

【表紙】

【提出書類】 臨時報告書

【提出先】 関東財務局長

【提出日】 令和8年3月13日

【会社名】 久光製薬株式会社

【英訳名】 HISAMITSU PHARMACEUTICAL CO., INC.

【代表者の役職氏名】 代表取締役社長 中 富 一 榮

【本店の所在の場所】 佐賀県鳥栖市田代大官町408番地

【電話番号】 0942-83-2101(代表)

【事務連絡者氏名】 広報・PR課課長 坂 井 憲

【最寄りの連絡場所】 東京都千代田区丸の内二丁目4番1号

【電話番号】 03-5293-1704

【事務連絡者氏名】 広報・PR課課長 坂 井 憲

【縦覧に供する場所】 久光製薬株式会社東京本社
(東京都千代田区丸の内二丁目4番1号)
久光製薬株式会社大阪支店
(大阪市中央区南船場一丁目11番12号)
久光製薬株式会社名古屋支店
(名古屋市千種区仲田二丁目7番11号)
久光製薬株式会社福岡支店
(福岡市博多区東那珂二丁目2番10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)
株式会社名古屋証券取引所
(名古屋市中区栄三丁目8番20号)
証券会員制法人福岡証券取引所
(福岡市中央区天神二丁目14番2号)

1【提出理由】

当社は、2026年3月13日開催の取締役会において、当社の普通株式(以下「当社株式」といいます。)の併合(以下「本株式併合」といいます。)を目的とする、2026年4月17日開催予定の臨時株主総会(以下「本臨時株主総会」といいます。)を招集することを決議いたしましたので、金融商品取引法第24条の5第4項及び企業内容等の開示に関する内閣府令第19条第2項第4号の4の規定に基づき、本臨時報告書を提出するものであります。

2【報告内容】

1. 本株式併合の目的

当社が2026年1月6日付で公表した「MB0の実施及び応募の推奨に関するお知らせ」(以下「本意見表明プレスリリース」といいます。)にてお知らせしましたとおり、タイヨー興産株式会社(以下「公開買付者」といいます。)は、いわゆるマネジメント・バイアウト(MBO)(注1)の一環として、当社株式(但し、本新株予約権の行使により交付される当社株式を含み、当社が所有する自己株式及び本不応募合意株式(注2)を除きます。)、本新株予約権(注3)及び本米国預託証券(注4)の全てを取得することにより、当社株式を非公開化することを目的とした一連の取引(以下「本取引」といいます。)の一環として、2026年1月7日から2026年2月19日までを買付け等の期間(以下「公開買付期間」といいます。)とする当社株式、本新株予約権及び本米国預託株式に対する公開買付け(以下「本公開買付け」といいます。)を実施いたしました。

(注1) 「マネジメント・バイアウト(MBO)」とは、一般に、買収対象会社の経営陣が、買収資金の全部又は一部を出資して、買収対象会社の事業の継続を前提として買収対象会社の株式を取得する取引をいいます。

(注2) 「本不応募合意株式」とは、中富一榮氏、株式会社ティ・ケー・ワイ(以下「ティ・ケー・ワイ」といいます。)、中富アセットマネジメント株式会社(以下「中富アセットマネジメント」といいます。)、株式会社SSTM(以下「SSTM」といいます。)、株式会社STM(以下「STM」といいます。)及び有限会社ティ・エム(以下「ティ・エム」といいます。)がそれぞれ所有する当社株式の合計3,917,742株並びに中富興産株式会社(以下「中富興産」といいます。)、中富一榮氏、ティ・ケー・ワイ、中富アセットマネジメント、SSTM、STM、ティ・エム及び中富興産を総称して「本不応募合意株主」といいます。)が所有する当社株式126,400株の合計4,044,142株のことをいいます。

(注3) 「本新株予約権」とは、以下 乃至 の新株予約権を総称していいます。

2015年7月10日開催の対象者取締役会の決議に基づき発行された新株予約権(以下「第1回新株予約権」といいます。)(行使期間は2015年7月28日から2065年7月27日まで)

2016年7月8日開催の対象者取締役会の決議に基づき発行された新株予約権(以下「第2回新株予約権」といいます。)(行使期間は2016年7月26日から2066年7月25日まで)

2017年7月7日開催の対象者取締役会の決議に基づき発行された新株予約権(以下「第3回新株予約権」といいます。)(行使期間は2017年7月26日から2067年7月25日まで)

2018年7月6日開催の対象者取締役会の決議に基づき発行された新株予約権(以下「第4回新株予約権」といいます。)(行使期間は2018年7月25日から2068年7月24日まで)

2019年7月10日開催の対象者取締役会の決議に基づき発行された新株予約権(以下「第5回新株予約権」といいます。)(行使期間は2019年7月27日から2069年7月26日まで)

2020年7月9日開催の対象者取締役会の決議に基づき発行された新株予約権(以下「第6回新株予約権」といいます。)(行使期間は2020年7月29日から2070年7月28日まで)

2021年7月8日開催の対象者取締役会の決議に基づき発行された新株予約権(以下「第7回新株予約権」といいます。)(行使期間は2021年7月27日から2071年7月26日まで)

2022年7月7日開催の対象者取締役会の決議に基づき発行された新株予約権(以下「第8回新株予約権」といいます。)(行使期間は2022年7月26日から2072年7月25日まで)

2023年7月13日開催の対象者取締役会の決議に基づき発行された新株予約権(以下「第9回新株予約権」といいます。)(行使期間は2023年8月1日から2073年7月31日まで)

2024年7月11日開催の対象者取締役会の決議に基づき発行された新株予約権(以下「第10回新株予約権」といいます。)(行使期間は2024年7月30日から2074年7月29日まで)

2025年7月10日開催の対象者取締役会の決議に基づき発行された新株予約権(以下「第11回新株予約権」といいます。)(行使期間は2025年7月29日から2075年7月28日まで)

- (注4) 「本米国預託株式」とは、Citibank, N.A.(以下「本預託銀行」といいます。)により米国で発行されている当社株式に係る米国預託証券が表章する本預託銀行に預託された米国預託株式をいいます。
- (注5) 当社が2026年1月6日付で公表した「2026年2月期 第3四半期決算短信〔日本基準〕(連結)」(以下「当社第3四半期決算短信」といいます。)に記載された2025年11月30日現在の当社の発行済株式総数(75,164,895株)から、当社第3四半期決算短信に記載された同日現在の当社が所有する自己株式数(4,762,875株)(なお、当該自己株式数には、当社の「信託型従業員持株インセンティブ・プラン(E-Ship)」の信託財産として久光製薬従業員持株会専用信託が所有する当社株式の数(298,500株)及び相互保有株式となる当社の持分法適用関連会社である丸東産業株式会社が2025年11月30日現在所有する30,450株を含めておりません。以下、当社が所有する自己株式数について同じです。)を控除し、当社から2025年12月25日現在残存するものと報告を受けた本新株予約権(952個(注3))の目的となる当社株式の数(95,200株)を加算した数(70,497,220株。以下「潜在株式勘案後株式総数」といいます。)に対する割合(小数点以下第三位を四捨五入。以下、所有割合の計算において同じです。)をいいます。
- (注6) 中富一榮氏、ティ・ケー・ワイ、中富アセットマネジメント、STM及びティ・エムは、株式累積投資を通じて単元未満株式を間接的に所有しているところ、当該単元未満株式は証券会社の名義での保有であることから、中富一榮氏、ティ・ケー・ワイ、中富アセットマネジメント、STM及びティ・エムが所有する当社株式の数には、当該単元未満株式を含めていないとこのことです。以下、中富一榮氏、ティ・ケー・ワイ、中富アセットマネジメント、STM及びティ・エムの所有株式数について同じとします。

そして、当社が2026年2月20日付で公表した「タイヨー興産株式会社による当社株式等に対する公開買付けの結果並びに親会社、主要株主である筆頭株主及び主要株主の異動に関するお知らせ」(以下「本公開買付け結果プレスリリース」といいます。)にてお知らせしましたとおり、本公開買付けが成立した結果、本公開買付けの決済の開始日である2026年2月27日をもって、公開買付者は当社株式43,574,799株(所有割合：61.81%)を所有するに至りました。なお、同日時点の本不応募合意株主が所有する当社株式は4,044,142株(所有割合：5.74%)であり、公開買付者と本不応募合意株主が所有する当社株式は合計47,618,941株(所有割合：合計67.55%)となります。

本株式併合を含む本取引の目的及び背景の詳細は、本意見表明プレスリリースにおいてお知らせしたとおりですが、以下に改めてその概要を記載いたします。なお、以下の記載のうち公開買付者に関する記載については、公開買付者から受けた説明に基づいております。

当社は、2025年10月20日、中富一榮氏から本取引に関する協議開始の申入書(以下「本申入書」といいます。)を受領しました。当社は、下記「3. 1株に満たない端数の処理をすることが見込まれる場合における当該処理の方法、当該処理により株主に交付されることが見込まれる金銭の額及び当該額の算定根拠」の「(3)本取引の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置」に記載のとおり、本取引がマネジメント・バイアウト(MBO)の一環として行われるものであり、構造的な利益相反の問題が存在すること等を踏まえ、本取引に関して検討を進めるにあたり、本公開買付けにおける当社株式1株当たりの買付け等の価格(以下「本公開買付価格」といいます。)の公平性の担保、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平性を担保するため、2025年10月下旬に、当社グループ、公開買付者、本不応募合意株主、公益財団法人中富健康科学振興財団(以下「中富健康科学振興財団」といいます。)(所有株式数：1,637,100株、所有割合：2.32%)、公益財団法人中富記念財団(以下「中富記念財団」といいます。)(所有株式数：1,000,000株、所有割合：1.42%)及び公益財団法人中富スポーツ振興財団(以下「中富スポーツ振興財団」といいます。)(所有株式数：21,000株、所有割合：0.03%)、株式会社三菱UFJ銀行(以下「三菱UFJ銀行」といいます。)(所有株式数：3,452,600株、所有割合：4.90%)、株式会社福岡銀行(以下「福岡銀行」といいます。)(所有株式数：3,321,872株、所有割合：4.71%)、株式会社西日本シティ銀行(以下「西日本シティ銀行」といいます。)(所有株式数：4,370,000株、所有割合：6.20%)及び株式会社佐賀銀行(以下「佐賀銀行」といいます。)(所有株式数：2,356,000株、所有割合：3.34%)及びSMBC日興証券株式会社(以下「SMBC日興証券」といいます。)(所有株式数：2,356,000株、所有割合：3.34%)及びファイナンシャル・アドバイザーとして西村あさひ法律事務所・外国法共同事業(以下「西村あさひ法律事務所」といいます。))を、ファイナンシャル・アドバイザー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「MUMSS」といいます。))を、それぞれ選任しました。

また、当社は、2025年11月13日開催の当社取締役会において、本取引に係る提案を検討するために、当社の独立

社外取締役である松尾哲吾氏、渡邊珠子氏及び野口みどり氏並びに当社の独立社外監査役である渡邊健太郎氏の4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、本特別委員会の構成及び具体的な活動内容等の詳細については、下記「3. 1株に満たない端数の処理をすることが見込まれる場合における当該処理の方法、当該処理により株主に交付されることが見込まれる金銭の額及び当該額の算定根拠」の「(3)本取引の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置」の「当社における独立した特別委員会の設置及び特別委員会からの答申書の取得」をご参照ください。)を設置することを決議し、本取引に係る協議・交渉を行う体制を構築いたしました。本特別委員会は、2025年11月13日開催の第1回特別委員会において、当社グループ、公開買付者、本不応募合意株主、本財団、本応募金融機関及びSMBC日興証券並びに本取引の成否からの独立性並びに専門性に問題がないことを確認の上、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のMUMSSの選任、並びにリーガル・アドバイザーとしての西村あさひ法律事務所の選任をそれぞれ承認しております。

また、下記「3. 1株に満たない端数の処理をすることが見込まれる場合における当該処理の方法、当該処理により株主に交付されることが見込まれる金銭の額及び当該額の算定根拠」の「(3)本取引の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置」の「当社における独立した検討体制の構築」に記載のとおり、当社は、公開買付者、本不応募合意株主、本財団、本応募金融機関及びSMBC日興証券から独立した立場で、本取引に係る検討、交渉及び判断を行うための体制(本取引に係る検討、交渉及び判断に関する当社の役職員の範囲及びその職務を含みます。)を当社の社内に構築するとともに、2025年11月13日開催の第1回特別委員会において、かかる検討体制が独立性及び公正性の観点から問題がないことについて、本特別委員会の承認を受けております。

上記体制の下、当社は、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いて本特別委員会から受けた意見、指示、要請等に基づいた上で、MUMSS及び西村あさひ法律事務所の助言を受けながら、本取引の目的を含む本公開買付けの概要、本取引が当社グループに与える影響、本取引後の経営方針の内容や足元の株価動向を踏まえ、本取引の実行の是非及び取引条件に関して、公開買付者との間で複数回に亘る協議・交渉を行い、慎重に検討を行ってきました。

具体的には、当社は、2025年12月5日、中富一榮氏より、本公開買付価格を5,280円(なお、本公開買付価格として提案した5,280円は、同提案日の前営業日である2025年12月4日の東京証券取引所プライム市場における当社株式の終値4,166円に対して26.74%、同日までの過去1ヶ月間の終値の単純平均値4,171円に対して26.59%、同日までの過去3ヶ月間の終値の単純平均値4,156円に対して27.05%、同日までの過去6ヶ月間の終値の単純平均値4,148円に対して27.29%のプレミアムをそれぞれ加えた価格です。)とする旨、また、本新株予約権が、当社の取締役に対して株式報酬型新株予約権として発行されたものであり、権利行使の条件として、本新株予約権の行使期間内において、当社の取締役の地位に基づき割当てを受けた新株予約権については、当該会社の取締役の地位を喪失した日の翌日以降、新株予約権を行使することができるとされており、公開買付者が本新株予約権を取得しても行使できないこと等を考慮し、本新株予約権買付価格を1円とする旨、本米国預託株式買付価格を5,280円とする旨の初回の価格提案書を受領しました。

これに対し、当社は、2025年12月12日、中富一榮氏に対し、初回提案における本公開買付価格は、当社が既に実行をしている或いは今後実行を検討している施策による潜在的な株主価値の実現を過小評価しており、当社の本源的価値に照らして十分な価格とは到底評価できない旨を回答いたしました。

