2021年3月10日

東京都江東区亀戸四丁目36番14号
日本フォームサービス株式会社
代表取締役社長 齋 藤 太 誉

株式の併合に関する事前開示事項

（会社法第182条の２第１項及び会社法施行規則第33条の９に定める事前開示書類）

当社は、2021年２月25日開催の取締役会において、2021年３月25日開催予定の当社の臨時株主総会（以下「本臨時株主総会」といいます。）における承認を条件として、当社の普通株式（以下「当社株式」といいます。）の併合（以下「本株式併合」といいます。）を行うことを決議いたしました。

本株式併合に関する会社法（平成17年法律第86号。その後の改正を含みます。以下同じです。）第182条の２第１項及び会社法施行規則第33条の９に定める事前開示事項は下記のとおりです。

記

１．会社法第180条第２項各号に掲げる事項

（１）併合の割合

当社株式について、36,215株を１株に併合いたします。

（２）株式の併合がその効力を生ずる日（以下「効力発生日」といいます。）

2021年4月28日

（３）効力発生日における発行可能株式総数

44株

２．会社法第180条第２項第１号及び第３号に掲げる事項についての定めの相当性に関する事項

本株式併合における併合の割合は、当社株式について、36,215 株を１株に併合するものです。当社は、下記「（１）株式併合の目的及び理由」に記載の経緯を経て本取引（下記「（１）株式併合の目的及び理由」において定義します。）の一環として行われた本公開買付け（下記「（１）株式併合の目的及び理由」において定義します。）が成立したこと、並びに以下の各事項から、本株式併合における併合の割合は相当であると判断しております。

（１）株式併合の目的及び理由

2021 年２月 11 日付当社プレスリリース「ＮＦＳ株式会社による当社株式に対する公開買付けの結果ならびに主要株主及びその他の関係会社の異動に関するお知らせ」においてお知らせいたしましたとおり、ＮＦＳ株式会社（以下「公開買付者」といいます。）は、2020 年 12 月 24 日から 2021 年２月 10 日までの 30 営業日を買付け等の期間として当社株式に対する公開買付け（以下「本公開買付け」といいます。）を行いました。その結果、公開買付者は、2021 年２月 15 日（本公開買付けの決済の開始日）をもって、当社株式 108,646 株（議決権所有割合（注 1）：27.28%（小数点以下第三位を四捨五入））を所有するに至りました。なお、本公開買付け後の公開買付者と公開買付者の発行済全株式を所有する山下宗吾氏が所有する当社の議決権の数（議決権所有割合）の合計は 3,746 個(94.10%（小数点以下第三位を四捨五入）)となります。

（注 1）議決権所有割合については、本公開買付けにおいては単元未満株式についても本公開買付け等の対象としていたため、当社が 2021 年 2 月 15 日に提出した第 65 期第１四半期報告書に記載された 2021 年２月 15 日現在の発行済株式総数（402,000 株）から、2021 年２月 15 日現在の当社が所有する自己株式(3,804 株)を控除した株式数(398,196 株)に係る議決権の数（3,981 個）を分母として計算しております。

当社の 2020 年 12 月 23 日付プレスリリース「支配株主である山下宗吾氏がその発行済株式の全てを所有するＮＦＳ株式会社による当社株式に対する公開買付けに係る意見表明及び応募推奨に関するお知らせ」(以下「当社 2020 年 12 月 23 日付プレスリリース」といいます。)においてお知らせしましたとおり、当社は、2019 年８月８日付けで東京証券取引所より特設注意市場銘柄に指定され、特設注意市場銘柄への指定日から１年６ケ月を経過した日である 2021 年２月８日に内部管理体制確認書の再提出を行いましたが、このまま指定解除に至らない場合には、当社株式は上場廃止となり、当社株式の流動性が失われ、当社株主の利益は大きく損なわれることになります。

また、公開買付者としても、当社においてこのまま指定解除に至らない場合には、当社株式は上場廃止となり、当社取引先との関係に甚大な悪影響が生じるほか、当社株式の流動性が失われ、当社の株主の利益は大きく損なわれることを懸念し、それよりは、当社の支配株主である山下宗吾氏が自ら又は自己が支配する会社を通じて当社を非公開化する方がかかる悪影響が生じることを防止できる上、当社の他の株主にも当社株式の売却機会を与えることができるため適切であると考えたとのことです。さらに、公開買付者は本公開買付けにおいて、当社株式の全てを取得することを目的としているため、買付予定数の上限及び、いわゆる「マジョリティ・オブ・マイノリティ」(majority of minority)やその他の買付予定数の下限を設定していませんが、これは、当社の株主の皆様に対して広く当社株式の売却機会を提供することができなくなることを避けるためと考えたとのことです。

具体的には、当社の業績について、2015 年９月期から 2018 年９月期にかけて、製造事業については、当社主力製品である 19 インチラックの需要減少や FIT 改正法に伴い再生可能エネルギ

一関連製品の需要減少、介護事業については有資格者の人材確保ができなかったことや訪問看護の事業譲渡などにより、売上計画が未達となる時期が続いておりました。また、製造事業については、原価低減の一環として標準部品の統一化を図るために設備導入に注力しておりましたが、受注分の自社製品取り込みが計画どおりにいかず、売上だけでなく利益面においても厳しい経営環境が続いておりました。しかしながら、2019 年９月期より、「東京 2020 オリンピック」に関連し、公共施設や商業施設に対して工事を絡めた AV 関連製品の受注増加や、太陽光発電事業においても顧客側における自家消費を目的とした投資案件が増加したことを受け、売上高は堅調に回復する傾向にありました。また、コスト面に関して生産ラインの見直しによる製造製品の標準化を図ったことによる効果が徐々に表れ、2021 年９月期においても、新型コロナウイルス感染症の世界的流行とそれを受けて「東京 2020 オリンピック」が延期されたことでグループ全体に影響が発生したものの、５G の基地局増設や、リモートワークの増加により、通信設備の投資を行う企業からの受注依頼が増加しております。2018 年９月期以降、業績は少しずつ改善傾向に変わってきており、2018 年９月期から 2020 年９月期においては、３期連続で経常利益を計上しております。

このように、当社の経営状況は徐々に改善の傾向が見られた一方、2019 年６月 21 日付「第三者委員会の報告書全文開示に関するお知らせ」にて公表しておりますとおり、第三者委員会の調査により、当社においては不適切な会計処理が行われていたことが明らかになりました。その後、当社は、2019 年８月７日付け「特設注意市場銘柄の指定及び上場契約違約金の徴求に関するお知らせ」にて公表しておりますとおり、東京証券取引所より 2019 年８月８日付けで特設注意市場銘柄に指定されました。これにより、当社は東京証券取引所より、当社における会社機関の機能不全の状況及びそうした中で当社の前代表取締役社長である山下岳英氏の指示による組織的な不正を長期間にわたって行っていたことが指摘されており、当社の内部管理体制等の改善が求められておりました。さらに、当該期間内（2021 年２月８日まで）に内部管理体制等について改善がなされなかったと日本取引所自主規制法人が認める場合（改善の見込みがなくなったと日本取引所自主規制法人が認める場合に限る）には、当社の上場が廃止されることになります。その後、当社は、2019 年 12 月 26 日付け「「改善計画・状況報告書」の公表について」にて公表しておりますとおり、改善計画・状況報告書を取りまとめて開示し、取締役会及び監査役会の正常化、内部監査体制の構築、コンプライアンス研修の継続実施や内部通報制度の整備等に取り組み、適宜、日本取引所自主規制法人に報告を行っておりました。

そのような中、2020 年２月中旬に、当社の創業者である山下孝行氏の孫であり、かつ当社の当時第２位の大株主であり、当社の経営企画室室長である山下宗吾氏は、当社より、上記の改善計画に記載した各改善策の進捗状況について 2020 年２月中旬に実施された当社と日本取引所自主規制法人との話合いの内容を踏まえた限りでは、当社における組織的な不正に関与した当社の元代表取締役社長（山下岳英氏）の当社への影響力の排除については、山下岳英氏の当社の筆頭株主の地位が維持される限り、根本的な解決に至ったとは言えないのではないかと認識していることを知らされたとのことです。

