

【表紙】

【提出書類】 意見表明報告書

【提出先】 関東財務局長

【提出日】 2025年 7 月15日

【報告者の名称】 株式会社ＤＤグループ

【報告者の所在地】 東京都港区芝四丁目 1 番23号 三田ＮＮビル18階

【最寄りの連絡場所】 東京都港区芝四丁目 1 番23号 三田ＮＮビル18階

【電話番号】 (03)6858 6080(代表)

【事務連絡者氏名】 専務取締役 グループ経営管理本部長 斉藤 征晃

【縦覧に供する場所】 株式会社ＤＤグループ
(東京都港区芝四丁目 1 番23号 三田ＮＮビル18階)
株式会社東京証券取引所
(東京都中央区日本橋兜町 2 番 1 号)

- (注 1) 本書中の「当社」とは、株式会社ＤＤグループをいいます。
- (注 2) 本書中の「公開買付者」とは、ＰＣＧＶＩ－１株式会社をいいます。
- (注 3) 本書中の記載において計数が四捨五入又は切捨てされている場合、合計として記載される数値は必ずしも計数の総和と一致しません。
- (注 4) 本書中の「法」とは、金融商品取引法(昭和23年法律第25号。その後の改正を含みます。)をいいます。
- (注 5) 本書中の「令」とは、金融商品取引法施行令(昭和40年政令第321号。その後の改正を含みます。)をいいます。
- (注 6) 本書中の「府令」とは、発行者以外の者による株券等の公開買付けの開示に関する内閣府令(平成 2 年大蔵省令第38号。その後の改正を含みます。)をいいます。
- (注 7) 本書中の「株券等」とは、株式等に係る権利をいいます。
- (注 8) 本書中の「営業日」とは、行政機関の休日に関する法律(昭和63年法律第91号。その後の改正を含みます。)第 1 条第 1 項各号に掲げる日を除いた日をいいます。
- (注 9) 本書中の記載において、日数又は日時の記載がある場合は、特段の記載がない限り、日本国における日数又は日時を指すものとします。
- (注10) 本書の提出に係る公開買付け(以下「本公開買付け」といいます。)は、法で定められた手続及び情報開示基準に従い実施されるものです。
- (注11) 本公開買付けは、日本で設立された会社である当社の普通株式(以下「当社株式」といいます。)を対象としています。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るものであり、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ます。以下同じです。)第13条(e)又は第14条(d)及びこれらの条項に基づく規則は、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。本書及び本書の参照書類、並びに当社の公表事項の中に含まれる財務情報は、日本の会計基準に基づいて作成されており、米国企業の財務諸表と必ずしも同等の内容ではありません。また、公開買付者及び当社は米国外で設立された法人であり、それらの役員の一部又は全部が米国外の居住者であるため、米国の証券関連法を根拠として主張し得る権利又は請求を行使することが困難となる可能性があります。また、米国の証券関連法の違反を根拠として、米国外の法人又はその役員に対して、米国外の裁判所において法的手続を開始することができない可能性があります。さらに、米国外の法人並びに当該法人の子会社及び関連者(affiliate)について米国の裁判所の管轄が認められるとは限りません。また、株主が米国外の法人並びに当該法人の子会社及び関連者に米国の裁判所の管轄に従わせることができる保証はありません。
- (注12) 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在した場合には、日本語の書類が優先するものとします。

- (注13) 本書又は本書の参照書類の記載には、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(Securities Exchange Act of 1934)第21E条で定義された「将来に関する記述」が含まれています。既知又は未知のリスク、不確実性その他の要因によって、実際の結果がこれらの将来に関する記述に明示的又は黙示的に示された内容と大きく異なる可能性があります。公開買付者又はその関連者は、これらの将来に関する記述に明示的又は黙示的に示された結果が達成されることを保証するものではありません。本書又は本書の参照書類の中の「将来に関する記述」は、本書の日付の時点で公開買付者及び当社が有する情報を基に作成されたものであり、法令で義務付けられている場合を除き、公開買付者、当社又はそれぞれの関連者は、将来の事象や状況を反映するためにその記述を変更又は修正する義務を負うものではありません。
- (注14) 公開買付者及び当社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(それらの関連者を含みます。)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規制及びその他適用ある法令上許容される範囲で、米国1934年証券取引所法(Securities Exchange Act of 1934)規則14e - 5(b)の要件に従い、当社株式を自己又は顧客の計算で、本公開買付けの開始前、又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。)中に本公開買付けによらず買付け又はそれに向けた行為を行う可能性があります。そのような買付けは市場取引を通じた市場価格、若しくは市場外での交渉で決定された価格で行われる可能性があります。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、当該買付け等を行なった者の英語ウェブサイト(又はその他の公開開示方法)により米国においても英文で開示が行われます。

1 【公開買付者の氏名又は名称及び住所又は所在地】

名称 P C G V I - 1 株式会社

所在地 東京都千代田区丸の内一丁目9番1号

2 【公開買付者が買付け等を行う株券等の種類】

普通株式

(注) 当社は、本書提出日現在において、普通株式以外にA種優先株式(以下「本優先株式」といいます。)
20,000株を発行しており、その全て(20,000株)をD B J 飲食・宿泊支援ファンド投資事業有限責任組合(以下「D B J ファンド」といいます。))が所有しております。公開買付者は、2025年7月14日付で、D B J
ファンドから、法(昭和23年法律第25号。その後の改正を含みます。))第27条の2第5項、令(昭和40年政令第321号。その後の改正を含みます。))第8条第5項第3号及び府令(平成2年大蔵省令第38号。その後の改正を含みます。))第5条第3項第2号の規定に従い、本優先株式の全てを本公開買付けにおける買付け等をする株券の対象としないことにつき、同意する旨の書面(以下「本同意書」といいます。))を取得しているとのことです。

3 【当該公開買付けに関する意見の内容、根拠及び理由】

(1) 意見の内容

当社は、2025年7月14日開催の取締役会において、下記「(2) 意見の根拠及び理由」に記載の根拠及び理由に基づき、本公開買付けについて賛同の意見を表明するとともに、当社の株主の皆様に対して、本公開買付けへの応募を推奨することを決議いたしました。

なお、上記の取締役会決議は、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「 当社における利害関係を有しない取締役(監査等委員を含む。))全員の承認」に記載の方法により決議されております。

(2) 意見の根拠及び理由

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

本公開買付けの概要

公開買付者は、本公開買付けを通じて当社株式の全て(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。))、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。))を取得及び所有し、当社株式を非公開化することを主たる目的として、2025年6月13日付で設立された株式会社であり、本書提出日現在においてその発行済株式の全てをボラリス・キャピタル・グループ株式会社(以下「ボラリス」といいます。))が所有しているとのことです。なお、本書提出日現在、公開買付者及びボラリスは、当社株式を所有していないとのことです。

ボラリスは、2004年9月に設立されたプライベート・エクイティ・ファンド運営会社であり、6度に亘る国内外資金調達により累計額にして約5,000億円の投資ファンドを設立し、「日本の活性化」に資する「創業者精神の回帰」と「ビジネスモデルイノベーションの促進」を投資テーマとして掲げ、スペースバリューホールディングス株式会社、株式会社エクラシアHD、ソーシャルインクルー株式会社、株式会社宣伝会議及び株式会社マスメディアン、ウェルビー株式会社、オリンパステルモパイオマテリアル株式会社及びF H O r t h o S A S、ストックマーク株式会社、物産フードサイエンス株式会社等、20年間で累計43件の投資実績を有しているとのことです。

今般、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。))プライム市場に上場している当社株式の全て(但し、本譲渡制限付株式、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。))を取得することにより、当社株式を非公開化することを前提として行われる一連の取引(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。

公開買付者は、本公開買付けに関連して、当社の代表取締役社長かつ筆頭株主である松村厚久氏(所有株式数：4,998,403株、所有割合(注1)：27.59%、以下「松村氏」といいます。))との間で、2025年7月14日付で、株式譲渡契約(以下「本株式譲渡契約」といいます。))及び応募契約(以下「本応募契約」といいます。))を締結しているとのことです。本株式譲渡契約において、本スクイズアウト手続(以下に定義します。以下同じです。))後、松村氏が議決権の全てを所有し当社の第二位株主である株式会社松村屋(所有株式数：1,488,000株、所有割合：8.21%、以下「松村屋」といいます。))の普通株式(以下「松村屋株式」といいます。))の全てを公開買付者に譲渡すること(以下「本株式譲渡」といいます。))を合意しているとのことです。また、本株式譲渡に先立ち松村屋を当社株式のみを所有し、松村氏からの借入債務のみを負う会社とするため、本株式譲渡契約に基づき、本株式譲渡を実行するための前提条件として、本株式譲渡前までに、()松村屋を当社株式のみを所有し、松村氏からの借入債務のみを負う新設分割会社とし、その余の資産、負債並びに契約上の地位及びこれに付随する権利義務を新設分割設立会社(以下「新・松村屋」といいます。))に承継する新設分割手続(以下「本新設分割」といいます。))を行うこと、()松村屋が所有することとなる新・松村屋の株式を松村氏に現物分配すること(以下「本現物分配」といいます。))を規定しているとのことです。なお、本株式譲渡における松村屋株式の譲渡価額が、()松村屋が所有する当社株式(1,488,000株)に本公開買付けにおける当社株式1株当たりの買付け等の価格(以下「本公開買付価格」といいます。))(1株につき1,700円)を乗じた金額(2,529,600,000円)から、()本株式譲渡の実行日において松村屋が負担する一切の債務を控除し、()本株式譲渡の実行日における松村屋の資産の額を加算した額と設定される場合には、松村屋が当社株式の所有・管理を目的とする資産管理会社であることを踏まえると、松村屋株式の譲渡価額は、松村屋がその所有する当社株式を本公開買付けに応募した場合の対価と実質的に異ならず、経済的な合理性が認められるだけでなく、法第27条の2第3項及び令第8条第3項に定める公開買付価格の均一性に反せず、法律上も許容されると判断したことから、公開買付者及び松村氏は、本株式譲渡契約を締結しているとのことです。本株式譲渡の具体的な時期については、本スクイズアウト手続後を予定しておりますが、その詳細は未定であり、今後、松村氏と協議の上、検討する予定とのことです。また、本株式譲渡後、公開買付者を吸収合併存続会社、松村屋を吸収合併消滅会社とする吸収合併を実施することを予定しているとのことです。本応募契約において松村氏は、()その所有する当社株式(4,998,403株、所有割合：27.59%)のうち当社の譲渡制限付株式報酬制度に基づき松村氏が所有する当社の譲渡制限付株式(4,503株)を除く4,993,900株について本公開買付けに応募すること、()本公開買付けにより公開買付者が当社株式の全て(但し、本譲渡制限付株式、当社が所有する自己株式及び本応募合意株式を除きます。))を取得できなかった場合、本公開買付けの成立後に、本スクイズアウト手続を実施するために必要な協力を行うことを合意しているとのことです。また、本取引成立後、第三者割当の方法により松村氏が公開買付者に対してその発行済株式総数の5.00%程度に相当する出資(以下「本再出資」といいます。))を行う旨の契約(以下「本再出資契約」といいます。))を締結しているとのことです。加えて、公開買付者は、松村氏との間で、本取引後の当社の運営並びに当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。また、公開買付者は、松村屋との間で、2025年7月14日付で本応募契約(以下「本不応募契約」といいます。))を締結し、松村屋が所有する当社株式の全て(1,488,000株(以下「不応募合意株式」といいます。))、所有割合：8.21%)について本公開買付けに応募しない旨の合意をしているとのことです。なお、本再出資における公開買付者の普通株式1株当たりの発行価格は当社株式の評価額を前提として決定され、当該当社株式の評価額は、本公開買付価格と同一の価格である1株当たり1,700円とする予定であり、当該評価額より低い価額を前提として、本再出資における公開買付者の普通株式1株当たりの発行価格が決定されることはないとのことです。また、本再出資は、松村氏が本取引後も継続して当社の代表取締役として経営にあたる予定であることから実施されるものであり、松村氏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。公開買付者は、DBJファンドから、2025年7月14日付で本同意書を取得し、法第27条の2第5項、令第8条第5項第3号及び府令第5条第3項第2号の規定に従い、本優先株式の全てを本公開買付けにおける買付け等をする株券の対象としないことにつき、同意を取得しているとのことです。また、2025年7月7日に当社よりDBJファンドに対して、本公開買付けが成立した場合において、2025年9月3日を強制償還日として、金銭を対価に本優先株式を取得する旨の差入書(以下「本差入書」といいます。))を提出するとともに、本公開買付けが成立した場合に当社の株主が変更することや本スクイズアウト手続を実施することを含めた本取引の実行につき承諾を依頼したところ、2025年7月14日、当社は、DBJファンドより、かかる依頼に対し承諾する旨の同意書を受領しており、当社は、本公開買付けが成立した場合には、本差入書記載のとおり、当社定款第11条の6に基づき、2025年9月3日を強制償還日として、本優先株式の全部を取得することを予定しております。

本株式譲渡契約、本応募契約、本再出資契約、本株主間契約、本不応募契約、本同意書の詳細については、下記「(7) 公開買付者と当社の株主との間における本公開買付けへの応募その他の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7月14日に公表した「2026年2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5月31日現在の当社の発行済株式数(18,455,019株)から、同日現在の当社が所有する自己株式数(338,833株)を控除した株式数(18,116,186株)に占める割合をいいます。小数点以下第三位を四捨五入しております。以下所有割合の記載について同じです。

以上より、本再出資により、松村氏が5.00%の議決権割合に相当する公開買付者の普通株式を取得することを予定しているとともに、本取引後も継続して当社の経営に当たることを予定しており、松村氏及び公開買付者の合意に基づいて本公開買付けを行うものであるため、本取引は、いわゆるマネジメント・バイアウト(MBO)(注2)に該当するとのことです。

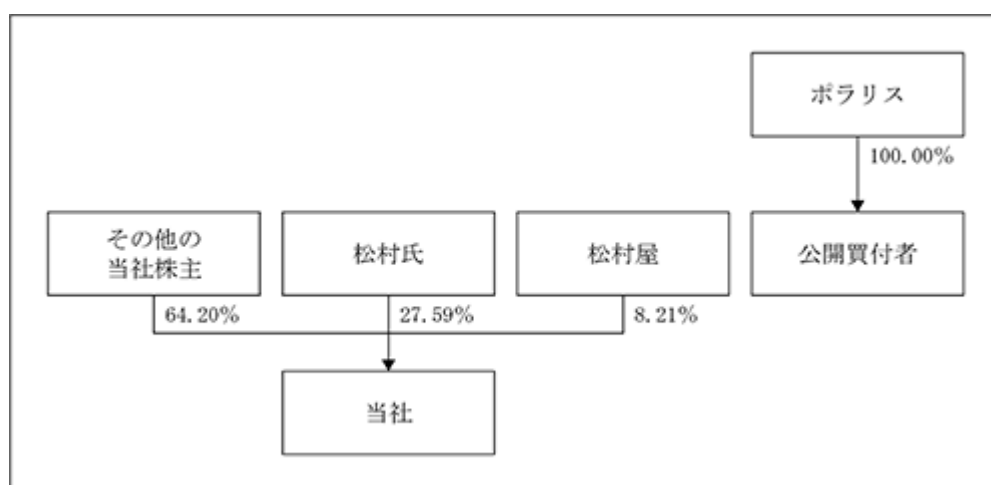
(注2) 「マネジメント・バイアウト(MBO)」とは、公開買付者が当社の役員である公開買付け(公開買付者が当社の役員の依頼に基づき公開買付けを行う者であって当社の役員と利益を共通にする者である公開買付けを含みます。))をいいます(東京証券取引所有価証券上場規程第441条参照)。

