

【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】 2026年 2月25日

【報告者の名称】 養命酒製造株式会社

【報告者の所在地】 東京都渋谷区南平台町16番地25号

【最寄りの連絡場所】 東京都渋谷区南平台町16番地25号

【電話番号】 03(3462)8111(代表)

【事務連絡者氏名】 上席執行役員 経営企画部長 井川 明

【縦覧に供する場所】 養命酒製造株式会社 大阪支店
(大阪市福島区福島 6丁目 2番 6号)

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、養命酒製造株式会社をいいます。

(注2) 本書中の「公開買付者」とは、株式会社レノをいいます。

(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「株券等」とは、株式に係る権利をいいます。

(注6) 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7) 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8) 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。

1 【公開買付者の氏名又は名称及び住所又は所在地】

名称 株式会社レノ
所在地 東京都渋谷区南平台町3番8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

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、2026年2月24日開催の取締役会において、下記「(2) 当該公開買付けに関する意見の根拠及び理由」に記載の根拠及び理由に基づき、本公開買付けに対して賛同の意見を表明するとともに、本公開買付けに応募するかどうかについては当社の株主の皆様のご判断に委ねる旨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「 当社における利害関係を有しない取締役(監査等委員である取締役を含む。)全員の承認」に記載の方法により決議されております。

(2) 当該公開買付けに関する意見の根拠及び理由

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

本公開買付けの概要

公開買付者は、()本公開買付け、()本公開買付けが成立したものの、公開買付者が当社株式の全て(但し、当社が所有する自己株式及び本不応募合意株式(以下で定義します。)を除きます。)を取得できなかった場合に行う、下記「(5) 本公開買付け後の組織再編等の方針(いわゆる二段階買収に関する事項)」に記載の当社の株主を公開買付者及び当社の主要株主である筆頭株主の湯沢株式会社(以下「湯沢」といいます。)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。)、()本スクイーズアウト手続の完了後、公開買付者が所有する当社株式の全てを湯沢に譲渡すること(以下「本湯沢宛相對譲渡」といいます。)、()湯沢が当社の唯一の株主になった後、当社をして非事業性資産を配当財産とする剰余金の配当及び/又は非事業性資産を承継対象資産とする吸収分割を実施させ、当該非事業性資産を湯沢に移管させること(以下「本非事業性資産配当等」といいます。)、()本非事業性資産配当等の後、湯沢の所有する当社株式の全てを株式会社ツムラ(以下「ツムラ」といいます。)に譲渡し(以下「本事業パートナー宛相對譲渡」といい、()乃至()の手続きを総称して「本取引」といいます。)、最終的にツムラを当社の唯一の株主とする手続きの一環として、2026年2月24日、本公開買付けを実施することを決定したとのことです。なお、本書提出日現在、公開買付者及びツムラは、当社株式を所有していないとのことです。

公開買付者は、本公開買付けの実施にあたり、2026年2月24日付で湯沢との間で不応募合意書(以下「本不応募合意」といいます。)を締結し、その所有する当社株式4,641,500株(所有割合(注1:33.34%。以下「本不応募合意株式」といいます。))について本公開買付けに応募しない旨、本公開買付けが成立した場合には、本臨時株主総会(下記「(5) 本公開買付け後の組織再編等の方針(いわゆる二段階買収に関する事項)」において定義します。以下同じです。)において本スクイーズアウト手続に関連する各議案に賛成する旨書面に合意しているとのことです。

(注1) 「所有割合」とは、当社が2026年1月29日に公表した「2026年3月期 第3四半期決算短信〔日本基準〕(非連結)」(以下「当社決算短信」といいます。)に記載された2025年12月31日現在の当社の発行済株式総数(16,500,000株)から、同日現在の当社が所有する自己株式数(2,576,243株(なお、当社の業績連動型株式報酬制度(以下「BIP信託制度」といいます。))の信託財産として、日本マスタートラスト信託銀行株式会社(役員BIP信託口、75,828口。以下「BIP信託口」といいます。))が所有する当社株式の数(60,755株)は、BIP信託制度に係る受託者の共同受託者である日本マスタートラスト信託銀行株式会社に対して自己株式の処分がなされたものであるため、当社が所有する自己株式に含んでいないとのことです。以下、自己株式数の記載において同じとします。)を控除した数(13,923,757株)(以下「本基準株式数」といいます。)に対する割合(小数点以下第三位を四捨五入しております。以下、所有割合の記載について他の取扱いを定めない限り同じです。)をいいます。

公開買付者は、本公開買付けの実施にあたり、2026年2月24日付で、当社の第三位株主である三菱UFJ信託銀行株式会社(以下「三菱UFJ信託銀行」といいます。)(所有株式数：675,000株、所有割合：4.85%)、第四位株主である株式会社八十二長野銀行(以下「八十二長野銀行」といいます。)(所有株式数：650,200株、所有割合：4.67%)、第六位株主であるトーア再保険株式会社(以下「トーア再保険」といいます。)(所有株式数：548,000株、所有割合：3.94%)、及び塩澤太郎氏(所有株式数：163,819株、所有割合：1.18%。以下「塩澤氏」といい、三菱UFJ信託銀行、八十二長野銀行、トーア再保険、及び塩澤氏を総称して「本応募合意株主」といいます。)との間で、応募契約(以下「本応募契約」といいます。)をそれぞれ締結し、それぞれが所有している当社株式の全て(所有株式数：2,037,019株、所有割合：14.63%)について、それぞれ本公開買付けに応募することを書面にて合意しているとのことです。

また、公開買付者は、本公開買付けの実施にあたり、2026年2月24日付で野村幸弘氏(以下「野村氏」といいます。)(所有株式数：3,700株、所有割合：0.03%)との間で、その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同意(以下「本同意」といいます。)を口頭にて得ているとのことです。

また、公開買付者は湯沢、当社、及びツムラとの間で、2026年2月24日付で本取引に関する取引基本契約書(以下「本取引基本契約」といいます。)を締結しているとのことです。

本応募合意、本応募契約、本同意及び本取引基本契約の概要については、下記「(7) 本公開買付けに係る重要な合意」をご参照ください。

本公開買付けにおいては、買付予定数の下限を1,903,900株(所有割合：13.67%)に設定しており、本公開買付けに応募された株券等(以下「応募株券等」といいます。)の数の合計が買付予定数の下限(1,903,900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。他方、上記のとおり、本公開買付けは、公開買付者が当社株式の全て(但し、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。)を取得することを企図しておりますので、買付予定数の上限を設けておらず、応募株券等の数の合計が買付予定数の下限(1,903,900株)以上の場合には、応募株券等の全部の買付け等を行うとのことです。

かかる買付予定数の下限(1,903,900株)を設定した理由は、以下の通りとのことです。

まず、当社株式の非公開化を行うにあたり、本株式併合(下記「(5) 本公開買付け後の組織再編等の方針(いわゆる二段階買収に関する事項)」において定義されます。)に係る議案の成立に必要な議決権数を確保する必要がありますが、本株式併合に係る議案の成立に必要な当社株式数は、一定期間の当社の定時株主総会における議決権行使比率を参照すべきと考え、具体的には、過去5年間という期間が、経済・社会環境に大きな変化が起き、当社を取り巻く環境も大きく変化したと考えられるコロナ禍の影響を、通期で受けた最初の期(2021年3月期)以降の全ての定時株主総会における議決権行使比率を参照できるという点において、参照期間として適切かつ十分な年数であると考えたとのことです。そして、当該5年間の議決権行使比率に関し、その平均値を参照するのではなく、最大値を参照することが、本株式併合に係る議案の成立に必要な議決権数を試算するにあたり保守的であると考えたため、過去5年間の定時株主総会における議決権行使比率の最大値である80.70%(注2)(小数点以下第三位を四捨五入。以下、議決権行使比率の計算において同じです。)に株主総会の特別決議に必要となる3分の2を乗じた割合(53.80%)に相当する議決権の数に係る当社株式数を取得すれば、本株式併合に係る議案の成立に必要な議決権数を確保できると公開買付者は考えているとのことです。

(注2) 公開買付者によると、当社が2025年6月26日に提出した第107期有価証券報告書(以下「当社有価証券報告書」といいます。)に記載された第107回定時株主総会の基準日の総株主の議決権の数及び当社が2025年7月1日に提出した臨時報告書に記載された2025年6月開催の第107回定時株主総会において行使された議決権の数から、当該株主総会の全議案中最大の議決権行使数に係る議決権行使比率は80.63%に相当するとのことです。また、同様の方法で議決権行使比率を計算した場合、2024年6月開催の第106回定時株主総会は78.00%、2023年6月開催の第105回定時株主総会は79.72%、2022年6月開催の第104回定時株主総会は78.21%、2021年6月開催の第103回定時株主総会は80.70%となるとのことです。

次に、公開買付者は、2019年6月28日に経済産業省により策定された「公正なM&Aの在り方に関する指針」においても、「特に近年の我が国の資本市場の動向としてパッシブ・インデックス運用ファンドの規模が拡大しているところ、その中には、取引条件の適否にかかわらず、原則として公開買付けへの応募を行わない投資家も存在する」と指摘されているとおり、パッシブ・インデックス運用ファンド(株式をはじめとする投資対象資産の市場のベンチマークとなる株価指数等の指数(インデックス)と投資成果が連動することを目的として運用することにより、市場平均並みの収益率を確保することを目指すファンドを意味します。以下同じとします。)の中には、取引条件の適否にかかわらず、原則として公開買付けへの応募を行わないものの、その後のスクイーズアウトに係る株主総会においては賛成の議決権行使を行う者が存在すると公開買付者は考えているとのことです。そのため、本公開買付けにおいても、公開買付者及び湯沢が所有する当社の議決権の数の合計数に加えて、パッシブ・インデックス運用ファンドが所有する当社株式の数に係る議決権の数を合算することで、当社の総株主の議決権の数のうち、スクイーズアウトに係る株主総会に出席する株主が保有する議決権の数を3分の2以上とすることができれば、本臨時株主総会において本株式併合に係る議案が可決される蓋然性は高いと考えるに至ったとのことです(なお、本書提出日現在、パッシブ・インデックス運用ファンドから、本公開買付けが成立した場合には本株式併合に係る議案に賛成する予定である旨の意思を具体的に確認できている状況ではございませんが、本株式併合は、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」に記載の措置が実施され、当社が賛同の意見表明を行った公開買付けが成立したことを条件に上程されるものである点から、パッシブ・インデックス運用ファンドからも、賛成の議決権行使をいただけるものと公開買付者は考えているとのことです。)

なお、公開買付者は、パッシブ・インデックス運用ファンドが所有する直近の当社株式の合計数は公開情報からは把握することが難しいことから、金融市場等のデータ提供サービスを行う複数の情報ベンダー(Quick及びFactSet)によるデータベース情報を踏まえて、パッシブ・インデックス運用ファンドが所有する当社株式数を912,801株(所有割合:6.56%)程度と推計しているとのことです(当該データベースにおける情報の取得日から本書提出日までの間にパッシブ・インデックス運用ファンドが所有する当社株式数に変動が生じている可能性はあるものの、パッシブ・インデックス運用における銘柄選定の基準である当社株式の上場市場(東京証券取引所プライム市場)は変化していないことから、その変動は軽微な水準であると公開買付者は考えているとのことです。)。上記のとおり、パッシブ・インデックス運用ファンド等の中には、本公開買付けへの応募は行わない一方で、本公開買付けが成立した後、本臨時株主総会において本株式併合に係る議案が付議された場合には、同議案への賛成の議決権行使を行う者がいるものと考えられ、本株式併合に係る議案は下記「(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」に記載の措置が実施され、当社が賛同の意見表明を行った公開買付けが成立したことを条件に上程されるものである点から、パッシブ・インデックス運用ファンドからも、賛成の議決権行使をいただけるものと公開買付者は判断し、本株式併合に係る株主総会の特別決議を承認可決するために公開買付者が本公開買付けにより取得すべき具体的な当社株式の数は、当社の過去5年間の定時株主総会における議決権行使比率の最大値である80.70%に株主総会の特別決議に必要となる3分の2を乗じた所有割合(53.80%)に本基準株式数からBIP信託口が所有する当社株式数を控除した株式数(注3)を乗じた7,458,295株に係る議決権の数(74,582個)から、本不応募合意株式に係る議決権数(46,415個)を差し引いて、さらにパッシブ・インデックス運用ファンドが所有する当社株式数の推計値に係る議決権数(9,128個)を控除した19,039個に当社の単元株式数である100を乗じた株式数(1,903,900株、所有割合:13.67%)であると公開買付者は判断しているとのことです。

(注3) 当社が2015年5月22日に公表した「業績連動型株式報酬制度の導入に関するお知らせ」、2018年5月23日に公表した「業績連動型株式報酬制度の継続及び一部改定に関するお知らせ」、及び2021年5月22日に公表した「業績連動型株式報酬制度の継続に関するお知らせ」に記載のとおり、当社においては取締役(監査等委員である取締役及び社外取締役を除きます。)及び当社と委任契約を締結している執行役員を対象とした業績連動型株式報酬制度としてBIP信託制度を導入しておりますが、BIP信託口が保有する当社株式は2026年6月上旬を目途に開催される予定の本臨時株主総会の基準日までに受益者に対する交付、本公開買付けへの応募その他の処分は予定されておらず、また、BIP信託口が保有する当社株式に係る議決権は信託期間(当該信託期間は2027年8月31日までとしています。)中行使されないこととされており、本臨時株主総会においても当該議決権は行使される可能性がないことから、公開買付者は、買付予定数の下限の設定に際し、2025年12月31日現在においてBIP信託口が保有する当社株式数(60,755株)を買付予定数の下限の設定の基礎となる当社株式数に加算していないとのことです。

したがって、本公開買付けが買付予定数の下限にて成立したとしても、上記のとおり本株式併合に係る議案への賛成の議決権行使が見込まれる当社株式の数の水準は、実際に議決権行使がなされる当社株式の数の正確な数値は不明であるものの、議決権所有割合に換算して53.80%に達すると見込まれるため、公開買付者としては、本株式併合に係る議案の可決要件を満たすと公開買付者は予想したとのことです。

以上を踏まえ、公開買付者は、本公開買付け後に公開買付者が当社の総株主の議決権の数の3分の2を所有するに至らない場合でも、その所有する当社の議決権が本臨時株主総会において、本株式併合の議案が承認される水準となるよう、本公開買付けにおける買付予定数の下限を(1,903,900株、所有割合：13.67%)に設定することにしたとのことです。

公開買付者は本公開買付けが成立した場合、下記「(5) 本公開買付け後の組織再編等の方針(いわゆる二段階買収に関する事項)」に記載のとおり、公開買付者は、本スクイーズアウト手続を実施することを予定しており、当社に対して、本株式併合を行うこと及び本株式併合の効力発生を条件として単元株式数の定めを廃止する旨の定款の一部変更を行うことを付議議案に含む、本臨時株主総会の開催を要請する予定とのことです。公開買付者は、公開買付者及び湯沢が合計で当社の総株主の議決権の3分の2以上に相当する当社株式を所有するに至らなかった場合でも、上記の通り本臨時株主総会における本株式併合に係る議案の可決要件を満たす見込みがあると考えているとのことです。ただし、公開買付者及び湯沢が合計で当社の総株主の議決権の3分の2以上に相当する当社株式を所有するに至らなかった場合、本臨時株主総会において本株式併合に係る議案が否決される可能性もあるとのことです。仮に本臨時株主総会において本株式併合に係る議案が否決された場合であっても、公開買付者は、当社株式を非公開化することを目的としているため、本公開買付けにおける応募状況や当該時点における当社の株主の所有状況及び属性並びに市場株価の動向も踏まえた上で、公開買付者及び湯沢が合計で所有する当社株式の議決権の合計数が本株式併合の承認のために次回に開催を予定する株主総会において想定される議決権行使の数に3分の2を乗じた議決権の数に相当する株式数に達するまで、市場内取引、公開買付け、公開買付け以外の市場外買付け等(法において認められる場合に限りです。)により当社株式を追加取得して、当社株主総会の開催を要請する予定とのことです(このような追加取得及びその後の株主総会による本株式併合の承認までに要する期間については、市況等の事情にもよるため、現時点では確定的な時期を特定することは困難であるものの、現時点では2026年7月までと予定しているとのことです。具体的な見込み時期が判明しましたら、公開買付者はその旨お知らせする予定とのことです。)。公開買付者は、本公開買付けが成立した場合には、当該見込み時期にかかわらず、当社株式を非公開化する方針を変更しないとのことです。なお、上記追加取得において、公開買付者が株主の皆様に対して支払う対価は、市場内取引の場合は市場価格、市場内取引以外の方法による場合には、本公開買付価格と比較して、当該追加取得に対応して売却する株主にとって経済的に同等と評価される価格(当社が株式併合又は株式分割等、支払う対価の調整を要する行為を行わない限り、1株当たり、本公開買付価格と同額)とするとのことです。

本スクイーズアウト手続の完了後において、公開買付者は、当社の有価証券報告書提出義務の免除申請の承認を得られた後、公開買付者が所有する当社株式の全てを湯沢に譲渡する本湯沢宛相対譲渡を予定しておりますが、現在において、詳細については未定とのことです(注4)。なお、当社及びツムラは、湯沢に非事業用資産が移転する際、当社において課税されることは望んでおらず、当社において課税されないためには、湯沢と当社との間に完全支配関係を形成する必要があるため(注5)、非事業性資産配当等を実施する前の時点において、本湯沢宛相対譲渡を行うこととしているとのことです。

- (注4) 本湯沢宛相対譲渡にあたっては、公開買付価格の均一性規制の趣旨に反しないよう、当社株式の価値は、本スクイズアウト手続の実施前の時点において公開買付者が保有する当社株式数に本公開買付価格を乗じた価格を基準として、そこに本公開買付けの実施に伴い公開買付者において発生した諸費用及び公開買付者における資本コストを加算することで反映した価格とする予定とのことです。
- (注5) 湯沢と当社との間に完全支配関係を形成するためには、公開買付者ではなく湯沢が公開買付けを実施するという選択肢もありますが、湯沢は本公開買付けの開始時点において、当社の非公開化を行うことのできる現預金・純資産がなく、かつ公開買付けが不成立になるというリスクがある中では外部からの資金調達は難しい状況であるところ、公開買付者は本公開買付けに実施に必要な資金を確保できているため、湯沢ではなく公開買付者が公開買付けを実施するとのことです。なお、湯沢の間接的な株主である株式会社オフィスサポートが、公開買付者の間接的な株主とのことです。具体的には、湯沢の株主である株式会社ATRAは、湯沢の総議決権の50%を保有しており、株式会社ATRAの総議決権の30.9%を株式会社オフィスサポートが保有しているとのことです。そして、株式会社オフィスサポートは、株式会社C&I Holdingsの総議決権の37.5%を保有しており、株式会社C&I Holdingsは株式会社シティインデックスファーストの総議決権の50%を保有し、株式会社シティインデックスファーストは公開買付者の総議決権の50%を保有しているとのことです。

一方、本公開買付けが成立し、非公開化が実施された後に、本湯沢宛相対譲渡が実施される際には、本公開買付けが不成立になるというリスクが排除された後のため、外部からの資金調達が可能であることを湯沢の代表取締役が、複数の調達先候補の代表者に口頭で確認しているとのことです。また、公開買付者は、その旨を湯沢から口頭で確認しているとのことです。