山下宗吾氏は、当社側で実施できる対策として、大規模な希薄化を伴うエクイティ・ファイナンスにより、山下岳英氏の持株比率を低減するという選択肢について当社と協議をしましたが、不祥事を起こした企業の第三者割当てによる増資案は、対金融機関を含め実現の可能性が低いこと及び当社に具体的な資金使途が無いことから、第三者割当増資の候補先を探すといった具体的な検討には至りませんでした。

その後、山下宗吾氏は、東京証券取引所から当社の上場が廃止された場合には、当社の取引先との関係に甚大な悪影響が生じることを懸念し、それよりは山下宗吾氏が自ら又は自己が支配する会社を通じて当社を非公開化する方がかかる悪影響が生じることを防止できる上、当社の他の株主にも当社株式の売却機会を与えることができるため適切であると考え、かかる考えに基づき公開買付けの手法による非公開化の検討を開始することとし、かかる決断後直ちにその旨を当社の代表取締役社長である齋藤太誉氏（以下「齋藤太誉氏」といいます。）に口頭で伝えました。

また、山下宗吾氏が、市場株価にプレミアムを加えた価格で他の株主の皆様から株式を取得する公開買付けを実施する手法を経る二段階の手続により非公開化を行った場合には、他の株主の皆様に、特設注意市場銘柄への指定日から１年６ケ月を経過した日である 2021 年２月８日の到来前に株式の売却機会を与えることが可能となるため、山下宗吾氏は、上場会社である当社の創業者の孫として、他の当社の株主の皆様への責任を果たすためには、本公開買付けを実施することが最善の選択肢の一つであると考えるに至ったとのことです。なお、2020 年７月上旬のこの決断の際に、公開買付けを行わず、会社法第 180 条に基づき、当社株式の併合を行うことにより、当社の非公開化を行う手法については、当社に公正性担保措置が講じられず少数株主の保護にならないと判断し、検討対象の手法から外したとのことです。

他方、当社は、2020 年２月中旬には、改善計画の中心である、当社の元代表取締役社長（山下岳英氏）の当社への影響力の排除については、改善計画に記載した各改善策の進捗状況について行われた当社と日本取引所自主規制法人との話合いの内容を踏まえた限りでは、山下岳英氏の当社の筆頭株主の地位が維持される限り、根本的な解決に至ったとは言えないのではないかと認識したため、山下宗吾氏にその旨を伝え、当社は、2020 年２月中旬以降、当社の株主の皆様に発生する可能性のあるリスクを回避することが最重要事項と考え、今後、当社として改善策を引き続き推し進めたとしても、結果として特設注意市場銘柄の指定解除に至らず上場廃止となった場合、当社の株主の皆様の利益を大きく損なう可能性があるものと認識しておりました。

当社は、2020 年４月中旬、当社側で実施できる対策として、大規模な希薄化を伴うエクイティ・ファイナンスにより、山下岳英氏の持株比率を低減するという選択肢について山下宗吾氏と協議をしましたが、不祥事を起こした企業の第三者割り当てによる増資案は、対金融機関を含め実現の可能性が低いこと及び当社に具体的な資金使途が無いことから、第三者割当増資の候補先を探すといった具体的な検討には同時点で至りませんでした。齋藤太誉氏は、山下宗吾氏から、2020 年７月上旬に当社を非公開化することが最善の選択肢の一つであるとの決断に至ったため、かかる考えに基づき当社を公開買付けの手法により非公開化するための検討を開始する旨を口

頭にて伝えられたとのことです。これを受け、齋藤太誉氏は、2020 年８月中旬に、他の役員と協議を行いました。具体的には、当社株主の皆様の利益、本公開買付け後の経営体制とコンプライアンス・ガバナンス体制の維持・強化、上場廃止に伴う従業員への心理的影響、取引先との継続取引への影響及び本公開買付けの実行可能性について議論を行いました。その結果、当社は、2020 年８月下旬には、改善策を引き続き推し進めたとしても、山下岳英氏の持株比率が筆頭株主の地位ではない水準に低減しない場合、すなわち山下岳英氏が当社株式の一部であっても第三者へ譲渡しない場合には、日本取引所自主規制法人が求める内部管理体制等の一部の改善は実現できないとの判断から結果として特設注意市場銘柄の指定解除に至らず上場廃止に至る可能性が高いと考え、当社の株主の皆様の利益を大きく損なうことを避けるべく、特設注意市場銘柄への指定日から１年６ケ月を経過する 2021 年２月８日を公開買付期間の末日として当社を非公開化することを目的とした公開買付けを実施することにより、当社の株主の皆様に、公開買付期間の末日までに当社株式の売却の機会を提供することが最善の選択肢の一つであるとの考えに至りました。

山下宗吾氏は、当社に対し、当社を非公開化することが最善の選択肢の一つであるとの決断に基づき公開買付けの手法による非公開化の検討を開始したことを伝えた 2020 年７月上旬以降、りそな銀行から本件買収ローンを受けるべく、りそな銀行と協議を開始したとのことです。かかる協議では、りそな銀行の理解を得るべく、主に本公開買付けの目的や当社の経営状況を説明したとのことです。その後、山下宗吾氏は、2020 年９月下旬に、山下宗吾氏が新設し、その発行済株式の全てを所有する法人（公開買付者）を借入人として、りそな銀行より本件買収ローンを提供される確度が高くなったと判断したことから、同時期に、その旨を当社に口頭で伝えました。

また、2020 年９月 23 日付けで、山下宗吾氏は、山下宗吾氏、公開買付者及び当社グループ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三田証券株式会社（以下「三田証券」といいます。）を選任したとのことです。そして、山下宗吾氏は、2020 年９月 23 日より、三田証券の助言を受けながら、山下岳英氏の所有株式の譲渡の時期、譲渡の手法（有償又は無償）、山下宗吾氏が直接又は間接に当社株式を 100%所有するための手法及び本公開買付け終了後の組織再編に関して具体的な検討を開始したとのことです。

そのような中、山下宗吾氏は、2020 年９月下旬に、同氏が所有する当社株式の譲渡対象となる株式数、譲渡の時期及び譲渡の手法（有償又は無償）について山下岳英氏との間で協議を進める中で、山下岳英氏より、以下の条件が満たされる場合は、同氏が所有する当社株式の全てを山下宗吾氏に有償（2020 年９月下旬頃の当社株式の時価）で売却する余地があるとの意向を受けたとのことです。かかる意向を受け、山下宗吾氏は、山下岳英氏より同氏が所有する当社株式を譲り受けた上で本公開買付けを実施する方針としたとのことです。

（ⅰ）山下宗吾氏が同氏の株式売却の相手方であること。

（ⅱ）山下宗吾氏が当社の非公開化後において、直接又は間接に当社株式を 100%所有すること。

（iii）山下宗吾氏が当社の取締役に就任し経営を担うこと。

2020 年 10 月上旬には、山下宗吾氏は、当社株式の非公開化を行った場合のデメリットに関しても検証したとのことです。山下宗吾氏は、当社株式を非公開化した場合、当社は、将来的には資本市場からエクイティ・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、当社の知名度の向上による優れた人材の確保、社会的な信用力の維持といったこれまで上場会社として享受してきたメリットを享受できなくなる可能性があると考えたとのことですが、当面の間は、エクイティ・ファイナンスの活用による資金調達の必要性は高くないと判断したとのことです。また、山下宗吾氏は、当社グループの社会的な信用力等については、上場会社であること自体よりも事業活動を通じて獲得・維持されている部分が大きくなってきていることから、かかるデメリットを踏まえても当社を非公開化することが最善の選択肢の一つであると判断したとのことです。

そして、山下宗吾氏は、2020 年 10 月 7 日に、当社の取締役会に対して、本公開買付けを含む、当社株式の全て（ただし、当社が所有する自己株式を除きます。以下、他の取扱いを定めていない限り同じです。）を取得し、当社株式を非公開化するための一連の取引（以下「本取引」といいます。）に関する意向表明書（以下「本意向表明書」といいます。）を提出しました。

