

【表紙】

【提出書類】	公開買付届出書
【提出先】	関東財務局長
【提出日】	2026年5月12日
【届出者の氏名又は名称】	株式会社メディバルホールディングス
【届出者の住所又は所在地】	東京都中央区京橋三丁目1番1号
【最寄りの連絡場所】	東京都中央区京橋三丁目1番1号
【電話番号】	03(3517)5800(代表)
【事務連絡者氏名】	主席執行役員財務戦略担当 鎗水 博司
【代理人の氏名又は名称】	該当事項はありません
【代理人の住所又は所在地】	該当事項はありません
【最寄りの連絡場所】	該当事項はありません
【電話番号】	該当事項はありません
【事務連絡者氏名】	該当事項はありません
【縦覧に供する場所】	株式会社メディバルホールディングス (東京都中央区京橋三丁目1番1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「公開買付者」とは、株式会社メディバルホールディングスをいいます。

(注2) 本書中の「対象者」とは、株式会社PALTAC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「令」とは、金融商品取引法施行令(昭和40年政令第321号。その後の改正を含みます。)をいいます。

(注6) 本書中の「府令」とは、発行者以外の者による株券等の公開買付けの開示に関する内閣府令(平成2年大蔵省令第38号。その後の改正を含みます。)をいいます。

(注7) 本書中の「株券等」とは、株式に係る権利をいいます。

(注8) 本書中の記載において、日数又は日時に記載がある場合は、特段の記載がない限り、日本国における日数又は日時を指すものとしします。

(注9) 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10) 本書の提出に係る公開買付け(以下「本公開買付け」といいます。)は、日本法で定められた手続及び情報開示基準を遵守して実施されますが、これらの手続及び基準は、米国における手続及び情報開示基準とは必ずしも同じではありません。特に米国1934年証券取引所法(Securities Exchange Act of 1934。その後の改正を含み、以下「米国1934年証券取引所法」といいます。)第13条(e)項又は第14条(d)項及び同条の下で定められた規則は本公開買付けに適用されず、本公開買付けはこれらの手続及び基準に沿ったものではありません。本書及び本書の参照書類に含まれるすべての財務情報は、米国の会計基準に基づくものではなく、従って米国の会社の財務情報と同等の内容とは限りません。また、公開買付者及び対象者は米国外で設立された法人であり、その役員の全部又は一部は米国居住者ではないため、これらの者に対し、米国の証券関連法を根拠として権利又は請求を行使することが困難となる可能性があります。加えて、米国外の法人又はその役員に対し、米国の証券関連法の違反を根拠として、米国外の裁判所において法的手続を開始することができない可能性があります。さらに、米国外の法人又はその役員について米国の裁判所の管轄が認められるとは限りません。

(注11) 本公開買付けに関するすべての手続は、特段の記載がない限り、すべて日本語において行われるものとしします。本公開買付けに関する書類の全部又は一部については英語で作成されますが、当該英語の書類と日本語の書類との間に齟齬が存在した場合には、日本語の書類が優先するものとしします。

(注12) 本書中の記載には、米国1933年証券法(Securities Act of 1933。その後の改正を含みます。)第27A条及び米国1934年証券取引所法第21E条で定義された「将来に関する記述」(forward-looking statements)が含まれています。既知もしくは未知のリスク、不確実性又はその他の要因により、実際の結果が「将来に関

する記述」として明示的又は黙示的に示された予測等と大きく異なることがあります。公開買付者又はその関連者（affiliate）は、「将来に関する記述」として明示的又は黙示的に示された予測等が結果的に正しくなることを保証するものではありません。本書中の「将来に関する記述」は、本書提出日時時点で公開買付者が有する情報を基に作成されたものであり、法令又は金融商品取引所規則で義務付けられる場合を除き、公開買付者又はその関連者は、将来の事象や状況を反映するために、その記述を更新又は修正する義務を負うものではありません。

- (注13) 公開買付者及びその関連者、公開買付者及び対象者の各ファイナンシャル・アドバイザー並びに公開買付代理人（これらの関連者を含みます。）は、それらの通常の業務の範囲において、日本の金融商品取引関連法規制その他の適用ある法令上許容される範囲で、米国1934年証券取引所法規則14 e - 5 (b)の要件に従い、対象者の株式を自己又は顧客の勘定において、本公開買付けの開始前、又は本公開買付けにおける買付け等の期間（以下「公開買付期間」といいます。）中に本公開買付けによらず買付け又はそれに向けた行為を行う可能性があります。そのような買付けに関する情報が日本で開示された場合には、当該買付けを行った者のウェブサイトにおいても英文で開示が行われます。また、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。）に従って株主による単元未満株式の買取請求権が行使された場合、対象者は法令の手續に従い本公開買付けの開始前又は公開買付期間中に自己の株式を買い取ることがあります。

第1【公開買付要項】

1【対象者名】

株式会社PALTAC

2【買付け等をする株券等の種類】

普通株式

(注) The Bank of New York Mellon (以下「本預託銀行」といいます。)が2025年9月29日付で米国証券取引委員会に、対象者の普通株式(以下「対象者株式」といいます。)について米国預託証券(以下「本米国預託証券」といいます。)に係る届出書(Form F-6EF)を提出しておりますが、本米国預託証券については、府令第5条第3項第3号の規定に基づきその買付け等の申込み又は売り付け等の申込みの勧誘が行われないことについて関東財務局長の承認を受けております。

3【買付け等の概要】

公開買付けの目的	完全子会社化
買付け等の期間	2026年5月12日(火曜日)から2026年7月7日(火曜日)まで(41営業日)
買付け等の価格	普通株式1株につき、金6,650円
買付予定数の下限	8,676,100(株)(注)
買付予定数の上限	(株)
対象者の意見	本公開買付けに賛同し、対象者の株主の皆様が本公開買付けに応募することを推奨する

(注) 当該買付予定数の下限について、買付け等を行った場合における買付け等後の株券等所有割合(法第27条の2第8項に規定する株券等所有割合をいい、その者に同条第1項第1号に規定する特別関係者がある場合にあっては、その株券等所有割合を加算したものをいいます。)は66.67%(小数点以下第三位を四捨五入。)となります。なお、対象者が2026年5月11日に公表した「2026年3月期 決算短信〔日本基準〕(非連結)」(以下「対象者決算短信」といいます。)に記載された2026年3月31日現在の対象者の発行済株式総数(62,000,000株)から、対象者決算短信に記載された同日現在の対象者が所有する自己株式数(1,205,776株)を控除した60,794,224株に係る議決権の数(607,942個)を分母として計算しております。

4【買付け等の目的】

(1)【公開買付けの目的の概要】

公開買付者は、本書提出日現在、株式会社東京証券取引所(以下「東京証券取引所」といいます。)プライム市場に上場している株式会社であり、子会社32社(対象者を含みます。)及び関連会社19社からなる企業グループ(以下、当該企業グループを「公開買付者グループ」といいます。)を構成しており、国内最大級のネットワークを通じて、医療用医薬品等卸売事業、化粧品・日用品、一般用医薬品卸売事業、及び動物用医薬品・食品加工原材料卸売等関連事業を展開しております。

公開買付者は、本書提出日現在、東京証券取引所プライム市場に上場している対象者株式31,853,485株(所有割合(注):52.40%)を所有し、対象者を連結子会社としております。

(注) 「所有割合」とは、対象者決算短信に記載された2026年3月31日現在の発行済株式総数(62,000,000株)から、対象者決算短信に記載された同日現在の対象者が所有する自己株式数(1,205,776株)を控除した株式数(60,794,224株)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。

この度、公開買付者は、2026年5月11日開催の取締役会決議により、対象者の株主を公開買付者のみとして対象者を完全子会社化することを目的とする一連の取引(以下「本取引」といいます。)の一環として対象者株式のすべて(ただし、公開買付者が所有する対象者株式及び対象者が所有する自己株式を除きます。)(以下「本公開買付対象株式」といいます。)を取得するため、本公開買付けにおける対象者株式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。)を6,650円として、本公開買付けを実施することを決定いたしました。

公開買付者は、買付予定数の下限を8,676,100株(所有割合:14.27%)としており、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(8,676,100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いません。他方、公開買付者は、本公開買付けにおいて、本公開買付対象株式を取得することを企図しておりますので、買付予定数の上限は設けておらず、応募株券等の数の合計が買付予定数の下限(8,676,100株)以上の場合には、応募株券等の全部の買付け等を行います。

買付予定数の下限(8,676,100株)は、本公開買付けが成立した場合に公開買付者が所有することとなる対象者の議決権数の合計が対象者の議決権総数の3分の2以上となるように、対象者決算短信に記載された2026

年3月31日現在の対象者の発行済株式総数(62,000,000株)から、対象者決算短信に記載された同日現在の対象者が所有する自己株式数(1,205,776株)を控除した株式数(60,794,224株)に係る議決権の数(607,942個)に3分の2を乗じた数(405,295個、小数点以下切り上げ)から、本書提出日現在の公開買付者が所有する対象者株式(31,853,485株)に係る議決権の数(318,534個)を控除した議決権の数(86,761個)に、対象者の単元株式数である100株を乗じた数です。このような買付予定数の下限を設定した理由は、本取引において、公開買付者は、対象者を公開買付者の完全子会社とすることを目的としているところ、本公開買付けが成立したものの、本公開買付けにより、本公開買付対象株式を取得できず、下記「(4)公開買付け後の組織再編等の方針」に記載する株式併合の手続を行う場合には、会社法第309条第2項に規定する株主総会における特別決議が要件とされているため、公開買付者のみによって当該要件を満たすことができるようにするためです。

公開買付者は、本公開買付けが成立したものの、本公開買付けにより本公開買付対象株式を取得できなかった場合には、本公開買付けの成立後、対象者の株主を公開買付者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。)の実施を予定しております。本スクイーズアウト手続の概要については、下記「(4)公開買付け後の組織再編等の方針」をご参照ください。

公開買付者は、下記「9 買付け等に要する資金」の「(2)買付け等に要する資金に充当しうる預金又は借入金等」の「届出日以後に借入れを予定している資金」に記載のとおり、本公開買付けを含む本取引に要する買付代金を、株式会社みずほ銀行(以下「みずほ銀行」といいます。)からの借入れ(以下「本銀行融資」といいます。)により充当する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おります。なお、本銀行融資に係る融資条件の詳細は、みずほ銀行と別途協議の上、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おります。

また、対象者が2026年5月11日に公表した「当社親会社である株式会社メディパルホールディングスによる当社株式に対する公開買付けに関する賛同の意見表明及び応募推奨のお知らせ」(以下「対象者プレスリリース」といいます。)によれば、対象者は、2026年5月11日開催の対象者の取締役会(以下「対象者取締役会」といいます。)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、対象者の株主の皆様が本公開買付けに応募することを推奨する旨の決議を行ったとのことです。

対象者の意思決定の詳細については、対象者プレスリリース及び下記「(2)公開買付けを実施するに至った背景、目的及び意思決定の過程並びに買付け等後の経営方針」の「対象者の公開買付けに関する意見の内容、根拠及び理由」をご参照ください。

(2)【公開買付けを実施するに至った背景、目的及び意思決定の過程並びに買付け等後の経営方針】

【公開買付者が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、1898年10月に神戸市に創業したことに始まり、1923年5月に株式会社三星堂として設立されました。その後、1995年9月に東京証券取引所及び株式会社大阪証券取引所(以下「大阪証券取引所」といいます。)の各市場第二部に上場し、1997年9月にはそれぞれ市場第一部に指定(2003年12月に大阪証券取引所市場第一部の株式等を上場廃止)され、2022年4月には東京証券取引所の市場区分見直しにより東京証券取引所プライム市場へ移行しております。公開買付者は、創業以来、医薬品卸を中心に事業を営み、2000年4月に株式会社三星堂、クラヤ薬品株式会社及び東京医薬品株式会社の医薬品卸3社での合併をきっかけに全国を網羅する流通プラットフォームを構築し、商号を株式会社クラヤ三星堂とし、2004年10月に医療用医薬品等卸売事業の営業を分割して持株会社体制へ移行するとともに、商号を株式会社メディセオホールディングスに変更いたしました。2005年10月には株式交換の方法により対象者を公開買付者の完全子会社とする経営統合を図り、事業フィールドを「医療と健康、美」に拡大し、これに伴い、商号を株式会社メディセオ・パルタックホールディングスに変更し、2009年10月には現在の商号である株式会社メディパルホールディングスに変更いたしました。公開買付者は、「流通価値の創造を通じて人々の健康と社会の発展に貢献します。」を経営理念に掲げ、人々の「命」と「生活」を多角的に支えるグループ総合力を有しております。その中でも、医療用医薬品等卸売事業においては、豊富な商品を取り扱い、かつ高い出荷精度を維持する高機能物流センターであるALC(注1)を核とした厳格な品質管理と、AR(注2)による専門性の高い情報提供体制を構築し、社会インフラとしての役割を果たすことで、医療用医薬品等卸売業界におけるリーディングカンパニーとして成長してまいりました。

(注1) 「ALC」とは、Area Logistics Centerの略で、主に調剤薬局、病院、診療所に医療用医薬品や医療材料などを供給する高機能物流センターを指します。

(注2) 「AR」とは、Assist Representativesの略で、MR(Medical Representative)認定試験に合格したMS(注3)や薬剤師などに付与した公開買付者グループにおける呼称を指します。

(注3) 「MS」とは、Marketing Specialistの略で、医薬品卸売業の販売担当者を指します。

一方、対象者プレスリリースによれば、対象者は、1898年12月に大阪において小間物商として創業し、以来、地域に根差した事業活動を展開してきたとのことです。1976年10月には商号を株式会社パルタックに変更し、1988年5月には、社団法人日本証券業協会(以下「日本証券業協会」といいます。)より店頭登録銘柄として承

認を受け、東京及び大阪の両地区において株式の売買を開始したとのことです。その後、2004年12月に日本証券業協会の店頭登録を取り消し、株式会社ジャスダック証券取引所に株式を上場したとのことです。

さらに、2005年10月には、医療用医薬品等卸売事業を営む株式会社メディセオホールディングス（なお、同社は公開買付者の前身にあたる会社です。）との株式交換により経営統合を行い、同社の完全子会社となったとのことです。

対象者は、2010年3月には、東京証券取引所市場第一部及び大阪証券取引所市場第一部に再上場し、2015年7月には現在の商号である株式会社PALTACに変更したとのことです。現在は、2022年4月4日に実施された東京証券取引所の市場区分再編により、東京証券取引所プライム市場に移行しているとのことです。

本書提出日現在、対象者グループ（注4）は、公開買付者を親会社とする公開買付者グループに属しており、化粧品・日用品、一般用医薬品をメーカーから仕入れ、全国の小売業に販売することを主たる事業としているとのことです。対象者グループは、メーカーと小売業の間に立ち、流通段階で欠かすことのできない物流、在庫管理（注5）、情報伝達、金融（注6）等の卸売業としての機能を提供しているとのことです。

（注4） 「対象者グループ」とは、対象者及び非連結子会社をいいます。なお、2026年3月31日現在、対象者グループは、対象者及び非連結子会社3社で構成されているとのことです。

（注5） 「在庫管理」機能とは、メーカーと小売業の間で在庫を保有し、需要変動や発注ロットの差を吸収することで、需給調整やリードタイムの短縮を実現することを指しているとのことです。

（注6） 「金融」機能とは、商取引に付随した掛売等の信用供与を行い、メーカーと小売業の間での資金繰りを調整することを指しているとのことです。

対象者は、持続的な成長に向けた事業運営において、労働人口の減少、少子高齢化の進行、価値観の多様化及び気候変動や資源エネルギーの不足を、構造的かつ中長期にわたる環境変化として認識しているとのことです。これらの変化は、国内経済の縮小に伴う収益の減少や、事業運営コストの上昇による収益性の低下といったリスクをもたらす一方、労働人口の減少を背景に小売業においても人員確保が困難となる中で、より効率性の高い物流機能を有する卸売業者が選好されるようになること、また、少子高齢化や価値観の多様化に伴う消費構造の複雑化により、対象者が保有する仕入・販売等の実流通データを活用したソリューションに対するニーズが高まることで、新たな収益機会を生じさせ得るものと考えているとのことです。

このような環境の下、対象者は、長期ビジョン「つなぐ力で人と社会のミライを創る」を掲げ、生活必需品の中間流通を担う企業として培ってきた全国規模の物流網、小売業及びメーカーとの継続的な取引関係並びに仕入・販売・物流等に関する情報資産を基礎として、既存事業の競争優位性を一段と高めていくことを志向しているとのことです。加えて、これらの基盤を、対象者が保有する仕入・販売等の実流通データを活用した取引先への需要分析・販促提案等のソリューション提供、物流機能の他分野への展開及び国内外における調達網の拡充等の取り組みを通じ、対象者の既存事業を起点として展開し得る周辺領域及び新たな領域へ応用し、サプライチェーンの最適化により広い範囲で価値を提供していくことを目指しているとのことです。

対象者はその実現に向け、2027年3月期までの3か年を「構造改革による変革基盤の構築」の期間と位置付け、中期経営計画「PALTAC VISION 2027」（以下「対象者中期経営計画」といいます。）に取り組んでいるとのことです。具体的には、既存事業の収益性改善を通じて成長投資の原資を確保するとともに、次世代物流モデルの開発及び共同物流の推進を含む物流機能の強化、商品調達力の強化をはじめとする営業機能の強化、並びにこれらを支える流通データの活用基盤整備等、新たな価値提供に向けた取り組みを推進しているとのことです。

公開買付者と対象者の資本関係は、2004年10月、会社分割の方法により持株会社となった公開買付者（旧商号株式会社メディセオホールディングス、2009年10月より現商号）が、2005年10月に対象者との株式交換の方法により対象者を完全子会社化したことによって始まりしました。その後、2010年3月、対象者が公開買付者グループからの独立性を確保し、独自の資金調達をする体制を構築し、積極的に事業展開を図ることで企業価値を向上させることを目的として、東京証券取引所市場第一部及び大阪証券取引所市場第一部に再上場した際に公開買付者が所有する対象者株式の一部であった9,000,000株を売却し、同年3月末時点では、公開買付者が対象者株式21,235,657株（当時所有割合（注7）：57.03%）を所有するに至りました。その後、2012年1月に対象者が株式分割を実施したことにより、公開買付者は対象者株式31,853,485株（当時所有割合：57.03%）を所有することになりました。また、2012年12月に実施した対象者による公募増資及び第三者割当増資並びに対象者が継続的に自己株式取得の方法により実施した対象者株式の取得の結果、本書提出日現在においては、公開買付者は、対象者株式31,853,485株（所有割合：52.40%）を所有するに至っております。

（注7） 「当時所有割合」とは、当該所有の日における各事業年度に係る対象者の有価証券報告書に記載の当該事業年度の末日時点の対象者の発行済株式総数から、同日時点で対象者が所有する自己株式数を控除した株式数に対する割合をいい、小数点以下第三位を四捨五入しております。

公開買付者グループは、「医療と健康、美」を一つの事業フィールドと捉え、ありたい姿として「『医療と健康、美』を広げ、支え、つなぐ健康応援オーケストラ」を掲げており、その実現に向けた戦略として2022年10月に策定した「2027 メディパル中期ビジョン」を推進しております。公開買付者グループは、医療用医薬品等卸売事業や、対象者が担う化粧品・日用品、一般用医薬品卸売事業を「基盤事業」として、着実に成長・深化させつつ、新規事業、医療機器・試薬事業、アグロ・フーズ事業（注8）を重点事業と位置付けて、事業ポートフォリオのシフトを戦略的に進めることで、単なる事業規模の拡大のみではなく、経営資源を重点事業にシフトし、

成長させていくことを目指しております。公開買付者にとって、対象者は公開買付者グループの基盤事業の1つを担う中核企業であり、医療用医薬品とは別個独立した化粧品・日用品、一般用医薬品卸売業のリーディングカンパニーとして、同業界において、強い顧客基盤と顧客への優れた提案力をもとに確固たる地位を築いており、公開買付者グループの重要な子会社と位置付けております。

(注8) 「アグロ・フーズ事業」とは、動物用医薬品・食品加工原材料卸売等関連事業の略称です。

対象者は、長期ビジョンとして「つなぐ力で人と社会のミライを創る」を掲げ、創業以来、「卸」として流通を通じて築きあげてきた「つなぐ力」を人・デジタル・パートナーシップを通じて発展させ、「流通ネットワークにイノベーションをもたらす」との想いのもと既存事業の深掘りと新規事業の創出という二つの柱で成長を続けてきているとの認識です。2024年5月には、対象者中期経営計画を策定しており、国内の既存事業を深化させることに加えて、これまで培った物流や情報のネットワークをグローバル展開や新たな領域へと応用し、事業フィールドそのものを広げていく「流通のイノベーション」に挑戦しているとの認識です。

対象者は現在、公開買付者グループの事業フィールドである「医療と健康、美」の中でも「健康、美」の領域において既に公開買付者グループを支える中心的な存在であります。将来的には、対象者が有する「業界No.1の物流生産性」と「生活必需品の流通ネットワーク」をさらに進化させることで、従来の事業領域に留まらず、既存事業の周辺領域での新たな価値提供やグローバル展開の強化による収益性の向上を図り、新たなフィールドへ価値を提供していくことを志向しており、公開買付者は、公開買付者グループにおける対象者の重要度がさらに増していくと考えております。

このように両社がそれぞれの強みを活かして新たな価値創造と事業フィールドの拡張を目指すなか、公開買付者が所有する対象者株式の一部を売却した2010年3月当時に比して、公開買付者グループ及び対象者を取り巻く外部環境においては、構造的な事業環境の変化が加速しております。具体的には、第一に、高齢化や人口減少を背景とした医療財政の逼迫により、医療・介護の重心が病院内から地域・在宅へと移り、予防・未病から生活機能維持までを社会全体で支える「医療と生活の融合」が進展することで、医薬品、日用品、食品といった商品ごとの境界が消滅しつつあります。第二に、社会全体における働き手不足や物流コストの上昇といった制約の下、従来の流通モデルから、社会インフラとしてより持続可能で最適化された新しい供給体制への進化が強く求められております。第三に、ドラッグストアや食品スーパー等を中心に小売業界の再編・集約が進むことで、仕入価格低減のほか、広域的な店舗網運営に伴い調達・在庫管理の一元化が進展し、欠品抑制や需要変動への即応、多品種商品の効率的な供給に対するニーズが一層高まっております。

公開買付者は、こうした事業環境の変化へ対応し、新しい価値を創造するとともに、人々の心身共に健やかな暮らしを支えるためには、個社ごとの最適化や商品を起点とした考え方ではなく、生活者を起点とし、生活者のニーズに寄り添った商品やサービスを総合的に提供し、商品や地域の特性に合わせて最適な方法で商品をお届けする仕組みを構築し、グループ全体で経営資源を効率的・効果的に活用し、素早かつ確かな判断を下すための共通のデータ基盤を整備するという戦略課題を、グループ一体で解決することが不可欠であると考えております。

現状は両社が上場会社として独立した経営を行っており、各々が持つノウハウ等を共有することに一定の制約を受けております。本取引により対象者を完全子会社化することでこの制約を解消し、公開買付者グループの医療用医薬品等卸売事業が持つ「医療関連の厳格な供給要件への対応力」と、対象者が持つ「生活必需品市場での多品種の商品を効率的に供給する中間流通能力」を融合させることにより、社会課題や取引先のニーズに対し、柔軟かつ継続的に対応可能な競争優位性を確立できると考えております。

本取引は、進化し続ける両社の将来像をひとつに結びつけることに寄与すると考えております。これにより、グループを単なる「個別の会社の集まり」としてではなく、グループ丸となって「生活のあらゆる場面」を支える強固な企業集団へと生まれ変わることを目指しています。

より具体的には、公開買付者は、本取引によって対象者を公開買付者の完全子会社とすることで、以下のような取組みやシナジー効果を期待しております。

() 取引先及び生活者へのソリューション提供力の強化

公開買付者グループの医療用医薬品等卸売事業における医療連携ネットワーク、検査サービス、デジタルサービス、及び食品加工原材料卸売等の関連事業を通じて提供可能な、天然由来の多糖類等の機能性を有する原材料と、対象者が有する生活必需品の品揃えや売場設計に関するノウハウを結び付けることで、取引先及び生活者に対する新たなソリューションを実現いたします。具体的には、公開買付者グループが医療用医薬品等卸売事業を通じて把握した、体調の変化等の生活者が抱く潜在的な悩みからくる課題及び需要の兆候に対し、対象者が担う生活必需品の中間流通と密に接続することで、取引先及び生活者の需要に対して、例えばデジタルを活用した生活習慣病等のリスク情報の提供や検査サービスの提供などを通じ、疾患啓発、受診勧奨及び早期発見等といった未病・予防につながる先行的な対応が可能となる枠組みを整えます。これにより、販売先である小売業に対し、生活者の健康ニーズに即した売場設計や在庫配置を含む店舗運営に関する提案を機動的に行うことが可能になると考えております。さらには、こうした店舗運営に対する提案と検査サービスやデジタルサービス等のリソースを有機的に連携させることで、生活者に対しても、健康に課題を感じ始めた段階から、予防、衛生管理、日々のセルフケアに至るまでのプロセスをつないだ、トータルヘルスケアとして価値提供することを目指します。

また、医療と生活をつなぐ過程で蓄積される知見については、仕入先であるメーカーにも、需要変化の兆し及びその背景を、商品企画、商品開発及び生産計画の精度向上に活用し得る情報として共有・活用されることが期待され、新たな商品開発等に寄与するものと考えております。商品開発においては、需要の兆候をとらえた共同開発や、公開買付者グループの食品加工原材料卸売等の関連事業との連携により、生活者の健康意識や利用シーンを踏まえた原材料供給の支援が可能となる結果、メーカーに対する付加価値の高いソリューション提供につながると考えております。

これらの取組みは、対象者を含めた公開買付者グループ全体として、取引先及び生活者との関係性を一層強化するとともに、新たな収益機会の創出及び収益性の向上につながるものと考えております。

() 次世代物流モデルの構築と提供領域の拡大

公開買付者グループは、医薬品等の流通を通じて長年培ってきた厳格な供給要件への対応力と、対象者が構築してきた多品種の商品を安定的かつ効率的に取り扱う運用力に加え、両社がそれぞれの事業を通じて蓄積してきたロボティクス等の自動化に関するノウハウを一体的に活用することで、商品特性や需要条件に応じた最適な供給を提供できる次世代の物流基盤を構築することを目指しております。

本取組みの核心は、既存の物流拠点や輸配送ネットワークなどの物流基盤を単に統合することにとどまらず、商品ごとに求められる供給要件、納品頻度、在庫配置といった条件を踏まえ、需要特性に応じてサービス水準そのものを柔軟に設計・管理・運用できる共通基盤を構築する点にあります。当該基盤を活用することで、需要特性に応じた供給要件への対応力を確保しつつ、過度な個別投資や重複投資を抑制した人材の最適配置及び設備・IT等の効率的な運用が可能となり、対象者を含む公開買付者グループ全体としての持続的な成長及び資本効率の向上につながると見込んでおります。さらには、医薬品や日用品等の卸売業としての物流という枠を超え、物流を取り巻く環境変化への対応が求められる取引先の物流基盤としての活用や、食品等を含む新規分野への展開を通じた新たな収益機会の創出にもつながるものと考えております。

このように、供給要件への対応と運用効率を需要特性に応じて最適化できる物流基盤は、長期的に見て他社による模倣が容易ではない競争力の源泉となり、公開買付者グループ全体の提供価値の向上及び事業基盤の拡張に資するものと考えております。

() データに基づく事業運営の高度化

公開買付者グループ及び対象者がそれぞれの事業を通じて長年にわたり蓄積してきた、販売、需給、物流、品質等に関するデータや運営上の知見を活用し、公開買付者グループ全体における事業運営を支える共通の判断基盤を整備することを目指します。これにより、両社が培ってきた強みや知見を相互に補完し合いながら、経営資源配分や事業運営の精度を一段引き上げることができると考えております。

当該施策は、新たに大規模なシステムを構築することを目的とするものではなく、両社で個別に運用されてきたデータの定義、評価指標、判断の前提条件を整理・共通化することで、事業や機能を横断した比較・分析を可能とする点に重点を置いております。まずは、両社が保有する情報やノウハウの棚卸しを行い、需要把握や供給設計に関するデータを横断的に整理することで、事業運営の判断基準となる情報基盤を整備していくことを想定しております。

これにより、企業ごとの個別最適に依拠した判断をグループ全体最適の観点から整理し、需要領域、供給体制の在り方及び投入すべき経営資源の水準について、より客観的かつ迅速な意思決定を行うことが可能となり、上記()及び()で掲げたシナジーを最大化することにもつながると考えております。さらに、こうしたデータに基づく事業運営の高度化は、グループ内における運営改善や資源配分の精度向上にとどまらず、将来的には、サプライチェーンに関わるデータの連携・活用を通じたDXにも寄与するものと考えており、例えば、取引先メーカーにおける生産計画や商品企画の精度向上に資するデータソリューションの提供などへの発展も可能と考えております。当該施策により、環境変化に柔軟に対応しながら、グループ全体が常に高い水準で利益を創出し続ける「持続的成長の仕組み」を構築するための基盤が形成されることを想定しております。

()人材交流を通じた人材基盤の強化

公開買付者グループ及び対象者は、それぞれの事業領域において、日々の事業運営や現場での取組みを通じて、専門性や知見を着実に積み重ねてまいりました。本取引によりグループとして一体的な事業運営が可能となることで、人材面においても事業や機能を横断した交流・協働が促進され、従業員一人ひとりにとっての活躍のフィールドがさらに広がるとともに、グループ全体としての人材の厚みが増すものと考えております。

こうした人材交流を通じて蓄積される多様な視点や経験は、個々の従業員の成長やキャリア形成を後押しするにとどまらず、上記()から()に掲げた各取組みを具体化していく過程を含め、公開買付者グループ及び対象者の戦略を、現場レベルで具体的かつ継続的に実行していくうえでの重要な基盤となります。事業環境の変化が加速する中において、戦略を構想する力と、それを実装・運営へと落とし込む力の双方を備えた人材層を厚く持つことは、対象者を含めた公開買付者グループ全体の競争力や成長の再現性を高めることにつながるものと考えております。

上記背景、目的、期待するシナジー効果を念頭に、公開買付者は、2025年7月上旬、対象者を完全子会社化することに関する初期的な検討を開始いたしました。その後、公開買付者は、同年9月中旬に公開買付者グループ及び対象者から独立した法務アドバイザーとして西村あさひ法律事務所・外国法共同事業を、同月中旬に公開買付者グループ及び対象者から独立したファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関として野村證券株式会社(以下「野村證券」といいます。)をそれぞれ選任し、本取引に係る具体的な協議・交渉を行う体制を構築し、協議・検討を開始いたしました。その後、公開買付者は、対象者に対して、同年10月21日、本取引実施に向けた検討を開始したい旨の連絡を行い、対象者から、本取引にかかる検討を進める旨の連絡を受領いたしました。その後、同年11月下旬に対象者より想定シナジーに関する質問事項(以下「本質問事項」といいます。)を書面にて受領し、同月28日及び同年12月8日に公開買付者と対象者との間の協議を実施し、同年12月25日、公開買付者より本質問事項に対する書面回答を行いました。かかる協議・検討と並行して、公開買付者は、対象者に対して、2025年12月9日に本取引の背景及び目的、想定されるシナジー並びに本取引を検討・深掘りするためのデュー・ディリジェンス(以下「本デュー・ディリジェンス」といいます。)の申入れに係る法的拘束力のない初期的提案書(以下「意向表明書」といいます。)を提出いたしました。

