

## 【表紙】

【提出書類】 意見表明報告書

【提出先】 関東財務局長

【提出日】 2026年2月16日

【報告者の名称】 株式会社ワットマン

【報告者の所在地】 神奈川県横浜市旭区鶴ヶ峰本町一丁目27番13号

【最寄りの連絡場所】 神奈川県横浜市旭区鶴ヶ峰本町一丁目27番13号

【電話番号】 045(959)1100(代表)

【事務連絡者氏名】 常務取締役 小松 創

【縦覧に供する場所】 株式会社ワットマン  
(神奈川県横浜市旭区鶴ヶ峰本町一丁目27番13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、株式会社ワットマンをいいます。
- (注2) 本書中の「公開買付者」とは、IAPF3株式会社をいいます。
- (注3) 本書中の記載において計数が四捨五入又は切捨てされている場合、合計として記載される数値は計数の総和と必ずしも一致しません。
- (注4) 本書中の「法」とは、金融商品取引法(昭和23年法律第25号。その後の改正を含みます。)をいいます。
- (注5) 本書の提出に係る公開買付け(以下「本公開買付け」といいます。)は、法で定められた手続及び情報開示基準に従い実施されるものです。
- (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 IAPF3株式会社

所在地 東京都港区虎ノ門五丁目13番1号 虎ノ門40MTビル 5階

## 2 【公開買付者が買付け等を行う株券等の種類】

普通株式

## 3 【当該公開買付けに関する意見の内容、根拠及び理由】

### (1) 意見の内容

当社は、2026年2月13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の決議をいたしました。

なお、上記取締役会決議は、公開買付者が当社の普通株式(以下「当社株式」といいます。)の全て(ただし、本応募合意株式(以下に定義します。以下同じです。)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を行うことを企図していること、及び当社株式が上場廃止となる予定であることを前提として行われたものです。また、上記取締役会決議は、下記「(6) 本公開買付け価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置」の「当社における利害関係を有しない取締役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

本項の記載のうち、公開買付者に関する記載については、公開買付者から受けた説明に基づいております。

#### 本公開買付けの概要

公開買付者は、本公開買付けを通じた当社株式の取得等を主な目的として、2026年1月19日に設立された株式会社とのことです。本書提出日現在、公開買付者の発行済株式(自己株式を除きます。)の全てをIAパートナーズ株式会社(その関係会社及びその他の関連事業体を含め、以下「IAパートナーズ」といいます。)が管理を行うIAパートナーズ1号投資事業有限責任組合(以下「IAパートナーズ・ファンド(日本)」といいます。)が所有しているとのことです。

なお、本書提出日現在、IAパートナーズ、IAパートナーズ・ファンド(日本)及び公開買付者(以下、総称して「公開買付者グループ」といいます。)は、当社株式を所有していないとのことです。

IAパートナーズは、2021年3月に設立された、プライベートエクイティ投資及びその関連業務全般を行う投資会社とのことです。IAパートナーズ・ファンド(日本)の運用を2022年3月より開始し、ダイヤソルト株式会社(食用塩の製造)、堺化学工業株式会社(無機粉体化学品の製造)、ススムホールディングス株式会社(チップ抵抗器の製造)、株式会社エフエフティ(シリコンウェハの再生加工)、内外トランスライン株式会社(国際貨物の輸送)及び株式会社ナオヨシ(三温度帯物流サービスの運営)への投資を実行してきたとのことです。

IAパートナーズは、「Invest and Associate as a Partner - 信頼されるパートナーとして共に英知を結集し、ステークホルダーの多様なニーズに応え、投資先企業の持続的成長に貢献する」をパーパスとし、投資先企業の持続的成長への支援を通じた社会全体への貢献を目指しているとのことです。そしてこの実現に向けて、「投資先企業がステークホルダーである顧客、従業員、取引先、社会、株主への提供価値を中長期的にバランスよく成長させていくことを優先し、投資期間を超えた持続的な成長を支援する」ことを目指す「ステークホルダー投資」を基本理念に据えた投資業務を行っているとのことです。また、長年に亘り投資知見を蓄積してきた投資プロフェッショナル集団を強みに、投資先企業の持続的成長と投資収益の両立を強く意識した投資活動を行っていくとのことです。

今般、公開買付者は、株式会社東京証券取引所(以下「東京証券取引所」といいます。)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、本不応募合意株式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ための取引(以下「本取引」といいます。)の一環として、2026年2月13日付で本公開買付けを実施することを決定したとのことです。

本取引は、いわゆるマネジメント・バイアウト(MBO)(注1)に該当し、本取引後も継続して、当社の主要株主かつ筆頭株主であり当社の代表取締役社長である川畑泰史氏(以下「川畑泰史氏」といいます。)(所有する当社株式の数：1,792,000株(注2)、所有割合(注3)：20.48%)が当社の代表取締役社長として、当社の取締役である渡邊匡氏(以下「渡邊匡氏」といいます。)(所有する当社株式の数86,104株：(注4)、所有割合：0.98%)が当社の取締役として、当社の事業成長に向けた経営全般にあたることを予定しているとのことです。

(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) 川畑泰史氏が所有する当社株式の数には、当社の譲渡制限付株式報酬制度に基づき、当社の取締役に付与された当社の譲渡制限付株式(以下「本譲渡制限付株式」といいます。)908,000株(所有割合：10.38%)が含まれているとのことです。以下、川畑泰史氏の所有する当社株式の数について同じとのことです。

(注3) 「所有割合」とは、当社が2026年2月13日付で公表した「2026年3月期 第3四半期決算短信〔日本基準〕(連結)」(以下「当社第3四半期決算短信」といいます。)に記載された2025年12月31日現在の当社の発行済株式総数(9,094,832株)から、同日現在の当社が所有する自己株式数(345,813株)を控除した株式数(8,749,019株、以下「本基準株式数」といいます。)に対する割合(小数点以下第三位を四捨五入。以下、所有割合の計算において同じです。)をいいます。

(注4) 渡邊匡氏が所有する当社株式の数には、本譲渡制限付株式61,600株(所有割合：0.70%)及び役員持株会を通じて間接的に所有する7,704株(小数点以下切捨て)(所有割合：0.09%)が含まれているとのことです。以下、渡邊匡氏の所有する当社株式の数について同じとのことです。

本公開買付けの実施にあたり、公開買付者は、2026年2月13日付で、川畑泰史氏及び川畑泰史氏の配偶者であり当社の第6位株主(順位については当社が2025年11月14日に提出した第50期半期報告書に記載の順位です。以下同じです。)である川畑遥氏(以下「川畑遥氏」といい、川畑泰史氏と総称して「本不応募合意株主」といいます。)との間で、基本契約(以下「本基本契約」といいます。)を締結し、川畑泰史氏が所有する当社株式1,792,000株(所有割合：20.48%)の全て及び川畑遥氏が所有する当社株式320,184株(所有割合：3.66%)の全て(本不応募合意株主が所有する当社株式の数の合計：2,112,184株、所有割合の合計：24.14%、以下「本不応募合意株式(川畑氏)」)について本公開買付けに応募しない旨、本公開買付けが成立した場合には、当社の株主を公開買付者及び本不応募合意株主のみとし、当社株式を非公開化するための一連の手続(以下「本スクイーズアウト手続」といいます。)として実施される本株式併合(下記「(5) 本公開買付け後の組織再編等の方針(いわゆる二段階買収に関する事項)」において定義します。以下同じです。)の承認に係る当社の株主総会において、本スクイーズアウト手続に関連する各議案に賛成する旨を合意しているとのことです。

また、本公開買付けの実施にあたり、公開買付者は、2026年2月13日付で、渡邊匡氏との間で、公開買付けに関する契約書(以下「本公開買付け契約(渡邊氏)」)を締結し、渡邊匡氏が所有する本譲渡制限付株式及び役員持株会を通じて間接的に所有する当社株式以外の当社株式16,800株(所有割合：0.19%)について本公開買付けに応募する旨、渡邊匡氏が所有する本譲渡制限付株式61,600株(所有割合：0.70%、以下、本不応募合意株式(川畑氏)と併せて「本不応募合意株式」といいます。)の全てについて本公開買付けに応募しない旨、本公開買付けが成立した場合には、本株式併合の承認に係る当社の株主総会において、当該本譲渡制限付株式に関し、本スクイーズアウト手続に関連する各議案に賛成する旨、本スクイーズアウト手続の完了後に実施予定の本合併(以下に定義します。以下同じです。)の効力発生後速やかに、渡邊匡氏が本取引を通じて交付される金銭の額(税引き後)を基礎として渡邊匡氏及び公開買付者が別途合意する金額を出資し、公開買付者の発行する普通株式を引き受ける旨(以下「本再出資(渡邊氏)」)を合意しているとのことです(注5)。なお、本再出資(渡邊氏)後の渡邊匡氏の公開買付者の株式に対する所有割合は、現時点で未定とのことです。

(注5) 本再出資(渡邊氏)における公開買付け者の普通株式1株当たりの払込価額を決定する前提となる当社株式の評価は、本公開買付けにおける買付け等の価格(以下「本公開買付け価格」といいます。)と同一の価格(ただし、本株式併合における当社株式の併合の割合に基づき形式的な調整を行う予定とのことです。)にする予定であり、本公開買付け価格よりも有利な条件が設定されているものではないとのことです。また、本再出資(渡邊氏)は、本取引後も継続して、当社の取締役として、当社の事業成長に向けた経営全般にあたることを予定している渡邊匡氏により行われるものであり、本公開買付けへの応募の可否とは独立して検討されたものであることから、公開買付け価格の均一性規制(法第27条の2第3項)の趣旨に抵触するものではないと考えているとのことです。

なお、本譲渡制限付株式は、その割当契約書において、譲渡制限期間中に、株式の併合(当該株式の併合により付与対象者が有する本譲渡制限付株式が1株に満たない端数のみとなる場合に限り、)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、株式の併合の効力発生日(以下「本スキー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場合に限り、)には、当社取締役会の決議により、本譲渡制限付株式の全部について、本スキー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こととされているため、本スキーズアウト手続として実施される本株式併合の効力発生日の前営業日の直前時をもって本譲渡制限付株式の譲渡制限が解除されることとなるとのことです。もっとも、本取引後も川畑泰史氏が継続して当社の代表取締役社長として事業成長に向けた経営全般にあたることを予定しているところ、これまでに川畑泰史氏に対して付与した本譲渡制限付株式について譲渡制限を引き続いて課すことが、当社の企業価値の持続的な向上を図るインセンティブを与えることにつながるとの判断により、本臨時株主総会(下記「(5) 本公開買付け後の組織再編等の方針(いわゆる二段階買収に関する事項)」において定義します。以下同じ)において承認を得ることを条件として、川畑泰史氏との間で割当契約書の変更契約を締結し、川畑泰史氏が本取引後も引き続き本譲渡制限付株式の全部又は一部を継続所有する予定であり、本取引後に実施される予定の本合併に伴い、当該継続所有された本譲渡制限付株式の対価として交付される本合併後の吸収合併存続会社の株式に関しても、同様の譲渡制限が課される予定であるとのことです。

また、公開買付け者は、本公開買付けの実施にあたり、2026年2月13日付で、当社の主要株主かつ第2位株主である株式会社ハードオフコーポレーション(以下「ハードオフコーポレーション」といいます。)(所有する当社株式の数：1,288,800株、所有割合：14.73%)との間で、公開買付け応募契約(以下「本応募契約(ハードオフコーポレーション)」)と締結し、その所有する当社株式の全てについて、本公開買付けに応募する旨を合意しているとのことです。

さらに、公開買付け者は、本公開買付けの実施にあたり、2026年2月13日付で、いずれも当社の創業家である、(a)当社の第4位株主である渡邊未来氏(所有する当社株式の数：344,984株、所有割合：3.94%)、(b)当社の第5位株主である堀内裕紀氏(所有する当社株式の数：344,888株、所有割合：3.94%)、(c)当社の第7位株主である浜佐万葉氏(所有する当社株式の数：292,490株、所有割合：3.34%)、(d)当社の第8位株主である江木麻紀氏(所有する当社株式の数：294,072株、所有割合：3.36%)、(e)清水一郷氏(所有する当社株式の数：232,512株、所有割合：2.66%)、(f)清水とも子氏(所有する当社株式の数：140,360株、所有割合：1.60%)、(g)田中玲子氏(所有する当社株式の数：203,536株、所有割合：2.33%)及び(h)田中和雄氏(所有する当社株式の数：134,656株、所有割合：1.54%)(以下、総称して「本応募合意株主(創業家)」といい、ハードオフコーポレーションと併せて「本応募合意株主」といいます。))との間で、公開買付け応募契約(以下、総称して「本応募契約(創業家)」といい、このうち江木麻紀氏との間の公開買付け応募契約を「本応募契約(江木氏)」)と締結し、本応募合意株主(創業家)は、所有する当社株式の全て(本応募合意株主(創業家)が所有する当社株式の数の合計：1,987,498株、所有割合の合計：22.72%)について本公開買付けに応募する旨を合意しているとのことです(注6)。なお、渡邊匡氏及び本応募合意株主が本公開買付けに応募する旨の合意をしている当社株式の数の合計は3,293,098株(所有割合：37.64%、以下「本応募合意株式」といいます。))となるとのことです。

本基本契約、本公開買付け契約(渡邊氏)、本応募契約(ハードオフコーポレーション)及び本応募契約(創業家)の詳細につきましては、下記「(7) 本公開買付けに係る重要な合意に関する事項」をご参照ください。

以上のほか、公開買付者は、当社が、2026年2月13日開催の当社取締役会において、本公開買付けに賛同する旨の意見を表明するとともに、当社の株主の皆様に対して、本公開買付けへの応募を推奨することを決議しており、当該決議に際しては、利益相反を回避する観点から決議に参加していない川畑泰史氏及び渡邊匡氏を除く取締役全員が賛成の議決権を行使しており、また、上記の当社取締役会には、当社の監査役3名全員が出席し、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いることから、当社株式を所有する当社の取締役(川畑泰史氏及び渡邊匡氏を除きます。)及び監査役は、それぞれが所有する当社株式の全て(ただし、本譲渡制限付株式を除きます。)14,400株(所有割合:0.16%)を本公開買付けに応募することを見込んでいたと見込んでいます。

(注6) ただし、江木麻紀氏は、本応募契約(江木氏)において、公開買付け期間の開始日以降、速やかに、所有する当社株式の全てを本公開買付けに応募することが実務上可能か否かを確認し、応募を行うことが実務上可能であると確認できた場合には、所有する当社株式の全てについて本公開買付けに応募し、応募を行うことが実務上可能であると確認できなかった場合には、所有する当社株式の全てについて、本公開買付けに応募しない旨を合意しているとのことです。

本公開買付けにおいては、公開買付者は、買付予定数の下限を3,592,600株(所有割合:41.06%)と設定しており、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(3,592,600株)に満たない場合は、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全て(ただし、本応募合意株式及び当社が所有する自己株式を除きます。)を取得することにより、当社株式を非公開化することを企図しておりますので、買付予定数の上限は設定しておらず、応募株券等の数の合計が買付予定数の下限(3,592,600株)以上の場合は、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(3,592,600株)は、本基準株式数(8,749,019株)に係る議決権の数(87,490個)に3分の2を乗じた数(58,327個、小数点以下を切上げ)から、本応募合意株式(2,173,784株)に係る議決権の数(21,737個)及び本譲渡制限付株式(既に本応募合意株式に含まれている川畑泰史氏及び渡邊匡氏が所有する本譲渡制限付株式を除きます。)66,400株(所有割合:0.76%)に係る議決権の数(664個)を控除した議決権の数(35,926個)に、当社の単元株式数(100株)を乗じた株式数(3,592,600株)としているとのことです(注6)。

かかる買付予定数の下限を設定したのは、公開買付者は、本公開買付けにおいて、当社株式の非公開化を目的としているところ、下記「(5) 本公開買付け後の組織再編等の方針(いわゆる二段階買収に関する事項)」に記載する本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ことから、本取引を確実に遂行すべく、本公開買付け成立後に公開買付者及び本応募合意株主が所有する議決権の数並びに当社の取締役(本応募合意株主である川畑泰史氏を除きます。)が所有する本譲渡制限付株式に係る議決権の数の合計が、当社の総株主の議決権の数の3分の2以上となるように設定したものと見込んでいます。なお、江木麻紀氏の所有する当社株式の全て(所有する当社株式の数:294,072株、所有割合:3.36%)について、本公開買付けに応募しないことが確定した場合には、当該当社株式の数だけ、公開買付け期間(以下に定義します。以下同じです。)中に買付予定数の下限を引き下げる可能性があるとのことです。

(注7) 本譲渡制限付株式に関しては、譲渡制限が付されていることから本公開買付けに応募することはできませんが、2026年2月13日開催の当社取締役会において、当社は上場廃止を前提とした本取引の一環として実施される本公開買付けに賛同の意見を表明することを決議しており、当該決議に際しては、本譲渡制限付株式を割り当てられている取締役のうち、利益相反を回避する観点から決議に参加していない川畑泰史氏及び渡邊匡氏を除く取締役全員が賛成の議決権を行使していることから、本譲渡制限付株式を所有する当社の取締役(川畑泰史氏及び渡邊匡氏を除きます。)は、本公開買付けが成立した場合には、本スクイズアウト手続として実施される本株式併合の承認に係る当社の株主総会において、本スクイズアウト手続に関連する各議案に賛成することを見込んでいたとのことです。また、川畑泰史氏及び渡邊匡氏に関しては、上記のとおり、本公開買付けが成立した場合には、本株式併合の承認に係る当社の株主総会において、当該本譲渡制限付株式に関し、本スクイズアウト手続に関連する各議案に賛成する旨を合意しているとのことです。したがって、買付予定数の下限を考慮するに際して、本譲渡制限付株式に係る議決権の数を控除しているとのことです。

なお、公開買付者は、本公開買付けにおいて、いわゆる「マジョリティ・オブ・マイノリティ(Majority of Minority)」の買付予定数の下限を設定すると、本公開買付けの成立を不安定なものとし、かえって本公開買付けに応募することを希望する当社の一般株主の利益に資さない可能性もあるものと考え、本公開買付けにおいて「マジョリティ・オブ・マイノリティ(Majority of Minority)」の買付予定数の下限は設定していないとのことです。

また、本公開買付けの決済後、2026年4月30日までに、川畑泰史氏の配偶者である川畑遥氏は、その所有する当社株式の全て(320,184株、所有割合：3.66%)を川畑泰史氏に対して貸し付ける(以下「本貸株取引」といいます。)予定とのことです(注7)。

(注7) 具体的には、川畑遥氏が所有する当社株式を川畑泰史氏に集約し、川畑泰史氏の所有割合を高めることによって、本スクイーズアウト効力発生日において、公開買付者以外に、川畑泰史氏が所有する当社株式の数以上の当社株式を所有する当社の株主が存在することを可及的に避け、本スクイーズアウト手続の安定性を高めるため、川畑遥氏が、本貸株取引における貸主となり、所有する当社株式の全てを川畑泰史氏へ貸し出すこと、並びに、本貸株取引における借主となった川畑泰史氏が、貸主に対して、本株式併合の効力発生後、本貸株取引を解消し、当該借り受けた当社株式の全てを返還することを通じて、本不応募合意株主が本スクイーズアウト手続後も当社株式を継続して所有することを実現する予定とのことです。また、川畑泰史氏が、借り受けた当社株式と同等の価値の当社株式を返還できるようにするため、公開買付者は、当社に対して、公開買付者の別途指定する基準日及び割合(株式分割における分割比率は、本株式併合における併合比率の逆数となる比率に設定する予定とのことです。)をもって、当社株式の分割を行うことを要請する予定とのことです。具体的日程等の詳細については本書提出日現在未定とのことです。なお、貸株料等の条件は本書提出日現在未定とのことです。貸株料が有償となった場合又は無償となった場合のいずれの場合でも、本貸株取引は、各株式貸借契約を締結する日以前1年以上継続して法第27条の2第7項第1号に定める形式的特別関係者の関係にある者との間で行われることが想定されているため、法第27条の2第1項但書に定める「適用除外買付け等」に該当することになるとのことです。

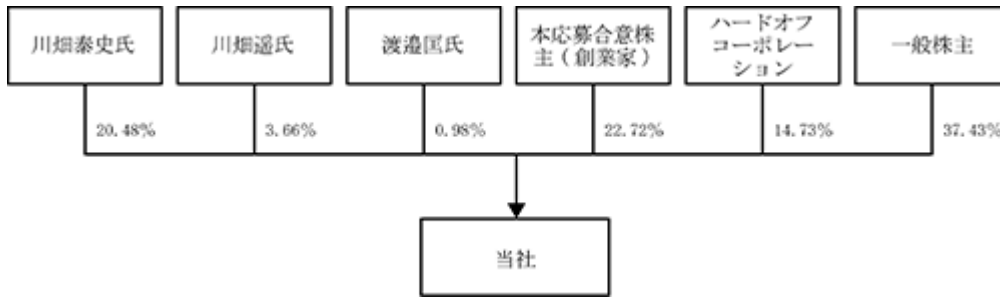
公開買付者は、本公開買付けが成立した場合、本公開買付けの決済の開始日の前営業日前までにIAパートナーズ・ファンド(日本)から2,660,000千円を上限として出資を受け、また、IAパートナーズがサービス提供を行うケイマン諸島法に基づき組成された免除リミテッド・パートナーシップ(Exempted Limited Partnership)であるStakeholder Investment Private Equity Fund LP(以下「IAパートナーズ・ファンド(ケイマン)」といい、IAパートナーズ・ファンド(日本)と併せて「IAP」と総称します。)から840,000千円を上限として出資を受けるとともに、株式会社横浜銀行(以下「横浜銀行」といいます。)からの借入れ(以下「本銀行融資」といいます。)により本公開買付けを含む本取引に要する資金を賄うことを予定しており、本公開買付けの成立等を条件として、本公開買付けの決済の開始日の前営業日までに本銀行融資を受けることを予定しているとのことです。なお、本銀行融資に係る融資条件の詳細は、横浜銀行と別途協議の上、本銀行融資に係る融資契約において定める予定とのことです。

さらに、公開買付者は本不応募合意株主との間で、本基本契約において、本不応募合意株主が所有する当社株式を公開買付者の株式とすること等を目的として、公開買付者を吸収合併存続会社、当社を吸収合併消滅会社とする吸収合併(以下「本合併」といいます。)を実施することを合意しているとのことです。本合併は、公開買付者の株式価値及び当社の株式価値を踏まえて公開買付者が合理的に算定する合併比率に基づいて本スクイーズアウト手続の完了後に行うことを想定しており、また、IAPが所有することとなる公開買付者の議決権の割合は、総議決権数の50.1%以上とすることを想定しているとのことです。また、公開買付者は、当社の経営理念を共有する創業家において、引き続き当社の株主として当社の経営を支援・支持してもらうことに意義があると考えていることから、本不応募合意株主(創業家)との間で、公開買付者に対する再出資(以下「本再出資(創業家)」といいますが。)の有無とその手法等に関して協議を行っておりますが、本書提出日時点において、当該協議を継続しているとのことです(注8)。なお、本再出資(創業家)を行うこととなった場合には、IAPとの間で株主間契約を締結する可能性があるとのことです。現時点ではその具体的内容は未定とのことです。

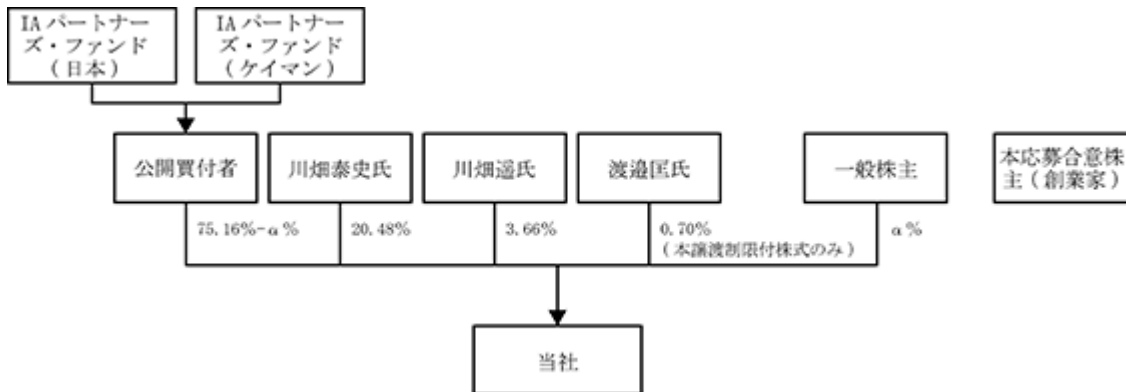
(注8) 仮に、本再出資(創業家)を実施する場合でも、本再出資(創業家)における公開買付者の普通株式1株当たりの払込価額を決定する前提となる当社株式の評価は、本公開買付価格と同一の価格(ただし、本株式併合における当社株式の併合の割合に基づき形式的な調整を行う予定です。)にする予定であり、本公開買付価格よりも有利な条件が設定されているものではないとのことです。また、本再出資(創業家)は、本公開買付けへの応募の可否とは独立して検討される予定であることから、公開買付価格の均一性規制(法第27条の2第3項)の趣旨に抵触するものではないと考えているとのことです。