当社は、2020 年 10 月 7 日、山下宗吾氏より本意向表明書を受領したことを受け、本意向表明書において示された公開買付けの手法による当社株式の取得を含む公開買付者による当社の完全子会社化について検討するにあたり、下記「（１０）本取引の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置」に記載のとおり、本公開買付価格の公正性その他本公開買付けを含む本取引の公正性を担保すべく、2020 年 10 月 12 日付けでファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関としてエイチ・エス証券株式会社（以下、「エイチ・エス証券」といいます。）を、リーガル・アドバイザーとして柴田・鈴木・中田法律事務所を、それぞれ選任するとともに、本取引の提案を検討するための特別委員会（以下「本特別委員会」といいます。）を設置いたしました。なお、本特別委員会の詳細については、下記「（１０）本取引の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置」の「④当社における独立した特別委員会の設置及び意見（答申書）の入手」をご参照ください。

その後、当社は、本意向表明書に記載された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を踏まえ、本特別委員会により事前に確認された交渉方針や交渉上重要な局面における意見、要請等を踏まえた上で、エイチ・エス証券及び柴田・鈴木・中田法律事務所の助言を受けながら、公開買付者との間で複数回に亘る協議・交渉を重ねました。

当社は、本公開買付価格につきましては、当社 2020 年 12 月 23 日付プレスリリース「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、本公開買付価格（3,100

円）が、（ａ）エイチ・エス証券による当社株式の株式価値の算定結果のうち、市場株価平均法及び類似会社比較法に基づく算定結果の範囲を上回っており、かつ、ＤＣＦ法による算定結果のレンジの範囲内にあること、（ｂ）本公開買付けの公表日の前営業日である 2020 年 12 月 22 日の東京証券取引所 JASDAQ スタンダード市場における当社株式の終値 2,010 円に対して 54.23%（小数点以下第三位を四捨五入。以下、プレミアム率の計算において同じです。）、2020 年 12 月 22 日までの過去１ヶ月間の終値の単純平均値 2,037 円（小数点以下を四捨五入。以下、終値の単純平均値の計算において同じです。）に対して 52.18%、過去３ヶ月間の終値の単純平均値 2,329 円に対して 33.10%、過去６ヶ月間の終値の単純平均値 2,480 円に対して 25.00%のプレミアムが加算されており、本取引が、支配株主である山下宗吾氏の従属会社の買収として、公正性担保措置が求められる取引類型に該当するとの考えの下で、近時のＭＢＯ事例を参照し、かかるＭＢＯ事例におけるプレミアムと比較して遜色のない水準のプレミアムが付されていると考えられること並びに、直近６ヶ月間の当社株主の価格帯別売買高を踏まえた場合、価格帯別売買高が 3,100 円以下となる売買高は、当該期間の価格帯別売買高の 100%（取引成立価格基準）を占めていることから、当社の個人株主の利益に配慮していること、（ｃ）下記「（１０）本取引の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置」に記載の利益相反を解消するための措置が採られていること、少数株主の利益への配慮がなされていると認められること、（ｄ）上記利益相反を解消するための措置が採られた上で、当社と公開買付者の間で独立当事者間の取引における協議・交渉と同等の協議・交渉が複数回行われた上で決定された価格であること、（ｅ）本特別委員会が、事前に交渉方針を確認するとともに、適時にその状況の報告を受け、交渉上重要な局面において意見、要請等を行った上で、本公開買付価格について妥当である旨の意見を述べていること、（ｆ）当社の 2020 年９月 30 日現在の１株あたり純資産額である 4,962.47 円を下回っているものの、簿価純資産額がそのまま換価されるわけではなく、相当程度毀損する可能性もあることに加え、純資産額は会社の清算価値を示すものであり、当社株式の株式価値の算定にあたっては当社が継続企業であることを前提とすべきであり、１株あたり純資産額のみをもって本公開買付価格の妥当性を判断すべきではないと考えられること等を踏まえ、当社は、本公開買付価格及び本公開買付けに係るその他の諸条件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、合理的な株券等の売却の機会を提供するものであると判断いたしました。

以上より、当社は、2020 年 12 月 23 日開催の取締役会において、公開買付者による当社株式に対する本公開買付けに対し、特設注意市場銘柄に指定されているところ、当社においてこのまま指定解除に至らない場合には、当社株式は上場廃止となり、当社取引先との関係に甚大な悪影響が生じるほか、当社株式の流動性が失われ、当社の株主の利益は大きく損なわれることを懸念し、それよりは、山下宗吾氏が自ら又は自己が支配する会社を通じて当社を非公開化する方がかかる悪影響が生じることを防止できる上、当社の他の株主にも当社株式の売却機会を与えること

ができるため適切であると考えるに至り、賛同の意見を表明し、かつ、当社の株主の皆様に対して本公開買付けへの応募を推奨することを決議いたしました。

なお、上記 2020 年 12 月 23 日開催の取締役会の決議の詳細については、後記「（１０）本取引の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置」の「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監査役全員の異議がない旨の意見」をご参照ください。

その後、2021 年２月 11 日付当社プレスリリース「ＮＦＳ株式会社による当社株式に対する公開買付けの結果ならびに主要株主及びその他の関係会社の異動に関するお知らせ」においてお知らせいたしましたとおり、本公開買付けは成立いたしましたが、公開買付者が当社の総株主の議決権の全てを取得できなかったことから、山下宗吾氏は、当社に対し、①公開買付者が当社普通株式の全て（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（公開買付者及び当社を除きます。）の所有する当社普通株式の数が１株に満たない端数となるように併合割合を決定した上で、当社普通株式の併合を行うこと、並びに、②当該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等の定款の一部変更を行うこと等を付議議案に含む臨時株主総会を開催するよう要請いたしました。これを受けて、当社は、2021 年 2 月 25 日開催の当社取締役会において、本臨時株主総会において株主の皆様のご承認をいただくことを条件として、当社の株主を公開買付者及び山下宗吾氏のみとするために、当社普通株式 36,215 株を１株に併合する旨の株式の併合を本臨時株主総会に付議することを決議いたしました。

本株式併合により、公開買付者及び山下宗吾氏以外の株主の皆様が所有する当社株式の数は１株に満たない端数となる予定です。

（２）親会社等がある場合における当該親会社等以外の株主の利益を害さないように留意した事項

本株式併合は、本公開買付け後のいわゆる二段階買収の二段階目の手続きとして行われるものであるところ、公開買付者及び当社は、本株式併合を含む本取引の公正性を担保するとともに、本取引に関する意思決定の恣意性を排除し、当社の意思決定過程の公正性、透明性及び客観性を確保し、また利益相反の疑いを回避する観点から、本公開買付けの開始までの間に、下記「（１０）本取引の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置」に記載の各措置を実施いたしました。

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

上記「（１）株式併合の目的及び理由」に記載のとおり、本株式併合により、公開買付者及び山下宗吾氏以外の株主の皆様が所有する当社株式の数は１株に満たない端数となる予定ですが、本株式併合は山下宗吾氏及び公開買付者による当社株式の非公開化を目的とする本取引の一環

として行われるものですので、かかる端数は公開買付者への売却による処理を予定しております。

（４）売却に係る株式を買い取る者（見込まれる者）の名称

NFS 株式会社

（東京都江東区亀戸６丁目 25 番１号）

（５）売却に係る代金の支払いのための資金を確保する方法及び当該方法の相当性

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

当社 2020 年 12 月 23 日付プレスリリースの「３．本公開買付けに関する意見の内容、根拠及び理由」の「（２）意見の根拠及び理由」に記載のとおり、公開買付者は金融機関（株式会社りそな銀行（以下「りそな銀行」といいます。））からの借り入れ（以下「本件買収ローン」といいます。）により資金を調達しております。当社は、本取引の実行手続きにおいて、本買収ローンに係る融資証明書等を公開買付届出書とあわせて確認し、その後の公開買付者とりそな銀行間での本公開買付に係る資金等の融資についての「金銭消費貸借契約書」締結においては、弁護士による法律意見書を取得し、お互いの協議により締結されたことを確認し、売却に係る代金の支払いのための資金を確保する方法については相当であると判断いたしました。

具体的には、当社は、2020 年７月上旬に山下宗吾氏から検討を開始したと伝えられた公開買付けの手法による非公開化を提案された場合の準備として、2020 年８月下旬に、本件買収ローンの貸付人となることが想定されていたりそな銀行との質疑応答（りそな銀行は、本件買収ローンの提供の可否を検討するにあたり、当社の経営・財務状況についての情報を求めたため、）の対応に協力しました。当社においては、2020 年９月下旬に、山下宗吾氏より、りそな銀行より本件買収ローンを提供される確度が高まったとの伝達を口頭で受けたため、この時点において、公開買付けの手法による非公開化の実現性が高まったと判断しました。

