

## 【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】	2023年9月28日
【報告者の名称】	株式会社システム情報
【報告者の所在地】	東京都中央区勝どき1-7-3 勝どきサンスクエア7F
【最寄りの連絡場所】	東京都中央区勝どき1-7-3 勝どきサンスクエア7F
【電話番号】	03(5547)5705
【事務連絡者氏名】	経営管理部長 水本 幸一
【縦覧に供する場所】	株式会社システム情報 (東京都中央区勝どき1-7-3 勝どきサンスクエア7F) 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、株式会社システム情報を指します。
- (注2) 本書中の「公開買付者」とは、株式会社BCJ-76を指します。
- (注3) 本書中の記載において、計数が四捨五入又は切捨てされている場合、合計として記載される数値は計数の総和と必ずしも一致しません。
- (注4) 本書中の「法」とは、金融商品取引法（昭和23年法律第25号。その後の改正を含みます。）をいいます。
- (注5) 本書中の「本公開買付け」とは、本書提出に係る公開買付けをいいます。
- (注6) 本書中の「株券等」とは、株式に係る権利をいいます。
- (注7) 本書中の記載において、日数又は日時に記載がある場合は、特段の記載がない限り、日本国における日数又は日時を指すものとしします。
- (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。

## 1【公開買付者の氏名又は名称及び住所又は所在地】

名称 株式会社BCJ-76  
所在地 東京都千代田区丸の内一丁目1番1号 パレスビル5階

## 2【公開買付者が買付け等を行う株券等の種類】

普通株式

## 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、2023年9月27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全員（監査等委員を含みます。）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

本「(2) 意見の根拠及び理由」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、本書提出日現在、Bain Capital Private Equity, LPが投資助言を行う投資ファンド及びそのグループ（以下、個別に又は総称して「ベインキャピタル」といいます。）により持分の全てを間接的に所有されている合同会社BCJ-75（以下「公開買付者親会社」といいます。）の完全子会社であり、当社株式を所有し、当社の事業活動を支配及び管理することを主たる目的として、2023年9月13日付で設立された株式会社であるとのことです。なお、本書提出日現在、公開買付者及び公開買付者親会社は当社株式を所有していないとのことです。

ベインキャピタルは全世界で約1,750億米ドルの運用資産を持つ国際的投資会社であり、日本においては2006年に東京拠点を開設して以来、50名以上の従業員により投資先に企業価値向上に向けた取り組みを進めているとのことです。主に事業会社・コンサルティング会社での経験を有するプロフェッショナルを中心に構成されており、一般的な投資会社の提供する資本・財務的支援にとどまらず、事業運営を現場レベルで支援することで着実に成長戦略を実行し、数々の価値向上施策を成功に導いた実績を有しているとのことです。ベインキャピタルは、日本においては、株式会社IDAJ（以下「IDAJ」といいます。）、株式会社エビデント（旧オリンパスの科学事業）、インパクトホールディングス株式会社、株式会社マッシュホールディングス、日立金属株式会社（現株式会社プロテリアル）、株式会社ネットマーケティング、株式会社トライステージ、株式会社Linc'well、日本セーフティー株式会社、株式会社イグニス、株式会社キリン堂ホールディングス、ヘイ株式会社（現STORES株式会社）、株式会社ニチイ学館、昭和飛行機工業株式会社、チーターデジタル株式会社（現エンバーポイント株式会社、以下「エンバーポイント」といいます。）、株式会社Works Human Intelligence（以下「WHI」といいます。）、東芝メモリ株式会社（現キオクシア株式会社）等、30社に対して、そしてグローバルでは1984年の設立以来約300社、追加投資を含め1,150社以上に対して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。）のプライム市場（以下「東京証券取引所プライム市場」といいます。）に上場している当社株式の全て（但し、当社が所有する自己株式及び存続予定株式（以下に定義します。）を除きます。）を取得することにより、本取引の一環として、本公開買付けを実施することとしたとのことです。

本公開買付けに際し、公開買付者は、2023年9月27日付で、当社の創業者であり2019年12月まで代表取締役会長であった、当社の第3位の大株主である松原春男氏（以下「松原春男氏」といいます。）の資産管理会社であり、当社の第1位の大株主である株式会社エイチエムティ（以下「エイチエムティ」といいます。）との間で、エイチエムティが、その所有する当社株式の全て（2,627,600株、所有割合（注1）：11.37%。以下「エイチエムティ存続予定株式」といいます。）について本公開買付けに応募しないこと、本臨時株主総会（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）」において定義します。以下同じです。）において、その所有する全ての当社株式に関して、本株式併合（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）」において定義します。以下同じです。）に関する議案に賛成すること、また、本株式併合の効力発生後に当社が実施する予定の本自己株式取得（以下に定義します。以下同じです。）に応じてエイチエムティ存続予定株式の全てを売却すること等を内容に含む公開買付不応募契約（以下「本不応募契約（エイチエムティ）」といいます。）を締結しているとのことです。



本公開買付けにおいて、公開買付者は、11,773,700株（所有割合：50.96%）を買付予定数の下限として設定しており、本公開買付けに応じて売付け等がなされた株券等（以下「応募株券等」といいます。）の総数が買付予定数の下限に満たない場合には、応募株券等の全部の買付けを行わないとのことです。

他方、上記のとおり、本公開買付けは、当社株式を非公開化することを目的としておりますので、買付予定数の上限は設けておらず、買付予定数の下限（11,773,700株、所有割合50.96%）以上の応募があった場合は、応募株券等の全ての買付け等を行うとのことです。なお、買付予定数の下限は、当社の自己株式控除後発行済株式総数（23,101,978株）に係る議決権数（231,019個）に3分の2を乗じた数（154,013個、小数点以下を切り上げ）から、存続予定株式3,627,600株に係る議決権数（36,276個）を控除した議決権数（117,737個）に100株を乗じた数としているとのことです。かかる買付予定数の下限を設定したのは、公開買付者は、本公開買付けにおいて、当社株式の全て（但し、当社が所有する自己株式及び存続予定株式を除きます。）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存続予定株主のみとするための一連の手続（以下「本スクイーズアウト手続」といいます。）を実施することを要請する予定であるところ、本スクイーズアウト手続として株式併合の実施を想定しているため、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、本スクイーズアウト手続の実施を確実に遂行すべく、本公開買付け後に公開買付者及び存続予定株主が当社の総議決権数の3分の2以上を保有することとなるようにするためとのことです。

公開買付者は、本公開買付けが成立した場合、公開買付者親会社から47億円を限度とする出資を受けるとともに、株式会社三菱UFJ銀行及び株式会社あおぞら銀行から本公開買付けに係る決済の開始日（以下「本決済開始日」といいます。）の前営業日前までに138億円を上限として借入（以下「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等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、株式会社三菱UFJ銀行及び株式会社あおぞら銀行と別途協議の上、本買収ローンに係る融資契約において定めることとされているとのことです。本買収ローンに係る融資契約では、公開買付者が本公開買付けにより取得する当社株式が担保に供されることが予定されているとのことです。

また、公開買付者は、本スクイーズアウト手続後、当社がエイチエムティ存続予定株式を取得すること（以下「本自己株式取得」といい、本自己株式取得に係る自己株式取得価格を「本自己株式取得価格」といいます。）を実施することを予定しているとのことです。本自己株式取得は、本株式併合後、有価証券報告書提出義務免除承認前に実施する可能性があります。当社株式の上場廃止後であり、上場廃止後の株式は自社株公開買付け（金融商品取引法（昭和23年法律第25号。その後の改正を含みます。以下「法」といいます。）第27条の22の2に定める公開買付けをいいます。以下同じです。）の対象となる「上場株券等」（法第24条の6第1項、令第4条の3）に該当しないため、公開買付者は、自社株公開買付けを実施しない予定とのことです。また、本自己株式取得価格は、みなし配当の益金不算入規定が適用されることを考慮して、仮にエイチエムティが本公開買付けに応募した場合の税引後手取り額と本自己株式取得に応じた場合に得られる税引後手取り額が同等となる金額として、本株式併合前の当社株式1株当たり737円を予定しているとのことです。本自己株式取得は、公開買付価格の最大化と株主間の公平性を両立させる観点からペインキャピタルからエイチエムティに提案したものととのことです。

さらに、公開買付者は、本スクイーズアウト手続及び本自己株式取得後に、本スクイーズアウト手続及び本自己株式取得の完了を条件として、公開買付者を株式交換完全親会社、当社を株式交換完全子会社とし、株式交換の対価を公開買付者親会社（注3）のA種優先株式（以下「本A種優先株式」といいます。）とする株式交換（以下「本三角株式交換」といいます。）を実施する予定とのことです（注4）。本三角株式交換の成立後は、当社の株主は公開買付者のみとなり、松原奨学財団に対して本A種優先株式が交付される予定とのことです。本三角株式交換の具体的な日程等の詳細については本書提出日現在では未定とのことです。本A種優先株式の内容としては、公開買付者親会社が剰余金の配当を行う場合、本A種優先株式を有する株主に対し、普通株式を有する株主に先立って配当を行うこと、本A種優先株式は公開買付者親会社の株主総会の議決権を有さないこと、公開買付者親会社が公開買付者親会社株式の上場をする場合、公開買付者親会社の取締役会（取締役会非設置の場合は取締役）により定める日をもって、公開買付者親会社は本A種優先株式の全部を、同価値の公開買付者親会社の普通株式を対価として取得することができるが、それぞれ定められる予定とのことです。

（注3） 公開買付者親会社は、本公開買付けの決済開始日から本三角株式交換の効力発生日までの間に、合同会社から株式会社に組織変更することを予定しているとのことです。

（注4） 本三角株式交換の交換比率を定めるにあたっては、公開買付価格の均一性（法第27条の2第3項）の趣旨に反しないよう、松原奨学財団所有株式の価値は本公開買付けにおける当社株式の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。）と同額で評価し、本公開買付価格よりも有利な条件とならない株式交換比率を設定するとのことです。なお、本A種優先株式には優先配当権が付与されていますが、議決権が付与されていないので、公開買付者親会社の普通株式の時価と同一

と評価する予定とのことです。また、公開買付者親会社の普通株式の価値を評価する前提となる当社株式の価値は、本公開買付価格と同額と評価する予定とのことです。

松原奨学財団は、公開買付者親会社の本A種優先株式を継続して所有することが予定されていますが、その理由は、経済的に困窮している学生や、経済的理由から進学を断念せざるを得ない若者を支援する松原奨学財団の公益性の高さに鑑みて、松原奨学財団に対し本取引後も継続して返還不要の給付型奨学金を支給する原資を提供する意義があると公開買付者が考え、その方法として、松原奨学財団が本A種優先株式を所有し、その配当として松原奨学財団に対し当社から受領していたのと同等の金額の配当を行うこととしたためであり、松原奨学財団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とのことです。

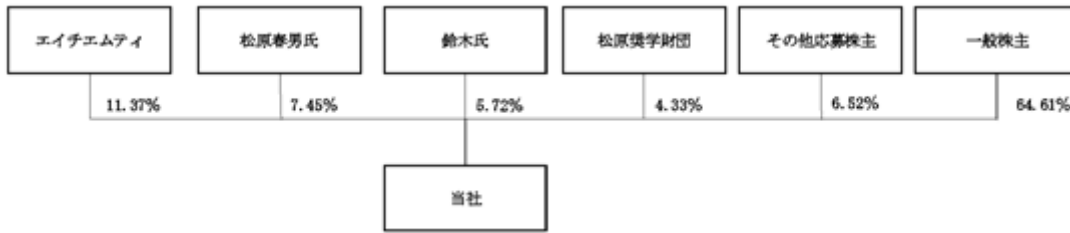
加えて、本スクイーズアウト手続及び本自己株式取得後に、本スクイーズアウト手続及び本自己株式取得の完了を条件として、公開買付者親会社に対する鈴木氏の出資割合が2.9%程度及びエイチエムティの出資割合が1%程度となるように、鈴木氏及びエイチエムティが本取引により受領した金銭の一部を公開買付者親会社に再出資することを予定しているとのことです（以下、鈴木氏及びエイチエムティによる公開買付者親会社に対する再出資を「本再出資」といいます。）。なお、鈴木氏及びエイチエムティの出資割合は、本取引後の鈴木氏及び松原春男氏の当社の経営に対する関与の程度を踏まえ、鈴木氏及びエイチエムティに対し本取引後の当社の企業価値向上に向けたインセンティブを付与する必要性を考慮して、公開買付者が鈴木氏及びエイチエムティと協議の上で合意したものであるとのことです。また、公開買付価格の均一性（法第27条の2第3項）の趣旨に抵触しないよう、本再出資における公開買付者親会社の普通株式1株当たりの払込価額を決定する前提となる当社株式の評価は、本公開買付価格と同一の価格とし、かつ（本再出資が第三者割当増資の方法により行われる場合は）払込価額が「特に有利な金額」（会社法第199条第3項）に該当しない金額（但し、本スクイーズアウト手続として実施する本株式併合における当社株式の併合の割合に基づき形式的な調整を行う予定とのことです。）にする予定であり、本公開買付価格よりも有利な条件が設定されているものではないとのことです。