公開買付者は、本公開買付けにおいて10,813,295株(所有割合:59.69%)を買付予定数の下限として設定しており、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。))の総数が買付予定数の下限(10,813,295株)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(但し、本譲渡制限付株式、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。))を取得することにより、当社の非公開化を目的としていることから、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(10,813,295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(10,813,295株)については、下記「(4) 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、当社の株主を公開買付者及び松村屋のみとするための一連の手続(以下「本スクイズアウト手続」といいます。))を実施するために必要な当社株式の併合(以下「株式併合」といいます。))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から、本取引の実施を確実に遂行すべく、当社決算短信に記載された2025年5月31日現在の当社の発行済株式数(18,455,019株)から、同日現在の当社が所有する自己株式数(338,833株)を控除した株式数(18,116,186株)から、本書提出日現在の松村氏が所有する当社株式(4,998,403株)及び不応募合意株式数(1,488,000株)を控除した株式数(11,629,783株)の過半数となる株式数(5,814,892株)に、松村氏が所有する当社株式(4,998,403株)を加算した株式数(10,813,295株)としているとのことです。公開買付者及び松村氏と利害関係を有しない当社の株主からその株式数の過半数、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)」(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「マジョリティ・オブ・マイノリティ(Majority of Minority)を満たす買付予定数の下限の設定」に定義します。以下同じです。))に相当する数の同意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ものとなっているとのことです。本公開買付けにより当社株式の全て(但し、本譲渡制限付株式、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。))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、下記「(4) 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、当社の株主を公開買付者及び松村屋のみとし、当社を非公開化するための本スクイ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。また、公開買付者は、本スクイズアウト手続の完了後、当社との間で吸収合併(以下「本合併」といいます。))を実施する可能性があります。が、本書提出日現在、本合併を行うか否か、実施時期、及び公開買付者又は当社のいずれを吸収合併存続会社とするか等の詳細については未定とのことです。

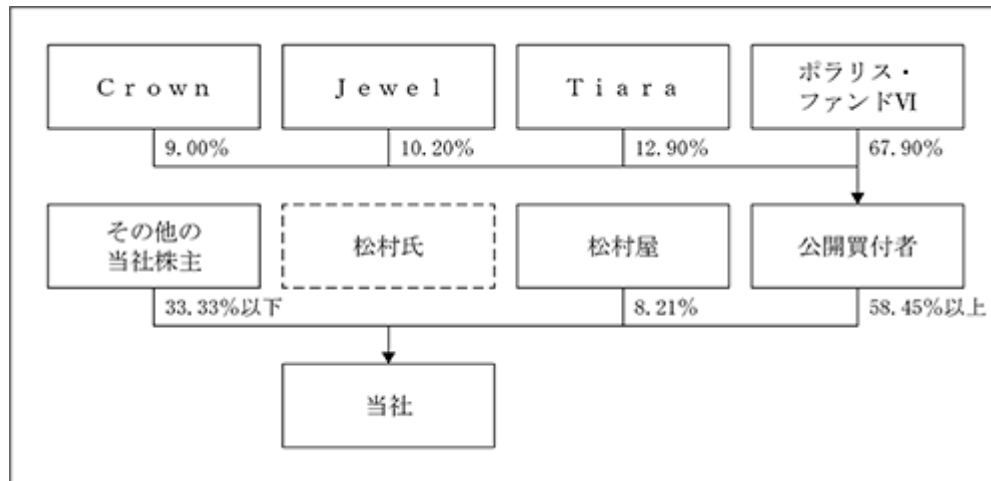
本公開買付けが成立した場合、本公開買付けの成立後、決済の開始日の2営業日前までに、ポラリスは、当該時点において所有する公開買付者の全ての普通株式をポラリス・ファンドV Iに譲渡し、公開買付者は、ポラリスが無限責任組合員を務めるポラリス第六号投資事業有限責任組合(以下「ポラリス・ファンドV I」といいます。)から出資を受ける予定とのことです。また、公開買付者は、ポラリスの完全子会社から投資機会に係る情報提供等を受けるCrown CG Private Equity Fund 2024, L.P.(以下「C r o w n」といいます。)、Jewel CG Private Equity Fund 2024, L.P.(以下「J e w e l」といいます。)、Tiara CG Private Equity Fund 2024, L.P.(以下「T i a r a」といいます。)からの出資、並びに、株式会社三井住友銀行(以下「三井住友銀行」といいます。)、トラスト・キャピタル・メザニン2022投資事業組合(以下「トラスト・キャピタル・メザニン」といいます。)、及び、NECキャピタルソリューション株式会社(以下「NECキャピタルソリューション」といいます。)からの借入れを受け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、本公開買付けの成立を条件として、本公開買付けの決済の開始日の2営業日前までに、ポラリス・ファンドV I、C r o w n、J e w e l、T i a r aから、それぞれ、13,611,594,985円、1,797,957,380円、2,031,691,839円、2,571,079,053円を上限として出資を受けるとともに、決済の開始日の1営業日前までに三井住友銀行、トラスト・キャピタル・メザニン、NECキャピタルソリューションから、それぞれ、総額20,650,000千円、3,000,000千円、2,000,000千円を上限として借入れ(以下、これらの借入れを総称して「本買収ローン」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。本買収ローンに係る融資条件の詳細は、三井住友銀行、トラスト・キャピタル・メザニン及びNECキャピタルソリューションとそれぞれ別途協議の上、本買収ローンに係る各融資契約において定めることとされておりますが、同契約では、公開買付者が本取引により取得する当社株式が担保に供されるほか、本スクイズアウト手続の完了後は、当社の一定の資産等に担保が設定されること、及び当社が公開買付者の連帯保証人になることが予定されているとのことです。

なお、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のことです。

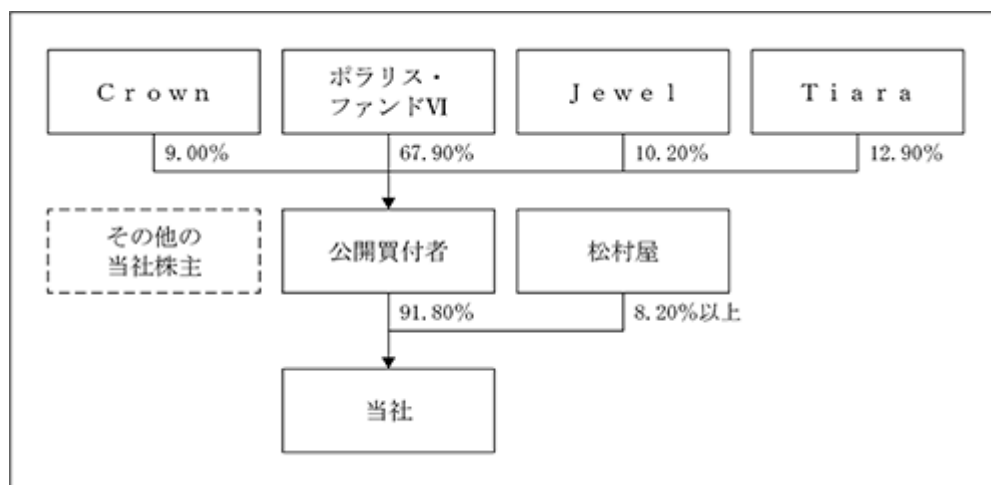
() 本公開買付けの実施前



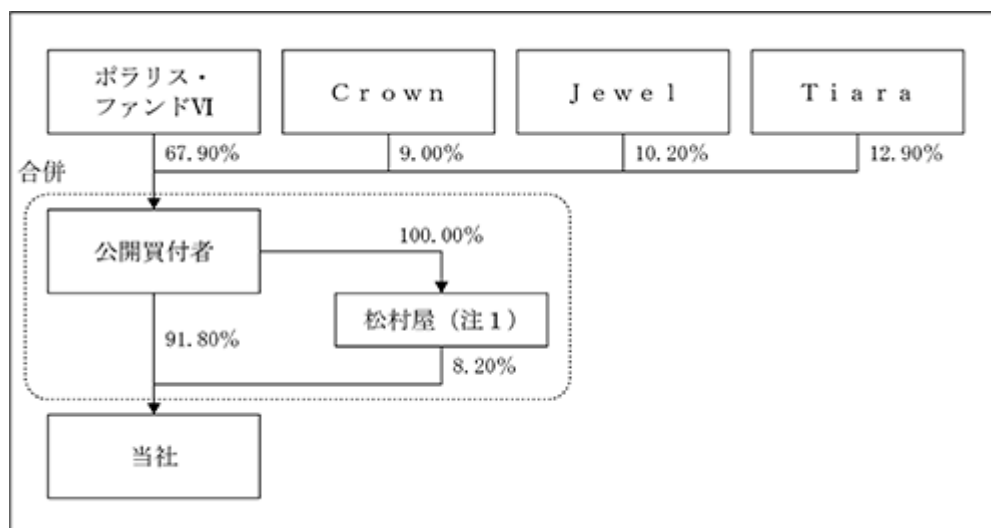
() 本公開買付けの成立後(予定時期：2025年9月上旬)



() 本スクイズアウト手続後(予定時期：2025年11月下旬)

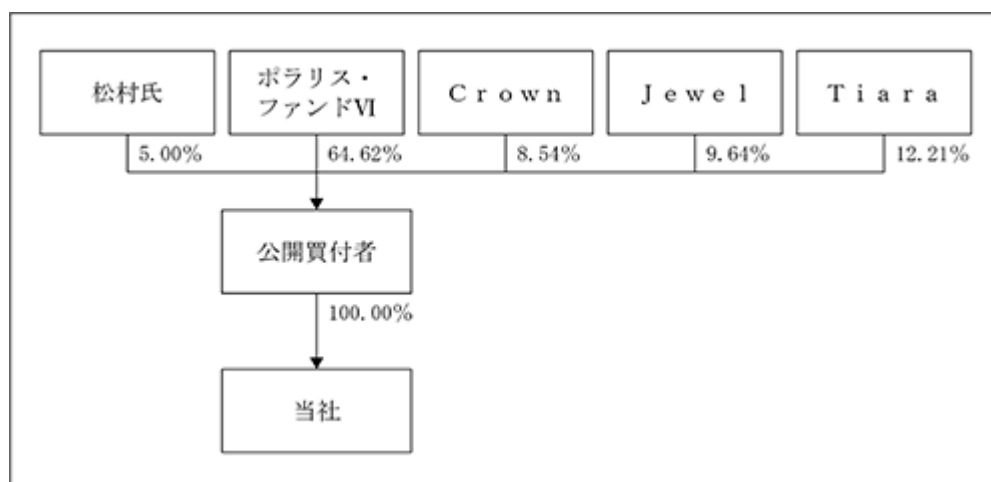


() 本株式譲渡後(予定時期：2025年11月下旬)



(注1) 本株式譲渡の実行日までに、「松村屋」は、本新設分割により、当社株式のみを所有し、松村氏からの借入債務のみを負う新設分割会社となり、その余の資産、負債並びに契約上の地位及びこれに付随する権利義務は新設分割設立会社である新・松村屋に承継される予定とのことです。また、松村屋が所有することとなる新・松村屋の株式を松村氏に対して配当財産として交付する本現物分配もあわせて行う予定とのことです。

() 本再出資後(予定時期：2025年11月下旬)



当社は、2025年7月14日開催の当社取締役会において、本公開買付けに賛同の意見を表明するとともに、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を決議いたしました。また、上記取締役会決議は、公開買付者が本公開買付け及びその後の一連の手続きを経て、当社を公開買付者の完全子会社と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ました。

なお、当社取締役会の意思決定過程の詳細については、当社プレスリリース及び下記「(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「当社における利害関係を有しない取締役(監査等委員を含む。)全員の承認」をご参照ください。

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

当社は、1996年3月に有限会社エイアンドワイビューティサプライとして創業いたしました。2001年6月に東京都中央区銀座に「VAMP I R E C A F E」を開店し、飲食店経営を開始して以来、「わらやき屋」や「今井屋」などのブランドなどを展開してきました。2002年12月には有限会社から株式会社への組織変更とともに社名を株式会社ダイヤモンドダイニングに変更し、2007年3月に株式会社大阪証券取引所(以下「大阪証券取引所」といいます。)ニッポン・ニュー・マーケットヘラクレス市場(現・東京証券取引所グロース市場)に上場をいたしました。その後、2010年10月に東京証券取引所(旧)J A S D A Q市場、大阪証券取引所ヘラクレス市場及び同取引所N E O市場の統合による市場区分変更により東京証券取引所(新)J A S D A Qスタンダード市場へ移行され、2014年11月には東京証券取引所(新)J A S D A Qスタンダード市場から同取引所市場第二部へ市場変更、2015年7月には東京証券取引所市場第一部銘柄に指定され、2017年9月には持株会社体制へ組織再編を実施、株式会社D Dホールディングスへと商号変更し、2022年4月の東京証券取引所の市場区分の見直しにより、東京証券取引所市場第一部からプライム市場に移行し、その後、2023年6月に株式会社D Dグループへと商号変更し、本書提出日現在、東京証券取引所プライム市場に株式を上場しております。

本書提出日現在、当社並びにその連結子会社10社、非連結子会社1社、持分法適用会社1社及び持分法非適用会社1社の計14社で構成される企業グループ(以下「当社グループ」といいます。)は、「飲食・アミューズメント事業」及び「ホテル・不動産事業」という2つの中核事業を有し、お客様の嗜好の多様化に対応する事業を展開しております。

具体的には、「飲食・アミューズメント事業」の飲食事業においては、従来の飲食店とは一味違った「非日常性」と「食への熱狂的なこだわり」を基本コンセプトとしたレストラン・居酒屋及びカフェ等を自社グループで業態開発を行い、複数ブランド展開の強みを活かした“ドミナント戦略(集中出店)”のもと国内都心部及び国内主要都市を中心に直営にて展開し、ウェディング施設の運営など、出店立地に応じた業態を開発しお客様のニーズに対応することで、持続的かつ安定した事業拡大を実施していると認識しております。アミューズメント事業においては、高級感のあるビリヤード、ダーツ、カラオケ、シミュレーションゴルフ、複合カフェ等の店舗展開を主に「B A G U S」ブランドにて運営し、少数の業態やブランドを多店舗展開する他社との間で、ビジネスモデル上の圧倒的な差別化を行い、お客様から支持されるブランドによる事業展開を行っていることを認識しております。また、「ホテル・不動産事業」においては、神奈川県において「8 H O T E L」「3 S H O T E L」「K A M A K U R A H O T E L」ブランドのホテル運営のほか、貸コンテナ、戸建て不動産販売、シェアハウス等の複数の事業を展開し、湘南の感度の高いビーチカルチャーをベースとした、人々の暮らしにかかわる事業を展開し、着実に成長を続けていることを認識しております。

さらに、当社は、2008年6月の株式会社サンプールの連結子会社化を皮切りに、M & Aや子会社の設立を通じた事業拡大も行い、2010年には、マルチコンセプト戦略(注1)により100店舗100業態を達成しております。

このように、当社グループは、「お客様歓喜」を経営理念とし、少子高齢化や人口減に加え、ライフスタイルや消費者の嗜好の変化、デジタルテクノロジーの進化など、消費者の行動やニーズをはじめとする社会の変容を捉え、中長期的なパラダイム変化の兆候を意識した上での戦略構築を実現してきたと考えております。

2023年4月には「新連結中期経営計画(2024年2月期～2026年2月期)」(以下「新連結中期経営計画」といいます。)を発表し、連結売上高400億円、連結営業利益28億円(注2)、R O E(自己資本当期純利益率)20%以上等を2026年2月期の財務目標として掲げているほか、更なる企業価値・株主価値向上のため、グループ経営ビジョンを“創造的であり革新的であるブランドを創出する「ブランドカンパニー」へ”と変更し、本書提出日現在に至るまで、全てのステークホルダーに対して「熱狂的な歓喜」を呼び起こすための事業ポートフォリオの構築を目指しています。