その後、公開買付者は、本公開買付けに係る決済に要する資金を、りそな銀行からの借入れにより賄うこととし、本公開買付けの成立等を条件として、2021 年２月 10 日に、りそな銀行から総額 14.2 億円を上限とした「金銭消費貸借契約書」を締結しました。なお、本件買収ローンにおいては、公開買付者が本公開買付け及びスクイーズアウト手続きにより取得し所有することとなる当社株式その他公開買付者の一定の資産等に対して担保が設定され、本スクイーズアウト手続により当社の株主が公開買付者及び山下宗吾氏のみとなった後は、当社の一定の資産について担保が設定されること及び当社が連帯保証することが予定されています。

当社におきましても、本件買収ローンに係る融資条件の詳細については、公開買付者と、りそな銀行との協議により締結された、本件買収ローンに係る「金銭消費貸借契約書」において、本公開買付けに係る公開買付届出書の添付書類である融資証明書に記載されている貸出実行条件

及び一定の財務制限条項等の同種の融資契約に通常定められる契約条件等が規定されていることを確認しております。

なお、公開買付者に 2020 年 11 月 12 日の設立以降、重要な財産の処分、本件買収ローン以外の重大な債務の負担、その他の会社財産の状況に重要な影響を与える事象は発生しておりません。

（６）売却する時期及び売却により得られた代金を株主に交付する時期の見込み

2021 年６月下旬（予定）

（７）上記（６）の見込みに関する取締役会の判断及びその理由

当社は、2021 年２月 25 日付の取締役会において開催が決議された、2021 年 3 月 25 日開催の臨時株主総会において、第１号議案（株式併合の件）が原案どおり承認可決されることを前提に、株式併合の効力発生日から売却に係る一連の手続きに要する期間を考慮し、売却時期及び代金を株主様に交付する時期の見込みについて検討し、上記日程の判断をいたしました。

（８）（３）ないし（５）記載の処理により株主に交付されることが見込まれる金銭の額

本株式併合においては、上記「（１）株式併合の目的及び理由」に記載のとおり、本株式併合により、公開買付者及び山下宗吾氏以外の株主の皆様が所有する当社株式の数は、１株に満たない端数となる予定です。

本株式併合の結果生じる１株未満の端数については、その合計数（合計数に１株に満たない端数がある場合にあっては、当該端数は切り捨てられます。）に相当する数の株式を売却し、その端数に応じて、その売却により得られた代金を株主の皆様に交付します。当該売却について、当社は、会社法第 235 条第２項の準用する同法第 234 条第２項の規定に基づき、裁判所の許可を得て公開買付者に売却すること、又は会社法第 235 条第２項の準用する同法第 234 条第２項及び同条第４項の規定に基づき、裁判所の許可を得た上で、公開買付者が買い取ることを予定しております。

この場合の売却額は、上記裁判所の許可が予定どおり得られた場合は、本株式併合の効力発生日の前日である 2021 年４月 27 日の最終の当社の株主名簿に記載又は記録された株主の皆様が所有する当社株式の数に本公開買付価格と同額である 3,100 円を乗じた金額に相当する金銭を各株主の皆様に交付することができるような価格に設定することを予定しております。

（９）（８）記載の額の相当性に関する事項

本株式併合により生じる端数の処理により株主に交付することが見込まれる金銭の額は、上記「（８）（３）ないし（５）記載の処理により株主に交付されることが見込まれる金銭の額」に記載のとおり、本株式併合の効力発生日の前日である 2021 年４月 27 日の最終の当社の株主名簿

に記載又は記録された株主の皆様の所有する当社株式の数に本公開買付価格と同額である3,100円を乗じた金額に相当する金銭を、株主の皆様に交付することを予定しております。

本公開買付価格につきましては、当社2020年12月23日付プレスリリース「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、本公開買付価格（3,100円）が、（ａ）エイチ・エス証券による当社株式の株式価値の算定結果のうち、市場株価平均法及び類似会社比較法に基づく算定結果の範囲を上回っており、かつ、ＤＣＦ法による算定結果のレンジの範囲内にあること、（ｂ）本公開買付けの公表日の前営業日である2020年12月22日の東京証券取引所JASDAQスタンダード市場における当社株式の終値2,010円に対して54.23％（小数点以下第三位を四捨五入。以下、プレミアム率の計算において同じです。）、2020年12月22日までの過去１ヶ月間の終値の単純平均値2,037円（小数点以下を四捨五入。以下、終値の単純平均値の計算において同じです。）に対して52.18％、過去３ヶ月間の終値の単純平均値2,329円に対して33.10％、過去６ヶ月間の終値の単純平均値2,480円に対して25.00％のプレミアムが加算されており、本取引が、支配株主である山下宗吾氏の従属会社の買収として、公正性担保措置が求められる取引類型に該当するとの考えの下で、近時のＭＢＯ事例を参照し、かかるＭＢＯ事例におけるプレミアムと比較して遜色のない水準のプレミアムが付されていると考えられること並びに、直近６ヶ月間の当社株主の価格帯別売買高を踏まえた場合、価格帯別売買高が3,100円以下となる売買高は、当該期間の価格帯別売買高の100%（取引成立価格基準）を占めていることから、当社の個人株主の利益に配慮していること、（ｃ）下記「（１０）本取引の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置」に記載の利益相反を解消するための措置が採られていること、少数株主の利益への配慮がなされていると認められること、（ｄ）上記利益相反を解消するための措置が採られた上で、当社と公開買付者の間で独立当事者間の取引における協議・交渉と同等の協議・交渉が複数回行われた上で決定された価格であること、（ｅ）本特別委員会が、事前に交渉方針を確認するとともに、適時にその状況の報告を受け、交渉上重要な局面において意見、要請等を行った上で、本公開買付価格について妥当である旨の意見を述べていること、（ｆ）当社の2020年９月30日現在の１株あたり純資産額である4,962.47円を下回っているものの、簿価純資産額がそのまま換価されるわけではなく、相当程度毀損する可能性もあることに加え、純資産額は会社の清算価値を示すものであり、当社株式の株式価値の算定にあたっては当社が継続企業であることを前提とすべきであり、１株あたり純資産額のみをもって本公開買付価格の妥当性を判断すべきではないと考えられること等を踏まえ、当社は、本公開買付価格及び本公開買付けに係るその他の諸条件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、合理的な株券等の売却の機会を提供するものであると判断いたしました。

また、当社は、2020年12月23日開催の取締役会において、本公開買付けへ賛同する旨の意見を表明するとともに、当社の株主の皆様に対して、本公開買付けへの応募を推奨する旨の決議を

した後、2021年２月25日に至るまでに、本公開買付価格の算定の基礎となる諸条件に重大な変更が生じていないことを確認いたしました。

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

（１０）本取引の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置

本株式併合は、本公開買付け後のいわゆる二段階買収の二段階目の手続として行われるものであるところ、当社2020年12月23日付プレスリリースの「３．本公開買付けに関する意見の内容、根拠及び理由」の「（６）本公開買付価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置」に記載のとおり、当社及び公開買付者は、本株式併合を含む本取引の公正性を確保する観点から、本公開買付けの開始までの間に、以下の措置を実施いたしました。

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

① 公開買付者における独立した第三者算定機関からの株式価値算定書の取得

公開買付者は、本公開買付価格の公正性を担保するため、本公開買付価格を決定するにあたり、山下宗吾氏、公開買付者及び当社グループから独立した第三者算定機関としてのファイナンシャル・アドバイザーである三田証券に対して、当社の株式価値の算定を依頼し、株式価値算定書を取得したとのことです。

なお、三田証券は、山下宗吾氏、公開買付者及び当社グループの関連当事者には該当せず、本公開買付けに関して、重要な利害関係を有していないとのことです。

三田証券は、本公開買付けにおける算定手法を検討した結果、当社株式が東京証券取引所JASDAQスタンダード市場に上場していることから市場株価平均法を、将来の事業活動の状況を算定に反映するためにＤＣＦ法を用いて当社株式の株式価値の算定を行い、公開買付者は2020年12月22日付けで三田証券から株式価値算定書(以下「公開買付者株式価値算定書」といいます。)を取得いたしました。なお、公開買付者は三田証券から本公開買付価格の妥当性に関する意見(フェアネス・オピニオン)を取得していないとのことです。

