

2020年11月27日
株式会社キリン堂ホールディングス
代表取締役社長執行役員 寺西豊彦

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、2020年11月12日付で、取締役会において、当社の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、株式の併合（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。

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に掲げる事項は以下のとおりです。

1 会社法第180条第2項各号に掲げる事項

(1) 併合の割合

当社の普通株式（以下「当社株式」といいます。）1,618,678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（効力発生日）

2021年1月8日

(3) 効力発生日における発行可能株式総数

28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に関する事項

本株式併合における併合の割合は、1,618,678株を1株に併合するものです。当社は、本株式併合は、下記「(1) 株式併合を行う目的及び理由」に記載のとおり、株式会社BCJ-48（以下「公開買付者」といいます。）が当社株式（下記「(1) 株式併合を行う目的及び理由」において定義いたします。）の全てを取得することを目的として行われるものであること、並びに下記(2)及び(3)に記載の事項に照らして、上記併合の割合は相当であると判断しております。

(1) 株式併合を行う目的及び理由

2020年9月10日付で公表いたしました「MBOの実施及び応募の推奨に関するお

知らせ」(2020年9月11日付で公表いたしました「(訂正)「MBOの実施及び応募の推奨に関するお知らせ」の一部訂正について」及び2020年9月30日付で公表いたしました「(訂正)「MBOの実施及び応募の推奨に関するお知らせ」の一部訂正について」による訂正を含みます。以下「本意見表明プレスリリース」といいます。)に記載のとおり、公開買付者は、株式会社東京証券取引所(以下「東京証券取引所」といいます。)市場第一部に上場している当社の普通株式(以下「当社株式」といいます。ただし、当社が所有する自己株式、当社の代表取締役会長である寺西忠幸氏(以下「寺西忠幸氏」といいます。)が所有する当社株式の一部(注1)並びに代表取締役社長である寺西豊彦氏(以下「寺西豊彦氏」といいます。)が所有する当社株式の全部及び寺西豊彦氏とその親族の資産管理会社である康有株式会社(以下「康有」といい、寺西豊彦氏と康有を総称して「不応募合意株主」といいます。)が所有する当社株式(以下、総称して「不応募合意株式」といいます。)の全部を除きます。)の全てを取得及び所有することを目的とし、いわゆるマネジメント・バイアウト(MBO)(注2)のための一連の取引(以下「本取引」といいます。)の一環として、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。)を実施することを決定しております。

(注1)寺西忠幸氏が所有する当社株式のうち、2020年9月10日付で寺西忠幸氏が本公開買付けに応募することを公開買付者との間で合意していた127,332株については、本公開買付けに応募され、決済されたとのこと。

(注2)「マネジメント・バイアウト(MBO)」とは、公開買付者が当社の役員との合意に基づき公開買付けを行うものであって当社の役員と利益を共通にするものである取引をいいます。

そして、当社が2020年10月27日付で公表いたしました「株式会社BCJ-48による当社株券等に対する公開買付けの結果並びに親会社及び主要株主である筆頭株主の異動に関するお知らせ」に記載のとおり、公開買付者は2020年9月11日から2020年10月26日まで本公開買付けを行い、その結果、2020年11月2日(本公開買付けの決済の開始日)をもって、当社株式7,903,331株(所有割合(注3):69.75%)を保有するに至りました。

(注3)「所有割合」とは、当社が2020年7月14日に提出した「第7期第1四半期報告書」(以下「当社四半期報告書」といいます。)に記載された2020年5月31日現在での当社の発行済株式総数(11,332,206株)から、当社が2020年7月10日に公表した「2021年2月期第1四半期決算短信〔日本基準〕(連結)」(以下「当社四半期決算短信」といいます。)に記載された2020年5月31日現在の当社が所有する自己株式数(1,229株)を控除した株式数(11,330,977株)に対する割合(小数点以下第三位を四捨五入しておりま

す。)をいいます。

本意見表明プレスリリースにてお知らせいたしましたとおり、当社のグループは、2020年11月12日現在、当社、連結子会社4社、持分法適用関連会社1社、非連結子会社1社及び持分法非適用関連会社2社の計9社（以下、総称して「当社グループ」といいます。）で構成されており、「報恩」「革新」「統合」を経営理念とし、「地域コミュニティの中核となるドラッグストアチェーン」を社会的インフラとして確立するため、「楽・美・健・快」（注4）の未来を創造することを基本方針としており、当社の前身である株式会社キリン堂（現在は当社の完全子会社）（以下、「キリン堂」といいます。）の設立以降、経営陣のリーダーシップの下、ドラッグストア市場において、関西圏を中心に高いシェア及び強固な事業基盤を築いております。

当社は、当社グループが属するドラッグストア業界及び保険調剤薬局業界においては、超高齢化社会の中、政府の方針として「国民の健康寿命の延伸」が掲げられており、地域に密着した健康情報の拠点として、ドラッグストア及び保険調剤薬局が担う役割はますます重要になると認識しているところ、当社グループが創業以来培ってきた「未病（注5）」の考え方は、今後、社会的にも重要性が増すものと認識しております。一方、ドラッグストア業界及び保険調剤薬局業界は、引き続き市場規模が拡大することが見込まれるものの、人口の減少及び業種・業態を越えた出店の激化に伴い1店舗当たりのマーケットは縮小傾向にあり、また、価格競争、業界再編の動きも強まっていると認識しております。

（注4）「楽・美・健・快」とは、より楽しく、美しく、健康で、快適な生活をいいます。

（注5）「未病」とは、病気になってから治すのではなく、健康な状態のうちに、病気にならないようにすることをいいます。

一方で寺西忠幸氏及び寺西豊彦氏は、国内ドラッグストア市場は、上記のとおり、拡大することが見込まれるものの成熟化に伴い成長が鈍化することが想定され、これまでと同様の売上、利益成長を継続するためにはより一段のシェア率の向上が必要となり、さらなる同業間でのシェア競争は激化していくとの認識を有しているとのことです。その一環として、近年は同業並びに調剤等を含めた類似業種との合従連衡や大型再編が加速化してきており、今後も地域別又は全国レベルでのシェア競争及びさらなる業界再編が進むと想定しているとのことです。その中で、当社は関西圏を中心に事業基盤を構築しているものの相対的地位は低下してきており、全国シェアではドラッグストア業界の13番手と、競合する同業他社と比較して規模・利益率の面で差を付けられている状況であるものと認識しているとのことです。

加えて、寺西忠幸氏及び寺西豊彦氏は、利益率の観点では当社は競合する同業他

社と比較して低い水準にあり、過去の中期経営計画において掲げられている売上高営業利益率3%の目標を達成できておらず、また、売上高成長率の観点でも当社は競合する同業他社と比較して低い水準にあると認識しているとのことです。

さらに、ドラッグストア業界を取り巻く競争環境は、ECプレーヤー（注6）を含めた業態の垣根を越えて激化しており、店舗フォーマット、商品カテゴリーミックス、プライベートブランド、マーケティング、物流、人事、IT含め、次世代事業モデルの構築をする必要があり、当社の売上高成長率及び利益率が、競合する同業他社と比べて低い水準にあり、ドラッグストア業界を取り巻く競争環境が激化していることに鑑みると、抜本的な構造改革と先行投資が今後必要となるものと認識しているとのことです。

