

【表紙】

【提出書類】	意見表明報告書
【提出先】	関東財務局長
【提出日】	2026年 7 月13日
【報告者の名称】	アールピバン株式会社
【報告者の所在地】	東京都品川区東品川四丁目13番14号
【最寄りの連絡場所】	東京都品川区東品川四丁目13番14号
【電話番号】	03(5783)7171（代表）
【事務連絡者氏名】	取締役執行役員 経営企画室長 樋口 弘司
【縦覧に供する場所】	アールピバン株式会社 （東京都品川区東品川四丁目13番14号） 株式会社東京証券取引所 （東京都中央区日本橋兜町 2 番 1 号）

- （注１） 本書中の「当社」とは、アールピバン株式会社をいいます。
- （注２） 本書中の「公開買付者」とは、株式会社Orsayをいいます。
- （注３） 本書中の記載において計数が四捨五入又は切捨てされている場合、合計として記載される数値は必ずしも計数の総和と一致しません。
- （注４） 本書中の「法」とは、金融商品取引法（昭和23年法律第25号。その後の改正を含みます。）をいいます。
- （注５） 本書中の「本公開買付け」とは、本書提出に係る公開買付けをいいます。
- （注６） 本書中の「株券等」とは、株式に係る権利をいいます。
- （注７） 本書中の記載において、日数又は日時の記載がある場合は、特段の記載がない限り、日本国における日数又は日時を指すものとします。
- （注８） 本書中の「営業日」とは、行政機関の休日に関する法律（昭和63年法律第91号。その後の改正を含みます。）第１条第１項各号に掲げる日を除いた日をいいます。

1【公開買付者の氏名又は名称及び住所又は所在地】

名称 株式会社Orsay
所在地 東京都品川区東品川四丁目13番14号

2【公開買付者が買付け等を行う株券等の種類】

普通株式

3【買付け等の概要】

公開買付けの目的	非公開化（マネジメント・バイアウト（MBO）（注1））
買付け等の期間	2026年7月13日（月曜日）から2026年8月25日（火曜日）まで（30営業日）
買付け等の価格	普通株式1株につき金1,900円
買付予定数の上限	—
買付予定数の下限	3,845,584（株）（注2）

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

（注2） 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当該買付け等の後の公開買付者の株券等所有割合（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の株券等所有割合を加算したものをいいます。）は78.45%（小数点以下第三位を四捨五入しております。）です。なお、株券等所有割合の計算においては、当社が2026年6月24日に提出した第42期有価証券報告書（以下「当社有価証券報告書」といいます。）に記載された2026年3月31日現在の発行済株式総数（9,152,316株）から、同日現在の当社が所有する自己株式数（629株）を控除した株式数（9,151,687株、以下「本基準株式数」といいます。）を分母として計算しております。

4【当該公開買付けに関する意見の内容、根拠及び理由等】

（1）【意見の内容】

当社は、2026年7月10日開催の取締役会において、下記「（2）意見の根拠及び理由」に記載の根拠及び理由に基づき、本公開買付けに賛同の意見を表明するとともに、当社の株主の皆様に対して本公開買付けへの応募を推奨する旨を決議いたしました。

なお、上記取締役会決議は、下記「（3）公開買付けの公正性を担保するための措置」の「当社における利害関係を有しない取締役全員の承認及び利害関係を有しない監査役全員の異議がない旨の意見」に記載の方法により決議されております。

（2）【意見の根拠及び理由】

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

本公開買付けの概要

公開買付者は、公開買付けを通じた当社の普通株式（以下「当社株式」といいます。）の取得及び所有等を目的として2025年8月14日付で設立された株式会社であり、本書提出日現在、当社の代表取締役会長兼社長を務め、当社の第5位株主（2026年3月31日現在。以下、特段の記載がない限り、株主順位の記載について同じとします。）である野澤克巳氏（以下「野澤氏」といいます。）（所有株式数：238,984株、所有割合：2.61%）がその発行済株式の全てを所有し、公開買付者の代表取締役を務めているとのことです。なお、本書提出日現在、公開買付者は、当社株式を所有していないとのことです。

公開買付者は、2025年9月1日付で、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。）スタンダード市場に上場している当社株式の全て（ただし、当社が譲渡制限付株式報酬制度に基づいて当社の社外取締役を除く全ての取締役及び執行役員1名に対して発行した譲渡制限付株式のうち、2025年9月1日当時において譲渡制限が解除されていなかったもの（48,000株、所有割合：0.52%）、野澤氏の資産管理会社であり、当社の主要株主及び第2位株主である有限会社カツコーポレーション（以下「カツコーポレーション」といいます。）（所有株式数：3,090,000株、所有割合：33.76%、ただし、2025年9月1日当時は筆頭株主。）の所有する当社株式のうち2,832,514株（所有割合：30.95%）、野澤氏が2025年9月1日当時において所有していた当社株式（所有株式数：203,784株、所有割合：2.23%）及び当社が所有する自己株式を除きます。）を取得し、当社株式を非公開化することを目的とした一連の取引（以下「前回取引」といいます。）の一環として、公開買付け（買付け等の期間を2025年9月1日から2025年10月28日、当社株式1

株当たりの買付け等の価格（以下「前回公開買付け価格」といいます。）を1,670円としたもので、以下「前回公開買付け」といいます。）を実施しましたが、買付予定数の下限は2,987,200株であったのに対し、前回公開買付けに応募された株券等の数の合計は1,947,759株となり買付予定数の下限（2,987,200株）に満たなかったため不成立となったとのことです。

今般、公開買付者は、2026年7月10日、東京証券取引所スタンダード市場に上場している当社株式の全て（ただし、当社が譲渡制限付株式報酬制度に基づいて当社の社外取締役を除く全ての取締役及び執行役員1名に対して発行した譲渡制限付株式のうち、本書提出日現在において譲渡制限が解除されていないもの（ただし、2026年7月18日付で譲渡制限が解除される35,200株を除いた83,200株（所有割合：0.91%、以下「本譲渡制限付株式」といいます。なお、本不応募合意株式（野澤氏）（以下に定義します。以下同じとします。）は本譲渡制限付株式に含まれます。））、当社の主要株主及び第2位株主であるカツコーポレーションの所有する当社株式3,090,000株（所有割合：33.76%）及び当社が所有する自己株式を除きます。）を取得し、当社の株主を公開買付者のみとし、当社株式を非公開化することを目的とした一連の取引（以下「本取引」といいます。）の一環として、本公開買付けを実施することを決定したとのことです。なお、本取引はいわゆるマネジメント・バイアウト（MBO）に該当し、野澤氏は本取引後も継続して当社の代表取締役会長兼社長として経営に従事することを予定しているとのことです。

公開買付者は、本公開買付けの実施にあたり、2026年7月10日付で、当社の主要株主及び筆頭株主（注1）である牧寛之氏（所有株式数：3,654,600株、所有割合：39.93%、以下「牧氏」といいます。）、カツコーポレーション、野澤氏及び当社との間で、取引基本契約書（以下「本取引基本契約書」といいます。）を締結し、牧氏が所有する当社株式の全て（3,654,600株、所有割合：39.93%（注2）。以下「本応募合意株式（牧氏）」といいます。）及び野澤氏が所有する当社株式（所有株式数：238,984株、所有割合：2.61%）のうち、本不応募合意株式（野澤氏）を除く全ての当社株式（所有株式数：190,984株、所有割合：2.09%。以下「本応募合意株式（野澤氏）」といいます。）について本公開買付けにそれぞれ応募する旨、カツコーポレーションが所有する当社株式（所有株式数：3,090,000株、所有割合：33.76%。以下「本不応募合意株式（カツコーポレーション）」といいます。）及び当社が譲渡制限付株式報酬制度に基づいて野澤氏に対して発行した譲渡制限付株式（所有株式数：60,800株、所有割合：0.66%）のうち、本書提出日現在において譲渡制限が解除されていないもの（ただし、2026年7月18日付で譲渡制限が解除される12,800株を除いた48,000株、所有割合：0.52%）（以下「本不応募合意株式（野澤氏）」といいます。）の全てを本公開買付けに応募しない旨を、それぞれ合意しているとのことです（注3）。本取引基本契約書の詳細については、下記「(6) 公開買付けに係る重要な合意」の「本取引基本契約書」をご参照ください。

（注1） 牧氏から大量保有報告書（同報告の変更報告書を含みます。）が提出されているものの、当社として2026年3月31日現在における牧氏の実質所有株式数の確認ができておらず、当社有価証券報告書の「第一部 企業情報」の「第4 提出会社の状況」の「1 株式等の状況」の「(6) 大株主の状況」に含めておりません。本書中の株主順位については、牧氏は2025年12月11日に提出した変更報告書No.10に記載された同日時点で所有する当社株式の数（3,654,600株）に基づき、その他の株主については当社有価証券報告書の「第4 提出会社の状況」の「1 株式等の状況」の「(6) 大株主の状況」における2026年3月31日現在の「所有株式数」を参照して記載しております。

（注2） 牧氏は、当社株式3,654,600株を立花証券株式会社（以下「立花証券」といいます。）における信用取引により取得し、所有しており、当社の株主名簿上は、立花証券が株主として登録されております。

（注3） 本不応募合意株式（野澤氏）（48,000株、所有割合：0.52%）については、本不応募合意株式（野澤氏）に係る割当契約書において、譲渡制限期間中に、株式併合（当該株式併合により、割当契約書によって付与対象者に割り当てられた株式が1株に満たない端数のみとなる場合に限り）を含む組織再編等が当社の株主総会で承認された場合には、各譲渡制限付株式に係る払込期日を含む月から当該承認の日（以下「組織再編等承認日」といいます。）を含む月までの月数を12で除した数（ただし、計算の結果1を超える場合には1とします。）に、組織再編等承認日において付与対象者が所有する各譲渡制限付株式の数を乗じて得られる数の本不応募合意株式（野澤氏）について、組織再編等の効力発生日の前営業日の直前時をもって、これに係る譲渡制限を解除し、その場合、当社は、組織再編等の効力発生日の前営業日をもって、同日において譲渡制限が解除されていない本不応募合意株式（野澤氏）を当然に無償で取得することとされております。

したがって、本取引においては、上記規定に従い、本株式併合（下記「(4) 公開買付け後の組織再編等の方針」にて定義します。以下同じとします。）の効力発生日の前営業日において譲渡制限が解除された本不応募合意株式（野澤氏）の全部である45,000株については本株式併合の対象とされ、本株式併合の効力発生日の前営業日において譲渡制限が解除されていない本不応募合意

株式（野澤氏）の全部である3,000株については、本株式併合の効力発生日の前営業日をもって、当社により無償取得される予定です。なお、野澤氏以外の当社の社外取締役を除く全ての取締役及び執行役員1名に対して発行した譲渡制限付株式についても、同様に本譲渡制限付株式に係る割当契約書に定める規定に従い、本株式併合の効力発生日の前営業日において譲渡制限が解除された34,400株については本株式併合の対象とされ、本株式併合の効力発生日の前営業日において譲渡制限が解除されていない800株については、本株式併合の効力発生日の前営業日をもって、当社が無償取得する予定です。

公開買付者は、本公開買付けにおいて3,845,584株（所有割合：42.02%）を買付予定数の下限として設定しており、本公開買付けに応募された株券等（以下「応募株券等」といいます。）の数の合計が買付予定数の下限（3,845,584株）に満たない場合には、応募株券等の全部の買付け等を行わないとのことです。

他方、本公開買付けは、当社株式の非公開化を目的としていることから、買付予定数の上限は設定しておらず、応募株券等の数の合計が買付予定数の下限（3,845,584株）以上の場合には、応募株券等の全部の買付け等を行うとのことです。なお、買付予定数の下限（3,845,584株）は、本応募合意株式（牧氏）及び本応募合意株式（野澤氏）の合計と同数の3,845,584株としているとのことです。これは、本基準株式数（9,151,687株）に係る議決権の数（91,516個）に3分の2を乗じた数（61,011個、小数点以下を切り上げ。）から、本不応募合意株式（野澤氏）（48,000株）に係る議決権の数（480個）、及び本不応募合意株式（カツコーポレーション）（3,090,000株）に係る議決権の数（30,900個）を控除した数（29,631個）に当社の単元株式数（100株）を乗じた株式数（2,963,100株）を上回るとのことです。すなわち、公開買付者は、本取引において、当社株式の非公開化を目的としており、下記「（4）公開買付け後の組織再編等の方針」に記載の株式併合の手続を実施する際には、会社法（平成17年法律第86号。その後の改正を含みます。以下「会社法」といいます。）第309条第2項に規定する株主総会における特別決議が要件とされるところ、本公開買付けの買付予定数の下限を満たした場合には、本公開買付けの成立後に公開買付者、野澤氏及びカツコーポレーションが当社の総株主の議決権数の3分の2以上を所有することになるため、本公開買付けの成立後における本取引の実施は確保されているとのことです。

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当社株式の全て（ただし、本譲渡制限付株式、本不応募合意株式（カツコーポレーション）及び当社が所有する自己株式を除きます。）を取得できなかった場合には、本公開買付けの成立後に、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、当社の株主を公開買付者及びカツコーポレーションのみとし、当社株式を非公開化することを目的として、一連の手続（以下「本スクイーズアウト手続」といいます。）を実施することを予定しているとのことです。

また、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、公開買付者を当社の唯一の株主とすることを目的として、本スクイーズアウト手続の完了を条件として、公開買付者を株式交換完全親会社、当社を株式交換完全子会社とする株式交換（以下「本株式交換」といいます。）（注4）を実施することを予定しているとのことです。

（注4） 本株式交換の株式交換比率は本書提出日現在未定とのことですが、公開買付価格の均一性規制（法第27条の2第3項）の趣旨に反することのないよう、必要に応じてその割合に応じた調整を行うことにより、当社株式の価値を、本公開買付けにおける当社株式1株当たりの買付け等の価格（以下「本公開買付価格」といいます。）と同額とすることを前提に当該比率を定める予定とのことです。

また、公開買付者は、本公開買付けを含む本取引に要する資金を、株式会社三井住友銀行（以下「三井住友銀行」といいます。）からの12,652,000千円を限度とした借入、株式会社みずほ銀行（以下、「みずほ銀行」といい、三井住友銀行と併せて、「本レンダー」といいます。）からの3,279,000千円を限度とした借入（以下、総称して「本銀行融資」といいます。）によりそれぞれ賄うことを予定しており、本公開買付けの成立を条件として、本公開買付けに係る決済の開始日の前営業日前までに本銀行融資を受けることを予定しているとのことです。なお、本銀行融資に付される財務制限条項等は一般的な内容に留まっており、当社の通常の事業運営の継続を過度に制限するものではないと考えているとのことです。

以下は、本取引の概要を図示したものとのことです。

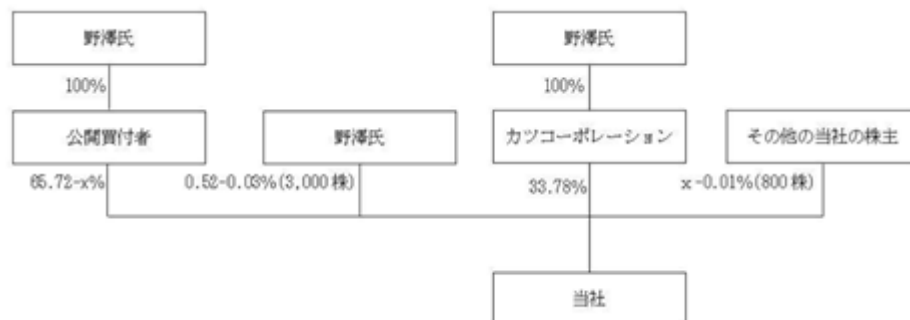
本公開買付けの実施前



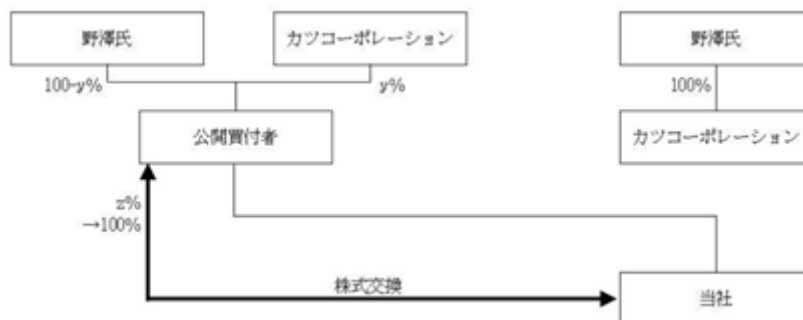
本公開買付けの実施後



本スクイズアウト手続（株式併合効力発生の直前時（株式併合効力発生予定日：2026年11月13日））



本株式交換の実施（株式交換効力発生予定日：2026年12月25日）



本取引の実施後（同上）



公開買付者が本公開買付けの実施を決定するに至った背景、理由及び意思決定の過程

() 当社を取り巻く事業環境、当社の経営課題等

当社は、1984年11月、現代版画の販売を目的として設立されました。また、当社株式については、1996年11月に日本証券業協会に店頭登録し、2004年12月に日本証券業協会へ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（以下「ジャスダック証券取引所」といいます。）に株式を上場した後、2010年4月にジャスダック証券取引所と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。）の合併に伴い、大阪証券取引所（JASDAQ市場）に上場し、2013年7月には東京証券取引所と大阪証券取引所の統合に伴い、東京証券取引所JASDAQ（スタンダード）に上場し、2022年4月に行われた東京証券取引所の市場区分の見直しを経て、同市場から東京証券取引所スタンダード市場に移行し、現在に至っております。

本書提出日現在、当社、連結子会社4社、及び非連結子会社2社（以下、総称して「当社グループ」といいます。）は、版画・絵画・美術品・グッズの購入及び販売事業、出版事業、割賦販売あっせん事業（クレジット事業）及び溶岩ホットヨガスタジオ等の事業を行っており、当社グループが営む各セグメントにおける事業内容は、以下のとおりです。

() アート関連事業

(a) 版画等絵画販売事業

当社は、米国、ヨーロッパ、中国、日本等の現代アーティスト及び新進アーティストの版画及びイラストレーターの版画を主要商品とし、催事販売と店舗販売を中心とした販売事業を営んでおります。なお、当社において、米国、ヨーロッパ、中国、日本等の現代アーティスト及び新進アーティストの版画を主商品として取り扱っている部門をスタンダードアート部門、イラストレーターの版画を主商品として取り扱っている部門をイラスト系アート部門と分類しております。当社の販売形態は、全国各地のホテル、イベントホール等における会場催事販売と、大型小売チェーン店等との提携催事販売があります。なお、主力商品の販売価格は概ね50万円から110万円（2026年3月期実績）であり、通常、顧客は購入にあたって信販会社のクレジット契約を利用しております。

(b) その他の事業

イラストを中心とした雑誌やコミックの出版、グッズの販売及び、将来の販売を目的とした絵画・美術品の購入・販売等を行っております。

() 金融サービス事業

当社の連結子会社である株式会社ダブルラック（以下「ダブルラック」といいます。）を通じて、当社及びその他一般加盟店の顧客を中心に、販売代金等の個別信用購入あっせん業務を行っております。

() 健康産業事業

当社の連結子会社であるTSCホリスティック株式会社（以下「TSCホリスティック」といいます。）を通じて、溶岩ホットヨガスタジオ「アミーダ」（東京都、千葉県、神奈川県を中心に全国各地に22店舗）、マシンピラティスのスタジオ「STUDIO 358」（東京都に1店舗）（本書提出日現在）の運営を行っております。

当社グループは、上記の各事業における中長期的な経営戦略として、「アート関連事業」のスタンダードアート部門においては、新規会場の開拓、新企画催事の開催や新広告媒体の開発を進め、新規顧客の開拓に注力するとともに、催事計画の精度を高め、収益力の向上に努める方針としております。また、イラスト系アート部門においては、グッズ事業や出版事業を強化し、店舗及び通販、大型イベン

ト、海外コミックマーケットへの積極的な展開において集客の拡大を図り、新規顧客の獲得、取扱アーティストのブランド化や新作家開発に努め、版画の売り上げ拡大につなげる方針としております。

「金融サービス事業」においては、クレジット事業における新規加盟店の審査体制の強化、既存の加盟店管理や低コスト運営の徹底を図り、消費者の利益の保護を最優先とした運用・体制づくりを徹底する方針としております。

「健康産業事業」においては、溶岩ホットヨガスタジオ「アミーダ」において、引き続きホスピタリティ精神を大切にした質の高いサービスを提供し、新規会員の獲得数向上と既存会員の退会防止、客単価の上昇に努めております。また、お客様の多様なニーズに応える新しいプログラムを積極的に取り入れ、地域の方の健康づくりに貢献できる存在になることを目指しております。

当社グループを取り巻くマクロ環境としては、米国の関税政策や、ウクライナ及び中東における紛争の長期化等による海外情勢の混迷や海外経済の減速、円安や資源高による製造業の減収懸念、食料品やエネルギーを中心とした物価高による個人消費の悪化懸念により、依然として先行き不透明な状況が続くものと当社においては認識しております。

() 前回公開買付けの実施に至る経緯

前回公開買付けの検討時において、上記「() 当社を取り巻く事業環境、当社の経営課題等」に記載のようなマクロ環境下で、野澤氏は、当社グループが営む各セグメントの状況について、以下のとおり認識していたとのことです。

(A) アート関連事業

当社は創業以来、絵画の大衆化を目指し、主に、複製が可能である版画を中心として、米国、ヨーロッパ、中国、日本等の現代アーティスト及び新進アーティストを発掘し、世間に広める活動を継続して実施しており、1996年にはアート業界初の株式公開（店頭登録）を実現し、日本のアート市場の先導役としての役割を果たしてきたと認識していたとのことです。他方で、日本のアート市場が世界全体のアート市場に占める割合はわずか1%と小さいものの、海外からの日本のサブカルチャーに対する興味・関心の多様化・深化の結果、日本の美術品に対する海外からの注目度は高く、国内アート産業の活性化が期待されていたとのことです。こうした環境下において、当社がより一段スピードを上げて成長を遂げるためには、後述のように、従来からの取り組みに加えてより一層踏み込んだ新規施策を実施することが必要不可欠と認識していたとのことです。

(B) 金融サービス事業

当社の連結子会社であるダブルラックが、当社をはじめとした加盟店の顧客を中心に、販売代金等の個別信用購入あっせん事業を行っており、前回公開買付けの検討時の業績は堅調に推移していると認識していたとのことです。

(C) 健康産業事業

当社の連結子会社であるTSCホリスティックにて溶岩ホットヨガスタジオ「アミーダ」の運営を行っているが、2020年から流行した新型コロナウイルス感染症の影響等により、休会・退会会員が多く発生し、その後厳しい状況が続いていると認識していたとのことです。前回公開買付けの検討時において、不採算店舗の閉鎖等を実施し、営業利益は徐々に回復してきているものの、恒常的な収益化の実現のためには更なる取り組みが必要と認識していたとのことです。

さらに、野澤氏は、当社の主力事業であるアート関連事業はこれまで着実に売上成長を実現してきたものの、特定のアーティストの作品への依存度が高いことに加えて、特に同事業の柱であるスタンダードアート事業においては売上上位を占める主力アーティストの高齢化が進んでいること、アニメやゲームを中心としたイラスト系アート需要の増大等、アートに対するニーズが急速に変わってきている中、時代のニーズにマッチした新たなアーティストの発掘が必要であるものの、発掘には相当の時間を要することを踏まえると、アート関連事業の先行きの不確実性はむしろ高まりつつあると認識していたとのことです。

上記のような各セグメントの状況や当社の主力事業の先行きの不確実性を踏まえると、野澤氏は、当社がスピードを上げて更なる成長を遂げ、中長期的な企業価値の向上を目指すためには、「アート関連事業」及び「健康産業事業」を中心に、従来の施策に加えて新規性の高い取り組みにも挑戦することが必要であるとの考えに至ったとのことです。具体的には以下のような取り組みを実施することを検討していたとのことです。

(ア) 新ジャンルのアーティストの発掘と取り扱う美術品の多様化

当社は創業以来、絵画の大衆化を目指し、時代に合った版画アーティストを発掘し、一流アーティストと作品（美術品）の独占販売契約を締結する等、アーティストとの信頼関係を構築することで、多くの人々にとって手が届きやすい価格により販売を行い、版画を広めることを実現してきたと考えていたとのことです。そして、国内外において日本の芸術・文化への関心が高まっている中、版画のみならず多種多様な美術品や高価格帯の美術品についても、同様の手法によって、日本の美術品を国内外に発信することが可能であると考えていたとのことです。具体的には、これまで明確にターゲットとして設定していなかった富裕層や、アジアを始めとした海外顧客へのアプローチを強化するほか、従来よりも幅広い層の顧客を対象とした美術品の共同保有ビジネス等を新規に取り組むことで、新たなアーティストを発掘しつつ、国内外のアート市場の更なる活性化に寄与していきたいと考えていたとのことです。また、このように取扱う美術品を増やし、日本の美術品を国内外に向けて発信して、日本のみならず世界からファンを獲得していくことは、「日本の文化水準を上げる」「日本全国に心の灯りをともし」「日本発のアーティストを世界に発信する」といった、当社が目指すビジョンの実現に大きく寄与する施策であると考えていたとのことです。