これを踏まえ、当社は、2025年12月16日、中富一榮氏より、本公開買付価格を5,660円(なお、本公開買付価格として提案した5,660円は、同提案日の前営業日である2025年12月15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4,188円に対して35.15%、同日までの過去1ヶ月間の終値の単純平均値4,198円に対して34.83%、同日までの過去3ヶ月間の終値の単純平均値4,141円に対して36.68%、同日までの過去6ヶ月間の終値の単純平均値4,148円に対して36.45%のプレミアムをそれぞれ加えた価格です。)、本新株予約権買付価格を1円、本米国預託株式買付価格を5,660円とする旨の第2回目の価格提案書を受領しました。

これに対し、当社は、2025年12月18日、中富一榮氏に対し、第2回提案における本公開買付価格は、引き続き当社の潜在的な株主価値の実現を過小評価しており、本源的価値に照らして十分な価格とは到底評価できない旨を回答いたしました。

これを踏まえ、当社は、2025年12月22日、中富一榮氏より、本公開買付価格を5,800円(なお、本公開買付価格として提案した5,800円は、同提案日の前営業日である2025年12月19日の東京証券取引所プライム市場における当社株式の終値4,268円に対して35.90%、同日までの過去1ヶ月間の終値の単純平均値4,215円に対して37.60%、同日までの過去3ヶ月間の終値の単純平均値4,145円に対して39.93%、同日までの過去6ヶ月間の終値の単純平均値4,148円に対して39.83%のプレミアムをそれぞれ加えた価格です。)、本新株予約権買付価格を1円、本米国預託株式買付価格を5,800円とする旨の第3回目の価格提案書を受領しました。

これに対し、当社は、2025年12月23日、中富一榮氏に対し、第3回提案における本公開買付価格は、引き続き当社の本源的価値が十分に反映されていないと考えている旨を回答いたしました。

これを踏まえ、当社は、2025年12月26日、中富一榮氏より、本公開買付価格を6,000円(なお、本公開買付価格として提案した6,000円は、同提案日の前営業日である2025年12月25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4,377円に対して37.08%、同日までの過去1ヶ月間の終値の単純平均値4,235円に対して41.68%、同日までの過去3ヶ月間の終値の単純平均値4,152円に対して44.51%、同日までの過去6ヶ月間の終値の単純平均値4,156円に対して44.37%のプレミアムをそれぞれ加えた価格です。)、本新株予約権買付価格を1円、本米国預託株式買付価格を6,000円とする旨の第4回目の価格提案書を受領しました。

これに対し、当社は、2025年12月26日、中富一榮氏に対し、第4回提案における本公開買付価格は、引き続き当社の本源的価値が十分に反映されていないと考えている旨を回答いたしました。

これを踏まえ、当社は、2025年12月30日、中富一榮氏より、本公開買付価格を6,072円(なお、本公開買付価格として提案した6,072円は、同提案日の前営業日である2025年12月29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4,365円に対して39.11%、同日までの過去1ヶ月間の終値の単純平均値4,246円に対して43.01%、同日までの過去3ヶ月間の終値の単純平均値4,159円に対して46.00%、同日までの過去6ヶ月間の終値の単純平均値4,161円に対して45.93%のプレミアムをそれぞれ加えた価格です。)、本新株予約権買付価格を1円、本米国預託株式買付価格を6,072円とする旨の第5回目の価格提案書を受領しました。

これに対し、当社は、2026年1月3日、中富一榮氏に対し、本公開買付価格の引き上げと法的拘束力のある最終提案の提出を要請いたしました。

これを踏まえ、当社は、2026年1月5日、中富一榮氏より、本公開買付価格を6,082円(なお、本公開買付価格として提案した6,082円は、同提案日の前営業日である2025年12月30日の東京証券取引所プライム市場における当社株式の終値4,392円に対して38.48%、同日までの過去1ヶ月間の終値の単純平均値4,253円に対して43.00%、同日までの過去3ヶ月間の終値の単純平均値4,164円に対して46.06%、同日までの過去6ヶ月間の終値の単純平均値4,164円に対して46.06%のプレミアムをそれぞれ加えた価格です。)、本新株予約権買付価格を1円、本米国預託株式買付価格を6,082円とする旨の第6回目の法的拘束力のある価格提案書を受領しました。これに対し、当社は、2026年1月6日、中富一榮氏に対し、当該第6回提案を応諾する旨の回答をいたしました。

以上の経緯の下、当社は、2026年1月6日開催の当社取締役会において、西村あさひ法律事務所から受けた法的助言、MUMSSから受けた財務的見地からの助言及び2026年1月6日付で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「本株式価値算定書」といいます。)の内容を踏まえつつ、本答申書(下記「3. 1株に満たない端数の処理をすることが見込まれる場合における当該処理の方法、当該処理により株主に交付されることが見込まれる金銭の額及び当該額の算定根拠」の「(3) 本取引の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置」の「当社における独立した特別委員会の設置及び特別委員会からの答申書の取得」において定義します。)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、本取引が当社グループの企業価値向上に資するか否か、及び本公開買付価格を含む本取引に係る取引条件が公正・妥当なものか否か、本取引に係る手続の公正性が確保されているか、本取引は当社の一般株主にとって公正なものであると考えられるか等の観点から、慎重に協議及び検討を行いました。

その結果、当社は、以下のとおり、本取引は当社グループの企業価値の向上に資するとの結論に至りました。

医薬品・ヘルスケアビジネス市場においては、個人の生活観・価値観の変化やデジタル化の進展、高齢化の急激な進展、医療費の増加、後発品使用促進策の強化や選定療養制度などの医療費抑制策の継続、米国における医薬品関税や最恵国待遇価格政策などに代表される規制・政策変動に伴う医薬品ビジネスの不安定化など、社会・経済環境の変化の中で大きな変革期を迎えております。このような中、薬業を通じた世界の人々のQOL向上の実現と持続可能な社会への貢献を一層加速化していく観点から、当社の社会的な役割は今後益々大きくなることを見込まれております。また、当社は、厳しい事業環境にある医療用医薬品・OTC医薬品業界において、医療関係者や患者様、消費者のニーズに合致した薬剤を継続的に開発し、患者様及び消費者のQOL向上を目指すことで、製薬企業としての使命を果たせるものと考えております。さらに、社会状況や消費者意識の変化に柔軟に対応し、「サロンパス」に限定されない当社グループ全体のリブランドを確固たるものとし、お客様に選ばれ続ける商品を提供し続けることが重要であると認識しております。そして、海外市場における更なるシェア拡大に向けては、ニューノーマル時代におけるお客様のニーズと消費行動の変化を見据え、各国市場に合わせた製品を提供していくことも重要であると認識しております。このような状況下において、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など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など、当社を取り巻く経営環境は今後一層厳しくなることが予想されており、中長期的な目線での経営の舵取りが求められております。当社グループは、世界の人々のQOL向上の実現と、持続可能な社会への貢献を目指し、当社グループが培ってきた貼付剤技術をベースに事業活動を展開してまいりましたが、現在の事業環境の下、より高度で持続的な成長と高い収益力の実現を図るためには、これまで以上に積極的かつ迅速・確実に様々な施策を実行することが必須であるとの考えに至りました。具体的には、中富一榮氏は、(ア)医療用医薬品事業における既存製品の価値最大化、(イ)医療用医薬品事業における事業変革に向けた投資、(ウ)国内のOTC医薬品事業における価格転嫁及びコスト管理による収益性の改善、(エ)海外のOTC医薬品事業における製品ラインナップの拡充及び事業の拡大に向けた投資、(オ)国内のOTC医薬品事業における通信販売及びEC販売の拡大といった施策を想定しているとのことであるところ、当社は、いずれの施策も、既存製品の収益基盤強化、新たな社会的価値の創出、製品の品質維持・付加価値の提供、新市場でのマーケットシェア拡大、販売チャネルの強化・拡大等を通じ、当社の中長期的な売上拡大に伴う増益や企業価値の向上に資するため、当社の中長期的な企業価値向上のために積極的に推進していくべきものであると認識しております。

しかしながら、これらの施策を実行した際には、一時的に売上に影響を与える可能性があるほか、多額の投資が一定期間先行して必要となり、中長期的には当社グループの企業価値向上が期待できるものの、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くリスクがあり、当社が上場を維持したままこれらの施策を実行した場合には、資本市場から十分な評価が得られず、その結果、当社の株価の下落を招き、当社の株主の皆様が短期的には悪影響を被る可能性を否定できないものと考えております。他方で、上記のとおり、当社グループを取り巻く事業環境に鑑みると、これらの施策を縮小又は先延ばしにすることは、中長期的には当社グループの競争力・収益力を弱めることに繋がるものと考えております。

当社としても、当社の株主の皆様に対して短期的な悪影響を被ることなく株式を売却できる機会を提供するとともに、当社株式を非公開化し、所有と経営を一致させることにより、短期的な株式市場からの評価にとらわれず、機動的かつ柔軟な意思決定を可能とし、上記施策を迅速かつ積極的に実行していくことが、当社グループの企業価値向上を実現する最良の選択であると判断いたしました。

なお、一般論として、非公開化が行われた場合には、資本市場からのエクイティ・ファイナンスによる資金調達を行うことができなくなり、また、上場会社として当社が享受してきた社会的な信用力や知名度の向上を通じた人材確保の観点で、上場会社として享受してきたメリットを喪失する可能性が考えられます。加えて、既存の株主との間で資本関係が消失し公開買付者グループ(公開買付者並びにその子会社及び関連会社を総称していいます。以下同じです。)に含まれることによるデメリットとして、当社の独立性の観点から、従業員、取引先等のステークホルダーに悪影響を及ぼす可能性も否定はできません。しかしながら、当社の現在の財務状況に鑑みると当面の間エクイティ・ファイナンスの活用による資金調達の必要性は見込まれていないこと、金融機関との長期的な取引により良好な関係を築けており、また昨今の良好な資金調達環境に鑑みても、間接金融を通じて必要に応じた資金調達を行うことが想定されることから、非公開化に伴う資金調達面でのデメリットは限定的であると考えております。また、当社は、一定のブランド力や取引先様に対する信用力を既に確保していること、また、公開買付者グループはいずれも中富一榮氏及び中富一榮氏の親族の資産管理会社であり事業を行っているわけではなく、公開買付者が、本取引後も原則として当社の現行の経営体制を維持した上で当社の事業運営を行う予定であること等を踏まえると、既存の株主との間で資本関係が消失し公開買付者グループに含まれることによる、従業員、取引先等のステークホルダーへの悪影響の可能性も非常に限定的であると考えております。

さらに近年のコーポレートガバナンス・コードの改訂、資本市場に対する規制の強化により、株式上場を維持するために必要な人的・金銭的成本は増加を続けており、これらのコストが当社の経営推進上の大きな負担となる可能性も否定できないと考えております。年々これらの上場維持のコストは増えておりますが、本取引により、上場維持コストが削減されれば、長期的な視点での企業価値の向上を図れるものと考えております。

以上を踏まえて、当社取締役会は、当社株式の非公開化のメリットは、そのデメリットを上回り、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は、当社グループの企業価値向上に資するものであると判断いたしました。

さらに、当社は、以下の点等を踏まえると、本公開買付価格(6,082円)並びに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公正であり、本公開買付けは、当社の株主の皆様に対して、合理的な株式の売却の機会を提供するものであると判断いたしました。

- (a) 本公開買付価格(6,082円)は、本意見表明プレスリリースの「3. 本公開買付けに関する意見の内容、根拠及び理由」の「(3) 算定に関する事項」の「算定の概要」に記載されているMUMSSによる当社株式の株式価値の算定結果のうち、市場株価分析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おり、また、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。)に基づく算定結果のレンジ内であり、かつ、当該レンジの平均値を上回る価格であること
- (b) 本公開買付価格(6,082円)は、本取引の公表予定日の前営業日(2026年1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4,500円に対して35.16%、同日までの過去1ヶ月間の終値の単純平均値4,285円に対して41.94%、同日までの過去3ヶ月間の終値の単純平均値4,173円に対して45.75%、同日までの過去6ヶ月間の終値の単純平均値4,172円に対して45.78%のプレミアムをそれぞれ加えた価格であり、かかるプレミアムの水準は、経済産業省が「公正な & Aの在り方に関する指針」を公表した2019年6月28日以降に公表され、かつ2026年1月5日までに成立した、上場会社を対象としたマネジメント・バイアウト(MBO)による非公開化を企図した公開買付けの事例92件(但し、不成立となった事例、憶測報道等により市場株価が急騰若しくは急激に変動した事例、二段階の公開買付けの事例、対象会社が債務超過の状態で開催された事例、及び公開買付価格が公開買付け公表直前の市場株価に対してディスカウントとなった事例を除く)におけるプレミアムの中央値(公表前営業日の終値に対するプレミアムでは42.55%、同日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値に対するプレミアムでは45.34%、同日までの過去3ヶ月間の終値単純平均値に対するプレミアムでは46.52%、同日までの過去6ヶ月間の終値単純平均値に対するプレミアムでは48.56%)との比較において、大きく乖離したものとはいえず、また当該類似事例の中にはプレミアム中央値を下回る事例も相当数存在するといった事情を踏まえ、本公開買付価格に付されたプレミアムは当該類似事例と特段異なる水準あるいは不合理な水準を提示しているものとは考えられず、当該類似事例と特段の遜色のない、合理的といえる水準と考えられること

- (c) 下記「3. 1株に満たない端数の処理をすることが見込まれる場合における当該処理の方法、当該処理により株主に交付されることが見込まれる金銭の額及び当該額の算定根拠」の「(3) 本取引の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置」に記載の利益相反を回避するための措置が採られていること等、当社の一般株主の利益への配慮がなされていると認められること
- (d) 上記利益相反を回避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・交渉が複数回行われ、より具体的には、当社において、本特別委員会との協議、MUMSSによる当社株式の株式価値に係る算定結果の内容や財務的見地からの助言及び西村あさひ法律事務所から受けた法的助言等を踏まえて、公開買付者との間で真摯かつ継続的に協議・交渉が行われた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、本公開買付価格を含む本取引の条件について妥当である旨の意見を述べていること

