

平成 31 年 3 月 8 日

各 位

会 社 名	株式会社 廣 濟 堂
代表者名	代表取締役社長 土井 常由
(コード番号	7868 東証 第1部)
問合せ先	取締役 小林 秀昭
電 話	(03) 3453-0557

(変更) 「MBOの実施及び応募の推奨に関するお知らせ」の一部変更について

当社が、平成 31 年 1 月 17 日付で公表いたしました「MBOの実施及び応募の推奨に関するお知らせ」(同月 18 日付で公表いたしました「(訂正)『MBOの実施及び応募の推奨に関するお知らせ』の一部訂正について」による訂正、同年 2 月 25 日付で公表いたしました「(変更)『MBOの実施及び応募の推奨に関するお知らせ』の一部変更について」による変更及び同月 26 日付で公表いたしました「(変更)『MBOの実施及び応募の推奨に関するお知らせ』の一部変更について」による変更を含みます。)について、一部変更すべき事項がありましたので、下記のとおりお知らせいたします。

株式会社 BCJ-34 (以下「公開買付者」といいます。)は、公開買付者による当社普通株式 (以下「当社株式」といいます。)に対する公開買付け (以下「本公開買付け」といいます。)について、本日、本公開買付け開始後の当社株式の市場取引の状況や本公開買付けの成立の確度を高める必要性を総合的に勘案し、本公開買付けに係る買付価格 (以下「本公開買付価格」といいます。)を 610 円から 700 円に引き上げるとともに、買付予定数の下限を 16,609,000 株 (所有割合 66.67%) から 12,456,800 株 (所有割合 50.00%) まで引き下げることを決定したとのことです (以下、かかる本公開買付価格の引き上げと買付予定数の下限の引き下げとを併せて「本買付条件の変更」といいます。)

当社は、公開買付者が、本買付条件の変更について決定したことを受け、本日開催の当社取締役会において、本買付条件の変更について再度慎重に協議・検討を行い、本買付条件の変更に関する第三者委員会における検討結果等を踏まえ、(i) 本公開買付け及び本公開買付け成立後の当社を非公開化するための一連の手續を通じて、当社を非公開化し、機動的かつ柔軟な意思決定を可能とする安定した新しい経営体制を構築した上で、公開買付者、取締役、従業員が一丸となって当社の企業価値向上のための施策に迅速かつ果敢に取り組むことこそが、当社の企業価値向上のための最も有効な手段であると考えられること、(ii) 本買付条件の変更に係る買付予定数の下限の引き下げにより、本公開買付け成立後に開催される当社定時株主総会において、当社を非公開化するための手續について株主の皆様の賛同が得られずに、当社の非公開化が実現できない可能性が残るものの、公開

買付者としては、いずれにせよ非公開化が当社の企業価値向上のための最も有効な手段であるとの考えに変わりはなく、仮に当社定時株主総会を経て非公開化が実現できなかったとしても、引き続き非公開化の実現を目指すとのことであること、(iii) Bain Capital Private Equity, LP 及びそのグループ（以下、総称して「ベインキャピタル」といいます。）の説明によれば、本公開買付け成立後に開催される当社定時株主総会において当社を非公開化するための手続について株主の皆様のご賛同が得られずに当社が一定期間上場維持されることとなった場合でも、本公開買付け成立後の基本的な経営方針は非公開化した場合と変わらず、当社が上場を維持したまま投資を続ける期間は、少数株主が残っている以上、株価や期間損益に配慮する必要があるから、従前の想定よりは、損失を伴う先行投資は控えることとなるものの、少なくとも多額の損失を伴わない企業価値向上施策（例えばベインキャピタルの保有する既存ポートフォリオとの協業、コストの最適化等）は実行する意向とのことであり、また、当社の有利子負債の返済についても、引き続き金融機関と協議の上、資金協力をする予定とのことであるため、仮に当社が一定期間上場維持されることとなった場合でも、当社の企業価値の向上が期待できること、(iv) 本買付条件の変更後の買付価格 700 円は独立した第三者算定機関である山田コンサルティンググループ株式会社による当社株式価値算定書における DCF 法による算定結果のレンジの中央値を大きく超えるものであり、また、本買付条件の変更前の買付価格（以下「当初公開買付価格」といいます。）610 円は、当社と土井常由代表取締役及びベインキャピタルとの間の交渉を経たものでしたが、本買付条件の変更後の買付価格 700 円は、さらにベインキャピタルが公開買付者と利害関係のない第三者である株式会社レノ（以下「レノ」といいます。）及びレノの共同保有者（金融商品取引法第 27 条の 23 第 5 項及び第 6 項に定義される共同保有者をいいます。）である株式会社南青山不動産と関係が深いとされる村上世彰氏からの意見も参考の上で、本取引の意義、当社の企業価値向上のための方策、当社株式の非公開化の必要性、本取引の方法や条件面などを含め、本取引についてより多くの当社の株主の皆様にご理解、ご賛同いただき、かつ、最大限株主価値向上に資するものとなるよう、慎重に議論を行った結果決まった価格であって、当初公開買付価格 610 円からは 14.7%以上増加した価格であり、さらに、レノとのやりとりの経緯を踏まえると、他に比較しうる当社株式に関する対抗提案もなく、本買付条件の変更後の買付価格はなお当社の株主の皆様にとって最善なものと考えられ、本公開買付けは、当社の株主の皆様に対して合理的な売却の機会を提供するものであると考えられること、(v) 本買付条件の変更前の買付予定数の下限は 16,609,000 株とされており、いわゆるマジョリティ・オブ・マイノリティに配慮されていたが、本買付条件の変更により買付予定数の下限が 12,456,800 株とされた結果、マジョリティ・オブ・マイノリティの応募が本公開買付け成立の条件とはされないこととなったものの、マジョリティ・オブ・マイノリティは、手続の公正性を担保するための実務上の対応策の 1 つに過ぎないため、その他の公正性担保措置が十分に講じられていれば、本取引に係る手続の公正性は確保されうるものと考えられることから、当社取締役会は、土井常由代表取締役を除く全ての取締役の全員一致で、本買付条件