鈴木氏から公開買付者親会社が再出資を受ける理由は、鈴木氏は、本取引後は退任予定ではあるものの、適切な後任者が決定されるまでの一定期間は、下記「(7)本公開買付けに係る重要な合意に関する事項」の「本経営委任契約」のとおり、本公開買付け後の当社の経営に関して、ペインキャピタルと鈴木氏との間で、当社の代表取締役としての職務を委託する旨の経営委任契約（以下「本経営委任契約」といいます。）を締結したうえで、現任のまま代表取締役社長として留任することを予定しているとのことです。また、鈴木氏は、退任後も顧問又は会長等の類似する役職に就き、当社の経営について一定程度関与することを予定しており、鈴木氏に対して、本取引後も、当社の企業価値向上に向けた共通のインセンティブを有してもらうことを企図したものであるとのことです。鈴木氏による再出資は、鈴木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とのことです。エイチエムティが再出資をする理由は、当社の創業者である松原春男氏より、本取引後も当社の事業の発展に貢献したいという意向が示されたことから、公開買付者としても、松原春男氏がその資産管理会社であるエイチエムティからの出資を通じて引き続き当社を支援することに意義があると考えたものであり、松原春男氏及びエイチエムティ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とのことです。

<本公開買付け及びその後の想定されている各手続のストラクチャー概要図>

以下は、本公開買付け及びその後に想定されている手続のストラクチャーの概要を図示したものです。

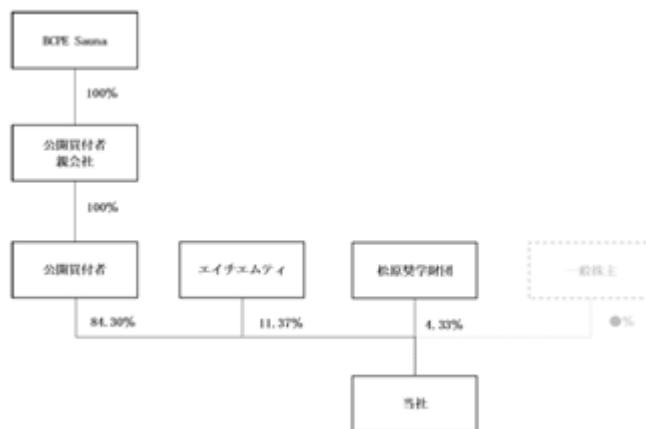
現状



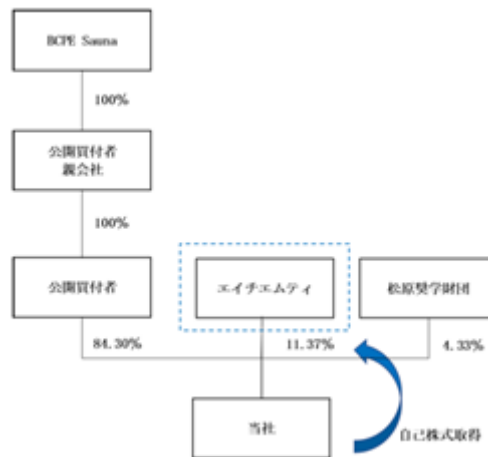
本公開買付け成立後



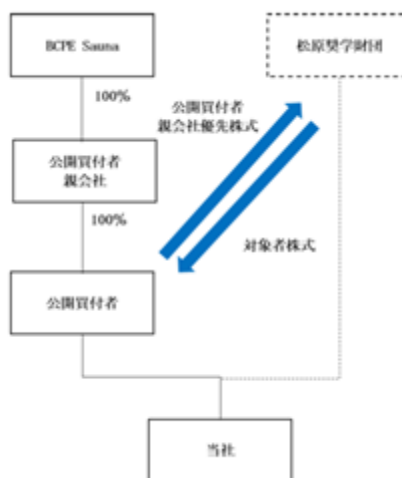
本スクイーズアウト手続実施後



本自己株式取得



本三角株式交換



本再出資



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

(a) 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、1980年に東京都港区において受託ソフトウェア開発を目的とする会社として創業し、2000年に本社を東京都中央区勝どきに移転しました。当社は、情報サービス業（ソフトウェア開発サービス）を主たる業務としており、顧客より請け負った受託開発業務を中心に、主にソフトウェアの設計・開発・導入・維持管理等の業務を実施しております。

当社株式は2013年10月に東京証券取引所JASDAQ（スタンダード）へ上場し、その後、2018年9月に東京証券取引所市場第二部へ市場変更、2019年3月に東京証券取引所市場第一部指定を受けた後、2022年4月に東京証券取引所が新しい市場区分へ再編されたことに伴い、プライム市場指定を受けました。

当社は、長年の開発実績に基づき、品質保証のための世界標準であるCMMI®（注5）について、2012年11月に最高位のレベル5を達成しており、また、2015年11月、2018年10月、2021年9月にレベル5を継続して達成

しております。さらに、プロジェクト管理の国際標準的な資格であるPMP®（注6）についても、全従業員に占める資格取得率において日本国内でトップクラスに位置しているものと認識しております。

（注5） CMMI®（Capability Maturity Model Integrationの略）とは、米国カーネギーメロン大学（CMU）のsoftware工学研究所（SEI）が開発したソフトウェア開発プロセスの能力成熟度モデルであります。現在ではsoftware開発能力を測る国際標準的な指標となっております。

（注6） PMP®（Project Management Professionalの略）とは、米国PMI（Project Management Institute）が認定するプロジェクトマネジメントに関する資格であります。PMIが発行する知識体系ガイド（PMBOK®=A Guide to Project Management Body of Knowledge）に基づくプロジェクトマネジメントエリアに関する知識と理解度ををはかることをその目的としております。現時点ではプロジェクトマネジメントに関する国際標準的な資格となっております。

また、当社においては、このCMMI®、PMP®をベースに独自の開発標準（SICP（注7））を策定し、積極的に品質強化に努めております。この開発標準（SICP）は、組織方針、標準プロセス、標準書式、組織ベースラインから構成されており、当社グループが受託する全ての開発プロジェクトへの適用を義務付けており、これらに基づき、より品質の高いシステムの開発を実現することを経営の最重要課題として取り組み、主に保険・共済、金融、流通・サービス、製造、通信、官公庁などの業種・業態向けの業務システム開発を行っております。

（注7） SICP（SI&C system Integration Control Processの略）

当社が主力としている企業向け総合ITサービス事業の分野では、DX技術を活用してビジネスを大きく変化させることや新規ビジネスを創出する「攻めのIT戦略」でのシステム活用が高まっております。

これまで当社は、上記に記載の品質の高いシステム開発を柱として、大手ITベンダー等から安定的に受注を確保してきておりますが、世界的な新型コロナウイルス感染症の流行を契機に、リモートワークやDXといった動きが加速化し、大手ITベンダーがDXプロジェクトの川下に、中小のITベンダーが逆に川上にそれぞれ事業領域拡大を試みているなど、競争が激化している事業環境の中では、企業等のエンドユーザーから直接案件を受注することが重要となっており、そのための企業等のエンドユーザーへのクラウド・AI・セキュリティ等の新規提案ソリューション及び顧客基盤の拡充と、それを実現可能とするための人材の採用力強化及び採用した人材が高いモチベーションを持って働くことが可能な環境の整備が、昨今の当社の重要課題となっております。

かかる認識のもと、当社の代表取締役社長である鈴木氏は、当社が2013年10月に上場して以来、プロジェクト管理を強みとして事業を拡大してきたものの、上記の経営課題に対する問題意識があり、当社のさらなる成長及び企業価値向上を実現するためには、当社独自の経営努力に加え、外部の経営資源をも活用することが有益であると考えました。

鈴木氏は、このような当社を取り巻く経営環境及び事業の状況を認識したため、当社の経営施策について幅広く意見交換をする目的で、2023年4月下旬に、株式会社SBI証券を介してベインキャピタルと初回の面談を行いました。ベインキャピタルとの面談を通じて、ベインキャピタルによる投資先企業に対する一般的な経営支援の内容、ベインキャピタルのグローバル及び日本におけるソフトウェア関連領域への投資実績及び当社の経営戦略に対する初期的な方向性について、意見交換及びディスカッションを行い、ベインキャピタルがグローバルにソフトウェア業界の企業の投資実績を多く持ち、日本においてもWHI、エンパーポイント、IDAJ等への投資実績等、類似業界における豊富な投資の経験を有し、当社の事業に深い知見を有していることについて認識したとのことです。

鈴木氏は、継続してベインキャピタルとの意見交換及びディスカッションを行うことが有用であると考えたことから、ベインキャピタルと当社の経営施策の方向性及び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とし、2023年5月上旬から7月上旬にかけて、当社が属する受託システム開発業界の業界環境、当該業界環境を踏まえた経営施策の方向性、ベインキャピタルが実施する当社への経営支援として想定される内容及び最適な資本構成について、両社で複数回意見交換を実施したとのことです。

当該協議の中で、鈴木氏は、ベインキャピタルが世界的に著名で日本においても豊富な投資経験及び確実な案件遂行能力を有するのみならず、グローバル及び日本においてソフトウェア関連領域における数多くの投資を実行しており、当社の事業分野に深い知見及びプレゼンスを有すること、経営コンサルティング又は事業会社での実務経験を有するプロフェッショナルを数多く抱えており、積極的に投資先企業の経営支援に参画し、必要に応じて経験豊富な「手の動く」メンバーが現場に入り、優先度の高い経営課題を徹底的にサポート、コンサルティング・アプローチを活用した成長戦略の設計・遂行に強みを持ち、事業拡大の実績を有すること、並びに 当社の事業及び今後の成長戦略に関する造詣が深いことから、ベインキャピタルが当社の最適なパートナーであると2023年7月上旬に判断するに至ったとのことです。なお、鈴木氏は、ベインキャピタルとの協議と並行して、2023年7月上旬に他のプライベート・エクイティ・ファンド（以下「A社」といいます。）から当社の経営政策の方向性及び非公開化を含めた資本政策について提案を受けたものの、当該提案の



内容も踏まえ、当社の今後の事業を成長させるためのサポートを受けるパートナーとしては、ベインキャピタルがより適切であると判断し、A社との協議を打ち切ったとのことです。

鈴木氏は、企業等のエンドユーザーから直接案件を受注することが重要となる中で、下記「(b)本公開買付け後の経営方針等」に記載のベインキャピタルからの支援を受けられることは、当社のクラウド・AI・セキュリティ等の新規提案ソリューション及び顧客基盤の拡充に大きく資することとなり、また、ベインキャピタルが持つ経営ノウハウ及びハンズオンでのサポートやグローバルネットワークを活用することは、当社の企業価値向上に繋がると判断したとのことです。

また、上記のように当社が急務であると認識している課題を当社単独で解決するために、必要な投資や経営施策を実行し、優秀な人材を採用・確保するには、短期的には利益水準の低下、キャッシュ・フローの悪化等を招来するおそれがあると考えたとのことです。そのため、上場を維持したままでこれらの施策を実行すれば、当社の株主の皆様に対して、短期的には財務状況の悪化による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く、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ったとのことです。