(注1) 「マルチコンセプト戦略」とは、同一コンセプトの業態を多店舗展開するビジネスモデルではなく、異なるコンセプトの業態の出店に重きを置く、個店主義の戦略をいいます。

(注2) 2024年4月19日に、2024年2月期の業績及び2025年2月期の連結通期業績予想を踏まえ、新連結中期経営計画の営業利益を28億円から40億円に引き上げる等、新連結中期経営計画の計数目標を補正しております。

当社グループを取り巻く経営環境として、2020年以降当社グループの中核事業に大きな悪影響を与えた新型コロナウイルス感染拡大に伴う需要の減少については、緩やかな回復基調で推移しているものと認識しております。一方で、ウクライナ危機による世界的な資源価格の高騰、日米金利差拡大を背景とした歴史的な円安の進行に伴う原材料やエネルギー価格の値上げ圧力等に伴い、人件費、食材費、光熱費、建設資材費等の高止まりが続く中で、コストの抑制は一層重要な経営課題となっております。また、人口減少・少子高齢化や、コロナ禍をきっかけとした行動変容の加速、デジタル技術の急速な進捗等の消費者のライフスタイル・価値観の変容に伴う市場の縮小は、今後の事業環境に厳しい影響を及ぼすことが予想され、同業他社との競争もより一層熾烈なものとなっていると認識しております。また、人口減少・少子高齢化に伴う生産年齢人口の減少は、外食産業における慢性的な人手不足にもつながっており、喫緊の課題として認識しております。

さらに、内部環境に起因する経営課題としては、不採算事業や店舗からの効率的な撤退、限られた経営資源(ヒト・モノ・カネ・情報)の各事業への最適配分、店舗運営型の飲食事業への高い依存からの脱却等が挙げられると認識しております。また、店舗におけるＱＲコードを利用した注文方法の普及や経理システムによる店舗の横断的な業績管理などのデジタルツールの導入等のＤＸ化の推進、マネージャーとして店舗運営を担う能力を有する人材の採用・育成など、店舗運営における経営課題への対応等も求められていると考えております。

上記の経営環境を踏まえ、当社グループは、不採算店舗の閉鎖や新規出店、業態変更、バックオフィスの抜本的な改革、飲食店における共同仕入れサービスを提供する当社の子会社である株式会社ＤＤプラスによる同業他社との共同仕入れの推進等を実施し、経営の効率化に取り組んでおります。

もっとも、上記のとおり、当社グループを取り巻く経営環境が厳しさを増す中、当社グループにおいては、成長性の高い事業や収益性が高く、投資利回りが高い事業への投資が十分に行われているか、あるいは、改革が必要な事業に対して適切なリソースが投入されているかなど、経営資源の最適な配分についての検証が必ずしも十分ではなく、成長性が不明又は利益率が社内基準よりも下回った場合でも投資を実行する事例が散見されており、コーポレート・ガバナンス体制の再構築の必要性が生じていると考えております。また、ＤＸ化の推進等の経営課題については、専門的な知識を有する人材が不足しており、専門的な知見や効果的なソリューションを提案できる人材の獲得及び取引先の探索が急務であると考えております。

当社は、2025年4月中旬、今後の事業展開を見据えていくにあたり、当社としては新規事業・業態開発、物件開発、マーケティング等の領域の強化、また新型コロナウイルス感染拡大の影響により撤退を余儀なくされた海外事業への再挑戦やＤＸ化の推進による経営効率の向上等の主要な成長施策の実現が不可欠であるとの認識に至りました。また、当社は、2025年4月中旬、上記の各事項を実現していくためには、株式市場における短期的な業績に対する期待に左右されることなく大胆な経営改革を行う必要があり、当社株式を非公開化することも選択肢として検討すべきであるとの考えに至りました。

このような検討の過程において、松村氏は、外部の経営資源の活用を含めた当社の企業価値を持続的に向上させるための方策について検討していたところ、2021年4月初旬、ポラリスからのアプローチにより、ポラリスとの面談の場を持ち、2022年10月下旬、長期的な経営環境の見通しを踏まえた当社の経営施策及び最適な資本構成等についてポラリスとの議論の場を持ち、2024年9月下旬、コロナ禍を経て構造改革を実行した当社の経営状況を踏まえ再度ポラリスと議論を行い、その後も、ポラリスとの間で協議を重ねてきたとのことです。

ポラリスは、上記協議を重ねる中で、当社が、コロナ禍において不採算店舗の退店、海外事業からの撤退、本部コストの合理化等の構造改革を実行することで、収益性の高い筋肉質な事業・財務基盤を構築しているものと認識するに至ったとのことです。ポラリスは、こうした構造改革は着実な成果を上げていると認識した一方で、今後の更なる成長を企図した非連続的な施策の推進は、短期的に当社の利益水準やキャッシュ・フローの悪化を招く可能性があり、株価にマイナスの影響を及ぼす可能性は否定できず、当社株式の上場を維持したままこれらの施策を実施することは難しいと考えるに至ったとのことです。ポラリスは、当社が短期的な業績変動に左右されず機動的に経営課題に対処し、中長期的に持続的な企業価値向上を実現させていくためには、当社株式を非公開化した上で、松村氏の新規業態開発、コスト管理を意識した現場オペレーション構築といった経営能力及び影響力、ポラリスがこれまで培ってきたノウハウ及びポラリスが保有するリソース等をあわせて活用することが最も有効な手段であると考え、2024年9月5日に松村氏とマネジメント・バイアウト(MBO)について具体的な議論を実施し、非上場化した上で当社の経営改革の実行及び事業の積極的展開に取り組むことが最も有効な手段であるとの共通認識に至ったとのことです。ポラリスは、本取引により、以下のような具体的な支援を行うことが可能となると考えているとのことです。

() 成長戦略の立案及び実行支援

ポラリスの過去の投資実績をベースに蓄積された経営手法に関するノウハウ・科学的なアプローチによる多様な経営支援が可能と考えているとのことです。具体的な施策として、外食市場のトレンドを踏まえた新業態の開発による新規出店の加速、出店モデルの精緻化に伴う出店加速やデータに基づく商圈分析による出店成功確度の向上、事業領域の拡大(当社がもつ業態開発力やバックヤードのケイパビリティ(注3)を生かしたフードデリバリー・宅食事業の展開、フランチャイズ活用等により資金・リスクを抑制するスキームでの海外展開等)、ポラリスが得意とするマーケティング、ブランディングのノウハウ(マーケティング、ブランディング戦略の再構築、顧客層を明確にターゲティングしたマーケティング等)を活用したマーケティング戦略の再構築、調達面での更なるスケールメリット創出と共同購買プラットフォームの拡張、採用・人事戦略の策定(人材への投資を通じた離職率の低減等)等の各種成長戦略の立案を行いつつ、実行体制の構築を支援できると考えているとのことです。

(注3) 「ケイパビリティ」とは、「企業全体の組織的な能力」、「組織として持つ、他社より優位な強み」のことをいいます。

() DXの推進

DX化推進については、業績及びKPI(注4)の自動管理体制の構築・経営の見える化、分散したシステムの統合、顧客データ活用によるLTV(注5)拡大を現時点では想定しているとのことです。なお、ポラリスにおいてはDX化に向けて、投資検討時に立案するDX施策を投資実行後の中期経営計画策定時に具体化し、費用対効果を最大化すべく各投資先にあったDX施策を推進しているとのことです。具体的には基幹システム構築・刷新から、SFA(注6)/CRM(注7)/MA(注8)導入を絡めた営業・マーケティングのBPR(注9)、機械学習や生成AI導入による生産性改善、新規事業としてのデジタル化(アプリ開発、オンライン販売チャネル拡充、デジタルマーケティング事業(注10)立上げ)などを推進しているとのことです。また、全ての投資先の主要DX施策について、社内定期的に進捗をフォローすることで組織としての知見の蓄積を行っているとのことです。DX化に向けた投資先支援メニューを準備し、各投資先への適用可否を検討すると共に、DX推進委員会でDX化の進捗をフォローする体制を構築しており、当社に即してはSNSマーケティングを中心としたデジタルマーケティングの強化、オウンドメディア上での予約強化、QRコードを活用したモバイルオーダーを主軸とした店舗オペレーションのデジタル化といったDX化施策の実施を想定しているとのことです。

- (注4) 「K P I (Key Performance Indicator)」とは、目標数値達成のために最も重要な要因を数値で表したものを指します。
- (注5) 「L T V (Life Time Value)」とは、顧客から生涯にわたって得られる利益のことをいいます。
- (注6) 「S F A (Sales Force Automation)」とは、営業支援システムを意味します。
- (注7) 「C R M (Customer Relationship Management)」とは、顧客満足度と顧客ロイヤルティの向上を通して、売上の拡大と収益性の向上を目指す経営戦略をいいます。
- (注8) 「M A (Marketing Automation)」とは、マーケティング活動全般におけるプロセスの自動化や効率化を支援するシステムをいいます。
- (注9) 「B P R (Business Process Re-engineering)」とは、ある業務について、その業務本来の目的に向かって組織の在り方や制度を抜本的に見直し、プロセスの観点から職務内容、業務フロー、管理体制、I Tシステム等を再構築することをいいます。
- (注10) 「デジタルマーケティング」とは、インターネットやデジタル技術を活用して、商品やサービスの販促・顧客獲得・ブランド価値の向上を行う事業をいいます。

() ポラリスの投資先とのシナジー創出

当社と、ポラリスの既存投資先が今後連携を図ることで、シナジーの創出が期待できると考えているとのことです。一例として、ポラリスの既存投資先である株式会社宣伝会議(メディア・イベント等の運営会社)とのウェブメディアでの特集記事配信等のタイアップによる当社及び当社が運営する飲食ブランドの知名度向上が挙げられるとのことです。また、ポラリスは多店舗出店ビジネスへの投資実績を多数有しており、マーケティング効率化施策やブランディング施策等、収益の最大化に向けた各種戦略に加え、原価改善やプライシングの最適化、物流効率の改善等の効率運営に向けた各種戦略の要諦を実体験として有しており、過去の投資先であるS F Pホールディングス株式会社(居酒屋「磯丸水産」等を中心とした飲食店の運営会社)への投資経験により培った多店舗展開ノウハウ、株式会社ノバレーゼ(飲食店、結婚式場等の運営会社)への投資経験により培った顧客の体験価値を最大化する空間プロデュースノウハウ等を活用することが可能と考えているとのことです。

松村氏及びポラリスは、上記()乃至()に記載の施策を実現するためには、高度な経営ノウハウ、特に人材面と資金面における経営資源が不可欠であると考えており、飲食ビジネスや多店舗展開ビジネスへの数多くの投資経験に裏打ちされた当社への深い洞察や業界知見、それらに基づく実践的なバリューアップ等のノウハウを保有し、かつ、投資先の経営理念・企業文化・経営方針を尊重しつつ、豊富な人材の活用により経営レベル及び現場レベルで実行支援することが可能なポラリスと協働することで、必要となる経営ノウハウや経営資源を補完・補強し、機動的かつ柔軟な意思決定を可能とする経営体制を構築することが望ましいと考えているとのことです。また松村氏及びポラリスは、成長戦略の立案及び支援やD Xの推進における外部専門家の起用に伴う費用、成長戦略実行時の出店の加速やそれに対応する人員の確保等に伴う設備投資や人件費等、大規模な投資と先行コストが必要となる一方で、これらの取り組みは今後の収益性に不確実な影響を与え得るものであるため、短期的には、利益水準の低下、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ると考えているとのことです。そのため、上記の取り組みは、上場会社の施策として資本市場から十分な評価が得られない可能性があり、その場合には、当社株式の株価下落を招き、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いるとのことです。さらに、当社が、上場会社としての株主還元のみにとらわれず、戦略的な意思決定を積極的かつ機動的に実行していくためには、当社株式の非公開化が必須と考えているとのことです。

なお、既存株主との資本関係の消失、買付者グループに含まれることによるデメリットは特段ないものと考えております。加えて、松村氏及びポラリスとしては、当社は、2007年3月の株式上場以来、知名度の向上による優れた人材の確保、社会的な信用力の向上等、上場会社として様々なメリットを享受してきたと認識しているものの、当社は金融機関との間で良好な関係を築いており、間接金融を通じて必要に応じた資金調達を行うことが想定され、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当面見込まれないこと、及び、当社のブランド力や取引先に対する信用力は既に確保できていることから、上場を維持する必要性や上場を維持することにより享受できるメリットは相対的に低下している状況にあると考えているとのことです。

そこで、株主の皆様に対しては、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、ボラリスの経営能力及び経営支援を最大限活用することが、当社の持続的な企業価値向上を実現する最良の選択であると判断し、ボラリスは、2025年3月14日に、当社に対して、松村氏による再出資を伴うマネジメント・バイアウト(MBO)であることを前提に、当社株式の非公開化の検討を申し入れ、本取引の実行の是非に関して、当社との間において、協議・交渉を開始したとのことです。

なお、ボラリスは、本取引に関する協議・交渉を開始するにあたり、2025年4月10日に、本取引に関するファイナンシャル・アドバイザーとしてSMB C日興証券株式会社を、同年4月10日に、リーガル・アドバイザーとしてアンダーソン・毛利・友常法律事務所外国法共同事業を選任したとのことです。

また、当社は、2025年4月14日開催の取締役会において、本取引に係る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。本特別委員会の設置等の経緯及び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「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。)を設置することを決議し、本取引に係る協議・交渉を行う体制を構築いたしました。

その後、ボラリスは、財務、税務、法務及びビジネスの観点から、本公開買付けの実現可能性の精査のためのデュー・ディリジェンスを2025年4月15日から2025年6月上旬まで実施するとともに、並行して、当社及び本特別委員会との間で、本取引の意義、目的、本取引後の事業の方針、本取引によって生じるシナジー、本公開買付価格を含む本取引の諸条件について交渉を重ねてまいりました。その後、松村氏及びボラリスは、2025年6月20日に、当社に対し、デュー・ディリジェンスの途中経過、当社の事業及び財務の状況等を踏まえ、本公開買付価格を1,500円(提案日の前営業日である2025年6月19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1,413円に対して6.16%(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。))、同日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値1,367円(円未満を四捨五入しております。以下、終値単純平均値の計算において同じです。))に対して9.73%、同過去3ヶ月間の終値単純平均値1,319円に対して13.72%、同過去6ヶ月間の終値単純平均値1,314円に対して14.16%のプレミアムをそれぞれ加えた価格)とする旨の提案を行ったとのことです。その後、松村氏及びボラリスは、2025年6月25日に、当社及び本特別委員会より、当社の少数株主の利益保護の観点から、より高い買付価格の再提示の要請を受けたとのことです。当該要請を受け、松村氏及びボラリスは、本公開買付価格について、慎重に検討を進め、2025年6月27日に、本公開買付価格を1,550円(提案日の前営業日である2025年6月26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1,458円に対して6.31%、同日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値1,393円に対して11.27%、同過去3ヶ月間の終値単純平均値1,326円に対して16.89%、同過去6ヶ月間の終値単純平均値1,315円に対して17.87%のプレミアムをそれぞれ加えた価格)とする旨の提案を行ったとのことです。これに対して、松村氏及びボラリスは、2025年7月1日に、当社及び本特別委員会より、当社の少数株主の利益保護の観点から、より高い買付価格の再提示の要請を受けたとのことです。当該要請を受け、松村氏及びボラリスは、本公開買付価格について、さらに慎重に検討を進め、2025年7月1日に、本公開買付価格を1,575円(提案日の前営業日である2025年6月30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1,470円に対して7.14%、同日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値1,410円に対して11.70%、同過去3ヶ月間の終値単純平均値1,328円に対して18.60%、同過去6ヶ月間の終値単純平均値1,316円に対して19.68%のプレミアムをそれぞれ加えた価格)とする旨の提案を行ったとのことです。これに対して、松村氏及びボラリスは、2025年7月4日に、当社及び本特別委員会より、当社の少数株主の利益保護の観点から、より高い買付価格の再提示の要請を受けたとのことです。当該要請を受け、松村氏及びボラリスは、本公開買付価格について、さらに慎重に検討を進め、2025年7月7日に、本公開買付価格を1,680円(提案日の前営業日である2025年7月4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1,444円に対して16.34%、同日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値1,423円に対して18.06%、同過去3ヶ月間の終値単純平均値1,338円に対して25.56%、同過去6ヶ月間の終値単純平均値1,321円に対して27.18%のプレミアムをそれぞれ加えた価格)とする旨の提案を行ったとのことです。これに対して、松村氏及びボラリスは、2025年7月8日に、当社及び本特別委員会より、当社の少数株主の利益保護の観点から、より高い買付価格の再提示の要請を受けたとのことです。当該要請を受け、松村氏及びボラリスは、本公開買付価格について、さらに慎重に検討を進め、2025年7月8日に、本公開買付価格を1,700円(提案日の前営業日である2025年7月7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1,448円に対して17.40%、同日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値1,430円に対して18.88%、同過去3ヶ月間の終値単純平均値1,343円に対して26.58%、同過去6ヶ月間の終値単純平均値1,321円に対して28.69%のプレミア