その後、対象者より本デュー・ディリジェンスに応じる旨の連絡を受領し、公開買付者と対象者は、2025年12月中旬から本取引に向けた具体的な協議・検討を開始いたしました。その後、公開買付者は、本公開買付けの実現可能性及び公開買付者として見込むシナジーの精査のため、2026年2月上旬から同年3月上旬に、対象者に対して本デュー・ディリジェンスを実施するとともに、並行して対象者及び本特別委員会(下記「対象者の公開買付けに関する意見の内容、根拠及び理由」の「()検討体制の構築の経緯」で定義します。)との間で、本取引の意義・目的や、本取引によって創出が見込まれるシナジー効果、本取引後の対象者の経営体制・事業方針について協議を実施いたしました。具体的には、公開買付者は、2026年2月17日に、本特別委員会より、意向表明書を受けた本取引の意義・目的に関して書面による質問を受領し、同月20日、当該質問事項について書面により一部回答を行いました。公開買付者は、同月26日、本取引におけるシナジーや本取引後の成長戦略等に関して書面による再回答の要請及び追加質問を受領したため、当該質問事項について同年3月2日に書面による回答を行うとともに、同月6日開催の本特別委員会によるインタビューにおいて、当該質問事項に対する対面による回答並びに本取引の意義・目的についての質疑応答及び協議を行いました。その後、同月25日に改めて書面による回答を行うとともに、同年4月2日開催の本特別委員会によるインタビューにおいて、当該回答事項に対して対面による質疑応答及び協議を行いました。

また、公開買付者は、2026年3月11日以降、対象者及び本特別委員会との間で、本公開買付価格に関して複数回にわたる交渉を重ねてまいりました。具体的には、公開買付者は、本デュー・ディリジェンスにより得られた情報、当該情報を前提としてファイナンシャル・アドバイザーである野村證券が実施した初期的な対象者株式の価値分析内容を総合的に勘案し、2026年3月11日、対象者が2026年9月末の中間配当を無配とすることを前提として、本公開買付価格を5,650円(前営業日時点の東京証券取引所プライム市場における対象者株式の株価終値4,720円に対して19.70%のプレミアム(小数点以下第三位を四捨五入。プレミアムの数値(%)に関して以下同じです。)、同日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値4,905円(小数点以下を四捨五入。終値単純平均値の計算において以下同じです。)に対して15.19%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4,897円に対して15.38%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4,749円に対して18.97%のプレミアムを加えた価格)とする提案(以下「第1回提案」といいます。)を行いました。これに対し、公開買付者は、2026年3月16日、対象者から第1回提案における本公開買付価格(5,650円)は、対象者の株式価値に関する対象者及び本特別委員会の第三者算定機関による初期的な分析を考慮すると、対象者の少数株主の利益に配慮したものとは到底いえないとして、本公開買付価格の再提案を要請する旨の対象者及び本特別委員会名義の回答書を受領いたしました。

これを受けて、公開買付者は、2026年3月26日、本公開買付価格を5,900円(前営業日時点の東京証券取引所プライム市場における対象者株式の株価終値4,670円に対して26.34%のプレミアム、同日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値4,755円に対して24.08%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4,868円に対して21.20%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4,746円に対して24.32%のプレミアムを

加えた価格)とする提案(以下「第2回提案」といいます。)を行いました。これに対し、公開買付者は、同月30日、対象者から第2回提案における本公開買付価格(5,900円)は、対象者の株式価値に関する対象者及び本特別委員会の第三者算定機関による初期的な分析を考慮すると、対象者の少数株主の利益に配慮したものは到底いえないとして、本公開買付価格の再提案を要請する旨の対象者及び本特別委員会名義の回答書を受領いたしました。

これを受けて、公開買付者は、2026年4月6日、本公開買付価格を6,100円(前営業日時点の東京証券取引所プライム市場における対象者株式の株価終値4,937円に対して23.56%のプレミアム、同日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値4,747円に対して28.50%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4,869円に対して25.28%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4,758円に対して28.21%のプレミアムを加えた価格)とする提案(以下「第3回提案」といいます。)を行いました。これに対し、公開買付者は、同月8日、対象者から第3回提案における本公開買付価格(6,100円)は、対象者の株式価値に関する対象者及び本特別委員会の第三者算定機関による初期的な分析を考慮すると、対象者の少数株主の利益に配慮したものは到底いえないとして、本公開買付価格の再提案を要請する旨の対象者及び本特別委員会名義の回答書を受領いたしました。

これを受けて、公開買付者は、2026年4月10日、本公開買付価格を6,300円(前営業日時点の東京証券取引所プライム市場における対象者株式の株価終値4,857円に対して29.71%のプレミアム、同日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値4,765円に対して32.21%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4,867円に対して29.44%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4,768円に対して32.13%のプレミアムを加えた価格)とする提案(以下「第4回提案」といいます。)を行いました。これに対し、公開買付者は、同日、対象者から第4回提案における本公開買付価格(6,300円)は、対象者の株式価値に関する対象者及び本特別委員会の第三者算定機関による初期的な分析を考慮すると、対象者の少数株主の利益に配慮したものは到底いえないとして、本公開買付価格の再提案を要請する旨の対象者及び本特別委員会名義の回答書を受領いたしました。

これを受けて、公開買付者は、2026年4月15日、本公開買付価格を6,400円(前営業日時点の東京証券取引所プライム市場における対象者株式の株価終値4,714円に対して35.77%のプレミアム、同日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値4,779円に対して33.92%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4,856円に対して31.80%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4,772円に対して34.12%のプレミアムを加えた価格)とする提案(以下「第5回提案」といいます。)を行いました。これに対し、公開買付者は、同月16日、対象者から第5回提案における本公開買付価格(6,400円)は、対象者の株式価値に関する対象者及び本特別委員会の第三者算定機関による初期的な分析を考慮すると、対象者の少数株主の利益に十分配慮したものは全くいえないとして、本公開買付価格の再提案を要請する旨の対象者及び本特別委員会名義の回答書を受領いたしました。

これを受けて、公開買付者は、2026年4月20日、本公開買付価格を6,480円(前営業日時点の東京証券取引所プライム市場における対象者株式の株価終値4,667円に対して38.85%のプレミアム、同日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値4,777円に対して35.65%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4,844円に対して33.77%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4,776円に対して35.68%のプレミアムを加えた価格)とする提案(以下「第6回提案」といいます。)を行いました。これに対し、公開買付者は、同月21日、対象者から第6回提案における本公開買付価格(6,480円)は、対象者の株式価値に関する対象者及び本特別委員会の第三者算定機関による初期的な分析、対象者株式の市場株価動向並びに本取引後に発現が期待されるシナジーの少数株主への公正な分配の観点等を考慮すると、未だ対象者の少数株主の利益に十分配慮したものは全くいえないとして、本公開買付価格の再提案を要請する旨の対象者及び本特別委員会名義の回答書を受領いたしました。

これを受けて、公開買付者は、2026年4月22日、本公開買付価格を6,500円(前営業日時点の東京証券取引所プライム市場における対象者株式の株価終値4,677円に対して38.98%のプレミアム、同日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値4,774円に対して36.15%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4,832円に対して34.52%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4,777円に対して36.07%のプレミアムを加えた価格)とする提案(以下「第7回提案」といいます。)を行いました。これに対し、公開買付者は、同月23日、対象者から第7回提案における本公開買付価格(6,500円)は、対象者の少数株主の利益を図る観点から、対象者株式の過去からの市場株価動向並びに本取引後に発現が期待されるシナジーの少数株主への公正な分配の観点等を考慮すると、対象者の少数株主の利益への配慮が十分であるとは言い難いとして、本公開買付価格の再提案を要請する旨の対象者及び本特別委員会名義の回答書を受領いたしました。

これを受けて、公開買付者は、2026年4月24日、本公開買付価格を6,550円(前営業日時点の東京証券取引所プライム市場における対象者株式の株価終値4,618円に対して41.84%のプレミアム、同日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値4,768円に対して37.37%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4,819円に対して35.92%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4,777円に対して37.12%のプレミアムを加えた価格)とする提案(以下「第8回提案」といいます。)を行いました。これに対し、公開買付者は、同日、対象者から第8回提案における本公開買付価格(6,550円)は、対象者の少数株主の利益を図る観点から、

対象者株式の過去からの市場株価動向並びに本取引後に発現が期待されるシナジーの少数株主への公正な分配の観点等を考慮すると、対象者の少数株主の利益への配慮が十分であるとは言い難いとして、本公開買付価格の再提案を要請する旨の対象者及び本特別委員会名義の回答書を受領いたしました。

これを受けて、公開買付者は、2026年4月27日、本公開買付価格を6,600円（前営業日時点の東京証券取引所プライム市場における対象者株式の株価終値4,612円に対して43.10%のプレミアム、同日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値4,767円に対して38.45%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4,816円に対して37.04%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4,776円に対して38.19%のプレミアムを加えた価格）とする提案（以下「第9回提案」といいます。）を行いました。これに対し、公開買付者は、同月28日、対象者から第9回提案における本公開買付価格（6,600円）は、対象者の少数株主の利益を図る観点から、対象者株式の過去からの市場株価動向並びに本取引後に発現が期待されるシナジーの少数株主への公正な分配の観点等を考慮すると、対象者の少数株主の利益に対し更なる配慮をいただきたいとして、本公開買付価格の再提案を要請する旨の対象者及び本特別委員会名義の回答書を受領いたしました。

これを受けて、公開買付者は、2026年4月30日、対象者が2026年9月末の中間配当及び2027年3月末の期末配当を無配とすることを前提として、本公開買付価格を6,630円（前営業日時点の東京証券取引所プライム市場における対象者株式の株価終値4,667円に対して42.06%のプレミアム、同日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値4,762円に対して39.23%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4,807円に対して37.92%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4,776円に対して38.82%のプレミアムを加えた価格）とする提案（以下「第10回提案」といいます。）を行いました。これに対し、公開買付者は、同年5月1日、対象者から第10回提案における本公開買付価格（6,630円）は、対象者の少数株主への利益に対し更なる配慮の観点から価格をもう一段引上げいただきたいとして、本公開買付価格の再提案を要請する旨の対象者及び本特別委員会名義の回答書を受領いたしました。

これを受けて、公開買付者は、2026年5月7日、本公開買付価格を6,650円（前営業日時点の東京証券取引所プライム市場における対象者株式の株価終値4,645円に対して43.16%のプレミアム、同日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値4,737円に対して40.38%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4,801円に対して38.51%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4,781円に対して39.09%のプレミアムを加えた価格）とする提案（以下「第11回提案」といいます。）を行いました。これに対し、公開買付者は、同月8日、対象者から第11回提案における本公開買付価格（6,650円）を応諾する旨の対象者及び本特別委員会名義の回答書を受領いたしました。

以上の検討、協議を踏まえ、公開買付者は、2026年5月11日、本取引の一環として、本公開買付価格を6,650円として本公開買付けを実施することを決定いたしました。

【買付け等の価格の算定の経緯及び基礎】

（ ）買付け等の価格の算定の経緯

上記「公開買付者が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」をご参照ください。

（ ）買付け等の価格の算定の基礎

公開買付者は、本公開買付価格の公正性を担保するため、本公開買付価格を決定するにあたり、公開買付者及び対象者から独立した第三者算定機関として、公開買付者のファイナンシャル・アドバイザーである野村證券に対して、対象者の株式価値の算定を依頼いたしました。

野村證券は、複数の株式価値算定手法の中から対象者株式の価値算定にあたり採用すべき算定手法を検討の上、市場株価が存在することから市場株価平均法を、対象者と比較可能な上場会社が複数存在し、類似会社比較による対象者株式の株式価値の類推が可能であることから類似会社比較法を、将来の事業活動の状況を算定に反映するためにディスカунテッド・キャッシュ・フロー法（以下「DCF法」といいます。）を算定手法として用いて対象者株式の価値の算定を行い、公開買付者は、野村證券から2026年5月8日付で株式価値算定書（以下「本買付者側株式価値算定書」といいます。）を取得いたしました。（注）

なお、野村證券は公開買付者及び対象者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。また、公開買付者は、下記「(3) 公開買付けの公正性を担保するための措置」に記載の諸要素を総合的に考慮し、対象者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ことから、野村證券から本公開買付価格の公正性に関する意見（フェアネス・オピニオン）を取得しておりません。

野村證券により上記各手法において算定された対象者株式1株当たりの株式価値の範囲は、それぞれ以下のとおりです。

市場株価平均法：4,658円から4,791円

類似会社比較法：2,877円から5,009円

DCF法：5,102円から8,056円

市場株価平均法では、2026年5月8日を基準日として、東京証券取引所プライム市場における対象者株式の基準日終値4,659円、直近5営業日の終値単純平均値4,658円、直近1ヶ月間の終値単純平均値4,679円、直近3ヶ月間の終値単純平均値4,786円及び直近6ヶ月間の終値単純平均値4,791円を基に、対象者株式1株当たりの株式価値の範囲を4,658円から4,791円と算定しております。

類似会社比較法では、対象者と類似する事業を営む上場会社の市場株価や収益性等を示す財務指標との比較を通じて対象者の株式価値を算定し、対象者株式1株当たりの株式価値の範囲を2,877円から5,009円までと算定しております。

DCF法では、対象者より受領し、公開買付者による確認のうえ、野村證券に提供された2027年3月期から2030年3月期までの4期分の事業計画（対象者から受領した事業計画にフリー・キャッシュ・フローは含まれておりません。以下「本事業計画」といいます。）における収益や投資計画、直近までの業績の動向、一般に公開された情報等の諸要素を考慮した2027年3月期以降の対象者の将来の収益予想に基づき、対象者が将来生み出すと見込まれるフリー・キャッシュ・フローを一定の割引率で現在価値に割り引いて対象者の企業価値や株式価値を分析評価し、対象者株式1株当たりの株式価値の範囲を5,102円から8,056円と算定しております。野村證券による株式価値算定の前提となった本事業計画に示される対象者財務予測の数値においては、大幅な増減益を見込んでいる事業年度は含まれておりませんが、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、2027年3月期から2029年3月期の各期において、新拠点設立等を目的とした設備投資額の増減が主因となり、対前年度比較においてフリー・キャッシュ・フローの大幅な増減を見込んでおります。また、本事業計画は、本取引の実行を前提としたものではなく、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、本事業計画には加味されております。

公開買付者は、野村證券から取得した本買付者側株式価値算定書における対象者の株式価値の算定結果に加え、本デュー・ディリジェンスの結果、対象者取締役会による本公開買付けへの賛同の可否及び本公開買付けに対する応募の見通し等を総合的に勘案し、対象者との協議・交渉の結果等を踏まえ、最終的に2026年5月11日開催の取締役会決議により、本公開買付価格を6,650円と決定いたしました。

なお、本公開買付価格である6,650円は、本公開買付けの実施についての公表日の前営業日である2026年5月8日の東京証券取引所プライム市場における対象者株式の終値4,659円に対して42.73%、過去1ヶ月間の終値単純平均値4,679円に対して42.12%、過去3ヶ月間の終値単純平均値4,786円に対して38.95%、過去6ヶ月間の終値単純平均値4,791円に対して38.80%のプレミアムをそれぞれ加えた価格となります。また、本公開買付価格である6,650円は、本書提出日の前営業日である2026年5月11日の東京証券取引所プライム市場における対象者株式の株価終値4,645円に対して43.16%のプレミアムを加えた価格となります。

(注) 野村證券は、対象者の株式価値の算定に際して、公開情報及び野村證券に提供された一切の情報が正確かつ完全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についての検証は行っておりません。対象者及びその関係会社の資産又は負債（金融派生商品、簿外資産及び負債、その他の偶発債務を含みます。）について、個別の資産及び負債の分析及び評価を含め、独自に評価、鑑定又は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。対象者の財務予測（利益計画その他の情報を含みます。）については、公開買付者の経営陣により現時点で得られる最善かつ誠実な予測及び判断に基づき合理的に検討又は作成されたことを前提としております。野村證券の算定は、2026年5月8日までに野村證券が入手した情報及び経済条件を反映したものです。なお、野村證券の算定は、公開買付者の取締役会が対象者の株式価値を検討するための参考に資することを唯一の目的としております。

【対象者の公開買付けに関する意見の内容、根拠及び理由】

() 検討体制の構築の経緯

対象者プレスリリースによれば、対象者は、公開買付者から、2025年10月21日に本取引の実施に向けた検討を開始した旨の通知を受けたとのことです。これを受けて、対象者は、本取引の検討並びに公開買付者との本取引に係る協議及び交渉を行うにあたり、公開買付者は、対象者株式の所有割合が52.40%に達する対象者の支配株主（親会社）であり、また、本取引が構造的な利益相反の問題及び情報の非対称性の問題が典型的に存在する取引に該当することに鑑み、これらの問題に対応し、本取引の公正性を担保するため、2025年11月上旬に公開買付者グループ及び対象者グループ並びに本取引の成否から独立した法務アドバイザーとして弁護士法人大江橋法律事務所（以下「大江橋法律事務所」といいます。）を、公開買付者グループ及び対象者グループ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大和証券株式会社（以下「大和証券」といいます。）をそれぞれ選任したとのことです。

その後、対象者は、公開買付者から改めて2025年12月9日に本取引に関する意向表明書を受領したとのことです。当該提案を受けて、対象者は、本取引の公正性を担保するため、大江橋法律事務所の助言を踏まえ、直ちに、公開買付者から独立した立場で、対象者の企業価値の向上及び対象者の一般株主の皆様の利益の確保の観点から本取引に係る検討、交渉及び判断を行うための体制の構築を開始したとのことです。具体的には、対象者は、下記「(3) 公開買付けの公正性を担保するための措置」の「 対象者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」に記載のとおり特別委員会の設置に向けた準備を進めたうえで、2025年12月22日開催の取締役会決議により、知識・経験・能力のバランスを確保しつつ適正な規模をもって会議体を構成するべく、対象者における常設の特別委員会とは異なる会議体として、経営者としての豊富な経験と幅広い見識を有する吉武一郎氏（対象者独立社外取締役、株式会社ユニカフェ社外取締役）、弁護士としての専門知識及び豊富な経験を有する大石歌織氏（対象者独立社外取締役、東和薬品株式会社社外取締役監査等委員、エスリード株式会社社外取締役、北浜法律事務所・外国法共同事業パートナー、弁護士）及び公認会計士としての財務及び会計に関する専門知識と高い見識を有する疋田鏡子氏（対象者独立社外監査役、青山商事株式会社社外監査役、ユニソルホールディングス株式会社社外取締役監査等委員、疋田公認会計士事務所所長、公認会計士）の3名から構成される特別委員会（以下「本特別委員会」といいます。）（本特別委員会の検討の経緯及び判断内容等については、下記「(3) 公開買付けの公正性を担保するための措置」の「 対象者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。）を設置したとのことです。なお、対象者においては、支配株主等との利益相反リスクについて適切に監視・監督し、コーポレート・ガバナンスの充実に努めることを目的に、取締役会の諮問機関として、全ての独立社外取締役及び独立社外監査役で構成する特別委員会を常設しており、その中から上記3名の候補を選定したとのことです。対象者の独立社外取締役は7名、独立社外監査役は3名ですが、独立社外取締役及び独立社外監査役の全員を委員とした場合には、本取引に係る検討・交渉等の機動性及び効率性等を阻害する可能性が否定できず、かえって一般株主の皆様の利益に合わないことが懸念された一方で、独立社外役員の中での経歴・専門性に照らせば、吉武一郎氏、大石歌織氏、疋田鏡子氏の3名を委員とする会議体とすることで企業経営、法務・リスクマネジメント及び財務・ファイナンス等の観点から、本取引に係る検討・交渉等に関して必要かつ十分な経験及び知見を確保できるとともに、本取引に係る機動的かつ効率的な検討・交渉等を実現することができることを考えたため、吉武一郎氏、大石歌織氏、疋田鏡子氏の3名を本特別委員会の委員として選定したとのことです。

そのうえで、対象者は、本特別委員会に対し、() 本取引の目的の合理性（本取引が対象者の企業価値向上に資するかを含む。）、() 本取引の取引条件（対価の水準、本取引の実施方法及び対価の種類を含む。）の公正性・妥当性、() 本取引の手続の公正性、() 上記()乃至()を踏まえ、本取引が一般株主にとって公正であるか、() 対象者取締役会が本取引を行う旨（本公開買付けに賛同する旨の意見を表明するとともに、対象者株主に対して本公開買付けに応募することを推奨すること、及び、本公開買付け成立後に、本スクイズアウト手続が実施される場合には必要な手続を行うこと。）の意思決定をすることが適切か、について検討し、対象者取締役会に意見を述べること（以下、これらを総称して「本諮問事項」といいます。）を諮問したとのことです。また、対象者取締役会は、本特別委員会の設置にあたり、本特別委員会の判断内容を最大限尊重して本取引に関する意思決定を行うものとし、本特別委員会が本取引の取引条件が公正でないと判断した場合には、対象者取締役会は本取引に賛同しないものとするを決議するとともに、本特別委員会に対し、() 対象者の役職員から、本取引の検討及び判断に必要な情報を受領する権限（特別委員会への出席を要求する権限を含む。）、() 本取引の取引条件及び交渉過程に実質的に関与する権限（対象者に対して意見を述べ又は指示若しくは要請を行うこと及び特別委員会自ら買付候補者と交渉を行うことを含む。）、() 対象者が選任した対象者の外部専門家アドバイザーを承認（追認を含む。）する権限、() 対象者の費用負担において、対象者の外部専門家アドバイザーに助言を求める権限、() 対象者の費用負担において、必要に応じ、自らの外部専門家アドバイザーを選任し、助言を求める権限、() その他、特別委員会の職務を補助する者の承認等、特別委員会が本取引に関する検討及び判断に際して必要と認める事項についての権限を付与することを決議したとのことです（当該取締役会における決議の方法については、下記「(3) 公開買付けの公正性を担保するための措置」の「 対象者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。) 。なお、対象者には下記「(3) 公開買付けの公正性を担保するための措置」の「対象者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」のとおり、対象者社外役員全員を委員とする常設の特別委員会が存在しますが、当該社外役員を含む対象者取締役会は、本諮問事項につき本特別委員会の判断内容を最大限尊重することに同意していることから、常設の特別委員会に重ねて本取引に係る諮問を行わないことを決議したとのことです。

なお、本特別委員会は、下記「(3) 公開買付けの公正性を担保するための措置」の「対象者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」に記載のとおり、2026年1月20日、上記の権限に基づき、公開買付者グループ及び対象者グループ並びに本取引の成否から独立した独自の法務アドバイザーとしてアンダーソン・毛利・友常法律事務所外国法共同事業(以下「アンダーソン・毛利・友常法律事務所」といいます。)を、公開買付者グループ及び対象者グループ並びに本取引の成否から独立した独自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株式会社プルート・コンサルティング(以下「プルート・コンサルティング」といいます。)をそれぞれ選任する旨を決定したとのことです。

また、対象者は、下記「(3) 公開買付けの公正性を担保するための措置」の「対象者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」に記載のとおり、本特別委員会において、対象者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大和証券並びに対象者の法務アドバイザーである大江橋法律事務所について、公開買付者グループ及び対象者グループからの独立性並びに本取引の成否からの独立性及び専門性・実績等に問題がないことを確認のうえ、その選任の承認を受けたとのことです。

さらに、対象者は、下記「(3) 公開買付けの公正性を担保するための措置」の「対象者における独立した検討体制の構築」に記載のとおり、公開買付者グループ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、交渉及び判断に関与する対象者の役職員の範囲及びその職務を含みます。)を対象者の社内に構築するとともに、かかる検討体制に独立性・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たとのことです。

() 検討・交渉の経緯

対象者プレスリリースによれば、対象者は、大和証券から対象者株式の価値算定結果に関する報告、公開買付者との交渉方針に関する助言その他の財務的見地からの助言を受けるとともに、大江橋法律事務所から本取引における手続の公正性を確保するための対応についての助言その他の法的助言を受け、これらを踏まえ、本特別委員会の意見の内容を最大限尊重しながら、本取引の是非及び取引条件の妥当性について慎重に協議及び検討を行ってきたとのことです。

また、公開買付者から2025年12月9日に本取引に関する意向表明書を受領して以降、対象者は、公開買付者との間で、本公開買付価格を含む本取引に係る取引条件について継続的に協議及び交渉を行ってきたとのことです。

具体的には、対象者は、2025年12月9日に本取引に関する意向表明書を受領し、同月22日の対象者取締役会決議により本特別委員会を設置した後、対象者及び本特別委員会における検討・協議を進めたとのことです。なお、対象者は、これに先立ち、2025年10月21日に公開買付者から本取引の実施に向けた検討を開始した旨の通知を受領した後、対象者における初期的な検討・協議を進め、2025年11月27日に、公開買付者に対し、本取引に関する初期的な質問事項を書面にて送付し、同月28日及び同年12月8日に公開買付者と対象者との間の協議を実施し、同年12月25日に、公開買付者から書面による回答を受けたとのことです。当該初期的な検討・協議については、本特別委員会によって、2025年12月22日開催の第1回の会合において承認を受けたとのことです。その後、対象者及び本特別委員会は、2026年2月17日に公開買付者に対し本取引の意義・目的に関する質問事項を書面にて送付したところ、同月20日に、公開買付者から当該質問事項の一部について書面による回答を受けたとのことです。さらに、当該回答を踏まえて、対象者及び本特別委員会が同月26日に追加の質問事項を書面にて送付したところ、同年3月2日に、公開買付者から当該質問事項について書面による回答を受けたとのことです。これらの回答を元に、同月6日に、本特別委員会から公開買付者に対するインタビューを実施したとのことです。その後、同月25日に公開買付者から改めて書面による回答を受けるとともに、同年4月2日開催の本特別委員会において、当該回答事項について公開買付者に対するインタビューを再度行ったとのことです。

本公開買付価格については、対象者は、2026年3月11日以降、公開買付者との間で、複数回にわたる交渉を重ねてきたとのことです。具体的には、対象者及び本特別委員会は、公開買付者が対象者に対して実施した本デュー・ディリジェンスにより得られた情報、対象者の開示した本事業計画に基づく対象者の財務状況、経営状態及び将来の見通し等に関する分析、公開買付者の第三者算定機関である野村證券により実施された初期的な対象者株式の価値分析等の結果を総合的に勘案した結果として、公開買付者から、2026年3月11日に、2026年9月末の中間配当を無配とする前提で、本公開買付価格を5,650円(前営業日時点の東京証券取引所プライム市場における対象者株式の終値4,720円に対して19.70%のプレミアム、同日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値4,905円に対して15.19%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4,897円に対して15.38%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4,749円に対して18.97%のプレミアム)とすることを含む本取引に関する初回提案を受けたとのことです。その後、対象者

及び本特別委員会は公開買付者に対し、同月16日に、当該本公開買付価格は、対象者の少数株主の利益に配慮したものと到底いえないとして、本公開買付価格の抜本的な見直しを要請したとのことです。これを受けて、対象者は、2026年3月26日、公開買付者から、本公開買付価格を5,900円（前営業日時点の東京証券取引所プライム市場における対象者株式の終値4,670円に対して26.34%のプレミアム、同日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値4,755円に対して24.08%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4,868円に対して21.20%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4,746円に対して24.32%のプレミアム）とする旨の再提案を受けたとのことです。これに対して、対象者及び本特別委員会は公開買付者に対し、同月30日に、当該本公開買付価格は、対象者の少数株主の利益に配慮したものと到底いえないとして、本公開買付価格の抜本的な見直しを要請したとのことです。

これを受けて、対象者は、2026年4月6日、公開買付者から、本公開買付価格を6,100円（前営業日時点の東京証券取引所プライム市場における対象者株式の終値4,937円に対して23.56%のプレミアム、同日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値4,747円に対して28.50%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4,869円に対して25.28%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4,758円に対して28.21%のプレミアム）とする旨の再提案を受けたとのことです。これに対して、対象者及び本特別委員会は公開買付者に対し、同月8日に、当該本公開買付価格は、依然として対象者の少数株主の利益に配慮したものと到底いえないとして、本公開買付価格の抜本的な見直しを要請したとのことです。

これを受けて、対象者は、2026年4月10日、公開買付者から、本公開買付価格を6,300円（前営業日時点の東京証券取引所プライム市場における対象者株式の終値4,857円に対して29.71%のプレミアム、同日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値4,765円に対して32.21%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4,867円に対して29.44%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4,768円に対して32.13%のプレミアム）とする旨の再提案を受けたとのことです。これに対して、対象者及び本特別委員会は公開買付者に対し、同日に、当該本公開買付価格は、未だ対象者の少数株主の利益に配慮したものと到底いえないとして、本公開買付価格の抜本的な見直しを要請したとのことです。

これを受けて、対象者は、2026年4月15日、公開買付者から、本公開買付価格を6,400円（前営業日時点の東京証券取引所プライム市場における対象者株式の終値4,714円に対して35.77%のプレミアム、同日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値4,779円に対して33.92%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4,856円に対して31.80%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4,772円に対して34.12%のプレミアム）とする旨の再提案を受けたとのことです。これに対して、対象者及び本特別委員会は公開買付者に対し、同月16日に、当該本公開買付価格は、未だ対象者の少数株主の利益に十分配慮したものと全くいえないとして、本公開買付価格の抜本的な見直しを要請したとのことです。

これを受けて、対象者は、2026年4月20日、公開買付者から、本公開買付価格を6,480円（前営業日時点の東京証券取引所プライム市場における対象者株式の終値4,667円に対して38.85%のプレミアム、同日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値4,777円に対して35.65%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4,844円に対して33.77%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4,776円に対して35.68%のプレミアム）とする旨の再提案を受けたとのことです。これに対して、対象者及び本特別委員会は公開買付者に対し、同月21日に、当該本公開買付価格は、対象者株式の市場株価動向並びに本取引後に発現が期待されるシナジーの少数株主への公正な分配の観点等を考慮すると、未だ対象者の少数株主の利益に十分配慮したものと全くいえないとして、本公開買付価格の抜本的な見直しを要請したとのことです。

これを受けて、対象者は、2026年4月22日、公開買付者から、本公開買付価格を6,500円（前営業日時点の東京証券取引所プライム市場における対象者株式の終値4,677円に対して38.98%のプレミアム、同日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値4,774円に対して36.15%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4,832円に対して34.52%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4,777円に対して36.07%のプレミアム）とする旨の再提案を受けたとのことです。これに対して、対象者及び本特別委員会は公開買付者に対し、同月23日に、当該本公開買付価格は、対象者株式の過去からの市場株価動向並びに本取引後に発現が期待されるシナジーの少数株主への公正な分配の観点等を考慮すると、対象者の少数株主の利益への配慮が十分であるとは言い難いとして、本公開買付価格の再提案を要請したとのことです。