その上で、鈴木氏は、変化のスピードが速い事業環境の中、当社の経営課題への早急な対応の必要性に鑑み、新たな第三者が専門性の高い複雑な当社の事業について理解を深め、当社との信頼関係を構築する時間的猶予は限られていること、及び上場会社としての情報管理の観点からオークションプロセスによるパートナーの選定が難しいことを踏まえると、ベインキャピタルが類似業界における豊富な投資実績、知見及びネットワークを有していること並びに当社グループの事業及び今後の成長戦略に対する造詣が深いことから、ベインキャピタルが当社グループにとって経営資源の提供者として最適であると判断するに至ったとのことです。

一方で、ベインキャピタルにおいても当社が高いプロジェクトマネジメント能力を持つこと及び安定した顧客基盤を持つことについて高く評価したことから、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、2023年7月12日に初期的な意向を表明する提案書（以下「意向表明書」といいます。）を提出し、同日、当社から検討に必要な体制を構築した上で、提案内容を検討する旨の連絡を受領したとのことです。

その後、ベインキャピタルは、2023年7月中旬から9月上旬まで当社に関するデュー・ディリジェンスを実施し、当社の事業及び財務の状況を総合的に分析し、検討を進めたとのことです。

ベインキャピタルは、上記のデュー・ディリジェンスの実施と並行して、2023年8月下旬に松原春男氏に対し、本公開買付けへの応募を含む本公開買付けの成立に向けた協力を要請したところ、同年9月下旬に、松原春男氏からはその所有する当社株式の全てを本公開買付けに応募する意向が示されたとのことです。また、2023年8月下旬に、エイチエムティに対しては、みなし配当の益金不算入規定が適用されることを考慮し公開買付け価格の最大化と株主間の公平性を両立させる観点から、本公開買付けに応募せず、本公開買付けへの不応募及び本スクイズアウト手続完了後の本自己株式取得に向けた協力を要請したところ、同年9月下旬に、エイチエムティからはその所有する当社株式の全てを本公開買付けに応募しないことについて応諾する意向が示されたとのことです。松原春男氏及びエイチエムティは、本公開買付けへの応募の可否について、エイチエムティによる再出資の有無及び再出資比率とは関係なく、公開買付け価格が少数株主に対して十分に配慮された水準であることを前提に、基本的な方向性に同意したとのことです。また、ベインキャピタルは、2023年8月下旬に、同月下旬に実施した松原春男氏との面談の中で非公開化後もエイチエムティからの出資を通じて当社を支援したいとの要請を受けていたことを踏まえ、エイチエムティによる再出資の可否を検討した結果、ベインキャピタルとしても、松原春男氏のこれまでの当社の経営知見が、当社の事業拡大に資すると判断し、本再出資を提案し、同年9月下旬に、エイチエムティより応諾の意向が示されたとのことです。

また、公開買付者は、松原奨学財団については、本公開買付けに応募した場合、同財団が支給する返済不要の給付型奨学金の原資としていた当社株式の配当が得られなくなるところ、公開買付者は、経済的に困窮している学生や、経済的理由から進学を断念せざるを得ない若者を支援する松原奨学財団の公益性の高さに鑑みて、松原奨学財団に対し本取引後も継続して返済不要の給付型奨学金を支給する原資を提供する意義があると考え、2023年8月下旬、松原奨学財団に対して、松原奨学財団がその所有する当社株式の全てを本公開買付けに対し応募しないこととした上で、本スクイズアウト手続後に、本三角株式交換を実施し、本三角株式交換後は、松原奨学財団が本A種優先株式を保有し、その配当として松原奨学財団に対し本取引前に当社から受領していたのと同額の金額の配当を行うスキームを提案したところ、2023年9月下旬に松原奨学財団よりこれを応諾する意向が示されたとのことです。

ベインキャピタルは、当該時点までのデュー・ディリジェンスの途中経過並びに松原春男氏、エイチエムティ及び松原奨学財団との協議等を踏まえて、2023年8月31日に当社に対して、本公開買付け価格を1株当たり810円（提案日である8月31日終値である746円に対して8.58%のプレミアムを加えた価格です。）とする旨の価格提案を行いました。その後、当社より、2023年9月1日、当社株式の株式価値に係る試算結果の報告内容及び本特別委員会（以下に定義します。以下同じです。）からの交渉方針に係る意見を踏まえた上で、本公開買付け価格の増額を要請しました。これを受けて、ベインキャピタルは、2023年9月7日に当社に対して、本公

開買付価格を1株当たり850円（提案日である9月7日終値である774円に対して9.82%のプレミアムを加えた価格です。）とする旨の価格提案（以下「第2回提案」といいます。）を行いました。なお、第2回提案の際に、2023年9月期の期末配当を行わないこと及び2023年9月期より株主優待制度を廃止する方針である旨を通知しております。その後、2023年9月8日、当社から、第三者算定機関による当社株式の株式価値の試算結果、当社の普通株式の市場株価の動向及び過去の類似する取引において付与されたプレミアムの実例等を勘案し、本公開買付価格1株当たり1,080円とする要請をしました。これを受けて、ベインキャピタルは、2023年9月13日に当社に対して、上記当社からの要請を真摯に検討した結果、本公開買付価格については、第2回提案と同じく850円とする旨の提案（以下「第3回提案」といいます。）を行いました。なお、第3回提案の際に、公開買付者より、類似する取引において付与されたプレミアムの実例については、類似する取引におけるべき株価水準と実際の株価水準の乖離を示すものであり、そのことのみをもって本公開買付価格の妥当性が損なわれるものではないと考えられる旨の説明を受けております。

その後、2023年9月14日、当社から第3回提案に対する回答を受領し、第2回提案に対する回答と同様の理由で、本公開買付価格1株につき1,015円とする要請をしました。これを受けて、ベインキャピタルは、2023年9月19日に当社に対して、上記当社からの要請を慎重に検討した結果、本公開買付価格1株当たり880円（9月15日終値である760円に対して15.79%のプレミアムを加えた価格です。）とする旨の提案（以下「第4回提案」といいます。）を行いました。その後、同日に、当社から、第4回提案に対する回答を受領し、依然として少数株主の期待に十分に込められる水準には達していないことから、本公開買付価格1株当たり950円とする要請をしました。これを受けて、ベインキャピタルは、2023年9月21日に当社に対して、上記当社からの要請を慎重に検討した結果、本公開買付価格1株当たり900円（9月20日終値である748円に対して20.32%のプレミアムを加えた価格です。）とする旨の提案（以下「第5回提案」といいます。）を行いました。その後、2023年9月21日に、当社から、本公開買付価格を少数株主の期待に十分に込められる水準に近づけるべく、第5回提案に対する回答を受領し、引き続き、本公開買付価格1株当たり950円とする要請をしました。これを受けて、ベインキャピタルは、2023年9月22日、当社に対して、本公開買付価格について、提示可能な最大限の価格として1株当たり930円（9月21日終値である735円に対して26.53%のプレミアムを加えた価格です。）とする旨の提案（以下「第6回提案」といいます。）を行いました。第6回提案に係る提案価格は、当社からの要請を慎重に検討した結果であるとのことでした。その後、同日、当社から、最終的な意思決定は本特別委員会の答申を踏まえた上で、当社取締役会決議を経てなされるという前提のもと、第6回提案が、当社の少数株主にとって不利益なものではないと考えられることから、ベインキャピタルの提案を承諾する旨の回答をいたしました。

他方、ベインキャピタルは、鈴木氏に対して、2023年9月22日に本公開買付価格が930円となることを伝達し、2023年9月27日付で本応募契約（鈴木氏）を締結したとのことでした。

また、ベインキャピタルは、エイチエムティ、松原春男氏及び松原奨学財団に対して、2023年9月23日に本公開買付価格が930円となること、2023年9月26日に本自己株式取得価格が737円となることを伝達し、2023年9月27日付でそれぞれ本応募契約（エイチエムティ）、本応募契約（松原春男氏）及び本応募契約（松原奨学財団）を締結したとのことでした。

加えて、ベインキャピタルは、その他応募株主に対して、2023年9月25日に本公開買付価格が930円となることを個別に通知し、2023年9月27日付で本応募契約（その他株主）を締結したとのことでした。

#### (b) 本公開買付け後の経営方針等

公開買付者は、ベインキャピタルによるコンサルティング・アプローチを活用した成長戦略・事業構造変革の設計・遂行や人的支援等を通じ、当社を全面的に支援する意向があり、過去の投資実績の経験等を踏まえ、当社に対して、以下のような支援が可能であると考えているとのことでした。

##### ( ) ベインキャピタルの投資先との協業による新規ソリューション及び新規顧客基盤の獲得

ベインキャピタルはグローバルにソフトウェア業界の企業の投資実績を多く持ち、日本においてもWHI、エンパーポイント、IDAJ等への投資実績等、類似業界における豊富な投資の経験を有しているとのことでした。公開買付者は、日本のみならず、ベインキャピタルのネットワークを生かし、ベインキャピタルの海外におけるソフトウェア関連領域の投資先が持つソリューションの販売や導入支援により、当社の新規ソリューションの拡充に寄与すると考えているとのことでした。

また、公開買付者は、ベインキャピタルはこれまで国内において30社の投資実績があり、各投資先及び各投資先の追加買収先において、成長戦略・事業構造変革の遂行を行う過程で、システムの新規導入、既存システムの変更・運用保守の効率化等のニーズを抱えるケースが多く出てきており、当該ニーズを抱えた投資先に当社を紹介することで、当社の新規顧客基盤の獲得に寄与すると考えているとのことでした。

また、公開買付者は、ベインキャピタルのソフトウェア業界の投資先企業においては、システムの新規導入、既存システムの変更・運用保守の効率化等のニーズを抱える顧客も多く存在しており、投資先間での顧客紹介を実施することで、当社の新規顧客基盤の獲得に寄与すると考えているとのことでした。

( ) 中長期の成長に向けた人材及び組織基盤の強化

公開買付者は、当社が今後企業価値を最大化させる基盤として、戦略を迅速に実行していくための人材補強も必要に応じて重要になってくると考えているとのことです。そのような中、既存経営陣と補完の必要性を合意した領域において、ベインキャピタルのグローバルネットワークから豊富な人材タレントを紹介することが可能であると考えているとのことです。ベインキャピタルは、日本国内だけで100名を超える経営人材プールを有しており、これまでの投資先においても経営幹部人材を多数採用しているとのことです。

また、当社では、中期経営計画の基本方針において「高付加価値人材の創出」を掲げているところ、ベインキャピタルは経営人材だけではなく、現場レベルの人材強化にも注力しているとのことであり、プランディングの見直し、採用チームの組成及び従業員向けの施策の見直し等によって、当社の事業発展において不可欠である「高付加価値人材の創出」に寄与すると考えているとのことです。

例えば、すかいらーくグループにおいては、既存経営陣より人材が不足していると要請された人事・財務・営業・店舗開発領域における人材・組織の強化や部署新設を行い、成長を支える組織基盤作りを支援しているとのことです。

( ) M&A及びPMIの支援

公開買付者は、ベインキャピタルはこれまで国内において30社の投資実績があり、その中で培った様々な業界・買収に係る実務ノウハウ・投資後の事業及び組織統合に関する知見やベインキャピタルのネットワークを活用して、能動的に探索し実施することによって、新規の投資機会へのアクセスを最大限に活用し、非連続的な成長に寄与すると考えているとのことです。

具体的には、投資先の選定及びアプローチ、デュー・ディリジェンスの実行及び今後の成長計画の具体化、当社オペレーションとの統合に向けたPMI及び効率的なマネジメント体制の構築、といった一連のプロセスを一気通貫で支援することを想定しているとのことです。

BCPE Sauna Cayman, L.P. (以下「BCPE Sauna」といいます。)は、鈴木氏、エイチエムティ及び松原奨学財団との間で、それぞれ、2023年9月27日付で、本取引後の公開買付者及び当社の運営並びに公開買付者親会社株式の取扱いに関する以下の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。なお、本株主間契約の詳細につきましては、下記「(7)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。