以下は、本取引の概要を図示したものです。

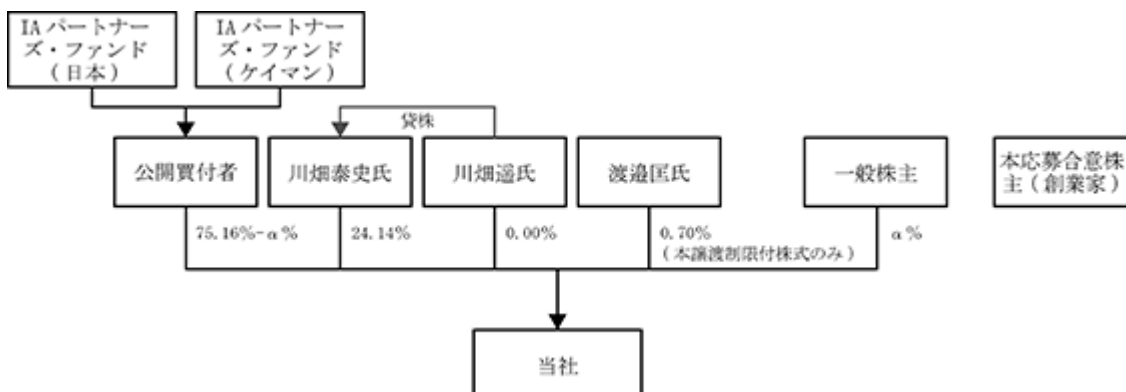
・ 本公開買付けの実施前(現状)



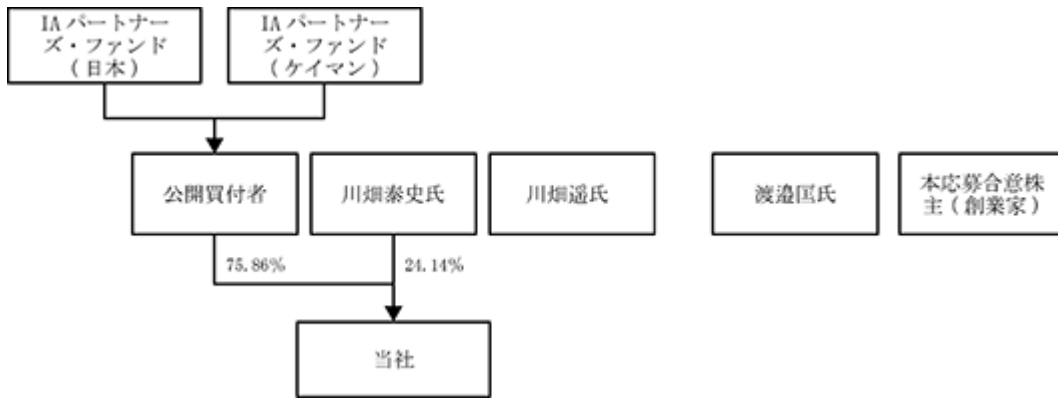
・ 本公開買付けの決済後



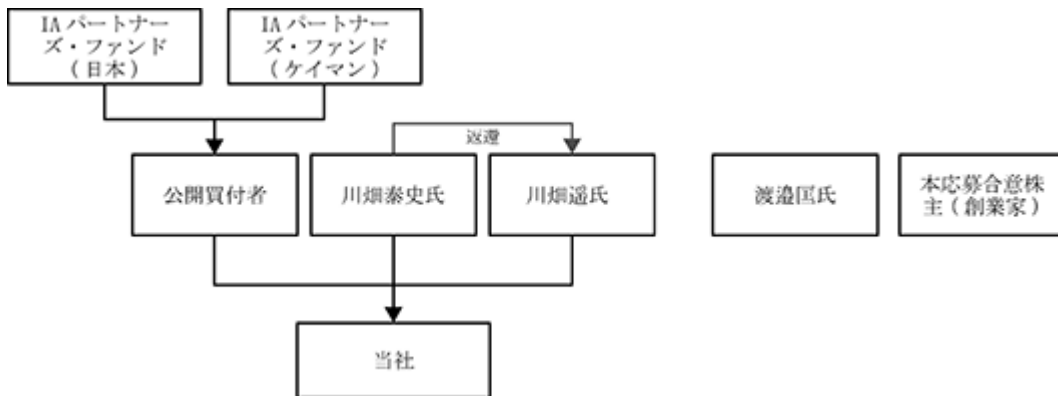
・ 本貸株取引



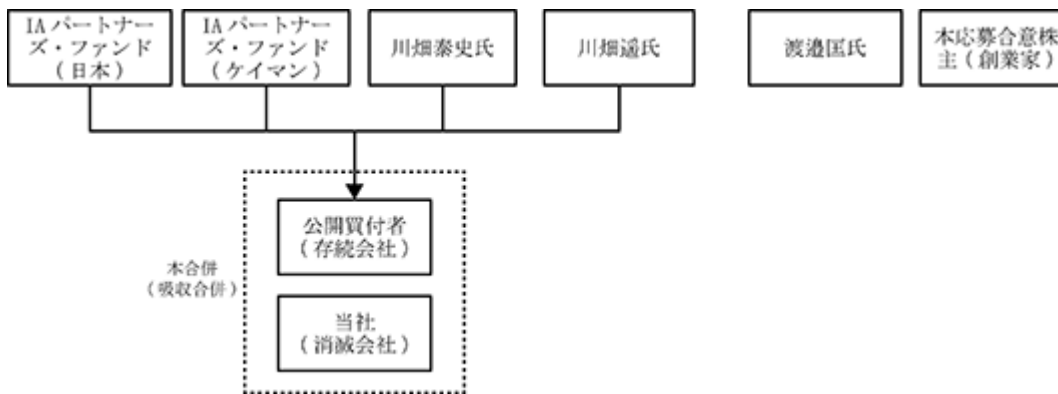
・ 本株式併合後



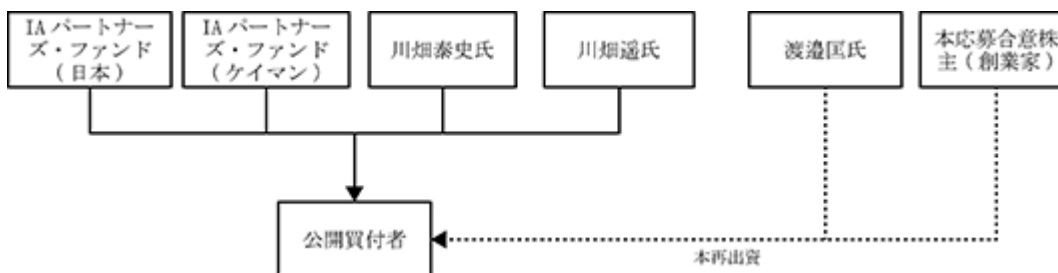
・ 本株式分割及び本貸株取引の解消



・ 本合併



・ 本再出資(渡邊匡氏との間では、本合併の効力発生後直ちに、本再出資(渡邊氏)を行うことを合意しているとのことです。本応募合意株主(創業家)との間では、本再出資(創業家)の有無とその手法等に関して協議を行っているとのことです。が、本書提出日時点において、当該協議を継続しているとのことです。)





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

当社は、1978年9月に株式会社電化センターシミズとして設立されました。当社はその後1989年9月に株式会社シミズデンキとの合併を経て、1990年4月に社名を「株式会社ワットマン」に変更し、2002年3月にハードオフ/オフハウス横浜上郷店を開店し、リユース品の小売業(以下「リユース事業」といいます。)へ参入いたしました。また、当社株主は、1992年7月に日本証券業協会に店頭登録された後、2004年12月に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。)に上場いたしました。その後、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。)によるジャスダック証券取引所の吸収合併及び2013年7月に行われた東京証券取引所と大阪証券取引所の現物市場の統合に伴い、東京証券取引所JASDAQ市場への上場を経て、現在は、2022年4月に実施された東京証券取引所の市場区分見直しに伴い、東京証券取引所スタンダード市場に上場しております。

現在、当社及び当社の関係会社は、当社及び当社の連結子会社(株式会社ホビーサーチ(以下「ホビーサーチ」といいます。))及びWATT MANN(THAILAND) CO.,LTD.)の計3社(以下「当社グループ」といいます。)で構成されており、リユース事業と新品のEC小売業(以下「新品EC事業」といいます。)を主な事業としています。当社がリユース事業、ホビーサーチが新品EC事業を行っています。

当社グループの事業内容は、以下のとおりです。

#### (ア) リユース事業

リユース事業は、「総合リユース事業」「スピンオフ事業」「海外事業」の3つの事業から構成されており、3つの事業が有機的に連携し、それぞれが他事業の成長を相互に補完する構造となっております。当社は、顧客から持ち込んでいただいた物品については、ジャンルや状態にかかわらず買取を実施する「トコトン買取」を理念とし、地球環境に優しい循環型社会の実現を目指しています。リユース事業では、神奈川県に展開している店舗で商品の買取を行い、クリーニングをほどこした上で消費者に販売しております。2002年3月にリユース事業へ参入した際にハードオフコーポレーションと締結したフランチャイズ契約を2013年5月に解消した後は、2013年6月にワットマンテック、ワットマンスタイル、ブックオフの3業態となり、2018年4月よりカウマン、2020年3月よりワットマンホビー/Game Station、2020年11月よりSPO&CAM、2021年6月よりワットマンカメラが加わり、合計7業態となっております。各事業及び業態における主な販売品目は、以下のとおりです。

##### (1) 総合リユース事業

総合リユース事業では、幅広いジャンル及び価格帯の商品を取り扱う大型店舗を展開しており、以下の2業態で構成されております。

- ・ワットマンテック：パソコン・テレビ・冷蔵庫・楽器など
- ・ワットマンスタイル：洋服、バッグなどの服飾雑貨・貴金属・ギフト商品など

##### (2) スピンオフ事業

スピンオフ事業では、特定の商品に特化した店舗を出店することで、買取及び販売の双方における専門性の向上を目指しており、以下の5業態で構成されております。

- ・ブックオフ(注1)：書籍、ビデオテープ、CD、ゲームソフト、DVDなど
- ・カウマン：高級オーディオ、ロードバイク
- ・ワットマンホビー/Game Station：ゲーム、フィギュア、トレカなど
- ・SPO&CAM：スポーツ、アウトドア
- ・ワットマンカメラ：カメラ本体・周辺商品

(注1) 当社はブックオフコーポレーション株式会社とフランチャイズ契約を締結しており、当該契約に基づいてフランチャイズチェーン店の営業を行っております。

### (3) 海外事業

海外事業では、商品の状態などの要因で国内ではリユースが難しい商品を、東南アジア(タイ、カンボジアなど)へ輸出することで再リユースを行っております。海外での流通販路を確保することで、当社の理念である「トコトン買取」を支えるとともに、グローバル循環型経済の形成への貢献を目指しております。

リユース事業における強みは、神奈川県へのドミナント出店(注2)による安定収益の確保、当社の理念である「トコトン買取」(注3)を支える買取のオペレーションと、買取から輸出、販売までを一貫して行い、中間コストを排除したグローバル再リユースの仕組みの主に2つと認識しております。具体的には、車での来店が可能なロードサイドへ大型店舗を出店する余地の多い神奈川県に集中して出店を行うことで、買取量及び売上高を増加させるだけでなく、人員の融通や海老名買取センターを利用した在庫商品の集約といった経営資源の集中を可能にしております。加えて、「トコトン買取」は、海老名買取センターから当社独自の海外への輸送ルートを用いることで、廃棄業者や物流業者へ支払う中間コストを排除した形でグローバル再リユースを行うことができるため、国内では販売が難しく、同業他社では買取が難しい商品にも値段を付けた買取を可能にしております。

(注2) 「ドミナント出店」とは、特定の地域に集中的に店舗を展開し、当該地域における認知度向上やシェア拡大を目指しつつ、経営資源を集中投下することで、効率的な経営を行う戦略のことです。

(注3) 「トコトン買取」とは、当社のリユース事業における事業理念であり、「大きなものから、小さなものまで」、「高額品から、低額品まで」、「未使用品から、一部壊れたものまで」をスローガンに、幅広い商品を取り扱うことで買取力を強化し、競争優位性を確保することをいいます。

### (イ) 新品EC事業

新品EC事業においては、主に問屋から仕入れた新品ホビー商品を自社ECサイトである「ホビーサーチ」を通じて、国内外の個人顧客へ販売しております。ホビーサーチではフィギュア、プラモデル、鉄道模型、キャラクターグッズなど、幅広いジャンル及び価格帯の商品を取り扱っております。ホビーサーチはEC黎明期である1999年からサービスを展開している老舗ECサイトの一つと認識しており、業界トップクラスの商品数や、豊富な商品情報を通じた付加価値の提供により、安定した顧客基盤を構築できていることが強みと考えております。直近は、著名なイラストレーターとコラボレーションした自社オリジナル商品の展開も開始し、さらなる成長に向け、新しい試みを続けております。

当社はこのような事業体制の下、経済的価値と社会的価値の双方を高めることで、長期的な企業価値向上を目指しております。具体的には、以下の取り組みを推進してきました。

#### イ) オーガニック成長戦略

総合リユース事業では、大型店の出店による規模拡大と、当社の理念である「トコトン買取」を通じた既存店の競争力強化を図り、安定的な成長と確実な利益の創出を目指しております。スピンオフ事業では、総合リユース事業から特定の商材を独立させて専門性を高めることで、買取・販売の強化を図っております。また、海外事業では、国内での再利用が難しい商材を海外市場で再流通させることにより、収益性の改善と国内買取力の強化を両立しております。

新品EC事業においては、顧客に満足いただき、リピーターとなっていただけるような、高品質の追及を目指しております。ホビーサーチが持つ業界トップクラスの品揃えと豊富な商品情報という強みを活かして、SEO(注4)に強いIECサイトを構築し、オンライン市場における競争優位性を確立しております。今後は、さらなる成長を実現するため、各種マーケティング施策の実行、仕入先である問屋等とのリレーション強化を通じて、収益力の拡大を図ってまいります。また、マーケティング施策と仕入先とのリレーション強化の両輪を担うインフラ機能として、商品在庫の状況をタイムリーに反映できるような、システム基盤の強化も検討しております。

(注4) 「SEO」とは、「Search Engine Optimization」の略であり、検索エンジンで、自社のWebサイトやページが検索結果の上位に表示されるように、サイトの構造やコンテンツを改善・最適化する一連の取り組みのことを指します。

## ロ) インオーガニック成長戦略

非連続な成長を実現する手段として、M&Aの積極的な活用を検討しております。2021年7月にはM&Aによってホビーサーチをグループに迎え、さらなる成長を図ってまいりました。「既存のオーガニック事業領域と明確なシナジーを創出できる案件」又は「当社が有するスキルやノウハウにより確実なバリューアップが見込める案件」を重点的に推進し、成長速度の加速を図っております。

当社が中長期的な企業価値向上を実現するためには、「オーガニック成長戦略」としてのリユース事業における新規出店やEC新品事業におけるマーケティング施策の実行、仕入先である問屋等とのリレーション強化、「インオーガニック成長戦略」として、リユース事業や、メーカーとのパイプを有する問屋等のEC新品事業の周辺領域等、当社グループとの明確なシナジーが創出でき、バリューアップが可能な会社や事業を対象としたM&Aといった新規投資の推進が必要であると考えております。

一方、当社グループを取り巻く環境は急速かつ大きく変化しつつあるものと認識しております。特に、近年は少子高齢化や労働市況の変化に伴う人手不足が大きな問題となっており、当社においても重要な経営課題であるとの課題意識を持っております。現在、当社では、経営陣及び幹部従業員の人手不足により、経営陣及び幹部従業員が広範な業務領域をカバーすることを強いられております。例えば、株式を上場していることに伴い、経営陣や幹部従業員が有価証券報告書や適時開示、株主総会などのIR対応に追われ、事業運営や投資戦略に関する検討時間を十分に確保できない状態が続いております。このように人的リソースのひっ迫により、「オーガニック成長戦略」における新規出店や、「インオーガニック成長戦略」におけるM&Aといった、成長投資の検討が進まない状況が続いております。また、リユース事業の実店舗においても、店舗運営を担う人材の採用・育成が十分でないという課題があると認識しております。人材の確保が不十分な状況で新規出店を続けてしまうと、既存店舗の人員を新規店舗へ配置換えする必要が生じ、結果として既存店舗の運営体制が脆弱化してしまう懸念があると考えております。こうした懸念が存在するため、現在、当社は新規出店ペースの制限を強いられております。これらの人的リソースのひっ迫や実店舗での人手不足は、新規投資の停滞・制限を通じて、当社の将来的な成長機会の逸失に繋がっているものと認識しております。

加えて、新品EC事業においても、円安などのマクロ環境に伴う仕入価格の上昇や米国の関税政策による海外向け売上高の低下が想定されており、事業環境の見通しは以前よりも不透明になっていると認識しております。このような不安定な業界環境においては、マーケティング強化などを通じた、より強い販売体制の構築が必要であると考えております。一方で、当社にはマーケティング領域に知見を持った経営陣及び幹部従業員が不足しており、今後はこうした専門人材の確保についても必要になってくるものと認識しております。

川畑泰史氏を含む当社の経営陣は、上記の経営課題に対処しながら当社の更なる事業成長及び企業価値向上を実現するためには、当社単独での経営努力に加え、外部の経営資源も活用することが有益であると考えていた中で、2025年3月下旬から同年9月上旬にかけて、川畑泰史氏は、引き続き当社の経営に関与することを前提とした上で、外部の経営資源のいかなる活用方法があるのかを含めて、当社グループの経営施策や最適な資本構成について、株式会社三菱UFJ銀行(以下「三菱UFJ銀行」といいます。)を含む複数の金融機関との間で幅広く意見交換を実施し、その過程を通じて、外部の経営資源となり得る潜在的な外部パートナー候補先としてプライベートエクイティ投資を中心とした業務を行う投資会社(以下「PEファンド」といいます。)合計7社の紹介を受けたとのことです。その後、川畑泰史氏及び渡邊匡氏は、各PEファンドとの間で、今後の事業環境を踏まえた当社の各事業に係る成長戦略や当社への資本参加についての初期的な関心の有無の確認並びにそれぞれの外部パートナー候補先がパートナーとなった場合の本取引のストラクチャー等について、それぞれ面談を実施していたとのことです。その中で、PEファンドの1社として、三菱UFJ銀行よりIAパートナーズの紹介を受け、2025年6月16日、三菱UFJ銀行同席の下、川畑泰史氏、渡邊匡氏及びIAパートナーズとの間で初回面談を実施したとのことです。

川畑泰史氏は、本取引後も継続して、当社の経営に関与することを前提とした場合、当社株式を非公開化することで、資本市場から十分な評価を得ることができず、当社株式の株価が下落し、株式価値を毀損する可能性に左右されることなく、上記の経営課題に対処できることに加えて、上場維持コスト及び上場維持のための業務負担を削減でき、削減した資金やリソースを人的資本や中長期的な成長に投資することが可能となることから、IAパートナーズと共同で当社に対してマネジメント・バイアウト(MBO)を実施することが有力な選択肢の1つであると考えに至ったとのことです。

その後、川畑泰史氏、渡邊匡氏及びIAパートナーズとの間で、2025年6月下旬から同年11月上旬にかけて合計6回に亘り今後の事業環境を踏まえた当社の各事業に係る成長戦略やIAパートナーズが本取引におけるパートナーとなった場合のストラクチャーの検討等についてディスカッションを実施しながら意見交換及び議論を重ねてきたとのことです。

かかる川畑泰史氏、渡邊匡氏及びIAパートナーズとの間の意見交換及び議論を通じ、川畑泰史氏及び渡邊匡氏は、当社の更なる事業成長及び企業価値向上を実現するためには、中長期的な投資判断や持続的な企業価値向上を支える当社の組織・人材体制の再構築に向けた環境の構築が必要であるとそれぞれ認識したとのことです。一方で、本書提出日現在の当社の有する経営資源のみでは中長期的な投資判断や持続的な企業価値向上を支える当社の組織・人材体制の再構築に向けた環境の構築を実現できない可能性があることを再認識し、複数の潜在的な外部パートナー候補先との面談を通じて初期的な関心の有無及び面談を踏まえて初期的な関心を有することが確認できたIAパートナーズを含むPEファンド2社からの具体的な企業価値向上に向けて想定される施策や本取引のストラクチャーに係る提案内容を総合的に比較、検討した上で、IAパートナーズが有する豊富な経験、実績、人材、経営ノウハウを活用し、短期間でそれらを着実に実行できる体制を構築することが当社の企業価値最大化のために最適であるとの考えに至ったとのことです。なお、川畑泰史氏及び渡邊匡氏は、IAパートナーズを除くPEファンド6社とは、その後本取引の検討を進めていないとのことです。

一方で、IAパートナーズは、2025年5月に三菱UFJ銀行より、当社の経営陣がいわゆるマネジメント・バイアウト(MBO)を初期的に検討しており、川畑泰史氏が引き続き当社の経営に関与することを前提とした上で、外部の経営資源のいかなる活用方法があるのかを含めて、当社グループの経営施策や最適な資本構成について検討している旨を聴取し、当社との面談可否について打診を受けたとのことです。IAパートナーズとしても、2021年3月の設立以降、日本国内における投資先を模索する中で、当社の公開情報によれば、当社は祖業である家電量販店時代に蓄積した店舗網や神奈川県内の地域ネットワークを活かし、総合リユース業界において、競争力のあるポジションを確立していると見受けられ、初期的な関心を有したことから、当該打診を受諾の上、2025年6月16日、三菱UFJ銀行同席の下、IAパートナーズ、川畑泰史氏及び渡邊匡氏との間で初回面談を実施したとのことです。

その後、IAパートナーズは、川畑泰史氏及び渡邊匡氏との間で、2025年6月下旬から同年11月上旬にかけて合計6回に亘り今後の事業環境を踏まえた当社の各事業に係る成長戦略やIAパートナーズが本取引におけるパートナーとなった場合のストラクチャーの検討等についてディスカッションを実施してきたとのことです。これらの面談を通じて、IAパートナーズは、総合リユース業界において、当社が有する競争力の源泉を再認識した一方で、リユース事業においては、昨今、競合各社が市場拡大の機会をとらえ、出店攻勢を強めている中、当社としても当該潮流に追従する必要性が足元で急速に高まってきており、そのためには大胆かつスピーディーな意思決定による成長投資(出店及びM&A)が肝要となるとの考えに至ったとのことです。

IAパートナーズとしては、下記の施策が当社の企業価値向上に有効であると考えており、下記の施策を通じて当社グループの更なる事業拡大及び収益性向上を図り、ひいては中長期的な企業価値の最大化に寄与したいと考えているとのことです。

(ア) リユース事業の出店強化

IAパートナーズは、総合リユース店及びカメラ専門店の両業態について出店強化を行うことを考えているとのことです。具体的には、総合リユース店については、神奈川県以外のエリアへの出店、カメラ専門店については、1都3県を中心とした出店強化を行うことを想定しているとのことです。

この点、IAパートナーズは、これまでの投資実績の中でアパレル業界や商業施設オペレーターへの投資を行ってきた経験があり、新規出店における店舗用不動産の開拓や出店戦略の策定に係るノウハウを活用するとともに、経営資源の再分配や経営体制強化、人材獲得・育成に向けた施策を実施することにより、現状の当社の課題である人手不足を抜本的に補強しながら、企業価値の向上に向けた出店計画の蓋然性を高めることに寄与できるものと考えているとのことです。

(イ) リユース事業のロールアップ

IAパートナーズは、総合リユース業界では、ロールアップ(注5)機会が豊富に存在していると考えており、当社の経営資源を活用した自律的な成長戦略のみならず、同業他社との資本・業務提携やM&A等を通じ外部の経営資源を取り込む成長戦略の推進も選択肢になると考えているところ、これらのM&A戦略の構築やターゲットの選定、その後のM&A実務及びM&A後の統合・シナジーの発現までの全てのフェーズにおいて全面的な支援を提供することが可能であると考えているとのことです。IAパートナーズは、これらの支援を通じて、当社グループ単独では相当の期間を要することが見込まれる総合リユース店の神奈川県以外のエリアへの出店強化やブランドイメージの確立をスピード感を持って推し進めることが可能となり、当社の更なる成長戦略の推進を支援することができると考えているとのことです。

(注5) 「ロールアップ」とは、同一又は関連業種の中小企業を複数買収し、一体運営することで規模拡大を図るM&A戦略を指すとのことです。分散していた企業群を統合することで、シナジー創出・コスト削減・交渉力向上等を狙うとのことです。

(ウ) 新品EC事業の拡販

IAパートナーズは、新品EC事業の拡販に向けて「問屋・メーカー連携強化」、「マーケティング強化」、「海外販売強化」という3つの施策を考えているとのことです。その中で、特に「海外販売強化」については、これまで当社が事業拡大を展望しながらも、海外における事業展開・ビジネス戦略に関するノウハウや知見、海外の商習慣や現地での交渉・折衝に深く精通した人材の不足等により取り組むことが難しかった領域を、IAパートナーズが持つ社内外の人脈を活用し、当社に対してかかる人材を派遣・参画させることにより戦略的に補強することが可能であると考えているとのことです。