これを受けて、対象者は、2026年4月24日、公開買付者から、本公開買付価格を6,550円（前営業日時点の東京証券取引所プライム市場における対象者株式の終値4,618円に対して41.84%のプレミアム、同日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値4,768円に対して37.37%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4,819円に対して35.92%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4,777円に対して37.12%のプレミアム）とする旨の再提案を受けたとのことです。これに対して、対象者及び本特別委員会は公開買付者に対し、同日に、当該本公開買付価格は、対象者株式の過去からの市場株価動向並びに本取引後に発現が期待されるシナジーの少数株主への公正な分配の観点等を考慮すると、対象者の少数株主の利益への配慮が十分であるとは言い難いとして、本公開買付価格の再提案を要請したとのことです。

これを受けて、対象者は、2026年4月27日、公開買付者から、本公開買付価格を6,600円（前営業日時点の東京証券取引所プライム市場における対象者株式の終値4,612円に対して43.10%のプレミアム、同日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値4,767円に対して38.45%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4,816円に対して37.04%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4,776円に対して38.19%のプレミアム)とする旨の再提案を受けたとのことです。これに対して、対象者及び本特別委員会は公開買付者に対し、同月28日に、当該本公開買付価格は、対象者株式の過去からの市場株価動向並びに本取引後に発現が期待されるシナジーの少数株主への公正な分配の観点等を考慮すると、対象者の少数株主の利益に対し更なる配慮をいただきたいとして、本公開買付価格の再提案を要請したとのことです。

これを受けて、対象者は、2026年4月30日、公開買付者から、対象者が2026年9月末の中間配当及び2027年3月末の期末配当を無配とすることを前提として、本公開買付価格を6,630円(前営業日時点の東京証券取引所プライム市場における対象者株式の終値4,667円に対して42.06%のプレミアム、同日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値4,762円に対して39.23%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4,807円に対して37.92%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4,776円に対して38.82%のプレミアム)とする旨の再提案を受けたとのことです。これに対して、対象者及び本特別委員会は公開買付者に対し、同年5月1日に、当該本公開買付価格は、前回提案から引き上げられているものの、対象者の少数株主の利益に対する更なる配慮の観点から、本公開買付価格の再提案を要請したとのことです。

これを受けて、対象者は、2026年5月7日、公開買付者から、本公開買付価格を6,650円(前営業日時点の東京証券取引所プライム市場における対象者株式の終値4,645円に対して43.16%のプレミアム、同日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値4,737円に対して40.38%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4,801円に対して38.51%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4,781円に対して39.09%のプレミアム)とする旨の再提案を受けたとのことです。そして、2026年5月8日、対象者は公開買付者に対し、公開買付者の提案を応諾する旨の回答を送付し、本公開買付価格を6,650円とすることで合意に至ったとのことです。

以上の検討・交渉過程において、対象者は、本公開買付価格に関する公開買付者との協議及び交渉にあたり、本特別委員会から聴取した意見並びに大和証券及び大江橋法律事務所からの助言を踏まえて検討を行っており、その際、本特別委員会においては、随時、本特別委員会のアドバイザーであるブルータス・コンサルティング及びアンダーソン・毛利・友常法律事務所から助言を受けるとともに、対象者や対象者のアドバイザーとの意見交換を行い、適宜、確認・承認を行ってきたとのことです。具体的には、まず、対象者が公開買付者に対して提示し、また、大和証券及びブルータス・コンサルティングが対象者株式の価値算定において基礎とする対象者の本事業計画の内容、重要な前提条件及び作成経緯等の合理性について、その重要性に鑑み、本特別委員会による本事業計画の内容を承認した後に公開買付者に提示すべきの本特別委員会の意見を踏まえ、2026年1月26日に開催された本特別委員会において、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の確認を受け、承認を受けたとのことです。そのうえで、2026年1月29日に、対象者の本事業計画を公開買付者に提示したとのことです。また、対象者のファイナンシャル・アドバイザーである大和証券は、公開買付者との交渉にあたっては、事前に本特別委員会において審議の上決定した交渉方針に従って対応を行っており、公開買付者から本公開買付価格についての提案を受領した際には、その都度、直ちに本特別委員会に対して報告を行い、公開買付者との交渉方針等について本特別委員会から意見、指示、要請等を受け、これに従って対応を行ったとのことです。

そして、対象者は、2026年5月9日付で、本特別委員会から、本取引は対象者の企業価値向上に資するものであって、本取引の目的は合理性を有すると考えられる旨、本取引の取引条件(対価の水準、本取引の実施方法及び対価の種類を含む。)の公正性・妥当性は確保されていると考えられる旨、本取引の手続の公正性は確保されていると考えられる旨、上記乃至を踏まえ、本取引が一般株主にとって公正であると考えられる旨、対象者取締役会が本取引を行う旨(本公開買付けに賛同する旨の意見を表明するとともに、対象者株主に対して本公開買付けに応募することを推奨すること、及び、本公開買付け成立後に、本スクイズアウト手続が実施される場合には必要な手続を行うこと。)の意思決定をすることが適切であると考えられる旨の答申書(以下「本答申書」といいます。)の提出を受けたとのことです(本答申書の概要については、下記「(3) 公開買付けの公正性を担保するための措置」の「対象者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。)。なお、対象者は、本答申書と併せて、本特別委員会から、2026年5月8日付で本特別委員会がブルータス・コンサルティングから提出を受けた対象者株式に係る株式価値算定書(以下「本株式価値算定書(ブルータス・コンサルティング)」)といいますが、)及び本公開買付価格である1株当たり6,650円が対象者の一般株主にとって財務的見地から公正である旨のフェアネス・オピニオン(以下「本フェアネス・オピニオン(ブルータス・コンサルティング)」)といいますが。)の提出も受けたとのことです(本株式価値算定書(ブルータス・コンサルティング)及び本フェアネス・オピニオン(ブルータス・コンサルティング)の概要については、下記「(3) 公開買付けの公正性を担保するための措置」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及びフェアネス・オピニオンの取得」をご参照ください。))。

() 判断内容

対象者プレスリリースによれば、以上の経緯の下で、対象者は、2026年5月11日開催の対象者取締役会において、大江橋法律事務所から受けた法的助言、大和証券から受けた財務的見地からの助言及び2026年5月

8日付で大和証券から提出を受けた対象者株式に係る株式価値算定書（以下「本株式価値算定書（大和証券）」）といひます。）の内容、並びに本特別委員会を通じてアンダーソン・毛利・友常法律事務所から受けた法的助言、ブルータス・コンサルティングから提出を受けた本株式価値算定書（ブルータス・コンサルティング）及び本フェアネス・オピニオン（ブルータス・コンサルティング）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対象者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・検討を行ったとのことです。

その結果、以下のとおり、対象者としても、公開買付者による本公開買付けを含む本取引を通じた対象者の非公開化が対象者の企業価値の向上に資するとの結論に至ったとのことです。

対象者は、将来の環境変化を見据えた長期ビジョン及び対象者中期経営計画の下、既存事業の深化と価値提供領域の拡張に向けた基盤整備を着実に進めてまいりましたが、今後、より広い事業フィールドへ展開していくためには、これらの取り組みをさらに加速する必要があると考えているとのことです。とりわけ、従来とは異なる領域における運用知見並びに生産から販売に至るサプライチェーン全体の最適化に資するデータ基盤及び機能を補完・強化していくことが、戦略遂行上の重要課題であると捉えているとのことです。

こうした課題認識の下、対象者は、公開買付者グループからの提案を受け、その事業との関係に着目して検討を進めてきたとのことです。公開買付者グループは、医療用医薬品等卸売事業及び対象者が担う化粧品・日用品、一般用医薬品卸売事業を基盤事業として位置付けているとのことです。加えて、医療連携ネットワーク、検査サービス、デジタルサービス、食品加工原材料卸売等の機能を有しており、これらを活用した事業フィールドの拡張を推進してきたとのことです。このように、既存の流通基盤を起点として機能及び提供領域を拡張していくという方向性は、対象者の長期ビジョンと軌を一にするものであり、公開買付者グループは、こうした方向性に沿い、医療等の対象者とは異なる領域において、独自の事業基盤、ネットワーク、データ、人材及びノウハウの強化を進めているとのことです。これらを踏まえ、対象者は、今後の事業展開において、公開買付者グループが有するこれらの資源を対象者の基盤と一体的かつ機動的に活用することが、対象者の戦略の実現可能性を高め、その効果を拡大するうえで有効であると考えているとのことです。

他方で、親子上場を前提とする現行体制の下では、一般株主の利益に配慮する必要があることから、データ・人材・ノウハウの横断的な活用及び中長期的な施策の一体的な推進には一定の制約が存在し、上記のような施策を十分な速度及び範囲で実行するうえでは、構造的な限界があるものと認識しているとのことです。

このような観点から、本取引は、対象者と公開買付者グループ双方の経営資源を一体的に活用することで、対象者が志向してきた変革をさらに加速させるとともに、その展開の範囲を拡大することに資するものであり、特に以下の諸点において中長期的な企業価値向上に資するシナジーの実現が見込まれるものと判断しているとのことです。

・生活者起点の需要把握高度化を通じたソリューション提供力の強化

対象者が、流通データを基盤とした機能提供を通じて、取引先である小売業及びメーカーを含むサプライチェーン全体の最適化に、より広い範囲で寄与していくためには、販売実績の集積として既に顕在化した需要を捉えるにとどまらず、生活者の行動や需要の変化を、その背景にある生活課題、地域特性及び需要の広がり方まで含めて捉える力を高めていくことが重要であると認識しているとのことです。

とりわけ健康関連の需要については、高齢化の進展等を背景として、医療・介護の重心が病院内から地域・在宅へと移行し、予防・未病から生活機能維持に至るまでを社会全体で支える必要性が高まる中、一般用医薬品、健康・衛生関連用品、食品等の複数カテゴリーにまたがって発現する傾向が一層強まっているとのことです。

このような認識の下、本取引を通じて、公開買付者グループが有する医療機関・調剤薬局等との接点、予防・検査関連サービス及びデジタル活用等により得られる情報及び知見を、対象者の流通データと組み合わせることにより、対象者は、健康関連需要の変化を、その兆候に加え、背景にある生活課題、地域差及び複数カテゴリーにまたがる需要発現の状況まで含めて、販売実績として顕在化する前の段階から構造的に把握することが可能になるものと考えているとのことです。

これにより、販売先である小売業に対しては、単品単位ではなく需要テーマを軸とした売場設計や在庫配置等の判断に資する提案を、従来以上に迅速かつ確に行うことが可能となるとのことです。また、仕入先であるメーカーに対しては、需要変化の兆し及びその背景を、商品企画、商品開発及び生産計画の精度向上に活用し得る情報として提供することが可能となり、その結果、生活者に対しても、地域や生活課題に即した商品が、必要なタイミングで適切に提供される確度が高まり、暮らしの中で実際に選択・利用できる価値の質が向上し得るものと考えているとのことです。

対象者は、こうした需要把握の高度化を基盤として、生産から生活者に至るサプライチェーンにおいて、より早い段階から意思決定を支えるソリューションを提供することで、新たな収益機会の創出及び収益性の向上につなげることができると考えているとのことです。

・物流モデルの高度化を通じた価値提供領域の拡大

対象者は、物流を取り巻く環境制約が強まる中、取扱条件や供給要件の異なる商品を前提として、物流センターにおける処理・保管・仕分けの在り方と、その前後の輸配送・納品の在り方を必要な水準に応じて設計し、持続的に供給することを将来に向けた重要な課題と捉えているとのことです。

こうした課題認識の下、対象者は現在、長期ビジョン及び対象者中期経営計画に基づき、従来の物流センターとは一線を画す生産性を備えたセンターの設計・検証を進めるとともに、共同配送をはじめ業種及び慣行を越えた協働による物流ネットワークの構築を進めているとのことです。

本取引を通じて、対象者が有する多品種商品を前提とした高効率物流運営の知見と、公開買付者グループが有する厳格な供給要件を前提とした高効率物流運営の知見に加え、両社がそれぞれの領域において蓄積してきた自動化を前提とした拠点設計及び運営の知見を組み合わせ、発展させることで、単純な生活必需品物流と医薬品物流の掛け合わせにとどまらず、異なる商品や供給条件に対し、それぞれに求められる水準に応じた物流モデルを柔軟に設計・運用し得る体制を構築できるものと考えているとのことです。

これにより、取扱商品特性に応じた拠点配置、納品頻度及び自動化水準等の設計を従来以上に精緻化し、拠点・設備・IT等の共同利用を含む経営資源の有効活用並びに人材の最適配置を進めることが可能となり、物流機能面での資本効率の向上が期待されるとのことです。

さらに、こうした成果を基礎として、中間流通における機能提供にとどまらず、メーカーの物流や小売業の物流等、各事業者が個別に構築・運営してきた物流領域に対しても対象者の物流機能を提供していくとともに、食品等の異なる商品領域への対応を拡張することで、新たな収益機会の創出にもつながるものと考えているとのことです。

・異領域データ連携の実践と知見の獲得

対象者が、データを活用した流通ソリューションの提供や新たな事業領域への展開を進めていくうえでは、サプライチェーン上の多様な企業とのデータ連携が必要となるとのことです。その際、自社領域において蓄積してきたデータの活用に加えて、定義や評価指標、判断の前提条件が異なる領域のデータを接続し、横断的に分析・活用できる状態を整えることが重要であると認識しているとのことです。

対象者は、本取引を通じて、公開買付者グループとともに、需要把握及び物流運営等に関するデータの定義や評価指標の整理・共通化といった実務面、並びにデータ形式の変換やシステム間の接続設計といった技術面の実践の中で、異なるデータ体系を接続し活用するための知見を獲得することを想定しているとのことです。

これにより、対象者が単独で同等の基盤整備を行う場合に要するシステム投資及び運用体制の構築負担を抑えつつ、上記に掲げた需要把握の高度化及び上記に掲げた物流モデルの高度化を支える情報基盤の整備が可能となり、さらに公開買付者グループ以外の企業との連携においても応用し得る知見を獲得できるものと考えているとのことです。

・変革実行を支える人材基盤の強化

対象者は、人材こそが価値創造の源泉かつ最も重要な資産であるとの認識の下、多様な人材が自律的かつ自発的に活躍することを長期ビジョン実現の前提条件として位置付けているとのことです。対象者が志向する価値提供領域の拡張を実行に移すには、既存の事業領域を超えた経験及び知見を備え、事業の企画から運用までを一貫して担い得る人材層の形成が必要であると考えているとのことです。

本取引を契機として、対象者と公開買付者グループは、需要把握や物流モデルの高度化等の重点領域を中心に、機能や会社の枠を越えた共同運営を進めることを想定しており、対象者の人材が複数領域にまたがる課題設定、意思決定及び実装に関与する機会が広がるとのことです。これにより、個々人の経験やキャリアの幅を広げることに加えて、異なる制約条件や業務要件を踏まえながら、外部の情報・機能を自社の事業運営に適合させ得る人材が組織として厚みをもって形成されることにつながると見込んでいるとのことです。対象者は、こうした人材層の厚みが、変革の継続性及び成果の再現性を高め、中長期的な企業価値の向上に資するものと考えているとのことです。

一方で、上場廃止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、上場会社として享受してきた知名度や信用力、人材の確保に影響を及ぼす可能性が想定されますが、対象者の現在の財務状況等を考慮するとエクイティ・ファイナンスの活用による資金調達の必要性は当面見込まれず、これまでの長きにわたる事業活動や社会活動を通じて、従業員や取引先を含めた多数のステークホルダーとの信頼関係を構築出来ていると考えているとのことです。また、公開買付者の有する社会的信用及び認知度に照らすと、公開買付者の完全子会社になったとしても、上場会社である現状と比して対象者の社会的信用や採用活動への悪影響が生じることは考えにくいことから、本取引を通じた非公開化のデメリットは限定的であると考えているとのことです。なお、本取引が実施された場合には、公開買付者以外の既存株主との資本関係は解消することとなるものの、現状においても当該既存株主との間に取引がある場合には独立当事者間として取引が行われていることを踏まえ、既存株主との取引が減少する懸念等は限定的であると考えているとのことです。

また、対象者は、以下の点から、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妥当であり、本公開買付けは、対象者の株主の皆様に対して合理的なプレミアムを付した価格及び合理的な諸条件により対象者株式の売却の機会を提供するものであると判断したとのことです。

- (ア) 下記「(3) 公開買付けの公正性を担保するための措置」の「 対象者における独立した第三者算定機関からの株式価値算定書の取得」に記載されている大和証券による対象者株式に係る株式価値算定結果において、市場株価法及び類似会社比較法による算定結果の上限を上回っており、DCF法による算定結果のレンジの中央値を上回っていること。
- (イ) 下記「(3) 公開買付けの公正性を担保するための措置」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及びフェアネス・オピニオンの取得」に記載のとおり、本株式価値算定書(ブルータス・コンサルティング)におけるブルータス・コンサルティングによる対象者株式に係る株式価値算定結果において、市場株価法及び類似会社比較法による算定結果の上限を上回っており、DCF法による算定結果のレンジの中央値を上回っていること。また、本特別委員会がブルータス・コンサルティングから、本公開買付価格である1株当たり6,650円が、対象者の一般株主にとって財務的見地から公正である旨の本フェアネス・オピニオン(ブルータス・コンサルティング)を取得していること。
- (ウ) 本公開買付価格である6,650円は、本公開買付けの公表日の前営業日である2026年5月8日の東京証券取引所プライム市場における対象者株式の終値の4,659円に対して42.73%、同日までの過去1ヶ月間(2026年4月9日から2026年5月8日まで)の終値単純平均値4,679円に対して42.12%、同日までの過去3ヶ月間(2026年2月9日から2026年5月8日まで)の終値単純平均値4,786円に対して38.95%、同日までの過去6ヶ月間(2025年11月10日から2026年5月8日まで)の終値単純平均値4,791円に対して38.80%のプレミアムをそれぞれ加えた金額であること。当該プレミアム水準は、経済産業省の「公正なM&Aの在り方に関する指針」が発表された2019年6月28日から2026年3月11日までに成立した親会社による国内の時価総額1,000億円以上かつPBRが1倍以上の上場子会社の完全子会社化を目的とした公開買付けの事例(以下「参照事例」といいます。ただし、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を除きます。)18件におけるプレミアム率の平均値は、公表前日終値では33.45%、公表前1ヶ月間の終値単純平均値では35.60%、公表前3ヶ月間の終値単純平均値では37.19%、公表前6ヶ月間の終値単純平均値では38.24%であり、その中央値は、公表日前営業日の終値では25.97%、公表前1ヶ月間の終値単純平均値では31.58%、公表前3ヶ月間の終値単純平均値では34.09%、公表前6ヶ月間の終値単純平均値では36.59%であることから、参照事例と遜色ないプレミアムが付されたものと認められること。
- (エ) 対象者の長期の株価推移に照らして、上場来における対象者株式の終値の最高値である6,650円(2018年6月6日)と同一の価格であること。
- (オ) 下記「(3) 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講じられており、一般株主の利益が確保されていると認められること。
- (カ) 本公開買付価格は、対象者において、下記「(3) 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価格を含む本取引に係る取引条件の公正性を担保するための措置が十分に講じられたうえで、対象者グループ及び公開買付者グループから独立した本特別委員会の実質的な関与の下、公開買付者との間で真摯に交渉を重ね、当初の公開買付者からの提案価格である5,650円から引き上げられた価格であること。
- (キ) 対象者における独立した本特別委員会から取得した本答申書において、下記「(3) 公開買付けの公正性を担保するための措置」の「 対象者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」に記載のとおり、本公開買付価格を含む本取引の取引条件の公正性・妥当性は確保されていると判断されていること。

以上より、対象者は、2026年5月11日開催の対象者取締役会において、本公開買付けに賛同する意見を表明するとともに、対象者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旨の決議をしたとのことです。

なお、上記対象者取締役会における決議の方法は、下記「(3) 公開買付けの公正性を担保するための措置」の「 対象者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。

【公開買付け後の経営方針】

公開買付者は、本取引後の経営方針について、対象者及び本特別委員会との協議を重ね、本特別委員会の意向も踏まえ、上記「 公開買付者が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」に記載の本取引のシナジーを創出し、両社の中長期的な企業価値を最大化するために、現在の対象者の経営方針並びに主体性及び自主性を最大限尊重していくことが重要であると認識しております。

そのため、本取引後における対象者の運営については、以下()乃至()を基本線とし、本公開買付けの成立後、具体的な内容について対象者との間で誠実に協議してまいります。

なお、公開買付者は、対象者を公開買付者の完全子会社とすることを目的としているところ、上記「(1) 公開買付けの目的の概要」及び下記「(4) 公開買付け後の組織再編等の方針」に記載のとおり、本公開買付けにより

本公開買付対象株式を取得できなかった場合には、本公開買付け成立後、本スクイーズアウト手続の一環として、対象者株式の併合又は株式等売渡請求を実施することを予定しております。

- () 公開買付者及び対象者の経営資源を共有し両社の企業価値を最大化するため、本スクイーズアウト手続の完了後速やかに、事業上の提携に関する情報及び意見の交換を通じて、事業上の提携に係る施策・役割分担を具体的に決定すること等を目的として、化粧品・日用品、一般用医薬品卸売事業、医療用医薬品等卸売事業等の検討課題について、公開買付者及び対象者において企業価値向上策を検討するための会議体を設置し、運営する。会議体は、経営層を含めた上、公開買付者及び対象者で均等な人員構成とするものとし、個別の検討課題に応じた分科会を設置するものとする。なお、当該会議体の詳細については、本スクイーズアウト手続の完了までに決定できるよう、別途対象者との間で誠実に協議する。
- () 本取引後においても対象者の迅速な意思決定及び機動的な事業運営が維持されることの重要性を踏まえ、公開買付者のグループ会社に関する諸規程について、本取引成立後早期に対象者と協議のうえ、必要な見直しを検討する。なお、見直しにあたっては、対象者の事業内容・売上規模等を踏まえ、対象者の事業運営に支障をきたさないよう最大限配慮する。
- () 本取引後における対象者の経営陣の体制については、現在の体制を最大限尊重するとともに、対象者の中長期的な企業価値向上及び成長戦略の継続性の観点から、対象者の意向及び事業運営上の必要性を十分に踏まえたうえで検討する。
- () 本取引後も対象者の従業員の雇用条件を不利益に変更しないことを基本方針とする。
- () 本取引後も対象者の商号を維持することを基本方針とし、これを変更する場合には、事前に対象者との間で誠実に協議する。
- () 本取引後、対象者株式の譲渡その他の処分をする場合及び対象者を当事者とする合併等の組織再編行為その他の対象者の経営陣の体制に重大な変更を及ぼす行為を行う場合には、事前に対象者との間で誠実に協議する。
- () 対象者の資金計画につき、本取引後も対象者の現預金の確保並びに成長投資及び設備更新等の必要投資の必要性を十分に尊重し、対象者の成長戦略を最大限促進することができるよう、対象者との間で継続的かつ誠実に協議する。

(3) 【公開買付けの公正性を担保するための措置】

公開買付者及び対象者は、公開買付者が、その対象者株式の所有割合が52.40%に達する対象者の支配株主（親会社）であり、公開買付者と、対象者の公開買付者以外の株主との間で構造的な利益相反の問題及び情報の非対称性の問題が典型的に存在する取引に該当することに鑑み、これらの問題に対応し、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として、対象者及び公開買付者は以下の乃至の措置を講じております。以下の記載のうち、対象者において実施した措置については、対象者プレスリリース及び対象者から受けた説明に基づくものです。

なお、上記「(1) 公開買付けの目的の概要」に記載のとおり、本書提出日現在、公開買付者は、対象者株式を31,853,485株（所有割合：52.40%）所有しているため、本公開買付けにおいて、いわゆる「マジョリティ・オブ・マイノリティ」（Majority of Minority）の買付予定数の下限を設定すると、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対象者の少数株主の利益に資さない可能性もあるものと考え、本公開買付けにおいていわゆる「マジョリティ・オブ・マイノリティ」（Majority of Minority）の買付予定数の下限は設定しておりません。もっとも、公開買付者及び対象者において、本公開買付価格の公正性を担保するための措置として、以下の乃至の措置を講じていることから、対象者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おります。

公開買付者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

公開買付者は2026年5月8日付で野村證券から、対象者の株式価値の算定結果に関する本買付者側株式価値算定書を取得しております。詳細については、上記「(2) 公開買付けを実施するに至った背景、目的及び意思決定の過程並びに買付け等後の経営方針」の「買付け等の価格の算定の経緯及び基礎」をご参照ください。

対象者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

() 対象者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

対象者プレスリリースによれば、対象者は、本公開買付けに関する意見表明を行うにあたり、公開買付者グループ及び対象者グループ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大和証券に対して、対象者の株式価値の算定を依頼し、2026年5月8日付で、本株式価値算定書（大和証券）を取得したとのことです。なお、大和証券は、公開買付者グループ及び対象者グループ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いないとのことです。また、対象者は、公開買付者及び対象者において、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を実施していることから、大和証券から本公開買付価格の公正性に関する意見（フェアネス・オピニオン）は取得していないとのことです。

なお、大和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、対象者は、同種の取引における一般的な実務慣行等も勘案のうえ、上記の報酬体系により大和証券を対象者のファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関として選任したとのことです。また、本特別委員会は、2025年12月22日開催の第1回の会合において、大和証券の独立性及び専門性・実績等に問題がないことを確認のうえ、対象者のファイナンシャル・アドバイザーとして承認したとのことです。

() 対象者株式に係る算定の概要

対象者プレスリリースによれば、大和証券は、複数の算定手法の中から対象者株式価値算定にあたり採用すべき算定手法を検討のうえ、対象者が継続企業であるとの前提の下、対象者株式の価値について多面的に評価することが適切であるとの考えに基づき、対象者の市場株価の動向を勘案した市場株価法、対象者と比較可能な上場会社が複数存在し、類似会社比較による対象者株式の株式価値の類推が可能であることから類似会社比較法及び対象者業績の内容や予想等を評価に反映するためにDCF法を算定方法として用いて対象者の1株当たりの株式価値の分析を行い、対象者は、2026年5月8日付で大和証券より本株式価値算定書（大和証券）を取得したとのことです。

上記各手法に基づいて算定された対象者株式の1株当たりの株式価値の範囲は以下のとおりとのことです。

市場株価法 : 4,659円から4,791円

類似会社比較法 : 4,241円から5,535円

DCF法 : 4,950円から6,776円

大和証券が対象者株式価値算定の前提とした本事業計画は、本取引の検討を目的として公開買付者との間で利害関係を有しない対象者取締役及び従業員で組成されたチーム（具体的には、対象者取締役1名（嶋田政治氏）及び執行役員3名並びにその他職員6名の計10名で構成されております。）で策定しており、その後、本特別委員会における検討を経て承認されているとのことです。対象者では通常、3期分の中期経営計画を策定しておりますが、足元のインフレ移行に伴い、一過性とする想定を上回る取引先との条件変更が発生し、その影響を3年間で十分に織り込むことは困難と判断したとのこと

す。加えて、2027年3月期から2030年3月期までに実施する大規模投資の効果を反映するため、対象期間を1期延長し、2030年3月期までを本事業計画の対象期間として設定しているとのことです。

また、本事業計画における2027年3月期にかかる営業利益計画値(253億円)は、対象者が2024年5月13日に公表した対象者中期経営計画における2027年3月期の営業利益目標値(300億円)を下回る内容となっているとのことです。

これは、対象者中期経営計画における計画値が定量目標値であるという性質も踏まえ、対象者が価値算定の前提となる本事業計画を策定するにあたり、以下に述べるとおり、対象者中期経営計画の策定時点から直近に至るまでの間の事業環境及び業績動向の変化を反映し、対象者経営陣の最新かつ最善の予測に基づく計画に基づき対象者の企業価値を算定したうえで本公開買付価格の妥当性を検討することがより適切であると判断し、対象者中期経営計画における定量目標値とは異なる数値を採用したことによるものとのことです。

すなわち、事業環境の変化については、物価上昇により、消費者マインドが低下し、対象者取扱商品の数量の伸びが限定的となったことに加え、対象者の販売先である大手小売業の統合が大きく進展し、取引条件が対象者にとってより厳しく変化しているとのことです。また、これらの企業統合の進展により、取引先の交渉力が相対的に強まり、対象者の属する業界全体で取引条件の変更圧力が一段と高まっていると認識しているとのことです。加えて、近年の人件費単価の上昇と、物流業界における労働基準法の改定に伴う配送単価の上昇が、いずれも想定を上回る水準にあるとのことです。

2026年3月期においては、主に2026年3月期後半に決定した販売先との間の取引条件変更による影響があったほか、販売先との取引拡大及び配送単価上昇に伴い配送費が想定を上回ったこと、出荷数量が伸び悩む中で小売業の店舗数が増加したことに伴う対象者の物流拠点における出荷生産性の低下、人手不足の深刻化を背景とした庫内作業人件費単価の上昇及び外部倉庫利用の拡充等、販売費及び一般管理費の増加にかかる複合的な要因により、営業利益が、2025年5月12日に公表した「2025年3月期 決算短信〔日本基準〕(非連結)」に記載の業績予想の営業利益を約25億円下回る結果となるとのことです。

2027年3月期においては、2026年3月期に対象者業績を押し下げた上記の要因について、改善取組により一部回復を見込むものの、人件費単価や配送単価の上昇は外部環境の変化による側面が強く、完全な解消には至らず、一定程度その影響が継続すると判断しているとのことです。また、2026年3月期後半に決定した販売先との間の取引条件の変更については、年間を通じて影響を与えることが合理的に見込まれるため、当該前提を置いているとのことです。

さらに、2027年3月期には販売先の経営方針の転換に伴い取引見直しが予定されていることから、それらに係る売上及び利益の減少を本事業計画に織り込んでいるとのことです。

他方で、本事業計画における売上高は、物価上昇に伴う取扱商品単価の上昇等を反映した結果、対象者中期経営計画における2027年3月期の売上高を上回る水準となると見込んでいるとのことです。

そして、本事業計画における2028年3月期以降については、合理的な想定として、主要取引先における取引条件見直し、及び近年のインフレ環境を踏まえた人手不足を背景とする人件費の上昇、備車代の上昇といった対象者業績を押し下げる構造的なトレンドについては継続するものとしつつ、取扱商材の高付加価値化による収益性の改善や一定の生産性改善の見込みも、本事業計画へ反映しているとのことです。

なお、本取引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、本事業計画には加味していないとのことです。

市場株価法では、2026年5月8日を算定基準日として、対象者株式の東京証券取引所プライム市場における基準日の終値4,659円、直近1ヶ月間(2026年4月9日から2026年5月8日まで)の終値単純平均値4,679円、直近3ヶ月間(2026年2月9日から2026年5月8日まで)の終値単純平均値4,786円及び直近6ヶ月間(2025年11月10日から2026年5月8日まで)の終値単純平均値4,791円を基に、対象者株式の1株当たりの価値の範囲を4,659円~4,791円と算定しているとのことです。

