員会によって行われる初期的審査に必要となる30日が経過し本株式取得に関する承認を取得できるのは、2025年10月22日（現地時間）頃となる見込みです。なお、上記のとおり、本件においては初期的審査によって審査が完了する見込みですが、仮に審査が完了せず、第2段階の審査に移行した場合は、ベトナム国家競争委員会によって本件が公表されることになるため、予告公表を実

施しております。

加えて、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、本株式取得に関する計画を予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（同法第 17 条の 2 第 1 項。以下「排除措置命令」といいます。）。公正取引委員会は、排除措置命令をしようとするときは、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。）、事前届出に係る株式取得に対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（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とした場合、その旨の通知をするものとされており（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、本日時点で事前届出の実施は未了であるものの、届出に向けた準備が整い次第速やかに事前届出を行う予定です。

(注 3) 本公開買付けについては、以下の本前提条件が充足された場合又は公開買付者により放棄された場合に、速やかに開始することを予定しております。

- ① 本クリアランスの取得（注 4）が完了し、又は完了が合理的に見込まれていること
- ② 対象者取締役会において、本公開買付けへの賛同の意見表明及び対象者の株主に対して本公開買付けへの応募を推奨する旨の決議がなされ、本公開買付けの開始時点においてもそれが変更、追加又は修正されず有効であること
- ③ 本取引の検討を行った本特別委員会（下記「2. 買付け等の概要」の「(4) 買付け等の価格の算定根拠等」の「② 算定の経緯」の「(本公開買付け価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置)」の「③ 対象者における独立した特別委員会の設置及び答申書の取得」において定義します。以下同じです。）が、対象者取締役会に対して、本公開買付けに賛同すること、対象者の株主に対して本公開買付けへの応募を推奨すること及び本取引を行うことについて、肯定的な内容の答申を行い、本公開買付けの開始時点においても当該答申の内容が変更、追加又は修正されず有効であること
- ④ 本取引基本契約（下記「1. 買付け等の目的等」の「(1) 本公開買付けの概要」において定義します。以下同じです。）及び本株主間契約（下記「1. 買付け等の目的等」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「③ 本公開買付け後の経営方針」において定義します。以下同じです。）が有効に存続しており、かつ、本取引基本契約及び本株主間契約に定める解除事由（注 5）が生じていないこと
- ⑤ 本取引のいずれかが法令等に違反するものではなく、また、司法・行政機関等に対して、本取引のいずれかを制限又は禁止することを求める旨のいかなる申立て、訴訟又は手続も係属しておらず、本取引のいずれかを制限又は禁止する旨のいかなる司法・行政機関等の判断等も存在しておらず、かつ、その具体的なおそれもないこと
- ⑥ 対象者に係る業務等に関する重要事実（法第 166 条第 2 項に定めるものをいいます。）で対象者が

公表（同条第4項に定める意味を有します。）していないもの、又は、対象者の株券等の公開買付け等の実施に関する事実及び中止に関する事実（法第167条第2項に定める意味を有します。）で公表（同条第4項に定める意味を有します。）されていないものが存在しないこと

- ⑦ 法第27条の11第1項ただし書に定める対象者又はその子会社の業務又は財産に関する重要な変更その他の本公開買付けの目的の達成に重大な支障となる事情が生じていないこと（注6）
- ⑧ 対象者若しくはその子会社の事業、資産、負債、財政状態、経営状態若しくはキャッシュ・フロー、又は本取引の実行に対する重大な悪影響又はかかる悪影響を与える事由若しくは事象、又は国内外の株式市況その他の市場環境、金融環境及び経済環境の重大な変化が生じていないこと、その他公開買付けの本公開買付けを開始する判断に重要な影響を与えると合理的に認められる事象が生じていないこと
- ⑨ 公開買付け者が、株式会社三菱UFJ銀行（以下「三菱UFJ銀行」といいます。）から、本取引の実行に必要な資金の調達を約するコミットメントレターを受領しており、かつ当該コミットメントレターが本公開買付けの開始日までに撤回されておらず、また、本公開買付けが成立した場合、当該コミットメントレターに規定された各引受条件がいずれも充足し、当該資金調達が実行されることが合理的に見込まれること

（注4）日本及びベトナムにおける競争法上の届出に係る承認又は待機期間の満了をいいます。

（注5）(i) 西村家株主（下記「1. 買付け等の目的等」の「(1) 本公開買付けの概要」において定義します。以下同じです。）の表明及び保証の重大な違反が存在する場合、(ii) 西村家株主の重大な義務の違反が存在する場合、又は (iii) 公開買付け者の責めに帰すべからざる事由により本公開買付けが2025年11月15日までに開始されない場合に限り、本取引基本契約及び本株主間契約の詳細は、下記「1. 買付け等の目的等」の「(3) 本公開買付けに関する重要な合意」の「① 本取引基本契約」及び「② 本株主間契約」をご参照ください。

（注6）(i) 金融商品取引法施行令（昭和40年政令第321号。その後の改正を含みます。以下「令」といいます。）第14条第1項第1号ネに定める「イからツまでに掲げる事項に準ずる事項」として、対象者の業務執行を決定する機関が、本決済開始日（下記「1. 買付け等の目的等」の「(1) 本公開買付けの概要」において定義します。以下同じです。）前を基準日とする剰余金の配当（株主に交付される金銭その他の財産の額が、対象者が2025年6月23日に提出した第108期有価証券報告書（以下「本有価証券報告書」といいます。）に記載された純資産の帳簿価額の10%に相当する額未満であると見込まれるものを除きます。）を行うことについての決定をした場合（具体的な剰余金の配当の額を示さずに、本決済開始日前を剰余金の配当の基準日とする旨を決定した場合を含みます。）又は上記配当を行う旨の議案を対象者の株主総会に付議することを決定した場合、及び対象者の業務執行を決定する機関が、自己株式の取得（株式を取得するのと引換えに交付する金銭その他の財産の額が、本有価証券報告書に記載された純資産の帳簿価額の10%に相当する額未満であると見込まれるものを除きます。）を行うことについての決定をした場合、(ii) 令第14条第1項第3号ヌに定める「イからリまでに掲げる事実」に準ずる事実」として、(a) 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、公開買付け者が当該虚偽記載等があることを知らなかった場合、(b) 対象者の重要な子会社に同号イ乃至トに掲げる事実が発生した場合を含みます。

## 1. 買付け等の目的等

### (1) 本公開買付けの概要

公開買付け者は、本日現在、CVC Capital Partners plcの子会社（以下CVC Capital Partners plc及びその子会社を「CVC」と総称します。）が助言を提供するファンド（以下「CVCファンド」といいます。）又はそのGeneral Partnersにより発行済株式の全てを間接的に所有されているカロンJグループホールディングス株式会社（以下「公開買付け親会社」といいます。）の完全子会社であり、対象者株式を所有し、

対象者の事業活動を支配及び管理することを主たる目的として2025年7月23日に設立された株式会社です。本日現在、CVC、CVCファンド、公開買付者親会社及び公開買付者は、対象者株式を所有していません。

CVCは、1981年に創業し、2025年6月時点において、全世界30拠点を展開、グローバルに総額約2,020億ユーロ（約35兆円）の資産を運用する、国際的なプライベート・エクイティ（主に未公開株式への投資を行う投資会社）です。同月時点のCVCファンドの未公開株式の投資先はグローバルで140社を超えており、同月時点のこれらの企業の従業員数の合計は60万人を超え、また、売上高の合計は約1,680億ユーロ（約30兆円）という規模を有しております。CVCは、アジアにおける地域ネットワークを有するプライベート・エクイティとして、1999年よりアジアで活動しており、日本においても2003年に拠点を開設し、CVCファンドは、2025年8月時点において14件の投資実績を有しております。具体的には、CVCファンドは、日本においては、株式会社テクノプロ、アルテリア・ネットワークス株式会社、HITOWAホールディングス株式会社、株式会社りらく、株式会社ファイントゥデイ、株式会社トライグループ、総合メディカルグループ株式会社、株式会社マクロミル等に対する投資実績を有しております。

今般、公開買付者は、本前提条件が充足されていること又は公開買付者により放棄されていることを条件として、東京証券取引所プライム市場に上場している対象者株式の全て（ただし、2025年9月10日時点において、譲渡制限付株式報酬として対象者の取締役（社外取締役を除きます。以下「対象者取締役」といいます。）及び対象者の取締役を兼務しない執行役員（対象者の取締役を兼務しないCxOを含みます。）に付与された対象者の譲渡制限付株式（以下「本譲渡制限付株式」といいます。）を含み、対象者が所有する自己株式及び不応募合意株式（以下に定義します。）を除きます。以下同じです。）を取得することにより、本取引の一環として、本公開買付けを実施することを決定いたしました。

本公開買付けは、対象者の創業家一族であり、対象者の代表取締役会長である西村元延氏（以下「西村元延氏」といいます。）及び対象者の創業家一族であり、対象者の代表取締役社長執行役員である西村健氏（以下「西村健氏」といいます。）との協議に基づいて、公開買付者が実施するものであり、いわゆるマネジメント・バイアウト（MBO）（注1）に該当いたします。西村元延氏及び西村健氏は、本取引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ます。

（注1）「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の依頼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、2025年9月10日付で、対象者の代表取締役会長であり、第6位株主（2025年3月31日時点。以下株主の順位の記載について同じです。）である西村元延氏、対象者の代表取締役社長執行役員である西村健氏、西村元延氏が代表理事を務め、対象者の第2位株主である公益財団法人西村奨学財団（以下「西村奨学財団」といいます。西村奨学財団の概要は下記（注6）をご参照ください。）及び西村健氏の資産管理会社であり、対象者の第5位株主であるM・Nホールディングス株式会社（以下「M・Nホールディングス」といい、以下西村元延氏、西村健氏、西村奨学財団及びM・Nホールディングスを「西村家株主」と総称します。）との間で取引基本契約（以下「本取引基本契約」といいます。）を締結し、①（i）西村元延氏が所有する対象者株式（所有株式数：933,020株、所有割合（注2）：2.07%）（ただし、本譲渡制限付株式（45,500株）を除きます。）の全て、及び（ii）西村健氏が所有する対象者株式（所有株式数：100,090株、所有割合：0.22%）（ただし、本譲渡制限付株式（47,800株）を除きます。）の全て（所有株式数の合計：1,033,110株、所有割合の合計：2.29%、以下「応募合意株式」といいます。また、西村元延氏及び西村健氏を「応募合意株主」と総称します。）を本公開買付けに応募すること、並びに②（i）西村奨学財団が所有する対象者株式（所有株式数：3,600,000株、所有割合：7.98%）の全て、及び（ii）M・Nホールディングスが所有する対象者株式（所有株式数：1,070,000株、所有割合：2.37%）の全て（所有株式数の合計：4,670,000株、所有割合の合計：10.35%、以下「不応募合意株式」といいます。また、西村奨学財団及びM・Nホールディングスを「不応募合意株主」と総称します。）を本公開買付けに応募しないこと、及び本公開買付けの決済後に本スクイーズアウト手続（以下に定義します。以下同じです。）を行うために

必要な手続を実施すること（不応募合意株主による本臨時株主総会（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）」において定義します。以下同じです。）における賛成の議決権の行使を含みます。）等について合意しております。本取引基本契約の詳細については、下記「（3）本公開買付けに関する重要な合意」の「① 本取引基本契約」をご参照ください。

（注2）「所有割合」とは、対象者が2025年8月7日に公表した「2026年3月期 第1四半期決算短信〔日本基準〕（連結）」（以下「対象者決算短信」といいます。）に記載された2025年6月30日現在の対象者の発行済株式総数（48,269,212株）から、対象者決算短信に記載された同日現在の対象者が所有する自己株式数（3,131,990株）を控除した株式数（45,137,222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。以下、所有割合の計算において同じです。）をいいます。

公開買付者は、本公開買付けにおいて、25,285,200株（所有割合：56.02%）（注3）を買付予定数の下限と設定しており、本公開買付けに応募された株券等（以下「応募株券等」といいます。）の数の合計が買付予定数の下限に満たない場合は、応募株券等の全部の買付け等を行いません。他方、上記のとおり、公開買付者は、対象者株式の全てを取得することにより、対象者株式を非公開化することを企図しているため、買付予定数の上限は設定しておらず、応募株券等の数の合計が買付予定数の下限（25,285,200株）以上の場合、応募株券等の全部の買付け等を行います。

なお、買付予定数の下限（25,285,200株）については、本基準株式数（45,137,222株）に係る議決権の数（451,372個）に3分の2を乗じた数（300,915個（小数点以下切上げ））から、本譲渡制限付株式（281,400株）のうち対象者取締役が所有している株式数（136,300株）に係る議決権の数（1,363個）及び不応募合意株式（4,670,000株）に係る議決権の数（46,700個）を控除した数（252,852個）（注4）に、対象者の単元株式数（100株）を乗じた株式数（25,285,200株）としております。これは、本公開買付けにおいて、公開買付者は、対象者株式の全てを取得し対象者株式を非公開化することを目的としているところ、本株式併合（下記「（5）本公開買付け後の組織再編等の方針（いわゆる二段階買収に関する事項）」において定義します。以下同じです。）の手続を実施する際には、会社法（平成17年法律第86号。その後の改正を含みます。以下「会社法」といいます。）第309条第2項に規定する株主総会における特別決議が要件とされることを踏まえ、本取引の実施を確実に遂行すべく、本公開買付け後に公開買付者及び不応募合意株主が対象者の総株主の総議決権数の3分の2以上を所有することで、当該要件を満たすことができるように設定したものです。本公開買付けにおける買付予定数の下限とマジョリティ・オブ・マイノリティ（Majority of Minority）の関係に関しましては、下記「2. 買付け等の概要」の「（4）買付け等の価格の算定根拠等」の「② 算定の経緯」の「（本公開買付け価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置）」の「⑦ マジョリティ・オブ・マイノリティ（Majority of Minority）を上回る買付予定数の下限の設定」をご参照ください。

（注3）買付予定数の下限は、本日時点の情報に依拠する暫定的な数であり、同時点以後の対象者が所有する自己株式数の変動等により、本公開買付けにおける実際の買付予定数の下限が上記の数字と異なる可能性があります。本公開買付けの開始前に、本公開買付けの開始時点において入手可能な情報を踏まえ、最終的な買付予定数の下限を決定する予定です。

（注4）本譲渡制限付株式に関しては、譲渡制限が付されていることから、本公開買付けに応募することができませんが、対象者は、本日開催の取締役会において、現時点における対象者の意見として、本公開買付けが開始された場合には、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、本公開買付けに応募することを推奨する旨の決議をしており、当該決議に際しては、対象者取締役の全員が賛成の議決権を行使していることから、本公開買付けが成立した場合には対象者取締役の全員が本スクイーズアウト手続に賛同する見込みであると考えておりますので、買付予定数の下限を考慮するにあたって、本譲渡制限付株式のうち対象者取締役が所有している株式数に係る議決権の数を控除しております。

また、公開買付者は、本公開買付けにより対象者株式の全てを取得できなかった場合には、本公開買付けの成立後に、下記「(5) 本公開買付け後の組織再編等の方針（いわゆる二段階買収に関する事項）」に記載のとおり、対象者株式を非公開化するための一連の手続（以下「本スクイーズアウト手続」といいます。）を実施することを予定しております。

公開買付者は、本公開買付けが成立した場合、公開買付者親会社から本公開買付けに係る決済の開始日（以下「本決済開始日」といいます。）の前営業日までに270億円を限度として普通株式の第三者割当の方法により出資を受けるとともに、三菱UFJ銀行から本決済開始日の前営業日までに530億円を限度として融資（以下「本銀行融資」といいます。）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、三菱UFJ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、公開買付者親会社が所有する公開買付者株式及び公開買付者が本公開買付けにより取得する対象者株式が担保に供されることが予定されております。

さらに、公開買付者は、西村家株主との間で、本取引基本契約において、①応募合意株主が公開買付者親会社に出資（以下「本再出資」といいます。）し、また、②不応募合意株主が所有する対象者株式を公開買付者親会社の株式とすること等を目的として、公開買付者を吸収合併存続会社、対象者を吸収合併消滅会社とする吸収合併（以下「本合併」といいます。）、及び公開買付者親会社を株式交換完全親会社、本合併後の公開買付者を株式交換完全子会社とする株式交換（以下「本株式交換」といい、本合併及び本再出資と併せて「本再出資等」と総称します。）を実施することを確認しております（注5）。本再出資等は、本スクイーズアウト手続の完了後に行うことを想定しており、また、西村家株主が所有することとなる公開買付者親会社の議決権の割合の合計は総議決権の34%となることを想定しております。本再出資等を実施する理由は下記（注6）をご参照ください。なお、本再出資等における公開買付者親会社の株式1株当たりの対価を決定する前提となる対象者株式の評価は、公開買付価格の均一性規制（法第27条の2第3項）の趣旨に抵触しないよう、本公開買付けにおける買付け等の価格（以下「本公開買付価格」といいます。）と同一の価格である1,960円（ただし、本スクイーズアウト手続として実施する本株式併合における対象者株式の併合の割合に基づき形式的な調整を行う予定です。）とする予定です。

（注5）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、本株式併合後において、公開買付者及び不応募合意株主以外の株主（以下「多数保有株主」といいます。）が存在する場合は、対象者において有価証券報告書提出義務の免除を受けた後、公開買付者及び不応募合意株主は、本スクイーズアウト手続の一環として、対象者株式の貸株取引（以下「本貸株」といいます。）を行った上で、再度対象者株式の併合（以下「第2回株式併合」といいます。）を行うことを含む、対象者の株主を公開買付者及び不応募合意株主のみとするための手続を実施することを予定しております。

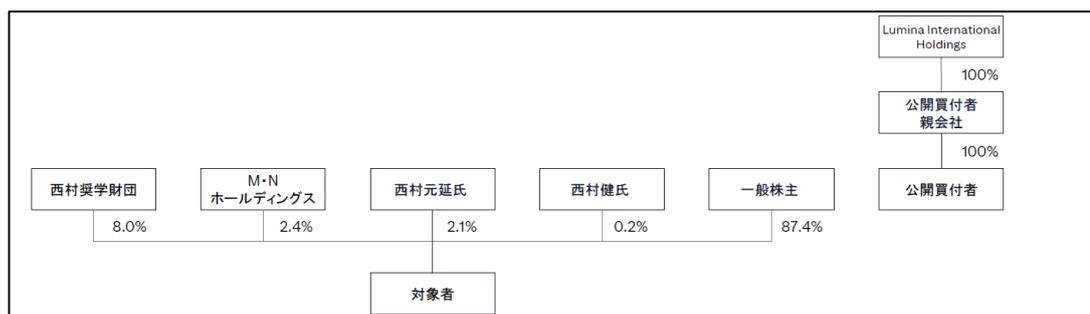
（注6）本再出資等を実施する理由は、下記「(2) 本公開買付けの実施を決定するに至った背景、目的及び意思決定の過程並びに本公開買付け後の経営方針」の「③ 本公開買付け後の経営方針」に記載のとおり、西村元延氏及び西村健氏は、本公開買付け成立後も引き続き対象者の事業成長に向けて経営全般に関わっていく予定である中、本取引後も、西村元延氏、西村健氏及び西村健氏の資産管理会社であるM・Nホールディングスが株主としての地位を存続することで、西村元延氏及び西村健氏が対象者の企業価値向上に向け、高いコミットメントの下、その経営に継続して関与し続けることを企図したものです。また、南西アジア、東南アジア、東アジア諸国及び地域からの留学生及び招聘教員並びに国際相互理解の促進、国際交流に有用な日本人学生に対し、奨学金援助を行うことにより、より充実した勉学・教育及び研究を継続させることを目的とする西村奨学財団が、本取引後も本再出資等を通じて対象者株式を間接的に保有しますが、現在と同様に西村奨学財団の事業を継続することが、対象者が事業を展開するアジア諸国及び地域において、各国の経済発展に貢献できる優秀な人材を育成することを通じて対象者の関与する産業全体の発展に寄与すること、また、奨学生を対象とした社会見学、研修旅行、交流会の実施を通じて、日

本を含むアジア諸国及び地域における国際相互理解を促進し、多様な価値観を受容し理解を深める機会を提供することで、各国及び地域の教育文化の発展に寄与するものであることから、本再出資等を通じて対象者株式を間接的に保有する意義があると公開買付者は考えております。このように、本再出資等は、西村家株主による本公開買付けへの応募の可否とは独立して検討されたものであることから、公開買付価格の均一性規制（法第27条の2第3項）の趣旨に抵触するものではないと考えております。