ただし、IAパートナーズは、当社がリユース業界の再編をリードするにあたっては、経営資源を集中的に投下する必要があり、特にリユース事業における新店舗の開店にあたっては、新店舗の物件や店舗商品及び人員等の調達にかかる多額の先行投資が発生することから、一時的に収益及びキャッシュ・フローが悪化する可能性は否定できず、短期的には新店舗の出店に伴う開業関連費用の増大や人材関連費用等の先行による営業利益や経常利益の悪化といった当社の業績や財務状況に大きな影響を与えるリスクがあるため、当社が上場を維持したまま上記の各施策を実施した場合には、資本市場から十分な評価を得ることができず、当社株式の株価が下落し、株式価値を毀損する可能性があることを認識しているとのことです。

加えて、市場の潮流に追従し、大胆かつスピーディーな意思決定による成長投資を実現するためには、機動的かつ柔軟な意思決定を可能とする体制を構築することが望ましいと考えており、本取引によってかかる体制構築はより柔軟に実施することが可能となると考えているとのことです。

IAパートナーズは、上記の事情を勘案し、当社の一般株主に発生する可能性がある株価の下落による株式価値の毀損を回避しつつも、上記のリユース市場の成長や国内ホビー市場の拡大の潮流に追従し、中・長期的な視点で当社事業の抜本的な強化を推進することができるという点で、当社をこの時期・タイミングで非公開化することが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認識に至ったとのことです。

そこで、IAパートナーズは、2025年11月11日、初期的な意向を表明する提案書(以下「初期的意向表明書」といいます。)を当社へ提出の上、本取引に関する協議を開始し、本取引の実現可能性の精査を目的として当社に対するデュー・ディリジェンスを実施したい旨のほか、IAパートナーズの会社概要や投資実績、IAパートナーズが想定している成長支援の方向性、本取引のストラクチャーとして、IAパートナーズが設立するSPC(特別目的会社)による本公開買付けを通じて、本不応募合意株主の所有する当社株式を除く当社株式を取得し、その後非上場化を行ういわゆるマネジメント・バイアウト(MBO)を検討している旨を説明したとのことです。また、IAパートナーズは、初期的意向表明書の中で、本公開買付価格を900円(提案日の前営業日である2025年11月10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である765円に対して17.65%(小数点以下第三位を四捨五入。以下、プレミアム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755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19.21%、同日までの過去3ヶ月間の終値単純平均値762円に対して18.11%、同日までの過去6ヶ月間の終値単純平均値767円に対して17.34%のプレミアムをそれぞれ加えた価格です。)とする旨の提案を行ったとのことです。

また、IAパートナーズは、当社との本格的な協議を行うにあたり、2025年11月6日、公開買付者グループ、本不応募合意株主、渡邊匡氏、本不応募合意株主及び当社(以下「公開買付関連当事者」と総称します。)から独立したリーガル・アドバイザーとして森・濱田松本法律事務所外国法共同事業を、2025年11月14日、ファイナンシャル・アドバイザーとしてSMBC日興証券株式会社をそれぞれ選任したとのことです。

その後、IAパートナーズは、2025年11月下旬から同年12月下旬まで、本取引の実現可能性の精査を目的として当社に対するデュー・ディリジェンスを実施するとともに、並行して、当社の事業、財務及び将来計画に関する多面的かつ総合的な分析を基に、当社及び社外取締役で構成された独立性を有する本特別委員会(下記「当社が本公開買付けに賛同するに至った意思決定の過程及び理由」において定義します。以下同じです。)との間で、本取引の意義・目的や、本取引によって創出が見込まれるシナジー効果、本取引後の経営体制・事業方針等について複数回に亘り協議を実施したとのことです。

具体的には、IAパートナーズは、2025年12月5日、本特別委員会より、本取引を実施する目的・理由等、本取引後の経営方針及び本取引の手續・条件等について書面で質問を受けたことから、2025年12月16日、本特別委員会に対して、当該質問事項について書面で回答したとのことです。その後、2025年11月下旬から同年12月下旬まで実施した当社の財務・税務、法務及びビジネスに対するデュー・ディリジェンスの結果等を踏まえ、2026年1月15日に当社及び本特別委員会に対して、本取引のストラクチャー及びスケジュールとともに、当社の株主からの応募が期待できる水準として、本公開買付価格を910円(提案日の前営業日である2026年1月14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である744円に対して22.31%、同日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値745円に対して22.15%、同日までの過去3ヶ月間の終値単純平均値750円に対して21.33%、同日までの過去6ヶ月間の終値単純平均値759円に対して19.89%のプレミアムをそれぞれ加えた価格です。)とする旨について、提案したとのことです(以下「2回目提案」といいます。))。

これに対して、IAパートナーズは、2026年1月19日、本特別委員会より、2回目提案における価格は、当社株式の市場株価に一定のプレミアムが付加されているものの、直近及び過去の一定期間の本取引と類似した過去事例におけるプレミアム水準や当社の収益力を踏まえた本源的価値に照らすと、本公開買付けへの賛同表明及び応募推奨を行う上で当社が想定している価格水準から大きく乖離しているとして、本公開買付価格の再検討を要請する旨の回答を受領したとのことです。

その後、IAパートナーズは、2026年1月21日、当社及び本特別委員会に対して、本公開買付価格を930円(提案日の前営業日である2026年1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である743円に対して25.17%、同日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値744円に対して25.00%、同日までの過去3ヶ月間の終値単純平均値750円に対して24.00%、同日までの過去6ヶ月間の終値単純平均値758円に対して22.69%のプレミアムをそれぞれ加えた価格です。)とする旨について、提案したとのことです(以下「3回目提案」といいます。))。

これに対して、IAパートナーズは、2026年1月22日、本特別委員会より、3回目提案における価格は、当社株式の市場株価に一定のプレミアムが付加されているものの、直近及び過去の一定期間の本取引と類似した過去事例におけるプレミアム水準や当社の収益力を踏まえた本源的価値に照らすと、本公開買付けへの賛同表明及び応募推奨を行う上で当社が想定している価格水準から依然として大きく乖離しているとして、本公開買付け価格の再検討を要請するとともに、本取引後にIAパートナーズが実施することを想定している施策による当社の企業価値の向上による影響を次回の提案価格に反映することを求める旨の回答を受領したとのことです。

その後、IAパートナーズは、2026年1月26日、当社及び本特別委員会に対して、本公開買付け価格を945円(提案日の前営業日である2026年1月23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である739円に対して27.88%、同日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値743円に対して27.19%、同日までの過去3ヶ月間の終値単純平均値749円に対して26.17%、同日までの過去6ヶ月間の終値単純平均値757円に対して24.83%のプレミアムをそれぞれ加えた価格です。)とする旨について、提案したとのことです(以下「4回目提案」といいます。)

これに対して、IAパートナーズは、2026年1月28日、本特別委員会より、4回目提案における価格は、当社株式の市場株価に一定のプレミアムが付加されており、当社株式の直近2年間の取引時間中最高値を上回っているものの、直近及び過去の一定期間の本取引と類似した過去事例におけるプレミアム水準や当社の収益力を踏まえた本源的価値からは依然として乖離しているとして、本公開買付け価格の再検討を要請する旨の回答を受領したとのことです。

その後、IAパートナーズは、2026年1月30日、当社及び本特別委員会に対して、本公開買付け価格を955円(提案日の前営業日である2026年1月29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である731円に対して30.64%、同日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値739円に対して29.23%、同日までの過去3ヶ月間の終値単純平均値748円に対して27.67%、同日までの過去6ヶ月間の終値単純平均値756円に対して26.32%のプレミアムをそれぞれ加えた価格です。)とする旨について、提案したとのことです(以下「5回目提案」といいます。)

これに対して、IAパートナーズは、2026年2月2日、本特別委員会より、5回目提案における価格は当社の一般株主に対する合理的な売却機会の提供という観点からも合理性のある水準とのことで、一定の応募が期待できる点については理解をしたものの、当社の第三者算定機関による当社株式価値算定の試算結果及び直近及び過去の一定期間の本取引と類似した過去事例におけるプレミアム水準を踏まえて総合的に検討を行っており、本公開買付けへの賛同表明及び応募推奨を行う上では、本公開買付け価格の引き上げを要請することが適切であるとして、本公開買付け価格の再検討を要請する旨の回答を受領したとのことです。

その後、IAパートナーズは、2026年2月4日、本特別委員会に対して、本公開買付け価格を961円(提案日の前営業日である2026年2月3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である733円に対して31.11%、同日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値739円に対して30.04%、同日までの過去3ヶ月間の終値単純平均値747円に対して28.65%、同日までの過去6ヶ月間の終値単純平均値755円に対して27.28%のプレミアムをそれぞれ加えた価格です。)とする旨について、提案したとのことです(以下「6回目提案」といいます。)

これに対して、IAパートナーズは、2026年2月5日、本特別委員会より、6回目提案における価格は当社の一般株主の皆様に対する配慮といった観点では一定の評価をしているものの、当社の第三者算定機関による当社株式価値算定の試算結果及び直近及び過去の一定期間の本取引と類似した過去事例におけるプレミアム水準を踏まえて総合的に検討を行っており、本公開買付けへの賛同表明及び応募推奨を行う上では、再度本公開買付け価格の引き上げを要請することが適切であるとして、6回目提案における増額幅は本特別委員会の期待する水準を下回っており、公表日も迫っていることから、本特別委員会として賛同表明及び応募推奨を行うことができる水準に達しないのではないかと懸念していることが添えられて、本公開買付け価格の再検討を要請する旨の回答を受領したとのことです。

その後、IAパートナーズは、2026年2月6日、本特別委員会に対して、本公開買付価格を969円(提案日の前営業日である2026年2月5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である736円に対して31.66%、同日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値738円に対して31.30%、同日までの過去3ヶ月間の終値単純平均値746円に対して29.89%、同日までの過去6ヶ月間の終値単純平均値755円に対して28.34%のプレミアムをそれぞれ加えた価格です。)とする旨について、提案したとのことです(以下「7回目提案」といいます。)

これに対して、IAパートナーズは、2026年2月9日、本特別委員会より、7回目提案の価格における6回目提案の価格からの増額幅については一定の評価をしているものの、当社の第三者算定機関による当社株式価値算定の試算結果及び直近及び過去の一定期間の本取引と類似した過去事例におけるプレミアム水準を踏まえて総合的に検討を行っており、引き続き上記のプレミアム水準に達していないこと及び当社の第三者算定機関による当社株式価値算定の試算結果を踏まえると、依然として増額の余地があるとして、本公開買付価格の再検討を要請する旨の回答を受領したとのことです。

その後、IAパートナーズは、2026年2月10日、本特別委員会に対して、本公開買付価格を972円(提案日の前営業日である2026年2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である741円に対して31.17%、同日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値738円に対して31.71%、同日までの過去3ヶ月間の終値単純平均値745円に対して30.47%、同日までの過去6ヶ月間の終値単純平均値754円に対して28.91%のプレミアムをそれぞれ加えた価格です。)とする旨について、提案したとのことです(以下「8回目提案」といいます。)

これに対して、IAパートナーズは、2026年2月10日、本特別委員会より、8回目提案における価格は当社の一般株主の皆様が享受すべき正当な利益の確保という観点を考慮した上での最大限の提案であることは理解したものの、より多くの当社の一般株主の皆様から本公開買付けへの賛同を得るためにも、今一度本公開買付価格の検討をいただきたい旨の回答を受領したとのことです。

その後、IAパートナーズは、2026年2月12日、本特別委員会に対して、8回目提案価格の引き上げの可能性について真摯に検討を行った結果、8回目提案価格は、IAパートナーズとして当社及び当社の一般株主の皆様への最大限の配慮をするべく提示した価格であることから、本公開買付価格を維持し、本公開買付価格を972円(提案日の前営業日である2026年2月10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である732円に対して32.79%、同日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値738円に対して31.71%、同日までの過去3ヶ月間の終値単純平均値745円に対して30.47%、同日までの過去6ヶ月間の終値単純平均値754円に対して28.91%のプレミアムをそれぞれ加えた価格です。)とする旨について、提案したとのことです(以下「最終提案」といいます。)

これに対して、IAパートナーズは、2026年2月12日、本特別委員会より、最終提案に記載の本公開買付価格について、本特別委員会の外部アドバイザーとの議論も踏まえた上で慎重に検討をした結果、応諾するとの結論に至ったとの旨の回答を受領したとのことです。

以上の協議及び交渉を経て、公開買付者は2026年2月13日、本公開買付価格を972円とし、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。

上記の当社及び本特別委員会との交渉と並行して、IAパートナーズは、2026年1月中旬に、本応募合意株主(創業家)との間で本応募契約(創業家)の締結に向けた交渉を開始し、2026年2月13日、公開買付者と本応募合意株主(創業家)との間で本応募契約(創業家)を締結いたしました。

また、IAパートナーズは、2026年1月下旬に、ハードオフコーポレーションとの間で本応募契約(ハードオフコーポレーション)の締結に向けた交渉を開始し、2026年2月13日、公開買付者とハードオフコーポレーションとの間で本応募契約(ハードオフコーポレーション)を締結いたしました。なお、本応募合意株主はIAパートナーズが提示した972円を受諾しており、本応募合意株主との間では、本公開買付価格に関する協議・交渉を行っていないとのことです。



さらに、公開買付者は、2026年2月13日付で、本不応募合意株主との間で本基本契約を、渡邊匡氏との間で本公開買付契約(渡邊氏)を締結し、また、IAP及び本不応募合意株主は、2026年2月13日付で、本株主間契約(本不応募合意株主)を締結しております。本応募契約(創業者)、本応募契約(ハードオフコーポレーション)、本基本契約、本公開買付契約(渡邊氏)及び本株主間契約(本不応募合意株主)の詳細については、下記「(7)本公開買付けに係る重要な合意に関する事項」をご参照ください。

#### 本公開買付け後の経営方針

本公開買付けが成立した後の経営方針については、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」に記載のとおり、IAパートナーズは、当社が今まで築き上げてきた事業基盤を活かしつつ、IAパートナーズが有する豊富な経営ノウハウを提供することで、当社の企業価値向上に向けた経営を推進する予定であるとのことです。

本公開買付け後の当社の経営体制・取締役会の構成については、本取引完了後も川畑泰史氏が引き続き当社の代表取締役社長、渡邊匡氏が引き続き当社の取締役として、当社の経営に関与し、当社の企業価値の最大化のための施策を推進していくことを合意しているとのことです。一方で、役員派遣の有無その他人事に関する事項を含め、本書提出日現在、本取引後の経営方針について当社と合意している事項はなく、本取引後、当社と協議しながら決定していく予定ですが、公開買付者としては、当社の取締役の過半数をIAパートナーズが指名する者とするを想定しているとのことです。

そのため、IAPは、2026年2月13日付で、本不応募合意株主との間で、公開買付者及び当社の組織及び運営並びに株式の取扱い等に関する内容を含む株主間契約(以下「本株主間契約(本不応募合意株主)」)といたします。)を締結したとのことです。また、渡邊匡氏との間で、本再出資(渡邊氏)日付で、公開買付者の運営並びに株式の取扱い等に関する内容を含む株主間契約(以下「本株主間契約(渡邊氏)」)といい、本株主間契約(本不応募合意株主)と併せて「本株主間契約」といたします。)を締結する予定とのことです。さらに、川畑泰史氏との間で、経営委任契約(以下「本経営委任契約(川畑氏)」)といたします。)を、渡邊匡氏との間で経営委任契約(以下「本経営委任契約(渡邊氏)」)といい、本経営委任契約(川畑氏)と併せて「本経営委任契約」といたします。)をそれぞれ締結し、経営の委任等に関する事項について合意する予定とのことです。現時点では契約締結時期及びその具体的内容は未定とのことです。本株主間契約及び本経営委任契約の概要については、それぞれ、下記「(7)本公開買付けに係る重要な合意に関する事項」の「本株主間契約(本不応募合意株主)」、「本株主間契約(渡邊氏)(締結予定)」及び「本経営委任契約(川畑氏)及び本経営委任契約(渡邊氏)(締結予定)」をご参照ください。

また、本公開買付け後の当社の役職員については、現時点で決定している具体的な方針はないものの、原則として現在の処遇を維持・向上させることを目指すとのことです。加えて、当社の役職員に対してストックオプション等のインセンティブ・プランの導入を予定しており、公開買付者及び当社の役職員が一丸となって、当社の中長期的な企業価値向上を図る体制を構築する予定とのことです。なお、具体的なインセンティブ・プランの内容や導入時期は未定とのことです。

また、上記「本公開買付けの概要」のとおり、本スクイズアウト手続の完了後に、公開買付者を吸収合併存続会社、当社を吸収合併消滅会社とする本合併を行う予定とのことです。

当社が本公開買付けに賛同するに至った意思決定の過程及び理由

( ) 検討体制の構築の経緯

当社は、上記「 公開買付者が本公開買付けの実施を決定するに至った背景、理由及び意思決定の過程」に記載のとおり、2025年11月11日にIAパートナーズから初期的意向表明書の提出を受けました。当社は、本取引がマネジメント・バイアウト(MBO)に該当し、当社の代表取締役社長である川畑泰史氏が本合併に際して吸収合併存続会社である公開買付者の株式の交付を受けることが予定されており、また、当社の取締役である渡邊匡氏が本再出資(渡邊氏)を通じて公開買付者の株式を取得することが予定されており、本公開買付価格について当社及び当社の一般株主とは異なる利害関係を有する買い手としての性格を併せ持つことから、当社又は当社の一般株主との間に構造的な利益相反の問題が存在するため、本取引に係る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及び利益相反のおそれを排除し、その公正性を担保することを目的として、2025年11月21日付の当社取締役会において、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、当社の独立社外取締役1名(片岡宏介氏(片岡公認会計士事務所所長、東京鐵鋼株式会社取締役(監査等委員)、CPAパートナーズ株式会社取締役、株式会社フジテレビジョン監査役))及び独立社外監査役2名(七松優氏(七松公認会計士税理士事務所所長)及び小川晃範氏(元公益財団法人日本環境協会専務理事))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。)を設置する旨を決議いたしました(本特別委員会の設置等の経緯、検討の経緯及び判断内容等については、下記「(6) 本公開買付価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置」の「 当社における独立した特別委員会の設置及び特別委員会からの答申書の取得」をご参照ください。)。また、当社の取締役会が本取引に関する決定を行う際には、本特別委員会の判断内容を最大限尊重し、本特別委員会が本取引の取引条件について妥当でないとは判断した場合には本取引の実施を決定しないことを前提としております。

また、当社は、下記「(6) 本公開買付価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置」に記載のとおり、本公開買付けを含む本取引の公正性を担保すべく、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、本取引と同種の取引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11月14日に、三菱UFJ銀行コーポレート情報営業部財務開発室(以下「三菱UFJ銀行財務開発室」といいます。)(注1)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、また、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長島・大野・常松法律事務所をそれぞれ選任し、公開買付関連当事者から独立した立場で、当社の企業価値の向上及び当社の一般株主の利益確保の観点から、本取引に係る検討、交渉及び判断を行うための体制の構築を開始いたしました。なお、本取引に係る三菱UFJ銀行財務開発室に対する報酬には、本取引の成立等を条件に支払われる成功報酬が含まれておりますが、当社は、同種の取引における一般的な実務慣行や本取引が不成立となった場合にも当社に相応の金銭的負担が生じる報酬体系も含まれていること等を踏まえ、本取引の成立等を条件に支払われる成功報酬が含まれていることをもって独立性が否定されるわけではないと判断の上、上記の報酬体系により三菱UFJ銀行財務開発室を当社のファイナンシャル・アドバイザーに選任しております。

(注1) 法人としての三菱UFJ銀行は、IAパートナーズ及び当社と預金取引や融資取引があり、IAパートナーズと川畑泰史氏及び渡邊匡氏との間で行われた初回面談にも同席していますが、三菱UFJ銀行は、銀行法(昭和56年法律第59号。その後の改正を含みます。)第13条の3の2第1項及び銀行法施行規則(昭和57年大蔵省令第10号。その後の改正を含みます。)第14条の11の3の3等の適用法令に従った法的義務として、行内における情報隔壁措置等、適切な利益相反管理体制を構築し、かつ、実施しており、ファイナンシャル・アドバイザーとしての三菱UFJ銀行財務開発室は、預金の受入れ及び融資を行う三菱UFJ銀行の別部署とは独立した立場から、財務的見地からの助言を行うことができる体制を構築しているとの説明を受けており、当社は、財務的見地からの助言にあたっては、ファイナンシャル・アドバイザーとしての三菱UFJ銀行財務開発室において適切な弊害防止措置が講じられているものと判断しております。

さらに、本特別委員会は、2025年11月21日開催の第1回特別委員会において、公開買付関連当事者及び本取引の成否からの独立性並びに専門性に問題がないことを確認の上、当社がファイナンシャル・アドバイザーとして三菱UFJ銀行財務開発室を、第三者算定機関として山田コンサルを、リーガル・アドバイザーとして長島・大野・常松法律事務所を選任することをそれぞれ事後承認しました。

また、下記「(6) 本公開買付価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置」の「 当社における独立した検討体制の構築」に記載のとおり、当社は、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、2025年11月21日開催の第1回特別委員会において、かかる検討体制に、独立性及び公正性の観点から問題がないことについて、本特別委員会の承認を受けております。

加えて、下記「(6) 本公開買付価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置」の「 本特別委員会における独立した第三者算定機関からの株式価値算定書の取得」に記載のとおり、本特別委員会は、その付与された権限に基づき、公開買付関連当事者からの独立性及び専門性・実績等に問題がないことを確認の上、2025年12月11日開催の第2回特別委員会において、公開買付関連当事者及び本取引の成否から独立した特別委員会独自の第三者算定機関として株式会社ブルータス・コンサルティング(以下「ブルータス」といいます。)を選任しております。

#### ( ) 検討・交渉の経緯

上記体制の下、当社は、本公開買付価格を含む本取引の条件等に関する交渉方針について意見や指示を受ける等、公開買付者グループとの交渉上重要な局面において本特別委員会より意見、指示及び要請を受けるとともに、三菱UFJ銀行財務開発室、山田コンサル及び長島・大野・常松法律事務所の助言を受けながら、初期的意向表明書に記載された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、公開買付者グループとの間で上記「 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」に記載のとおり、協議・検討を重ねた上で、本取引の是非及び取引条件の妥当性について、慎重に検討を行ってきました。

具体的には、当社は、2025年11月11日に初期的意向表明書を受領した後、本特別委員会における検討・協議を進め、本特別委員会は、2025年12月5日、IAパートナーズに対して本取引を提案するに至った背景、当社の事業環境及び経営課題、本取引のメリット及びデメリット、本取引後の経営体制・経営方針、本取引の条件等を含む質問事項を送付し、2025年12月16日付で受領した当該質問事項に対する書面回答を踏まえて、同月19日、IAパートナーズへのインタビューを実施し、当該質問事項等について質疑応答を行いました。また、本特別委員会は、2025年12月5日、本取引の精査・検討にあたり、当社に対して本取引のメリット及びデメリット、当社の事業課題、本取引が及ぼすステークホルダーへの影響等を含む質問事項を送付し、2025年12月19日付で受領した当該質問事項に対する書面回答を踏まえて、同月23日、当社に対しインタビューを実施し、本取引の意義等についての意見交換を行いました。また、2025年11月下旬から同年12月下旬にかけてIAパートナーズによる当社に関するデュー・ディリジェンスを受け入れました。

また、本公開買付価格については、当社及び本特別委員会は、IAパートナーズから、2025年1月15日に、本公開買付価格を910円(提案日の前営業日である2026年1月14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である744円に対して22.31%、同日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値745円に対して22.15%、同日までの過去3ヶ月間の終値単純平均値750円に対して21.33%、同日までの過去6ヶ月間の終値単純平均値759円に対して19.89%のプレミアムをそれぞれ加えた価格です。)とする2回目提案を受けました。これに対して、本特別委員会から、2026年1月19日、2回目提案における価格は、当社株式の市場株価に一定のプレミアムが付加されているものの、直近及び過去の一定期間の本取引の類似案件(以下に定義します。以下同じです。)におけるプレミアム水準や当社の収益力を踏まえた本源的価値に照らすと、本公開買付けへの賛同表明及び応募推奨を行う上で当社が想定している価格水準から大きく乖離しているとして、本公開買付価格の再検討を要請いたしました。

その後、当社及び本特別委員会は、IAパートナーズから、2026年1月21日に、本公開買付価格を930円(提案日の前営業日である2026年1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である743円に対して25.17%、同日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値744円に対して25.00%、同日までの過去3ヶ月間の終値単純平均値750円に対して24.00%、同日までの過去6ヶ月間の終値単純平均値758円に対して22.69%のプレミアムをそれぞれ加えた価格です。)とする3回目提案を受けました。これに対して、本特別委員会から、2026年1月22日、3回目提案における価格は、当社株式の市場株価に一定のプレミアムが付加されているものの、直近及び過去の一定期間の本取引の類似案件におけるプレミアム水準や当社の収益力を踏まえた本源的価値に照らすと、本公開買付けへの賛同表明及び応募推奨を行う上で当社が想定している価格水準から依然として大きく乖離しているとして、本公開買付価格の再検討を要請するとともに、本取引後にIAパートナーズが実施することを想定している施策による当社の企業価値の向上による影響を次回の提案価格に反映することを求めました。