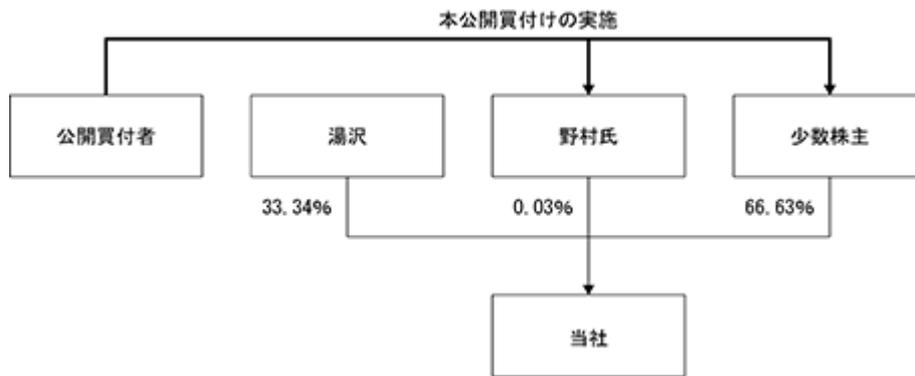
また、本湯沢宛相対譲渡により湯沢が当社の唯一の株主になった後、当社をしてその非事業性資産(注6)を配当財産とする剰余金の配当及び/又は非事業性資産を承継対象資産とする吸収分割を実施させ当該非事業性資産を湯沢に移管させる本非事業性資産配当等が予定されているとのことです(本非事業性資産配当等の詳細は、下記「(7) 本公開買付けに係る重要な合意 本取引基本契約」をご参照ください)。

- (注6) 非事業性資産とは、当社が保有する現預金、長期預金、非上場株式、非上場株式以外の株式、債券及び一部の有形固定資産(以下「非事業性有形固定資産」といいます。)からなり、2025年3月末時点での帳簿価額はそれぞれ、現預金5,711百万円、長期預金5,200百万円、非上場株式916百万円、非上場株式以外の株式17,836百万円、債券6,081百万円及び非事業性有形固定資産3,678百万円とのことです。

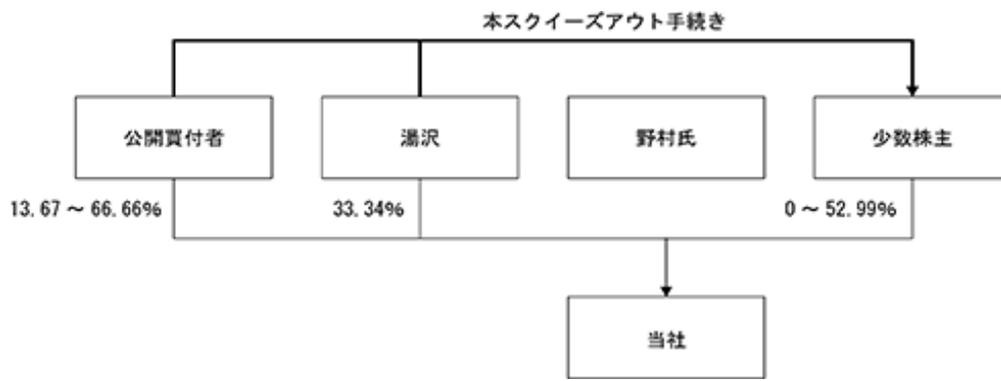
そして、本非事業性資産配当等の完了後において、当社は、くらすわ関連事業について、本事業パートナー宛相対譲渡の実施前に、詳細は検討中ながら本事業パートナー以外の第三者への事業売却を実施する可能性があり、当該事業売却が実現しない場合には本事業パートナー宛相対譲渡の実施の前提としてくらすわ関連事業の縮小・撤退を行うことを予定(当社として、当社自らくらすわ関連事業を縮小・撤退を行うとした場合において、特段の支障となる事情は本書提出日時点において認識しておりません。)しており、本事業パートナー以外の第三者への事業売却が確定しましたら、追って開示する予定です。その後、湯沢の所有する当社株式の全てをツムラに譲渡する本事業パートナー宛相対譲渡が予定されているとのことです(本事業パートナー宛相対譲渡の詳細は、「(7) 本公開買付けに係る重要な合意 本取引基本契約」をご参照ください。)なお、本事業パートナー宛相対譲渡は、本スクイズアウト手続後に非事業性資産を湯沢に移管し、かつ当社におけるくらすわ関連事業について、本事業パートナー宛相対譲渡の実施前に、本事業パートナー以外の第三者への事業売却、若しくは当該事業売却が実現しない場合にはくらすわ関連事業の縮小・撤退を行うことから、実質的に養命酒関連事業のみの譲渡である一方、本公開買付け実施時における当社は、養命酒関連事業、くらすわ関連事業及び非事業性資産を有している点から、本事業パートナー宛相対譲渡と本公開買付けは取得する対象が異なることから、価格の均一性の問題は生じないと公開買付者は考えているとのことです。また、ツムラは、当社の事業のみの取得を希望しており(実質的には、当社の養命酒関連事業)、非事業性資産が一体となったままの当社に対する公開買付けを行う意向がなかったため、公開買付者が公開買付けを実施し、本スクイズアウト手続及び本湯沢宛相対譲渡の実施後、本非事業性資産配当等とくらすわ関連事業の縮小・撤退(ツムラ以外の第三者への事業売却も含む)によりツムラの取得対象となる養命酒関連事業のみを当社に残した上で、湯沢からツムラへ当社株式を譲渡する取引にしたとのことです。

本書提出日現在想定している、一連の取引を図示すると大要以下のとおりです。

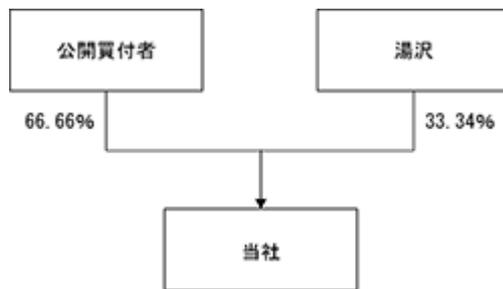
(本公開買付けの実施)



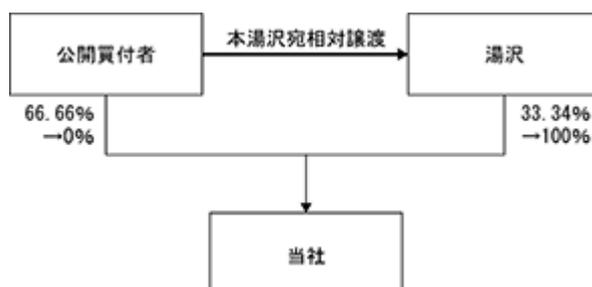
(本公開買付けの実施後、本スクイーズアウト手続)



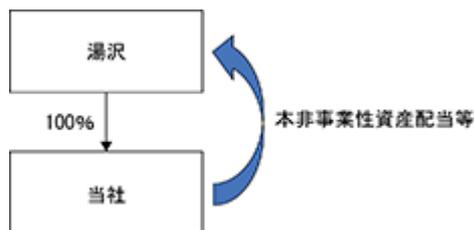
(本スクイーズアウト手続後)



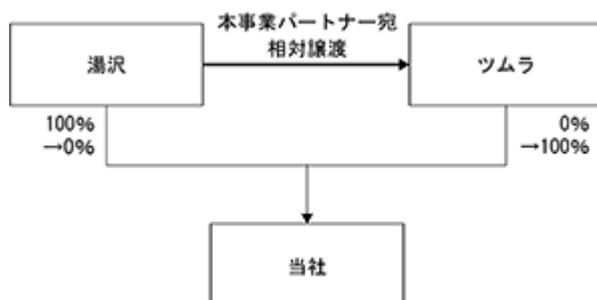
(本湯沢宛相對譲渡(2026年7月~8月頃を予定))



(本非事業性資産配当等(2026年7月～8月頃を予定))



(本事業パートナー宛相対譲渡(2026年7月～8月頃を予定))



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

() 当社を取り巻く経営環境等

当社は、1923年6月に株式会社天龍館として設立され、300年余にわたり信州伊那の谷・塩澤家に受け継がれてきた養命酒の事業を継承しました。1943年2月に株式会社養命酒本舗天龍館を吸収合併して事業の統合を進め、1951年11月には商号を養命酒製造株式会社に変更し、現在の社名となりました。当社株式については、1955年10月に東京証券取引所に株式を上場した後、2022年4月に実施された東京証券取引所の市場区分見直しに伴い、東京証券取引所市場第一部から東京証券取引所プライム市場へ移行しております。

当社の企業集団(当社及び当社の関係会社)は、当社及び非連結子会社1社で構成されており、養命酒関連事業とくらすわ関連事業からなっております。当社は、「生活者の信頼に応え、豊かな健康生活に貢献する」を経営理念とし、お客様の満足と信頼を一番に考え、健康生活に貢献できるよう、企業ビジョンである「健全で、強い、良い会社」を目指しております。また、「すこやかでより良い時間を願う人々を応援する」という事業ビジョンの下、「養命酒」をはじめとする商品及び「くらすわ」ブランドを通して、高い安心と社会に求められる有用な商品やサービスの提供に努めております。

当社グループの各事業の概要は以下の通りです。

(養命酒関連事業)

主に国内外への「養命酒」及び酒類・食品の製造販売を行っており、その他に太陽光発電による売電及び不動産賃貸を行っております。

(くらすわ関連事業)

食を通じた「広げる、すこやかなくらしの輪」をコンセプトとした「くらすわ」ブランドによる小売り・サービス事業を展開しており、直営の商業施設において商品又は製品の販売及びレストランの運営を行う店舗運営、インターネット等を通じた通信販売及び他社販売チャネルを通じた外販を行っております。

当社は、中長期的な環境認識として、国内の少子高齢化の進行と人口減少、エネルギーや原材料価格の高騰、世界的な不確実性の高まり等により、これまでと異なる様々な社会的課題の解決が企業に求められていると認識しております。

このような経営環境において当社は、中期経営計画(2022年4月～2027年3月)(以下「本中期経営計画」といいます。)を策定し、2023年に会社創立100周年を迎えるにあたり基本戦略を「次の100年に向けた成長投資と持続的成長基盤の確立」と決めました。「養命酒」及び酒類・食品の卸売販売を中心とする既存事業の収益力強化(深化)と、これまで取り組んできた「くらすわ」ブランドを中心とした新たな事業基盤の構築(探索)を同時に行う「両利きの経営」を推進し、収益性を確保しつつ成長投資を行い、新たな企業価値の創造に取り組んでまいりました。

しかしながら、ここまでのところ、物価上昇による消費行動への影響等の要因による国内「養命酒」の販売不振、通信販売の競争激化、店舗展開にあたっての人材確保難等によるくらすわ関連事業拡大の遅れ、最終年度を見据えたM&Aの実現可能性の低下等、本中期経営計画策定時に想定した前提条件が大きく変化しております。このような状況を踏まえ、当社は、2022年3月期の決算発表時(2022年5月11日)に公表した本中期経営計画における最終年度目標の売上高200億円以上を、2025年5月13日に取り下げております。

このような事業環境の下、今後当社が持続的な成長及び企業価値の拡大を実現するためには、足元減収傾向にある養命酒を中心とした製品の販売力強化を通じた再びの成長トレンドの実現や、くらすわ関連事業の抜本的な改善策の遂行が求められていると考えております。

() 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

公開買付者は、日本の上場企業のあるべき姿を追求すること、コーポレート・ガバナンスの理解を日本の上場企業に浸透させることを掲げ、これまで数多くの上場企業に投資し、一定の株主価値向上に寄与してきた実績を有しているとのことです。具体的には、上場企業は社会の公器として、従業員、取引先、ビジネスパートナー、そして株主といった全てのステークホルダーに対する責任がある中で、株主に対しては、事業の競争力の強化や資産効率の向上を通して資本コストを上回るROE(Return on Equity、自己資本当期純利益率)を上げ、自社の株価を中長期にわたり上昇させていく必要があると考えており、実際に、下記の投資先企業において株価の上昇を実現しているとのことです。グループの投資先企業の例としては、株式会社アコーディア・ゴルフ、黒田電気株式会社、株式会社東栄リーファークライン、出光興産株式会社、新明和工業株式会社、株式会社UKCホールディングス、日本郵船株式会社、中国塗料株式会社、三信電気株式会社、株式会社廣濟堂、株式会社エクセル、日本アジアグループ株式会社、コスモエネルギーホールディングス株式会社、株式会社新生銀行等が挙げられ、資本政策の改善による株主価値の向上を目指すことにとどまらず、経営統合による業界の再編、経営者や従業員が株主と同じ目線に立つことのできるインセンティブの付与等の数々の価値向上施策を、投資先の経営陣と共に議論し、実行に導くことで、一定の株主価値向上に貢献してきた投資実績を有しているとのことです。

湯沢及び野村氏(以下「湯沢ら」といい、公開買付者と総称して以下「公開買付者グループ」といいます。なお、湯沢及び野村氏は公開買付者の特別関係者に該当します。)は、当社が、当社の純資産を発行済株式数で除した結果である一株当たり純資産(2023年9月末時点において3,272円)に比べて当社の株価が低く評価されており、株価を一株当たり純資産で除した、所謂PBRが1倍を下回っていたことに鑑み(2023年11月30日における当社株式の終値1,873円はPBRにて0.62倍の水準になります)、割安な株価で上場していると考え、2023年12月11日以降、当社株式を市場内外の取引で取得し、2024年5月2日時点で湯沢の株主である野村氏が141,700株(2024年3月末時点の当社の発行済株式総数から自己株式を控除した株式数に対する割合：1.02%)を所有するに至ったとのことです。

その後、湯沢は2025年3月19日から21日にかけて合計3,300,100株(2025年3月末時点の当社の発行済株式総数から自己株式を控除した株式数に対する割合：23.70%)を、野村氏は2025年3月19日に135,400株(2025年3月末時点の当社の発行済株式総数から自己株式を控除した株式数に対する割合：0.97%)を、それぞれ市場外取引により取得し、2025年3月21日時点で湯沢らが所有する当社株式の合計は3,577,200株と、2025年3月末時点の当社の発行済株式総数から自己株式を控除した株式数に対する割合は25.69%となり、当社の経営陣に対して、当社の株主として株主価値向上を提案するに際し十分に発言力のある株数を保有するに至ったと考え、湯沢らは2025年4月2日に当社と初回の面談を行ったとのことです。

湯沢らは、2025年4月2日から同年7月29日にかけて、当社と、当社の社外取締役との面談を含み合計7回の面談を行ったとのこと。当社の社外取締役との面談1回を除く、計6回の面談において、当社からは、代表取締役社長である田中英雄氏及び2025年6月27日に開催された第107回定時株主総会で取締役役に選任された井川明氏が参加したとのこと。湯沢らは、当社が長年蓄積してきた内部留保により、多額の非事業性資産(現預金、長期預金、非上場株式、非上場株式以外の株式、債券及び一部の有形固定資産。)を保有しており、当該非事業性資産により当社の資本効率性が低下しているという課題があると考えていたとのこと。2025年4月2日から同年7月29日にかけての面談では、湯沢らから、株主価値向上のための施策として、一般的には、上場を維持したままで、事業成長の実現及び株主還元を通じた資本効率の向上を行うという選択肢はあるものの、当社の売上、利益が中長期的に低迷しており、そのことが今後の当社の株価に与えるマイナスの影響を考えると、当該課題に対処し、当社の株主価値向上のために当社が非公開化することが望ましいと考えており、具体的にはMBO(マネジメント・バイアウト)による非公開化を当社に提案したとのこと。湯沢らがMBOを手法として選択し提案した理由は、MBOに参画する経営陣が自ら当社の事業のリスクを取ると同時に、経営が成功した場合にリターンを享受する手法が、経営者としてふさわしいと考えたからとのこと。また、湯沢らからは、MBOに際して、湯沢らが当社株式の非公開化のスポンサーになることが可能であることを当社に伝えたとのこと。湯沢らは、湯沢らが当社株式の非公開化のスポンサーになる場合には、当社株式を非公開化した後に、当社が保有する非事業性資産を湯沢らに移管し、当該非事業性資産の流動化を通じた現金回収によって当社株式の非公開化の原資を回収し、当社に残る事業を湯沢らと当社経営陣で保有するというストラクチャーを想定していることを伝えたとのこと。なお、これら湯沢らから当社に伝えた意向に対する当社からの反応に関しては、湯沢らから当社に対して、湯沢らに対して重要事実を伝達しないよう依頼していたこともあり、湯沢らとして特段認識する内容は無く、主に湯沢からの説明内容についての質疑という内容のもだったとのこと。また、湯沢らは、仮に当社が当該ストラクチャーを選択するとしても、被買収先の取締役として、(A)当社の価値が十分に反映された公開買付価格を選択する必要があること、(B)クローズドな関係性のなかで買い手を探すのではなく複数の先に打診をする必要があること、(C)株主価値を最大化する先、即ち、最も当社を評価し、一番高い価格を提示する先に売却する必要があることを充分ご認識頂きたい旨を当社に申し入れたとのこと。

2025年8月6日には、湯沢は、当社が非公開化の一次入札を行っているという報道を目にし(なお、湯沢は、当該報道以外で当社が入札手続きを進めているという情報は入手していないとのこと。)、湯沢らが、当社に対し、当社株式の非公開化は支持するものの、湯沢らが当社株式の非公開化のスポンサーになることを提案しているため、湯沢らが保有する当社株式を当社の自己株式取得に応じて売却することや、第三者に売却する意向はないことを伝えたとのこと。当社は、同日に、「一部報道について」(以下「8月6日開示」といいます。)と題する適時開示を行い、一部報道により当社が非公開化を検討しているとの報道があるが、当社が発表したものではないことと、企業価値向上を目的とした様々な選択肢(非公開化を含む)を検討しているが、当社として決定している事実はないことが公表されたとのこと。

湯沢らは、2025年9月3日から2025年10月7日にかけて、当社と合計4回の面談を行いました。まず、2025年9月3日に開催した面談において、当社からは、8月6日開示通り、企業価値向上のため、非公開化を含め様々な選択肢を検討しているとのことと湯沢らに伝えられたとのこと。それを受けて2025年9月3日から2025年10月7日にかけての面談では、主に、湯沢らがMBOという手法にこだわらず、当社株式の非公開化を行いたいという強い意欲を持っていることを湯沢らから当社に伝えられたとのこと。湯沢らは、当社経営陣が事業の所有者としてリスクを取り、その代わりに将来企業価値が向上した際にはリターンを享受できるMBO、又は当社の事業を湯沢らと当社経営陣による共同保有、という取り組みに対して、当社経営陣からの賛同が得られない可能性があること、また、当社の売上高及び利益が中長期的に低下傾向にあることから、湯沢らによる非公開化後、第三者のパートナーが当社の事業を取得し、経営陣と共に経営していくことは、当社事業の中長期的な成長にとって望ましい選択肢であると考えていると伝えたとのこと。また、第三者のパートナーに当社の事業を譲渡する場合にも、湯沢らが非公開化を主導し、その後、当社の非事業性資産の回収も含めた事業再編を湯沢らが実施した上で、当社の事業のみを当該第三者のパートナーに譲渡するというスキームを取ることで、譲渡先選定および譲渡プロセス進行をよりスムーズに進めることができると考え、引き続き湯沢らが非公開化を主導する考えであると伝えたとのこと。そして、もし第三者のパートナーがいない場合は、当初の提案通り、湯沢と経営陣で当社の事業を保有したいと伝えたとのこと。また、湯沢らが当社株式を非公開化し、非事業性資産での流動化を通じた現金化により原資を回収する、という点以外については、湯沢らの経済性が担保されている限りにおいて、湯沢らとしては柔軟な検討が可能であり、経営陣の意向を提案していただきたいと伝えたとのこと。また、2025年9月10日に開催した面談では、湯沢らから当社に対して、当社経営陣の賛同を前提に、面談の前営業日である2025年9月9日時点の当社株価の終値が3,980円であった点を踏まえ、当該価格を上回る価格という観点で一株あたり4,000円(2025年9月10日の前営業日である2025年9月9日時点の東京証券取引所プライム市場における当社株式の株価終値3,980円に対して0.50%のプレミアム(小数点以下第三位を四捨五入しております。以下、プレミアム率とディスカウント率の計算について同じです。)、同日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値3,926円(円未満を四捨五入。以下、終値単純平均値の計算において同じです。))に対して1.88%のプレミアム、同日までの過去3ヶ月間の終値単純平均値3,462円に対して15.54%のプレミアム、同日までの過去6ヶ月間の終値単純平均値3,198円に対して25.08%のプレミアム)で当社を非公開化することを検討可能であると考えている旨を、口頭で伝えたとのこと。