（イ）オンライン販売チャネルの強化

当社の販売チャネルは、主に催事販売や店舗販売で構成されているところ、当社は、新規会場の開拓や新企画催事の開催、新広告媒体の開発等によって、新規顧客開拓に取り組んでいました。しかし、野澤氏は、今後予想される国内外からの日本の美術品への需要の高まりに応えるためには、オンライン販売チャネルの強化及びオンライン販売とリアル販売の更なる融合が不可欠と考えていたとのことです。具体的には、SNS等を活用したオンラインマーケティング機能の強化や、当社がWEBサイトの運営をしているオンラインストア「kazaru」の取扱商品ラインナップの拡充、海外からの受注対応体制の強化等の取り組みを実施したいと考えていたとのことです。

（ウ）「アミーダ」のマーケティング強化と新業態の取り組み

「健康産業事業」は、不採算となっていたスタジオ店舗の閉鎖等の構造改革によって、2025年3月期に営業黒字化を実現しました。しかし、野澤氏は、更なる収益性の強化のために、ホットヨガ等他のヨガスタジオとの徹底的な差別化をアピールし、溶岩ホットヨガを展開する「アミーダ」のブランドイメージを再構築することで、稼働率と客単価の向上を図ることに加えて、細分化が進む健康・ウェルネス市場において、新ブランドによる新業態を立ち上げ、これまで「アミーダ」ではターゲットとしてこなかった、性別や年齢を問わず健康志向が高い新たな顧客に対して質の高いプログラムを提供することで、一人でも多くの方が心も体も美しく輝けるように尽力したいと考えていたとのことです。

上記(ア)乃至(ウ)の取り組みは、いずれも多額の初期投資や継続的な投資を要することから、短期的には当社の収益及びキャッシュ・フローの悪化が懸念されとのことです。また、これらの取り組みのうち、上記(ア)は、アーティストに対するニーズが大きく変わりつつある中、時代のニーズにマッチした新たなアーティストの発掘には相当の時間を要する上に不確実性を伴うこと、上記(ア)乃至(ウ)はいずれも新規性の高い取り組みであるため、期待される収益を十分生み出すことができるかどうかについても不明確だったとのことです。さらに、当社が株式の上場を維持したままで上記各施策を実施した場合、資本市場からの十分な評価を得ることができず、当社株式の株価や財務状況にも悪影響を及ぼす懸念や、当社の一般株主の皆様にも不利益を与える可能性が払拭できなかったとのことです。

当社は、1996年11月の日本証券業協会への店頭登録以降、知名度の向上による優れた人材の確保や、社会的な信用力の向上等、上場企業として様々なメリットを享受してきました。しかし、野澤氏は、こうした知名度や社会的な信用力の向上については株式の上場維持以外の方法によっても実現可能であること、現在の当社の財務状況等からすると、当面は金融機関からの借入による資金調達によって必要資金を賄うことが可能であるため、エクイティ・ファイナンスの活用による資金調達の必要性は見込んでいないこと、当社株式の上場を維持するためには相応のコスト（有価証券報告書等の継続的な情報開示に要する人的負担、株主総会の運営や株主名簿管理人への事務委託に要する金銭的負担、内部統制関連コスト等）が必要となることを踏まえると、今後も継続して当社株式の上場を維持することの意義を見出しにくい状況にあると考えていたとのことです。

以上のような検討を踏まえ、野澤氏は、2025年6月中旬、短期的な業績やキャッシュ・フローの悪化による当社株式の株価の下落により当社の一般株主の皆様が当社株式の売却機会を失うリスクを回避しつつ、短期的な業績変動に左右されることなく、上記(ア)乃至(ウ)の取り組みを実施し、事業の積極的展開に取り組むために、機動的かつ柔軟な意思決定を可能とする経営体制を構築することができるという点で、前回取引を通じてマネジメント・バイアウト(MBO)の手法により当社株式を非公開化することが、当社株式の上場を維持するメリットを上回り当社の企業価値向上のために最も有効な手段であると考えたとのことです。

そこで、野澤氏は、2025年6月30日、当社に対し、前回取引を行うことを提案する旨の提案書(以下「前回提案書」といいます。)を提出するとともに、前回取引の実施に向けた協議・交渉の申入れを行ったとのことです。その後、野澤氏は、2025年7月2日に、当社から、特別委員会(当社の社外取締役兼独立役員である郷倉正人氏、当社の社外監査役兼独立役員である柳岡茂氏(弁護士)、及びアートプロデュース業務に従事する専門家として前回取引の検討を行う専門性・適格性を有すると考えられる外部の有識者である間瀬道夫氏の3名で構成されます。以下「前回特別委員会」といいます。)を設置し、前回取引の実施に向けた協議・交渉に応じる旨の連絡を受けたとのことです。また、2025年7月25日に、前回取引の背景(前回取引に係る提案を下記の時期に行うに至った背景を含みます。)、経緯、非公開化の必要性、目的及び効果等、前回取引後の経営方針、前回取引のスキーム、前回取引における諸条件等についてインタビューが実施され、野澤氏は回答者として出席したとのことです。そして、野澤氏は、2025年8月5日に、同年7月上旬から当社に対して実施しているデュー・ディリジェンスの途中経過等に基づく当社の事業環境、財務の状況及び当社の市場株価の動向等を含む諸般の事情を多面的・総合的に分析し、当社が2026年3月期の中間配当及び期末配当を無配とすることを前提として慎重に検討を重ねた結果、前回公開買付価格として1,400円(提案日の前営業日である2025年8月4日の東京証券取引所スタンダード市場における当社株式の終値1,059円に対して32.20%(小数点以下第三位を四捨五入。以下、プレミアム率の計算において同じです。))、同日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値1,054円(小数点以下を四捨五入。以下、終値単純平均値の計算において同じです。))に対して32.83%、同過去3ヶ月間の終値単純平均値1,051円に対して33.21%、同過去6ヶ月間の終値単純平均値1,049円に対して33.46%のプレミアムをそれぞれ加えた価格)とする旨の初回の価格提案を当社に対して行ったとのことです。これに対して、野澤氏は、2025年8月7日に、当社より、当社の一般株主にとって十分な価格であるとは言えないため、より高い公開買付価格を提案いただきたい旨の回答を受けたとのことです。そこで、野澤氏は、2025年8月13日に、当社に対して、前回公開買付価格を1,520円(提案日の前営業日である2025年8月12日の東京証券取引所スタンダード市場における当社株式の終値1,075円に対して41.40%、同日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値1,058円に対して43.67%、同過去3ヶ月間の終値単純平均値1,049円に対して44.90%、同過去6ヶ月間の終値単純平均値1,052円に対して44.49%のプレミアムをそれぞれ加えた価格)とする提案を行ったとのことです。これに対して、野澤氏は、2025年8月18日に、当社より、当社の一般株主にとって十分な価格であるとは言えないため、より高い公開買付価格を提案いただきたい旨の回答を受けたとのことです。野澤氏は、2025年8月21日に、当社に対して、前回公開買付価格を1,600円(提案日の前営業日である2025年8月20日の東京証券取引所スタンダード市場における当社株式の終値1,076円に対して48.70%、同日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値1,062円に対して50.66%、同過去3ヶ月間の終値単純平均値1,049円に対して52.53%、同過去6ヶ月間の終値単純平均値1,054円に対して51.80%のプレミアムをそれぞれ加えた価格)とする提案を行ったとのことです。これに対して、野澤氏は、2025年8月25日に、当社より、前回特別委員会において承認された当社の事業計画に基づく当社の第三者算定機関による当社株式の試算結果等を踏まえると、当該提案価格は、当社の一般株主にとって十分な価格であるとは言えないため、より高い公開買付価格を提案いただきたい旨の回答を受けたとのことです。野澤氏は、2025年8月26日に、当社に対して、前回公開買付価格を1,665円(提案日の前営業日である2025年8月25日の東京証券取引所スタンダード市場における当社株式の終値1,090円に対して52.75%、同日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値1,068円に対して55.90%、同過去3ヶ月間の終値単純平均値1,051円に対して58.42%、同過去6ヶ月間の終値単純平均値1,055円に対して57.82%のプレミアムをそれぞれ加えた価格)とする提案を行ったとのことです。これに対して、野澤氏は、2025年8月27日に、当社より、当社の一般株主の利益に最大限の配慮をするために、より高い公開買付価格を提案いただきたい旨の回答を受けたとのことです。野澤氏は、2025年8月28日に、当社に対して、当社の一般株主に対する最大限の配慮を行う観点から、野澤氏が検討可能な最大限の価格として、前回公開買付価格を1,670円(提案日の前営業日である2025年8月27日の東京証券取引所スタンダード市場における当社株式の終値1,094円に対して52.65%、同日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値1,070円に対して56.07%、同過去3ヶ月間の終値単純平均値1,052円に対して58.75%、同過去6ヶ月間の終値単純平均値1,056円に対して58.14%のプレミアムをそれぞれ加えた価格)とする最終提案を行ったとのことです。これに対して、野澤氏は、2025年8月28日に、当社より、最終的な意思決定は2025年8月29日に開催予定の当社取締役会での決議によることを前提として、最終提案を応諾した旨の回答を受けたとのことです。

以上の協議・交渉を経て、公開買付者は、2025年8月29日、前回取引の一環として、前回公開買付けを実施することを決定し、2025年9月1日から2025年10月28日（当初の買付け等の期間の末日は2025年10月15日）までを買付け等の期間とする前回公開買付けを実施したとのことです。

（ ）前回公開買付けの結果並びに公開買付者が本公開買付けの実施を決定するに至った背景、理由及び意思決定の過程

公開買付者は、2025年9月1日から前回公開買付けを開始しましたが、前回公開買付けの開始以降、牧氏による市場内での当社株式の取得により牧氏が2025年9月2日に提出した大量保有報告書によって所有する当社株式が1,419,200株、株券等保有割合が15.58%となったことが公表され、その後も同年9月29日に提出された変更報告書によって所有する当社株式が1,976,200株、株券等保有割合が21.70%に、同年9月30日に提出された変更報告書によって所有する当社株式が2,543,700株、株券等保有割合が27.93%に、同年10月6日に提出された変更報告書によって所有する当社株式が2,708,900株、株券等保有割合が29.74%に、同年10月9日に提出された変更報告書によって所有する当社株式が2,834,100株、株券等保有割合が31.12%に、同年10月15日に提出された変更報告書によって所有する当社株式が2,953,100株、株券等保有割合が32.42%に、同年10月22日に提出された変更報告書によって所有する当社株式が3,090,400株、株券等保有割合が33.93%に増加したことが公表され、牧氏が前回公開買付けに応募しなかったこともあり、前回公開買付けは、買付予定数の下限である2,987,200株に対し、前回公開買付けに応募された株券等の数の合計は1,947,759株となり買付予定数の下限（2,987,200株）に満たなかったため、不成立となったとのことです。

なお、牧氏は、前回公開買付け終了後も、市場内での当社株式の取得により、2025年10月30日に提出された変更報告書によって所有する当社株式が3,539,200株、株券等保有割合が38.86%に、同年11月10日に提出された変更報告書によって所有する当社株式が3,638,700株、株券等保有割合が39.95%に、同年12月11日に提出された変更報告書によって所有する当社株式が3,654,600株、株券等保有割合が40.13%に増加したことが公表され現在に至っているとのことです（注）。

（注） 牧氏による当社株式の取得はいずれも立花証券における信用取引によるものです。

一方で、公開買付者は、前回公開買付け終了後も、上記「（ ）前回公開買付けの実施に至る経緯」に記載のとおり、当社株式を非公開化し、上記「（ ）前回公開買付けの実施に至る経緯」の(ア)乃至(ウ)の取り組みを実施し、事業の積極的展開に取り組むことが、当社株式の上場を維持するメリットを上回り、当社の企業価値向上のために最も有効な手段であると考えていたとのことであり、当社においても同様の認識のもと、当社は牧氏との二者間において、継続的に当社の資本政策に係る協議を行っておりました。この協議には、野澤氏は直接参加しておらず、当社の代表取締役会長兼社長という立場で当社の役職員から協議の内容の報告を受けるのみでした。

そして、当社から牧氏に対して当社株式を保有する目的を確認したところ、2025年12月23日に牧氏から大株主として当社の経営に関与し、著名アーティストと連携したイベントの共同運営やメディアを活用した集客施策を共同実行すること等が提案され、当社と牧氏との間で当該提案についても協議を行いました。もっとも、当社が創業以来培ってきた、顧客一人一人のニーズや生活環境に応じた「絵のある生活（くらし）」の提案を通じて「癒し、希望、元気」といったアートの価値を届けるという企業理念及びビジネスモデルを踏まえると、牧氏の提案する施策によって多数の顧客を集客した場合には、これまで行ってきたようなきめ細やかな提案が十分に行えず、かえって成約件数が減少するおそれがあり、また、著名アーティストとの連携という点についても、当社が独自にアーティストを発掘・育成してブランディングすることにより企業価値の源泉とするというこれまでの当社のビジネスモデルと必ずしも整合しないものであったため、当社の中長期的な企業価値向上に向けた事業運営の方針について考え方に相違があり、当社としては牧氏が当社の経営に関与することでは企業価値の最大化を実現することは困難であるとの認識に至ったことから、2026年2月25日の協議において、当社は企業価値最大化の観点より、牧氏に対し、保有する当社株式の全部売却によるエグジットの可能性について意向を確認いたしました。その後、当社と牧氏との間で協議を続ける中で、2026年4月27日には、当社は、牧氏が、企業価値最大化の観点から、その保有する当社株式の全部売却に関して、野澤氏個人との交渉を具体的にを行う意向を有していることを確認しました。

これを受けて、野澤氏は、当社から上記の牧氏の意向に関する共有を受けたことを踏まえて、2026年4月27日から、牧氏との間で、当社株式を非公開化することを目的とする取引を再度実施すること及び牧氏が当社株式を売却する場合の取引条件を含む協議・検討を開始したとのことです。

かかる協議・検討の結果、野澤氏は、2026年5月8日に、牧氏から、当社の2026年3月期における期末配当が行われることを前提として、当社株式1株当たりの売却価格を1,900円（牧氏からの提案日の前営業日である2026年5月7日の東京証券取引所スタンダード市場における当社株式の終値1,585円に対して19.87%、同日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値1,539円に対して23.46%、同過去3ヶ月間の終値単純平均値1,550円に対して22.58%、同過去6ヶ月間の終値単純平均値1,659円に対して14.53%のプレミアムをそれぞれ加えた価格とのことです。）とすることを条件として、牧氏がその実質的に所有する当社株式の全てを売却する意向であることを確認したとのことです。さらに、野澤氏は、牧氏との間で当該取引のスキームに関する協議を行った結果、2026年5月14日に、公開買付者が当社株式1株当たりの買付け等の価格を1,900円とする公開買付けを行う場合には、牧氏は、その所有する当社株式の全てである3,654,600株（所有割合：39.93%）を当該公開買付けに応募する意向であることを確認したとのことです。

公開買付者は、以上の野澤氏と牧氏との間の協議を経て、本公開買付けの実現可能性が高まったことを踏まえ、2026年5月22日に、改めて、公開買付者、野澤氏、カツコーポレーション及び当社（以下、総称して「公開買付関連当事者」といいます。）から独立したリーガル・アドバイザーとしてTMI総合法律事務所を、公開買付者及び当社を含む当社グループから独立した財務アドバイザーとしてJapan Blue M&Aアドバイザリー株式会社を選任の上、法務、財務、税務の観点から、完全子会社化に関わる具体的な検討を開始したとのことです。

公開買付者は、当社グループが営む各セグメントの状況について、以下のとおり認識しているとのことです。

(A) アート関連事業

当社は、アート関連事業について、着実に売上成長を実現しており、今後数年間は、同様のトレンドを見込むうえ、日本の美術品に対する国内外からの注目度が高く、今後、国内アート産業の活性化が期待されているものの、主力アーティストの高齢化による先行きの不確実性の高まりへの対応等を中長期的な課題と認識しているとのことです。

(B) 金融サービス事業

当社の連結子会社であるダブルラックが、当社をはじめとした加盟店の顧客を中心に、販売代金等の個別信用購入あっせん事業を行っており、足元、業績は堅調推移していると認識しているとのことです。

(C) 健康産業事業

当社の連結子会社であるTSCホリスティックにて溶岩ホットヨガスタジオ「アミーダ」の運営を行っておりますが、2020年に流行した新型コロナウイルス感染症の影響等により、休会・退会会員が多く発生し、現在に至るまで厳しい状況が続いていると認識しているとのことです。現在、不採算店舗の閉鎖等を実施し、営業利益は徐々に回復してきているものの、恒常的な収益化の実現のためには更なる取り組みが必要と考えているとのことです。

上記のような各セグメントの状況を踏まえると、公開買付者は、当社がスピードを上げて更なる成長を遂げ、中長期的な企業価値の向上を目指すためには、「アート関連事業」及び「健康産業事業」を中心に、以下のとおり、従来の施策に加えて新規性の高い取り組みにも挑戦することが必要であるとの考えに至ったとのことです。

(ア) アーティストの再構成と絵のある生活（くらし）の多様化に伴うアーティストの発掘

当社は創業以来、絵画の大衆化を目指し、高い目利き力で版画アーティストを発掘し、一流アーティストとの間で作品の独占販売契約を締結する等、アーティストとの信頼関係を構築することで、多くの人々にとって手が届きやすい価格により販売を行い、版画を広めることを実現してきたと考えているとのことです。

今日、日本の芸術・文化への関心が高まり、顧客の求めるアーティストも多様化している中、より一層、版画を中心とした多様なアーティストの作品を日本人の一人一人のご家庭へ届けることで、絵のある生活（くらし）を提供し、夢や希望を感じていただき、心の豊かさを提案するとともに、アート市場の更なる活性化に寄与することが可能であると考えているとのことです。

そのためには、長年活躍し高齢化してきているアーティスト群を再構成し、また、より多様なアーティスト及び作品の発掘を追及し続けていく必要があると考えているとのことです。具体的には、当社において、長年にわたり新規アーティストの開拓が十分に進んでおらず、取引作家が高年齢の作家への依存度が高い状況を踏まえ、現在の市場が求める多様性のある作家を発掘していくことが必要であると考えているとのことです。公開買付者は、当社が比較的新しい作家の開拓に取り組んでいるものの、新しい作家の発掘及び知名度の向上には、プロモーションに関する投資や人的リソースの確保が必要となり、継続的に利益や配当、売上高を維持しながら実施することは容易ではないと考えているとのことです。

また、このように取り扱うアーティストや作品を増やし、日本の美術品を発信することは、「日本の文化水準を上げる」「日本全国に心の灯りをともし」といった、当社が目指すビジョンの実現に大きく寄与する施策であると考えているとのことです。

(イ)「アミーダ」のマーケティング強化と新業態の取り組み

当社は、健康産業事業において、不採算店舗の閉鎖等の構造改革によって、2025年3月期に営業黒字化を実現し、2026年3月期には営業利益92百万円（前期比4.8%増）を達成しております。

しかし、公開買付者は、更なる収益性の強化のために、溶岩ホットヨガと、通常のホットヨガ等他のヨガスタジオとの徹底的な差別化をアピールし、溶岩ホットヨガを展開する「アミーダ」のブランドイメージを再構築することで、稼働率と客単価向上を図ることに加えて、細分化が進む健康・ウェルネス市場において、新ブランドによる新業態を立ち上げ、これまで「アミーダ」ではターゲットとしてこなかった新たな顧客に対して質の高いプログラムを提供することで、一人でも多くの方が心も体も美しく輝けるように尽力できると考えているとのことです。

なお、公開買付者は、本取引においては、前回取引の検討時において実施を検討していた取り組みのうち、「(ア)新ジャンルのアーティストの発掘と取り扱う美術品の多様化」に関連する現代アート分野の事業（美術品の共同保有ビジネス等）やアジア等海外顧客へのアプローチ強化、「(イ)オンライン販売チャネルの強化」については、本取引後の具体的な施策としては基本的に想定していないとのことです。これは、現在の当社の事業環境からすると、付帯事業への進出や事業領域の拡大等により、当社の経営資源が分散されてしまい、主力事業による実行力が損なわれてしまうことが懸念されるため、当社の経営理念の実現に向けては、当社の主力事業の強化や持続的な成長に経営資源を集中的に投下し、実行力を高めることを徹底するべきとの考えの下、最も先に注力すべき主力事業を優先し、集中して実行していく必要があるとの考えに基づくものであるとのことです。また、公開買付者は、現代アートの活用については、浜松市美術館を皮切りに、既存の全国の美術館に所有作品を展示していくことで、社会的貢献を果たすとともに、既存のアート関連事業との相乗効果により当社の企業価値向上を見込むことが可能であると考えているとのことです。

上記「(ア)アーティストの再構成と絵のある生活(くらし)の多様化に伴うアーティストの発掘」及び「(イ)「アミーダ」のマーケティング強化と新業態の取り組み」に記載の取り組みは、当社の企業価値の中長期的な向上には欠かせない取り組みである一方で、いずれも多額の初期投資や継続的な投資を要することから、短期的には当社の収益及びキャッシュ・フローの悪化が懸念されるとのことです。また、これらの取り組みは、新規性の高い取り組みであるため、期待する収益を十分生み出すことができるかどうかについても不明確であると考えているとのことです。さらに、当社が株式の上場を維持したままで上記各施策を実施した場合、資本市場からの十分な評価を得ることができず、当社株式の株価や財務状況にも悪影響を及ぼす等の懸念や、当社の一般株主の皆様にも不利益を与える可能性が払拭できないものと考えているとのことです。

当社は、上場以降、知名度の向上による優れた人材の確保や、社会的な信用力の向上等、上場企業として様々なメリットを享受してきました。しかし、公開買付者は、こうした知名度や社会的な信用力の向上については株式の上場以外の方法によっても実現可能であると考えているとのことです。具体的には、人材採用面については、当社が他社の参入が限定的な市場でユニークな商材を取り扱い、比較対象となる会社が少ない事業を展開していること、コミッション水準や社員の夢の実現を支援する社風等を踏まえると、当社株式の非公開化による影響は限定的であると考えているとのことです。また、公開買付者は、当社のブランディング向上については、美術館での展示活動を通じた社会貢献等によっても実現可能であると考えているとのことです。また、現在の当社の財務状況等からすると、当面は金融機関からの借入による資金調達によって必要資金を賄うことが可能であるため、エクイティ・ファイナンスの活用による資金調達の必要性は見込んでいないこと、当社株式の上場を維持するためには相応のコスト（有価証券報告書等の継続的な情報開示に要する人的負担、株主総会の運営や株主名簿管理人への事務委託に要する金銭的負担、内部統制関連コスト）が必要となることを踏まえると、今後も継続して当社株式の上場を維持することの意義を見出しにくい状況にあると考えているとのことです。なお、2026

年3月31日時点で当社の大株主に取引先株主は存在しないため、非公開化に伴う取引先との関係への影響はないものと考えているとのことです。

以上のような検討を踏まえ、公開買付者は、2026年5月中旬、短期的な業績やキャッシュ・フローの悪化による当社株式の株価の下落により当社の一般株主の皆様が当社株式の売却機会を失うリスクを回避しつつ、短期的な業績変動に左右されることなく、上記(ア)及び(イ)の取り組みを実施し、事業の積極的展開に取り組むために、機動的かつ柔軟な意思決定を可能とする経営体制を構築することができるという点で、マネジメント・パイアウト(MBO)の手法により当社株式を非公開化することが、当社株式の上場を維持するメリットを上回り、当社の企業価値向上のために最も有効な手段であるとの考えに至ったとのことです。

当該検討の結果として、公開買付者は、2026年5月27日、当社に対して、提案書(以下「本提案書」といいます。)を提出し、本公開買付価格を1,900円(提案書の提出日の前営業日である2026年5月26日の東京証券取引所スタンダード市場における当社株式の終値1,604円に対して18.45%、同日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値1,612円に対して17.87%、同過去3ヶ月間の終値単純平均値1,545円に対して22.90%、同過去6ヶ月間の終値単純平均値1,619円に対して17.36%のプレミアムをそれぞれ加えた価格とのことです。)とする本公開買付けを実施した上で、当社株式を非公開化する旨の提案を行ったとのことです。なお、公開買付者は、当該提案に係る価格について、牧氏から公開買付者が当社株式1株当たりの買付け等の価格を1,900円とする公開買付けを行う場合には、牧氏は、その所有する当社株式の全てを当該公開買付けに応募する意向であることを確認できていたことに加え、当該価格は、前回公開買付価格を13.78%上回る金額であること、前回公開買付けの公表日の前営業日である2025年8月28日の東京証券取引所スタンダード市場における当社株式の終値1,100円に対して72.73%、同日までの過去1ヶ月間の終値の単純平均値1,073円に対して77.07%、同過去3ヶ月間の終値の単純平均値1,053円に対して80.44%、同過去6ヶ月間の終値の単純平均値1,057円に対して79.75%のプレミアムをそれぞれ加えた価格であり、当社の株価水準に対して過去の類似取引におけるプレミアム水準と比較しても遜色ないプレミアムが付された価格であることから、当社の一般株主の利益に対して十分な配慮がされた価格であり、十分に魅力的な水準での売却機会を提供するものであると考え、当該提案を行ったとのことです。