三田証券による当社株式の１株あたりの株式価値の算定結果は以下のとおりとのことです。

市場株価平均法	：	2,037円～2,480円
ＤＣＦ法	：	2,731円～3,148円

市場株価平均法では、2020年12月22日を基準日として、東京証券取引所JASDAQスタンダード市場における当社株式の基準日終値2,020円、直近５営業日の終値単純平均値2,030

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です。)直近１ヶ月間の終値単純平均値 2,037 円、直近３ヶ月間の終値単純平均値 2,329 円、及び直近６ヶ月間の終値単純平均値 2,480 円を基に当社株式の１株あたりの株式価値の範囲を 2,037 円から 2,480 円までと算定しているとのことです。

ＤＣＦ法では、当社の 2021 年９月期から 2025 年９月期までの５期分の事業計画における収益や投資計画、一般に公開された情報等の諸要素を前提として、2021 年９月期第２四半期以降に当社が将来創出すると見込まれるフリー・キャッシュ・フローを、一定の割引率で現在価値に割り引いて当社の企業価値や株式価値を算定し、当社株式の１株あたりの株式価値の範囲を 2,731 円から 3,148 円までと算定しているとのことです。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、反映していないとのことです。なお、三田証券がＤＣＦ法に用いた当社の 2021 年９月期から 2025 年９月期までの事業計画においては、大幅な増減益を見込んでいる事業年度が含まれていないとのことです。

公開買付者は、三田証券から取得した公開買付者株式価値算定書記載の各手法の算定結果を参考にし、かつ、当社との協議及び交渉を経て、当社の事業及び財務の状況、当社株式の直近の株価推移、本公開買付けに対する応募数の見通し並びに本公開買付けが支配株主である山下宗吾氏の従属会社の買収として公正性担保措置が求められる取引類型に該当することを踏まえ、過去の本公開買付けと同種と考えられる発行者以外の者による株式の公開買付けの事例において買付け等の価格決定の際に付されたプレミアムの実例（2018 年以降に実施されたＭＢＯ案件)、当社の取締役会による本公開買付けへの賛同の可否、当社株式の直近１ヶ月間、３ヶ月間、６ヶ月間における市場株価の動向及び本公開買付けに対する応募数の見通し等を総合的に勘案し、2020 年 12 月 23 日に本公開買付価格を１株あたり 3,100 円と決定したとのことです。

なお、本公開買付価格である１株あたり 3,100 円は、本公開買付けの公表日の前営業日である 2020 年 12 月 22 日の東京証券取引所 JASDAQ スタンダード市場における当社株式の終値 2,010 円に対して 54.23%、同日までの直近１ヶ月間の終値単純平均値 2,037 円に対して 52.18%、同日までの直近３ヶ月間の終値単純平均値 2,329 円に対して 33.10%、同日までの直近６ヶ月間の終値単純平均値 2,480 円に対して 25.00%のプレミアムをそれぞれ加えた価格となります。また、本書提出日の前営業日である 2020 年 12 月 23 日の当社株式の東京証券取引所 JASDAQ スタンダード市場における終値 2,020 円に対して 53.47%のプレミアムを加えた価格となります。

② 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、本公開買付けを含む本取引に関する当社取締役会におけ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、公開買付者及び山下宗吾氏から独立した第三者算定機関として、エイチ・エス証券に当社株式の株式価値の算定を依頼し、2020 年 12 月 22 日に当

社株式価値算定書を取得いたしました。なお、エイチ・エス証券は、当社、公開買付者及び山下宗吾氏の関連当事者には該当せず、本公開買付けに関して記載すべき重要な利害関係を有しておりません。また、本特別委員会において、エイチ・エス証券の独立性に問題がないことが確認されています。エイチ・エス証券の報酬は、本取引の成否にかかわらず支払われる固定報酬のみであり、本取引の成立を条件とする成功報酬は含まれておりません。

エイチ・エス証券は、本公開買付けにおける算定手法を検討した結果、当社が継続企業であるとの前提の下、当社株式について多面的に評価することが適切であるとの考えに基づき、当株式が、東京証券取引所 JASDAQ スタンダード市場に上場していることから市場株価平均法を、比較可能な類似会社が複数存在し、類似会社比較法による株式価値の類推が可能であることから類似会社比較法を、当社の将来の事業活動の状況を算定に反映させるためにＤＣＦ法を用いて当社株式の株式価値の算定を行い、当社はエイチ・エス証券から 2020 年 12 月 22 日に当社株式価値算定書を取得いたしました。なお、当社は、エイチ・エス証券から本公開買付価格の公正性に関する意見（フェアネス・オピニオン）を取得しておりません。フェアネス・オピニオンを取得していない理由としては、フェアネス・オピニオンは、一般的に情報優位にある経営者や大株主が情報の非対称性を利用して、一般株主からフェアバリュー（適正価格）以下で対象会社株式を取得することを防止する機能となるものでありますが、本件に関しては上場廃止となる恐れがある中で株主保護の観点から創業家によって行われるＴＯＢであり、通常のＭＢＯ等とは異なる特殊事情があるため、別途フェアネス・オピニオンを取得するのではなく、第三者評価機関から提出される株価算定書に基づき現状の市場株価に一定のプレミアムを付与することで対応可能と判断いたしました。

本株式価値算定書によると、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。

市場株価平均法	2,010 円から 2,480 円
類似会社比較法	2,264 円から 3,046 円
ＤＣＦ法	3,036 円から 3,993 円

市場株価平均法では、基準日を 2020 年 12 月 22 日として、東京証券取引所 JASDAQ スタンダード市場における当社株式の基準日終値（2,010 円）、直近１ヶ月間（2020 年 11 月 24 日から 2020 年 12 月 22 日まで）の終値の単純平均値（2,037 円）、直近３ヶ月間（2020 年９月 23 日から 2020 年 12 月 22 日まで）の終値の単純平均値（2,329 円）、直近６ヶ月間（2020 年６月 23 日から 2020 年 12 月 22 日まで）の終値の単純平均値（2,480 円）を基に、当社株式１株当たりの株式価値の範囲を 2,010 円から 2,480 円までと算定しております。

類似会社比較法では、事業内容及び規模等を総合的に勘案し、当社と比較的類似性があると判断される類似上場会社として、株式会社稲葉製作所、株式会社研創及び日本アイ・エス・ケイ株式会社を選定した上で、PER マルチプル及び PBR マルチプルをベースに算定し、当社株式の１株当たりの価値の範囲を 2,264 円から 3,046 円までと算定しております。

ＤＣＦ法では、当社が作成した当社の 2021 年９月期から 2025 年９月期までの事業計画に基づく収益予測等を踏まえ、当社が 2021 年９月期以降、将来において生み出すと見込まれるフリー・キャッシュ・フローを、一定の割引率で現在価値に割り引いて当社の企業価値や株式価値を分析し、当社株式の１株当たりの株式価値の範囲を 3,036 円から 3,993 円ま

でと算定しております。割引率は加重平均資本コスト（WACC：Weighted Average Cost of Capital）とし、3.04%～3.64%を採用しております。継続価値の算定にあたっては永久成長率法を採用し、永久成長率を０％として分析しております。

エイチ・エス証券が、ＤＣＦ法の算定の前提とした当社の事業計画に基づく財務予測は以下のとおりです。以下の財務予測には、大幅な増減益を見込んでいる事業年度は含まれておりません。なお、本取引の実行により実現することが期待されるシナジー効果については、現時点において具体的に見積もることが困難であるため、反映しておりません。

（単位：百万円）

	2021年 ９月期	2022年 ９月期	2023年 ９月期	2024年 ９月期	2025年 ９月期
売上高	3,010	3,100	3,200	3,300	3,400
営業利益	83	88	91	95	99
EBITDA	184	191	189	189	188
フリー・キャッシュ・フロー	127	129	125	125	124