類似会社比較法では、対象者と類似性があると判断される類似上場会社として、株式会社メディopalホールディングス、株式会社あらた、アルフレッサホールディングス株式会社、株式会社スズケン、東邦ホールディングス株式会社、株式会社バイタルケーエスケー・ホールディングス、大木ヘルスケアホールディングス株式会社を選定したうえで、E B I T D Aに対する企業価値の倍率を用いて算定を行い、対象者株式の1株当たり価値の範囲を4,241円~5,535円までと算定しているとのことです。

D C F法では、本事業計画を基に、本事業計画における収益や投資計画、一般に公開された情報等の諸要素を前提として、対象者が2027年3月期以降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対象者の企業価値や株式価値を分析し、対象者株式の1株当たり価値の範囲を4,950円~6,776円までと算定しているとのことです。また、割引率は加重平均資本コストを用い、7.4%~8.4%を採用しており、対象者の規模を考慮し、サイズリスク・プレミアムを含めて算出しているとのことです。継続価値の算定にあたっては乗数モデル及び定率成長モデルを採用し、乗数モデルでは類似会社比較法と同様の類似会社を選定したうえで、E B I T D Aに対する企業価値の倍率

を6.2倍～8.2倍として継続価値を2,451億円～3,242億円と算出しているとのことです。定率成長モデルでは国内外のインフレ率及び対象者が属する業界成長率等を踏まえて、永久成長率は0.50%～1.50%として対象者の継続価値を2,802億円～3,774億円と算定しているとのことです。なお、非事業用資産として、対象者における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た現預金及び投資有価証券等を加算しているとのことです。また、2030年3月期に稼働を開始する新物流センターの一過性費用を控除した前提で継続価値を算出しているとのことです。

大和証券がDCF分析に用いた本事業計画においては、大幅な増減益を見込んでいる事業年度は含まれていないものの、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とのことです。具体的には、2027年3月期に新物流センター開設のための設備投資を開始することにより、フリー・キャッシュ・フローの大幅な減少を見込んでいるとのことです。また、2028年3月期には新物流センターへの設備投資額が増加することにより、さらにフリー・キャッシュ・フローの大幅な減少を見込んでいるとのことです。2029年3月期においては、2028年3月期対比で設備投資額が減少することにより、フリー・キャッシュ・フローの大幅な増加を見込んでいるとのことです。

なお、DCF法で算定の前提とした対象者の本事業計画の数値は以下のとおりとのことです。

(単位：百万円)

	2027年3月期	2028年3月期	2029年3月期	2030年3月期
売上収益	1,281,987	1,327,235	1,374,686	1,423,124
営業利益	25,303	27,160	29,774	30,698
E B I T D A	31,903	33,560	36,174	39,098
フリー・キャッシュ・フロー	11,053	5,529	17,990	18,394

対象者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

() 設置等の経緯

対象者プレスリリースによれば、上記「(2) 公開買付けを実施するに至った背景、目的及び意思決定の過程並びに買付け等後の経営方針」の「 対象者の公開買付けに関する意見の内容、根拠及び理由」に記載のとおり、対象者は、2025年12月22日に開催された取締役会における決議により、本特別委員会を設置いたしました。かかる本特別委員会の設置に先立ち、対象者は、公開買付者グループから独立した立場で、対象者の企業価値の向上及び対象者の一般株主の皆様の利益の確保の観点から本取引に係る検討、交渉及び判断を行うための体制を構築するため、大江橋法律事務所の助言も得つつ、公開買付者グループとの間で利害関係を有しない対象者の社外取締役及び社外監査役に対して、公開買付者から2025年12月9日に本取引の実施に向けた検討・協議を開始したい旨の意向表明書を受領した旨、本取引に係る検討・交渉等を行うにあたっては、本特別委員会の設置をはじめとする本取引に係る取引条件の公正性を担保するための措置を十分に講じる必要がある旨等を2025年12月11日に説明したとのことです。また、対象者は、並行して、大江橋法律事務所の助言を得つつ、本特別委員会の委員の候補となる対象者の社外取締役及び社外監査役の独立性及び適格性等について確認を行うとともに、公開買付者グループとの間で独立性を有すること、及び本取引の成否に関して独立性を有することについても確認を行ったとのことです。そのうえで、対象者の社外取締役及び社外監査役において、大江橋法律事務所の助言を得つつ、協議した結果、異議がない旨が確認されたことから、対象者は、本特別委員会全体としての知識・経験・能力のバランスを確保しつつ適正な規模をもって本特別委員会を構成するべく、吉武一郎氏(対象者独立社外取締役、株式会社ユニカフェ社外取締役)、大石歌織氏(対象者独立社外取締役、東和薬品株式会社社外取締役監査等委員、エスリード株式会社社外取締役、北浜法律事務所・外国法共同事業パートナー、弁護士)及び疋田鏡子氏(対象者独立社外監査役、青山商事株式会社社外監査役、ユニソルホールディングス株式会社社外取締役監査等委員、疋田公認会計士事務所所長、公認会計士)の3名を本特別委員会の委員の候補として選定したとのことです。なお、対象者においては、支配株主等との利益相反リスクについて適切に監視・監督し、コーポレート・ガバナンスの充実を図ることを目的に、取締役会の諮問機関として、全ての独立社外取締役及び独立社外監査役で構成する特別委員会を常設しており、その中から上記3名の候補を選定したとのことです。対象者の独立社外取締役は7名、独立社外監査役は3名ですが、独立社外取締役及び独立社外監査役の全員を委員とした場合には、本取引に係る検討・交渉等の機動性及び効率性等を阻害する可能性が否定できず、かえって一般株主の皆様の利益に合わないことが懸念された一方で、独立社外役員の中での経歴・専門性に照らせば、吉武一郎氏、大石歌織氏、疋田鏡子氏の3名を委員とする会議体とすることで企業経営、法務・リスクマネジメント及び財務・ファイナンス等の観点から、本取引に係る検討・交渉等に関して必要かつ十分な経験及び知見を確保できるとともに、本取引に係る機動的かつ効率的な検討・交渉等を実現すること

ができると考えたため、吉武一郎氏、大石歌織氏、疋田鏡子氏の3名を本特別委員会の委員として選定したとのことです。

そのうえで、対象者は、上記「(2) 公開買付けを実施するに至った背景、目的及び意思決定の過程並びに買付け等後の経営方針」の「対象者の公開買付けに関する意見の内容、根拠及び理由」に記載のとおり、2025年12月22日の取締役会における決議により上記候補者3名を委員とする本特別委員会を設置するとともに（なお、本特別委員会の委員長には対象者独立社外取締役である吉武一郎氏が就任しており、本特別委員会の委員は設置当初から変更されていないとのことです。）、本特別委員会に対し、本諮問事項を諮問したとのことです。また、対象者取締役会は、本特別委員会の設置にあたり、本特別委員会の判断内容を最大限尊重して本取引に関する意思決定を行うものとし、本特別委員会が本取引の取引条件が公正でないとは判断した場合には、対象者取締役会は本取引に賛同しないものとするを決議するとともに、本特別委員会に対し、()対象者の役職員から、本取引の検討及び判断に必要な情報を受領する権限（特別委員会への出席を要求する権限を含む。）、()本取引の取引条件及び交渉過程に実質的に関与する権限（対象者に対して意見を述べ又は指示若しくは要請を行うこと及び特別委員会自ら買付候補者と交渉を行うことを含む。）、()対象者が選任した対象者の外部専門家アドバイザーを承認（追認を含む。）する権限、()対象者の費用負担において、対象者の外部専門家アドバイザーに助言を求める権限、()対象者の費用負担において、必要に応じ、自らの外部専門家アドバイザーを選任し、助言を求める権限、()その他、特別委員会の職務を補助する者の承認等、特別委員会が本取引に関する検討及び判断に際して必要と認める事項についての権限を付与することを決議したとのことです。なお、当該決議に際しては、対象者の常設の特別委員会の構成員である当該社外役員を含む対象者取締役会が、本諮問事項につき本特別委員会の判断内容を最大限尊重することに同意していることを踏まえて、常設の特別委員会に重ねて本取引に係る諮問を行わないことも決議したとのことです。

上記の対象者取締役会においては、対象者の取締役13名のうち、吉田拓也氏及び左近祐史氏は現在も公開買付者の取締役を兼務していること、糟谷誠一氏は過去に公開買付者の取締役を務めていたことに鑑み、対象者取締役会における審議及び決議が、本取引における構造的な利益相反の問題及び情報の非対称性の問題による影響を受けるおそれを排除する観点から、吉田拓也氏、左近祐史氏及び糟谷誠一氏を除く10名の取締役において審議のうえ、全員一致により上記の決議を行ったとのことです。

また、対象者の取締役のうち、吉田拓也氏、左近祐史氏及び糟谷誠一氏は、本取引が構造的な利益相反の問題及び情報の非対称性の問題が典型的に存在する取引に該当することに鑑み、これらの問題による影響を受けるおそれを排除する観点から、上記取締役会を含む本取引に係る取締役会の審議及び決議には参加しておらず、かつ、対象者の立場で本取引の協議及び交渉に参加していないとのことです。

なお、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、本取引の成否にかかわらず固定報酬を支払うものとされているとのことです。

() 検討の経緯

対象者プレスリリースによれば、本特別委員会は、2025年12月22日より2026年5月8日までの間に合計17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したとのことです。具体的には、本特別委員会は、その独立性及び専門性・実績等を検討のうえ、2026年1月20日、公開買付者グループ及び対象者グループから独立した独自の法務アドバイザーとしてアンダーソン・毛利・友常法律事務所を、公開買付者グループ及び対象者グループから独立した独自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ブルータス・コンサルティングを選任する旨を決定したとのことです。本特別委員会は、アンダーソン・毛利・友常法律事務所及びブルータス・コンサルティングが公開買付者グループ及び対象者グループの関連当事者には該当しないこと、及び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ないこと、その他本取引における独立性に問題がないことを確認したとのことです。

また、本特別委員会は、対象者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大和証券並びに対象者の法務アドバイザーである大江橋法律事務所について、その独立性及び専門性・実績等に問題がないことを確認のうえ、その選任を承認したとのことです。

さらに、本特別委員会は、対象者が社内に構築した本取引の検討体制（本取引に係る検討、交渉及び判断に関与する対象者の役職員の範囲及びその職務を含みます。）に独立性・公正性の観点から問題がないことを確認のうえ、承認をしたとのことです。

そのうえで、本特別委員会は、アンダーソン・毛利・友常法律事務所から受けた法的助言及び大江橋法律事務所から聴取した意見を踏まえ、本取引において手続の公正性を確保するために講じるべき措置について検討を行ったとのことです。

本特別委員会は、公開買付者から、本取引を提案するに至った背景、本取引の意義・目的、本取引実施後の経営体制・経営方針等についての説明を受け、質疑応答を行ったとのことです。

また、本特別委員会は、対象者から、本取引の意義・目的、本取引が対象者の事業に及ぼす影響、本取引実施後の経営体制・経営方針等に関する対象者の見解及び関連する情報を聴取するとともに、これらに関する質疑応答を行ったとのことです。

加えて、本特別委員会は、ブルータス・コンサルティングから受けた財務的見地からの助言も踏まえつつ、対象者の作成した本事業計画の内容、重要な前提条件及び作成経緯等について対象者から説明を受け、質疑応答を行ったうえで、これらの合理性を確認し、承認をしたとのことです。そのうえで、上記「対象者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」及び下記「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及びフェアネス・オピニオンの取得」に記載のとおり、ブルータス・コンサルティング及び大和証券は、対象者の本事業計画の内容を前提として対象者株式の価値算定を実施しておりますが、本特別委員会は、ブルータス・コンサルティング及び大和証券から、それぞれが実施した対象者株式の価値算定に係る算定方法、当該算定方法を採用した理由、各算定方法による算定の内容及び重要な前提条件について説明を受け、質疑応答及び審議・検討を行ったうえで、これらの事項について合理性を確認したとのことです。また、下記「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及びフェアネス・オピニオンの取得」に記載のとおり、本特別委員会は、2026年5月8日付で、ブルータス・コンサルティングから本フェアネス・オピニオン（ブルータス・コンサルティング）の提出を受けておりますが、その際、ブルータス・コンサルティングから、本フェアネス・オピニオン（ブルータス・コンサルティング）の内容及び重要な前提条件について説明を受け、これを確認したとのことです。

また、本特別委員会は、対象者の公開買付者との交渉について、随時、対象者や対象者のアドバイザーから報告を受け、ブルータス・コンサルティングから受けた財務的見地からの助言及びアンダーソン・毛利・友常法律事務所から受けた法的見地からの助言も踏まえて審議・検討を行い、対象者の交渉方針につき、適宜、必要な意見を述べたとのことです。具体的には、本特別委員会は、対象者が公開買付者から本公開買付価格の各提案を受領次第、対象者より本公開買付価格に係る協議・交渉の経緯及び内容等につき適時に報告を受けたうえで、対象者に対して計10回にわたり、公開買付者に対して本公開買付価格の増額を要請すべき旨を意見し、対象者が当該意見に従って公開買付者と交渉を行ったこと等により、対象者と公開買付者との間の協議・交渉過程に実質的に関与したとのことです。

その結果、対象者は、2026年5月7日、公開買付者から、本公開買付価格を1株当たり6,650円とすることを含む提案を受け、結果として、本公開買付価格を、公開買付者の当初提示額である5,650円から6,650円にまで上げたとのことです。

さらに、本特別委員会は、大江橋法律事務所から、複数回、対象者が公表予定の本公開買付けに係る対象者プレスリリースのドラフトの内容について説明を受け、アンダーソン・毛利・友常法律事務所から助言を受けつつ、充実した情報開示がなされる予定であることを確認したとのことです。

() 判断内容

対象者プレスリリースによれば、本特別委員会は、以上の経緯の下で、アンダーソン・毛利・友常法律事務所から受けた法的見地からの助言及び大江橋法律事務所から聴取した意見、ブルータス・コンサルティング及び大和証券から受けた財務的見地からの助言並びに2026年5月8日付で提出を受けた本株式価値算定書（ブルータス・コンサルティング）、本株式価値算定書（大和証券）及び本フェアネス・オピニオン（ブルータス・コンサルティング）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5月9日付で、対象者取締役会に対し、委員全員の一致で、本答申書を提出しているとのことです。本答申書の内容は大要以下のとおりとのことです。

(A) 答申の内容

- () 本取引は対象者の企業価値向上に資するものであって、本取引の目的は合理性を有すると考える。
- () 本取引の取引条件（対価の水準、本取引の実施方法及び対価の種類を含む。）の公正性・妥当性は確保されていると考える。
- () 本取引の手の公正性は確保されていると考える。
- () 上記()乃至()を踏まえ、本取引は対象者の一般株主にとって公正であると考え。
- () 対象者取締役会が本取引を行う旨（本公開買付けに賛同する旨の意見を表明するとともに、対象者株主に対して本公開買付けに応募することを推奨すること、及び、本公開買付け成立後に、本スクイズアウト手続が実施される場合には必要な手続を行うこと。）の意思決定をすることは適切であると考え。

(B) 答申の理由

- a. 本特別委員会の設置の背景及び本諮問事項を検討するに際して参照したガイドライン
・ 本特別委員会の設置の背景

本取引は、株式会社メディパルホールディングス（対象者の親会社であり、対象者の支配株主に当たる。）を公開買付者とし、対象者の完全子会社化を目的として実施される取引であることから、いわゆる「支配株主による従属会社の買収」に該当する。

一般に、「支配株主による従属会社の買収」には、「典型的に構造的な利益相反の問題と情報の非対称性の問題が存在する」（経済産業省策定の2019年6月28日付「公正なM & Aの在り方に関する指針」（以下「M & A指針」という。）1.4）とされていることから、対象者取締役会は、本公開買付けの公正性を担保し、利益相反を回避することを目的として、2025年12月22日開催の対象者取締役会において、公開買付者グループ及び対象者グループ並びに本取引の成否のいずれからも独立した、対象者の独立社外取締役2名（吉武一郎氏（委員長）（株式会社ユニカフェ社外取締役）、大石歌織氏（東和薬品株式会社社外取締役監査等委員、エスリード株式会社社外取締役、北浜法律事務所・外国法共同事業パートナー、弁護士））、及び独立社外監査役1名（疋田鏡子氏（青山商事株式会社社外監査役、ユニソルホールディングス株式会社社外取締役監査等委員、疋田公認会計士事務所所長、公認会計士））によって構成される特別委員会を設置する旨の決議をした。

・本諮問事項の検討に際して参照したガイドライン

本特別委員会は、対象者及び本特別委員会の法務アドバイザーより、M & A指針が「MBO及び支配株主による従属会社の買収を中心に、主として手続面から、我が国企業社会における公正なM & Aの在り方を提示する」ものであり（M & A指針1.2）、「支配株主による従属会社の買収」に際して設置された特別委員会が諮問事項の検討に際して参照することが実務上一般的である旨のアドバイスを受領している。

そこで、本特別委員会は、本諮問事項の検討にあたって、M & A指針を参照することが適切であると判断した。

b. 本諮問事項()について

・本諮問事項()についての本特別委員会の理解・検討方針

本諮問事項()は、本公開買付けを含む本取引が対象者の企業価値の向上に資するものであるかどうか、さらに、本取引の目的に合理性が認められるかどうかを問うものである。

本特別委員会は、本インタビュー等（本特別委員会による対象者及び公開買付者に対するインタビュー等を指す。以下同じ。）を通じて、対象者における事業環境及び経営課題の認識、本取引の意義、想定されるシナジー並びに本取引後における対象者の経営方針、主体性・自主性及び資金運営等について具体的に確認し、その他本検討対象資料（公開買付者が対象者に2025年12月9日付で提出した意向表明書、対象者及び公開買付者からそれぞれ本特別委員会に提出された回答書、本公開買付価格に係る各提案書及びこれらに対する回答書、本事業計画、本株式価値算定書（大和証券）、本株式価値算定書（ブルータス・コンサルティング）、本フェアネス・オピニオン（ブルータス・コンサルティング）、対象者プレスリリース及び公開買付届出書のドラフトのほか、本取引に係る交渉に関連して公開買付者から対象者が受領した資料、対象者から公開買付者に送付した資料、その他本特別委員会における検討のために合理的に必要な各種資料を指す。以下同じ。）の検討も踏まえて、本取引が対象者の企業価値の向上に資するものであるか、また、その目的に合理性があるかを詳細に検討した。

・対象者における現状認識

ア. 対象者の沿革及び事業内容

対象者によれば、対象者の沿革及び事業内容は、概要以下のとおりである。

- ・対象者は、1898年12月に大阪において小間物商として創業し、以来、地域に根差した事業活動を展開してきた。1976年10月には商号を株式会社パルタックに変更し、その後、2005年10月には医療用医薬品等卸事業を営む株式会社メディセオホールディングスとの株式交換により経営統合を行い、同社の完全子会社となった。なお、同社は公開買付者の前身にあたる会社である。その後、対象者は、2015年7月に商号を株式会社P A L T A Cに変更した。
- ・2026年3月31日現在、対象者グループは、対象者及び非連結子会社3社で構成されており、化粧品・日用品、一般用医薬品をメーカーから仕入れ、全国の小売業に販売することを主たる事業とし、メーカーと小売業の間に立ち、流通段階で欠かすことのできない物流、在庫管理、情報伝達、金融等の卸売業としての機能を提供している。

イ. 対象者における対象者の事業環境及び経営課題に関する認識

対象者によれば、対象者は、対象者の事業環境及び経営課題について、以下のとおりの認識を有している。

- ・対象者は、持続的な成長に向けた事業運営において、労働人口の減少、少子高齢化の進行、価値観の多様化及び気候変動や資源エネルギーの不足を、構造的かつ中長期にわたる環境変化として認識している。これらの変化は、国内経済の縮小に伴う収益の減少や、事業運営コストの上昇による収益性の低下といったリスクをもたらす一方、労働人口の減少を背景に小売業においても人員確保が困難となる中で、より効率性の高い物流機能を有する卸売業者が選好されるようになること、また、少子高齢化や価値観の多様化に伴う消費構造の複雑

化により、対象者が保有する仕入・販売等の実流通データを活用したソリューションに対するニーズが高まることで、新たな収益機会を生じさせ得るものと考えている。

- ・このような環境の下、対象者は、長期ビジョン「つなぐ力で人と社会のミライを創る」を掲げ、生活必需品の中間流通を担う企業として培ってきた全国規模の物流網、小売業及びメーカーとの継続的な取引関係並びに仕入・販売・物流等に関する情報資産を基礎として、既存事業の競争優位性を一段と高めていくことを志向している。加えて、これらの基盤を、対象者が保有する仕入・販売等の実流通データを活用した取引先への需要分析・販促提案等のソリューション提供、物流機能の他分野への展開及び国内外における調達網の拡充等の取組みを通じ、対象者の既存事業を起点として展開し得る周辺領域及び新たな領域へ応用し、サプライチェーンの最適化により広い範囲で価値を提供していくことを目指しており、その実現に向け、2027年3月期までの3か年を「構造改革による変革基盤の構築」の期間と位置付け、対象者中期経営計画に取り組んでいる。

ウ. 公開買付者における対象者の事業環境及び経営課題に関する認識

公開買付届出書のドラフト及び本インタビュー等によれば、公開買付者は対象者の事業環境及び経営課題について、以下のとおりの認識を有している。

- ・対象者及び公開買付者がそれぞれの強みを活かして新たな価値創造と事業フィールドの拡張を目指すなか、公開買付者グループ及び対象者を取り巻く外部環境においては、以下のとおり構造的な事業環境の変化が加速していると認識しているとのことである。
 - (ア) 高齢化や人口減少を背景とした医療財政の逼迫により、医療・介護の重心が病院内から地域・在宅へと移り、予防・未病から生活機能維持までを社会全体で支える「医療と生活の融合」が進展することで、医薬品、日用品、食品といった商品ごとの境界が消滅しつつある。
 - (イ) 社会全体における働き手不足や物流コストの上昇といった制約の下、従来の流通モデルから、社会インフラとしてより持続可能で最適化された新しい供給体制への進化が強く求められている。
 - (ウ) ドラッグストアや食品スーパー等を中心に小売業界の再編・集約が進むことで、仕入価格低減のほか、広域的な店舗網運営に伴い調達・在庫管理の一元化が進展し、欠品抑制や需要変動への即応、多品種商品の効率的な供給に対するニーズが一層高まっている。
- ・公開買付者は、こうした事業環境の変化へ対応し、新しい価値を創造するとともに、人々の心身共に健やかな暮らしを支えるためには、個社ごとの最適化や商品を起点とした考え方ではなく、生活者を起点とし、生活者のニーズに寄り添った商品やサービスを総合的に提供し、商品や地域の特性に合わせて最適な方法で商品を届ける仕組みを構築し、グループ全体で経営資源を効率的・効果的に活用し、素早く的確な判断を下すための共通のデータ基盤を整備するという戦略課題を、グループ一体で解決することが不可欠であると考えているとのことである。

エ. 対象者の事業環境及び経営課題に関する認識に対する評価

以上の対象者及び公開買付者による対象者の事業環境及び経営課題に関する認識については、その具体的内容、前提事情及び実現に向けた課題において、相互に矛盾した点や客観的事実に反している点は認められず、首肯できるものである。

・本取引の意義

ア．公開買付者が考える本取引の意義

公開買付届出書のドラフト及び本インタビュー等によれば、公開買付者は、現状は、公開買付者及び対象者が上場会社として独立した経営を行っており、各々が持つノウハウ等を共有することに一定の制約を受けているため、本取引により対象者を完全子会社化することでこの制約を解消し、公開買付者グループの医療用医薬品等卸売事業が持つ「医療関連の厳格な供給要件への対応力」と、対象者が持つ「生活必需品市場での多品種の商品を効率的に供給する中間流通能力」を融合させることにより、社会課題や取引先のニーズに対し、柔軟かつ継続的に対応可能な競争優位性を確立できると考えているとのことである。

公開買付者は、本取引が、進化し続ける両社の将来像をひとつに結びつけることに寄与すると考えており、本取引により、グループを単なる「個別の会社の集まり」としてではなく、グループ一丸となって「生活のあらゆる場面」を支える強固な企業集団へと生まれ変わることを目指しているとのことである。

そして、公開買付者は、本取引の実行後、以下のような取組みやシナジーを期待できると考えているとのことである。

(ア) 取引先及び生活者へのソリューション提供力の強化

公開買付者グループの医療用医薬品等卸売事業における医療連携ネットワーク、検査サービス、デジタルサービス、及び食品加工原材料卸売等の関連事業を通じて提供可能な、天然由来の多糖類等の機能性を有する原材料と、対象者が有する生活必需品の品揃えや売場設計に関するノウハウを結び付けることで、取引先及び生活者に対する新たなソリューションを実現するとのことである。

具体的には、公開買付者グループが医療用医薬品等卸売事業を通じて把握した、体調の変化等の生活者が抱く潜在的な悩みからくる課題及び需要の兆候に対し、対象者が担う生活必需品の中間流通と密に接続することで、取引先及び生活者の需要に対して、例えばデジタルを活用した生活習慣病等のリスク情報の提供や検査サービスの提供などを通じ、疾患啓発、受診勧奨及び早期発見等といった未病・予防につながる先行的な対応が可能となる枠組みを整えるとのことである。これにより、販売先である小売業に対し、生活者の健康ニーズに即した売場設計や在庫配置を含む店舗運営に関する提案を機動的に行うことが可能になると考えているとのことである。さらには、こうした店舗運営に対する提案と検査サービスやデジタルサービス等のリソースを有機的に連携させることで、生活者に対しても、健康に課題を感じ始めた段階から、予防、衛生管理、日々のセルフケアに至るまでのプロセスをつないだ、トータルヘルスケアとして価値提供することを目指すとのことである。

また、医療と生活をつなぐ過程で蓄積される知見については、仕入先であるメーカーにも、需要変化の兆し及びその背景を、商品企画、商品開発及び生産計画の精度向上に活用し得る情報として共有・活用されることが期待され、新たな商品開発等に寄与するものと考えているとのことである。商品開発においては、需要の兆候をとらえた共同開発や、公開買付者グループの食品加工原材料卸売等の関連事業との連携により、生活者の健康意識や利用シーンを踏まえた原材料供給の支援が可能となる結果、メーカーに対する付加価値の高いソリューション提供につながると考えているとのことである。

これらの取組みは、対象者を含めた公開買付者グループ全体として、取引先及び生活者との関係性を一層強化するとともに、新たな収益機会の創出及び収益性の向上につながるものと考えているとのことである。

(イ) 次世代物流モデルの構築と提供領域の拡大

公開買付者グループは、医薬品等の流通を通じて長年培ってきた厳格な供給要件への対応力と、対象者が構築してきた多品種の商品を安定的かつ効率的に取り扱う運用力に加え、両社がそれぞれの事業を通じて蓄積してきたロボティクス等の自動化に関するノウハウを一体的に活用することで、商品特性や需要条件に応じた最適な供給を提供できる次世代の物流基盤を構築することを目指しているとのことである。

本取組みの核心は、既存の物流拠点や輸配送ネットワークなどの物流基盤を単に統合することにとどまらず、商品ごとに求められる供給要件、納品頻度、在庫配置といった条件を踏まえ、需要特性に応じてサービス水準そのものを柔軟に設計・管理・運用できる共通基盤を構築する点にあるとのことである。

当該基盤を活用することで、需要特性に応じた供給要件への対応力を確保しつつ、過度な個別投資や重複投資を抑制した人材の最適配置及び設備・IT等の効率的な運用が可能となり、対象者を含む公開買付者グループ全体としての持続的な成長及び資本効率の向上につながると見込んでいるとのことである。

さらには、医薬品や日用品等の卸売業としての物流という枠を超え、物流を取り巻く環境変化への対応が求められる取引先の物流基盤としての活用や、食品等を含む新規分野への展開を通じた新たな収益機会の創出にもつながるものと考えているとのことである。

このように、供給要件への対応と運用効率を需要特性に応じて最適化できる物流基盤は、長期的に見て他社による模倣が容易ではない競争力の源泉となり、公開買付者グループ全体の提供価値の向上及び事業基盤の拡張に資するものと考えているとのことである。

(ウ) データに基づく事業運営の高度化

公開買付者グループ及び対象者がそれぞれの事業を通じて長年にわたり蓄積してきた、販売、需給、物流、品質等に関するデータや運営上の知見を活用し、公開買付者グループ全体における事業運営を支える共通の判断基盤を整備することを目指すとのことである。これにより、両社が培ってきた強みや知見を相互に補完し合いながら、経営資源配分や事業運営の精度を一段引き上げることができると考えているとのことである。

当該施策は、新たに大規模なシステムを構築することを目的とするものではなく、両社で個別に運用されてきたデータの定義、評価指標、判断の前提条件を整理・共通化することで、事業や機能を横断した比較・分析を可能とする点に重点を置いているとのことである。まずは、両社が保有する情報やノウハウの棚卸しを行い、需要把握や供給設計に関するデータを横断的に整理することで、事業運営の判断基準となる情報基盤を整備していくことを想定しているとのことである。

これにより、企業ごとの個別最適に依拠した判断をグループ全体最適の観点から整理し、需要領域、供給体制の在り方及び投入すべき経営資源の水準について、より客観的かつ迅速な意思決定を行うことが可能となり、上記(ア)及び(イ)で掲げたシナジーを最大化することにもつながると考えているとのことである。さらに、こうしたデータに基づく事業運営の高度化は、グループ内における運営改善や資源配分の精度向上にとどまらず、将来的には、サプライチェーンに関わるデータの連携・活用を通じたDXにも寄与するものと考えており、例えば、取引先メーカーにおける生産計画や商品企画の精度向上に資するデータソリューションの提供などへの発展も可能と考えているとのことである。

当該施策により、環境変化に柔軟に対応しながら、グループ全体が常に高い水準で利益を創出し続ける「持続的成長の仕組み」を構築するための基盤が形成されることを想定しているとのことである。

(エ) 人材交流を通じた人材基盤の強化

公開買付者グループ及び対象者は、それぞれの事業領域において、日々の事業運営や現場での取組みを通じて、専門性や知見を着実に積み重ねてきたとのことである。本取引によりグループとして一体的な事業運営が可能となることで、人材面においても事業や機能を横断した交流・協働が促進され、従業員一人ひとりにとっての活躍のフィールドがさらに広がるとともに、グループ全体としての人材の厚みが増すものと考えているとのことである。

こうした人材交流を通じて蓄積される多様な視点や経験は、個々の従業員の成長やキャリア形成を後押しするにとどまらず、上記(ア)から(ウ)に掲げた各取組みを具体化していく過程を含め、公開買付者グループ及び対象者の戦略を、現場レベルで具体的かつ継続的に実行していくうえでの重要な基盤となると考えているとのことである。事業環境の変化が加速する中において、戦略を構想する力と、それを実装・運営へと落とし込む力の双方を備えた人材層を厚く持つことは、対象者を含めた公開買付者グループ全体の競争力や成長の再現性を高めることにつながるものと考えているとのことである。