本取引は、いわゆるマネジメント・バイアウト(MBO)に該当するものの、本公開買付け実施後の当社の役員構成を含む経営体制の詳細については、本取引の完了後、当社と協議しながら決定していく予定とのことです。代表取締役社長である鈴木氏については、本取引後は退任予定ではあるものの、ベインキャピタルとの間で、本経営委任契約を締結し、適切な後任者が決定されるまでの一定期間は現任のまま代表取締役社長として留任することを予定しており、退任後も顧問又は会長等の類似する役職に就き、当社の経営について一定程度関与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、本公開買付けが成立した場合、当社の第44期定時株主総会に上程する取締役の選任議案について当社と協議することを予定しており、本臨時株主総会においては、公開買付者の指名する候補者3名を取締役として選任する旨の議案を上程する旨を当社に要請することを予定しているとのことです。かかる予定について当社は口頭で了承しております。公開買付者は、本取引の完了後に、当社と協議の上で、当社の事業の特性や強みを十分に活かして、当社の事業の強化を図るために、経営体制や事業運営の枠組みを構築していく所存であるとのことです。これらの経営体制及び事業運営の枠組みを具現化する施策について現時点で決定している事項はなく、当社の意向も踏まえて方針を決定する予定とのことです。

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

当社は、ベインキャピタルより、2023年7月12日、マネジメント・バイアウト(MBO)の手法による当社株式の非公開化の実現の可能性について検討したい旨の意向を受け、下記「(6)本公開買付け価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置」に記載のとおり、本公開買付け価格の公正性その他本公開買付けを含む本取引の公正性を担保すべく、2023年7月28日付で、ファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関としてトラスティーズ・アドバイザー株式会社(以下「トラスティーズ」といいます。)を、リーガル・アドバイザーとしてTMI総合法律事務所を選任するとともに、本取引の提案を検討するための特別委員会(以下「本特別委員会」といいます。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特別委員会の設置及び意見(答申書)の入手」をご参照ください。)を設置し、本取引に関する提案を検討するための体制を整備いたしました。

上記体制の下、当社は、本取引の目的を含む本公開買付けの概要、本取引が当社に与える影響、本取引後の経営方針の内容や足元の株価動向を踏まえ、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、要請等に基づいて、トラスティーズ及びTMI総合法律事務所の助言を受けながら、公開買付者との間で複数回に亘る協議・検討を重ねてまいりました。

また、本公開買付価格については、当社は、2023年8月31日に公開買付者から本公開買付価格を1株当たり810円とする旨の提案を受けた後、トラスティーズから受けた当社株式の株式価値に係る試算結果の報告内容及び本特別委員会からの交渉方針に係る意見を踏まえた上で、2023年9月1日に、公開買付者に対して本公開買付価格の増額を要請しました。その後も当社は、本特別委員会に対して適時に交渉状況の報告を行い、交渉上重要な局面における本特別委員会からの意見、指示、要請等に基づいた上で、トラスティーズ及びTMI総合法律事務所の助言を受けながら、本公開買付価格について、公開買付者との間で協議・交渉を行いました。

具体的には、当社は、2023年9月7日、ベインキャピタルから本公開買付価格を1株当たり850円とする旨の第2回提案を受けました。その後、2023年9月8日、当社から、第三者算定機関による当社株式の株式価値の試算結果、当社の普通株式の市場株価の動向及び過去の類似する取引において付与されたプレミアムの実例等を勘案し、本公開買付価格1株当たり1,080円とする要請をしました。これを受けて、ベインキャピタルは、2023年9月13日に当社に対して、本公開買付価格については、第2回提案と同じく850円とする旨の第3回提案を行いました。

その後、2023年9月14日、当社は、第2回提案に対する回答と同様の理由で、本公開買付価格1株につき1,015円とする要請をしました。これを受けて、ベインキャピタルは、2023年9月19日に当社に対して、本公開買付価格1株当たり880円とする旨の第4回提案を行いました。その後、同日に、当社は、依然として少数株主の期待に十分に答えられる水準には達していないことから、本公開買付価格1株当たり950円とする要請をしました。これを受けて、ベインキャピタルは、2023年9月21日に当社に対して、本公開買付価格1株当たり900円とする旨の第5回提案を行いました。その後、2023年9月21日に、当社は、本公開買付価格を少数株主の期待に十分に答えられる水準に近づけるべく、引き続き、本公開買付価格1株当たり950円とする要請をしました。これを受けて、ベインキャピタルは、2023年9月22日、当社に対して、本公開買付価格について、提示可能な最大限の価格として1株当たり930円とする旨の第6回提案を行いました。その後、同日、当社は、最終的な意思決定は本特別委員会の答申を踏まえた上で、当社取締役会決議を経てなされるという前提のもと、第6回提案が、当社の少数株主にとって不利益なものではないと考えられることから、ベインキャピタルの提案を応諾する旨の回答をいたしました。

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、2023年9月26日付でトラスティーズ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。

また、当社は、リーガル・アドバイザーであるTMI総合法律事務所から、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2023年9月27日付で、（ ）本取引の目的には合理性がある、（ ）本取引の取引条件は妥当である、（ ）本取引に係る手続は公正である、（ ）上記（ ）乃至（ ）を前提とすると、当社の取締役会が本取引の実施（本公開買付けに対する当社の賛同及び株主に対する応募推奨を内容とする意見表明を含む。）を決定することは当社の少数株主にとって不利益ではない旨の答申書（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意見（答申書）の入手」をご参照ください。）。

その上で、当社は、リーガル・アドバイザーであるTMI総合法律事務所から受けた法的助言及び第三者算定機関であるトラスティーズから取得した本株式価値算定書の内容を踏まえつつ、本特別委員会から提出された本答申書の内容を最大限に尊重しながら、本取引により当社の企業価値の向上を図ることができるか、本取引における本公開買付価格を含む本取引の諸条件は妥当なものか等の観点から慎重に協議・検討を行いました。

その結果、当社は、以下のとおり判断し、本取引が当社グループの企業価値向上に資する有効な手段であると考えるに至りました。

当社が主力としている企業向け総合ITサービス事業の分野では、企業におけるDXへの取組みが強化される中、従来のデジタル活用における要素技術が変化しており、AI・IoT・クラウド・ビッグデータなど新たな技術を習得する必要性が増しております。また、当社が提供するビジネスモデルも、従来の顧客要望に的確に答える「要求対応型」のビジネスに加えて、DXで重要視される「共創型」のビジネスに対応していく必要があり、ビジネス基盤を再構築する必要性が増しております。これまで当社は品質の高いシステム開発を柱として、大手ITベンダー等から安定的に受注を確保してきておりますが、社会やニーズの変化に伴い、大手ITベンダーがDXプロジェクトの川下に、中小のITベンダーが逆に川上にそれぞれ事業領域拡大を試みているなど、競争が激化している事業環境の中では、企業等のエンドユーザーから直接案件を受注することが重要となっており、そのための企業等のエンドユーザーへのクラウド・AI・セキュリティ等の新規提案ソリューション及び顧客基盤の拡充と、それを実現可能とするための人材の採用力強化及び採用した人材が高いモチベーションを持って働くことが可能な環境の整備が、昨今の当社の重要な課題と考えております。このような状況のもと、当社は、DX推進を目的とした

専門組織の新設とDXケイパビリティを保有する人材の育成及びDX案件の優先受注、システムインテグレーションを中心に領域の拡張による全方位・ワンストップでのサービス提供の実現、業種・業態の垣根を超えるエコシステム（注8）の確立に向けた施策等を継続的に実施してまいりましたが、現在の事業環境のもと上記の課題に対処するためには、より踏み込んだ施策の実施が必要であると考えに至りました。具体的には、コア事業の顧客基盤の拡充と新規事業の創出、人材育成の更なる強化、積極的なM&Aの実行による事業領域の拡張及びエコシステムの確立等の施策を迅速かつ果敢に実行することが必要であり、その点で上記「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「(b)本公開買付け後の経営方針等」に記載の、公開買付者が企図している( )乃至( )の支援内容は、当社の中長期的な競争力・収益力の強化及び成長につながると考えております。

（注8）エコシステムとは、ビジネス、特にITサービス事業の分野で、同業種間の製品連携や、異業種の企業がそれぞれのノウハウや技術を共有することで連携し、それぞれの業務やサービスを補いながら収益を上げていく構造をいいます。

しかしながら、上記の各施策の推進は、多額の初期投資や継続的な戦略的投資によるキャッシュ・フローの悪化、M&Aに付随するのれん償却費やPMIコストの増加等により短期的には当社の財務状況や業績を大きく悪化させる可能性がある一方で、これらの施策が期待される収益を生むかどうかは不確実であり、資本市場からの十分な評価を得ることができず、当社株式の株価の下落を招く可能性があることから、上場を維持したまま各施策を実行する場合、株主の皆様の利益を損なう可能性は否定できません。他方でこれらの施策を縮小又は先延ばしにすることは、中長期的には当社の競争力・収益力を弱めることにつながると考えております。

以上を踏まえ、当社の株主の皆様に対して発生するおそれがある株価の下落等の悪影響を回避し、前述の施策を迅速かつ果敢に実行していくためには、当社を非公開化し、所有と経営を一致させることで柔軟かつ機動的な経営体制を構築することが必要であると考えました。また、鈴木氏は当社の代表取締役を9年間務め、当社の事業内容及び経営課題等を熟知していることを踏まえれば、マネジメント・バイアウト（MBO）の手法により当社を非公開化することには十分な合理性があるとの結論に至りました。

加えて、近年の資本市場に対する規制の強化等により、社外役員の招致や内部統制体制の充実・強化のための管理人員の増員等に伴うコストをはじめ、上場を維持するために必要なコストは増加しており、当社の負担になりつつあります。当社株式を非公開化し、これらのコストを上記の施策の実行に振り向けることで、当社の中長期の成長を実現することができると考えております。なお、当社株式の非公開化により、資本市場からエクイティ・ファイナンスによる資金調達を行うことができなくなり、また、社会的な信用の向上といったこれまで上場会社として享受してきたメリットを享受することができなくなります。しかしながら、当社の現在の財務状況及び昨今の間接金融における低金利環境等を考慮すると、当面の間、エクイティ・ファイナンスの必要性は高くなく、また、当社のブランド力や社会的な信用は事業活動を通じて獲得・維持されている部分が多いこと、ベインキャピタルの支援により更なる人材採用の促進が期待できること等を踏まえると、上場廃止に伴う知名度の低下により優れた人材を確保することが困難になることも考えにくいことから、今後も継続して当社株式の上場を維持する必要性は限定的と考えております。

また、本公開買付け価格（930円）が、(a)下記「(3)算定に関する事項」に記載されているトラスティーズによる当社株式の株式価値の算定結果のうち、市場株価法及び類似公開会社比準法による算定結果の上限値を超える金額であり、また、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。）に基づく算定結果のレンジの範囲内であり、その基準値（DCF法による算定の基礎となる割引率及び成長率について、その感応度分析において用いた数値の中央値を使用し算出された当社株式の1株当たりの株式価値。）を上回る金額であること、(b)本公開買付けの公表日の前営業日である2023年9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756円に対して23.02%（小数点第三位を四捨五入。以下、株価に対する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か月間の終値単純平均値759円（小数点以下を四捨五入。以下、終値単純平均値の計算において同じです。）に対して22.53%、同日までの過去3か月間の終値単純平均値745円に対して24.83%、同日までの過去6か月間の終値単純平均値758円に対して22.69%のプレミアムが加算されており、2019年6月28日以降、2023年9月8日までに実施された非公開化を目的としたMBO案件におけるプレミアムの事例44件（公表日の前営業日を基準日として、同日までの過去1ヶ月、同過去3ヶ月間及び同過去6ヶ月間の終値単純平均値におけるそれぞれのプレミアム率の平均値及び中央値がそれぞれ42.11%～51.11%、40.11%～49.27%）と比較した場合、全44件のプレミアム率の平均値や中央値に照らすとやや見劣りするものの、2023年9月26日時点の当社株式のPBRが2倍以上であることを踏まえ、全44件のうち対象会社のPBRが1倍以上である事例16件（上記と同様のプレミアム率の平均値及び中央値がそれぞれ31.89%～35.12%、29.00%～33.31%）及び対象会社のPBRが2倍以上である事例3件（上記と同様のプレミアム率の平均値及び中央値がそれぞれ17.30%～19.56%、17.72%～21.29%）のプレミアム率の平均値や中央値と比較すると、これらと同程度のプレミアム水準にあるといえ、相応なプレミアムが付された価格であると評価できること、(c)下記「(6)本公開買付け価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置」に記載の利益相反を解消するための措置が採られていること等、少数株主への利益への配慮がなされていると認められること、(d)上記利益相反を解消するための措置が採られた上で、当社と公開買付者との間で独立当