以上より、当社は、本取引が当社の企業価値の向上に資するものであるとともに、本公開買付価格を含む本取引に係る取引条件は妥当なものであると判断し、2026年1月6日開催の当社取締役会において、本公開買付けに賛同の意見を表明するとともに、当社の株主の皆様に対しては本公開買付けに応募することを推奨し、本米国預託証券の所有者の皆様に対しては事前に本米国預託証券を本預託銀行に引き渡し、かかる本米国預託証券に表章されていた本米国預託株式に係る当社株式の交付を受けた上で、本公開買付けに応募することを推奨し、本新株予約権者の皆様に対しては本公開買付けに応募するか否かについて本新株予約権者の皆様のご判断に委ねる旨を決議いたしました。なお、当該取締役会の意思決定過程の詳細については、下記「3. 1株に満たない端数の処理をすることが見込まれる場合における当該処理の方法、当該処理により株主に交付されることが見込まれる金銭の額及び当該額の算定根拠」の「(3) 本取引の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置」の「当社における利害関係を有しない取締役全員の承認及び利害関係を有しない監査役全員の異議がない旨の意見」をご参照ください。

その後、上記のとおり、本公開買付けが成立いたしました。公開買付者は、本公開買付けにより当社株式(但し、本新株予約権の行使により交付される当社株式を含み、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。)、本新株予約権及び本米国預託証券の全てを取得することができなかったことから、本意見表明プレスリリースにおいてお知らせしましたとおり、当社は、公開買付者の要請を受け、2026年3月13日開催の取締役会において、本臨時株主総会において株主の皆様のご承認をいただくことを条件として、当社の株主を公開買付者及び本不応募合意株主のみとし、当社株式を非公開化するために、下記「2. 本株式併合の割合」に記載のとおり、当社株式23,467,182株を1株に併合する本株式併合を実施することとし、本株式併合に係る議案を本臨時株主総会に付議することを決議いたしました。本株式併合により、公開買付者及び本不応募合意株主以外の株主の皆様が保有する当社株式の数は、1株に満たない端数となる予定です。

本取引の経緯の詳細につきましては、本意見表明プレスリリース及び本公開買付け結果プレスリリースをご参照ください。

2. 本株式併合の割合

当社株式23,467,182株を1株に併合いたします。

3. 1株に満たない端数の処理をすることが見込まれる場合における当該処理の方法、当該処理により株主に交付されることを見込まれる金銭の額及び当該額の算定根拠

(1) 1株に満たない端数の処理をすることが見込まれる場合における当該処理の方法

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

上記「1. 本株式併合の目的」に記載のとおり、本株式併合により、公開買付者及び本不応募合意株主以外の株主の皆様が保有する当社株式の数は、1株に満たない端数となる予定です。本株式併合の結果生じる1株に満たない端数の処理の方法につきましては、その合計数(その合計数に1株に満たない端数がある場合には、会社法(平成17年法律第86号。その後の改正を含みます。以下「会社法」といいます。)第235条第1項の規定により当該端数は切り捨てられます。)に相当する数の株式を、会社法第235条その他の関係法令の規定に従って売却し、その売却により得られた代金を、端数が生じた株主の皆様に対して、その端数に応じて交付いたします。かかる売却手続に関し、当社は、会社法第235条第2項において準用する同法第234条第2項の規定に基づき、裁判所の許可を得た上で、当該端数の合計数に相当する株式を公開買付者に売却することを予定しております。この場合の売却価格につきましては、必要となる裁判所の許可が予定どおり得られた場合には、本株式併合の効力発生日の前日である2026年5月12日の最終の当社の株主名簿に記載又は記録された株主の皆様の所有する当社株式の数に、本公開買付価格と同額である6,082円を乗じた金額に相当する金銭が交付されるような価格に設定することを予定しております。ただし、裁判所の許可が得られない場合や計算上の端数調整が必要な場合等においては、実際に交付される金額が上記金額と異なる場合もあります。

売却に係る株式を買い取る者となると見込まれる者の氏名又は名称
タイヨー興産株式会社(公開買付者)

売却に係る株式を買い取る者となると見込まれる者が売却に係る代金の支払いのための資金を確保する方法及び当該方法の相当性

公開買付者は、本株式併合により生じる端数の合計数に相当する当社株式の取得に係る資金を、株式会社三井住友銀行及び三菱UFJ銀行からの借入れにより賄うことを予定しているとのことです。当社は、本取引の実行手続において、公開買付者が2026年1月7日に提出した公開買付届出書及びそれに添付された融資証明書及び出資証明書を確認することによって、公開買付者における資金が確保されていることを確認しております。また、公開買付者によれば、同日以降、本株式併合の結果生じる1株未満の端数の合計数に相当する当社株式の売却代金の支払に支障を及ぼす可能性のある事象は生じておらず、また今後発生する可能性も認識していないとのことです。以上により、当社は、本株式併合の結果生じる1株未満の端数の合計数に相当する当社株式の売却代金の支払のための資金を確保する方法については相当であると判断しております。

売却する時期及び売却により得られた代金を株主に交付する時期の見込み

当社は、2026年5月下旬から6月上旬を目途に会社法第235条第2項において準用する同法第234条第2項の規定に基づき、裁判所に対して、本株式併合の結果生じる1株未満の端数の合計数に相当する当社株式を売却することについて許可を求める申立てを行うことを予定しております。当該許可を得られる時期は裁判所の状況等によって変動し得ますが、当社は、当該裁判所の許可を得て、2026年6月中旬から6月下旬を目途に当該当社株式を公開買付者に売却し、その後、当該売却によって得られた代金を株主の皆様へ交付するために必要な準備を行った上で、2026年8月中旬を目途に、当該売却代金を株主の皆様へ交付することを見込んでおります。当社は、本株式併合の効力発生日から売却に係る一連の手続に要する期間を考慮し、上記のとおり、それぞれの時期に、本株式併合の結果生じる1株未満の端数の合計数に相当する当社株式の売却が行われ、また、当該売却代金の株主への交付が行われるものと判断しております。なお、当該売却代金は、本株式併合の効力発生日の前日である2026年5月12日時点の当社の最終の株主名簿に記載又は記録された株主の皆様に対し、当社による配当財産の交付の方法に準じて交付する予定です。

(2) 端数処理により株主に交付することが見込まれる金銭の額及び当該額の算定根拠

端数処理により株主の皆様へ交付することが見込まれる金銭の額は、上記「(1) 1株に満たない端数の処理をすることが見込まれる場合における当該処理の方法」の「 会社法第235条第1項又は同条第2項において準用する同法第234条第2項のいずれの規定による処理を予定しているかの別及びその理由」に記載のとおり、本株式併合の効力発生日の前日である2026年5月12日の最終の当社の株主名簿に記載又は記録された株主の皆様が所有する当社株式の数に本公開買付価格と同額である6,082円を乗じた金額となる予定です。当社は、以下の点から、本公開買付価格である1株当たり6,082円は妥当性を有し、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ました。

- (a) 本公開買付価格が、本意見表明プレスリリースの「3. 本公開買付けに関する意見の内容、根拠及び理由」の「(3) 算定に関する事項」の「 算定の概要」に記載されているMUMSSによる当社株式の株式価値の算定結果のうち、市場株価分析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おり、また、ディスカウント・キャッシュ・フロー分析(以下「DCF分析」といいます。)に基づく算定結果のレンジ内であり、かつ、当該レンジの平均値を上回る価格であること。
- (b) 本公開買付価格(6,082円)は、本取引の公表予定日の前営業日(2026年1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4,500円に対して35.16%、同日までの過去1ヶ月間の終値の単純平均値4,285円に対して41.94%、同日までの過去3ヶ月間の終値の単純平均値4,173円に対して45.75%、同日までの過去6ヶ月間の終値の単純平均値4,172円に対して45.78%のプレミアムをそれぞれ加えた価格であり、かかるプレミアムの水準は、経済産業省が「公正な & Aの在り方に関する指針」を公表した2019年6月28日以降に公表され、かつ2026年1月5日までに成立した、上場会社を対象としたマネジメント・バイアウト(MBO)による非公開化を企図した公開買付けの事例92件(但し、不成立となった事例、憶測報道等により市場株価が急騰若しくは急激に変動した事例、二段階の公開買付けの事例、対象会社が債務超過の状態で開催買付けが実施された事例、及び公開買付価格が公開買付け公表直前の市場株価に対してディスカウントとなった事例を除く)におけるプレミアムの中央値(公表前営業日の終値に対するプレミアムでは42.55%、同日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値に対するプレミアムでは45.34%、同日までの過去3ヶ月間の終値単純平均値に対するプレミアムでは46.52%、同日までの過去6ヶ月間の終値単純平均値に対するプレミアムでは48.56%)との比較において、大きく乖離したもとはいえず、また当該類似事例の中にはプレミアム中央値を下回る事例も相当数存在するといった事情を踏まえ、本公開買付価格に付されたプレミアムは当該類似事例と特段異なる水準あるいは不合理な水準を提示しているものとは考えられず、当該類似事例と特段の遜色のない、合理的といえるやや下回るものの、概ね遜色ない水準と考えられること。
- (c) 下記「3. 1株に満たない端数の処理をすることが見込まれる場合における当該処理の方法、当該処理により株主に交付されることが見込まれる金銭の額及び当該額の算定根拠」の「(3) 本取引の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置」に記載の利益相反を回避するための措置が採られていること等、当社の一般株主の利益への配慮がなされていると認められること。
- (d) 上記利益相反を回避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・交渉が複数回行われ、より具体的には、当社において、本特別委員会との協議、MUMSSによる当社株式の株式価値に係る算定結果の内容や財務的見地からの助言及び西村あさひ法律事務所から受けた法的助言等を踏まえて、公開買付者との間で真摯かつ継続的に協議・交渉が行われた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、本公開買付価格を含む本取引の条件について妥当である旨の意見を述べていること。

以上に加えて、当社は、2026年1月6日開催の当社取締役会において、当社の意見として、本公開買付けに賛同する意見を表明するとともに、当社の株主の皆様に対し、本公開買付けへの応募を推奨する旨を決議した後、本臨時株主総会の招集を決定した2026年3月13日開催の取締役会における決議時点に至るまでに、本公開買付価格の算定の基礎となる諸条件に重大な変更が生じていないことを確認しております。以上のことから、当社は、端数処理により株主の皆様へ交付することが見込まれる金銭の額については、相当であると判断しております。

(3) 本取引の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置

本株式会社併合は、本公開買付け後のいわゆる二段階買収の二段階目の手続として行われるものであるところ、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・パイアウト(MBO)の一環として行われるものであり、構造的な利益相反の問題が存在すること等を踏まえ、本公開買付け等の公正性の担保、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、上記「1. 本株式会社併合の目的」に記載のとおり、当社グループ、公開買付者、本不応募合意株主、本財団、本応募金融機関及びSMB C日興証券並びに本取引の成否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、MUMSSを選任し、当社株式の価値算定、公開買付者との交渉方針に関する助言を含む財務的見地からの助言及び補助を受けるとともに、2026年1月6日付で本株式価値算定書を取得しております。なお、当社は、本「(3) 本取引の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置」に記載のとおり、公開買付者及び当社において、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を実施していることから、MUMSSから本公開買付けの公正性に関する意見書(フェアネス・オピニオン)を取得しておりません。本株式価値算定書の概要については、本意見表明プレスリリースの「3. 本公開買付けに関する意見の内容、根拠及び理由」の「(3) 算定に関する事項」をご参照ください。

MUMSSは、公開買付者及び当社グループの関連当事者には該当せず、本公開買付けに関して重要な利害関係を有しておりません。なお、MUMSSの報酬には、本取引の成立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であっても当社に相応の金銭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しております。

また、本特別委員会は、2025年11月13日開催の第1回特別委員会において、MUMSSの独立性及び専門性に問題がないことを確認した上で、当社のファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関として承認しております。

当社における独立したリーガル・アドバイザーからの助言の取得

当社は、上記「1. 本株式会社併合の目的」に記載のとおり、当社グループ、公開買付者、本不応募合意株主、本財団、本応募金融機関及びSMB C日興証券並びに本取引の成否から独立したリーガル・アドバイザーとして西村あさひ法律事務所を選任し、同事務所から、本取引において手続の公正性を担保するために講じるべき措置、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、西村あさひ法律事務所は、公開買付者及び当社グループの関連当事者には該当せず、本公開買付けに関して重要な利害関係を有しておりません。西村あさひ法律事務所は当社にとって顧問法律事務所ではありますが、当社に限らず多数の依頼者に対してリーガル・サービスを提供する外部の法律事務所であり、当社も西村あさひ法律事務所の依頼者の一つとして西村あさひ法律事務所の取扱分野や専門性を踏まえて当社の事業や経営判断に関し法律相談を継続的に依頼し、外部の法律専門家として法的助言を受けるために法律顧問契約を締結しているものであって、かかる法律顧問契約を締結していることをもって当社からの独立性は害されず、また、本取引に係る西村あさひ法律事務所の報酬は、本取引の成否にかかわらず時間単位の報酬のみとされており、本取引の成立を条件とする成功報酬は含まれておらず、本取引の成否にも重要な利害を有しておりません。したがって、西村あさひ法律事務所の当社グループ、公開買付者、本不応募合意株主、本財団、本応募金融機関及びSMB C日興証券並びに本取引の成否からの独立性に問題はないと判断しております。

また、本特別委員会は、2025年11月13日開催の第1回特別委員会において、西村あさひ法律事務所の独立性及び専門性に問題がないことを確認した上で、当社のリーガル・アドバイザーとして承認しております。

当社における独立した特別委員会の設置及び特別委員会からの答申書の取得

当社は、本取引がいわゆるマネジメント・バイアウト(MBO)の一環として行われるものであり、当社における本取引の検討において構造的な利益相反状態が生じ得ること等に鑑み、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過程における恣意性及び利益相反のおそれを排除し、その公正性を担保することを目的として、2025年11月13日開催の当社取締役会決議に基づき、公開買付者、本不応募合意株主、本財団、本応募金融機関及びSMB C日興証券並びに本取引の成否から独立した、当社の独立社外取締役である松尾哲吾氏(松尾建設株式会社代表取締役社長、株式会社エフエム佐賀社外取締役、佐賀宇部コンクリート株式会社社外取締役、一般財団法人佐賀県建設業協会会長、株式会社ニューオータニ九州社外取締役)、渡邊珠子氏(いつき会計労務事務所代表、株式会社SHOEI社外監査役)及び野口みどり氏(株式会社オフィス野口代表取締役社長、税理士法人グレイズ代表社員)、並びに当社の独立社外監査役である渡邊健太郎氏(渡邊健太郎法律事務所代表)の4名によって構成される本特別委員会を設置いたしました。なお、当社の独立社外取締役である安西祐一郎氏は、当社の株主であり、公開買付者への再出資を予定している中富健康科学振興財団の理事を務めており、本取引において公開買付者と特別な利害関係を有すると判断される可能性があるため、本特別委員会の委員としては選任しておりません。また、当社は、当初から当該4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。また、本特別委員会の委員の互選により、松尾哲吾氏が本特別委員会の委員長に就任しております。本特別委員会の各委員に対しては、その職務の対価として、答申内容にかかわらず固定額の報酬を支払うものとされ、当該報酬には、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。