（注6）「ECプレーヤー」とは、アマゾン社や楽天株式会社に代表される、インターネット上で商取引を行うプラットフォームを提供する企業をいいます。

また、寺西忠幸氏及び寺西豊彦氏は、当社は過去に、「第1次中期経営計画（2015年2月期から2017年2月期まで）」及び「第2次中期経営計画（2018年2月期から2020年2月期まで）」と続けて売上高営業利益率3%の目標を達成すべく、当社単独で経営努力を続けてきたものの、いずれも計画の達成を果たせておらず、かつ、上記のとおり、近時においては、事業環境・競争環境の変化はさらに激しさを増していることから、2019年4月上旬、上場企業として売上や利益を確保しながら構造改革を行うことには限界があると考えているとのことです。加えて、仮に、当社単独の経営努力で「第3次中期経営計画（2021年2月期から2023年2月期まで）」を達成できたとしても、ドラッグストア業界においては既に合従連衡が始まっており、ECプレーヤーの進出等も踏まえると、現在の当社の改革スピードのままでは、マーケットシェアを他社に奪われ、中長期的により厳しい状況に置かれることが予想されることから、寺西忠幸氏及び寺西豊彦氏は、当社が中長期的に関西地域を中心としたリーダー企業として、さらなるドミナントポジションを構築していくためには、既存の人事組織基盤や事業ノウハウだけでは限界があり、外部専門家の知見による支援も受けながら事業構造改革を実行する必要があるとの課題を認識するに至ったとのことです。

寺西忠幸氏及び寺西豊彦氏は、当社が第3次中期経営計画で掲げている成長のための6つの重点課題（①キリン堂公式アプリを活用した顧客戦略、②未病対策提案を軸としたヘルス&ビューティケアの強化、③作業の効率化、④お客様の「利便性」向上の売場改装、⑤処方箋取扱店舗数の拡大、⑥関西ドミナントの深耕）を解決し、競争環境が激化するドラッグストア業界で当社の成長ポテンシャルを最大限発揮するためには、継続的な既存店売上の強化や新規出店に加えてM&Aの実行の両輪からなる事業構造改革を進めることが重要であると考えているとのことです。また、

事業構造改革の具体的な施策として、店舗収益性の改善や積極的なIT投資による事業の筋肉質化、魅力ある売場・商品づくりを通じた売上成長、新店成長及び当社によるM&Aを実行しなければならないと考えているとのことです。

しかしながら、寺西忠幸氏及び寺西豊彦氏は、こうした事業構造改革についての取り組みは、中長期的に見れば大きな成長が見込まれる機会であったとしても、これらの施策が早期に当社グループの利益に貢献するものであるとは考えにくく、計画どおりに事業が展開しない事業遂行上の不確定リスクに加え、短期的には売上高・収益性が悪化することも懸念しており、上場を維持したままでこれらの施策を実施すれば、当社の株主の皆様に対して短期的に当社株式の市場価格の下落といったマイナスの影響を及ぼす可能性も否定できないとして、当社が上場を維持したままこれらの施策を実施することは難しいと考えているとのことです。

また、寺西忠幸氏及び寺西豊彦氏を含む当社経営陣の考える成長のための大胆な施策が必ずしも全ての株主からの賛同を受けるとは限らず、例えば短期的な利ざやを得ることを目的とした投資家との間で会社の戦略についての理解に相違があった場合には、様々なコミュニケーションコストが発生することが想定され、経営陣のリソースを事業運営に注力することができなくなるリスクがあると認識しているとのことです。

そこで、寺西忠幸氏及び寺西豊彦氏は、2020年5月下旬、短期的な当社グループの売上高・収益性の悪化を恐れ、事業構造改革を縮小する、又は先延ばしにすることは、当社の中長期的な競争力・収益力を弱めることに繋がる可能性があると考え、その上で、当社が短期的な業績変動に動じることなく、機動的に経営課題に対処し、長期的な視点を持って持続的な企業価値向上を実現させていくためには、当社株式を非公開化し、また機動的かつ柔軟な意思決定を可能とする安定した新しい経営体制を構築した上で、当社の従業員が一丸となって当社の事業構造改革の実行及び事業の積極展開に取り組むことが最善の手段であるとの考えに至ったとのことです。

また、寺西忠幸氏及び寺西豊彦氏は、過去に事業会社との提携について検討を行ったものの、当社のドラッグストア市場における関西圏を中心とした高いシェア及び強固な事業基盤を活かし、当社の企業価値の向上に資する具体的な施策を見出せず、当該提携は当社の企業理念・経営方針を活かすには得策ではないと考えるに至っており、他の投資ファンドとも接触の機会を持ったものの、本取引のような経営方針の一致には至らなかったとのことです。そのような中で、当社の成長のために最適な施策を検討していたところ、公開買付者を所有・運営するベインキャピタルより上場会社の非公開化を含めた様々な資本政策についての協議を行うことを打診され、2019年6月中旬から当社に関する経営施策及び最適な資本構成について意見交換及びディスカッションを重ねてきたとのことです。寺西忠幸氏及び寺西豊彦氏は、その後、本取引を実行するにあたって最適なパートナーを決定するにあたり、

ベインキャピタルを含むパートナー候補から比較・検討を行った結果、世界的に著名で日本でも非常に高い実績を有し、ドラッグストア業界を含む小売業界においても、ニューヨーク都市部を中心に展開する大手ドラッグストアチェーンであるD u a n e R e a d eやカナダの大手ドラッグストアチェーンであるS h o p p e r s D r u g M a r t、日本国内では株式会社すかいらーくや株式会社ドミノ・ピザジャパン等、複数の投資案件を実行し、当社の事業に深い知見を有するプライベートエクイティファンドであるベインキャピタルがパートナーとなることが最良の選択肢であると判断し、2020年5月下旬、当社が中長期的な視点で持続的な企業価値の向上を実現させていくためには、当社内の経営資源に限定せず、ベインキャピタルとともに当社株式を非公開化した上で、機動的かつ柔軟な意思決定を可能とする株主と経営陣が一体となった強固かつ安定した新しい経営体制を構築し、当社の従業員が一丸となって当社の成長戦略・事業構造改革の実行及び事業の積極展開に取り組むことが最善の手段であるとの認識に至り、ベインキャピタルとの間で本取引に関する協議を開始し、寺西忠幸氏及び寺西豊彦氏とベインキャピタルの当社に対する共同経営体制、本取引実施後の当社の経営の在り方・基本方針等につき協議を重ねてきたとのことです。また、ベインキャピタルと寺西忠幸氏及び寺西豊彦氏は、寺西豊彦氏、寺西廣行氏及び寺西忠幸氏が本公開買付けの終了後において公開買付け者の株式を直接又は間接的に所有することについても協議を行ったとのことです。(i)寺西豊彦氏及び寺西忠幸氏は、本公開買付け成立後も継続して当社の経営にあたる予定であり、また、企業価値向上のために共通の目標を持つため、また、(ii)寺西廣行氏は、当社の完全子会社であるキリン堂の取締役として引き続き当社を支援する意向を有しており、また、企業価値向上のために共通の目標を持つため、それぞれ本公開買付けの終了後において公開買付け者の株式を直接又は間接的に所有すること、並びに寺西豊彦氏、寺西忠幸氏及び寺西廣行氏の所有割合の合計と、ベインキャピタルの所有割合が概ね40対60となるよう再出資を行うことをベインキャピタルに要望したとのことです。ベインキャピタルとしても、当社の企業価値向上のためには寺西豊彦氏、寺西忠幸氏及び寺西廣行氏と企業価値向上のために共通の目標を持つことが重要であると考えに至り、かかる要望を受け入れることで方向性が一致するに至ったとのことです。なお、ベインキャピタルと寺西忠幸氏及び寺西豊彦氏は、上記再出資のスキームについて協議を重ねた結果、2020年9月上旬、当社を非公開化するための手続（以下「本スクイズアウト手続」といいます。）の完了後3ヶ月以内に（仮にやむを得ない事情で延期する場合も、遅滞なく）、公開買付け者を存続会社、当社を消滅会社とし、公開買付け者親会社の普通株式を合併対価とする本合併を実施し、公開買付け者が本合併の対価となる公開買付け者親会社の株式を取得するために必要となる手続を実施することについても合意することで方向性が一致するに至ったとのことです。