イ．対象者が考える本取引の意義

対象者プレスリリースのドラフト及び本インタビュー等によれば、対象者は、本取引の実行後、以下のような取組みやシナジーを期待できると考えている。

(ア) 生活者起点の需要把握高度化を通じたソリューション提供力の強化

対象者は、対象者が流通データを基盤とした機能提供を通じて、取引先である小売業及びメーカーを含むサプライチェーン全体の最適化に、より広い範囲で寄与していくためには、販売実績の集積として既に顕在化した需要を捉えるにとどまらず、生活者の行動や需要の変化を、その背景にある生活課題、地域特性及び需要の広がり方まで含めて捉える力を高めていくことが重要であると認識している。

とりわけ健康関連の需要については、高齢化の進展等を背景として、医療・介護の重心が病院内から地域・在宅へと移行し、予防・未病から生活機能維持に至るまでを社会全体で支える必要性が高まる中、一般用医薬品、健康・衛生関連用品、食品等の複数カテゴリーにまたがって発現する傾向が一層強まっていると認識している。

このような認識の下、本取引を通じて、公開買付者グループが有する医療機関・調剤薬局等との接点、予防・検査関連サービス及びデジタル活用等により得られる情報及び知見を、対象者の流通データと組み合わせることにより、対象者は、健康関連需要の変化を、その兆候に加え、背景にある生活課題、地域差及び複数カテゴリーにまたがる需要発現の状況まで含めて、販売実績として顕在化する前の段階から構造的に把握することが可能になるものと考えている。

これにより、販売先である小売業に対しては、単品単位ではなく需要テーマを軸とした売場設計や在庫配置等の判断に資する提案を、従来以上に迅速かつ的確に行うことが可能となる。また、仕入先であるメーカーに対しては、需要変化の兆し及びその背景を、商品企画、商品開発及び生産計画の精度向上に活用し得る情報として提供することが可能となり、その結果、生活者に対しても、地域や生活課題に即した商品が、必要なタイミングで適切に提供される確度が高まり、暮らしの中で実際に選択・利用できる価値の質が向上し得るものと考えている。

対象者は、こうした需要把握の高度化を基盤として、生産から生活者に至るサプライチェーンにおいて、より早い段階から意思決定を支えるソリューションを提供することで、新たな収益機会の創出及び収益性の向上につなげることができると考えている。

(イ) 物流モデルの高度化を通じた価値提供領域の拡大

対象者は、物流を取り巻く環境制約が強まる中、取扱条件や供給要件の異なる商品を前提として、物流センターにおける処理・保管・仕分けの在り方と、その前後の輸配送・納品の在り方とを必要な水準に応じて設計し、持続的に供給することを将来に向けた重要な課題と捉えている。

こうした課題認識の下、対象者は現在、長期ビジョン及び対象者中期経営計画に基づき、従来の物流センターとは一線を画す生産性を備えたセンターの設計・検証を進めるとともに、共同配送をはじめ業種及び慣行を越えた協働による物流ネットワークの構築を進めている。

本取引を通じて、対象者が有する多品種商品を前提とした高効率物流運営の知見と、公開買付者グループが有する厳格な供給要件を前提とした高効率物流運営の知見に加え、両社がそれぞれの領域において蓄積してきた自動化を前提とした拠点設計及び運営の知見を組み合わせ、発展させることで、単純な生活必需品物流と医薬品物流の掛け合わせにとどまらず、異なる商品や供給条件に対し、それぞれに求められる水準に応じた物流モデルを柔軟に設計・運用し得る体制を構築できるものと考えている。

これにより、取扱商品特性に応じた拠点配置、納品頻度及び自動化水準等の設計を従来以上に精緻化し、拠点・設備・IT等の共同利用を含む経営資源の有効活用並びに人材の最適配置を進めることが可能となり、物流機能面での資本効率の向上が期待される。

さらに、こうした成果を基礎として、中間流通における機能提供にとどまらず、メーカーの物流や小売業の物流等、各事業者が個別に構築・運営してきた物流領域に対しても対象者の物流機能を提供していくとともに、食品等の異なる商品領域への対応を拡張することで、新たな収益機会の創出にもつながるものと考えている。

(ウ) 異領域データ連携の実践と知見の獲得

対象者が、データを活用した流通ソリューションの提供や新たな事業領域への展開を進めていくうえでは、サプライチェーン上の多様な企業とのデータ連携が必要と考えている。その際、対象者は、自社領域において蓄積してきたデータの活用に加えて、定義や評価指標、判断の前提条件が異なる領域のデータを接続し、横断的に分析・活用できる状態を整えることが重要であると認識している。

対象者は、本取引を通じて、公開買付者グループとともに、需要把握及び物流運営等に関するデータの定義や評価指標の整理・共通化といった実務面、並びにデータ形式の変換やシステム間の接続設計といった技術面の実践の中で、異なるデータ体系を接続し活用するための知見を獲得することを想定している。

これにより、対象者が単独で同等の基盤整備を行う場合に要するシステム投資及び運用体制の構築負担を抑えつつ、上記(ア)に掲げた需要把握の高度化及び上記(イ)に掲げた物流モデルの高度化を支える情報基盤の整備が可能となり、さらに公開買付者グループ以外の企業との連携においても応用し得る知見を獲得できるものと考えている。

(エ) 変革実行を支える人材基盤の強化

対象者は、人材こそが価値創造の源泉かつ最も重要な資産であるとの認識の下、多様な人材が自律的かつ自発的に活躍することを長期ビジョン実現の前提条件として位置付けている。対象者が志向する価値提供領域の拡張を実行に移すには、既存の事業領域を超えた経験及び知見を備え、事業の企画から運用までを一貫して担い得る人材層の形成が必要であると考えている。

本取引を契機として、対象者と公開買付者グループは、需要把握や物流モデルの高度化等の重点領域を中心に、機能や会社の枠を超えた共同運営を進めることを想定しており、対象者の人材が複数領域にまたがる課題設定、意思決定及び実装に関する機会が広がると考えている。

これにより、個々人の経験やキャリアの幅を広げることに加えて、異なる制約条件や業務要件を踏まえながら、外部の情報・機能を自社の事業運営に適合させ得る人材が組織として厚みをもって形成されることにつながると見込んでいる。対象者は、こうした人材層の厚みが、変革の継続性及び成果の再現性を高め、中長期的な企業価値の向上に資するものと考えている。

対象者は、将来の環境変化を見据えた長期ビジョン及び対象者中期経営計画の下、既存事業の深化と価値提供領域の拡張に向けた基盤整備を着実に進めてきたものの、今後、より広い事業フィールドへ展開していくためには、これらの取組みをさらに加速する必要があると考えている。とりわけ、従来とは異なる領域における運用知見並びに生産から販売に至るサプライチェーン全体の最適化に資するデータ基盤及び機能を補完・強化していくことが、戦略遂行上の重要課題であると捉えている。かかる課題に対して、対象者は、今後の事業展開において、公開買付者グループが有する資源を対象者の基盤と一体的かつ機動的に活用することが、対象者の戦略の実現可能性を高め、その効果を拡大するうえで有効であると考えている一方、親子上場を前提とする現行体制の下では、少数株主の利益に配慮する必要があることから、データ・人材・ノウハウの横断的な活用及び中長期的な施策の一体的な推進には一定の制約が存在し、上記のような施策を十分な速度及び範囲で実行するうえでは、構造的な限界があるものと認識している。したがって、対象者は、公開買付者による本公開買付けを含む本取引を通じた対象者株式の非公開化が対象者の企業価値の向上に資するものと考えている。

ウ．公開買付者と対象者が考える本取引の意義に対する評価

上記ア記載の公開買付者の考える本取引の意義は、公開買付者グループが有する医療関連のネットワーク、物流機能、データ・人材基盤その他の経営資源を活用し、対象者の価値提供領域の拡張及び事業基盤の強化を図ろうとする観点から、上記記載の対象者の経営課題を踏まえたものであり、また、上記イ記載の対象者が考える本取引の意義も同様に、対象者の長期ビジョン及び対象者中期経営計画の実現に向け、既存事業の深化と価値提供領域の拡張をさらに加速するため、公開買付者グループとの一体的かつ機動的な連携を通じて、需要把握、物流、データ連携及び人材基盤の強化を図ろうとする観点から、上記記載の対象者の経営課題を踏まえたものと評価できる。加えて、上記ア及びイ記載の取組みやシナジーは整合的であると評価することができる。

したがって、本特別委員会としては、対象者株式を非公開化することによって上記ア及びイに記載の各種取組みの実施及びシナジーが期待できるとする公開買付者及び対象者の考えには合理性が認められると考える。

エ．本取引後における対象者の経営方針等

対象者の認識としては、本取引後に対象者の中長期的な企業価値を最大化するためには、現在の対象者の経営方針並びに主体性及び自主性が最大限尊重されることが重要である。この観点から、公開買付者及び対象者間において、本取引後における対象者の運営について、以下を基本線とし、本公開買付けの成立後、具体的な内容について誠実に協議することとされている。

- (ア) 公開買付者及び対象者の経営資源を共有し両社の企業価値を最大化するため、本スクイズアウト手続の完了後速やかに、事業上の提携に関する情報及び意見の交換を通じて、事業上の提携に係る施策・役割分担を具体的に決定すること等を目的として、化粧品・日用品、一般用医薬品卸売事業、医療用医薬品等卸売事業等の検討課題について、公開買付者及び対象者において企業価値向上策を検討するための会議体を設置し、運営する。会議体は、経営層を含めた上、公開買付者及び対象者で均等な人員構成とするものとし、個別の検討課題に応じた分科会を設置するものとする。なお、当該会議体の詳細については、本スクイズアウト手続の完了までに決定できるよう、別途対象者との間で誠実に協議する。
- (イ) 本取引後においても対象者の迅速な意思決定及び機動的な事業運営が維持されることの重要性を踏まえ、公開買付者のグループ会社に関する諸規程について、本取引成立後早期に対象者と協議の上、必要な見直しを行う。なお、見直しにあたっては、対象者の事業内容・売上規模等を踏まえ、対象者の事業運営に支障をきたさないよう最大限配慮する。
- (ウ) 本取引後における対象者の経営陣の体制については、現在の体制を最大限尊重するとともに、対象者の中長期的な企業価値向上及び成長戦略の継続性の観点から、対象者の意向及び事業運営上の必要性を十分に踏まえたうえで検討する。
- (エ) 本取引後も対象者の従業員の雇用条件を不利益に変更しないことを基本方針とする。
- (オ) 本取引後も対象者の商号を維持することを基本方針とし、これを変更する場合には、事前に対象者との間で誠実に協議する。
- (カ) 本取引後、対象者株式の譲渡その他の処分をする場合及び対象者を当事者とする合併等の組織再編行為がその他の対象者の経営陣の体制に重大な変更を及ぼす行為を行う場合には、事前に対象者との間で誠実に協議する。
- (キ) 対象者の資金計画・資金利用につき、本取引後も対象者の現預金の確保並びに成長投資及び設備更新等の必要投資の必要性を十分に尊重し、対象者の成長戦略を最大限促進することができるよう、対象者との間で継続的かつ誠実に協議する。

本特別委員会としては、本取引後においても対象者の経営方針並びに主体性及び自主性が十分に尊重され、また、対象者の資金計画等に関し、対象者の成長戦略を最大限促進することができるよう公開買付者と対象者との間で継続的かつ誠実に協議することとされていることは、上記のその他の合意内容と併せて、対象者の迅速な意思決定及び機動的な事業運営を維持しつつ、シナジーの具体化に向けた継続的な協議・検討を行う基盤となると考える。加えて、本特別委員会は、公開買付者において、対象者の事業規模及び従前の運営実態を踏まえた規程運用又は見直しの必要性を明確に認識しており、対象者の成長投資に支障を来すような資金利用を行う意向はないことを、繰り返し確認している。これらの点も踏まえると、当該合意内容は、対象者の中長期的な企業価値の向上に資するものであると判断する。

オ．他の手法との比較

さらに別の観点として、対象者において、上場廃止をせずに上記の各シナジーが実現できるのであれば、あるいは、本取引の代替となるような実現可能性のある取引が存在するのであれば、上場廃止を伴う本取引の合理性は減じられることになる。

しかしながら、公開買付者及び対象者によれば、公開買付者及び対象者がともに上場会社として独立した事業運営を行っている現状では、一般株主の利益に配慮する必要があることから、データ・人材・ノウハウの横断的な活用及び中長期的な施策の一体的な推進には一定の制約が存在し、上記のような施策を十分な速度及び範囲で実行するうえでは、構造的な限界があるものと認識しているとのことである。そのため、上記の各シナジーは、対象者の上場を維持したまま達成するのは難しいとのことであるが、本特別委員会としては、当該説明に特段不合理な点は認められないと考える。また、本特別委員会は、本インタビュー等を通じて、公開買付者及び対象者に対して本取引の代替となる取引の有無を確認したところ、現時点において、本取引と同等又はこれを上回る条件で、一般株主に対し確実かつ合理的な投資回収機会を提供しつつ、上記シナジーの実現を可能とする具体的かつ実行可能性の高い代替取引は認識していない旨の回答を受けた。本特別委員会としても、本検討対象資料及び本インタビュー等の結果に照らし、かかる説明には合理性が認められると考える。

カ．本取引の実施による他の影響

本取引を通じて対象者が上場廃止となった場合、上場廃止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、上場会社として享受してきた知名度や信用力、人材の確保に影響を及ぼす可能性が想定される。もっとも、対象者は、対象者の現在の財務状況等を考慮すると、エクイティ・ファイナンスの活用による資金調達の必要性は当面見込まれず、また、対象者は、これまでの長きにわたる事業活動や社会活動を通じて、従業員や取引先を含めた多数のステークホルダーとの信頼関係を構築してきたものと考えている。さらに、対象者は、公開買付者の有する社会的信用及び認知度に照らすと、対象者が公開買付者の完全子会社になったとしても、上場会社である現状と比して対象者の社会的信用や採用活動への悪影響が生じることは考えにくいことから、本取引を通じた非公開化のデメリットは限定的であると認識している。

対象者は、これらの点に加え、本取引が実施された場合には、公開買付者以外の既存株主との資本関係は解消することとなるものの、現状においても、当該既存株主との間に取引がある場合には独立当事者間として取引が行われていることを踏まえると、既存株主との取引が減少する懸念等も限定的であると考えている。

本特別委員会としては、以上の対象者の認識については不合理な点はなく、本取引を実施することによる対象者の企業価値向上に対する重大な支障となる事情は、特段存在しないものと判断する。

・本特別委員会の検討及び判断

以上の事実を前提にすれば、対象者の経営課題に照らして、公開買付者及び対象者が実施を企図している各種施策は合理的なものといえ、当該施策を迅速かつ機動的に推進するうえで、本取引後における対象者の経営方針並びに主体性及び自主性が十分に尊重されるべきこと等が公開買付者と対象者の共通認識とされていることに鑑みれば、本取引を実施する積極的な意義が認められる。特に、本特別委員会としては、本取引を通じて対象者株式が非公開化され、公開買付者グループと対象者との間でより一体的かつ機動的な連携が可能となることにより、以下のシナジー及びメリットが期待できる点が重要であると判断した。

- ア．公開買付者グループが有する医療関連のネットワーク、知見及び周辺サービスに係る情報と、対象者が有する流通・販売関連データその他の経営資源とを組み合わせることにより、生活者起点での需要把握及びこれに基づく取引先への提案力を高度化し得ること。
- イ．公開買付者グループが有する医薬品流通における知見と、対象者が有する日用品・一般用医薬品等の中間流通に関する知見とを掛け合わせるにより、供給要件の異なる商品群に対応した物流モデルの高度化、物流拠点・システム・人材等の効率的活用並びに提供領域の拡大が期待できること。
- ウ．両社が保有する異なるデータや知見を接続・活用するための共通基盤の整備を通じて、需要予測、商品企画、生産計画及び物流運営等の高度化に資するソリューション提供の可能性が広がること。
- エ．本取引後に設置が予定される企業価値向上に関する会議体や人材交流等を通じて、両社が継続的に施策を検討・推進する体制が整備され、中長期的な企業価値向上に向けた取組みの実効性が高まること。

他方、本取引を実施することによる対象者の企業価値向上に対する重大な支障となる事情も特段見受けられないことに照らすと、本取引の実施は、対象者が認識する経営課題の解決、さらには対象者の企業価値の向上に資するものと考えられる。

・小括

したがって、本取引は対象者の企業価値向上に資するものであって、本取引の目的は合理性を有すると考える。

ｃ．本諮問事項()について

・本諮問事項()についての本特別委員会の理解・検討方針

本諮問事項()は、本取引の取引条件(対価の水準、本取引の実施方法及び対価の種類を含む。)の公正性・妥当性を問うものである。

ここで、M & A指針では、取引条件の妥当性に関して、以下の記載があるところ(M & A指針3.2.2)、以下の記載は本取引の取引条件の公正性・妥当性を検討するうえでも参考になる。

「取引条件の妥当性については、(a)買収者との取引条件に関する協議・交渉過程において、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M & Aが行われることを目指して合理的な努力が行われる状況を確保すること、及び(b)取引条件の妥当性の判断の重要な基礎となる株式価値算定の内容と、その前提とされた財務予測や前提条件等の合理性を確認することを通じて、検討することが重要である。また、買収対価の水準だけでなく、買収の方法や買収対価の種類等の妥当性についても検討することが重要である。」

そこで、M & A 指針の上記の指摘事項を踏まえて、本取引における取引条件の公正性・妥当性の検討を行う。

また、M & A 指針は、上記(b)の具体的内容として、専門性を有する独立した第三者算定機関による株式価値算定結果に加えて、算定の前提とされた事業計画の位置付けやその実現可能性、用いられた算定方法の特性、同種のM & Aにおいて一般に付与されるプレミアムの水準、当該M & Aを行わなくても実現可能な価値、想定される当該M & Aによる企業価値増加効果を検討することが望ましいとしている(M & A 指針3.3.2.1B)ことから、この点も含めて検討を行った。

・本取引の取引条件に係る交渉状況

対象者は、以下のとおり、公開買付者との間で、本特別委員会の意見を踏まえて、本公開買付価格の引上げに向けた多数回の交渉を行っており、実質的に独立当事者間の交渉に相当する、客観的かつ整合性のある議論を踏まえた交渉がなされたと評価できる。

加えて、対象者が「一般株主にとってできる限り有利な取引条件でM & Aが行われることを目指して合理的な努力が行われる状況を確保」するために下記dの「本諮問事項()について」に記載の各種措置を講じていることに照らせば、対象者が、一般株主にとってできる限り有利な取引条件でM & Aが行われることを目指して合理的な努力を行ったものと判断できる。

対象者が、本取引に係る取引条件について、2026年3月11日以降、公開買付者との間で行った交渉の具体的な内容は、以下のとおりである。

具体的には、公開買付者は、本デュー・ディリジェンスにより得られた情報、対象者の開示した本事業計画に基づく対象者の財務状況、経営状態及び将来の見通し等に関する分析、公開買付者の第三者算定機関である野村證券が実施した初期的な対象者株式の価値分析内容を総合的に勘案した結果として、2026年3月11日、対象者が2026年9月末の中間配当を無配とすることを前提として、本公開買付価格を5,650円(前営業日時点の東京証券取引所プライム市場における対象者株式の終値4,720円に対して19.70%のプレミアム、同日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値4,905円に対して15.19%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4,897円に対して15.38%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4,749円に対して18.97%のプレミアムを加えた価格)とする提案を行った。

これに対し、対象者は、2026年3月16日、当該提案における本公開買付価格(5,650円)は、対象者の株式価値に関する対象者及び本特別委員会の第三者算定機関による初期的な分析を考慮すると、対象者の少数株主の利益に配慮したものは到底いえないとして、本公開買付価格の再提案を要請する旨の対象者及び本特別委員会名義の回答書を送付した。

これを受けて、公開買付者は、2026年3月26日、本公開買付価格を5,900円(前営業日時点の東京証券取引所プライム市場における対象者株式の終値4,670円に対して26.34%のプレミアム、同日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値4,755円に対して24.08%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4,868円に対して21.20%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4,746円に対して24.32%のプレミアムを加えた価格)とする提案を行った。

これに対し、対象者は、同月30日、当該提案における本公開買付価格(5,900円)は、対象者の株式価値に関する対象者及び本特別委員会の第三者算定機関による初期的な分析を考慮すると、対象者の少数株主の利益に配慮したものは到底いえないとして、本公開買付価格の再提案を要請する旨の対象者及び本特別委員会名義の回答書を送付した。

これを受けて、公開買付者は、2026年4月6日、本公開買付価格を6,100円(前営業日時点の東京証券取引所プライム市場における対象者株式の終値4,937円に対して23.56%のプレミアム、同日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値4,747円に対して28.50%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4,869円に対して25.28%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4,758円に対して28.21%のプレミアムを加えた価格)とする提案を行った。

これに対し、対象者は、同月8日、当該提案における本公開買付価格(6,100円)は、対象者の株式価値に関する対象者及び本特別委員会の第三者算定機関による初期的な分析を考慮すると、対象者の少数株主の利益に配慮したものは到底いえないとして、本公開買付価格の再提案を要請する旨の対象者及び本特別委員会名義の回答書を送付した。

これを受けて、公開買付者は、2026年4月10日、本公開買付価格を6,300円(前営業日時点の東京証券取引所プライム市場における対象者株式の終値4,857円に対して29.71%のプレミアム、同日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値4,765円に対して32.21%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4,867円に対して29.44%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4,768円に対して32.13%のプレミアムを加えた価格)とする提案を行った。

これに対し、対象者は、同日、当該提案における本公開買付価格(6,300円)は、対象者の株式価値に関する対象者及び本特別委員会の第三者算定機関による初期的な分析を考慮すると、対象者の少数株主の利益に配慮したものは到底いえないとして、本公開買付価格の再提案を要請する旨の対象者及び本特別委員会名義の回答書を送付した。

これを受けて、公開買付者は、2026年4月15日、本公開買付価格を6,400円（前営業日時点の東京証券取引所プライム市場における対象者株式の終値4,714円に対して35.77%のプレミアム、同日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値4,779円に対して33.92%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4,856円に対して31.80%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4,772円に対して34.12%のプレミアムを加えた価格）とする提案を行った。

これに対し、対象者は、同月16日、当該提案における本公開買付価格（6,400円）は、対象者の株式価値に関する対象者及び本特別委員会の第三者算定機関による初期的な分析を考慮すると、対象者の少数株主の利益に十分配慮したものとはいえないとして、本公開買付価格の再提案を要請する旨の対象者及び本特別委員会名義の回答書を送付した。

これを受けて、公開買付者は、2026年4月20日、本公開買付価格を6,480円（前営業日時点の東京証券取引所プライム市場における対象者株式の終値4,667円に対して38.85%のプレミアム、同日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値4,777円に対して35.65%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4,844円に対して33.77%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4,776円に対して35.68%のプレミアムを加えた価格）とする提案を行った。

これに対し、対象者は、同月21日、当該提案における本公開買付価格（6,480円）は、対象者の株式価値に関する対象者及び本特別委員会の第三者算定機関による初期的な分析、対象者株式の市場株価動向並びに本取引後に発現が期待されるシナジーの少数株主への公正な分配の観点等を考慮すると、未だ対象者の少数株主の利益に十分配慮したものとはいえないとして、本公開買付価格の再提案を要請する旨の対象者及び本特別委員会名義の回答書を送付した。

これを受けて、公開買付者は、2026年4月22日、本公開買付価格を6,500円（前営業日時点の東京証券取引所プライム市場における対象者株式の終値4,677円に対して38.98%のプレミアム、同日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値4,774円に対して36.15%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4,832円に対して34.52%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4,777円に対して36.07%のプレミアムを加えた価格）とする提案を行った。

これに対し、対象者は、同月23日、当該提案における本公開買付価格（6,500円）は、対象者の少数株主の利益を図る観点から、対象者株式の過去からの市場株価動向並びに本取引後に発現が期待されるシナジーの少数株主への公正な分配の観点等を考慮すると、対象者の少数株主の利益への配慮が十分であるとは言い難いとして、本公開買付価格の再提案を要請する旨の対象者及び本特別委員会名義の回答書を送付した。

これを受けて、公開買付者は、2026年4月24日、本公開買付価格を6,550円（前営業日時点の東京証券取引所プライム市場における対象者株式の終値4,618円に対して41.84%のプレミアム、同日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値4,768円に対して37.37%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4,819円に対して35.92%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4,777円に対して37.12%のプレミアムを加えた価格）とする提案を行った。

これに対し、対象者は、同日、当該提案における本公開買付価格（6,550円）は、対象者の少数株主の利益を図る観点から、対象者株式の過去からの市場株価動向並びに本取引後に発現が期待されるシナジーの少数株主への公正な分配の観点等を考慮すると、対象者の少数株主の利益への配慮が十分であるとは言い難いとして、本公開買付価格の再提案を要請する旨の対象者及び本特別委員会名義の回答書を送付した。

これを受けて、公開買付者は、2026年4月27日、本公開買付価格を6,600円（前営業日時点の東京証券取引所プライム市場における対象者株式の終値4,612円に対して43.10%のプレミアム、同日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値4,767円に対して38.45%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4,816円に対して37.04%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4,776円に対して38.19%のプレミアムを加えた価格）とする提案を行った。

これに対し、対象者は、同月28日、当該提案における本公開買付価格（6,600円）は、対象者株式の過去からの市場株価動向並びに本取引後に発現が期待されるシナジーの少数株主への公正な分配の観点等を考慮すると、対象者の少数株主の利益に対し更なる配慮をいただきたいとして、本公開買付価格の再提案を要請する旨の対象者及び本特別委員会名義の回答書を送付した。

これを受けて、公開買付者は、2026年4月30日、対象者が2026年9月末の中間配当及び2027年3月末の期末配当を無配とすることを前提として、本公開買付価格を6,630円（前営業日時点の東京証券取引所プライム市場における対象者株式の終値4,667円に対して42.06%のプレミアム、同日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値4,762円に対して39.23%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4,807円に対して37.92%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4,776円に対して38.82%のプレミアムを加えた価格）とする提案を行った。

これに対し、対象者は、同年5月1日、当該提案における本公開買付価格（6,630円）は、前回提案から引き上げられているものの、対象者の少数株主の利益に対し更なる配慮の観点から、本公開買付価格の再提案を要請する旨の対象者及び本特別委員会名義の回答書を送付した。

これを受けて、公開買付者は、2026年5月7日、本公開買付価格を6,650円（前営業日時点の東京証券取引所プライム市場における対象者株式の終値4,645円に対して43.16%のプレミアム、同日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値4,737円に対して40.38%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4,801円に対して38.51%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4,781円に対して39.09%のプレミアム）とする旨の提案を行った。

そして、2026年5月8日、対象者は、公開買付者に対し、当該提案における本公開買付価格（6,650円）を応諾する旨の対象者及び本特別委員会名義の回答書を送付し、本公開買付価格を6,650円とすることで合意に至った。

このように、対象者及び本特別委員会は、公開買付者による当初の提示額（1株当たり5,650円）を出発点として、大和証券及びブルータス・コンサルティングから取得した暫定的な株式価値算定結果並びに本特別委員会における審議及び検討を踏まえ、公開買付価格の引上げを要請した。その結果、公開買付者から、10度にわたり公開買付価格を引き上げる提案を引き出し、最終的に本公開買付価格（1株当たり6,650円）での合意に至った。なお、かかる一連の交渉は、その進行過程において、大和証券及びブルータス・コンサルティングから、特別委員会の場で又は電子メール等にて適時に本特別委員会に対して共有及び説明がなされ、随時、本特別委員会による交渉方針の確認及び本特別委員会の意見の聴取を経て、本特別委員会の実質的な関与の下に行われた。その結果、本公開買付価格は、当初に公開買付者が提示した価格から相応の上積みがなされており、対象者として、少数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て交渉が行われた経緯が認められる。

以上からすれば、本取引における本公開買付価格の合意は、対象者と公開買付者との間において、実質的に独立当事者間に相当する、客観的かつ整合性のある議論を踏まえた交渉の結果なされたものであることが認められ、他方、合意プロセスの透明性や公正性を疑わせる事情は見当たらない。

・株式価値算定と本公開買付価格の関係

ア．事業計画の合理性

本公開買付価格の公正性・妥当性の検討にあたっては、大和証券及びブルータス・コンサルティングによる株式価値の算定結果が中心的な資料となる。

大和証券及びブルータス・コンサルティングはいずれも、株式価値算定に際してDCF法を採用しており、その基礎資料として本事業計画を用いていることから、本事業計画の信用性及び妥当性を検証する必要がある。本事業計画は、本取引が実施される可能性が具体的に認識された後に作成されたものであるため、本取引が実施される可能性が具体的に認識される前に作成される場合と比較して、本取引の成否に影響を与える目的による恣意が介在する可能性が理論上あり得る。対象者においては、2027年3月期に係る内部管理用の事業計画（一般には未公表。以下「対象者管理用事業計画」という。）が作成されていたものの、他方で、2028年3月期以降の事業年度に係る事業計画が策定されていなかったことから、対象者が本取引の検討を開始した以降、大和証券及びブルータス・コンサルティングによる株式価値算定のために、2028年3月期以降の事業年度に係る事業計画を新たに作成している。もっとも、本取引のような取引類型において、第三者算定機関による株式価値算定の基礎資料として、未策定の事業年度に関する事業計画を対象会社が新たに作成することは一般的である。

そのため、本取引の検討開始後に作成されたこと自体をもって、本事業計画の合理性に疑義を生じさせる事情にはならない。

次に、本検討対象資料及び本インタビュー等によれば、本事業計画は、上記のとおり、対象者管理用事業計画を用いて、本取引の実施を前提としないスタンドアローン・ベースで作成されたものである。

そして、本特別委員会は、以下の事情から、本事業計画の作成プロセス及び内容について合理性を否定する事情は認められないと判断した。

（ア）本事業計画の作成プロセス

本インタビュー等によれば、対象者管理用事業計画は、本取引が実施される可能性が具体的に認識される前に、本取引とは無関係に、対象者の通常業務の過程において作成されている。なお、本インタビュー等の回答を踏まえると、本事業計画について、公開買付者又はその関係者がその作成に関与し、又は影響を及ぼした事実は窺われない。

（イ）本事業計画の内容

本事業計画は、足元の事業環境等を踏まえて対象者管理用事業計画の内容をアップデートしたものである。本事業計画は、本取引の検討を目的として公開買付者との間で利害関係を有しない対象者取締役及び従業員で組成されたチーム（具体的には、対象者取締役1名（嶋田政治氏）及び執行役員3名並びにその他職員6名の計10名で構成されている。）により策定されている。