湯沢らは、当社株式の非公開化を進めるに際し、当社の株主として積極的な関与を行いたいと考え、湯沢が2025年10月14日に当社株式1,318,100株(2025年9月末時点の当社の発行済株式総数から自己株式を控除した株式数に対する割合：9.47%)を市場外取引により取得し(内、277,100株は野村氏からの取得)、その後さらに、2025年10月15日から同月17日にかけて市場内取引で当社株式を合計23,300株(2025年9月末時点の当社の発行済株式総数から自己株式を控除した株式数に対する割合：0.17%)取得し、2025年10月17日時点で湯沢らが所有する当社株式の合計は4,645,200株(2025年9月末時点の当社の発行済株式総数から自己株式を控除した株式数に対する割合33.36%)となったとのこと。

湯沢らと当社は、2025年10月28日に、湯沢の設立するSPCによる当社株式の非公開化及びその後の一連の取引を協議の対象とする秘密保持契約を締結したとのこと。湯沢らは、2025年10月30日から2025年11月26日にかけて、当社と合計3回面談を行ったとのこと。湯沢らからは、当社に対して、引き続き、湯沢らによる当社株式の非公開化を行いたい意向を伝えたとのこと。湯沢らからは、湯沢らで当社の議決権の1/3超を保有しており、当社経営陣が当社の非上場化を選択する場合にも、湯沢らの意向を十分に反映した形での非公開化でなければ実現は現実的ではないことを伝えたとのこと。当社からは、企業価値向上のため、非公開化を含めた様々な選択肢を検討している旨が、湯沢らに伝えられたとのこと。

湯沢らは、2025年12月5日に、当社より、米国デラウェア州設立の投資顧問会社であるKohlberg Kravis Roberts & Co. L.P.(関係会社及び関連ファンドを含め、以下「KKR」といいます。)及びツムラのコンソーシアム(以下「本コンソーシアム」といいます。)から受領した2025年12月1日付の当社株式の非公開化に関する法的拘束力ある提案(当社株式1株あたり株式価値4,021円、想定公開買付価格4,282円(仮に湯沢が公開買付けに応募した場合の税引後手取り額と当社による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価格(3,497円)で自己株式取得を行い、差額分を本公開買付けにおける公開買付価格に充当する場合を想定したもの。)(以下「本コンソーシアム提案」といいます。)の内容の伝達を当社と湯沢らとの協議の場において受けたとのことです。なお、本コンソーシアム提案においてツムラが当社株式を取得することの前提は、養命酒関連事業以外をカーブアウトすること又は縮小するという内容だったとのことです。その後、2025年12月8日、湯沢らは当社に対して、非公開化については賛同するものの、湯沢らとしては、そもそも湯沢らの主導する当社の非公開化を実現したいと考えており、当社株式を第三者に売却する意向や当社による自己株式取得に応じる意向はなく、本コンソーシアム提案にかかる公開買付けには賛同できず、当社による自己株式取得に応じることはできないと当社に伝えたとのことです。

その後、湯沢らは、2025年12月11日から同月25日にかけて、当社と合計4回の面談を行ったとのことです。2025年12月11日から同月25日にかけての面談では、湯沢らは当社に、あらためて、湯沢らの主導する当社の非公開化を実現したいと考えており、当社株式を第三者に売却する意向や当社による自己株式取得に応じる意向はなく、本コンソーシアム提案にかかる公開買付けには賛同できず、当社による自己株式取得に応じることはできないと伝えたとのことです。当社からは、湯沢らに対して、本コンソーシアム提案に湯沢らが協力することで、当社の企業価値向上が実現できると伝えたとのことです。

その後、2025年12月30日の日中には、当社から、湯沢に対して、本コンソーシアム提案について、1株あたり株式価値(4,021円)については変更しないが、湯沢が保有する当社株式を対象とした、当社による自己株式取得の1株あたり取得価格(3,497円)を向上させることが理論的に可能であること、湯沢がその自己株式取得による売却資金を原資に本コンソーシアム提案における買付主体に再出資を行うこともKKRとして検討可能である旨のKKRからの再提案が伝達されましたが、湯沢は当社に、湯沢らの主導する当社の非公開化を実現したいと考えていることから、再提案の内容は湯沢の意向に沿うものではなく、検討に資するものではないとして、これを受け入れなかったとのことです。

そして、2025年12月30日の夜には、当社から「(開示事項の経過)一部報道について」(以下「12月30日夜開示」といいます。)と題する開示がなされ、KKRの再提案を踏まえても湯沢として当社株式の売却を行う意向を有しないことを確認したため、KKRによる提案は成立蓋然性のない提案と判断したとして、同日の夕刻に、当社からKKRに対し、KKRに付与していた独占交渉権を失効させることをKKRに通知した旨が公表されました。

2026年1月6日から同月20日にかけて、湯沢らは当社と合計4回面談を行い、2026年1月9日には、湯沢らから当社に対して、公開買付者による当社株式の公開買付け及び当社による自己株式公開買付けの実施による当社株式の非公開化を行った上で、当社が保有する資産のうち非事業性資産を湯沢が取得し、当社株式を当社事業のベストオーナーへ可及的速やかに譲渡する取引について、提案書(以下「1月9日提案書」)を提出したとのことです。なお、1月9日提案書を提出するにあたっては、公開買付者グループは2026年1月6日、法務アドバイザーとして渥美陽子弁護士を選任しておりますが、当社に関するデュー・ディリジェンスを行っていないこと、並びに当該提案書の作成にあたり必要な当社の価値算定にかかる知見を社内に有していることから、財務やフィナンシャル・アドバイザーは選任していないとのことです。加えて、これらの面談において湯沢らは、当社事業の価値を最も高く評価してくれる買い手が当社事業のベストオーナーであるという湯沢らの考えを伝えたとのことです。また、非公開化の手法に関しては、公開買付者による他社株公開買付けに加えて、当社による自社株公開買付けにより、当社の事業会社株主から当社株式を取得することで、当該事業会社株主にはみなし配当の益金不算入規定が適用されることが見込まれ、その場合には、当該事業会社株主にはある一定程度の税務メリットが享受されるところ、自社株公開買付けの買付価格を一部引き下げ、他社株公開買付けの買付価格を一部引き上げることで、当該税務メリット相当分をその他当社株主に提供することが可能となることから、当社による自社株公開買付けと公開買付者による他社株公開買付けを並行して行うことを提案したとのことです。また、湯沢らは、当社が積極的マーケットチェックを行い提示された最も高い価格(なお、湯沢らは、2025年12月5日の当社との協議の場において、積極的マーケットチェックの結果としてコンソーシアム提案が選ばれたことを当社より伝えられ、当該協議において湯沢らから当社に、コンソーシアム提案が、積極的マーケットチェックの結果、提示された中で最も高い株式価値であるか確認したところ、当社より、その理解で相違ないとの回答を受けたため、積極的マーケットチェックを行い提示された最も高い価格が、コンソーシアム提案における一株あたり株式価値4,021円であったことを確認していたとのことです。)を参照し、それと同等もしくはそれよりも高い1株あたり株式価値を提示することが当社の株主価値向上のために重要と考え、一株あたり株式価値を4,021円以上とする考えに変化はないことを、当社に伝えたとのことです。当社から湯沢らに対しては、非公開化を行うことが企業価値向上に資すると考えており、当社経営陣が、当社の非公開化に賛同すると考える株主の保有株数の合計に、湯沢らの保有株数をあわせれば、当社の非公開化の成立に必要な当社株主の賛同を得られるのに対し、自社株公開買付けを実施する場合、当社の非公開化に賛同すると考える株主から自社株公開買付けを通じて当社株式を取得した後の湯沢らによる保有株数だけでは、当社の非公開化の成立に必要な当社株主の賛同を得るに十分ではなく、他社株公開買付けの結果によって当社の非公開化の成立が左右されるという不確実性を含んでしまうこととなるため、非公開化の確度を高めるために、当社による自社株公開買付けと公開買付者による他社株公開買付けの2つの公開買付けを行うのではなく、公開買付者による他社株公開買付けのみで実施してほしいという意向が伝えられたとのことです。

なお、湯沢らは、1月9日提案書を当社へ提出するにあたり、資金力やリソース(人員体制等)、上場企業への投資実績に鑑み上記「本公開買付けの概要」の注5に記載の理由により、湯沢ではなく、湯沢と資本関係及び人的関係のある公開買付者に本公開買付けの実施主体となることを依頼し、公開買付者はこれを応諾したとのことです。

2026年1月22日、公開買付者グループは、非公開化の確度を高めたいとの当社の意向を受け、当社による自社株公開買付けは想定せず、公開買付者による他社株公開買付けのみによって当社株式の非公開化を行う意向があることを伝えたとのことです。

その後、公開買付者グループは2026年1月30日に当社より、当社及び本特別委員会(下記「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」において定義します。)が、本事業売却入札プロセス(下記「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」において定義します。)において、当社の事業価値を最も高く評価したツムラによる提案が当社の企業価値向上にも資すると評価できると考え、ツムラがベストオーナーであると判断したことを伝えられ、公開買付者グループもツムラがベストオーナーであることを確認したとのことです。

なお、公開買付者グループとしては、ベストオーナーの選定プロセスの具体的な内容および進捗については、当社に一任しており、上記のとおり当事業の譲受価格として最も高い価格を提示した買い手がベストオーナーであるという公開買付者グループの考えを当社に伝達し、その内容を踏まえ、当社から公開買付者グループに対して、ツムラをベストオーナーであると判断した旨の伝達を受け、公開買付者グループとして合意をしたとのことです。よって、公開買付者グループにおいて、ベストオーナーの選定プロセスに関する交渉は行っていないとのことです。

公開買付者は、当社が開示している財務情報等の資料を通して、当社の事業及び財務の状況を分析し、本コンソーシアム提案においては当社株式の一株当たり株式価値が4,021円とされていたことを踏まえ、当該価格(4,021円)を上回る価格として、2026年2月4日、本公開買付けにおける本公開買付価格を4,022円(提案の前営業日である2026年2月3日時点の東京証券取引所プライム市場における当社株式の株価終値4,290円に対して6.25%のディスカウント、同日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値4,360円に対して7.75%のディスカウント、同日までの過去3ヶ月間の終値単純平均値4,453円に対して9.68%のディスカウント、同日までの過去6ヶ月間の終値単純平均値4,233円に対して4.98%のディスカウント)とすること(以下「第1回提案」といいます。)を当社に提案したとのことです。

これに対し、2026年2月10日、公開買付者は当社及び本特別委員会より、第1回提案における本公開買付価格は、足元の当社株式の市場株価動向及び類似過去事例におけるプレミアム水準や、本特別委員会のフィナンシャル・アドバイザーによる株式価値算定の内容を踏まえると、当社の企業価値及び少数株主の利益に鑑み十分な水準にあるとは認められないとして、本公開買付価格の再検討を要請されたとのことです。

これを受けて、2026年2月16日、公開買付者は、本公開買付価格を4,050円(2026年2月16日の前営業日である2026年2月13日時点の東京証券取引所プライム市場における当社株式の株価終値4,540円に対して10.79%のディスカウント、同日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値4,361円に対して7.13%のディスカウント、同日までの過去3ヶ月間の終値単純平均値4,474円に対して9.48%のディスカウント、同日までの過去6ヶ月間の終値単純平均値4,270円に対して5.15%のディスカウント)とする再提案(以下「第2回提案」といいます。)を行ったとのことです。

これに対し、2026年2月17日、公開買付者は当社及び本特別委員会より、第2回提案における本公開買付価格は、足元の当社株式の市場株価動向及び類似過去事例におけるプレミアム水準や、本特別委員会のフィナンシャル・アドバイザーによる株式価値算定の内容を踏まえると、当社の本源的価値等をより一層、一般株主の利益に反映いただくことが可能であると、本特別委員会は考えているとして、本公開買付価格の再検討を要請されたとのことです。

これを受けて、2026年2月19日、公開買付者は、これ以上の公開買付価格の引き上げの要望に応えられないため、第2回提案と同額の1株あたり4,050円にて、再度、提案を行ったとのことです。

そして、公開買付者は、当社及び本特別委員会の間で協議を行った結果、2026年2月24日付で本公開買付価格について合意に至り、公開買付者は2026年2月24日、本公開買付価格を4,050円とすることを含む本取引基本契約を、当社、ツムラ、及び湯沢との間で締結したとのことです。なお、公開買付者は2026年2月中旬より、当社の取引先及び親密先株主のうち上位株主との間で本公開買付けに係る応募契約の締結について打診を開始し、その後、打診に応じた三菱UFJ信託銀行、八十二長野銀行、トーア再保険、及び塩澤氏との間で2026年2月下旬にかけて本応募契約の内容について協議を実施し、2026年2月24日、本応募合意株主との間で本応募契約を締結したとのことです。また、公開買付者は2026年2月中旬に野村氏に本同意について打診し、2026年2月24日、野村氏から本同意を得たとのことです。

以上の検討、協議を踏まえ、公開買付者は2026年2月24日、本公開買付けを実施することを決定したとのことです。

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、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、国内「養命酒」の販売不振、通信販売の競争激化、くらすわ関連事業拡大の遅れ、最終年度を見据えたM & Aの実現可能性の低下等、本中期経営計画策定時に想定した前提条件が大きく変化した当社の事業環境を踏まえ、養命酒を中心とした製品の販売力強化を通じた再びの成長トレンドの実現や、くらすわ関連事業の抜本的な改善といった経営課題の解決のため、当社の更なる中長期的な企業価値の向上及び株主共同の利益の確保の観点から、2025年4月頃より、当社株式に係る資本取引も含めた戦略的な選択肢の検討を行ってまいりました。

また、当社は、筆頭株主である湯沢からの面談要請を受け、2025年4月2日に湯沢らとの間で初回面談を行いました。当該面談において、当社は、湯沢らから、上場企業のあるべき姿について説明及び当社の課題に関する指摘を受けるとともに、その解決策の一つとして、非公開化の検討という選択肢の提示を受けました。当該面談は、当社が、株主価値・企業価値向上を実現する資本政策の在り方について改めて考える契機となりました。そして、当社は、当社を取り巻く経営環境が厳しさを増す状況の下で当社が中長期的に企業価値を向上させるためには、当社の事業成長にとって望ましい戦略的パートナーによる当社株式の非公開化が経営上合理的な選択肢の一つとなり得ると考えたことから、戦略的パートナーによる当社株式の非公開化を含めた資本政策その他の戦略的な選択肢(以下「本資本政策」といいます。)についてより一層具体的な検討を進めることとしました。

当社は、かかる検討をより深めるため、2025年5月13日、専門性及び実績等を検討の上、当社から独立したファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関として三菱UFJモルガン・スタンレー証券株式会社(以下「三菱UFJモルガン・スタンレー証券」といいます。)を、リーガル・アドバイザーとして森・濱田松本法律事務所外国法共同事業(以下「森・濱田松本法律事務所」といいます。)を、それぞれ本件に係るアドバイザーとして選任いたしました。

その後、当社は、本資本政策の検討を進める中で、上記アドバイザーからの助言に加え、本資本政策の検討と並行して引き続き湯沢らと2025年4月上旬から7月下旬にかけて議論を重ね、湯沢らをスポンサーとするMBOを打診されている中で、もし当社が当社株式の非公開化を選択する場合は、マーケットチェックの必要があることを充分認識したことから、本資本政策においては、当社の企業価値向上及び株主共同の利益の確保の観点から、株主共同の利益の最大化を目的とした所謂「積極的マーケットチェック」を実施することが望ましいとの判断に至り、2025年7月上旬より、本資本政策における戦略的パートナー(以下「本非公開化パートナー」といいます。)の選定及び本非公開化パートナーによる当社株式の非公開化を目的とした当社主催の入札プロセス(以下「本非公開化入札プロセス」といいます。)を実施することとし、当社のファイナンシャル・アドバイザーである三菱UFJモルガン・スタンレー証券を通じて、本非公開化パートナーの候補(以下「本非公開化パートナー候補」といいます。)として選定した7社のPEファンド及び事業会社に対して本非公開化入札プロセスへの参加を打診し、本非公開化入札プロセスのうち第一次入札プロセス(以下「本非公開化第一次入札プロセス」といいます。)を開始しました。なお、当社は、湯沢らとの面談を通じて、当社から湯沢らに対する重要情報の伝達を行わないよう要請を受けていたため、当社から湯沢らに対しては、2025年12月5日まで、本非公開化入札プロセスの存在を伝達しておりません。また、当社は2026年1月9日に至るまで湯沢らから当社株式の非公開化に関する具体性並びに実現可能性が確認できる提案を受領しておりません。

また、当社は、本資本政策が当社株式を非公開化することを目的としており当社の一般株主に大きな影響を与えること等を踏まえて、当社は、本資本政策に係る手続の公正性を担保することにより、本資本政策に係る取引条件の公正性を確保する観点から、2025年7月30日開催の取締役会において、本非公開化パートナー候補及び当社のいずれからも独立した、当社の監査等委員である独立社外取締役3名によって構成される特別委員会(以下「本特別委員会」といいます。なお、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答申書の取得」をご参照ください。)の設置を決議しました。また、本特別委員会は、当社のファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関である三菱UFJモルガン・スタンレー証券並びに当社のリーガル・アドバイザーである森・濱田松本法律事務所について、本非公開化パートナー候補及び当社からの独立性及び専門性に問題がないことを確認の上、その選任を承認しました。さらに、本特別委員会は、本非公開化パートナー候補及び当社からの独立性及び本資本政策と同種の取引に関する独立性及び専門性に問題がないことを確認の上、本特別委員会の独自のファイナンシャル・アドバイザーとして株式会社プルートス・コンサルティング(以下「プルートス・コンサルティング」といいます。)を、本特別委員会の独自のリーガル・アドバイザーとして岩田合同法律事務所をそれぞれ選任しております。

()検討・交渉の経緯

当社及び本特別委員会は、2025年7月上旬以降、本非公開化第一次入札プロセスを行い、ツムラ及びKKRを含む本非公開化第一次入札プロセスに参加した7社の本非公開化パートナー候補のうち、複数社から意向表明書を7月下旬以降に受領したことから、その内容(取引ストラクチャー・経済条件・本件後の経営方針・想定されるシナジー効果)について慎重に比較検討を行い、本非公開化入札プロセスのうち第二次入札プロセス(以下「本非公開化第二次入札プロセス」といいます。)への参加を打診する候補先3社を2025年8月下旬以降に順次選定いたしました(以下、これらの候補者を「買付候補者」といいます。)