ムをそれぞれ加えた価格)とする旨の提案を行ったとのことです。これに対して、松村氏及びポラリスは、2025年7月10日に、当社及び本特別委員会より、当社の少数株主の利益保護の観点から、より高い買付価格の再提示の要請を受けたとのことです。当該要請を受け、松村氏及びポラリスは、本公開買付価格について、さらに慎重に検討を進め、2025年7月10日に、本公開買付価格を1,700円(提案日の前営業日である2025年7月7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1,467円に対して15.88%、同日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値1,435円に対して18.47%、同過去3ヶ月間の終値単純平均値1,351円に対して25.83%、同過去6ヶ月間の終値単純平均値1,322円に対して28.59%のプレミアムをそれぞれ加えた価格)とする提案及び本公開買付けにおいていわゆる「マジョリティ・オブ・マイノリティ」(Majority of Minority)の買付予定数の下限の設定をする予定である旨の提案を行い、2025年7月12日、当社から当該提案に応じる旨の連絡を受けたとのことです。これらの協議・交渉を経て、公開買付者は、2025年7月14日、本公開買付価格を1,700円とし、本取引の一環として本公開買付けを開始することを決定したとのことです。

なお、本取引を実現するためには、ＤＢＪファンドが本優先株式を公開買付けに応募しないことを前提とする必要があると考えたため、ポラリスは、2025年5月下旬、当社から、本優先株式を所有しているＤＢＪファンドに相談の上、本公開買付け後に、本優先株式を金銭償還することについて前向きに検討する旨回答を得たとのことです。その後、公開買付者は、2025年7月14日に、ＤＢＪファンドとの間で本同意書を取得し、法第27条の2第5項、令第8条第5項第3号及び府令第5条第3項第2号の規定に従い、本優先株式の全てを本公開買付けにおける買付け等をする株券の対象としないことにつき、同意を取得いたしました。また、2025年7月7日に当社よりＤＢＪファンドに対して、本差入書を提出するとともに、本公開買付けが成立した場合に当社の株主が変更することや本スクイズアウト手続を実施することを含めた本取引の実行につき承諾を依頼したところ、2025年7月14日、当社は、ＤＢＪファンドより、かかる依頼に対し承諾する旨の同意書を受領しており、当社は、本公開買付けが成立した場合には、本差入書記載のとおり、当社定款第11条の6に基づき、2025年9月3日を強制償還日として、本優先株式の全部を取得することを予定しております。

また、ポラリスは、松村屋株式の取得によっても間接的に当社株式の取得が可能であることから、上記の当社及び本特別委員会との交渉と並行して、2025年5月22日に、松村氏と本不応募契約及び本株式譲渡に係る面談を実施したとのことです。その後、公開買付者は、松村氏との間で、継続して本応募契約、本不応募契約及び松村屋株式の取得価額、取得方法等について協議を重ねた結果、当社及び本特別委員会との協議・交渉の結果も踏まえ、2025年7月14日、本公開買付価格を1,700円とする本応募契約、本不応募契約及び本株式譲渡契約について合意に至ったことから、2025年7月14日、松村氏との間で本応募契約、本不応募契約及び本株式譲渡契約を締結のうえ、最終的に本公開買付価格を1,700円とし、本取引の一環として本公開買付けを実施することを決議したとのことです。

当社が本公開買付けに賛同するに至った意思決定の過程及び理由

() 検討体制の構築の経緯

当社は、2025年3月14日に当社の代表取締役社長である松村氏より、当社株式の非公開化の検討及びポラリスを含む複数のプライベート・エクイティ・ファンド(以下「ＰＥファンド」といいます。)との協議を開始しているとの共有を受けました。具体的には、ポラリス以外のＰＥファンド1社(以下「別途候補先」といいます。)より、2025年3月12日に、松村氏に対して、当社株式の非公開化に関する初期的な打診があったことの共有を受けるとともに、ポラリス及び松村氏より、2025年3月14日に、当社に対して、松村氏による再出資を伴うマネジメント・バイアウト(MBO)であることを前提とする当社株式の非公開化の検討の申し入れを受けました。これを受けて、当社は、2025年3月14日に森・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。)及び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PwCアドバイザリー合同会社(以下「PwC」といいます。)をそれぞれ選任するとともに、松村氏、ポラリス及び別途候補先から独立した立場で、当社の企業価値の向上及び当社の少数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ための体制を構築し、2025年3月中旬よりポラリス及び別途候補先に対して初期的なビジネス・デュー・ディリジェンスの機会を提供いたしました。

初期的なビジネス・デュー・ディリジェンスを経て、2025年4月11日にポラリス及び松村氏より、本取引の目的及び背景、本取引の想定ストラクチャーとして、ポラリスが設立するSPC(特別目的会社)を買付者とする当社株式に対する公開買付けを実施した後、当社の少数株主へのスクイズアウト手続等を経て非公開化を想定していること等を記載した、法的拘束力のない提案書を受領いたしました。なお、2025年4月11日、別途候補先から、当社株式の非公開化に関する取引の検討を中止する旨の連絡を受けております。

その後、当社は、本取引が当社代表取締役社長である松村氏による公開買付者又は当社株式の一部取得を含むいわゆるマネジメント・バイアウト(MBO)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典型的に存する取引に該当することに鑑み、本取引の意思決定に慎重を期し、本取引の検討プロセスに関する当社の意思決定の恣意性を排除し、本取引の是非や取引条件の妥当性等について検討及び判断が行われる過程全般にわたってその公正性を担保する観点から、本取引の実施の可否について、ポラリス及び松村氏(以下、公開買付者とあわせて「公開買付者関係者」と総称します。))並びに本取引からの独立性を有する体制を構築するため、森・濱田松本法律事務所の助言を受けて、2025年4月14日開催の当社取締役会決議により、ポラリス及び松村氏と利害関係がなく、かつ、本取引の成否に関して一般株主とは異なる利害関係を有しない当社の独立社外取締役を中心として構成される本特別委員会(なお、本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「(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「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。))を設置することを決議し、本特別委員会に対し、()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るべきか否か、及び、当社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)を検討し、当社取締役会に勧告を行うこと、並びに()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かについて検討し、当社取締役会に意見を述べること(以下、これらを総称して「本諮問事項」といいます。))を諮問いたしました。なお、当社取締役会は、()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、取引条件の妥当性及び手続の公正性について検討・判断するものとするをあわせて決議しております。また、当社取締役会は、本特別委員会の設置にあたり、()当社取締役会は、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、及び()本特別委員会が本取引の実施又は取引条件が妥当でないと判断した場合には、当社取締役会は当該取引条件による本取引の承認をしない(本公開買付けに賛同しないことを含みます。))ことを決議しております。

また、当社取締役会は、本特別委員会の設置にあたり、(a)本取引の相手方との間で取引条件等についての交渉(当社役職員やアドバイザー等を通じた間接的な交渉を含みます。))を行うこと、(b)本諮問事項について検討するに当たり、必要に応じ、財務若しくは法務等に関する独自のアドバイザーを選任し(この場合の費用は当社が負担します。))、又は、当社の財務若しくは法務等に関するアドバイザーを指名若しくは承認(事後承認を含みます。))すること(なお、本特別委員会は、当社のアドバイザーの独立性及び専門性に問題がないことを確認した場合には、当社のアドバイザーに対して専門的助言を求めることができます。))、(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ること、(d)事業計画の内容及び作成の前提に係る情報を含め、当社の役職員から本取引に関する検討及び判断に必要な情報を受領すること及び(e)その他本取引に関する検討及び判断に際して必要であると本特別委員会が認める事項を実施すること等に関する権限を本特別委員会に付与することを決議いたしました。

なお、当社は、「(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「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、同日、本特別委員会において、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、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PwCを選任することについて、その独立性及び専門性に問題がないことを確認の上、承認を受けました。また、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「当社における独立した検討体制の構築」に記載のとおり、当社は本特別委員会の承認を得て、本取引に係る検討体制を構築いたしました。

() 検討・交渉の経緯

上記「() 検討体制の構築の経緯」に記載の検討体制の下、当社は、本取引の目的、本取引後の経営体制・方針、本公開買付けの買付条件の妥当性及び本取引における一連の手の公正性といった点について、PwC及び森・濱田松本法律事務所の助言並びに本特別委員会での審議内容を踏まえながら慎重に検討を行うとともに、公開買付者との間で複数回にわたる協議・交渉を重ねて参りました。

具体的には、当社は、2025年4月11日に、ポラリス及び松村氏より、本取引の目的及び背景、本取引の想定ストラクチャーとして、ポラリスが設立するSPCを買付者とする当社株式に対する公開買付けを実施した後、当社の少数株主へのスクイズアウト手続等を経て非公開化を想定していること等を記載した、法的拘束力のない提案書を受領し、当該提案書について慎重に検討を行った上で、2025年4月25日、本特別委員会を通じて、ポラリスに対して、本取引の背景、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、本取引の条件等を含む質問事項を送付し、同年5月7日に受領した、当該質問事項について回答した書面を踏まえて同年5月13日にポラリスへのインタビューを実施し、当該質問事項についての質疑応答を行いました。当該回答書及び質疑応答により、ポラリスから、当社の事業環境及び経営課題をもとに本取引を当社に提案するに至った経緯を含む本取引の目的及び背景(上記「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、当社株式を非公開化することで、機動的な意思決定を可能とする経営体制の構築等と回答。)、本取引において想定しているシナジーを含む非公開化によるメリット及びデメリット(上記「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、ポラリスの既存投資先である株式会社宣伝会議とのタイアップ等と回答。)、今後の役員体制を含む本取引後の経営方針(下記「公開買付け後の経営方針」に記載のとおり、松村氏は、本取引後も継続して当社の取締役として当社の経営に当たることを予定していること等を回答。)、ストラクチャー(上記「本公開買付けの概要」及び下記「(4) 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ことを主たる目的としていること等を回答。)について、初期的な説明を受けました。また、2025年4月15日から2025年6月上旬にかけてポラリス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ました。

その上で、当社及び本特別委員会は、ポラリス及び松村氏から、2025年6月20日に、デュー・ディリジェンスの結果等を勘案し、() 本公開買付価格を当社株式1株当たり1,500円(2025年6月20日の前営業日である2025年6月19日の東京証券取引所のプライム市場における当社株式の終値である1,413円に対して6.16%のプレミアム、同日までの直近1ヶ月終値単純平均1,367円に対して9.73%のプレミアム、同日までの直近3ヶ月終値単純平均1,319円に対して13.72%のプレミアム、同日までの直近6ヶ月終値単純平均1,314円に対して14.16%のプレミアムをそれぞれ付した価格です。以下「第一回提案価格」といいます。)とする旨の価格提案、及びA種種類株式はDBJファンドが所有するその全てを本公開買付け成立後に別途金銭償還を行う予定であり、本公開買付けの対象としないこと、() 自己株式及び不応募合意株式を除く当社の発行済普通株式の全てを本公開買付けの対象とすること、() 本公開買付けにおける買付予定数の上限は設定せず、下限は10,589,400株(所有割合:58.45%)とすること、並びに() 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は、本スクイズアウト手続を予定していること、を含む法的拘束力のある非公開化取引に関する最終提案書を受領いたしました。これに対して、当社及び本特別委員会は、2025年6月25日に、PwC及び森・濱田松本法律事務所からの助言並びに第三者算定機関であるPwCによる当社の株式価値の初期的な試算結果を踏まえ、第一回提案価格は、当社の企業価値及び一般株主の利益に十分に配慮したものとと到底いえないとして、提案内容の再検討の要請を行いました。その後、当社及び本特別委員会は、ポラリス及び松村氏から、2025年6月27日に、本公開買付価格を当社株式1株当たり1,550円(2025年6月27日の前営業日である2025年6月26日の東京証券取引所のプライム市場における当社株式の終値である1,458円に対して6.31%のプレミアム、同日までの直近1ヶ月終値単純平均1,393円に対して11.27%のプレミアム、同日までの直近3ヶ月終値単純平均1,326円に対して16.89%のプレミアム、同日までの直近6ヶ月終値単純平均1,315円に対して17.87%のプレミアムをそれぞれ付した価格です。以下「第二回提案価格」といいます。)とする旨の価格提案を受領いたしました。これに対して、当社及び本特別委員会は、2025年7月1日に、PwC及び森・濱田松本法律事務所からの助言並びに第三者算定機関であるPwCによる当社の株式価値の初期的な試算結果を踏まえ、第二回提案価格は、当社の一般株主の利益に十分に配慮したものとと到底いえないとして、提案内容の再検討の要請を行うとともに、本公開買付けにおける公開買付期間及び本公開買付けにおけるいわゆるマジョリティ・オブ・マイノリティ(Majority of Minority)の買付予定数の下限の設定の予定についても確認を行いました。その後、当社及び本特別委員会は、ポラリス及び松村氏から、2025年7月1日に、本公開買付価格を当社株式1株当たり1,575円(2025年7月1日の前営業日である2025年6月30日の東京証券取引所のプライム市場における当社株式の終値である1,470円