その結果、寺西忠幸氏、寺西豊彦氏及びベインキャピタルは、当社グループが今後中長期的にさらなる成長、企業価値向上を実現し、経営目標を達成するためには、継続的なドラッグストア事業のオーガニック成長とM&Aの実行の両輪が重要であり、これら一連の施策を同時かつ迅速に実行していくためには、社内の経営資源に限定せず、社外からの人材や経営ノウハウを活用し、短期間で着実に実行できる体制を構築することが必要であるとの考えに至ったとのことです。

上記を踏まえ、寺西忠幸氏、寺西豊彦氏及びベインキャピタルは、当社に対して、本公開買付けに関する概要及び本取引後の経営方針について、2020年6月上旬に初期的な意向を表明し、当社と本取引の実施の可能性について協議を重ねた上で、寺西忠幸氏、寺西豊彦氏及びベインキャピタルは、2020年7月16日に、当社に対して、本取引の目的、本取引後の当社に対する経営方針及び経営体制、想定ストラクチャー等を記載した本取引に関する正式な意向を表明する提案書（以下「本提案書」といいます。）を提出いたしました。

当社は、2020年6月上旬に、寺西忠幸氏、寺西豊彦氏及びベインキャピタルから、当社株式の非公開化に関し、本公開買付けに関する概要及び本取引後の経営方針について初期的な意向の表明を受けました。そして、当社は、寺西忠幸氏、寺西豊彦氏及びベインキャピタルとの間で本取引の実施の可能性について協議を重ねたところ、2020年7月16日に、寺西忠幸氏、寺西豊彦氏及びベインキャピタルから本提案書を受領したため、当該意向の内容について検討するにあたり、本公開買付け価格及びその他の本公開買付けを含む本取引の公正性を担保すべく、2020年7月17日にリーガル・アドバイザーとして弁護士法人北浜法律事務所（以下「北浜法律事務所」といいます。）を、ファイナンシャル・アドバイザーとしてデロイト トーマツ ファイナンシャルアドバイザー合同会社（以下「デロイト トーマツ ファイナンシャルアドバイザー」といいます。）を、第三者算定機関として株式会社プルータス・コンサルティング（以下「プルータス・コンサルティング」といいます。）を選任いたしました。なお、北浜法律事務所の報酬は、本取引の成否にかかわらず、稼働時間に時間単価を乗じて算出するものとされており、本取引の成立を条件とする成功報酬は含まれておりません。また、デロイト トーマツ ファイナンシャルアドバイザー及びプルータス・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のみであり、本取引の成立を条件とする成功報酬は含まれておりません。

また、2020年7月17日に本提案書に記載された本取引の提案を検討するための特別委員会（特別委員会の委員の構成及び具体的な活動内容等については、下記「(2)親会社等がある場合における当該親会社等以外の当社の株主の利益を害さないように留意した事項」の「③当社における特別委員会の設置及び答申書の取得」をご参照ください。以下「本特別委員会」といいます。）を設置いたしました。

当社は、本提案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等を踏まえ、本特別委員会により事前に確認された交渉方針や交渉上重要な局面における意見、指示、要請等に基づいた上で、北浜法律事務所、デロイト トーマツ ファイナンシャルアドバイザー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を重ねた上で本取引の妥当性について検討してまいりました。

また、本公開買付価格については、当社は、2020年8月7日に公開買付者から本公開買付価格を1株当たり3,000円とする旨の提案を受けた後、プルータス・コンサルティングから受けた当社株式の株式価値算定に係る試算結果の報告内容及び本特別委員会の意見を踏まえた上で、デロイト トーマツ ファイナンシャルアドバイザーの助言を受けながら、2020年8月14日に、公開買付者に対して本公開買付価格の再検討を要請し、公開買付者との間において、本取引の諸条件について協議・交渉を重ね、2020年8月21日に本公開買付価格を1株当たり3,150円とする旨の提案を受けました。その後、2020年8月25日、再度当社から、公開買付者に対して本公開買付価格の再検討を要請し、当社は、2020年8月までの当社の業績の状況が2020年7月10日付で公表した「業績予想の修正に関するお知らせ」において修正した連結業績予想を上回る情勢であること、また、業績予想の上方修正の可能性があることについて公開買付者に説明を行い、公開買付者より、2020年9月5日に本公開買付価格を1株当たり3,450円とする旨の提案を受けました。その後も公開買付者との間で、継続的に協議・交渉を行い、その結果、2020年9月7日に、本公開買付価格を1株当たり3,500円とする旨の提案を受けました。当社は、当該提案について、その妥当性を本特別委員会に確認するほか、プルータス・コンサルティングからさらに意見を聴取するとともに、2020年9月9日付でプルータス・コンサルティングから取得した株式価値算定書（以下「本株式価値算定書」といいます。）の内容も踏まえて慎重に検討を行い、その結果、当該価格は、市場価格から見れば相当のプレミアムが付されていると評価でき、また、下記で述べるプルータス・コンサルティングによるディスカ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の範囲内にあり、かつ中央値（DCF法による算定の基礎となる割引率について、その感応度分析において用いた数値の中央値を使用して算出された当社株式の1株当たりの株式価値。以下同じです。）を超える水準であり合理性を有することから、妥当な価格であると判断いたしました。このように、当社は公開買付者との間で、継続的に本公開買付価格の交渉を行ってまいりました。

さらに、当社は、北浜法律事務所から、本取引に関する諸手続を含む当社取締役会の意思決定の方法及び過程その他の留意点について、必要な法的助言を受けるとともに、本特別委員会から2020年9月9日付けで答申書（以下「本答申書」といいます。）

ます。)の提出を受けました。その上で、当社は、デロイト トーマツ ファイナンシャルアドバイザーから受けた財務的見地からの助言、プルータス・コンサルティングより取得した本株式価値算定書、北浜法律事務所から得た法的助言を踏まえつつ、本特別委員会から提出された本答申書の内容を最大限に尊重しながら、本取引を通じて当社の企業価値を向上させることができるか、本取引は公正な手続を通じて行われることにより少数株主の享受すべき利益が確保されるものとなっているか等の観点から慎重に協議を行いました。

当社としても、当社グループが属するドラッグストア業界及び保険調剤薬局業界においては、超高齢化社会の中、政府の方針として「国民の健康寿命の延伸」が掲げられており、地域に密着した健康情報の拠点として、ドラッグストア及び保険調剤薬局が担う役割はますます重要になると認識しているところ、当社グループが創業以来培ってきた「未病」の考え方は、今後、社会的にも重要性が増すものと認識しております。一方、ドラッグストア業界及び保険調剤薬局業界は、引き続き市場規模が拡大することが見込まれるものの、人口の減少及び業種・業態を越えた出店に伴い1店舗当たりのマーケットは縮小傾向にあり、また、価格競争、業界再編の動きも強まっていると認識しております。このような状況下において、当社を核としたM&Aの実施によりドラッグストア業界においてのさらなるシェア拡大と、それに伴う当社のブランディング戦略・マーケティング戦略の推進・強化、システム等への先行投資に伴う効率化を含めた事業構造改革の実行及び事業の積極的展開が必要不可欠であると考えております。そして公開買付者は、上記の協議・交渉の過程において、当社株式を非公開化した後は、本意見表明プレスリリースの「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」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) 本公開買付け後の経営方針」に記載のとおり、ベインキャピタルがこれまで蓄積してきた投資先に対する豊富なバリューアップノウハウを提供するとともに、M&Aを含む、各種支援を行い、当社の事業の潜在的価値の最大化を実現するための施策を推進していく予定とのことであり、特に、継続的なドラッグストア事業のオーガニック成長とM&Aの実行の両輪が重要であると考えているとのことです。具体的には、継続的なドラッグストア事業のオーガニック成長の施策としては、①事業の筋肉質化、②魅力ある売場・商品づくりを通じた売上成長、③新店成長の三つの成長施策を推進するとのことであり、また、M&Aの実行の施策としては、ベインキャピタルが培ったM&Aのノウハウを活用して、業界再編が加速化することが見込まれるドラッグストア業界において、当社が積極的にM&Aを仕掛け、当社が核となるM&Aを実現することを想定しているとのことです。公開買付者が、これらの意向を当社に対して提示したところ、当社としても、ベインキャピタルが考えるこのような方針・施策は、当社