なお、ツムラは本非公開化第一次入札プロセスに参加しておりましたが、当社への出資を検討している金融投資家パートナーとの共同投資を前提とする提案であったため、本非公開化第一次入札プロセスに参加し、共同投資が可能な前提で意向表明書を提出した他の本非公開化パートナー候補の提案内容を踏まえ、当社及び本特別委員会が慎重に検討を行った結果、KKRとツムラが共同で当社株式を非公開化することが当社の企業価値の向上と株式価値の最大化に資する可能性が高いと判断し、2025年9月下旬、当社及び当社のファイナンシャル・アドバイザーである三菱UFJモルガン・スタンレー証券がKKRとツムラの引き合わせを行いました。その後、KKR及びツムラのコンソーシアム(以下「本コンソーシアム」といいます。)として、法的拘束力のある提案を行う意思があることを確認できたため、本コンソーシアムを上記候補先3社のうちの1社として本非公開化第二次入札プロセスに招聘しました。

その後、当社は8月下旬以降、本非公開化第二次入札プロセスに招聘した買付候補者に対してデュー・デリージェンスの機会を提供し、2025年12月初旬までに、本コンソーシアムを含む2候補より法的拘束力のある意向表明書を受領し、1社より法的拘束力を有していない意向表明書を受領いたしました。なお、当社は、法的拘束力を有していない候補者からの提案も比較検討しておりましたが、資金調達の裏付けがなく実現可能性の観点で法的拘束力のある2候補からの意向表明書と比較して条件が劣後すると判断いたしました。

本コンソーシアムを含む2候補から受領した法的拘束力を有する意向表明書において、当社の株式価値の評価は同額であったものの、本コンソーシアム提案が、当社の営む事業の価値を最も高く評価しており、当社の企業価値の向上に向けた各種施策(養命酒事業関連におけるマーケティングの高度化、海外における販路拡大、研究開発機能の強化、不動産の有効活用によるバリューアップ施策)の内容が相対的に優位と考えられたことから当社及び本特別委員会は、本コンソーシアムを本非公開化パートナーの最終候補者とすることを決定しました。当社は、2025年12月1日、本コンソーシアムに対して独占交渉権を付与し、当社株式の非公開化の実施に向けた協議及び検討を開始いたしました。

その後、当社は、2025年12月30日付「(開示事項の経過)一部報道について」において公表したとおり、2025年12月5日に、当社筆頭株主である湯沢に対して、本コンソーシアム提案の内容を伝達しました。その後、同年12月8日、湯沢から当社に対して、非公開化について賛同するものの、湯沢としては当社株式を売却する意向はなく、湯沢による当社株式の売却を前提とする本コンソーシアム提案については応諾できない旨の意向が示されました。かかる湯沢の意向を踏まえ、当社としては本コンソーシアムと協議を重ね、同年12月30日付で本コンソーシアムから湯沢による一部再出資を含む再提案(以下「本コンソーシアム再提案」といいます。)を受領し、その内容を改めて湯沢に伝達したものの、湯沢からは、同日、本コンソーシアム再提案の内容は湯沢の意向に十分に沿うものではなく、検討に値するものではないとの見解が示されました。

上記のとおり、当社は、本コンソーシアム再提案の内容を踏まえても、湯沢としては当社株式の売却を行う意向を有しないことを確認したため、本コンソーシアム再提案は実現の蓋然性がない提案と判断し、2025年12月30日夕刻に当社より本コンソーシアムに対し付与していた独占交渉権を失効させることを通知いたしました。また、湯沢から当社の株主として残る手法により当社株式を非公開化する意向が改めて示されたことから、湯沢との間で当社株式の非公開化に関する具体的な方法について検討を開始しました。

その後、2026年1月9日、当社は、湯沢から、当社株式の非公開化に関する提案書(以下「湯沢提案」といいます。)を受領しました。湯沢提案は、公開買付けにより当社株式の非公開化を行った上で、当社が保有する資産のうち非事業性資産を湯沢が取得し、当社株式を当社事業のベストオーナー(以下「本事業パートナー」といいます。)へ可及的速やかに譲渡する取引を想定するものでした(なお、湯沢提案にはくらすわ関連事業を縮小・撤退する旨は含まれておりません)。当社は、湯沢提案は、非事業性資産を湯沢が取得することにより当社の経営資源を事業に集中させ、最適な事業パートナーが当社事業を譲り受けるものであることから、当社の企業価値向上に資する可能性がある上、湯沢提案においては積極的マーケットチェックの結果として最も高い一株あたり株式価値である4,021円以上となるよう努力する旨が示されていることから、湯沢提案に係る取引は、当社の株主の利益に資する取引となる可能性があるとして判断いたしました。当社及び本特別委員会は、2026年1月上旬に湯沢らから、本事業パートナーの選定方法として複数の候補者から当社事業価値に関する価格提示を受けた中で選定することが重要であるとの意向が示されたことから、企業価値向上に資する事業パートナー選定のために、本非公開化第二次入札プロセスに招聘した候補者のうちKKRを除きツムラを含む3社(PEファンド1社、事業会社2社)を本事業パートナーの選定プロセス(以下「本事業売却入札プロセス」)に招聘することにしました。

その後、当社は、2026年1月30日までに、ツムラを含む2社から法的拘束力のある意向表明書を受領しました。当社及び本特別委員会は、ツムラから、ツムラが培ってきたノウハウ・販売ネットワークや知見を活用による支援、ツムラの研究開発部門との連携を通じた新商品開発、ツムラとの共同運営による原材料調達のコスト低減・資本効率化、経営資源をシナジーのある養命酒関連事業に集中するためくらすわ関連事業においては本事業パートナー宛相対譲渡の実施前に縮小・撤退を行うこと(ツムラ以外への第三者への事業売却も含む)による企業価値最大化の提案がされました。当社及びツムラにおける共同の取り組みとして、材料の共同購買や原材料の統合調達によるコストシナジー施策に加え、『養命酒』商品におけるエビデンスマーケティング導入を通じた商品価値訴求手法改善や医薬系代理店流通の活用を通じた新規販路開拓による売上シナジー施策、ツムラのナレッジ・ノウハウ共有等による研究開発シナジー施策について、くらすわ関連事業の縮小・撤退が前提であることで養命酒関連事業に経営資源を集中投下できることから、当社及び特別委員会としてその蓋然性が高いことを確認しました。養命酒事業関連におけるマーケティングの高度化、海外における販路拡大、コスト低減効果や研究開発機能の強化等を通じて発現するシナジーが見込め、当社の事業価値を最も高く評価したツムラによる提案が当社の企業価値向上にも資すると評価できると考え、ツムラが本事業パートナーとして最も適切であると判断しました。湯沢にその旨を伝えたところ、湯沢らによる当社株式の非公開化後に第三者のパートナーが当社の事業を取得し、経営陣とともに経営していくことが対象事業の中長期的な成長に望ましいと判断していた湯沢らとしても、ツムラが本事業パートナーとして最も適切であることを確認しました。

また、当社及び本特別委員会はツムラに対して2026年1月30日までに受領した法的拘束力のある意向表明書について、最良かつ最終的な提案内容であり、経済条件に引き上げの余地がないことを確認しています。

当社及び本特別委員会は、2026年2月4日、公開買付者から、本公開買付価格を4,022円(提案の前営業日である2026年2月3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4,290円に対して6.25%のディスカウント以下、プレミアム率とディスカウント率の計算について同じです。)、同日までの過去1ヶ月間の終値の単純平均値4,360円に対して7.75%のディスカウント、同日までの過去3ヶ月間の終値の単純平均値4,453円に対して9.68%のディスカウント、同日までの過去6ヶ月間の終値の単純平均値4,233円に対して4.98%のディスカウントをとなる価格)とする旨の提案を書面で受けました。

これに対して、当社及び本特別委員会として、当社の企業価値及び少数株主の利益に鑑み十分な水準にあるとは認められないとの結論に至り、2026年2月10日付で、足元の当社株式の市場株価動向(憶測報道がなされたことにより株価が上昇している2026年2月3日以降の期間の株価を指します。)及び類似過去事例におけるプレミアム水準(具体的な内容は、下記「()当社の意思決定の内容」をご参照ください。)や、本特別委員会のフィナンシャル・アドバイザーによる株式価値算定の内容を踏まえ、公開買付者及び湯沢に対して、本公開買付価格の引き上げを要請いたしました。その後、当社及び本特別委員会は、2026年2月16日に公開買付者から本公開買付価格を4,050円(提案の前営業日である2026年2月13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4,540円に対して10.79%のディスカウント、同日までの過去1ヶ月間の終値の単純平均値4,361円に対して7.13%のディスカウント、同日までの過去3ヶ月間の終値の単純平均値4,474円に対して9.48%のディスカウント、同日までの過去6ヶ月間の終値の単純平均値4,270円に対して5.15%のディスカウントとなる価格)とする旨の再提案を書面で受けました。これに対して、当社及び本特別委員会として、足元の当社株式の市場株価動向(憶測報道がなされたことにより株価が上昇している2026年2月3日以降の期間の株価を指します。)に配慮し、また、当社が保有する有価証券の資産価値をさらに反映した価格を提案いただくことは可能であるとの結論に至り、2026年2月17日付で、公開買付者及び湯沢に対して、本公開買付価格の引き上げを要請いたしました。その後、当社及び本特別委員会は、2026年2月19日に、本公開買付価格の引き上げは行わず、2026年2月16日に公開買付者が提案した本公開買付価格4,050円が最終の提案であり、更なる上乘せは考えていない旨の再提案を書面で受けました。

その後、本特別委員会は、2026年2月20日に下記「()当社の意思決定の内容」に記載の通り、三菱UFJモルガン・スタンレー証券及びブルータス・コンサルティングによる株式価値分析に係る助言(具体的な内容は、下記「()当社の意思決定の内容」をご参照ください。)も参考にすれば、本公開買付価格は、当社の本源的価値を相応に反映したものであるとの合理的評価が可能な妥当な価格であり、本憶測報道(以下に定義します。)前の当社株価に対して一定のプレミアムが付されているとの評価も不合理ではないことから、本公開買付けを含む本取引は当社の企業価値向上に資するものであり、本取引に賛同するとの判断に至ったものの、当社の株主の皆様に対して、本公開買付価格4,050円で行われる本公開買付けへの応募を推奨することの是非については、2026年2月20日時点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4,480円に対してディスカウントされた価格となっており、本取引の取締役会決議日の前営業日の終値との比較で本公開買付価格がディスカウントになる可能性が高いという当社株価の状況を踏まえて、中立の立場をとった上で、本公開買付けに応募するか否かは当社の株主の皆様の判断に委ねることが相当であると考えているという意見を当社に示しました。以上の検討・交渉過程において、本特別委員会は、適宜、当社や当社のアドバイザーから報告を受け、確認及び意見の申述等を行ってきております。具体的には、当社は、まず、公開買付者グループ並びに三菱UFJモルガン・スタンレー証券による当社株式の価値算定の基礎ともなる当社の事業計画の内容、重要な前提条件及び作成経緯等の合理性について本特別委員会の確認を受け、その承認を受けております。また、当社のフィナンシャル・アドバイザーである三菱UFJモルガン・スタンレー証券は、公開買付者グループとの交渉に当たっては、事前に当社で検討し、本特別委員会の意見を踏まえた交渉方針に従って対応を行っております。

そして、当社は、2026年2月20日、本特別委員会から、答申書(以下「本答申書」といいます。)の提出を受けております(本答申書の概要については、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。)。なお、当社は、本答申書と併せて、本特別委員会から、2026年2月20日付で本特別委員会がプルータス・コンサルティングから提出を受けた当社株式の価値算定結果に関する株式価値算定書(以下「当社株式価値算定書(プルータス・コンサルティング)」)といいます。)の提出もを受けております(当社株式価値算定書(プルータス・コンサルティング)の概要については、下記「(3) 算定に関する事項」の「特別委員会における独立した第三者算定機関からの株式価値算定書の取得」をご参照ください。

() 当社の意思決定の内容

以上の経緯の下で、当社は、2026年2月24日開催の当社取締役会において、森・濱田松本法律事務所から受けた法的助言、三菱UFJモルガン・スタンレー証券から受けた財務的見地からの助言並びに当社が三菱UFJモルガン・スタンレー証券から2026年2月20日に取得した株式価値算定書(以下「当社株式価値算定書(三菱UFJモルガン・スタンレー証券)」)といいます。)の内容、並びに本特別委員会を通じて提出を受けた当社株式価値算定書(プルータス・コンサルティング)を踏まえつつ、本答申書において示された本特別委員会の判断内容を最大限尊重しながら、本公開買付けを含む本取引が当社の企業価値の向上に資するか否か、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、慎重に協議及び検討を行いました。

その結果、当社は、非公開化後、速やかに一連の入札プロセスを経て選定され、企業価値向上の観点から本事業パートナーとして最も適切であると判断したツムラに当社株式が譲渡されることから、本取引が当社の企業価値の向上に資するとの結論に至りました。ツムラによる当社株式の取得を含む本取引が企業価値向上に資すると判断したのは以下のとおりです。

(a) 事業特性・強みの相乗効果による養命酒ブランドの更なる進化

ツムラがこれまでに培ってきたノウハウ・販売ネットワークやナレッジを活用した支援等を受けることで、マーケティング手法の改善や国内での新規販路開拓が可能になると考えております。具体的には、生涯健康サポートを目的とする消費者向けエビデンスマーケティングを導入し、エビデンスを活かした価値訴求型プロモーション体制を確立することによる商品価値訴求方法の改善や、ツムラの医薬系代理店流通ネットワークを活用した専門調剤への配荷拡大・顧客接点の増加を通じた国内調剤薬局チャネルの拡大等が可能だと考えております。また、ツムラの中国・他海外における現地ネットワークの相互活用による、新規地域への進出や新規代理店との取り組みの模索を通じて、海外における適切な販売戦略の再構築が可能になると考えております。

(b) 生薬・漢方を基点とした研究開発や新商品開発

当社は研究開発拠点として商品開発センターを構え、現在に至るまで約60年間研究活動を継続している一方で、近年は基礎研究領域から商品開発領域に軸足が移っております。ツムラの研究開発部門との連携を通じて、改めて基礎研究領域に注力することが可能となり、ツムラと当社の強みを活かした生薬、漢方を起点とした研究開発や新商品開発を実現できると考えております。具体的には、ツムラの研究開発部門との人材交流やナレッジ・ノウハウ共有による、製剤技術の導入や研究開発力の発展に加え、当社の持つ養命酒で培ったハーブの知見や浸漬技術とツムラの持つエキス化、顆粒化技術を組み合わせた商品開発が可能になると考えております。

(c) コスト構造・資本効率の改善

ツムラとの共同運営により、原材料の共同購買によるスケールメリット及び交渉力強化や原材料の統合調達による仕入債務支払日数の延長等コスト低減・資本効率化が可能になると考えております。

なお、くらすわ関連事業については、本事業パートナー宛相對譲渡の実施前に、前提条件として事業の縮小・撤退を行う方針が当社とツムラとの間で確認されており、ツムラ以外の第三者への事業売却を目指し具体的に決まった事項はないものの当社にて検討中であり、もしツムラ以外への第三者への事業売却が確定しましたら、追って当社より開示する予定です。仮に、本事業パートナー宛相對譲渡の実施前のくらすわ関連事業の売却が実現しない場合は、当社としてくらすわ関連事業の縮小・撤退を行う方針です。くらすわ関連事業の事業売却又は縮小・撤退は、ツムラとのシナジー発現を見込むことの出来る養命酒関連事業に経営リソースを集中させることになり、当社の企業価値向上に資すると判断しました。さらに、本取引に伴うメリットとして、当社は、本取引を通じて当社株式が非公開化されることにより、監査費用のほか、株主総会運営費用や株主名簿管理人への事務委託に関する費用等の固定的なコストを削減することが可能となります。

なお、当社株式の非公開化に伴う一般的なデメリットとして、資本市場から資金調達を行うことができなくなることや、取引先を含む外部からの社会的信用の獲得、知名度の維持といった上場会社であることによるメリットを享受できなくなることが挙げられますが、当社の現在の財務状況を踏まえると、今後数年間においてはエクイティ・ファイナンスの活用による市場からの資金調達を必ずしも必要としないことや、多くの取引先とは長年の取引関係により法人同士の信頼関係が既に一定程度構築されており、当社株式の非公開化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、また、当社がこれまでの事業運営により積み重ねてきた信頼や獲得してきた知名度に関しては、上場廃止により失われるものではないとともに、本事業パートナー宛相對譲渡の実施後に東京証券取引所プライム市場の上場会社であるツムラのグループ企業になることで、社会的信用や知名度は維持・向上が期待されることから、当社株式の非公開化後も、かかるデメリットによる影響は僅少であると考えております。

また、本公開買付価格である4,050円は以下の点等を踏まえ、当社の本源的価値が相応に反映されていると合理的に評価可能な妥当な価格であり、その他本公開買付けの条件は公正であると考えております。

- (ア)本公開買付価格は、本非公開化入札プロセスを経て買付候補者から提示された法的拘束力のある提案価格よりも高い価格であり、また、本特別委員会から公開買付者及び湯沢への複数回の引き上げ要請を通じて、引き上げが実現し、本公開買付価格を含む経済条件の引き上げ余地がない旨を確認できていること。
- (イ)本公開買付価格は、下記「(3) 算定に関する事項」の「当社における独立したファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関からの株式価値算定書の取得」に記載の当社株式価値算定書(三菱UFJモルガン・スタンレー証券)による当社株式の価値算定結果のうち、DCF分析(以下に定義します。)により算定された価格帯のレンジの範囲内にあり、市場株価分析(基準日)及び類似企業比較分析に基づく算定結果の上限を上回っている価格であること。また、市場株価分析(基準日)は本憶測報道(以下に定義します。)の直後の期間における当社の株式の株価の高騰及び本憶測報道(以下に定義します。)から6ヵ月程度が経過した現在においても株価が高止まりしていることに鑑みれば、本憶測報道(以下に定義します。)以降の当社の株価は、本資本政策に関する期待が過度に織り込まれたものであり、当社の事業や財務の変化を反映したものではないと考えられることから、本公開買付価格が市場株価分析(基準日)のレンジの下限を下回っているとしても不合理な価格ではないと判断できること。
- (ウ)本公開買付価格は、下記「(3) 算定に関する事項」の「特別委員会における独立した第三者算定機関からの株式価値算定書の取得」に記載の当社株式価値算定書(ブルータス・コンサルティング)による当社株式の価値算定結果のうち、DCF法(以下に定義します。)により算定された価格帯の範囲内にあ

(エ)本公開買付価格は、2025年8月6日の当社株式の非公開化に係るBloombergの憶測報道(以下「本憶測報道」といいます。)等がなされる前の最後の取引日である2025年8月5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3,275円に対して23.66%、また、2025年8月5日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値(3,232円に対して25.31%、2025年8月5日までの過去3ヶ月間の終値単純平均値3,114円に対して30.06%、2025年8月5日までの過去6ヶ月間の終値単純平均値2,956円に対して37.01%のプレミアムが加算された価格となっており、近時の他の公開買付け事例(経済産業省が「公正なM&Aの在り方に関する指針」を公表した2019年6月28日から2025年12月31日までに公表され、かつ同日までに公開買付期間が終了し、公開買付けが成立した日本国内の非公開化を目的とした事例368件(但し、プレミアムがマイナスとなっている案件は除外します。))におけるプレミアムの中央値(当社取締役会決議日の前営業日の終値に対して42.44%、当社取締役会決議日前営業日から過去1ヶ月間の終値単純平均値に対して43.64%、当社取締役会決議日前営業日から過去3ヶ月間の終値単純平均値に対して44.69%、当社取締役会決議日前営業日から過去6ヶ月間の終値単純平均値に対して46.11%)と比較して著しく低い水準とは言えず、十分に合理性が認められるものであることになっていること。