に対して7.14%のプレミアム、同日までの直近1ヶ月終値単純平均1,410円に対して11.70%のプレミアム、同日までの直近3ヶ月終値単純平均1,328円に対して18.60%のプレミアム、同日までの直近6ヶ月終値単純平均1,316円に対して19.68%のプレミアムをそれぞれ付した価格です。以下「第三回提案価格」といいます。)とする旨の価格提案に加え、本公開買付けにおける公開買付期間は30営業日を予定している旨及び公開買付けにおけるいわゆるマジョリティ・オブ・マイノリティ(Majority of Minority)の買付予定数の下限の設定をしない予定である旨の回答を受領いたしました。これに対して、当社及び本特別委員会は、2025年7月4日に、PwC及び森・濱田松本法律事務所からの助言並びに第三者算定機関であるPwCによる当社の株式価値の初期的な試算結果を踏まえ、第三回提案価格は、当社の一般株主の利益に十分に配慮したものとは到底いえないとして、提案内容の再検討を強く要請いたしました。その後、当社及び本特別委員会は、ポラリス及び松村氏から、2025年7月7日に、本公開買付価格を当社株式1株当たり1,680円(2025年7月7日の前営業日である2025年7月4日の東京証券取引所のプライム市場における当社株式の終値である1,444円に対して16.34%のプレミアム、同日までの直近1ヶ月終値単純平均1,423円に対して18.06%のプレミアム、同日までの直近3ヶ月終値単純平均1,338円に対して25.56%のプレミアム、同日までの直近6ヶ月終値単純平均1,321円に対して27.18%のプレミアムをそれぞれ付した価格です。以下「第四回提案価格」といいます。)とする旨の価格提案を受領いたしました。これに対して、当社及び本特別委員会は、2025年7月8日に、PwC及び森・濱田松本法律事務所からの助言並びに第三者算定機関であるPwCによる当社の株式価値の初期的な試算結果を踏まえ、第四回提案価格は、依然として当社の一般株主の利益を十分に尊重したものとは評価することはできないとして、提案内容の再検討を要請いたしました。その後、当社及び本特別委員会は、ポラリス及び松村氏から、2025年7月8日に、本公開買付価格を当社株式1株当たり1,700円(2025年7月8日の前営業日である2025年7月7日の東京証券取引所のプライム市場における当社株式の終値である1,448円に対して17.40%のプレミアム、同日までの直近1ヶ月終値単純平均1,430円に対して18.88%のプレミアム、同日までの直近3ヶ月終値単純平均1,343円に対して26.58%のプレミアム、同日までの直近6ヶ月終値単純平均1,321円に対して28.69%のプレミアムをそれぞれ付した価格です。以下「第五回提案価格」といいます。)とする旨の価格提案を受領いたしました。これに対して、当社及び本特別委員会は、2025年7月10日に、PwC及び森・濱田松本法律事務所からの助言並びに第三者算定機関であるPwCによる当社の株式価値の初期的な試算結果を踏まえ、第五回提案価格は、依然として当社の一般株主の利益を十分に尊重したものとは評価することはできないとして、提案内容の再検討を要請いたしました。加えて、本特別委員会は、一般株主の利益を保護する観点から、一般株主の意思表示の確認を通じた取引の公正性の確保についても検討を重ね、公正性担保措置として、本公開買付けにおける買付予定数の下限について、いわゆるマジョリティ・オブ・マイノリティ(Majority of Minority)の設定を要請することといたしました。その後、当社及び本特別委員会は、ポラリス及び松村氏から、2025年7月10日に、本公開買付価格を当社株式1株当たり1,700円とする旨の価格提案を再度受領いたしました。また、1,700円はポラリス及び松村氏から提示できる最大限の価格であり、さらなる価格の引き上げは極めて困難であることから、最終提案価格とする旨を受領いたしました(以下「最終提案価格」といいます。)。さらに、当社及び本特別委員会の要請をもとに、マジョリティ・オブ・マイノリティ(Majority of Minority)の設定を応諾する旨の回答を受領いたしました。これに対して、当社及び本特別委員会は、2025年7月12日に、PwC及び森・濱田松本法律事務所からの助言並びに第三者算定機関であるPwCによる当社の株式価値の算定結果とマジョリティ・オブ・マイノリティ(Majority of Minority)の設定により一般株主の意思表示の確認が尊重されていることにも鑑み、本公開買付価格を1,700円とすることに応諾する旨の回答をいたしました。

かかる交渉の過程において、本特別委員会は、P w C 及び森・濱田松本法律事務所から受けた各種助言を踏まえて少数株主の利益の観点から慎重に検討を重ね、自ら交渉方針を決定しております。

そして、当社は、2025年7月14日、本特別委員会から2025年7月14日付で、(a)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るべきであるとする旨、及び(b)当社取締役会における本取引についての決定は、当社の少数株主にとって不利益なものではないとする旨の答申書(以下「本答申書」といいます。)の提出を受けました(本答申書の概要及び本特別委員会の具体的な活動内容等については、下記「(6) 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「 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。)。

() 判断内容

以上の経緯の下、当社は、P w C より取得した2025年7月10日付株式価値算定書(以下「本株式価値算定書」といいます。)、P w C から受けた財務的見地からの助言及び森・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過程、意思決定方法その他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向上に資するか否か、及び本公開買付け価格を含む本取引に係る取引条件が妥当なものか否かについて、慎重に検討を行いました。

当社は、上記「 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、人件費、食材費、光熱費、建設資材費等の高止まりが続く中で、コストの抑制は一層重要な経営課題であり、人口減少・少子高齢化や、人々の価値観の変容に伴う市場の縮小による競争の熾烈化や、デジタルツールの導入等のDX化の推進、店舗運営を担う能力を有する人材、マーケティングやブランディングの実務経験を有する人材の採用・育成など、当社を取り巻く事業環境における経営課題への対応等も求められていると考えております。

上記の経営環境を踏まえ、当社グループは、経営の効率化に取り組んでおりますが、当社グループを取り巻く経営環境が厳しさを増す中においては、当社は、今後の事業展開を見据えていくにあたり、当社としては新規事業・業態開発、物件開発、マーケティング等の領域の強化、新型コロナウイルス感染拡大の影響により撤退を余儀なくされた海外事業への再挑戦やDX化の推進による経営効率の向上等の主要な成長施策の実現が不可欠であるとの認識に至っております。また、当社は、上記の各事項を実現していくためには、株式市場における短期的な業績に対する期待に左右されることなく大胆な経営改革を行う必要があり、当社株式を非公開化することも選択肢として検討すべきであるとの考えに至り、本取引の検討を本格的に開始いたしました。

その結果、当社は、公開買付者とともに本取引を実施することにより、株式市場からの短期的な業績に対する期待に左右されない状況下で大胆な経営改革を行うことが可能となることに加え、以下の観点から、本取引は当社グループの企業価値向上に資すると判断いたしました。

また、当社は、以下の観点における各種の施策を推進するためには、当社の創業者であり、当社グループの経営について最も深く理解をしている松村氏が引き続き当社の経営に関与することが企業価値の向上に最も資すると判断いたしました。

(a) 既存業態の出店と新業態開発の加速

当社グループは、多業態展開型を軸として、本書提出日現在において、日本国内では約300店舗以上、約110ブランド以上を展開しております。しかし、市場環境が急速に変化し、さらには顧客のニーズが多様化する中で、当社グループが、持続的に成長するためには従来の出店戦略に新たな視点を組み込むことが不可欠であると考えております。さらに、このような環境の中で競争優位性を確保するためには、既存業態の出店を拡大することに留まらず、外食市場のトレンドや顧客のニーズを踏まえた新業態開発の加速が不可欠であると考えております。ポラリスは、これまでに飲食ビジネスや多店舗展開ビジネスへの数多くの投資経験を有しており、出店の成功事例に裏打ちされたバリューアップのノウハウや出店モデルを活用することで、当社の強みを活かすことができるエリアにおける既存業態の店舗拡大及び新業態開発を加速させることができると考えております。

(b) マーケティング戦略の強化

変化する競争環境の中において当社グループが引き続き事業拡大を進めるためには、マーケティング戦略の強化によるＬＴＶの最大化が不可欠であると考えております。ポラリスが得意とするマーケティングによる集客力の高度化やブランディングによる顧客訴求力の向上等のマーケティング、ブランディングのノウハウを活用することで、マーケティング戦略の再構築、新規出店後の市場浸透の加速、ＳＮＳやモバイルアプリケーション等を活用したマーケティング強化、そして、顧客ロイヤリティと顧客満足度の向上に取り組むことが可能になると考えております。

(c) ＤＸの組織的な推進

人件費、食材費、光熱費、建設資材費等のコストが高止まりしている中、当社グループがさらなる事業拡大を進めるためには、新たなテクノロジーの導入やデジタルツールの積極的な活用、そのための人材育成・確保が不可欠であると考えております。ポラリスの投資先企業におけるＤＸ推進の成功事例やノウハウ、ＤＸ推進支援体制を活用することで、上記コストの低減のほか、店舗の横断的な業績管理・顧客データの活用、社内インフラの整備による業務効率の改善、営業活動・デジタルマーケティングの強化が可能になると考えております。また、ポラリスの採用や人事戦略の策定等のノウハウを活用し、ＤＸ人材の育成・確保に積極的に取り組むことで、組織的なＤＸの推進が可能になると考えております。

(d) 海外への再進出

当社グループは、コロナ禍における構造改革を実行する中で海外事業から撤退して以来現在まで、海外事業を行っておりません。今後、日本国内においては人口減少による市場の縮小が予想される一方で、世界での日本食人気が高まっていること、居酒屋をベースにしたお洒落日本食ダイニングは特にアジアでは徐々に浸透してきていること等を踏まえると、当社が今後も持続的に成長していくためには、海外への再進出が不可欠であると考えております。ポラリスのフランチャイズの活用等による海外展開の支援実績を活用することで、資金・リスクを可能な限り抑制した方法で海外での事業展開を実現することが可能であると考えております。

なお、当社は、当社株式の非公開化によるデメリットとして、上場会社として享受してきた社会的な信用力及び知名度向上による優れた人材の獲得及び取引先の拡大等に影響を及ぼす可能性や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ることについても検討いたしました。当社は業界内において既に一定の知名度を確立していることや、近時の上場維持コストの上昇を踏まえると、今後も継続して上場を維持することの意義は乏しいこと、当社グループの業績は好調であり、事業活動を行うために必要な資金が金融機関からの借入金等で十分に確保できている現在の当社グループの財務状況に鑑みても、当面の間、エクイティ・ファイナンスの活用による大規模な資金調達の必要性は見込まれないこと等を考慮すれば、非公開化のデメリットは限定的であり、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ます。なお、当社株式の非公開化によるデメリット以外に、当社がボラリスの傘下に加わることによるデメリットとして、異なる文化のファンドによる買収に伴う不安及び自主性の制限が生じることについても検討いたしました。下記「本公開買付け後の経営方針」のとおり、当社の創業者である松村氏が代表取締役を続投し、その他の現経営陣についても基本的に続投することが想定されていることからすると、そのデメリットは限定的であると考えています。

また、当社は、以下の点等から、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プレミアムを付した価格及び合理的な諸条件により当社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。

- () 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「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PWCによる本株式価値算定書における当社株式の株式価値算定結果によれば、本公開買付け価格である1,700円は、市場株価基準方式により算定された価格帯の上限値を上回っており、ディスカунテッド・キャッシュ・フロー法(以下「DCF方式」といいます。)により算定された価格帯の範囲内にあること。
- () 本公開買付け価格である1,700円が、本公開買付けの実施についての公表日の前々営業日である2025年7月10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の終値1,469円に対して15.72%、基準日までの直近1ヶ月間の終値単純平均値1,440円に対して18.06%、同直近3ヶ月間の終値単純平均値1,354円に対して25.55%、同直近6ヶ月間の終値単純平均値1,323円に対して28.50%のプレミアムが加算されたものであるところ、当該プレミアム水準は、経済産業省の「公正なM&Aの在り方に関する指針」が公表された2019年6月28日以降、2025年7月3日までに公開買付けが成立した非公開化を目的としたマネジメント・バイアウト(MBO)案件85例における、公表日前営業日の終値、並びに過去1ヶ月間、3ヶ月間及び6ヶ月間の終値の単純平均値それぞれに対するプレミアムの中央値(対公表日前営業日終値：42.20%、対過去1ヶ月間：43.70%、対3ヶ月間：45.90%、対6ヶ月間：46.60%)と比較すれば、本公開買付け価格の基準日の終値及び直近1ヶ月間の当社株式の市場株価に対するプレミアムについては必ずしも高い水準とは言い難いものの、当社株式の株価推移について、直近3ヶ月においては当社株式に係る市場株価が一定の上昇傾向にあることを踏まえると、必ずしも直近の終値及び直近1ヶ月間のプレミアムのみを重視するのではなく、直近3ヶ月間及び直近6ヶ月間のプレミアムも相応に勘案することが適切であること、また、一般にPBR(株価純資産倍率)が高い銘柄は既に株式市場において企業価値が高く評価されているため、公開買付け案件における市場価格に対するプレミアム率は低くなる傾向にあるところ、基準日時点の当社のPBRは2倍を大きく上回る水準にあることを踏まえれば、本公開買付け価格においても一定のプレミアムは付されているという見方も可能であり、類似事案の中央値との比較のみを重視するものではないとも言い得ることを踏まえれば、本公開買付け価格のプレミアム水準が一概に不十分であるとまでは評価できず、本公開買付け価格の妥当性については、これを裏付ける他の事情を勘案した上で判断すべきであるといえること。

- () 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「 マジョリティ・オブ・マイノリティ(Majority of Minority)を満たす買付予定数の下限の設定」に記載のとおり、本公開買付けにおける買付予定数の下限が、公開買付者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)条件に相当する買付予定数の下限が設定されていること。
- () 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」に記載の本公開買付けの公正性を担保するための措置がとられた上で決定された価格であり、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。
- () 本公開買付価格である1,700円は、上記措置がとられた上で、本特別委員会が、公開買付者との間で、当社のファイナンシャル・アドバイザーを通じて、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。具体的には、PwCによる当社株式の株式価値の算定結果や公開買付者との交渉方針等を含めた財務的な助言及び森・濱田松本法律事務所からの本取引における手続の公正性を確保するための対応についてのガイダンスその他の法的助言等を踏まえ、かつ、本特別委員会と公開買付者との間で真摯かつ継続的に協議・交渉が行われた結果として、本公開買付価格である1,700円が、第一回提案価格(1株当たり1,500円)よりも約13.33%(小数点以下第三位を四捨五入しております。)引き上げられた価格であること。
- () 本公開買付価格を含む本取引の条件は、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「 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、本特別委員会から取得した本答申書においても、妥当であると認められると判断されていること。

以上より、当社は、2025年7月14日開催の当社取締役会において、本公開買付けについて賛同の意見を表明するとともに、当社の株主の皆様に対して、本公開買付けへの応募を推奨することについて決議いたしました。

なお、上記取締役会決議の詳細については、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「 当社における利害関係を有しない取締役(監査等委員を含む。)全員の承認」をご参照ください。

本公開買付け後の経営方針

本取引は、いわゆるマネジメント・バイアウト(MBO)に該当し、松村氏は、上記「 本公開買付けの概要」に記載のとおり、本取引成立後、5.00%の議決権割合に相当する公開買付者の株式を取得することを予定しているとともに、本取引後も継続して当社の取締役として当社の経営に当たることを予定しており、上記「 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、ポラリスのノウハウ及びリソース等を最大限活用し、当社の企業価値の最大化を実現するための施策を推進する予定とのことです。なお、本取引後における松村氏の具体的な役職については、代表取締役を予定しているとのことです。ポラリス・ファンドV I及び松村氏は、本スクイズアウト手続の成立を効力発生条件とする当社の経営等に関する経営委任契約(以下「本経営委任契約」といいます。)を締結しているとのことです。

また、ポラリスは、現時点において具体的な人数及び候補者等は未定ですが、基本的に現経営陣の続投を前提としつつ、本取引成立後、ポラリスからの指名・派遣者で取締役会の過半を確保又は現取締役との経営委任契約を締結することにより、当社とも協議の上グループ全体のガバナンス体制を踏まえて経営体制を決定していくことを予定しているとのことです。ポラリスとして想定するガバナンス体制を構築しつつ、松村氏及びポラリス、当社経営陣とが緊密なコミュニケーションをとることにより、常に迅速かつ適切な意思決定ができる体制とすることを想定しているとのことです。

(3) 算定に関する事項

算定機関の名称並びに当社及び公開買付者との関係

当社の取締役会は、公開買付者から提示された本公開買付価格を検討し、本公開買付けに関する意見を決定するにあたり、公正性を担保するための措置として、公開買付者関係者から独立したファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関であるPwCに当社株式の価値算定を依頼し、2025年7月10日付で、本株式価値算定書を取得いたしました。なお、PwCは、公開買付者関係者及び当社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。本取引に係るPwCの報酬には、本取引の成否に関わらず支払われる固定報酬のほか、本取引の過程に複数のマイルストーンを設定し、各マイルストーンに到達した際に支払われるマイルストーン報酬が含まれております。PwCとしては、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、報酬の一部をマイルストーン報酬とする方が当社の金銭的負担の観点からも望ましく、双方にとって合理性があると考えているとのことであり、当社としてはマイルストーン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PwC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、当社は、本取引に際して公開買付者及び当社において実施されている他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(具体的な内容については、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」をご参照ください。)を踏まえると、当社の少数株主の利益には十分な配慮がなされていると考えられることから、PwC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)は取得しておりません。