が目指す方向性と近いものであり、また、当社グループが創業以来培ってきた「未病」の考えを経営に活かしつつ地域に密着した事業運営を行うには競合他社との経営統合ではなく、ベインキャピタルと協働し、ベインキャピタルが有する高度な経営ノウハウを活用することが、当社の中長期的な企業価値向上にもより資するものと判断いたしました。なお、当社としても、寺西忠幸氏及び寺西豊彦氏を中心に、過去に事業会社との提携を検討したことがあるものの、当社の企業理念・経営方針と一致しなかったため、当該提携には至っておらず、また、他の投資ファンドとも接触の機会を持ったものの、本取引のような経営方針の一致に至っていないと認識しております。

また、当社としてもM&A、システム等への先行投資を含めた事業構造改革の実行及び事業の積極的展開が必要となる一方で、これらの取り組みは、今後の収益に不確実性を伴うものであるため、短期的には、売上高・収益性の低下、キャッシュ・フローの悪化、有利子負債の増加等による財務状況の悪化を招来するリスクがあり、その結果、当社の株価の下落を招き、当社の株主の皆様が短期的には悪影響を被る可能性を否定できないものと考えております。

そのため、当社も、株主の皆様に対して短期的な悪影響を被ることなく株式を売却できる機会を提供するとともに、当社株式を非公開化することで、短期的な株式市場からの評価にとらわれず、かつ、機動的な意思決定を可能とする経営体制を構築し、経営の柔軟性を向上させ、ベインキャピタルによる経営支援を最大限活用することが、当社の企業価値向上を実現する最良の選択であると判断いたしました。

また、2020年2月頃より、新型コロナウイルスの感染拡大防止のため、国や地方自治体からイベント・外出等の自粛の要請がなされ、これに伴い日本の株式市場が全体として不安定な値動きとなっているところ、当社の運営するドラッグストア事業においては、衛生面の意識の高まりに伴う衛生関連商品の需要増、緊急事態宣言発令に伴う在宅率の向上による食品の需要増、特売を自粛し定価販売を行うことによる利益の増加等、当社の業績のうち、2021年2月期第1四半期の業績については、緊急事態宣言発令に伴う非常事態の中で新型コロナウイルス関連商材の需要が高まったことによる影響が大きく、また、2021年2月期第2四半期についても、7月上旬から関西地域における新型コロナウイルス感染者数が急激に増加したことを受け、関連商材の需要が継続したこと、及び8月からの猛暑により飲料や殺虫剤等の季節商材が好調だったことが主な要因となっており、いずれも時限的なものである可能性が高いと考えております。2021年2月期下半期においては、猛暑が緩和されていくにつれて季節商材の需要も低下していくと考えられ、また、他業態において、新型コロナウイルス関連商材の販売単価が低下し始めていることから、今後、市場環境・競争環境は激化していくとの見通しを有しており、これらの観点からも速やかに事業構造改革を実施することが必要であると考えております。

なお、当社株式の非公開化を行った場合には、資本市場からのエクイティ・ファイナンスによる資金調達を行うことができなくなり、また、上場会社として当社が享受してきた社会的な信用力及び知名度の向上による優れた人材の確保及び取引先の拡大等に影響を及ぼす可能性が考えられます。

しかしながら、当社グループの現在の財務状況や昨今の間接金融における低金利環境等に鑑みると、今後数年間においてはエクイティ・ファイナンスの活用による大規模な資金調達の必要性は見込まれず、近時の上場維持コストの上昇を踏まえると、今後も継続して株式の上場を維持することの意義を見出しにくい状況にあります。加えて、当社グループの社会的な信用力及び知名度の向上による優れた人材の確保及び取引先の拡大等は事業活動を通じて獲得される部分がより大きくなっており、株式の上場を維持する必要性は相対的に減少しているものと考えられます。したがって、当社取締役会は、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により当社株式を非公開化することが、当社グループの企業価値の向上に資するものであると判断いたしました。

また、本公開買付価格（3,500円）が（i）下記「（2）親会社等がある場合における当該親会社等以外の当社の株主の利益を害さないように留意した事項」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」に記載されているプルータス・コンサルティングによる当社株式価値の算定結果のうち、市場株価法に基づく算定結果のレンジの上限額を上回るとともに、類似会社比較法による算定結果のレンジの範囲内にあり、さらに、DCF法による算定結果のレンジの範囲内にあり、かつ中央値を超える水準であること、（ii）本公開買付けの公表日の前営業日である2020年9月9日の東京証券取引所市場第一部における当社株式の終値2,512円に対して、39.33%（小数点以下第三位を四捨五入。以下、株価に対するプレミアムの数値（%）において同じとします。）、2020年9月9日までの過去1ヶ月の終値単純平均値2,736円（小数点以下四捨五入。以下、終値単純平均値の計算において同じとします。）に対して27.92%、過去3ヶ月間の終値単純平均値2,633円に対して32.93%、過去6ヶ月間の終値単純平均値2,282円に対して53.37%のプレミアムをそれぞれ加えた価格であり、近時の他の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いうことができ、（iii）下記「（2）親会社等がある場合における当該親会社等以外の当社の株主の利益を害さないように留意した事項」に記載の利益相反を回避するための措置等、少数株主の利益への配慮がなされていると認められること、（iv）上記利益相反を解消するための措置が採られた上で、当社と公開買付者間で協議・交渉が複数回行われ、より具体的にはプルータス・コンサルティングによる当社株式の株式価値に係る算定

結果の内容や、本特別委員会との協議、デロイト トーマツ ファイナンシャルアドバイザーから受けた財務的見地からの助言、北浜法律事務所から受けた法的助言等を踏まえながら、真摯かつ継続的に協議・交渉が行われた上で決定された価格であること、(v) 本特別委員会の要請により、本公開買付価格に関する価格提案の有意な引き上げが実現されていること等を踏まえ、当社取締役会は、本取引について、本公開買付けを含む本取引により当社の企業価値が向上すると見込まれるとともに、本公開買付価格及び本公開買付けに係るその他の諸条件は当社の株主の皆様にとって妥当であり、本公開買付けは、当社の株主の皆様に対して、合理的な株式の売却の機会を提供するものであると判断いたしました。

以上より、当社は 2020 年 9 月 10 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（寺西忠幸氏及び寺西豊彦氏を除く全ての取締役である取締役 5 名）の全員一致で、本公開買付けに賛同の意見を表明するとともに、当社の株主の皆様に対して本公開買付けへの応募を推奨する旨の決議をいたしました。なお、上記取締役会には、当社の全ての監査役である監査役 4 名が出席し、出席した監査役はいずれも上記決議を行うことについて異議がない旨の意見を述べております。

なお、寺西忠幸氏及び寺西豊彦氏は、本公開買付けの終了後において、公開買付者の株式を直接又は間接的に所有することを検討しているとのことから、本取引に関して当社との間で利益相反関係が存在するため、それぞれ、特別利害関係取締役として、上記取締役会における審議及び決議には一切参加しておらず、また、当社の立場において公開買付者との協議・交渉にも一切参加しておりません。

その後、上記のとおり本公開買付けが成立いたしました。公開買付者は、本公開買付けにより当社株式（ただし、当社が所有する自己株式及び不応募合意株式を除きます。）の全てを取得することができなかつたことから、当社は、公開買付者の要求を受け、当社の株主を公開買付者、寺西忠幸氏及び不応募合意株主のみとするため、本意見表明プレスリリースにおいてお知らせいたしましたとおり、2020 年 11 月 12 日開催の取締役会において、2020 年 12 月 16 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。）の開催を決議し、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、当社株式を非公開化するために、当社株式 1,618,678 株を 1 株に併合する本株式併合を実施することといたしたく存じます。