(オ)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採られており、当社の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。

他方で、本公開買付価格は、本公開買付けの当社取締役会決議の前営業日である2026年2月20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4,480円に対して9.60%のディスカウント、直近1ヶ月間の終値単純平均値4,384円に対して7.62%のディスカウント、直近3ヶ月間の終値単純平均値4,462円に対して9.23%のディスカウント、直近6ヶ月間の終値単純平均値4,290円に対して5.59%のディスカウントとなる金額です。この点、当社は、当社の株価について、本憶測報道が2025年8月6日になされ、2025年8月5日終値が3,275円だったものが、本憶測報道後である2025年8月6日終値は3,975円と21.37%の顕著な上昇をしており、当社に本取引の実施に関する相当程度の期待を織り込んだものという見方ができるため、本憶測報道後の当社株価は、必ずしも適切な価格形成がされておらず、当社の本源的価値を適切に反映したものではないという評価も不合理ではないと考えております。しかしながら、本書提出日時点において、本公開買付価格が本公開買付けの当社取締役会決議日の前営業日の終値、直近1ヶ月間、直近3ヶ月間及び直近6ヶ月間の終値単純平均値に対して一定のディスカウントとなる金額であることに鑑みて、当社としては、現時点では、本公開買付けに応募することを推奨することの是非については中立の立場をとった上で、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は最終的に株主の皆様判断に委ねるのが相当であるとの判断に至りました。

以上より、当社は、2026年2月24日開催の当社取締役会において、当社の意見として、本公開買付けに関して賛同の意見を表明するとともに、本公開買付けに応募するか否かについては当社の株主の皆様のご判断に委ねる旨の決議をしました。なお、当社としては、上記のとおり、本憶測報道後の当社株価は必ずしも適切な価格形成がされておらず、当社の本源的価値を適切に反映したものではないという評価も不合理ではないと考えております。本公開買付けを含む本取引により当社株式を非公開化することが、当社の企業価値の向上に資するものであり、かつ、本公開買付価格が当社の本源的価値が相応に反映されていると合理的に評価可能な妥当な価格であることに鑑みれば、2026年2月24日の当社プレスリリースによって本取引に関する正確な情報が市場に対して十分かつ適切に提供される結果、本公開買付けが開始された後、本公開買付価格が当社株価から一定のディスカウントであるという状況が解消されるなど、当社の株主の皆様に対して、本公開買付けに応募することを推奨することができる状況が整う場合には、本特別委員会の意見を最大限尊重した上で、当社の株主の皆様に対して本公開買付けに応募することを推奨することの是非について本書提出日時点の中立意見を変更し、当社の株主の皆様に対して本公開買付けに応募することを推奨する可能性があります。

当該取締役会における決議の方法については、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(監査等委員である取締役を含む。)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

本公開買付け後に、当社株式の全て(ただし、当社が所有する自己株式及び本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、下記「(5) 本公開買付け後の組織再編等の方針(いわゆる二段階買収に関する事項)」に記載のとおり、当社の株主を公開買付者及び湯沢のみとすることを目的とした本スクイーズアウト手続として本株式併合を実施することを予定しているとのことです。

さらに、本株式併合の完了後には、本湯沢宛相對譲渡、本非事業性資産配当等、及び本事業パートナー宛相對譲渡を実施することで、最終的に当社はツムラの完全子会社となる予定とのことです。これらの取引の実施時期については、有価証券報告書提出義務の免除申請の承認という当局の判断次第になりますが、2026年7月～8月頃を目途に行うことを予定しているとのことです。なお、湯沢は、非事業性資産の取扱いについては、第三者に対し売却し現金化することにより、本公開買付けの原資を回収することを基本的な方針としているとのことです。ただし、売却の方法や時期等について、現時点で決定していることはないとのことです。

ツムラは本取引を新たな戦略パートナー獲得のための事業投資と位置付けており、ツムラが強みを持つ医療用漢方製剤領域を軸に、当社が強みを持つ一般医薬品・ヘルスケア製品領域への拡大を図り、未病・養生領域における生活者起点の健康支援機能を強化することで、発症前から健康的に健康を支えるビジネスモデルへ進化させることを目的としているとのことです。一方、当社を取り巻く直近の市場環境の変化やそれに伴う業績への影響を鑑み、当社は事業の効率化を進めるとともに、祖業である『養命酒』商品における売上回復、また次の収益柱として新商品を開発・育成することが重要と考えているとのことです。

ツムラは、上記を実現するための当社及びツムラにおける共同の取り組みとして、材料の共同購買や原材料の統合調達によるコストシナジー施策に加え、『養命酒』商品におけるエビデンスマーケティング導入を通じた商品価値訴求手法改善や医薬系代理店流通の活用を通じた新規販路開拓による売上シナジー施策、ツムラのナレッジ・ノウハウ共有等による研究開発シナジー施策等を想定しているとのことです。

なお、本公開買付けの実施後、本湯沢宛相對譲渡(2026年7月～8月頃を予定)の間は、公開買付者が当社の親会社となりますが、本公開買付けが成立した場合の決済開始日から本事業パートナー宛相對譲渡の完了までの間、当社の事業運営は、本取引基本契約に基づき、通常業務の範囲で行うことを想定しているとのことです。また、ツムラは、本取引基本契約に基づき、本スクイーズアウト手続の完了後、当社取締役会に、その指名する者2名をオブザーバーとして参加させることを想定しているとのことです。

本事業パートナー宛相對譲渡の実施後につきましても、シナジー創出の取り組みを円滑に進めるため、ツムラから役職員の派遣を考えておりますが、外部経営人材の登用は想定していないとのことです。取締役構成・運営の詳細につきましては、今後協議のうえ決定していきたいと考えているとのことです。なお、ツムラは取得した株式の売却は現時点において想定していないとのことです。

また、当社の従業員は両社における企業文化や事業特性・強みの相互理解のために重要な役割を担うと考えており、継続雇用及び処遇維持を基本方針としているとのことです。さらに、ツムラの従業員との人材交流や両社事業における連携等を通じ、当社の従業員においてもさらなる活躍の場を提供できるよう努めたいと考えているとのことです。

上記のとおり、最終的に当社はツムラの完全子会社になることで、当社の更なる事業成長及び企業価値の向上を目指すとのことです。

また、くらすわ関連事業については、本事業パートナー宛相對譲渡の実施前(2026年7月～8月までを予定)に、本取引基本契約上の本事業パートナー宛相對譲渡の前提条件として事業の縮小・撤退を行う方針が当社とツムラとの間で確認されており、ツムラ以外の第三者への事業売却を目指し具体的に決まった事項はないものの当社にて検討中であり、ツムラ以外の第三者への事業譲渡が確定しましたら、追って当社より開示する予定です。仮に、本事業パートナー宛相對譲渡の実施前のくらすわ関連事業の売却が実現しない場合は、第三者への事業売却ではなく当社自らくらすわ関連事業の縮小・撤退を行う方針です。くらすわ関連事業の事業売却又は縮小・撤退は、ツムラとのシナジー発現を見込むことの出来る養命酒関連事業に経営リソースを集中させることになり、当社の企業価値向上に資すると判断しました。

(3) 算定に関する事項

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

() 第三者算定機関の名称並びに当社及び公開買付者との関係

当社は、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表明を行うに当たり、公正性を担保する措置として、公開買付者グループ、本非公開化入札プロセス及び本事業売却入札プロセスの候補者、並びに当社から独立したファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関である三菱UFJモルガン・スタンレー証券に対して、当社株式の株式価値算定を依頼し、三菱UFJモルガン・スタンレー証券から、2026年2月20日付で当社株式価値算定書(三菱UFJモルガン・スタンレー証券)を取得いたしました。

三菱UFJモルガン・スタンレー証券は、公開買付者グループ、本非公開化入札プロセス、本事業売却入札プロセスの候補者、並びに当社の関連当事者に該当せず、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、三菱UFJモルガン・スタンレー証券は、株式会社三菱UFJ銀行(以下「三菱UFJ銀行」といいます。)及び三菱UFJ信託銀行株式会社と同一の親会社をもつ会社であり、三菱UFJ銀行は、ツムラに対して通常の銀行取引の一環として融資取引を行い、かつツムラの株主たる地位を有しており、三菱UFJ信託銀行は、当社の株主たる地位を有しておりますが、三菱UFJモルガン・スタンレー証券によれば、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。以下同じです。)第36条第1項及び金融商品取引業に関する内閣府令(平成19年内閣府令第52号。その後の改正を含みます。以下同じです。)第70条の4の適用法令に従い、ファイナンシャル・アドバイザーである三菱UFJモルガン・スタンレー証券と三菱UFJ銀行及び三菱UFJ信託銀行の間、及びそれぞれの社内において、弊害防止措置として、ツムラ及び当社に関する情報について厳格に管理する情報隔壁措置等の適切な利益相反管理体制を構築し、かつ、実施しています。このことから、三菱UFJモルガン・スタンレー証券は、三菱UFJ銀行及び三菱UFJ信託銀行の判断に影響を受けることなくファイナンシャル・アドバイザーとしての役務を提供しており、ツムラに対する三菱UFJ銀行の貸付人及び株主の地位、並びに三菱UFJ信託銀行の当社株主の地位とは独立した立場で当社の株式価値の算定を行っているとのことです。

当社は、三菱UFJモルガン・スタンレー証券と三菱UFJ銀行及び三菱UFJ信託銀行の間で、並びにそれぞれの社内で、厳格な情報管理体制が構築されていること、三菱UFJモルガン・スタンレー証券が過去の同種取引の第三者算定機関としての実績を有していること等を踏まえ、三菱UFJモルガン・スタンレー証券を公開買付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として選任いたしました。

なお、本取引に係る三菱UFJモルガン・スタンレー証券の報酬は、本公開買付けを含む本取引の公表及び本取引の完了を条件に支払われる成功報酬が含まれておりますが、当社は、同種の取引における一般的な実務慣行及び本取引が不成立となった場合にも当社に相応の金銭的負担が生じる報酬体系の是非等を勘案すれば、かかる成功報酬が含まれていることをもって独立性が否定されるものではないと判断しております。

()算定の概要

三菱UFJモルガン・スタンレー証券は、本公開買付けにおける算定手法を検討した結果、当社株式の株式価値について多面的に評価することが適切であるとの考えに基づき、当社株式が東京証券取引所プライム市場に上場していることから市場株価分析を、当社と比較的類似する事業を手掛ける上場企業が複数存在し、類似企業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企業比較分析を、また当社の将来の事業活動の状況を算定に反映するためディスカунテッド・キャッシュ・フロー分析(以下「DCF分析」といいます。)を用いて当社株式の株式価値の算定を行っております。

なお、当社は、三菱UFJモルガン・スタンレー証券から、本公開買付け価格の公正性に関する意見書(フェアネス・オピニオン)は取得していません。

三菱UFJモルガン・スタンレー証券により上記各手法において算定された当社株式の1株あたりの株式価値の範囲は、それぞれ以下のとおりです。

市場株価分析(基準日):	2,956円から3,275円
市場株価分析(基準日):	4,290円から4,480円
類似企業比較分析:	3,714円から3,933円
DCF分析:	3,779円から4,121円

市場株価分析では、2025年8月6日の当社株式の非公開化に係るBloombergの憶測報道による株価への影響を排除するため、かかるプレス公表がなされる前の取引である2025年8月5日を基準日(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3,275円、基準日までの直近1か月間の終値単純平均値3,232円、同直近3か月間の終値単純平均値3,114円及び同直近6か月間の終値単純平均値2,956円を基に、当社株式の1株あたり株式価値の範囲を2,956円から3,275円までと算定しております。また、当社取締役会決議日の前営業日である2026年2月20日を基準日(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4,480円、基準日までの直近1か月間の終値単純平均値4,384円、同直近3か月間の終値単純平均値4,462円及び同直近6か月間の終値単純平均値4,290円を基に、当社株式の1株あたり株式価値の範囲を4,290円から4,480円までと算定しております。

類似企業比較分析では、当社は薬用酒事業を中心に営んでいるところ、本邦上場企業で当社と同様の事業を営む純粋な類似企業は存在しないことから、一般医薬品/健康食品製造を主力事業とする企業を類似企業として抽出、加えて、当社の属する業界から取り扱い製品に一定の類似性のある企業を幅広く抽出し、当社と比較的類似する事業を手掛ける上場企業として、ロート製薬株式会社、森下仁丹株式会社、久光製薬株式会社、株式会社ツムラ、ゼリア新薬工業株式会社を類似企業に選定した上で、企業価値に対する償却前営業利益(以下「EBITDA」といいます。)の倍率(以下「EBITDAマルチプル」といいます。)を用いて、当社株式の株式価値を分析し、当社株式の1株あたり株式価値の範囲を3,714円から3,933円までと算定しております。

DCF分析では、当社が現時点で合理的に予測可能な期間まで作成した2026年3月期から2030年3月期までの事業計画(以下「本事業計画」といいます。)及び一般に公開された情報等の諸要素を前提として、当社が将来創出すると見込まれるフリー・キャッシュ・フローを一定の割引率で現在価値に割り引いて当社の企業価値や株式価値を算定し、当社株式の1株あたりの株式価値の範囲を3,779円から4,121円までと算定しております。なお、割引率には加重平均資本コストを採用し、5.50%から7.50%を使用しており、継続価値の算定にあたっては永久成長率法及びマルチプル法を採用し、継続価値を7,136百万円から12,128百万円と算定しております。永久成長率法においては国内のインフレ率将来予測や業界の成長率を踏まえて永久成長率0.75%~1.25%、マルチプル法においてはEBITDAマルチプル法を採用しており、業界各社の水準等を踏まえ5.0倍~7.0倍としております。なお、非事業性資産として、長期預金を含む現預金全額に加え、現金同等物と扱えると当社が判断した当社が保有する投資有価証券(株式・公社債)は時価を基準に、不動産については第三者より取得した鑑定評価を基準に、売却に伴う税務上の影響も考慮した上で、加算しております。

三菱UFJモルガン・スタンレー証券がDCF分析の算定の前提とした本事業計画に基づく財務予測は以下のとおりです。本事業計画には、対前年度比較において売上高及び利益及びフリー・キャッシュ・フローの大幅な増減を見込んでいる事業年度が含まれております。具体的には、2026年3月期は長期預金の払い戻しによるキャッシュフローが増加、逆に2026年3月期に発生した長期預金の払い戻しが発生しないことから2027年3月期はキャッシュフローが減少することが見込まれております。テレビ広告等の広告施策見直しによる国内養命酒の新規利用者獲得等による売上増により2027年3月期及び2028年3月期の利益は大幅な増加を見込んでおります。また、本事業計画は、本取引の取引条件の妥当性を検討することを目的として、過去の業績や足元の収益状況、さらに、競合他社との開発競争の激化、国内医薬品市場の成熟化や競合品目の増加等による価格の押下げ圧力に加え、医薬品の品質・安全性の確保や品質水準の高度化への対応等、医薬品市場の動向等の当社を取り巻く経営環境を踏まえて作成したものであり、当社における独立した社内検討体制のもとで策定されたものです。なお、本事業計画は、当初2025年8月に作成し、同年10月10日の当社の業績下方修正公表を踏まえて内容を更新しています。なお、本事業計画における2027年3月期の事業計画値の売上高については、物価上昇による消費行動への影響等による国内「養命酒」の販売不振、通信販売の競争激化、店舗展開にあたっての人材確保難等によるくらすわ関連事業拡大の遅れ、最終年度を見据えたM&Aの実現可能性の低下等、本中期経営計画策定時に想定した前提条件が大きく変化したため、本中期経営計画において前提とした事業計画の数値から下方修正された数値となっております。

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、当該財務予測には加味しておりません。

(単位：百万円)

	2026年 3月期	2027年 3月期	2028年 3月期	2029年 3月期	2030年 3月期
売上高	9,629	10,019	10,536	11,064	11,746
営業利益	145	404	559	690	869
E B I T D A	1,009	1,290	1,494	1,673	1,884
フリー・キャッシュ・フロー	1,419	395	283	424	710

(注) 三菱UFJモルガン・スタンレー証券の分析及びその基礎となる当社株式の株式価値の分析は、公開買付者による当社株式への本公開買付けに対する意見表明の検討に当たって当社の取締役会の参考に資するためだけに同取締役会に宛てたものです。当該分析は、三菱UFJモルガン・スタンレー証券又はその関係会社による財務上の意見又は推奨を構成するものではなく、本公開買付けに関する一切の当社若しくは公開買付者の株主の行動又は本取引に関する一切の株主総会に関する株主による議決権行使若しくはその他の行動に関して意見を述べたり、また、本取引への賛同を推奨したりするものでもありません。

三菱UFJモルガン・スタンレー証券は、当社株式の株式価値の算定に際し、当社から提供を受けた情報及び既に公開されている情報等をそのまま採用し、それらの資料及び情報が全て正確かつ完全なものであることを前提としており、独自にそれらの正確性及び完全性の検証を行っておりません。加えて、当社の財務予測に関する情報については、2026年2月20日(以下「対象日」といいます。)時点で得られる最善の予測と判断に基づき当社により合理的に作成されたことを前提としております。三菱UFJモルガン・スタンレー証券は、本取引のために必要な政府機関、監督官庁等による許認可、同意等は全て取得可能であり、かつ、かかる許認可、同意等には、本取引に重大な悪影響を及ぼすような遅延、制限又は条件が付されないことを前提としております。三菱UFJモルガン・スタンレー証券は、法務、会計、税務に関するアドバイザーではありません。三菱UFJモルガン・スタンレー証券はファイナンシャル・アドバイザーであり、法務、会計、税務に関する問題については独自の検証を行うことなく、当社及び当社リーガル・法務、会計、税務アドバイザーによる判断に依拠しています。三菱UFJモルガン・スタンレー証券は、当社及び当社の関係会社の資産又は負債(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。三菱UFJモルガン・スタンレー証券の算定は、対象日までの上記情報を反映したものであり、対象日現在における金融及び市場その他の状況、並びに対象日現在において三菱UFJモルガン・スタンレー証券が入手している情報に基づくものです。対象日以降に生じる事象が、三菱UFJモルガン・スタンレー証券の分析及び当社株式価値算定書(三菱UFJモルガン・スタンレー証券)の作成に用いられた前提に影響を及ぼす可能性はありますが、三菱UFJモルガン・スタンレー証券は、当社株式価値算定書(三菱UFJモルガン・スタンレー証券)及び分析を更新し、改訂し、又は再確認する義務を負うものではありません。当社株式価値算定書(三菱UFJモルガン・スタンレー証券)の作成及びその基となる分析は複雑な過程を経ており、必ずしも部分的な分析や要約した記載に適したものではありません。当社株式価値算定書(三菱UFJモルガン・スタンレー証券)に記載されている特定の分析に基づく評価レンジを、当社の実際の価値に関する三菱UFJモルガン・スタンレー証券による評価であると捉えることはできません。

三菱UFJモルガン・スタンレー証券は、本取引に関し、当社のファイナンシャル・アドバイザーとして役務を提供し、当該役務の対価として手数料を受領する予定です。なお、手数料の相当な部分の受領は、本取引の完了を条件としています。