算定の概要

PwC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基準方式を、将来の事業活動の状況を算定に反映するためにDCF方式を、それぞれ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ました。

PwCが上記の手法に基づき算定した当社株式の1株当たりの価値の範囲はそれぞれ以下のとおりです。

市場株価基準方式	1,323円から1,469円
DCF方式	1,687円から2,370円

市場株価基準方式では、2025年7月10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1,469円、直近1ヶ月間の終値単純平均値1,440円(小数点以下を四捨五入しております。以下同じです。)、直近3ヶ月間の終値単純平均値1,354円、及び直近6ヶ月間の終値単純平均値1,323円を基に、当社株式の1株当たり株式価値の範囲を1,323円から1,469円までと算定しております。

DCF方式では、当社が作成した当社の2026年2月期から2028年2月期までの3期分の事業計画における収益及び投資計画(以下「本事業計画」といいます。)、当社の財務情報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2026年2月期第2四半期以降に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(加重平均資本コスト)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当社の株式価値を算定しております。その際、5.9%~6.9%の割引率を採用しております。また、残存価値の算定については永久成長率を考慮しており、当該、永久成長率は0.5%~1.0%としております。その結果、当社株式の1株当たりの株式価値の範囲を1,687円から2,370円までと算定しております。

本事業計画については、当社が2023年4月21日に公表した新連結中期経営計画(2024年2月期 - 2026年2月期)及び2024年4月19日に公表した新連結中期経営計画の補正の作成において前提とした事業計画を元に、新中期経営計画の策定及び補正時から現在までの市場環境の変化、足元の収益環境及び当社の業績等を踏まえ、当社が作成いたしました。当社は、より現状に即した客観的かつ合理的と考える財務予測に基づいて作成された本事業計画に基づいて株式価値を算定し、本公開買付価格の妥当性を検討することが適切であると判断いたしました。なお、当社が本事業計画を作成するにあたり、本特別委員会は、当社より本事業計画案の内容、重要な前提条件等について説明を受けるとともに、最終的な事業計画の内容、重要な前提条件及びその作成経緯等の合理性を確認し、また、新中期経営計画と当該財務予測の数値との間に乖離が生じていることに関しても、新中期経営計画の策定時から現在までに市場環境が変化していることから、足元の収益環境及び当社の業績等を踏まえ、本特別委員会においてその合理性を確認しており、本特別委員会として本事業計画案を承認しております。

PwCがDCF方式の算定の前提とした当社の本事業計画に基づく財務予測は以下のとおりであり、大幅な増益を見込んでいる事業年度及び大幅な株主に帰属するフリー・キャッシュ・フローの増減を見込んでいる事業年度は含まれておりません。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、現時点において具体的に見積もることが困難であるため、PwCがDCF方式に用いた事業見通しには加味されておりません。

(単位：百万円)

	2026年2月期 (9ヶ月)	2027年2月期	2028年2月期
売上高	32,247	43,190	44,938
営業利益	2,958	4,163	4,510
E B I T D A	3,924	5,537	5,998
フリー・キャッシュ・フロー	1,771	3,124	3,104

PwC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、及び当社株式の株式価値の算定に重大な影響を与える可能性がある事実でPwCに対して未開示の事実はない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。

PwCによる当社株式の算定は、2025年7月10日までの上記情報を反映したものであります。なお、PwCの算定は、当社取締役会が当社株式の株式価値を検討するための参考に資することを唯一の目的としております。

(4) 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「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(但し、本譲渡制限付株式、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。)を取得できなかった場合には、本公開買付けの成立後、当社に対して、以下の方法により、当社の株主を公開買付者及び松村屋のみとするための本スクイーズアウト手続を実施することを要請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、会社法第180条に基づき、株式併合(以下「本株式併合」といいます。)を行うこと及び株式併合の効力発生を条件として単元株式数の定めを廃止する旨の定款の一部変更を行うことを付議議案に含む当社の臨時株主総会(以下「本臨時株主総会」といいます。)を開催することを、本公開買付けの決済の完了後速やかに当社に要請する予定とのことです。公開買付者は、当社の企業価値向上の観点から、本臨時株主総会を可能な限り早期に開催することが望ましいと考えており、本公開買付けの決済の開始後の可及的に近接する日が本臨時株主総会の基準日となるように、基準日設定公告を行うことを要請する予定であり、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、2025年10月から11月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。また、公開買付者は、松村屋との間で、松村屋が、不応募合意株式について、上記各議案に賛成の議決権行使を行うことを合意しているとのことです。

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、端数が生じた当社の株主に対して、会社法第235条その他の関係法令の定めに従い、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とのことです。なお、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しなかった当社の株主(公開買付者、松村屋及び当社を除きます。)に交付される金銭の額が、本公開買付け価格に当該各株主が所有していた当社株式の数を乗じた価格と同一となるよう算定した上で、裁判所に対して任意売却許可の申立てを行うことを、当社に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、本書提出日現在において未定ですが、公開買付者及び松村屋のみが当社株式の全てを所有することとなるよう、本公開買付けに応募しなかった当社の株主(公開買付者、松村屋及び当社を除きます。)の所有する当社株式の数が1株に満たない端数となるように決定される予定とのことです。

但し、本公開買付けに係る決済の開始日以降、株式併合の効力発生前において、不応募合意株式(1,488,000株)以上の当社株式を所有する当社の株主が存在する場合には、公開買付者は、本株式譲渡契約を解除した上で、公開買付者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な併合割合で本株式併合を行うことを当社に要請することによって、公開買付者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にする予定です。

また、本株式併合の併合割合の決定時点において、本新設分割又はこれに必要な手続が完了していない場合にも、公開買付者は、本株式譲渡契約を解除した上で、()本公開買付けの成立により、公開買付者が所有する当社の議決権の合計数が当社の総株主の議決権の数の90%以上となり、公開買付者が会社法第179条第1項に規定する特別支配株主となる場合には、会社法第2編第2章第4節の2の規定に基づき、当社の株主(但し、公開買付者及び当社を除きます。)の全員に対し、その所有する当社株式の全部を売り渡すことを請求し、()公開買付者が所有する当社の議決権の合計数が当社の総株主の議決権の数の90%未満である場合には、公開買付者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な併合割合で本株式併合を行うことを当社に要請することによって、公開買付者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にする予定とのことです。

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、株式併合がなされた場合であつて、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(公開買付者及び当社を除きます。)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るとのことです。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(公開買付者、松村屋及び当社を除きます。)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に交付される金銭の額については、本公開買付け価格に当該当社の株主が所有していた当社株式の数に乗じた価格と同一になるよう算定され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、本譲渡制限付株式については、譲渡制限付株式報酬制度を導入した当社の2024年5月29日開催の定時株主総会において、組織再編等に関する事項が当社の株主総会で承認された場合、当該組織再編等の効力発生日に先立ち、当社が本譲渡制限付株式を当然に無償取得できる旨を決議しております。また、本譲渡制限付株式に関する割当契約書においても、(a)当社は、譲渡制限期間中に、株式併合(当該株式併合により各役員の有する本譲渡制限付株式が1株に満たない端数のみとなる場合に限ります。)の効力発生日の前営業日をもって、本譲渡制限付株式の全部又は一部について譲渡制限を解除することができるとされており、(b)上記(a)に規定する場合は、当社は、当該譲渡制限の解除の直後の時点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てを当然に無償で取得するとされており、そのため、本譲渡制限付株式については、上記株主総会決議及び上記割当契約書の(b)の規定に従い、本株式併合の効力発生日の前営業日をもって、当社において無償取得する予定です。

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。

さらに、公開買付者は、最終的に松村氏が合計で5.00%の議決権割合に相当する公開買付者の株式を取得することを予定しており、かかる目的を達成する手段として、本スクイズアウト手続の完了後、松村氏から公開買付者に対する本再出資を実施することを予定しておりますが、本書提出日現在において、具体的な日程等の詳細については未定ですが、遅くとも2025年12月までを予定しているとのことです。

(5) 上場廃止となる見込み及びその事由

当社株式は、本書提出日現在、東京証券取引所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、本公開買付けの成立後に、上記「(4) 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)」に記載の本スクイズアウト手続が実行された場合には、東京証券取引所の上場廃止基準に該当し、当社株式は、所定の手続を経て上場廃止となります。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。

(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、本公開買付けがマネジメント・バイアウト(MB)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が存在すること等を踏まえ、本公開買付価格の公正性の担保、本公開買付けの実施を決定するに至る意思決定の過程における恣意性の排除及び利益相反の回避の観点から、本公開買付けを含む本取引の公正性を担保するため、以下の措置を実施いたしました。なお、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くものです。

当社における独立した第三者算定機関からの株式価値算定書の取得

上記「(3) 算定に関する事項」の「算定機関の名称並びに当社及び公開買付者との関係」に記載のとおり、当社は、公開買付者から提示された本公開買付価格を検討し、本公開買付けに関する意見を決定するにあたり、公正性を担保するための措置として、公開買付者関係者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であるPwCに当社株式の株式価値の算定を依頼し、2025年7月10日付で、本株式価値算定書を取得いたしました。なお、PwCは、公開買付者関係者及び当社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おりません。本取引に係るPwCの報酬には、本取引の成否に関わらず支払われる固定報酬のほか、本取引の過程に複数のマイルストーンを設定し、各マイルストーンに到達した際に支払われるマイルストーン報酬が含まれております。PwCとしては、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、報酬の一部をマイルストーン報酬とする方が当社の金銭的負担の観点からも望ましく、双方にとって合理性があると考えているとのことであり、当社としてはマイルストーン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PwC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、PwCの独立性及び専門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選任することを承認しております。

価値算定書の概要については、上記「(3) 算定に関する事項」の「算定の概要」をご参照ください。

なお、上記「(3) 算定に関する事項」の「算定機関の名称並びに当社及び公開買付者との関係」に記載のとおり、当社は、PwC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)は取得しておりません。

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公正性及び適正性を確保するため、公開買付者関係者及び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を選任し、同法律事務所から、本取引に関する当社取締役会の意思決定の方法、過程その他の留意点に関する法的助言を受けております。なお、森・濱田松本法律事務所は、公開買付者関係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、本取引に係る森・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おりません。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。

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

() 設置等の経緯

当社は、本取引が当社代表取締役社長である松村氏による公開買付者又は当社株式の一部取得を含むいわゆるマネジメント・バイアウト(MBO)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典型的に存する取引に該当することに鑑み、本取引の意思決定に慎重を期し、本取引の検討プロセスに関する当社の意思決定の恣意性を排除し、本取引の是非や取引条件の妥当性等について検討及び判断が行われる過程全般にわたってその公正性を担保する観点から、本取引の実施の可否について、公開買付者関係者及び本取引からの独立性を有する体制を構築するため、森・濱田松本法律事務所の助言を受けて、2025年4月14日開催の当社取締役会決議により、山野幹夫氏(当社独立社外取締役)、西村康裕氏(当社監査等委員である独立社外取締役)、齋藤哲男氏(当社監査等委員である独立社外取締役)、石田茂之氏(当社監査等委員である独立社外取締役)、弁護士としての専門的な知見と豊富な経験を有する倉橋雄作氏(弁護士、倉橋法律事務所)、並びに公認会計士としての専門的な知見と豊富な経験を有する紙野愛健氏(公認会計士・税理士、青山アクセス税理士法人代表社員)の6名から構成される本特別委員会を設置する旨を決議いたしました。倉橋雄作氏及び紙野愛健氏は、当社の取締役ではありませんが、本取引と同様の種類の取引をはじめとするM&Aに関する豊富な知見を有することを理由として、社外取締役である委員の知見を補う観点から、社外有識者として特別委員に就任することを依頼いたしました。なお、当社は、本特別委員会の委員として設置当初からこの6名を選定しており、本特別委員会の委員を変更した事実はありません。また、本特別委員会は、委員の互選により、山野幹夫氏を委員長として選定しております。また、本特別委員会の委員の報酬は、答申内容にかかわらず支給される固定報酬又はタイムチャージ方式による報酬のみとしており、本取引の成立等を条件とする成功報酬は採用していません。当社は、本特別委員会の委員について、いずれも公開買付者関係者からの独立性並びに本取引の成否からの独立性を有することを確認しております。

当社取締役会は、本特別委員会に対し、本諮問事項()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()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かについて検討し、当社取締役会に意見を述べることを諮問いたしました。なお、当社取締役会は、()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、取引条件の妥当性及び手続の公正性について検討・判断するものとするをあわせて決議しております。

また、当社取締役会は、()当社取締役会は、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、及び()本特別委員会が本取引の実施又は取引条件が妥当でないと判断した場合には、当社取締役会は当該取引条件による本取引の承認をしない(本公開買付けに賛同しないことを含みます。)ことをあわせて決議しております。

当社取締役会は、本特別委員会の設置にあたり、(a)本取引の相手方との間で取引条件等についての交渉(当社役職員やアドバイザー等を通じた間接的な交渉を含みます。)を行うこと、(b)本諮問事項について検討するに当たり、必要に応じ、財務若しくは法務等に関する独自のアドバイザーを選任し(この場合の費用は当社が負担します。)、又は、当社の財務若しくは法務等に関するアドバイザーを指名若しくは承認(事後承認を含みます。)すること(なお、本特別委員会は、当社のアドバイザーの独立性及び専門性に問題がないことを確認した場合には、当社のアドバイザーに対して専門的助言を求めることができます。)、(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ること、(d)事業計画の内容及び作成の前提に係る情報を含め、当社の役職員から本取引に関する検討及び判断に必要な情報を受領すること、及び(e)その他本取引に関する検討及び判断に際して必要であると本特別委員会が認める事項を実施すること等に関する権限を本特別委員会に付与することを決議しております。

() 検討の経緯

本特別委員会は、2025年4月21日から2025年7月11日までの間に合計10回、計約10時間にわたって開催されたほか、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、審議及び意思決定を行うなどして、本諮問事項について、慎重に協議及び検討を行っております。

具体的には、まず、本特別委員会は、2025年4月21日、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並びに当社のファイナンシャル・アドバイザーであるPwCについて、いずれも独立性及び専門性等に問題がないことを確認の上、その選任を承認し、本特別委員会としても必要に応じてこれらのアドバイザーから専門的助言を受け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、森・濱田松本法律事務所から受けた法的助言を踏まえ、本取引において手続の公正性を確保するために講じるべき措置について検討を行っております。また、本特別委員会は、2025年4月28日、当社が社内に構築した本取引の検討体制に独立性の観点から問題がないことを確認の上、承認をしております。

その上で、本特別委員会は、本諮問事項の検討にあたり、2025年4月25日、ボラリスに対して、本取引の背景、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、本取引の条件等を含む質問事項を送付し、同年5月7日に書面により受領した回答を踏まえて同年5月13日にボラリスへのインタビューを実施し、質疑応答を行いました。また、本特別委員会は、2025年6月16日、当社経営陣に対して、本取引の経緯、当社の事業環境及び経営課題、新連結中期経営計画の進捗、本取引のメリット及びデメリットに関する見解、本取引後の経営体制、本取引の条件等を含む質問事項を送付し、同年6月23日に書面により受領した回答を踏まえて同年7月1日に当社経営陣へのインタビューを実施し、質疑応答を行いました。