この点、本事業計画における2027年3月期にかかる営業利益計画値（253億円）は、対象者が2024年5月13日に公表した、対象者中期経営計画における2027年3月期の営業利益目標値（300億円）を下回る内容となっている。これは、対象者中期経営計画における計画値が定量目標値であるという性質も踏まえ、対象者が価値算定の前提となる事業計画を策定するにあたり、以下に述べるとおり、対象者中期経営計画の策定時点から直近に至るまでの間の事業環境及び業績動向の変化を反映し、対象者経営陣の最新かつ最善の予測に基づく計画に基づき対象者の企業価値を算定したうえで、本公開買付価格の妥当性を検討することがより適切であると判断し、対象者中期経営計画における定量目標値とは異なる数値を採用したことによるものとのことである。

すなわち、対象者の説明によれば、事業環境の変化については、物価上昇により、消費者マインドが低下し、対象者取扱商品の数量の伸びが限定的となったことに加え、対象者の販売先である大手小売業の統合が大きく進展し、取引条件が対象者にとってより厳しく変化している。また、これらの企業統合の進展により、取引先の交渉力が相対的に強まり、対象者の属する業界全体で取引条件の変更圧力が一段と高まっていると認識している。加えて、近年の人件費単価の上昇と、物流業界における労働基準法の改定に伴う配送単価の上昇が、いずれも想定を上回る水準にある。2026年3月期においては、主に2026年3月期後半に決定した販売先との間の取引条件の変更による影響があったほか、販売先との取引拡大及び配送単価上昇に伴い配送費が想定を上回ったこと、出荷数量が伸び悩む中で小売業の店舗数が増加したことに伴う対象者の物流拠点における出荷生産性の低下、人手不足の深刻化を背景とした庫内作業人件費単価の上昇及び外部倉庫利用の拡充等、販売費及び一般管理費の増加にかかる複合的な要因により、営業利益が、2025年5月12日に公表した決算短信に記載の業績予想の営業利益を約25億円下回る結果となった。2027年3月期においては、2026年3月期に対象者業績を押し下げた上記の要因について、改善取組により一部回復を見込むものの、人件費単価や配送単価の上昇は外部環境の変化による側面が強く、完全な解消には至らず、一定程度その影響が継続すると判断している。また、2026年3月期後半に決定した販売先との間の取引条件の変更については、年間を通じて影響を与えることが合理的に見込まれるため、当該前提を置いている。さらに、2027年3月期には販売先の経営方針の転換に伴い取引見直しが予定されていることから、それらに係る売上及び利益の減少が本事業計画に織り込まれている。

本特別委員会は、上記の説明を踏まえ、本事業計画の前提及び内容に不合理な点はなく、本事業計画が意図的に対象者の株式価値評価を押し下げるために抑制されたものではないことを確認した。

イ．算定方法及び算定根拠の合理性（大和証券）

本特別委員会は、大和証券から、対象者株式1株当たりの株式価値の範囲の算定結果、算定方法及び算定結果に関する考察過程等について、詳細な説明を受けた。まず、大和証券が採用した算定手法は、継続企業を前提とした企業価値評価手法であり、具体的には、市場株価法、類似会社比較法及びDCF法を採用している。

大和証券が採用した算定手法のうち、市場株価法は、本取引の公表日の前営業日を基準日とし、基準日の終値並びに基準日の直近1ヶ月間、直近3ヶ月間及び直近6ヶ月間のそれぞれの終値の単純平均値をもとに株価を算出している。対象者の株価推移については、特別な要因によると思われる重要な変動は存在せず、特段異常な動きはないことからみても、大和証券の算定における株価評価期間の設定は適切であり、市場株価法による価格レンジは不合理なものではないと考える。

次に、類似会社比較法については、対象者と類似性があると判断される類似上場会社として、株式会社メディopalホールディングス、株式会社あらた、アルフレッサホールディングス株式会社、株式会社スズケン、東邦ホールディングス株式会社、株式会社バイタルケーエスケー・ホールディングス、大木ヘルスケアホールディングス株式会社を選定したうえで、EBITDAに対する企業価値の倍率を用いて算定を行っており、類似会社比較法による価格レンジは不合理なものではないと考える。

また、DCF法については、各算出要素において恣意的な数値の操作や不合理な前提条件の設定がなされた場合には、最終的な算定結果が大きく変動する可能性がある。かかる観点から、本インタビュー等において、大和証券に対してその算定過程の確認を行ったが、DCF法で採用した各種算出根拠については、特段指摘すべき恣意的な数値の操作や不合理な前提条件の設定は見受けられなかった。

以上より、本特別委員会は、大和証券による市場株価法、類似会社比較法及びDCF法の選択、並びにそれぞれの算定方法及び算定根拠について、いずれも不合理なものではないと評価した。

ウ．算定方法及び算定根拠の合理性（プルータス・コンサルティング）

本特別委員会は、大和証券と同様、プルータス・コンサルティングからも、対象者株式1株当たりの株式価値の範囲の算定結果、算定方法及び算定結果に関する考察過程等について、詳細な説明を受けた。

まず、プルータス・コンサルティングが採用した算定手法は、継続企業を前提とした企業価値評価手法であり、具体的には、市場株価法、類似会社比較法及びDCF法を採用している。

プルータス・コンサルティングが採用した算定手法のうち、市場株価法は、大和証券が採用した市場株価法と同様の手法であり、市場株価法による価格レンジは不合理なものではないと考える。

次に、類似会社比較法についても、大和証券が採用した類似会社比較法と同様の手法を採用している。なお、プルータス・コンサルティングは、対象者と類似性があると判断される類似上場会社として、株式会社メディバルホールディングス、アルフレッサホールディングス株式会社、株式会社スズケン、東邦ホールディングス株式会社、株式会社あらた、株式会社パイタルケーエスケー・ホールディングス、大木ヘルスケアホールディングス株式会社、株式会社ドウシヤを選定したうえで、EBITDAに対する企業価値の倍率等を用いて算定を行っており、類似会社比較法による価格レンジは不合理なものではないと考える。

また、DCF法については、上記イのとおり、各算出要素において恣意的な数値の操作や不合理な前提条件の設定がなされた場合には、最終的な算定結果が大きく変動する可能性がある。かかる観点から、プルータス・コンサルティングに対してヒアリングを行い、その算定過程の確認を行ったが、DCF法で採用した各種算出根拠については、特段指摘すべき恣意的な数値の操作や不合理な前提条件の設定は見受けられなかった。

以上より、本特別委員会は、プルータス・コンサルティングによる市場株価法、類似会社比較法及びDCF法の選択、並びにそれぞれの算定方法及び算定根拠について、いずれも不合理なものではないと評価した。

エ．株式価値算定の結果

本株式価値算定書（大和証券）によれば、各算定方法による対象者株式1株当たりの株式価値の範囲は以下の表1のとおりである。

<表1 大和証券による対象者株式1株当たりの株式価値の範囲>

算定方法	1株当たり株式価値の範囲
市場株価法	4,659円～4,791円
類似会社比較法	4,241円～5,535円
DCF法	4,950円～6,776円

本公開買付価格である1株当たり6,650円は、市場株価法及び類似会社比較法に基づく算定レンジの上限を上回り、DCF法による算定結果のレンジの中央値を超えることが認められる。

次に、本株式価値算定書（ブルータス・コンサルティング）によれば、各算定方法による対象者株式1株当たりの株式価値の範囲は以下の表2のとおりである。

<表2 プルータス・コンサルティングによる対象者株式1株当たりの株式価値の範囲>

算定方法	1株当たり株式価値の範囲
市場株価法	4,659円～4,791円
類似会社比較法	4,293円～5,476円
DCF法	4,962円～6,765円

本公開買付価格である1株当たり6,650円は、市場株価法及び類似会社比較法に基づく算定レンジの上限を上回り、DCF法による算定結果のレンジの中央値を超えることが認められる。

また、対象者はブルータス・コンサルティングから2026年5月8日付で、本公開買付価格である1株当たり6,650円が、公開買付者及びその関係会社を除く対象者株主にとって財務的見地から公正である旨の本フェアネス・オピニオン（ブルータス・コンサルティング）を取得しており、かかる事実も本公開買付価格の公正性を裏付けるものであると評価できる（M&A指針3.3.2.2）。

以上から、本公開買付価格である1株当たり6,650円は、大和証券及びブルータス・コンサルティングにより算定された対象者株式1株当たりの株式価値の範囲との比較の観点からみても、対象者の一般株主にとって公正性及び妥当性が確保された水準にあるものと考えられる。

オ．プレミアムの検討

（ア）本取引におけるプレミアム

本株式価値算定書（大和証券）によれば、本公開買付価格である1株当たり6,650円は、2026年5月8日（以下「直前営業日」という。）までの東京証券取引所プライム市場における対象者株式の終値に対して、以下の表3に示すプレミアムを加えた金額となっている。

<表3 本公開買付価格のプレミアム>

参照値	株価	プレミアム
直前営業日の終値	4,659円	42.73%
直前営業日の過去1ヶ月の終値単純平均値	4,679円	42.12%
直前営業日の過去3ヶ月の終値単純平均値	4,786円	38.95%
直前営業日の過去6ヶ月の終値単純平均値	4,791円	38.80%

（イ）他の案件との比較

M&A指針において、市場株価と比較して「プレミアムが何%以上であれば公正である」といった一義的・客観的な基準を設けることは困難であるとされるように（M&A指針2.2.2）、本特別委員会としても、上記のようなプレミアムが付されていることをもって、直ちに本公開買付価格が公正、妥当又は不当であると断言することはできないと認識している。

ただし、大和証券によれば、本公開買付けの公表日の前営業日である2026年5月8日の東京証券取引所プライム市場における対象者株式の終値の4,659円に対して42.73%、同日までの過去1ヶ月間（2026年4月9日から2026年5月8日まで）の終値単純平均値4,679円に対して42.12%、同日までの過去3ヶ月間（2026年2月9日から2026年5月8日まで）の終値単純平均値4,786円に対して38.95%、同日までの過去6ヶ月間（2025年11月10日から2026年5月8日まで）の終値単純平均値4,791円に対して38.80%のプレミアムをそれぞれ加えた金額であり、これは、参照事例18件におけるプレミアム率の平均値が、公表前日終値では33.45%、公表前1ヶ月間の終値単純平均値では35.60%、公表前3ヶ月間の終値単純平均値では37.19%、公表前6ヶ月間の終値単純平均値では38.24%であり、その中央値は、公表日前営業日の終値では25.97%、公表前1ヶ月間の終値単純平均値では31.58%、公表前3ヶ月間の終値単純平均値では34.09%、公表前6ヶ月間の終値単純平均

値では36.59%であることから、参照事例と遜色ないプレミアムが付されたものと認められるとのことである。

そして、本特別委員会としては、上記の大和証券の分析に不合理な点を特段認識するに至らなかった。

よって、本公開買付価格に係るプレミアムは、合理性のある水準にあると評価することができる。

カ．小括

本公開買付価格は、以上の本株式価値算定書（大和証券）及び本株式価値算定書（ブルータス・コンサルティング）において、市場株価法及び類似会社比較法により算定された対象者株式の1株当たり株式価値のレンジの上限を上回っており、DCF法により算定された対象者株式の1株当たり株式価値のレンジの範囲内の価格であり、大和証券により算定されたDCF法における算定結果の中央値（5,863円）、ブルータス・コンサルティングにより算定されたDCF法における算定結果の中央値（5,864円）を上回っている。また、本特別委員会が本フェアネス・オピニオン（ブルータス・コンサルティング）を取得している。さらに、本公開買付価格は、対象者の上場以来の終値の最高値である6,650円（2018年6月6日）と同一の価格である。したがって、本公開買付価格の水準は妥当なものと評価できる。

また、本公開買付価格に係るプレミアムは、参照事例の水準と遜色ないプレミアムであると認められる。

さらに、本公開買付価格である1株当たり6,650円は、スタンドアローン・ベースで算定された対象者株式1株当たりの株式価値の範囲と比べても、相応の上積みがされた金額であると認められることから、本取引においては、M&A指針における(a)「M&Aを行わなくても実現可能な価値」の全てと、(b)「M&Aを行わなければ実現できない価値」のしかるべき部分を一般株主が享受すべきである旨の指摘（M&A指針2.2.1）への配慮もなされていると認められる。

以上のような諸事情を勘案すれば、本公開買付価格は、対象者株式1株当たりの株式価値の範囲が適正に反映されたものと考えることができる。

．スキーム等の公正性・妥当性

本取引においては、まず本公開買付けを行い、本公開買付けの成立後に、本スクイズアウト手続の一環として、対象者株式の併合又は株式等売渡請求を行う手法が想定されている。そして、公開買付届出書のドラフトによれば、公開買付者において、本公開買付けに応募しなかった一般株主に交付する金銭の額は本公開買付価格と同額に設定する予定であることも明らかにされている。

本取引の手法は、この種の非公開化取引においては一般的に採用されている方法であり、かつ、二段階目の手続において、対象者の株主は、裁判所に対して、会社法の規定に基づいて、公正な価格の決定を求める申立てが可能である。

本取引の手法は、株主が受領する対価が現金であることから、対価の把握の容易さ、並びにその価値の安定性及び客観性が高いという点で優れており、対象者株式の非公開化を迅速に行うという要請と、一般株主等による十分な情報に基づく適切な判断の機会と時間の確保を両立させることができるという観点でも望ましいと考えられる。

以上より、買収の方法として公開買付けを伴う二段階買収の方法を採用し、買収対価を現金とすることには、公正性及び妥当性が認められる。

．本特別委員会の検討及び判断

上記 から までにおいて述べたとおり、本公開買付価格は、各株式価値算定書に照らして相応の合理性を有し、一般株主に対し相応の価格で売却機会を提供するものと評価できる。また、価格決定過程において、本特別委員会が価格交渉の方針及び内容に実質的に関与し、公開買付者に対して繰り返し価格の引上げを求めてきた経緯、及び、本取引においては、一般株主が本公開買付け又は本スクイズアウト手続のいずれによって対価を得たとしても、本公開買付価格と同額の対価を得ることが確保されていることも踏まえれば、本公開買付価格の公正性・妥当性が認められる。

・小括

よって、本取引の取引条件（対価の水準、本取引の実施方法及び対価の種類を含む。）の公正性・妥当性は確保されていると考える。

d. 本諮問事項()について

・本諮問事項()についての本特別委員会の理解・検討方針

本諮問事項()は、本取引に至る交渉過程等に際して採用された公正性担保措置を含む手続きが公正なものかどうか、及び当該手続きを通じた対象者の株主の利益への十分な配慮がなされているかどうかを問うものである。

本特別委員会は、本諮問事項()について、M & A 指針で記載のある公正性担保措置の採用及び運用の状況、並びに本取引における同種案件における公正性担保措置の採用状況を確認することを通じて検討を行った。本特別委員会は、M & A 指針も指摘するように（M & A 指針3.1.2）、M & A 指針で取り上げられている措置を全て採用する必要があるわけではなく、本取引の実情に応じた公正性担保措置が採用され、適切に運用されているかを確認することが重要であると考えている。

加えて、本特別委員会は、本取引に係る手続の公正性を判断するにあたっては、M & A 指針において挙げられている基本的な視点である()取引条件の形成過程における独立当事者間取引と同視し得る状況の確保、及び()一般株主による十分な情報に基づく適切な判断の機会の確保という視点（M & A 指針2.4）を踏まえて行うことが適切であると考えている。

・特別委員会の設置及び特別委員会からの答申書の取得

本特別委員会は、対象者取締役会の決議により設置され、本諮問事項についての諮問を受けている。

本特別委員会は、本諮問事項の検討にあたって、M & A 指針で特別委員会が果たすべきとされる役割（具体的には、対象会社の企業価値の向上に資するか否かの観点から、M & A の是非について検討・判断するとともに、一般株主の利益を図る観点から、取引条件の妥当性及び手続の公正性について検討・判断すること）を履践している（M & A 指針3.2.2）。

このほか、本特別委員会については、以下の点への配慮があることから、公正性担保措置として有効に機能していると認められる。

ア．特別委員会の可及的速やかな設置（M & A 指針3.2.4.1）

2025年12月9日に公開買付者から本取引に関する意向表明書を受領した後、同月22日に対象者取締役会の決議により本特別委員会が設置され、同日に第1回特別委員会が開催されており、買収者から買収提案を受けた後、可及的速やかに設置及び開催がなされた。

イ．特別委員会の委員構成（M & A 指針3.2.4.2）

本特別委員会の委員は対象者の独立社外取締役2名及び独立社外監査役1名で構成されており、各委員について、公開買付者、対象者及び本取引の成否から独立性を有しており、かつ、委員としての適格性を有することを確認している。なお、対象者の独立社外取締役は7名、独立社外監査役は3名であるが、独立社外取締役及び独立社外監査役の全員を委員とした場合には、本取引に係る検討・交渉等の機動性及び効率性等を阻害する可能性が否定できず、かえって一般株主の利益に合わないことが懸念された一方で、独立社外役員の中での経歴・専門性に照らせば、吉武一郎氏、大石歌織氏、疋田鏡子氏の3名を委員とする会議体とすることで企業経営、法務・リスクマネジメント及び財務・ファイナンス等の観点から、本取引に係る検討・交渉等に関して必要かつ十分な経験及び知見を確保できるとともに、本取引に係る機動的かつ効率的な検討・交渉等を実現することができる考えたため、吉武一郎氏、大石歌織氏、疋田鏡子氏の3名を本特別委員会の委員として選定した。

ウ．特別委員会による買収者との取引条件の交渉過程への関与（M & A 指針3.2.4.4）

前述のとおり、本取引に関する公開買付者及び対象者間の一連の交渉の進行過程において、対象者においては、大和証券及びブルータス・コンサルティングから、特別委員会の場で又は電子メール等にて適時に本特別委員会に対して共有及び説明がなされ、随時、本特別委員会による交渉方針の確認及び本特別委員会の意見の聴取が行われた。そして、本特別委員会は、対象者が公開買付者から受領した本取引に関する取引条件の提案に回答をする際には、都度、対象者及び本特別委員会の連名の回答書を作成の上、回答を行うことにより、対象者と公開買付者との間の交渉過程に関与した。

エ．アドバイザーからの助言の取得（M & A 指針3.2.4.5）

本特別委員会は、対象者のファイナンシャル・アドバイザー又は法務アドバイザーを承認（事後承認を含む。）したうえで、本諮問事項に関する答申を行うに際し、必要に応じ、当該アドバイザーから専門的助言若しくは説明を受けること、又は独自のファイナンシャル・アドバイザー若しくは法務アドバイザーを選任したうえで当該アドバイザーから専門的助言を受ける権限が与えられている（なお、この場合の費用は対象者が負担する。）。

本特別委員会は、第1回特別委員会において、対象者のファイナンシャル・アドバイザーである大和証券及び対象者の法務アドバイザーである大江橋法律事務所について、それぞれ独立性に問題ないことを確認の上、専門的助言又は説明を求めることを確認した。

また、本特別委員会は、第3回特別委員会において、独立性に問題ないことを確認したうえで、ブルータス・コンサルティングを本特別委員会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、アンダーソン・毛利・友常法律事務所を本特別委員会の法務アドバイザーとしてそれぞれ選任し、専門的助言又は説明を取得することとした。そして、本特別委員会は、アンダーソン・毛利・友常法律事務所より、本取引に関して講じられた公正性担保措置の内容を評価するうえで必要な助言を得た。

オ．情報の取得（M & A 指針3.2.4.6）

前述のとおり、本特別委員会は、公開買付者及び対象者に対し質問事項を送付し、また、インタビューを実施し、さらに公開買付者及び対象者に随時追加の情報提供を求めること等を通じて、本特別委員会の検討及び判断に必要な情報を収集した。

カ．委員の報酬（M & A 指針3.2.4.7）

本特別委員会の各委員の報酬について、本取引の成立等を条件とする成功報酬は採用されていない。

キ．対象者取締役会における特別委員会の判断の取扱い（M & A 指針3.2.5）

対象者取締役会は、本特別委員会の判断内容（諮問事項に係る答申内容）を最大限尊重して本取引に係る意思決定を行うものとし、本特別委員会が本取引の取引条件が公正でないと判断した場合には、本取引に賛同しないものとする旨を決議している。

．対象者の意思決定のプロセス及び検討体制（M & A 指針3.2.6）

M & A への賛否を決定する取締役会の決議において、当該M & A に重要な利害関係を有する者を除く取締役全員の賛成及び監査役全員の異議がない旨の意見があった場合には、当該M & A において公正性担保措置が有効に機能したことを示す事情の一つとなるとされている（M & A 指針3.2.5脚注46）。

また、M & A 指針上、M & A への賛否等を決定する対象会社の取締役会の決議の前の検討・交渉段階から、個別のM & A の具体的状況に応じて、「特別の利害関係を有する取締役」も含む一定の利害関係を有する取締役等を対象会社における検討・交渉過程から除外する等、可能な限り買収者から独立した立場で検討・交渉等を行うことができる体制を対象会社の社内に構築することが考えられるとしている（M & A 指針3.2.6）。

この点に関して、対象者は、2025年10月21日に公開買付者より本取引の実施に向けた検討を開始した旨の通知を受領したことを受け、大江橋法律事務所の法的助言を得て、本取引に関する検討（対象者の株式価値算定の基礎となる事業計画の作成を含む。）並びに公開買付者との協議及び交渉を行うプロジェクトチームを検討の上、設置し、そのメンバーは対象者グループを除く公開買付者グループの役職員を兼務していない対象者の役職員のみで構成されるものとし、かかる取扱いを継続している。

なお、対象者の取締役である吉田拓也氏及び左近祐史氏は現在も公開買付者の取締役を兼務していること、糟谷誠一氏は過去に公開買付者の取締役を務めていたことに鑑み、対象者取締役会における審議及び決議が本取引における構造的な利益相反の問題及び情報の非対称性の問題による影響を受けるおそれを排除する観点から、本取引に係る取締役会の審議及び決議には参加しておらず、本特別委員会の設置に係る2025年12月22日開催の取締役会を含む本取引に係る審議及び決議に参加していない。

同様に、本取引の公表日に開催の対象者取締役会においても、上記の取締役3名は、本取引に係る審議及び決議に参加しない予定である。

加えて、対象者は、上記のとおり、本特別委員会を設置してその意見を取得することとしているが、対象者取締役会は、本特別委員会の設置にあたり、本特別委員会の判断内容を最大限尊重して本取引に関する意思決定を行うものとし、本特別委員会が本取引の取引条件が公正でないと判断した場合には、対象者取締役会は本取引に賛同しないものとする旨を決議していること等を踏まえれば、本取引に関する対象者の意思決定の恣意性は排除され、意思決定のプロセスの公正性、透明性及び客観性が確保されているといえる（M & A 指針3.2.4.4及び3.2.5）。

以上からすれば、対象者における意思決定プロセスに、公正性に疑義のある点は見当たらない。

・独立した第三者算定機関からの株式価値算定書の取得（M & A 指針3.3.2）

ア．本株式価値算定書（大和証券）の取得

対象者は、本公開買付けに関する意見表明を行うにあたり、公開買付者から提示された本公開買付価格に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、2025年11月上旬に、大和証券を公開買付者及び対象者グループ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に選任したうえで、大和証券に対象者株式1株当たりの株式価値の範囲の算定を依頼し、2026年5月8日付で本株式価値算定書（大和証券）を取得している。

本特別委員会は、第1回特別委員会において、大和証券の独立性及び専門性に問題がないことを確認したうえで、対象者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いる。

なお、大和証券は、公開買付者グループ及び対象者グループ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ない。

大和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いるが、対象者が、同種の取引における一般的な実務慣行等も勘案の上、上記の報酬体系により大和証券を対象者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対象者が選定したことについて、本特別委員会は特段の問題点を認識していない。

本株式価値算定書（大和証券）においては、上記c で詳述しているように、複数の算定方法を採用しており、恣意的な価格の算定がされないよう配慮がなされている。また、算定の前提となる本事業計画の作成にあたって、公開買付者又は対象者の役職員による恣意的行動があった事実は認められず、算定にあたって公正性を疑わせるような事情も見当たらない。

以上から、本株式価値算定書（大和証券）は、独立した第三者算定機関による株式価値算定書であると認められる。

イ．本株式価値算定書（ブルータス・コンサルティング）の取得

本特別委員会は、本公開買付けに関する意見表明を行うにあたり、公開買付者から提示された本公開買付価格に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、第3回特別委員会において、ブルータス・コンサルティングを公開買付者グループ及び対象者グループ並びに本取引の成否から独立した本特別委員会のファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関に選任したうえで、ブルータス・コンサルティングに対象者株式1株当たりの株式価値の範囲の算定を依頼し、2026年5月8日付で本株式価値算定書（ブルータス・コンサルティング）を取得している。

本特別委員会は、第3回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を確認したうえで、本特別委員会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いる。

なお、ブルータス・コンサルティングは、公開買付者グループ及び対象者グループ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ない。また、ブルータス・コンサルティングに対する報酬には、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いない。

本株式価値算定書（ブルータス・コンサルティング）においては、上記c で詳述しているように、複数の算定方法を採用しており、恣意的な価格の算定がされないよう配慮がなされている。また、上記アと同様、算定の前提となる本事業計画の作成にあたって、公開買付者又は対象者の役職員による恣意的行動があった事実は認められず、算定にあたって公正性を疑わせるような事情も見当たらない。

以上から、本株式価値算定書（ブルータス・コンサルティング）は、独立した第三者算定機関による株式価値算定書であると認められる。

・本フェアネス・オピニオン（ブルータス・コンサルティング）の取得

本特別委員会は、ブルータス・コンサルティングから本公開買付価格である1株当たり6,650円が対象者の一般株主にとって財務的見地から公正である旨の本フェアネス・オピニオン（ブルータス・コンサルティング）を取得している。

フェアネス・オピニオンは、第三者評価機関が意見形成主体となるという点や、意見の対象が当事者間で合意された具体的な取引条件の対象会社の一般株主にとっての公正性であるという点において、株式価値算定書とは異なるものであり、対象会社株式の価値に関するより直接的で重要性の高い参考情報となり得るため、取引条件の形成過程において構造的な利益相反の問題及び情報の非対称性の問題に対応するうえでより有効な機能を有し得るとされている（M & A 指針3.3.2.2A）。

そのうえで、M & A 指針においては、独立性・中立性、慎重な発行プロセス、高度な専門性・実績、レピュテーションといった要素を備えた第三者評価機関からフェアネス・オピニオンの取得が行われた場合には、公正性担保措置として積極的に評価されるべきとされている（M & A 指針3.3.2.2B）。

ブルータス・コンサルティングの独立性については、上記のとおり、本特別委員会がブルータス・コンサルティングに対してヒアリングを行ったうえで、上記の独立性・中立性が認められるものと判断した。

このほか、本特別委員会は、ブルータス・コンサルティングに対するヒアリングにより、上記からまでをそれぞれ満たすことを確認した。

したがって、本特別委員会は、本フェアネス・オピニオン（ブルータス・コンサルティング）の取得をもって、公正性担保措置として積極的に評価することができるものとする。

・独立した法律事務所からの助言の取得（M & A 指針3.3.1）

ア．独立した法律事務所からの助言の取得（対象者の法務アドバイザー）

対象者は、本公開買付けに係る対象者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、2025年11月上旬に、公開買付者グループ及び対象者グループ並びに本取引の成否から独立した対象者の法務アドバイザーとして大江橋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対象者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る。なお、大江橋法律事務所は、公開買付者グループ及び対象者グループ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ない。

大江橋法律事務所の報酬は、本取引の成否にかかわらず、稼働時間に時間単価を乗じて算出するものとされており、本取引の成立を条件とする成功報酬は含まれていない。また、本特別委員会は、第1回特別委員会において、大江橋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うえで、対象者の法務アドバイザーとして承認している。

イ．独立した法律事務所からの助言の取得（本特別委員会の法務アドバイザー）

本特別委員会は、本公開買付けに係る対象者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、第3回特別委員会において、公開買付者グループ及び対象者グループ並びに本取引の成否から独立した本特別委員会の法務アドバイザーとしてアンダーソン・毛利・友常法律事務所を選任し、同事務所から、本諮問事項の審議に際しての各種留意事項について、必要な法的助言を受けている。なお、アンダーソン・毛利・友常法律事務所は、公開買付者グループ及び対象者グループ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ない。

アンダーソン・毛利・友常法律事務所の報酬は、本取引の成否にかかわらず、稼働時間に時間単価を乗じて算出するものとされており、本取引の成立を条件とする成功報酬は含まれていない。

以上から、対象者及び本特別委員会は、本取引に係る検討の初期的段階から法務アドバイザーによる専門的助言を取得していると認められる。

・マーケット・チェック（M & A 指針3.4.2）

公開買付届出書のドラフトによれば、公開買付者は、公開買付期間を、法令に定められた最短期間が20営業日であるところ、41営業日に設定している。公開買付期間を法定の最短期間に照らして長期に設定することにより、対象者の株主が本公開買付けに応募するか否かについて適切な判断を行う機会を確保するとともに、対象者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けの公正性を担保することを企図している。

また、公開買付者と対象者は、対象者が対抗的買収提案者と接触することを禁止するような取引保護条項を含む合意等、当該対抗的買収提案者が対象者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を行っていない（M & A 指針3.4.2脚注63）。このように、公開買付期間の設定とあわせ、対抗的な買付け等の機会が確保されることにより、いわゆる間接的なマーケット・チェックを実施し、本公開買付けの公正性の担保に配慮している。

なお、本取引において、市場における潜在的な買収者の有無を調査・検討する、いわゆる積極的なマーケット・チェック（本取引の公表前における入札手続等を含む。）は実施されていないが、本公開買付けを含む本取引の公正性を担保するために実施された各種措置の内容、その他本取引における具体的な状況に鑑みて、これを実施しなくとも、特段、本取引の公正性が阻害されることはないと考えられる。

・マジョリティ・オブ・マイノリティ（M & A 指針3.5）

公開買付届出書のドラフトによれば、公開買付者は、対象者株式31,853,485株（所有割合：52.40%）を所有しているため、本公開買付けにおいて、いわゆる「マジョリティ・オブ・マイ

ノリティ」(Majority of Minority)の買付予定数の下限を設定すると、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対象者の少数株主の利益に資さない可能性もあるものと考え、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)の買付予定数の下限を設定していない。

ここで、M & A指針においては、本取引のような、支配株主による従属会社の買収のように買収者の保有する対象会社の株式の割合が高い場合における企業価値の向上に資するM & Aに対する阻害効果の懸念等が指摘される等、常に「マジョリティ・オブ・マイノリティ」(Majority of Minority)を採用することが望ましいとまではいうことは困難とされており、対象会社の取締役会や特別委員会は、当該M & Aにおける具体的な状況を踏まえて、「マジョリティ・オブ・マイノリティ」(Majority of Minority)の設定の有効性や弊害の有無等を総合的に判断し、その要否を検討することが望ましいと考えられるとされている(M & A指針3.5.2)。

以上の点を踏まえると、本特別委員会としては、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)は必須ということまではいえず、これが採用されていないということをもって、直ちに、本取引に係る手続の公正性が不十分であるとまでは断ずることはできないと考える。

・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(M & A指針3.6)