特別委員会における独立した第三者算定機関からの株式価値算定書の取得

()算定機関の名称並びに当社及び公開買付者との関係

本特別委員会は、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表明を行うに当たり、公正性を担保する措置として、公開買付者グループ、本非公開化入札プロセス及び本事業売却プロセスの候補者、並びに当社から独立したファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関であるブルータス・コンサルティングに対して、当社株式の株式価値算定を依頼し、ブルータス・コンサルティングから、2026年2月20日付で当社株式価値算定書(ブルータス・コンサルティング)を取得いたしました。

ブルータス・コンサルティングは、公開買付者グループ、本非公開化入札プロセス及び本事業売却入札プロセスの候補者、並びに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いません。また、本取引に係るブルータス・コンサルティングの報酬は、本取引の成否にかかわらず支払われる固定報酬のみであり、本公開買付けを含む本取引の成立等を条件に支払われる成功報酬は含まれておりません。

()算定の概要

ブルータス・コンサルティングは、本公開買付けにおける算定手法を検討した結果、当社株式の株式価値について多面的に評価することが適切であるとの考えに基づき、当社株式が東京証券取引所プライム市場に上場していることから市場株価法を、当社の将来の事業活動の状況を算定に反映するためディスカунテッド・キャッシュ・フロー法(以下「DCF法」といいます。)を用いて当社株式の株式価値の算定を行っております。なお、市場株価法については、本憶測報道がなされたことにより、当社株式は上場来高値を上回る水準まで急騰し高止まりを続けており、市場株価の客観性に全面的な信頼を置きがたい状態であることから、参考情報として示すにとどめております。

なお、当社は、ブルータス・コンサルティングから、本公開買付価格の公正性に関する意見書(フェアネス・オピニオン)は取得していません。

ブルータス・コンサルティングにより上記各手法において算定された当社株式の1株あたりの株式価値の範囲は、それぞれ以下のとおりです。

(参考)市場株価法(基準日):	2,956円から3,275円
(参考)市場株価法(基準日):	4,290円から4,480円
DCF法:	4,015円から4,263円

参考情報として位置付けている市場株価法では、2025年8月6日の当社株式の非公開化に係る憶測報道による株価への影響を排除するため、憶測報道がなされる前の取引である2025年8月5日を基準日(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3,275円、基準日までの直近1か月間の終値単純平均値3,232円、同直近3か月間の終値単純平均値3,114円及び同直近6か月間の終値単純平均値2,956円を基に、当社株式の1株あたり株式価値の範囲を2,956円から3,275円までと算定しております。また、当社取締役会決議日の前営業日である2026年2月20日を基準日(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4,480円、基準日までの直近1か月間の終値単純平均値4,384円、同直近3か月間の終値単純平均値4,462円及び同直近6か月間の終値単純平均値4,290円を基に、当社株式の1株あたり株式価値の範囲を4,290円から4,480円までと算定しております。

DCF法では、不動産事業については主として鑑定評価額に依拠しつつ、不動産事業を除く養命酒関連事業及びくらすわ関連事業については、当社が現時点で合理的に予測可能な期間まで作成した2026年3月期から2030年3月期までの事業計画及び一般に公開された情報等の諸要素を前提として、当社が将来創出すると見込まれるフリー・キャッシュ・フローを一定の割引率で現在価値に割り引いて当社の企業価値や株式価値を算定し、当社株式の1株あたりの株式価値の範囲を4,015円から4,263円までと算定しております。なお、割引率には加重平均資本コストを採用し、5.7%から6.9%を使用しております。また、継続価値の算定にあたっては永久成長率法及び倍率法を採用しております。永久成長率法では、理論上想定される長期的な経済環境等を踏まえ永久成長率は0%として、継続価値を14,782百万円～17,944百万円としております。倍率法では、E / E B I T及びE / E B I T D Aの倍率を採用し、事業価値に対するE B I T及びE B I T D Aの倍率は業界各社の水準等を踏まえそれぞれ、12.7倍、8.2倍として、継続価値を16,879百万円～18,853百万円と算定しております。また、非事業性資産として、余剰現預金(当社の現預金から、過去の資金繰り実績等を総合的に考慮し推計した事業用現預金を控除して算出している。)を加算するとともに、当社の保有する投資有価証券、公社債及び長期預金等についても加算しております。

ブルータス・コンサルティングがDCF法の算定の前提とした本事業計画に基づく財務予測は以下のとおりであり、当社の将来の財務予測においては、対前年度比較において営業利益及びフリー・キャッシュ・フローの大幅な増減を見込んでいる事業年度が含まれております。具体的には、2026年3月期から2028年3月期にかけて、テレビ広告等の施策見直しを通じた国内養命酒の新規利用者獲得等により売上が伸長し、大幅な増益となる見込みです。またフリー・キャッシュ・フローについては、更新投資の増加に伴い2027年3月期までは一時的に減少するものの、その後2030年3月期にかけては、当該広告等の施策見直しによる売上拡大を背景に大幅な増加を見込んでおります。

また、本事業計画は、本取引の取引条件の妥当性を検討することを目的として、過去の業績や足元の収益状況、さらに、競合他社との開発競争の激化、国内医薬品市場の成熟化や競合品目の増加等による価格の押下げ圧力に加え、医薬品の品質・安全性の確保や品質水準の高度化への対応等、医薬品市場の動向等の当社を取り巻く経営環境を踏まえて作成したものであり、当社における独立した社内検討体制のもとで策定されたものです。なお、本事業計画は、当初2025年8月に作成、同年10月10日の当社の業績下方修正公表を踏まえて内容を更新しております。また、本事業計画における2027年3月期の事業計画値の売上高については、物価上昇による消費行動への影響等による国内「養命酒」の販売不振、通信販売の競争激化、店舗展開にあたっての人材確保難等によるくらすわ関連事業拡大の遅れ、最終年度を見据えたM & Aの実現可能性の低下等、本中期経営計画策定時に想定した前提条件が大きく変化したため、本中期経営計画において前提とした事業計画から下方修正された数値となっております。

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、当該財務予測には加味しておりません。

(単位：百万円)

	2026年 3月期 (3ヵ月)	2027年 3月期	2028年 3月期	2029年 3月期	2030年 3月期
売上高	2,302	10,019	10,536	11,064	11,746
営業利益	16	404	559	690	869
E B I T D A	263	1,290	1,494	1,673	1,834
フリー・キャッシュ・フロー	851	138	228	401	585

(注) ブルータス・コンサルティングは、当社株式の株式価値の算定に際し、当社から提供を受けた情報及び一般に公開された情報等を原則としてそのまま採用し、それらの資料及び情報等が、全て正確かつ完全なものであることを前提としており、独自にそれらの正確性及び完全性の検証を行っていません。また、当社の資産及び負債(金融派生商品、簿外資産及び負債、その他偶発債務を含みます。)に関して独自の評価・査定を行っておらず、第三者機関への鑑定又は査定の依頼も行っていません。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算定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。ただし、ブルータス・コンサルティングは、算定の基礎とした当社の事業計画について、当社との間で質疑応答を行いその内容を確認しております。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特別委員会の設置及び答申書の取得」に記載のとおり、本特別委員会がその内容、重要な前提条件及び作成経緯等の合理性を確認し、不合理でないことを確認しております。

公開買付者における算定方法

公開買付者は、本公開買付価格を決定するに際し、当社が開示している財務情報等の資料を通して、当社の事業及び財務の状況を分析し、本コンソーシアム提案においては当社株式の一株当たり株式価値が4,021円とされていたこと、及び本コンソーシアム提案における1株あたり株式価値が、当社による積極的マーケットチェックにおいて提示された価格であることを踏まえ、当該価格(4,021円)以上とする観点で検討したとのことです。

さらに、当社による本公開買付けへの賛同の可否及び本公開買付価格に関する当社との協議・交渉の結果等を踏まえ、最終的に2026年2月24日に本公開買付価格を4,050円と決定したとのことです。

なお、公開買付者は、本コンソーシアム提案における1株当たり株式価値が、当社による積極的マーケットチェックにおいて提示された価格であることを踏まえ、本コンソーシアム提案における当社株式の一株当たり株式価値以上とする観点で本公開買付価格を検討し、当社との協議・交渉を経て本公開買付価格を決定しており、第三者算定機関からの株式価値算定書は取得していないとのことです。

本公開買付価格(4,050円)は、本公開買付けの当社取締役会決議日の前営業日である2026年2月20日の東京証券取引所における当社株式の終値4,480円に対して9.60%、過去1ヶ月間の終値単純平均値4,384円に対して7.62%、過去3ヶ月間の終値単純平均値4,462円に対して9.23%、過去6ヶ月間の終値単純平均値4,290円に対して5.59%のディスカウントとなる価格とのことです。また、本書提出日の前営業日である2026年2月24日の東京証券取引所における当社株式の終値4,595円に対して11.86%のディスカウントとなる価格とのことです。

上記の通り、本公開買付価格4,050円は、本公開買付けの当社取締役会決議日の前営業日終値、過去1ヶ月間の終値単純平均値、過去3ヶ月間の終値単純平均値、過去6ヶ月間の終値単純平均値を下回る価格ではあるものの、公開買付者としては2025年8月6日に8月6日開示がなされた後、当社株式の株価は急騰した状況にあり、同日以降の株価は当社の非公開化取引に関する期待が過度に織り込まれたもので、当社の事業や財務の変化を反映したものではないと考えているとのことです。具体的には、8月6日開示の前営業日である2025年8月5日時点の東京証券取引所プライム市場における当社株式の株価終値3,275円、同日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値は3,232円、同日までの過去3ヶ月間の終値単純平均値は3,114円、同日までの過去6ヶ月間の終値単純平均値は2,956円に対し、本公開買付けの当社取締役会決議日の前営業日である2026年2月20日の終値は4,480円と、775円(23.66%)上昇しているとのことです。また、本公開買付価格(4,050円)は、8月6日開示の前営業日である2025年8月5日時点の東京証券取引所プライム市場における当社株式の株価終値3,275円に対して23.66%、同日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値3,232円に対して25.31%、同日までの過去3ヶ月間の終値単純平均値3,114円に対して30.06%、同日までの過去6ヶ月間の終値単純平均値2,956円に対して37.01%のプレミアムを付した水準になるとのことです。

(4) 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、当社株式は、東京証券取引所の上場廃止基準に従い、所定の手続を経て上場廃止とな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、下記「(5) 本公開買付け後の組織再編等の方針(いわゆる二段階買収に関する事項)」に記載の本スクイズアウト手続が実施された場合には、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。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。

(5) 本公開買付け後の組織再編等の方針(いわゆる二段階買収に関する事項)

公開買付者は、上記「(2) 当該公開買付けに関する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、当社株式を非公開化する方針であり、本公開買付けにより公開買付者が当社株式の全て(但し、当社が所有する自己株式及び本不応募合意株式を除きます。)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に、以下の方法により、本スクイズアウト手続を実行することを予定しているとのことです。

公開買付者は、本公開買付けの決済の完了後速やかに、会社法第180条に基づき当社普通株式の併合(以下「本株式併合」といいます。)を行うこと及び本株式併合の効力発生を条件として単元株式数の定めを廃止する旨の定款の一部変更を行うことを付議議案に含む臨時株主総会(以下「本臨時株主総会」といいます。)を2026年6月上旬に開催することを、当社に要請する予定とのことです。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。

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、当社の株主の皆様は、本株式併合がその効力を生ずる日において、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るとのことです。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、当該端数の株式を所有する当社の株主の皆様に対して、会社法第235条その他の関係法令の定める手続に従い、当該端数の合計数(合計した数に1株に満たない端数がある場合には、当該端数は切り捨てられます。以下同じです。)に相当する当社株式を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になるとのことです。当該端数の合計数に相当する当社株式の売却価格については、当該売却の結果、本公開買付けに応募されなかった当社の株主の皆様(但し、公開買付者、当社及び湯沢を除きます。)に交付される金銭の額が、本公開買付価格に当該当社の株主の皆様が所有していた当社株式の数を乗じた価格と同一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。なお、本株式併合の割合は、本書提出日現在において未定とのことです。公開買付者は、当社の株主が公開買付者及び湯沢のみとなるよう、本公開買付けに応募されなかった当社の株主の皆様(但し、公開買付者、当社及び湯沢を除きます。)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よう当社に要請する予定とのことです。なお、当社は本公開買付けが成立した場合には、公開買付者によるこれらの要請に応じる予定です。

本株式併合に関連する一般株主の権利保護を目的とした会社法上の規定として、本株式併合をすることにより株式の数に1株に満たない端数が生じるときは、会社法第182条の4及び第182条の5その他の関係法令の定めに従い、当社の株主の皆様(但し、公開買付者、当社及び湯沢を除きます。)は、当社に対し、自己の所有する当社株式のうち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の皆様(但し、公開買付者、当社及び湯沢を除きます。)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とのことです。なお、本株式併合に反対する当社の株主の皆様は、上記申立てを行うことができることになる予定とのことです。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。

本スクイーズアウト手続が2026年6月30日までに完了することが見込まれる場合には、公開買付者は、当社に対して、本スクイーズアウト手続が完了していることを条件として、2026年3月期に係る2026年6月下旬開催予定の当社の定時株主総会(以下「本定時株主総会」といいます。)で権利を行使することのできる株主を、本スクイーズアウト手続完了後の株主(公開買付者及び湯沢を意味します。)とするため、定時株主総会の議決権の基準日の定めを廃止する旨の定款の一部変更を行うことを要請する予定とのことです。そのため、当社の2026年3月31日の株主名簿に記載又は記録された株主であっても、本定時株主総会において権利を行使できない可能性があるとのことです。

上記手続については、関係法令についての改正、施行及び当局の解釈等の状況によっては、実施に時間を要し、又は実施の方法に変更が生じる可能性があります。但し、その場合でも本公開買付けに応募されなかった当社の株主(当社及び湯沢を除きます。)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とのことであり、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になるよう算定する予定とのことです。

上記「(2) 当該公開買付けに関する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、公開買付者及び湯沢が合計で当社の総株主の議決権の3分の2以上に相当する当社株式を所有するに至らなかった場合でも、本臨時株主総会における本株式併合に係る議案の可決要件を満たす見込みがあると考えているとのことですが、かかる場合には、本臨時株主総会において本株式併合に係る議案が否決される可能性もあるとのことです。この場合の対応については、上記「(2) 当該公開買付けに関する意見の根拠及び理由」の「 本公開買付けの概要」をご参照ください。

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とのことです。なお、本公開買付けは、本臨時株主総会における当社の株主の皆様への賛同を勧誘するものではありません。

なお、本公開買付けへの応募又は上記各手続における税務上の取り扱いについては、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。

(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

本書提出日現在において、当社は公開買付者の子会社及び関係会社ではなく、また、当社の経営陣の全部又は一部が公開買付者に直接又は間接に出資することも予定されていないため、本公開買付けを含む本取引は、MBOや支配株主、その他の関係会社その他有価証券上場規程第441条第1項第2号及び有価証券上場規程施行規則第436条の3第3項で定める者による公開買付けには該当しません。もっとも、()上記「(2) 当該公開買付けに関する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、当社株式を4,641,500株(所有割合:33.34%)所有する湯沢は、公開買付者との間で本不応募合意を、公開買付者、湯沢、当社及びツムラの間で本取引基本契約を締結しており、公開買付者による本公開買付け及び本スクイーズアウト手続の実施後、公開買付者からの本湯沢宛相対譲渡を経て当社の唯一の株主として残存し、当社の非事業性資産を湯沢に移管する本非事業性資産配当等を実施することを予定していることから、本公開買付けを含む本取引は、MBO等に準ずる行為に該当し得ること、及び()本取引が当社株式を非公開化することとすることを目的としており、当社の一般株主に大きな影響を与えること等を踏まえて、本取引に係る手続の公正性を担保することにより、本取引に係る取引条件の公正性を確保する観点から、以下の措置を講じております。

なお、公開買付者は、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)に相当する買付予定数の下限を設定すると、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に応募することを希望する一般株主の皆様への利益に資さない可能性もあると考え、本公開買付けにおいて「マジョリティ・オブ・マイノリティ」(Majority of Minority)に相当する買付予定数の下限は設定していないとのことです。もっとも、公開買付者及び当社において、本公開買付け価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置として、以下の措置を講じていることから、当社の一般株主の利益には十分な配慮がなされていると考えているとのことです。

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

入札手続の実施

上記「(2) 当該公開買付けに関する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、当社は、企業価値の向上に向けたあらゆる選択肢の比較及び検討が必要であるとの考えから、本非公開化パートナー候補の選定及び本非公開化パートナーによる当社株式の非公開化を目的とした本非公開化入札プロセスを実施し、最終的に本非公開化第二次入札プロセスの参加者である買付候補者3社のうち本コンソーシアムを含む2候補より法的拘束力のある意向表明書を受領し、1社より法的拘束力を有していない意向表明書を受領いたしました。当社及び本特別委員会は、当該時点において、本コンソーシアム提案が、当社の事業としての価値を最も高く評価しており、当社の企業価値の向上に向けた各種施策の内容が相対的に優位と考えられることから、本コンソーシアムを本非公開化パートナーの最終候補者とすることを決定しました。もっとも、その後湯沢から、当社株式を売却する意向はなく、湯沢による当社株式の売却を前提とする本コンソーシアム提案及び本コンソーシアム再提案には応諾できない旨の意向が示され、本コンソーシアムによる本コンソーシアム再提案は実現の蓋然性がない提案と判断されました。その後、湯沢らから湯沢提案がなされ、公開買付者から本公開買付価格が提案されましたが、かかる価格は、本非公開化入札プロセスにおいて最も高い価格の一つであった本コンソーシアム再提案における公開買付価格を上回るものであり、本非公開化入札プロセスにおいて提示された法的拘束力を有する全ての提案と比べて当社の株主の皆様にとって有利な条件となっております。

また、上記「(2) 当該公開買付けに関する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、当社は、本事業パートナーの選定を目的とした本事業売却入札プロセスを実施し、最終的にツムラを含む2社から法的拘束力のある意向表明書を受領しました。当社及び特別委員会は、当社の事業価値を最も高く評価したツムラによる提案が当社の企業価値向上にも資すると評価できると考え、ツムラが本事業パートナーにふさわしいと判断し、湯沢もツムラがベストパートナーであることを確認しています。

以上のとおり、当社は、本非公開化入札プロセス及び本事業売却入札プロセスを実施し、幅広く当社の企業価値向上に向けた提案を受ける機会を確保いたしました。

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「 当社における独立したファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関からの株式価値算定書の取得」に記載のとおり、当社は、本公開買付けを含む本取引に関する当社取締役会における意思決定の過程における公正性を担保するために、公開買付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三菱UFJモルガン・スタンレー証券に当社株式の株式価値の算定を依頼し、2026年2月20日付で当社株式価値算定書(三菱UFJモルガン・スタンレー証券)を取得しております。なお、三菱UFJモルガン・スタンレー証券は、公開買付者グループ、本非公開化入札プロセス、本事業売却入札プロセスの候補者、並びに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記載すべき重要な利害関係を有しておりません。

なお、三菱UFJモルガン・スタンレー証券に対する報酬には、本取引の成立等を条件に支払われる成功報酬が含まれておりますが、当社は、同種の取引における一般的な実務慣行等も勘案すれば、本公開買付けの成立等を条件に支払われる成功報酬が含まれ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三菱UFJモルガン・スタンレー証券を当社のファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関として選任いたしました。また、本特別委員会において、三菱UFJモルガン・スタンレー証券の独立性及び専門性に問題がないことが確認されております。

当社株式価値算定書(三菱UFJモルガン・スタンレー証券)の概要につきましては、上記「(3) 算定に関する事項」の「 当社における独立したファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関からの株式価値算定書の取得」をご参照下さい。