エイチ・エス証券は、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、当社の経営陣による現時点で得られる最善の予測と判断に基づき合理的に作成されたことを前提としております。但し、エイチ・エス証券は、算定の基礎とした当社の事業計画について、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、当社の事業計画の合理性を確認しております。また、エイチ・エス証券の算定は、2020年12月22日までの上記情報を反映したものであります。

③ 当社における独立した法律事務所からの助言

当社は、本公開買付けを含む本取引に係る当社取締役会の意思決定の過程における公正性及び適正性を確保するために、当社及び公開買付者から独立したリーガル・アドバイザーとして柴田・鈴木・中田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。柴田・鈴木・中田法律事務所は、当社及び公開買付者の関連当事者には該当せず、本公開買付けに関して記載すべき重要な利害関係を有しておりません。

また、本特別委員会においても、柴田・鈴木・中田法律事務所の独立性に問題がないことが確認されております。柴田・鈴木・中田法律事務所の報酬は、本取引の成否にかかわらず支払われる固定報酬のみであり、本取引の成立を条件とする成功報酬は含まれておりません。

④ 当社における独立した特別委員会の設置及び意見（答申書）の入手

当社は、本公開買付けを含む本取引に係る当社の意思決定に慎重を期し、また、当社取締役会の意思決定過程における恣意性及び利益相反のおそれを排除し、その公正性を担保することを目的として、2020年10月８日開催の当社取締役会において、当社及び公開買付者から独立した委員によって構成される本特別委員会（本特別委員会の委員としては、当社の社外取締役である高野茂氏及び社外監査役である井上明子氏並びに外部の有識者である中田貴夫氏（公認会計士 中田公認会計士事務所）を選定しております。また、当社は、当初からこの３名を本特別委員会の委員として選定しており、本特別委員会の委員を変更した事実はありません。）を設置することを決議いたしました。

そして、当社は、同日の取締役会決議において、本特別委員会に対し、(ⅰ)本取引の目的の正当性・合理性、(ⅱ)本取引における手続の公正性、(ⅲ)本取引の取引条件（本公開買付価格を含みます。）の公正性等、(ⅳ)上記(ⅰ)～(ⅲ)の観点から、本公開買付けに対して賛同する旨及び応募を推奨する旨の意見表明の決定を含む本取引が当社の少数株主にとって不利益なものでないか（以下「本諮問事項」といいます。）について諮問し、本諮問事項についての答申書を当社取締役会に提出することを委嘱いたしました。加えて、当社は、本特別委員会の設置に際し、当社と買付者の間での公正な交渉状況を確保するべく、当社が買付者との間で行う交渉過程に関与すること、本取引のために講じるべき公正性担保措置の程度を検討し、必要に応じて意見・提言すること、当社の役職員から本公開買付けの検討及び判断に必要な情報を取得すること、当社取締役会における本取引に関する意思決定については、本特別委員会の判断内容を最大限尊重して行うこと、本特別委員会が、本取引の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を承認しないこととすることを同日の取締役会において併せて決議しております。

本特別委員会は、2020年10月13日より2020年12月9日まで合計６回開催され、本諮問事項について、慎重に検討及び協議を行った結果、2020年12月23日に、大要以下の内容の答申書を当社取締役会に対して提出いたしました。なお、本特別委員会の委員の報酬は、本公開買付けを含む本取引の成否にかかわらず支払われる固定報酬のみであり、本取引の公表や成立等を条件とする成功報酬は含まれておりません。

第1.　答申

(i)本取引の目的の正当性・合理性、(ii)本取引における手続の公正性、(iii)本取引の取引条件（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。）を含む。）の公正性等の観点を総合考慮した結果、本公開買付けに対して賛同し、応募を推奨する旨の意見表明の決定を含む本取引は、貴社少数株主にとって不利益なものとはいえないと考える。

第2.　答申の理由（答申にあたり考慮した要素）

当委員会が上記の答申を行うにあたり考慮した主要な要素は以下のとおりである。

1.本取引の目的の正当性・合理性

当委員会が貴社及び公開買付者から説明を受けた、大要以下のような本取引の必要性・背景事情及び本取引のメリットからすれば、本取引は貴社の少数株主保護に資するものであり、本取引の目的は正当性、合理性を有するものである。

① 2019 年６月 21 日付「第三者委員会の報告書全文開示に関するお知らせ」にて公表されたとおり、貴社において不適切な会計処理が行われた疑いについて、第三者委員会の調査により、不適切な会計処理の事実が存在していたことが明らかになっている。その後、貴社は、2019 年８月７日付「特設注意市場銘柄の指定及び上場契約違約金の徴求に関するお知らせ」にて公表されたとおり、東京証券取引所より 2019 年８月８日付けで特設注意市場銘柄に指定されている。これにより、貴社は東京証券取引所より、貴社における会社機関の機能不全の状況、及びそうした中で貴社の前代表取締役社長である山下岳英氏による組織的な不正を長期間にわたって行っていたことが指摘されており、貴社の内部管理体制等の改善が求められている。さらに、当該指定後の改善期間内（2021 年２月８日まで）に内部管理体制等について改善がなされなかったと日本取引所自主規制法人が認める場合（改善の見込みがなくなったと日本取引所自主規制法人が認める場合に限る）には、貴社の上場が廃止されることになる。

② そのような中、2020 年２月中旬に、貴社の創業者である山下孝行氏の孫であり、かつ貴社の当時第２位の大株主であり、貴社の経営企画室室長である山下宗吾氏は、貴社より、上記の改善計画に記載した各改善策の進捗状況について 2020 年２月中旬に実施された貴社と日本取引所自主規制法人との話合いの内容を踏まえた限りでは、貴社における組織的な不正に関与した貴社の元代表取締役社長（山下岳英氏）の貴社への影響力の排除については、山下岳英氏の貴社の筆頭株主の地位が維持される限り、根本的な解決に至ったとは言えないのではないかという認識である旨を聞いている。これを受け、山下宗吾氏は、山下岳英氏の持株比率を筆頭株主ではない水準に低減させることが、内部管理体制等の一部の改善に繋がると判断し、2020 年２月中旬から同年４月中旬まで、山下岳英氏との間で、同氏保有の貴社株式の全部又は一部を第三者に譲渡させ、山下岳英氏の持株比率を筆頭株主ではない水準にするべく協議を行った。しかし、山下岳英氏は、貴社の取締役としての地位及び権限は失ったものの、株主の権利として、引続き貴社の株式に係る価値（中長期的な株式の値上がり益や剰余金配当請求権）は享受したいとの意向を示し、同年４月中旬の時点では、貴社株式の一部についてであっても譲渡には応じないとの意思を明らかにした。そのため、山下宗吾氏は、2020 年４月中旬、山下岳英氏との協議を中止し、当該協議状況及び山下岳英氏を貴社株主に残したままでも内部管理体制の改

善等を実現する方法は無いか、日本取引所自主規制法人と相談してほしい旨を貴社に伝えた。（なお、山下宗吾氏がかかる協議を中止した後も、貴社においては、山下岳英氏に対し、同氏が所有する貴社株式の全部または一部を第三者に譲渡すること等による影響力排除に向けた働きかけを継続していました。）また、山下宗吾氏は、同時期に貴社側で実施できる対策として、大規模な希薄化を伴うエクイティ・ファイナンスにより、山下岳英氏の持株比率を低減するという選択肢について貴社と協議をしたが、不祥事を起こした企業の第三者割当てによる増資案は、対金融機関を含め実現の可能性が低いこと及び貴社に具体的な資金使途が無いことから、第三者割当増資の候補先を探すといった具体的な検討には至らなかった。