そして、公開買付者は、前回公開買付けから一定期間が経過していることを踏まえて、2026年5月29日から2026年6月12日にかけて、当社の現在の経営状況・財務状況についての確認を行うため、当社に対してデュー・ディリジェンスを実施したとのことです。

また、公開買付者は、本提案書に対して、当社から、2026年6月8日に本特別委員会(下記「当社が本公開買付けに賛同するに至った意思決定の過程及び理由」の「()本公開買付けについて」にて定義します。以下同じです。)を通じて公開買付者に対し質問書の送付を受け、2026年6月15日に、本取引の背景、経緯、非公開化の必要性、目的及び効果等、本取引後の経営方針、本取引のスキーム、本取引における諸条件等について、前回取引からの変更点を中心に回答を行ったとのことです。

当該回答を踏まえ、当社から、2026年6月15日に本特別委員会を通じて追加質問書の送付を受け、牧氏との交渉の経緯・過程及び交渉において協議された主要な論点等並びに公開買付価格を今後引き上げることが可能か否かについて質問を受けたとのことです。これに対し、公開買付者は、2026年6月19日に、(a)前回公開買付け時より本レンダーから公開買付者に対して融資可能な上限額が伝えられており、当該上限額を借り入れる場合で、公開買付価格は最大で1,800円となること、(b)牧氏からは1,800円を大きく超える公開買付価格としなければ応募には同意できないと伝えられていたこと、(c)公開買付価格を1,900円とすると、上記(a)に記載のとおり本レンダーの融資可能な上限額を大きく超過するものの、本レンダーとの交渉により最終的には融資を得られると見越して、牧氏に対して提示可能な最大限の価格として公開買付価格を1,900円とすることを提案したこと、(d)牧氏が当該提案に応じ、当該公開買付価格であれば牧氏の保有する全ての当社株式を本公開買付けに応募する意向であると伝えたこと、(e)その後、本レンダーとの間で公開買付価格を1,900円とすることを前提に融資を受けるべく交渉を進めていること、(f)本レンダーから更なる融資額の引き上げを求めることは難しく、公開買付価格のこれ以上の引き上げは困難であることを回答したとのことです。

当該回答を踏まえて、本特別委員会から、2026年6月30日、本公開買付価格を1,900円とすることを応諾する旨の回答書を受領したとのことです。

なお、公開買付者は、2026年7月9日時点において、本レンダーとの間で、公開買付価格を1,900円とすることを前提とした融資条件について合意し、三井住友銀行から、公開買付者に対して12,652,000千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7月10日付で取得し、また、みずほ銀行から、公開買付者に対して3,279,000千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7月10日付で取得しているとのことです。

以上の協議・交渉を経て、公開買付者は、2026年7月10日、本取引の一環として、本公開買付けを実施することを決定したとのことです。

本公開買付け後の経営方針

本取引はいわゆるマネジメント・バイアウト（ＭＢＯ）に該当し、当社の代表取締役会長兼社長である野澤氏は、本取引後も継続して代表取締役として当社の経営に従事することを予定しており、上記「公開買付者が本公開買付けの実施を決定するに至った背景、理由及び意思決定の過程」の「（ ）前回公開買付けの結果並びに公開買付者が本公開買付けの実施を決定するに至った背景、理由及び意思決定の過程」に記載の経営施策を推進する予定とのことです。

なお、公開買付者は、本書提出日現在において、当社のその他の取締役との間で本取引後の役員就任や処遇について何ら合意しておらず、当社の役員構成を含む経営体制については、本公開買付けの成立後、当社と協議しながら決定していく予定とのことです。また、当社の従業員については、本公開買付け成立後も原則として現在の雇用条件を維持することを予定しているとのことです。

なお、本公開買付けが成立したものの、本公開買付けにより、公開買付者が当社株式の全て（ただし、本譲渡制限付株式、本不応募合意株式（カツコーポレーション）及び当社が所有する自己株式を除きます。）を取得できなかった場合には、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、本公開買付けの成立後、当社の株主を公開買付者及びカツコーポレーションのみとすることを目的として、本スクイズアウト手続を実施することを予定しており、さらに、公開買付者及び当社は本株式併合の完了後に、公開買付者を当社の唯一の株主とすることを目的として、本スクイズアウト手続の完了を条件として、上記「本公開買付けの概要」に記載の本株式交換を実施する予定であることを除き、公開買付者が本公開買付け後に当社の株券等を追加で取得することは予定していないとのことです。

当社が本公開買付けに賛同するに至った意思決定の過程及び理由

（ ）前回公開買付けについて

当社が2025年8月29日付で開示した「ＭＢＯの実施及び応募の推奨に関するお知らせ」に記載のとおり、当社は、野澤氏から、2025年6月30日、当社に対し、前回提案書が提出されたことを踏まえ、前回取引に関する具体的な検討を開始いたしました。当社は、前回公開買付けがマネジメント・バイアウト（ＭＢＯ）のための前回取引の一環として行われるものであり、構造的な利益相反の問題が存在すること等を踏まえ、前回公開買付けの公正性の担保、前回公開買付けの実施を決定するに至る意思決定の過程における恣意性の排除及び利益相反の回避の観点から、前回公開買付けを含む前回取引の公正性を担保するため、前回取引と同種の取引である、いわゆるマネジメント・バイアウト（ＭＢＯ）を含む非公開化を想定した公開買付け事例に関する公表内容等を踏まえ、独立性及び専門性・実績等を検討の上、2025年7月2日開催の当社取締役会決議により、公開買付関連当事者から独立したリーガル・アドバイザーとしてシティユーワ法律事務所を、公開買付関連当事者から独立したファイナンシャル・アドバイザーとして山田コンサルティンググループ株式会社（以下「山田コンサル」といいます。）を、公開買付関連当事者から独立した第三者算定機関として株式会社ストリーム（以下「ストリーム」といいます。）を、それぞれ選任するとともに、公開買付関連当事者から独立した、外部の有識者を含む委員（当社の社外取締役兼独立役員である郷倉正人氏、当社の社外監査役兼独立役員である柳岡茂氏（弁護士）、及びアートプロデュース業務に従事する専門家として前回取引の検討を行う専門性・適格性を有すると考えられる外部の有識者である間瀬道夫氏の3名）によって構成される前回特別委員会を設置することにより前回取引に係る検討体制を構築し、2025年7月2日、野澤氏に対し、前回取引の実施に向けた協議・交渉に応じる旨の連絡を行いました。なお、当社は、シティユーワ法律事務所の助言を得つつ、前回特別委員会の委員の候補者の独立性及び適格性等についても確認を行い、前回特別委員会の委員の候補者が、公開買付関連当事者から独立性を有すること、並びに前回取引の成否に関して一般株主とは異なる重要な利害関係を有していないことを確認した上で、前回特別委員会の委員を選定いたしました。また、2025年7月11日、前回特別委員会において、当社のリーガル・アドバイザーであるシティユーワ法律事務所、当社のファイナンシャル・アドバイザーである山田コンサル及び当社の第三者算定機関であるストリームについて、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上、その選任の承認を受けておりました。また、当社は、2025年6月30日付で野澤氏から前回提案書を受領して以降、公開買付関連当事者から独立した立場で、前回取引に係る検討、交渉及び判断を行うための体制（前回取引に係る検討、交渉及び判断に関与する当社の役職員の範囲及びその職務を含みます。）を当社の社内に構築するとともに、2025年7月11日、かかる検討体制に独立性・公正性の観点から問題ないことについて前回特別委員会の承認を受けておりました。

上記の体制のもと、当社は、前回取引の目的を含む前回公開買付けの概要、前回取引が当社に与える影響、前回取引後の経営方針の内容や足元の株価動向を踏まえ、公開買付者から受けた前回公開買付け価格の提案内容を適時に前回特別委員会に共有し、当社の一般株主の利益に配慮する観点から、当社としての交渉方針に係る前回特別委員会からの意見を受け、また、ストリームから当社株式の株式価値の算定結果に関する報告、山田コンサルから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、シティユーワ法律事務所から前回取引における手続の公正性を確保するため

の対応についての法的助言を受け、これらを踏まえ、以下のとおり、公開買付者との間で、2025年8月下旬まで複数回に亘る協議・交渉を行いました。

具体的には、当社は、2025年7月25日に前回特別委員会を通じて野澤氏に対するインタビューを実施し、前回取引の背景（前回取引に係る提案を上記の時期に行うに至った背景を含みます。）、経緯、非公開化の必要性、目的及び効果等、前回取引後の経営方針、前回取引のスキーム、前回取引における諸条件等について、確認を行いました。

また、前回公開買付価格の交渉については、当社は、2025年8月5日、野澤氏から、当社に対して実施しているデュー・ディリジェンスの途中経過等に基づく当社の事業環境、財務の状況及び当社の市場株価の動向等を含む諸般の事情を多面的・総合的に分析し、慎重に検討を重ねた結果として、前回公開買付価格を1,400円（提案日の前営業日である2025年8月4日の東京証券取引所スタンダード市場における当社株式の終値1,059円に対して32.20%、同日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値1,054円に対して32.83%、同過去3ヶ月間の終値単純平均値1,051円に対して33.21%、同過去6ヶ月間の終値単純平均値1,049円に対して33.46%のプレミアムをそれぞれ加えた価格）とする旨の初回の価格提案を受領いたしました。これに対して、当社は、2025年8月7日、野澤氏に対して、当社の第三者算定機関による当社株式価値の試算結果及び類似事例のプレミアム水準を踏まえると、当該提案価格は、当社の一般株主にとって十分な価格であるとはいえないことから、より高い公開買付価格の提示を要請いたしました。その後、当社は、2025年8月13日、野澤氏から、前回公開買付価格を1株当たり1,520円（提案日の前営業日である2025年8月12日の東京証券取引所スタンダード市場における当社株式の終値1,075円に対して41.40%、同日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値1,058円に対して43.67%、同過去3ヶ月間の終値単純平均値1,049円に対して44.90%、同過去6ヶ月間の終値単純平均値1,052円に対して44.49%のプレミアムをそれぞれ加えた価格）とする旨の再提案を受領いたしました。これに対して、当社は、2025年8月18日、野澤氏に対して、当社の第三者算定機関による当社株式価値の試算結果、類似事例のプレミアム水準及び2025年6月末時点における当社の簿価純資産額を踏まえると、当該提案価格は、当社の一般株主にとって十分な価格であるとはいえないことから、より高い公開買付価格の提示を要請いたしました。その後、当社は、2025年8月21日、野澤氏から、前回公開買付価格を1株当たり1,600円（提案日の前営業日である2025年8月20日の東京証券取引所スタンダード市場における当社株式の終値1,076円に対して48.70%、同日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値1,062円に対して50.66%、同過去3ヶ月間の終値単純平均値1,049円に対して52.53%、同過去6ヶ月間の終値単純平均値1,054円に対して51.80%のプレミアムをそれぞれ加えた価格）とする旨の再提案を受領いたしました。これに対して、当社は、2025年8月25日、野澤氏に対して、当社の第三者算定機関による当社株式価値の試算結果及び2025年6月末時点における当社の簿価純資産額を踏まえると、当該提案価格は、当社の一般株主にとって十分な価格であるとはいえないことから、より高い公開買付価格の提示を要請いたしました。その後、当社は、2025年8月26日、野澤氏から、前回公開買付価格を1株当たり1,665円（提案日の前営業日である2025年8月25日の東京証券取引所スタンダード市場における当社株式の終値1,090円に対して52.75%、同日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値1,068円に対して55.90%、同過去3ヶ月間の終値単純平均値1,051円に対して58.42%、同過去6ヶ月間の終値単純平均値1,055円に対して57.82%のプレミアムをそれぞれ加えた価格）とする旨の再提案を受領いたしました。これに対して、当社は、2025年8月27日、野澤氏に対して、一般株主の利益に最大限配慮する観点から、より高い公開買付価格の提示を要請いたしました。その後、当社は、2025年8月28日、野澤氏から、前回公開買付価格を1株当たり1,670円（提案日の前営業日である2025年8月27日の東京証券取引所スタンダード市場における当社株式の終値1,094円に対して52.65%、同日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値1,070円に対して56.07%、同過去3ヶ月間の終値単純平均値1,052円に対して58.75%、同過去6ヶ月間の終値単純平均値1,056円に対して58.14%のプレミアムをそれぞれ加えた価格）とする旨の最終提案を受領いたしました。これに対して、当社は、2025年8月28日、野澤氏に対して、最終的な意思決定は2025年8月29日に開催予定の当社取締役会での決議によることを前提として、当該提案価格を応諾する旨を回答いたしました。

さらに、当社は、リーガル・アドバイザーであるシティユーワ法律事務所から、前回取引に関する諸手続を含む当社取締役会の意思決定の方法及び過程その他の留意点について、必要な法的助言を受けるとともに、前回特別委員会から2025年8月28日付で答申書（以下「前回答申書」といいます。）の提出を受けました。その上で、当社は、リーガル・アドバイザーであるシティユーワ法律事務所から受けた法的助言、山田コンサルから受けた助言、及び第三者算定機関であるストリームから受けた助言及び当社株式に係る2025年8月28日付株式価値算定書の内容を踏まえつつ、前回特別委員会から提出された前回答申書の内容を最大限に尊重しながら、前回取引により当社の企業価値の向上を図ることができるか、前回公開買付価格を含む前回取引の諸条件は妥当なものか等の観点から慎重に協議・検討を行いました。

その結果、当社は、以下の点等を踏まえると、前回取引を通じて当社株式を非公開化することが、当社の企業価値の向上に資するものであるとの判断に至りました。

すなわち、米国の関税政策や、ウクライナ及び中東における紛争の長期化等による海外情勢の混迷や海外経済の減速、円安や資源高による製造業の減収懸念、食料品やエネルギーを中心とした物価高による個人消費の悪化懸念により、依然として先行き不透明な状況が続くものと当社は考えておりました。特にアート関連事業におきましては、主力アーティストの高齢化やアートに対するニーズの変化、国内外からの日本文化への関心の高まりを受けて、新規性の高い取り組みの必要性が一層高まっている中で、中長期的に企業価値を向上させるためには、抜本的かつ機動的に一貫性をもって施策に取り組み、一定の事業リスクを伴う戦略を迅速かつ果敢に実行する必要があるものと考えておりました。

また、野澤氏は、当社がスピードを上げて更なる成長を遂げ、中長期的な企業価値の向上を目指すためには、(ア)新ジャンルのアーティストの発掘と取り扱う美術品の多様化、(イ)オンライン販売チャネルの強化、(ウ)「アミーダ」のマーケティング強化と新業態の取り組みといった具体的な施策を企図しているとのことですが、当社としても以下のことから、上記(ア)乃至(ウ)の施策の実行が必要であると考えておりました。

すなわち、(ア)新ジャンルのアーティストの発掘と取り扱う美術品の多様化については、現在活躍されている既存アーティストの高齢化により、今後、既存アーティストによる作品の制作数が減少することが見込まれ、現在と同様に既存アーティストの作品を販売することができるかが不透明な中、当社グループが持続的な成長をするためには、既存アーティストに代わる新規アーティストの開拓や現代アート分野における新規ビジネスの開拓を行う必要があると考えておりました。(イ)オンライン販売チャネルの強化については、日本のアート産業市場は世界市場と比較して規模が小さく、美術品の取引を行う文化も乏しいと考えられることから、当社グループの更なる成長のためには、日本市場における新規顧客を獲得する必要があると認識しており、そのためには既存の催事販売や店舗販売以外の販売チャネルの拡大が必要であると考えておりました。また、国内外からの日本芸術・文化への関心が高まる中で、海外顧客へのアプローチの強化として海外からの受注に対応できる体制構築を行う必要があると認識しており、そのためには、オンラインマーケティング機能の強化が必要であると考えておりました。(ウ)「アミーダ」のマーケティング強化と新業態の取り組みについては、新型コロナウイルス感染症を経て健康・免疫力の向上への関心が高まる一方で、健康・ウェルネス市場においてはニーズの細分化が進んでいると認識していることから、「アミーダ」の既存会員の退会防止への対策として他社との差別化が必要であるとともに、新ブランドによる新業態を立ち上げ、これまで「アミーダ」ではターゲットとしてこなかった新たな顧客の獲得が必要であると考えておりました。以上から、いずれの施策も当社の中長期的な企業価値向上のために推進していくべきと考えておりました。

しかしながら、当社は、上記(ア)乃至(ウ)の施策の実行は新規ビジネスの展開や長期的な取り組みを伴うものであり、当該施策が中長期的に見れば当社の大きな成長及び収益の拡大につながる施策であったとしても、その推進段階においては、相応の時間と各種先行投資が必要であることから、短期的には利益水準の低下及びキャッシュ・フローの悪化を招く可能性があり、さらに、期待される利益を生み出すことが困難となる可能性も否定できないと考えておりました。そのため、当社株式の上場を維持したままこれらの施策を実施した場合、株価の下落や配当の減少により、当社の既存株主の皆様の利益を損なう可能性があると考えられるため、当社株式の上場を維持したままこれらの施策を実施することは困難であると考えておりました。一方で、前回取引により、当社株式を非公開化することで、中長期的な視点で野澤氏からの提案にあるような施策の実行に取り組むことが可能となると考えており、前回取引の実行は当社の企業価値向上の観点からもメリットがあると考えておりました。

さらに、近年のコーポレートガバナンス・コードの改訂、資本市場に対する規制の強化により、株式上場を維持するために必要な人的・金銭的コストは増加を続けており、これらのコストが当社の経営推進上の大きな負担となる可能性も否定できないと考えておりました。年々これらの上場維持のコストは増えておりましたが、前回取引により、上場維持コストが削減され、その一部の資源を人材育成のために充てることで、中長期的な視点での企業価値の向上を図れるものと考えておりました。

なお、当社が当社株式の非公開化を行った場合には、一般的には、資本市場からのエクイティ・ファイナンスによる資金調達を行うことができなくなり、また、上場会社として当社が享受してきた社会的な信用や知名度の向上による人材の確保及び取引先との取引等に影響を及ぼす可能性が考えられました。しかしながら、当時、当社はエクイティ・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んでおらず、事業から生じるキャッシュ・フローや金融機関からの借入により、資金確保は可能であると考えていること、また、当社の長年の実績により、当社の事業基盤や、ブランド力、取引先に対する信用力・知名度は既に確保されていることから、当社株式の非公開化による人材の確保及び取引先との取引に及ぼすデメリットは極めて限定的であると考えておりました。

また、当社は、以下の点等を踏まえると、前回公開買付価格(1,670円)及び前回公開買付けに係るその他の諸条件は当社の一般株主の皆様にとって妥当であり、前回公開買付けは、当社の一般株主の皆様に対して、合理的な株式の売却の機会を提供するものであると判断いたしました。

- (a) 前回公開買付価格が、ストリームによる当社株式の株式価値の算定結果のうち、市場株価法に基づく算定結果のレンジの上限値を上回っており、かつ、ディスカунテッド・キャッシュ・フロー法（以下「DCF法」といいます。）に基づく算定結果のレンジの範囲内の価格であることが認められ、合理的な水準にあると評価できること。
- (b) 前回公開買付価格が、前回公開買付けの公表日の前営業日である2025年8月28日の東京証券取引所スタンダード市場における当社株式の終値1,100円に対して51.82%、2025年8月28日までの直近1ヶ月間の終値単純平均値1,073円に対して55.64%、直近3ヶ月間の終値単純平均値1,053円に対して58.59%、直近6ヶ月間の終値単純平均値1,057円に対して57.99%のプレミアムがそれぞれ加えられた価格であり、他社の類似取引事例におけるプレミアム割合の平均値（注）との比較において、いずれも上回る状況となっており、前回公開買付価格に付されたプレミアムは、かかる類似事例におけるプレミアム割合と遜色のない水準であると認められることから、相応のプレミアムが付されていると認められること。
- （注） 経済産業省が「公正なM & Aの在り方に関する指針」を公表した2019年6月28日以降、2025年7月14日までの間に公表された非公開化を目的とした公開買付けの事例（対象会社が賛同意見を表明し、応募を推奨し、上場廃止前提、かつ、MBO又は子会社に対する公開買付けの事例）170件における、公表日前営業日の終値、並びに直近1ヶ月間、直近3ヶ月間及び直近6ヶ月間の終値単純平均値に対するプレミアムの平均値は、順に44.09%、46.88%、48.46%、47.51%です。
- (c) 前回公開買付価格は、当社が2025年8月8日に公表した「2026年3月期 第1四半期決算短信〔日本基準〕（連結）」に記載された2025年6月30日現在の純資産額（15,127,982千円）並びに発行済株式総数（9,107,516株）及び当社が所有する自己株式数（447株）をもとに算出される1株当たり純資産額（1,661.13円（ただし、小数点以下第三位を四捨五入しております。））を上回るものであること。
- (d) 利益相反を回避するための措置が採られていること等、当社の一般株主の利益への配慮がなされていると認められること。
- (e) 前回公開買付価格が、上記利益相反を回避するための措置が採られた上で、当社と公開買付者との間で真摯かつ継続的に協議・交渉が行われた上で決定された価格であること。
- (f) 前回特別委員会が、当社から適時に交渉状況の報告を受け、当社の交渉方針に関して意見、指示、要請等を行うこと等により、取引条件に係る交渉過程に実質的に関与した上で、前回答申書において、前回公開買付価格を含む前回取引の条件は公正なものであると考えられる旨の意見が示されていること。

以上より、当社は、2025年8月29日開催の取締役会において、前回公開買付けに賛同の意見を表明するとともに、当社の株主の皆様に対して前回公開買付けへの応募を推奨する旨を決議しておりました。

() 本公開買付けについて

当社は、前回公開買付け終了後、2025年11月下旬に、リーガル・アドバイザーとして西村あさひ法律事務所・外国法共同事業（以下「西村あさひ」といいます。）を選任した上で、牧氏との二者間において、継続的に当社の資本政策に係る協議を行っておりました。この協議には、野澤氏は直接参加しておらず、当社の代表取締役会長兼社長という立場で当社の役職員から協議の内容の報告を受けるのみでした。

そして、当社から牧氏に対して当社株式を保有する目的を確認したところ、2025年12月23日に牧氏から大株主として当社の経営に関与し、著名アーティストと連携したイベントの共同運営やメディアを活用した集客施策を共同実行すること等が提案され、当社と牧氏との間で当該提案についても協議を行いました。もっとも、当社が創業以来培ってきた、顧客一人一人のニーズや生活環境に応じた「絵のある生活（くらし）」の提案を通じて「癒し、希望、元気」といったアートの価値を届けるという企業理念及びビジネスモデルを踏まえると、牧氏の提案する施策によって多数の顧客を集客した場合には、これまで行ってきたようなきめ細やかな提案が十分に行えず、かえって成約件数が減少するおそれがあり、また、著名アーティストとの連携という点についても、当社が独自にアーティストを発掘・育成してブランディングすることにより企業価値の源泉とするというこれまでの当社のビジネスモデルと必ずしも整合しないものであったため、当社の中長期的な企業価値向上に向けた事業運営の方針について考え方に相違があり、当社としては牧氏が当社の経営に関与することでは企業価値の最大化を実現することは困難であるとの認識に至ったことから、2026年2月25日の協議において、当社は企業価値最大化の観点より、牧氏に対し、保有する当社株式の全部売却によるエグジットの可能性について意向を確認いたしました。その後、当社と牧氏との間で協議を続ける中で、2026年4月27日には、当社は、牧氏が、企業価値最大化の観点から、その保有する当社株式の全部売却に関して、野澤氏個人との交渉を具体的にいう意向を有していることを確認し、当社から上記の牧氏の意向を野澤氏に共有しました。