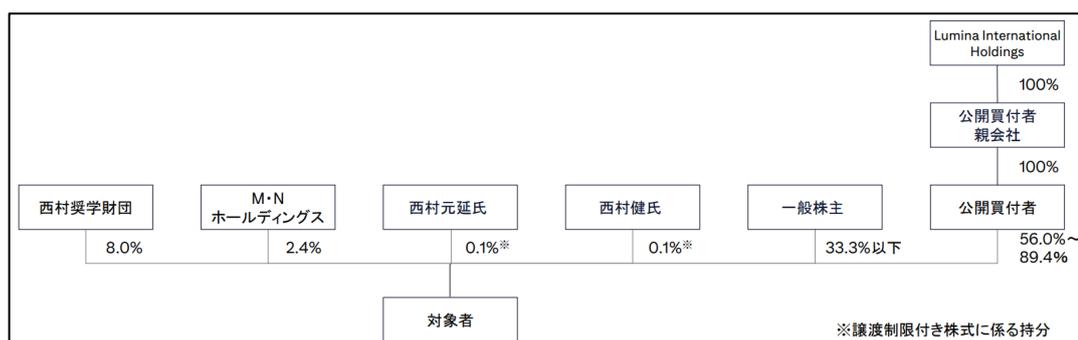
現在想定されている本取引の概要は概要以下のとおりとなります。

なお、以下のパーセンテージは普通株議決権比率を指します。

#### I. 本公開買付けの実行前（現状）



#### II. 本公開買付け成立後（2025年11月中旬）



#### III. 本スクイーズアウト手続後（2026年2月上旬～中旬）（予定）



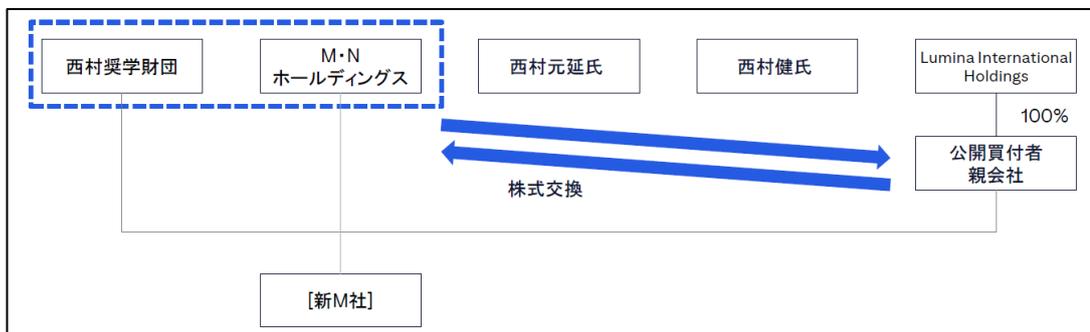
#### IV. 吸収合併（2026年4月上旬～中旬）（予定）



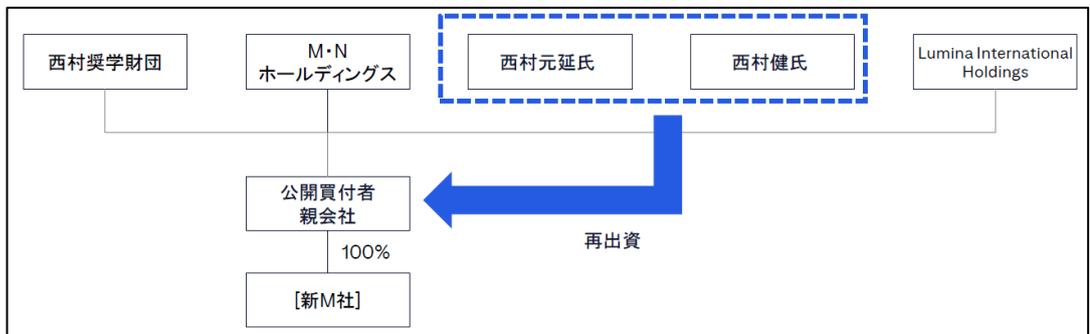
V. 吸収合併後（2026年4月上旬～中旬）（予定）



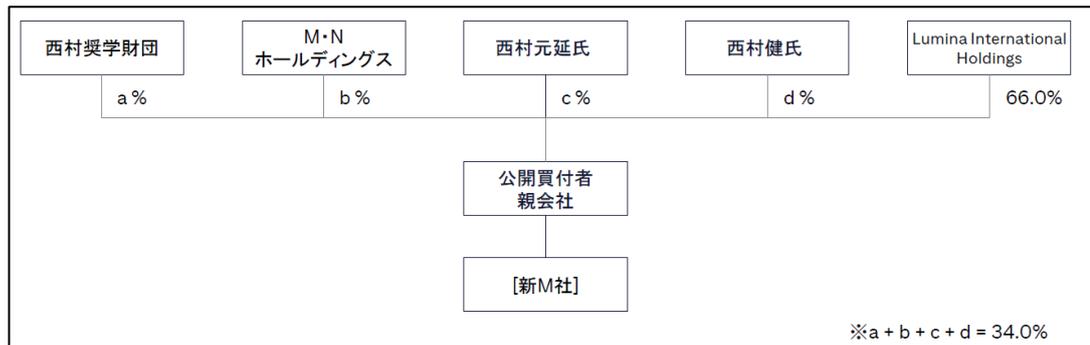
VI. 株式交換（2026年4月上旬～中旬）（予定）



VII. 本再出資（2026年4月中旬～下旬）（予定）



VIII. 本再出資後（2026年4月中旬～下旬）（予定）



なお、対象者が本日付で公表した「MBOの実施予定に関する賛同の意見表明及び応募の推奨に関するお知らせ」（以下「対象者プレスリリース」といいます。）によれば、対象者は、同日開催の取締役会において、現時点における対象者の意見として、本公開買付けが開始された場合には、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、本公開買付けに応募することを推奨する旨の決議をしたとのこと。詳細については、対象者プレスリリース及び下記「2. 買付け等の概要」の「(4) 買付け等の価格の算定根拠等」の「② 算定の経緯」の「(本公開買付け価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置)」の「⑤ 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。

また、上記のとおり、公開買付者は、本前提条件が充足された場合又は公開買付者により放棄された場合に、本公開買付けを速やかに開始することを予定しております。本日現在、公開買付者は、本クリアランスに関する法的助言を行う国内外の法律事務所との協議を踏まえ、2025年9月下旬を目途に本公開買付けを開始することを目指しておりますが、特にベトナムにおける競争法のクリアランスに係る手続を所管する当局における手続及び対応に要する期間を正確に予測することが困難であるため、本公開買付けの具体的なスケジュールについては、決定次第速やかにお知らせいたします。また、本公開買付けの開始の見込み時期が変更になった場合には、速やかにお知らせいたします。このため、対象者は、上記取締役会において、本公開買付けが開始される際に、本特別委員会に対して、本特別委員会が2025年9月9日付で対象者取締役会に対して提出した本答申書（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「② 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」の「(ii) 検討・交渉の経緯」において定義します。）の意見に変更がないか否かを検討し、対象者取締役会に対し、従前の意見に変更がない場合にはその旨、変更がある場合には変更後の意見を述べるよう委嘱すること、及びかかる意見を踏まえ、本公開買付けが開始される時点で、改めて本公開買付けに関する意見表明を行うことを併せて決議しているとのこと。対象者取締役会決議の詳細は、対象者プレスリリース及び下記「2. 買付け等の概要」の「(4) 買付け等の価格の算定根拠等」の「② 算定の経緯」の「(本公開買付け価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置)」の「⑤ 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。

なお、本公開買付けにより応募株券等の全部の買付け等が行われた場合、対象者のインドネシアの上場子会社であるPT MANDOM INDONESIA Tbkの間接的な支配権の異動に該当し、かかる支配権の異動に伴いインドネシアの法令に基づいてPT MANDOM INDONESIA Tbkの普通株式に対する公開買付けが義務付けられる可能性があります。公開買付者は、本日時点において、インドネシア当局に対して照会中ですが、当該照会の結果によって、公開買付者は、自ら又は対象者をして、本公開買付けの決済完了後、インドネシアにおいて、PT MANDOM INDONESIA Tbkの普通株式を対象とする公開買付け（以下「インドネシア公開買付け」といいます。）を実施する可能性があります。インドネシア公開買付けに係る公開買付け価格は、本日時点に

において未定であり、公開買付期間は、インドネシアの法令により 30 日間と定められています。インドネシアの法令上、買付数の上限及び下限は定めることはできず、応募があった株式の全部について買付義務を負うこととなります。

(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、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、対象者が公表した情報、対象者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。

① 公開買付者が本公開買付けの実施を決定するに至った背景、目的及び意思決定の過程

対象者は、1927 年 12 月に金鶴香水株式会社として設立され、香水、化粧品、石鹸の製造販売を開始したとのことです。1958 年にはフィリピンのマニラ市にて海外事業の第一歩として、TANCHO CORPORATION が海外での化粧品の生産活動を開始したとのことです。対象者はその後 1971 年に商号を「株式会社マンダム」に変更の上で、1978 年に高級男性化粧品ギャツビーブランドを発売開始したとのことです。さらに 1988 年から 1993 年にかけて、シンガポール、台湾、タイ、フィリピン及び香港にて合弁会社を設立し、1993 年には P. T. TANCHO INDONESIA (現：PT MANDOM INDONESIA Tbk) がジャカルタ証券取引所 (現：インドネシア証券取引所) に上場するなど海外事業の拡大を図ってきたとのことです。また、対象者株式は、2002 年 1 月に東京証券取引所市場第二部に上場し、2003 年 3 月に東京証券取引所市場第一部銘柄に指定替えを経て、現在は、2022 年 4 月に行われた東京証券取引所の市場区分見直しに伴い、東京証券取引所プライム市場に上場しているとのことです。本日現在、対象者グループは対象者、子会社 18 社及び関連会社 1 社により構成されており、対象者グループは、「私たちマンダムは、健康と清潔と美を通じて、奔放に大胆に、あなたの日常を発見と感動で満たす「人間系」企業です。」を企業理念に掲げ、化粧品製造・販売事業を主たる事業として行っているとのことです。

具体的には、男性向け化粧品分野においては、「ギャツビー」や「ルシード」等のブランドを通じて、洗顔料、ヘアスタイリング剤、ボディケア製品、シェービング関連商品等多様な製品を提供しており、対象者は国内男性化粧品及びスタイリング市場において有力な地位を占めていると考えているとのことです。また、女性用化粧品についても、「ピフェスタ」等のスキンケアブランドを中心に、クレンジング、化粧水、乳液等の基礎化粧品を展開しているとのことです。なお、対象者グループは、日本事業、インドネシア事業、その他海外事業の 3 つのセグメントを設け、アジアを中心としたグローバル展開を推進しているとのことです。各エリアのマーケット状況、生活者の嗜好性やライフスタイル、購買力等それぞれの地域特性にきめ細かく対応することによって市場の創造、活性化を図っているとのことです。

対象者を取り巻く環境は、国内外で大きく異なる様相を呈しているとのことです。日本市場においては、人口減少・少子高齢化の進行により、対象者が主に「ギャツビー」ブランドでターゲットとしてきた若年層の人口構成が縮小傾向にあり、今後もこの流れは加速すると予想されるとのことです。他方、対象者としては、インドネシアをはじめとする ASEAN エリアでは、人口増加や経済成長により、将来的な市場拡大の余地が大きいと考えており、対象者が成長するための機会が広がっている重要な地域となっていると考えているとのことです。こうした事業環境のもと、2021 年度を初年度とする第 13 次中期経営計画「MP-13」の結果を踏まえ、日本事業及びインドネシア事業の収益性の低下、インドネシア事業の低迷を経営課題として認識しているとのことです。具体的には、原材料の高騰に加え、外出機会の減少に伴う消費量・生産数量の縮小により原価が上昇している中で、対象者が主戦場とする低・中価格帯の化粧品・日用品市場では、コスト上昇分の価格転嫁が十分に進まず、収益性の低い事業構造となっているとのことです。また、インドネシア市場は拡大余地が大きい市場であり、本来は積極的なマーケティング投資が必要であったところ、十分なマーケティング投資が行えておらず、市場環境の変化への対応が遅れ、市場での製品競争力の低下及び収益性の悪化を改善できていない状況となっているとのこと

です。上記のように、グローバル化の進展に伴い、生活者の価値観やトレンドは急速に多様化しており、これらの変化に柔軟かつ迅速に対応するためには、よりアグレッシブで革新的な事業運営が求められていると考えているとのことです。こうした環境認識のもと、対象者グループは、2024年4月より、2024年度を初年度とする第14次中期経営計画「MP-14」（以下「本中期経営計画」といいます。）を推進しているとのことです。本中期経営計画は、上記「MP-13」で顕在化した課題を早期に解決し、対象者創業100周年にあたる2027年のありたい姿として策定した2017年から2027年にかけての中長期的な計画「VISION2027」と、その次の100年に向けた持続的成長の礎を築く成長基盤構築のための計画と位置づけているとのことです。本中期経営計画では、真のグローバル企業を目指し、経済的価値と社会的価値の双方を高めることで、企業価値の向上を図ることとしており、具体的には、以下の取り組みを推進することとしているとのことです。

#### （イ）日本事業の収益性改善及び新たな成長エンジンの模索

対象者グループでは、連結業績の中核を担う日本事業の業績回復を最優先課題と捉え、本中期経営計画開始時からサプライヤーとの連携強化や戦略的な調達等といったバリューチェーンの各要素の見直しに取り組み、日本では2025年3月期の売上高は2024年3月期対比6.2%増加、2025年3月期のセグメント利益は2024年3月期対比172.2%増加となり収益改善に一定の効果が出ているとのことです。対象者グループの持続的な成長を実現するため、製品を通じた生活者への貢献を第一にした事業推進と並行してバリューチェーンの各要素の見直しを引き続き推進することとしているとのことです。

一方で、対象者としては、将来の人口減少や長期的な実質GDP成長（注1）の鈍化が予測され、市場環境についても既存の競合他社や海外輸入品との更なる競争激化が見込まれていると考えているため、安定的な成長の実現のために、バリューチェーンの各要素の見直しによる収益性改善によって得た原資を活用し、将来の日本事業を担う成長エンジンの獲得に向け、新たな挑戦を積極的に継続することとしているとのことです。

（注1）実質GDPとは、一定期間内に国内で生産された財（モノ）・サービスの付加価値の合計額であるGDPに対して、ある年（基準年）の価格水準を基準として、物価変動要因が取り除かれたものとのことです。

#### （ロ）インドネシア事業の収益性改善

2024年5月に経営陣を一新し、収益改善に取り組んでいるとのことです。具体的には、デジタル戦略として、ECチャネルの強化、インフルエンサーを利用した広告等の積極的なマーケティング投資による売上の伸長や、日本事業との連携の強化による原材料・包材のコストの抑制、IOTを活用した生産管理による生産効率性の向上といった一定の効果が出ているものと考えており、引き続き収益改善を進めることとしているとのことです。

#### （ハ）海外事業のASEANエリア（インドネシアは除く）における事業推進

従来インドネシア以外の既存展開国における事業活動、及び新規国における事業開拓を担当していた海外事業領域について、新規国の開拓を切り離し、北東アジア・東南アジア・インド事業領域へ名称変更を行い、既存展開国における事業活動に集中を高め、既存展開国において事業規模拡大・成長を目指しているとのことです。

対象者としては、既存展開国の中でも、ASEANエリアの人口と市場規模は継続的に拡大しており、経済成長率も日本よりも高い伸長率となると考えているとのことです。このような外部環境等も考慮し、対象者グループでは、ASEANエリア（インドネシアは除く）の事業を今後の対象者グループの中での成長ドライバーと位置づけて更なる量的成長に向けて取り組みを進めていくこととしているとのことです。

一方で、西村元延氏及び西村健氏は「私たちマンダムは、健康と清潔と美を通じて、奔放に大胆に、あなたの日常を発見と感動で満たす「人間系」企業です。」という企業理念のもと、長年にわたり対象者の成長を牽引してきました。西村元延氏及び西村健氏は、この理念が、生活者一人ひとりが心身ともに健康で幸せな状態、すなわちウェルビーイングを実現するための基盤として極めて重要なものと考えておりました。西村元延氏及び西村健氏は、長年にわたり、生活者に寄り添い、多様な価値観やニーズを受け入れながら、商品やサービスを通じてより自分らしさを自由に表現できる社会創りに取り組み、対象者の国内外での事業拡大を推進してきました。その結果、対象者は日本市場における確固たるブランドポジションを確立し、東南アジア市場でも高い認知度と市場シェアを維持する企業へと成長を遂げることができたと考えておりました。

しかし、近年の高価格帯商品への需要の高まり等の消費者行動の変化、デジタルシフト（注2）の加速、原材料高や人件費上昇による製造コストの上昇、アジア発の新興ブランド等の台頭による東南アジア市場の競争環境の激化等により、従来のビジネスモデルを維持するだけでは競争優位性の確保が困難になりつつあると考えておりました。特に、日本市場の成長ペースの鈍化と東南アジア市場の高成長性を踏まえると、抜本的な収益性改善や各国におけるブランド価値向上のためのマーケティング投資の実施等戦略的取り組みを加速させることが必要であり、短期的な業績変動に左右されず、長期的な成長戦略に集中できる経営環境の整備が必要不可欠と考えておりました。このような環境変化を受け、西村元延氏及び西村健氏は、対象者の抜本的な経営変革が不可避であり、対象者の持続的な成長を実現するためには、既存の延長線上ではない新たな成長戦略の構築と実行が必要であるとの認識に至りました。

（注2）「デジタルシフト」とは、企業が現在アナログで行っている業務や提供する商品・サービスをデジタルへ移行する取り組みや、取り組みの結果として起きるビジネス上の変化をいいます。

西村元延氏及び西村健氏は、対象者のコアビジネスの競争力の維持・強化、事業モデルの変革、グローバル展開の加速といった長期的戦略の実行にあたり、激変する市場環境の中で、早期に集中的かつ機動的な投資やM&Aを行っていく必要があると考えている一方、一時的な費用や先行投資の必要性によって、短期的には収益が悪化することも懸念されると考えました。したがって、対象者が短期的な業績変動に左右されることなく、機動的に経営課題に対処し、安定した経営体制の下で中長期的に持続可能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、一般株主からの短期的な収益向上の要請を排した状況下において、西村元延氏及び西村健氏が対象者の経営に継続関与しつつ、対象者の経営理念や企業文化の維持及び取引先との関係の維持・構築を行うことが有用であることから、対象者株式の非公開化を含む本取引が最善の選択肢であるとの考えに至りました。

そのような中で、西村元延氏及び西村健氏は、2024年9月初旬頃から、以前より西村元延氏及び西村健氏に対象者の資本政策及び中長期的な企業価値向上施策に関する提案・情報提供を行っていたシティグループ証券株式会社（以下「シティグループ証券」といいます。）経由で、CVCを含む2社のプライベート・エクイティ・ファンドから、非公開化取引を含む、潜在的なパートナーシップについての打診があったことから、両者と複数の面談を実施し、対象者に関する経営課題及び事業戦略についての考え方や対象者との潜在的な協業可能性・対象者の企業価値向上施策について幅広く意見交換を行いました。

かかる意見交換及び公開情報等に基づく初期的な分析を通じ、CVCは、対象者が有する強固な事業基盤、継続的な成長可能性、及び未だ顕在化していない潜在的企業価値を高く評価しました。これらの観点から、対象者株式を非公開化した上で、CVCファンドの資金面における支援力、並びにグローバル及びアジア地域における既存投資先・業界ネットワーク・経営管理やM&A、デジタル領域における専門性を活用することにより、①対象者の既存ビジネスの更なる拡大・高度化、②経営管理体制・組織の抜本的な高度化支援、③M&A・業務提携等による非連続的な成長機会の探索・実行支援、及び④グローバル市場における事業展開やバリューチェーン強化の支援、のような多面的な成長支援が可能であると判断しました。対象者において現在進行中の構造改革の着実な遂行と並行して、対象者単独ではリスクや制約の大きかった大胆な戦略的打ち手（現時点では展開していない国や商品等新市場への参入、新

サービスの立ち上げ等)についても、CVC及びCVCファンドが積極的に支援することで、より中長期的な企業価値の最大化が可能になると考え、かかる意見交換の中で、西村元延氏及び西村健氏に対して、以下のような支援が可能であることを説明しました。

(ア) 対象者の既存ビジネスの更なる拡大・高度化

対象者が保有する主力ブランドについては、既存のブランド資産を活かしながら、客観的データに基づくマーケティングで、データの収集・分析・検証をする中でPDCAサイクルを回し、成功率の高いマーケティング施策を実施し、カテゴリ内での更なる差別化を図りつつ、ブランド別のKPI(注3)を設定した上でPDCA型の運営体制を構築することにより、ブランドの再活性化と高付加価値化を推進。また、日本及びアジア太平洋地域を中心とする基幹市場においては、それぞれの地域の特性に応じた事業構造改革を支援し、特にインドネシア市場においてはサプライチェーンの強化等を通じて事業の再成長を図るとともに、ECチャネルやD2C(注4)モデルの活用強化により、オペレーションの最適化と収益性の向上の実現をサポート

(注3)「KPI」とは、「Key Performance Indicator」の略であり、ビジネス目標の達成度を測るための重要業績評価指標のことをいいます。

(注4)「D2C」とは、「Direct to Consumer」の略であり、EC(電子商取引)サイト等を通じ、サービスを利用者へ直接販売・提供することをいいます。

(イ) 経営管理体制・組織の抜本的高度化支援

中長期の成長戦略の策定とその進捗を管理するためのKPIモニタリング体制の導入を支援。CVCでは、データに基づく可視化された経営管理を重視し、月次での予算管理や事業KPIモニタリングに基づく経営管理体制を構築するとともに、プロジェクト・マネジメント・オフィス(注5)を設置し、主要経営施策を遂行する社内外のタスクフォースを組成することで、より効率的かつ効果的に全社的な課題把握と施策実行のPDCAを回す体制を整備し、経営層や中核部門における人材補充が求められる領域については、CVCのネットワークが保有する経営人材や機能人材のスカウティング・紹介を含めた人材面での支援を行い、特に経営管理・DX(注6)推進・グローバル戦略といった重点分野において、外部の専門家を取り込みながら組織力を強化

(注5)「プロジェクト・マネジメント・オフィス」とは、組織内における個々のプロジェクトマネジメントの支援を横断的に行う部門や構造システムをいいます。

(注6)「DX」とは、「Digital Transformation」の略であり、デジタル技術活用による新たな価値・体験の提供及び社会の変革のことをいいます。

(ウ) M&A・業務提携等による非連続的な成長機会の探索・実行支援

CVCのネットワーク及びPMI(注7)知見を活用し、積極的なM&Aや戦略的パートナーシップの構築を通じた、国内事業の強化及び東南アジア市場展開の加速

(注7)「PMI(Post Merger Integration)」とは、当初計画したM&A後の統合効果を最大化するための統合プロセスをいいます。

(エ) グローバル市場における事業展開やバリューチェーン強化の支援

アジア地域における成長ポテンシャルを踏まえ、地域展開戦略を強化することで、グローバル市場でのプレゼンス向上支援。成長余地の大きい東南アジアの国々(例:マレーシア、タイ、台湾等)に向けて、営業・流通基盤を強化し、CVCが有する複数の現地拠点やCVCファンドの既存投資先とのネットワークを最大限に活用し、現地の小売業者やチャネルパートナーとの連携強化を通じて、販路拡大及び事業機会の創出を支援

その結果、2024年11月初旬、西村元延氏及び西村健氏は、以下の観点で、CVCが対象者の中長期的な企業価値最大化のための最適なパートナーであると判断しました。なお、非公開化取引を含む、潜在的なパートナーシップについての打診があったもう1社のプライベート・エクイティ・ファンドにつ

いては、当該時点において具体的な協議を開始しておらず、意向表明書を提出するには至っておりません。

(a) 対象者の経営環境、経営課題、戦略的方向性についての深い理解

CVCとの継続的な意見交換を踏まえ、CVCが有するグローバル・ネットワークを通じた業界・競合分析を通して、CVCは対象者が直面する外部環境の変化（例えば消費者行動の変容、販売チャネルの多様化、競争のグローバル化等）を踏まえた上で、対象者の企業価値向上に向けた経営課題（例えばコアブランドの競争力維持・強化、商品ポートフォリオの再構築、収益性改善を伴う海外事業再成長、DX推進等）を正確に理解し、それを踏まえた対象者の取るべき戦略的方向性についての見解が一致したため、信頼できる最適なパートナーであると判断したこと

(b) 対象者の今後の成長戦略を実現する観点で重要な東南アジア市場、特にインドネシアにおけるCVCの強固なネットワークと豊富な経験

CVCは、インドネシアを含む東南アジア各国に複数の現地拠点を有し、各国の事業環境に精通したプロフェッショナルネットワークを有しているのみならず、CVCファンドの既存投資先企業との連携も活用可能であることから、対象者が今後の重点戦略として掲げる「インドネシア事業の再成長」や「アジア諸国におけるプレゼンス拡大」の実行支援において、極めて有効な支援パートナーであり、現地における販売チャネル強化、ローカルニーズに即した製品開発体制の整備、流通・サプライチェーン強化等が可能であること

(c) アジア地域におけるコンシューマー領域における豊富な投資実績に基づく業界知見

CVC及びCVCファンドは、これまでにアジア地域において多数のコンシューマー関連企業に投資・成長支援を行っており、これらの投資実績から得られたアジア地域におけるコンシューマー業界や企業に関する知見は、対象者との協議を通じて共有することにより、対象者のマーケティング戦略の高度化、調達構造の見直し、物流最適化等に活用可能であるだけでなく、対象者とCVCファンドの既存投資先との連携により、販売チャネルや販促施策等の面で実効性ある売上・コスト両面でのシナジーの創出が可能であること