その後、当社及び本特別委員会は、IAパートナーズから、2026年1月26日に、当社の企業価値の向上に向けた各施策の効果を加味した価格として、本公開買付価格を945円(提案日の前営業日である2026年1月23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である739円に対して27.88%、同日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値743円に対して27.19%、同日までの過去3ヶ月間の終値単純平均値749円に対して26.17%、同日までの過去6ヶ月間の終値単純平均値757円に対して24.83%のプレミアムをそれぞれ加えた価格です。)とする4回目提案を受けました。これに対して、本特別委員会から、2026年1月28日、4回目提案における価格は、当社株式の市場株価に一定のプレミアムが付加されており、当社株式の直近2年間の取引時間中最高値を上回っているものの、直近及び過去の一定期間の本取引の類似案件におけるプレミアム水準や当社の収益力を踏まえた本源的価値からは依然として乖離しているとして、本公開買付価格の再検討を要請いたしました。

その後、当社及び本特別委員会は、IAパートナーズから、2026年1月30日に、本公開買付価格を955円(提案日の前営業日である2026年1月29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である731円に対して30.64%、同日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値739円に対して29.23%、同日までの過去3ヶ月間の終値単純平均値748円に対して27.67%、同日までの過去6ヶ月間の終値単純平均値756円に対して26.32%のプレミアムをそれぞれ加えた価格です。)とする5回目提案を受けました。これに対して、本特別委員会から、2026年2月2日、5回目提案における価格は、当社の一般株主に対する合理的な売却機会の提供という観点からも合理性のある水準とのことで、一定の応募が期待できる点については理解をしたものの、本特別委員会は、当社の第三者算定機関による当社株式価値算定の試算結果及び直近及び過去の一定期間の本取引の類似案件におけるプレミアム水準を踏まえて総合的に検討を行っており、本公開買付けへの賛同表明及び応募推奨を行う上では、本公開買付価格の引き上げを要請することが適切であるとして、本公開買付価格の再検討を要請いたしました。

その後、本特別委員会は、IAパートナーズから、2026年2月4日に、本公開買付価格を961円(提案日の前営業日である2026年2月3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である733円に対して31.11%、同日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値739円に対して30.04%、同日までの過去3ヶ月間の終値単純平均値747円に対して28.65%、同日までの過去6ヶ月間の終値単純平均値755円に対して27.28%のプレミアムをそれぞれ加えた価格です。)とする6回目提案を受けました。これに対して、本特別委員会から、2026年2月5日、6回目提案における価格は、当社の一般株主に対する配慮といった観点では一定の評価をしているものの、本特別委員会は、当社の第三者算定機関による当社株式価値算定の試算結果及び直近及び過去の一定期間の本取引の類似案件におけるプレミアム水準を踏まえて総合的に検討を行っており、本公開買付けへの賛同表明及び応募推奨を行う上では、再度本公開買付価格の引き上げを要請することが適切であるとして、6回目提案における増額幅は本特別委員会の期待する水準を下回っており、公表日も迫っていることから、本特別委員会として賛同表明及び応募推奨を行うことができる水準に達しないのではないかと懸念している旨を添えて、本公開買付価格の再検討を要請いたしました。

その後、本特別委員会は、IAパートナーズから、2026年2月6日に、本公開買付価格を969円(提案日の前営業日である2026年2月5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である736円に対して31.66%、同日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値738円に対して31.30%、同日までの過去3ヶ月間の終値単純平均値746円に対して29.89%、同日までの過去6ヶ月間の終値単純平均値755円に対して28.34%のプレミアムをそれぞれ加えた価格です。)とする7回目提案を受けました。これに対して、本特別委員会から、2026年2月9日、7回目提案における価格は、増額幅を意識している観点では一定の評価ができるものの、本特別委員会は、当社の第三者算定機関による当社株式価値算定の試算結果及び直近及び過去の一定期間の本取引の類似案件におけるプレミアム水準を踏まえて総合的に検討を行っており、引き続き一般的なプレミアム水準に達していないことに加え、第三者算定機関による当社株式価値算定の試算結果からも、まだ増額の余地があると考えているとして、本事業計画に対するIAパートナーズの評価及び本取引後にIAパートナーズが想定している企業価値向上のための施策の織り込み方を含む提案価格の考え方を改めて具体的に説明いただき、それらを反映した提案を求める旨を添えて、本公開買付価格の再検討を要請いたしました。

その後、本特別委員会は、IAパートナーズから、2026年2月10日に、当社から受領したスタンドアロンの事業計画を踏まえ、足元における業績への影響が一過性のものであるか慎重に検討したうえで、デュー・ディリジェンスの結果等を踏まえた調整項目及び本取引後に想定しているリユース事業の出店強化、同事業のロールアップ及び新品EC事業の拡販等の各施策を通じた更なる事業拡大及び収益性向上の効果も加味した提案可能な最大限の価格として、本公開買付価格を972円(提案日の前営業日である2026年2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である741円に対して31.17%、同日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値738円に対して31.71%、同日までの過去3ヶ月間の終値単純平均値745円に対して30.47%、同日までの過去6ヶ月間の終値単純平均値754円に対して28.91%のプレミアムをそれぞれ加えた価格です。)とする8回目提案を受けました。これに対して、本特別委員会から、同日、8回目提案における価格は、当社の一般株主が享受すべき正当な利益の確保という観点を考慮した最大限の提案であることは理解したものの、より多くの一般株主から本取引に賛同を得るためにも、今一度検討いただきたいとして、本公開買付価格の再検討を要請いたしました。

その後、本特別委員会は、IAパートナーズから、2026年2月12日に、本公開買付価格の引き上げの可能性について真摯に検討を行った結果、8回目提案における価格は、IAパートナーズとして当社及び当社の一般株主の最大限の配慮をなるべく提示した価格であることから、8回目提案における価格を維持し、本公開買付価格を972円(提案日の前営業日である2026年2月10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である732円に対して32.79%、同日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値738円に対して31.71%、同日までの過去3ヶ月間の終値単純平均値745円に対して30.47%、同日までの過去6ヶ月間の終値単純平均値754円に対して28.91%のプレミアムをそれぞれ加えた価格です。)とする最終提案を受けました。これに対して、本特別委員会は、同日、当社のファイナンシャル・アドバイザーである三菱UFJ銀行財務開発室及び当社のリーガル・アドバイザーである長島・大野・常松法律事務所からの助言を受けながら、慎重に検討をした結果として、本公開買付価格を972円とすることについて、応諾する旨の回答をいたしました。

#### ( )判断内容

以上の経緯の下、当社は、2026年2月13日開催の取締役会において、長島・大野・常松法律事務所から受けた法的助言、三菱UFJ銀行財務開発室及び山田コンサルから受けた財務的見地からの助言、2026年2月12日付で提出を受けた当社株式の価値算定結果に関する株式価値算定書(以下「本株式価値算定書」といいます。)の内容並びに本特別委員会を通じて提出を受けた特別委員会算定書(下記「(3) 算定に関する事項」の「特別委員会における独立した第三者算定機関からの株式価値算定書の取得」にて定義します。)の内容を踏まえつつ、本答申書(下記「(6) 本公開買付価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置」の「当社における独立した特別委員会の設置及び特別委員会からの答申書の取得」の「( )判断内容」にて定義します。以下同じです。)において示された本特別委員会の判断内容を最大限尊重しながら、本公開買付けを含む本取引が当社の企業価値向上に資するか否か、及び本公開買付価格を含む本取引に係る取引条件が公正・妥当なものか否か、本取引に係る手続の公正性が確保されているか、本取引は当社の一般株主にとって公正なものであると考えられるか等の観点から、慎重に協議及び検討を行いました。

その結果、当社は、以下のとおり、本公開買付けを含む本取引は当社の企業価値の向上に資するとの結論に至りました。

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」に記載のとおり、当社が長期的に企業価値を向上させるためには「オーガニック成長戦略」と「インオーガニック成長戦略」の両方を推進していくことが重要である一方、近年は少子高齢化や労働市況の変化に伴う人手不足により、成長戦略の推進に停滞が生じているものと認識しております。

このような中で、IAパートナーズは、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」に記載のとおり、当社の企業価値を向上させ、当社グループの更なる事業拡大及び収益性向上を図り、ひいては中長期的な企業価値の最大化に寄与するためには、(ア)リユース事業の出店強化、(イ)リユース事業のロールアップ、(ウ)新品EC事業の拡販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、上記の施策の実行が必要であると考えております。

(ア)リユース事業の出店強化については、「トコトン買取」を通じて、大量生産・大量消費・大量廃棄が行われる現代において、地球環境に優しい循環型社会の実現を目指す当社にとって、商品の買取力や販売力の向上による再リユース型の社会の実現という観点から最も重要であり、当社としても取り組むべき最重要施策であると考えております。(イ)リユース事業のロールアップについては、自社の経営資源だけでなく、他社の経営資源も活用することで、店舗や人員の強化を図り、他社の強みやノウハウを吸収しつつ、成長速度を加速することが可能となり、当社の企業価値向上に資する施策であると考えております。(ウ)新品EC事業の拡販については、近年の円安市況や日本のサブカルチャーの海外における流行に鑑み、海外市場の拡大等を通じた新品EC事業の拡販は、当社の企業価値向上において、極めて有効な手段と考えております。以上から、いずれの施策も当社の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、上記の施策は当該施策が当社グループの業績に貢献するまでに、相応の時間と各種先行投資が必要となることを考慮すると、一時的には当社グループの財務状況やキャッシュ・フローを悪化させる可能性があると考えております。そのため、当社が上場を維持したまま、これらの施策を実行した場合は、株価の下落や配当の減少等、当社の株主の皆様に対して多大な悪影響を与えてしまう可能性があるものと考えております。

このような状況下において、当社としても、当社の株主の皆様に対して発生する可能性がある上記の悪影響を回避しつつ、中長期的な視点から当社の企業価値を向上させるためには、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し、所有と経営を一致させ、短期的な株式市場からの評価にとらわれず、IAパートナーズが持つ経営資源及びノウハウを享受しながら、当社及び従業員が一丸となって各施策に迅速かつ果敢に取り組むことができる経営体制を構築することが必要であると考えております。

なお、一般論として、当社が本取引を行った場合には、資本市場からのエクイティ・ファイナンスによる資金調達を行うことができなくなるもののほか、知名度や社会的信用の向上といった上場企業として享受してきたメリットを享受できなくなることが挙げられます。しかしながら、当社は直近20年ほどエクイティ・ファイナンスを実施しておらず、当社の現在の財務状況を考慮すると、直近においてもその必要性は高くないものと考えております。知名度につきましても、リユース事業では「トコトン買取」の理念に基づき、地域社会や顧客への価値提供を継続してきましたので、非公開化による知名度低下は限定的と考えています。新品EC事業における仕入先等の取引先につきましても、EC黎明期から取引を続けているため、本取引が当該取引先との関係性に与える影響は大きくないものと考えております。人材採用についても、当社は既に一定の知名度を有しており、当社自身に採用ノウハウが蓄積されていることに鑑み、影響は大きくないものと考えております。

加えて、マネジメント・バイアウト(MBO)に際して借入金が増加し、資金調達余力が低下することが一般的に懸念される場合がありますが、IAパートナーズ及び当社は取引金融機関と良好な関係を築いており、新規調達にも特段の問題は無いと考えております。

さらに、当社では、株式を上場していることに伴い、経営陣や幹部従業員が有価証券報告書や適時開示、株主総会などのIR対応に追われ、事業運営や投資戦略に関する検討時間を十分に確保できない状態が続いております。また、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。本取引により、経営陣や幹部従業員がIR対応から解放されることで事業運営や投資戦略に関する迅速な検討を行うことが可能となるとともに、上場維持コストが削減されれば、長期的な視点での企業価値の向上を図れるものと考えております。なお、当社は、上記の各施策の実行により、健全な事業成長の実現が可能であると認識しており、本取引により既存株主との資本関係が消失することによるデメリットは特段認識しておりません。

また、本公開買付価格(972円)が、(a)下記「(3) 算定に関する事項」の「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」に記載されている山田コンサルによる当社株式の株式価値の算定結果のうち、市場株価法及び類似会社比較法に基づく算定結果のレンジの上限を上回っていること、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であること、(b)本公開買付けの公表日の前営業日である2026年2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780円に対して24.62%、2026年2月12日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値740円に対して31.35%、過去3ヶ月間の終値単純平均値745円に対して30.47%、過去6ヶ月間の終値単純平均値754円に対して28.91%のプレミアムがそれぞれ加えられた価格であるところ、経済産業省から「公正なM&Aの在り方に関する指針」が公表された2019年6月28日以降、2025年12月31日までの間に公表され、成立した公表日前日における対象会社のPBRが1.5倍を超える上場会社を対象としたMB0の一環として行われた公開買付けにおける事案(以下「類似案件」といいます。)26件のプレミアム水準(公表日の前営業日における終値に対するプレミアムの中央値38.02%、公表前1ヶ月間の終値単純平均値に対するプレミアムの中央値37.11%、公表前3ヶ月間の終値単純平均値に対するプレミアムの中央値36.17%、公表前6ヶ月間の終値単純平均値に対するプレミアムの中央値39.34%)をやや下回るものの、公表日の前営業日における終値に対するプレミアムの比率(24.62%)は類似案件26件のうち上位から19番目、公表前1ヶ月間の終値単純平均値に対するプレミアムの比率(31.35%)は類似案件26件のうち上位から15番目、公表前3ヶ月間の終値単純平均値に対するプレミアムの比率(30.47%)は類似案件26件のうち上位から17番目、公表前6ヶ月間の終値単純平均値に対するプレミアムの比率(28.91%)は類似案件26件のうち上位から17番目であり、類似案件のプレミアム水準のレンジ内にあることから合理的なものであると認められること、(c)下記「(6) 本公開買付価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置」に記載の利益相反を回避するための措置が採られていること等、当社の一般株主の利益への配慮がなされていると認められること、(d)上記利益相反を回避するための措置が採られた上で、当社とIAパートナーズとの間で独立当事者間の取引における協議・交渉と同等の協議・交渉が複数回行われ、より具体的には、当社において、本特別委員会との協議、山田コンサルによる当社株式の株式価値に係る算定結果の内容や財務的見地からの助言及び長島・大野・常松法律事務所から受けた法的助言等を踏まえて、IAパートナーズとの間で真摯かつ継続的に協議・交渉が行われた上で決定された価格であること、(e)本特別委員会が、当社から、当社とIAパートナーズとの間における本取引に係る協議・交渉の経緯及び内容等につき適時に報告を受けた上で、本特別委員会において協議し、本公開買付価格につき、IAパートナーズに対して、複数回にわたり公開買付価格の再検討を要請するなど、IAパートナーズとの間で交渉を行った上で、本公開買付価格を含む本取引の条件について、本取引後にIAパートナーズが実施することを想定している施策による当社の企業価値の向上による影響を加味しても、妥当である旨の意見を述べていることを踏まえ、当社は、2026年2月13日開催の取締役会において、本公開買付価格及び本公開買付けに係るその他の諸条件は当社の株主の皆様にとって妥当であり、本公開買付けは、当社の株主の皆様に対して、合理的な株式の売却の機会を提供するものであると判断いたしました。

こうした判断の下、当社は、本取引が当社の企業価値の向上に資するものであるとともに、本公開買付価格を含む本取引に係る取引条件は妥当なものであると考えております。

以上より、当社は、2026年2月13日開催の当社取締役会において、本公開買付けへの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、かかる当社取締役会決議は、公開買付者が本公開買付け及び本スクイズアウト手続を実施することにより当社株式が上場廃止となる予定であることを前提として行われたものです。

当該取締役会における決議の詳細は下記「(6) 本公開買付けの公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置」の「当社における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) 算定に関する事項

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

#### ( )算定機関の名称並びに当社及び公開買付者との関係

当社は、本公開買付けに関する意見表明を行うにあたり、IAパートナーズ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山田コンサルに対し、当社株式の株式価値の算定を依頼し、2026年2月12日付で本株式価値算定書を取得いたしました。

山田コンサルは、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、本取引に係る山田コンサルに対する報酬は、本取引の成否にかかわらず支払われる固定報酬のみであり、本取引の成立を条件とする成功報酬は含まれておりません。

また、本特別委員会は、第1回特別委員会において、山田コンサルの独立性及び専門性に問題がないことを確認した上で、当社の第三者算定機関として承認しております。

#### ( )算定の概要

山田コンサルは、本公開買付けにおける算定手法を検討した結果、当社が継続企業であるとの前提の下、当社株式の株式価値について多面的に評価することが適切であるとの考えに基づき、当社株式が東京証券取引所スタンダード市場に上場しており、市場株価が存在することから市場株価法を、当社と比較可能な上場会社が複数存在し、類似会社比較法による当社株式の株式価値の類推が可能であることから類似会社比較法を、当社の将来の事業活動の状況を算定に反映するためDCF法を用いて、当社株式の1株当たりの株式価値算定を行っております。なお、下記「(6) 本公開買付けの公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置」に記載のとおり、公開買付者グループ及び当社において、本公開買付けの公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置を実施していることから、当社は、山田コンサルから本公開買付け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。

山田コンサルが上記各手法に基づき算定した当社株式の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	: 740円～780円
類似会社比較法	: 719円～789円
DCF法	: 860円～1,089円

市場株価法では、2026年2月12日を基準日として、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780円、直近1ヶ月間の終値の単純平均値740円、直近3ヶ月間の終値の単純平均値745円、直近6ヶ月間の終値の単純平均値754円をもとに、当社株式の1株当たりの株式価値の範囲を740円から780円までと算定しております。

類似会社比較法では、当社と比較的類似する事業を営む類似上場企業として、株式会社トレジャー・ファクトリー、株式会社買取王国、株式会社テイソー、株式会社ゲオホールディングス、株式会社ハードオフコーポレーション、ブックオフグループホールディングス株式会社及びリネットジャパングループ株式会社を選定した上で、事業価値に対するEBITDAマルチプルを用いて、当社株式の1株当たりの価値の範囲を719円から789円と算定しております。



DCF法では、当社が現時点で合理的に予測可能な期間まで作成した2026年3月期から2030年3月期までの事業計画(以下「本事業計画」といいます。)における収益予測及び投資計画、当社の2026年3月期第3四半期における財務情報、一般に公開された情報等の諸要素を前提として、当社が2026年3月期第4四半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及び株式価値を算定し、当社株式の1株当たりの株式価値の範囲を860円から1,089円と算定しております。なお、割引率は加重平均資本コストを採用し、8.53%から9.53%を採用しております。また、継続価値の算定にあたっては永久成長率法及びマルチプル法を採用しております。永久成長率法では、外部環境等を総合的に勘案した上で永久成長率を0.00%から1.00%として、継続価値を7,541百万円から9,640百万円と算定しております。マルチプル法では、事業価値に対するEBITDAマルチプルを採用し、事業価値に対するEBITDAマルチプルは業界各社の水準などを踏まえ7.86倍から8.86倍として、継続価値を9,346百万円から10,535百万円と算定しております。

山田コンサルがDCF法の算定の前提とした本事業計画に基づく財務予測は以下のとおりです。また、DCF法の算定の前提とした本事業計画について、大幅な増減益又はフリー・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は含まれておりません。

なお、本事業計画は、当社の将来の成長を考慮した上で本取引の取引条件の妥当性を検討することを目的として、新品EC事業における、米国の関税措置による利益率の悪化といった足下の事業環境を踏まえて作成したものです。

また、本取引の実行により実現することが期待されるシナジー効果については、現時点において収益に与える影響を具体的に見積もることが困難であるため、反映しておりません。

(単位：百万円)

	2026年 3月期 (3ヶ月)	2027年 3月期	2028年 3月期	2029年 3月期	2030年 3月期
売上高	2,954	11,130	12,694	14,445	15,583
営業利益	146	622	731	882	958
EBITDA	175	730	852	1,024	1,121
フリー・キャッシュ・ フロー	236	310	303	358	451

山田コンサルは、当社株式の株式価値の算定に際し、当社から提供を受けた情報及び一般に公開された情報等を原則としてそのまま採用し、それらの資料及び情報等が、全て正確かつ完全なものであることを前提としており、独自にそれらの正確性及び完全性の検証を行っておりません。また、当社の資産及び負債(簿外資産及び負債、その他偶発債務を含みます。)に関して独自の評価・査定を行っておらず、第三者機関への鑑定又は査定の依頼も行っておりません。加えて当社の財務予測に関する情報については、当社による現時点で得られる最善の予測と判断に基づき合理的に作成されたことを前提としております。ただし、山田コンサルは、算定の基礎とした本事業計画について、複数回、当社と質疑応答を行い、その作成経緯及び当社の現状を把握した上で、それらに不合理な点がないかという観点から、本事業計画の合理性を確認しております。また、山田コンサルの算定は、2026年2月12日までの上記情報を反映したものであります。

特別委員会における独立した第三者算定機関からの株式価値算定書の取得

( )算定機関の名称並びに当社及び公開買付者との関係

本特別委員会は、本諮問事項(下記「(6) 本公開買付価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置」の「当社における独立した特別委員会の設置及び答申書の取得」に定義します。)の検討を行うにあたり、本公開買付価格を含む本取引に係る取引条件の妥当性を確保するために、公開買付関連当事者及び本取引の成否のいずれからも独立した第三者算定機関であるブルータスに対し、当社株式の株式価値の算定を依頼し、2026年2月12日付で当社株式の価値算定結果に関する株式価値算定書(以下「特別委員会算定書」といいます。)を取得いたしました。

ブルータスは、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、本取引に係るブルータスの報酬は、本取引の成否にかかわらず、支払われる固定報酬のみであり、本取引の成立を条件とする成功報酬は含まれておりません。

また、本特別委員会は、第2回特別委員会において、ブルータスの独立性及び専門性に問題がないことを確認した上で、本特別委員会の第三者算定機関として選任しております。

#### ( )算定の概要

ブルータスは、本公開買付けにおける算定手法を検討した結果、当社が継続企業であるとの前提の下、当社株式の株式価値について多面的に評価することが適切であるとの考えに基づき、当社株式が東京証券取引所スタンダード市場に上場しており、市場株価が存在することから市場株価法を、当社と比較可能な上場会社が複数存在し、類似企業比較法による当社株式の株式価値の類推が可能であることから類似企業比較法を、当社の将来の事業活動の状況を算定に反映するためDCF法を用いて、当社株式の1株当たりの株式価値算定を行っております。なお、公開買付者グループ及び当社において、本公開買付価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置を実施していることから、本特別委員会は、ブルータスから本公開買付価格の公正性に関する意見(フェアネス・オピニオン)は取得しておりません。

ブルータスが上記各手法に基づき算定した当社株式の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	: 740円～780円
類似企業比較法	: 536円～807円
DCF法	: 837円～1,254円

市場株価法では、2026年2月12日を基準日として、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780円、直近1ヶ月間の終値の単純平均値740円、直近3ヶ月間の終値の単純平均値745円、直近6ヶ月間の終値の単純平均値754円をもとに、当社株式の1株当たりの株式価値の範囲を740円から780円までと算定しております。

類似企業比較法では、当社と比較的類似する事業を営む類似上場企業として、株式会社ゲオホールディングス、ブックオフグループホールディングス株式会社、株式会社トレジャー・ファクトリー、株式会社ハードオフコーポレーション、株式会社ありがとうサービス、株式会社買取王国、株式会社壽屋、株式会社ブシロードを選定した上で、事業価値に対するEBITAマルチプルを用いて、当社株式の1株当たりの価値の範囲を536円から807円と算定しております。

DCF法では、本事業計画における収益予測及び投資計画、当社の2026年3月期第3四半期における財務情報、一般に公開された情報等の諸要素を前提として、当社が2026年3月期第4四半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引いて当社の企業価値及び株式価値を算定し、当社株式の1株当たりの株式価値の範囲を837円から1,254円と算定しております。なお、割引率は加重平均資本コストを採用し、6.6%から8.2%を採用しており、当社の規模を踏まえたサイズリスク・プレミアムを考慮しています。また、継続価値の算定にあたっては永久成長率法及び倍率法を採用しております。理論上想定される長期的な経済環境等を踏まえ、永久成長率を0%とし、継続価値を8,353百万円から10,293百万円と算定しております。倍率法ではEBITA倍率を採用し、業界各社の水準などを踏まえ7.6倍～11.9倍として、継続価値を7,514百万円から11,803百万円と算定しております。

ブルータスがDCF法の算定の前提とした本事業計画に基づく財務予測は以下のとおりです。また、DCF法の算定の前提とした本事業計画について、大幅な増減益又はフリー・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は含まれておりません。

なお、本事業計画は、当社の将来の成長を考慮した上で本取引の取引条件の妥当性を検討することを目的として、新品EC事業における、米国の関税措置による利益率の悪化といった足下の事業環境を踏まえて作成したものです。

また、本取引の実行により実現することが期待されるシナジー効果については、上場維持コストを除き、現時点において収益に与える影響を具体的に見積もることが困難であるため、反映しておりません。

(単位：百万円)

	2026年 3月期 (3ヶ月)	2027年 3月期	2028年 3月期	2029年 3月期	2030年 3月期
売上高	2,954	11,130	12,694	14,445	15,583
営業利益	146	622	731	882	958
EBITDA	175	730	852	1,024	1,121
フリー・キャッシュ・フロー	128	344	336	383	458