さらに、本特別委員会は、2025年4月28日、当社のファイナンシャル・アドバイザーであるPwCから受けた財務的見地からの助言を踏まえつつ、本取引において公開買付者に対して提示するとともに、PwCによる当社株式の価値算定の前提となる当社が作成した本事業計画について、その内容、重要な前提条件及び作成経緯等について当社から説明を受けるとともに、質疑応答を行った上で、その合理性を確認し、承認をしております。加えて、上記「(3) 算定に関する事項」の「算定の概要」に記載のとおり、PwCは、本事業計画を前提として当社株式の価値算定を実施しておりますが、本特別委員会は、PwCから、実施した当社普通株式の価値算定に係る算定方法、当該算定方法を採用した理由、各算定方法による算定内容及び重要な前提条件について説明を受け、質疑応答及び審議・検討を行った上で、これらの事項について合理性を確認しております。

また、本特別委員会は、公開買付価格を含む本取引の条件について、公開買付者関係者との間の交渉に関する方針を立案・策定し、PwCに対して、同方針に基づく交渉にあたっての助言を求めるとともに、本特別委員会を都度開催し、当社、PwC及び森・濱田松本法律事務所から、本取引に係る公開買付者関係者との間の協議・交渉の経緯及び内容等につき適時に報告を受けた上で、協議及び交渉の方針等を協議し、上記「(2) 意見の根拠及び理由」の「当社が本公開買付けに賛同するに至った意思決定の過程及び理由」に記載のとおり、最終的な本取引の取引条件の提案を受けるに至るまで、複数回にわたり当社及びPwCとの間で交渉方針等について協議し、意見を述べるなどして、公開買付者との交渉過程に実質的に関与しております。その結果、当社は、2025年7月10日、公開買付者から、本公開買付価格を1株当たり1,700円とすることを含む提案を受け、結果として、合計6回の提案を受け、本公開買付価格を、第一回提案価格である1,500円から1,700円にまで、約13.33%(小数点以下第三位を四捨五入しております。)の価格の引き上げを受けるに至りました。

さらに、本特別委員会は、森・濱田松本法律事務所及びPwCから、複数回に亘って、当社が公表又は提出予定の本公開買付けに係るプレスリリース及び意見表明報告書の各ドラフトの内容について説明を受け、当社が、適切かつ充実した開示を行う予定であることを確認しております。

() 判断内容

本特別委員会は、以上の経緯の下、本諮問事項について慎重に協議及び検討を重ねた結果、2025年7月14日付で、当社取締役会に対し、委員全員の一致により、大要以下の内容の本答申書を提出いたしました。

(A) 答申内容

- (a) 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るべきであると考えます。
- (b) 当社取締役会における本取引についての決定は、当社の少数株主にとって不利益なものではないと考える。

(B) 答申理由

- ・本諮問事項()(本公開買付けについて当社取締役会が賛同するべきか否か、及び、当社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 本取引が当社の企業価値の向上に資するか否か

(ア) 当社グループの事業環境及び経営課題

- ・上記「3.当該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「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」に記載の事業環境及び経営課題については、本特別委員会も同様の認識を有している。
- ・かかる事業環境及び経営課題を踏まえると、当社グループは人的にも物的にも投資の必要性のある領域を抱えている一方で、そのために必要となる知見・ノウハウや投資能力を保有している状況とは言い難い状況にあり、課題解決のためのソリューションを提供できる事業戦略上のパートナーの支援を得た戦略立案など、一層の取組みが必要な状況にあると考えられるという当社の認識に異論はなく、これらの経営課題に対する方策を講じる施策は、その目的として合理性を有するといえる。

(イ) 本取引の意義(メリット)

- ・上記「3.当該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「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の想定するシナジー及び上記「3.当該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「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」に記載の本取引を通じて当社が実現可能と考えている各シナジーは概ね整合している。
- ・また、急速に進む少子高齢化による人口減少や、価値観の変化に伴う消費者のニーズの変容により、店舗運営型の飲食産業における競争が激化する中で、人材不足も深刻化している状況下では、抜本的かつ実効的な施策を迅速に実行することが必要であるところ、公開買付者及び当社の一体化により実現される上記の各シナジーは、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、これらの施策が実現された場合には、当社の企業価値向上に資するものと認められる。

(ウ) 本取引のデメリット

- ・上記「3.当該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「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」に記載の当社株式の非公開化による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。

- ・本特別委員会としても、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信用・知名度の低下による取引先との取引関係や人材獲得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、ボラリスからの投資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、社会的信用・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、応募者数の減少につながることも想定されるものの、再上場を志向することで、再びスタートアップのように意欲ある人材の確保が可能となり、事業成長のスピードの向上につながることも可能であると考えられる。
- ・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) 本取引以外の選択肢の検討

- ・当社としては、当社の企業価値を向上させる施策としては、本取引以外にも上場を維持した状態で現在検討を進めている先行投資やM & Aを実行することも考えられるものの、当社グループは、四半期ごとの決算発表やアナリスト評価によって常に株価の変動の影響を受け、その結果として、短期的な株価変動を懸念するあまり、同一事業年度内での投資を控えるという過去の事例もあり、また、先行投資やM & Aは、短期的に利益を圧迫したり、多額の費用が発生することが多く、株価への悪影響を懸念し、その実行を躊躇する傾向にあった。
- ・当社としては、本取引を選択することで、本取引成立後の非公開化で短期的な株価変動圧力から解放されることにより、長期的な視点に立った戦略的な先行投資や大規模M & Aを、株主の皆様の意向を過度に意識することなく、大胆かつ劇的に実行することが可能となり、将来の成長に向けた強固な基盤を築き上げることができると考えている。
- ・本特別委員会としても、当社が上場維持を選択した場合、短期的なキャッシュ・フローの悪化や株価へのマイナスの影響を考慮することなく、当社グループの事業環境及び経営課題を抜本的に解決するための戦略的な先行投資やM & Aを実行することは容易とは言い難く、また、当社に少数株主が存在する状況では、公開買付者関係者と当社の少数株主との間の潜在的な利益相反関係により、ボラリスが有するノウハウを当社に対して積極的に活用することが難しい可能性もあることを踏まえると、公開買付者による非公開化は当社グループの中長期的な成長に資すると認められる。
- ・また、別途候補先との取引の可能性についても、別途候補先が当社株式の非公開化に関する取引の検討を中止した以上は、本取引を提案したボラリス及び松村氏が出資し又は出資する予定である公開買付者との間で本取引を実施することは、妥当かつ合理的な方針と考えられる。

(オ) 小括

- ・以上を踏まると、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ものと認められる。

イ 本取引の取引条件の妥当性

(ア) 独立した第三者算定機関による株式価値算定の結果

- ・公開買付者関係者から独立したファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関であるPWCの本株式価値算定書において、市場株価基準方式及びDCF方式が算定方法として用いられているが、株式価値分析の内容や各算定方法による算定の重要な前提について合理性を確認した。

- ・市場株価基準方式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ことを確認している。以上から、市場株価基準方式による算定の内容に不合理な点は認められない。
 - ・また、DCF方式による分析においては、当社が作成した当社の2026年2月期から2028年2月期までの3期分の本事業計画における収益や投資計画、当社の財務情報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、2026年2月期第2四半期以降において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(加重平均資本コスト)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方式による分析に用いられた割引率及び残存価値の算定に関する永久成長率については、PwCが第三者算定機関としての専門的見地から設定したものであり、これらの数値の算出根拠及び算出方法等についても特に不合理な点は認められない。
 - ・DCF方式の算定の基礎となっている本事業計画は公開買付者関係者から独立した者による主導の下、作成されているなど、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るほか、本事業計画は、当社が2023年4月21日に公表した新連結中期経営計画(2024年2月期から2026年2月期まで)及び2024年4月19日に公表した新連結中期経営計画の補正の作成において前提とした事業計画を元に、新連結中期経営計画の策定及び補正時から現在までの市場環境の変化、足元の収益環境及び当社の業績等を踏まえ、当社がより現状に即した客観的かつ合理的と考える財務予測に基づいて作成されたものであり、本事業計画の各対象年度の計画値についてはその蓋然性が認められる。
 - ・以上のとおり、株式価値算定の前提となった本事業計画は、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。
 - ・そして、本株式価値算定書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、市場株価基準方式法により算定された価格帯の上限を超えており、かつ、DCF方式により算定された価格帯の範囲内にある。
- (イ) 当社株式の市場価格に対するプレミアム
- ・本公開買付価格である1,700円のプレミアム水準は、本公開買付けの実施についての公表日の前々営業日である2025年7月10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の終値1,469円に対して15.72%、基準日までの直近1ヶ月間の終値単純平均値1,440円に対して18.06%、同直近3ヶ月間の終値単純平均値1,354円に対して25.55%、同直近6ヶ月間の終値単純平均値1,323円に対して28.50%のプレミアムが加算されたものであり、当該プレミアム水準は、経済産業省の「公正なM & Aの在り方に関する指針」が公表された2019年6月28日以降、2025年7月3日までに公開買付けが成立した非公開化を目的としたマネジメント・バイアウト(MBO)案件85例における、公表日前営業日の終値、並びに過去1ヶ月間、3ヶ月間及び6ヶ月間の終値の単純平均値それぞれに対するプレミアムの中央値は、対公表日前営業日終値：42.20%、対過去1ヶ月間：43.70%、対3ヶ月間：45.90%、対6ヶ月間：46.60%である。

- ・確かに、これらの事例と比較すれば、本公開買付価格の基準日の終値及び直近1ヶ月間の当社株式の市場株価に対するプレミアムについては必ずしも高い水準とは言い難い。他方で、当社株式の株価推移について、直近3ヶ月においては当社株式に係る市場株価が一定の上昇傾向にあることを踏まえると、必ずしも直近の終値及び直近1ヶ月間のプレミアムのみを重視するのではなく、直近3ヶ月間及び直近6ヶ月間のプレミアムも相応に勘案することが適切である。また、一般にPBR(株価純資産倍率)が高い銘柄は既に株式市場において企業価値が高く評価されているため、公開買付け案件における市場価格に対するプレミアム率は低くなる傾向にあるところ、基準日時点の当社のPBRは2倍を大きく上回る水準にあることを踏まえれば、本公開買付価格においても一定のプレミアムは付されているという見方も可能であり、類似事案の中央値との比較のみを重視するものではないとも言い得る。これらを踏まえ、本公開買付価格のプレミアム水準が一概に不十分であるとまでは評価できず、本公開買付価格の妥当性については、これを裏付ける他の事情を勘案した上で判断すべきであるといえる。

(ウ) マジョリティ・オブ・マイノリティ条件の設定

- ・下記オ(ウ)に記載のとおり、本公開買付けにはいわゆるマジョリティ・オブ・マイノリティ条件に相当する買付予定数の下限の設定がなされている。マジョリティ・オブ・マイノリティ条件を設定することは、一般株主の過半数が取引条件について満足していることを直接確認することを通じて、一般株主による判断機会の確保をより重視することにつながる。また、マジョリティ・オブ・マイノリティ条件を設定する場合において、公開買付けを成立させるためには、一般株主の過半数の満足が得られると想定される水準の取引条件とすることが必要となるため、取引条件の形成過程における対象会社の交渉力が強化され、一般株主にとって有利な取引条件で公開買付けが行われることに資するという機能も有する。
- ・すなわち、本件において、マジョリティ・オブ・マイノリティ条件に相当する買付予定数の下限が設定されていることは、本取引の取引条件(本公開買付価格を含む。)の妥当性を高める要素として考慮することができる。

(エ) 交渉過程・価格決定プロセス

- ・本特別委員会は、公開買付者との間で、本公開買付価格を含む本取引における諸条件について協議・交渉を行い、その結果として、公開買付価格は計4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(1,500円)から約13.33%(小数点以下第三位を四捨五入をしております。)の価格の引き上げを実現している。
- ・以上のとおり、本特別委員会と公開買付者との間で真摯に協議・交渉が行われたものといえる。

(オ) 取引の方法の合理性

- ・公開買付者から提案を受けた現金を対価とする公開買付け及びその後の株式売渡請求又は株式併合の方法による二段階買収という方法は、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公開買付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ため、不合理ではないといえる。
- ・松村氏は、本再出資を通じて、当社に対する間接的な再出資が予定されているが、公開買付者によれば、本再出資における公開買付者の普通株式1株当たりの発行価格を決定する前提となる当社株式の評価額は、本公開買付価格と同一の価格とする予定とのことであり、本再出資について、公開買付価格の均一性の趣旨の観点から不合理な点は認められない。
- ・公開買付者は、本株式譲渡により当社株式を間接的に取得する予定であるが、公開買付者によれば、本株式譲渡における松村屋株式の譲渡価額を決定する前提となる当社株式の評価額は、本公開買付価格と同一の価格としているとのことであり、本株式譲渡について、公開買付価格の均一性の観点から不合理な点は認められない。

(オ) 小括

- ・以上のとおり、(a)()独立した第三者算定機関であるPwCによる株式価値算定の算定方法及び算定内容(算定において基礎とした本事業計画の内容を含む。)には、特に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、本株式価値算定書における市場株価基準方式により算定された価格帯の上限値を上回っており、DCF方式により算定された価格帯の範囲内にあること、()プレミアム水準については、類似案件に比して必ずしも高い水準とは言い難いものの、一概に不十分とまでは評価できないこと、()マジョリティ・オブ・マイノリティ条件が設定されており、本取引の取引条件の妥当性を高める要素として機能し得ること、及び()公開買付者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亘り相当程度の価格の引き上げが実現されたことを総合的に勘案すれば、本公開買付価格は妥当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、当社の少数株主の利益を図る観点から、本取引の取引条件の妥当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

- ・当社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、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。
- ・本取引においては、本特別委員会が当社と公開買付者との間の公開買付価格等の取引条件に関する交渉過程(アドバイザーであるPwCを介して行われた協議、交渉等を含む。)に実質的に関与していたといえる。
- ・当社は、公開買付者関係者、当社及び本取引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、PwCを選任し、本公開買付価格に関する公開買付者との交渉方針に関する助言を含めて、本取引の検討過程全般にわたって財務的見地からの助言を得るとともに、公開買付者から提示された本公開買付価格に対する意思決定の過程における公正性を担保するために、本株式価値算定書を取得している。
- ・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公正性及び適正性を確保するために、公開買付者関係者、当社及び本取引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から法的助言を受けている。
- ・当社は、公開買付者関係者から独立した立場で、当社の企業価値の向上及び当社の少数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の、公開買付者関係者から独立性が認められる斉藤征晃専務取締役及びその他の役職員2名のみから構成される体制を当社の社内に構築し、本特別委員会の承認を受けており、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。
- ・本取引は、当社代表取締役社長である松村氏によるマネジメント・バイアウト(MBO)であるため、松村氏は、これまでの全ての本取引に関する議案において、その審議及び決議には一切参加しておらず、2025年7月14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松村氏を関与させない予定である。また、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との協議及び交渉に一切参加していない。
- ・当社は、2025年3月14日に当社の代表取締役社長である松村氏より、当社の株式の非公開化の検討及びボラリスを含む複数のPEファンドとの協議を開始しているとの共有を受けており、公開買付者関係者であるボラリスのほか、別途候補先からも当社株式の非公開化の検討の申し入れを受けた経緯がある。その過程において、公開買付者は、別途候補先との比較を通じて選定が行われる競争環境に置かれていたものと評価できることは、潜在的な買収者の有無を調査する観点から、マーケット・チェックとして一定の効果があったものと認められる。