事者間の取引における協議・交渉と同等の協議・交渉が行われた上で決定された価格であること、(e)本特別委員会が、事前に交渉方針を確認するとともに、適時にその状況の報告を受け、交渉上重要な局面において意見、指示、要請等を行った上で、本公開買付価格について妥当である旨の意見を述べていること等を踏まえ、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、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、2023年9月27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（当社取締役9名のうち、鈴木氏及び増田航太氏（以下「増田氏」といいます。）を除く7名）の全員一致で、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を決議いたしました。

### (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等との関係

当社は、本公開買付けに関する意見表明を行うにあたり、公開買付者から提示された本公開買付価格に関する当社の意思決定の過程における公正性を担保するために、公開買付者、鈴木氏、存続予定株主、増田氏、本応募合意株主及び当社（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であるトラスティーズに対して、当社株式の株式価値の算定を依頼し、2023年9月26日付で本株式価値算定書を取得いたしました。

なお、トラスティーズは、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、本取引に係るトラスティーズの報酬は、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。また、本特別委員会は、第1回の特別委員会において、トラスティーズの独立性及び専門性に問題がないことから、当社の第三者算定機関として承認した上で、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しております。

#### 算定の概要

トラスティーズは、本公開買付けにおける算定手法を検討した結果、当社が継続企業であるとの前提の下、当社株式について多面的に評価することが適切であるとの考えに基づき、当社株式が東京証券取引所プライム市場に上場していることから市場株価法を、当社と比較可能な上場会社が複数存在し、類似会社比較による当社株式の株式価値の類推が可能であることから類似公開会社比準法を、当社の将来の事業活動の状況を算定に反映させるためにDCF法をそれぞれ算定方法として採用し、当社株式の株式価値の算定を行っております。なお、公開買付者及び当社は、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」に記載のとおり、本公開買付けを含む本取引の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置を実施していることから、トラスティーズ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。

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

市場株価法	: 745円～759円
類似公開会社比準法	: 621円～817円
DCF法	: 812円～1,086円

市場株価法では、2023年9月26日を算定基準日として、基準日である2023年9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756円、直近1ヶ月間の終値単純平均値759円、直近3ヶ月間の終値単純平均値745円及び直近6ヶ月間の終値単純平均値758円を基に、当社株式の1株当たりの価値の範囲を745円から759円までと算定しております。

次に、類似公開会社比準法では、当社と比較的類似する事業を営む類似上場企業として、株式会社DTS、株式会社システナ、TDCソフト株式会社、株式会社アイネット、株式会社フォーカスシステムズ、コムチュア株式会社、株式会社CIJ、株式会社システムリサーチ、株式会社エヌアイデイ、アイエックス・ナレッジ株式会社、株式会社ジャステック、ベース株式会社、株式会社キューブシステム、株式会社クロスキャット及びアドソル日進株式会社を選定した上で、企業価値に対するEBITDAの倍率（EV/EBITDA倍率）を用いて、当社株式の株式価値を算定し、その1株当たりの株式価値の範囲を、621円から817円までと算定しております。

最後に、DCF法では、当社が作成した2022年9月期から2026年9月期までの5期分の事業計画における財務予測、一般に公開された情報等の諸要素を前提として、当社が2023年9月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、当社株式の1株当たりの価値の範囲を812円から1,086円までと算定しております。割引率は加重平均資本コスト（WACC）



CC : Weighted Average Cost of Capital) とし、8.58%から11.58%を採用しております。継続価値の算定にあたっては、永久成長率法を採用し、永久成長率法では永久成長率を0.00%から0.50%としております。

トラステーズがDCF法の算定の前提とした当社作成の事業計画に基づく財務予測は以下のとおりです。また、当該財務予測は、大幅な増減益は見込んでおりません。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、反映しておりません。

(単位：百万円)

	2023年9月期 (3ヵ月)	2024年9月期	2025年9月期	2026年9月期
売上高	3,961	16,894	18,314	20,269
営業利益	453	2,040	2,230	2,554
EBITDA	467	2,114	2,284	2,608
フリー・キャッシュ・フロー	104	1,283	1,406	1,583

トラステーズは、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そのまま採用し、それらの資料及び情報等が、全て正確かつ完全なものであることを前提としており、独自にそれらの正確性及び完全性の検証は行っておりません。また、当社の資産及び負債（簿外資産及び負債、その他偶発債務を含みます。）に関して独自の評価・査定を行っておらず、第三者機関への鑑定又は査定の依頼も行っておりません。トラステーズの算定は、2023年9月26日までの上記情報を反映したものです。

#### (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）

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いますが、公開買付者は、本公開買付けにおいて買付予定数の上限を設定していないため、本公開買付けの結果次第では、東京証券取引所の上場廃止基準に従って、当社株式は、所定の手続を経て上場廃止となる予定とのことです。

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、本公開買付けにより当社株式の全て（但し、当社が所有する自己株式及び存続予定株式を除きます。）を取得することができなかった場合には、本公開買付けの成立後、以下の方法により本スクイーズアウト手続を行うことを企図しているとのことです。

具体的には、公開買付者は、本公開買付けの決済の完了後速やかに、会社法第180条に基づき当社株式の併合を行うこと（以下「本株式併合」といいます。）及び本株式併合の効力発生を条件として単元株式数の定めを廃止する旨の定款の一部変更を行うことを付議議案に含む臨時株主総会（以下「本臨時株主総会」といいます。）の2024年1月中旬の開催を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、本決済開始日と近接する日（本書提出日現在において、2023年11月中旬を予定しているとのことです。）が本臨時株主総会の基準日となるように、基準日設定公告を行うことを要請する予定であるとのことです。なお、公開買付者及び存続予定株主は、本臨時株主総会において上記各議案に賛成する予定であるとのことです。

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、当社の株主に対して、会社法第235条及び第234条第2項乃至第5項のその他の関係法令の定める手続に従い、当該端数の合計数（合計した数に1株に満たない端数がある場合には、当該端数は切り捨てられます。以下同じとします。）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によって得られる金銭が交付されることとなります。

当該端数の合計数に相当する当社株式の売却価格については、当該売却の結果、本公開買付けに応募されなかった当社の各株主（公開買付者、存続予定株主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よう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、公開買付者及び存続予定株主のみが当社株式（但し、当社が所有する自己株式を除きます。）の全てを所有することとなるよう、本公開買付けに応募されなかった当社の株主（存続予定株主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するよう当社に対して要請する予定とのことです。但し、本公開買付け後において、松原奨学財団が所有する当社株式数を上回る数の当社株式を所有する株主（公開買付者及びエイチエムティを除きます。）が存在する場合（又は、松原奨学財団が所有する当社株式数を上回らないものの、それに相当程度近い数の当社株式を所有する株主が存在する場合）、公開買付者は、エイチエ

ムティ及び松原奨学財団と協議のうえ、公開買付けの成立後に予定している当社の株主を公開買付者、エイチエムティ及び松原奨学財団のみとなるように、必要な措置を講じる予定とのことです。

当社は、本公開買付けが成立した場合には、公開買付者による本公開買付け後の組織再編等の方針に関する要請に応じる予定です。

本株式併合に関連する少数株主の権利保護を目的とした会社法上の規定として、本株式併合がなされた場合であって、本株式併合をすることにより株式の数に1株に満たない端数が生じるときは、会社法第182条の4及び第182条の5その他の関係法令の定めに従い、当社の株主（公開買付者、存続予定株主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部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決定の申立てを行うことができる旨が定められています。上記のとおり、本株式併合においては、本公開買付けに応募されなかった当社の株主（存続予定株主及び当社を除きます。）の所有する当社株式の数は1株に満たない端数となる予定ですので、本株式併合に反対する当社の株主は、上記申立てを行うことが可能となる予定です。なお、上記申立てがなされた場合の当社株式の買取価格は、最終的には裁判所が判断することとなります。

上記の手続については、関係法令についての改正、施行、当局の解釈等の状況等によっては、実施に時間を要し、又は実施の方法に変更が生じる可能性があります。但し、その場合でも、本公開買付けに応募されなかった当社の各株主（存続予定株主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、その場合に当該各株主に交付される金銭の額については、本公開買付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になるよう算定される予定です。

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、公開買付者と当社との間で協議の上、決定次第、当社が速やかに公表する予定です。

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。

なお、本公開買付けへの応募又は上記の手続における税務上の取扱いについては、当社の株主の皆様において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。

#### (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）」に記載のとおり、当社株式の全て（但し、当社が所有する自己株式及び存続予定株式を除きます。）の取得を目的とした本スクイーズアウト手続を実施することを予定しているとのことです。その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になります。

なお、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、本公開買付けがいわゆるマネジメント・バイアウト（MBO）に該当する本取引の一環として行われるものであり、構造的な利益相反の問題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

当社は、本公開買付けに関する意見表明を行うにあたり、公開買付者から提示された本公開買付価格に関する当社の意思決定の過程における公正性を担保するために、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トラスティーズに対して、当社株式の株式価値の算定を依頼し、2023年9月26日付で本株式価値算定書を取得いたしました。

なお、トラスティーズは、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、本取引に係るトラスティーズの報酬は、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。また、本特別委員会は、第1回の特別委員会において、トラスティーズの独立性及び専門性に問題がないことから、当社の第三者算定機関として承認した上で、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しております。

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



#### 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関する当社取締役会の意思決定の公正性及び適正性を担保するため、公開買付け関連当事者から独立したリーガル・アドバイザーとしてTMI総合法律事務所を選任し、本公開買付けを含む本取引に関する当社取締役会の意思決定の過程、方法その他の本公開買付けを含む本取引に関する意思決定にあたっての留意点に関する法的助言を受けております。なお、TMI総合法律事務所は、公開買付け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、本取引に係るTMI総合法律事務所の報酬は、本取引の成否にかかわらず支払われる時間単位の報酬のみであり、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。また、本特別委員会は、第1回の特別委員会において、TMI総合法律事務所の独立性及び専門性に問題がないことから、当社のリーガル・アドバイザーとして承認した上で、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意見（答申書）の入手

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、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、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を排除し、公正性、透明性及び客観性を担保するために、2023年7月28日付の取締役会決議により、公開買付け関連当事者から独立した委員によって構成される本特別委員会（本特別委員会の委員としては、当社の社外取締役（監査等委員）である足立伸男氏、鷲崎弘宜氏及び藤貫美佐氏を選定いたしました。当社は、当初からこの3名を本特別委員会の委員として選定しており、本特別委員会の委員を変更した事実はありません。）を設置いたしました。なお、本特別委員会の委員の互選により、足立伸男氏が本特別委員会の委員長に就任しております。また、当社は、公開買付け者との間の交渉状況について本特別委員会に適時に報告を行うものとし、本特別委員会は、必要に応じて、公開買付け者との本取引に係る条件交渉について方針を定め、重要な局面で意見を述べ、当社に対して要請を行うことができ、また、当社は公開買付け者との本取引に係る条件交渉について、本特別委員会より受けた意見、指示及び要請を最大限尊重することをあらかじめ決定しております。また、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時間単位の報酬のみであり、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。

そして、当社は、上記取締役会決議に基づき、本特別委員会に対し、(a)本取引の目的の合理性（本取引が当社企業価値向上に資するかを含みます。）に関する事項、(b)本取引の取引条件の妥当性（本取引の実施方法や対価の妥当性を含みます。）に関する事項、(c)本取引の手續の公正性（いかなる公正性担保措置をどの程度講じるべきかの検討を含みます。）に関する事項、(d)上記(a)乃至(c)その他の事項を踏まえ、当社の取締役会が本取引の実施（本公開買付けに係る当社の意見表明を含みます。）を決定することが当社の少数株主に不利益か否か（以下、(a)乃至(d)の事項を「本諮問事項」といいます。）について諮問し、これらの点について答申書を当社に提出することを囑託いたしました。当社取締役会は、本取引に関する決定を行うに際して、本特別委員会の意見を最大限尊重し、本特別委員会が本取引の条件について妥当でないと判断した場合には、本取引を実行する旨の意思決定を行わないことを併せて決議しております。