ブルータスは、当社株式の株式価値の算定に際し、当社から提供を受けた情報及び一般に公開された情報等を原則としてそのまま採用し、それらの資料及び情報等が、全て正確かつ完全なものであることを前提としており、独自にそれらの正確性及び完全性の検証を行っておりません。また、当社の資産及び負債(簿外資産及び負債、その他偶発債務を含みます。)に関して独自の評価・査定を行っておらず、第三者機関への鑑定又は査定の依頼も行っておりません。加えて当社の財務予測に関する情報については、当社による現時点で得られる最善の予測と判断に基づき合理的に作成されたことを前提としております。ただし、ブルータスは、算定の基礎とした本事業計画について、複数回、当社と質疑応答を行い、その作成経緯及び当社の現状を把握した上で、本事業計画の分析及び検討を行っております。また、ブルータスの算定は、DCF法及び類似企業比較法については2026年1月31日までの、市場株価法については2026年2月12日までの上記情報を反映したものであります。また、本特別委員会がその内容、重要な前提条件及び作成経緯等の合理性を確認しております。

#### 公開買付者グループにおける算定方法

公開買付者グループは、本公開買付価格を決定するにあたり、当社が開示している有価証券報告書、決算短信等の財務情報等の資料及び当社に対して2025年11月下旬から2025年12月下旬まで実施した当社の財務・税務、法務及びビジネスに対するデュー・ディリジェンスの結果等に基づき、当社の事業及び財務の状況を多面的・総合的に分析したとのことです。また、公開買付者グループは、当社株式が金融商品取引所を通じて取引されていることに鑑みて、本公開買付けの公表日の前営業日である2026年2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(780円)、直近1ヶ月、直近3ヶ月及び直近6ヶ月の終値単純平均値(740円、745円及び754円)の推移を参考にしたとのことです。公開買付者グループは、上記の諸要素を総合的に考慮し、かつ、当社との協議及び交渉を経て、当社取締役会による本公開買付けへの賛同の可否及び本公開買付けに対する応募数の見通し等を総合的に勘案し、2026年2月13日に本公開買付価格を972円と決定したとのことです。

なお、公開買付者グループは、当社による本公開買付けへの賛同の可否及び本公開買付けの成立の見通しを総合的に勘案し、かつ当社との協議及び交渉を経て本公開買付価格を決定したものであるため、第三者算定機関からの株式価値算定書は取得していないとのことです。

本公開買付価格972円は、本公開買付けの公表日の前営業日である2026年2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780円に対して24.62%、同日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値740円に対して31.35%、同日までの過去3ヶ月間の終値単純平均値745円に対して30.47%、同日までの過去6ヶ月間の終値単純平均値754円に対して28.91%のプレミアムをそれぞれ加えた価格となるとのことです。また、本公開買付価格972円は、本書提出日の前営業日である2026年2月13日の当社株式の東京証券取引所スタンダード市場における終値751円に対して29.43%のプレミアムを加えた価格となるとのことです。

#### (4) 上場廃止となる見込み及びその事由

当社株式は、本書提出日現在、東京証券取引所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、当社株式は東京証券取引所の定める上場廃止基準に従い、当社株式は所定の手続きを経て上場廃止となる可能性があります。また、本公開買付けの成立時点では当該基準に該当しない場合でも、公開買付者は、本公開買付けの成立後に、下記「(5) 本公開買付け後の組織再編等の方針(いわゆる二段階買収に関する事項)」に記載のとおり、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。その場合、当社株式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き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。

#### (5) 本公開買付け後の組織再編等の方針(いわゆる二段階買収に関する事項)

公開買付者は、上記「(2) 意見の根拠及び理由」の「本公開買付けの概要」に記載のとおり、本公開買付けにより、当社株式の全て(ただし、本不応募合意株式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、以下の方法により、本スクイズアウト手続を行うことを企図しているとのことです。

具体的には、公開買付者は、本公開買付けの決済の完了後速やかに、会社法第180条に基づき、当社株式の併合(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。)の開催を当社に要請する予定とのことです。また、公開買付者は、当社の企業価値向上の観点から、本臨時株主総会を可能な限り早期に開催することが望ましいと考えており、本公開買付けの決済の開始日以降の近接する日が本臨時株主総会の基準日となるように、当社に対して本公開買付けにおける買付け等の期間(以下「公開買付期間」といいます。)中に基準日設定公告を行うことを要請する予定であり、本臨時株主総会の開催時期は、現時点では、2026年6月上旬を予定しているとのことです。当社は、公開買付者からかかる要請を受けた場合には、かかる要請に応じる予定です。なお、公開買付者、本不応募合意株主及び渡邊匡氏は、本臨時株主総会において上記各議案に賛成する予定であり、また、本譲渡制限付株式を割り当てられている取締役のうち、利益相反を回避する観点から、決議に参加していない川畑泰史氏及び渡邊匡氏を除く取締役全員が賛成の議決権を行使していることから、本譲渡制限付株式を所有する当社の取締役(川畑泰史氏及び渡邊匡氏を除きます。)については、本臨時株主総会において上記各議案に賛成することを見込んでいるとのことです。

本臨時株主総会において本株式併合の議案について承認された場合には、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承認された本株式併合の割合に応じた数の当社株式を所有することとなるとのことです。本株式併合をすることにより株式の数に1株に満たない端数が生じるときは、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きに従い、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。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しなかった当社の株主の皆様(ただし、公開買付者及び本不応募合意株主を除きます。)に交付される金銭の額が、本公開買付価格に当該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、本株式併合の割合は、本書提出日現在において未定ですが、公開買付者及び本不応募合意株主が当社株式の全て(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しなかった当社の株主の皆様(ただし、公開買付者及び本不応募合意株主を除きます。)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予定とのことです。

株式併合に関連する一般株主の権利保護を目的とした会社法上の規定として、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しなかった当社の株主の皆様(ただし、当社及び本不応募合意株主を除きます。)は、当社に対してその所有する株式のうち1株に満たない端数となるものの全部を公正な価格で買い取ることを請求することができる旨及び裁判所に対して当社株式の価格決定の申立てを行うことができる旨が定められているとのことです。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るとのことです。

なお、本公開買付けは、本臨時株主総会における当社の株主の皆様の賛同を勧誘するものではないとのことです。

また、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、本譲渡制限付株式は、その割当契約書において、譲渡制限期間中に、株式の併合(当該株式の併合により付与対象者の有する本譲渡制限付株式が1株に満たない端数のみとなる場合に限り)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、本スクイズアウト効力発生日が譲渡制限期間の満了時の前に到来するときに限り)には、当社取締役会の決議により、本譲渡制限付株式の全部について、本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こととされているとのことです。そのため、本譲渡制限付株式(ただし、川畑泰史氏が所有する本譲渡制限付株式を除きます)は、本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る想定であることから、川畑泰史氏が所有する本譲渡制限付株式を除く本譲渡制限付株式の全てを本株式併合の対象とする予定とのことです。

上記手続については、関係法令の改正、施行及び当局の解釈等の状況によっては、実施に時間を要し、又は実施の方法に変更が生じる可能性があるとのことです。ただし、その場合でも、本公開買付けが成立した場合には、本公開買付けに応募しなかった当社の株主(ただし、当社及び本不応募合意株主を除きます)に対しては、最終的に金銭を交付する方法を採用する予定であり、その場合に当該当社の株主に交付される金銭の額については、本公開買付け価格に当該当社の株主が所有していた当社株式の数を乗じた価格と同一になるよう算定する予定とのことです。

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

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、当社と協議の上、決定次第、当社が速やかに公表する予定とのことです。

(6) 本公開買付け価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置

公開買付者グループ及び当社は、本公開買付けがいわゆるマネジメント・バイアウト(MBO)に該当する本取引の一環として行われるものであり、構造的な利益相反の問題が存在すること等を踏まえ、本公開買付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、以下の措置を実施いたしました。

なお、公開買付者グループは、本公開買付けにおいて、いわゆる「マジョリティ・オブ・マイノリティ」(Majority of Minority)の買付予定数の下限を設定すると、本公開買付けにおける買付予定数の下限が高くなり、本公開買付けの成立を不安定にし、本公開買付けに応募する当社の一般株主の利益に資さない可能性も認められることを踏まえ、本公開買付けにおいて、いわゆる「マジョリティ・オブ・マイノリティ」(Majority of Minority)の買付予定数の下限は設定していないとのことです。もっとも、公開買付者グループ及び当社において、本公開買付け価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置として、以下の乃至の措置を実施していることから、当社の一般株主の利益には十分な配慮がなされていると考えているとのことです。なお、以下の記載のうち、公開買付者グループにおいて実施した措置(下記「当社の一般株主が本公開買付けに応募するか否かについて適切に判断を行う機会を確保するための措置等」)については、公開買付者グループ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特別委員会の設置及び特別委員会からの答申書の取得

( )設置等の経緯

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、当社は、本取引がいわゆるマネジメント・バイアウト(MBO)の一環として行われるものであること、また、本取引については、公開買付者が当社の一般株主に本スクイズアウトを行うことが想定され、川畑泰史氏及び渡邊匡氏と利益を共通にしていることから、川畑泰史氏及び渡邊匡氏と、当社又は当社の一般株主との間に構造的な利益相反が存在することを踏まえ、本取引の是非や取引条件の妥当性についての検討及び判断が行われる過程全般にわたってその公正性を担保する観点から、2025年11月21日付取締役会における決議により、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、当社の独立社外取締役である片岡宏介氏(片岡公認会計士事務所所長、東京鐵鋼株式会社取締役(監査等委員)、CPAパートナーズ株式会社取締役、株式会社フジテレビジョン監査役)、並びに当社の独立社外監査役である七松優氏(七松公認会計士税理士事務所所長)及び小川晃範氏(元公益財団法人日本環境協会専務理事)の3名によって構成される特別委員会を設置いたしました。また、本特別委員会の委員の互選により、片岡宏介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は設置当初から変更しておりません。また、本特別委員会の各委員の報酬は、本取引の成立等を条件とする成功報酬は採用しておりません。)。なお、当社は、本特別委員会の委員の候補となる当社の社外取締役及び社外監査役の独立性及び適格性について確認を行うとともに、公開買付関連当事者のいずれからも独立性を有すること、及び本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、本特別委員会の委員を選任しております。

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む。)、本取引に係る取引条件の公正性(対価の水準、本取引の実施方法及び対価の種類の公正性を含む。)、本取引に係る手続の公正性(いかなる公正担保措置をどの程度講じるべきかの検討を含む。)、本公開買付けについて当社取締役会が賛同すべきか否か、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べきか否か並びに本取引を行うことの決定(当社取締役会が本公開買付けに対して賛同の意見表明を行う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を含む。)が当社の一般株主(少数株主を含む。以下同じ。)にとって公正であるか(乃至 を、以下「本諮問事項」と総称します。)について諮問いたしました。

また、当社は、上記取締役会決議において、当社取締役会において本取引に関する重要な決定を行うに際しては、本特別委員会の答申を最大限尊重し、本特別委員会が本取引の取引条件について妥当でないと判断した場合には、当社取締役会は、本取引の実施を決定しない(本公開買付けに賛同せず、応募推奨をしないことを含む。)旨を決議しております。併せて、当社取締役会は、上記取締役会決議に基づき、本特別委員会に対して、( )業務執行取締役等による、本取引その他それに派生又は関連する事項(以下「対象事項」と総称します。)の検討について、必要な助言を行う権限、( )公開買付者との対象事項に関する協議及び交渉について事前に方針を確認し、適時にその状況の報告を受け、対象事項に関する協議及び交渉について意見を述べ、当社取締役会に対して勧告や要請を行い、また、必要に応じて法令上許容される範囲で公開買付者を含む第三者と直接協議・交渉を行う権限、( )当社における本取引の検討、交渉及び判断を行う体制について、事前に方針を確認し、意見を述べ、又は勧告や要請を行う権限、( )業務執行取締役等に対し、対象事項に関する進捗、検討状況その他の事項の報告及び情報提供を随時求める権限、( )本特別委員会の役割を果たすために必要な範囲で、自らのためのアドバイザー等を当社の費用負担により選任する権限、及び当社のアドバイザー等を評価し、選任について意見し、又は承認(事後承認を含む。)する権限を、それぞれ付与しております。

( )検討の経緯

本特別委員会は、2025年11月21日から2026年2月12日までに、合計13回、約13.5時間開催されたほか、会日外においても電子メール等を通じて報告・情報共有、審議及び意思決定を行い、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、まず、2025年11月21日、当社のファイナンシャル・アドバイザーである三菱UFJ銀行財務開発室及び第三者算定機関である山田コンサル並びに当社のリーガル・アドバイザーである長島・大野・常松法律事務所について、その独立性及び専門性・実績等に問題がないことを確認の上、その選任を事後承認いたしました。

また、本特別委員会は、公開買付関連当事者からの独立性及び専門性・実績等に問題がないことを確認の上、2025年12月11日に、公開買付関連当事者から独立した特別委員会独自の第三者算定機関としてブルータスを選任いたしました。

本特別委員会は、2025年12月5日、IAパートナーズに対して、本取引を提案するに至った背景、当社の事業環境及び経営課題、本取引のメリット及びデメリット、本取引後の経営体制・経営方針、本取引の条件等を含む質問事項を送付し、2025年12月16日付で受領した当該質問事項に対する書面回答を踏まえて、同月19日、IAパートナーズへのインタビューを実施し、当該質問事項等について質疑応答を行いました。また、本特別委員会は、2025年12月5日、本取引の精査・検討にあたり、当社に対して本取引のメリット及びデメリット、当社の事業課題、本取引が及ぼすステークホルダーへの影響等を含む質問事項を送付し、2025年12月19日付で受領した当該質問事項に対する書面回答を踏まえて、同月23日、当社に対しインタビューを実施し、本取引の意義等についての意見交換を行いました。

さらに、本特別委員会は、三菱UFJ銀行財務開発室及び山田コンサル並びにブルータスから、本取引の条件等についての交渉経緯及び当社の株式価値算定についての説明を受けるとともに、長島・大野・常松法律事務所から、本取引の手續面における公正性を担保するための措置並びに本取引に係る当社取締役会の意思決定の方法及び過程その他の利益相反を回避するための措置の内容について説明を受け、これらに関しても質疑応答を行っております。

また、本特別委員会は、当社から、当社とIAパートナーズとの間における本取引に係る協議・交渉の経緯及び内容等につき適時に報告を受けた上で、本特別委員会において協議し、本公開買付価格につき、上記「(2)意見の根拠及び理由」の「当社が本公開買付けに賛同するに至った意思決定の過程及び理由」に記載のとおり交渉が行われ、公開買付者から本公開買付価格を1株当たり972円とする旨の提案を受けるに至るまで、IAパートナーズとの間で交渉を行いました。

#### ( )判断内容

以上の経緯で、本特別委員会は、本諮問事項について慎重に検討及び協議を重ねた結果、委員全員一致の決議により、2026年2月12日付で、当社取締役会に対し、大要以下の内容の答申書(以下「本答申書」といいます。)を提出いたしました。

##### (a)答申内容

1. 本取引により、当社の企業価値向上に資することが見込まれ、本取引の目的の正当性・合理性が認められると考える。
2. 本公開買付けを含む本取引に係る取引条件(対価の水準、本取引の実施方法及び対価の種類の公正性を含む。)の公正なものであると考える。
3. 本取引の実施に際して適切な公正性担保措置が実施されており、本取引に係る手續は公正なものであると考える。
4. 本公開買付けについてについて当社取締役会が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に応募することを推奨することは、妥当であると考えます。
5. 本取引を行うこと(当社取締役会が本公開買付けに対して賛同の意見表明を行う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を含む。)は、当社の一般株主(少数株主を含む。)にとって公正なものであると考える。

##### (b)答申理由

###### 1. 本諮問事項1について

###### (1) 本特別委員会の検討方針

本特別委員会は、本諮問事項1につき、当社における事業環境及び経営課題の認識等を踏まえ、本取引が当社の企業価値の向上に資するものであるか、また、その目的が正当であり、かつ、合理的なものであるかを検討した。

## (2) 当社における現状認識

本特別委員会がインタビュー等において当社から受けた回答及び本事業計画、本株式価値算定書、特別委員会算定書、公開買付届出書のドラフト、意見表明プレスリリースのドラフト及び本インタビュー等(ヒアリング・インタビューの実施、質疑応答の実施、質問事項の送付及び回答の受領等をいう。以下同じ。)その他の委員会において配付された各種資料(以下「本検討対象資料」と総称する。)本検討対象資料によれば、当社の沿革及び事業内容並びに当社が認識する事業環境及び経営課題は、概要以下のとおりである。

### ア 当社の沿革及び事業内容

- ・ 当社は、1978年9月に株式会社電化センターシミズとして設立された。当社はその後1989年9月に株式会社シミズデンキとの合併を経て、1990年4月に社名を「株式会社ワットマン」に変更し、2002年3月にハードオフ/オフハウス横浜上郷店を開店し、リユース品の小売業(以下「リユース事業」という。)へ参入した。
- ・ 当社株式については、1992年7月に日本証券業協会に店頭登録された後、2004年12月にジャスダック証券取引所に上場した。その後、大阪証券取引所によるジャスダック証券取引所の吸収合併及び2013年7月に行われた東京証券取引所と大阪証券取引所の現物市場の統合に伴い、東京証券取引所JASDAQ市場への上場を経て、現在は、2022年4月に実施された東京証券取引所の市場区分見直しに伴い、東京証券取引所スタンダード市場に上場している。
- ・ 本書作成日現在、当社グループは、当社及び当社の連結子会社(株式会社ホビーサーチ(以下「ホビーサーチ」という。))及びWATT MANN(THAILAND) CO.,LTD.)の計3社で構成されており、リユース事業と新品のEC小売業(以下「新品EC事業」という。)を主な事業としている。当社がリユース事業、ホビーサーチが新品EC事業を行っている。

### イ 当社における事業環境及び経営課題の認識

- ・ 近年は少子高齢化や労働市況の変化に伴う人手不足が大きな問題となっており、当社においても重要な経営課題であるとの課題意識を持っている。現在、当社では、経営陣及び幹部従業員の人手不足により、経営陣及び幹部従業員が広範な業務領域をカバーすることを強いられている。例えば、株式を上場していることに伴い、経営陣や幹部従業員が有価証券報告書や適時開示、株主総会などのIR対応に追われ、事業運営や投資戦略に関する検討時間を十分に確保できない状態が続いている。このように人的リソースのひっ迫により、「オーガニック成長戦略」における新規出店や、「インオーガニック成長戦略」におけるM&Aといった、成長投資の検討が進まない状況が続いている。
- ・ また、リユース事業の実店舗においても、店舗運営を担う人材の採用・育成が十分でないという課題があると認識している。人材の確保が不十分な状況で新規出店を続けてしまうと、既存店舗の人員を新規店舗へ配置換えする必要が生じ、結果として既存店舗の運営体制が脆弱化してしまう懸念があると考えている。こうした懸念が存在するため、現在、当社は新規出店ペースの制限を強いられている。これらの人的リソースのひっ迫や実店舗での人手不足は、新規投資の停滞・制限を通じて、当社の将来的な成長機会の逸失に繋がっているものと認識している。
- ・ 加えて、新品EC事業においても、円安などのマクロ環境に伴う仕入価格の上昇や米国の関税政策による海外向け売上高の低下が想定されており、事業環境の見通しは以前よりも不透明になっていると認識している。このような不安定な業界環境においては、マーケティング強化などを通じた、より強い販売体制の構築が必要であると考えている。一方で、当社にはマーケティング領域に知見を持った経営陣及び幹部従業員が不足しており、今後はこうした専門人材の確保についても必要になってくるものと認識している。



### (3) 本取引の意義

本特別委員会がインタビュー等においてIAパートナーズ及び当社から受けた回答並びに本検討対象資料によれば、IAパートナーズ及び当社が考える本取引の意義は、以下のとおりとのものである。

#### ア IAパートナーズが考える本取引の意義

IAパートナーズは本取引の実行後、下記(ア)乃至(ウ)の各施策を実行することを検討している。

##### (ア) リユース事業の出店強化

- ・ IAパートナーズは、総合リユース店及びカメラ専門店の両業態について出店強化を行うことを考えている。具体的には、総合リユース店については、神奈川県以外のエリアへの出店、カメラ専門店については、1都3県を中心とした出店強化を行うことを想定している。
- ・ この点、IAパートナーズは、これまでの投資実績の中でアパレル業界や商業施設オペレーターへの投資を行ってきた経験があり、新規出店における店舗用不動産の開拓や出店戦略の策定に係るノウハウを活用するとともに、経営資源の再分配や経営体制強化、人材獲得・育成に向けた施策を実施することにより、現状の当社の課題である人手不足を抜本的に補強しながら、企業価値の向上に向けた出店計画の蓋然性を高めることに寄与できるものと考えている。

##### (イ) リユース事業のロールアップ

- ・ IAパートナーズは、総合リユース業界では、ロールアップ機会が豊富に存在していると考えており、当社の経営資源を活用した自律的な成長戦略のみならず、同業他社との資本・業務提携やM&A等を通じ外部の経営資源を取り込む成長戦略の推進も選択肢になると考えているところ、これらのM&A戦略の構築やターゲットの選定、その後のM&A実務及びM&A後の統合・シナジーの発現までの全てのフェーズにおいて全面的な支援を提供することが可能であると考えている。IAパートナーズは、これらの支援を通じて、当社グループ単独では相当の期間を要することが見込まれる総合リユース店の神奈川県以外のエリアへの出店強化やブランドイメージの確立をスピード感を持って推し進めることが可能となり、地域拡大・業容拡大による当社の更なる成長戦略の推進を支援することができると考えている。
- ・ なお、「ロールアップ」とは、同一又は関連業種の中小企業を複数買収し、一体運営することで規模拡大を図るM&A戦略を指し、分散していた企業群を統合することで、シナジー創出・コスト削減・交渉力向上等を狙っている。

##### (ウ) 新品EC事業の拡販

- ・ IAパートナーズは、新品EC事業の拡販に向けて「問屋・メーカー連携強化」、「マーケティング強化」、「海外販売強化」という三つの施策を考えている。その中で、特に「海外販売強化」については、これまで当社が事業拡大を展望しながらも、海外における事業展開・ビジネス戦略に関するノウハウや知見、海外の商習慣や現地での交渉・折衝に深く精通した人材の不足等により取り組むことが難しかった領域を、IAパートナーズが持つ社内外の人脈を活用し、当社に対してかかる人材を派遣・参画させることにより戦略的に補強することが可能であると考えている。

一方で、IAパートナーズは、当社がリユース業界の再編をリードするにあたっては、経営資源を集中的に投下する必要があり、特にリユース事業における新店舗の開店にあたっては、新店舗の物件や店舗商品及び人員等の調達にかかる多額の先行投資が発生することから、一時的に収益及びキャッシュ・フローが悪化する可能性は否定できず、短期的には新店舗の出店に伴う開業関連費用の増大や人材関連費用等の先行による営業利益や経常利益の悪化といった当社の業績や財務状況に大きな影響を与えるリスクがあるため、当社が上場を維持したまま上記の各施策を実施した場合には、資本市場から十分な評価を得ることができず、当社株式の株価が下落し、株式価値を毀損する可能性があることを認識している。

加えて、市場の潮流に追従し、大胆かつスピーディーな意思決定による成長投資を実現するためには、機動的かつ柔軟な意思決定を可能とする体制を構築することが望ましいと考えており、本取引によってかかる体制構築はより柔軟に実施することが可能となると考えている。

IAパートナーズは、上記の事情を勘案し、当社の一般株主に発生する可能性がある株価の下落による株式価値の毀損を回避しつつも、上記のリユース市場の成長や国内ホビー市場の拡大の潮流に追従し、中・長期的な視点で当事業の抜本的な強化を推進することができるという点で、当社をこの時期・タイミングで非公開化することが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認識に至った。

#### イ 当社が考える本取引の意義

当社は、IAパートナーズが企図している上記ア記載の各種施策について、以下の理由から、これを実行することが必要であると考えている。

- ・ (ア)リユース事業の出店強化については、「トコトン買取」を通じて、大量生産・大量消費・大量廃棄が行われる現代において、地球環境に優しい循環型社会の実現を目指す当社にとって、商品の買取り力や販売力の向上による再リユース型の社会の実現という観点から最も重要であり、当社としても取り組むべき最重要施策である。
- ・ (イ)リユース事業のロールアップについては、自社の経営資源だけでなく、他社の経営資源も活用することで、店舗や人員の強化を図り、他社の強みやノウハウを吸収しつつ、成長速度を加速することが可能となり、当社の企業価値向上に資する施策である。
- ・ (ウ)新品EC事業の拡販については、近年の円安市況や日本のサブカルチャーの海外における流行に鑑み、海外市場の拡大等を通じた新品EC事業の拡販は、当社の企業価値向上において、極めて有効な手段と考えている。以上から、いずれの施策も当社の企業価値向上のために推進していくべきである。

しかしながら、当社は、上記の施策は当該施策が当社グループの業績に貢献するまでに、相応の時間と各種先行投資が必要となることを考慮すると、一時的には当社グループの財務状況やキャッシュ・フローを悪化させる可能性があると考えている。そのため、当社が上場を維持したまま、これらの施策を実行した場合は、株価の下落や配当の減少等、当社の株主に対して多大な悪影響を与えてしまう可能性があるものと考えている。