③　その後、山下宗吾氏は、貴社が日本取引所自主規制法人との間で内部管理体制の改善等に関する相談を進める中、貴社から適宜かかる話合いの内容の報告を受け、2020年7月上旬、貴社の代表取締役社長である齋藤太誉氏から、山下岳英氏を貴社株主に残したまま貴社の内部管理体制の改善等を実現する方法は存在しないと考えられる旨を伝えられた。山下宗吾氏は、貴社のかかる認識及び山下岳英氏が貴社株式をその一部についても第三者へ譲渡することを強く拒否している現状を踏まえると、日本取引所自主規制法人が求めていると貴社が認識している山下岳英氏の貴社への影響力の排除については根本的な解決に至らないことから、特設注意市場銘柄の指定解除の目途が立たないとの認識を強く抱いた。そして、2020年7月上旬に、山下宗吾氏は、山下岳英氏が所有する貴社株式の譲渡の意向は同時点で確認できていなかったものの、東京証券取引所から貴社の上場が廃止された場合には、貴社の取引先との関係に甚大な悪影響が生じることを懸念し、それよりは山下宗吾氏が自ら又は自己が支配する会社を通じて貴社を非公開化する方がかかる悪影響が生じることを防止できる上、貴社の他の株主にも貴社株式の売却機会を与えることができるため適切であるとの考えから、貴社を非公開化したい方針を山下岳英氏に伝えたところ、同氏からかかる方針について反対はなかった。2020年7月上旬に、山下宗吾氏は、このような山下岳英氏の反応を踏まえ、山下岳英氏に対して、同氏が所有する当社株式の譲渡を働きかけ続けることとし、山下岳英氏との間で、貴社株式の譲渡に関する協議を再開した。そして、2020年7月上旬に、山下宗吾氏は、仮に、山下岳英氏が貴社株式の譲渡に合意しない場合は、山下岳英氏を貴社株主として残したまま貴社を非公開化することも選択肢の一つとした上で、貴社を非公開化することが最善の選択肢の一つであるとの決断に至り、かかる考えに基づき公開買付けの手法による非公開化の検討を開始すること

とし、かかる決断後直ちにその旨を貴社の代表取締役社長である齋藤太誉氏に口頭で伝えた。

④　このように、山下宗吾氏が非公開化を決断した理由は、上記のとおり、貴社は、2019 年８月８日付けで東京証券取引所より特設注意市場銘柄に指定されており、このまま指定解除に至らない場合には、貴社株式は上場廃止となり、貴社取引先との関係に甚大な悪影響が生じるほか、貴社株式の流動性が失われ、貴社の株主の利益が大きく損なわれることを懸念し、それよりは、山下宗吾氏が自ら又は自己が支配する会社を通じて貴社を非公開化する方がかかる悪影響が生じることを防止できる上、貴社の他の株主にも貴社株式の売却機会を与えることができるため適切であると考えた。また、山下宗吾氏が、市場株価にプレミアムを加えた価格で他の株主の皆様から株式を取得する公開買付けを実施する手法を経る二段階の手続により非公開化を行った場合には、他の株主に、特設注意市場銘柄への指定日から１年６ケ月を経過した日である 2021 年２月８日の到来前に株式の売却機会を与えることが可能となるため、山下宗吾氏は、上場会社である貴社の創業者の孫として、他の貴社の株主の皆様への責任を果たすためには、本公開買付けを実施することが最善の選択肢の一つであると考えるに至った。なお、2020 年７月上旬のこの決断の際に、公開買付けを行わず、会社法第 180 条に基づき、貴社株式の併合を行うことにより、貴社の非公開化を行う手法については、貴社に公正性担保措置が講じられず少数株主の保護にならないと判断し、検討対象の手法から外した。

⑤　他方、貴社は、2020 年２月中旬には、改善計画の中心である、貴社の元代表取締役社長（山下岳英氏）の貴社への影響力の排除については、改善計画に記載した各改善策の進捗状況について行われた、貴社が日本取引所自主規制法人との話合いの内容を踏まえた限りでは、山下岳英氏の貴社の筆頭株主の地位が維持される限り、根本的な解決に至ったとは言えないのではないかと認識したため、山下宗吾氏にその旨を伝えた。そして、貴社は、2020 年２月中旬以降、貴社の株主の皆様に発生する可能性のあるリスクを回避することが最重要事項と考え、今後、貴社として改善策を引き続き推し進めたとしても、結果として特設注意市場銘柄の指定解除に至らず上場廃止となった場合、貴社の株主の利益を大きく損なう可能性があるものと認識していた。

⑥　2020 年４月中旬、貴社は、山下宗吾氏から、山下岳英氏との貴社株式の譲渡についての協議状況を報告され、山下岳英氏は、貴社株式の一部についてであっても譲渡には応じないとの意思を明らかにしたことを伝えられた。併せて、

山下宗吾氏から、同氏を貴社株主に残したままでも内部管理体制の改善等を実現する方法は無いか、日本取引所自主規制法人と相談してほしい旨を伝えられた。その後、貴社は、2020年４月中旬、貴社側で実施できる対策として、大規模な希薄化を伴うエクイティ・ファイナンスにより、山下岳英氏の持株比率を低減するという選択肢について山下宗吾氏と協議をしたが、不祥事を起こした企業の第三者割当てによる増資案は、対金融機関を含め実現の可能性が低いこと及び貴社に具体的な資金使途が無いことから、第三者割当増資の候補先を探すといった具体的な検討には同時点で至らなかった。2020 年４月中旬以降、2020 年７月上旬まで貴社は日本取引所自主規制法人との間で内部管理体制の改善等に関する相談を進め、山下宗吾氏に対し、適宜かかる話し合いの内容を報告した。そして、2020年７月上旬、貴社は、引続き山下岳英氏が貴社の筆頭株主としての地位を維持し、貴社株式の一部についても第三者へ譲渡することを強く拒否している限りは、日本取引所自主規制法人が求める内部管理体制等の一部の改善は実現できないと判断した。その後、2020年７月上旬、貴社の代表取締役社長である齋藤太誉氏は、同時期に、山下宗吾氏に対し、山下岳英氏を貴社株主に残したまま貴社の内部管理体制の改善等を実現する方法は存在しないと考えられる旨を山下宗吾氏に伝えた。そうしたところ、その面談において、齋藤太誉氏は、山下宗吾氏から、貴社を非公開化することが最善の選択肢の一つであるとの決断に至ったため、かかる考えに基づき貴社を公開買付けの手法により非公開化するための検討を開始する旨を口頭にて伝えられた。これを受け、齋藤太誉氏は、2020年８月中旬に、他の役員と協議を行った。具体的には、貴社の株主の皆様の利益、本公開買付け後の経営体制とコンプライアンス・ガバナンス体制の維持・強化、上場廃止に伴う従業員への心理的影響、取引先との継続取引への影響及び本公開買付けの実行可能性について議論を行った。その結果、貴社は、2020年８月下旬には、改善策を引き続き推し進めたとしても、山下岳英氏の持株比率が筆頭株主の地位ではない水準に低減しない場合、すなわち山下岳英氏が貴社株式の一部であっても第三者へ譲渡しない場合には、日本取引所自主規制法人が求める内部管理体制等の一部の改善は実現できないとの判断から、結果として特設注意市場銘柄の指定解除に至らず上場廃止に至る可能性が高いと考え、貴社の株主に特設注意市場銘柄への指定日から１年６ケ月を経過した日である 2021 年２月８日の到来前に株式の売却機会を与えるべく本公開買付けを実施することが最善の選択肢の一つであるとの考えに至った。

⑦　貴社株式の非公開化を行った場合のデメリットとして、貴社が、将来的には資本市場からエクイティ・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、貴社の知名度の向上による優れた人材の確保、社会的な信用力の維持といったこれまで上場会社として享受してきたメリットを享受できなくなる可能性があるが、当面の間は、エクイティ・ファイナンスの活用による資金調達の必要性は高くないこと、また、貴社グループの社会的な信用力の維持等については、上場会社であること自体よりも事業活動を通じて獲得・維持されている部分が大きくなってきていることから、かかるデメリットを踏まえても貴社を非公開化することが最善の選択肢であると判断した。

2. 本取引における手続の公正性

本取引の交渉過程等の手続について、貴社は、以下のとおり、公正性及び適正性を担保するために必要かつ相当な対応をしているものと考える。

(1) 本公開買付価格につき、当委員会会議での審議・検討内容を尊重した上で、本公開買付価格がより高いものとなるよう公開買付者との協議を行ったこと。

(2) 公開買付者から提示された本公開買付価格を検討し、本公開買付けに対する意見を決定するにあたり、貴社及び公開買付者から独立した第三者算定機関であるエイチ・エス証券に貴社の株式価値の算定を依頼し、2020 年 12 月 22 日付で株式価値算定書（以下「貴社株式価値算定書」という。）を取得したこと。