また、併せて、当社取締役会は、本特別委員会に対し、( )本取引に係る調査を行うことができる権限、( )当社に対し、(ア)本特別委員会としての提案その他の意見又は質問を公開買付け者に伝達すること、及び(イ)本特別委員会自ら公開買付け者と協議・交渉する機会の設定を要望することができるほか、これを要望しない場合であっても、当社は、公開買付け者と協議・交渉を行った場合にはその内容を速やかに本特別委員会に報告し、本特別委員会は、当該内容を踏まえ、公開買付け者との協議・交渉の方針について、当社に対して意見を述べ、また、必要な指示・要請を行うことができる権限並びに( )当社の費用にて、弁護士、算定機関、公認会計士その他のアドバイザーを独自に選任することができ、また、当社のアドバイザーに対して必要な指示を行うことができるほか、必要と認めるときはアドバイザーの変更を求めることができる権限等を与えることを決定しております。

本特別委員会は、2023年7月31日より2023年9月26日までの間に合計10回開催され、本諮問事項についての協議及び検討が慎重に行われました。具体的には、本特別委員会は、まず第1回の特別委員会において、当社が選任した第三者算定機関及びリーガル・アドバイザーにつき、いずれも独立性及び専門性に問題がないことから、それぞれを当社の第三者算定機関及びリーガル・アドバイザーとして承認した上で、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いたしました。

その上で、本特別委員会は、当社から、当社の事業環境及び経営課題並びに意向表明書についての見解、本取引による非公開化の要否、本取引の意義及びメリット、本取引によって見込まれる当社事業への影響の内容並びに当社の事業計画の作成経緯等についてインタビュー形式及び書面で説明を受け、質疑応答を行いました。また、ペインキャピタル及び鈴木氏から、本取引の目的及び背景並びに本取引による非公開化の要否、本取引のスキーム及び条件、本取引の意義及びメリット、本取引によって見込まれる当社事業への影響の内容、本取引後の経営方針並びに本取引の公正性を担保するための措置等についてインタビュー形式及び書面で説明を受け、質疑応答を行いました。また、当社の第三者算定機関であるトラステイズから、当社株式の株式価値の算定に関する説明を受け、質疑応答を行った上で、当該算定結果の合理性について検討いたしました。また、当社のリーガル・アドバイザーであるTMI総合法律事務所から、特別委員会の意義・役割等を含む本取引の手續面における公

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助言を受けております。

また、本特別委員会は、当社から、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き適時に報告を受けた上で、本特別委員会において協議し、本公開買付価格につき、上記「(2) 意見の根拠及び理由」の「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と理由」に記載のとおり交渉が行われ、公開買付者から本公開買付価格を1株当たり930円とする旨の提案を受けるに至るまで、当社に複数回意見する等して、公開買付者との交渉過程に実質的に関与いたしました。

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、2023年9月27日付で、当社取締役会に対し、委員全員の一致で、大要以下の内容の本答申書を提出いたしました。

## 1 本取引の目的の合理性について

### (1) 本取引の目的等の概要

本特別委員会は、上記「(2) 意見の根拠及び理由」の「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」及び「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、ベインキャピタル及び鈴木氏に対してヒアリングを行った。

### (2) 検討

本特別委員会は、上記の当社を巡る経営環境その他の事項の具体的な内容の当否・合理性、本取引が当社の従業員や取引先等に与える影響、及びこれらを踏まえた当社の企業価値向上の可能性等について、詳細な検討を実施した。すなわち、現在当社の置かれた経営環境の中、ベインキャピタル及び鈴木氏がいかなる企業価値向上の施策案を構想し、それがどの程度具体的で実践的か、それを実行に移すために本取引を実施する必要性はあるのか、本取引の実施が当社の事業上どのようなメリットをもたらす、他方でデメリットの有無、程度はどのように想定されるか等を含めて、総合的に検証を行った。

その結果、上記(1)「本取引の目的等の概要」に記載の当社並びにベインキャピタル及び鈴木氏が想定している本公開買付けを含む本取引の意義及び目的には、著しく不合理な点はなく、合理的な検討の結果と認められることから、本取引は当社の企業価値向上を目的として行われるものといえ、当社が想定している各施策を実現する必要があるとの当社の判断に特段不合理な点は認められないと判断するに至った。

一方で、本取引によって当社株式は非上場化されるため、上場企業であることによるメリットは喪失することになる。しかしながら、当社のブランド力や社会的信用は、事業活動を通じて獲得・維持されているため、必ずしも非上場化したことで当社のブランド力や社会的信用を失うわけではない。人材採用においても同様に、必ずしも非上場化したことでブランド力等を失うわけではない。そのため、上場を維持する必要性及び非上場化によるデメリットは限定的であると考えられる。

なお、本取引後、エイチエムティは、公開買付者親会社に対するエイチエムティの出資割合が1%程度となるように、エイチエムティが本取引により受領した金銭の一部を公開買付者親会社に再出資することを予定しているとのことであるが、ベインキャピタルの完全子会社であるBCPE Sauna Cayman, L.P.が公開買付者親会社の約96.1%の株式を所有予定であり、同社が、会社法上、普通決議、特別決議を単独で決することができる議決権の3分の2以上の所有割合を確保していること、及び、エイチエムティは、公開買付者親会社の株式に係る株主総会における議決権その他の株主権をBCPE Sauna Cayman, L.P.の指示に従って行使するものとする株主間契約を締結していることから、エイチエムティの経営、ガバナンス、事業面における影響はきわめて限定的であるとのことであるため、エイチエムティが公開買付者親会社の株主として残ることで当社の企業価値向上を目的として行われる各施策の実行が阻害されるおそれは認められない。

また、下記2「本取引の取引条件の妥当性について」の(3)「本取引の実施方法等の妥当性」に記載のとおり、本取引後、松原奨学財団が公開買付者親会社の本A種優先株式を取得及び保有することが予定されているとのことであるが、本A種優先株式には議決権が付与されず、松原奨学財団の経営、ガバナンス、事業面における影響はきわめて限定的であるとのことであるため、松原奨学財団が公開買付者親会社の株主として残ることで当社の企業価値向上を目的として行われる各施策の実行が阻害されるおそれは認められない。

### (3) 小括

以上のような点を踏まえ、本特別委員会において、慎重に協議及び検討した結果、本取引の目的は合理的であると判断するに至った。

## 2 本取引の取引条件の妥当性について

### (1) トラストィーズによる株式価値算定書

当社が、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トラストィーズから取得した株式価値算定書によれば、当社株式の1株当たりの株式価値は、市場株価法によると745円～759円、類似公開会社比準法によると621円～817円、DCF法によると812円～1,086円とされている。

本公開買付価格は、トラストィーズから取得した株式価値算定書の市場株価法及び類似公開会社比準法による算定結果の上限値を超える金額であり、また、DCF法に基づく算定結果のレンジの範囲内であり、その

基準値（DCF法による算定の基礎となる割引率及び成長率について、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。）を上回る金額である。

そして、本特別委員会は、トラスティーズから株式価値評価に用いられた算定方法等について詳細な説明を受けるとともに、トラスティーズ及び当社に対して、評価手法の選択や類似公開会社の選定方法、DCF法の算定の基礎となる当社の事業計画、割引率の算定根拠、永久成長率の算定根拠等に関する質疑応答を行った上で検討した結果、一般的な評価実務に照らして不合理な点は認められなかった。

加えて、本公開買付価格（930円）は、本取引の公表予定日の前営業日（2023年9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756円に対して23.02%（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（%）において同様とする。）、同日までの過去1ヶ月間の終値の単純平均値759円（小数点以下を四捨五入。以下、終値の単純平均値の計算において同様とする。）に対して22.53%、同日までの過去3ヶ月間の終値の単純平均値745円に対して24.83%、同日までの過去6ヶ月間の終値の単純平均値758円に対して22.69%のプレミアムをそれぞれ加えた金額である。2019年6月28日以降、2023年9月8日までに実施された非公開化を目的としたMBO案件におけるプレミアムの事例44件（公表日の前営業日を基準日として、同日までの過去1ヶ月、同過去3ヶ月間及び同過去6ヶ月間の終値単純平均値におけるそれぞれのプレミアム率の平均値及び中央値がそれぞれ42.11%～51.11%、40.11%～49.27%）と比較した場合、全44件のプレミアム率の平均値や中央値に照らすとやや見劣りするものの、本答申時点の当社株式のPBRが2倍以上であることを踏まえ、全44件のうち対象会社のPBRが1倍以上である事例16件（上記と同様のプレミアム率の平均値及び中央値がそれぞれ31.89%～35.12%、29.00%～33.31%）及び対象会社のPBRが2倍以上である事例3件（上記と同様のプレミアム率の平均値及び中央値がそれぞれ17.30%～19.56%、17.72%～21.29%）のプレミアム率の平均値や中央値と比較すると、これらと同程度のプレミアム水準にあるといえ、相応なプレミアムが付された価格であると評価できる。

## (2) 交渉過程の公正性

下記3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。

## (3) 本取引の実施方法等の妥当性

公開買付者は、本スクイーズアウト手続後、当社がエイチエムティの所有する当社株式の全てを自己株式取得することを実施することを予定しているとのことである。本自己株式取得価格は、みなし配当の益金不算入規定が適用されることを考慮して、仮にエイチエムティが本公開買付けに応募した場合の税引後手取り額と本自己株式取得に応じた場合に得られる税引後手取り額が同等となる金額として、株式併合前の当社株式1株当たり737円を予定しているとのことである。本自己株式取得は、公開買付価格の最大化と株主間の公平性を両立させる観点からベインキャピタルからエイチエムティに提案したものととのことである。

さらに、公開買付者は、本スクイーズアウト手続及び本自己株式取得後に、本スクイーズアウト手続及び本自己株式取得の完了を条件として、公開買付者を株式交換完全親会社、当社を株式交換完全子会社とし、株式交換の対価を公開買付者親会社のA種優先株式（本A種優先株式）とする株式交換を実施する予定とのことである。本三角株式交換の成立後は、当社の株主は公開買付者のみとなり、松原奨学財団に対して本A種優先株式が交付される予定とのことである。本三角株式交換の具体的な日程等の詳細については未定とのことであるが、本A種優先株式の内容としては、公開買付者親会社が剰余金の配当を行う場合、本A種優先株式を有する株主に対し、普通株式を有する株主に先立って配当を行うこと、本A種優先株式は公開買付者親会社の株主総会の議決権を有さないこと、がそれぞれ定められる予定とのことである。なお、公開買付価格の均一性（金融商品取引法第27条の2第3項）の趣旨に抵触しないよう、松原奨学財団が所有する当社株式の価値は本公開買付価格と同額で評価し、本公開買付価格よりも有利な条件とならない株式交換比率を設定するとのことである。

以上より、本取引のスキームは公開買付けのみを行うスキームと比べて、当社の少数株主の皆様が享受できる金額を多くすることができるというメリットを踏まえれば、当社の少数株主にとって不利益なスキームではないと考えられる。

## (4) 本公開買付け後の手続において交付される対価

本公開買付けに応募しなかった少数株主（存続予定株主を除く。）は、本公開買付けの後に実施される予定の非公開化の手続において、最終的に金銭が交付されることになることとなること、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当社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る旨が、プレスリリース等で明示される予定である。

## (5) 小括

以上のような点を踏まえ、本特別委員会において、慎重に協議及び検討した結果、本取引の取引条件は妥当であると判断するに至った。

## 3 本取引の手続の公正性について

### (1) 当社による検討方法

当社が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フィナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関であるトラスティーズ並びにリーガル・アドバイザーであるTMIから助言・意見等を得ながら、当社の企業価値の向上ひいては株主共同の利益の観点から、本公開買付価格を始めとする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續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いる。

本特別委員会は、TMI及びトラスティーズの独立性及び専門性に問題がないことを確認し、当社のリーガル・アドバイザー並びにファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関として承認している。また、本特別委員会としても、必要に応じてTMI及びトラスティーズから専門的助言を受けることができることを確認し、現に助言・意見等を得ている。

(2) 当社による協議・交渉

当社は、本公開買付価格について、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わたって行っている。

具体的には、当社は、トラスティーズを通じて、公開買付者からの本公開買付価格の提案に対して、複数回にわたり繰り返し価格交渉を実施した。なお、当該協議・交渉にあたっては、本特別委員会は、当社から当該協議・交渉の経緯及び内容等について適時に報告を受け、本特別委員会を通じて方針等を協議し、意見を述べるなどした上で行うなど、本特別委員会が公開買付者との交渉過程に実質的に関与する形で行われている。