このような状況下において、当社としても、当社の株主に対して発生する可能性がある上記の悪影響を回避しつつ、中長期的な視点から当社の企業価値を向上させるためには、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し、所有と経営を一致させ、短期的な株式市場からの評価にとらわれず、IAパートナーズが持つ経営資源及びノウハウを享受しながら、当社及び従業員が丸となって各施策に迅速かつ果敢に取り組むことができる経営体制を構築することが必要であると考えている。

#### (4) 本特別委員会における検討

##### ア 当社の現状を踏まえた本取引の意義の評価

当社による事業環境及び経営課題の認識については、矛盾した点や客観的事実に反している点は認められず、また、当社の属する業界及び市場の環境として一般に説明されている内容や当社取締役会の理解とも整合するものと考えられる。

そして、上記(3)ア記載のIAパートナーズの考える本取引の意義は、当社の経営課題を踏まえたものであり、当社が考える本取引の意義とも整合的であると評価することができる。また、上記(3)イ記載の当社が考える本取引の意義も、当社の経営課題に照らして整合的であり、不合理な点は見当たらない。そして、本取引後に実行することが予定されている各施策は、当社の現在の事業内容及び経営課題を前提とした合理的なものであり、当社における将来の中長期的な企業価値の向上のための施策として現実的なものであると考えられる。

## イ 本取引の実施による他の影響

本検討対象資料の検討及び本インタビュー等の結果、本取引の実施により、当社の事業活動に生じ得る懸念の有無について、以下の事項が確認された。

- ・ すなわち、一般論として、当社が本取引を行った場合には、資本市場からのエクイティ・ファイナンスによる資金調達を行うことができなくなるもののほか、知名度や社会的信用の向上といった上場企業として享受してきたメリットを享受できなくなることが挙げられる。
- ・ しかしながら、当社は直近20年ほどエクイティ・ファイナンスを実施しておらず、当社の現在の財務状況を考慮すると、直近においてもその必要性は高くないものと考えている。知名度についても、リユース事業では「トコトン買取」の理念に基づき、地域社会や顧客への価値提供を継続してきたので、非公開化による知名度低下は限定的と考えている。新品EC事業における仕入先等の取引先についても、EC黎明期から取引を続けているため、本取引が当該取引先との関係性に与える影響は大きくないものと考えている。人材採用についても、当社はすでに一定の知名度を有しており、当社自身に採用ノウハウが蓄積されていることに鑑み、影響は大きくないものと考えている。
- ・ 加えて、マネジメント・バイアウト(MBO)に際して借入金が増加し、資金調達余力が低下することが一般的に懸念される場合があるが、IAパートナーズ及び当社は取引金融機関と良好な関係を築いており、新規調達にも特段の問題は無いと考えている。
- ・ さらに、当社では、株式を上場していることに伴い、経営陣や幹部従業員が有価証券報告書や適時開示、株主総会などのIR対応に追われ、事業運営や投資戦略に関する検討時間を十分に確保できない状態が続いている。また、近年のコーポレートガバナンス・コードの改訂、資本市場に対する規制の強化により、株式上場を維持するために必要な人的・金銭的成本は増加を続けており、これらのコストが当社の経営推進上の大きな負担となる可能性も否定できないと考えている。本取引により、経営陣や幹部従業員がIR対応から解放されることで事業運営や投資戦略に関する迅速な検討を行うことが可能となるとともに、上場維持コストが削減されれば、長期的な視点での企業価値の向上を図れるものと考えている。
- ・ なお、当社は、上記の各施策の実行により、健全な事業成長の実現が可能であると認識しており、本取引により既存株主との資本関係が消失することによるデメリットは特段認識していない。

さらに、本検討対象資料によれば、本取引の実施による他の影響に関して、IAパートナーズとしては、以下のとおり考えており、これは、当社の認識と概ね一致しているものと評価できる。

- ・ IAパートナーズは、当社がリユース業界の再編をリードするにあたっては、経営資源を集中的に投下する必要があり、特にリユース事業における新店舗の開店にあたっては、新店舗の物件や店舗商品及び人員等の調達にかかる多額の先行投資が発生することから、一時的に収益及びキャッシュ・フローが悪化する可能性は否定できず、短期的には新店舗の出店に伴う開業関連費用の増大や人材関連費用等の先行による営業利益や経常利益の悪化といった当社の業績や財務状況に大きな影響を与えるリスクがあるため、当社が上場を維持したまま上記の各施策を実施した場合には、資本市場から十分な評価を得ることができず、当社株式の株価が下落し、株式価値を毀損する可能性があることを認識している。
- ・ 加えて、市場の潮流に追従し、大胆かつスピーディーな意思決定による成長投資を実現するためには、機動的かつ柔軟な意思決定を可能とする体制を構築することが望ましいと考えており、本取引によってかかる体制構築はより柔軟に実施することが可能となると考えている。
- ・ IAパートナーズは、上記の事情を勘案し、当社の一般株主に発生する可能性がある株価の下落による株式価値の毀損を回避しつつも、上記のリユース市場の成長や国内ホビー市場の拡大の潮流に追従し、中・長期的な視点で当社事業の抜本的な強化を推進することができるという点で、当社をこの時期・タイミングで非公開化することが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認識に至った。

以上の点、及びこれに関する本特別委員会と当社との間の質疑応答等の内容に鑑みると、本取引を実施することによる当社の企業価値向上に対する重大な支障となる事情として認められるものは、特段、見受けられない。

ウ 他の手法の採用可能性(上場廃止を手段として選択することの必要性)

本インタビュー等における当社の説明によれば、上記(3)ア及びイ記載の各種施策の実行は、当該施策が当社グループの業績に貢献するまでに、相応の時間と各種先行投資が必要となることを考慮すると、一時的には当社グループの財務状況やキャッシュ・フローを悪化させる可能性があると考えている。そのため、当社が上場を維持したまま、これらの施策を実行した場合は、株価の下落や配当の減少等、当社の株主に対して多大な悪影響を与えてしまう可能性があるものと考えている。このような状況下において、当社としても、当社の株主に対して発生する可能性がある上記の悪影響を回避しつつ、中長期的な視点から当社の企業価値を向上させるためには、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し、所有と経営を一致させ、短期的な株式市場からの評価にとらわれず、IAパートナーズが持つ経営資源及びノウハウを享受しながら、当社及び従業員が一丸となって各施策に迅速かつ果敢に取り組むことができる経営体制を構築することが必要であると考えている。

加えて、本検討対象資料及び本インタビュー等におけるIAパートナーズの説明によれば、当社の一般株主に発生する可能性がある株価の下落による株式価値の毀損を回避しつつも、上記のリユース市場の成長や国内ホビー市場の拡大の潮流に追随し、中・長期的な視点で当社事業の抜本的な強化を推進することができるという点で、当社をこの時期・タイミングで非公開化することが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認識に至ったとのことである。

上記の説明を踏まえ、本特別委員会としては、当社株式が上場維持をした状態で、当社が上記(3)ア及びイ記載の各種施策の実行をすることが不可能であるまでの確信には至ったというわけでは必ずしもないものの、各施策が実行されれば、当社グループの財務状況やキャッシュ・フローを悪化させる可能性があり、当社が上場を維持したまま、これらの施策を実行した場合は、株価の下落や配当の減少等、当社の株主に対して多大な悪影響を与えてしまう可能性があるとの当社の説明や、リユース市場の成長や国内ホビー市場の拡大の潮流に追随し、中・長期的な視点で当社事業の抜本的な強化を推進することが可能になることから、当社株式を非公開化することが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IAパートナーズの説明は合理的なものであると考えられる。

以上の点に鑑みると、当社株式の非公開化を行った上で、各施策を実行するべく、本取引を行うという判断は、合理性を有するものと考えられる。

(5) 小括

以上の事実を前提にすれば、当社の経営課題に照らして、当社及びIAパートナーズが実施を企図している各施策は合理的なものといえ、それを実施する前提として、本取引を実施する意義を否定する事情は見当たらない。

加えて、本取引の実施により、当社株式は上場を廃止されるとともに、IAパートナーズが企図している上記(3)アの各施策が実行されることによって、機動的かつ柔軟な意思決定を可能とする体制を構築することができ、リユース事業の出店強化、リユース事業のロールアップ、新品EC事業の拡販といった目的の達成が容易になるとともに、上場維持コストの削減といった効果も併せて見込まれ、これらは当社の企業価値の向上に大きく資するものと認められる。他方、本取引を実施することによる当社の企業価値向上に対する重大な支障となる事情として認められるものは、特段、見受けられないことに照らすと、本取引の実施は、当社が認識する経営課題の解決、さらには当社の企業価値の向上に資することを否定する事情は見当たらない。

したがって、本取引は、当社の企業価値向上に資することが見込まれ、本取引の目的の正当性・合理性が認められると考える。

## 2. 本諮問事項2について

### (1) 本特別委員会の検討方針

本特別委員会は、本諮問事項2につき、IAパートナーズとの協議・交渉の過程、株式価値算定の内容及びその前提とした財務予測・前提条件等の合理性、並びに、過去の市場株価・同種案件に対するプレミアム水準の妥当性を踏まえ、対価の水準、本取引の実施方法及び対価の種類を含む本取引の取引条件が構成なものであるか検討した。

### (2) IAパートナーズとの協議・交渉の過程

当社は、本取引に係る取引条件について、2025年11月11日、IAパートナーズから受領した「初期的な意向を表明する提案書」において、本公開買付価格を900円(提案日の前営業日である2025年11月10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である765円に対して17.65%(小数点以下第三位を四捨五入。以下、プレミアムの計算において同じ。)、同日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値755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。)に対して19.21%、同日までの過去3ヶ月間の終値単純平均値762円に対して18.11%、同日までの過去6ヶ月間の終値単純平均値767円に対して17.34%のプレミアムをそれぞれ加えた価格。以下「当初提案価格」という。)とする提案を受けた。それ以降、本特別委員会は、山田コンサル及びブルータスによる当社株式の株式価値の算定に関する助言、三菱UFJ銀行財務支援室による助言、並びに長島・大野・常松法律事務所による法的助言を受けながら、IAパートナーズとの間で、複数回にわたる協議・交渉を重ねた。具体的な交渉の経過は以下のとおりである。

- ・ 当社及び本特別委員会は、IAパートナーズから、2026年1月15日に、本公開買付価格を910円とすることの提案を受けた。当該提案を踏まえて、本特別委員会は、同月19日、当該価格は、当社株式の市場価格に対して一定程度のプレミアムを付加してはいるものの、直近及び過去の一定期間の本件と類似した過去事例におけるプレミアム水準や当社の収益力を踏まえた本源的価値に照らすと、本公開買付けへの賛同表明及び応募推奨を行う上で当社及び本特別委員会が想定している価格水準から大きく乖離していることから、本公開買付価格を再検討することを求める旨を回答した。
- ・ 当社回答を受け、IAパートナーズは、2026年1月21日、当社及び本特別委員会に対して、本公開買付価格を930円とすることを提案した。これに対して、本特別委員会は、同月22日、当該価格は、当社株式の市場株価に一定のプレミアムが付加されているものの、直近及び過去の一定期間の本取引と類似した過去事例におけるプレミアム水準や当社の収益力を踏まえた本源的価値に照らすと、本公開買付けへの賛同表明及び応募推奨を行う上で当社及び本特別委員会が想定している価格水準から依然として大きく乖離していることから、本公開買付価格を再検討するとともに、本取引後にIAパートナーズが実施することを想定している施策による当社の企業価値の向上による影響を次回の提案価格に反映することを求める旨を回答した。
- ・ 当社回答を受け、IAパートナーズは、2026年1月26日、当社及び本特別委員会に対して、当社の企業価値の向上に向けた各施策の効果を加味した価格として、本公開買付価格を945円とすることを提案した。これに対して、本特別委員会は、同月28日、当該価格は、当社株式の市場株価に一定のプレミアムが付加されており、当社株式の直近2年間の取引時間中最高値を上回っているものの、直近及び過去の一定期間の本取引と類似した過去事例におけるプレミアム水準や当社の収益力を踏まえた本源的価値からは依然として乖離していることから、本公開買付価格を再検討することを求める旨を回答した。

- ・ 当社回答を受け、IAパートナーズは、2026年1月30日、当社及び本特別委員会に対して、本公開買付価格を955円とすることを提案した。これに対して、本特別委員会は、同年2月2日、当該価格は、当社の一般株主に対する合理的な売却機会の提供という観点からも合理性のある水準とのことで、一定の応募が期待できる点については理解をしたものの、本特別委員会は、当社の第三者算定機関による当社株式価値算定の試算結果及び直近及び過去の一定期間の本取引と類似した過去事例におけるプレミアム水準を踏まえて総合的に検討を行っており、本公開買付けへの賛同表明及び応募推奨を行う上では、本公開買付価格の引き上げを要請することが適切であることから、本公開買付価格の再検討を要請する旨を回答した。
- ・ 当社回答を受け、IAパートナーズは、2026年2月4日、本特別委員会に対して、本公開買付価格を961円とすることを提案した。これに対して、本特別委員会は、同月5日、当該価格は、当社の一般株主に対する配慮といった観点では一定の評価をしているものの、本特別委員会は、当社の第三者算定機関による当社株式価値算定の試算結果及び直近及び過去の一定期間の本取引と類似した過去事例におけるプレミアム水準を踏まえて総合的に検討を行っており、本公開買付けへの賛同表明及び応募推奨を行う上では、再度本公開買付価格の引き上げを要請することが適切であることから、当該提案における増額幅は本特別委員会の期待する水準を下回っており、公表日も迫っていることから、本特別委員会として賛同表明及び応募推奨を行うことができる水準に達しないのではないかと懸念している旨を添えて、本公開買付価格の再検討を要請する旨を回答した。
- ・ 当社回答を受け、IAパートナーズは、2026年2月6日、本特別委員会に対して、本公開買付価格を969円とすることを提案した。これに対して、本特別委員会は、同月9日、当該価格は、増額幅を意識している観点では一定の評価ができるものの、本特別委員会は、当社の第三者算定機関による当社株式価値算定の試算結果及び直近及び過去の一定期間の本取引と類似した過去事例におけるプレミアム水準を踏まえて総合的に検討を行っており、引き続き一般的なプレミアム水準に達していないことに加え、第三者算定機関による当社株式価値算定の試算結果からも、まだ増額の余地があると考えているとして、本事業計画に対するIAパートナーズの評価及び本取引後にIAパートナーズが想定している企業価値向上のための施策を反映した提案を求める旨を添えて、本公開買付価格の再検討を要請する旨を回答した。
- ・ 当社回答を受け、IAパートナーズは、2026年2月10日、本特別委員会に対して、本取引後に想定しているリユース事業の出店強化、同事業のロールアップ及び新品EC事業の拡販等の各施策を通じた更なる事業拡大及び収益性向上の効果も加味した提案可能な最大限の価格として、本公開買付価格を972円とすることを提案した。これに対して、本特別委員会は、同日、当該価格は、当社の一般株主が享受すべき正当な利益の確保という観点を考慮した最大限の提案であることは理解したものの、より多くの一般株主から本取引に賛同を得るためにも、今一度本公開買付価格の再検討を要請する旨を回答した。
- ・ 当社回答を受け、IAパートナーズは、2026年2月12日、本特別委員会に対して、本公開買付価格の引き上げの可能性について真摯に検討を行った結果として、前回提案価格を維持し、本公開買付価格を972円とすることを提案した。これに対して、本特別委員会は、同日、慎重に検討をした結果として、当該提案を応諾する旨を回答した。
- ・ 以上の協議及び交渉を経て、公開買付者は、2026年2月13日、本公開買付価格を972円とし、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する予定である。

以上のとおり、本公開買付価格は、専門家による本特別委員会に対する助言を踏まえて、本特別委員会とIAパートナーズとの間の価格交渉の結果として決定されており、また、本特別委員会は過去7回にわたり価格の再検討を求め、IAパートナーズは、かかる再検討の要請を受け、本公開買付価格を当初提案価格より72円高い972円まで引き上げている。

したがって、本特別委員会とIAパートナーズとの間の協議・交渉は、実質的にも独立当事者間の交渉に相当するものと評価でき、一般株主にとってできる限り有利な取引条件で本取引が行われることを目指して合理的な努力が行われたものとする。

(3) 株式価値算定内容及びその前提とした財務予測・前提条件等の合理性

ア 事業計画の合理性

本インタビュー等及び本検討対象資料によれば、本事業計画は、当社のリユース事業とホビーサーチの新品EC事業についてそれぞれ予測損益計算書を作成した上で合算し、決算調整をすることで事業計画を作成し、本取引の実施を前提としないスタンドアローン・ベースで作成されたものである。

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

本インタビュー等の回答を踏まえると、本事業計画について、IAパートナーズ若しくは公開買付関連当事者がその作成に関与し、又は影響を及ぼした事実は窺われない。

山田コンサルは、本事業計画について、複数回、当社と質疑応答を行い、その作成経緯及び当社の現状を把握した上で、それらに不合理な点がないかという観点から、当社の事業計画の合理性を確認しているところ、本特別委員会は、山田コンサルからは、いずれも不合理な点がない旨の報告を受け、質疑応答を行ったが、山田コンサルによる本事業計画に関する分析に不合理な点は見当たらない。

プルータスは、本事業計画について、複数回、当社と質疑応答を行い、その作成経緯及び当社の現状を把握した上で、当社の事業計画の分析及び検討を行っているところ、本特別委員会は、プルータスと質疑応答を行ったが、プルータスによる本事業計画に関する分析に不合理な点は見当たらない。

本事業計画の内容としても、開店・閉店計画を織り込んだ上で、当社のリユース事業については過去の実績数値を踏まえ、店舗の業態ごとに異なる粗利率を設定しており、また、ホビーサーチの新品EC事業については、売上高を、商品売上高、送料売上高、支払手数料売上高の3つに分類した上で予測しており、本事業計画の内容、重要な前提条件及び作成経緯等について特段不合理な点は見受けられない。

イ 算定方法及び算定根拠の合理性

本特別委員会は、第5回特別委員会において、山田コンサル及びプルータスから、当社株式の株式価値の算定結果、算定方法及び前提条件等について、詳細な説明を受けた。

(ア) 算定方法の選択

山田コンサル及びプルータスが採用した算定手法は、継続企業を前提とした企業価値評価手法であり、具体的には、市場株価法、ディスカунテッド・キャッシュ・フロー法(以下「DCF法」という。)及び類似会社比較法(類似企業比較法)を採用している。市場株価を基準にして、当社と比較的類似する事業を営む上場会社の株価を参考にしつつ、将来キャッシュ・フローの現在価値を評価に織り込むDCF法にて評価上限を把握する算定手法の組み合わせは、企業評価の標準的アプローチに沿ったもので妥当と評価できる。

(イ) 算定根拠の合理性

市場株価法

山田コンサル及びプルータスは、市場株価法において、本取引の公表日の前営業日を基準日として、基準日の終値並びに基準日の直近1ヶ月間、直近3ヶ月間及び直近6ヶ月間のそれぞれの終値の単純平均値を採用して株価を算出している。当社の株価推移については、特別な要因によると思われる重要な変動は存在せず、特段異常な動きはないことからみても、山田コンサル及びプルータスの算定における株価評価期間の設定は適切であり、市場株価法による価格レンジは十分合理的なものであると考える。

DCF法

( ) 山田コンサルのDCF法による算定

山田コンサルは、割引率について加重平均資本コストを採用し、割引率のレンジを8.53%から9.53%としており、これらの数値の計算根拠等について不合理な点は認められない。

また、山田コンサルは、継続価値の算出について、永久成長率法及びマルチプル法を採用している。永久成長率法における永久成長率として0.00%から1.00%を採用し、継続価値を7,541百万円から9,640百万円と算定している。また、マルチプル法では事業価値に対するEBITDAマルチプルを採用し、同倍率を7.86倍から8.86倍として、継続価値を9,346百万円から10,535百万円と算定している。

本インタビュー等において、山田コンサルに対してDCF法の算定過程の確認を行ったが、DCF法で採用した各種算出根拠については、特段指摘すべき恣意的な数値の操作や不合理な前提条件の設定は見受けられなかった。

( ) プルータスのDCF法による算定

プルータスは、割引率について加重平均資本コストを採用し、割引率のレンジを6.6%～8.2%としており、これらの数値の計算根拠等について不合理な点は認められない。

また、プルータスは、継続価値の算定について、永久成長率法及び倍率法を採用している。永久成長率法における永久成長率として0%を採用し、継続価値を8,353百万円から10,293百万円と算定している。倍率法における比較指標としてEV/EBITDA倍率を採用の上、同倍率をそれぞれ7.6倍～11.9倍として、継続価値を7,514百万円から11,803百万円と算定している。

本インタビュー等において、プルータスに対してDCF法の算定過程の確認を行ったが、DCF法で採用した各種算出根拠については、特段指摘すべき恣意的な数値の操作や不合理な前提条件の設定は見受けられなかった。

類似会社比較法(類似企業比較法)

山田コンサル及びプルータスは、他社との事業性、資本構成割合及び財務指標等を勘案し、当社と類似する上場会社を複数社選定し算定している。本インタビュー等において、山田コンサル及びプルータスに対してその選定理由の確認を行ったが、特段指摘すべき恣意的な選定や不合理な点はないと判断した。

以上のとおり、市場株価法、DCF法及び類似会社比較法(類似企業比較法)の選択、並びにそれぞれの算定方法及び算定根拠について、いずれも不合理な点は見当たらず、本特別委員会は、当社株式の株式価値の検討にあたり、山田コンサル及びプルータスが作成した本株式価値算定書及び特別委員会算定書に依拠することができるものと評価した。

ウ 株式価値算定の結果(山田コンサル)

山田コンサルが作成した本株式価値算定書によれば、各算定方法による当社株式の株式価値は以下の表1のとおりである。

<表1 山田コンサルによる当社株式の株式価値>

算定方法	基準日	1株当たり株式価値
市場株価法	2026年2月12日	740円～780円
DCF法	2026年2月6日	860円～1,089円
類似会社比較法	2026年2月6日	719円～789円

本公開買付価格(1株当たり972円)は、市場株価法及び類似会社比較法に基づく算定結果のレンジの上限を上回っていること、かつDCF法に基づく算定結果のレンジの範囲内であることが認められる。

以上から、本公開買付価格は、山田コンサルにより算定された当社株式の株式価値との比較の観点からしても、一般株主(少数株主を含む。)にとって公正なものであると考えられる。



エ 株式価値算定の結果(プルータス)

プルータスが作成した特別委員会算定書によれば、各算定方法による当社株式の株式価値は以下の表2のとおりである。

<表2 プルータスによる当社株式の株式価値>

算定方法	基準日	1株当たり株式価値
市場株価法	2026年2月12日	740円～780円
DCF法	2026年1月31日	837円～1,254円
類似企業比較法	2026年1月31日	536円～807円

本公開買付価格(1株当たり972円)は、市場株価法及び類似企業比較法に基づく算定結果のレンジの上限を上回っていること、かつDCF法に基づく算定結果のレンジの範囲内であることが認められる。

以上から、本公開買付価格は、プルータスにより算定された当社株式の株式価値との比較の観点からしても、一般株主(少数株主を含む。)にとって公正なものであると考えられる。

(4) 過去の市場株価・同種案件に対するプレミアム水準の妥当性

ア 過去の市場株価に対するプレミアム

本インタビュー等における三菱UFJ銀行財務開発室の説明によれば、本公開買付価格は、2026年2月12日(以下「直前営業日」という。)まで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に対して、以下の表3に示すプレミアムを加えた金額となっている。

<表3 本公開買付価格のプレミアム>

参照値	株価	プレミアム
直前営業日の終値	780円	24.62%
直前営業日の過去1ヶ月の終値単純平均値	740円	31.35%
直前営業日の過去3ヶ月の終値単純平均値	745円	30.47%
直前営業日の過去6ヶ月の終値単純平均値	754円	28.91%

イ 過去の同種案件に対するプレミアム水準

本インタビュー等における三菱UFJ銀行財務開発室の説明によれば、経済産業省から「公正なM&Aの在り方に関する指針」(以下「公正M&A指針」という。)が公表された、2019年6月28日から2025年12月31日までの間に公表され、成立した公表日前日における対象会社のPBRが1.5倍を超える上場会社を対象としたマネジメント・バイアウト(MBO)の一環として行われる公開買付けにおける事例26件(以下「類似案件」という。)における買付け等の価格決定の際に付与されたプレミアム水準は、以下の表4のとおりであるとのことであり、上記表3に示すプレミアムは、類似案件のプレミアムの中央値をやや下回るものの、公表日の前営業日における終値に対するプレミアムの比率(24.62%)は類似案件26件のうち上位から19番目、公表前1ヶ月間の終値単純平均値に対するプレミアムの比率(31.35%)は類似案件26件のうち上位から15番目、公表前3ヶ月間の終値単純平均値に対するプレミアムの比率(30.47%)は類似案件26件のうち上位から17番目、公表前6ヶ月間の終値単純平均値に対するプレミアムの比率(28.91%)は類似案件26件のうち上位から17番目であり、類似案件のプレミアム水準のレンジ内にあるため、合理的な水準といえることができる。