なお、本株式併合にあたり、寺西豊彦氏は、公開買付者との間で、本株式併合の効力発生前を効力発生時として、公開買付者の指示に従い、寺西忠幸氏及び康有との間で、当社株式についての消費貸借契約を締結し、寺西忠幸氏の所有する当社株式の全て及び康有の所有する当社株式の一部（注 7）を借り受ける（貸株料等の条件は未定とのことです。以下「本株式貸借」といいます。）ことを合意しているとのことです。また、寺西忠幸氏及び康有は、それぞれ公開買付者との間で、本株式併

合の効力発生前を効力発生時として、寺西豊彦氏との間で本株式貸借を実施することを合意しているとのことです。ただし、寺西豊彦氏、寺西忠幸氏及び康有が所有する当社株式の合計数以上の当社株式を所有する株主（公開買付者を除く。）が本株式併合の効力発生日において存在することが見込まれる場合には、寺西忠幸氏及び康有は、株式貸借契約を締結せず、本株式貸借を実行しないものとするとのことです。

（注7）公開買付者と寺西豊彦氏との間の2020年9月10日付公開買付不応募契約及び公開買付者と康有との間の2020年9月10日付公開買付不応募契約では、康有がその所有する当社株式の全部を寺西豊彦氏に貸し付けることが合意されていましたが、本公開買付けの結果を踏まえ、本株式併合により生じる1株未満の端数の合計数における端数を可及的に減らすため、2020年11月11日付で、康有がその所有する当社株式の一部を寺西豊彦氏に貸し付ける旨の変更覚書が締結されたとのことです。

（2）親会社等がある場合における当該親会社等以外の当社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、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）の一環として行われるものであり、構造的な利益相反状態が生じ得ること等を踏まえ、本公開買付け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、本公開買付け及び本株式併合を含む本取引の公正性を担保するため、以下の措置を実施いたしました。

なお、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、公開買付者、寺西豊彦氏の親族で当社の執行役員である寺西俊幸氏、寺西豊彦氏の親族である金子由起子氏、寺西忠幸氏、不応募合意株主及び寺西廣行氏（以下、総称して「公開買付関連当事者」といいます。）から独立した第三者算定機関として、プルータス・コンサルティングに対して、当社株式の株式価値の算定を依頼し、2020年9月9日に本株式価値算定書を取得いたしました。

なお、プルータス・コンサルティングは、公開買付関連当事者の関連当事者には該当せず、本公開買付けを含む本取引に関して重要な利害関係を有しておりません。また、本特別委員会は、第1回の本特別委員会において、プルータス・コ

ンサルティングの独立性に問題がないことを確認した上で、当社の第三者算定機関として承認しております。

プルータス・コンサルティングは、複数の株式価値算定手法の中から当社株式の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、当社株式の株式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市場第一部に上場しており、市場株価が存在することから市場株価法を、当社と比較的類似する事業を手がける上場会社が複数存在し、類似会社比較による株式価値の類推が可能であることから類似会社比較法を、当社の将来の事業活動の状況を算定に反映するためDCF法を用いて、当社株式の1株当たりの株式価値算定を行いました。なお、当社は、プルータス・コンサルティングから本公開買付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。

上記の各手法を用いて算定された当社株式の1株当たりの株式価値の範囲は、以下のとおりです。

市場株価法	: 2,282円～2,736円
類似会社比較法	: 3,054円～4,687円
DCF法	: 3,010円～4,038円

市場株価法では、算定基準日を2020年9月9日として、東京証券取引所市場第一部における当社株式の基準日終値2,512円、直近1ヶ月間の終値単純平均値2,736円、直近3ヶ月間の終値単純平均値2,633円及び直近6ヶ月間の終値単純平均値2,282円を基に、当社株式の1株当たりの株式価値の範囲を2,282円～2,736円と算定しております。

類似会社比較法では、当社と類似性があると判断される類似上場会社を選定した上で、事業価値に対するEBITDAの倍率、事業価値に対するEBITの倍率及び時価総額に対する純利益の倍率を用いて当社株式の株式価値を算定しております。その際、類似上場会社として、株式会社カワチ薬品、株式会社マツモトキヨシホールディングス、株式会社ココカラファイン、株式会社クリエイトSDホールディングス、サツドラホールディングス株式会社、株式会社クスリのアオキホールディングス、スギホールディングス株式会社、株式会社薬王堂ホールディングス、Genky Drug Stores株式会社及び株式会社サンドラッグを選定しております。その結果、当社株式の1株当たりの株式価値の範囲を3,054円～4,687円と算定しております。

DCF法では、当社が作成した2021年2月期から2023年2月期までの事業計画における収益予測及び投資計画、並びに一般に公開された情報等の諸要素を前

提として、当社が2021年2月期第2四半期以降に生み出すと見込まれるフリー・キャッシュ・フローを一定の割引率で現在価値に割り引いて当社の企業価値や株式価値を算定しております。その際、6.503%~8.227%の割引率を採用しております。また、継続価値の算定については、永久成長率法を採用し、0%の永久成長率を採用しております。その結果、当社株式の1株当たりの株式価値の範囲を3,010円~4,038円と算定しております。

プルータス・コンサルティングがDCF法で算定の前提とした当社財務予測の具体的な数値は以下のとおりです。なお、当該財務予測においては、前年度比較において、大幅な増減益を見込んでいる事業年度はありません。また、本取引の実行により実現することができるシナジー効果については、上場維持コストの削減効果を除き、現時点において具体的に見積もることが困難であるため、当該財務予測には加味しておりません。なお、当該財務予測についてはプルータス・コンサルティングが当社との間で複数回質疑応答を行う等してその内容を分析及び検討しており、また下記「③当社における特別委員会の設置及び答申書の取得」に記載のとおり、本特別委員会が作成経緯等の合理性について確認しております。

(単位：百万円)

	2021年2月期 (9ヶ月)	2022年2月期	2023年2月期
売上高	101,209	141,200	148,500
営業利益	2,483	3,850	4,780
E B I T D A	3,527	5,209	6,114
フリー・キャッシュ・フロー	1,092	2,353	2,520

なお、上記の財務予測は、当社が2020年4月14日に公表した「2020年2月期決算及び中期経営計画説明会」に記載の「第3次中期経営計画(2021年2月期から2023年2月期まで)」を基に、上場維持コストの削減効果、及び当社が9月10日に公表した「業績予想の修正に関するお知らせ」に記載の2021年2月期通期連結業績予想を考慮したものであります。

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、公開買付関連当事者から独立したリーガル・アドバイザーとして北浜法律事務所を選任し、同法律事務所から、本取引に関する諸手続を含む当社取締役会の意思決定の方法及び過程その他の留意点について、必要な法的助言を受けております。

なお、北浜法律事務所は、公開買付関連当事者の関連当事者には該当せず、本

公開買付けを含む本取引に関して重要な利害関係を有しておりません。また、本特別委員会は、第1回の本特別委員会において、北浜法律事務所の独立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承認しております。

③ 当社における特別委員会の設置及び答申書の取得

当社は、本取引がいわゆるマネジメント・バイアウト（MBO）の一環として行われるものであり、当社における本取引の検討において構造的な利益相反状態が生じ得ること等に鑑み、2020年7月17日開催の当社取締役会において、本取引に係る当社の意思決定に慎重を期し、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、公開買付関連当事者との間に利害関係を有しない、当社社外取締役兼独立役員である岡本由起子氏、並びに社外有識者でありM&A取引に関する知見が豊富である竹平征吾氏（弁護士、大江橋法律事務所）及び新川大祐氏（税理士・公認会計士、北斗税理士法人代表社員）の3名によって構成される本特別委員会を設置し、同委員会による答申内容を最大限尊重した意思決定を行うことを決議いたしました。竹平征吾氏及び新川大祐氏については、当社及び公開買付関連当事者との間に重要な利害関係を有しておらず、当社又は公開買付関連当事者からの独立性が認められると考えております。なお、本特別委員会の委員は設置当初から変更しておりません。また、互選により本特別委員会の委員長として岡本由起子氏を選定しております。本特別委員会の委員の報酬は、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。