そして、その交渉の結果として、930円という本公開買付価格の決定に至るまでには、当社株式1株当たり810円とする公開買付者の当初の提案より、120円の価格引上げを引き出している。

(3) 本取引の交渉過程における特別利害関係人の不関与

当社を代表して本取引を検討・交渉する取締役には、本取引後に再出資を予定している鈴木氏、及び増田氏（鈴木氏の補佐役として、鈴木氏及びペインキャピタルを支援するとともに、公開買付者の検討、交渉及び判断に参加若しくは補助しており、本公開買付け後も本取引に鈴木氏の補佐役としてとして関与することを予定している。）を含め、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存在しない。

(4) マジョリティ・オブ・マイノリティ条件

公開買付者によれば、いわゆるマジョリティ・オブ・マイノリティ（majority of minority）条件を本公開買付け成立の条件とはしていないとのことである。もっとも、マジョリティ・オブ・マイノリティ条件を設定すると、本公開買付けの成立を不安定なものとし、かえって本公開買付けへの応募を希望する少数株主の利益に資さない可能性があること、及び本公開買付けにおいては、適切な公正性担保措置が実施されており、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すれば、マジョリティ・オブ・マイノリティ条件が設定されていないことのみをもって、適切な公正性担保措置が講じられていないと評価されるものではないと考えているとのことであり、この考え方は不合理ではない。

また、本件においては、本取引実施後に公開買付者親会社の株主となることが予定されているエイチエムティ、鈴木氏及び松原奨学財団、並びにエイチエムティを資産管理会社に持つ松原春男氏及びその親族2名（加藤淳子氏及び松原春彦氏）は、買収者と重要な利害関係を共通にする者としてマジョリティ・オブ・マイノリティ条件の分母となる一般株主からは除外するべきである。他方で、それ以外の株主は、仮に公開買付者との間で本公開買付けに係る応募契約を締結したとしても、そのみで買収者と重要な利害関係を共通にする者とは評価されず、マジョリティ・オブ・マイノリティ条件の分母となる一般株主に含まれるとも考えられる。この考え方を前提とすると、本公開買付けの下限はマジョリティ・オブ・マイノリティ条件が設定されているため、本公開買付けにおいては本取引の公正性に資する下限が定められているとの評価も可能である。

(5) 本特別委員会の設置及び本特別委員会の意見を最大限尊重すること

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、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、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を排除し、公正性、透明性及び客観性を担保するために、2023年7月28日付の取締役会決議により、公開買付関連当事者から独立した委員によって構成される本特別委員会（本特別委員会の委員としては、当社の社外取締役（監査等委員）である足立伸男氏、鷲崎弘直氏及び藤貫美佐氏を選定している。）を設置し、本取引に係る決定を行うに際しては、本特別委員会の意見を最大限尊重し、本特別委員会が本取引の条件等について妥当でないと判断した場合には、本取引を行う旨の意思決定は行わないこととしている。

(6) その他の公正性担保措置の実施等

上記(1)乃至(5)記載の事項に加えて、本取引に際して以下の公正性担保措置が実際に実施されているか、又は実施されることが予定されている。

( ) 公開買付者と当社とは、公開買付者以外の者による公開買付け等の機会が不当に制限されることがないように、当社が公開買付者以外の対抗的買収提案者と接触することを制限するような合意は行っておら

ず、対抗的な買付けの機会を妨げないよう配慮していること。なお、本覚書においては、公開買付者以外の者から本取引と実質的に抵触し若しくは本取引の実行を困難にする又はその合理的なおそれのある取引の提案、勧誘、申込、協議申入れ又は情報提供を受けた場合、直ちに、公開買付者に対し、その旨及び当該提案等の内容を通知し、その対応について公開買付者との間で誠実に協議する旨が定められる予定であるが、当社が公開買付者以外の対抗的な買取提案者と接触することが制限されるものではない。また、本覚書においては、公開買付者に対する賛同の意見表明を撤回することを一定程度制約する旨の規定が定められる予定であるが、対抗的な公開買付けが行われ、又はそれについての書面による真摯な提案がなされたときは、原則として、実務上合理的な手続及び要件のもと、賛同の意見表明を撤回又は変更することができる旨が規定される予定であることから、対抗的な買付け等の機会が妨げられているとはいえない。

- ( ) 本公開買付けの決済の完了後速やかに、株式併合及び株式併合の効力発生を条件として単元株式数の定めを廃止する旨の定款の一部変更を行うことを付議議案に含む臨時株主総会の開催を当社に要請することを予定しており、当社の株主に対して株式買取請求権又は価格決定請求権が確保されない手法は採用していないこと。
- ( ) 公開買付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り、本公開買付けに関して、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ていること。

#### (7) 小括

以上のような点を踏まえ、本特別委員会において、慎重に協議及び検討した結果、本取引の手続は公正であると判断するに至った。

#### 4 当社取締役会が本取引の実施（本公開買付けに関する意見表明を含む。）を決定することが少数株主にとって不利益か否かについて

本特別委員会の審議においてその他当社の少数株主に特段の悪影響を及ぼす事象は確認されておらず、上記1乃至3記載の事項等を踏まえて、本取引が当社の少数株主に及ぼす影響を慎重に検討した結果、当社取締役会が本取引の実施を決定することは、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。

当社における利害関係を有しない取締役全員（監査等委員を含みます。）の承認

当社は、トラスティーズから取得した本株式価値算定書、TMI総合法律事務所からの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尊重しながら、本公開買付けを含む本取引の意義及び諸条件について、慎重に協議及び検討を行いました。その結果、当社は、上記「(2) 意見の根拠及び理由」の「当社が本公開買付けに賛同するに至った意思決定の過程及び理由」に記載のとおり、本取引について、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、2023年9月27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（鈴木氏及び増田氏を除く取締役7名）の全員一致で、本公開買付けへ賛同する旨の意見を表明するとともに、当社の株主の皆様に対して、本公開買付けへの応募を推奨する旨を決議いたしました。

なお、当社の取締役のうち、代表取締役社長である鈴木氏は、本取引後、当社の取締役及び代表取締役の地位を退任する予定ですが、本取引の実行後、公開買付者親会社に再出資するとともに、適切な後任者が決定されるまでの一定期間は現任のまま代表取締役社長として留任することを予定しており、退任後も当社の顧問又はこれに類似する役職に就き、継続して当社の経営に一定程度関与することが予定されていることから、本取引に関して当社と構造的な利益相反状態にあり、必ずしも当社の少数株主と利害が一致しないため、特別利害関係人として、当該取締役会における審議及び決議には一切参加しておりません。当社取締役である増田氏は、鈴木氏の補佐役として、鈴木氏及びペインキャピタルを支援するとともに、公開買付者の検討、交渉及び判断に参加若しくは補助しており、本公開買付け後も本取引に鈴木氏の補佐役として関与することを予定していることから、利益相反の疑いを回避する観点から、当該取締役会における審議及び決議には一切参加しておりません。また、鈴木氏及び増田氏は、いずれも当社の立場において公開買付者との協議及び交渉にも一切関与しておりません。

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、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、当社株式について対抗的な買取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けの適正性を担保することを企図しているとのことです。

また、公開買付者及び当社は、当社が対抗的な買取提案者と接触することを禁止するような取引保護条項や公開買付者に対する賛同の意見表明を撤回することができないような制約を含む合意等、当該対抗的な買取提案者が当社との間で接触することを制限するような内容の合意を行っておりません。このように、上記公開買付け期間の設

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おります。

(7) 本公開買付けに係る重要な合意に関する事項

本不応募契約（エイチエムティ）

公開買付者は、エイチエムティとの間で、2023年9月27日付で本不応募契約（エイチエムティ）を締結し、エイチエムティが所有する当社株式の全て（2,627,600株、所有割合：11.37%）について本公開買付けに応募しない旨、本臨時株主総会において、その所有する全ての当社株式に関して、本株式併合に関連する議案にエイチエムティが賛成する旨及び本株式併合の効力発生後にエイチエムティが本自己株式取得に応じてエイチエムティ存続予定株式の全てを当社に売却する旨の合意をしているとのことです。また、本不応募契約（エイチエムティ）において、以下の内容を合意しているとのことです。

- a) エイチエムティは、不応募契約締結日から本スクイーズアウト手続の効力発生日までの間、当社の株主総会の招集請求権又は株主提案権を行使しないこと
- b) エイチエムティは、不応募契約締結日から本スクイーズアウト手続の効力発生日までの間に開催される当社の株主総会において、( ) 剰余金の配当その他の処分に関する議案、( ) 株主提案に係る議案並びに( ) 可決されれば当社の財政状態、経営成績、キャッシュ・フロー、事業、資産、負債若しくは将来の収益計画又はその見通しに重大な影響を及ぼす又は及ぼすことが合理的に予想される議案が上程されるときは、その所有する当社の普通株式に係る当該株主総会における議決権について、当該議案に反対の議決権を行使すること
- c) エイチエムティは、公開買付者と別途合意する日までに、エイチエムティの保有する当社株式に設定された質権を消滅させるために必要な手続を履践すること

加えて、本不応募契約（エイチエムティ）において、本スクイーズアウト手続及び本自己株式取得の完了後、本スクイーズアウト手続及び本自己株式取得の完了を条件に、公開買付者親会社に対する再出資を行うことを合意しているとのことです。

本不応募契約（松原奨学財団）

公開買付者は、松原奨学財団との間で、2023年9月27日付で本不応募契約（松原奨学財団）を締結し、松原奨学財団が所有する当社株式の全て（1,000,000株、所有割合：4.33%）について本公開買付けに応募しない旨及び本臨時株主総会において、その所有する全ての当社株式に関して、本株式併合に関連する議案に松原奨学財団が賛成する旨の合意をしているとのことです。また、本不応募契約（松原奨学財団）において、以下の内容を合意しているとのことです。

- a) 松原奨学財団は、不応募契約締結日から本スクイーズアウト手続の効力発生日までの間、当社の株主総会の招集請求権又は株主提案権を行使しないこと
- b) 松原奨学財団は、不応募契約締結日から本スクイーズアウト手続の効力発生日までの間に開催される当社の株主総会において、( ) 剰余金の配当その他の処分に関する議案、( ) 株主提案に係る議案並びに( ) 可決されれば当社の財政状態、経営成績、キャッシュ・フロー、事業、資産、負債若しくは将来の収益計画又はその見通しに重大な影響を及ぼす又は及ぼすことが合理的に予想される議案が上程されるときは、その所有する当社の普通株式に係る当該株主総会における議決権について、当該議案に反対の議決権を行使すること

加えて、本不応募契約（松原奨学財団）において、本スクイーズアウト手続及び本自己株式取得の完了後、本スクイーズアウト手続及び本自己株式取得の完了を条件に、公開買付者と当社間で本三角株式交換を行うことを合意しているとのことです。

本応募契約（松原春男氏）

公開買付者は、松原春男氏との間で、2023年9月27日付で本応募契約（松原春男氏）を締結し、松原春男氏が所有する当社株式の全て（1,721,400株、所有割合：7.45%）について本公開買付けに応募する旨の合意をしているとのことです。また、本応募契約（松原春男氏）において、以下の内容を合意しているとのことです。なお、本応募契約（松原春男氏）を除いて、公開買付者と松原春男氏との間で本取引に関する合意は締結されておらず、本公開買付価格の支払を除き、松原春男氏に対して本公開買付けに際して付与される利益はないとのことです。

- a) 松原春男氏の所有する当社株式の本公開買付けへの応募は、以下 から を前提条件とすること
  - 本公開買付けが開始され、かつ撤回されていないこと
  - 公開買付者の表明保証事項（注1）に係る重大な違反が存在しないこと
  - 公開買付者について、本応募契約（松原春男氏）に基づく義務（注2）の重大な違反が存在しないこと
  - 当社において、本公開買付けに賛同する旨の取締役会決議がなされ、かかる決議が公表され、かつ当社による賛同表明が撤回、留保又は変更されていないこと
  - 当社が、当社の株主に対して本公開買付けへの応募を推奨する旨の意見を表明していること