<表4 類似案件のプレミアム>

参照値	プレミアム (中央値)	表3に示す プレミアム を超える事例数	表3に示す プレミアム 以下の事例数
直前営業日の終値	38.02%	18件	8件
直前営業日の過去1ヶ月の終値単純平均値	37.11%	14件	12件
直前営業日の過去3ヶ月の終値単純平均値	36.17%	16件	10件
直前営業日の過去6ヶ月の終値単純平均値	39.34%	16件	10件

(5) 本取引の実施方法及び対価の種類 of 公正性

本取引においては、本公開買付けの成立後に当社株式の併合(以下「本株式併合」という。)を行う手法が想定されている。そして、本検討対象資料によれば、本株式併合をする際に、当社の株主(公開買付者及び本不応募合意株主を除く。)に対価として交付される金銭が、本公開買付け価格に各株主の所有する当社株式の数を乗じた価格と同一になるように算定される予定であることも明らかにされている。

本取引の手法は、この種の非公開化取引においては一般的に採用されている方法であり、かつ、二段階目の手続において、反対する当社の株主は、裁判所に対して、会社法の規定に基づいて、価格決定の申立てが可能である。

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

以上より、買収の方法として公開買付けを伴う二段階買収の方法を採用し、買収対価を現金とすることは当社の株主にとっても望ましく、本取引の実施方法及び対価の種類 of 公正性が認められる。

(6) 小括

上記(1)から(5)までにおいて述べたとおり、本公開買付け価格は、( )IAパートナーズとの間で協議・交渉を重ねた結果として決定されており、( )山田コンサル及びブルータスによる株式価値算定の結果とも整合していること、( )過去の同種案件のプレミアム水準と比較して合理的な水準のプレミアムが確保されていると認められることから、本取引後にIAパートナーズが実施することを想定している施策による当社の企業価値の向上による影響を加味しても、公正なものであると考えられる。また、本取引の実施方法及び対価の種類 of 公正性が認められることから、本公開買付けを含む本取引に係る取引条件(対価の水準、本取引の実施方法及び対価の種類 of 公正性を含む。)は公正なものであると考える。

3. 本諮問事項3について

(1) 本特別委員会の検討方針

本特別委員会は、本諮問事項3について、公正M&A指針で例示されている公正性担保措置の実施状況及び本取引と類似の案件における公正性担保措置の実施状況を確認することを通じて本取引に係る手続が公正なものであるか検討を行った。

(2) 特別委員会の設置及び特別委員会からの答申書の取得

本特別委員会は、当社取締役会の決議により設置され、本諮問事項についての諮問を受けており、本諮問事項の検討にあたって、公正M&A指針で特別委員会が果たすべきとされる役割(具体的には、対象会社の企業価値の向上に資するか否かの観点から、M&Aの是非について検討・判断するとともに、一般株主の利益を図る観点から、取引条件の妥当性及び手続の公正性について検討・判断すること)を実施した。

このほか、本特別委員会については、その実効性を高めるために以下の実務上の工夫が講じられており、公正性担保措置として有効に機能していると考えます。

#### ア 設置の時期

上記第3(1)に記載のとおり、当社取締役会は、2025年11月11日にIAパートナーズから「初期的な意向を表明する提案書」を受領した後、同月21日に本特別委員会が設置され、第1回特別委員会が開催されている。

したがって、本特別委員会は買収者から買収提案を受けた後、可及的速やかに設置及び開催がなされており、取引条件の形成過程全般にわたってその公正性を担保する機能を果たした。

#### イ 委員構成

本特別委員会の委員は当社の独立社外取締役1名及び独立社外監査役2名で構成されており、このうち2名は、公認会計士及び税理士としての資格を有し、M&Aの経験又は財務的な知見を有している。各委員は、公開買付関連当事者及び本取引の成否から独立性を有しており、かつ、委員としての適格性を有している。

#### ウ 買収者との取引条件の交渉過程への関与

本特別委員会は、本取引の取引条件に関する交渉について、必要に応じて法令上許容される範囲で公開買付者を含む第三者と直接協議・交渉を行うことができることを確認するとともに、本特別委員会は、IAパートナーズに対して、複数回にわたり本公開買付価格の再検討を要請するなど、IAパートナーズから本公開買付価格を1株当たり972円とする旨の提案を受けるに至るまで、IAパートナーズとの間で交渉を行った。

#### エ アドバイザー等

本特別委員会は、その役割を果たすために必要な範囲で、自らのためのアドバイザー等を当社の費用負担により選任し、又は当社のアドバイザー等を承認(事後承認を含む。)した上で、本諮問事項に関する答申を行うに際し、必要に応じ、当該アドバイザー等から専門的助言若しくは説明を受ける権限が与えられているところ、(ア)第1回特別委員会において、当社のファイナンシャル・アドバイザーである三菱UFJ銀行財務開発室、当社の第三者算定機関である山田コンサル及び当社のリーガル・アドバイザーである長島・大野・常松法律事務所について、それぞれ高い専門性を有しており、独立性にも問題ないことを確認の上で事後承認し、(イ)第2回特別委員会において、本特別委員会の第三者算定機関であるブルータスについて、高い専門性を有しており、独立性にも問題ないことを確認の上で本特別委員会の第三者算定機関として選任した。

したがって、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必要となる、手続の公正性や企業価値評価に関する専門的な助言を受けながら本諮問事項について慎重に検討及び協議を行っていたと考えられる。

なお、三菱UFJ銀行は、IAパートナーズ及び対当社と預金取引や融資取引を行っており、また、IAパートナーズと川畑泰史氏及び渡邊匡氏との間で行われた初回の面談にも同席したが、三菱UFJ銀行からは、銀行法第13条の3の2第1項及び銀行法施行規則第14条の11の3の3等の適用法令に従った法的義務として、行内における情報隔壁措置等、適切な利益相反管理体制を構築し、かつ、実施しており、ファイナンシャル・アドバイザーである三菱UFJ銀行財務開発室は、預金の受入れ及び融資を行う三菱UFJ銀行の別部署とは独立した立場から、財務的見地からの助言を行うことができる体制を構築しているとの説明を受けており、本特別委員会は、財務的見地からの助言にあたっては、ファイナンシャル・アドバイザーとしての三菱UFJ銀行財務開発室において適切な弊害防止措置が講じられているものと判断している。

#### オ 情報の取得

本特別委員会は、IAパートナーズ及び当社に対し質問事項を送付し、回答を得るとともに、追加の情報提供を求める等、検討及び判断に必要な情報を収集した。

したがって、本特別委員会は、一般株主に代わり、非公開情報を含めて重要な情報を入手し、全体として、重要な情報を十分に踏まえた上で、本諮問事項の検討・判断を行っていたと考えられる。

#### カ 報酬

本特別委員会の各委員の報酬は、答申内容にかかわらず、固定額の報酬を支払うこととされているため、特別委員が時間的・労力的なコミットメントを行いやすく、かつ本取引の成否から独立した立場から判断を行うための環境が整えられていたと考えられる。

#### キ 当社取締役会における特別委員会の判断の取扱い

当社取締役会は、当社取締役会において本取引に関する重要な決定を行うに際しては、本特別委員会の答申を最大限尊重し、本特別委員会が本取引の取引条件について妥当でないと判断した場合には、本公開買付けに賛同せず、応募推奨をしない旨を決議している。

したがって、本取引を行うことの決定に際しては、本特別委員会の設置の趣旨に鑑み、取締役会が本特別委員会の意見を最大限尊重して意思決定を行う体制が確保されていたと考えられる。

### (3) 当社の社内検討体制

当社では、2026年2月13日に開催予定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、当社の株主に対して、本公開買付けへの応募を推奨することが決議される予定である。

なお、上記の当社取締役会においては、当社の取締役4名のうち、川畑泰史氏が本合併に際して吸収合併存続会社である公開買付者の株式の交付を受けることが予定されており、また、渡邊匡氏が本合併の効力発生後直ちに公開買付者に対して出資を行うこと通じて公開買付者の株式を取得することが予定されており、当社又は当社の一般株主との間に構造的な利益相反の問題が存在するため、利益相反の可能性を排除する観点から、まず、( )川畑泰史氏及び渡邊匡氏を除く2名の取締役(小松創氏及び片岡宏介氏)において審議の上、全員一致により上記の決議を行い、さらに、( )上記議案につき会社法に定める特別の利害関係を有していない可能性があり、その場合、当該議案について取締役会の定足数を満たしていないことになる可能性があることから、利益相反の可能性を可能な限り排除しつつ、確実に会社法の定足数を満たす有効な決議を行うため、川畑泰史氏及び渡邊匡氏のうち、本取引を主導する立場にあり、渡邊匡氏よりも利益相反の程度が強いと考えられる川畑泰史氏ではなく、より利益相反の度合いが低いと思われる渡邊匡氏のみを加えた3名の取締役において改めて審議の上、決議に参加した取締役全員の賛成により上記の決議を行うという二段階の手続を経る予定である。また、当社の取締役4名のうち、川畑泰史氏が本合併に際して吸収合併存続会社である公開買付者の株式の交付を受けることが予定されていることから、本取引において当社又は当社の一般株主との間に構造的な利益相反の問題が存在することを踏まえて、本取引に係る当社取締役会の審議及び決議には一切参加しておらず、上記の当社取締役会にも参加しないことが予定されている。また、当社の立場において、本取引に係る検討並びに公開買付者関連当事者との協議及び交渉に一切参加しておらず、今後も一切参加しない予定である。そして、渡邊匡氏は、上記のとおり、2026年2月13日開催予定の当社取締役会において、確実に会社法の定足数を満たす有効な決議を行う観点から二段階目の審議及び決議に参加する予定であるが、当社の立場において、公開買付者関連当事者との協議及び交渉に参加しておらず、今後も参加しない予定である。

加えて、当社は、上記(2)のとおり、本特別委員会を設置してその意見を取得することとしているが、本取引に関する当社取締役会の意思決定は、本特別委員会の判断内容を最大限尊重して行われるものとし、特に本特別委員会が本取引に関する取引条件を妥当でないと判断したときには、当社取締役会は当該取引条件による本取引に賛同しないものとする等々を踏まえれば、本取引に関する当社の意思決定の恣意性は排除され、意思決定のプロセスの公正性、透明性及び客観性が確保されているといえる。

#### (4) 第三者算定機関等からの株式価値算定書等の取得

当社は、本公開買付けに関する意見表明を行うにあたり、IAパートナーズから提示された本公開買付け価格に対する意思決定の過程における公正性を担保するために、2025年11月21日に、公開買付け関連当事者から独立した山田コンサルを第三者算定機関に選任した上で、山田コンサルに当社株式の株式価値の算定を依頼し、2026年2月12日付で本株式価値算定書を取得している。

加えて、本特別委員会は、2025年12月11日に、公開買付け関連当事者から独立した独自の第三者算定機関として、プルータスを選任し、プルータスに当社株式の株式価値の算定を依頼し、2026年2月12日付で特別委員会算定書を取得している。

本株式価値算定書及び特別委員会算定書においては、上記2(3)で詳述しているように、複数の算定方法を採用しており、恣意的な価格の算定がされないよう配慮がされている。また、算定の前提となる本事業計画の作成にあたって、公開買付け者関連当事者又は当社の役職員による恣意的行動があった事実は認められず、算定にあたって公正性を疑わせるような事情も見当たらない。

以上から、本株式価値算定書及び特別委員会算定書は、独立した第三者算定機関による株式価値算定書であると認められる。

なお、当社及び本特別委員会はフェアネス・オピニオンの取得はしていないが、公正M&A指針においても、フェアネス・オピニオンの取得は必須とされておらず、他に採用された公正性担保措置を勘案すると、当社及び本特別委員会が本株式価値算定書及び特別委員会算定書をもとに本取引への賛同及び応募推奨の可否の判断をすることも、公正性との関係で問題はないと考えられる。

#### (5) 法務アドバイザーからの助言の取得

当社は、本取引に関し、本公開買付け価格の公正性その他本公開買付けを含む本取引の公正性を担保すべく、2025年11月14日に、公開買付け関連当事者から独立したリーガル・アドバイザーとして長島・大野・常松法律事務所を選任し、同事務所から、本取引において手続の公正性を確保するために講じるべき措置、本取引の諸手続並びに本取引に係る当社の意思決定の方法及びその過程等に関する助言を含む法的助言を受けている。なお、長島・大野・常松法律事務所は、公開買付け関連当事者の関連当事者には該当せず、本公開買付けを含む本取引に関して、記載すべき重要な利害関係を有していない。

長島・大野・常松法律事務所に対する報酬は、本取引の成否にかかわらず、稼働時間に時間単価を乗じて算出するものとされており、本取引の成立を条件とする成功報酬は含まれていない。また、本特別委員会は、2025年11月21日開催の第1回特別委員会において、長島・大野・常松法律事務所の公開買付け関連当事者及び本取引の成否からの独立性及び専門性に問題がないことを確認した上で、当社のリーガル・アドバイザーとして選任することを事後承認している。

以上から、当社及び本特別委員会は、本取引に係る検討の初期的段階からリーガル・アドバイザーによる専門的助言を取得していると考えられる。

#### (6) 他の買収者による買収提案の機会の確保

本検討対象資料によれば、公開買付け者は、法令に定められた公開買付けに係る買付け等の最短期間が20営業日であるところ、本公開買付けにおける買付け等の期間(以下「公開買付け期間」という。)を32営業日に設定している。公開買付け期間を法定の最短期間より長期に設定することにより、当社の一般株主が本取引の是非や本公開買付け価格の妥当性について熟慮し、本公開買付けに対する応募の是非について適切な判断を行うための期間を提供しつつ当社株式について公開買付け以外の者(以下「対抗的買収提案者」という。)にも対抗的な買付け等を行う機会を確保することにより、本公開買付けの公正性を担保することも企図している。

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

なお、本取引において、市場における潜在的な買収者の有無を調査・検討する、いわゆる積極的なマーケット・チェック(本取引の公表前における入札手続等を含む。)は実施されていないが、本公開買付けを含む本取引の公正性を担保するための他の措置が十分に行われていることを鑑みて、これを実施しなくとも、特段、本取引の公正性が阻害されることはないと考えられる。

#### (7) マジョリティ・オブ・マイノリティ条件の設定

本検討対象資料によれば、公開買付者は、いわゆる「マジョリティ・オブ・マイノリティ」(Majority of Minority)に相当する買付予定数の下限は設定されていない。その理由は、「マジョリティ・オブ・マイノリティ」(Majority of Minority)に相当する買付予定数の下限を設定すると、本公開買付けにおける買付予定数の下限が高くなり、本公開買付けの成立を不安定にし、本公開買付けに応募する一般株主の利益に資さない可能性も認められるためであるとのことである。

本公開買付けにおいては、当社を除く公開買付関連当事者が所有する当社株式が合計5,469,132株(所有割合にして62.51%)であり、「マジョリティ・オブ・マイノリティ」(Majority of Minority)の設定による企業価値の向上に資するM&Aに対する阻害効果の懸念が当てはまるものと考えられる。また、本特別委員会は、本公開買付けを含む本取引の公正性を担保するための他の措置が十分に行われていることを鑑みて、「マジョリティ・オブ・マイノリティ」(Majority of Minority)条件が設定されていないことのみをもって、適切な公正性担保措置が講じられていないと評価されるものではないと考えられる。

#### (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

本取引では、公開買付届出書のドラフト、及び意見表明プレスリリースのドラフトにおいて、本特別委員会に付与された権限の内容、本特別委員会における検討経緯や交渉過程への関与状況、本書の内容及び本特別委員会の委員の報酬体系等、本株式価値算定書及び特別委員会算定書の概要、本取引の実施に至るプロセスや交渉経緯等について充実した情報開示がなされる予定となっており、当社の株主等に対し、取引条件の妥当性等についての判断に資する重要な判断材料は提供されていると認められる。

#### (9) 強圧性の排除

本検討対象資料によれば、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を含む臨時株主総会を2026年6月上旬に開催することを要請する予定であるところ、本株式併合をする際に、本公開買付けに応募しなかった当社の株主(公開買付者及び本不応募合意株主を除く。)に交付される金銭の額が、本公開買付けに当該株主が所有していた当社株式の数を乗じた価格と同一となるよう算定する予定であることが公開買付届出書のドラフトにおいて明らかにされている。

さらに、当社の株主に株式買取請求権及びそれに伴う裁判所に対する価格決定申立権が、それぞれ確保されていることを踏まえると、本取引においては、一般株主は、本公開買付けに応募するか否かの判断にあたって、仮に応募しないとしても不利に取り扱われることが予想される状況には陥らないよう配慮がなされており、強圧性は生じないものと認められる。

#### (10) 総括

上記(2)から(9)までに記載のとおり、本取引では、( )取引条件の形成過程における独立当事者間取引と同視し得る状況の確保、及び、( )一般株主による十分な情報に基づく適切な判断の機会の確保という視点から見ても、十分な公正性担保措置が実効的に実施されていると認められるから、本取引の実施に際して適切な公正性担保措置が実施されており、本取引に係る手続は公正なものであると考える。

#### 4. 本諮問事項4について

上記1.から3.に記載のとおり、本諮問事項1から3までにおいて、本取引の目的の正当性・合理性、本取引に係る取引条件の公正性及び本取引に係る手続の公正性が認められることから、本取引は、当社の企業価値向上及び一般株主(少数株主を含む。)の利益の観点から公正なものであると考える。

以上から、本公開買付けについて当社取締役会が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に応募することを推奨することは、妥当であるとする。

#### 5. 本諮問事項5について

本諮問事項1から3までの検討の結果、本取引は、一般株主(少数株主を含む。)の利益の観点から公正なものであると考えられることは、上記4.に述べたとおりである。

以上から、本取引を行うことの決定(当社取締役会が本公開買付けに対して賛同の意見表明を行う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を含む。)が当社の一般株主(少数株主を含む。)にとって公正であるとする。

#### 当社における独立した第三者算定機関からの株式価値算定書の取得

上記「(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、当社は、本公開買付けに関する意見表明を行うにあたり、IAパートナーズ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山田コンサルに対して、当社株式価値の算定を依頼し、2026年2月12日付で、本株式価値算定書を取得いたしました。本株式価値算定書の概要については、上記「(3) 算定に関する事項」をご参照ください。

山田コンサルは、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。本取引に係る山田コンサルに対する報酬には、本取引の成否にかかわらず支払われる固定報酬のみであり、本取引の成立を条件とする成功報酬は含まれておりません。また、本特別委員会は、第1回特別委員会において、山田コンサルの独立性及び専門性に問題がないことを確認した上で、当社の第三者算定機関として承認しております。

#### 当社における独立した法律事務所からの助言

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、当社は、本取引に関し、本公開買付け価格の公正性その他本公開買付けを含む本取引の公正性を担保すべく、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長島・大野・常松法律事務所を選任し、同事務所から、本取引において手続の公正性を確保するために講じるべき措置、本取引の諸手続並びに本取引に係る当社の意思決定の方法及びその過程等に関する助言を含む法的助言を受けております。なお、長島・大野・常松法律事務所は、公開買付関連当事者の関連当事者には該当せず、本公開買付けを含む本取引に関して重要な利害関係を有しておりません。また、長島・大野・常松法律事務所に対する報酬は、本取引の成否にかかわらず、稼働時間に時間単価を乗じて算出するものとされており、本取引の成立を条件とする成功報酬は含まれておりません。また、本特別委員会は、第1回特別委員会において、長島・大野・常松法律事務所の独立性及び専門性に問題がないことを確認した上で、当社のリーガル・アドバイザーとして承認しております。

#### 本特別委員会における独立した第三者算定機関からの株式価値算定書の取得

本特別委員会は、公開買付関連当事者及び本取引の成否から独立した独自の第三者算定機関としてブルータスを選任し、ブルータスに対して、当社株式価値の算定を依頼し、2026年2月12日付で、特別委員会算定書を取得いたしました。特別委員会算定書の概要については、上記「(3) 算定に関する事項」をご参照ください。なお、ブルータスは、公開買付関連当事者には該当せず、本公開買付けを含む本取引に関して記載すべき重要な利害関係を有しておりません。また、ブルータスの報酬は、本取引の成否にかかわらず支払われる固定報酬のみであり、本取引の成立を条件とする成功報酬は含まれておりません。

## 当社における独立した検討体制の構築

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、当社は、構造的な利益相反の問題を排除する観点から、当社を除く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体制を当社の社内に構築いたしました。

具体的には、2025年11月11日にIAパートナーズから初期的意向表明書を受領して以降、本取引に係る当社の検討、交渉及び判断の過程に、川畑泰史氏及び渡邊匡氏を関与させないこととした上で、当社を除く公開買付関連当事者からの独立性が認められ、かつ、常務取締役営業本部本部長として当社グループの事業に精通していることから、本取引の検討に際し適切であると考えられる小松創氏(取締役)のほか、幹部従業員2名を含む役職員のみで構成される検討体制を構築し、本特別委員会とともに、当社と公開買付者グループとの間の本公開買付価格を含む本取引に係る取引条件に関する交渉過程及び当社株式の価値評価の基礎となる本事業計画の作成過程に関与しており、本書提出日に至るまでかかる取扱いを継続しております。なお、本事業計画の作成・検討・承認の過程において、渡邊匡氏は本事業計画の作成に必要な客観的データの所在等を指摘する限度でのみ関与しており、実際の将来予測には一切関与しておりません。

以上の取扱いを含めて、当社の社内に構築した本取引の検討体制(本取引の検討、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。)は長島・大野・常松法律事務所の助言を踏まえたものであり、独立性及び公正性の観点から問題がないことについて、本特別委員会の承認を得ております。

## 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、長島・大野・常松法律事務所から受けた法的助言、三菱UFJ銀行財務開発室及び山田コンサルから受けた財務的見地からの助言、本株式価値算定書の内容、公開買付者グループとの間で実施した複数回にわたる継続的な協議の内容並びにその他の関連資料を踏まえつつ、本答申書において示された本特別委員会の判断内容を最大限尊重しながら、本公開買付けを含む本取引が当社の企業価値の向上に資するか否か、及び本公開買付価格を含む本取引に係る取引条件が妥当なものか否かについて、慎重に協議・検討をいたしました。

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、2026年2月13日開催の当社取締役会において、当社の経営課題の解決及び株主様への利益還元のための提供という観点から、本取引が当社の企業価値の向上に資するものであるとともに、本株式価値算定書の算定結果、本公開買付価格のプレミアム水準、公開買付者グループとの交渉過程及び本公開買付価格の決定プロセス等に照らし、本公開買付価格を含む本取引に係る取引条件は妥当なものであると判断し、本公開買付けへの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、本公開買付けに応募することを推奨する旨を決議いたしました。上記の当社取締役会においては、当社の取締役4名のうち、川畑泰史氏が本合併に際して吸収合併存続会社である公開買付者の株式の交付を受けることが予定されており、また、渡邊匡氏が本再出資(渡邊氏)を通じて公開買付者の株式を取得することが予定されており、当社又は当社の一般株主との間に構造的な利益相反の問題が存在するため、利益相反の可能性を排除する観点から、まず、( )川畑泰史氏及び渡邊匡氏を除く2名の取締役(小松創氏及び片岡宏介氏)において審議の上、全員一致により上記の決議を行い、さらに、( )上記議案につき会社法に定める特別の利害関係を有していない可能性があり、その場合、当該議案について取締役会の定足数を満たしていないことになる可能性があることから、利益相反の可能性を可能な限り排除しつつ、確実に会社法の定足数を満たす有効な決議を行うため、川畑泰史氏及び渡邊匡氏のうち、本取引を主導する立場にあり、渡邊匡氏よりも利益相反の程度が強いと考えられる川畑泰史氏ではなく、より利益相反の度合いが低いと思われる渡邊匡氏のみを加えた3名の取締役において改めて審議の上、決議に参加した取締役全員の賛成により上記の決議を行うという二段階の手続を経ております。また、上記の当社取締役会には、当社の監査役3名全員が出席し、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。

なお、当社の取締役4名のうち、川畑泰史氏が本合併に際して吸収合併存続会社である公開買付者の株式の交付を受けることが予定されており、当社又は当社の一般株主との間に構造的な利益相反の問題が存在することを踏まえて、上記の当社取締役会を含む本取引に係る当社取締役会の審議及び決議には一切参加しておらず、かつ、当社の立場において、本取引に係る検討並びに公開買付者グループとの協議及び交渉に一切参加しておりません。そして、渡邊匡氏は、上記のとおり、2026年2月13日開催の当社取締役会において、確実に会社法の定足数を満たす有効な決議を行う観点から二段階目の審議及び決議に参加しておりますが、当社の立場において、公開買付関連当事者との協議及び交渉に参加しておりません。



## 取引保護条項の不存在

公開買付者グループ及び当社は、当社が対抗的買収提案者と接触することを禁止するような取引保護条項を含む合意等、対抗的買収提案者が当社との間で接触することを制限するような内容の合意は一切行っており、対抗的な買付け等の機会を妨げないこととすることにより、本公開買付けの公正性の担保に配慮しております。

当社の一般株主が本公開買付けに応募するか否かについて適切に判断を行う機会を確保するための措置等

公開買付者は、法令に定められた公開買付けに係る買付け等の最短期間が20営業日であるところ、本公開買付けにおける買付け等の期間を32営業日に設定しているとのことです。このように、公開買付期間を法定の最短期間より長期に設定することにより、当社の一般株主の皆様が本取引の是非や本公開買付け価格の妥当性について熟慮し、本公開買付けに対する応募の是非について適切な判断を行うための期間を提供しつつ、対抗的な買付け等を行う機会を確保することにより、本公開買付けの公正性を担保することも企図しているとのことです。