(d) デジタル領域/DX推進における支援

東南アジアにおいては、SNS・ECプラットフォームを通じたデータドリブン型マーケティング（注8）が急速に主流化していると考えており、対象者が今後持続的に競争優位を維持・拡大していく上でデジタル領域の強化は不可欠なテーマとなっている中で、CVCの有する、CVC Digital Hub（注9）をはじめとした専用支援プラットフォームや、700社を超えるソリューションベンダーとの協業体制、サイバーセキュリティ対応、AI活用実例等を活用しつつ、対象者の社内部署や外部アドバイザーを含む専門チーム体制の構築を通じて、マーケティング・業務プロセス・経営管理領域のDXを一体的に推進することで、対象者の企業価値向上に具体的な貢献が可能であること

（注8）「データドリブン型マーケティング」とは、客観的データに基づくマーケティングで、データの収集・分析・検証する中でPDCAサイクルを回し、成功率の高いマーケティング施策を目指すマーケティング施策をいいます。

（注9）「CVC Digital Hub」とは、CVCに属するDX・AIプロフェッショナル人材による、投資先企業向けの包括的なデジタル支援プラットフォームをいい、700社以上のソフトウェア、クラウド、ハードウェアプロバイダーを活用しつつ、サイバーインシデント発生時の対応支援や、デジタル関連イベントや知見・ノウハウの共有を実施しております。

そこで、2025年2月20日、西村元延氏及び西村健氏並びにCVCは、本取引の実現に向けて協議するにあたって本株主間契約の協議の基礎とすべき事項及び独占交渉権等を取り決めた、独占交渉権及び一般条項を除き法的拘束力を有しない基本合意書（以下「本基本合意書」といいます。）を締結し、対象者に対して、本公開買付けを通じて対象者株式を非公開化することを提案する法的拘束力を持たない意

向提案書（以下「初期的意向表明書」といいます。）を提出しました。なお、本基本合意書は、本日現在、既に有効期間が満了しております。その後、CVCは、2025年5月下旬、対象者より、初期的意向表明書の内容を検討した結果、同年5月下旬から7月下旬にかけて、対象者株式の非公開化を前提とした、CVCからのデュー・ディリジェンスを受け入れることを決定したとの回答を得ました。

なお、CVC及び西村家株主は、CVC、CVCファンド、公開買付者、公開買付者親会社、本日現在において公開買付者親会社の議決権の全てを所有するLumina International Holdings Limited（以下「Lumina International Holdings」といいます。）、及び西村家株主（以下、総称して「公開買付者ら」といいます。）並びに対象者から独立したファイナンシャル・アドバイザーとして、2024年11月上旬にシティグループ証券を、加えて2025年7月下旬に公開買付代理人として起用予定である野村証券株式会社（以下「野村証券」といいます。）を、また、CVCは、リーガル・アドバイザーとして2024年11月上旬に長島・大野・常松法律事務所をそれぞれ選任しています。

そして、公開買付者並びに西村元延氏及び西村健氏は、2025年5月下旬から7月下旬にかけて行われたデュー・ディリジェンスの結果を踏まえ、2025年7月31日、対象者の事業及び財務状況を多面的かつ総合的に分析した上で、本公開買付価格を、2025年7月30日時点の対象者株価終値1,439円に対して、11.19%（小数点以下第三位を四捨五入しております。以下、プレミアム率の計算において同じです。）、過去1ヶ月間終値平均（1,433円）（小数点以下を四捨五入。以下、終値単純平均値の計算において同じとします。）に対して11.65%、過去3ヶ月間終値平均（1,382円）に対して15.77%、過去6ヶ月間終値平均（1,340円）に対して19.40%のプレミアムをそれぞれ付した金額である1,600円とする提案を行いました。2025年8月12日、対象者より、当該提案価格は、過去のMBO事例におけるプレミアム水準を大幅に下回っており、十分な水準ではないとして、本公開買付価格の再提案を要請する旨の回答がありました。これを受けて、公開買付者は、2025年8月21日、対象者に対して、本公開買付価格を2025年8月20日時点の対象者株価終値1,439円に対して、14.66%、過去1ヶ月間終値平均（1,430円）に対して15.38%、過去3ヶ月間終値平均（1,398円）に対して18.03%、過去6ヶ月間終値平均（1,362円）に対して21.15%のプレミアムをそれぞれ付した金額である1,650円とする2回目の提案を行いました。2025年8月22日、対象者より、当該提案価格は、過去のMBO事例におけるプレミアム水準を大幅に下回っており、また、対象者の株式価値や収益力を踏まえて検討した本源的価値に照らして、大きな乖離があるとして、本公開買付価格の再提案を要請する旨の回答がありました。これを受けて、公開買付者は、2025年8月25日、対象者に対して、本公開買付価格を2025年8月22日時点の対象者株価終値1,451円に対して、17.16%、過去1ヶ月間終値平均（1,432円）に対して18.72%、過去3ヶ月間終値平均（1,403円）に対して21.17%、過去6ヶ月間終値平均（1,364円）に対して24.63%のプレミアムをそれぞれ付した金額である1,700円とする3回目の提案を行いました。2025年8月25日、対象者より、当該提案価格は、過去のMBO事例におけるプレミアム水準を依然として大幅に下回っており、また、対象者の株式価値や収益力を踏まえて検討した本源的価値に照らして、大きな乖離があるとして、本公開買付価格の再提案を要請する旨の回答がありました。これを受けて、公開買付者は、2025年8月28日、対象者に対して、本公開買付価格を2025年8月27日時点の対象者株価終値1,418円に対して、23.41%、過去1ヶ月間終値平均（1,432円）に対して22.21%、過去3ヶ月間終値平均（1,406円）に対して24.47%、過去6ヶ月間終値平均（1,368円）に対して27.92%のプレミアムをそれぞれ付した金額である1,750円とする4回目の提案を行いました。2025年8月29日、対象者より、当該提案価格は、過去のMBO事例におけるプレミアム水準を依然として大幅に下回っており、また、対象者の株式価値や収益力を踏まえて検討した本源的価値に照らして、大きな乖離があるとして、本公開買付価格の再提案を要請する旨の回答がありました。これを受けて、公開買付者は、2025年9月1日、対象者に対して、本公開買付価格を2025年8月29日時点の対象者株価終値1,420円に対して、26.76%、過去1ヶ月間終値平均（1,431円）に対して25.79%、過去3ヶ月間終値平均（1,409円）に対して27.75%、過去6ヶ月間終値平均（1,370円）に対して31.39%のプレミアムをそれぞれ付した金額である1,800円とする5回目の提案を行いました。2025年9月1日、対象者より、当該提案価格は、過去のMBO

事例におけるプレミアム水準を依然として大幅に下回っており、また、対象者の株式価値や収益力を踏まえて検討した本源的価値に照らして、大きな乖離があるとして、本公開買付価格の再提案を要請する旨の回答がありました。これを受けて、公開買付者は、2025年9月4日、対象者に対して、本公開買付価格を2025年9月3日時点の対象者株価終値1,455円に対して、31.96%、過去1ヶ月間終値平均(1,430円)に対して34.27%、過去3ヶ月間終値平均(1,414円)に対して35.79%、過去6ヶ月間終値平均(1,372円)に対して39.94%のプレミアムをそれぞれ付した金額である1,920円とする6回目の提案を行いました。2025年9月4日、対象者より、当該提案価格は、過去のMBO事例におけるプレミアム水準をいまだ下回っており、また、対象者の株式価値や収益力を踏まえて検討した本源的価値に照らして、いまだ十分といえる水準にないとして、本公開買付価格の再提案を要請する旨の回答がありました。これを受けて、公開買付者は、2025年9月5日、対象者に対して、本公開買付価格を2025年9月4日時点の対象者株価終値1,474円に対して、32.29%、過去1ヶ月間終値平均(1,430円)に対して36.36%、過去3ヶ月間終値平均(1,416円)に対して37.71%、過去6ヶ月間終値平均(1,374円)に対して41.92%のプレミアムをそれぞれ付した金額である1,950円とする7回目の提案を行いました。2025年9月5日、対象者より、対象者株式の直近株価及び一定期間(1ヶ月、3ヶ月、6ヶ月)の平均株価のそれぞれに対するプレミアム水準を参考に、いまだ十分といえる水準にないとして、対象者としては、対象者の普通株式1株あたり2,100円を提案して、提案価格の引き上げについて検討を求める旨の回答がありました。これを受けて、公開買付者は、2025年9月6日、対象者に対して、本公開買付価格を2025年9月5日時点の対象者株価終値1,470円に対して、33.33%、過去1ヶ月間終値平均(1,430円)に対して37.06%、過去3ヶ月間終値平均(1,418円)に対して38.22%、過去6ヶ月間終値平均(1,375円)に対して42.55%のプレミアムをそれぞれ付した金額である1,960円とする8回目の提案を行ったところ、2025年9月7日、対象者より、当該提案価格にて受諾する旨の回答がありました。

② 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

(i) 検討体制の構築の経緯

上記「① 公開買付者が本公開買付けの実施を決定するに至った背景、目的及び意思決定の過程」に記載のとおり、対象者は、2025年2月20日に、西村元延氏及び西村健氏並びにCVCより、初期的意向表明書の提出を受けたことから、本取引に関する具体的な検討を開始したとのことです。

そこで、対象者は、下記「2. 買付け等の概要」の「(4) 買付け等の価格の算定根拠等」の「② 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、本公開買付けの公正性を担保するための措置)」の「① 対象者における独立したファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関からの株式価値算定書の取得」及び「② 対象者における独立した法律事務所からの助言」に記載のとおり、本公開買付けがいわゆるマネジメント・バイアウト(MBO)に該当する本取引の一環として行われるものであり、構造的な利益相反の問題及び情報の非対称性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、本公開買付けに係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、独立性及び専門性・実績等を勘案の上、2025年3月6日、公開買付者ら並びに対象者から独立したリーガル・アドバイザーとして森・濱田松本法律事務所外国法共同事業(以下「森・濱田松本法律事務所」といいます。)を本特別委員会の承認が得られることを条件として選任し、また、同月27日、公開買付者ら及び対象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大和証券株式会社(以下「大和証券」といいます。)を本特別委員会の承認を得た上で選任するとともに、大和証券に対して対象者株式の株式価値の算定を依頼したとのことです。

また、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)に該当する本取引の一環として行われるものであり、構造的な利益相反の問題及び情報の非対称性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、本公開買付けに係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、下記「2. 買付け等の概要」の「(4) 買付け等の価格の算定根拠等」の「② 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、本公開買付けの公正性を担保するための措置)」の「③ 対象者における独立した特別委員会の設置及び答申書の取得」に記載のとおり、2025年3月6日開催の対象者取締役会により、公開買付者ら及び対象者のいずれからも独立した、対象者の社外取締役兼独立役員3名及び社外監査役兼独立役員2名によって構成される本特別委員会を設置する旨を決議したとのことです。なお、本特別委員会の委員の構成、具体的な委嘱事項、付与された権限、検討の経緯及び判断内容等については、下記「2. 買付け等の概要」の「(4) 買付け等の価格の算定根拠等」の「② 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、本公開買付けの公正性を担保するための措置)」の「③ 対象者における独立した特別委員会の設置及び答申書の取得」をご参照ください。

また、下記「2. 買付け等の概要」の「(4) 買付け等の価格の算定根拠等」の「② 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、本公開買付けの公正性を担保するための措置)」の「①対象者における独立したファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関からの株式価値算定書の取得」及び「②対象者における独立した法律事務所からの助言」に記載のとおり、本特別委員会は、森・濱田松本法律事務所及び大和証券について、それぞれその独立性及び適格性に問題がないことを確認した上で、その選任について承認しているとのことです。

さらに、対象者は、下記「2. 買付け等の概要」の「(4) 買付け等の価格の算定根拠等」の「② 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、本公開買付けの公正性を担保するための措置)」の「⑥ 対象者における独立した検討体制の構築」に記載のとおり、公開買付者らから独立した立場で、対象者の企業価値の向上及び対象者の一般株主の皆様の利益の確保の観点から本取引に係る検討、交渉及び判断を行うことができる体制を対象者の社内に構築したとのことです。

加えて、本特別委員会は、下記「2. 買付け等の概要」の「(4) 買付け等の価格の算定根拠等」の「② 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、本公開買付けの公正性を担保するための措置)」の「③ 対象者における独立した特別委員会の設置及び答申書の取得」に記載のとおり、2025年3月19日に、株式会社ブルータス・コンサルティング(以下「ブルータス・コンサルティング」といいます。)について、その独立性及び適格性に問題がないことを確認した上で、独自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。

#### (ii) 検討・交渉の経緯

上記体制の下、対象者は、本取引の目的を含む本公開買付けの概要、本取引が対象者に与える影響、本取引後の経営方針の内容や足元の株価動向等を踏まえ、森・濱田松本法律事務所及び大和証券の助言を受けながら、公開買付者らとの間で複数回にわたる協議・検討を重ねた上で、本取引の実行の是非及び取引条件の妥当性について検討してきたとのことです。

具体的には、対象者は、2025年2月20日に西村元延氏及び西村健氏並びにCVCより初期的意向表明書を受領した後、本特別委員会における検討・協議を進め、本特別委員会は、2025年3月24日、西村元延氏及び西村健氏並びにCVCに対して、本取引を提案するに至った経緯及び理由、対象者の事業環境及び経営課題、本取引のメリット及びデメリット、本取引後の経営体制・経営方針、本取引の条件等を含む質問事項を送付し、2025年4月4日付で受領した、当該質問事項に対する書面回答や、当該書面回答を踏まえ、再度同月11日に追加質問事項を送付し、同月21日付で受領し

た、当該追加事項に対する書面回答を踏まえて、同月 25 日、同氏らへのインタビューを実施し、当該質問事項等についての質疑応答を行ったとのことです。また、本特別委員会は、2025 年 5 月 1 日には対象者の Cx0 に対し、また同月 9 日には対象者の監査役（本特別委員会委員である社外監査役を除くとのことです。）に対し、それぞれインタビューを実施し、本取引の意義等についての意見交換を行ったとのことです。また、2025 年 5 月下旬から 7 月下旬にかけて CVC による対象者に関するデュー・ディリジェンスを受け入れたとのことです。

また、本公開買付価格については、対象者は、2025 年 7 月 31 日に、公開買付者並びに西村元延氏及び西村健氏から、本公開買付価格を 1 株当たり 1,600 円（以下「第 1 回提案価格」といいます。）とする初回の提案を書面にて受領したとのことです。これに対して、対象者及び本特別委員会は、当該提案価格について、2025 年 8 月 12 日に、森・濱田松本法律事務所、大和証券及びプルータス・コンサルティングからの助言を踏まえ、第 1 回提案価格は、対象者株式の直近株価及び一定期間（1 ヶ月、3 ヶ月、6 ヶ月）の平均株価である 2025 年 7 月 30 日時点の対象者株価終値 1,439 円、過去 1 ヶ月間終値平均（1,433 円）、過去 3 ヶ月間終値平均（1,382 円）、過去 6 ヶ月間終値平均（1,340 円）のそれぞれに対するプレミアム水準において過去の MBO 事例におけるプレミアム水準を大幅に下回っており、十分な水準ではないと考えているとして、対象者株主に対して合理的であると説明ができる条件となるよう、第 1 回提案価格の引き上げについて検討を求めるとの要請を行ったとのことです。その後、対象者は、2025 年 8 月 21 日に、公開買付者並びに西村元延氏及び西村健氏から、本公開買付価格を 1 株当たり 1,650 円（以下「第 2 回提案価格」といいます。）とする提案を書面にて受領したとのことです。これに対して、対象者及び本特別委員会は、当該提案価格について、2025 年 8 月 22 日に、森・濱田松本法律事務所、大和証券及びプルータス・コンサルティングからの助言を踏まえ、第 2 回提案価格は、対象者株式の直近株価及び一定期間（1 ヶ月、3 ヶ月、6 ヶ月）の平均株価である 2025 年 8 月 20 日時点の対象者株価終値 1,439 円、過去 1 ヶ月間終値平均（1,430 円）、過去 3 ヶ月間終値平均（1,398 円）、過去 6 ヶ月間終値平均（1,362 円）のそれぞれに対するプレミアム水準において過去の MBO 事例におけるプレミアム水準を大幅に下回っており、また、対象者の株式価値や収益力を踏まえて検討した本源的価値に照らして、大きな乖離があると考えているとして、本取引の対価が公正な条件となるよう、第 2 回提案価格の引き上げについて検討を求めるとの要請を行ったとのことです。その後、対象者は、2025 年 8 月 25 日に、公開買付者並びに西村元延氏及び西村健氏から、本公開買付価格を 1 株当たり 1,700 円（以下「第 3 回提案価格」といいます。）とする提案を書面にて受領したとのことです。これに対して、対象者及び本特別委員会は、当該提案価格について、2025 年 8 月 25 日に、森・濱田松本法律事務所、大和証券及びプルータス・コンサルティングからの助言を踏まえ、第 3 回提案価格は、対象者株式の直近株価及び一定期間（1 ヶ月、3 ヶ月、6 ヶ月）の平均株価である 2025 年 8 月 22 日時点の対象者株価終値 1,451 円、過去 1 ヶ月間終値平均（1,432 円）、過去 3 ヶ月間終値平均（1,403 円）、過去 6 ヶ月間終値平均（1,364 円）のそれぞれに対するプレミアム水準において過去の MBO 事例におけるプレミアム水準を依然として大幅に下回っており、また、対象者の株式価値や収益力を踏まえて検討した本源的価値に照らして、大きな乖離があると考えているとして、本取引の対価が公正な条件となるよう、第 3 回提案価格の引き上げについて検討を求めるとの要請を行ったとのことです。その後、対象者は、2025 年 8 月 28 日に、公開買付者並びに西村元延氏及び西村健氏から、本公開買付価格を 1 株当たり 1,750 円（以下「第 4 回提案価格」といいます。）とする提案を書面にて受領したとのことです。これに対して、対象者及び本特別委員会は、当該提案価格について、2025 年 8 月 29 日に、森・濱田松本法律事務所、大和証券及びプルータス・コンサルティングからの助言を踏まえ、第 4 回提案価格は、対象者株式の直近株価及び一定期間（1 ヶ月、3 ヶ月、6 ヶ月）の平均株価である 2025 年 8 月 28 日時点の対象者株価終値 1,428 円、過去 1 ヶ月間終値平均（1,432 円）、過去 3 ヶ月間終値平均（1,408 円）、過去 6 ヶ月間終値平均（1,370 円）のそれぞれに対するプレミアム水準において過去の MBO 事例におけるプレミアム水準を依然として大幅に下回っており、また、対

象者の株式価値や収益力を踏まえて検討した本源的価値に照らして、大きな乖離があると考えているとして、本取引の対価が公正な条件となるよう、第4回提案価格の引き上げについて検討を求めるとの要請を行ったとのことです。その後、対象者は、2025年9月1日に、公開買付者並びに西村元延氏及び西村健氏から、本公開買付価格を1株当たり1,800円（以下「第5回提案価格」といいます。）とする提案を書面にて受領したとのことです。これに対して、対象者及び本特別委員会は、当該提案価格について、2025年9月1日に、森・濱田松本法律事務所、大和証券及びプルータス・コンサルティングからの助言を踏まえ、第5回提案価格は、対象者株式の直近株価及び一定期間（1ヶ月、3ヶ月、6ヶ月）の平均株価である2025年8月29日時点の対象者株価終値1,420円、過去1ヶ月間終値平均（1,431円）、過去3ヶ月間終値平均（1,409円）、過去6ヶ月間終値平均（1,370円）のそれぞれに対するプレミアム水準において過去のMBO事例におけるプレミアム水準を依然として大幅に下回っており、また、対象者の株式価値や収益力を踏まえて検討した本源的価値に照らして、大きな乖離があると考えているとして、本取引の対価が公正な条件となるよう、第5回提案価格の引き上げについて検討を求めるとの要請を行ったとのことです。その後、対象者は、2025年9月4日に、公開買付者並びに西村元延氏及び西村健氏から、本公開買付価格を1株当たり1,920円（以下「第6回提案価格」といいます。）とする提案を書面にて受領したとのことです。これに対して、対象者及び本特別委員会は、当該提案価格について、2025年9月4日に、森・濱田松本法律事務所、大和証券及びプルータス・コンサルティングからの助言を踏まえ、第6回提案価格は、対象者株式の直近株価及び一定期間（1ヶ月、3ヶ月、6ヶ月）の平均株価である2025年9月3日時点の対象者株価終値1,455円、過去1ヶ月間終値平均（1,430円）、過去3ヶ月間終値平均（1,414円）、過去6ヶ月間終値平均（1,372円）のそれぞれに対するプレミアム水準において過去のMBO事例におけるプレミアム水準をいまだ下回っており、また、対象者の株式価値や収益力を踏まえて検討した本源的価値に照らして、いまだ十分といえる水準にないと考えているとして、本取引の対価が公正な条件となるよう、第6回提案価格の引き上げについて検討を求めるとの要請を行ったとのことです。その後、対象者は、2025年9月5日に、公開買付者並びに西村元延氏及び西村健氏から、提示しうる最善のかつ最終的な提案であるとして、本公開買付価格を1株当たり1,950円（以下「第7回提案価格」といいます。）とする提案を書面にて受領したとのことです。これに対して、対象者及び本特別委員会は、当該提案価格について、2025年9月5日に、森・濱田松本法律事務所、大和証券及びプルータス・コンサルティングからの助言を踏まえ、過去のMBO事例におけるプレミアム水準及び対象者の株式価値や収益力を踏まえて検討した本源的価値に照らして妥当な水準付近にあることを確認した上、最大限の価格を引き出す交渉努力を行うべく、対象者株式の直近株価及び一定期間（1ヶ月、3ヶ月、6ヶ月）の平均株価である2025年9月4日時点の対象者株価終値1,474円、過去1ヶ月間終値平均（1,430円）、過去3ヶ月間終値平均（1,416円）、過去6ヶ月間終値平均（1,374円）のそれぞれに対するプレミアム水準を参考に、いまだ十分といえる水準にないと考えているとした上で、本公開買付価格を1株当たり2,100円とする提案をして第7回提案価格の引き上げについて検討を求めるとの要請を行ったとのことです。その後、対象者は、2025年9月6日に、公開買付者並びに西村元延氏及び西村健氏から、第7回提案価格は、当該提案時点において、公開買付者として提示しうる「最善の」価格であり、更なる価格の引き上げは公開買付者の投資判断上相当に困難ではあるが、対象者の要請を受け、公開買付者内で真摯に検討した結果、対象者の一般株主様の利益に最大限配慮すべく、再度の価格引き上げに応じるものであるとして、本公開買付価格を1株当たり1,960円（以下「第8回提案価格」といいます。）とする提案を書面にて受領したとのことです。これに対して、対象者及び本特別委員会は、当該提案価格について、2025年9月7日に、森・濱田松本法律事務所、大和証券及びプルータス・コンサルティングからの助言を踏まえ、対象者としての意見表明に関する正式決定は、2025年9月10日に開催予定の取締役会の決議によることを前提として、本公開買付価格を1株当たり1,960円とすることに応諾する旨の回答をしたとのことです（第8回提案価格に対する対象者の判断については、下記「(iii) 判断内容」