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、本取引の目的の正当性・合理性(本取引が当社の企業価値向上に資するかを含む。)、本取引の取引条件の公正性・妥当性、本取引の手の公正性、本取引が当社の一般株主にとって公正なものであると考えられるか、上記 から までを踏まえて当社取締役会が本取引における公開買付けに対して賛同する意見を表明すること及び当社の株主に対して当該公開買付けへの応募を推奨することの是非、その他当社取締役会が本取引の検討にあたって適宜諮問する事項(以下、かかる 乃至 の事項を総称して「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、上記取締役会決議において、当社取締役会において本取引に関する決定(本公開買付けに係る当社の意見表明を含みます。)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を行わないこととする旨を決議しております。併せて、当社は、上記取締役会決議に基づき、本特別委員会に対して、(a)当社の第三者算定機関、リーガル・アドバイザー、財務アドバイザーその他のアドバイザー(以下「アドバイザー等」といいます。)を指名又は承認(事後承認を含む。)する権限、(b)本諮問事項の検討にあたって、特別委員会が必要と認める場合には、特別委員会のアドバイザー等を選任する権限、(c)適切な判断を確保するために、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取引の検討及び判断に必要な情報を受領する権限、並びに(d)本取引の取引条件の公正性が確保されるよう、取引条件に関する交渉について事前の方針を確認し、適時にその状況の報告を受け、重要な局面で意見を述べ、指示や要請を行うことなどにより、取引条件に関する交渉過程に実質的に関与するとともに、必要に応じて直接交渉を行う権限をそれぞれ付与しております。

本特別委員会は、2025年11月13日より2026年1月6日まで合計9回、合計約11時間に亘って開催され、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、2025年11月13日、当社のリーガル・アドバイザーである西村あさひ法律事務所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であるMUMSSについて、その独立性及び専門性に問題がないことを確認の上、その選任を承認しております。また、本特別委員会は、必要に応じ当社のアドバイザー等から専門的助言を得ることとし、本特別委員会として独自にアドバイザー等を選任しないことを確認しております。

その上で、本特別委員会は、西村あさひ法律事務所及びMUMSSから受けた説明を踏まえ、本取引において手の公正性を確保するために講じるべき措置について検討を行っております。

本特別委員会は、当社から、当社の事業の内容、外部環境、現在の経営課題、MUMSSによる株式価値算定の前提とした本事業計画の内容、公開買付者が本取引を検討するに至った経緯、公開買付者の提案内容等に関する事項の説明を受け、質疑応答を実施しております。また、公開買付者から、本取引の背景・意義・目的、本取引により想定される影響、本取引のストラクチャー・条件、本取引後の当社の経営体制・経営方針について説明を受け、質疑応答を実施しております。さらに、公開買付者と当社との間における本取引に係る協議・交渉について、当社からそ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、当社をして、本特別委員会が承認した本公開買付価格の公開買付者における再検討の要請等に関する交渉方針に従って交渉を行わせる等して、公開買付者との交渉過程に実質的に関与しております。加えて、MUMSSから当社株式の株式価値の算定方法及び結果に関する説明を受け、当該算定方法の前提、内容及び結果等について財務的見地から質疑応答を行い、その合理性を検証した他、西村あさひ法律事務所から本取引において利益相反を軽減又は防止するために採られている措置及び本取引に関する説明を受け、公正性担保措置の一般的意義・概念及び本取引における当該措置の十分性等に関して質疑応答を行うとともに、当社から本取引の諸条件の交渉経緯及び決定過程等に関する説明を受け、公開買付者から提案された本公開買付価格が、当社が実現しうる本源的価値が適切に反映されているか等についての質疑応答を実施しております。これらの内容を踏まえ、本特別委員会は本諮問事項について慎重に協議・検討を行っております。

また、本特別委員会は、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、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、西村あさひ法律事務所及びMUMSSの説明を受け、公開買付者及び当社が、それぞれのファイナンシャル・アドバイザー及びリーガル・アドバイザーの助言を得て充実した情報開示を行う予定であることを確認しております。

本特別委員会は、このように本諮問事項について慎重に協議及び検討した結果、2026年1月6日、当社取締役会に対し、委員全員の一致で、本諮問事項について大要以下の内容の答申書(以下「本答申書」といいます。)を提出しております。

() 答申内容

本諮問事項 について

本取引は、当社の企業価値の向上に資するものと認められ、その目的は正当かつ合理的と考えられる。

本諮問事項 について

本取引の取引条件は公正かつ妥当なものであると考えられる。

本諮問事項 について

本取引に係る手続は公正であると考えられる。

本諮問事項 について

本取引は当社の一般株主にとって公正なものであると考えられる。

本諮問事項 について

上記 乃至 の観点から、当社取締役会が本公開買付けに対して賛同意見を表明すること、並びに当社の株主に対して本公開買付けへの応募を推奨すること、本米国預託証券の所有者に対しては事前に本米国預託証券を本預託銀行に引き渡し、かかる本米国預託証券に表章されていた本米国預託株式に係る当社株式の交付を受けた上で、本公開買付けに応募することを推奨すること、及び本新株予約権者が本公開買付けに応募するか否かについて本新株予約権者の皆様の判断に委ねることは、妥当であると考えられる。

なお、上記には、本諮問事項 には明記されていない本米国預託証券及び本新株予約権に関する答申が含まれるが、本特別委員会は、本諮問事項 の細目として本米国預託証券の所有者及び本新株予約権者に対して応募を推奨することの是非が含まれるものと判断し、上記の答申を行っている。

本諮問事項 について

上記 乃至 に記載の本諮問事項の他、当社が本特別委員会に対して諮問した事項は存在しない。

() 答申の理由

1. 本取引の目的の正当性・合理性(本取引が当社の企業価値向上に資するかを含む。)

(1) 当社の事業内容・経営方針

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、公開買付者及び中富一榮氏に対して質疑を行うなどして、本特別委員会が認めた事実は以下のとおりである。

ア 当社の事業内容・経営方針

当社は、1847年に現在の佐賀県鳥栖市田代で小松屋を創業し、創業以来180年近くに亘って発展を続け、着実に成長を遂げてきた。1903年12月には当社の前身となる久光兄弟合名会社が設立され、1951年2月に医薬品製造を目的として1944年5月に設立された三養基製薬株式会社及び鉾山機械その他鍛造品の製作販売を目的として1948年2月に設立された田代鉾機工業株式会社を合併し、商号を久光兄弟株式会社と変更した。1962年9月には東京証券取引所市場第二部・福岡証券取引所、1971年9月には名古屋証券取引所市場第二部に上場し、1972年7月に東京証券取引所及び名古屋証券取引所市場第一部指定を受けた。2022年4月の東京証券取引所及び名古屋証券取引所における市場区分の見直しにより、本答申書作成日現在においては東京証券取引所プライム市場、名古屋証券取引所プレミアム市場及び福岡証券取引所に上場している。

当社グループは、本答申書作成日現在、当社並びに連結子会社19社、持分法適用関連会社3社及び非連結子会社で持分法非適用会社1社の計24社で構成されている。当社グループは、相手を思いやり、やすらぎと感動を与えられる「手当て」の文化を世界の人々に伝えるべく、『「手当て」の文化を、世界へ。』を使命とし、世界の人々のQOL(クオリティ・オブ・ライフ：生活の質)向上の実現と、持続可能な社会への貢献を目指し、当社グループが培ってきた貼付剤技術をベースに事業活動を展開している。

当社グループは、主に国内外で単一の報告セグメントである医薬品事業を展開している。当社グループは、医薬品事業では、医療用医薬品及び一般用医薬品等の研究開発・製造・仕入・販売等を行っており、事業の概要は以下のとおりである。

(ア) 医療用医薬品

医療用医薬品を取り巻く環境は、後発医薬品の使用促進や薬価の更なる適正化を背景とした長期収載品の薬価引き下げ等、依然として厳しい医療費抑制策が継続している。このような市場環境の中、当社グループは、経皮鎮痛消炎剤「モーラス テープ」、「モーラス パップXR」、経皮吸収型持続性がん疼痛治療剤「ジクトル テープ」を中心に、女性ホルモン貼付剤、喘息治療貼付剤、過活動膀胱治療貼付剤、経皮吸収型アレルギー性鼻炎治療剤等を製造・販売している。また、通常のMR活動に加えて、各地域におけるセミナー・学会・講演会等の定期的な実施により、医療関係者への学術情報活動を一段と強化するとともに、営業、生産及び研究開発の機能を強化することで医療関係者や患者様のニーズに合致した新しい製剤の開発を目指している。

(イ) 一般用医薬品(OTC医薬品)

当社グループは、発売90周年を迎えた「サロンパス」をはじめ、「フェイタス」「のびのびサロンシップ」、「エアー サロンパス」等の外用鎮痛・消炎薬ブランドを中心に、水虫治療薬「ブテナロック」等を製造・販売している。また、当社グループは、OTC医薬品のみならず、医薬部外品や化粧品等を含めて、お客様のニーズに対応する製品展開をしている。

当社グループは、国内においては、O T C医薬品市場において、「サロンパス」等の既存ブランドの価値を一層高めつつ、お客様のQ O L向上に貢献できるよう、効きめや使用感を大切に商品開発を進めている。当社グループは、お客さまのニーズを捉えた商品開発と改良を行うとともに、ブランド認知を高めるためにテレビやSNS広告等の活発なマーケティング活動を行っている。さらに、当社グループは、生活者の購買行動におけるネットチャネルへのシフトに対応するため、医薬品及び健康食品等の通信販売を行う「久光ウエルネス」を展開し、よりカスタマイズされた商品やサービス展開に取り組んでいる。

海外においては、O T C医薬品市場の鎮痛消炎貼付剤カテゴリーで、「Salonpas」が2016年から9年連続で販売シェア世界No. 1ブランドとして世界に認められている。当社グループは、1937年に「Salonpas」の輸出開始から海外における販売をスタートし、現在ではアジア、アメリカ、ユーロ圏等、40を超える国や地域で展開している。当社グループは、知的財産、製造技術及び品質管理技術を含めた当社のブランドの確立を図るとともに、アメリカ、ブラジル、ベトナム及びインドネシアの海外生産工場において、商品安定供給のための生産設備の改良及び人員体制の強化等一層の充実と海外における新規国での薬事申請と販売体制構築に取り組んでいる。

イ 当社の事業環境

医薬品・ヘルスケアビジネス市場においては、個人の生活観・価値観の変化やデジタル化の進展、高齢化の急激な進展、医療費の増加、後発品使用促進策の強化や選定療養制度等の医療費抑制策の継続、米国における医薬品関税や最恵国待遇価格政策等に代表される規制・政策変動に伴う医薬品ビジネスの不安定化等、社会・経済環境の変化の中で、大きな変革期を迎えているとともに、薬業を通じた世界の人々のQ O L向上の実現と持続可能な社会への貢献をより一層加速化していく観点から、当社の社会的な役割は今後益々大きくなっていくが見込まれている。また、当社は、厳しい事業環境にある医療用医薬品・O T C医薬品業界において、医療関係者や患者様、消費者のニーズに合致した薬剤を開発し続け、患者様及び消費者のQ O L向上を目指すことで、製薬企業としての使命を果たせるものと考えている。さらに、当社は、社会状況や消費者意識の変化に柔軟に対応し、「サロンパス」に限定されない当社グループ全体のリブランドを確固たるものとし、お客様に選ばれ続ける商品を提供し続けることが重要であると認識している。そして、海外市場における更なるシェア拡大に向けては、新型コロナウイルス感染症を契機としたニューノーマル時代におけるお客様のニーズと消費行動の変化(消費者の商品を選ぶ基準や商品情報を得る方法の多様化)を見据え、各国市場に合わせた製品を提供していくことも重要であると認識している。

ウ 当社の経営課題

このような状況下において、競合他社との開発競争の激化や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・安全性の確保はもちろん、医薬品に対して要求される品質水準の高まり等、当社を取り巻く経営環境は、今後より一層厳しくなることが予想される中、中長期的な目線での経営の舵取りが求められており、当社グループは、世界の人々のQ O L向上の実現と、持続可能な社会への貢献を目指し、当社グループが培ってきた貼付剤技術をベースに事業活動を展開してきたが、現在の事業環境の下、より高度で持続的な成長と高い収益力の実現を図るためには、これまで以上に積極的かつ迅速・確実に様々な施策を実行することが必須であるとの考えに至った。

(2) 本取引の検討に至る経緯及び目的等

本特別委員会が、公開買付者及び中富一榮氏から受けた説明等によれば、公開買付者及び中富一榮氏が認識する企業価値向上施策及び本取引の目的並びに上場廃止によるデメリットは、以下のとおりとのことである。

ア 企業価値向上施策及び本取引の目的

公開買付者及び中富一榮氏は、当社グループが既存の事業をこれまで同様に発展させていくだけでは当社グループの持続的な成長を実現していくことは困難であると考えており、具体的には以下の施策を実行することで、当社の更なる企業価値向上を実現することが可能であると考えているとのことである。

(ア)医療用医薬品事業における既存製品の価値最大化

中富一榮氏は、国内の医療用医薬品業界は、継続的な薬価抑制策による影響を受け、厳しい経営環境に置かれていると認識している。このような事業環境の中、「世界の人々のQOL向上を目指す」という企業としての使命を果たしていくためには、開発品はもとより、既存製品の価値を最大化する取り組みが有効であると考えている。例えば、当社グループが保有する主力医療用医薬品のうち、「モーラス」群については、広く臨床現場で使用されているという強みを活かし、薬価下落を抑制するべく、基礎的医薬品の指定獲得に向け取り組むことを予定している。また、「ジクトルテープ」については、セミナー・学会・講演会の開催や販促物の院内設置等の既存の販売施策に加え、処方拡大、既存品との差別化による販売促進、特約店との連携強化等に取り組むことを予定している。これらの取り組みは短期的には研究開発費や販促費等の費用が先行して利益成長の鈍化を招くものの、中長期的な視点では売上拡大に伴う増益を図ることができると考えている。