M & A指針では、一般株主による取引条件の妥当性等についての判断に資する重要な判断材料の提供が推奨されており(M & A指針3.6.1)、具体的には、特別委員会に関する情報や株式価値算定書に関する情報等についての充実した開示が期待されている(M & A指針3.6.2)。

本取引では、対象者プレスリリースのドラフトにおいて、本特別委員会に付与された権限の内容、本特別委員会における検討経緯や交渉過程への関与状況、本答申書の内容及び本特別委員会の委員の報酬体系等(M & A指針3.6.2.1)、本株式価値算定書(大和証券)及び本株式価値算定書(ブルータス・コンサルティング)の概要(M & A指針3.6.2.2)、本取引の実施に至るプロセスや交渉経緯等(M & A指針3.6.2.3)について充実した情報開示がなされる予定となっており、対象者の一般株主に対し、取引条件の妥当性等についての判断に資する重要な判断材料は提供されていると認められる。

・強圧性の排除(M & A指針3.7)

公開買付届出書のドラフトによれば、本公開買付けの成立後、公開買付者は、株式併合又は株式売渡請求を用いるスキームにより実行するとされている。いずれのスキームを用いる場合でも、株主には、価格決定の申立てを行う権利が認められ、かつ、公開買付届出書のドラフトでその旨が明示的に開示されている。また公開買付届出書のドラフトでは、本スクイーズアウト手続は本公開買付け終了後速やかに行われ、本スクイーズアウト手続の際に一般株主に対して交付される金銭は本公開買付価格と同一の価格とすることが予定されている旨が開示されている。

さらに、対象者の株主に株式買取請求権及びそれに伴う裁判所に対する価格決定申立権が、それぞれ確保されていることを踏まえると、本公開買付けについて、強圧性が生じないように配慮がなされていると認められる。

xi. 本特別委員会の検討及び判断

上記 から までに記載のとおり、本取引では、()取引条件の形成過程において実質的にも独立当事者間取引と評価できる状況が確保されており、()一般株主による十分な情報に基づく適切な判断の機会(M & A指針2.4)も確保されている。また、本特別委員会としては、本取引について、個々の公正性担保措置を形式的に列挙するのではなく、これらが相互に補完し合うことにより、取引条件の形成過程の公正性及び一般株主の判断機会の確保が実質的に担保されているかという観点から総合的に検討したところ、本取引においては、そのような要請が充足されているものと判断した。

xii. 小括

よって、本取引の手續の公正性は確保されていると考える。

e. 本諮問事項()について

・本諮問事項()についての本特別委員会の理解・検討方針

本諮問事項()は、本取引は一般株主にとって公正なものと考えられるかを問うものであるところ、本諮問事項()乃至()までの分析を踏まえて答申するものとする。

・本諮問事項()についての本特別委員会の意見

本特別委員会は、本諮問事項()を検討する際の考慮要素は、本諮問事項()から()までで検討を要請されている事項で網羅されていると考えているところ、検討の結果、本諮問事項()から()までについて、一般株主(少数株主を含む。)の利益の観点から問題があるとは認められないことは、上記に述べたとおりである。

以上から、本特別委員会は、上記本諮問事項()乃至()に対する答申を踏まえ、本取引は対象者の一般株主にとって公正である旨の意見を答申する。

f. 本諮問事項()について

本諮問事項()は、本諮問事項()から()を踏まえて、対象者取締役会が本取引を行う旨(本公開買付けに賛同する旨の意見を表明するとともに、対象者株主に対して本公開買付けに応募することを推奨すること、及び、本公開買付け成立後に、本スクイーズアウト手續が実施される場合には必要な手續を行うこと。)の意思決定をすることの適否を問うものである。

本特別委員会は、本諮問事項()乃至()に対する答申において記載したとおり、本取引は対象者の企業価値向上に資するものであり、取引条件の公正性及び妥当性並びに手續の公正性も確保されていることから、一般株主にとって公正であると認められる。したがって、本特別委員会は、対象者取締役会が本取引を行う旨(本公開買付けに賛同する旨の意見を表明するとともに、対象者株主に対して本公開買付けに応募することを推奨すること、及び、本公開買付け成立後に、本スクイーズアウト手續が実施される場合には必要な手續を行うこと。)の意思決定をすることが適切である旨の意見を答申する。

特別委員会における独立した法律事務所からの助言

対象者プレスリリースによれば、上記「対象者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」に記載のとおり、本特別委員会は、公開買付者グループ及び対象者グループ並びに本取引の成否から独立した法務アドバイザーとしてアンダーソン・毛利・友常法律事務所を選任し、本取引において手續の公正性を確保するために講じるべき措置、並びに本特別委員会における本諮問事項に関する検討及び審議に関する法的助言を受けたとのこと。また、アンダーソン・毛利・友常法律事務所は、公開買付者グループ及び対象者グループ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ないとのこと。アンダーソン・毛利・友常法律事務所の報酬は、本取引の成否にかかわらず、稼働時間に時間単価を乗じて算出するものとされており、本取引の成立を条件とする成功報酬は含まれていないとのこと。

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及びフェアネス・オピニオンの取得

() 算定機関の名称並びに対象者及び公開買付者との関係

対象者プレスリリースによれば、本特別委員会は、本諮問事項の検討を行うにあたり、本公開買付価格を含む本取引に係る取引条件の妥当性を確保するために、公開買付者グループ及び対象者グループ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、対象者株式の価値算定、及び本公開買付価格を含む本取引における取引条件について対象者の一般株主にとっての財務的な観点からの公正性に関する意見表明を依頼し、2026年5月8日付で、本株式価値算定書(ブルータス・コンサルティング)及び本フェアネス・オピニオン(ブルータス・コンサルティング)を取得したとのこと。

なお、ブルータス・コンサルティングは、公開買付者グループ及び対象者グループ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いないとのこと。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いないとのこと。

() 対象者株式に係る算定の概要

対象者プレスリリースによれば、ブルータス・コンサルティングは、複数の算定手法の中から対象者株式価値算定にあたり採用すべき算定手法を検討のうえ、対象者が継続企業であるとの前提の下、対象者株式の価値について多面的に評価することが適切であるとの考えに基づき、対象者の市場株価の動向を勘案した市場株価法、対象者と比較可能な上場会社が複数存在し、類似会社比較による対象者株式の株式価値の類推が可能であることから類似会社比較法を、対象者業績の内容や予想等を評価に反映する

ためにDCF法を算定方法として用いて対象者の1株当たりの株式価値の分析を行い、本特別委員会は、2026年5月8日付でプルート・コンサルティングより本株式価値算定書（プルート・コンサルティング）を取得したとのことです。

上記各手法に基づいて算定された対象者株式の1株当たりの株式価値の範囲は以下のとおりとのことです。

市場株価法 : 4,659円から4,791円

類似会社比較法 : 4,293円から5,476円

DCF法 : 4,962円から6,765円

市場株価法では、2026年5月8日を算定基準日として、対象者株式の東京証券取引所プライム市場における基準日終値4,659円、同日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値4,679円、同日までの過去3ヶ月間の終値単純平均値4,786円及び同日までの過去6ヶ月間の終値単純平均値4,791円を基に、対象者株式の1株当たりの株式価値の範囲を4,659円から4,791円と算定したとのことです。

類似会社比較法では、対象者と類似性があると判断される類似上場会社として、株式会社メディopalホールディングス、アルフレッサホールディングス株式会社、株式会社スズケン、東邦ホールディングス株式会社、株式会社あらた、株式会社バイタルケーエスケー・ホールディングス、大木ヘルスケアホールディングス株式会社及び株式会社ドウシヤを選定したうえで、企業価値に対するEBITDAの倍率を用いて算定を行い、対象者株式の1株当たりの株式価値の範囲を4,293円から5,476円と算定したとのことです。

DCF法では、対象者が作成した本事業計画を基に、2027年3月期から2030年3月期までの4期分の事業計画における収益予測や投資計画、一般に公開された情報等の諸要素を前提として、対象者が2026年3月期第4四半期以降に創出すると見込まれるフリー・キャッシュ・フローを一定の割引率で現在価値に割り引いて、対象者の企業価値や株式価値を分析し、対象者株式の1株当たり株式価値の範囲を4,962円から6,765円と算定したとのことです。なお、割引率（加重平均資本コスト）は6.5%から8.7%を採用したとのことです。また、継続価値の算定にあたっては、2030年3月期に稼働を開始する新物流センターの一過性費用を控除したうえで、永久成長率法と倍率法に基づき249,347百万円から356,948百万円と算定したとのことです。永久成長率法においては、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0%、倍率法においては、EBITDA倍率を採用し、業界各社の水準等を踏まえ5.9倍から8.0倍としたとのことです。

非事業用資産として、必要運転資金（対象者における過去の資金繰り実績等を総合的に考慮して算出したとのことです。）を控除した余剰現預金及び投資有価証券等を加算したとのことです。

プルート・コンサルティングがDCF法に用いた本事業計画に基づく財務予測においては、大幅な増減益を見込んでいる事業年度は含まれていないものの、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とのことです。具体的には、2030年3月期に稼働を開始する新物流センター建設に伴う多額の設備投資により、2028年3月期においてフリー・キャッシュ・フローの大幅な減少を見込み、2029年3月期は当該新物流センターへの集中的な投資が一巡することによる反動で、フリー・キャッシュ・フローの大幅な増加を見込んでいるとのことです。

また、本取引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、上記算定には加味していないとのことです。

なお、DCF法で算定の前提とした本事業計画に基づく財務予測の数値は以下のとおりとのことです。

（注） プルート・コンサルティングは、対象者株式の株式価値の算定に際し、対象者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ないとのことです。また、対象者の資産及び負債（簿外資産及び負債、その他偶発債務を含みます。）に関して独自の評価又は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ないとのことです。加えて、対象者の財務予測に関する情報については、対象者の役職員（ただし、公開買付者から独立した者に限ります。）による現時点で得られる最善の予測と判断に基づき合理的に作成されたことを前提としているとのことです。ただし、プルート・コンサルティングは、算定の基礎とした本事業計画について、複数回のインタビューを行いその内容を分析及び検討しているとのことです。また、上記「対象者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」に記載のとおり、本事業計画については、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ているとのことです。

（単位：百万円）

	2027年3月期	2028年3月期	2029年3月期	2030年3月期
売上収益	1,281,987	1,327,235	1,374,686	1,423,124
営業利益	25,303	27,160	29,774	30,698
E B I T D A	31,903	33,560	36,174	39,098
フリー・キャッシュ・フロー	13,773	5,051	17,955	19,170

() 本フェアネス・オピニオン（ブルータス・コンサルティング）の概要

対象者プレスリリースによれば、本特別委員会は、2026年5月8日付で、ブルータス・コンサルティングから、本公開買付価格である1株当たり6,650円は対象者の一般株主にとって財務的見地から公正なものである旨の本フェアネス・オピニオン（ブルータス・コンサルティング）を取得しているとのことです（注）。本フェアネス・オピニオン（ブルータス・コンサルティング）は、本事業計画に基づく対象者の株式価値の算定結果等に照らして、本公開買付価格である1株当たり6,650円が、対象者の一般株主にとって財務的見地から公正であることを意見表明するものであるとのことです。なお、本フェアネス・オピニオン（ブルータス・コンサルティング）は、ブルータス・コンサルティングが、対象者から、対象者の事業の現状、将来の事業計画等の開示を受けるとともに、それらに関する説明を受けたうえで実施した対象者の株式価値の算定結果に加えて、本公開買付けの概要、背景及び目的に係る対象者との質疑応答、ブルータス・コンサルティングが必要と認めた範囲内での対象者の事業環境、経済、市場及び金融情勢等についての検討並びにブルータス・コンサルティングにおけるエンゲージメントチームとは独立した審査会におけるレビュー手続を経て発行されているとのことです。

（注）ブルータス・コンサルティングは、本フェアネス・オピニオン（ブルータス・コンサルティング）を作成するにあたって対象者から提供を受けた基礎資料及び一般に公開されている資料、並びに対象者から聴取した情報が正確かつ完全であることを前提としているとのことです。ブルータス・コンサルティングはその正確性、完全性について、独自の調査、検証を実施しておらず、その義務を負うものではないとのことです。したがって、ブルータス・コンサルティングはこれらの資料の不備や重要事実の不開示に起因する責任を負わないとのことです。

ブルータス・コンサルティングは、本フェアネス・オピニオン（ブルータス・コンサルティング）の基礎資料として用いた本事業計画その他の資料は、当該資料の作成時点における最善の予測と判断に基づき合理的に作成されていることを前提としているとのことです。ブルータス・コンサルティングはその実現可能性を保証するものではなく、これらの作成の前提となった分析若しくは予測又はそれらの根拠となった前提条件については、何ら見解を表明するものではないとのことです。

ブルータス・コンサルティングは、法律、会計又は税務の専門機関ではないとのことです。したがってブルータス・コンサルティングは本公開買付けに関する法律、会計又は税務上の問題に関して何らかの見解を述べるものでもなければ、その義務を負うものでもないとのことです。

ブルータス・コンサルティングは、個別の資産及び負債の分析及び評価を含め、対象者及びその関係会社の資産及び負債（簿外資産及び負債、その他の偶発債務を含みます。）に関して独自の評価又は鑑定を行っておらず、これらに関していかなる評価書や鑑定書の提出も受けていないとのことです。したがって、ブルータス・コンサルティングは対象者及びその関係会社の支払能力についての評価も行っていないとのことです。

本フェアネス・オピニオン（ブルータス・コンサルティング）は、対象者が本公開買付けに関する意見を表明するに際しての検討に供する目的で、本公開買付価格の公正性に関する意見を財務的見地から表明したものであるとのことです。したがって、本フェアネス・オピニオン（ブルータス・コンサルティング）は、本公開買付けの代替的な選択肢となり得る取引との優劣、本公開買付けの実施によりもたらされる便益、及び本公開買付け実行の是非について、何らの意見を述べるものではないとのことです。

本フェアネス・オピニオン（ブルータス・コンサルティング）は、対象者の発行する有価証券の保有者、債権者、その他の関係者に対し、いかなる意見も述べるものではないとのことです。したがって、ブルータス・コンサルティングは本フェアネス・オピニオン（ブルータス・コンサルティング）に依拠した株主及び第三者の皆様に対して何らの責任も負わないとのことです。

ブルータス・コンサルティングは、対象者への投資等を勧誘するものではなく、その権限も有していないとのことです。したがって、本フェアネス・オピニオン（ブルータス・コンサル

ディング)は株主の皆様に対して本公開買付けに関する応募その他のいかなる行動も推奨するものではないとのことです。

本フェアネス・オピニオン(ブルーラス・コンサルティング)は、本公開買付価格が、対象者の一般株主にとって財務的見地から公正か否かについて、本フェアネス・オピニオン(ブルーラス・コンサルティング)の提出日現在の金融及び資本市場、経済状況並びにその他の情勢を前提に、また、同日までにブルーラス・コンサルティングに供され又はブルーラス・コンサルティングが入手した情報に基づいて、同日時点における意見を述べたものであるとのことです。今後の状況の変化によりこれらの前提が変化しても、ブルーラス・コンサルティングはその意見を修正、変更又は補足する義務を負わないとのことです。

本フェアネス・オピニオン(ブルーラス・コンサルティング)は、本フェアネス・オピニオン(ブルーラス・コンサルティング)に明示的に記載された事項以外、又は本フェアネス・オピニオン(ブルーラス・コンサルティング)の提出日以降に関して、何らの意見を推論させ、示唆するものではないとのことです。

対象者における独立した法律事務所からの助言

対象者プレスリリースによれば、上記「(2)公開買付けを実施するに至った背景、目的及び意思決定の過程並びに買付け等後の経営方針」の「対象者の公開買付けに関する意見の内容、根拠及び理由」に記載のとおり、対象者は、公開買付者グループ及び対象者グループ並びに本取引の成否から独立した法務アドバイザーとして大江橋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対象者の意思決定の方法及び過程その他の意思決定にあたっての留意点等に関する法的助言を受けているとのことです。

また、上記「対象者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」に記載のとおり、本特別委員会において、大江橋法律事務所の独立性及び専門性・実績等に問題がないことを確認のうえ、その選任の承認を受けているとのことです。

なお、大江橋法律事務所は、公開買付者グループ及び対象者グループ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ないとのことです。大江橋法律事務所の報酬は、本取引の成否にかかわらず、稼働時間に時間単価を乗じて算出するものとされており、本取引の成立を条件とする成功報酬は含まれていないとのことです。

対象者における独立した検討体制の構築

対象者プレスリリースによれば、上記「(2)公開買付けを実施するに至った背景、目的及び意思決定の過程並びに買付け等後の経営方針」の「対象者の公開買付けに関する意見の内容、根拠及び理由」に記載のとおり、対象者は、公開買付者グループ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対象者の社内に構築したとのことです。

具体的には、対象者は、2025年10月21日に公開買付者より本取引の実施に向けた検討を開始した旨の通知を受領したことを受け、大江橋法律事務所の法的助言を得たうえで、本取引に関する検討(対象者の株式価値算定の基礎となる本事業計画の作成を含みます。)並びに公開買付者との協議及び交渉を行うプロジェクトチームを検討の上、設置し、そのメンバーは対象者グループを除く公開買付者グループの役職員を兼務していない対象者の役職員のみで構成されるものとし、かかる取扱いを継続したとのことです。また、かかる取扱いを含めて、対象者の検討体制(本取引の検討、交渉及び判断に關与する対象者の役職員の範囲及びその職務を含みます。)に独立性・公正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たとのことです。

対象者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

対象者プレスリリースによれば、対象者は、大江橋法律事務所から得た法的助言、大和証券から得た財務的見地からの助言、本株式価値算定書(大和証券)の内容、本特別委員会を通じて提出を受けた本株式価値算定書(ブルーラス・コンサルティング)及び本フェアネス・オピニオン(ブルーラス・コンサルティング)、本特別委員会から入手した本答申書、公開買付者との間で実施した複数回にわたる継続的な協議の内容並びにその他の関連資料を踏まえ、公開買付者による本公開買付けを含む本取引が対象者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公正かつ妥当なものが否かについて慎重に協議・検討を行った結果、上記「(2)公開買付けを実施するに至った背景、目的及び意思決定の過程並びに買付け等後の経営方針」の「対象者の公開買付けに関する意見の内容、根拠及び理由」に記載のとおり、2026年5月11日開催の対象者取締役会において、本公開買付けに賛同する旨の意見を表明するとともに、対象者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を決議したとのことです。上記の対象者取締役会においては、対象者の取締役13名のうち、吉田拓也氏及び左近祐史氏は現在も公開買付者の取締役を兼務していること、糟谷誠一氏は過去に公開買付者の取締役を務めていたことに鑑み、

対象者取締役会における審議及び決議が、本取引における構造的な利益相反の問題及び情報の非対称性の問題による影響を受けるおそれを排除する観点から、吉田拓也氏、左近祐史氏及び糟谷誠一氏を除く10名の取締役において審議の上、全員一致により上記の決議を行ったとのことです。

また、上記の対象者取締役会においては、対象者の監査役5名のうち、全ての監査役（うち社外監査役3名）が出席し、全員が上記の決議に異議がない旨の意見を述べたとのことです。なお、対象者の取締役のうち、吉田拓也氏、左近祐史氏及び糟谷誠一氏は、本取引が構造的な利益相反の問題及び情報の非対称性の問題が類型的に存在する取引に該当することに鑑み、これらの問題による影響を受けるおそれを排除する観点から、上記取締役会を含む本取引に係る取締役会の審議及び決議には参加しておらず、かつ、対象者の立場で本取引の協議及び交渉に参加していないとのことです。

取引保護条項の不存在

公開買付者及び対象者は、対象者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対象者との間で接触することを制限するような内容の合意は一切行っておらず、対抗的な買付け等の機会を妨げないこととすることにより、本公開買付けの公正性の担保に配慮しております。

対象者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するための措置

公開買付者は、下記「(4) 公開買付け後の組織再編等の方針」に記載のとおり、本スクイーズアウト手続において、公開買付けに応募しなかった対象者の株主の皆様（公開買付者及び対象者を除きます。）に対しては、最終的に金銭を交付する方法を採用する予定であり、その場合に当該対象者の株主の皆様が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対象者の株主の皆様が所有していた対象者株式の数を乗じた価格と同一になるよう算定する予定であることから、対象者の株主の皆様が本公開買付けに応募するか否かについて適切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しております。また、公開買付者は、法令に定められた公開買付けに係る買付けの最短期間は20営業日であるところ、公開買付け期間を41営業日としております。公開買付け期間を法定の最短期間より長期に設定することにより、対象者の株主の皆様が本取引の是非や本公開買付け価格の妥当性について熟慮し、本公開買付けに応募するか否かについて適切な判断を行うための機会を確保しております。なお、公開買付け期間は、対象者が、2026年6月19日に有価証券報告書及びその添付書類を関東財務局長に提出予定であること、公開買付者が2026年6月23日に有価証券報告書及びその添付書類を関東財務局長に提出予定であることも考慮して設定しております。

(4) 【公開買付け後の組織再編等の方針】

公開買付者は、上記「(1) 公開買付けの目的の概要」に記載のとおり、本公開買付けにより本公開買付け対象株式を取得できなかった場合には、本公開買付け成立後、以下の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ます。

株式売渡請求

本公開買付けの成立により、公開買付者が、合計で対象者の総株主の議決権の90%以上を所有するに至り、公開買付者が会社法第179条第1項に規定する特別支配株主となる場合には、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2編第2章第4節の2の規定に基づき、対象者の株主（公開買付者及び対象者を除きます。）の全員（以下「本売渡株主」といいます。）に対し、その所有する対象者株式のすべてを売り渡すことを請求（以下「本株式売渡請求」といいます。）する予定です。本株式売渡請求においては、対象者株式1株当たりの対価として、本公開買付け価格と同額の金銭を本売渡株主に対して交付することを定める予定です。この場合、公開買付者は、その旨を対象者に通知し、対象者に対して本株式売渡請求の承認を求めます。対象者がその取締役会の決議により本株式売渡請求を承認した場合には、関係法令の定める手続に従い、本売渡株主の個別の承諾を要することなく、公開買付者は、本株式売渡請求において定めた取得日をもって、本売渡株主が所有する対象者株式のすべてを取得いたします。そして、公開買付者は、本売渡株主に対し、本売渡株主の所有していた対象者株式1株当たりの対価として、本公開買付け価格と同額の金銭を交付する予定です。

なお、対象者プレスリリースによれば、対象者は、公開買付者より本株式売渡請求をしようとする旨及び会社法第179条の2第1項各号の事項について通知を受けた場合には、対象者取締役会において、本株式売渡請求を承認する予定とのことです。

上記手続に関連する少数株主の権利保護を目的とした会社法上の手続として、本株式売渡請求がなされた場合には、会社法第179条の8その他の関係法令の定めに従って、本売渡株主は、裁判所に対して、その所有する対象者株式の売買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おります。なお、かかる申立てがなされた場合の対象者株式の売買価格は、最終的に裁判所が判断することになります。

株式併合

本公開買付けの成立後、公開買付者が、合計で対象者の総株主の議決権の90%以上を所有するに至らなかった場合には、公開買付者は、本公開買付けの決済の完了後速やかに、会社法第180条に基づき、対象者株式の併合（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対象者の臨時株主総会（以下「本臨時株主総会」といいます。）を2026年9月を目途に開催することを対象者に要請する予定です。なお、対象者プレスリリースによれば、対象者は、公開買付者からこれらの要請を受けた場合には、これらの要請に応じる予定とのことです。また、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です。

本臨時株主総会において本株式併合の議案についてご承認をいただいた場合には、本株式併合がその効力を生ずる日において、対象者の株主の皆様は、本臨時株主総会においてご承認をいただいた本株式併合の割合に応じた数の対象者株式を所有することとなります。本株式併合をすることにより、株式の数に1株に満たない端数が生じるときは、端数が生じた対象者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。）に相当する対象者株式を対象者又は公開買付者に売却すること等によって得られる金銭が交付されることとなります。公開買付者は、当該端数の合計数に相当する対象者株式の売却価格については、当該売却の結果、本公開買付けに応募しなかった対象者の株主の皆様（ただし、公開買付者及び対象者を除きます。）に交付される金銭の額が、本公開買付価格に当該各株主が所有していた対象者株式の数を乗じた価格と同一となるよう算定したうえで、裁判所に対して任意売却許可の申立てを行うことを、対象者に要請する予定です。本株式併合の割合は、本書提出日現在において未定ですが、公開買付者のみが対象者株式のすべて（ただし、対象者が所有する自己株式を除きます。）を所有することを企図し、本公開買付けに応募しなかった対象者の株主の皆様（ただし、公開買付者及び対象者を除きます。）の所有する対象者株式の数が1株に満たない端数となるように決定されるよう対象者に要請する予定です。なお、対象者プレスリリースによれば、対象者は、公開買付者からこれらの要請を受けた場合には、これらの要請に応じる予定とのことです。

また、本株式併合に関連する少数株主の権利保護を目的とした規定として、本株式併合がなされた場合であって、本株式併合をすることにより株式の数に1株に満たない端数が生じるときは、会社法第182条の4及び第182条の5その他の関係法令の定めに従い、本公開買付けに応募しなかった対象者の株主の皆様（ただし、公開買付者及び対象者を除きます。）は、対象者に対し、自己の所有する株式のうち1株に満たない端数となるもののすべてを公正な価格で買い取ることを請求できる旨及び裁判所に対して対象者株式の価格の決定の申立てを行うことができる旨が会社法上定められています。当該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となります。

上記及びの各手続については、関係法令の改正、施行及び当局の解釈等の状況によっては、実施に時間を要し、又は実施の方法に変更が生じる可能性があります。ただし、その場合でも、本公開買付けが成立した場合には、本公開買付けに応募しなかった対象者の株主の皆様（ただし、公開買付者及び対象者を除きます。）に対しては、最終的に金銭を交付する方法が採用される予定であり、その場合に当該株主の皆様が交付される金銭の額については、本公開買付価格に当該株主の皆様が所有していた対象者株式の数を乗じた価格と同一になるよう算定する予定です。以上の各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、対象者と協議の上、決定次第、対象者が速やかに公表する予定です。

なお、本公開買付けは、本臨時株主総会における対象者の株主の皆様への賛同を勧誘するものではありません。また、本公開買付けへの応募又は上記の各手続における税務上の取扱いについては、対象者の株主の皆様が自らの責任にて税理士等の専門家にご確認いただきますようお願いいたします。

(5) 【上場廃止等となる見込み及びその事由】

対象者株式は、本書提出日現在、東京証券取引所プライム市場に上場されておりますが、公開買付者は、本公開買付けにおいて買付予定数の上限を設定していないため、本公開買付けの結果次第では、東京証券取引所の定める上場廃止基準に従って、対象者株式は所定の手続きを経て上場廃止となる可能性があります。また、本公開買付けの成立時点では当該基準に該当しない場合でも、本公開買付けの成立後に、上記「(4) 公開買付け後の組織再編等の方針」に記載のとおり、本スクイズアウト手続きを実施することを予定しておりますので、かかる手続きが実行された場合には、東京証券取引所の定める上場廃止基準に従い、対象者株式は、所定の手続きを経て上場廃止となります。なお、上場廃止後は、対象者株式を東京証券取引所プライム市場において取引することはできません。

(6) 【公開買付けに係る重要な合意】

該当事項はありません。

(7) 【その他公開買付けに関する重要な事項】

該当事項はありません。

5【買付け等の期間、買付け等の価格及び買付予定の株券等の数】

(1)【買付け等の期間等】

【買付け等の期間】

買付け等の期間	2026年5月12日(火曜日)から2026年7月7日(火曜日)まで(41営業日)
公告日	2026年5月12日(火曜日)
公告掲載新聞名	電子公告を行い、その旨を日本経済新聞に掲載します。 電子公告アドレス (https://disclosure2.edinet-fsa.go.jp/)

【対象者の請求に基づく延長の可能性の有無】

該当事項はありません。

【期間延長の確認連絡先】

該当事項はありません。

(2)【買付け等の価格】

株券	普通株式1株につき、金6,650円
新株予約権証券	
新株予約権付社債券	
株券等信託受益証券 ()	
株券等預託証券 ()	

(3)【買付予定の株券等の数】

株券等の種類	買付予定数	買付予定数の下限	買付予定数の上限
普通株式	28,940,739(株)	8,676,100(株)	(株)
合計	28,940,739(株)	8,676,100(株)	(株)

(注1) 応募株券等の総数が買付予定数の下限(8,676,100株)に満たない場合は、応募株券等の全部の買付けを行いません。応募株券等の総数が買付予定数の下限以上の場合、応募株券等の全部の買付けを行います。

(注2) 本公開買付けにおいては、買付予定数の上限を設定しておりませんので、買付予定数は、本公開買付けにより公開買付者が取得する対象者の株券等の最大数を記載しております。当該最大数は、対象者決算短信に記載された2026年3月31日現在の発行済株式総数(62,000,000株)から、対象者決算短信に記載された同日現在の対象者が所有する自己株式数(1,205,776株)及び本書提出日現在公開買付者が所有する対象者株式の数(31,853,485株)を控除した株式数(28,940,739株)になります。

(注3) 単元未満株式も本公開買付けの対象としております。なお、会社法に従って株主による単元未満株式買取請求権が行使された場合には、対象者は法令の手続きに従い公開買付期間中に自己の株式を買い取ることがあります。

(注4) 本公開買付けを通じて、対象者が所有する自己株式を取得する予定はありません。

6【買付け等を行った後における株券等所有割合】

区分	議決権の数
買付予定の株券等に係る議決権の数(個)(a)	289,407
aのうち潜在株券等に係る議決権の数(個)(b)	-
bのうち株券の権利を表示する株券等信託受益証券及び株券等預託証券に係る議決権の数(個)(c)	-
公開買付者の所有株券等に係る議決権の数(2026年5月12日現在)(個)(d)	318,534
dのうち潜在株券等に係る議決権の数(個)(e)	-
eのうち株券の権利を表示する株券等信託受益証券及び株券等預託証券に係る議決権の数(個)(f)	-
特別関係者の所有株券等に係る議決権の数(2026年5月12日現在)(個)(g)	0
gのうち潜在株券等に係る議決権の数(個)(h)	-
hのうち株券の権利を表示する株券等信託受益証券及び株券等預託証券に係る議決権の数(個)(i)	-
対象者の総株主等の議決権の数(2025年9月30日現在)(個)(j)	614,178
買付予定の株券等に係る議決権の数の総株主等の議決権の数に占める割合(a/j)(%)	47.60
買付け等を行った後における株券等所有割合 ($(a+d+g) / (j+(b-c)+(e-f)+(h-i)) \times 100$)(%)	100.00

(注1) 「買付予定の株券等に係る議決権の数(個)(a)」は、本公開買付けにおける買付予定数に係る議決権の数を記載しております。

(注2) 「特別関係者の所有株券等に係る議決権の数(2026年5月12日現在)(個)(g)」は、各特別関係者(ただし、特別関係者のうち法第27条の2第1項各号における株券等所有割合の計算において府令第3条第2項第1号イに基づき特別関係者から除外される者を除きます。)が所有する株券等に係る議決権の数の合計を記載しております。なお、特別関係者の所有株券等(ただし、対象者が所有する自己株式を除きます。)も本公開買付けの対象としているため、「買付け等を行った後における株券等所有割合」の計算においては、「特別関係者の所有株券等に係る議決権の数(2026年5月12日現在)(個)(g)」は分子に加算しておりません。また、公開買付者は、本書提出後に特別関係者の所有する対象者の株券等を確認の上、本書の訂正が必要な場合には、本書に係る訂正届出書を提出する予定です。