(3) 本取引に関する意思決定過程の恣意性を排除し、貴社の意思決定過程の公正性、透明性及び客観性を確保することを目的として、当委員会を設置し、諮問を行ったこと。

(4) 貴社及び公開買付者から独立した貴社のリーガル・アドバイザーである柴田・鈴木・中田法律事務所から、本公開買付けを含む本取引に関する意思決定過程、意思決定方法その他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法的助言を受けていること（具体的には、本取引に関する意思決定を行うためには本取引が少数株主にとって不利益ではないと判断できることが必要であり、その主な判断要素としては、①目的の正当性・合理性、②手続の公正性、③取引条件の公正性が挙げられること、本取引に係る条件交渉における留意点等について説明を受けていること。）

(5) 貴社の職員のうち、公開買付者の役員を兼務している山下宗吾氏は、貴社取締役会における本取引の検討に関する議題の審議には（事実上の参加を含め）一切参加しておらず、また、本取引の意見表明に関する 2020 年 12 月 23 日開催予定の取締役会における審議及び決議にも（事実上の参加を含め）

一切参加しない予定であり、貴社の立場において本取引の検討、本取引に係る公開買付者との協議・交渉に一切参加していないこと。

(6) 貴社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するとともに、貴社株式について公開買付者以外の者にも対抗的な買付け等を行う機会を確保し、もって本公開買付価格の適正性を担保することを意図して、本公開買付けにおける買付け等の期間を、法令に定められた最短期間である 20 営業日より長い 30 営業日に設定していること。また、貴社と公開買付者とは、貴社が公開買付者以外の対抗的買収提案者と接触することを制限するような合意は行っていないこと。

(7) 貴社は前述のとおり現在特設注意市場銘柄に指定されており、上場廃止となる可能性が高いため、本公開買付けが成立しない場合には上場廃止によって貴社の株主の利益を大きく損なう可能性があるところ、買付予定数の下限を設定して本公開買付けの成立を不安定なものとすることは、かえって貴社の株主の利益を大きく損なう可能性があることを理由に、いわゆるマジョリティ・オブ・マイノリティやその他の買付予定数の下限を設定していないことについても一定の合理性が認められると思料されること。

(8) 本スクイーズアウト手続のスキームとして、株式併合が予定されており、反対する株主に対して価格決定の申立てを行う機会が保障されていること。

3. 本取引の取引条件（本公開買付価格を含む。）の公正性

(1) 本公開買付価格

本公開買付価格である 3,100 円は、以下の理由から不公正な価格とは言えないものと考える。

① エイチ・エス証券による貴社株式価値算定書においては、貴社の１株当たりの株式価値を、市場株価平均法では 2,010 円～2,480 円、類似会社比較法では 2,264 円～3,046 円、ディスカウンテッド・キャッシュ・フロー分析では 3,036 円～3,993 円、と算定しており、この株式価値の算定につき、エイチ・エス証券が特別委員会に行った説明において、特に不合理な点は認められなかったこと。

② エイチ・エス証券が貴社株式価値を算定するにあたり前提とした貴社事業計画（2021 年９月期から 2025 年９月期までの５年間）その他各種の変数等について、本公開買付価格が不合理に低く算定されるような前提を置いているなどの不合理な点は認められなかったこと。

③ 本公開買付価格は、2020 年 12 月 22 日の東京証券取引所 JASDAQ スタンダード市場における貴社株式の終値 2,010 円に対して 54.23%、2020 年 12 月 22 日までの過去１ヶ月間の終値の単純平均値 2,037 円に対して 52.18%、過去３ヶ

月間の終値の単純平均値2,329円に対して33.10%、過去６ヶ月間の終値の単純平均値2,480円に対して25.00%のプレミアムが加算されており、本取引が、支配株主である、近時のMBO事例を参照しかかるMBO事例におけるプレミアムと比較して不合理に低い水準とは考えられないこと並びに今回の公開買付価格3,100円は、2020年12月22日以前６ヶ月間の貴社株主の価格帯別売買高の100%（取引成立価格基準）を占めていることから、貴社の個人株主の利益に配慮しているものと考えられること

④　本公開買付価格を決定するにあたっては、利益相反を解消するための措置が採られていること等、少数株主の利益への配慮がなされた上で、貴社と公開買付者が独立した当事者として、協議及び交渉を重ねた上で決定されていること。

⑤　本公開買付価格は、貴社の2020年９月30日現在の１株当たり純資産額である4,962.47円を下回っているものの、簿価純資産額がそのまま換価されるわけではなく、相当程度毀損する可能性もあることに加え、貴社株式の株式価値の算定にあたっては、貴社が継続企業であることを前提とすべきであり、１株当たり純資産額のみをもって本公開買付価格の公正性を判断すべきではないと考えられること。

(2)　本スクイーズアウト手続において少数株主に交付される金額

本公開買付けにおいて貴社株式の全てを取得できなかった場合に実施することが予定されている本スクイーズアウト手続においては、少数株主に交付されることになる金銭の額が、本公開買付価格に当該各株主が保有していた貴社株式の数を乗じた価格と同一となるよう算定されることが予定されていることから、当該金銭の額については、本公開買付価格と同様の考え方により、公正性が担保された額であると考える。

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監査役全員の異議がない旨の意見

当社は、エイチ・エス証券より取得した当社株式価値算定書、柴田・鈴木・中田法律事務所から得た法的助言を踏まえつつ、本特別委員会から提出された本答申書の内容を最大限に尊重しながら、本公開買付けを含む本取引の諸条件について慎重に検討いたしました。

その結果、上記「２．会社法第180条第２項第１号及び第３号に掲げる事項についての定めの相当性に関する事項」の「（１）株式併合の目的及び理由」に記載のとおり、当社取締役会は、本公開買付けを含む本取引により当社株式を非公開化することが、株主の皆様に対して、合理的な株券等の売却の機会を提供するものであると判断し、2020年12月23日開催の取締役会において、審議及び決議に参加した当社の取締役（取締役３名全員）の全員一致で、本公開買付けに賛同の意見を表明するとともに、かつ、当社の株主の皆様に対して本

公開買付けへの応募を推奨することを決議いたしました。また、上記取締役会には、当社の監査役３名全員が出席し、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。

⑥　本公開買付けの公正性を担保する客観的状況の確保

公開買付者は、本公開買付けにおける買付け等の期間（以下「公開買付期間」といいます。）を、法令に定められた最短期間が 20 営業日であるところ、30 営業日に設定しております。公開買付期間を比較的長期に設定することにより、当社の株主の皆様に本公開買付けに対する応募について適切な判断機会を確保するとともに、当社株式について公開買付者以外の者（以下「対抗的買収提案者」といいます。）にも対抗的な買付け等を行う機会を確保し、これ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いるとのことです。

また、公開買付者は当社との間で、当社が対抗的買収提案者と接触することを禁止するような取引保護条項を含む合意等、当該対抗的買収提案者が当社との間で接触することを制限するような内容の合意を行っておりません。このように、上記公開買付期間の設定とあわせ、対抗的な買付け等の機会が確保されることにより、本公開買付けの公正性の担保に配慮しているとのことです。

３．当社において最終事業年度の末日後に生じた重要な財産の処分、重大な債務の負担その他の会社財産の状況に重要な影響を与える事象

（１）本公開買付け

上記「２．会社法第 180 条第２項第１号及び第３号に掲げる事項についての定めの相当性に関する事項」の「（１）株式併合の目的及び理由」に記載のとおり、公開買付者は、2020 年 12 月 24 日から 2021 年２月 10 日までの 30 営業日を買付け等の期間として当社株式に対する公開買付けを行いました。その結果、公開買付者は、2021 年２月 15 日（本公開買付けの決済の開始日）をもって、当社株式 108,646 株（議決権所有割合：27.28%）を所有するに至りました。

（２）自己株式の消却

当社は、2021 年２月 25 日開催の取締役開催の取締役会において、2021 年４月 27 日付で当社の自己株式 3,804 株（2021 年２月 15 日現在、当社が保有する株式の全部）を消却することを決議いたしました。なお、当該自己株式の消却は、2021 年２月 25 日付の取締役会において開催が決議された、2021 年 3 月 25 日開催の臨時株主総会において、第１号議案（株式併合の件）が原案どおり承認可決されたことを前提としており、消却後の当社の発行済株式総数は、398,196 株となります。

以上