(イ)医療用医薬品事業における事業変革に向けた投資

中富一榮氏は、医療用医薬品業界において、近年、多様な創薬基盤技術を用いた研究開発により、従来の低分子医薬品に加え、抗体医薬品や核酸医薬、細胞療法をはじめとした中分子・高分子医薬品等、創薬モダリティの多様化・複雑化が進んでいると認識している。同様に、当社グループが取り扱う貼付剤においても、こうした創薬モダリティの多様化・複雑化の潮流を踏まえた事業変革が強く求められていると理解している。このような状況変化に対して、事業変革の第一歩として、当社はマイクロニードル技術を用いた薬剤である「HP-6050」の開発を進めている。従来の貼付剤において、経皮吸収可能な物質は低分子化合物に限られており、中分子・高分子化合物の貼付剤化が大きな課題となっている。一方で、当社グループが開発を進めているマイクロニードル技術は、分子の大きさを問わず、薬物を迅速かつ効率的に血中へ移行させることが可能になるだけでなく、より安全かつ簡便に薬剤を経皮投与できるため、従来の貼付剤の課題を解決しうる技術であると理解している。このマイクロニードル技術を用いた世界初の医療用医薬品事業化を実現し、価値最大化を図るためには、「HP-6050」やワクチンをはじめとするマイクロニードル医薬品の研究開発に加え、化粧品等治療に留まらない用途における研究開発や実用化に向けたマイクロニードル製造棟の建設等、多額のコストや投資が先行することになり、短期的には当社グループの利益を圧迫する可能性があるものの、中長期的な視点からは既存の医薬品を上回る社会的価値の創出に伴う企業価値の向上に資することが期待できると考えている。

(ウ)国内のO T C医薬品事業における価格転嫁及びコスト管理による収益性の改善

中富一榮氏は、国内のO T C医薬品市場は、新型コロナウイルス感染拡大以降、国民のセルフメディケーションに対する意識の高まりと、インバウンド需要の再燃の恩恵を受け、成長を続けてきたものの、今後は人口減少に伴う国内市場の頭打ちが懸念されていると認識している。一方で、昨今、ウクライナ危機による世界的な資源価格の高騰、日米金利差拡大を背景とした歴史的な円安の進行に伴う原材料やエネルギー価格の値上げ圧力等に伴い、原材料価格等の高止まりが続いている。このような環境変化に対応すべく、原材料やエネルギー価格の高騰によるコスト増分の製品価格転嫁を通じた粗利改善に加え、製造ラインの改良による収率の改善や医薬品卸業者に支払われるリベートやアローアンス等による流通マージンを適切に管理していくことで、利益拡大を図ることができると考えている。価格転嫁に伴う小売価格の見直しについて、お客様からの理解が得られない場合においては、一時的に顧客離れが生じるなどし、売上に影響を与える可能性があることを認識している。しかしながら、価格転嫁により製品の品質を維持するとともに、お客様に価格を超えた付加価値を継続的に提供することで、中長期的かつ持続的な成長を実現できるものと考えている。

(エ)海外のO T C医薬品事業における製品ラインナップの拡充及び事業の拡大に向けた投資

世界のO T C医薬品市場をみれば、日本と同様に高齢化が進展する先進国や医療保険制度が整っておらず安価なO T C医薬品へのニーズが高い新興国で、安定したペースで市場拡大が続いている。このような状況の中、グローバル大手O T C医薬品メーカーのみならず、日系メーカー各社も現地企業の買収・提携を通じて海外展開を積極的に実行しており、企業間競争は激化している。上記のとおり、国内市場の頭打ちが懸念される一方、市場規模拡大が見込まれる海外市場において、引き続きO T C医薬品が成長事業として当社グループの業績を牽引していくためには、グローバルブランドとして強固な資産である「Salonpas」を梃子にした製品ラインナップの拡充と新市場開拓による事業の拡大が有効であると考えている。「Salonpas」の認知度・使用率が高い米国・アジアを中心とする既存の国・地域においては、他の製品を追加投入し、製品ラインナップを拡充することにより、マーケットポジションを強化すると同時に、「Salonpas」等の貼付剤が普及していないグローバルサウス諸国に代表される新たな開拓地域においては、薬事申請の経験とノウハウを活用して、競合他社に先駆けて進出し、新市場を開拓することで、マーケットシェアを獲得し、売上拡大を図ることができると考えている。そのためには、研究開発、薬事、生産、営業といったバリューチェーン全体にわたる体制整備と人材育成を含む組織・マネジメントシステムのグローバル化をより一層加速させていく必要があり、相応の経営資源の投入が必要になると考えている。

(オ)国内のO T C医薬品事業における通信販売及びE C販売の拡大

中富一榮氏は、コロナ禍を経て、ライフスタイルの多様化やデジタル化の進展等を背景に通信販売やE C販売をはじめとした生活者への直接販売が拡大しており、購買パターンが大きく変容していると認識している。このような環境変化に対応すべく、当社の製品の販売チャネルの強化・拡大等を目的として、薬局・薬店等の店舗販売のみならず、Amazonや楽天市場等のE Cモールや自社E C等のE C分野への積極的な取り組みの強化が必要不可欠と考えている。当社は、E Cモールや自社E CにおいてO T C医薬品や健康食品の販売を行っているが、積極的な取り組みが行われているとは言い難い状況であり、今後の当社の企業価値拡大を図るためには、E C分野への成長投資の増強等が必要と考えている。加えて、自社E C用の商品やE Cモール用の専売品を拡充していくことで、更なる売上拡大を図ることができると考えている。

一方で、中富一榮氏は、当社が株式上場を継続する限りは株主を意識した経営が求められ、短期的な利益確保・分配への配慮が必要になることから、当社株式の上場が、短期的な利益水準の低下やキャッシュ・フローの悪化等を招くおそれがある一時的な費用支出や先行投資、抜本的な構造改革等の中長期的な施策実行の足枷となる可能性が高いと考えている。また、上記(ア)乃至(オ)の施策は直ちに収益に貢献するとは限らず、相応の時間と大きなリスクを伴うものであり、当社株式の上場を維持したまま、当社の株主に当該リスクを負担いただきつつ、施策の実行を全面的に支持いただくことは難しいと考えている。加えて、中長期的な当社グループの企業価値最大化を考えると、中長期的な視点に立った上で機動的かつ柔軟な意思決定を可能とする強固かつ安定した経営体制を構築し、当社グループが一丸となって事業の拡大と経営基盤の強化を推進することが必要不可欠であると考えている。

さらに、中富一榮氏は、近年の資本市場に対する規制の強化等により、有価証券報告書やコーポレート・ガバナンスに関する報告書等を通じたステークホルダーに対する追加的かつ継続的な情報開示事項は年々増加しており、上場会社として株式上場を維持するために必要な人的・金銭的コストの負担は増加傾向にあり、これらのコストが当社グループの経営推進上の大きな負担となる可能性も否定できないと考えている。

イ 上場廃止によるデメリット

当社グループは、1962年の上場以来、知名度の向上による優れた人材の確保、社会的な信用力の向上等、上場会社として様々なメリットを享受してきた。他方で、中富一榮氏は、事業活動を行うために必要な資金が金融機関からの借入金等で十分に確保できている現在の当社グループの財務状況に鑑みても、当面はエクイティ・ファイナンスの活用による大規模な資金調達の実現性は高くなく、また、当社グループの社会的な信用やブランド力は事業活動を通じて既に確立できていることを踏まえ、当社が上場を維持する必要性や上場を維持することにより享受できるメリットは相対的に低下している状況にあると考えている。

(3) 本特別委員会における検討

ア 当社の事業内容及び事業環境

上記(1)の当社の事業内容及び事業環境についての当社、公開買付者及び中富一榮氏の認識は、各当事者から受けた説明、公表資料、各回において提出された資料等を踏まえ、不合理ではなく、当社の属する業界及び市場の環境として一般に説明されている内容や当社取締役会の理解とも整合すると考えられる。

イ 企業価値向上策及び本取引の目的

かかる事業環境を踏まえ、上記(2)アの企業価値向上施策(以下「本企業価値向上策」という。)は、いずれも、既存製品の収益基盤強化、新たな社会的価値の創出、製品の品質維持・付加価値の提供、新市場でのマーケットシェア拡大、販売チャネルの強化・拡大等を通じ、当社の中長期的な売上拡大に伴う増益や企業価値の向上に資するため、当社の現在の事業内容及び経営状況を前提とした合理的なものであり、当社における将来の中長期的な企業価値の向上のための施策として、現実的なものであり、合理性が認められる。

もっとも、本企業価値向上策は、一時的に売上に影響を与える可能性があるほか、多額の投資が一定期間先行して必要となり、中長期的には当社の企業価値向上が期待できるものの、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くリスクがある上、そもそも企業価値向上施策としての性質上、当該施策の効果が期待どおり発現するか否かには一定の不確実性が伴わざるを得ず、当社が上場を維持したままこれらの施策を実行した場合には、資本市場から十分な評価が得られず、その結果、当社の株価の下落を招き、当社の株主の皆様が短期的には悪影響を被る可能性も否定できない。他方で、上記(1)のとおり、当社グループを取り巻く事業環境に鑑みると、これらの施策を縮小又は先延ばしにすることは、中長期的には当社グループの競争力・収益力を弱めることに繋がるものと考えられる。

こうした本企業価値向上策の性質を考えると、本企業価値向上策は、事業環境の変化への対応策として合理的であるものの、実施に伴う一時的な収益の低下等や取組みに伴う一定の不確実性を通じて、当社の株価が下落し、当社株式の価値の毀損を生じさせる可能性がある。このような当社の株主に発生する可能性がある株価下落による株式価値の毀損の可能性や不確実性から生じるリスクを一般株主に負担させることなく、本企業価値向上策を大胆に推進するためには、当社の非上場化を選択することは不合理ではないと考えられる。

以上からすると、本企業価値向上策及び本取引の目的に関する公開買付者及び中富一榮氏の説明は不合理ではないといえ、また、本企業価値向上策及び本取引の目的には正当性・合理性が認められる。

ウ 上場廃止によるデメリット

一般論として、非公開化が行われた場合には、資本市場からのエクイティ・ファイナンスによる資金調達を行うことができなくなり、また、上場会社として当社が享受してきた社会的な信用力や知名度の向上を通じた人材確保の観点で、上場会社として享受してきたメリットを喪失する可能性が考えられる。加えて、既存の株主との間で資本関係が消失し公開買付者グループに含まれることによるデメリットとして、当社の独立性の観点から、従業員、取引先等のステークホルダーに悪影響を及ぼす可能性も否定はできない。しかしながら、当社の現在の財務状況に鑑みると当面の間エクイティ・ファイナンスの活用による資金調達の必要性は見込まれていないこと、金融機関との長期的な取引により良好な関係を築けており、また昨今の良好な資金調達環境に鑑みても、間接金融を通じて必要に応じた資金調達を行うことが想定されることから、非公開化に伴う資金調達面でのデメリットは限定的であると考えられる。また、当社は、一定のブランド力や取引先様に対する信用力を既に確保していること、また、公開買付者グループはいずれも中富一榮氏及び中富一榮氏の親の資産管理会社であり事業を行っているわけではなく、公開買付者が本取引後も原則として現行の経営体制を維持して事業運営を行う予定であること等を踏まえると、既存の株主との間で資本関係が消失し公開買付者グループに含まれることによる、従業員、取引先等のステークホルダーへの悪影響の可能性も非常に限定的であると考えられる。

さらに近年のコーポレートガバナンス・コードの改訂、資本市場に対する規制の強化により、株式上場を維持するために必要な人的・金銭的成本は増加を続けており、これらのコストが当社の経営推進上の大きな負担となる可能性も否定できないと考えられる。年々これらの上場維持のコストは増えているが、本取引により、上場維持コストが削減されれば、長期的な視点での企業価値の向上にも資するものと考えられる。

エ 小括

上記ア乃至ウの検討を踏まえると、本取引のメリットは、そのデメリットを上回り、当社の企業価値向上に資するものと認められ、その目的は正当かつ合理的と考えられる。

2. 本取引の取引条件の公正性・妥当性

(1) 取引条件に関する協議・交渉過程

当社は、2025年12月5日に、中富一榮氏より、本公開買付価格を5,280円(なお、本公開買付価格として提案した5,280円は、同提案日の前営業日である2025年12月4日の東京証券取引所プライム市場における当社株式の終値4,166円に対して26.74%、同日までの過去1ヶ月間の終値の単純平均値4,171円に対して26.59%、同日までの過去3ヶ月間の終値の単純平均値4,156円に対して27.05%、同日までの過去6ヶ月間の終値の単純平均値4,148円に対して27.29%のプレミアムをそれぞれ加えた価格である。)とする旨、また、本新株予約権が、当社の取締役に対して株式報酬型新株予約権として発行されたものであり、権利行使の条件として、本新株予約権の行使期間内において、当社の取締役の地位に基づき割当てを受けた新株予約権については、当該会社の取締役の地位を喪失した日の翌日以降、新株予約権を行使することができることとされており、公開買付者が本新株予約権を取得しても行使できないこと等を考慮し、本新株予約権買付価格を1円とする旨、本米国預託株式買付価格を5,280円とする旨の初回の価格提案書を受領した。

これに対し、当社は、2025年12月12日、中富一榮氏に対し、初回提案における本公開買付価格は、当社が既に実行をしている或いは今後実行を検討している施策による潜在的な株主価値の実現を過小評価しており、当社の本源的価値に照らして十分な価格とは到底評価できない旨を回答した。

これを踏まえ、当社は、2025年12月16日、中富一榮氏より、本公開買付価格を5,660円(なお、本公開買付価格として提案した5,660円は、同提案日の前営業日である2025年12月15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4,188円に対して35.15%、同日までの過去1ヶ月間の終値の単純平均値4,198円に対して34.83%、同日までの過去3ヶ月間の終値の単純平均値4,141円に対して36.68%、同日までの過去6ヶ月間の終値の単純平均値4,148円に対して36.45%のプレミアムをそれぞれ加えた価格である。)、本新株予約権買付価格を1円、本米国預託株式買付価格を5,660円とする旨の第2回目の価格提案書を受領した。