そして、当社は、上記「公開買付者が本公開買付けの実施を決定するに至った背景、理由及び意思決定の過程」の「() 前回公開買付けの結果並びに公開買付者が本公開買付けの実施を決定するに至った背景、理由及び意思決定の過程」に記載のとおり、公開買付者から、2026年5月27日、本提案書が提出されたことを踏まえ、本取引に関する具体的な検討を開始いたしました。当社は、下記「(3) 公開買付けの公正性を担保するための措置」に記載のとおり、本公開買付けがマネジメント・パイアウト(MBO)のための本取引の一環として行われるものであり、構造的な利益相反の問題が存在すること等を踏まえ、本公開買付け価格の公正性の担保、本公開買付けの実施を決定するに至る意思決定の過程における恣意性の排除及び利益相反の回避の観点から、本公開買付けを含む本取引の公正性を担保するため、本取引と同種の取引である、いわゆるマネジメント・パイアウト(MBO)を含む非公開化を想定した公開買付け事例に関する公表内容等を踏まえ、独立性及び専門性・実績等を検討の上、2026年5月28日開催の当社取締役会決議により、公開買付関連当事者から独立したリーガル・アドバイザーとして西村あさひを、公開買付関連当事者から独立したファイナンシャル・アドバイザーとしてSBI社・本郷M&A株式会社（以下「SBI社・本郷M&A」といいます。）を、公開買付関連当事者から独立した第三者算定機関としてストリームを、それぞれ選任するとともに、前回特別委員会は前回公開買付けの終了時に解散し、前回取引に係る検討体制は前回公開買付け終了時に解消しており、2026年4月27日に牧氏から当社株式の売却の意向が示されるまでの間、牧氏とは通常の業務執行と同様の体制で交渉していたことから、改めて、公開買付関連当事者から独立した、外部の有識者を含む委員（いずれも前回特別委員会の委員であり、当社の社外取締役兼独立役員である郷倉正人氏、当社の社外監査役兼独立役員である柳岡茂氏（弁護士）、及びアートプロデュース業務に従事する専門家として本取引の検討を行う専門性・適格性を有すると考えられる外部の有識者である間瀬道夫氏の3名）によって構成される特別委員会（以下「本特別委員会」といいます。）を設置することにより本取引に係る検討体制を構築し、2026年5月28日、公開買付者に対し、本取引の実施に向けた協議・交渉に応じる旨の連絡を行いました。なお、当社は、西村あさひの助言を得つつ、本特別委員会の委員の候補者の独立性及び適格性等についても確認を行い、本特別委員会の委員の候補者が、公開買付関連当事者から独立性を有すること、並びに本取引の成否に関して独立性を有し、一般株主とは異なる重要な利害関係を有していないことを確認した上で、本特別委員会の委員を選定いたしました。また、2026年6月4日、本特別委員会において、当社のリーガル・アドバイザーである西村あさひ、当社のファイナンシャル・アドバイザーであるSBI社・本郷M&A及び当社の第三者算定機関であるストリームについて、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上、その選任の承認を受けております。また、当社は、2026年5月27日付で公開買付者から本提案書を受領して以降、公開買付関連当事者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当社の役職員の範囲及びその職務を含みます。）を当社の社内に構築するとともに、2026年6月4日、かかる検討体制に独立性・公正性の観点から問題ないことについて本特別委員会の承認を受けております。

上記の体制のもと、当社は、本取引の目的を含む本公開買付けの概要、本取引が当社に与える影響、本取引後の経営方針の内容や足元の株価動向を踏まえ、公開買付者から受けた本公開買付け価格の提案内

容を適時に本特別委員会に共有し、当社の一般株主の利益に配慮する観点から、当社としての交渉方針に係る本特別委員会からの意見を受け、また、ストリームから当社株式の株式価値の算定結果に関する報告、SBI 辻・本郷M&Aから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、西村あさひ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法的助言を受け、これらを踏まえ、以下のとおり、検討を行いました。

具体的には、当社は、2026年6月8日に本特別委員会を通じて公開買付者に対し質問書の送付を行い、2026年6月15日に公開買付者から回答を得て、本取引の背景、経緯、非公開化の必要性、目的及び効果等、本取引後の経営方針、本取引のスキーム、本取引における諸条件等について、前回取引からの変化点を中心に確認を行いました。上記の回答において、公開買付者は、公開買付価格を1,900円とする理由として、牧氏との協議及び交渉を経て、牧氏との間で当該価格を公開買付価格とする場合には、牧氏の保有する全ての当社株式を本公開買付けに応募する意向であることを確認していることを挙げたため、当社は、2026年6月15日に本特別委員会を通じて公開買付者に対し追加質問書の送付を行い、牧氏との交渉の経緯・過程及び交渉において協議された主要な論点等並びに公開買付価格を今後引き上げることが可能か否かについて質問いたしました。2026年6月19日に公開買付者から追加回答を得て、(a)従前より本レンダーから公開買付者に対して融資可能な上限額が伝えられており、当該上限額を借り入れる場合で、公開買付価格は最大で1,800円となること、(b)牧氏からは1,800円を大きく超える公開買付価格としなければ応募には同意できないと伝えられていたこと、(c)公開買付価格を1,900円とすると、上記(a)に記載のとおり本レンダーの融資可能な上限額を大きく超過するものの、本レンダーとの交渉により最終的には融資を得られると見越して、牧氏に対して提示可能な最大限の価格として公開買付価格を1,900円とすることを提案したこと、(d)牧氏が当該提案に応じ、当該公開買付価格であれば牧氏の保有する全ての当社株式を本公開買付けに応募する意向であると伝えたこと、(e)その後、本レンダーとの間で公開買付価格を1,900円とすることを前提に融資を受けるべく交渉を進めていること、(f)本レンダーから更なる融資額の引き上げを求めることは難しく、公開買付価格のこれ以上の引き上げは困難であることを確認いたしました。本特別委員会は、上記追加回答を踏まえて、本公開買付価格1,900円は、交渉しても引き上げの余地のない公開買付者からの最終提案価格であると判断し、本特別委員会は、2026年6月30日、本公開買付価格を1,900円とすることを応諾する旨の回答書を公開買付者に送付しました。

さらに、当社は、リーガル・アドバイザーである西村あさひから、本取引に関する諸手続を含む当社取締役会の意思決定の方法及び過程その他の留意点について、必要な法的助言を受けるとともに、本特別委員会から2026年7月10日付で答申書（以下「本答申書」といいます。）の提出を受けました（本答申書の内容について、下記「(3) 公開買付けの公正性を担保するための措置」の「当社における独立した特別委員会の設置及び特別委員会からの答申書の取得」をご参照ください。）。その上で、当社は、リーガル・アドバイザーである西村あさひから受けた法的助言、ファイナンシャル・アドバイザーであるSBI 辻・本郷M&Aから受けた助言、及び第三者算定機関であるストリームから受けた助言及び当社株式に係る2026年7月9日付株式価値算定書（以下「本株式価値算定書」といいます。）の内容を踏まえつつ、本特別委員会から提出された本答申書の内容を最大限に尊重しながら、本取引により当社の企業価値の向上を図ることができるか、本公開買付価格を含む本取引の諸条件は妥当なものか等の観点から慎重に協議・検討を行いました。

その結果、当社は、以下の点等を踏まえると、本取引を通じて当社株式を非公開化することが、当社の企業価値の向上に資するものであるとの判断に至りました。

すなわち、米国の関税政策や、ウクライナ及び中東における紛争の長期化等による海外情勢の混迷や海外経済の減速、円安や原油をはじめとする資源高による製造業の減収懸念、食料品やエネルギーを中心とした物価高による個人消費の悪化懸念により、依然として先行き不透明な状況が続くものと当社は考えております。特にアート関連事業におきましては、主力アーティストの高齢化やアートに対するニーズの変化、国内外からの日本文化への関心の高まりを受けて、新規性の高い取り組みの必要性が一層高まっている中で、中長期的に企業価値を向上させるためには、抜本的かつ機動的に一貫性をもって施策に取り組み、一定の事業リスクを伴う戦略を迅速かつ果敢に実行する必要があるものと考えております。

また、公開買付者は、当社がスピードを上げて更なる成長を遂げ、中長期的な企業価値の向上を目指すために、(ア)アーティストの再構成と絵のある生活（くらし）の多様化に伴うアーティストの発掘、(イ)「アミーダ」のマーケティング強化と新業態の取り組みといった具体的な施策を企図しているとのことでしたが、当社としても以下のことから、上記(ア)及び(イ)の施策の実行が必要であると考えております。

すなわち、(ア)アーティストの再構成と絵のある生活（くらし）の多様化に伴うアーティストの発掘については、国内外からの日本の芸術・文化への関心が高まっており、顧客が求めるアートの多様化も進んでいる一方で、現在活躍されている既存アーティストの高齢化により、今後、既存アーティストによる作品の制作数が減少することが見込まれることを踏まえて、当社グループが持続的に成長を続ける

ためには、高齢化してきているアーティスト群を再構成するとともに、より多様な新規アーティストを発掘することが必要であると考えております。(イ)「アミーダ」のマーケティング強化と新業態の取り組みについては、前回取引時と同様に、新型コロナウイルス感染症を経て健康・免疫力の向上への関心が高まる一方で、健康・ウェルネス市場においてはニーズの細分化が進んでいると認識していることから、「アミーダ」の既存会員の退会防止への対策として他社との差別化が必要であるとともに、新ブランドによる新業態を立ち上げ、これまで「アミーダ」ではターゲットとしてこなかった新たな顧客の獲得が必要であると考えております。なお、本取引においては、前回取引時において野澤氏により掲げられていた、「(ア)新ジャンルのアーティストの発掘と取り扱う美術品の多様化」に関連する現代アート分野の事業(美術品の共同保有ビジネス等)やアジア等海外顧客へのアプローチ強化、「(イ)オンライン販売チャネルの強化」が本取引後の具体的な施策として掲げられておりませんが、この点については、上記のとおり当社が2026年6月8日に本特別委員会を通じて公開買付者に対し質問書を送付したところ、公開買付者から、2026年6月15日にその理由等について回答を得ております。具体的には、現在の当社の事業環境からすると、付帯事業への進出や事業領域の拡大等により、当社の経営資源が分散されてしまい、主力事業による実行力が損なわれてしまうことが懸念されるため、当社の経営理念の実現に向けては、当社の主力事業の強化や持続的な成長に経営資源を集中的に投下し、実行力を高めることを徹底するべきとの考えの下、最も先に注力すべき主力事業を優先し、集中して実行していく必要があるとの回答でした。また、当社は、公開買付者から、現代アートの活用については、浜松市美術館を皮切りに、既存の全国の美術館に所有作品を展示していくことで、社会的貢献を果たすとともに、既存のアート関連事業との相乗効果により当社の企業価値向上が見込めると考えているとの回答を得ております。そして、当社としても、公開買付者によるこれらの回答内容は合理的であり、本取引後に上記(ア)及び(イ)の施策を着実に遂行していくという公開買付者の意思表示であると受け止めております。

以上から、当社としても、いずれの施策も当社の中長期的な企業価値向上のために推進していくべきと考えております。しかしながら、当社は、上記(ア)及び(イ)の施策の実行は新規ビジネスの展開や長期的な取り組みを伴うものであり、当該施策が中長期的に見れば当社の大きな成長及び収益の拡大につながる施策であったとしても、その推進段階においては、相応の時間と各種先行投資が必要であることから、短期的には利益水準の低下及びキャッシュ・フローの悪化を招く可能性があり、さらに、期待される利益を生み出すことが困難となる可能性も否定できないと考えております。そのため、当社株式の上場を維持したままこれらの施策を実施した場合、株価の下落や配当の減少により、当社の既存株主の皆様様の利益を損なう可能性があると考えられるため、当社株式の上場を維持したままこれらの施策を実施することは困難であると考えております。一方で、本取引により、当社株式を非公開化することで、中長期的な視点で公開買付者からの提案にあるような施策の実行に取り組むことが可能となると考えており、本取引の実行は当社の企業価値向上の観点からもメリットがあると考えております。

さらに、近年のコーポレートガバナンス・コードの改訂、資本市場に対する規制の強化により、株式上場を維持するために必要な人的・金銭的コストは増加を続けており、これらのコストが当社の経営推進上の大きな負担となる可能性も否定できないと考えております。年々これらの上場維持のコストは増えておりますが、本取引により、上場維持コストが削減され、その一部の資源を人材育成のために充てることで、中長期的な視点での企業価値の向上を図れるものと考えております。なお、当社が当社株式の非公開化を行った場合には、一般的には、資本市場からのエクイティ・ファイナンスによる資金調達を行うことができなくなり、また、上場会社として当社が享受してきた社会的な信用や知名度の向上による人材の確保及び取引先との取引等に影響を及ぼす可能性が考えられます。しかしながら、前回取引当時に引き続き現在においても、当社はエクイティ・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んでおらず、事業から生じるキャッシュ・フローや金融機関からの借入により、資金確保は可能であると考えていたこと、また、当社の長年の実績により、当社の事業基盤や、ブランド力、取引先に対する信用力・知名度は既に確保されていたことから、当社株式の非公開化による人材の確保及び取引先との取引に及ぼすデメリットは極めて限定的であると考えております。

また、当社は、以下の点等を踏まえると、本公開買付価格(1,900円)及び本公開買付けに係るその他の諸条件は当社の一般株主の皆様にとって妥当であり、本公開買付けは、当社の一般株主の皆様に対して、合理的な株式の売却の機会を提供するものであると判断いたしました。

- (a) 本公開買付価格が、ストリームによる当社株式の株式価値の算定結果のうち、市場株価法に基づく算定結果のレンジの上限値を上回っており、かつ、DCF法に基づく算定結果のレンジの範囲内の価格であることが認められ、合理的な水準にあると評価できること。
- (b) 本公開買付価格が、本公開買付けの公表日の前営業日である2026年7月9日の東京証券取引所スタンダード市場における当社株式の終値1,717円に対して10.66%、2026年7月9日までの直近1ヶ月間の終値単純平均値1,688円に対して12.56%、直近3ヶ月間の終値単純平均値1,626円に対して16.85%、直近6ヶ月間の終値単純平均値1,611円に対して17.94%のプレミアムがそれぞれ加えられた価格であること。また、前回公開買付けの公表後において、当社株式の市場価格が国内の株式市場全体の株価の推移及び同業他社の株価平均の推移に比して上昇傾向にあったものと見受けられ

ることに鑑みれば、前回公開買付けの公表日の直前取引日を基準日としたプレミアムの水準も勘案すべきものと考えられるところ、前回公開買付けの実施について公表された2025年8月29日以前の市場価格と比較すると、当該価格は、その前営業日である2025年8月28日の東京証券取引所スタンダード市場における当社株式の終値1,100円に対して72.73%、2025年8月28日までの直近1ヶ月間の終値単純平均値1,073円に対して77.07%、直近3ヶ月間の終値単純平均値1,053円に対して80.44%、直近6ヶ月間の終値単純平均値1,057円に対して79.75%のプレミアムがそれぞれ加えられた価格であり、他社の類似取引事例におけるプレミアム割合の平均値（注）との比較において、いずれも上回る状況となっており、本公開買付け価格に付されたプレミアムは、かかる類似事例におけるプレミアム割合と遜色なく、また、本公開買付けの公表日の前営業日を基準日としてもいずれもプレミアムが加算された価格であることから、相応のプレミアムが付されていると認められること。

（注） 経済産業省が「公正なM & Aの在り方に関する指針」を公表した2019年6月28日以降、2026年6月17日までの間に公表された非公開化を目的とした公開買付けの事例（対象会社が賛同意見を表明し、応募を推奨し、上場廃止前提、かつ、MBO又は子会社に対する公開買付けの事例）203件における、公表日前営業日の終値、並びに直近1ヶ月間、直近3ヶ月間及び直近6ヶ月間の終値単純平均値に対するプレミアムの平均値は、順に42.14%、45.22%、46.53%、46.65%です。

- (c) 本公開買付け価格は、当社有価証券報告書に記載された2026年3月31日現在の純資産額（16,247,499千円）並びに発行済株式総数（9,152,316株）及び当社が所有する自己株式数（629株）をもとに算出される1株当たり純資産額（1,738.57円（ただし、小数点以下第三位を四捨五入しております。））を上回るものであること。
- (d) 利益相反を回避するための措置が採られていること等、当社の一般株主の利益への配慮がなされていると認められること。
- (e) 本答申書において、本公開買付け価格を含む本取引の条件は公正なものであると考えられる旨の意見が示されていること。

以上より、当社は、2026年7月10日開催の当社取締役会において、本公開買付けに賛同の意見を表明するとともに、当社の株主の皆様に対して本公開買付けへの応募を推奨する旨を決議いたしました。上記取締役会における決議の方法につきましては、下記「(3) 公開買付けの公正性を担保するための措置」の「当社における利害関係を有しない取締役全員の承認及び利害関係を有しない監査役全員の異議がない旨の意見」をご参照ください。

(3) 【公開買付けの公正性を担保するための措置】

公開買付者及び当社は、本公開買付けがマネジメント・バイアウト（MBO）のための本取引の一環として行われるものであり、構造的な利益相反の問題が存在すること等を踏まえ、本公開買付けの公正性の担保、本公開買付けの実施を決定するに至る意思決定の過程における恣意性の排除及び利益相反回避の観点から、本公開買付けを含む本取引の公正性を担保するため、以下の措置を実施いたしました。

なお、以下の記載のうち、公開買付者において実施した措置については、公開買付者から受けた説明に基づくものです。

当社における独立した第三者算定機関からの株式価値算定書の取得

当社は、本公開買付けに関する意見表明を行うにあたり、公開買付者から提示された本公開買付け価格に対する意思決定の公正性を担保するために、公開買付関連当事者から独立した第三者算定機関であるストリームに対し、当社株式の株式価値の算定を依頼し、2026年7月9日付で本株式価値算定書を取得いたしました。

ストリームは、公開買付関連当事者の関連当事者には該当せず、本公開買付けを含む本取引に関して重要な利害関係を有しておりません。なお、本取引に係るストリームの報酬は、本取引の成否にかかわらず支払われる固定報酬のみであり、本取引の公表や成立等を条件とする成功報酬は含まれておりません。また、本特別委員会は、2026年6月4日開催の第1回の会合において、ストリームの独立性に特段の問題がないことを確認した上で、当社の第三者算定機関として選任することを承認しております。

ストリームは、本公開買付けにおける算定手法を検討した結果、当社が継続企業であるとの前提のもと、当社株式について多面的に評価することが適切であるとの考えに基づき、当社株式が東京証券取引所スタンダード市場に上場していることから市場株価法を、また、当社の将来の事業活動の状況を算定に反映させるためにDCF法をそれぞれ算定方法として採用し、当社株式の株式価値の算定を行いました。一方で、当社が継続企業としてその事業を継続していくことを企図していることから純資産法は採用しておりません。なお、当社は、下記「当社における独立した法律事務所からの助言」乃至「本公開買付けの公正性を担保する客観的状況の確保」に記載のとおり、公開買付者及び当社において、本公開買付けの公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置を実施しており、当社の一般株主の利益に配慮がなされていると考えていることから、ストリームから本公開買付け価格の公正性に関する意見（フェアネス・オピニオン）は取得しておりません。

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

市場株価法：1,611円から1,717円

DCF法：1,602円から1,930円

市場株価法では、本公開買付けに対する意見表明に係る当社取締役会決議日の前営業日である2026年7月9日を算定基準日として、東京証券取引所スタンダード市場における当社株式の基準日終値1,717円、直近1ヶ月間の終値単純平均値1,688円、直近3ヶ月間の終値単純平均値1,626円及び直近6ヶ月間の終値単純平均値1,611円を基に、当社株式の1株当たりの株式価値の範囲を1,611円から1,717円までと算定しております。

DCF法では、当社グループのアート関連事業、金融サービス事業及び健康産業事業が提供している商品・サービスの特徴が相互に異なることから、各事業の特徴を適切に算定に反映させるため、当社グループの各事業を分類して事業価値算定を行うサム・オブ・ザ・パーツ分析を実施しております。当社が作成した2027年3月期から2029年3月期までの3期分の事業計画（以下「本事業計画」といいます。）における財務予測、一般に公開された情報等の諸要素を前提として、当社が2027年3月期以降に生み出すと見込まれるフリー・キャッシュ・フローを一定の割引率で現在価値に割り引いて当社の企業価値や株式価値を算定し、当社株式の1株当たりの株式価値の範囲を1,602円から1,930円までと算定しております。なお、割引率は加重平均資本コストとし、アート関連事業については11.0%～12.0%、金融サービス事業については6.2%～7.2%、健康産業事業については10.4%～11.4%を採用しており、また、当社の企業規模を勘案し、各事業ともにサイズリスクプレミアムを2.8%として割引率の算出に際して考慮しております。なお、継続価値の算定にあたっては、各事業において永久成長率法を採用し、永久成長率は当社を取り巻く事業環境や当社の成長性等を総合的に勘案し、各事業ともに-0.25%～0.25%とし、継続価値はアート関連事業については7,179百万円～8,023百万円、金融サービス事業については10,016百万円～11,989百万円、健康産業事業については279百万円～314百万円と算定しております。また、必要運転資金（当社における過去の資金繰り実績等を総合的に考慮し算出しております。）を控除した余剰現預金、有価証券、保険に係る解約返戻金等は、株式価値算定に重要な影響を及ぼす非事業用資産として計上しております。

なお、本事業計画は、過去の実績や足元の収益状況、当社を取り巻く事業環境等を踏まえ、各項目において合理的な前提を設定の上、本取引の検討を目的に当社が作成したものであり、現時点で合理的に予測可能

な期間である2027年3月期から2029年3月期までの3期分を対象期間として作成したものです。また、下記「当社における独立した検討体制の構築」に記載のとおり、本事業計画は、公開買付者の株主若しくは役職員を兼務する者又はこれらの者と親族関係にある者を関与させないこととし、これらの者に該当しない取締役である樋口弘司氏を中心とした社内検討体制において作成しており、公開買付関連当事者及び公開買付関連当事者と利害関係のある者による関与はありません。

ストリームがDCF法の算定の前提とした本事業計画に基づく各事業ごとの財務予測は以下のとおりです。当社が2026年5月15日付で公表した「通期の連結業績予想値と決算値との差異に関するお知らせ」に記載のとおり、2026年3月期売上高・営業利益は上方修正となったため、前回取引時における財務予測から、将来3期間の計画値も見直しております。当該財務予測には、大幅な増減益を見込んでいる事業年度及びフリー・キャッシュ・フローの大幅な増減を見込んでいる事業年度が含まれております。具体的には、アート関連事業において、2028年3月期に、売上高が10,870百万円（前年比11.0%増）、営業利益は1,335百万円（前年比19.3%増）、EBITDAは1,431百万円（前年比22.9%増）となることを見込んでおります。これは、版画売上・催事等での売上の契約数の増加が見込まれているためです。また、金融サービス事業において、フリー・キャッシュ・フローは、2027年3月期は-1,744百万円、2028年3月期は-1,095百万円（前年比649百万円増）、2029年3月期は56百万円（前年比1,151百万円増）となることを見込んでおります。2027年3月期のフリー・キャッシュ・フローの数値が小さい理由は、アート関連事業の売上増加に伴う割賦債権の買取額増加により、運転資本の大幅な増加を見込んでいるためです。なお、2028年3月期以降のフリー・キャッシュ・フローの増加は、アート関連事業の売上高の成長率が緩やかになることに伴い、金融サービス事業における割賦債権の買取額増加よりも回収が進展すること、及び、一部債権を外部のクレジット事業者で取り扱うことにより、割賦売掛金の純増額が縮小することに起因します。なお、本取引の実行により実現することが期待されるシナジー効果については、現時点において具体的に見積もることは困難であるため、当該財務予測には加味されておりませんが、当該財務予測を基礎としたストリームによる算定では、フリー・キャッシュ・フローの算定過程において、上場関連費用の削減効果が一部考慮されております。

アート関連事業

（単位：百万円）

	2027年3月期	2028年3月期	2029年3月期
売上高	9,796	10,870	11,245
営業利益	1,119	1,335	1,326
EBITDA	1,164	1,431	1,422
フリー・キャッシュ・フロー	1,241	1,179	1,284

金融サービス事業

（単位：百万円）

	2027年3月期	2028年3月期	2029年3月期
売上高	1,829	1,908	1,954
営業利益	1,209	1,320	1,354
EBITDA	1,235	1,347	1,381
フリー・キャッシュ・フロー	-1,744	-1,095	56

健康産業事業

(単位：百万円)

	2027年3月期	2028年3月期	2029年3月期
売上高	889	863	874
営業利益	79	75	64
E B I T D A	92	95	83
フリー・キャッシュ・フロー	66	70	60

ストリームは、当社の株式価値の算定に際し、当社から提供を受けた情報及び一般に公開された情報等を原則としてそのまま採用し、それらの資料及び情報が、全て正確かつ完全なものであること、また本公開買付価格の分析・算定に重大な影響を与える可能性がある事実でストリームに対して未開示の事実はないこと等を前提としてこれに依拠しており、独自にそれらの正確性の検証を行っておりません。加えて、当社の財務予測に関する情報については、当社の経営陣による現時点での得られる最善の予測と判断に基づき合理的に作成され、当社の経営陣がその内容を精査した上でストリームによる価値算定において使用することを了承したことを前提としております。また、当社及びその関係会社の資産及び負債（簿外資産及び負債、その他偶発債務を含みます。）に関して独自の評価・査定を行っておらず、第三者機関への鑑定又は査定の依頼も行っておりません。ストリームの算定は、2026年7月9日までの上記情報を反映したものです。

また、本特別委員会は、本事業計画が、公開買付者から独立した者（下記「当社における独立した検討体制の構築」に記載のとおり、公開買付者の株主若しくは役職員を兼務する者又はこれらの者と親族関係にある者を関与させないこととしております。）により作成されていることについて確認するとともに、その作成過程においても、作成中の事業計画案の内容、重要な前提条件等について説明を受け、最終的な事業計画の内容、重要な前提条件及び作成経緯等の合理性について確認の上、承認しております。

当社における独立した法律事務所からの助言

当社は、本公開買付けを含む本取引に係る当社取締役会の意思決定の公正性及び適正性を担保するため、公開買付関連当事者から独立したリーガル・アドバイザーとして西村あさひを選任し、本公開買付けを含む本取引に関する当社取締役会の意思決定の過程、方法その他の本公開買付けを含む本取引に関する意思決定にあたっての留意点に関する法的助言を受けております。