当社における独立した法律事務所からの助言

当社は、上記「(2) 当該公開買付けに関する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、本公開買付けを含む本取引に係る当社の意思決定に慎重を期し、当社取締役会の意思決定における公正性及び適正性を確保するために、公開買付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から、本取引に関する諸手続を含む当社取締役会の意思決定の方法及び過程その他の留意点について、必要な法的助言を受けております。

なお、森・濱田松本法律事務所は、公開買付者グループ、本非公開化入札プロセス及び本事業売却入札プロセスの候補者、並びに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記載すべき重要な利害関係を有しておりません。

また、本特別委員会において、森・濱田松本法律事務所の独立性及び専門性に問題がないことが確認されております。同事務所の報酬は、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、本取引の成立を条件とする成功報酬は含まれておりません。

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、本資本政策が当社株式を非公開化することを目的としており当社の一般株主に大きな影響を与えること等を踏まえて、本資本政策に係る手続の公正性を担保することにより、本資本政策に係る取引条件の公正性を確保する観点から、2025年7月30日開催の取締役会において、特別委員会の委員の候補となる当社の独立社外取締役について、本非公開化パートナー候補及び当社との間で独立性を有しており(なお、湯沢提案を受けた時点で、公開買付者グループからの独立性を有することについても確認しております。)、また本資本政策の成否から独立性を有していることに加え、委員としての適格性を有することを確認した上で、田中昌之氏(当社独立社外取締役)、須永明美氏(当社独立社外取締役、公認会計士)及び佐藤敦子氏(当社独立社外取締役)の3名から構成される本特別委員会を設置いたしました(なお、本特別委員会の委員は設置当初から変更しておりません。)。また、本特別委員会は、互選により、本特別委員会の委員長として、田中昌之氏を選定しております。なお、本特別委員会の委員の報酬は、本資本政策の成否にかかわらず支払われる固定報酬のみであり、本資本政策の公表や成立等を条件とする成功報酬は含まれておりません。

当社取締役会は、本特別委員会設置の決定に際し、本特別委員会に対し、()本資本政策の目的の合理性(本資本政策が当社の企業価値向上に資するかを含む。)、()本資本政策に係る手続の公正性・妥当性、()本資本政策の条件の公正性・妥当性、()(仮に本資本政策の一環として公開買付けが行われる場合には)公開買付けについて当社取締役会が賛同意見を表明すること及び当社の株主に対して公開買付けへの応募を推奨することの是非、()上記を踏まえて、当社取締役会が本資本政策の実施に関する決定を行うことが当社の一般株主(少数株主)にとって公正であり、また、不利益なものでないといえるか、()その他、特別委員会設置の趣旨に鑑み、本資本政策に関し、当社取締役会又は当社代表取締役が必要と認めて諮問する事項の各事項(以下「本諮問事項」といいます。))について諮問しております。

また、当社は、上記の取締役会において、本資本政策の実施に関する当社取締役会の意思決定は、本特別委員会の判断内容を最大限尊重して行うこと、本特別委員会が本資本政策の実施又は条件が妥当でないと判断した場合には、当社取締役会はその実施を承認しないこととすることを決定するとともに、本特別委員会に対し、()当社が買付者との間で行う交渉の過程に実質的に関与すること(必要に応じて、交渉方針に関して指示又は要請を行うこと及び自ら交渉を行うことを含む。)、()本諮問事項に関する検討及び判断を行うに際し、必要に応じ、自らの財務若しくは法務等に関するアドバイザーを選任し(この場合の費用は当社が負担する。)、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し若しくは承認(事後承認を含む。)すること、()必要に応じ、当社の役職員その他特別委員会が必要と認める者から本諮問事項の検討及び判断に必要な情報を受領すること、()その他本資本政策に関する検討及び判断に際して必要と特別委員会が認める事項を実施することに係る権限を付与する旨を決定いたしました。

さらに、本特別委員会は、2025年8月5日、当社が選任したリーガル・アドバイザーである森・濱田松本法律事務所、ファイナンシャル・アドバイザーである三菱UFJモルガン・スタンレー証券について、本非公開化パートナー候補及び当社からの独立性及び本資本政策と同種の取引に関する専門性に問題がないことを確認し、それぞれ当社のアドバイザーとして承認いたしました。また、本特別委員会は、本非公開化パートナー候補及び当社から独立性及び本資本政策と同種の取引に関する専門性に問題がないことを確認の上、本特別委員会の独自のファイナンシャル・アドバイザーとして、プルータス・コンサルティング並びに独自のリーガル・アドバイザーとして岩田合同法律事務所を選任しております。

()検討の経緯

本特別委員会は、2025年8月5日より2026年2月20日までの間に合計27回開催されたほか、各会日間においても必要に応じて都度電子メール等を通じて、報告・情報共有、審議及び意思決定等を行う等して、本諮問事項に係る職務を遂行いたしました。

具体的には、本特別委員会は、当社に対する質疑応答(書面によるものも含まれます。)を通じて、本取引の意義及び目的、当社の事業に関する評価、当社の企業価値向上の施策の内容、本取引後の経営方針、本取引の諸条件等について、当社の認識、並びに、当社が公開買付者、湯沢及びツムラとの協議により把握した公開買付者、湯沢及びツムラの認識を確認いたしました。

また、本特別委員会は、公開買付者グループ並びに三菱UFJモルガン・スタンレー証券及びプルータス・コンサルティングによる当社の株式価値の算定の基礎ともなる本事業計画の内容、重要な前提条件及び作成経緯等の合理性について、確認及び承認を行いました。

その上で、本特別委員会は、三菱UFJモルガン・スタンレー証券から、本取引の条件等についての交渉経緯及び当社の株式価値算定についての説明を受けるとともに、プルータス・コンサルティングから当社の株式価値算定についての説明を受け、これらに関する質疑応答を行いました。

さらに、本特別委員会は、本特別委員会の独自のリーガル・アドバイザーである岩田合同法律事務所から、その独立性及び専門性に鑑み、本取引における公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置の内容その他本取引に関する事項全般について法的見地からの助言を受けるとともに、必要に応じて、当社のリーガル・アドバイザーである森・濱田松本法律事務所からも意見を聴取しました。また、本特別委員会は、本特別委員会の独自のファイナンシャル・アドバイザーであるプルータス・コンサルティングから、その独立性及び専門性に鑑み、財務的見地からの助言を受けるとともに、必要に応じて、当社のファイナンシャル・アドバイザーである三菱UFJモルガン・スタンレー証券からも意見を聴取し、公開買付者を含む各買付候補者からより高い価格を引き出すための交渉方針について審議・検討いたしました。

また、本特別委員会は、当社が公開買付者から本公開買付価格に関する提案を受領した際を含め、公開買付者グループ及びツムラを含む各買付候補者と当社との間における本資本政策に係る協議、交渉の経緯及び内容等につき適時に報告を受け、岩田合同法律事務所及びプルータス・コンサルティングからの助言を受けるとともに、必要に応じて、森・濱田松本法律事務所及び三菱UFJモルガン・スタンレー証券からも意見を聴取した上で、6ヶ月以上の間、当社に対して複数回にわたり、公開買付者グループ及びツムラを含む各買付候補者に対する交渉方針を審議・検討すること等により、公開買付者グループ及びツムラを含む各買付候補者との間の本公開買付価格及び本資本政策に関する協議・交渉に実質的に関与いたしました。その結果、当社は、2026年2月19日、公開買付者から、本公開買付価格を4,050円とすることを含む提案を受け、最終的に、本公開買付価格を、公開買付者の当初提示額である4,022円から4,050円にまで引き上げております。

さらに、本特別委員会は、岩田合同法律事務所及び森・濱田松本法律事務所から、複数回、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、並びに公開買付者が提出予定の本公開買付けに係る公開買付届出書のドラフトの内容について説明を受け、充実した情報開示がなされる予定であることを確認しております。

()判断内容

本特別委員会は、以上の経緯の下で、岩田合同法律事務所及び森・濱田松本法律事務所から受けた法的見地からの助言、ブルータス・コンサルティング及び三菱UFJモルガン・スタンレー証券から受けた財務的見地からの助言、ブルータス・コンサルティングから2026年2月20日付で提出を受けた当社株式価値算定書(ブルータス・コンサルティング)、三菱UFJモルガン・スタンレー証券から2026年2月20日付で提出を受けた当社株式価値算定書(三菱UFJモルガン・スタンレー証券)の内容を踏まえつつ、本諮問事項について慎重に協議・検討を重ねた結果、2026年2月20日付で、当社取締役会に対し、委員全員の一致で、本答申書を提出いたしました。本特別委員会の答申内容及び答申の理由については、当社が2026年2月25日付で公表した「株式会社レノによる当社株式に対する公開買付けに関する賛同及び応募中立の意見表明のお知らせ」に添付の本答申書をご参照ください。

特別委員会における独立した第三者算定機関からの株式価値算定書の取得

上記「(3) 算定に関する事項」の「特別委員会における独立した第三者算定機関からの株式価値算定書の取得」に記載のとおり、本特別委員会は、本諮問事項について検討するにあたり、本公開買付けを含む本取引に関する公正性を担保するために、公開買付者及び当社から独立した第三者算定機関であるブルータス・コンサルティングに対して、当社株式の株式価値の算定を依頼し、2026年2月20日付で当社株式価値算定書(ブルータス・コンサルティング)を取得いたしました。

ブルータス・コンサルティングは、公開買付者グループ、本非公開化入札プロセス及び本事業売却入札プロセスの候補者、並びに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記載すべき重要な利害関係を有しておりません。また、本特別委員会において、ブルータス・コンサルティングの独立性及び専門性に問題がないことが確認されております。なお、ブルータス・コンサルティングの報酬は、本取引の成否にかかわらず支払われる固定報酬のみであり、本取引の成立を条件とする成功報酬は含まれておりません。

当社株式価値算定書(ブルータス・コンサルティング)の概要については、上記「(3) 算定に関する事項」の「特別委員会における独立した第三者算定機関からの株式価値算定書の取得」をご参照ください。

特別委員会における独立した法律事務所からの助言

上記「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、本特別委員会は、公開買付者及び当社から独立した独自のリーガル・アドバイザーとして岩田合同法律事務所を選任し、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、本取引の諸手続並びに本取引に係る当社の意思決定の方法及びその過程等に関する助言を含む法的助言を受けております。

なお、岩田合同法律事務所は、公開買付者グループ、本非公開化入札プロセス及び本事業売却入札プロセスの候補者、並びに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記載すべき重要な利害関係を有しておりません。同事務所の報酬は、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、本取引の成立を条件とする成功報酬は含まれておりません。

当社における利害関係を有しない取締役(監査等委員である取締役を含む。)全員の承認

当社は、三菱UFJモルガン・スタンレー証券から受けた財務的見地からの助言及び2026年2月20日付で提出を受けた当社株式価値算定書(三菱UFJモルガン・スタンレー証券)の内容、森・濱田松本法律事務所から受けた本公開買付けを含む本取引に関する意思決定にあたっての留意点についての法的助言、並びに特別委員会を通じて提出を受けた当社株式価値算定書(ブルータス・コンサルティング)の内容を踏まえつつ、本特別委員会から提出を受けた本答申書の内容を最大限に尊重しながら、本取引により当社の企業価値向上を図ることができるか、本取引に関する諸条件は妥当なものか等の観点から慎重に協議及び検討を行いました。

その結果、当社は、上記「(2) 当該公開買付けに関する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、2026年2月24日開催の取締役会において、取締役の全員一致で、公開買付けを含む本取引は当社の企業価値の向上に資するとともに、本公開買付け価格(4,050円)を含む本取引に係る取引条件は妥当なものであり、本公開買付けは、当社の株主の皆様に対して合理的な株式の売却の機会を提供するものであると判断し、本公開買付けに賛同の意見を表明するとともに、公開買付けに応募するか否かについては当社の株主の皆様のご判断に委ねる旨を決議いたしました。

他の買付者からの買付機会を確保するための措置

また、公開買付者は、公開買付期間について、法令に定められた最短期間が20営業日であるところ、これと比較して長期間である30営業日としております。公開買付者は、公開買付期間を法定の最短期間より長期に設定することで、当社の一般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、公開買付者以外の者による対抗的な買付け等の機会を確保し、もって本公開買付けの公正性を担保することを企図しているとのことです。加えて、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、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いないとのことです。

(7) 本公開買付けに係る重要な合意

本不応募合意

公開買付者は、湯沢との間で、2026年2月24日付で以下の内容を含む本不応募合意を締結しているとのことです。

- ()湯沢は、その所有する当社株式4,641,500株について、本公開買付けに応募しないものとする。
- ()湯沢は、本公開買付けが成立した場合には、会社法第180条に基づき当社株式の併合を行うこと及びかかる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を含む当社の臨時株主総会において、本不応募合意株式に係る議決権を、公開買付者の指示に従って公開買付者と同一の内容で行使するものとする。

なお、本不応募合意において上記内容の他に定められている事項は、協議事項、準拠法及び合意管轄のみとのことです。

本応募契約

公開買付者は、2026年2月24日付で本応募合意株主各々との間で、以下の内容を含む本応募契約を締結し、本応募合意株主各々との間で、各々が所有する当社株式(以下「応募対象株式」といいます。)(所有株式数の合計：2,037,019株、所有割合の合計：14.63%)の全てを本公開買付けに応募するものとし、応募後はこれを撤回しない旨を合意しているとのことです。

また、本応募契約においては、()本公開買付けが法令等に従い適法かつ有効に開始され、かつ撤回されていないこと、()当社が、本公開買付けに賛同する旨の取締役会決議を行い、当社によりその内容が公表され、かつ、当社において、この取締役会決議を撤回、変更又はこれと矛盾する内容の決議をしていないこと(なお、塩澤氏(所有株式数：163,819株、所有割合：1.18%)との間の応募契約においては、当該前提条件は定められておりません。)、()本応募契約締結日及び本公開買付け開始日において公開買付者の表明及び保証が重要な点において真実かつ正確であること、()公開買付者について、本応募契約に基づき履行又は遵守すべき義務が、重要な点において履行又は遵守されていること、()当社に係る業務等に関する重要事実(金融商品取引法第166条第2項に定めるものをいいます。)並びに当社の株券等の公開買付け等の実施に関する事実及び中止に関する事実(金融商品取引法第167条第2項に定めるものをいいます。)で未公表のものが存在しないことが、応募株主による応募義務の前提条件とされているとのことです(なお、トーア再保険(所有株式数：548,000株、所有割合：3.94%)との間の応募契約においては、当社が保有するトーア再保険の株式の全てについて、当社とトーア再保険が指定する者との間で、トーア再保険が合理的に満足する内容の株式売買契約書が締結されていることも前提条件に含まれているとのことです。)

本応募契約に共通するその他の主要な条項の概要は、以下のとおりとのことです。

- ()本応募合意株主は、本応募契約締結日後、本公開買付けに係る決済の開始日(以下「本決済日」といいます。)までの間、応募対象株式の譲渡、担保設定その他の処分、又は当社株式若しくは当社株式に係る権利の取得、提供若しくは譲渡(空売りを含む。)を行わず、また、第三者との間で、本公開買付けに競合し又は本公開買付けによる当社株式の買付けを実質的に不可能とする取引に関する提案、勧誘、協議、交渉又は情報提供を行わず、公開買付者以外の第三者から当該行為に関する勧誘、提案、情報提供又は申込みを受けた場合には、直ちに公開買付者にその旨及びこれらの内容を通知し、かかる第三者への対応について公開買付者と誠実に協議する。
- ()本応募合意株主は、本応募契約に明示的に定める事項を除き、公開買付者の事前の書面による承諾なしに、当社の株主総会の招集請求権(会社法第297条)、議題提案権(会社法第303条第1項及び第2項)及び議案提案権(会社法第304条、同法第305条第1項)その他の株主権を行使しない。
- ()本応募合意株主が応募を行い、応募を撤回・解除せずに、本公開買付けが成立した場合で、当社において本決済日より前の日を権利行使の基準日とする株主総会が開催される場合、本応募合意株主は、公開買付者の選択に従い、()公開買付者若しくは公開買付者の指定する者に対して包括的な代理権を授与するか、又は()公開買付者の指示に従って議決権を行使する。本応募合意株主は、上記()の場合、公開買付者が合理的に指定する日までに、かかる包括的な代理権を授与するのに必要な委任状その他の書類に記名押印し、かかる委任状を公開買付者に交付し、かつ、本応募合意株主はかかる代理権の授与をいかなる場合であっても撤回してはならず、上記()の場合、当該株主総会における当社株式に係る議決権その他の一切の権利行使を、公開買付者の指示に従って行い、かかる権利行使に公開買付者の意思が適切に反映されるために必要な措置を執る。

なお、三菱UFJ信託(所有株式数：675,000株、所有割合：4.85%)との間の応募契約においては、本公開買付けに係る買付け等の期間の末日(以下「本満了日」といいます。)までに、公開買付者以外の第三者により、本公開買付価格を10%以上上回る買付価格により公開買付け(以下「第三者公開買付け(三菱UFJ信託)」)といえます。)が開始された場合であって、かつ第三者公開買付け(三菱UFJ信託)が、当社の非公開化を目的とし、買付予定数の上限を定めず、かつ買付予定数の下限を当社の発行済普通株式の過半数以上としている場合には、三菱UFJ信託は、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、公開買付者が、当該申入れの日から起算して10営業日を経過する日若しくは本満了日の2営業日前のいずれか早い方の日までに、本公開買付価格を第三者公開買付け(三菱UFJ信託)に係る買付価格以上の金額に変更しない場合には、三菱UFJ信託は、応募義務を負わず、三菱UFJ信託が既に応募をしていた場合には、損害賠償、違約金その他名目を問わず何らの金銭の支払いをすることなく、またその他何らの義務、負担又は条件を課されることなく、応募を解除することができる旨の規定があるとのことです。

また、トーア再保険との間の応募契約においては、本満了日までに、公開買付者以外の者により、本公開買付価格を10%以上上回る買付価格により当社の普通株式を取得する旨の公開買付け(以下「対抗公開買付け(トーア再保険)」といいます。)が開始された場合であって、かつ対抗公開買付け(トーア再保険)が、当社の非公開化を目的とし、買付予定数の上限を定めず、かつ買付予定数の下限を当社の発行済普通株式の過半数以上としている場合には、トーア再保険は、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、公開買付者が、当該申入れの日から起算して10営業日を経過する日若しくは本満了日の2営業日前のいずれか早い方の日までに、公開買付者が本公開買付価格を対抗公開買付け(トーア再保険)に係る買付価格以上の金額に変更しないとき、又はトーア再保険が応募をすること若しくは既に行った応募を撤回しないことがトーア再保険の取締役の善管注意義務に違反する可能性があるとしてトーア再保険が合理的に判断した場合には、トーア再保険は、応募義務を負わず、トーア再保険が既に応募をしていた場合には、損害賠償、違約金その他名目を問わず何らの金銭の支払いをすることなく、またその他何らの義務、負担又は条件を課されることなく、応募を解除することができる旨の規定があるとのことです。