を、本特別委員会の判断については、下記「2. 買付け等の概要」の「(4) 買付け等の価格の算定根拠等」の「② 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、本公開買付けの公正性を担保するための措置)」の「③ 対象者における独立した特別委員会の設置及び答申書の取得」をそれぞれご参照ください。。

さらに、対象者は、森・濱田松本法律事務所から、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、必要な法的見地からの助言を受けるとともに、  
本特別委員会から2025年9月9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（本答申書の内容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「2. 買付  
け等の概要」の「(4) 買付け等の価格の算定根拠等」の「② 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、本公開買付けの公正性を担  
保するための措置)」の「③ 対象者における独立した特別委員会の設置及び答申書の取得」をご参  
照ください。）。なお、対象者は、本特別委員会より、本答申書と併せて、2025年9月9日付で本特  
別委員会がブルータス・コンサルティングから提出を受けた対象者株式の株式価値算定書（以下「本  
株式価値算定書（ブルータス・コンサルティング）」といいます。）及び本公開買付けの公正性に  
関する意見書（以下「本フェアネス・オピニオン」といいます。）の提出を受けているとのこと  
です（本株式価値算定書（ブルータス・コンサルティング）及び本フェアネス・オピニオンの概要につ  
いては、下記「2. 買付け等の概要」の「(4) 買付け等の価格の算定根拠等」の「② 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  
買付けの公正性を担保するための措置)」の「④ 特別委員会における独立した第三者算定機関から  
の株式価値算定書及びフェアネス・オピニオンの取得」をご参照ください。）。

### (iii) 判断内容

以上の経緯の下で、対象者は、本日開催の対象者取締役会において、森・濱田松本法律事務所か  
ら受けた本公開買付けを含む本取引に関する意思決定にあたっての留意点についての法的見地から  
の助言及び大和証券から受けた財務的見地からの助言並びに大和証券から2025年9月9日付で取  
得した株式価値算定書（以下「本株式価値算定書（大和証券）」といいます。）並びに本特別委員会  
がブルータス・コンサルティングから取得した本株式価値算定書（ブルータス・コンサルティング）  
及び本フェアネス・オピニオンの内容（各株式価値算定におけるレンジを含むとのこと）を総  
合的に考慮しつつ、本答申書において示された本特別委員会の判断内容を最大限尊重しながら、本  
公開買付けを含む本取引が対象者の企業価値の向上に資するか、本公開買付けを含む本取引に係  
る取引条件が公正なものか、本取引は公正な手続を通じて行われることにより一般株主の享受す  
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、慎重に協議及び検討を行ったとのこと  
です。

その結果、対象者は、以下のとおり、本公開買付けを含む本取引は対象者の企業価値の向上に資  
するとの結論に至ったとのことです。

対象者は、上記「① 公開買付けが本公開買付けの実施を決定するに至った背景、目的及び意思  
決定の過程」に記載のとおり、今後、中長期的な企業価値向上を実現するためには、引き続き、日  
本事業の収益性改善及び新たな成長エンジンの模索を推進していくほか、インドネシア及びその  
他のASEANエリアにおける収益性の向上及び成長拡大に向け、現地特有のチャネル構造や消費者行動  
に即したデジタル戦略の策定や既存展開国における集中的な事業推進を行うことが必要であると考  
えているとのことです。そして、CVCは、対象者との間の協議・交渉の過程において、上記「①  
公開買付けが本公開買付けの実施を決定するに至った背景、目的及び意思決定の過程」に記載の  
とおり、対象者について（ア）対象者の既存ビジネスの更なる拡大・高度化、（イ）経営管理体制・組  
織の抜本的な高度化支援、（ウ）M&A・業務提携等による非連続的な成長機会の探索・実行支援、（エ）  
グローバル市場における事業展開やバリューチェーン強化の支援といった具体的な施策を企図して

いることを対象者に対して伝達し、対象者としても、これらの施策は、対象者の中長期的な更なる企業価値向上のために積極的に推進していくべき施策であり、かかる施策の実施には機動的かつ柔軟な経営体制の構築が望ましいと認識しているとのことです。

しかしながら、上記の施策は事業構造の大きな転換や新たな取り組みを伴うものであり、当該施策が対象者グループの業績に貢献するまでに、相応の時間と戦略的な投資を含む各種先行投資が必要になることを考慮すると、短期的には対象者グループの財務状況や業績の悪化をもたらすリスクがあるとのことです。そのため、対象者が上場を維持したままこれらの施策を実行した場合には、対象者株価の下落や配当の減少等、対象者の株主の皆様に対して多大な悪影響を与えてしまう可能性があるものと考えているとのことです。

このような状況下において、対象者としても、対象者の株主の皆様に対して発生する可能性がある上記の悪影響を回避しつつ、中長期的な視点から対象者の企業価値を向上させるためには、マネジメント・バイアウト（MBO）の手法により対象者株式を非公開化し、所有と経営を一致させ、短期的な株式市場からの評価にとらわれず、公開買付者ら、対象者、従業員が一丸となって各施策に迅速かつ果敢に取り組むことができる経営体制を構築することが必要であると考えているとのことです。また、対象者の代表取締役会長である西村元延氏及び代表取締役社長である西村健氏は対象者の事業内容を熟知していることを踏まえれば、マネジメント・バイアウト（MBO）の手法により、西村元延氏及び西村健氏を含む公開買付者らが中心となって対象者の経営と支配の双方を担うことは十分な合理性があると判断したとのことです。

また、M・Nホールディングスは西村健氏の資産管理会社であることから、同社が本取引後に対象者の株主として残存したとしても、本取引後も対象者の経営方針に対して反対がなされることは見込まれないと考えているとのことです。また、西村奨学財団は、南西アジア、東南アジア、東アジア諸国及び地域からの留学生及び招聘教員並びに国際相互理解の促進、国際交流に有用な日本人学生に対し、奨学金援助を行うことにより、より充実した勉学・教育及び研究を継続させることを目的とする財団であり、本取引後も現在と同様に西村奨学財団の事業を継続することが対象者の関与する産業全体や教育文化の発展に寄与するものであること、また、公開買付者によれば、本取引後も、対象者からの配当が再開されるまでの間、西村元延氏やCVCファンドから代替する原資を確保することにより西村奨学財団が公益財団法人としての事業を継続することが可能となることが見込まれるとのことであるため、西村奨学財団が本取引後に対象者の株主として残存したとしても、本取引後も対象者の経営方針に対して反対がなされることは見込まれないと考えているとのことです。

上記を踏まえ、M・Nホールディングス及び西村奨学財団が本取引後も対象者の株主として残ることは、これによって対象者の経営に悪影響を与えることが懸念されない一方で、本取引後の安定した株主構成の下で事業を継続することができることから望ましいものと判断しているとのことです。

また、公開買付者は、本公開買付けが成立した場合、本公開買付けの決済資金に充当するために本銀行融資を受けることを予定しておりますが、本銀行融資に係る諸条件及び財務制限条項等については、対象者の事業運営や成長戦略の遂行に支障が生じることのないよう、金融機関と協議の上、対象者のキャッシュ・フローや財務状況等を考慮して設定することを想定しております。対象者においても、公開買付者の当該説明を前提とすれば、本銀行融資に係る諸条件及び財務制限条項等については、本事業計画（下記「2. 買付け等の概要」の「(4) 買付け等の価格の算定根拠等」の「② 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、本公開買付けの公正性を担保するための措置)」の「① 対象者における独立したファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関からの株式価値算定書の取得」の「(ii) 算定の概要」において定義します。)を踏まえても、対象者の事業運営に影響を与えるものではないと判断しているとのことです。

なお、対象者が対象者株式の非公開化を行った場合には、資本市場からのエクイティ・ファイナンスによる資金調達を行うことができなくなり、また、上場会社として対象者が享受してきた社会的な信用力及び知名度の向上による優れた人材の確保並びに取引先の拡大や既存株主である取引先との関係性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、資金調達の面では、対象者の現在の財務状況を考慮すると、当面の間、エクイティ・ファイナンスの必要性は高くはないと考えられる上、CVCが有する金融機関等との関係や資金調達手段を活用することもできるため、対象者の事業に必要な資金を確保することは十分に可能であると見込まれること、また、人材採用や取引先の拡大の面では、対象者がこれまで培ってきたブランド力・知名度により、対象者株式の非公開化が人材確保及び取引先の拡大や既存取引先との関係性に与える影響は大きくないと考えられることから、非公開化のデメリットは限定的であると考えているとのことです。

加えて、本取引により、コーポレートガバナンス・コード等への対応のために増加を続けていた上場維持費用や金融商品取引法上の開示及び監査対応に係るリソース及び費用、IR関連費用等株主対応に関する経営資源を、他の経営課題の解決に振り分けることが可能になれば、長期的な視点での企業価値の向上を図ることができるものと考えているとのことです。また、対象者はCVCファンドの傘下となることによる特段のデメリットは生じないと考えているとのことです。

したがって、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ると判断したとのことです。

以上を踏まえ、対象者取締役会は、本公開買付けを含む本取引は対象者の企業価値の向上に資するものであると判断したとのことです。

対象者は、このような協議・検討の過程において、主に下記(a)乃至(d)の点から、本公開買付けについて、本公開買付価格及び本公開買付けを含む本取引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、本公開買付けは、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。

- (a) 本公開買付価格が、下記「2. 買付け等の概要」の「(4) 買付け等の価格の算定根拠等」の「② 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、本公開買付けの公正性を担保するための措置)」の「① 対象者における独立したファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関からの株式価値算定書の取得」に記載されている本株式価値算定書(大和証券)における対象者株式の株式価値算定結果のうち、市場株価法に基づく算定結果のレンジの上限を上回る価格であり、かつ、ディスカунテッド・キャッシュ・フロー法(以下「DCF法」といいます。)の算定結果のレンジ内であること。
- (b) 本公開買付価格が、下記「2. 買付け等の概要」の「(4) 買付け等の価格の算定根拠等」の「② 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、本公開買付けの公正性を担保するための措置)」の「④ 特別委員会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及びフェアネス・オピニオンの取得」に記載されている本株式価値算定書(ブルータス)における対象者株式の株式価値算定結果のうち、市場株価平均法に基づく算定結果のレンジの上限を上回る価格であり、かつ、DCF法に基づく算定結果のレンジ内であること。また、本特別委員会が、ブルータスから、本公開買付価格である1株当たり1,960円は対象者の一般株主にとって財務的見地から公正なものである旨の本フェアネス・オピニオンを取得していること。
- (c) 本公開買付価格は、本公開買付けの公表日の前営業日である2025年9月9日の東京証券取引所プライム市場における対象者株式の終値の1,503円に対して30.41%、同日までの過去1ヶ月間の終値の単純平均値1,436円に対して36.49%、同日までの過去3ヶ月間の終値の単純平均値1,422円に対して37.83%、同日までの過去6ヶ月間の終値の単純平均値1,378円に対して42.24%のプレミアムをそれぞれ加えた金額であり、当該プレミアム水準は、経済産業省が策定

した「公正なM&Aの在り方に関する指針」の公表日である2019年6月28日以降に公表され、かつ、2025年9月9日までに成立した、対象者が上場している市場である東京証券取引所プライム市場の上場会社を対象としたマネジメント・バイアウト(MBO)による非公開化を企図した公開買付けの事例36件(ただし、不成立となったものの、再度公開買付けを実施したことにより成立した事例を除きます。)(プレミアム水準の平均値は、公表日の前営業日が43.17%、直近1ヶ月間が45.63%、直近3ヶ月間が46.77%、直近6ヶ月間が47.17%であり、プレミアム水準の中央値は、公表日の前営業日が40.85%、直近1ヶ月間が44.92%、直近3ヶ月間が46.46%、直近6ヶ月間が43.94%)と比較すると、必ずしも高い水準にあるとまではいえないものの、対象者株式の終値は本公開買付けの公表日の前営業日である2025年9月9日までの過去6ヶ月において1,311円から1,503円まで14.65%上昇しており、対象者株式の株価が上昇局面にあることを考慮すると対象者株式の直近の株価のみで検討するよりもより長期間の平均値を考慮して検討することは不合理とはいえず、当該各事例における直近6ヶ月間の終値の単純平均値に対するプレミアム水準の中央値に照らした本公開買付け価格のプレミアム水準について、遜色ない水準であると判断できること。

- (d) 下記「2. 買付け等の概要」の「(4) 買付け等の価格の算定根拠等」の「② 算定の経緯」の「(本公開買付け価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置)」に記載の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が実施された上で、対象者及び本特別委員会は、公開買付者との間で本公開買付け価格に係る交渉を複数回にわたり行い、かかる交渉の結果として、本公開買付け価格が、第1回提案価格(1株当たり1,600円)よりも1株当たり360円(第1回提案価格の22.5%)引き上げられた価格で提案されたこと。

以上より、対象者は、本日開催の取締役会において、本日時点における対象者の意見として、本公開買付けが開始された場合には、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、本公開買付けに応募することを推奨する旨の決議をしたとのことです。なお、上記のとおり、公開買付者は、本前提条件が充足された場合又は公開買付者により放棄された場合に、本公開買付けを速やかに開始することを予定しております。本日現在、公開買付者は、本クリアランスに関する法的助言を行う国内外の法律事務所との協議を踏まえ、2025年9月下旬を目途に本公開買付けを開始することを目指しておりますが、特にベトナムにおける競争法のクリアランスに係る手続を所管する当局における手続及び対応に要する期間を正確に予測することが困難であるため、本公開買付けの具体的なスケジュールについては、決定次第速やかにお知らせいたします。また、本公開買付けの開始の見込み時期が変更になった場合には、速やかにお知らせいたします。

このため、対象者は、上記取締役会においては、本公開買付けが開始される際に、本特別委員会に対して、本答申書の意見に変更がないか否か検討し、対象者取締役会に対し、従前の意見に変更がない場合にはその旨、変更がある場合には変更後の意見を述べるよう委嘱すること、及びかかる意見を踏まえ、本公開買付けが開始される時点で、改めて本公開買付けに関する意見表明を行うことを併せて決議しているとのことです。

なお、対象者取締役会決議の詳細は下記「2. 買付け等の概要」の「(4) 買付け等の価格の算定根拠等」の「② 算定の経緯」の「(本公開買付け価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置)」の「⑤ 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 本公開買付け後の経営方針

CVCは、対象者が、持続的な成長を実現するために掲げる、事業基盤の強化、ブランド価値の向上、海外市場での更なる成長を重点領域とする方針を踏まえ、CVCファンドの持つ資金面における支援力

及びグローバル及びアジア地域における既存投資先並びにCVCの持つ業界ネットワーク・専門性を活用しながら、対象者の長期的な成長戦略の実現を支えるために、対象者の経営陣との緊密なパートナーシップを構築し、中長期的な企業価値の最大化のための支援を行う予定です。

具体的には、CVCは対象者の今後の成長の加速に向けて、主に以下の施策を計画しております。

- a. 対象者の既存ビジネスの更なる拡大・高度化
- b. 経営管理体制・組織の抜本的高度化支援
- c. M&A・業務提携等による非連続的な成長機会の探索・実行支援
- d. グローバル市場における事業展開やバリューチェーン強化の支援

本取引は、いわゆるマネジメント・バイアウト(MBO)に該当し、西村元延氏及び西村健氏は、本公開買付け成立後も引き続き対象者の事業成長に向けて経営全般に関わっていく予定です。Lumina International Holdingsは、2025年9月10日付で、西村家株主との間で、本取引後の対象者の運営及び本再出資等後の公開買付者親会社の株式の取扱いに関する内容を含む株主間契約(以下「本株主間契約」といいます。)を締結しております。本株主間契約の詳細につきましては、下記「(3)本公開買付けに関する重要な合意」の「②本株主間契約」をご参照ください。

なお、公開買付者は、本取引実施後、対象者に取締役を数名派遣することを想定しておりますが、下記「(3)本公開買付けに関する重要な合意」の「②本株主間契約」a)において記載しているほか、現時点で決定している事項はなく、本公開買付けの成立後に、対象者との間で協議・検討の上、方針を決定する予定です。

### (3) 本公開買付けに関する重要な合意

#### ① 本取引基本契約

公開買付者は、2025年9月10日付で、西村家株主との間で本取引基本契約を締結し、①応募合意株主が、応募合意株式(所有株式の合計:1,033,110株、所有割合:2.29%)について本公開買付けに応募する旨、並びに②不応募合意株主が、不応募合意株式(所有株式の合計:4,670,000株、所有割合:10.35%)について本公開買付けに応募しない旨、及び本臨時株主総会において、不応募合意株式に関して、本株式併合に関連する議案に不応募合意株主が賛成する旨の合意をしております。なお、本取引基本契約において、応募合意株主の本公開買付けへの応募義務を免除する旨の条項は存在せず、また、本取引基本契約及び本株主間契約を除いて、公開買付者と西村家株主との間で本取引に関する合意は締結されておらず、本公開買付け価格の支払を除き、応募合意株主に対して本公開買付けへの応募に際して付与される利益はありません。

- a) 応募合意株主は所有する対象者株式の全て(譲渡制限付株式を除く。)について本公開買付けに応募し、かつ、応募後、応募を撤回せず、応募により成立する買付等に係る契約を解除しないものとされ、不応募合意株主は、所有する対象者株式の全てについて本公開買付けに応募しないものとされています。かかる本公開買付けへの応募及び不応募について、前提条件は定められておりません。
- b) (i) 応募合意株主は、本取引基本契約において別途明示的に規定される場合を除き、自らが保有する対象者株式の全部又は一部について、譲渡、担保設定(ただし、本取引基本契約の締結日において設定されている担保権を除く。)その他の処分(本公開買付け以外の公開買付けへの応募を含みますが、これに限られません。)を行わず、(ii) 不応募合意株主は、本取引基本契約において別途明示的に規定される場合を除き、自らが保有する対象者株式の全部又は一部について、譲渡、担保設定その他の処分(本公開買付け以外の公開買付けへの応募を含みますが、これに限られません。)を行わないものとされています。また、西村家株主は、対象者株式又は対象者株式に係る権利の取得を行わないものとされています。加えて、西村家株主

は、自ら又は他の者をして、公開買付者以外の者との間で、直接又は間接に、本公開買付けその他本取引基本契約で企図される取引と競合、矛盾若しくは抵触し、又はそのおそれのある一切の行為（第三者との合意、合意に向けた申込み、申込みの誘引、承諾、協議、交渉、勧誘又は情報提供を含みますが、これらに限られません。）を行わず、公開買付者以外の第三者から当該行為に関する勧誘、提案、情報提供又は申込みを受けた場合には、直ちに公開買付者にその旨及びこれらの内容を通知し、かかる第三者への対応について公開買付者と誠実に協議するものとされています。

- c) 公開買付者は、本取引基本契約の締結後実務上合理的な範囲で速やかに、ベトナムの競争法に係るクリアランスの取得を完了するよう、商業上合理的な範囲で最大限努力するものとされています。
- d) 西村家株主は、本取引基本契約に明示的に定める事項を除き、公開買付者の事前の書面による承諾なしに、対象者の株主総会の招集請求権、議題提案権及び議案提案権その他の株主権を行使しないものとされています。
- e) 本公開買付けが成立し、その決済が行われたときにおいて、対象者において本決済開始日より前の日を権利行使の基準日とする株主総会が開催される場合、応募合意株主は、公開買付者の選択に従い、(i)公開買付者若しくは公開買付者の指定する者に対して包括的な代理権を授与するか、又は(ii)公開買付者の指示に従って議決権を行使するものとされています。応募合意株主は、上記(i)の場合、公開買付者が合理的に指定する日までに、かかる包括的な代理権を授与するのに必要な委任状その他の書類に記名押印し、かかる委任状を公開買付者に交付し、かつ、応募合意株主はかかる代理権の授与をいかなる場合であっても撤回してはならず、上記(ii)の場合、当該株主総会における自らが保有する対象者株式に係る議決権その他の一切の権利行使を、公開買付者の指示に従って行い、かかる権利行使に公開買付者の意思が適切に反映されるために必要な措置を執るものとされています。
- f) 西村家株主は、本取引基本契約に明示的に定める事項を除き、本取引基本契約の締結日から株式併合（本株式併合の効力発生後に多数保有株主が存在しない場合は、本株式併合を、本株式併合の効力発生後に多数保有株主が存在する場合は、第2回株式併合を意味します。）の効力発生日までの間に開催される対象者の株主総会において議決権を行使できる場合において、(i)剰余金の配当その他の処分に関する議案、(ii)本公開買付け又は本スクイーズアウト手続を阻害する可能性がある株主提案に係る議案、及び(iii)可決されれば対象者の財政状態、経営成績、キャッシュ・フロー、事業、資産、負債若しくは将来の収益計画又はその見通しに重大な影響を及ぼす又は及ぼすことが合理的に予想される議案が上程されるときは、その保有する対象者株式に係る当該株主総会における議決権について、当該議案に反対の議決権を行使するものとされています。
- g) 本公開買付けの成立を前提条件として、西村家株主は、本決済開始日後、本スクイーズアウト手続に協力するものとされています。本公開買付けの決済開始後に公開買付者が要請する、本臨時株主総会において、西村家株主は、対象者の株主として、その保有する対象者株式に係る議決権の行使として、本株式併合に関する議案に賛成するものとされています。
- h) 本株式併合後において、多数保有株主が存在する場合には、公開買付者及び不応募合意株主は、本スクイーズアウト手続の一環として、本貸株を行った上で、第2回株式併合を行うことを含む、対象者の株主を公開買付者及び不応募合意株主のみとするための手続を実施するものとされています。本貸株が行われた場合、不応募合意株主及び公開買付者は、第2回株式併合の効力発生後、対象者をして、公開買付者が別途指定する基準日及び割合をもって、対象者株式の分割（以下「本株式分割」といいます。）を行わせ、本株式分割に必要な手続に最大限協力するものとされ、また、不応募合意株主及び公開買付者は、本株式分割の効力発生後実務上可能な限り速やかに、本貸株を解消し、本貸株により貸し出された対象者株式と

実質的に同等の価値となる数の対象者株式を貸主に返還するものとされています。

- i) 西村家株主及び公開買付者は、本スクイーズアウト手続の完了後、実務上合理的に可能な限り速やかに、本合併を実施するために相互に合理的な協力を行うものとされています。
- j) 西村家株主及び公開買付者は、本スクイーズアウト手続の完了後、実務上合理的に可能な限り速やかに、本合併の効力発生を前提条件として、本株式交換を実施するために相互に協力を行うものとされています。
- k) 本株式交換の効力発生を前提条件として、応募合意株主は、実務上可能な限り速やかに、公開買付者親会社との間でそれぞれ公開買付者が別途指定する様式及び内容の株式引受契約を締結し、公開買付者親会社に出資し、公開買付者親会社の普通株式を引き受けるものとされています。

その他、本取引基本契約においては、(i)相手方当事者（西村家株主にとっては公開買付者を、公開買付者にとっては西村家株主を指します。以下、本①の「相手方当事者」の記載において同じです。）につき、本取引基本契約に定める表明及び保証（注1）の重大な違反があった場合、(ii)相手方当事者につき、本取引基本契約に基づく義務の重大な違反があった場合、(iii)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2025年11月15日までに開始されない場合が解除事由として規定されております。また、(i)公開買付者が本公開買付けを撤回した場合、(ii)本公開買付けが不成立となった場合、又は(iii)西村家株主及び公開買付者が本取引基本契約を終了させる旨書面で合意した場合が終了事由として規定されております。