西村あさひは、公開買付関連当事者の関連当事者には該当せず、本公開買付けを含む本取引に関して重要な利害関係を有しておりません。なお、本取引に係る西村あさひの報酬は、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されるものであり、本取引の公表や成立等を条件とする成功報酬は含まれておりません。また、本特別委員会は、2026年6月4日開催の第1回の会合において、西村あさひの独立性に問題がないことを確認した上で、当社のリーガル・アドバイザーとして選任することを承認しております。

当社における独立した特別委員会の設置及び特別委員会からの答申書の取得

当社は、上記「(2)意見の根拠及び理由」の「当社が本公開買付けに賛同するに至った意思決定の過程及び理由」に記載のとおり、2026年5月27日付で公開買付者から本提案書を受領して以降、本取引がいわゆるマネジメント・パイアウト(MBO)の一環として行われるものであり、当社における本取引の検討において構造的な利益相反状態が生じ得ること等に鑑み、当社の意思決定に慎重を期し、また、当社取締役会の意思決定過程における恣意性を排除し、公正性、透明性及び客観性を担保するために、2026年5月28日開催の当社取締役会決議により、公開買付関連当事者及び本取引の成否のいずれからも独立した、外部の有識者を含む委員（当社の社外取締役兼独立役員である郷倉正人氏、当社の社外監査役兼独立役員である柳岡茂氏（弁護士）、及びアートプロデュース業務に従事する専門家として本取引の検討を行う専門性・適格性を有すると考えられる外部の有識者である間瀬道夫氏の3名）によって構成される本特別委員会を設置しました。なお、本特別委員会は、2025年10月28日の前回公開買付けの終了による前回特別委員会からの解散から、2026年5月28日の本特別委員会の設置まで7ヶ月しか経過していないことを踏まえ、前回取引時の検討結果を踏まえた効率的・効果的な検討を行うことを目的として、前回特別委員会と同じ3名の委員で構成することとしました。具体的には、前回特別委員会と同様に、当社の社外役員として、役職・知識・経験に鑑み、郷倉正人氏及び柳岡茂氏を委員として選任し、また、当社の事業及び所有資産の特殊性に鑑みて、本取引の検討にあたって、アートプロデュース事業の専門的な知見が有用であるとの判断から、間瀬道夫氏を委員として選任しました。当社は、当初から上記3名を本特別委員会の委員として選定しており、本特別委員会の委員を変更した事実はありません。また、本特別委員会の委員の互選により、当社の社外取締役兼独立役員である郷倉正人氏が本特別委員会の委員長に就任しております。なお、本特別委員会の委員の報酬は、

本取引の成否にかかわらず支払われる固定報酬のみであり、本取引の公表や成立等を条件とする成功報酬は含まれておりません。

そして、当社は、上記取締役会決議に基づき、本特別委員会に対し、()本取引の目的の正当性・合理性(本取引が当社の企業価値の向上に資するか否かを含みます。)、()本取引の条件(本公開買付価格を含みます。)の公正性、()本取引に係る交渉過程及び意思決定に至る手続の公正性、()本取引の決定(本公開買付けに賛同の意見を表明すること及び当社の株主に対して本公開買付けへの応募を推奨すること、その他当社による本取引の手続に係る決定を含みます。)が当社の一般株主にとって公正であるといえるか、()上記()から()を踏まえ、当社取締役会が本公開買付けに賛同の意見を表明すること、及び当社の株主に対して本公開買付けへの応募を推奨することの是非(以下、()から()を総称して「本諮問事項」といいます。)について諮問し、これらの点についての答申書を当社取締役会に提出することを委嘱しました。

また、当社は、上記取締役会決議において、本公開買付けに対する意見表明の内容を審議する当社取締役会においては、本特別委員会の設置の趣旨に鑑み、本諮問事項に対する本特別委員会の答申内容を最大限尊重するものとし、本特別委員会が取引条件を妥当でないと判断した場合には、当社取締役会は、本公開買付けに賛同しないこととする旨を決議しております。併せて、当社は、上記取締役会決議に基づき、本特別委員会に対して、(a)本特別委員会が自ら公開買付者と交渉を行うことができる権限のほか、公開買付者との交渉を当社の社内者やアドバイザー等が行う場合でも、適時にその状況の報告を受け、重要な局面で意見を述べ、指示や要請を行うこと等により、取引条件に関する交渉過程に実質的に影響を与えることができる権限、(b)必要に応じて本特別委員会独自の外部アドバイザー等を選任する権限(この場合の費用は当社が負担するものとしております。)のほか、当社が選任する外部アドバイザー等について指名又は承認(事後承認を含みます。)する権限、さらに、(c)答申を行うにあたって必要となる一切の情報の収集を当社の役員及び従業員並びに外部アドバイザー等に対して求めることができる権限をそれぞれ付与しております。上記(b)の権限付与を受けて、本特別委員会は、2026年6月4日に開催された第1回の会合において、当社が選任する外部アドバイザー等について、いずれも独立性及び専門性・実績等に問題がないことを確認した上で、リーガル・アドバイザーとして西村あさひを、ファイナンシャル・アドバイザーとしてSBI社・本郷M&Aを、第三者算定機関としてストリームを、それぞれ選任することを承認いたしました。

本特別委員会は、2026年6月4日から2026年7月9日までに、会合を合計6回開催したほか、会合外においても電子メール等を通じて、意見表明や情報交換、情報収集等を行い、必要に応じて随時協議を行う等して、本諮問事項に関し、慎重に検討を行いました。具体的には、本特別委員会は、当社に対し、当社の事業内容・業績推移、主要な経営課題、本取引により当社の事業に対して想定されるメリット・デメリット、本取引の条件の検討の際に基礎とされる本事業計画の内容及び策定手続等に関する質問事項を書面で提出し、これに対する回答を書面で受領することにより、その内容を確認しました。また、公開買付者に対し、本取引を提案するに至った検討過程、本取引後に想定している施策の内容、本取引によって見込まれるメリット・デメリットその他の影響の内容及び程度、並びに本取引後に予定している当社の経営方針等について書面で質問を行い、これに対する回答を書面で受領するとともに、必要に応じて追加質問を実施してその内容を確認しました。さらに、当社の第三者算定機関であるストリームから、当社株式の株式価値の算定に関する説明を受け、その算定過程に関して質疑応答を行った上で、当該算定結果の合理性について検討いたしました。以上の検討に際して、本特別委員会は、当社のリーガル・アドバイザーである西村あさひから、特別委員会の意義・役割等を含む本取引の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置の内容について適宜助言を受けております。

そして、本特別委員会は、当社から、当社と公開買付者との間における本取引に係る協議・交渉の経緯及び内容等につき適時に報告を受けた上で、確認及び意見の申述を行っております。また、上記「(2)意見の根拠及び理由」の「当社が本公開買付けに賛同するに至った意思決定の過程及び理由」に記載のとおり、公開買付者に対して、質問書を送付した上で、公開買付者の回答に関する検討を行い、最終的に本公開買付価格について応諾する旨の回答書を送付する等、公開買付者との交渉過程に実質的に関与しております。

本特別委員会は、以上の経緯のもと、本諮問事項について慎重に審議及び検討を重ねた結果、2026年7月10日付で、当社取締役会に対し、委員全員の一致で、大要以下の内容の本答申書を提出いたしました。

答申の内容

- () 本取引は当社の企業価値の向上に資するものといえ、その目的は正当であり、かつ合理性があると考えられる。
- () 本公開買付価格を含む本取引の条件には公正性が確保されていると考えられる。
- () 本取引に係る交渉過程及び意思決定に至る手続には公正性が確保されていると考えられる。
- () 本取引の決定（本公開買付けに賛同の意見を表明すること及び当社の株主に対して本公開買付けへの応募を推奨すること、その他当社による本取引の手続に係る決定を含む。）は、当社の一般株主にとって公正であると考えられる。
- () 上記()から()を踏まえると、当社取締役会が本公開買付けに賛同の意見を表明すること、及び当社の株主に対して本公開買付けへの応募を推奨することは、いずれも相当であると考えられる。

答申の理由

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

- 1.1 当社グループの事業内容、事業環境、経営課題等

公表情報及び当社によれば、当社グループの事業内容、事業環境及び経営課題に関する当社の認識は以下のとおりとのことである。

当社は、1984年11月、現代版画の販売を目的として設立された。また、当社株式については、1996年11月に日本証券業協会に店頭登録し、2004年12月に日本証券業協会への店頭登録を取り消し、ジャスダック証券取引所に株式を上場した後、2010年4月にジャスダック証券取引所と大阪証券取引所の合併に伴い、大阪証券取引所（ＪＡＳＤＡＱ市場）に上場し、2013年7月には東京証券取引所と大阪証券取引所の統合に伴い、東京証券取引所ＪＡＳＤＡＱ（スタンダード）に上場し、2022年4月に行われた東京証券取引所の市場区分の見直しを経て、同市場から東京証券取引所スタンダード市場に移行し、現在に至っている。

本答申書作成日現在、当社グループは、版画・絵画・美術品・グッズの購入及び販売事業、出版事業、割賦販売あっせん事業（クレジット事業）及び溶岩ホットヨガスタジオ等の事業を行っており、当社グループが営む各セグメントにおける事業内容は、以下のとおりである。

() アート関連事業

(a) 版画等絵画販売事業

当社は、米国、ヨーロッパ、中国、日本等の現代アーティスト及び新進アーティストの版画及びイラストレーターの版画を主要商品とし、催事販売と店舗販売を中心とした販売事業を営んでいる。なお、当社において、米国、ヨーロッパ、中国、日本等の現代アーティスト及び新進アーティストの版画を主商品として取り扱っている部門をスタンダードアート部門、イラストレーターの版画を主商品として取り扱っている部門をイラスト系アート部門と分類している。

当社の販売形態は、全国各地のホテル、イベントホール等における会場催事販売と、大型小売チェーン店等との提携催事販売がある。

なお、主力商品の販売価格は概ね50万円から110万円（2026年3月期実績）であり、通常、顧客は購入にあたって信販会社のクレジット契約を利用している。

(b) その他の事業

イラストを中心とした雑誌やコミックの出版、グッズの販売及び、将来の販売を目的とした絵画・美術品の購入・販売等を行っている。

() 金融サービス事業

当社の連結子会社であるダブルラックを通じて、当社及びその他一般加盟店の顧客を中心に、販売代金等の個別信用購入あっせん業務を行っている。

() 健康産業事業

当社の連結子会社であるＴＳＣホリスティック株式会社を通じて、溶岩ホットヨガスタジオ「アミーダ」（東京都、千葉県、神奈川県を中心に全国各地に22店舗、マシンピラティスのスタジオ「STUDIO 358」（東京都に1店舗）（本答申書作成日現在）の運営を行っている。

当社グループは、上記の各事業における中長期的な経営戦略として、「アート関連事業」のスタンダードアート部門においては、新規会場の開拓、新企画催事の開催や新広告媒体の開発を進め、新規顧客の開拓に注力するとともに、催事計画の精度を高め、収益力の向上に努める方針である。また、イラスト系アート部門においては、グッズ事業や出版事業を強化し、店舗及び通販、大型イベント、海外コミックマーケットへの積極的な展開において集客の拡大を図り、新規顧客の獲得、取扱アーティストのブランド化や新作家開発に努め、版権の売り上げ拡大につなげる方針である。

「金融サービス事業」においては、クレジット事業における新規加盟店の審査体制の強化、既存の加盟店管理や低コスト運営の徹底を図り、消費者の利益の保護を最優先とした運用・体制づくりを徹底する方針である。

「健康産業事業」においては、溶岩ホットヨガスタジオ「アミーダ」において、引き続きホスピタリティ精神を大切にした質の高いサービスを提供し、新規会員の獲得数向上と既存会員の退会防止、客単価の上昇に努める方針である。また、お客様の多様なニーズに応える新しいプログラムを積極的に取り入れ、地域の方の健康づくりに貢献できる存在になることを目指している。

当社グループを取り巻くマクロ環境としては、米国の関税政策や、ウクライナ及び中東における紛争の長期化等による海外情勢の混迷や海外経済の減速、円安や資源高による製造業の減収懸念、食料品やエネルギーを中心とした物価高による個人消費の悪化懸念により、依然として先行き不透明な状況が続くものと認識している。

- 1.2 本取引の意義・目的

- 1.2.1 本取引の検討に至る経緯

当社及び公開買付者によれば、本取引の検討に至った経緯等は以下のとおりとすることである。

公開買付者は、2025年9月1日付で、東京証券取引所スタンダード市場に上場している当社株式の全て（ただし、当社が譲渡制限付株式報酬制度に基づいて当社の社外取締役を除く全ての取締役及び執行役員1名に対して発行した譲渡制限付株式のうち、2025年9月1日当時において譲渡制限が解除されていなかったもの（48,000株、所有割合：0.52%）、カツコーポレーション（所有株式数：3,090,000株、所有割合：33.76%）の所有する当社株式のうち2,832,514株（所有割合：30.95%）、野澤氏が2025年9月1日当時において所有していた当社株式（所有株式数：203,784株、所有割合：2.23%）及び当社が所有する自己株式を除く。）を取得し、前回取引の一環として、前回公開買付けを開始した。しかし、前回公開買付けの開始以降、牧氏による市場内での当社株式の取得により牧氏が2025年9月2日に提出した大量保有報告書によって所有する当社株式が1,419,200株、株券等保有割合が15.58%となったことが公表され、その後も同年9月29日に提出された変更報告書によって所有する当社株式が1,976,200株、株券等保有割合が21.70%に、同年9月30日に提出された変更報告書によって所有する当社株式が2,543,700株、株券等保有割合が27.93%に、同年10月6日に提出された変更報告書によって所有する当社株式が2,708,900株、株券等保有割合が29.74%に、同年10月9日に提出された変更報告書によって所有する当社株式が2,834,100株、株券等保有割合が31.12%に、同年10月15日に提出された変更報告書によって所有する当社株式が2,953,100株、株券等保有割合が32.42%に、同年10月22日に提出された変更報告書によって所有する当社株式が3,090,400株、株券等保有割合が33.93%に増加したことが公表され、牧氏が前回公開買付けに応募しなかったこともあり、前回公開買付けは、買付予定数の下限である2,987,200株に対し、前回公開買付けに応募された株券等の数の合計は1,947,759株となり買付予定数の下限（2,987,200株）に満たなかったため、不成立となった。なお、牧氏は、前回公開買付け終了後も、市場内での当社株式の取得により、2025年10月30日に提出された変更報告書によって所有する当社株式が3,539,200株、株券等保有割合が38.86%に、同年11月10日に提出された変更報告書によって所有する当社株式が3,638,700株、株券等保有割合が39.95%に、同年12月11日に提出された変更報告書によって所有する当社株式が3,654,600株、株券等保有割合が40.13%に増加したことが公表され、現在に至っている。

一方で、公開買付者は、前回公開買付け終了後も、当社株式を非公開化し、前回取引時に検討していた(ア)新ジャンルのアーティストの発掘と取り扱う美術品の多様化、(イ)オンライン販売チャネルの強化、及び(ウ)「アミーダ」のマーケティング強化と新業態の取り組みといった施策を実施し、事業の積極的展開に取り組むことが、当社株式の上場を維持するメリットを上回り、当社の企業価値向上のために最も有効な手段であると考えており、当社においても同様の認識の下、当社は、牧氏との二者間において、継続的に当社の資本政策に係る協議を行っていた。この協議には、野澤氏は直接参加しておらず、当社の代表取締役会長兼社長という立場で当社の役職員から協議の内容の報告を受けるのみであった。

そして、当社から牧氏に対して当社株式を保有する目的を確認したところ、2025年12月23日に牧氏から大株主として当社の経営に関与し、著名アーティストと連携したイベントの共同運営やメディアを活用した集客施策を共同実行すること等が提案され、当社と牧氏との間で当該提案についても協議を行った。もっとも、当社が創業以来培ってきた、顧客一人一人のニーズや生活環境に応じた「絵のある生活(くらし)」の提案を通じて「癒し、希望、元気」といったアートの価値を届けるという企業理念及びビジネスモデルを踏まえ、牧氏の提案する施策によって多数の顧客を集客した場合には、これまで行ってきたようなきめ細やかな提案が十分に行えず、かえって成約件数が減少するおそれがあり、また、著名アーティストとの連携という点についても、当社が独自にアーティストを発掘・育成してブランディングすることにより企業価値の源泉とするというこれまでの当社のビジネスモデルと必ずしも整合しないものであったため、当社の中長期的な企業価値向上に向けた事業運営の方針について考え方に相違があり、当社としては牧氏が当社の経営に関与することでは企業価値の最大化を実現することは困難であるとの認識に至ったことから、2026年2月25日の協議において、当社は企業価値最大化の観点より、牧氏に対し、保有する当社株式の全部売却によるエグジットの可能性について意向を確認した。その後、当社と牧氏との間で協議を続ける中で、2026年4月27日には、当社は、牧氏が、企業価値最大化の観点から、その保有する当社株式の全部売却に関して、野澤氏個人との交渉を具体的に行う意向を有していることを確認し、当社から上記の牧氏の意向を野澤氏に共有した。

これを受けて、野澤氏は、当社から上記の牧氏の意向に関する共有を受けたことを踏まえて、2026年4月27日から、牧氏との間で、当社株式を非公開化することを目的とする取引を再度実施すること及び牧氏が当社株式を売却する場合の取引条件を含む協議・検討を開始した。

かかる協議・検討の結果、野澤氏は、2026年5月8日に、牧氏から、当社の2026年3月期における期末配当が行われることを前提として、当社株式1株当たりの売却価格を1,900円(牧氏からの提案日の前営業日である2026年5月7日の東京証券取引所スタンダード市場における当社株式の終値1,585円に対して19.87%、同日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値1,539円に対して23.46%、同過去3ヶ月間の終値単純平均値1,550円に対して22.58%、同過去6ヶ月間の終値単純平均値1,659円に対して14.53%のプレミアムをそれぞれ加えた価格)とすることを条件として、牧氏がその実質的に所有する当社株式の全てを売却する意向であることを確認した。さらに、野澤氏は、牧氏との間で当該取引のスキームに関する協議を行った結果、2026年5月14日に、公開買付者が当社株式1株当たりの買付け等の価格を1,900円とする公開買付けを行う場合には、牧氏は、その所有する当社株式の全てである3,654,600株(所有割合:39.93%)を当該公開買付けに応募する意向であることを確認した。

公開買付者は、以上の野澤氏と牧氏との間の協議を経て、本公開買付けの実現可能性が高まったことを踏まえ、2026年5月22日に、改めて、当社の完全子会社化に関わる具体的な検討を開始した。当該検討の結果として、公開買付者は、2026年5月27日、当社に対して、本提案書を提出し、本公開買付価格を1,900円(本提案書の提出日の前営業日である2026年5月26日の東京証券取引所スタンダード市場における当社株式の終値1,604円に対して18.45%、同日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値1,612円に対して17.87%、同過去3ヶ月間の終値単純平均値1,545円に対して22.90%、同過去6ヶ月間の終値単純平均値1,619円に対して17.36%のプレミアムをそれぞれ加えた価格)とする本公開買付けを実施した上で、当社株式を非公開化する旨の提案を行った。なお、公開買付者は、当該提案に係る価格について、(a)牧氏から公開買付者が当社株式1株当たりの買付け等の価格を1,900円とする公開買付けを行う場合には、牧氏は、その所有する当社株式の全てを当該公開買付けに応募する意向であることを確認できていたことに加え、(b)当該価格は、前回公開買付価格を13.78%上回る金額であること、(c)前回公開買付けの公表日の前営業日である2025年8月28日の東京証券取引所スタンダード市場における当社株式の終値1,100円に対して72.73%、同日までの過去1ヶ月間の終値の単純平均値1,073円に対して77.07%、同過去3ヶ月間の終値の単純平均値1,053円に対して80.44%、同過去6ヶ月間の終値の単純平均値1,057円に対して79.75%のプレミアムをそれぞれ加えた価格であり、当社の株価水準に対して過去の類似取引におけるプレミアム水準と比較しても遜色ないプレミアムが付された価格であることから、当社の一般株主の利益に対して十分な配慮がされた価格であり、十分に魅力的な水準での売却機会を提供するものであると考え、当該提案を行った。

- 1.2.2 当社グループの事業環境及び経営課題等に関する公開買付者の認識

前記 - 1.1のようなマクロ環境下で、公開買付者は、当社グループが営む各セグメントの状況について、以下のとおり認識しているとのことである。

(A) アート関連事業

当社は、アート関連事業について、着実に売上成長を実現しており、今後数年間は、同様のトレンドを見込む上、日本の美術品に対する国内外からの注目度が高く、今後、国内アート産業の活性化が期待されているものの、主力アーティストの高齢化による先行きの不確実性の高まりへの対応等を中長期的な課題と認識している。

(B) 金融サービス事業

当社の連結子会社であるダブルラックが、当社をはじめとした加盟店の顧客を中心に、販売代金等の個別信用購入あっせん事業を行っており、足元、業績は堅調に推移していると認識している。

(C) 健康産業事業

当社の連結子会社であるTSCホリスティックにて溶岩ホットヨガスタジオ「アミーダ」の運営を行っているが、2020年に流行した新型コロナウイルス感染症の影響等により、休会・退会会員が多く発生し、現在に至るまで厳しい状況が続いていると認識している。現在、不採算店舗の閉鎖等を実施し、営業利益は徐々に回復してきているものの、恒常的な収益化の実現のためには更なる取り組みが必要と考えている。

- 1.2.3 本取引後に実施を想定している施策の検討

上記のような各セグメントの状況を踏まえると、公開買付者は、当社がスピードを上げて更なる成長を遂げ、中長期的な企業価値の向上を目指すためには、「アート関連事業」及び「健康産業事業」を中心に、従来の施策に加えて新規性の高い取り組みにも挑戦することが必要であると考えているとのことである。具体的には以下のような取り組みを実施することを検討しているとのことである。

(ア) アーティストの再構成と絵のある生活（くらし）の多様化に伴うアーティストの発掘

当社は創業以来、絵画の大衆化を目指し、高い目利き力で版画アーティストを発掘し、一流アーティストとの間で作品（美術品）の独占販売契約を締結する等、アーティストとの信頼関係を構築することで、多くの人々にとって手が届きやすい価格により販売を行い、版画を広めることを実現してきたと考えている。今日、日本の芸術・文化への関心が高まり、顧客の求めるアーティストも多様化している中、より一層、版画を中心とした多様なアーティストの作品を日本人の一人一人のご家庭へ届けることで、絵のある生活（くらし）を提供し、夢や希望を感じていただき、心の豊かさを提案するとともに、アート市場の更なる活性化に寄与することが可能であると考えている。そのためには、長年活躍し高年齢化してきているアーティスト群を再構成し、また、より多様なアーティスト及び作品の発掘を追及し続けていく必要があると考えている。具体的には、当社において、長年にわたり新規アーティストの開拓が十分に進んでおらず、取引作家が高年齢の作家への依存度が高い状況を踏まえ、現在の市場が求める多様性のある作家を発掘していくことが必要であると考えている。公開買付者は、当社が比較的新しい作家の開拓に取り組んでいるものの、新しい作家の発掘及び知名度の向上には、プロモーションに関する投資や人的リソースの確保が必要となり、継続的に利益や配当、売上高を維持しながら実施することは容易ではないと考えている。

また、このように取り扱うアーティストや作品（美術品）を増やし、日本の美術品を発信することは、「日本の文化水準を上げる」「日本全国に心の灯りをともす」といった、当社が目指すビジョンの実現に大きく寄与する施策であると考えている。

(イ) 「アミーダ」のマーケティング強化と新業態の取り組み

当社は、健康産業事業において、不採算店舗の閉鎖等の構造改革によって、2025年3月期に営業黒字化を実現し、2026年3月期には営業利益92百万円（前期比4.8%増）を達成した。しかし、公開買付者は、更なる収益性の強化のために、溶岩ホットヨガと、通常のホットヨガ等他のヨガスタジオとの徹底的な差別化をアピールし、溶岩ホットヨガを展開する「アミーダ」のブランドイメージを再構築することで、稼働率と客単価向上を図ることに加えて、細分化が進む健康・ウェルネス市場において、新ブランドによる新業態を立ち上げ、これまで「アミー

ダ」ではターゲットとしてこなかった新たな顧客に対して質の高いプログラムを提供することで、一人でも多くの方が心も体も美しく輝けるように尽力することができていると考えている。

なお、公開買付者は、本取引においては、前回取引の検討時において実施を検討していた取り組みのうち、「新ジャンルのアーティストの発掘と取り扱う美術品の多様化」に関連する現代アート分野の事業（美術品の共同保有ビジネス等）やアジア等海外顧客へのアプローチ強化、「オンライン販売チャネルの強化」については、本取引後の具体的な施策としては基本的に想定していないとのことである。これは、現在の当社の事業環境からすると、付帯事業への進出や事業領域の拡大等により、当社の経営資源が分散されてしまい、主力事業による実行力が損なわれてしまうことが懸念されるため、当社の経営理念の実現に向けては、当社の主力事業の強化や持続的な成長に経営資源を集中的に投下し、実行力を高めることを徹底するべきとの考えの下、最も先に注力すべき主力事業を優先し、集中して実行していく必要があるとの考えに基づくものであるとのことである。また、公開買付者は、現代アートの活用については、浜松市美術館を皮切りに、既存の全国の美術館に所有作品を展示していくことで、社会的貢献を果たすとともに、既存のアート関連事業との相乗効果により当社の企業価値向上を見込めると考えているとのことである。