これに対し、当社は、2025年12月18日、中富一榮氏に対し、第2回提案における本公開買付価格は、引き続き当社の潜在的な株主価値の実現を過小評価しており、本源的価値に照らして十分な価格とは到底評価できない旨を回答した。

これを踏まえ、当社は、2025年12月22日、中富一榮氏より、本公開買付価格を5,800円(なお、本公開買付価格として提案した5,800円は、同提案日の前営業日である2025年12月19日の東京証券取引所プライム市場における当社株式の終値4,268円に対して35.90%、同日までの過去1ヶ月間の終値の単純平均値4,215円に対して37.60%、同日までの過去3ヶ月間の終値の単純平均値4,145円に対して39.93%、同日までの過去6ヶ月間の終値の単純平均値4,148円に対して39.83%のプレミアムをそれぞれ加えた価格である。)、本新株予約権買付価格を1円、本米国預託株式買付価格を5,800円とする旨の第3回目の価格提案書を受領した。

これに対し、当社は、2025年12月23日、中富一榮氏に対し、第3回提案における本公開買付価格は、引き続き当社の本源的価値が十分に反映されていないと考えている旨を回答した。

これを踏まえ、当社は、2025年12月26日、中富一榮氏より、本公開買付価格を6,000円(なお、本公開買付価格として提案した6,000円は、同提案日の前営業日である2025年12月25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4,377円に対して37.08%、同日までの過去1ヶ月間の終値の単純平均値4,235円に対して41.68%、同日までの過去3ヶ月間の終値の単純平均値4,152円に対して44.51%、同日までの過去6ヶ月間の終値の単純平均値4,156円に対して44.37%のプレミアムをそれぞれ加えた価格である。)、本新株予約権買付価格を1円、本米国預託株式買付価格を6,000円とする旨の第4回目の価格提案書を受領した。

これに対し、当社は、2025年12月26日、中富一榮氏に対し、第4回提案における本公開買付価格は、引き続き当社の本源的価値が十分に反映されていないと考えている旨を回答した。

これを踏まえ、当社は、2025年12月30日、中富一榮氏より、本公開買付価格を6,072円(なお、本公開買付価格として提案した6,072円は、同提案日の前営業日である2025年12月29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4,365円に対して39.11%、同日までの過去1ヶ月間の終値の単純平均値4,246円に対して43.01%、同日までの過去3ヶ月間の終値の単純平均値4,159円に対して46.00%、同日までの過去6ヶ月間の終値の単純平均値4,161円に対して45.93%のプレミアムをそれぞれ加えた価格である。)、本新株予約権買付価格を1円、本米国預託株式買付価格を6,072円とする旨の第5回目の価格提案書を受領した。

これに対し、当社は、2026年1月3日、中富一榮氏に対し、本公開買付価格の引き上げと法的拘束力のある最終提案の提出を要請した。

これを踏まえ、当社は、2026年1月5日、中富一榮氏より、本公開買付価格を6,082円(なお、本公開買付価格として提案した6,082円は、同提案日の前営業日である2025年12月30日の東京証券取引所プライム市場における当社株式の終値4,392円に対して38.48%、同日までの過去1ヶ月間の終値の単純平均値4,253円に対して43.00%、同日までの過去3ヶ月間の終値の単純平均値4,164円に対して46.06%、同日までの過去6ヶ月間の終値の単純平均値4,164円に対して46.06%のプレミアムをそれぞれ加えた価格である。)、本新株予約権買付価格を1円、本米国預託株式買付価格を6,082円とする旨の第6回目の法的拘束力のある価格提案書を受領した。これに対し、当社は、2026年1月6日、中富一榮氏に対し、当該第6回提案を応諾する旨を回答した。

本取引の取引条件に係る協議・交渉過程については、本特別委員会は、公開買付者との間において、公開買付者のファイナンシャル・アドバイザーであるSMB C日興証券及び当社のファイナンシャル・アドバイザーであるMUMSSを介して、価格を含む本取引の取引条件について交渉を行い、その結果、公開買付者の当初の提案である当社の普通株式1株当たり5,280円という価格から、公開買付者が本公開買付価格を6,082円とすることに同意するまで、公開買付者から、802円の価格引き上げを引き出すことに成功している。

これを踏まえると、本取引の取引条件に関する協議・交渉の過程は、独立した当事者間の交渉と認められる公正なものであり、企業価値を高めつつ一般株主にとってできる限り有利な取引条件で本取引が行われることを目指した合理的な努力が行われる状況が確保されていたものと認められる。

(2) 株式価値算定結果及び当社事業計画

ア 株式価値算定結果

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等に対する意思決定の公正性を担保するために、当社グループ、公開買付者、本不応募合意株主、本財団、本応募金融機関及びSMB C日興証券並びに本取引の成否から独立した第三者算定機関として、ファイナンシャル・アドバイザーであるMUMSSに対して、当社の株式価値の算定を依頼し、2026年1月6日に本株式価値算定書を受領している。なお、当社は、本取引にあたり、公開買付者及び当社において、本公開買付価格等の公正性を担保するための措置並びに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、MUMSSから本公開買付価格等の公正性に関する意見書(フェアネス・オピニオン)を取得していない。

MUMSSは、当社が東京証券取引所プライム市場に上場しており、市場株価が存在することから市場株価分析を、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評価に反映するためDCF分析を採用し当社株式の株式価値算定を行った。

各評価方法による当社株式1株当たり株式価値の算定結果はそれぞれ以下のとおりである。

市場株価分析	: 4,172円から4,500円
類似企業比較分析	: 4,424円から5,128円
DCF分析	: 5,578円から6,570円

市場株価分析では、2026年1月5日を本算定基準日として、東京証券取引所プライム市場における当社株式の本算定基準日終値4,500円、同日までの直近1ヶ月間の終値単純平均値4,285円、同日までの直近3ヶ月間の終値単純平均値4,173円及び同日までの直近6ヶ月間の終値単純平均値4,172円を基に、当社株式の1株当たり株式価値の範囲を4,172円から4,500円までと算定している。

類似企業比較分析では、当社と比較的類似する事業を営む上場企業として、参天製薬株式会社、株式会社ツムラ、ゼリア新薬工業株式会社、ロート製薬株式会社、小林製薬株式会社を選定した上で、E B I T D Aマルチプルを用いて、当社の株式価値を分析し、当社株式の1株当たり株式価値の範囲を4,424円から5,128円までと算定している。

D C F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2027年2月期から2031年2月期までの本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2027年2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割り引くことによって、企業価値及び株式価値を分析し、当社株式1株当たりの株式価値の範囲を5,578円から6,570円までと算定している。なお、割引率には加重平均資本コストを採用し、5.65%から6.65%を使用しており、継続価値の算定にあたってはマルチプル法を採用し、E B I T D Aマルチプルは業界各社の水準等を踏まえ9.0倍～11.0倍とし、継続価値を2,421億円から3,101億円と算定している。なお、非事業用資産として、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の一部について、時価を基準に売却に伴う税務上の影響も考慮した上で、加算している。

M U M S SがD C F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ある。本事業計画には、対前年度比較において利益及びフリー・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いる。具体的には、2027年2月期における新規製品導入に係る設備投資額の増加に伴い、2027年2月期におけるフリー・キャッシュ・フローの大幅な減少を見込んでおり、その結果として、2028年2月期の設備投資金額は、2027年2月期と比較し減少するため、2028年2月期におけるフリー・キャッシュ・フローの大幅な増加を見込んでいる。

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は困難であるため、当該財務予測には加味していない。

(単位：億円)

	2027年 2月期	2028年 2月期	2029年 2月期	2030年 2月期	2031年 2月期
売上高	1,807	1,931	1,955	2,010	2,065
営業利益	227	259	247	258	270
E B I T D A	306	345	346	358	371
フリー・キャッシュ・フロー	36	131	169	200	210

なお、M U M S S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、当社の取締役会の参考にするためのみに同取締役会に宛てたものである。当該分析は、M U M S S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の株主の行動につき、当該株主に対して、意見を述べたり、また、推奨を行ったりするものでもない。M U M S Sは、当社株式の株式価値の分析・算定に際し、既に公開されている情報又は当社によって提供等され入手した情報が正確かつ完全なものであることを前提としてこれに依拠しており、当該情報の正確性及び完全性につき独自の検証を行っていない。また、M U M S Sは、財務予測につき、当社の将来の財務状況に関する現時点で入手可能な最善の予測及び判断を反映するものとして当社の経営陣によって合理的に用意・作成されたものであることを前提としている。M U M S Sは、法務、会計、税務に関するアドバイザーではない。M U M S S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、当社及び当社の法務、会計、税務アドバイザーによる判断に依拠している。M U M S Sは、当社及びそれらの関係会社の資産及び負債(簿外資産及び負債、その他偶発債務を含む。)に関して独自の評価・査定を行っておらず、また評価・査定の提供を一切受けておらず、第三者機関への鑑定又は査定の依頼も行っていない。M U M S Sの分析は、本算定基準日現在における経済、金融、市場、その他の状況を前提としており、かつ、本算定基準日

現在においてMUMSSが入手している情報に基づくものである。本算定基準日以降に発生する事象がMUMSSの分析及び本株式価値算定書の作成に用いられた前提に影響を及ぼす可能性はあるが、MUMSSは、本株式価値算定書及び分析を更新、改訂又は再確認する義務を負うものではない。加えて、本株式価値算定書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ない。本株式価値算定書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MUMSSによる評価であると捉えることはできない。

本特別委員会は、本株式価値算定書の内容を検討するとともに、MUMSSから、本株式価値算定書の内容及び同算定書の作成に用いられた算定方法(評価手法の選択、DCF法による算定の基礎となる財務予測の作成過程・内容、割引率の算定根拠等)について詳細な説明を受けるとともに、質疑応答を行った。この結果、MUMSSが当社株式の株式価値算定に用いた上記の各手法は、いずれも現在の実務に照らして一般的かつ合理的な手法であると考えられ、その算定の内容についても現在の実務に照らして不合理な点は認められなかった。

イ 本事業計画の合理性

本特別委員会は、以下の点を含む本事業計画の内容、重要な前提条件及び作成経緯について当社から説明を受けた。

本事業計画は、当社の海外事業拡大による売上構成の変化、薬価改定の影響、主要製品の売上数量・単価前提、為替想定、設備投資計画を含む今後の施策・課題、並びにこれらを踏まえた各事業年度の売上高、営業利益/EBITDA、売上原価・販管費及び減価償却費等の計画値を踏まえて作成されたものであり、過去の実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など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など、医薬品市場の動向等の当社を取り巻く経営環境を考慮して相応の確度を保てる5年間を対象期間として設定されている。また、本事業計画は、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あり、中富栄一氏や本利害関係取締役(下記3.(1)ウにおいて定義する。)を含む公開買付者の関係者はその作成に関与していない。

上記説明を受け、本特別委員会は、本事業計画の策定経緯、計画値の算定方法及び妥当性について質疑応答を行った上で検討したが、その策定過程に公正性を疑わせる事情は見当たらず、その内容についても不合理な点は認められないことから、当社株式の株式価値の算定及び公開買付者との公開買付価格に関する交渉の前提として本事業計画を用いることが合理的であると判断するに至った。

以上より、MUMSSのDCF法による株式価値算定の基礎となった本事業計画の策定にあたっては、その作成経緯に公正性を疑わせる事情は見当たらず、また、その内容は、その前提条件、作成経緯及び当社の現状に照らして不合理な点は認められない。

ウ 株式価値算定結果と本公開買付価格

本公開買付価格は、上記アに記載のMUMSSによる当社株式の株式価値算定結果のうち、市場株価分析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おり、また、DCF分析に基づく算定結果のレンジ内であり、かつ、当該レンジの平均値を上回る価格であることから、本公開買付価格は、MUMSSによる株式価値算定結果との比較の観点によっても、当社の一般株主にとって公正かつ妥当なものと評価できる。

(3) プレミアムの水準

本公開買付価格は、本答申書作成日の前営業日である2026年1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4,500円に対して35.16%、同日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値4,285円に対して41.94%、同日までの過去3ヶ月間の終値単純平均値4,173円に対して45.75%及び同日までの過去6ヶ月間の終値単純平均値4,172円に対して45.78%のプレミアムをそれぞれ加えた価格である。

これらプレミアムの水準は、経済産業省が公正M&A指針(下記3.において定義する。)を公表した2019年6月28日以降に公表され、かつ2026年1月5日までに成立した、上場会社を対象としたMBOによる非公開化を企図とした公開買付けの事例92件(但し、不成立となった事例、憶測報道等により市場株価が急騰若しくは急激に変動した事例、二段階の公開買付けの事例、対象会社が債務超過の状態で開催買付けが実施された事例、及び公開買付価格が公開買付け公表直前の市場株価に対してディスカウントとなった事例を除く。)におけるプレミアムの中央値(公表前営業日の終値に対するプレミアムでは42.55%、同日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値に対するプレミアムでは45.34%、同日までの過去3ヶ月間の終値単純平均値に対するプレミアムでは46.52%、同日までの過去6ヶ月間の終値単純平均値に対するプレミアムでは48.56%)との比較において、大きく乖離したものとはいえず、また当該同種事例の中にはプレミアム中央値を下回る事例も相当数存在するといった事情を踏まえ、本公開買付価格に付されたプレミアムは上記類似事例と特段異なる水準あるいは不合理な水準を提示しているものとは考えられず、当該類似事例と特段の遜色のない、合理的といえる水準と考えられ、合理的なプレミアムが付された価格であると評価できることから、当社株主にとって不利なものではないと考えられる。

(4) 本株式併合に係る取引条件の妥当性について

公開買付者は、本公開買付けにより、当社株式(但し、本新株予約権の行使により交付される当社株式を含み、当社が所有する自己株式及び本不応募合意株式を除く。)、本新株予約権及び本米国預託証券の全てを取得できなかった場合には、本スクイズアウト手続を実施することを予定しているとのことである。

具体的には、公開買付者は、本公開買付けが成立した場合には、会社法第180条に基づく本株式併合の方法により、本スクイズアウト手続を行うことを予定しているとのことである。当該方法は、本取引のような取引において一般的に採用されている方法であり、本取引の方法として妥当と考えられる。