(注1) 本取引基本契約において、応募合意株主は、公開買付者に対して、①権利能力等、②契約の締結及び履行並びに強制執行可能性、③許認可等の取得、④法令等との抵触の不存在、⑤倒産手続等の不存在、⑥反社会的勢力等との取引の不存在、⑦反収賄等及び⑧株式の所有等について表明及び保証を行っており、不応募合意株主は、公開買付者に対して、①設立及び存続、②契約の締結及び履行、③強制執行可能性、④許認可等の取得、⑤法令等との抵触の不存在、⑥倒産手続等の不存在、⑦反社会的勢力等との取引の不存在、⑧反収賄等及び⑨株式の所有等について表明及び保証を行っております。また、公開買付者は、西村家株主に対して、①権利能力等、②契約の締結及び履行、③強制執行可能性、④許認可等の取得、⑤法令等との抵触の不存在、⑥倒産手続等の不存在、⑦反社会的勢力等との取引の不存在及び⑧反収賄等について表明及び保証を行っております。

## ② 本株主間契約

Lumina International Holdings は、2025年9月10日付で、西村家株主との間で、本取引後の対象者の運営及び本再出資等後の公開買付者親会社の株式の取扱いに関する以下の内容を含む本株主間契約を締結しております。

- a) 対象者の取締役の員数は10名以上15名以内とし、Lumina International Holdings は、西村家株主の指名する取締役の人数（ただし、最大5名とします。）に2を乗じた数の範囲内で取締役を指名する権利を有するものとされています。
- b) 対象者又は公開買付者親会社が、本株主間契約で定める事項（株主の議決権所有割合に影響を及ぼす事項、定款等の変更、組織再編、解散・清算に関する事項等）について決定する場合には、西村家株主及びLumina International Holdings の事前承諾がなければならないとされています。
- c) 西村家株主及びLumina International Holdings は、本スクイーズアウト手続の効力発生日から3年以内の公開買付者親会社に係る上場の実施を目指すことを基本方針とすることを相互に確認しています。

- d) 西村家株主及び Lumina International Holdings が保有する公開買付者親会社の株式について、本株式併合の効力発生日から 3 年を経過する日までの間、相手方当事者の事前の同意なく、第三者に対して譲渡してはならないものとされています。ただし、対象者の 2028 年 3 月期以降の事業年度において、対象者の業績が一定の指標を下回った場合には、西村家株主及び Lumina International Holdings はその保有する公開買付者親会社の株式を譲渡することができるものとされています。
- e) 西村家株主又は Lumina International Holdings が、その保有する公開買付者親会社の株式の全部を譲渡する場合には、相手方当事者は、譲渡対象となる公開買付者親会社の株式の買取りを申し込むことができる（かかる権利を、以下「買取申込権」といいます。）ものとされています。
- f) Lumina International Holdings が譲渡人となる場合において、西村家株主が買取申込権を行使しなかったときは、西村家株主は、Lumina International Holdings に対して、自らが保有する公開買付者親会社の株式を実質的に同一の条件で第三者に売却するよう請求することができ（タグアロング権）、Lumina International Holdings は、西村家株主に対して、西村家株主が保有する公開買付者親会社の株式を実質的に同一の条件で第三者に売却するよう請求することができる（ドラッグアロング権）旨、それぞれ規定されています。
- g) 西村家株主及び Lumina International Holdings は、相手方当事者に一定の事由（本株主間契約の重要な点の違反・倒産手続の開始・信用不安事由・支配権の変動等）が生じた場合には、相手方当事者に対して、プレミアム価格で自己が保有する公開買付者親会社の株式を買い取ることを請求することができ（プット・オプション）、又は、ディスカウント価格で自己が保有する公開買付者親会社の株式を売り渡すよう請求することができる（コール・オプション）旨、それぞれ規定されています。

(4) 本公開買付価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置

公開買付者及び対象者は、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、構造的な利益相反の問題及び情報の非対称性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。

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

- ① 対象者における独立したファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関からの株式価値算定書の取得
- ② 対象者における独立した法律事務所からの助言
- ③ 対象者における独立した特別委員会の設置及び答申書の取得
- ④ 特別委員会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及びフェアネス・オピニオンの取得
- ⑤ 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
- ⑥ 対象者における独立した検討体制の構築
- ⑦ マジョリティ・オブ・マイノリティ（Majority of Minority）を上回る買付予定数の下限の設定
- ⑧ 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「2. 買付け等の概要」の「(4) 買付け等の価格の算定根拠等」の「② 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、上記「(1) 本公開買付けの概要」に記載のとおり、本公開買付けにおいて、対象者株式の全てを取得できなかった場合には、本公開買付けの成立後、以下の方法により、本スクイーズアウト手続を実施することを予定しております。

具体的には、公開買付者は、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「本株式併合」といいます。）を行うこと及び本株式併合の効力発生を条件として単元株式数の定めを廃止する旨の定款の一部変更を行うことを付議議案に含む臨時株主総会（以下「本臨時株主総会」といいます。）を開催することを、対象者に要請する予定です。本臨時株主総会の開催時期は、本公開買付けの成立時期により異なるものの、現時点では、2026 年 1 月中旬頃を予定しております。対象者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、公開買付者及び不応募合意株主は、本臨時株主総会において上記各議案に賛成する予定です。

本臨時株主総会において本株式併合の議案についてご承認をいただいた場合には、本株式併合がその効力を生ずる日において、対象者の株主の皆様は、本臨時株主総会においてご承認をいただいた本株式併合の割合に応じた数の対象者株式を所有することとなります。本株式併合により株式の数に 1 株に満たない端数が生じるときは、端数が生じた対象者の株主の皆様に対して、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。以下同じです。）に相当する対象者株式を対象者又は公開買付者に売却すること等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の皆様（公開買付者、対象者及び不応募合意株主を除きます。）に交付される金銭の額が、本公開買付価格に当該株主の皆様が所有していた対象者株式の数に乗じた価格と同一となるよう算定した上で、裁判所に対して任意売却許可の申立てを行うことを対象者に対して要請する予定です。また、対象者株式の併合の割合は、本日現在において未定ですが、公開買付者は、対象者に対して、公開買付者及び不応募合意株主のみが対象者株式の全て（ただし、対象者が所有する自己株式を除きます。）を所有することとなるよう、本公開買付けに応募されなかった対象者の株主の皆様（公開買付者、対象者及び不応募合意株主を除きます。）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するよう要請する予定です（注 1）。対象者プレスリリースによれば、対象者は、本公開買付けが成立した場合には、公開買付者によるこれらの要請に応じる予定とのことです。

（注 1）本株式併合後において、多数保有株主が存在する場合は、対象者において有価証券報告書提出義務の免除を受けた後、公開買付者及び不応募合意株主は、本スクイーズアウト手続の一環として、本貸株を行った上で、第 2 回株式併合を行うことを含む、対象者の株主を公開買付者及び不応募合意株主のみとするための手続を実施することを予定しております。なお、第 2 回株式併合においては、多数保有株主に交付される金銭の額が、本公開買付価格に当該多数保有株主が所有していた対象者株式の数（ただし、本株式併合における対象者株式の併合の割合に基づく形式的な調整を行う予定です。また、本株式併合により端数となった部分を除きます。）に乗じた価格と同一となるよう算定する予定です。

本株式併合に関連する少数株主の権利保護を目的とした会社法上の規定として、本株式併合をすることにより株式の数に 1 株に満たない端数が生じるときは、会社法第 182 条の 4 及び第 182 条の 5 その他の関係法令の定めに従い、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、対象者及び不応募合意株主を除きます。）は、対象者に対し、自己の所有する株式のうち 1 株に満たない端数となるものの全てを公正な価格で買い取ることを請求することができる旨及び裁判所に対して対象者株式の価格の決定の申立てを行うことができる旨が会社法上定められています。なお、上記申立てがなされた場合の買取価格は、最終的には裁判所が判断することとなります。上記のとおり、本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（公開買付け者、対象者及び不応募合意株主を除きます。）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、上記申立てを行うことができることになる予定です。

上記の手續については、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しなかった対象者の株主の皆様（公開買付け者、対象者及び不応募合意株主を除きます。）に対しては、最終的に金銭を交付する方法が採用される予定であり、その場合に当該対象者の株主の皆様には、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になるよう算定する予定です。

なお、本譲渡制限付株式については、その割当契約書において、(a) 譲渡制限期間中に、会社法第180条に規定する株式併合（当該株式併合により付与対象者の有する株式が1株未満の端数となる場合に限り、）に関する事項が対象者の株主総会で承認された場合（ただし、会社法第180条第2項第2号に定める株式併合の効力発生日（以下「スクイーズアウト効力発生日」といいます。）が譲渡制限期間の満了時より前に到来するときに限り、）は、対象者取締役会の決議により、スクイーズアウト効力発生日の前営業日の直前時をもって、その割当日から当該承認の日までの期間に応じて割当てを受ける者ごとに個別に決定される数の本譲渡制限付株式について、譲渡制限を解除するとされ、(b) 上記(a)に規定する場合は、対象者は、スクイーズアウト効力発生日の前営業日をもって、同日において譲渡制限が解除されていない本譲渡制限付株式の全部を当然に無償で取得するとされており、そのため、本スクイーズアウト手續においては、本譲渡制限付株式のうち、上記割当契約書の(a)の規定に従い、スクイーズアウト効力発生日の前営業日の直前時において譲渡制限が解除されたものについては、株式併合の対象とし、上記割当契約書の(b)の規定に従い、スクイーズアウト効力発生日の前営業日の直前時をもって譲渡制限が解除されていない本譲渡制限付株式については、対象者において無償取得する予定です。

以上の場合における具体的な手續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への賛同を勧誘するものではありません。また、本公開買付けへの応募又は上記の各手續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理士等の専門家にご確認いただきますようお願いいたします。

## (6) 上場廃止となる見込み及びその事由

対象者株式は、本日現在、東京証券取引所プライム市場に上場されていますが、公開買付け者は、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、所定の手続を経て上場廃止となる可能性があります。また、本公開買付けの成立時点では当該基準に該当しない場合でも、本公開買付けの成立後に、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）」に記載の本スクイーズアウト手續が実施された場合には、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ります。上場廃止後は、対象者株式を東京証券取引所プライム市場において取引することはできません。

## 2. 買付け等の概要

### (1) 対象者の概要

① 名 称	株式会社マンダム
② 所 在 地	大阪府中央区十二軒町5番12号
③ 代表者の役職・氏名	代表取締役社長執行役員兼CEO 西村 健
④ 事 業 内 容	化粧品製造・販売事業
⑤ 資 本 金	11,394百万円（2025年3月31日現在）
⑥ 設 立 年 月 日	1927年12月23日

⑦  大株主及び持株比率 (2025年3月31日現在)	日本マスタートラスト信託銀行株式会社(信託口)	14.42%
	公益財団法人西村奨学財団	7.98%
	株式会社日本カストディ銀行(信託口)	5.12%
	マンダム従業員持株会	3.26%
	M・Nホールディングス株式会社	2.37%
	西村元延	2.07%
	KIA FUND F149(常任代理人 シティバンク、エヌ・エイ)	1.66%
	BNP PARIBAS LUXEMBOURG/2S/JASDEC/JANUS HENDERSON HORIZON FUND(常任代理人 香港上海銀行)	1.52%
	JP MORGAN CHASE BANK 385781(常任代理人 株式会社みずほ銀行)	1.14%
	BNY GCM CLIENT ACCOUNT JPRD AC ISG (FE-AC)(常任代理人 株式会社三菱UFJ銀行)	1.11%
⑧ 公開買付者と対象者の関係		
資本関係	該当事項はありません。	
人的関係	該当事項はありません。	
取引関係	該当事項はありません。	
関連当事者への該当状況	該当事項はありません。	

(注)「⑦ 大株主及び持株比率(2025年3月31日現在)」は、本有価証券報告書の「大株主の状況」より引用しております。

## (2) 日程等

公開買付者は、本前提条件が充足された場合又は公開買付者により放棄された場合に、本公開買付けを速やかに開始することを予定しております。本日現在、公開買付者は、本クリアランスに関する法的助言を行う国内外の法律事務所との協議を踏まえ、2025年9月下旬を目途に本公開買付けを開始することを目指しておりますが、特にベトナムにおける競争法のクリアランスに係る手続を所管する当局における手続及び対応に要する期間を正確に予測することが困難であるため、本公開買付けの具体的なスケジュールについては、決定次第速やかにお知らせいたします。また、本公開買付けの開始の見込み時期が変更になった場合には、速やかにお知らせいたします。

なお、本公開買付けの買付け等の期間(以下「本公開買付期間」といいます。)は30営業日とする予定です。

## (3) 買付け等の価格

普通株式1株につき、金1,960円

## (4) 買付け等の価格の算定根拠等

### ① 算定の基礎

公開買付者は、本公開買付価格を決定するにあたり、対象者が開示した財務情報等の資料、対象者に対して2025年5月下旬から7月下旬にかけて実施したデュー・ディリジェンスの結果等を踏まえ、対象者の事業及び財務状況を多面的かつ総合的に分析いたしました。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、本公開買付けの開始予定の公表日の前営業日であ

る2025年9月9日の東京証券取引所プライム市場における対象者株式の終値(1,503円)並びに同日までの過去1ヶ月、同過去3ヶ月及び同過去6ヶ月の終値単純平均値(1,436円、1,422円及び1,378円)の推移を参考にいたしました。さらに、対象者との協議・交渉の結果、対象者取締役会及び本特別委員会による本公開買付けへの賛同及び株主の皆様への応募推奨の可否並びに本公開買付けの成立の見通しも考慮し、最終的に2025年9月10日に本公開買付け価格を1,960円とすることを決定いたしました。

本公開買付け価格である1,960円は、本公開買付けの開始予定の公表日の前営業日である2025年9月9日の東京証券取引所プライム市場における対象者株式の終値1,503円に対して30.41%、同日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値1,436円に対して36.49%、同過去3ヶ月間の終値単純平均値1,422円に対して37.83%、同過去6ヶ月間の終値単純平均値1,378円に対して42.24%のプレミアムをそれぞれ加えた価格となります。

なお、公開買付者は、上記の諸要素を総合的に考慮しつつ、対象者との協議・交渉を踏まえて本公開買付け価格を決定したため、第三者算定機関からの株式価値算定書や意見(フェアネス・オピニオン)は取得していません。

## ② 算定の経緯

(本公開買付け価格の決定に至る経緯)

上記「1. 買付け等の目的等」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「① 公開買付者が本公開買付けの実施を決定するに至った背景、目的及び意思決定の過程」をご参照ください。

(本公開買付け価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置)

### ① 対象者における独立したファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関からの株式価値算定書の取得

#### (i) 算定機関の名称並びに対象者及び公開買付者との関係

対象者は、本公開買付けに関する意見表明を行うにあたり、公開買付者らから提示された本公開買付け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、大和証券に対象者株式の株式価値の算定を依頼し、2025年9月9日付で本株式価値算定書(大和証券)を取得したとのことです。なお、対象者及び公開買付者らにおいて、本公開買付け価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置を実施していることに加え、本特別委員会より、本特別委員会におけるファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関であるプルータス・コンサルティングによる本フェアネス・オピニオンの提出を受けていることから、対象者は、大和証券から本公開買付け価格の公正性に関する意見書(フェアネス・オピニオン)は取得していないとのことです。また、大和証券は、対象者及び公開買付者らの関連当事者には該当せず、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。

なお、本取引に係る大和証券に対する報酬には、本取引の成立等を条件に支払われる成功報酬が含まれているとのことです。対象者は、同種の取引における一般的な実務慣行を勘案すれば、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大和証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ているとのことです。また、本特別委員会は、大和証券の独立性及び適格性に問題がないことを確認した上で、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することについて承認しているとのことです。

#### (ii) 算定の概要

大和証券は、複数の算定手法の中から対象者株式価値算定にあたり採用すべき算定手法を検討の上、対象者が継続企業であるとの前提の下、対象者株式の価値について多面的に評価することが適切であるとの考えに基づき、対象者株式が東京証券取引所プライム市場に上場しており、市場株価が存在することから市場株価法を、対象者業績の内容や予想等を評価に反映するためにDCF法を算定手法として用いて対象者の1株当たりの株式価値の分析を行い、対象者は、2025年9月9日付で大和証券より本株式価値算定書（大和証券）を取得したとのことです。

上記各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。

市場株価法	: 1,378円～1,503円
DCF法	: 1,649円～2,454円

市場株価法では、2025年9月9日を算定基準日として、対象者株式の東京証券取引所プライム市場における基準日の終値1,503円、直近1ヶ月間の終値単純平均株価1,436円、直近3ヶ月間の終値単純平均株価1,422円及び直近6ヶ月間の終値単純平均株価1,378円を基に、対象者株式1株当たりの価値の範囲を1,378円～1,503円と算定しているとのことです。

DCF法では、地域ごとに事業環境が異なることから、地域ごとの特徴を適切に算定に反映させるため、対象者グループの事業を日本事業、インドネシア事業、マレーシア事業及びその他事業に分類し、対象者が現時点で合理的に予測可能な期間まで作成した2026年3月期から2028年3月期までの事業計画（以下「本事業計画」というとのことです。）における収益予測及び投資計画を前提として、対象者が2026年3月期第2四半期以降に生み出すと見込まれる各事業のフリー・キャッシュ・フローを各事業ごとの一定の割引率で現在価値に割り引いて対象者の企業価値及び株式価値を算定し、対象者株式の1株当たりの株式価値の範囲を1,649円～2,454円と算定しているとのことです。なお、割引率は加重平均資本コストを採用し、日本事業：7.18%～9.18%、インドネシア事業：14.21%～17.21%、マレーシア事業：8.89%～11.89%、その他事業：9.39%～12.39%を使用しているとのことです。また、各事業の割引率には、対象者の規模を踏まえたサイズリスク・プレミアムが考慮されているとのことです。継続価値の算定にあたっては定率成長モデルを採用し、各国のリスク・フリー・レート、インフレ率及びGDP成長率等を総合的に勘案した上で永久成長率を日本事業：0.5%～1.5%、インドネシア事業：5.0%～6.0%、マレーシア事業：2.0%～3.0%、その他事業：0.5%～1.5%として、継続価値を59,833百万円～95,918百万円と算定しているとのことです。また、余剰現預金（対象者の現預金から、各事業ごとに過去の資金繰り実績等を総合的に考慮し推計した事業用現預金を控除して算出しております。）は株式価値算定において非事業用資産として加算しているとのことです。

大和証券がDCF法の算定の前提とした本事業計画に基づく財務予測は以下のとおりとのことです。なお、大和証券がDCF法の算定の前提とした本事業計画に基づく財務予測には、対前年度比較において大幅な増減を見込んでいる事業年度が含まれているとのことです。具体的には、2027年3月期においては、業績の伸長及び収益性改善効果の発現による営業利益及びEBITDAの大幅な増加となることを見込んでいるとのことです。また、2027年3月期及び2028年3月期においては、業績の伸長及び設備投資額の減少によりフリー・キャッシュ・フローが大幅な増加となることを見込んでいるとのことです。

（単位：百万円）

	2026年3月期 (9ヶ月)	2027年3月期	2028年3月期
売上高	63,096	93,016	100,594

営業利益	2,491	7,442	9,191
E B I T D A	5,293	11,248	13,017
フリー・キャッシュ・フロー	▲4,715	2,332	4,583

なお、本事業計画は、対象者の将来の成長を考慮した上で本取引の取引条件の妥当性を検討することを目的として、過去の実績や足元の収益状況、外部環境の動向等を踏まえ、各項目において合理的な前提を設定の上作成したものとありますが、その内容は、2024年4月より開始している対象者の本中期経営計画において前提とした事業計画と同一のものであります（ただし、2026年3月期の事業計画値は対象者が2025年5月13日に公表した連結業績予想を採用しているとのことです。）。当該本中期経営計画は、西村元延氏及び西村健氏が対象者株式の非公開化の検討を行うより前の2023年2月から2024年3月に、2017年に策定した2017年から2027年にかけての中長期的な計画「VISION2027」の最後の中期経営計画として、また、創業100周年を迎える2027年の次の100年に向けた成長基盤を構築するフェーズとして、西村元延氏及び西村健氏を含む対象者経営陣により作成されたものとあります。また、2026年3月期の事業計画値は、西村元延氏及び西村健氏を除く対象者経営陣により作成したものとあります。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、現時点において収益に与える影響を具体的に見積もることが困難であるため、反映していないとのことです。大和証券は、対象者株式の株式価値の算定に際し、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そのまま採用し、それらの資料及び情報等が、全て正確かつ完全なものであることを前提としており、独自にそれらの正確性及び完全性の検証を行っていないとのことです。また、対象者の資産及び負債（簿外資産及び負債、その他偶発債務を含みます。）に関して独自の評価・査定を行っておらず、第三者機関への鑑定又は査定の依頼も行っていないとのことです。加えて対象者の財務予測に関する情報については、対象者による現時点で得られる最善の予測と判断に基づき合理的に作成されたことを前提としているとのことです。ただし、大和証券は、算定の基礎とした本事業計画について、複数回、対象者と質疑応答を行い、その作成経緯及び対象者の現状を把握した上で、それらに不合理な点がないかという観点から、本事業計画の合理性を確認しているとのことです。また、大和証券の算定は、2025年9月9日までの上記情報を反映したものとあります。

② 対象者における独立した法律事務所からの助言

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森・濱田松本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ているとのことです。森・濱田松本法律事務所は、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、森・濱田松本法律事務所の報酬は、本取引の成否にかかわらず、稼働時間に時間単価を乗じて算出するものとされており、本取引の成立等を条件とする成功報酬は含まれていないとのことです。また、本特別委員会、森・濱田松本法律事務所の独立性及び適格性に問題がないことを確認した上で、対象者のリーガル・アドバイザーとすることについて承認しているとのことです。

③ 対象者における独立した特別委員会の設置及び答申書の取得

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）に該当する本取引の一環として行われるものであり、構造的な利益相反の問題及び情報の非対称性の問題が存在すること等を踏まえ、本公開買付けの公正性の担保、本公開買付けに係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、2025年3月6日開催の対象者取締役会により、公開買付者ら及び対象者のいずれからも独立した、対象者社外取締役3名及び社外監査役2名(対象者社外取締役兼独立役員である谷井等氏、伊藤麻美氏、原田哲郎氏の3名及び社外監査役兼独立役員である森幹晴氏、田中基博氏の2名の計5名)によって構成される特別委員会(以下「本特別委員会」といいます。)を設置する旨を決議したとのことです。なお、対象者は、当初から上記の5氏を本特別委員会の委員として選任しており、本特別委員会の委員を変更した事実はないとのことです。また、本特別委員会は、委員の互選により、森幹晴氏を本特別委員会の委員長として選定しているとのことです。本特別委員会の各委員に対しては、その職務の対価として、答申内容にかかわらず、本特別委員会の実施期間において、固定報酬を支払うものとしているとのことです。なお、対象者は、森・濱田松本法律事務所の助言を得つつ、本特別委員会の委員の候補となる対象者の社外取締役及び社外監査役の独立性及び適格性について確認を行うとともに、公開買付者ら及び対象者のいずれからも独立性を有すること、及び本取引の成否に関して一般株主とは異なる重要な利害関係を有していないことを確認した上で、本特別委員会の委員を選任しているとのことです。