これに対して、当社としても、当社の中長期的な企業価値向上のためには、大要以下のとおり、公開買付者が検討している上記(ア)及び(イ)の施策の実行が必要であると考えているとのことである。

ア 「（ア）アーティストの再構成と絵のある生活（くらし）の多様化に伴うアーティストの発掘」について

国内外からの日本の芸術・文化への関心が高まっており、顧客が求めるアートの多様化も進んでいる一方で、現在活躍されている既存アーティストの高齢化により、今後、既存アーティストによる作品の制作数が減少することが見込まれることを踏まえて、当社グループが持続的に成長を続けるためには、高齢化してきているアーティスト群を再構成するとともに、より多様な新規アーティストを発掘することが必要である。

イ 「（イ）「アミーダ」のマーケティング強化と新業態の取り組み」について

前回取引時と同様に、新型コロナウイルス感染症を経て健康・免疫力の向上への関心が高まる一方で、健康・ウェルネス市場においてはニーズの細分化が進んでいると認識していることから、「アミーダ」の既存会員の退会防止への対策として他社との差別化が必要であるとともに、新ブランドによる新業態を立ち上げ、これまで「アミーダ」ではターゲットとしてこなかった新たな顧客の獲得が必要である。

なお、当社としても、本取引においては、前回取引時において野澤氏により掲げられていた「新ジャンルのアーティストの発掘と取り扱う美術品の多様化」に関連する現代アート分野の事業（美術品の共同保有ビジネス等）やアジア等海外顧客へのアプローチ強化、「オンライン販売チャネルの強化」が本取引後の具体的な施策として掲げられていない点に関する公開買付者の上記説明内容は合理的であり、本取引後に上記施策を着実に遂行していくという公開買付者の意思表示であると受け止めているとのことである。

公開買付者が検討している各施策について、当社及び公開買付者に対する書面による質問及びそれに対する回答内容を踏まえて検討した結果、その回答内容に特段不合理な点は認められず、これらの施策が上記の経営課題の解決に資するものといえるため、当社グループの中長期的な企業価値の向上のために積極的に推進していくべき施策であるとの判断には合理性があると思料する。また、本取引において、前回取引時に野澤氏により掲げられていた「新ジャンルのアーティストの発掘と取り扱う美術品の多様化」に関連する現代アート分野の事業（美術品の共同保有ビジネス等）やアジア等海外顧客へのアプローチ強化、「オンライン販売チャネルの強化」が本取引後の具体的な施策として掲げられていない点についても、当社及び公開買付者に対する書面による質問及びそれに対する回答内容を踏まえて検討した結果、その回答内容に特段不合理な点は認められず、当社の主力事業の強化や持続的な成長に経営資源を集中的に投下した上で、最も先に注力すべき主力事業を優先し、集中して実行していくことは、むしろ当社グループの中長期的な企業価値の向上に資すると考えられ、また、現代アートの活用について、浜松市美術館を皮切りに、既存の全国の美術館に所有作品を展示していくことで、社会的貢献を果たすとともに、既存のアート関連事業との相乗効果により当社の企業価値向上が見込めるとの判断にも合理性があると思料する。

- 1.2.4 MBOを通じた非公開化の必要性に関する検討

公開買付者によれば、前記 - 1.2.3の(ア)及び(イ)の施策は、当社の企業価値の中長期的な向上には欠かせない取り組みである一方で、いずれも多額の初期投資や継続的な投資を要することから、短期的には当社の収益及びキャッシュ・フローの悪化が懸念されるとのことである。また、これらの施策は、新規性の高い取り組みであるため、期待する収益を十分生み出すことができるかどうかについても不明確であると考えているとのことである。さらに、当社が株式の上場を維持したまま上記各施策を実施した場合、資本市場からの十分な評価を得ることができず、当社株式の株価や財務状況にも悪影響を及ぼす等の懸念や、当社の一般株主の皆様にも不利益を与える可能性が払拭できないものと考えているとのことである。

他方で、公開買付者としては、当社は、上場以降、知名度の向上による優れた人材の確保や、社会的な信用力の向上等、上場企業として様々なメリットを享受してきたと考えているとのことである。しかし、公開買付者は、こうした知名度や社会的な信用力の向上については、株式の上場以外の方法によっても実現可能であると考えているとのことである。具体的には、人材採用面については、当社が他社の参入が限定的な市場でユニークな人材を取り扱い、比較対象となる会社が少ない事業を展開していること、コミッション水準や社員の夢の実現を支援する社風等を踏まえると、当社株式の非公開化による影響は限定的であると考えているとのことである。また、公開買付者は、当社のブランディング向上については、美術館での展示活動を通じた社会貢献等によっても実現可能であると考えているとのことである。また、現在の当社の財務状況等からすると、当面は金融機関からの借入による資金調達によって必要資金を賄うことが可能であるため、エクイティ・ファイナンスの活用による資金調達の必要性は見込んでいないこと、当社株式の上場を維持するためには相応のコスト（有価証券報告書等の継続的な情報開示に要する人的負担、株主総会の運営や株主名簿管理人への事務委託に要する金銭的負担、内部統制関連コスト等）が必要となることを踏まえると、今後も継続して当社株式の上場を維持することの意義を見出しにくい状況にあると考えているとのことである。なお、2026年3月31日時点で当社の大株主に取引先株主は存在しないため、非公開化に伴う取引先との関係への影響はないものと考えているとのことである。

以上のような検討を踏まえ、公開買付者は、短期的な業績やキャッシュ・フローの悪化による当社株式の株価の下落により当社の一般株主の皆様が当社株式の売却機会を失うリスクを回避しつつ、短期的な業績変動に左右されることなく、前記 - 1.2.3の(ア)及び(イ)の施策を実施し、事業の積極的展開に取り組むために、機動的かつ柔軟な意思決定を可能とする経営体制を構築することができるという点で、MBOの手法により当社株式を非公開化することが、当社株式の上場を維持するメリットを上回り、当社の企業価値向上のために最も有効な手段であるとの考えに至ったとのことである。なお、上記の内容は、前回取引時の野澤氏によるMBOを通じた非公開化の必要性に関する説明内容と同様である。

当社としても、いずれの施策も当社の中長期的な企業価値向上のために推進していくべきと考えているとのことである。しかしながら、当社は、前記 - 1.2.3の(ア)及び(イ)の施策の実行は新規ビジネスの展開や長期的な取り組みを伴うものであり、当該施策が中長期的に見れば当社の大きな成長及び収益の拡大につながる施策であったとしても、その推進段階においては、相応の時間と各種先行投資が必要であることから、短期的には利益水準の低下及びキャッシュ・フローの悪化を招く可能性があり、さらに、期待される利益を生み出すことが困難となる可能性も否定できないと考えているとのことである。そのため、当社株式の上場を維持したままこれらの施策を実施した場合、株価の下落や配当の減少により、当社の既存株主の皆様の利益を損なう可能性があると考えられるため、当社株式の上場を維持したままこれらの施策を実施することは困難であると考えているとのことである。一方で、本取引により、当社株式を非公開化することで、中長期的な視点で公開買付者からの提案にあるような施策の実行に取り組むことが可能となると考えており、本取引の実行は当社の企業価値向上の観点からもメリットがあると考えているとのことである。なお、上記の内容は、前回取引時の当社によるMBOを通じた非公開化の必要性に関する説明内容と同様である。

以上のとおり、前回取引時と同様に、公開買付者と当社との認識は概ね一致しており、その説明内容についても特段不合理な点は認められない。

その上で、非公開化の手法としてMBOが採用されている点についても、前回取引時の検討と同様に、前記 - 1.2.3の各施策を効率的に実施するために、当社の事業内容及び事業環境を熟知している当社の代表取締役会長兼社長である野澤氏が株主であり、かつ、代表取締役を務める公開買付者によって当社株式を非公開化し、同氏が当社の経営と支配の双方を担うことには一定の合理性が認められると思料する。

- 1.3 本取引により想定されるデメリットの検討

本取引により当社株式が上場廃止となることに伴い想定され得るデメリットについて、当社及び公開買付者に対する書面による質問及びそれに対する回答内容として、大要以下のとおり説明を受けた。これらの説明内容にはいずれも特段不合理な点は見当たらず、本特別委員会としても、それぞれの事項に関する影響は限定的であると思料する。その他、本取引によって期待されるメリットを上回るデメリットが生じる具体的な可能性は、特段認められない。なお、下記の内容は、前回取引時の当社及び公開買付者による本取引により想定されるデメリットに関する説明内容と同様である。

- 1.3 (1) 取引先に対する影響

当社によれば、顧客における購入判断等において、当社が上場会社であることが一切影響していないとまでは判断できないものの、基本的には担当アートアドバイザーとの関係構築（信用）と当社が販売を行っている絵画等の作家のブランド力により、当社株式が上場廃止となることによる影響は生じないものと考えており、また、作家等についても、当社が上場会社であることではなく、当社が全国展開できる企業であることや、当社の理念に共感して取引をしていると認識しているため、当社株式の上場廃止による影響はないものと考えているとのことである。

また、公開買付者においては、当社グループのビジネスにおいて、上場企業としての信用力よりも、長年の事業活動を通じて築き上げた当社グループのブランド力・社会的な信用の方が、取引先への影響は大きいと捉えているところ、当社株式が上場廃止になったとしても、取引先に対する影響として懸念される事項は特段ないと考えているとのことである。

- 1.3 (2) 今後の資金調達への影響

当社によれば、当社は従前より株式市場からの資金調達は行っておらず、銀行からの借入を主軸とし資金調達を行っているため、上場廃止による影響はないと考えているとのことである。

また、公開買付者においても、資金調達に関して、金融機関との間で長期的な取引により良好な関係を築けており、金融機関からの借入によって必要資金は工面でき、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ていないことから、当社株式の上場を廃止することによって株式市場からの資金調達ができなくなったとしても、事業運営に支障をきたすことはないと考えているとのことである。

- 1.3 (3) コンプライアンス体制への影響

当社によれば、本取引の実施は、コンプライアンス体制に直ちに悪影響を生じさせるものではなく、コンプライアンス体制への影響はないものと考えているとのことである。

また、公開買付者においても、本取引の実施によりコンプライアンス体制が弱体化することはないと考えているとのことである。

- 1.3 (4) 今後の人材採用への影響等

当社によれば、当社が属する業界の人材は、上場会社であることを理由に入社するケースは少なく、他方で当社は既に業界的には一定の知名度を得ていることから、当社株式の上場廃止による影響はないと認識しており、公開買付者においても、同様に考えているとのことである。

- 1.3 (5) 既存従業員への影響等

当社によれば、本取引の実行により、上場維持コストや上場維持に関する管理業務が不要となることから、その一部の経営資源を人材育成や離職率低下のための施策に充当し、離職率の低下・従業員満足度の向上を図ることも期待しているとのことである。

また、公開買付者においては、本取引後に取り組みようとしている各施策の実行によって、従業員としても挑戦の機会が増えるものと想定しており、従業員のモチベーションの維持・向上を図る上でプラスの効果がある一方、従業員に最大限配慮する観点から、本取引の公表後、本取引の目的・背景を丁寧に説明することで、従業員からも十分に理解を得られるものと想定しているとのことである。

- 1.4 小括

以上を総合的に考慮すると、本取引は当社の企業価値の向上に資するものといえ、その目的は正当であり、かつ合理性があると考えられる。

- 2 本取引の条件（本公開買付けにおける買付け等の価格を含む。）の公正性

- 2.1 本公開買付価格の検討

- 2.1.1 検討対象となる本公開買付価格

当社と公開買付者の協議・交渉の結果、当社が内諾した本公開買付価格は、当社株式1株につき1,900円である。

- 2.1.2 ストリームによる算定結果に基づく検討

- 2.1.2 (1) 算定結果

当社の第三者算定機関であるストリームによる2026年7月9日付株式価値算定書によれば、当社株式1株当たりの株式価値の算定結果は以下のとおりである。

市場株価法：1,611円～1,717円

D C F 法：1,602円～1,930円

- 2.1.2 (2) 算定手法の選択の合理性

ストリームによれば、前回取引時と同様に、当社が継続企業であるとの前提の下、当社株式について多面的に評価することが適切であるとの考えに基づき、当社株式が東京証券取引所スタンダード市場に上場していることから市場株価法を、また、当社の将来の事業活動の状況を算定に反映させるためにD C F法をそれぞれ算定方法として採用しており、D C F法では、当社グループのアート関連事業、金融サービス事業及び健康産業事業が提供している商品・サービスの特徴が相互に異なることから、各事業の特徴を適切に算定に反映させるため、当社グループの各事業を分類して事業価値算定を行うサム・オブ・ザ・パーツ分析を実施したとのことである。

一方で、前回取引時と同様に、収益性や財務状況の当社との類似性における制約に鑑み類似上場会社比較法は採用しておらず、また、当社が継続企業としてその事業を継続していくことを企図していることから純資産法は採用していないとのことである。

当社の事業内容等は前回取引時から大きな変更がないため、以上の説明には、前回取引時と同様に、特段不合理な点は認められず、上記算定手法の選択には一定の合理性があると考えられる。

- 2.1.2 (3) 市場株価法による算定過程

ストリームは、市場株価法では、本公開買付けに対する意見表明に係る当社取締役会決議日の前営業日である2026年7月9日を算定基準日として、当社株式の基準日終値、直近1ヶ月間の終値単純平均値、直近3ヶ月間の終値単純平均値、及び直近6ヶ月間の終値単純平均値を基に株式価値を算定している。かかる株式価値の測定期間の設定は、他社の類似取引事例における市場株価法での株価算定に係る一般的な考え方に依拠したものであるといえる。

他方で、市場株価法での算定においては、特殊な事情により市場株価が不当に歪められているような場合にはその合理性が問題となる。もっとも、本件においては、当社又は公開買付者において、本公開買付けが成立しやすくなるように意図的に当社株式の市場株価を変動させようとした事実は特段認められない。また、2026年1月中旬頃から同年4月中旬にかけての当社株式の株価下落については、前回公開買付けが不成立となった以降目立った取引材料がでてこなかったために、株価水準の調整が行われた影響と考えられる。その後、同月中旬から6月下旬にかけての当社株式の株価上昇については、当社が2026年5月15日に公表した「2026年3月期決算短信〔日本基準〕（連結）」の公表前後のタイミングであったことを踏まえると、当社の業績動向等を踏

まえた市場からの期待と評価を反映したものであると考えられる。個別取引としては、同年3月16日における出来高の増加及び同年4月20日における株価の急上昇が認められるものの、これらはいずれも一時的なものにとどまり当社株式の市場株価の形成過程に重大な影響を及ぼしたものは認められない。このように、直近6ヶ月間の株価推移は、その時々々の市場評価や取引状況を反映したものであるといえ、当社株式の市場株価が特定の事情により不当に歪められていたことを窺わせる事情は見当たらない。

以上を総合的に考慮すると、ストリームによる市場株価法に基づく算定には一定の合理性があると考えられる。

- 2.1.2 (4) DCF法による算定過程

ア 事業計画の合理性

ストリームは、フリー・キャッシュ・フローの算出において、本事業計画を基礎としている。そのため、当該算定が合理性を有するためには、算定の基礎とされた事業計画が適切に作成されていることが重要となる。

この点、当社は、公開買付者から2026年5月27日に本提案書の提出を受けているものの、当社によれば、本事業計画は、過去の実績や足元の収益状況、当社を取り巻く事業環境等を踏まえ、各項目において合理的な前提を設定の上、本取引の検討を目的に当社が作成したものであり、現時点で合理的に予測可能な期間である2027年3月期から2029年3月期までの3期分を対象期間として作成したものとのことである。また、当社によれば、具体的な計画数値の設定過程において、公開買付者、野澤氏、公開買付者との間で公開買付けにその所有する当社株式の全てを応募しない旨を合意しているカツコーポレーション、並びに、野澤氏の親族である当社取締役の野澤竹志氏及び当社監査役の野澤二三朝氏による関与はないとのことである。以上を踏まえて検討すると、まず、本事業計画の策定過程において公開買付者側からの不当な関与は認められず、その他当社の独立性に疑念を生じさせる事情は特段見当たらない。

また、足元の事業環境に関する当社の説明内容には特段不合理な点は認められないこと、本事業計画の策定過程や主要な前提条件に係る当社の説明内容に照らすと、当社において、本取引の存在を前提に恣意的に計画値を設定したという事情は見受けられず、直ちに不合理な点も認められないこと、具体的な計画値としても、売上高と営業利益の双方について計画期間を通じて成長が見込まれていること等を総合的に考慮すると、本事業計画の内容について、当社の一般株主の利益の観点から不合理な点は認められない。

なお、本事業計画に基づく各事業ごとの財務予測については、当社が2026年5月15日付で公表した「通期の連結業績予想値と決算値との差異に関するお知らせ」に記載のとおり、2026年3月期売上高・営業利益は上方修正となったため、前回取引時における財務予測から、将来3期間の計画値も見直しているとのことである。また、当該財務予測には、大幅な増減益を見込んでいる事業年度及びフリー・キャッシュ・フローの大幅な増減を見込んでいる事業年度が含まれているとのことである（具体的には、アート関連事業において、2028年3月期に、売上高が10,870百万円（前年比11.0%増）、営業利益は1,335百万円（前年比19.3%増）、EBITDAは1,431百万円（前年比22.9%増）となることを見込んでいるとのことである。これは、版画売上・催事等での売上の契約数の増加が見込まれているためとのことである。また、金融サービス事業において、フリー・キャッシュ・フローは、2027年3月期は-1,744百万円、2028年3月期は-1,095百万円（前年比649百万円増）、2029年3月期は56百万円（前年比1,151百万円増）となることを見込んでいるとのことである。2027年3月期のフリー・キャッシュ・フローの数値が小さい理由は、アート関連事業の売上増加に伴う割賦債権の買取額増加により、運転資本の大幅な増加を見込んでいるためとのことである。なお、2028年3月期以降のフリー・キャッシュ・フローの増加は、アート関連事業の売上高の成長率が緩やかになることに伴い、金融サービス事業における割賦債権の買取額増加よりも回収が進展すること、及び、一部債権を外部のクレジット事業者で取り扱うことにより、割賦売掛金の純増額が縮小することに起因するとのことである。）。なお、本取引の実行により実現することが期待されるシナジー効果については、前回取引時と同様に、現時点において具体的に見積もることが困難であるため、当該財務予測には加味しておらず、当該財務予測を基礎としたストリームによる算定では、フリー・キャッシュ・フローの算定過程において、上場関連費用の削減効果が一部考慮されているとのことである。

以上の検討の結果、本特別委員会としては、本事業計画をDCF法の算定の基礎として用いることは認できると思料する。

イ 具体的な算定過程

次に、本特別委員会は、DCF法における具体的な算定過程についてストリームと質疑応答を行った結果、大要以下のとおり説明を受けた。

- ・本事業計画における財務予測、一般に公開された情報等の諸要素を前提として、当社が2027年3月期以降に生み出すと見込まれるフリー・キャッシュ・フローを一定の割引率で現在価値に割り引くことによって、当社の企業価値や株式価値を算定している。
- ・前回取引時と同様に、当社グループのアート関連事業、金融サービス事業、健康産業事業が提供している商品・サービスの特徴が相互に異なることから、各事業の特徴を適切に算定に反映させるため、当社グループの各事業を分類して事業価値算定を行うサム・オブ・ザ・パーツ分析を採用し、各事業ごとに事業価値を算定の上、その総和で企業価値を算出している。
- ・本事業計画期間経過後の継続価値については、継続企業であることを前提に永久成長率法を採用し、永久成長率は当社を取り巻く事業環境や当社の成長性等を総合的に勘案し、予測期間後の成長率を各事業ともに $\pm 0.25\%$ とし、継続価値はアート関連事業については7,179百万円～8,023百万円、金融サービス事業については10,016百万円～11,989百万円、健康産業事業については279百万円～314百万円と算定している。
- ・事業価値を算定する際の割引率については、加重平均資本コスト（Weighted Average Cost of Capital）を採用し、アート関連事業について11.0%～12.0%、金融サービス事業について6.2%～7.2%、健康産業事業について10.4%～11.4%を算定レンジとしており、また、当社の企業規模を勘案し、各事業ともにサイズリスクプレミアムを2.8%として割引率の算出に際して考慮している。
- ・前回取引時と同様に、必要運転資金を控除した余剰現預金、有価証券及び保険に係る解約返戻金等は、株式価値算定に重要な影響を及ぼす非事業用資産として計上している。なお、必要運転資金については、当社から提示を受けた当社における過去の資金繰り実績等を総合的に考慮し算出された金額としている。

本特別委員会は、上記の各事項を含め、ストリームから説明を受けたDCF法における具体的な算定過程について検討した結果、前回取引時と同様に、サム・オブ・ザ・パーツ分析を実施した点については、当社グループのアート関連事業、金融サービス事業及び健康産業事業においてそれぞれ提供している商品・サービスの特徴が相互に異なることから合理性が認められ、また、採用した割引率や継続価値の算定方法について、いずれも現在の評価実務に照らして、その算定過程に是認し難い不合理な点は認められなかったため、結論として、ストリームによるDCF法に基づく算定には一定の合理性があると思料する。

- 2.1.2 (5) 算定結果に基づく検討

以上のとおり、ストリームによる当社株式の株式価値の算定結果には一定の合理性があると考えられるところ、本公開買付価格は、ストリームによる算定結果のうち、市場株価法の算定結果のレンジの上限値を上回る価格であり、また、DCF法の算定結果のレンジの範囲内の価格であることが認められ、合理的な水準にあると評価できる。

- 2.1.3 プレミアムの検討

本公開買付価格は、本公開買付けの公表日の前営業日である2026年7月9日の東京証券取引所スタンダード市場における当社株式の終値1,717円に対して10.66%、2026年7月9日までの直近1ヶ月間の終値単純平均値1,688円に対して12.56%、直近3ヶ月間の終値単純平均値1,626円に対して16.85%、直近6ヶ月間の終値単純平均値1,611円に対して17.94%のプレミアムがそれぞれ加えられた価格である。また、前回公開買付けの公表後において、当社株式の市場価格が国内の株式市場全体の株価の推移及び同業他社の株価平均の推移に比して上昇傾向にあったものと見受けられることに鑑みれば、前回公開買付けの公表日の直前取引日を基準日としたプレミアムの水準も勘案すべきものと考えられるところ、前回公開買付けの実施について公表された2025年8月29日以前の市場価格と比較すると、本公開買付価格は、その前営業日である2025年8月28日の東京証券取引所スタンダード市場における当社株式の終値1,100円に対して72.73%、2025年8月28日までの直近1ヶ月間の終値単純平均値1,073円に対して77.07%、直近3ヶ月間の終値単純平均値1,053円に対して80.44%、直近6ヶ月間の終値単純平均値1,057円に対して79.75%のプレミアムがそれぞれ加えられた価格であり、他社の類似取引事例におけるプレミアム割合の平均値（注）との比較において、いずれも上回る状況となっており、本公開買付価格に付されたプレミアムは、かかる類似事例におけるプレミアム割合と遜色のなく、また、本公開買付けの公表日の前営業日を基準日としてもいずれもプレミアムが加算された価格であることから、相応のプレミアムが付されていると評価できる。

（注） 経済産業省がM & A 指針を公表した2019年6月28日以降、2026年6月17日までの間に公表された非公開化を目的とした公開買付けの事例（対象会社が賛同意見を表明し、応募を推奨し、上場廃止前提、かつ、MBO又は子会社に対する公開買付けの事例）203件における、公表日前営業日の終値、並びに直近1ヶ月間、直近3ヶ月間及び直近6ヶ月間の終値単純平均値に対するプレミアムの平均値は、順に42.14%、45.22%、46.53%、46.65%である。

- 2.1.4 1株当たり純資産額との比較

本来、純資産額は将来の収益性を反映するものではないため、継続企業を前提とした当社の株式価値の算定において重視することは必須ではないと考えられる一方で、一般株主に対する説明責任を果たす観点からは、本公開買付価格が1株当たり純資産額を下回らないことがより望ましいと考えられる。この点、本公開買付価格は、当社有価証券報告書に記載された2026年3月31日現在の純資産額（16,247,499千円）並びに発行済株式総数（9,152,316株）及び当社が所有する自己株式数（629株）を基に算出される1株当たり純資産額（1,738.57円（小数点以下第三位を四捨五入））を上回っており、1株当たりの純資産額との比較においても、本公開買付価格の合理性を否定すべき事由は特段認められない。