当社は、本特別委員会に対し、(a) 本取引の目的の合理性（本取引が当社の企業価値の向上に資するかを含む）、(b) 本取引の条件（公開買付価格を含む）の妥当性、(c) 本取引に至る交渉過程等の手続の公正性、及び(d) 上記(a)乃至(c)を踏まえ、本取引が当社の少数株主にとって不利益でないか（以下、総称して「本諮問事項」といいます。）を諮問し、これらの点について本答申書を当社取締役会に提出することを囑託いたしました。また、併せて、当社は、本特別委員会に対し、(a) 当社の役職員から、本取引の検討及び判断に必要な情報を受領すること、及び(b) 当社取締役会が選任した外部アドバイザーを承認する（事後承認を含む）ことについての権限を付与することを、当社取締役会にて決議しております。

本特別委員会は、2020年7月17日より2020年9月9日までの間に合計9回開催され、本諮問事項についての協議及び検討を行いました。具体的には、まず、第1回の本特別委員会において、当社が選任したリーガル・アドバイザー、ファ

ファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関につき、いずれも独立性に問題がないことから、それぞれを当社のリーガル・アドバイザー、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承認し、本特別委員会としても必要に応じて専門的助言を受けることができることを確認するとともに、公開買付者との交渉過程への関与方針として、当社のファイナンシャル・アドバイザーであるデロイト トーマツ ファイナンシャルアドバイザーが当社の窓口として行うこととしつつ、本特別委員会は、当社の交渉担当者から適時に状況の報告を受け、重要な局面で意見を述べ、指示や要請を行うこと等により、取引条件に関する交渉過程に実質的に関与することができることを確認しております。その上で、本特別委員会は、当社の事業状況、事業についての見通し、市場環境、本取引に至る経緯及び本取引の目的、本取引による具体的なメリット・デメリット、本取引に替わる施策の可能性を含めての本取引を前提としない場合の企業継続に関する見通し、並びに業績・財務状況及び事業計画等について当社から説明を受けるとともに、これらに関する質疑応答を行い、事業計画のうち、基礎となる「第3次中期経営計画(2021年2月期から2023年2月期まで)」は、「第1次中期経営計画(2015年2月期から2017年2月期まで)」及び「第2次中期経営計画(2018年2月期から2020年2月期まで)」を基に当社において作成され公表された数値であることを踏まえ、その作成過程において不合理な点は見受けられず、また、事業計画において考慮された当社が2020年9月10日に公表した「業績予想の修正に関するお知らせ」に記載の2021年2月期通期連結業績予想についても、本特別委員会は、当社から、当社における足下の比較的好調な業績を踏まえて合理的に見積もられる範囲で行われた予想であるという説明を受けた上で、その作成過程において不合理な点は見受けられなかったと判断しております。さらに、本特別委員会は、公開買付者との交渉の各局面においては、当社に対して意見表明や助言を行い、また、公開買付者から、ベインキャピタルの概要、本取引を実施する目的・理由、今後の経営方針・投資計画、本取引にあたって留意した事項、本取引によって想定される具体的な影響・効果、本取引による具体的なメリット・デメリット等について説明を受けるとともに、質疑応答を行いました。さらに、本特別委員会は、デロイト トーマツ ファイナンシャルアドバイザー及び当社の交渉担当者から、本取引の条件等についての交渉経緯の説明を、プルータス・コンサルティングから当社の株式価値算定についての説明を受けるとともに、北浜法律事務所から、本取引の手続面における公正性を担保するための措置並びに本取引に係る当社取締役会の意思決定の方法及び過程その他の利益相反を回避するための措置の内容について説明を受け、これらに関しても質疑応答を行っております。

さらに、本特別委員会は市場における潜在的な買収者の有無を調査・検討する、いわゆる積極的なマーケット・チェック（本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、本公開買付けを含む本取引の公正性を担保するために実施された各種措置の内容、その他本取引における具体的な状況に鑑みて、これを実施しなくとも特段、本取引の公正性が阻害されることはない旨を判断いたしました。

また、2020年8月7日に当社が公開買付者から本公開買付価格を1株当たり3,000円とする旨の提案を受領して以降、本特別委員会は、当社と公開買付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いての報告を随時受け、その対応方針等を協議してまいりました。そして、2020年8月25日に公開買付者から本公開買付価格を1株当たり3,150円とする旨の提案を受領し、デロイト トーマツ ファイナンシャルアドバイザーから受けた近時のMBO事例におけるプレミアムに関する分析を含む財務的見地からの助言及び2020年8月までの当社の業績の状況が2020年7月10日付で公表した「業績予想の修正に関するお知らせ」において修正した連結業績予想を上回る情勢であること、また、業績予想の上方修正の可能性があることを踏まえて、その内容を審議・検討した上で、公開買付者に対して、本公開買付価格の引き上げを要請するなど、本特別委員会は、公開買付者との交渉過程に関与し、その結果、当社は、2020年9月7日、公開買付者より、本公開買付価格を1株当たり3,500円とする旨の提案を受けるに至っております。

また、本特別委員会は、当社が開示予定の本意見表明プレスリリースのドラフトについて説明を受け、北浜法律事務所の助言を受けつつ、本取引に関する充実した情報開示がなされる予定であることを確認しております。

以上の経緯で、本特別委員会は、本諮問事項について慎重に協議及び検討を重ねた結果、2020年9月9日、当社取締役会に対し、本諮問事項につき大要以下を内容とする本答申書を提出しております。

(a) 本取引の目的の合理性（本取引が当社の企業価値の向上に資するかを含む）

本特別委員会は、本取引の目的及び本取引により向上することが見込まれる当社の企業価値の具体的内容等について、当社及び公開買付者に対して質疑を行い、本意見表明プレスリリースの「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」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「(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」及び「(ii) 本公開買付け後の経営方針」、並びに「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」に記載の内容の説明を受け、その具体的な内容を確

認し、詳細な検討を実施した。

その結果、当社及び公開買付者から説明された内容に不合理な点は認められず、当社を取り巻く市場環境・経営環境、当社におけるベインキャピタルの経営支援を最大限に活用することによる事業構造改革の必要性、また当社の事業における今後の見通し等に鑑み、本取引を実施することで、各施策を迅速かつ果敢に実施することは、当社の持続的な成長を期待できるものであり、中長期的な企業価値向上に資すると認められる。

以上から、本取引の目的は合理的であると判断するに至った。

(b) 本取引の条件（公開買付価格を含む）の妥当性

(i) 当社は、公開買付関連当事者から独立した第三者算定機関であるプルータス・コンサルティングから本株式価値算定書を取得しているところ、本特別委員会は、本株式価値算定書において用いられた算定方法等について詳細な説明を受けており、本株式価値算定書によれば、当社株式の1株当たり株式価値は、市場株価法によると2,282円から2,736円、類似会社比較法によると3,054円から4,687円、DCF法によると3,010円から4,038円、とされている。本特別委員会は、プルータス・コンサルティング及び当社に対して、評価手法の選択、市場株価法における市場株価・出来高についての分析、類似会社比較法における類似会社の選定及びマルチプルとして用いた指標の選定、DCF法における算定の基礎となる当社の事業計画、当該事業計画を基礎とした財務予測、継続価値の算定方法、割引率の算定根拠、非事業資産の算定内容等に関する質疑応答を行った上で検討した結果、これらについて一般的な評価実務に照らして不合理な点は認められず、また本公開買付価格は、本株式価値算定書による市場株価法に基づく算定結果のレンジの上限額を上回るとともに、類似会社比較法による算定結果のレンジの範囲内にあり、さらにDCF法による算定結果のレンジの範囲内にあり、かつレンジの中央値を超える水準となっていることが認められ、加えて、本公開買付価格(3,500円)は、当社株式の2020年9月9日の東京証券取引所市場第一部における当社株式の終値2,512円に対し39.33%、2020年9月9日までの直近1ヶ月間の終値単純平均値2,736円に対して27.92%、直近3ヶ月間の終値単純平均値2,633円に対して32.93%、直近6ヶ月間の終値単純平均値2,282円に対して53.37%のプレミアムをそれぞれ加えた価格であって、近時の他の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。