そして、対象者は、上記取締役会決議に基づき、本特別委員会に対し、(ア)本取引を実施することの是非(本公開買付けについて対象者取締役会が賛同するべきか否か、及び、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べきか否か)を検討し、対象者取締役会に勧告を行うこと、並びに(イ)本取引が対象者の一般株主にとって公正なものであることについて検討し、対象者取締役会に意見を述べること(なお、(ア)の検討に際しては、対象者の企業価値の向上に資するか否かの観点から、本取引の是非について検討・判断するとともに、対象者の一般株主の利益を図る観点から、取引条件の公正性及び手続の公正性について検討・判断するものとしているとのことです。また、(イ)については、上記取締役会決議においては「対象者取締役会における本取引についての決定が、対象者の少数株主にとって不利益なものでないことについて検討し、対象者取締役会に意見を述べること」としつつ、東京証券取引所が定める企業行動規範に係る関連規定が見直された場合には、必要に応じて見直しを行うものとしておりましたが、2025年7月22日付で、東京証券取引所が定める企業行動規範に係る有価証券上場規程等が改正されたことに伴い、同年8月21日付開催の対象者取締役会に基づき、(イ)のとおり変更しているとのことです。)以下(ア)及び(イ)を総称して「本委嘱事項」といいます。)を委嘱したとのことです。

また、本特別委員会への委嘱にあたり、対象者取締役会は、本特別委員会の判断内容を最大限尊重して本取引に関する意思決定を行うこととし、本特別委員会が本取引の実施又は本取引の取引条件が妥当でないと判断した場合には、対象者取締役会は本取引の承認をしないこととしているとのことです。同時に、本特別委員会に対して、(a)本取引の相手方又は本取引に代替する取引の提案者との間で取引条件等についての交渉(対象者の役職員やアドバイザー等(以下において定義します。)を通じた間接的な交渉を含む。)を行うこと、(b)本委嘱事項について検討するに当たり、必要に応じ、本特別委員会の財務のアドバイザー若しくは第三者算定機関及び法務のアドバイザー(以下「アドバイザー等」といいます。)を選任又は指名すること(この場合の費用は対象者が負担する。)、又は対象者のアドバイザー等を指名し、若しくは承認(事後承認を含む。)すること(なお、本特別委員会は、対象者のアドバイザー等を信頼して専門的助言を求めることができると判断した場合には、対象者のアドバイザー等に対して専門的助言を求めることができるものとしております。)、(c)本特別委員会が必要と認める者に本特別委員会への出席を要求し、必要な情報について説明を求め、(d)対象者グループの役職員から本取引又は代替的選択肢に関する検討及び判断に合理的に必要な情報を受領すること、(e)その他本取引又は代替的選択肢に関する検討及び判断に際して必要と本特別委員会が認める事項についての権限を付与することを決議しているとのことです。

本特別委員会は、2025年3月6日から2025年9月9日まで合計24回開催され、本委嘱事項につ

いて、慎重に検討及び協議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、経営課題等に関する説明を受け、質疑応答を行い、また、西村元延氏及び西村健氏並びにCVCから、本取引を提案するに至った経緯及び理由、対象者の事業環境及び経営課題、本取引のメリット及びデメリット、本取引後の経営体制・経営方針、本取引の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大和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などにより、取引条件に関する交渉過程に実質的に関与することができることを確認しているとのことです。さらに、対象者のファイナンシャル・アドバイザーである大和証券及び本特別委員会の独自のファイナンシャル・アドバイザーであるプルータス・コンサルティングからそれぞれ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ているとのことです。

本特別委員会は、対象者から、公開買付者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「1. 買付け等の目的等」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「① 公開買付者が本公開買付けの実施を決定するに至った背景、目的及び意思決定の過程」に記載のとおり交渉が行われ、公開買付者から1,960円という最終的な提案を受けるに至るまで、公開買付者に対して本公開買付価格の増額を要請すべき旨を対象者に意見するなどして、公開買付者との交渉過程に関与したとのことです。さらに、森・濱田松本法律事務所から本取引において公正性を担保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、質疑応答を行うとともに、対象者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、質疑応答を行ったとのことです。

なお、本特別委員会は、対象者が選任したファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関である大和証券並びにリーガル・アドバイザーである森・濱田松本法律事務所につき、いずれも独立性及び適格性に問題がないことを確認した上で、それぞれ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並びにリーガル・アドバイザーとすることについて承認しているとのことです。また、本特別委員会は、2025年3月19日に、プルータス・コンサルティングについて、その独立性及び適格性に問題がないことを確認した上で、独自のファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関として選任しているとのことです。

これらの内容を踏まえ、本特別委員会は、大和証券及びプルータス・コンサルティング及び森・濱田松本法律事務所と議論を重ね、本委嘱事項について協議・検討を行ったとのことです。本特別委員会は、このように本委嘱事項について慎重に協議及び検討した結果、2025年9月9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。

#### (A) 答申内容

- (a) 対象者取締役会は、本公開買付けについて賛同するとともに、対象者の株主に対して本公開買付けへの応募を推奨するべきであると考えます。
- (b) 本取引は、対象者の一般株主にとって公正なものであると考えます。

#### (B) 答申理由

- (a) 本委嘱事項①（本公開買付けについて対象者取締役会が賛同するべきか否か、及び、対象者株主に対して本公開買付けへの応募を推奨するべきか否か）
  - ア 本取引が対象者の企業価値の向上に資するか否か
    - (ア) 対象者グループの事業環境及び経営課題
      - ・ 上記「1. 買付け等の目的等」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「①公開買付者が本公開買付けの実施を決定するに至った背景、目的及び意思決定の過程」に記載の対象者を取り巻く事業環境及び経営課題に関し、本特別委員会としても同様の認識を有しており、不合理な点は認められない。

(イ) 本取引の意義（メリット）

- ・ 本取引後に想定される対象者の企業価値向上のための各施策について、上記「1. 買付け等の目的等」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「① 公開買付者が本公開買付けの実施を決定するに至った背景、目的及び意思決定の過程」に記載の公開買付者関係者の認識と上記「1. 買付け等の目的等」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「② 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」に記載の対象者の認識は概ね整合している。
- ・ また、人口減少・少子高齢化の進行による若年層の人口構成の減少、ASEAN エリアにおける市場拡大の可能性及び生活者の価値観やトレンドの急速な多様化といった状況がみられる中、対象者の中長期的な企業価値の向上のためには、抜本的かつ実効的な施策を迅速に実行することが望ましいと考えられるところ、公開買付者関係者が企図する具体的な施策は、いずれも対象者の経営課題の解消に資する重要な内容といえ、これらの施策が対象者の中長期的な更なる企業価値向上のために積極的に推進すべき施策であるとの対象者の説明は合理的である。特に、対象者の説明によれば、インドネシア市場に関し、CVCが有する強固なネットワークと豊富な経験を活用し、現地における販売チャネル強化やローカルニーズに即した製品開発体制の整備、流通・サプライチェーンの強化等により、対象者の経営課題であるインドネシア市場の収益性を改善することが期待されることとあり、かかる説明は十分首肯できるものである。
- ・ なお、対象者が上場を維持しながら中長期的な企業価値向上の実現に向けた施策を実行する可能性も考えられるものの、対象者が上場維持をした状態においては、少数株主を含む各ステークホルダーの利益の考慮の必要性など、機動的かつ柔軟な意思決定や大胆な施策の実行に対して一定の制約が生じる状況にあることを踏まえると、対象者が、公開買付者による非公開化が対象者の中長期的に持続可能な企業価値向上に資するものと判断することは合理性があると考えられる。

(ウ) 本取引のデメリット

- ・ 上記「1. 買付け等の目的等」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「② 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」に記載の本取引を行うことのデメリットに関する対象者の認識は合理的であると考えている。
- ・ 本銀行融資に関しては、公開買付者からの説明を踏まえた対象者の判断に不合理な点はない。
- ・ また、上場廃止に伴う一般的なデメリットとして、資金調達手段の制約や社会的な信用力及び知名度の低下による人材獲得や取引先との取引関係への悪影響が挙げられるが、資金調達に関しては、近年の金融環境を踏まえると、エクイティ・ファイナンスに依拠するよりも、間接金融を通じた資金調達の方が合理的とされる場面が多く、また、CVCが有する金融機関等との関係や資金調達手段の活用も期待できることからすれば、対象者の経営上重大な支障となるおそれは小さい。また、社会的な信用力及び知名度の低下についても、取引先との信頼関係は既に一定程度構築されており、上

場廃止を理由に既存の取引関係が大きく剥落することはないと考えられることに加え、対象者のこれまでの事業運営により積み重ねてきた顧客からの信頼や獲得してきた知名度は、上場廃止により直ちに失われるものではないと考えられる。さらに、人材獲得に関しては、対象者のこれまでのブランド力・知名度は上場廃止により直ちに失われるものではないと考えられ、また、本取引を通じてこれまで以上に対象者の成長・発展が実現できることを丁寧に説明することで、対象者の採用活動への好影響も十分に想定され、特段の悪影響はないものと考えられる。以上を踏まえれば、本取引のデメリットは限定的であり、上記(イ)で述べた本取引のメリットに比較して小さいと考えられる。

#### (エ) 小括

- ・ 以上を踏まえると、本取引の目的に関する対象者の認識は、本特別委員会としても合理的と考えるものであり、本取引は対象者の企業価値の向上に資するとの対象者の判断は合理的であると認められる。

### イ 本取引の取引条件の公正性

#### (ア) 公開買付者らとの取引条件に関する協議・交渉の過程

- ・ 本特別委員会は、対象者が、2025年7月31日に公開買付者らから本公開買付価格を1,600円とする第1回提案を受領して以降、本「③対象者における独立した特別委員会の設置及び答申書の取得」に記載の構成及び権限等を前提として、本特別委員会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ブルータス・コンサルティング並びに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大和証券による対象者株式の株式価値の算定結果や公開買付者らとの交渉方針等を含めた財務的見地からの助言、並びに、対象者のリーガル・アドバイザーである森・濱田松本法律事務所からの法的助言等を踏まえ、対象者に対し、公開買付者らとの間での本公開買付価格を含む本取引における諸条件の交渉方針について、継続的に検討・要請を行った。また、対象者は、公開買付者らとの間で本取引に係る協議・交渉を行うに際して、公開買付者らから受領した本取引に係る取引条件の提案を直ちに本特別委員会に対して報告し、本特別委員会から意見、指示、要請等を受け、これに従って対応を行った。
- ・ その結果として、公開買付価格は計7回にわたり引き上げられ、最終的には、第1回提案における公開買付価格(1,600円)から22.5%(小数点以下第三位を四捨五入)の価格の引き上げを実現している。なお、対象者は、2025年9月5日に、公開買付者並びに西村元延氏及び西村健氏から、提示しうる最善のかつ最終的な提案であるとして1株当たり1,950円という第7回提案価格の提案を受けたが、これに対し対象者及び本特別委員会は、過去のMBO事例におけるプレミアム水準及び対象者の株式価値や収益力を踏まえて検討した本源的価値に照らして妥当な水準付近にあることを確認した上、最大限の価格を引き出す交渉努力を行うべく、2025年9月5日に、1株当たり2,100円とする対象者提案を行い、これに対して、対象者は、公開買付者並びに西村元延氏及び西村健氏から、2025年9月6日に、1株当たり1,960円という第8回提案価格の提案を受けた。これを受け、対象者及び本特別委員会は、下記(オ)のとおり第8回提案価格は既に公正な価格であると判断できる水準に達していること、及び、更なる交渉を継続したとしてもこれ以上の引き上げがなされる余地は低いと見込まれること等から、第8回提案価格を応諾するに至ったものである。
- ・ 以上のとおり、本特別委員会が対象者と公開買付者らとの間の本取引に関する協議・交渉過程に実質的に関与していたといえる。

(イ) 独立した第三者算定機関による株式価値算定内容及びその前提とした財務予測・前提条件等の合理性

(i) プルータス・コンサルティングによる株式価値算定の結果及びその内容の合理性

- ・ 公開買付者らから独立した本特別委員会のファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関であるプルータス・コンサルティングの本株式価値算定書（プルータス・コンサルティング）において、市場株価法及びDCF法が算定方法として用いられているが、本特別委員会は、本事業計画を踏まえてプルータス・コンサルティングが行った対象者株式の株式価値算定の内容について、株式価値の初期的な試算結果やその算定方法、当該算定方法を選択した理由、算定の重要な前提条件について説明を受け、その内容や当該算定の重要な前提について質疑応答を行った上で、以下の点を含めその合理性を確認した。
- ・ まず、市場株価法による分析においては、対象者の市場株価を直近終値及び一定期間の終値の平均値を分析することで対象者の株式価値を算定しているところ、このような算定の方法は本取引と類似の取引において一般的に用いられているものである。また、採用する算定期間についても一般的に用いられているものといえるところに、かかる期間において市場株価の調整が必要となるような重要事象は発生していないと認識している。以上から、市場株価法による算定の内容に不合理な点は認められない。
- ・ また、DCF法による分析においては、対象者が作成した本事業計画を基に、本事業計画における収益予測及び投資計画を前提として、対象者が2026年3月期第2四半期以降に生み出すと見込まれる各事業のフリー・キャッシュ・フローを一定の割引率で現在価値に割り引いて対象者の事業価値を算定し、これに非事業用資産及び有利子負債等を加減算して株式価値を算定している。DCF法における分析手法、分析に用いられた割引率及び継続価値の算定に関する永久成長率及び倍率法、余剰現預金及び投資有価証券の取扱い等については、プルータス・コンサルティングが第三者算定機関としての専門的見地から設定・検討したものであり、本特別委員会におけるプルータス・コンサルティングによるこれらの数値の算出根拠及び算出方法等についての説明にも特に不合理な点は認められない。
- ・ 本特別委員会は、プルータス・コンサルティングのDCF法による株式価値算定の基礎となった本事業計画について、以下の点を含む本事業計画の内容、重要な前提条件及び作成経緯について対象者から説明を受けた。
  - ・ 本事業計画は、対象者の将来の成長を考慮した上で本取引の取引条件の妥当性を検討することを目的として、過去の実績や足元の収益状況、外部環境の動向等を踏まえ、各項目において合理的な前提を設定の上作成したものであるが、その内容は、2026年3月期に係る事業計画値を除き、西村元延氏及び西村健氏が対象者株式の非公開化の検討を開始する前である2023年2月から2024年3月に、2017年に策定した中長期ビジョン「VISION2027」の最後の中期経営計画として、また、創業100周年を迎える2027年の次の100年に向けた成長基盤を構築するフェーズとして、西村元延氏及び西村健氏を含む対象者経営陣により作成された本中期経営計画において前提とした事業計画と同一のものであり、本取引の実施を前提としたものではないこと
  - ・ 本事業計画における2026年3月期の事業計画値については、その連結営業利益が本中期経営計画において前提とした事業計画よりも約10億円減少している等、本中期経営計画において前提とした事業計画との数値との乖離がみられるが、これは、対象者において実施している構造改革の効果発生タイミングが後ろ倒しになること等といった足元の事業環境を踏まえたものであること

- ・ 2026年3月期の連結営業利益を含む連結業績見通しの検討は、西村元延氏及び西村健氏を除く対象者経営陣が行っており、西村元延氏及び西村健氏は関与しておらず、また、当該業績見通しは2025年5月13日開催の取締役会において審議・決議した上で2025年3月期の決算短信（以下「2025年3月期決算短信」という。）において公表する予定であるが、かかる審議・決議には西村元延氏及び西村健氏は参加しない予定であること。
  - ・ かかる説明を受け、本特別委員会は、本事業計画の策定経緯、本事業計画に記載された各事業計画値の算定方法及びその妥当性等に関する質疑応答を行った上で、本事業計画が、公表済の本中期経営計画を前提としていること等を踏まえ、対象者株式の株式価値の算定及び公開買付者らとの公開買付価格に関する交渉の前提として本事業計画を用いることが合理的であると判断し、本事業計画を承認している。
  - ・ なお、本事業計画における2026年3月期の事業計画値について、その連結営業利益が本中期経営計画において前提とした事業計画よりも約10億円減少している等、本中期経営計画において前提とした事業計画との数値との乖離がみられる理由に関する上記の対象者の説明に不合理な点はなく、その検討手続にも公正性を疑わせる事情は特段見当たらない。
  - ・ また、本特別委員会は、対象者から、本中期経営計画における目標値とこれまでの実績値との乖離状況等を踏まえ、本事業計画における2027年3月期及び2028年3月期の連結業績見通しを引き下げることにについて打診を受け、検討及び対象者との協議を行ったが、本事業計画が前提とする本中期経営計画は公表済であり、対象者としてその実現を目指して取り組んでいること等を総合的に勘案した結果、かかる打診は取り下げられたことから、本取引に際して既に承認された本事業計画を用いることを改めて確認した。
  - ・ 以上からすれば、プルータス・コンサルティングのDCF法による株式価値算定の基礎となった本事業計画の策定にあたっては、構造的な利益相反の問題による影響を受けるおそれが合理的に排除されていることが認められ、その作成経緯に公正性を疑わせる事情は見当たらず、また、その内容は、その前提条件、作成経緯及び対象者の現状に照らして合理的であると認められる。
  - ・ そして、本株式価値算定書（プルータス・コンサルティング）における対象者株式の株式価値評価に照らし、本公開買付価格は、市場株価法に基づく算定結果のレンジの上限を上回る価格であり、かつ、DCF法の算定結果のレンジ内である。この事実は、本公開買付価格の妥当性を裏付ける要素と評価することができる。
- (ii) 本フェアネス・オピニオンの検討
- ・ 本フェアネス・オピニオンは、財務に関する高度の専門性を有するプルータス・コンサルティングが、対象者及び公開買付者らから独立した立場において、対象者から、事業の現状、本事業計画等の開示を受けるとともに、それらに関する説明を受けた上で実施した対象者株式の株式価値算定の算定結果に加えて、本公開買付けの概要、背景及び目的に係る対象者との質疑応答、プルータス・コンサルティングが必要と認めた範囲内での対象者の事業環境、経済、市場及び金融情勢等についての検討並びにプルータス・コンサルティングにおけるエンゲージメントチームとは独立した審査会におけるレビュー手続を経て発行されたものであり、不合理な点は見当たらない。また、上記(i)のとおり、本フェアネス・オピニオンの提出にあたって参考とされたプルータス・コンサルティングによる株式価値算定の方法及び内容についても特段不合理な点は認められない。
  - ・ したがって、本特別委員会は本フェアネス・オピニオンの発行手続及び内容について

も不合理な点は認められないものとする。

(iii) 大和証券による株式価値算定の結果及びその内容の合理性

- ・ 公開買付者らから独立した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大和証券の本株式価値算定書（大和証券）において、市場株価法及びDCF法が算定方法として用いられているが、本特別委員会は、本事業計画を踏まえて大和証券が行った対象者株式の株式価値算定の内容について、株式価値の初期的な試算結果やその算定方法、当該算定方法を選択した理由、算定の重要な前提条件について説明を受け、その内容や当該算定の重要な前提について質疑応答を行った上で、以下の点を含めその合理性を確認した。
- ・ 市場株価法による分析においては、対象者の市場株価を直近終値及び一定期間の終値の平均値を分析することで対象者の株式価値を算定しているところ、このような算定の方法は本取引と類似の取引において一般的に用いられているものである。また、採用する算定期間についても一般的に用いられているものといえるとともに、かかる期間において市場株価の調整が必要となるような重要事象は発生していないと認識している。以上から、市場株価法による算定の内容に不合理な点は認められない。
- ・ また、DCF法による分析においては、対象者が作成した本事業計画を基に、対象者グループの事業を日本事業、インドネシア事業、マレーシア事業及びその他事業に分類し、本事業計画における収益予測及び投資計画を前提として、対象者が2026年3月期第2四半期以降に生み出すと見込まれる各事業のフリー・キャッシュ・フローを各事業ごとの一定の割引率で現在価値に割り引いて対象者の事業価値を算定し、これに非事業用資産及び有利子負債等を加減算して株式価値を算定している。DCF法における分析手法、分析に用いられた割引率及び継続価値の算定に関する永久成長率、余剰現預金の取扱い等については、大和証券が第三者算定機関としての専門的見地から設定・検討したものであり、本特別委員会における大和証券によるこれらの数値の算出根拠及び算出方法等についての説明にも特に不合理な点は認められない。
- ・ 大和証券のDCF法による株式価値算定の基礎となった本事業計画はプルータス・コンサルティングのDCF法による株式価値算定の基礎となった本事業計画と同一であり、上記(i)のとおり、本事業計画の作成経緯に公正性を疑わせる事情は見当たらず、また、その内容は、その前提条件、作成経緯及び対象者の現状に照らして合理的であると認められる。
- ・ そして、本株式価値算定書（大和証券）における対象者株式の株式価値評価に照らし、本公開買付価格は、市場株価法に基づく算定結果のレンジの上限を上回る価格であり、かつ、DCF法の算定結果のレンジ内である。この事実は、本公開買付価格の妥当性を裏付ける要素と評価することができる。

(ウ) 公開買付者らとの取引条件に関する協議・交渉の過程

- ・ 本公開買付価格である1,960円は、2025年9月9日基準日として、東京証券取引所プライム市場における対象者株式の基準日終値1,503円に対して30.41%、同日までの直近1ヶ月間の終値単純平均値1,436円に対して36.49%、直近3ヶ月間の終値単純平均値1,422円に対して37.83%、直近6ヶ月間の終値単純平均値1,378円に対して42.24%のプレミアムが加算されたものである。
- ・ この点、本公開買付価格のプレミアムは、経済産業省が策定した「公正なM&Aの在り方に関する指針」の公表日である2019年6月28日以降に公表され、かつ、2025年9月9日までに成立した、対象者が上場している市場である東京証券取引所プライム市場の上場会社を対象としたMBOによる非公開化を企図した公開買付けの事例36件（ただし、不成立となったものの、再度公開買付けを実施したことにより成立した事例を

除く。) (プレミアム水準の平均値は、公表日の前営業日が 43.17%、直近1ヶ月間が 45.63%、直近3ヶ月間が 46.77%、直近6ヶ月間が 47.17%であり、プレミアム水準の中央値は、公表日の前営業日が 40.85%、直近1ヶ月間が 44.92%、直近3ヶ月間が 46.46%、直近6ヶ月間が 43.94%。以下「類似事例プレミアム水準」という。)と比較すると、必ずしも高い水準にあるとまではいえないものの、対象者株式の終値は本公開買付けの公表日の前営業日である2025年9月9日までの過去6ヶ月において1,311円から1,503円まで14.65%上昇しており、対象者株式の株価が上昇局面にあることを考慮すると対象者株式の直近の株価のみで検討するよりもより長期間の平均値を考慮して検討することは不合理とはいえず、当該各事例における直近6ヶ月間の終値の単純平均値に対するプレミアム水準の中央値に照らした本公開買付け価格のプレミアム水準について、遜色ない水準であると判断できる。