また、本スクイズアウト手続の条件についても、本公開買付価格と同一の価格を基準として算定・決定される予定であるところ、本スクイズアウト手続は、本公開買付けに続く手続として予定されているものであり、時間的に近接した両手続において交付される対価が同一のものとなるようにすることは合理的であると考えられる。

(5) 本新株予約権に係る取引条件の妥当性について

本新株予約権は、当社の取締役に対して株式報酬型新株予約権として発行されたものであり、権利行使の条件として、本新株予約権の行使期間内において、当社の取締役の地位に基づき割当てを受けた新株予約権については、当社の取締役の地位を喪失した日の翌日以降、新株予約権を行使することができることとされており、仮に公開買付者が本公開買付けにより本新株予約権を取得しても、これら行使することができない。

本新株予約権買付価格は1円と設定されているが、これは、上記のとおり、本新株予約権が当社の取締役に対して株式報酬型新株予約権として発行されたものであることや、公開買付者の立場からすれば、仮に公開買付者が本公開買付けにより本新株予約権を取得したとしても本新株予約権を行使することができないこと等を考慮したものであり、公開買付者のかかる判断は不合理ではないと考えられる。

(6) 本米国預託株式の買付価格の妥当性について

本公開買付けにおいては、本米国預託証券が表章する本米国預託株式も対象となっているが、本米国預託株式の買付価格は、本公開買付価格である6,082円と同額と決定されていることからすれば、本特別委員会は、本米国預託株式の買付価格についても、本公開買付価格と同様の理由で、本米国預託証券保有者の利益に十分な配慮がされたものと考えます。

(7) その他の取引条件の妥当性について

また、本特別委員会が公開買付者から受けた説明によれば、公開買付者は、本公開買付けを含む本取引に要する資金を、三井住友銀行及び三菱UFJ銀行(以下、総称して「本貸付人」といいます。)からの本銀行融資により賅うことを予定しており、本公開買付けの成立等を条件として、本公開買付けに係る決済の開始日の前営業日までに本銀行融資を受けることを予定しているとのことである。なお、本銀行融資に関する融資条件の詳細については、本貸付人と別途協議の上、本銀行融資に係る融資契約において定めることとされているものの、当該融資契約では、公開買付者が所有している当社株式及び本取引により取得する当社株式等が担保に供されるほか、本スクイーズアウト手続の完了後は、当社の一定の資産等が担保に供されることが予定されている。

この点に関して、本事業計画等に鑑みれば、今後も継続して安定した収益が見込まれることや、当社が過去に行ってきた株主に対する配当や自己株式取得等の株主還元策が上場廃止後は不要になること等を踏まえると、これらの融資条件が当社の財務状況に重大な悪影響を及ぼすおそれは認められず、本取引に要する資金を本銀行融資により賅うことは合理的であると考えられる。

(8) 小括

上記(1)乃至(7)の検討のとおり、本公開買付価格は、公開買付者との間の十分な交渉を踏まえて決定されたものであること、MUMSSによる当社株式の株式価値算定結果とも整合していること、本公開買付けと同種の公開買付け事例と比べても遜色ないプレミアム水準が確保されていることを踏まえると、公正かつ妥当なものであると評価できる。また、本公開買付け後に行われる本スクイーズアウト手続において当社の株主に支払われる対価は、当該株主が保有する株式について本公開買付けに応募した場合に得られる対価と同一となるよう算定される予定であること、その他の取引条件についても当社の一般株主に不利益となる事情は認められないことから、本取引の取引条件は妥当なものであると考えられる。

3. 本取引の手続の公正性

経済産業省が2019年6月28日に公表した「公正なM&Aの在り方に関する指針」(以下「公正M&A指針」という。)は、構造的な利益相反及び情報の非対称性の問題が存在するMBO及び支配株主による従属会社の買収を直接の対象として、公正なM&Aの在り方を提示するものであるところ、本取引は、公正M&A指針に定義される「MBO」に該当する。

我が国の実務上、本取引の手続の公正性を判断する際には、当該手続が公正M&A指針に準拠しているか否かが重要な指標となると考えられることから、以下においては、公正M&A指針に定められる各公正性担保措置につき、それらに則った適切な対応が本取引において行われたか否かを検討する。

(1) 独立した特別委員会の設置

ア 設置の時期

上記(a)のとおり、当社取締役会は、2025年10月15日に中富一榮氏より、本取引の実施に向けた検討・協議を開始したい旨の口頭での初期的な打診があり、2025年10月20日付で、本申入書を受領したことを踏まえ、2025年11月13日に本特別委員会を設置する旨の決議を行っており、その後第1回本特別委員会は同日に開催されている。

したがって、本取引においては、取引条件の形成過程の初期段階から、本特別委員会が関与していたことが認められる。

イ 委員構成(独立性・属性・専門性)

当社取締役会は、公開買付者、本不応募合意株主、本財団、本応募金融機関及びS M B C日興証券並びに本取引の成否から独立しており、本取引に関して一般株主と異なる重要な利害関係を有していない、当社の独立社外取締役である松尾哲吾氏、渡邊珠子氏及び野口みどり氏、並びに当社の独立社外監査役である渡邊健太郎氏の4名を、委員に選定した。なお、当社の独立社外取締役である安西祐一郎氏は、当社の株主であり、公開買付者への再出資を予定している中富健康科学振興財団の理事を務めており、本取引において公開買付者と特別な利害関係を有すると判断される可能性があるため、本特別委員会の委員としては選任していない。

本特別委員会の委員は、それぞれ独立性を有することが確認されており、専門性・属性にも十分配慮して選定されたものであることが認められる。

ウ 特別委員会の設置・委員選定のプロセス

本取引においては、当社取締役会は、上記のような構造的な利益相反状態にあることに鑑み、西村あさひ法律事務所の助言も踏まえ、特別委員会の設置、権限及び職責、委員や報酬の検討を開始した。また、当社の取締役のうち、()中富一榮氏は、公開買付者の代表取締役であり本取引後も継続して当社の経営に当たることを予定していることから、()村山進一氏は、当社の株主であり、公開買付者への再出資を予定している中富記念財団の理事を務めていることから、()磯部雄一氏は、公開買付者による本取引の検討を補助していることから、()安西祐一郎氏は、当社の株主であり、公開買付者への再出資を予定している中富健康科学振興財団の理事を務めていることから、いずれも本取引において当社と利益相反のおそれがあることを踏まえて、利益相反の疑義を回避する観点から、これらの検討並びに特別委員会の設置及び委員の選定に係る審議及び決議に一切参加しておらず、実質的な関与を行っていない(以下、中富一榮氏、村山進一氏、磯部雄一氏及び安西祐一郎氏を、個別に又は総称して「本利害関係取締役」という。)

このように、本特別委員会については、本特別委員会の設置、権限及び職責、委員の選定や報酬の決定の各過程において、当社の独立社外取締役及び独立社外監査役が主体性をもって実質的に関与する形で行われる体制が確保されていたことが認められる。

エ 買収者との取引条件の交渉過程への関与

当社取締役会は、上記(a)のとおり、本特別委員会の設置に際し、当社取締役会において本取引に関する決定(本公開買付けに係る当社の意見表明を含む。)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を行わないこととする旨を決議した。併せて、当社は、上記当社取締役会の決議に基づき、本特別委員会に対して、(a)当社のアドバイザー等を指名又は承認(事後承認を含む。)する権限、(b)本諮問事項の検討にあたって、本特別委員会が必要と認める場合には、本特別委員会のアドバイザー等を選任する権限、(c)適切な判断を確保するために、当社の役職員その他本特別委員会が必要と認める者から本取引の検討及び判断に必要な情報を受領する権限、並びに(d)本取引の取引条件の公正性が確保されるよう、取引条件に関する交渉について事前に方針を確認し、適時にその状況の報告を受け、重要な局面で意見を述べ、指示や要請を行うこと等により、取引条件に関する交渉過程に実質的に関与するとともに、必要に応じて直接交渉を行う権限をそれぞれ付与することを決議している。

また、実際に本特別委員会は、当社及びMUMSSから、公開買付者と当社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、適時に報告を受けるだけでなく、上記2.(1)のとおり、公開買付者に対して、当社とともに複数回に亘り本公開買付価格等の見直しを求めることを要請するなど、本公開買付価格について公開買付者から6,082円という最終的な提案を受けるに至るまで、公開買付者との交渉過程に関与してきた。

このように、本特別委員会は、公開買付者との取引条件に関する交渉過程に、当社取締役会を通じて直接かつ実質的に関与してきたことが認められる。

オ アドバイザー等の選定プロセス

本諮問事項の検討にあたって、当社取締役会は、上記(a)に記載のとおり、本諮問事項に関する検討及び判断を行うに際し、本特別委員会に対して、当社のアドバイザー等を指名又は承認(事後承認を含む。)する権限、及び本特別委員会が必要と認める場合には、本特別委員会のアドバイザー等を選任する権限を付与することを決議した。これを受け、本特別委員会は、2025年11月13日開催の第1回特別委員会において、独立性及び専門性に問題がないことを確認した上で、リーガル・アドバイザーとして西村あさひ法律事務所を、フィナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関としてMUMSSを、当社のアドバイザー等として承認している。

本特別委員会においては、本取引に関する検討過程において適時に西村あさひ法律事務所及びMUMSSの専門的な助言・意見等を取得しながら、当社の企業価値向上の観点及び一般株主の利益を図る観点から、本取引の目的の正当性・合理性、取引条件の公正性・妥当性及び手続の公正性等について慎重に検討及び協議が行う体制が確保されていたと認められる。

カ 情報の取得

本諮問事項の検討にあたって、当社取締役会は、上記(a)に記載のとおり、本諮問事項に関する検討及び判断を行うに際し、本特別委員会に対して、適切な判断を確保するために、当社の役職員その他本特別委員会が必要と認める者から本取引の検討及び判断に必要な情報を受領する権限を付与することを決議した。これを受け、本特別委員会は、当該権限も行使しながら、当社、公開買付者及び中富一榮氏に対し、それぞれ事前に質問事項書を送付し、事前に回答を得た上で、直接ヒアリング等を実施した。

具体的には、本特別委員会は、本取引に係る公開買付者の提案内容を踏まえ、当社の事業概要、事業環境、経営課題、本事業計画の内容及び前提条件並びに本取引の当社の事業に対する影響等について、必要に応じて当社、公開買付者及び中富一榮氏から直接説明を受けたほか、各本特別委員会開催日の間においても、当社、アドバイザー等及び委員の間での電子メールのやり取り等により、本諮問事項に対する答申を行うにあたって必要となる情報を収集した。

このように、本特別委員会は非公開情報も含めて重要な情報を入手し、これを踏まえて検討・判断を行うことのできる状況を確保していることが認められる。

キ 報酬

当社取締役会は、本特別委員会の特別委員員に対しては、その職務の対価として、答申内容にかかわらず、固定額の報酬を支払うこととしている。

このように、本取引の検討について本特別委員会に求められる役割を適切に果たすための特別の報酬が、本取引の成否と関係なく支払われることとなっていることを踏まえると、特別委員が時間的・労力的なコミットメントを行いやすく、かつ本取引の成否から独立した立場から判断を行うための環境が整えられていることが認められる。

ク 当社取締役会における特別委員会の判断の取扱い

上記(a)のとおり、当社取締役会は、本公開買付けへの賛否を含め、本特別委員会の意見を最大限尊重して本取引に関する意思決定を行うこととし、本特別委員会が本取引を実施することが妥当でないと判断した場合には、当社取締役会は本取引の実施を決定しないことを決議している。

このように、本取引については当社取締役会が本特別委員会の意見を最大限尊重して意思決定を行うことのできる体制が確保されていることが認められる。

ケ 当社の社内検討体制

本取引の検討に際しては、当社の取締役のうち、()中富一榮氏は、公開買付者の代表取締役であり本取引後も継続して当社の経営に当たることを予定していることから、()村山進一氏は、当社の株主であり、公開買付者への再出資を予定している中富記念財団の理事を務めていることから、()磯部雄一氏は、公開買付者による本取引の検討を補助していることから、()安西祐一郎氏は、当社の株主であり、公開買付者への再出資を予定している中富健康科学振興財団の理事を務めていることから、いずれも本取引において当社と利益相反のおそれがあることを踏まえて、利益相反の疑義を回避する観点から、当社取締役会における本公開買付けへの意見表明に係る議案の審議及び決議には一切参加しておらず、また、本取引に関し、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参加していない。

また、当社は、2025年10月20日、中富一榮氏より本申入書を受領して以降、その後の当社における本取引の検討・交渉を進めるにあたり、公開買付者、本不応募合意株主、本財団、本不応募金融機関及びS M B C日興証券並びに本取引から独立性の認められる取締役3名(齋藤久氏、堤信夫氏及び瀧山浩二氏)並びに従業員3名の総勢6名のみで構成される検討体制を構築し、本特別委員会とともに、当社と公開買付者との間の本公開買付価格等を含む本取引に係る取引条件に関する交渉過程及び本事業計画の作成過程に関与してきた。

このように、本取引の検討・交渉に際しては、公開買付者、本不応募合意株主、本財団、本不応募金融機関及びS M B C日興証券並びに本取引の成否から独立した社内検討体制、並びに利害関係を有する取締役及び監査役を本取引の検討・交渉に関与させない体制が当社に構築されていたことが認められる。

コ 小括

上記ア乃至ケの検討のとおり、本取引の検討に際しては、特別委員会の実効性を高める工夫に関する公正M & A指針の指摘事項に配慮した上で、独立性を有する特別委員会が設置されており、これが有効に機能していることが認められる。

(2) 独立した外部専門家からの専門的助言等の取得

ア リーガル・アドバイザーからの助言の取得

本取引においては、当社は、本公開買付けに係る当社取締役会の意思決定の過程における公正性及び適正性を確保するために、当社グループ、公開買付者、本不応募合意株主、本財団、本応募金融機関及びS M B C日興証券から独立したリーガル・アドバイザーとして西村あさひ法律事務所を選任し、同事務所から、本取引に関する諸手続を含む当社取締役会の意思決定の方法及び過程その他の留意点について、必要な法的助言を受けていたことが認められる。