(ii) 下記「(c) 本取引に至る交渉過程等の手続の公正性」に記載のとおり、本公開買付けを含む本取引に係る交渉過程の手続は公正であると認

められるところ、本公開買付価格は、かかる交渉の結果も踏まえて決定されたものであると認められる。

(iii) 本取引は、公開買付者と寺西忠幸氏の間で応募・不応募契約、公開買付者と不応募合意株主との間で不応募契約並びに寺西豊彦氏、寺西廣行氏、寺西忠幸氏、及びBCPE Knight Cayman, L.P.との間で株主間契約を締結することが想定されているが、これらの契約において、寺西忠幸氏、不応募合意株主又は寺西廣行氏のいずれかが、本公開買付価格よりも高い価格で当社株式を譲渡することは想定されておらず、公開買付価格の均一性に反するスキームではなく、当該スキームによって、特定の株主が不当に利益を得ることはなく、その他スキームに特殊な点は見受けられず、少数株主に不利益を及ぼすものではないと認められる。

(iv) 本公開買付けに応募しなかった少数株主は、本公開買付けの後に実施される予定の本スクイーズアウト手続において、最終的に金銭が交付されることになるところ、当該手続において交付される金銭の額については、本公開買付価格に株主が所有していた株式の数を乗じた価格と同一となるよう算定される予定であり、本スクイーズアウト手続において予定されている本株式併合は、本取引と類似の事例において採用される一般的な手法であり、いずれも少数株主が対価について異議を述べる機会も確保されていること等から、手続として合理性が認められる。

(v) 本取引の対価は金銭とされているところ、公開買付者が非上場会社であることを踏まえると、対価の種類は妥当と認められる。

上記各事情から、本特別委員会において、慎重に協議及び検討した結果、本取引の実施方法、スキーム並びに本取引により当社の少数株主に交付される対価の種類及び金額を含む本取引の取引条件は妥当であると判断するに至った。なお、当社が2020年9月10日に公表の「業績予想の修正に関するお知らせ」に記載の2021年2月期通期連結業績予想は本答申書作成時点では未公表であるため、株価には反映されていないが、本株式価値算定書によるDCF法においては考慮済であること、上記の水準のプレミアムが付されていることから、上記の結論を左右するものではないと判断した。

(c) 本取引に至る交渉過程等の手続の公正性

(i) 当社は、本取引がいわゆるMBOの一環として行われるものであり、構造的な利益相反の問題が存在することを踏まえ、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、本取引について検討するにあたっては、公開買付関連当事者から独立した第三者算定機関である

プルータス・コンサルティング及びファイナンシャル・アドバイザーであるデロイト トーマツ ファイナンシャルアドバイザー並びにリーガル・アドバイザーである北浜法律事務所から助言・意見等を得ながら、当社の企業価値向上については株主共同の利益の観点から、本公開買付けの買付条件の妥当性及び本取引の一連の手続の公正性といった点について慎重に検討及び協議を行っており、本特別委員会は、プルータス・コンサルティング、デロイト トーマツ ファイナンシャルアドバイザー及び北浜法律事務所の独立性及び専門性に問題がないことを確認し、当社の第三者算定機関、ファイナンシャル・アドバイザー及びリーガル・アドバイザーとして承認している。

(ii) 当社は、本特別委員会が事前に承認した交渉方針に従い、本公開買付け価格について、少数株主の利益保護の観点からその公正性を確保するための実質的な協議・交渉を公開買付者との間で複数回に亘って行っており、具体的には、当社はデロイト トーマツ ファイナンシャルアドバイザーを窓口として、本特別委員会が承認した回答書の提示を含む価格交渉を公開買付者のファイナンシャル・アドバイザーである野村證券株式会社を介して実施し、当社と公開買付者の交渉の結果として、1株当たり3,500円という本公開買付け価格の決定に至るまでには、本株式1株当たり3,000円とする公開買付者の当初の提案より、総額500円の3回に亘る価格引上げを引き出している。

(iii) 当社を代表して本取引を検討・交渉する取締役には、本取引に特別な利害関係を有する者は含まれておらず、その他、本取引に係る協議、検討及び交渉の過程で、公開買付関連当事者その他の本取引に特別な利害関係を有する者が当社側に不当な影響を与えたことを推認させる事実は認められない。

(iv) 寺西忠幸氏及び寺西豊彦氏は、本取引に関して当社との間で利益相反関係が存在するため、それぞれ、特別利害関係取締役として、取締役会における審議及び決議には一切参加しないこととされており、手続の公正性に疑義を与える事実関係は認められない。

(v) 本公開買付けに関しては、公開買付け期間が法令に定められた最短期間(20営業日)よりも長期である30営業日に設定される予定であるとともに、公開買付者と当社間では、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は一切行っておらず、上記公開買付け期間の設定とあわせ、対抗的な買付け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されていることに加え、本取引においては積極的なマーケット・チェックが実施されていないものの、積極的なマー

ケット・チェックについては、M&Aに対する阻害効果の懸念や情報管理の観点等の実務上の問題も指摘されており、加えて、経営者が投資ファンド等と長い時間をかけて信頼関係を醸成した上で初めてMBOの実施に踏み切ることが多いという実態等に鑑みると、積極的なマーケット・チェックを実施しなくとも特段本取引の公正性が阻害されることはないと考えられる。

(vi) 本取引において、公開買付者が設定する予定の買付予定数の下限は、5,884,000株（所有割合 51.93%）であるところ、当該下限は、「マジョリティ・オブ・マイノリティ」を設定した場合の買付予定数の下限である5,321,401株（所有割合 46.96%）を上回ることになり、マジョリティ・オブ・マイノリティの基準を満たしている。

上記各事情を踏まえ、本特別委員会において、慎重に協議及び検討した結果、本取引においては適切な公正性担保措置が講じられており、本取引に至る交渉過程等の手続は公正であると判断するに至った。

(d) 上記(a)乃至(c)を踏まえ、本取引が当社の少数株主にとって不利益でないか

上記(a)乃至(c)その他の事項を踏まえ慎重に検討した結果、本取引が当社の少数株主にとって不利益ではないと判断するに至った。

なお、当該意見は、当社取締役会が、(i) 本公開買付けに賛同の意見を表明し、かつ、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を決定すること、並びに(ii) 本公開買付け後に本株式併合の方法を用いた本スクイズアウト手続を実施することを決定することについても、少数株主にとって不利益なものでないことを認めることを含むものである。

④ 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、デロイト トーマツ ファイナンシャルアドバイザーから受けた財務的見地からの助言、ブルータス・コンサルティングより取得した本株式価値算定書、北浜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を受けた本答申書の内容を最大限に尊重しながら、本取引の諸条件について慎重に検討を行いました。

その結果、上記「(1) 株式併合を行う目的及び理由」に記載のとおり、当社取締役会は、本取引について、本公開買付けを含む本取引により当社の企業価値が向上すると見込まれるとともに、本公開買付け価格及び本公開買付けに係るその他の諸条件は当社の株主の皆様にとって妥当であり、本公開買付けは、当社の株主