- ・ なお、対象者は、本中期経営計画において2026年3月期の連結営業利益の目標値を45億円程度と公表していたところ、2025年5月13日に公表された2025年3月期決算短信では、2026年3月期の連結営業利益の予想値を35億円としている。もっとも、この10億円程度の差異の理由に関する対象者の説明に不合理な点がないこと、及びその検討手続に公正性を疑わせる事情は特段見当たらないことは、上記(イ)(i)に記載したとおりである。したがって、対象者が2025年3月期決算短信において2026年3月期の連結営業利益の予想値を35億円と公表したことは、上記のプレミアム水準の妥当性の判断に影響を与えるものではない。

#### (エ) 本取引の方法の妥当性

- ・ 対象者は、公開買付者らから、現金を対価とする公開買付け及びその後の株式併合の方法による二段階買収という方法を提案されている。
- ・ 一段階目として公開買付けを行い、二段階目として株式併合を行うという方法は、非公開化の取引においては一般的に採用されている方法であり、二段階目の取引において支払われる対価は本公開買付け価格に当該一般株主が所有していた対象者株式の数(第2回株式併合が行われる場合、第2回株式併合においては、本株式併合における対象者株式の併合の割合に基づく形式的な調整を行う予定とのことである。また、本株式併合によって端数となった部分を除くとのことである。)を乗じた価格と同額とすることが予定されているほか、対価の額に不満のある株主は、裁判所に対して価格決定の申立てを行うことが可能である。よって、かかる方法に不合理な点は認められない。
- ・ また、公開買付者によれば、買付予定数の下限(25,285,200株)については、本公開買付けにおいて、公開買付者は、対象者株式の全てを取得し対象者株式を非公開化することを目的としているところ、本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ことを踏まえ、本取引の実施を確実に遂行すべく、本公開買付け後に公開買付者及び不応募合意株主が対象者の総株主の総議決権数の3分の2以上を所有することで、当該要件を満たすことができるように設定したものとことであり、かかる買付予定数の下限の設定方法に不合理な点は認められない。
- ・ また、本取引に際しては、西村家株主のうち西村元延氏及び西村健氏は本公開買付けに応募した上で本再出資を行う一方、西村奨学財団及びM・Nホールディングスは本公開買付けに応募せず本株式併合(及び第2回株式併合が行われる場合には第2回株式併合)後も対象者の株主として残存することが予定されているが、公開買付者によれば、かかる違いを設ける理由は本公開買付けに応募の上再出資する場合の手続の煩雑性及び資金効率の観点を検討した結果とのことであり、かかる説明に不合理な点は認

められない。また、M・Nホールディングスは西村健氏の資産管理会社であり、本取引後も対象者の経営方針に対して反対がなされることは見込まれないことから、同社が本取引後に対象者の株主として残存することも不合理ではない。また、西村奨学財団は、南西アジア、東南アジア、東アジア諸国及び地域からの留学生及び招聘教員並びに国際相互理解の促進、国際交流に有用な日本人学生に対し、奨学金援助を行うことにより、より充実した勉学・教育及び研究を継続させることを目的とする財団であり、本取引後も現在と同様に西村奨学財団の事業を継続することが対象者の関与する産業全体や教育文化の発展に寄与するものであること、また、公開買付者によれば、本取引後も、対象者からの配当が再開されるまでの間、西村元延氏やCVCファンドから代替する原資を確保することにより西村奨学財団が公益財団法人としての事業を継続することが可能となることを見込まれるとのことであるため、本取引後も対象者の経営方針に対して反対がなされることは見込まれないことから、同財団が本取引後に対象者の株主として残存することも不合理ではない。

- ・ また、公開買付者によれば、本再出資等における公開買付者親会社の株式1株当たりの対価を決定する前提となる対象者株式の評価は、公開買付価格の均一性規制（金融商品取引法第27条の2第3項）の趣旨に抵触しないよう、本公開買付価格と同一の価格である1,960円（ただし、本スクイーズアウト手続として実施する本株式併合における対象者株式の併合の割合に基づき形式的な調整を行う予定とのことである。）とする予定とのことであり、本再出資等について、西村家株主に対し一般株主よりも有利な経済的利益を与えるものとは認められず、特段不合理な点は認められない。
- ・ さらに、CVCから説明を受けた内容によれば、本株主間契約の内容は、同種の取引において締結される株主間契約に一般的に規定される内容であり、その内容について特段不合理な点は認められない。
- ・ 加えて、買収対価の種類について、そもそも金銭は、流動性が高く投資回収の方法として妥当であるため、対価を金銭とすること自体が少数株主の不利益となる理由はない。したがって、買収対価の種類についても合理性があると考えられる。
- ・ よって、本取引の方法に不合理な点は認められない。

#### (オ) 小括

- ・ 以上のとおり、(a)(i)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プルートス・コンサルティング及び大和証券作成の各株式価値算定書においてDCF法による株式価値算定の基礎となった本事業計画の作成経緯に公正性を疑わせる事情は見当たらず、また、その内容は、その前提条件、作成経緯及び対象者の現状に照らして合理的であると認められること、(ii)当該各株式価値算定書の算定方法及び算定内容には、特段不合理な点は認められず、現在の実務に照らして妥当なものであると考えられるところ、本公開買付価格は、本株式価値算定書（大和証券）における市場株価法に基づく算定結果のレンジの上限を上回る価格であり、かつ、DCF法の算定結果のレンジ内にあること、本株式価値算定書（プルートス・コンサルティング）における市場株価法に基づく算定結果のレンジの上限を上回る価格であり、かつ、DCF法の算定結果のレンジ内にあること、(iii)本公開買付価格についてプルートス・コンサルティングから本特別委員会に対し本フェアネス・オピニオンが提出されていること、(iv)本公開買付価格のプレミアム水準は、類似事例プレミアム水準と比較すると、必ずしも高い水準にあるとまではいえないものの、対象者株式の終値は本公開買付けの公表日の前営業日である2025年9月9日までの過去6ヶ月において1,311円から1,503円まで14.65%上昇しており、対象者株式の株価が上昇局面にあることを考慮すると対象者株式の直近の株価のみで検討するよりもより長期間の平均

値を考慮して検討することは不合理とはいえ、当該各事例における直近6ヶ月間の終値の単純平均値に対するプレミアム水準の中央値に照らした本公開買付価格のプレミアム水準について、遜色ない水準であると判断できること、及び(v)本公開買付価格は、公開買付者らとの間で価格交渉を行い、かかる交渉の結果として当初提案から複数回にわたり相当程度の価格の引き上げが実現されたものであることを総合的に勘案すれば、本公開買付価格は公正な価格であると考えられること、並びに(b)本取引の方法に不合理な点は認められないことに照らし、対象者の一般株主の利益を図る観点から、本取引の取引条件の公正性は確保されていると考える。

#### ウ 本取引に係る手続の公正性

- ・ 対象者において本特別委員会が設置されているところ、本特別委員会は、独立した立場から一般株主の利益を保護すべく適正な構成とされているといえ、また、対象者取締役会が、本特別委員会の判断内容を最大限尊重して意思決定を行う仕組みが担保されており、さらに、本特別委員会が有効に機能するために必要な権限等が付与されているものと考えられる。
- ・ 対象者は、本公開買付けに関する意見表明を行うにあたり、公開買付者ら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、大和証券に対象者株式の株式価値の算定を依頼し、2025年9月9日付で本株式価値算定書（大和証券）を取得した。なお、対象者及び公開買付者らにおいて、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を実施していることに加え、本特別委員会より、本特別委員会におけるファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関であるプルータス・コンサルティングによる本フェアネス・オピニオンの提出を受けていることから、対象者は、大和証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）は取得していない。また、大和証券は、対象者及び公開買付者らの関連当事者には該当せず、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いない。なお、本取引に係る大和証券に対する報酬には、本取引の成立等を条件に支払われる成功報酬が含まれている。対象者は、同種の取引における一般的な実務慣行を勘案すれば、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大和証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ている。また、本特別委員会は、大和証券の独立性及び適格性に問題がないことを確認した上で、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することについて承認している。なお、大和証券に対する報酬に成功報酬が含まれている点については、かかる報酬体系は本取引の成立に向けたインセンティブとなり得るが、同種の取引における一般的な実務慣行のほか、本取引の成否が不透明な中において、報酬体系を固定報酬のみとするよりも、むしろ報酬の一部を成功報酬とする方が対象者の金銭的負担の観点からも望ましいと考えられること等から、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できる。
- ・ 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森・濱田松本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ている。なお、森・濱田松本法律事務所は、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重要な利害関係を有していない。また、森・濱田松本法律事務所の報酬は、本取引の成否にかかわらず、稼働時間に時間単価を乗じて算出するものとされており、本取引の成立を条件とする成功報酬は含まれていない。また、本特別委員会は、森・濱田松本法律事務所の独立性及び適格性に問題がないことを確認した上で、対象者のリーガル・アドバイザーとすることについて承認している。

- ・ 本特別委員会は、本委嘱事項について検討するにあたり、本公開買付価格を含む取引条件の公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独自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プルータス・コンサルティングに対し、対象者株式の株式価値の算定及び本公開買付価格の財務的観点からの公正性についての意見表明を依頼し、2025年9月9日付で、本株式価値算定書（プルータス・コンサルティング）及び本フェアネス・オピニオンを取得した。プルータス・コンサルティングは、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重要な利害関係を有していない。また、本取引に関するプルータス・コンサルティングの報酬は、本取引の成否にかかわらず支払われる固定報酬及び稼働時間に時間単価を乗じて算出する方式であり、本公開買付けを含む本取引の成立等を条件に支払われる成功報酬は含まれていない。また、本特別委員会は、2025年3月19日に、プルータス・コンサルティングについて、その独立性及び適格性に問題がないことを確認した上で、独自のファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関として選任している。
- ・ 対象者は、公開買付者らから独立した立場で、対象者の企業価値の向上及び対象者の一般株主の皆様の利益の確保の観点から本取引に係る検討、交渉及び判断を行うことができる体制を対象者の社内に構築した。具体的には、対象者は、2025年2月20日に、西村元延氏及び西村健氏並びにCVCから、初期的意向表明書を受領した後、本取引に関する検討（対象者株式の価値算定の基礎となる事業計画の作成を含む。）並びに本特別委員会とともに公開買付者らとの協議及び交渉を行うため、いずれも公開買付者らからの独立性が認められる対象者の取締役である小芝信一郎氏及び渡辺浩一氏の2名、並びに対象者の従業員6名により構成されるプロジェクトチームを設置し、本日に至るまでかかる取扱いを継続している。かかる取扱いを含めて、対象者の検討体制、具体的には本取引に係る検討、交渉及び判断に関与する役職員の範囲及びその職務（対象者の株式価値の評価の基礎となる本事業計画の作成など高い独立性が求められる職務を含む。）は森・濱田松本法律事務所の助言を踏まえたものであり、独立性・公正性の観点から問題がないことについては、本特別委員会の承認を得ている。したがって、対象者における独立した社内検討体制は、適切に構築されており、また、有効に機能していたものと評価できる。
- ・ 西村元延氏及び西村健氏は、これまでの全ての本取引に関する対象者取締役会の議案において、その審議及び決議には一切参加しておらず、2025年9月10日に開催予定の本公開買付けに対する意見表明を審議する対象者取締役会についてもその審議及び決議に両氏を関与させない予定である。また、両氏はこれまでも本取引に関して対象者の立場において公開買付者らとの協議及び交渉に一切参加していない。
- ・ 対象者は、公開買付者らとの間で、対象者が公開買付者ら以外の買収提案者（以下「対抗的買収提案者」という。）と接触することを禁止するような取引保護条項を含む合意等、対抗的買収提案者が対象者との間で接触することを制限するような内容の合意は一切行っておらず、対抗的な買付け等の機会を妨げないこととしている。
- ・ 公開買付者は、本公開買付けにおける買付期間について、法令に定められた最短期間

が20営業日であるところ、比較的長期間である30営業日とする予定とのことである。公開買付期間を法令に定められた最短期間に照らして比較的長期に設定することにより、対象者の株主に本公開買付けに対する応募について適切な判断機会を確保しつつ、公開買付者ら以外の者にも対抗的な買付け等を行う機会を確保していることから、間接的なマーケット・チェックが行われていると認められる。一方、対象者は、市場における潜在的な買収者の有無を調査する積極的なマーケット・チェック（本取引の公表前における入札手続等を含む。）は行っていない。しかし、情報管理の観点等からその実施は容易ではない上、本公開買付けを含む本取引では充実した公正性担保措置が取られ、公正な手続を通じた対象者の株主の利益への十分な配慮がなされていると評価できる。よって、本取引において、積極的なマーケット・チェックを行っていないことをもって、本公開買付けにおける手続の公正性を損なうものではないと考えられる。

- ・ 公開買付者は、本公開買付けにおいて、買付予定数の下限を 25,285,200 株（所有割合：56.02%）に設定する予定とのことであるところ、かかる買付予定数の下限は、公開買付者らと利害関係を有しない対象者の株主が所有する対象者株式の過半数の賛同が得られない場合には本公開買付けは成立せず、対象者の少数株主の意思を重視した設定となっており、いわゆる「マジョリティ・オブ・マイノリティ」（Majority of Minority）の条件を満たしている。
- ・ 対象者プレスリリースのドラフトを含む本公開買付けに関する開示書類のドラフトでは、充実した情報開示が予定されており、本取引に関する情報の非対称性を緩和し、一般株主に十分な情報に基づく適切な判断機会を確保するものであるといえる。また、上記各ドラフトの内容は、金融商品取引法令及び東京証券取引所の適時開示基準に準拠し、かつ、近時のベストプラクティスをも適切に考慮したものになっていると考えられ、各当事者は、それぞれのリーガル・アドバイザーからの助言を得て適切な開示を行う予定とのことである。
- ・ 本取引については強圧性の問題が生じないように配慮の上、スクイズアウト手続の適法性も確保されているといえる。
- ・ 以上の点に加え、本取引に係る協議、検討及び交渉の過程において、対象者が公開買付者らより不当な影響を受けたことを推認させる事実は認められない。

#### エ 結論

- ・ 上記アのとおり、本取引は対象者の企業価値の向上に資するとの対象者の判断は合理的であると認められる。また、上記イのとおり、本公開買付価格を含む本取引の取引条件の公正性は確保されており、上記ウのとおり、公正な手続も履践されていることから、対象者の一般株主の利益への十分な配慮がなされているものと認められる。
- ・ したがって、本特別委員会は、対象者取締役会が、本公開買付けについて賛同するとともに、対象者の株主に対して本公開買付けへの応募を推奨するべきであると考える。

#### (b) 本委嘱事項②（本取引が対象者の一般株主にとって公正なものであるか）

- ・ 上記(a)エに記載のとおり、本取引は対象者の企業価値の向上に資するとの対象者の判断は合理的であると認められ、対象者の一般株主の利益を図る観点から、取引条件の公正性及び手続の公正性も認められる。
- ・ したがって、本取引は、対象者の一般株主にとって公正なものであると考える。

#### ④ 特別委員会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及びフェアネス・オピニオン

の取得

(i) 算定機関の名称並びに対象者及び公開買付者との関係

本特別委員会は、本委嘱事項について検討するにあたり、本公開買付価格を含む取引条件の公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独自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ブルータス・コンサルティングに対し、対象者株式の株式価値の算定及び本公開買付価格の公正性に関する意見表明（フェアネス・オピニオン）を依頼し、2025年9月9日付で、本株式価値算定書（ブルータス・コンサルティング）及び本フェアネス・オピニオンを取得したとのことです。

なお、対象者取締役会は、本特別委員会から2025年9月9日付で本答申書の提出を受けた際、併せて本株式価値算定書（ブルータス・コンサルティング）及び本フェアネス・オピニオンの提出を受けており、本株式価値算定書（ブルータス・コンサルティング）及び本フェアネス・オピニオンの内容（各株式価値算定におけるレンジを含むとのことです。）も総合的に考慮して、下記「⑤ 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」に記載の決議を実施したとのことです。

ブルータス・コンサルティングは、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、本取引に関するブルータス・コンサルティングの報酬は、本取引の成否にかかわらず支払われる固定報酬及び稼働時間に時間単価を乗じて算出する方式であり、本公開買付けを含む本取引の成立等を条件に支払われる成功報酬は含まれていないとのことです。また、本特別委員会は、2025年3月19日に、ブルータス・コンサルティングについて、その独立性及び適格性に問題がないことを確認した上で、独自のファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関として選任しているとのことです。

(ii) 算定の概要

ブルータス・コンサルティングは、複数の算定手法の中から対象者株式価値算定にあたり採用すべき算定手法を検討の上、対象者が継続企業であるとの前提の下、対象者株式の価値について多面的に評価することが適切であるとの考えに基づき、対象者株式が東京証券取引所プライム市場に上場しており、市場株価が存在することから市場株価法を、対象者業績の内容や予想等を評価に反映するためにDCF法を算定手法として用いて対象者の1株当たりの株式価値の算定を行い、本特別委員会は、2025年9月9日付でブルータス・コンサルティングより本株式価値算定書（ブルータス・コンサルティング）を取得したとのことです。

上記各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です。

市場株価法	: 1,378円～1,503円
DCF法	: 1,778円～2,902円

市場株価法では、2025年9月9日を算定基準日として、対象者株式の東京証券取引所プライム市場における基準日の終値1,503円、直近1ヶ月間の終値単純平均株価1,436円、直近3ヶ月間の終値単純平均株価1,422円及び直近6ヶ月間の終値単純平均株価1,378円を基に、対象者株式1株当たりの価値の範囲を1,378円～1,503円と算定しているとのことです。

DCF法では、対象者が現時点で合理的に予測可能な期間まで作成した2026年3月期から2028年3月期までの本事業計画における収益予測及び投資計画を前提として、対象者が2026年3月期第2四半期以降に生み出すと見込まれる各事業のフリー・キャッシュ・フローを一定の割引率で現在価値に割り引いて対象者の企業価値及び株式価値を算定し、対象者株式の1株当たりの株

式価値の範囲を 1,778 円～2,902 円と算定しているとのことです。なお、割引率は加重平均資本コストとし、7.85%～9.75%を採用しているとのことです。また、継続価値の算定にあたっては永久成長率法及び倍率法を採用しているとのことです。永久成長率法では、理論上想定される長期的な経済環境等を踏まえ永久成長率は 0%として、継続価値を 67,890 百万円～84,367 百万円としているとのことです。倍率法ではEV/EBITDAの倍率を採用し、事業価値に対する EBITDAの倍率は業界各社の水準等を踏まえ 7.1 倍～9.2 倍として、継続価値を 96,512 百万円～123,682 百万円と算定しているとのことです。また、非事業用資産として、余剰現預金（対象者の現預金から、過去の資金繰り実績等を総合的に考慮し推計した事業用現預金を控除して算出しているとのことです。）を加算するとともに、対象者の保有する投資有価証券のうち上場会社株式についても、時価で売却することを想定した際の税効果を加味した上で加算しているとのことです。

プルータス・コンサルティングがDCF法の算定の前提とした本事業計画に基づく財務予測は以下のとおりとのことです。なお、プルータス・コンサルティングがDCF法に用いた本事業計画には、対前年度比較において大幅な増減を見込んでいる事業年度が含まれているとのことです。具体的には、業績の伸長及び収益性改善効果の発現による営業利益（2027年3月期：7,442百万円、対前年比112.32%）及びEBITDA（2027年3月期：11,694百万円、対前年比50.40%）の大幅な増加となることを見込んでいるとのことです。また、業績の伸長及び設備投資額の減少によりフリー・キャッシュ・フローが大幅な増加（2028年3月期：5,457百万円、対前年比69.16%）となることを見込んでいるとのことです。

（単位：百万円）

	2026年3月期 (9ヶ月)	2027年3月期	2028年3月期
売上高	63,096	93,016	100,594
営業利益	2,488	7,442	9,191
EBITDA	5,714	11,694	13,517
フリー・キャッシュ・フロー	1,275	3,226	5,457

なお、本事業計画は、対象者の将来の成長を考慮した上で本取引の取引条件の妥当性を検討することを目的として、過去の実績や足元の収益状況、外部環境の動向等を踏まえ、各項目において合理的な前提を設定の上作成したものとありますが、その内容は、2024年4月より開始している対象者の本中期経営計画において前提とした事業計画と同一のものとのことです（ただし、2026年3月期の事業計画値は対象者が2025年5月13日に公表した連結業績予想を採用しているとのことです。）。当該本中期経営計画は、西村元延氏及び西村健氏が対象者株式の非公開化の検討を行うより前の2023年2月から2024年3月に、2017年に策定した2017年から2027年にかけての中長期的な計画「VISION2027」の最後の中期経営計画として、また、創業100周年を迎える2027年の次の100年に向けた成長基盤を構築するフェーズとして、西村元延氏及び西村健氏を含む対象者経営陣により作成されたものとあります。また、本取引の実行により実現することが期待されるシナジー効果については、現時点において収益に与える影響を具体的に見積もることが困難であるため、当該財務予測には反映していないとのことです。プルータス・コンサルティングは、対象者株式の株式価値の算定に際し、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そのまま採用し、それらの資料及び情報等が、全て正確かつ完全なものであることを前提としており、独自にそれらの正確性及び完全性の検証を行っていないとのことです。また、対象者の資産及び負債（簿外資産及び負債、その他偶発債務を含みます。）に関して独自の評価・査定を行っていないとのことであり、第三者機関への鑑定又は査定の依頼も行っていないとのことです。加えて対象者の財務予測に関する情報については、対象者による現時点で得られ

る最善の予測と判断に基づき合理的に作成されたことを前提としているとのことです。ただし、プルータス・コンサルティングは、算定の基礎とした本事業計画について、複数回、対象者と質疑応答を行い、対象者の経営陣による現時点で得られる最善の予測と判断に基づき合理的に作成されたこと及び対象者の現状を把握した上で、それらに不合理な点がないかという観点から、本事業計画の合理性を確認しているとのことです。また、本特別委員会がその内容、重要な前提条件及び作成経緯等の合理性を確認しているとのことです。なお、プルータス・コンサルティングの算定は、2025年9月9日までの上記情報を反映したもののとのことです。

### (iii) フェアネス・オピニオンの概要

本特別委員会は、2025年9月9日、プルータス・コンサルティングから、本公開買付価格である1株当たり1,960円は対象者の一般株主にとって財務的見地から公正なものである旨の本フェアネス・オピニオンを取得しているとのことです。本フェアネス・オピニオンは、対象者が作成した本事業計画に基づく株式価値算定の結果等に照らして、本公開買付価格である1株当たり1,960円が、対象者の一般株主にとって財務的見地から公正なものであることを意見表明するものとのことです。なお、本フェアネス・オピニオンは、プルータス・コンサルティングが、対象者から、対象者の事業の現状、本事業計画等の開示を受けるとともに、それらに関する説明を受けた上で実施した対象者の株式価値算定の結果に加えて、本公開買付けの概要、背景及び目的に係る対象者との質疑応答、プルータス・コンサルティングが必要と認めた範囲内での対象者の事業環境、経済、市場及び金融情勢等についての検討並びにプルータス・コンサルティングにおけるエンゲージメントチームとは独立した審査会におけるレビュー手続を経て発行されているとのことです（注1）。