- ・本公開買付けでは、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。
- ・本公開買付けにおける買付予定数の下限である10,813,295株(所有割合：59.69%)は、公開買付者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数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・マイノリティの条件を満たしている。
- ・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、当社及び公開買付者は、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、当社が公開買付者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、本取引は当社の企業価値向上に資するものと認められ、上記イのとおり、買付け等の価格を含む本取引の条件の妥当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、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旨の意見を表明するとともに、当社株主に対し本公開買付けへの応募を推奨する旨の意見を表明することは適切であると考える。
- ・本諮問事項() (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か)
- ・上記(a)エに記載のとおり、本取引は、当社の企業価値の向上に資するものと認められ、当社の一般株主の利益を図る観点から、取引条件の妥当性及び手続の公正性も認められる。
- ・したがって、当社取締役会が本取引についての決定(すなわち、(a)本公開買付けに賛同の意見を表明し、当社株主に対し本公開買付けへの応募を推奨する旨の決定、並びに、(b)本取引の一環として本公開買付け後に行われるスクイズアウト手続による非公開化手続に係る決定)をすることは、当社の一般株主にとって不利益なものではないと考える。

当社における独立した検討体制の構築

当社は、上記「(2) 意見の根拠及び理由」の「 当社が本公開買付けに賛同するに至った意思決定の過程及び理由」の「() 検討体制の構築の経緯」に記載のとおり、公開買付者関係者から独立した立場で、当社の企業価値の向上及び当社の少数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ための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3月12日に別途候補先から、2025年3月14日にボラリス及び松村氏から、それぞれ当社株式の非公開化に関する初期的な提案を受けた後、公開買付者関係者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、森・濱田松本法律事務所から受けた法的助言を踏まえ、本公開買付価格を含む本取引に係る取引条件に関する交渉及び当社内部における検討過程において、当社は、当社代表取締役かつ公開買付者との間で特別な利害関係を有する松村氏を含まない、公開買付者関係者から独立性が認められる斉藤征晃専務取締役及びその他の役職員2名のみで構成される社内検討体制を構築し、当該体制の下で、事業計画の策定、公開買付者との価格その他の取引条件等の協議・交渉、本特別委員会対応等を含む当社における本取引に関する検討を行いました。なお、これらの取扱いについては、本特別委員会の承認を得ております。

当社における利害関係を有しない取締役(監査等委員を含む。)全員の承認

当社は、森・濱田松本法律事務所から得た法的助言、PwCから得た財務的見地からの助言、本株式価値算定書の内容、本特別委員会から入手した本答申書、公開買付者との間で実施した複数回に亘る継続的な協議の内容並びにその他の関連資料を踏まえ、公開買付者による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否か、及び本公開買付価格を含む本取引に係る取引条件が妥当なものか否かについて慎重に協議・検討を行いました。

その結果、上記「(2) 意見の根拠及び理由」の「 当社が本公開買付けに賛同するに至った意思決定の過程及び理由」の「() 判断内容」に記載のとおり、2025年7月14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(取締役全10名のうち、松村氏を除く当社の取締役9名)の全員一致で、公開買付者とともに本取引を実施することにより、株式市場からの短期的な業績に対する期待に左右されない状況下で大胆な経営改革を行うことが可能となるとともに、本取引によるシナジーの創出を見込むことができることから、本取引が当社の企業価値の向上に資するとの結論に至ったこと並びに本公開買付けが当社の株主の皆様に対して合理的なプレミアムを付した価格及び合理的な諸条件により当社株式の売却の機会を提供するものであると判断したことから、本公開買付けについて賛同の意見を表明するとともに、当社の株主の皆様に対して、本公開買付けへの応募を推奨することを決議しております。

他の買付者からの買付機会を確保するための措置

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が20営業日であるところ、30営業日に設定しているとのことです。公開買付期間を長期に設定することにより、当社の株主の皆様が本公開買付けに応募するか否かについて適切な判断を行う機会を確保するとともに、当社株式について対抗的買収提案者にも対抗的な買付け等を行う機会を確保し、これをもって本公開買付価格の公正性を担保することを企図しているとのことです。

また、公開買付者及び当社は、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。

マジョリティ・オブ・マイノリティ(Majority of Minority)を満たす買付予定数の下限の設定

上記「(2) 意見の根拠及び理由」の「 本公開買付けの概要」に記載のとおり、公開買付者は、本公開買付けにおいて、10,813,295株(所有割合：59.69%)を買付予定数の下限として設定しており、応募株券等の数の合計が買付予定数の下限(10,813,295株)に満たない場合には、応募株券等の全部の買付け等を行わないとのことです。かかる買付予定数の下限(10,813,295株)は、公開買付者及び松村氏と利害関係を有さない当社の株主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)」(当社決算短信に記載された2025年5月31日現在の当社の発行済株式数(18,455,019株)から、同日現在の当社が所有する自己株式数(338,833株)を控除した株式数(18,116,186株)から、本書提出日現在の松村氏が所有する当社株式(4,998,403株)及び不応募合意株式数(1,488,000株)を控除した株式数(11,629,783株)の過半数となる株式数(5,814,892株))を上回るものとのことです。このように、公開買付者は、公開買付者及び松村氏と利害関係を有さ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、本公開買付けを含む本取引を行わないこととし、当社の少数株主の皆様の意思を重視した買付予定数の下限の設定を行っているとのことです。

(7) 公開買付者と当社の株主との間における本公開買付けへの応募その他の本公開買付けに係る重要な合意に関する事項

本応募契約

公開買付者は、本公開買付けに際し、2025年7月14日付で、松村氏との間で本応募契約を締結しているとのことです。本応募契約においては、松村氏が所有する当社株式(4,998,403株、所有割合：27.59%)のうち松村氏が所有する本譲渡制限付株式(4,503株)を除く4,993,900株について本公開買付けに応募することを合意しているとのことです。

本応募契約の概要は以下のとおりとのことです。なお、本応募契約に基づく応募の前提条件は存在しないとのことです。

- ・松村氏は、公開買付者が本公開買付けを開始した場合、速やかに(遅くとも公開買付期間満了日から10営業日前までに)、松村氏が所有する当社株式(4,998,403株、所有割合：27.59%)のうち松村氏が所有する本譲渡制限付株式(4,503株)を除く4,993,900株を本公開買付けに応募するものとし(以下「本応募」という。)、かつ、本応募後、本応募を撤回せず、本応募により成立する応募予定株式の買付け等に係る契約を解除しないものと合意しているとのことです。松村氏は、公開買付者の事前の書面による承諾なく、当社の株主総会の招集請求権、株主提案権を行使せず、また、本公開買付けの決済開始日までの日を権利行使の基準日とする当社の株主総会が開催される場合、松村氏は、当該株主総会における議決権その他の一切の権利行使について、公開買付者の合理的な指示に従って権利を行使するものとされているとのことです。
- ・松村氏は、当社及びその子会社をして、通常の業務の範囲内において善良なる管理者の注意をもってその事業を運営させること、公開買付者が本公開買付けの資金調達のために締結する予定の金銭消費貸借契約を締結するために必要となる合理的な協力を行うことの各誓約事項について合意しているとのことです。
- ・本応募契約において、()公開買付者は、設立及び存続の有効性、本応募契約の有効性及び執行可能性、必要な許認可等の取得及び履践、法令等との抵触の不存在、倒産手続の不存在及び反社会的勢力との取引の不存在等について、()松村氏は、本応募契約の締結有効性、本応募契約の有効性及び執行可能性、必要な許認可等の取得及び履践、法令等との抵触の不存在、倒産手続の不存在、反社会的勢力との取引の不存在、その所有する当社株式の適法かつ有効な所有及び当社及びその子会社の事業に関する事項等について、それぞれ表明及び保証を行っているとのことです。
- ・また、本応募契約においては、上記のほか、契約違反時又は表明保証違反時の補償義務、契約の終了、秘密保持義務等の一般条項が定められているとのことです。本応募契約は、松村氏及び公開買付者が、書面により契約の終了について合意した場合、本公開買付けが撤回された場合、本公開買付けが不成立となった場合には終了することが定められ、また本応募契約に基づく義務の重大な違反があった場合、表明保証の重大な違反があった場合には解除権が発生することが定められているとのことです。

本株式譲渡契約

公開買付者は、松村氏との間で、2025年7月14日付で、本株式譲渡契約を締結しているとのことです。本株式譲渡契約において、本スクイズアウト手続後、松村氏が議決権の全てを所有する松村屋株式の全てを公開買付者に譲渡することを合意しているとのことです。本株式譲渡契約の概要は以下のとおりとのことです。なお、本株式譲渡契約に基づく公開買付者による松村屋株式の譲受けを実行する義務の履行として、本株式譲渡前までに、本新設分割及び本現物分配が適法かつ有効に行われていることが前提条件とされているとのことです。

- ・松村氏は、公開買付者の事前の書面による承諾なく、松村屋の株主総会の招集請求権、株主提案権を行使せず、また、本株式譲渡契約において別途明示的に規定される場合を除き、本株式譲渡契約のクロージング日までの日を権利行使の基準日とする松村屋の株主総会が開催される場合、松村氏は、当該株主総会における議決権その他の一切の権利行使について、公開買付者の合理的な指示に従って権利を行使するものとされているとのことです。
- ・松村氏は、松村屋をして、通常の業務の範囲内において善良なる管理者の注意をもってその事業を運営させる(一定の行為を行わせないことを含む。)よう最大限努力すること、松村屋をして、本新設分割に必要な手続を行わせること等の各誓約事項について合意しているとのことです。

- ・本株式譲渡契約において、()公開買付者は、 設立及び存続の有効性、 本株式譲渡契約の有効性及び執行可能性、 必要な許認可等の取得及び履践、 法令等との抵触の不存在、 倒産手続の不存在及び 反社会的勢力との取引の不存在等について、()松村氏は 本株式譲渡契約の締結有効性、 本株式譲渡契約の有効性及び執行可能性、 必要な許認可等の取得及び履践、 法令等との抵触の不存在、 倒産手続の不存在、 反社会的勢力との取引の不存在、 その所有する松村屋株式の適法かつ有効な所有及び 松村屋、当社及びその子会社の事業に関する事項等について、それぞれ表明及び保証を行っているとのことです。
- ・また、本株式譲渡契約においては、上記のほか、契約違反時又は表明保証違反時の補償義務、契約の終了、秘密保持義務等の一般条項が定められているとのことです。本株式譲渡契約は、松村氏及び公開買付者が、書面により契約の終了について合意した場合、本公開買付けが撤回された場合、本公開買付けが不成立となった場合には終了することが定められ、また本株式譲渡契約に基づく義務の重大な違反があった場合、表明保証の重大な違反があった場合には解除権が発生することが定められているとのことです。

本不応募契約

公開買付者は、本公開買付けに際し、2025年7月14日付で、松村屋との間で本不応募契約を締結しているとのことです。本不応募契約においては、松村屋が所有する当社株式1,488,000株(所有割合：8.21%)の全てについて本公開買付けに応募しないことを合意しているとのことです。

本不応募契約の概要は以下のとおりとのことです。

- ・松村屋は、公開買付者が本公開買付けを開始した場合、松村屋が所有する当社株式1,488,000株、所有割合：8.21%)を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。
- ・松村屋は、 当社及びその子会社をして、通常の業務の範囲内において善良なる管理者の注意をもってその事業を運営させる(一定の行為を行わせないことを含む。)よう最大限努力すること、 公開買付者が本公開買付けの資金調達のために締結する予定の金銭消費貸借契約を締結するために必要となる合理的な協力を行うことの各誓約事項について合意しているとのことです。
- ・本不応募契約において、()公開買付者は、 設立及び存続の有効性、 本不応募契約の有効性及び執行可能性、 必要な許認可等の取得及び履践、 法令等との抵触の不存在、 倒産手続の不存在及び 反社会的勢力との取引の不存在等について、()松村屋は 本不応募契約の締結有効性、 本不応募契約の有効性及び執行可能性、 必要な許認可等の取得及び履践、 法令等との抵触の不存在、 倒産手続の不存在、 反社会的勢力との取引の不存在及び その所有する当社株式の適法かつ有効な所有について、それぞれ表明及び保証を行っているとのことです。
- ・また、本不応募契約においては、上記のほか、契約違反時又は表明保証違反時の補償義務、契約の終了、秘密保持義務等の一般条項が定められているとのことです。本不応募契約は、松村屋及び公開買付者が、書面により契約の終了について合意した場合、本公開買付けが撤回された場合、本公開買付けが不成立となった場合には終了することが定められ、また本不応募契約に基づく義務の重大な違反があった場合、表明保証の重大な違反があった場合には解除権が発生することが定められているとのことです。

本株主間契約

松村氏及びポラリス・ファンドV Iは、2025年7月14日付で、公開買付者及び当社の組織・運営及び株式の取扱い等に関する以下の内容を含む株主間契約を締結しているとのことです。なお、本株主間契約は、一般条項等の一部の条項を除き、本再出資の時点において、その効力が生じることとされているとのことです。

(ア)公開買付者の株式の譲渡、担保権の設定又は承継に関する制限

(イ)松村氏の共同売却請求権及びポラリス・ファンドV Iの共同売却権

(ウ)ポラリス・ファンドV Iの売渡請求権

本同意書

公開買付者は、2025年7月14日付で、ＤＢＪファンドから、法第27条の2第5項、令第8条第5項第3号及び府令第5条第3項第2号の規定に従い、本優先株式の全てを本公開買付けにおける買付け等をする株券の対象としないことにつき、公開買付者との間で同意する旨の書面を取得しているとのことです。

本再出資契約等

松村氏及びポラリス・ファンドⅤは、上記「３．当該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「本公開買付けの概要」に記載のとおり、2025年7月14日付で、本再出資契約を締結しており、本取引成立後、第三者割当の方法により公開買付者に対してその発行済株式総数の5.00%程度に相当する出資を行う旨を合意しているとのことです。

本経営委任契約

ポラリス・ファンドⅤは、上記「３．当該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「本公開買付けの概要」に記載のとおり、2025年7月14日付で、松村氏との間で本経営委任契約を締結しており、本スクイーズアウト手続の成立を効力発生条件として、松村氏に対して、当社グループの取締役及び代表取締役としての職務を委任することを合意しているとのことです。なお、当該職務執行の対価については、本経営委任契約の締結時点と同等の金額とすることを合意しているとのことです。

(8) その他

「2026年2月期 第1四半期決算短信〔日本基準〕(連結)」の公表

当社は、2025年7月14日付で、「2026年2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。詳細については、当該公表資料をご参照ください。

「2026年2月期の中間配当及び期末配当予想の修正(無配)及び株主優待制度の廃止に関するお知らせ」の公表

当社は、2025年7月14日開催の取締役会において、本公開買付けが成立することを条件に、2026年2月期の中間配当及び期末配当を行わないこと及び株主優待制度を廃止することを決議いたしました。詳細については、「2026年2月期の中間配当及び期末配当予想の修正(無配)及び株主優待制度の廃止に関するお知らせ」をご参照ください。

4 【役員が所有する株券等の数及び当該株券等に係る議決権の数】

氏名	役職名	所有株式数(株)	議決権の数(個)
松村 厚久	代表取締役社長	4,998,403	49,984
斉藤 征晃	専務取締役 グループ経営管理本部長	20,201	202
樋口 康弘	常務取締役	37,563	375
矢口 健一	常務取締役	1,603	16
青木 俊之	常務取締役 社長室長	743	7
池田 航平	常務取締役 グループ営業開発推進室長	743	7
山野 幹夫	取締役		
石田 茂之	取締役		
齋藤 哲男	取締役	8,700	87
西村 康裕	取締役	2,700	27
計		5,070,656	50,705

(注1) 役職名、所有株式数及び議決権の数は、本書提出日現在のものです。

(注2) 取締役山野幹夫、石田茂之、齋藤哲男及び西村康裕は社外取締役であります。

(注3) 所有株式数及び議決権の数は、それぞれ当社役員持株会を通じた所有株式数及びそれらに係る議決権の数を含めた数を記載しております。

5 【公開買付者又はその特別関係者による利益供与の内容】

該当事項はありません。

6 【会社の支配に関する基本方針に係る対応方針】

該当事項はありません。

7 【公開買付者に対する質問】

該当事項はありません。

8 【公開買付期間の延長請求】

該当事項はありません。

以上