公開買付者は、上記「(5) 本公開買付け後の組織再編等の方針(いわゆる二段階買収に関する事項)」に記載のとおり、( )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、本株式併合を行うこと及び本株式併合の効力発生を条件として単元株式数の定めを廃止する旨の定款の一部変更を行うことを付議議案に含む本臨時株主総会の開催を当社に要請することを予定しており、当社の株主の皆様に対して、株式買取請求権や価格決定請求権が確保されない手法は採用しないこと、並びに、( )本株式併合をする際に、当社の株主の皆様に対価として交付される金銭は本公開買付け価格に当該各株主の皆様が所有する当社株式の数を乗じた価格と同一となるように算定されることを明らかにしていることから、当社の株主の皆様が本公開買付けに応募するか否かについて適切に判断を行う機会を確保し、これをもって強圧性が生じないように配慮しているとのことです。

## (7) 本公開買付けに係る重要な合意に関する事項

## 本基本契約

公開買付者は、2026年2月13日付で、本不応募合意株主との間で、以下の内容を含む本基本契約を締結しており、その概要は以下のとおりとのことです。また、本書提出日現在、本基本契約及び本株主間契約(本不応募合意株主)を除き、本不応募合意株主との間で本取引に関する合意は締結されておらず、本公開買付け価格の支払いを除き、本公開買付けに際して付与される利益はないとのことです。

- (A) 各当事者において、本取引の一連の各取引(本公開買付け、本貸株取引、本スクイーズアウト手続、本株式分割、本貸株取引の解消及び本合併)を実施することを確認する。
- (B) 本不応募合意株主は、本公開買付けが開始された場合、本公開買付けに対し、それぞれが所有する本不応募合意株式の全部について、応募しないものとする。なお、かかる本公開買付けへの不応募について、前提条件は定められていない。
- (C) 川畑遥氏は、本公開買付けに係る決済の完了後、合理的に可能な限り速やかに(遅くとも2026年4月30日までに)、川畑泰史氏との間で、別途本不応募合意株主及び公開買付者が合意する様式及び内容の貸株契約の定めに基づき、本貸株取引を実行する。
- (D) 本不応募合意株主及び公開買付者は、本公開買付けの決済後、公開買付者が本公開買付けによって当社株式(ただし、当社の所有する自己株式及び本不応募合意株主が所有する本不応募合意株式を除く。)の全部を取得できなかった場合、実務上可能な限り速やかに、( )当社をして、当社の株主を公開買付者及び川畑泰史氏のみとするために合理的に必要な手続(当該株主総会の開催及び公開買付者が本スクイーズアウト手続を確実に実施するために合理的に必要と認める場合における当社の自己株式の消却の実施を含むが、これらに限られない。)を実施させ、かつ、( )自ら、本スクイーズアウト手続に合理的に必要な一切の行為(当該株主総会における賛成の議決権の行使を含む。)を行うものとする。
- (E) 本不応募合意株主及び公開買付者は、川畑泰史氏が所有する本譲渡制限付株式に関し、本スクイーズアウト手続後も譲渡制限を引き続き課すことを目的として、当社をして、別途合意する当社及び川畑泰史氏との間の譲渡制限付株式に係る割当契約書の変更契約の締結について、株主総会の議案として上程させるとともに、自ら賛成の議決権の行使をするものとする。
- (F) 本スクイーズアウト手続の実施後、端数相当株式の任意売却許可決定日以降合理的に可能な限り速やかに、公開買付者及び川畑泰史氏は、当社をして、当社株式につき株式分割(本株式分割における分割比率は、本株式併合における併合比率の逆数となる比率に設定するものとする。)を実施させるものとする。

- (G) 本株式分割の効力発生を条件として、川畑泰史氏は、端数株式の売却後、川畑遥氏との間で別途合意する方法(本貸株取引により川畑遥氏から借り受けた株式数に相当する当社株式を川畑泰史氏に対して返還することを含む。)により、本貸株取引を解消するものとする。
- (H) 本不応募合意株主及び公開買付者は、本株式分割及び本貸株取引の解消実施後遅滞なく、自ら又は当社をして、本合併に係る吸収合併契約(以下「本合併契約」という。)を締結させ、かつ、自ら又は当社をして、本合併のために合理的に必要な一切の行為(当社をして株主総会を開催させるとともに、本合併契約の承認議案を上程させ、当該株主総会において賛成の議決権を行使することを含む。)を行い、又は行わせるものとする。
- (I) 本不応募合意株主は、直接であるか間接であるか又は自己の計算であるか他人の計算であるかを問わず、本基本契約締結日から本取引が完了するまでの間、本不応募合意株主が所有する本不応募合意株式の譲渡、贈与、担保設定その他の一切の処分その他本取引と実質的に抵触し又は本取引の実行を困難にする取引及びそれらに関する合意を行わず、かかる取引に関する提案、勧誘、協議、交渉又は情報提供を行わないものとし、第三者からかかる取引に関する情報提供、提案、勧誘、協議その他の申出を受けた場合には、速やかに、公開買付者に対して、その事実及び内容を通知し、その対応について、公開買付者との間で誠実に協議するものとする。
- (J) 本不応募合意株主は、本基本契約締結日から本合併の効力発生日までの間、本基本契約に従い、議決権その他の株主権を行使するとともに、公開買付者の事前の書面による承諾なしに、当社の株主総会の招集請求権(会社法第297条)、議題提案権(会社法第303条第1項及び第2項)若しくは議案提案権(会社法第304条、同法第305条第1項)その他の株主権を行使しないものとする。
- (K) 本不応募合意株主は、本株式併合の効力発生日より前の日を権利行使の基準日とする当社の株主総会が開催される場合、本取引の実行のために合理的に必要な範囲で、当該株主総会における本不応募合意株主が所有する本不応募合意株式に係る議決権その他の権利の行使について、公開買付者の選択に従い、( )公開買付者の指示に従って当該権利行使を行い、又は( )公開買付者若しくは公開買付者の指定する者に対して権限者による記名押印のある公開買付者の指定する様式及び内容の適式な委任状を交付して代理権を授与し、かつ、かかる代理権の授与を撤回しないものとする。

また、上記のほか、本基本契約においては、本不応募合意株主及び公開買付者の表明保証条項(注1)(注2)、本不応募合意株主の義務(注3)、契約の終了事由(注4)が規定されているとのことです。

- (注1) 本基本契約において、公開買付者は、設立及び存続の有効性、本基本契約の締結及び履行に必要な権限及び権能、本基本契約の有効性及び強制執行可能性、本基本契約の締結及び履行についての法令等との抵触の不存在、本基本契約の締結及び履行に必要とされる許認可の取得等、倒産手続等の不存在並びに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とのことです。
- (注2) 本基本契約において、川畑泰史氏は、本不応募合意株主に関して、意思能力、注記1記載の乃至、及び本不応募合意株主が所有する当社株式に対する権利について表明及び保証を行っているとのことです。
- (注3) 本基本契約において、本不応募合意株主又は川畑泰史氏は、大要、本基本契約締結日以降、本株式併合の効力発生日までの間、当社グループをして、善良な管理者の注意をもって、当社グループにおいて本基本契約締結日以前に行われていたのと実質的に同一かつ通常の業務の範囲において、その業務の執行及び財産の管理・運営を行わせる義務、公開買付者に対する情報提供義務、本取引の実行につき相手方の承諾が必要となる契約等の相手方からの合意取得に係る努力義務、本取引の実行につき相手方に対する通知等が必要となる契約等の相手方に対する通知等を行う義務、本取引を実行するための資金調達への協力義務、自己の表明保証又は本不応募合意株主の義務違反があった場合における補償義務等を負担しているとのことです。
- (注4) 本基本契約は、本不応募合意株主及び公開買付者が書面により合意した場合又は本公開買付けが撤回された若しくは本公開買付けが不成立となった場合のいずれかの場合に終了するものとされているとのことです。

## 本公開買付契約(渡邊氏)

公開買付者は、2026年2月13日付で、渡邊匡氏との間で、本公開買付契約(渡邊氏)を締結し、渡邊匡氏が所有する本譲渡制限付株式及び役員持株会を通じて間接的に所有する当社株式以外の当社株式16,800株(所有割合:0.19%)について本公開買付けに応募する旨、及び渡邊匡氏が所有する本譲渡制限付株式61,600株(所有割合:0.70%)の全てについて本公開買付けに応募しない旨の合意をしているとのことです。なお、かかる本公開買付けへの応募及び不応募について、前提条件は定められていないとのことです。また、本書提出日現在、本公開買付契約(渡邊氏)を除き、渡邊匡氏との間で本取引に関する合意は締結されておらず、本公開買付価格の支払いを除き、本公開買付けに際して付与される利益はないとのことです。

本公開買付契約(渡邊氏)において、渡邊匡氏は、( )公開買付者の合理的な要請に従い公開買付者が本公開買付けを実行するために必要となる資金の調達に合理的に必要な協力を行う義務、( )本公開買付けが成立した場合には、本株式併合の承認に係る当社の株主総会において、渡邊匡氏の所有する本譲渡制限付株式に関し、本スクイズアウト手続に関連する各議案に賛成する義務、( )本スクイズアウト手続の完了後に実施予定の本合併の効力発生後速やかに、渡邊匡氏が本取引を通じて交付される金銭の額(税引き後)を基礎として渡邊匡氏及び公開買付者が別途合意する金額の本再出資(渡邊氏)を行い、本再出資(渡邊氏)日付で、株主間契約(渡邊氏)を締結する義務を負っているとのことです。

また、本公開買付契約(渡邊氏)において、渡邊匡氏は、( )直接であるか間接であるか又は自己の計算であるか他人の計算であるかを問わず、本公開買付契約(渡邊氏)締結日後、本公開買付けに係る決済の開始日までの間、渡邊匡氏が応募義務を負う当社株式16,800株の譲渡、贈与、担保設定その他の一切の処分その他本公開買付けと実質的に抵触し又は本公開買付けの実行を困難にする取引及びそれらに関する合意を行わず、かかる取引に関する提案、勧誘、協議、交渉又は情報提供を行わないものとし、第三者からかかる取引に関する情報提供、提案、勧誘、協議その他の申出を受けた場合には、速やかに、公開買付者に対して、その事実及び内容を通知し、その対応について、公開買付者との間で誠実に協議する義務、( )本公開買付けの決済の開始日以前の日を権利行使の基準日とする当社の株主総会が開催される場合、本公開買付け及びこれに関する取引の実行のために合理的に必要な範囲で、当該株主総会における渡邊匡氏が所有する当社株式に係る議決権その他の権利の行使について、公開買付者の選択に従い、(a)公開買付者の指示に従って当該権利行使を行い、又は(b)公開買付者若しくは公開買付者の指定する者に対して権限者による記名押印のある公開買付者の指定する様式及び内容の適式な委任状を交付して代理権を授与し、かつ、かかる代理権の授与を撤回しない義務、並びに( )本公開買付契約(渡邊氏)締結日以降、公開買付者の事前の書面による承諾なしに、当社の株主総会の招集請求権(会社法第297条)、議題提案権(会社法第303条第1項及び第2項)及び議案提案権(会社法第304条、同法第305条第1項)その他の株主権を行使しない義務を負っているとのことです。

上記の他、本公開買付契約(渡邊氏)において、表明保証条項(注1)(注2)、補償条項、契約の終了に関する規定(注3)、その他一般条項が規定されているとのことです。

(注1) 本公開買付契約(渡邊氏)において、渡邊匡氏は、意思能力、本公開買付契約(渡邊氏)の締結及び履行に必要な権限及び権能、本公開買付契約(渡邊氏)の有効性及び強制執行可能性、本公開買付契約(渡邊氏)の締結及び履行についての法令等との抵触の不存在、本公開買付契約(渡邊氏)の締結及び履行に関して必要とされる許認可の取得等、倒産手続等の不存在、反社会的勢力との関係の不存在並びに渡邊匡氏の所有する当社株式に対する権利について表明及び保証を行っているとのことです。

(注2) 本公開買付契約(渡邊氏)において、公開買付者は、設立及び存続の有効性、本公開買付契約(渡邊氏)の締結及び履行に必要な権限及び権能、本公開買付契約(渡邊氏)の有効性及び強制執行可能性、本公開買付契約(渡邊氏)の締結及び履行についての法令等との抵触の不存在、本公開買付契約(渡邊氏)の締結及び履行に関して必要とされる許認可の取得等、倒産手続等の不存在並びに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とのことです。

(注3) 本公開買付契約(渡邊氏)は、渡邊匡氏及び公開買付者が書面により合意した場合又は本公開買付けが撤回された若しくは本公開買付けが不成立となった場合のいずれかの場合に終了するものとされているとのことです。

## 本応募契約(創業家)

公開買付者は、2026年2月13日付で、本応募合意株主(創業家)との間で、それぞれ本応募契約(創業家)を締結し、本応募合意株主(創業家)は、( )その所有する当社株式の全てについて本公開買付けに応募する旨(注1)、( )本スクイズアウト手続の完了後に実施予定の、本合併の効力発生後直ちに、公開買付者の要請に応じて、本再出資(創業家)を行うことを本応募合意株主(創業家)が希望する場合には、本応募合意株主(創業家)及び公開買付者は誠実に協議する旨、及び( )公開買付者の合理的な要請に従い公開買付者が本公開買付けを実行するために必要となる資金の調達に合理的に必要な協力を行う旨を合意しているとのことです。なお、かかる本公開買付けへの応募について、前提条件は定められていないとのことです。また、本書提出日現在、本応募契約(創業家)を除き、本応募合意株主(創業家)との間で、本取引に関する合意は締結されておらず、本公開買付けの支払いを除き、本公開買付けに際して付与される利益はないとのことです。

また、本応募契約(創業家)において、創業家は、( )直接であるか間接であるか又は自己の計算であるか他人の計算であるかを問わず、本応募契約(創業家)締結日後、本公開買付けに係る決済の開始日までの間、本応募合意株主(創業家)が所有する当社株式の全ての譲渡、贈与、担保設定その他の一切の処分その他本公開買付けと実質的に抵触し又は本公開買付けの実行を困難にする取引及びそれらに関する合意を行わず、かかる取引に関する提案、勧誘、協議、交渉又は情報提供を行わないものとし、第三者からかかる取引に関する情報提供、提案、勧誘、協議その他の申出を受けた場合には、速やかに、買付者に対して、その事実及び内容を通知し、その対応について、買付者との間で誠実に協議する義務、( )本公開買付けの決済の開始日以前の日を権利行使の基準日とする当社の株主総会が開催される場合、当該株主総会における本応募合意株主(創業家)が所有する当社株式に係る議決権その他の権利の行使について、公開買付者の選択に従い、(a)公開買付者の指示に従って当該権利行使を行い、又は(b)公開買付者若しくは公開買付者の指定する者に対して権限者による記名押印のある公開買付者の指定する様式及び内容の適宜な委任状を交付して代理権を授与し、かつ、かかる代理権の授与を撤回しない義務、並びに( )本応募契約(創業家)締結日以降、公開買付者の事前の書面による承諾なしに、当社の株主総会の招集請求権(会社法第297条)、議題提案権(会社法第303条第1項及び第2項)及び議案提案権(会社法第304条、同法第305条第1項)その他の株主権を行使しない義務を負っているとのことです。

また、上記の他、本応募契約(創業家)において、表明保証条項(注2)(注3)、補償条項、契約の終了事由(注4)、その他一般条項が規定されているとのことです。

- (注1) ただし、江木麻紀氏は、本応募契約(江木氏)において、公開買付け期間の開始日後、速やかに、所有する当社株式の全てを本公開買付けに応募することが実務上可能か否かを確認し、応募を行うことが実務上可能であることが確認できた場合には、所有する当社株式の全てについて本公開買付けに応募する旨合意しているとのことです。応募を行うことが実務上可能であることが確認できなかった場合には、江木麻紀氏が所有する当社株式の全てについて本公開買付けに応募しない旨、上記( )の義務を本スクイズアウト効力発生日まで負う旨、及び、上記( )の本応募合意株主(創業家)が所有する当社株式に係る議決権その他の権利の行使に係る義務の対象を、本スクイズアウト効力発生日より前の日を権利行使の基準日とする当社の株主総会が開催される場合とする旨を合意しているとのことです。
- (注2) 本応募契約(創業家)において、創業家は、意思能力、本応募契約(創業家)の締結及び履行に必要な権限及び権能、本応募契約(創業家)の有効性及び強制執行可能性、本応募契約(創業家)の締結及び履行についての法令等との抵触の不存在、本応募契約(創業家)の締結及び履行に関して必要とされる許認可の取得等、倒産手続等の不存在、反社会的勢力との関係の不存在並びに本応募合意株主(創業家)の所有する当社株式に対する権利について表明及び保証を行っているとのことです。
- (注3) 本応募契約(創業家)において、公開買付者は、設立及び存続の有効性、本応募契約(創業家)の締結及び履行に必要な権限及び権能、本応募契約(創業家)の有効性及び強制執行可能性、本応募契約(創業家)の締結及び履行についての法令等との抵触の不存在、本応募契約(創業家)の締結及び履行に関して必要とされる許認可の取得等、倒産手続等の不存在並びに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とのことです。
- (注4) 本応募契約(創業家)は、本応募合意株主(創業家)及び公開買付者が書面により合意した場合又は本公開買付けが撤回された若しくは本公開買付けが不成立となった場合のいずれかの場合に終了するものとされているとのことです。

#### 本応募契約(ハードオフコーポレーション)

公開買付者は、2026年2月13日付で、ハードオフコーポレーションとの間で本応募契約(ハードオフコーポレーション)を締結し、( )その所有する当社株式の全て(所有する当社株式の数：1,288,800株、所有割合：14.73%)について本公開買付けに応募する旨及び( )公開買付者の合理的な要請に従い公開買付者が本公開買付けを実行するために必要となる資金の調達に合理的に必要な協力を行う旨を合意しているとのことです。なお、かかる本公開買付けへの応募について、前提条件は定められていないとのことです。また、本応募契約(ハードオフコーポレーション)を除いてハードオフコーポレーションとの間で本取引に関する合意は締結されておらず、本公開買付けの価格の支払いを除き、本公開買付けに際して付与される利益はないとのことです。

また、本応募契約(ハードオフコーポレーション)において、ハードオフコーポレーションは、( )直接であるか間接であるか又は自己の計算であるか他人の計算であるかを問わず、本応募契約(ハードオフコーポレーション)締結日後、本公開買付けに係る決済の開始日までの間、ハードオフコーポレーションが所有する当社株式の全ての譲渡、贈与、担保設定その他の一切の処分その他本公開買付けと実質的に抵触し又は本公開買付けの実行を困難にする取引及びそれらに関する合意を行わず、かかる取引に関する提案、勧誘、協議、交渉又は情報提供を行わないものとし、第三者からかかる取引に関する情報提供、提案、勧誘、協議その他の申出を受けた場合には、速やかに、公開買付者に対して、その事実及び内容を通知し、その対応について、公開買付者との間で誠実に協議する義務、( )本公開買付けの決済の開始日以前の日を権利行使の基準日とする当社の株主総会が開催される場合、当該株主総会におけるハードオフコーポレーションが所有する当社株式に係る議決権その他の権利の行使について、公開買付者の選択に従い、(a)公開買付者の指示に従って当該権利行使を行い、又は(b)公開買付者若しくは公開買付者の指定する者に対して権限者による記名押印のある公開買付者の指定する様式及び内容の適式な委任状を交付して代理権を授与し、かつ、かかる代理権の授与を撤回しない義務、並びに( )ハードオフコーポレーションは、本応募契約(ハードオフコーポレーション)締結日以降、公開買付者の事前の書面による承諾なしに、当社の株主総会の招集請求権(会社法第297条)、議題提案権(会社法第303条第1項及び第2項)及び議案提案権(会社法第304条、同法第305条第1項)その他の株主権を行使しない義務を負っているとのことです。

また、上記の他、本応募契約(ハードオフコーポレーション)において、表明保証条項(注1)(注2)、補償条項、契約の終了事由(注3)、その他一般条項が規定されているとのことです。

- (注1) 本応募契約(ハードオフコーポレーション)において、ハードオフコーポレーションは、設立及び存続の有効性、本応募契約(ハードオフコーポレーション)の締結及び履行に必要な権限及び権能、本応募契約(ハードオフコーポレーション)の有効性及び強制執行可能性、本応募契約(ハードオフコーポレーション)の締結及び履行についての法令等との抵触の不存在、本応募契約(ハードオフコーポレーション)の締結及び履行に関して必要とされる許認可の取得等、倒産手続等の不存在、反社会的勢力との関係の不存在並びにハードオフコーポレーションの所有する当社株式に対する権利について表明及び保証を行っているとのことです。
- (注2) 本応募契約(ハードオフコーポレーション)において、公開買付者は、設立及び存続の有効性、本応募契約(ハードオフコーポレーション)の締結及び履行に必要な権限及び権能、本応募契約(ハードオフコーポレーション)の有効性及び強制執行可能性、本応募契約(ハードオフコーポレーション)の締結及び履行についての法令等との抵触の不存在、本応募契約(ハードオフコーポレーション)の締結及び履行に関して必要とされる許認可の取得等、倒産手続等の不存在並びに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とのことです。
- (注3) 本応募契約(ハードオフコーポレーション)は、ハードオフコーポレーション及び公開買付者が書面により合意した場合又は本公開買付けが撤回された若しくは本公開買付けが不成立となった場合のいずれかの場合に終了するものとされているとのことです。

#### 本株主間契約(本不応募合意株主)

公開買付者の株主であるIAP及び本不応募合意株主は、2026年2月13日付で、公開買付者及び当社の運営及び株式等に関して、以下の内容を含む本株主間契約(本不応募合意株主)を締結しているとのことです。なお、本株主間契約(本不応募合意株主)は、一部の条項は本株式併合の効力発生の時点で、その効力が生じることとされているとのことです。

- (A) IAPは、本株式併合の効力発生後、自ら又は公開買付者をして、川畑泰史氏を当社(本合併後においては公開買付者)の取締役として選任し、又は選任させる。
- (B) IAPが公開買付者又は当社をして、( )事業の全部又は一部の譲渡、又は、子会社の株式の譲渡、( )自己又は子会社による合併(本合併を除く。)、会社分割、株式交換、株式移転又は株式交換、( )そのほか、株主総会の特別決議を要する行為等並びに( )当社の中期経営計画の重大な変更及び当該中期計画から大幅に乖離する内容の予算及び事業計画の策定又は重大な変更を決定しようとする場合、又は 公開買付者が一定の株式等の発行等を行う場合には、本不応募合意株主の事前承諾を要する。
- (C) 本不応募合意株主の所有する公開買付者株式の譲渡制限、IAPによる公開買付者株式の第三者への譲渡時におけるIAPの一括売却請求権(IAPが、本不応募合意株主の所有する公開買付者株式も併せて譲渡予定先に売却できるよう請求できる権利)及び本不応募合意株主の共同売却請求権(本不応募合意株主が、自己の所有する公開買付者株式も併せて譲渡予定先に譲渡できるよう請求する権利)。

本株主間契約(渡邊氏)(締結予定)

公開買付者の株主であるIAP及び渡邊匡氏は、本再出資(渡邊氏)日付で、公開買付者及び当社の運営及び株式等に関して、( )IAPが、渡邊匡氏を当社の取締役として選任すること、( )渡邊匡氏の所有する公開買付者株式の譲渡制限、IAPによる公開買付者株式の第三者への譲渡時におけるIAPの一括売却請求権及び本不応募合意株主の共同売却請求権を含む本株主間契約(渡邊氏)を締結することを予定しております。なお、本株主間契約(渡邊氏)は、一部の条項は本株式併合の効力発生の時点で、その効力が生じることとされております。

本経営委任契約(川畑氏)及び本経営委任契約(渡邊氏)(締結予定)

川畑泰史氏及び渡邊匡氏は、本公開買付けの成立後も継続して当社の経営にあたる予定であり、IAPは、両者との間で経営委任契約を締結することを予定しておりますが、現時点では契約締結時期及びその具体的内容は未定とのことです。

4 【役員が所有する株券等の数及び当該株券等に係る議決権の数】

氏 名	役 職 名	所有株式数(株)	議決権の数(個)
川畑 泰史	取締役社長 (代表取締役)	1,792,000	17,920
小松 創	常務取締役	65,537	655
渡邊 匡	取締役	86,104	861
片岡 宏介	取締役(社外)	4,800	48
小川 晃範	常勤監査役(社外)		
七松 優	監査役(社外)	22,814	228
木村 文夫	監査役(社外)	4,000	40
計		1,975,255	19,752

(注1) 役名、職名、所有株式数及び議決権数は本書提出日現在のものです。

(注2) 所有株式数及び議決権の数は、それぞれ当社役員持株会を通じた所有株式数(小数点以下切捨て)及びそれらに係る議決権の数を含めた数を記載しております。

5 【公開買付者又はその特別関係者による利益供与の内容】

該当事項はありません。

6 【会社の支配に関する基本方針に係る対応方針】

該当事項はありません。

7 【公開買付者に対する質問】

該当事項はありません。

8 【公開買付期間の延長請求】

該当事項はありません。

以 上