(注1) プルータス・コンサルティングは、本フェアネス・オピニオンを作成するにあたって対象者から提供を受けた基礎資料及び一般に公開されている資料、並びに対象者から聴取した情報が正確かつ完全であることを前提としており、また、その正確性、完全性について、独自の調査、検証を実施しておらず、その義務を負うものではないため、これらの資料の不備や重要事実の不開示に起因する責任を負わないとのことです。

プルータス・コンサルティングは、本フェアネス・オピニオンの基礎資料として用いた本事業計画その他の資料が、当該資料の作成時点における最善の予測と判断に基づき合理的に作成されていることを前提としており、その実現可能性を保証するものではなく、これらの作成の前提となった分析若しくは予測又はそれらの根拠となった前提条件については、何ら見解を表明するものではないとのことです。

プルータス・コンサルティングは、法律、会計又は税務の専門機関ではないため、本公開買付けに関する法律、会計又は税務上の問題に関して何らかの見解を述べるものでもなければ、その義務を負うものでもないとのことです。

プルータス・コンサルティングは、個別の資産及び負債の分析及び評価を含め、対象者及びその関係会社の資産及び負債（簿外資産及び負債、その他の偶発債務を含みます。）に関して独自の評価又は鑑定を行っておらず、これらに関していかなる評価書や鑑定書の提出も受けていないため、対象者及びその関係会社の支払能力についての評価も行っていないとのことです。

本フェアネス・オピニオンは、対象者が本公開買付けに関する意見を表明するに際しての検討に供する目的で、本公開買付価格の公正性に関する意見を財務的見地から表明したものであるため、本公開買付けの代替的な選択肢となり得る取引との優劣、本公開買付けの実施によりもたらされる便益、及び本公開買付け実行の是非について、何らの意見を述べるものでもないとのことです。

本フェアネス・オピニオンは、対象者の発行する有価証券の保有者、債権者、その他

の関係者に対し、いかなる意見も述べるものではないため、プルータス・コンサルティングは本フェアネス・オピニオンに依拠した株主及び第三者の皆様に対して何らの責任も負わないとのことです。

プルータス・コンサルティングは、対象者への投資等を勧誘するものではなく、その権限も有していないため、本フェアネス・オピニオンは株主の皆様に対して本公開買付けに関する応募その他のいかなる行動も推奨するものではないとのことです。

本フェアネス・オピニオンは、本公開買付け価格が、対象者の一般株主にとって財務的見地から公正か否かについて、本フェアネス・オピニオンの提出日現在の金融及び資本市場、経済状況並びにその他の情勢を前提に、また、同日までにプルータス・コンサルティングに供され又はプルータス・コンサルティングが入手した情報に基づいて、同日時点における意見を述べたものであり、今後の状況の変化によりこれらの前提が変化しても、プルータス・コンサルティングはその意見を修正、変更又は補足する義務を負わないとのことです。

本フェアネス・オピニオンは、本フェアネス・オピニオンに明示的に記載された事項以外、又は本フェアネス・オピニオンの提出日以降に関して、何らの意見を推論させ、示唆するものではないとのことです。

⑤ 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

対象者は、森・濱田松本法律事務所から受けた法的見地からの助言及び大和証券から受けた財務的見地からの助言、並びに本株式価値算定書（大和証券）並びに本特別委員会がプルータス・コンサルティングから取得した本株式価値算定書（プルータス・コンサルティング）及び本フェアネス・オピニオンの内容（各株式価値算定におけるレンジを含むとのことです。）を総合的に考慮しつつ、本答申書において示された本特別委員会の判断内容を最大限尊重しながら、本公開買付けを含む本取引が対象者の企業価値の向上に資するか、本公開買付け価格を含む本取引に係る取引条件が公正なものか、本取引は公正な手続を通じて行われることにより一般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及び検討を行ったとのことです。

その結果、対象者は、上記「1. 買付け等の目的等」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「② 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、本公開買付けについて、本公開買付けを含む本取引は対象者の企業価値の向上に資するものであるとともに、本公開買付け及び本公開買付けを含む本取引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、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、本日開催の対象者取締役会において、審議及び決議に参加した対象者の取締役（取締役合計7名のうち、西村元延氏及び西村健氏の2名を除く5名）の全員一致で、本公開買付けが開始された場合には、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、本公開買付けに応募することを推奨する旨の決議をしたとのことです。上記取締役会には、対象者の監査役3名のうち2名（森幹晴氏及び田中基博氏）が出席し、出席した監査役はいずれも上記決議を行うことについて異議がない旨の意見を述べているとのことです。また、監査役である亀田泰明氏は、一身上の都合により上記取締役会を欠席したとのことですが、当該取締役会に先立ち、上記決議を行うことについて異議がない旨の意見を述べているとのことです。

なお、対象者の取締役のうち、対象者の代表取締役会長である西村元延氏及び代表取締役社長である西村健氏については、(i) 本公開買付けが、両氏との協議に基づいて、公開買付者が実施するものであること、(ii) 両氏は、本スクイーズアウト手続完了後に、公開買付者親会社に本再出資を行う予定であること、また、本公開買付け成立後も引き続き対象者の経営全般に関わっていく予定

であることから、それぞれ本取引に関して対象者との間で構造的な利益相反状態にあるため、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らとの協議及び交渉にも一切参加していないとのことです。

なお、上記のとおり、公開買付者は、本前提条件が充足された場合又は公開買付者により放棄された場合に、本公開買付けを速やかに開始することを予定しております。本日現在、公開買付者は、本クリアランスに関する法的助言を行う国内外の法律事務所との協議を踏まえ、2025年9月下旬を目途に本公開買付けを開始することを目指しておりますが、特にベトナムにおける競争法のクリアランスに係る手続を所管する当局における手続及び対応に要する期間を正確に予測することが困難であるため、本公開買付けの具体的なスケジュールについては、決定次第速やかにお知らせいたします。また、本公開買付けの開始の見込み時期が変更になった場合には、速やかにお知らせいたします。

このため対象者は、上記取締役会においては、本公開買付けが開始される際に、本特別委員会に対して、本答申書の意見に変更がないか否か検討し、対象者取締役会に対し、従前の意見に変更がない場合にはその旨、変更がある場合には変更後の意見を述べるよう委嘱すること、及びかかる意見を踏まえ、本公開買付けが開始される時点で、改めて本公開買付けに関する意見表明を行うことを併せて決議しているとのことです。

#### ⑥ 対象者における独立した検討体制の構築

対象者は、公開買付者らから独立した立場で、対象者の企業価値の向上及び対象者の一般株主の皆様様の利益の確保の観点から本取引に係る検討、交渉及び判断を行うことができる体制を対象者の社内に構築したとのことです。具体的には、対象者は、2025年2月20日に、西村元延氏及び西村健氏並びにCVCから、初期的意向表明書を受領した後、本取引に関する検討（対象者株式の価値算定の基礎となる本事業計画の作成を含みます。）並びに本特別委員会とともに公開買付者らとの協議及び交渉を行うため、いずれも公開買付者らからの独立性が認められる対象者の取締役である小芝信一郎氏及び渡辺浩一氏の2名、並びに対象者の従業員6名により構成されるプロジェクトチームを設置し、本日に至るまでかかる取扱いを継続しているとのことです。なお、西村元延氏及び西村健氏は、対象者の立場において公開買付者らとの協議及び交渉には一切参加していないとのことです。

かかる取扱いを含めて、対象者の検討体制、具体的には本取引に係る検討、交渉及び判断に関与する役職員の範囲及びその職務（対象者の株式価値の評価の基礎となる本事業計画の作成など高い独立性が求められる職務を含みます。）は森・濱田松本法律事務所の助言を踏まえたものであり、独立性・公正性の観点から問題がないことについては、本特別委員会の承認を得ているとのことです。

#### ⑦ マジョリティ・オブ・マイノリティ (Majority of Minority) を上回る買付予定数の下限の設定

公開買付者は、本公開買付けにおいて、25,285,200株（所有割合：56.02%）を買付予定数の下限と設定しており、応募株券等の数の合計が買付予定数の下限に満たない場合は、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。なお、本公開買付けにおいては、買付予定数の下限（25,285,200株、所有割合：56.02%）は、本基準株式数（45,137,222株）から応募合意株式数（1,033,110株）及び不応募合意株式数（4,670,000株）を控除した株式数（39,434,112株）の過半数に相当する株式数（19,717,057株、所有割合：43.68%）に、応募合意株式数（1,033,110株）を加算した株式数（20,750,167株）を上回るもの、すなわち、公開買付者と利害関係を有さない対象者の株主の皆様が所有する対象者株式の数の過半数、いわゆる「マジョリティ・オブ・マイノリティ (Majority of Minority)」に相当する数を上回るものとなります。公開買付者は、本公開買付けは、公開買付者と利害関係を有しない対象者の株主から過半数の賛同が得られない場合には成立せず、対象者の少数株主の皆様様の意思を重視したものであると考えております。

⑧ 本公開買付けの公正性を担保する客観的状況の確保

公開買付者は、対象者との間で、対象者が対抗的買収提案者と接触することを禁止するような取引保護条項を含む合意等、対抗的買収提案者が対象者との間で接触することを制限するような内容の合意を行っておりません。また、公開買付者は、本公開買付期間を法令に定められた最短期間である20営業日より長い30営業日に設定しております。公開買付者は、本公開買付期間を法令に定められた最短期間より長期に設定することにより、対象者の株主の皆様の本公開買付けに対する応募について適切な判断機会を確保するとともに、対象者株式について公開買付者以外の者にも対抗的な買付け等を行う機会を確保することをもって本公開買付価格の適正性を担保することを企図しております。

なお、上記「③ 対象者における独立した特別委員会の設置及び答申書の取得」に記載のとおり、本特別委員会は、市場における潜在的な買収者の有無を調査する、いわゆる積極的なマーケット・チェック（本取引の公表前における入札手続等を含みます。）については、情報管理の観点等からその実施は容易ではない上、本公開買付けを含む本取引では充実した公正性担保措置が取られ、公正な手続を通じた対象者の株主の利益への十分な配慮がなされていると評価できることから、積極的なマーケット・チェックを行っていないことをもって、本公開買付けにおける手続の公正性を損なうものではない旨の判断をしているとのことです。

なお、公開買付者としては、本公開買付けにおいては、その公正性を担保するための上記①乃至⑧の措置を通じて、対象者株主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。

③ 算定機関との関係

公開買付者は、上記「① 算定の基礎」の諸要素を総合的に考慮しつつ、対象者との協議・交渉を踏まえて本公開買付価格を決定したため、第三者算定機関からの株式価値算定書や意見（フェアネス・オピニオン）は取得しておりませんので、該当事項はありません。

(5) 買付予定の株券等の数

買付予定数	買付予定数の下限	買付予定数の上限
40,467,222株	25,285,200株	一株

(注1) 応募株券等の数の合計が買付予定数の下限(25,285,200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。応募株券等の数の合計が買付予定数の下限以上の場合、応募株券等の全部の買付け等を行います。

(注2) 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3) 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、買付予定数は本公開買付けにおいて公開買付者が買付け等を行う株券等の最大数(40,467,222株)を記載しております。これは、本基準株式数(45,137,222株)から、不応募合意株式(4,670,000株)を控除した株式数(40,467,222株)です。

(注4) 単元未満株式についても、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、対象者は法令の手続に従い本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5) 上記「買付予定数」及び「買付予定数の下限」の各数値は、本日時点の情報に依拠する暫定的な数値であり、同時点以後の対象者が所有する自己株式数の変動等により、本公開買付けにおける実際の数値が上記の数値と異なる可能性があります。本公開買付けの開始前に、本公開買付けの開始時点において入手可能な最新の情報を踏まえ、最終的な「買付予定数」及び「買付予定数の下限」を決定する

予定です。

(6) 買付け等による株券等所有割合の異動

買付け等前における公開買付者の所有株券等に係る議決権の数	一個	(買付け等前における株券等所有割合 ー%)
買付け等前における特別関係者の所有株券等に係る議決権の数	57,030 個	(買付け等前における株券等所有割合 12.63%)
買付け等後における公開買付者の所有株券等に係る議決権の数	404,672 個	(買付け等後における株券等所有割合 89.65%)
買付け等後における特別関係者の所有株券等に係る議決権の数	46,700 個	(買付け等後における株券等所有割合 10.35%)
対象者の総株主等の議決権の数	450,912 個	

(注1) 「買付け等後における公開買付者の所有株券等に係る議決権の数」は、本公開買付けにおける買付予定数(40,467,222株)に係る議決権の数を記載しております。

(注2) 「買付け等前における特別関係者の所有株券等に係る議決権の数」は、各特別関係者(ただし、特別関係者のうち法第27条の2第1項各号における株券等所有割合の計算において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。以下「府令」といいます。)第3条第2項第1号に基づき特別関係者から除外される者を除きます。)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。なお、本公開買付けにおいては、特別関係者の所有する株券等(ただし、不応募合意株式を除きます。)についても買付け等の対象としているため、「買付け等後における特別関係者の所有株券等に係る議決権の数」は、「買付け等前における特別関係者の所有株券等に係る議決権の数」のうち、不応募合意株式に係る議決権数(46,700個)のみ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」は、本有価証券報告書に記載された2025年3月31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(ただし、対象者が所有する単元未満の自己株式を除きます。)も本公開買付けの対象としているため、「買付け等前における株券等所有割合」及び「買付け等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(45,137,222株)に係る議決権の数(451,372個)を分母として計算しております。

(注4) 「買付け等前における株券等所有割合」及び「買付け等後における株券等所有割合」は、小数点以下第三位を四捨五入しております。

(7) 買付代金(予定)

79,315,755,120円

(注) 「買付代金(予定)」は、本公開買付けにおける買付予定数(40,467,222株)に、本公開買付価格(1,960円)を乗じた金額を記載しております。よって、本日以降の変動等により、本公開買付けにおける実際の買付予定数の数値が異なった場合には、変動する可能性があります。

(8) 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

応募株券等の合計が買付予定数の下限(25,285,200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。応募株券等の合計が買付予定数の下限(25,285,200株)以上の場合には、応募株券等の全部の買付け等を行います。

(注) 買付予定数の下限は、本日時点の情報に依拠する暫定的な数であり、同時点以後の対象者が所有する自己株式数の変動等により、本公開買付けにおける実際の買付予定数の下限が上記の数字

と異なる可能性があります。本公開買付けの開始前に、本公開買付けの開始時点において入手可能な情報を踏まえ、最終的な買付予定数の下限を決定する予定です。

## 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号イ乃至ヌ及びワ乃至ネ、第3号イ乃至チ及びヌ、第4号並びに同条第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を、本公開買付けにおける撤回等の条件とする予定です（ただし、本公開買付けの開始までに、府令の改正及び施行により、令第14条第1項第5号に規定する府令で定めるものが新たに規定された場合には、同号及び府令のうち新たに規定されたものについても撤回事由とする可能性があります。）。

なお、本公開買付けにおいて、令第14条第1項第1号ネに定める「イからツまでに掲げる事項に準ずる事項」とは、対象者の業務執行を決定する機関が、本決済開始日前を基準日とする剰余金の配当（株主に交付される金銭その他の財産の額が、本有価証券報告書に記載された純資産の帳簿価額の10%に相当する額未満であると見込まれるものを除きます。）を行うことについての決定をした場合（具体的な剰余金の配当の額を示さずに、本決済開始日前を剰余金の配当の基準日とする旨を決定した場合を含みます。）又は上記配当を行う旨の議案を対象者の株主総会に付議することを決定した場合、及び対象者の業務執行を決定する機関が、自己株式の取得（株式を取得するのと引換えに交付する金銭その他の財産の額が、本有価証券報告書に記載された純資産の帳簿価額の10%に相当する額未満であると見込まれるものを除きます。）を行うことについての決定をした場合をいうものとするを予定しています。これは、かかる決定が行われた場合、対象者における会社財産の社外流出が大きく本公開買付けの目的の達成に重大な支障となると考えられるためです。

また、令第14条第1項第3号ヌに定める「イからリまでに掲げる事実」に準ずる事実」とは、(i) 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なかった場合、(ii) 対象者の重要な子会社に同号イ乃至トに掲げる事実が発生した場合をいうものとするを予定しています。

## ③ その他買付け等の条件及び方法

「決済の方法」、「公開買付開始公告日」及び「その他買付け等の条件及び方法」については、上記「(2) 日程等」と同じく、決定次第お知らせいたします。なお、公開買付代理人は、野村證券を起用する予定です。

## 3. 公開買付け後の方針等及び今後の見通し

本公開買付け後の方針等については、上記「1. 買付け等の目的等」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「③ 本公開買付け後の経営方針」をご参照ください。

## 4. その他

### (1) 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 本公開買付けへの賛同

対象者プレスリリースによれば、対象者は、本日開催の取締役会において、現時点における対象者の意見として、本公開買付けが開始された場合には、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は、本公開買付けに応募することを推奨する旨の決議をしたとのことでした。詳細については、対象者プレスリリース及び上記「2. 買付け等の概要」の「(4) 買付け等の価格の算定根拠等」の「② 算定の経緯」の「(本公開買付け価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置)」の「⑤ 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 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、対象者の取締役である西村元延氏及び西村健氏並びに西村奨学財団及びM・Nホールディングスとの間で、2025年9月10日付で本取引基本契約を締結しております。なお、本取引基本契約の概要につきましては、上記「1. 買付け等の目的等」の「(3) 本公開買付けに関する重要な合意」の「① 本取引基本契約」をご参照ください。

③ 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

上記「1. 買付け等の目的等」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。

④ 本公開買付価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置

上記「2. 買付け等の概要」の「(4) 買付け等の価格の算定根拠等」の「② 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、本公開買付けの公正性を担保するための措置)」をご参照ください。

(2) 投資者が買付け等への応募の是非を判断するために必要と判断されるその他の情報

① 「2026年3月期 第1四半期決算短信〔日本基準〕(連結)」の公表

対象者は2025年8月7日付で「2026年3月期 第1四半期決算短信〔日本基準〕(連結)」を公表しております。当該公表に基づく対象者決算短信の概要は以下のとおりです。なお、対象者決算短信の内容につきましては、法第193条の2第1項の規定に基づく監査法人のレビューを受けていないとのことです。また、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あり、詳細につきましては、当該公表の内容をご参照ください。

(i) 損益の状況

会計期間	2026年3月期第1四半期連結累計期間 (自2025年4月1日至2025年6月30日)
売上高	21,231百万円
売上原価	11,374百万円
販売費及び一般管理費	8,840百万円
営業外収益	306百万円
営業外費用	15百万円
親会社株主に帰属する四半期純利益	826百万円

(ii) 1株当たりの状況

会計期間	2026年3月期第1四半期連結累計期間 (自2025年4月1日至2025年6月30日)
1株当たり四半期純利益	18.31円

② 「2026年3月期配当予想の修正(無配)及び株主優待制度廃止に関するお知らせ」の公表

対象者は、本日開催の取締役会において、本公開買付けが開始される予定であることを踏まえ、2025

年8月7日に公表した2026年3月期の配当予想を修正し、2026年3月期の中間配当及び期末配当を行わないこと、並びに本公開買付けが成立することを条件に、2026年3月期より株主優待制度を廃止することを決議しているとのことです。詳細につきましては、対象者が本日付で公表した「2026年3月期配当予想の修正（無配）及び株主優待制度廃止に関するお知らせ」をご参照ください。

以 上

#### 【勧誘規制】

このプレスリリースは、本公開買付けを一般に公表するための記者発表文であり、売付けの勧誘を目的として作成されたものではありません。売付けの申込みをされる際は、必ず本公開買付けに関する公開買付説明書をご覧いただいた上で、株主ご自身の判断で申込みを行ってください。このプレスリリースは、有価証券に係る売却の申込み若しくは勧誘、購入申込みの勧誘に該当する、又はその一部を構成するものではなく、このプレスリリース（若しくはその一部）又はその配布の事実が本公開買付けに係るいかなる契約の根拠となることもなく、また、契約締結に際してこれらに依拠することはできないものとします。

#### 【将来に関する記述】

このプレスリリースには、米国 1933 年証券法（Securities Act of 1933。その後の改正を含みます。）第 27 A 条及び米国 1934 年証券取引所法第 21 E 条で定義された「将来に関する記述」（forward-looking statements）が含まれています。既知若しくは未知のリスク、不確実性又はその他の要因により、実際の結果が「将来に関する記述」として明示的又は黙示的に示された予測等と大きく異なることがあります。公開買付者又はその関連者（affiliate）は、「将来に関する記述」として明示的又は黙示的に示された予測等が結果的に正しくなることをお約束することはできません。このプレスリリース中の「将来に関する記述」は、本日時点で公開買付者が有する情報を基に作成されたものであり、法令又は金融商品取引所規則で義務付けられている場合を除き、公開買付者又はその関連者は、将来の事象や状況を反映するために、その記述を更新したり修正したりする義務を負うものではありません。

#### 【米国規制】

本公開買付けは、日本法で定められた手続及び情報開示基準を遵守して実施されますが、これらの手続及び基準は、米国における手続及び情報開示基準とは必ずしも同じではありません。特に米国 1934 年証券取引所法（Securities Exchange Act of 1934。その後の改正を含み、以下「米国 1934 年証券取引所法」といいます。）第 13 条（e）項又は第 14 条（d）項及び同条の下で定められた規則は本公開買付けには適用されず、本公開買付けはこれらの手続及び基準に沿ったものではありません。このプレスリリース及びこのプレスリリースの参照書類に含まれ又は言及されている全ての財務情報は米国の会計基準に基づくものではなく、米国の会計基準に基づいて作成された財務情報と同等又は比較可能であるものとは限りません。また、公開買付者は米国外で設立された法人であり、その役員の一部又は全部は米国居住者ではないため、米国の証券関連法に基づき発生する権利又は要求を行使することが困難となる可能性があります。米国の証券関連法の違反を根拠として、米国外の法人及びその役員に対して、米国外の裁判所において法的手続を取ることができない可能性があります。加えて、米国外の法人並びに当該法人の子会社及び関連者（affiliate）に米国の裁判所の管轄が認められるとは限りません。本公開買付けに関する全ての手続は、特段の記載がない限り、全て日本語において行われるものとします。本公開買付けに関する書類の全部又は一部については英語で作成されますが、当該英語の書類と日本語の書類との間に齟齬が存した場合には、日本語の書類が優先するものとします

公開買付者及びその関連者（対象者を含みます。）並びにそれらの各ファイナンシャル・アドバイザー並びに公開買付代理人の関連者は、それらの通常の業務の範囲において、日本の金融商品取引関連法許容される範囲で、米国 1934 年証券取引所法規則第 14e-5 条(b)の要件に従い、対象者株式を自己又は顧客の勘定で本公開買付けの開始前、又は本公開買付期間中に本公開買付けによらず買付け等又はそれに向けた行為を行う可能性があります。そのような買付け等に関する情報が日本で開示された場合には、当該買付けを行った者が、そのウェブサイト上で英語で開示します。

#### 【その他の国】

国又は地域によっては、このプレスリリースの発表、発行又は配布に法律上の制限が課されている場合があります。かかる場合はそれらの制限に留意し、遵守してください。このプレスリリースの発表等は、本公開買付けに関する株券の買付け等の申込み又は売付け等の申込みの勧誘をしたことにはならず、単に情報としての資料配布とみなされるものとします。