なお、西村あさひ法律事務所は当社にとって顧問法律事務所ではあるものの、当社に限らず多数の依頼者に対してリーガル・サービスを提供する外部の法律事務所であり、当社も西村あさひ法律事務所の依頼者の一つとして西村あさひ法律事務所の取扱分野や専門性を踏まえて当社の事業や経営判断に関し法律相談を継続的に依頼し、外部の法律専門家として法的助言を受けるために法律顧問契約を締結しているものであって、かかる法律顧問契約を締結していることをもって当社からの独立性は害されず、また、本取引に係る西村あさひ法律事務所の報酬は、本取引の成否にかかわらず時間単位の報酬のみとされており、本取引の成立を条件とする成功報酬は含まれておらず、本取引の成否にも重要な利害を有していない。したがって、西村あさひ法律事務所の当社グループ、公開買付者、本不応募合意株主、本財団、本応募金融機関及びS M B C日興証券並びに本取引の成否からの独立性に問題は無いと考えられる。

イ 第三者算定機関からの株式価値算定書の取得及びファイナンシャル・アドバイザーからの助言の取得

本取引の検討に際して、当社は、公開買付者から提示された本公開買付価格等に対する意思決定の過程における公正性を担保するために、当社グループ、公開買付者、本不応募合意株主、本財団、本応募金融機関及びS M B C日興証券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M U M S Sを選任して当社株式の株式価値の算定を依頼し、2026年1月6日付で本株式価値算定書を取得している。なお、当社は、M U M S Sから本公開買付価格等の公正性に関する意見書(フェアネス・オピニオン)を取得していない。また、M U M S Sは、公開買付者及び当社グループの関連当事者には該当せず、本取引に関して重要な利害関係を有していないことが認められる。

なお、本取引に係るM U M S Sの報酬には、本取引の成立を条件に支払われる成功報酬が含まれているが、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であっても当社に相応の金銭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ることをもって独立性が否定されるわけではないと考えられる。

(3) 他の買収者による買収提案の機会の確保(マーケット・チェック)

本取引においては、公開買付期間が法令に定められた最短期間が20営業日を超える30営業日に設定されている。公開買付者によれば、このように、公開買付期間を法令の最短期間に照らして長期に設定することにより、当社の少数株主に本公開買付けに対する応募について適切な判断を行う機会を確保するとともに、当社株式について公開買付者以外の者(以下「対抗的買収提案者」という。)にも対抗的な買付け等を行う機会を確保し、これをもって本公開買付価格等の適正性を担保することを企図していることである。また、公開買付者は、当社が対抗的買収提案者と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ことである。

このように、本取引においては、公開買付け公表後に対抗的買収提案者が対抗提案を行うことが可能な環境を構築した上でM & Aを実施することによる、いわゆる間接的なマーケットチェックが実施されている。

なお、本取引においては、市場における潜在的な買収者の有無を調査・検討する、いわゆる積極的なマーケット・チェックは実施されていないものの、公正M&A指針によれば、積極的なマーケット・チェックについては、M&Aに対する阻害効果の懸念や情報管理の観点等の実務上の問題も指摘されており、常に実施することが望ましい措置とまではされていない(公正M&A指針3.4.3.1)。本取引においても、積極的なマーケット・チェックに関しては、M&Aに対する阻害効果の懸念や情報管理の観点等から実務上その実施は必ずしも容易ではないことに加え、現時点における公開買付者、本応募合意株主、本財団、本応募金融機関及びSMB C日興証券の当社株式の所有割合が37.60%であること、本取引は中富一榮氏によるMBOに該当し、中富一榮氏がその保有する当社株式を売却することは予定されていないこと等を踏まえると、公開買付者による買収提案に対する対抗提案がなされる可能性は高くないと考えられるため、上記の間接的なマーケット・チェックが採用されていることをもって、積極的なマーケット・チェックを実施しなくとも特段、本取引の公正性が阻害されることはないと考えられる。

したがって、本取引はMBOに該当し積極的なマーケット・チェックの実施には馴染みにくい面がある一方で、本取引においては間接的なマーケット・チェックが実施されていることが認められることから、他の買収者による買収提案の機会確保されていると評価できると考えられる。

(4) 一般株主への情報提供の充実とプロセスの透明性の向上

ア 特別委員会に関する情報

当社の開示資料において、本特別委員会の委員の独立性、専門性に関する情報、本特別委員会の意見を最大限尊重する旨の当社取締役会の決議内容、本特別委員会の検討経過、本特別委員会が当社と公開買付者との間の交渉に実質的に関与したことに関する情報、本特別委員会の答申内容及びその理由(本取引の目的の正当性・合理性、本取引の取引条件の公正性・妥当性、本取引に係る手続の公正性、及び本取引を行うことが当社の少数株主にとって不利益なものではないかについての判断理由を含む。)、並びに本特別委員会の委員が役員報酬とは別個に報酬を受領して本特別委員会に臨んでいる旨が開示される予定であるから、特別委員会に関して公正M&A指針が求める情報は十分に開示されるものと認められる。

イ 株式価値算定書に関する情報

当社の開示資料において、当社取締役会がMUMSSから取得した本株式価値算定書の内容について、各算定手法(市場株価分析、類似企業比較分析及びDCF分析)及びそれに基づく当社の株式価値の計算過程に関する情報、MUMSSが当社グループ、公開買付者、本応募合意株主、本財団、本応募金融機関及びSMB C日興証券から独立性を有し、重要な利害関係を有していないことが開示される予定であるから、株式価値算定書に関して公正M&A指針が求める情報は十分に開示されるものと認められる。

ウ その他の情報

当社の開示資料において、以下の事項を含む情報が開示される予定であるため、その他公正M&A指針が求める情報は十分に開示されるものと認められる。

本取引を実施するに至ったプロセス、当社の事業環境に照らして当該時期に本取引を行うことを選択した背景・目的等

本利害関係取締役が本取引に関して当社と利益相反のおそれがあること、及び当社取締役会における本取引の検討においては意思決定の過程から本利害関係取締役を除外していること

当社と公開買付者との間の取引条件に関する協議・交渉の具体的な経緯

対抗提案に対する対応策としての間接的なマーケット・チェックの実施に関する情報

本取引の賛否を決定するための当社取締役会の決議において反対した取締役の有無等

(5) 強圧性の排除

本取引においては、本公開買付けにより、当社株式(但し、本新株予約権の行使により交付される当社株式を含み、当社が所有する自己株式及び本不応募合資株式を除く。)、本新株予約権及び本米国預託証券の全てを取得できなかった場合には、当社の発行済株式の全ての取得(スクイズアウト)を目的とした本株式併合の手続を実施することが予定されている。

そして、公開買付者は、本取引に係る公開買付者の開示書類等において、本株式併合を行う際に、非応募株主に対価として交付される金銭は、本公開買付価格と同一の価格を基準として算定・決定される予定であることを明らかにしていることから、非応募株主が不利に扱われるような推測を生じさせるといった事情は存在せず、また、上記(3)のとおり、公開買付期間が比較的長期に設定されていることと相俟って、当社の株主が本公開買付けに応募するか否かについて適切に判断を行う機会を確保し、これをもって強圧性が生じないように配慮されていると考えられる。

(6) 小括

上記(1)乃至(5)の検討のとおり、本取引においては、公正M&A指針において提示されている各公正性担保措置に則った適切な対応が行われているため、本取引に係る手続の公正性は確保されていると考えられる。

4. 本取引が当社の一般株主にとって公正なものか

上記1.乃至3.の検討のとおり、本取引の目的は正当性・合理性を有すると考えられること、本取引の取引条件は公正かつ妥当であると考えられること、及び本取引の手続は公正なものであると考えられることからすると、本取引は、当社の一般株主にとって公正なものであると考えられる。

5. 当社取締役会が本公開買付けに対して賛同する意見を表明すること及び当社の株主に対して本公開買付けへの応募を推奨することの是非

上記1.乃至4.の検討のとおり、本取引は当社の価値乃至株主の共同の利益の最大化に資するものであり、本取引の目的は合理性を有すると考えられ、また、本取引に係る手続は公正なものであり、かつ、本取引の取引条件は妥当なものであると考えられる。

したがって、本特別委員会は、当社取締役会が本公開買付けに賛同意見を表明すること、並びに当社の株主に対して本公開買付けへの応募を推奨すること、本米国預託証券の所有者に対しては事前に本米国預託証券を本預託銀行に引き渡し、かかる本米国預託証券に表章されていた本米国預託株式に係る当社株式の交付を受けた上で、本公開買付けに応募することを推奨すること、及び本新株予約権者が本公開買付けに応募するか否かについて本新株予約権者の判断に委ねることは、妥当であると考えられる。

当社における利害関係を有しない取締役全員の承認及び利害関係を有しない監査役全員の異議がない旨の意見

当社取締役会は、上記「1.本株式併合の目的」に記載のとおり、西村あさひ法律事務所から受けた法的助言、MUMSSから受けた財務的見地からの助言及び本株式価値算定書の内容を踏まえつつ、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グループの企業価値の向上に資するか否か、及び本公開買付価格を含む本取引に係る取引条件が妥当なものか否かについて、慎重に協議・検討いたしました。

その結果、当社は、上記「1. 本株式併合の目的」に記載のとおり、本公開買付けを含む本取引により当社グループの企業価値の向上が見込まれるとともに、本公開買付価格及び本公開買付けに係るその他の諸条件は当社の株主の皆様にとって妥当であり、本公開買付けは、当社の株主の皆様に対して合理的な株式の売却の機会を提供するものであると判断し、2026年1月6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(中富一榮氏、村山進一氏、磯部雄一氏及び安西祐一郎氏を除く6名)の全員一致で、本公開買付けに賛同の意見を表明するとともに、当社の株主の皆様に対し、本公開買付けに応募することを推奨し、本米国預託証券の所有者の皆様に対し、事前に本米国預託証券を本預託銀行に引き渡し、かかる本米国預託証券に表章されていた本米国預託株式に係る当社株式の交付を受けた上で、本公開買付けに応募することを推奨し、本新株予約権者の皆様に対し、本公開買付けに応募するか否かについて本新株予約権者の皆様のご判断に委ねる旨の決議をいたしました。

なお、当社の取締役のうち、()中富一榮氏は、公開買付者の代表取締役であり本取引後も継続して当社の経営に当たることを予定していることから、()村山進一氏は、当社の株主であり、公開買付者への再出資を予定している中富記念財団の理事を務めていることから、()磯部雄一氏は、公開買付者による本取引の検討を補助していることから、()安西祐一郎氏は、当社の株主であり、公開買付者への再出資を予定している中富健康科学振興財団の理事を務めていることから、いずれも本取引において当社と利益相反のおそれがあることを踏まえて、利益相反の疑義を回避する観点から、当社取締役会における本公開買付けへの意見表明に係る議案の審議及び決議には一切参加しておらず、また、本取引に関し、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参加しておりません。

また、上記取締役会においては、当社監査役4名のうち、中富舒行氏を除く監査役3名(うち社外監査役2名)全員が上記決議に異議がない旨の意見を述べております。中富舒行氏は中富一榮氏の親族であることから、利益相反の疑いを回避するため、上記取締役会における本公開買付けを含む本取引に関する議題の審議には一切参加しておらず、上記取締役会の決議に対して意見を述べることを差し控えております。また、中富舒行氏は、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参加しておりません。

当社における独立した検討体制の構築

当社は構造的な利益相反の問題を排除する観点から、公開買付者、本不応募合意株主、本財団、本応募金融機関及びS M B C日興証券から独立した立場で、本取引に係る検討、交渉及び判断を行う体制を当社の社内に構築いたしました。具体的には、2025年10月20日に本申入書を受領して以降、公開買付者、本不応募合意株主、本財団、本応募金融機関及びS M B C日興証券からの独立性の認められる当社の取締役3名(齋藤久氏、堤信夫氏及び瀧山浩二氏)並びに従業員3名の総勢6名のみで構成される検討体制を構築し、本特別委員会とともに、当社と公開買付者との間の本公開買付価格を含む本取引に係る取引条件に関する交渉過程及び本事業計画の作成過程に関与してまいりました。また、上記「 当社における利害関係を有しない取締役全員の承認及び利害関係を有しない監査役全員の異議がない旨の意見」に記載の理由から、これらの過程に、中富一榮氏、村山進一氏、磯部雄一氏及び安西祐一郎氏を関与させないこととしており、2026年1月6日に至るまでかかる取扱いを継続しております。

また、かかる取扱いを含めて、当社の社内に構築した本取引の検討体制、具体的には本取引に係る検討、交渉及び判断に関与する役職員の範囲及びその職務(本事業計画の作成等の高い独立性が求められる職務を含みます。)は西村あさひ法律事務所の助言を踏まえたものであり、独立性の観点から問題がないことについては、本特別委員会の承認を得ております。

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、法令において定められた公開買付けに係る買付け等の最短期間が20営業日であるところ、公開買付期間を30営業日に設定しているとのことです。公開買付期間を法令の最短期間に照らして長期に設定することにより、当社の株主の皆様の本公開買付けに対する応募について適切な判断機会を確保するとともに、当社株式について公開買付者以外の者にも対抗的な買付け等を行う機会を確保することにより、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。また、公開買付者と当社は、当社が公開買付者以外の者(以下「対抗的買収提案者」といいます。)と接触することを禁止するような取引保護条項を含む合意等、当該対抗的買収提案者が当社との間で接触等を行うことを制限するような内容の合意は一切行っており、上記公開買付期間の設定と併せ、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。

なお、本答申書に記載のとおり、本特別委員会は、市場における潜在的な買収者の有無を調査する、いわゆる積極的なマーケット・チェック(本取引の公表前における入札手続等を含みます。)については、M & Aに対する阻害効果の懸念や情報管理の観点等から実務上その実施は必ずしも容易ではないことに加え、現時点における公開買付者、本不応募合意株主、本財団、本応募金融機関及びS M B C日興証券の当社株式の所有割合が30%を超えること、本取引は中富一榮氏によるM B Oに該当し、中富一榮氏がその保有する当社株式を売却することは予定されていないこと等を踏まえると、公開買付者による買収提案に対する対抗提案がなされる可能性は高くないと考えられることから、積極的なマーケット・チェックを行っていないことをもって、本公開買付けにおける手続の公正性を損なうものではない旨の判断をしております。

4. 本株式併合の効力が生ずる日

2026年5月13日(予定)

以 上