- b) 松原春男氏は、応募契約締結日から本決済開始日」までの間、当社の株主総会の招集請求権又は株主提案権を行使しないこと
- c) 松原春男氏は、本決済開始日より前の日を権利行使の基準日とする当社の株主総会において、( ) 剰余金の配当その他の処分に関する議案、( ) 株主提案に係る議案並びに( ) 可決されれば当社の財政状態、経営成績、キャッシュ・フロー、事業、資産、負債若しくは将来の収益計画又はその見通しに重大な影響を及ぼす又は及ぼすことが合理的に予想される議案が上程されるときは、その所有する当社の普通株式に係る当該株主総会における議決権について、当該議案に反対の議決権を行使すること
- d) 本公開買付けが成立した場合において、本決済開始日より前の日を権利行使の基準日とする当社の株主総会が、本決済開始日以降に開催される場合、松原春男氏は、その所有する当社株式全てに係る当該株主総会における議決権その他の一切の権利について、公開買付者の意思が適切に反映されるために必要な措置を執ること
- (注1) 本応募契約(松原春男氏)においては、( ) 設立及び存続の有効性、( ) 必要な権利能力及び行為能力の保有、( ) 倒産手続等及びその原因の不存在、( ) 反社会勢力との関係の不存在、並びに( ) 公開買付者又はその役員等による、適用ある各国の腐敗防止法令、マネー・ロンダリング防止法令、貿易管理法令、又は制裁法令への違反及びそのおそれの不存在が公開買付者の表明保証事項とされているとのことです。
- (注2) 本応募契約(松原春男氏)においては、公開買付者は、( ) 義務又は表明保証事項違反が生じた場合の補償義務、( ) 秘密保持義務、( ) 契約上の地位又は権利義務の譲渡等禁止義務を負っているとのことです。

#### 本応募契約(鈴木氏)

公開買付者は、鈴木氏との間で、2023年9月27日付で本応募契約(鈴木氏)を締結し、鈴木氏が所有する当社株式の全て(1,321,440株、所有割合:5.72%)について本公開買付けに応募する旨の合意をしているとのことです。また、本応募契約(鈴木氏)において、以下の内容を合意しているとのことです。なお、本応募契約(鈴木氏)、本株主間契約及び本経営委任契約を除いて、公開買付者と鈴木氏との間で本取引に関する合意は締結されておらず、本公開買付け価格の支払を除き、鈴木氏に対して本公開買付けに際して付与される利益はないとのことです。

- a) 鈴木氏の所有する当社株式の本公開買付けへの応募は、以下 から を前提条件とすること
- 本公開買付けが開始され、かつ撤回されていないこと
  - 公開買付者の表明保証事項(注3)に係る重大な違反が存在しないこと
  - 公開買付者について、本応募契約(鈴木氏)に基づく義務(注3)の重大な違反が存在しないこと
  - 当社において、本公開買付けに賛同する旨の取締役会決議がなされ、かかる決議が公表され、かつ当社による賛同表明が撤回、留保又は変更されていないこと
  - 当社が、当社の株主に対して本公開買付けへの応募を推奨する旨の意見を表明していること
- b) 鈴木氏は、応募契約締結日から本決済開始日までの間、当社の株主総会の招集請求権又は株主提案権を行使しないこと
- c) 鈴木氏は、本決済開始日より前の日を権利行使の基準日とする当社の株主総会において、( ) 剰余金の配当その他の処分に関する議案、( ) 株主提案に係る議案(但し、公開買付者の指示に従って権利を行使する場合を除く。)並びに( ) 可決されれば当社の財政状態、経営成績、キャッシュ・フロー、事業、資産、負債若しくは将来の収益計画又はその見通しに重大な影響を及ぼす又は及ぼすことが合理的に予想される議案が上程されるときは、その所有する当社の普通株式に係る当該株主総会における議決権について、当該議案に反対の議決権を行使すること
- d) 本公開買付けが成立した場合において、本決済開始日より前の日を権利行使の基準日とする当社の株主総会が、本決済開始日以降に開催される場合、鈴木氏は、その所有する当社株式全てに係る当該株主総会における議決権その他の一切の権利について、公開買付者の意思が適切に反映されるために必要な措置を執ること
- 加えて、本応募契約(鈴木氏)において、本スクイズアウト手続及び本自己株式取得の完了後、本スクイズアウト手続及び本自己株式取得の完了を条件に、公開買付者親会社に対する再出資を行うことを合意しているとのことです。
- (注3) 本応募契約(鈴木氏)においては、( ) 設立及び存続の有効性、( ) 必要な権利能力及び行為能力の保有、( ) 倒産手続等及びその原因の不存在、( ) 反社会勢力との関係の不存在、並びに( ) 公開買付者又はその役員等による、適用ある各国の腐敗防止法令、マネー・ロンダリング防止法令、貿易管理法令、又は制裁法令への違反及びそのおそれの不存在が公開買付者の表明保証事項とされているとのことです。

#### 本応募契約(その他株主)

公開買付者は、本応募契約(その他株主)を締結するその他応募株主との間で、2023年9月27日付で本応募契約(その他株主)を締結し、その他応募株主が所有する当社株式の全てについて本公開買付けに応募する旨の合

意をしているとのことです。なお、本応募契約（その他株主）においては、加藤淳子氏及び松原春彦氏以外のその他応募株主による応募の前提条件は存在しないとのことです（注4）。また、本応募契約（その他株主）において、以下の内容を合意しているとのことです。なお、本応募契約（その他株主）を除いて、公開買付者と各その他応募株主との間で本取引に関する合意は締結されておらず、本公開買付価格の支払を除き、各その他応募株主に対して本公開買付けに際して付与される利益はないとのことです。

- a) その他応募株主は、応募契約締結日から本決済開始日までの間、当社の株主総会の招集請求権又は株主提案権を行使しないこと
- b) その他応募株主は、本決済開始日より前の日を権利行使の基準日とする当社の株主総会において、( )剰余金の配当その他の処分に関する議案、( )株主提案に係る議案並びに( )可決されれば当社の財政状態、経営成績、キャッシュ・フロー、事業、資産、負債若しくは将来の収益計画又はその見通しに重大な影響を及ぼす又は及ぼすことが合理的に予想される議案が上程されるときは、その所有する当社の普通株式に係る当該株主総会における議決権について、当該議案に反対の議決権を行使すること
- c) 本公開買付けが成立した場合において、本決済開始日より前の日を権利行使の基準日とする当社の株主総会が、本決済開始日以降に開催される場合、その他応募株主は、その他応募株主が所有する当社株式全てに係る当該株主総会における議決権その他の一切の権利について、公開買付者の意思が適切に反映されるために必要な措置を執ること

(注4) 本応募契約（その他株主）のうち、公開買付者と加藤淳子氏との間の本応募契約（その他株主）及び公開買付者と松原春彦氏との間の本応募契約（その他株主）においては、上記 a) 記載の応募の前提条件と同様の条件が規定されているとのことです。

#### 本株主間契約

BCPE Saunaは、エイチエムティ、松原奨学財団及び鈴木氏（本において、個別に又は総称して、以下「相手方株主」といいます。）との間で、それぞれ、2023年9月27日付で、本再出資及び本三角株式交換後の公開買付者親会社株式の取扱い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。

- a) 各相手方株主は、本再出資後のその所有する公開買付者親会社の株式に係る株主総会における議決権その他株主権をBCPE Saunaの指示に従って行使すること。
- b) 各相手方株主は、BCPE Saunaの事前の同意なく、その所有する公開買付者親会社株式の全部又は一部を第三者に対して譲渡、移転又は承継してはならず、また、担保提供その他の方法により処分（合併、会社分割、事業譲渡その他の方法による処分を含む。）してはならないこと。
- c) BCPE Saunaが公開買付者親会社の株式の全部又は一部を第三者に譲渡する場合、BCPE Saunaは、各相手方株主に対して、それぞれの所有割合に応じて、同一の条件で公開買付者親会社株式を当該第三者に売却することを請求することができ、各相手方株主はかかる請求に応じる義務を負うこと。

#### 本経営委任契約

BCPE Sauna、公開買付者親会社及び公開買付者は、2023年9月27日付けで、鈴木氏との間で、本経営委任契約を締結し、鈴木氏に対し、当社の代表取締役社長としての職務を委託し、当社をして、当該業務の対価として、2023年9月期における当社グループからの報酬の合計額を基とした合理的な水準の報酬を支払わせることを合意しているとのことです。本経営委任契約の有効期間は、鈴木氏による本再出資の実行日と本経営委任契約の締結日のいずれか早い日から1年間とし、その後は、本経営委任契約の当事者のいずれかが有効期間満了日の3ヶ月前までに書面による別段の意思表示をしない限り、さらに1年間更新され、以後も同様とされているとのことです。

#### 公開買付けへの賛同に係る覚書

公開買付者は、当社との間で、2023年9月27日付で本取引の実行に関する以下の内容を含む覚書（以下「本覚書」といいます。）を締結しております。

- a) 当社は、本特別委員会において、当社の取締役会が本公開買付けに賛同し、当社の株主に対して本公開買付けへの応募を推奨する旨の意見表明を行うこと（以下、本において「賛同意見表明」といいます。）について肯定的な内容の答申が行われており、かつ、当該答申が撤回又は変更されていないことを条件として賛同意見表明を行うこと。
- b) 当社は、本公開買付けの公開買付期間末日までの間、賛同意見表明を維持し、これを撤回又は変更する取締役会決議を行わないこと。
- c) 公開買付者以外の者により、本公開買付価格を5%以上上回る金額に相当する金銭を対価として当社の普通株式の全てを対象とする、本公開買付けと競合する公開買付け（以下、本において「対抗買付け」といいます。）が開始され、又はかかる対抗買付けについての書面による真摯な提案が当社に対してなされた場合、当社は、本覚書に定める自らの義務の違反がない場合に限り、公開買付者に対して、本公開買付価格の変更について協議を申し入れることができるものとし、公開買付者に対して当該申入れを行った場合、公開



買付者が本公開買付価格に関する再提案を行う機会を確保できるよう、公開買付者との間で誠実に協議を行うこと。

- d) 上記c)記載の当社の公開買付者の申入れの日から一定期間内に、公開買付者が本公開買付価格を対抗買付けに係る買付価格以上の金額に変更する旨の再提案を行わない場合、又は、公開買付者がかかる再提案を行った場合であっても賛同意見表明を維持することが、当社の取締役の善管注意義務の違反を生じさせるおそれがあると合理的に認められる場合は、賛同意見表明を撤回又は変更することができること。
- e) 当社は、本公開買付けの成立を条件として、相互に合理的な範囲で協力して本スクイズアウト手続、本自己株式取得及び本三角株式交換を実施すること。
- f) 当社は、本覚書締結日から本三角株式交換の効力発生時までの間、公開買付者以外の者から本取引と実質的に抵触し若しくは本取引の実行を困難にする又はその合理的なおそれのある取引（公開買付け、組織再編その他方法を問わず、当社の株式を取得する取引、当社グループの株式又は事業の全部又は重要な一部を処分する取引を含みます。）の提案、勧誘、申込、協議申入れ又は情報提供を受けた場合、直ちに公開買付者に対しその旨及び当該提案等の内容を通知するものとし、その対応について公開買付者との間で誠実に協議すること。

#### 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）
鈴木 隆司	代表取締役社長	1,331,748	13,317
石川 勝雅	取締役 専務執行役員	10,929	109
河野 逸人	取締役 上席執行役員	40,889	408
増田 航太	取締役 上席執行役員	32,889	328
師橋 卓久	取締役 監査等委員	138,843	1,388
鷲崎 弘宜	取締役 監査等委員	4,990	49
足立 伸男	取締役 監査等委員	2,971	29
山内 玲	取締役 監査等委員	410	4
藤貫 美佐	取締役 監査等委員	71	0
計		1,563,740	15,632

（注1） 役名、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） 取締役のうち、鷲崎弘宜、足立伸男、山内玲及び藤貫美佐は、社外取締役であります。

（注3） 所有株式数及び議決権の数には、直近事業年度末日時点におけるそれぞれ当社の役員持株会を通じて間接的に所有する当社株式数（小数点以下切捨て）及びそれに係る議決権の数を含めております。

#### 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