- 2.1.5 小括

以上を総合的に考慮すると、当社が、公開買付者との間で、当社株式1株につき1,900円という本公開買付価格で合意することには、一定の合理性があると考えられる。

- 2.2 マジョリティ・オブ・マイノリティ条件の検討

M & A 指針においては、マジョリティ・オブ・マイノリティ条件を設定することは、一般株主の過半数が取引条件について満足していることを直接確認することを通じて、一般株主による判断機会の確保がより重視されることにつながるとともに、取引条件の形成過程における対象会社の交渉力が強化され、一般株主にとって有利な取引条件でM & Aが行われることに資するという機能も有するとされている。

公開買付者は、本公開買付けにおいて買付予定数の下限を3,845,584株（所有割合：42.02%）に設定しており、応募株券等の合計が買付予定数の下限（3,845,584株）に満たない場合は、応募株券等の全ての買付け等を行わないとしている。本公開買付けにおいて、公開買付者と利害関係を有さない当社の株主の皆様が所有する当社株式の数の過半数、いわゆる「マジョリティ・オブ・マイノリティ」に相当する数は、本基準株式数（9,151,687株）から、公開買付者と利害関係を有する野澤氏の所有株式（238,984株）及びカツコーポレーションの所有株式（3,090,000株）を控除した数の過半数に相当する株式数（2,911,352株（所有割合：31.81%））となる。買付予定数の下限（3,845,584株）から公開買付者と利害関係を有する株主が応募する旨を合意した株式の数である本応募合意株式（野澤氏）を控除した数（3,654,600株（所有割合：39.93%））は、「マジョリティ・オブ・マイノリティ」に相当する数を上回るものとなる。なお、前記 - 1.2.1に記載のとおり、牧氏は、当社との間で、牧氏が株主として当社の経営に関与することについても協議を行っていたものの、当社としては牧氏が当社の経営に関与することでは企業価値の最大化を実現することは困難であるとの認識

に至り、2026年4月27日には、牧氏が、企業価値最大化の観点から、その保有する当社株式の全部売却に関して野澤氏個人との交渉を具体的に行う意向を有していることを確認したとのことである。そのため、遅くとも野澤氏が牧氏との交渉を開始した2026年4月27日時点では、牧氏においては、既に経営への関与という目的は失われており、当社株式の譲渡に際して当社株式の譲渡対価たる本公開買付価格の最大化を志向するという点において他の一般株主と共通の利害関係を有するに至っていたといえること、また、牧氏は、本公開買付けにおいて、本取引基本契約書に基づき本応募合意株式（牧氏）を本公開買付けに応募する旨を公開買付者との間で合意する予定であり、当社との資本関係を完全に解消する立場にあり、本取引後に当社の経営に関与する予定はなく、また、本公開買付けの応募による対価の支払い以外に本取引に関して牧氏に対して付与される利益はないことから、牧氏は公開買付者と利害関係を有しない独立した投資者であるといえ、本取引基本契約書に基づく本応募合意株式（牧氏）の応募は、独立した当事者間で行われた真摯な協議・交渉に基づき合意に至るものであることから、本取引基本契約書を締結することは、むしろ取引条件の公正さを裏付ける要素といえ、本応募合意株式（牧氏）に応募する合意の存在をもって牧氏が、いわゆる「マジョリティ・オブ・マイノリティ」の判断における、公開買付者と利害関係を有する当社の株主に該当することになるものではないと考えられる。

- 2.3 スクイズアウト手続に係る条件の検討

公開買付者は、本公開買付けにより、当社株式の全て（ただし、（ ）当社が譲渡制限付株式報酬制度に基づいて当社の社外取締役を除く全ての取締役及び執行役員1名に対して発行した譲渡制限付株式のうち、譲渡制限が解除されていないもの（ただし、2026年7月18日付で譲渡制限が解除される35,200株を除いた83,200株、所有割合：0.91%）、（ ）本応募合意株式（カツコーポレーション）、及び（ ）当社が所有する自己株式を除く。）を取得できなかった場合には、本スクイズアウト手続を実施することを予定しているとのことである。

具体的には、本公開買付けの成立後、公開買付者は、本公開買付けの決済の完了後速やかに、本株式併合及び本株式併合の効力発生を条件として単元株式数の定めを廃止する旨の定款の一部変更を行うことを付議議案に含む本臨時株主総会を2026年10月下旬頃を目途に開催することを当社に対して要請する予定とのことである。なお、公開買付者及びカツコーポレーションは、本臨時株主総会において上記各議案に賛成する予定とのことである。

本株式併合の割合は本答申書作成日現在において未定だが、公開買付者及びカツコーポレーションが当社株式の全て（ただし、当社が所有する自己株式を除く。）を所有することとなるよう、本公開買付けに応募しなかった当社株主（ただし、カツコーポレーション及び当社を除く。）の所有する当社株式の数が1株に満たない端数となるように決定されるよう当社に要請する予定とのことである。

株式併合は、本取引のような完全子会社化の取引において一般的に採用されている方法であり、本取引の方法として妥当であると考えられる。また、本スクイズアウト手続の条件についても、本公開買付価格と同一の価格を基準として算定・決定される予定であるところ、本スクイズアウト手続は、本公開買付けに続く手続として予定されているものであり、時間的に近接した両手続において交付される対価が同一のものとなるようにすることは合理的であると考えられる。

なお、公開買付者によれば、公開買付者及び当社は本株式併合の完了後に、公開買付者を当社の唯一の株主とすることを目的として、本スクイズアウト手続の完了を条件として、本株式交換を実施する予定であり、実施時期や条件等については、本答申書作成日現在未定であって、本株式併合の完了後、公開買付者及び当社で協議の上決定する予定とのことである。本株式交換に係る交換比率の決定にあたっては、公開買付価格の均一性規制（金融商品取引法第27条の2第3項）の趣旨に反することのないよう、当社株式の価値を本公開買付価格と実質的に同額で評価し、公正性の担保に十分配慮しながら進めていく予定とのことであり、かかる配慮がなされることを前提とすれば、本取引の条件の公正性との関係で不合理な点は認められない。

- 2.4 交渉過程等の手続の公正性

本公開買付価格に係る公開買付者との具体的な交渉過程は以下のとおりである。

前記 - 1.2.1に記載した経緯を経た上で、当社は、2026年5月27日、公開買付者から、本提案書を受領した。その後、当社は、本取引の目的を含む本公開買付けの概要、本取引が当社に与える影響、本取引後の経営方針の内容や足元の株価動向を踏まえ、公開買付者から受けた本公開買付価格の提案内容を適時に本特別委員会に共有し、当社の一般株主の利益に配慮する観点から、当社としての交渉方針に係る本特別委員会からの意見を受け、また、ストリームから当社株式の株式価値の算定結果に関する報告、SBI社・本郷M&Aから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、西村あさひ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法的助言を受け、これらを踏まえ、以下のとおり、検討を行った。

具体的には、当社は、2026年6月8日に本特別委員会を通じて公開買付者に対し質問書の送付を行い、2026年6月15日に公開買付者から回答を得て、本取引の背景、経緯、非公開化の必要性、目的及び効果等、本取引後の経営方針、本取引のスキーム、本取引における諸条件等について、前回取引からの変化点を中心に確認を行った。上記の回答において、公開買付者は、公開買付価格を1,900円とする理由として、牧氏との協議及び交渉を経て、牧氏との間で当該価格を公開買付価格とする場合には、牧氏の保有する全ての当社株式を本公開買付けに応募する意向であることを確認していることを挙げたため、当社は、2026年6月15日に本特別委員会を通じて公開買付者に対し追加質問書の送付を行い、牧氏との交渉の経緯・過程及び交渉において協議された主要な論点等並びに公開買付価格を今後引き上げることが可能か否かについて質問した。2026年6月19日に公開買付者から追加回答を得て、(a)従前より、本レンダーから公開買付者に対して融資可能な上限額が伝えられており、当該上限額を借り入れる場合で、公開買付価格は最大で1,800円となること、(b)牧氏からは1,800円を大きく超える公開買付価格としなければ応募には同意できないと伝えられていたこと、(c)公開買付価格を1,900円とすると、上記(a)に記載のとおり本レンダーの融資可能な上限額を大きく超過するものの、本レンダーとの交渉により最終的には融資を得られると見越して、牧氏に対して提示可能な最大限の価格として公開買付価格を1,900円とすることを提案したこと、(d)牧氏が当該提案に応じ、当該公開買付価格であれば牧氏の保有する全ての当社株式を本公開買付けに応募する意向であると伝えたこと、(e)その後、本レンダーとの間で公開買付価格を1,900円とすることを前提に融資を受けるべく交渉を進めていること、(f)本レンダーから更なる融資額の引き上げを求めることは難しく、公開買付価格のこれ以上の引き上げは困難であることを確認した。本特別委員会は、上記追加回答を踏まえて、本公開買付価格1,900円は、交渉しても引き上げの余地のない公開買付者からの最終提案価格であると判断し、本特別委員会は、2026年6月30日、本公開買付価格を1,900円とすることを応諾する旨の回答書を公開買付者に送付した。2026年7月10日、牧氏、公開買付者、野澤氏、カツコーポレーション及び当社との間で、本取引基本契約書が締結される予定であるところ、当社による本取引基本契約書の締結に先立って、本特別委員会がその内容を確認の上、締結を承認した。

以上のとおり、本公開買付価格は、当社において、当社のアドバイザー及び本特別委員会の助言を踏まえて、当社と公開買付者との間の書面による質疑応答や真摯な交渉の結果、決定されており、これらの当社と公開買付者の交渉等の経緯には、不合理な点は認められない。

したがって、以上の当社と公開買付者との交渉過程は、独立した当事者間の交渉と認められる公正なものであり、一般株主にとってできる限り有利な取引条件となることを目指した合理的な努力が行われたものと評価できる。

- 2.5 小括

以上を総合的に考慮すると、本公開買付価格を含む本取引の条件には公正性が確保されていると考えられる。

- 3 本取引に係る交渉過程及び意思決定に至る手続の公正性

- 3.1 独立した特別委員会の設置

当社は、本取引の検討に当たり、当社の意思決定の過程における恣意性の排除及び利益相反の回避の観点から、公正性担保措置の一環として本特別委員会を設置しているところ、以下に述べるとおり、本特別委員会は、独立性を有し、かつ、特別委員会としての実効性を高めるための実務上の措置が採られた上で、企業価値の向上及び一般株主の利益を図る立場から、本取引の是非や取引条件及び手続の公正性について検討・判断を行ったものである。

- 3.1 (1) 設置時期

M & A 指針においても示されているとおり、特別委員会に期待される役割に照らすと、対象会社が検討対象となる M & A 取引について提案を受けた場合には、可及的速やかに特別委員会を設置することが望ましい。当社においては、2026年5月27日付で公開買付者から本提案書を受領した後、その翌日である同月28日開催の取締役会決議において本特別委員会が設置されており、本特別委員会の設置時期につき不合理な点は認められない。

- 3.1 (2) 委員構成・独立性

M & A 指針においては、()特別委員会の委員となる者は高度な独立性を有することが望ましく、また、()構造的な利益相反の問題による影響を排除する観点から、社外者、すなわち社外取締役、社外監査役又は社外有識者で構成されることが望ましいとされている。特別委員会の委員となる者には、特に 買収者からの独立性及び 当該 M & A の成否からの独立性が必要となる。

この点、本特別委員会の各委員は、当社の社外取締役兼独立役員 1 名、社外監査役兼独立役員 1 名及び外部の有識者 1 名の計 3 名により構成されているところ、各委員は、公開買付者、野澤氏、カツコーポレーション及び当社並びに本取引の成否のいずれとも特別の利害関係を有しておらず、独立性を有している。なお、本特別委員会は、2025年10月28日の前回公開買付けの終了による前回特別委員会の解散から、2026年5月28日の本特別委員会の設置まで 7 ヶ月しか経過していないことを踏まえ、前回取引時の検討結果を踏まえた効率的・効果的な検討を行うことを目的として、前回特別委員会と同じ 3 名の委員で構成されている。また、委員の報酬については、本取引の成否にかかわらず支払われる固定報酬のみであり、本取引の公表や成立等を条件とする成功報酬は含まれていない。以上のとおり、本特別委員会における各委員の独立性を疑うべき事由は認められない。

また、M & A 指針においては、特別委員会の設置の判断、権限と職責の設定、委員の選定や報酬の決定については、構造的な利益相反の問題による影響を受けるおそれを可能な限り排除する観点から、対象会社の独立社外取締役や独立社外監査役がこれらのプロセスに主体性を持って実質的に関与することが望ましいとされている。当社は、本取引が構造的な利益相反を伴うことに鑑みて、西村あさひの助言も踏まえ、特別委員会の設置、権限、職責、委員の選定及び報酬について検討を行った。また、本取引に特別の利害関係を有する野澤氏及びその親族は、本特別委員会の設置及び委員の選定に係る決議に関与していない。このように、本特別委員会の設置、権限、職責、委員の選定及び報酬の決定の各過程において、利害関係を有する取締役及び監査役の関与は排除されており、当社の独立社外取締役及び独立社外監査役が主体性を持って実質的に関与していたことが認められる。

- 3.1 (3) 交渉過程に関与する権限の付与

M & A 指針においても示されているとおり、特別委員会の設置の趣旨に鑑みると、特別委員会が対象会社と買収者との間の取引条件に関する交渉過程に実質的に関与することが望ましいと考えられる。この点、当社取締役会は、本特別委員会の設置を決議するに際し、本特別委員会に対して、本特別委員会が自ら公開買付者と交渉を行うことができる権限のほか、公開買付者との交渉を当社の社内者やアドバイザー等が行う場合でも、適時にその状況の報告を受け、重要な局面で意見を述べ、指示や要請を行うこと等により、取引条件に関する交渉過程に実質的に影響を与えることができる権限を付与している。その上で、本特別委員会は、下記 3.3 のとおり、公開買付者との交渉過程に実質的に関与している。

- 3.1 (4) 当社の外部アドバイザー等の承認権限の付与

M & A 指針においては、特別委員会が自らの役割を適切に理解し、その役割を十分に果たす上では、手続の公正性や企業価値評価に関する専門的知見に基づいて検討・判断することが必要であり、特別委員会が信頼して専門的助言を求めることができる財務アドバイザー・第三者算定機関やリーガル・アドバイザーが存在していることが望ましいとされている。また、これらのアドバイザーについては、特別委員会が自らのアドバイザー等を選任することが有益であるが、対象会社の取締役会が選任したアドバイザー等が高い専門性を有しており、独立性にも問題がない場合等、特

別委員会として当該アドバイザー等を信頼して専門的助言を求めることができると判断した場合には、そのアドバイザー等を利用することも否定されないとされている。

当社取締役会は、本特別委員会の設置を決議するに際し、本特別委員会に対し、必要に応じて本特別委員会独自の外部アドバイザー等を選任する権限（この場合の費用は当社が負担するものとされている。）のほか、当社が選任する外部アドバイザー等について指名又は承認（事後承認を含む。）する権限を付与している。これを受けて、本特別委員会は、2026年6月4日に開催された第1回特別委員会において、当社が選任したファイナンシャル・アドバイザー（SBI社・本郷M & A）、第三者算定機関（ストリーム）及びリーガル・アドバイザー（西村あさひ）につき、三者へのヒアリングを通じて、いずれも独立性及び専門性に問題がないことを確認の上、それぞれを当社のアドバイザー等として承認した。

- 3.1 （5）情報収集に関する権限の付与

M & A指針においては、特別委員会が、一般株主に代わり、非公開情報も含めて重要な情報を入手し、これを踏まえて検討・判断を行うという方法も組み合わせることにより、全体として、重要な情報を十分に踏まえた上で、M & Aの是非や取引条件の妥当性についての検討・判断が行われる状況を確保することが望ましいとされている。

当社取締役会は、本特別委員会の設置を決議するに際し、本特別委員会に対し、答申を行うにあたって必要となる一切の情報の収集を当社の役員及び従業員並びに外部アドバイザー等に対して求めることができる権限を付与している。

- 3.1 （6）当社取締役会における本答申書の位置づけ

M & A指針においても示されているとおり、特別委員会の設置の趣旨に鑑みると、取締役会は、特別委員会の判断内容を適切に理解・把握した上で、これを最大限尊重して意思決定を行うことが望ましい。この点、当社取締役会は、本特別委員会の設置を決議するに際し、本公開買付けに対する意見表明の内容を審議する取締役会においては、本諮問事項に対する本特別委員会の答申内容を最大限尊重するものとし、本特別委員会が取引条件を妥当でないと判断した場合には、本公開買付けに賛同しないこととする旨を決議しており、特別委員会の判断内容の実効性の確保に配慮がなされている。

- 3.2 当社における外部専門家の独立した専門的助言等の取得

- 3.2.1 第三者算定機関からの株式価値算定書の取得

当社は、本公開買付価格に対する意思決定の公正性を担保するために、公開買付者、野澤氏、カツコーポレーション及び当社から独立した第三者算定機関としてストリームを選任し、同社に当社株式の株式価値の算定を依頼し、2026年7月9日付で株式価値算定書を取得している。当該算定書における算定結果に一定の合理性が認められることについては、前記 - 2.1.2に記載のとおりである。

なお、前回取引時と同様に、当社は、ストリームから、本公開買付価格が財務的見地から妥当又は公正である旨の意見書（フェアネス・オピニオン）までは取得していない。もっとも、M & A指針においても、我が国においては、フェアネス・オピニオンの公正性担保措置としての有効性は事案により一様ではなく、その要否については、個別のM & Aにおける具体的な状況を踏まえて判断することが適当とされている。本特別委員会としては、本件の検討過程に照らした結果、本取引の是非を検討するために、フェアネス・オピニオンの取得が必須であると考えべき事情までは認められず、フェアネス・オピニオンを取得しなくとも、本取引に係る交渉過程及び意思決定過程に至る手続の公正性が否定されるものではないと思料する。

- 3.2.2 リーガル・アドバイザーからの助言の取得

当社は、本取引に係る取締役会の意思決定の公正性及び適正性を担保するため公開買付者、野澤氏、カツコーポレーション及び当社から独立したリーガル・アドバイザーとして西村あさひを選任し、本公開買付けを含む本取引に関する当社取締役会の意思決定の過程、方法その他の本公開買付けを含む本取引に関する意思決定にあたっての留意点に関する法的助言を受けている。

- 3.3 本公開買付価格に係る具体的な交渉過程

本公開買付価格に係る公開買付者との具体的な交渉過程は前記 - 2.4のとおりであり、本特別委員会は、当社と公開買付者との間における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上で、確認及び意見の申述を行っている。また、前記 - 2.4のとおり、本特別委員会は、公開買付者に対して、質問書を送付した上で、公開買付者の回答に関する検討を行い、最終的に本公開買付価格について応諾する旨の回答書を送付する等して、その交渉過程に実質的に関与している。かかる交渉過程に関して、当社の一般株主の利益に配慮すべき観点から特段不合理な点は見当たらない。

- 3.4 特別な利害関係を有する者の不関与

当社の取締役5名のうち、野澤氏は公開買付者の株主かつ代表取締役であり、本公開買付け終了後も継続して当社の経営にあたることが予定されていること、野澤竹志氏は野澤氏の親族であることに鑑み、利益相反の疑義を回避する観点から、当社取締役会における本公開買付けへの意見表明に係る議案の審議及び決議には一切参加しておらず、また、本取引に関し、当社の立場において公開買付者との協議及び交渉にも一切参加していないとのことである。また、当社の監査役3名のうち、野澤氏の親族である野澤二三朝氏は、利益相反の疑義を回避する観点から、当社取締役会における本公開買付けへの意見表明に係る議案の審議に参加しておらず、本取引に係る決議に際して意見を述べることも差し控えているとのことである。

以上のほか、本取引に係る協議、検討及び交渉の過程において、公開買付者からの独立性に疑義がある者が当社の意思決定に不当な影響を与えたことを推認させる事実は認められない。

- 3.5 本公開買付けの公正性を担保する客観的状況の確保

M & A指針においては、取引条件の形成過程における対象会社の交渉力が強化され、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が行われるという機能に着目し、M & Aにおいて他の潜在的な買収者による対抗的な買収提案が行われる機会を確保すること（以下「マーケット・チェック」という。）が望ましいとされている。マーケット・チェックの方法としては、市場における潜在的な買収者の有無を調査・検討する、いわゆる積極的なマーケット・チェックや、M & Aに関する事実を公表し、公表後に他の潜在的な買収者が対抗提案を行うことが可能な環境を構築した上でM & Aを実施することによる、いわゆる間接的なマーケット・チェック等が存在する。他方で、M & Aに対する阻害効果の懸念や情報管理の観点から実務上の問題がある場合もあることを踏まえ、常に積極的なマーケット・チェックを実施することが望ましいとまではいえないとされている。

本公開買付けにおいては、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の20営業日より長期の30営業日に設定することにより、当社の株主に本公開買付けに対する応募について適切な判断機会を確保しつつ、公開買付者以外にも当社株式の買付け等を行う機会を確保し、もって本公開買付価格の公正性を担保することを企図しているとのことである。

また、本取引基本契約書においては、当社が公開買付者以外の者（対抗的買収提案者）と接触することを禁止するような取引保護条項を含む合意等、当該対抗的買収提案者が当社との間で接触等を行うことを制限するような内容の合意は一切行われないう予定である。公開買付者としては、上記公開買付期間の設定と併せて、対抗的な買付け等の機会が確保されることにより、本公開買付けの公正性の担保に配慮していると考えているとのことである。

以上を踏まえると、本取引においては、以上の各措置を通じて、いわゆる間接的なマーケット・チェックが実施され得る環境が整備されていると考えられる。

なお、本取引においては、積極的なマーケット・チェックは実施されていないものの、上記のとおり積極的なマーケット・チェックにはM & Aに対する阻害効果や情報管理の懸念があり得ることに加え、本取引においてはその他の公正性担保措置は十分に講じられていることを踏まえると、間接的なマーケット・チェックの機会が確保されていることをもってM & A指針の要請を満たしていると評価することが可能と考えられる。

- 3.6 マジョリティ・オブ・マイノリティ条件の設定

前記 - 2.2に記載のとおり、M & A指針においては、マジョリティ・オブ・マイノリティ条件を設定することは、一般株主の過半数が取引条件について満足していることを直接確認することを通じて、一般株主による判断機会の確保がより重視されることにつながるとともに、取引条件の形成過程における対象会社の交渉力が強化され、一般株主にとって有利な取引条件でM & Aが行われることに資するという公正性担保機能を有するとされている。本公開買付けにおいては、買付予定数の下限（3,845,584株）から、公開買付者と利害関係を有する株主が応募する旨を合意した株式の数である本応募合意株式（野澤氏）を控除した数（3,654,600株（所有割合：39.93％））は、「マジョリティ・オブ・マイノリティ」に相当する数（2,911,352株（所有割合：31.81％））を上回っている。このため、本公開買付けにおいては、マジョリティ・オブ・マイノリティ条件が設定されているものと評価できる。

- 3.7 強圧性の排除

M & A指針においては、MBOや支配株主による従属会社の買収が公開買付けにより行われる場合には、一般株主が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に、強圧性（公開買付けに応募しなかった株主が不利に取り扱われるような推測を生じさせることによる、買付価格に不満のある株主に対しても公開買付けに応募させるような事実上の圧力）が生じないように配慮されるべきであるとされている。具体的には、株主が公開買付けに反対した（応募しなかった）場合の取扱いについて、以下のような実務上の対応が行われることが望ましいとされている。

- a) 公開買付け後のスクイズアウトに際して、反対する株主に対する株式買取請求権又は価格決定請求権が確保できないスキームは採用しないこと
- b) 公開買付けにより大多数の株式を取得した場合には、特段の事情がない限り、可及的速やかにスクイズアウトを行うこと。また、公開買付け後にスクイズアウトを行う場合の価格は、特段の事情がない限り、公開買付価格と同一の価格を基準にするとともに、その旨を開示書類等において明らかにしておくこと

本公開買付け後の本スクイズアウト手続としては、公開買付者及びカツコーポレーション以外の株主の所有する当社株式が全て1株未満の端数となるような併合比率による株式併合を行うことが予定されているところ、かかる株式併合が行われる場合には、法令上、本公開買付けに応募しなかった株主に対して株式買取請求権又は価格決定請求権が確保されている。

また、公開買付者によれば、本スクイズアウト手続は、本公開買付けの決済の完了後速やかに進めていく予定とのことであり、本公開買付けに応募しなかった株主の地位が長期にわたって不安定なものとならないための配慮が窺われる。さらに、株式併合の結果生じた端数の合計数に相当する当社株式の売却価格について、当該売却の結果、本公開買付けに応募しなかった当社の株主（ただし、カツコーポレーション及び当社を除く。）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当社株式の数乗じた価格と同一となるよう設定した上で、裁判所に対して任意売却許可の申立てを行うことが予定されている。

以上のとおり、本公開買付けを含む本取引においては、いわゆる強圧性の問題に対応すべく、本公開買付けに応募しなかった一般株主の利益に配慮がなされており、強圧性は生じないと認められる。