の皆様に対して、合理的な株式の売却の機会を提供するものであると判断し、2020年9月10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（寺西忠幸氏及び寺西豊彦氏を除く取締役5名）の全員一致で、本公開買付けに賛同の意見を表明するとともに、当社の株主の皆様に対して本公開買付けへの応募を推奨する旨の決議をいたしました。なお、上記取締役会には、当社の監査役4名が出席し、出席した監査役はいずれも上記決議を行うことについて異議がない旨の意見を述べております。

なお、寺西忠幸氏及び寺西豊彦氏は、本公開買付けの終了後において、公開買付け者の株式を直接又は間接的に所有することを検討しているとのことから、本取引に関して当社との間で利益相反関係が存在するため、それぞれ、特別利害関係取締役として、上記取締役会における審議及び決議には一切参加しておらず、また、当社の立場において公開買付け者との協議及び交渉にも一切参加しておりません。

⑤ 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

公開買付け者は、本公開買付けにおいて、買付予定数の下限を 5,884,000 株（所有割合 51.93%）としており、応募株券等の数の合計が買付予定数の下限に満たない場合には、公開買付け者は、応募株券等の全部の買付け等を行わないと定めます。また、公開買付け者は、当社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ため、本公開買付けが成立した場合に公開買付け者が所有する当社の議決権数、寺西忠幸氏が本公開買付けに応募しないことを合意している当社株式に係る議決権数及び不応募合意株主が所有する当社の議決権数の合計が当社の議決権総数（当社が所有する自己株式を除いた総株式数（11,330,977 株）に係る議決権数である 113,309 個）の3分の2超となるように、買付予定数の下限（5,884,000 株）を設定しているとのことです。買付予定数の下限である 5,884,000 株（所有割合 51.93%）は、当社四半期報告書に記載された 2020年5月31日現在の当社の発行済株式総数（11,332,206 株）から、当社四半期決算短信に記載された 2020年5月31日現在の当社が所有する自己株式数（1,229 株）、公開買付け者との間で、公開買付け応募契約をそれぞれ締結し、それぞれが所有する当社株式の全てを本公開買付けに応募する旨を合意している、寺西豊彦氏の親族で当社の執行役員である寺西俊幸氏が所有する株式数（690,090 株）及び寺西豊彦氏の親族である金子由起子氏が所有する株式数（164,500 株）並びに、公開買付け者との間で、公開買付け応募・不応募契約を締結し、寺西忠幸氏が所有する当社株式のうち、本公開買付けに応募することを合意している株式数（127,332 株）とあわせた株式数（981,922 株）及び不応募合意株式数（1,670,098 株）を控除した株式数（8,678,957 株）の

過半数に相当する株式数（4,339,479 株、所有割合：38.30%。これは、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、すなわち、いわゆる「マジョリティ・オブ・マイノリティ（majority of minority）」に相当する数にあたります。）に、応募合意株式数（981,922 株）を加算した株式数（5,321,401 株、所有割合：46.96%）を上回るものとなるとのことです。これにより、公開買付者の利害関係者以外の当社の株主の皆様の過半数の賛同が得られない場合には、当社の少数株主の皆様の意思を重視して、本公開買付けを含む本取引を行わないこととしているとのことです。

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、当社との間で、当社が当社株式について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、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、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、本特別委員会は、市場における潜在的な買収者の有無を調査・検討する、いわゆる積極的なマーケット・チェック（本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、本公開買付けを含む本取引の公正性を担保するために実施された各種措置の内容、その他本取引における具体的な状況に鑑みて、これを実施しなくとも特段、本取引の公正性が阻害されることはない旨を判断しております。

(3) 1 株に満たない端数の処理をすることが見込まれる場合における当該処理の方法に関する事項、当該処理により株主に交付することが見込まれる金銭の額及び当該額の相当性に関する事項

上記「(1) 株式併合を行う目的及び理由」に記載のとおり、本株式併合により、公開買付者及び寺西豊彦氏以外の株主の皆様の保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（会社法（平成 17 年法律第 86 号。その後の改正を含みます。以下同じです。）第 235 条第 1 項の規定により、その合計数に 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、会社法第 235 条その他の関係法令の規定に従って

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へ交付します。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し、又は会社法第 235 条第 2 項の準用する同法第 234 条第 4 項の規定に基づき、裁判所の許可を得て当社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には、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 3,500 円を乗じた金額に相当する金銭を各株主の皆様へ交付できるような価格に設定する予定です。

上記のとおり、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 3,500 円を乗じた金額に相当する金銭を、株主の皆様へ交付することを予定しております。

本公開買付価格 (3,500 円) につきましては、(i) 上記「(2) 親会社等がある場合における当該親会社等以外の当社の株主の利益を害さないように留意した事項」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」に記載されているプルータス・コンサルティングによる当社株式価値の算定結果のうち、市場株価法に基づく算定結果のレンジの上限額を上回るとともに、類似会社比較法による算定結果のレンジの範囲内にあり、さらに、DCF 法による算定結果のレンジの範囲内にあり、かつ中央値を超える水準であること、(ii) 本公開買付けの公表日の前営業日である 2020 年 9 月 9 日の東京証券取引所市場第一部における当社株式の終値 2,512 円に対して、39.33% (小数点以下第三位を四捨五入。以下、株価に対するプレミアムの数値 (%) において同じとします。)、2020 年 9 月 9 日までの過去 1 ヶ月の終値単純平均値 2,736 円 (小数点以下四捨五入。以下、終値単純平均値の計算において同じとします。) に対して 27.92%、過去 3 ヶ月間の終値単純平均値 2,633 円に対して 32.93%、過去 6 ヶ月間の終値単純平均値 2,282 円に対して 53.37% のプレミアムをそれぞれ加えた価格であり、近時の他の 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いうことができ、(iii) 上記「(2) 親会社等がある場合における当該親会社等以外の当社の株主の利益を害さないように留意した事項」に記載の利益相反を回避するための措置等、少数株主の利益への配慮がなされていると認められること、(iv) 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協議・交渉が複数回行われ、より具体的にはプルータス・コンサルティングによる当社株式の株式価値に係る算定結果の内容や、本特別委員会との協議、デロイト トーマツ ファイナンシャルアドバイザーから受けた財務的見地からの助言、北浜法律事務所から受けた法的助言等を踏まえながら、真摯かつ継続的に協議・交渉が行われた上で決定された価格であること、(v) 本特別委員会の要請により、本公開買付価格に関する価格提案の有意な引き上げが実現されていること等を踏まえ、当社取締役会は、本取引について、本公開買付けを含む本取引により当社の企業価値

が向上すると見込まれるとともに、本公開買付価格及び本公開買付けに係るその他の諸条件は当社の株主の皆様にとって妥当であり、本公開買付けは、当社の株主の皆様に対して、合理的な株式の売却の機会を提供するものであると判断いたしました。

また、当社は2020年9月10日開催の取締役会において、本公開買付けに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、本公開買付けへの当社の株主の皆様からのご応募状況及び2020年11月12日に至るまでの当社の市場株価の推移等を踏まえ、本取引に関する諸条件について改めて慎重に検討した結果、2020年11月12日開催の取締役会において、本取引に関する判断を変更する要因はないことを確認しております。

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。

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) 株式併合を行う目的及び理由」に記載のとおり、公開買付者は、2020年9月11日から2020年10月26日までを公開買付期間とする本公開買付けを行い、その結果、2020年11月2日(本公開買付けの決済の開始日)をもって、当社株式7,903,331株(所有割合:69.75%)を保有するに至りました。

(2) 自己株式の消却

当社は、2020年11月12日開催の取締役会において、2021年1月7日付で当社の自己株式1,458株(2020年11月3日現在の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、本臨時株主総会において、本株式併合に関する議案が原案どおり承認可決されることを条件としており、消却後の当社の発行済株式総数は11,330,748株となります。

以上