(注3) 「対象者の総株主等の議決権の数(2025年9月30日現在)(個)(j)」は、対象者が2025年11月13日に提出した第98期半期報告書に記載された2025年9月30日現在の総株主の議決権の数(1単元の株式数を100株として記載されたもの)です。ただし、単元未満株式も本公開買付けの対象としているため、「買付予定の株券等に係る議決権の数の総株主等の議決権の数に占める割合」及び「買付け等を行った後における株券等所有割合」の計算においては、対象者決算短信に記載された2026年3月31日現在の対象者の発行済株式総数(62,000,000株)から、対象者決算短信に記載された同日現在の対象者が所有する自己株式数(1,205,776株)を控除した60,794,224株に係る議決権の数(607,942個)を分母として計算しております。

(注4) 「買付予定の株券等に係る議決権の数の総株主等の議決権の数に占める割合」及び「買付け等を行った後における株券等所有割合」については、小数点以下第三位を四捨五入しております。

7【株券等の取得に関する許可等】

該当事項はありません。

8【応募及び契約の解除の方法】

(1)【応募の方法】

公開買付代理人

野村證券株式会社 東京都中央区日本橋一丁目13番1号

本公開買付けに係る株券等の買付け等の申込みに対する承諾又は売付け等の申込みをする方（以下「応募株主等」といいます。）は、公開買付代理人の本店又は全国各支店において、所定の「公開買付応募申込書」に所要事項を記載の上、公開買付期間末日の15時30分までに応募してください。応募の際には、ご印鑑、マイナンバー（個人番号）又は法人番号、本人確認書類等が必要になる場合があります。（注1）

オンラインサービス（公開買付代理人に口座をお持ちのお客様専用のオンラインサービス）による応募に関しては、オンラインサービス（<https://hometrade.nomura.co.jp/>）にて公開買付期間末日の15時30分までに手続きを行ってください。なお、オンラインサービスによる応募には、応募株主等が公開買付代理人に開設した応募株主等名義の口座（以下「応募株主等口座」といいます。）におけるオンラインサービスのご利用申込みが必要です。（注2）

株券等の応募の受付にあたっては、応募株主等口座に、応募する予定の株券等が記録されている必要があります。そのため、応募する予定の株券等が、公開買付代理人以外の金融商品取引業者等に開設された口座に記録されている場合（対象者の特別口座の口座管理機関である三菱UFJ信託銀行株式会社に開設された特別口座に記録されている場合を含みます。）は、応募に先立ち、応募株主等口座への振替手続きを完了していただく必要があります。

本公開買付けにおいては、公開買付代理人以外の金融商品取引業者を経由した応募の受付は行われません。

外国の居住者であり、公開買付代理人にお取引可能な口座をお持ちでない株主等（法人株主等を含みます。以下「外国人株主等」といいます。）の場合、日本国内の常任代理人を通じて応募してください。オンラインサービスにおいては、外国の居住者は応募できません。

日本の居住者である個人株主の場合、公開買付けにより売却された株券等に係る売却代金と取得費との差額は、原則として株式等の譲渡所得等に関する申告分離課税の適用対象となります。（注3）

対象者株式については、本預託銀行が本米国預託証券に係る届出書（Form F-6EF）を提出しておりますが、対象者によれば、本米国預託証券の発行には、対象者は関与していないとのことです。上記「2 買付け等をする株券等の種類」に記載のとおり、公開買付者は、本公開買付けにおいて、買付け等をする株券等の種類に本米国預託証券を含めておりません。本公開買付けへの応募を希望する本米国預託証券の所有者の皆様においては、事前に、本米国預託証券を発行する預託機関に本米国預託証券を引き渡し、かかる本米国預託証券に係る対象者株式の交付を受けたくうえで、ご応募ください。

応募株券等の全部の買付け等が行われないこととなった場合、買付け等の行われなかった株券等は応募株主等に返還されます。

(注1) ご印鑑、マイナンバー（個人番号）又は法人番号、本人確認書類等について

公開買付代理人である野村證券株式会社に新規に口座を開設する場合、マイナンバー（個人番号）又は法人番号及び本人確認書類等が必要となるほか、ご印鑑が必要な場合があります。また、既に口座を有している場合であっても、住所変更、取引店変更、税務に係る手続き等の都度、マイナンバー（個人番号）又は法人番号及び本人確認書類等が必要な場合があります。なお、マイナンバー（個人番号）を確認するために提出する書類により、必要となる本人確認書類が異なります。マイナンバー（個人番号）又は法人番号を確認するための書類及び本人確認書類の詳細につきましては、公開買付代理人にお尋ねください。

・個人の場合

マイナンバー（個人番号）提供時の必要書類

マイナンバー（個人番号）の提供に際しては、所定の「マイナンバー提供書」のほか、[1]マイナンバー（個人番号）を確認するための書類と、[2]本人確認書類が必要です。

申込書に記載された氏名・住所・生年月日のすべてが確認できるものをご準備ください。

野村證券株式会社の受付日時時点で、有効期限の定めのあるものは有効期限内のもの、有効期限の定めのないものは6ヶ月以内に作成されたものに限り（「通知カード」は、発行日から6ヶ月以降も有効です。）。

野村證券株式会社の店舗でお手続きをされる場合は、原本をご提示ください（窓口にて写しをとらせていただく場合があります。）。

コピーの場合は、あらためて原本の提示をお願いする場合があります。

新規口座開設、住所変更等の各種手続きに係る本人確認書類を提出いただく場合、口座名義人様の本人確認書類に限りマイナンバー（個人番号）の提供に必要な書類を兼ねることができます（同じものを2枚以上提出いただく必要はありません。）。

以下の内容は変更の可能性もあるため、お手続きの時点でのマイナンバー（個人番号）を確認するための書類及び本人確認書類の詳細につきましては、公開買付代理人にお尋ねください。

[1] マイナンバー（個人番号）を確認するための書類

マイナンバーカード（個人番号カード）、通知カード、マイナンバー（個人番号）の記載された住民票の写し、マイナンバー（個人番号）の記載された住民票記載事項証明書、のいずれか1点が必要です。

[2] 本人確認書類

マイナンバー（個人番号）を確認するための書類	必要な本人確認書類
マイナンバーカード（個人番号カード）	マイナンバーカード（個人番号カード） オンライン専用支店に口座を開設する場合、[A] 又は [B] よりいずれか1点
通知カード 現在の氏名・住所が記載されていない「通知カード」はご利用いただけません。	[A] のいずれか1点、又は [B] のうち2点 オンライン専用支店に口座を開設する場合、[A] 又は [B] よりいずれか2点
マイナンバー（個人番号）の記載された住民票の写し	[A] 又は [B] のうち、「住民票の写し」「住民票記載事項証明書」以外の1点
マイナンバー（個人番号）の記載された住民票記載事項証明書	

[A] 顔写真付の本人確認書類

- 有効期間内の原本のコピーの提出が必要
旅券（パスポート）、運転免許証、運転経歴証明書、身体障害者手帳、精神障害者保健福祉手帳、療育手帳、在留カード、特別永住者証明書
2020年2月4日以降に発給申請した「旅券（パスポート）」は「所持人記入欄」がないため、1点のみではご利用いただけません。その他の本人確認書類とあわせてご提出ください。

[B] 顔写真のない本人確認書類

- 発行から6ヶ月以内の原本又はコピーの提出が必要
住民票の写し、住民票の記載事項証明書、印鑑登録証明書
- 有効期間内の原本のコピーの提出が必要
資格確認書（各種）、国民年金手帳（氏名・住所・生年月日の記載があるもの）、福祉手帳（各種）

・法人の場合

登記事項証明書、官公庁から発行された書類等の本人確認書類が必要となる場合があります。

本人特定事項 名称 本店又は主たる事務所の所在地

法人自体の本人確認に加え、代表者又は代理人・取引担当者個人（契約締結の任に当たる者）の本人確認が必要となります。

法人番号の提供に際しては、法人番号を確認するための書類として、「国税庁 法人番号公表サイト」で検索した結果画面を印刷したもの又は「法人番号指定通知書」のコピーが必要となる場合があります。また、所定の「法人番号提供書」が必要となる場合があります。

・外国人（居住者を除きます。）、外国に本店又は主たる事務所を有する法人の場合

日本国政府の承認した外国政府又は権限ある国際機関の発行した書類その他これに類するもので、居住者の本人確認書類に準じるもの等の本人確認書類が必要になります。

(注2) オンラインサービスのご利用には、お申込みが必要です。オンラインサービスをお申込み後、パスワードをご登録住所に到着するまで約1週間かかりますのでお早めにお手続きください。公開買付期間末日近くである場合は、お取引店からの応募申込みの方がお手続きに時間を要しません。

・個人の場合：オンラインサービスのログイン画面より新規申込を受付しております。もしくは、お取引店又はオンラインサービスサポートダイヤルまでご連絡ください。

・法人の場合：お取引店までご連絡ください。なお、法人の場合は代理人等のご登録がない法人に限りオンラインサービスによる応募が可能です。

(注3) 株式等の譲渡所得等に関する申告分離課税について（個人株主の場合）

個人株主の方につきましては、株式等の譲渡所得等には原則として申告分離課税が適用されます。税務上の具体的なお質問等は税理士等の専門家にご相談いただき、ご自身でご判断いただきますようお願いいたします。

(2) 【契約の解除の方法】

応募株主等は、公開買付期間中においては、いつでも本公開買付けに係る契約を解除することができます。契約の解除をする場合は、公開買付期間末日の15時30分までに下記に指定する者の応募の受付を行った本店又は全国各支店に、本公開買付けに係る契約の解除を行う旨の書面（以下「解除書面」といいます。）を交付又は送付してください。ただし、送付の場合は、解除書面が公開買付期間末日の15時30分までに到達することを条件とします。

オンラインサービスで応募された契約の解除は、オンラインサービス（<https://hometrader.nomura.co.jp/>）上の操作又は解除書面の交付もしくは送付により行ってください。オンラインサービス上の操作による場合は当該画面上に記載される方法に従い、公開買付期間末日の15時30分までに解除手続きを行ってください。なお、お取引店で応募された契約の解除に関しては、オンラインサービス上の操作による解除手続きを行うことはできません。解除書面の交付又は送付による場合は、予め解除書面をお取引店に請求したうえで、公開買付期間末日の15時30分までにお取引店に交付又は送付してください。ただし、送付の場合は、解除書面が公開買付期間末日の15時30分までに到達することを条件とします。

解除書面を受領する権限を有する者

野村證券株式会社 東京都中央区日本橋一丁目13番1号
（その他の野村證券株式会社全国各支店）

(3) 【株券等の返還方法】

応募株主等が上記「(2) 契約の解除の方法」に記載の方法により公開買付けに係る契約の解除を申し出た場合には、解除手続き終了後速やかに、下記「11 決済の方法」の「(4) 株券等の返還方法」に記載の方法により応募株券等を返還します。

(4) 【株券等の保管及び返還を行う金融商品取引業者・銀行等の名称及び本店の所在地】

野村證券株式会社 東京都中央区日本橋一丁目13番1号

9【買付け等に要する資金】

(1)【買付け等に要する資金等】

買付代金(円)(a)	192,455,914,350
金銭以外の対価の種類	
金銭以外の対価の総額	
買付手数料(b)	330,000,000
その他(c)	7,000,000
合計(a) + (b) + (c)	192,792,914,350

(注1) 「買付代金(円)(a)」欄には、買付予定数(28,940,739株)に本公開買付価格(6,650円)を乗じた金額を記載しております。

(注2) 「買付手数料(b)」欄には、公開買付代理人に支払う手数料の見積額を記載しております。

(注3) 「その他(c)」欄には、本公開買付けに関する公告及び公開買付説明書その他必要書類の印刷費その他諸費用につき、その見積額を記載しております。

(注4) その他公開買付代理人に支払われる諸経費及び弁護士報酬等がありますが、その額は未定です。

(注5) 上記金額には消費税等は含まれておりません。

(2)【買付け等に要する資金に充当しうる預金又は借入金等】

【届出日の前々日又は前日現在の預金】

種類	金額(千円)
計(a)	

【届出日前の借入金】

イ【金融機関】

	借入先の業種	借入先の名称等	借入契約の内容	金額(千円)
1				
2				
	計			

ロ【金融機関以外】

	借入先の業種	借入先の名称等	借入契約の内容	金額(千円)
	計			

【届出日以後に借入れを予定している資金】

イ【金融機関】

	借入先の業種	借入先の名称等	借入契約の内容	金額(千円)
1				
2	銀行	株式会社みずほ銀行(東京都千代田区大手町一丁目5番5号)	買付け等に要する資金に充当するための借入れ(注) 借入期間:12ヶ月(満期一括返済) 金利:全銀協日本円TIBORに基づく変動金利 担保:無担保	200,000,000
計(b)				200,000,000

(注) 公開買付者は、上記金額の融資の裏付けとして、みずほ銀行から、200,000,000千円を限度として融資を行う用意がある旨の融資証明書を2026年5月8日付で取得しております。なお、当該融資の貸付実行の前提条件として、本書の添付書類である融資証明書に記載のものが定められる予定です。

ロ【金融機関以外】

借入先の業種	借入先の名称等	借入契約の内容	金額(千円)
計(c)			

【その他資金調達方法】

内容	金額(千円)
計(d)	

【買付け等に要する資金に充当しうる預金又は借入金等の合計】

200,000,000千円((a)+(b)+(c)+(d))

(3)【買付け等の対価とする有価証券の発行者と公開買付者との関係等】

該当事項はありません。

10【買付け等の対価とする有価証券の発行者の状況】

該当事項はありません。

11【決済の方法】

(1)【買付け等の決済をする金融商品取引業者・銀行等の名称及び本店の所在地】

野村證券株式会社 東京都中央区日本橋一丁目13番1号

(2)【決済の開始日】

2026年7月14日(火曜日)

(3) 【決済の方法】

公開買付期間終了後遅滞なく、公開買付けによる買付け等の通知書を応募株主等（外国人株主等の場合は常任代理人）の住所宛に郵送します。

買付け等は、金銭にて行います。応募株主等は公開買付けによる売却代金を、送金等の応募株主等が指示した方法により、決済の開始日以後遅滞なく受け取ることができます（送金手数料がかかる場合があります。）。

(4) 【株券等の返還方法】

下記「12 その他買付け等の条件及び方法」の「(1) 法第27条の13第4項各号に掲げる条件の有無及び内容」及び「(2) 公開買付けの撤回等の条件の有無、その内容及び撤回等の開示の方法」に記載の条件に基づき応募株券等の全部を買付けないこととなった場合には、公開買付期間末日の翌営業日（公開買付けの撤回等を行った場合は撤回等を行った日）以後速やかに、公開買付代理人の応募株主等口座上で、返還すべき株券等を応募が行われた直前の記録に戻すことにより返還します（株券等を他の金融商品取引業者等に開設した応募株主等の口座に振替える場合は、応募の受付をされた公開買付代理人の本店又は全国各支店にご確認ください。）。

12 【その他買付け等の条件及び方法】

(1) 【法第27条の13第4項各号に掲げる条件の有無及び内容】

応募株券等の総数が買付予定数の下限（8,676,100株）に満たない場合は、応募株券等の全部の買付け等を行いません。応募株券等の総数が買付予定数の下限（8,676,100株）以上の場合は、応募株券等の全部の買付け等を行います。

(2) 【公開買付けの撤回等の条件の有無、その内容及び撤回等の開示の方法】

令第14条第1項第1号イ乃至ヌ及びワ乃至ツ、第3号イ乃至チ及びヌ、第5号並びに同条第2項第3号乃至第6号に定める事情（ただし、令第14条第1項第5号に定める事情にあっては、府令第26条第4項第7号に定める事情に限ります。）のいずれかが生じた場合は、本公開買付けの撤回等を行うことがあります。

また、令第14条第1項第3号ヌに定める「イからリまでに掲げる事実に準ずる事実」とは、対象者が過去に提出した法定開示書類について、重要な事項につき虚偽の記載があり、又は記載すべき重要な事項の記載が欠けていることが判明した場合であって、公開買付者が当該虚偽記載等があることを知らず、かつ、相当の注意を用いたにもかかわらず知ることができなかった場合をいいます。

撤回等を行おうとする場合は、電子公告を行い、その旨を日本経済新聞に掲載します。ただし、公開買付期間末日までに公告を行うことが困難である場合は、府令第20条に規定する方法により公表し、その後直ちに公告を行います。

(3) 【買付け等の価格の引下げの条件の有無、その内容及び引下げの開示の方法】

法第27条の6第1項第1号の規定により、公開買付期間中に対象者が令第13条第1項に定める行為を行った場合には、府令第19条第1項の規定に定める基準に従い、買付け等の価格の引下げを行うことがあります。買付け等の価格の引下げを行おうとする場合は、電子公告を行い、その旨を日本経済新聞に掲載します。ただし、公開買付期間末日までに公告を行うことが困難である場合は、府令第20条に規定する方法により公表し、その後直ちに公告を行います。買付け等の価格の引下げがなされた場合、当該公告が行われた日以前の応募株券等についても、引下げ後の買付け等の価格により買付け等を行います。

(4) 【応募株主等の契約の解除権についての事項】

応募株主等は、公開買付期間中においては、いつでも本公開買付けに係る契約を解除することができます。解除の方法については、上記「8 応募及び契約の解除の方法」の「(2) 契約の解除の方法」に記載の方法によるものとします。なお、公開買付者は、応募株主等による契約の解除があった場合においても、損害賠償又は違約金の支払いを応募株主等に請求することはありません。また、応募株券等の返還に要する費用も公開買付者の負担とします。解除を申し出られた場合には、応募株券等は当該解除の申出に係る手続き終了後速やかに上記「11 決済の方法」の「(4) 株券等の返還方法」に記載の方法により返還します。

(5) 【買付条件等の変更をした場合の開示の方法】

公開買付者は、公開買付期間中、法第27条の6第1項及び令第13条第2項により禁止される場合を除き、買付条件等の変更を行うことがあります。買付条件等の変更を行おうとする場合は、その変更の内容等につき電子公告を行い、その旨を日本経済新聞に掲載します。ただし、公開買付期間末日までに公告を行うことが困難である場合は、府令第20条に規定する方法により公表し、その後直ちに公告を行います。買付条件等の変更がなされた場合、当該公告が行われた日以前の応募株券等についても、変更後の買付条件等により買付け等を行います。

(6) 【訂正届出書を提出した場合の開示の方法】

訂正届出書を関東財務局長に提出した場合（ただし、法第27条の8第11項ただし書に規定する場合を除きます。）は、直ちに、訂正届出書に記載した内容のうち、公開買付開始公告に記載した内容に係るものを、府令第20条に規定する方法により公表します。また、投資者の投資判断に及ぼす影響が軽微なものとして府令第24条第6項第1号又は第3号で定める場合を除き、直ちに公開買付説明書を訂正し、かつ、既に公開買付説明書を交付している応募株主等に対しては訂正した公開買付説明書を交付して訂正します。ただし、訂正の範囲が小範囲に止まる場合には、訂正の理由、訂正した事項及び訂正後の内容を記載した書面を作成し、その書面を応募株主等に交付する方法により訂正します。

(7) 【公開買付けの結果の開示の方法】

本公開買付けの結果については、公開買付期間末日の翌日に、令第9条の4及び府令第30条の2に規定する方法により公表します。

第2【公開買付者の状況】

1【会社の場合】

(1)【会社の概要】

【会社の沿革】

【会社の目的及び事業の内容】

【資本金の額及び発行済株式の総数】

【大株主】

年 月 日現在

氏名又は名称	住所又は所在地	所有株式数 (千株)	発行済株式(自己 株式を除く。)の 総数に対する所有 株式数の割合 (%)
-	-	-	-
-	-	-	-
-	-	-	-
-	-	-	-
計	-	-	-

【役員の職歴及び所有株式の数】

年 月 日現在

役名	職名	氏名	生年月日	職歴		所有株式数 (千株)
-	-	-	-	-	-	-
-	-	-	-	-	-	-
-	-	-	-	-	-	-
計						-

(2) 【経理の状況】

【貸借対照表】

【損益計算書】

【株主資本等変動計算書】

(3) 【継続開示会社たる公開買付者に関する事項】

【公開買付者が提出した書類】

イ【有価証券報告書及びその添付書類】

事業年度 第116期(自 2024年4月1日 至 2025年3月31日) 2025年6月25日関東財務局長に提出

事業年度 第117期(自 2025年4月1日 至 2026年3月31日) 2026年6月23日関東財務局長に提出予定

ロ【半期報告書】

事業年度 第117期中(自 2025年4月1日 至 2025年9月30日) 2025年11月13日関東財務局長に提出

ハ【訂正報告書】

該当事項はありません。

【上記書類を縦覧に供している場所】

株式会社メディパルホールディングス

(東京都中央区京橋三丁目1番1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)

2 【会社以外の団体の場合】

該当事項はありません。

3 【個人の場合】

該当事項はありません。

第3【公開買付者及びその特別関係者による株券等の所有状況及び取引状況】

1【株券等の所有状況】

(1)【公開買付者及び特別関係者による株券等の所有状況の合計】

(2026年5月12日現在)

	所有する株券等の数	令第7条第2項第2号に該当する株券等の数	令第7条第2項第3号に該当する株券等の数
株券	318,534(個)	(個)	(個)
新株予約権証券			
新株予約権付社債券			
株券等信託受益証券()			
株券等預託証券()			
合計	318,534		
所有株券等の合計数	318,534		
(所有潜在株券等の合計数)	()		

(注1) 特別関係者である対象者は、2026年3月31日現在、対象者株式1,205,776株を所有しておりますが、すべて自己株式であるため議決権はありません。

(注2) なお、公開買付者は、本書提出後に特別関係者の所有する対象者の株券等を確認の上、本書の訂正が必要な場合には、本書に係る訂正届出書を提出する予定です。

(2)【公開買付者による株券等の所有状況】

(2026年5月12日現在)

	所有する株券等の数	令第7条第2項第2号に該当する株券等の数	令第7条第2項第3号に該当する株券等の数
株券	318,534(個)	(個)	(個)
新株予約権証券			
新株予約権付社債券			
株券等信託受益証券()			
株券等預託証券()			
合計	318,534		
所有株券等の合計数	318,534		
(所有潜在株券等の合計数)	()		

(3) 【特別関係者による株券等の所有状況(特別関係者合計)】

(2026年 5月12日現在)

	所有する株券等の数	令第7条第2項第2号に該当する株券等の数	令第7条第2項第3号に該当する株券等の数
株券	0(個)	(個)	(個)
新株予約権証券			
新株予約権付社債券			
株券等信託受益証券()			
株券等預託証券()			
合計	0		
所有株券等の合計数	0		
(所有潜在株券等の合計数)	()		

(注1) 特別関係者である対象者は、2026年3月31日現在、対象者株式1,205,776株を所有しておりますが、すべて自己株式であるため議決権はありません。

(注2) なお、公開買付者は、本書提出後に特別関係者の所有する対象者の株券等を確認の上、本書の訂正が必要な場合には、本書に係る訂正届出書を提出する予定です。

(4) 【特別関係者による株券等の所有状況(特別関係者ごとの内訳)】

【特別関係者】

(2026年 5月12日現在)

氏名又は名称	株式会社P A L T A C
住所又は所在地	大阪市中央区本町橋2番46号
職業又は事業の内容	化粧品・日用品、一般用医薬品卸売事業
連絡先	06-4793-1050
公開買付者との関係	公開買付者が特別資本関係を有する法人

【所有株券等の数】

株式会社P A L T A C

(2026年 5月12日現在)

	所有する株券等の数	令第7条第2項第2号に該当する株券等の数	令第7条第2項第3号に該当する株券等の数
株券	0(個)	(個)	(個)
新株予約権証券			
新株予約権付社債券			
株券等信託受益証券()			
株券等預託証券()			
合計	0		
所有株券等の合計数	0		
(所有潜在株券等の合計数)	()		

(注1) 特別関係者である対象者は、2026年3月31日現在、対象者株式1,205,776株を所有しておりますが、すべて自己株式であるため議決権はありません。

(注2) なお、公開買付者は、本書提出後に特別関係者の所有する対象者の株券等を確認の上、本書の訂正が必要な場合には、本書に係る訂正届出書を提出する予定です。

2【株券等の取引状況】

(1)【届出日前60日間の取引状況】

氏名又は名称	株券等の種類	増加数	減少数	差引
吉田 拓也	普通株式	109		109
左近 祐史	普通株式	41		41

(注) 吉田拓也氏は、対象者の役員持株会を通じて、2026年3月27日に56株(小数点以下を切捨て)、2026年4月30日に53株(小数点以下を切捨て)を取得し、合計109株(小数点以下を切捨て)を取得しております。

(注) 左近祐史氏は、対象者の役員持株会を通じて、2026年3月27日に21株(小数点以下を切捨て)、2026年4月30日に20株(小数点以下を切捨て)を取得し、合計41株(小数点以下を切捨て)を取得しております。

3【当該株券等に関して締結されている重要な契約】

該当事項はありません。

4【届出書の提出日以後に株券等の買付け等を行う旨の契約】

該当事項はありません。

5【大量保有報告書等の提出状況】

(1) 公開買付者が提出した書類

書類の名称	変更報告書 No. 2
提出者	株式会社メディopalホールディングス
提出年月日	2023年3月29日
提出先	関東財務局長

書類の名称	変更報告書 No. 3
提出者	株式会社メディopalホールディングス
提出年月日	2023年11月16日
提出先	関東財務局長

書類の名称	変更報告書 No. 4
提出予定者	株式会社メディopalホールディングス
提出予定年月日	法定の提出期限である2026年5月18日までに提出予定
提出先	関東財務局長

(2) 特別関係者が提出した書類

該当事項はありません。

第4【公開買付者と対象者との取引等】

1【公開買付者と対象者又はその役員との間の取引の有無及び内容】

(1) 公開買付者と対象者との間の取引

取引の概要	2023年3月期 (自 2022年4月1日 至 2023年3月31日)	2024年3月期 (自 2023年4月1日 至 2024年3月31日)	2025年3月期 (自 2024年4月1日 至 2025年3月31日)
対象者による公開買付者への保険料の支払	14百万円	14百万円	15百万円
対象者による公開買付者からの保険金等の受取	6百万円	11百万円	10百万円

(2) 公開買付者と対象者の役員との間の取引

該当事項はありません。

2【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。

第5【対象者の状況】

1【最近3年間の損益状況等】

(1)【損益の状況】

決算年月			
売上高			
売上原価			
販売費及び一般管理費			
営業外収益			
営業外費用			
当期純利益(当期純損失)			

(2)【1株当たりの状況】

決算年月			
1株当たり当期純損益			
1株当たり配当額			
1株当たり純資産額			

2【株価の状況】

(単位：円)

金融商品取引所名 又は認可金融商品 取引業協会名	東京証券取引所 プライム市場						
	月別	2025年11月	2025年12月	2026年1月	2026年2月	2026年3月	2026年4月
最高株価	4,736	4,899	5,065	5,067	5,043	5,049	4,719
最低株価	4,148	4,636	4,749	4,818	4,520	4,552	4,560

(注) 2026年5月については、5月11日までのものです。

3【株主の状況】

(1)【所有者別の状況】

年 月 日現在

区分	株式の状況(1単元の株式数 株)								単元未満株式の状況(株)
	政府及び地方公共団体	金融機関	金融商品取引業者	その他の法人	外国法人等		個人その他	計	
					個人以外	個人			
株主数(人)									
所有株式数(単元)									
所有株式数の割合(%)									

(2)【大株主及び役員の所有株式の数】

【大株主】

年 月 日現在

氏名又は名称	住所又は所在地	所有株式数(株)	発行済株式(自己株式を除く。)の総数に対する所有株式数の割合(%)
計			

【役員】

年 月 日現在

氏名	役名	職名	所有株式数(株)	発行済株式(自己株式を除く。)の総数に対する所有株式数の割合(%)
計				

4【継続開示会社たる対象者に関する事項】

(1)【対象者が提出した書類】

【有価証券報告書及びその添付書類】

事業年度	第96期	(自	2023年4月1日	至	2024年3月31日)	2024年6月21日	関東財務局長に提出
事業年度	第97期	(自	2024年4月1日	至	2025年3月31日)	2025年6月20日	関東財務局長に提出
事業年度	第98期	(自	2025年4月1日	至	2026年3月31日)	2026年6月19日	関東財務局長に提出予定

【半期報告書】

事業年度 第98期中(自 2025年4月1日 至 2025年9月30日) 2025年11月13日関東財務局長に提出

【臨時報告書】

該当事項はありません。

【訂正報告書】

該当事項はありません。

(2)【上記書類を縦覧に供している場所】

株式会社P A L T A C
(大阪市中央区本町橋2番46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)

5【伝達を受けた公開買付け等の実施に関する事実の内容等】

該当事項はありません。

6【その他】

(1)「剰余金の配当（無配）に関するお知らせ」の公表

対象者が2026年5月11日付で公表した「剰余金の配当（無配）に関するお知らせ」によれば、対象者は、同日開催の取締役会において、2026年9月30日（第2四半期末）を基準日とする剰余金の配当及び2027年3月31日（期末）を基準日とする剰余金の配当を行わないことを決議したとのことです。詳細につきましては、対象者の当該公表内容をご参照ください。

(2)「自己株式の取得中止及び取得状況に関するお知らせ（会社法第459条第1項の規定による定款の定めに基づく自己株式の取得）」の公表

対象者は2026年5月11日付で「自己株式の取得中止及び取得状況に関するお知らせ（会社法第459条第1項の規定による定款の定めに基づく自己株式の取得）」を公表しております。詳細につきましては、対象者の当該公表内容をご参照ください。

(3)「2026年3月期 決算短信〔日本基準〕（非連結）」の公表

対象者は、2026年5月11日付で、対象者決算短信を公表しております。当該公表に基づく同期の対象者の損益状況は以下のとおりです。なお、当該内容については法第193条の2第1項の規定に基づく監査法人の監査を受けていないとのことです。以下の公表内容の概要は、対象者が公表した内容を一部抜粋したものであり、公開買付者はその正確性及び真実性について独自に検証を行っておりません。詳細については、当該公表内容をご参照ください。

損益の状況（非連結）

会計期間	2026年3月期 (自 2025年4月1日 至 2026年3月31日)
売上高	1,237,846百万円
営業利益	26,430百万円
経常利益	29,807百万円
当期純利益	22,031百万円

1株当たりの状況（非連結）

会計期間	2026年3月期 (自 2025年4月1日 至 2026年3月31日)
1株当たり当期純利益	358.99円
1株当たり配当額	120円
1株当たり純資産額	4,963.27円