- 3.8 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指針においては、MBOや支配株主による従属会社の買収においては、買収者と一般株主との間に大きな情報の非対称性が存在することから、取引条件の妥当性等について一般株主による十分な情報に基づいた適切な判断が行われることや、取引条件の形成過程の透明性を向上させ、一般株主等の目を意識したより慎重な検討・交渉が行われることを期待するという観点から、一般株主の適切な判断に資する充実した情報を分かりやすく開示することが望ましいとされている。

本取引に係るプレスリリースにおいては、法令や東京証券取引所の適時開示規制に沿った開示が予定されているほか、本特別委員会に関する情報（委員の独立性・属性等に関する情報、特別委員会に付与された権限の内容に関する情報、特別委員会における検討経緯や公開買付者との取引条件の交渉過程への関与状況に関する情報、答申書の内容に関する情報、委員の報酬体系に関する情報等）、

当社株式の株式価値の算定結果の内容に関する情報、その他本取引を実施するに至った背景、目的等に関する情報、当社と公開買付者との間で行われた取引条件等に関する協議・交渉の具体的な経緯に関する情報等について、それぞれ一定の開示が予定されており、当社の株主による取引条件の妥当性等についての判断のために相当な情報が開示される予定であることが認められる。

- 3.9 小括

以上を総合的に考慮すると、本取引に係る交渉過程及び意思決定に至る手続には公正性が確保されていると考えられる。

- 4 本取引の決定（本公開買付けに賛同の意見を表明すること及び当社の株主に対して本公開買付けへの応募を推奨すること、その他当社による本取引の手続に係る決定を含む。）が当社の一般株主にとって公正であるといえるか

以上のとおり、（ ）本取引は当社の企業価値の向上に資するものといえ、その目的は正当であり、かつ合理性があると考えられ、（ ）本公開買付価格を含む本取引の条件には公正性が確保されていると考えられ、（ ）本取引に係る交渉過程及び意思決定に至る手続には公正性が確保されていると考えられる。そして、上記の検討事項以外の点において、本取引が当社の一般株主にとって公正であると考えられるため、（ ）本取引の決定（本公開買付けに賛同の意見を表明すること及び当社の株主に対して本公開買付けへの応募を推奨すること、その他当社による本取引の手続に係る決定を含む。）は、当社の一般株主にとって公正であると考えられる。

- 5 上記（ ）から（ ）を踏まえ、当社取締役会が本公開買付けに賛同の意見を表明すること、及び当社の株主に対して本公開買付けへの応募を推奨することの是非

上記（ ）から（ ）を踏まえると、当社取締役会が本公開買付けに賛同の意見を表明すること、及び当社の株主に対して本公開買付けへの応募を推奨することは、いずれも相当であると考えられる。

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

当社は、西村あさひからの法的助言、SBI社・本郷M&Aからの助言、ストリームからの助言及び本株式価値算定書の内容を踏まえつつ、本特別委員会から提出された本答申書の内容を最大限尊重しながら、本公開買付けを含む本取引の諸条件について慎重に協議及び検討を行いました。その結果、当社は、上記「（2）意見の根拠及び理由」の「 当社が本公開買付けに賛同するに至った意思決定の過程及び理由」に記載のとおり、本公開買付けを含む本取引により当社の企業価値の向上が見込まれるとともに、本公開買付価格及び本公開買付けに係るその他の諸条件は当社の株主の皆様にとって公正であり、本公開買付けは、当社の株主の皆様に対して合理的な株式の売却の機会を提供するものであると判断し、2026年7月10日開催の当社取締役会において、審議及び決議に参加した当社の取締役（取締役5名のうち、野澤氏及び野澤竹志氏を除く3名）の全員一致で、本公開買付けに賛同の意見を表明するとともに、当社の株主の皆様に対して本公開買付けへの応募を推奨する旨を決議いたしました。なお、上記取締役会には、当社の監査役3名中、野澤二三朝氏を除く2名の監査役（園川勝美氏及び柳岡茂氏）がいずれも出席し、上記決議を行うことについて異議がない旨の意見を述べております。

上記の取締役会において、当社の取締役5名のうち、野澤氏は公開買付者の株主かつ代表取締役であり、本公開買付け終了後も継続して当社の経営にあたることが予定されていること、野澤竹志氏は野澤氏の親族であることに鑑み、利益相反の疑義を回避する観点から、当社取締役会における本公開買付けへの意見表明に係る議案の審議及び決議には一切参加しておらず、また、本取引に関し、当社の立場において公開買付者との協議及び交渉にも一切参加しておりません。また、当社の監査役3名のうち、野澤氏の親族である野澤二三朝氏は、利益相反の疑義を回避する観点から、当社取締役会における本公開買付けへの意見表明に係る議案の審議に参加しておらず、上記決議に際して意見を述べることも差し控えております。

当社における独立した検討体制の構築

当社は、公開買付者から独立した立場で、本取引に係る検討及び交渉を行う体制を当社の社内に構築いたしました。具体的には、当社は、2026年5月27日付で公開買付者から本提案書を受領して以降、利益相反の疑義を回避する観点から、当社と公開買付者との間の本公開買付価格を含む本取引に係る取引条件に関する交渉及び当社内部における検討過程において、公開買付者の株主若しくは役職員を兼務する者又はこれらの者と親族関係にある者を関与させないこととし、これらの者に該当しない取締役である樋口弘司氏のみが関与するという社内検討体制を構築いたしました。当社は、このような体制のもとで、ストリームがDCF法の算定の基礎とした本事業計画を策定しており、本事業計画の策定過程において、公開買付関連当事者及び公開買付関連当事者と利害関係のある者による関与はありません。

以上の取扱いを含めて、当社における本取引の検討体制に独立性及び公正性の観点から問題がないことについて本特別委員会における確認を受けております。

本公開買付けの公正性を担保する客観的状況の確保

公開買付者は、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。）を、法令で定められた最短期間が20営業日であるところ、当該期間よりも長期の30営業日に設定しているとのことです。このように公開買付期間を法令に定められた最短期間に照らして長期に設定することで、当社の株主の皆様が本公開買付けに対する応募について適切な判断機会を提供するとともに、当社株式に対する対抗的買収提案者にも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とのことです。

また、公開買付者は、当社との間で、公開買付者以外の者による公開買付け等の機会が不当に制限されることがないように、当社が公開買付者以外の対抗的買収提案者と接触することを制限するような合意は行っておらず、上記公開買付期間の設定と併せ、対抗的な買付け等の機会が確保されることにより、本公開買付けの公正性の担保に配慮しているとのことです。

マジョリティ・オブ・マイノリティを満たす買付予定数の下限の設定

公開買付者は、上記「(2) 意見の根拠及び理由」の「 本公開買付けの概要」に記載のとおり、本公開買付けにおいて買付予定数の下限を3,845,584株（所有割合：42.02%）に設定しており、応募株券等の合計が買付予定数の下限（3,845,584株）に満たない場合は、応募株券等の全ての買付け等を行わないとのことです。本公開買付けにおいて、公開買付者と利害関係を有さない当社の株主の皆様が所有する当社株式の数の過半数、いわゆる「マジョリティ・オブ・マイノリティ」に相当する数は、本基準株式数（9,151,687株）から、公開買付者と利害関係を有する野澤氏の所有株式（238,984株）及びカツコーポレーションの所有株式（3,090,000株）を控除した数の過半数に相当する株式数（2,911,352株（所有割合：31.81%））となります。買付予定数の下限（3,845,584株）から公開買付者と利害関係を有する株主が応募する旨を合意した株式の数である本応募合意株式（野澤氏）を控除した数（3,654,600株（所有割合：39.93%））は、「マジョリティ・オブ・マイノリティ」に相当する数を上回るものとなるとのことです。なお、上記「(2) 意見の根拠及び理由」の「 当社が本公開買付けに賛同するに至った意思決定の過程及び理由」に記載のとおり、牧氏は、当社との間で、牧氏が大株主として当社の経営に関与することについても協議を行っていたものの、当社としては牧氏が当社の経営に関与することでは企業価値の最大化を実現することは困難であるとの認識に至り、2026年4月27日には、牧氏が、企業価値最大化の観点から、その保有する当社株式の全部売却に関して野澤氏個人との交渉を具体的に行う意向を有していることを確認いたしました。そのため、遅くとも野澤氏が牧氏との交渉を開始した2026年4月27日時点では、牧氏においては、既に経営への関与という目的は失われており、当社株式の譲渡に際して当社株式の譲渡対価たる本公開買付価格の最大化を志向するという点において他の一般株主と共通の利害関係を有するに至っていたといえること、また、牧氏は、本公開買付けにおいて、本取引基本契約書に基づき本応募合意株式（牧氏）を本公開買付けに応募する旨を公開買付者との間で合意し、当社との資本関係を完全に解消する立場にあり、本取引後に当社の経営に関与する予定はなく、また、本公開買付けの応募による対価の支払い以外に本取引に関して牧氏に対して付与される利益はないことから、牧氏は公開買付者と利害関係を有しない独立した投資者であるといえ、本取引基本契約書に基づく本応募合意株式（牧氏）の応募は、独立した当事者間で行われた真摯な協議・交渉に基づき合意に至ったものであることから、本取引基本契約書の締結の事実、むしろ取引条件の公正さを裏付ける要素といえ、本応募合意株式（牧氏）を応募する合意の存在をもって牧氏が、いわゆる「マジョリティ・オブ・マイノリティ」の判断における、公開買付者と利害関係を有する当社の株主に該当することになるものではないと公開買付者においては考えているとのことです。

(4) 【公開買付け後の組織再編等の方針】

公開買付者は、上記「(2) 意見の根拠及び理由」の「 本公開買付けの概要」に記載のとおり、本公開買付けが成立したものの、本公開買付けにより、公開買付者が当社株式の全て（ただし、本譲渡制限付株式、本不応募合意株式（カツコーポレーション）及び当社が所有する自己株式を除きます。）を取得できなかった場合には、本公開買付けの成立後、当社の株主を公開買付者及びカツコーポレーションのみとすることを目的として、本スクイズアウト手続を実施することを予定しているとのことです。

具体的には、本公開買付けの成立後、公開買付者は、本公開買付けの決済の完了後速やかに、会社法第180条に基づき当社が行う株式の併合（以下「本株式併合」といいます。）を行うこと及び本株式併合の効力発生を条件として単元株式数の定めを廃止する旨の定款の一部変更を行うことを付議議案に含む臨時株主総会（以下「本臨時株主総会」といいます。）を、2026年10月下旬頃を目途に開催することを当社に対して要請する予定とのことです。なお、公開買付者及びカツコーポレーションは、本臨時株主総会において上記各議案に賛成する予定とのことです。

本臨時株主総会において本株式併合の議案についてご承認をいただいた場合には、本株式併合がその効力を生ずる日において、当社の株主の皆様は、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当社株式を所有することとなるとのことです。本株式併合を行うことにより株式の数に1株に満たない端数が生じるときは、端数が生じた当社の株主の皆様に対して、会社法第235条その他の関係法令の定める手続に従い、当該端数の合計数（合計した数に1株に満たない端数がある場合には、当該端数は切り捨てられます。以下同じです。）に相当する当社株式を当社又は公開買付者に売却することによって得られる金銭が交付されることになるとのことです。公開買付者及びカツコーポレーションは、当該端数の合計数に相当する当社株式の売却価格については、当該売却の結果、本公開買付けに応募されなかった当社の株主の皆様（ただし、カツコーポレーション及び当社を除きます。）に交付される金銭の額が、本公開買付けに当該当社の株主の皆様が所有していた当社株式の数を乗じた価格と同一となるよう算定した上で、裁判所に対して任意売却許可の申立てを行うことを当社に対して要請する予定とのことです。また、当社株式の併合の割合は、本書提出日現在において未定とのことです。公開買付者及びカツコーポレーションが当社株式の全て（ただし、当社が所有する自己株式を除きます。）を所有することとなるよう、本公開買付けに応募されなかった当社の株主の皆様（ただし、カツコーポレーション及び当社を除きます。）の所有する当社株式の数が1株に満たない端数となるように決定されるよう当社に対して要請する予定とのことです。なお、当社は、本公開買付けが成立した場合には、公開買付者によるこれらの要請に応じる予定です。

本株式併合に関連する少数株主の権利保護を目的とした会社法上の規定として、本株式併合により株式の数に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って、本公開買付けに応募されなかった当社の株主の皆様（ただし、カツコーポレーション及び当社を除きます。）は、当社に対して、自己の所有する株式のうち1株に満たない端数となるものの全部を公正な価格で買い取することを請求することができる旨及び裁判所に対して当社株式の価格決定の申立てを行うことができる旨が定められています。なお、上記申立てがなされた場合の当社株式の買取価格は、最終的には裁判所が判断することとなります。

上記の本株式併合の手続については、関係法令の改正、施行、当局の解釈等の状況によっては、実施の方法及び時期に変更が生じる可能性があります。ただし、その場合でも、本公開買付けに応募されなかった当社の株主の皆様（ただし、カツコーポレーション及び当社を除きます。）に対しては、最終的に金銭を交付する方法が採用される予定であり、その場合に当該各株主に交付される金銭の額については、本公開買付けに当該各株主が所有していた当社株式の数を乗じた価格と同一になるよう算定される予定とのことです。

また、当社は、本書提出日現在、本譲渡制限付株式を発行しており、本譲渡制限付株式については、各割当契約書において、(a)譲渡制限期間中に、株式併合に関する事項が当社の株主総会で承認された場合（ただし、株式併合の効力発生日（以下「スクイズアウト効力発生日」といいます。）が譲渡制限期間の満了日より前に到来するときに限ります。）は、当社取締役会の決議により、当該時点において保有する本譲渡制限付株式の数に、譲渡制限期間の開始月から上記承認日を含む月までの月数を12で除した数（ただし、その数が1を超える場合は、1とします。）を乗じた数（ただし、計算の結果、単元株未満の端数が生ずる場合は、これを切り捨てます。）の株式について、スクイズアウト効力発生日の前営業日の直前時をもって、これに係る譲渡制限を解除するとされており、また、(b)上記(a)に規定する場合において、スクイズアウト効力発生日の前営業日をもって、同日において譲渡制限が解除されていない本譲渡制限付株式がある場合には、当社が当該本譲渡制限付株式を当然に無償で取得するとされており、本スクイズアウト手続においては、本譲渡制限付株式のうち、公開買付け期間末日までにその譲渡制限期間の終期が到来し、譲渡制限が解除されるものを除き、上記各割当契約書の(a)の規定に従い、スクイズアウト効力発生日の前営業日の直前時において譲渡制限が解除されたものについては、本株式併合の対象とし、当該割当契約書の(b)の規定に従い、スクイズアウト効力発生日の前営業日の直前時をもって譲渡制限が解除されていない本譲渡制限付株式については、当社において無償取得する予定とのことです。

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

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

また、公開買付者によれば、公開買付者及び当社は本株式併合の完了後に、公開買付者を当社の唯一の株主とすることを目的として、本スクイズアウト手続の完了を条件として、上記「(2) 意見の根拠及び理由」の「 本公開買付けの概要」に記載の本株式交換を実施する予定とのことですが、それぞれの実施時期や条件等については、本書提出日現在未定であり、本株式併合の完了後、公開買付者及び当社で協議の上決定する予定とのことです。なお、いずれの取引においても、公開買付価格の均一性規制（法第27条の2第3項）の趣旨に反することのないよう、公正性の担保に十分配慮しながら進めていく予定とのことです。

（５）【上場廃止等となる見込み及びその事由】

当社株式は、本書提出日現在、東京証券取引所スタンダード市場に上場されておりますが、公開買付者は、本公開買付けにおいて買付予定数の上限を設定していないため、本公開買付けの結果次第では、東京証券取引所の上場廃止基準に従って、所定の手続を経て上場廃止となる可能性があります。

また、本公開買付けの成立時点では当該基準に該当しない場合でも、公開買付者は、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」に記載の本スクイズアウト手続の実施を予定しているとのことです。当該手続を実施した場合、当社は東京証券取引所の上場廃止基準に該当し、当社株式は所定の手続を経て上場廃止となります。なお、上場廃止後は、当社株式を東京証券取引所スタンダード市場において取引することはできません。

上場廃止を目的とする理由及び少数株主への影響及びそれに対する考え方については、上記「(2) 意見の根拠及び理由」の「 当社が本公開買付けに賛同するに至った意思決定の過程及び理由」の「（ ）本公開買付けについて」及び「(4) 公開買付け後の組織再編等の方針」をご参照ください。

（６）【公開買付けに係る重要な合意】

本取引基本契約書

公開買付者は、本公開買付けの実施にあたり、当社の主要株主及び筆頭株主である牧氏、当社の主要株主及び第2位株主であるカツコーポレーション、当社の第5位株主である野澤氏及び当社との間で、2026年7月10日付で本取引基本契約書を締結し、本取引基本契約書に規定されたそれぞれの義務の前提条件が全て充足し又は放棄されることを条件として、（ ）公開買付者が適用ある法令等及び本取引基本契約書の定めに従い、本公開買付けを実施すること、（ ）牧氏が本応募合意株式（牧氏）（3,654,600株、所有割合：39.93%）の全てについて本公開買付けに応募すること、（ ）野澤氏が本応募合意株式（野澤氏）（所有株式数：190,984株、所有割合：2.09%）の全てについて本公開買付けに応募することをそれぞれ合意しているほか、（ ）カツコーポレーションは本応募合意株式（カツコーポレーション）の全てを本公開買付けに応募しないこと、（ ）野澤氏は本応募合意株式（野澤氏）（48,000株、所有割合：0.52%）の全てを本公開買付けに応募しないことを、それぞれ合意しております。

その他、本取引基本契約書においては、前提条件（下記ア）、公開買付者、牧氏、カツコーポレーション、野澤氏及び当社による表明及び保証（下記イ）、各当事者の義務（下記ウ）、義務違反時又は表明保証違反時の補償義務（下記エ）、契約の終了に関する規定（下記オ）、一般条項等が規定されております。

ア 前提条件

（ア）公開買付者の義務の前提条件として、 当社の取締役会により、本公開買付けに賛同する旨の意見表明に係る決議がされていること、 本特別委員会により、当社に対して、当該決議について肯定的な内容の答申が行われていること、 本取引を制限又は禁止する司法・行政機関等の判断等がなされておらず、そのおそれもないこと、 本取引基本契約書に基づき当社及び牧氏が履行又は遵守すべき義務が重要な点において全て履行又は遵守されていること、 当社及び牧氏による表明及び保証がいずれも重要な点において真実かつ正確であること、 当社から、当社に関する重要事実が存在しないこと及び公開買付け等の実施に関する事実又は公開買付け等の中止に関する事実を認識していないことの確認が得られていること、 法令等上、公開買付者が本公開買付けを撤回することができる事由が生じていないことが規定されております。

（イ）野澤氏の義務の前提条件として、 当社の取締役会により、本公開買付けに賛同する旨の意見表明に係る決議がされていること、 本特別委員会により、当社に対して、当該決議について肯定的な内容の答申が行われていること、 本取引を制限又は禁止する司法・行政機関等の判断等がなされておらず、そのおそれもないこと、 本取引基本契約書に基づき当社及び牧氏が履行又は遵守すべき義務が重要な点において全て履行又は遵守されていること、 当社及び牧氏による表明及び保証がいずれも重要な点において真

実かつ正確であること、 当社から、当社に関する重要事実が存在しないこと及び公開買付け等の実施に関する事実又は公開買付け等の中止に関する事実を認識していないことの確認が得られていることが規定されております。

- (ウ) 牧氏の義務の前提条件として、 当社の取締役会により、本公開買付けに賛同する旨の意見表明に係る決議がされていること、 本特別委員会により、当社に対して、当該決議について肯定的な内容の答申が行われていること、 本取引を制限又は禁止する司法・行政機関等の判断等がなされておらず、そのおそれもないこと、 本取引基本契約書に基づき当社、公開買付者、カツコーポレーション及び野澤氏が履行又は遵守すべき義務が重要な点において全て履行又は遵守されていること、 当社、公開買付者、カツコーポレーション及び野澤氏による表明及び保証がいずれも重要な点において真実かつ正確であること、 当社から、当社に関する重要事実が存在しないこと及び公開買付け等の実施に関する事実又は公開買付け等の中止に関する事実を認識していないことの確認が得られていることが規定されております。

イ 表明保証

本取引基本契約書において、公開買付者、牧氏、カツコーポレーション、野澤氏及び当社は、それぞれ、設立及び存続の有効性（個人については意思能力及び行為能力）、 本取引基本契約書の締結及び履行、 強制執行可能性、 法令等との抵触の不存在、 法的倒産手続の不存在、 反社会的勢力との関係の不存在について、表明及び保証を行っているほか、牧氏は本応募合意株式（牧氏）の適切かつ有効な所有等について、カツコーポレーション及び野澤氏は本応募合意株式（野澤氏）及び本不応募合意株式（野澤氏）の適切かつ有効な所有等について、当社は未公表の重要事実の不存在について、それぞれ表明及び保証を行っています。

ウ 当事者の義務

- (ア) 牧氏は、本取引基本契約書締結後において、 直接又は間接に、第三者との間で、本取引と実質的に抵触し若しくは本取引の実行を困難にする又はそのおそれのある取引（以下「抵触取引」といいます。）に関連する契約その他の合意を行わず、かつ、抵触取引に関する提案・交渉等を行わないこと、 本応募合意株式（牧氏）について譲渡、消費貸借、質入れ、担保権の設定その他一切の処分を行わないこと、 牧氏が立花証券から当社株式を取得する手続を除き、直接又は間接に当社株式を取得せずかつ取得させないこと（牧氏は、当該義務に違反した場合、自ら又は牧氏関係者をして、当社が指定する方法により、速やかに、本項の義務に違反して取得された当社株式を売却し、又は売却させること。）、 直接又は間接に他の株主から当社株式に関して議決権行使若しくはその指図の受任（これに向けた勧誘を含む。）又は他の株主との間で共同での議決権行使への同意を行わずかつ行わせないことを含む義務を負担しております。
- (イ) 各当事者は、本取引基本契約書締結後に、 自らの表明及び保証に違反する事実若しくはそのおそれが生じた場合、又は、 自らの契約上の義務違反若しくはそのおそれが生じた場合の事実関係の通知義務を負担しております。
- (ウ) カツコーポレーション、野澤氏及び当社は、本公開買付けの決済後、本スクイーズアウト手続に必要な一切の行為を行う義務を負担しております。
- (エ) 公開買付者及び当社は、本スクイーズアウト手続の完了後、本株式交換を実施する義務を負担しており、カツコーポレーションは、本株式交換の実施に必要な一切の行為を行う義務を負担しております。

エ 補償義務

各当事者は、本取引基本契約書に基づく自らの義務の不履行又は自らの表明及び保証の違反に起因又は関連して、他の当事者が、損害、損失又は費用を被った場合、かかる損害等を補償することが規定されております。

オ 契約の終了

本取引基本契約書は、本公開買付けの決済の完了前に限り、全当事者が、書面で契約の終了につき合意した場合、いずれかの当事者により本取引基本契約書が本公開買付けの開始前に解除された場合、公開買付者が、法その他適用ある法令等に従い、適法に本公開買付けを撤回した場合、本公開買付けが不成立となった場合にのみ終了する旨が規定されております。

なお、本取引基本契約書を除き、公開買付者と牧氏、カツコーポレーション、野澤氏及び当社との間で本取引に関する合意は存在しないとのことです。なお、本公開買付けの応募による対価の支払いを除き、本取引に関して公開買付者から牧氏に対して付与される利益はなく、本公開買付けの応募による対価の支払い及び本株式併合による金銭対価の支払い（当該支払いを公開買付者が行う場合に限るとのことです。）以外に、本取引に関して公開買付者から野澤氏に対して付与される利益はなく、本株式交換により交付される公開買付者の株式以外に、本取引に関して公開買付者からカツコーポレーションに対して付与される利益はないとのことです（なお、本株式交換の株式交換比率については、上記「(2) 意見の根拠及び理由」の「本公開買付けの概要」の注4をご参照ください。）。

(7) 【その他公開買付けに関する重要な事項】

上記「(2) 意見の根拠及び理由」の「本公開買付けの概要」に記載のとおり、公開買付者は、公開買付者を当社の唯一の株主とすることを目的として、本スクイズアウト手続の完了を条件として、本株式交換を実施することを予定しているとのことです。

5【役員が所有する株券等の数及び当該株券等に係る議決権の数】

氏名	役職名	所有株式数（株）	議決権の数（個）
野澤 克巳	代表取締役会長兼社長	238,984	2,389
岩本 一也	取締役	45,400	454
樋口 弘司	取締役 管理部長	35,700	357
野澤 竹志	取締役	49,700	497
郷倉 正人	取締役	0	0
園川 勝美	常勤監査役	0	0
野澤 二三朝	監査役	93,072	930
柳岡 茂	監査役	0	0
計	—	462,856	4,627

（注１） 役名、職名、所有株式数及び議決権の数は本書提出日現在のものです。

（注２） 取締役郷倉正人は、社外取締役であります。

（注３） 常勤監査役園川勝美及び監査役柳岡茂は、社外監査役であります。

6【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。

7【会社の支配に関する基本方針に係る対応方針】

該当事項はありません。

8【公開買付者に対する質問】

該当事項はありません。

9【公開買付期間の延長請求】

該当事項はありません。

以 上