また、八十二長野銀行(所有株式数：650,200株、所有割合：4.67%)との間の応募契約においては、本満了日までに、公開買付者以外の第三者により、本公開買付価格を10%以上上回る買付価格により公開買付け(以下「第三者公開買付け(八十二長野銀行)」といいます。)が開始された場合であって、かつ第三者公開買付け(八十二長野銀行)が、当社の非公開化を目的とし、買付予定数の上限を定めず、かつ買付予定数の下限を当社の発行済普通株式の過半数以上としている場合には、八十二長野銀行は、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、公開買付者が、当該申入れの日から起算して10営業日を経過する日若しくは本満了日の2営業日前のいずれか早い方の日までに、本公開買付価格を第三者公開買付け(八十二長野銀行)に係る買付価格以上の金額に変更しない場合には、八十二長野銀行は、応募義務を負わず、八十二長野銀行が既に応募をしていた場合には、損害賠償、違約金その他名目を問わず何らの金銭の支払いをすることなく、またその他何らの義務、負担又は条件を課されることなく、応募を解除することができる旨の規定があるとのことです。

また、本応募契約においては、表明保証(注1)(注2)、補償義務(注3)、契約の解除事由(注4)、契約の終了事由(注5)、秘密保持義務等を定めているとのことです。

- (注1) 本応募契約においては、各応募株主の公開買付者に対する表明保証事項として、()権能力等、()倒産手続等の不存在、()本応募契約の締結及び強制履行可能性、()法令等との抵触の不存在、()応募対象株式の完全な所有権、()許認可等の取得、()反社会的勢力に該当せず、取引関係その他の関係を持っておらず、反社会的行為を行っていないこと、()重要事実の不認識を定めているとのことです。
- (注2) 本応募契約においては、公開買付者の各応募株主に対する表明保証事項として、()設立及び存続、()倒産手続等の不存在、()本応募契約の締結及び強制履行可能性、()法令等との抵触の不存在、()許認可等の取得、()反社会的勢力に該当せず、取引関係その他の関係を持っておらず、反社会的行為を行っていないこと、()重要事実の不認識を定めているとのことです。(なお、三菱UFJ信託との間の応募契約においては、資金調達の確実性も定められているとのことです。)
- (注3) 本応募契約においては、本応募合意株主及び公開買付者は、自らの契約上の義務又は表明保証に違反した場合、相手方が被った損害等を相当因果関係の範囲内で賠償又は補償しなければならないことを定めているとのことです。
- (注4) 本応募契約においては、本応募合意株主及び公開買付者は、相手方当事者に、表明及び保証が重要な点において真実かつ正確でないことが判明した場合、履行若しくは遵守すべき義務が重要な点において履行若しくは遵守されていない場合、又は法的倒産手続が開始された場合には、事前に書面で通知することにより本応募契約を直ちに解除することができることを定めております(なお、トーア再保険との間の応募契約においては、対抗公開買付け開始された場合で、本公開買付けへの応募義務を免れることになった場合も定められているとのことです。)
- (注5) 本応募契約においては、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、本応募契約は終了する旨を定めております(なお、三菱UFJ信託、八十二長野銀行、及び塩澤氏との間の応募契約においては、公開買付者との間で書面により終了について合意した場合、トーア再保険との間の応募契約においては、本公開買付けが2026年2月25日までに開始されない場合が定められているとのことです。)

なお、本応募契約を除いて本応募合意株主との間で本取引に関する重要な合意は締結しておらず、本公開買付価格の支払を除き、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。

本同意

公開買付者は、2026年2月24日、野村氏との間で、その所有する当社株式(所有株式数：3,700株、所有割合：0.03%)の全てについて本公開買付けに応募しかつこれを原則撤回しない旨を口頭で合意しているとのことです。

なお、本同意を除いて野村氏との間で本取引に関する重要な合意は締結しておらず、本公開買付価格の支払を除き、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。

本取引基本契約

当社は、公開買付者、湯沢及びツムラとの間で、2026年2月24日付で以下の各号に規定する一連の取引により本取引を実施することを確認する内容を含む本取引基本契約を締結しております。

(1) 本公開買付け

公開買付者は、本取引基本契約に記載の要領で、本公開買付けを実施する。

(2) 本スクイーズアウト手続

1. 本公開買付けが成立しその結果、公開買付者が当社株式の全部(湯沢が所有する株式及び自己株式を除く。)を買い付けることができなかった場合には、当社は、当社の株主を当社、公開買付者及び湯沢のみ又は公開買付者及び湯沢のみとするため、公開買付者及び湯沢以外の当社の株主(当社を除く。)が保有する株式数が1株に満たない端数となる併合比率による株式併合に関する議案を目的事項とする臨時株主総会を開催し、公開買付者及び湯沢は、本株主総会において同議案に賛成の議決権行使を行う。
2. 本株式併合における併合比率は、以下の各号に掲げる方針に従って決定されるものとする。
 - ()公開買付者及び湯沢を除く当社の全ての株主(当社を除く。)が保有する当社株式を1株未満の端数とすること。
 - ()当社の全ての株主が保有する当社株式について生じる端数の合計数を1株以上とすること。
3. 本スクイーズアウト手続は、本株式併合により当社株式の数に1株に満たない端数が生じる場合、当社が当該端数の合計数に相当する当社株式(但し、1株に満たない端数は切り捨てる。)を公開買付者に対して売却し、本株式併合によりその所有する当社株式に端数が生じる当社の株主に対し、当該株主が本スクイーズアウト手続前に保有していた当該端数に係る当社株式の数に本公開買付価格を乗じて得た金額を交付する方法により行われるものとする。
4. 当社は、本スクイーズアウト手続により当社の株主が当社、公開買付者及び湯沢のみ又は公開買付者及び湯沢のみとなったときは、実務上可能な限り速やかに、金融商品取引法第24条第1項但書及び同法施行令第4条に基づく有価証券報告書の提出免除に係る承認(以下「有報免除承認」という。)を受けるために合理的に必要な行為(企業内容等の開示に関する内閣府令第16条第1項第1号に定める各書類を金融庁長官に対して提出することを含む。)を行うものとする。

(3) 再編手続

(本株式譲渡(買付者))

公開買付者及び湯沢は、本スクイーズアウト手続が完了して当社の株主が当社、公開買付者及び湯沢のみ又は公開買付者及び湯沢のみとなり有報免除承認がされたときは、公開買付者及び湯沢が別途合意により定める日に(但し、実務上可能な限り速やかに)、公開買付者がその所有する当社株式の全部を、公開買付者及び湯沢が別途合意する価額で湯沢に対して譲り渡し、湯沢がこれを譲り受ける旨の契約を締結し、これを実行する(以下「本株式譲渡(買付者)」という。)

(本非事業性資産配当等の実施)

湯沢は、当社をして、本株式譲渡(買付者)の実行後、実務上可能な限り速やかに、非事業性資産を配当財産とする剰余金の配当及び/又は吸収分割)を行わせるものとする。但し、吸収分割により非事業性資産を湯沢へ移転する場合、分割対価資産を交付しない無対価分割によるものとする。

(事業再編手続の実施)

湯沢、公開買付者及び当社は、(a)一定の店舗及び事業を除くくらすわ関連事業の第三者に対する譲渡、又は営業活動の停止及び店舗の閉鎖等、並びに(b)一定の商品を除く養命酒関連事業の商品の新規生産の中止等を本株式譲渡の実行日までに完了させる。

(4) 本株式譲渡

湯沢及びツムラは、本取引基本契約締結日において本取引基本契約において定める様式及び内容の株式譲渡契約(以下「本株式譲渡契約」という。)を締結するものとし、本株式譲渡契約が規定する前提条件(注1)が成就したときは、本株式譲渡契約に規定されるクロージング日をもって、湯沢は、当社株式(自己株式を除く)の全部をツムラに対して譲渡し、ツムラはこれを譲り受けるものとする(以下「本株式譲渡」という。)

なお、本株式譲渡契約における本株式譲渡の対価は、68億円(以下「本譲渡価額」という。)となる。また、湯沢及び公開買付者は連帯して、本株式譲渡契約及び本取引基本契約に規定する表明保証事項又はクロージングまでに履行又は遵守すべき事項(注4、注5、注6、注7、注8、注10。そのうち注5は当社に関する表明保証事項も含む。)の違反に起因して、ツムラ又は当社が損害を被った場合であって、クロージング日から一定期間の間に補償請求を受けた場合、本譲渡価額の100%を上限としてその損害を補償する。(注1) 本株式譲渡契約が規定する前提条件は、以下の通りとこのことです。

(湯沢における前提条件)

- (1) クロージング日(湯沢及びツムラが別途書面によりクロージング日として合意した日をいう。)において、本取引基本契約に定めるツムラ及び当社の表明及び保証(注2)(注3)がいずれも真実かつ正確であること(軽微な非真実、不正確を除く)。
 - (注2) 本取引基本契約においては、ツムラの表明保証事項として、()設立及び存続、()契約の締結及び履行、()強制執行可能性、()法令等との抵触の不存在、()許認可等の取得、()法的倒産手続等の不存在、()反社会的勢力との関係の不存在、()資金の十分性を定めております。
 - (注3) 本取引基本契約においては、当社の表明保証事項として、()設立及び存続、()契約の締結及び履行、()強制執行可能性、()法令等との抵触の不存在、()許認可等の取得、()法的倒産手続等の不存在、()反社会的勢力との関係の不存在、()インサイダー情報の不存在、()株式に関する事項、()簿外債務等を定めております。
- (2) 本取引基本契約に基づき、本公開買付けが適法かつ有効に完了していること。
- (3) 本取引基本契約に基づき、本スクイーズアウト手続が適法かつ有効に完了し、これにより当社の株主が公開買付者及び湯沢のみとなったこと。
- (4) 本取引基本契約に基づき、有報免除承認が適法かつ有効に完了していること。
- (5) 本取引基本契約に基づき、本再編手続が適法かつ有効に完了していること。
- (6) 本株式譲渡の実行のために法令及び定款において必要とされる譲渡承認その他の手続が適法かつ有効に完了していること。ツムラが、本株式譲渡契約及び本取引基本契約に基づきクロージングまでに履行又は遵守すべき事項について違反(軽微な違反を除く)がないこと。

- (7) 本株式譲渡に関してクローリング前に必要となる許認可等(私的独占の禁止及び公正取引の確保に関する法律(昭和22年法律第54号)第10条第2項に基づく公正取引委員会に対する株式の取得に関する計画の届出(以下「本件株式取得届出」という。))を含む。以下同じ。)が取得又は履践され、法定の待機期間が経過し、かつ、司法・行政機関等(公正取引委員会を含む。)により、排除措置命令の発令又は排除措置命令に係る手続の係属(事前通知の送付又は同法第10条第9項に定める報告等を要請する文書の送付を含む。)等、本株式譲渡の実行を妨げる措置又は手続(以下「排除措置命令等」という。)がとられていないこと。
- (8) 本株式譲渡の全部又は一部を制限又は禁止する旨のいかなる司法・行政機関等の判断等も存在していないこと。

(ツムラにおける前提条件)

- (1) クローリング日において、本取引基本契約に定める湯沢の表明及び保証(注4)並びに本株式譲渡契約に定める湯沢の表明及び保証(注5)が真実かつ正確であること(軽微な非真実、不正確を除く)。
- (注4) 本取引基本契約においては、湯沢の表明保証事項として、()設立及び存続、()契約の締結及び履行、()強制執行可能性、()法令等との抵触の不存在、()許認可等の取得、()法的倒産手続等の不存在、()反社会的勢力との関係の不存在を定めております。
- (注5) 本株式譲渡契約においては、湯沢の表明保証事項として、()株式に関する事項、()当社における債務等の不存在、()当社における損害等の不存在、()当社における租税債務等の不存在、()現預金残置、()グループ通算制度に加入していないことを定めているとのことです。
- (2) クローリング日において、本取引基本契約に定める公開買付者及び当社の表明及び保証(注5)(注3)が真実かつ正確であること(軽微な非真実、不正確を除く)。
- (注6) 本取引基本契約においては、公開買付者の表明保証事項として、()設立及び存続、()契約の締結及び履行、()強制執行可能性、()法令等との抵触の不存在、()許認可等の取得、()法的倒産手続等の不存在、()反社会的勢力との関係の不存在、()資金の十分性を定めております。
- (3) 本取引基本契約に基づき、本公開買付けが適法かつ有効に完了していること。
- (4) 本取引基本契約に基づき、本スクイズアウト手続が適法かつ有効に完了し、これにより当社の株主が公開買付者及び湯沢のみとなったこと。
- (5) 本取引基本契約に基づき、有報免除承認が適法かつ有効に完了していること。
- (6) 本取引基本契約に基づき、再編手続が適法かつ有効に完了していること。
- (7) 本株式譲渡の実行のために法令及び定款において必要とされる譲渡承認その他の手続が適法かつ有効に完了していること。
- (8) 湯沢が、本株式譲渡契約及び本取引基本契約に基づきクローリングまでに履行又は遵守すべき事項について違反がないこと(注7)(注8)。
- (注7) 本株式譲渡契約においては、湯沢がクローリングまでに履行又は遵守すべき事項として、()本取引に起因して当社に発生した現実に現金または預金の流出が伴う損失、債務、義務及び費用についての弁済及び履行等、()本取引に起因して当社に発生した租税債務等についての当社による弁済及び履行等を定めているとのことです。
- (注8) 本取引基本契約においては、湯沢がクローリングまでに履行又は遵守すべき事項として、()当社が事業運営を通常業務の範囲で行うことを妨げないこと、()本取引基本契約において明示的に予定されている行為を行う場合又はツムラの事前の書面承諾を得た場合を除き、当社が事前承諾事項(注9)を行わないものとする当社の当該義務の遵守を妨げず、当社と湯沢及び公開買付者自ら並びに両社の全部又は一方の関連当事者との間で、直接又は間接の取引を行わないこと、()本スクイズアウト手続完了後、湯沢及びツムラが当社の取締役会に出席させるオブザーバーに対して、取締役会の招集通知の送付等必要な対応を行うこと、()当社に在籍する従業員の労働条件の維持を妨げないこと、を定めております。

- (注9) 本取引基本契約においては、事前承諾事項として、()定款その他の重要な内部規則の制定、変更、廃止、()株式等の発行、処分、()合併、株式交換、株式移転、会社分割、株式交付、事業の全部もしくは重要な一部の譲渡、事業の譲受け等の組織再編(但し、ツムラが合理的に満足する内容の閉鎖対象店舗・事業の第三者への譲渡を除く。)、()余剰金の配当、自己株式の取得、()株式の分割または併合、()資本金等の額の増加・減少、()借入、社債等の発行その他通常の業務の範囲外の債務負担行為、()重要な資産の売却等、()業務執行取締役の変更、()法的倒産手続き開始の申し立て、()人事制度に関する重要な変更、()会計方針又は会計実務の重大な変更を定めております。
- (9) 公開買付者及び当社が、本取引基本契約に基づきクローリングまでに履行又は遵守すべき事項について違反がないこと(注10)(注11)。
- (注10) 本取引基本契約においては、公開買付者がクローリングまでに履行又は遵守すべき事項として、()当社が事業運営を通常業務の範囲で行うことを妨げないこと、()本取引基本契約において明示的に予定されている行為を行う場合又はツムラの事前の書面承諾を得た場合を除き、当社が事前承諾事項(注9)を行わないものとする当社の当該義務の遵守を妨げず、当社と湯沢及び公開買付者自ら並びに両社の全部又は一方の関連当事者との間で、直接又は間接の取引を行わないこと、()本スクイーズアウト手続完了後、湯沢及びツムラが当社の取締役会に出席させるオブザーバーに対して、取締役会の招集通知の送付等必要な対応を行うこと、()当社に在籍する従業員の労働条件の維持を定めております。
- (注11) 本取引基本契約においては、当社がクローリングまでに履行又は遵守すべき事項として、()事業運営を通常業務の範囲で行うこと、()本取引基本契約において明示的に予定されている行為を行う場合又はツムラの事前の書面承諾を得た場合を除き、当社が事前承諾事項(注9)を行わず、当社と湯沢及び公開買付者自ら並びに両社の全部又は一方の関連当事者との間で、直接又は間接の取引を行わないこと、()本スクイーズアウト手続完了後、湯沢及びツムラが当社の取締役会に出席させるオブザーバーに対して、取締役会の招集通知の送付等必要な対応を行うこと、()当社に在籍する従業員の労働条件の維持(但し、事業再編行為に必要な場合を除く)、()要承諾契約(当社が締結する当社にとって重要な契約等のうち、本取引の実施に際して、当該契約の相手方からの承諾取得を必要とする規定(当該承諾がないまま本契約の締結若しくは履行又は本取引基本取引の実施を行うことで、債務不履行事由等に該当することとなる旨の規定を含む。)を含む契約)の相手方のうち、特定の相手方から承諾を取得する義務及びその他の相手方から承諾を取得する最大限の努力義務、()要通知契約(当社が締結する当社にとって重要な契約等のうち、本取引の実施に際して、当該契約の相手方への通知を必要とする規定を含む契約)の相手方への通知を定めております。
- (10) 本株式譲渡に関してクローリング前に必要となる許認可等が取得又は履践され、法定の待機期間が経過し、かつ、司法・行政機関等(公正取引委員会を含む。)により排除措置命令等がとられていないこと。
- (11) 本株式譲渡の全部又は一部を制限又は禁止する旨のいかなる司法・行政機関等の判断等も存在していないこと。

(8) その他

上記「(2) 当該公開買付けに関する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、本非
 事業性資産配当等の後、湯沢は、湯沢の所有する当社株式の全てをツムラに譲渡することを予定しているとのこと
 です。ツムラの概要は以下のとおりです。

(1) 名称	株式会社ツムラ	
(2) 所在地	東京都港区赤坂二丁目17番11号	
(3) 代表者の役職・氏名	代表取締役社長CEO 加藤 照和	
(4) 事業内容	医薬品(漢方製剤、生薬製剤他)等の製造販売	
(5) 資本金	30,142百万円(2025年12月31日現在)	
(6) 設立年月日	1936年4月25日	
(7) 大株主及び持株比率 (2025年9月30日現在)	日本マスタートラスト信託銀行株式会社(信託口)	15.90%
	BOCHK FOR PING AN LIFE INSURANCE COMPANY OF CHINA, LTD.	10.20%
	STATE STREET BANK AND TRUST COMPANY 505001	5.67%
	株式会社日本カストディ銀行(信託口)	5.61%
	BRIGHT RIDE LIMITED	2.25%
	ツムラグループ従業員持株会	2.06%
	株式会社三菱UFJ銀行	1.79%
	野村信託銀行株式会社(投信口)	1.74%
	THE BANK OF NEW YORK MELLON 140044	1.45%
	JP MORGAN CHASE BANK 385781	1.31%
(8) 当社とツムラの関係		
資本関係	該当事項はありません。	
人的関係	該当事項はありません。	
取引関係	該当事項はありません。	
関連当事者への 該当状況	該当事項はありません。	

(注) 「(7) 大株主及び持株比率(2025年9月30日現在)」は、ツムラが2025年11月11日に提出した第90期半期報告書
 の「大株主の状況」を基に記載しております。

なお、ツムラのファイナンシャル・アドバイザーは、合同会社デロイトトーマツです。また、ツムラの法務アド
 バイザーは、永沢総合法律事務所です。

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)
田中 英雄	代表取締役社長	27,254	272
神林 敬	取締役常務執行役員	15,991	159
斉藤 隆	取締役常務執行役員	12,896	128
宮下 克彦	取締役上席執行役員	15,411	154
清水 政明	取締役上席執行役員	15,611	156
井川 明	取締役上席執行役員	7,095	70
田中 昌之	取締役 常勤監査等委員	0	0
須永 明美	取締役 監査等委員	934	9
佐藤 敦子	取締役 監査等委員	305	3
計	-	95,497	951

(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) 取締役田中昌之、須永明美及び佐藤敦子は、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(小数点以下切捨て)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