の変更を踏まえても、本公開買付けに賛同する旨の意見及び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意見を維持することを決議いたしました。

なお、変更箇所につきましては、下線で示しております。

## 記

### 2. 買付け等の価格

#### 【変更前】

普通株式1株につき、金 610円 (以下「本公開買付け価格」といいます。)

#### 【変更後】

普通株式1株につき、金 700円

### 3. 本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

##### 【変更前】

<前略>

なお、上記取締役会決議は、後記「(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「④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。

##### 【変更後】

<前略>

なお、上記取締役会決議は、後記「(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「④当社における利害関係を有しない取締役全員の承認」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

##### ① 本公開買付けの概要

##### 【変更前】

<前略>

本公開買付けにおいては、公開買付者は、16,609,000株 (所有割合 66.67%) を買

付予定数の下限と設定しており、本公開買付けに応じて応募された株券等（以下「応募株券等」といいます。）の総数が買付予定数の下限に満たない場合は、応募株券等の全ての買付け等を行わないとのことです。他方、上記のとおり、本公開買付けは、公開買付者が当社株式の全て（但し、公開買付者が所有する当社株式及び当社が所有する自己株式を除きます。）を取得することを企図しておりますので、買付予定数の上限は設けておらず、買付予定数の下限以上の応募があった場合は、応募株券等の全ての買付け等を行うとのことです。買付予定数の下限（16,609,000株）は、本四半期報告書に記載された平成30年9月30日現在の当社の発行済株式数（24,922,600株）から、本四半期決算短信に記載された平成30年9月30日現在の当社が所有する自己株式数（9,061株）を控除した株式数（24,913,539株）に係る議決権数（249,135個）に3分の2を乗じた数（166,090個）に100株を乗じた数としているとのことです。買付予定数の下限である16,609,000株は、本四半期報告書に記載された平成30年9月30日現在の当社の発行済株式数（24,922,600株）から、同日現在の当社が所有する自己株式数（9,061株）、澤田ホールディングス株式会社（以下「澤田HD」といいます。）が所有する当社株式数（3,088,500株）（注1）、及び本日現在、公開買付者が所有する当社株式数（100株）を控除した株式数（21,824,939株）の過半数（10,912,470株、公開買付者と利害関係を有しない当社の株主の皆様が所有する当社株式の総数の過半数、すなわち、いわゆるマジョリティ・オブ・マイノリティ（majority of minority）に相当する数に当たるとのことです。）に澤田HDが所有する当社株式数（3,088,500株）（注1）を加算した株式数（14,000,970株）を上回るものとなるとのことです。

（注1）公開買付者は、澤田HDより、同社が所有する当社株式（3,088,500株）（所有割合12.40%）につき、同社の取締役会の承認を条件に本公開買付けに応募する意向を受けているとのことです。

本公開買付けにより、公開買付者が当社株式の全て（但し、公開買付者が所有する当社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、後記「（5）本公開買付け後の組織再編等の方針（いわゆる二段階買収に関する事項）」に記載のとおり、公開買付者は、当社に対し、本公開買付け成立後に、公開買付者が当社株式の全て（但し、公開買付者が所有する当社株式及び当社が所有する自己株式を除きます。）を取得し、当社を公開買付者の完全子会社とするための手続（以下「本スクイーズアウト手続」といいます。）の実施を要請する予定とのことです。

また、公開買付者は、本公開買付けの成立を条件として、本公開買付けに係る決済等に要する資金及び本公開買付け成立後における当社の既存借入金の返済に要する資金に使用するため、株式会社三井住友銀行から総額341.3億円を限度として借入（以下「本買収ローン」といいます。）を行うことを予定しているとのことです。本買収

ローンに係る融資条件の詳細については、株式会社三井住友銀行と別途協議の上、本買収ローンに係る融資契約において定めることとされているとのことですが、本買収ローンに係る融資契約では、公開買付届出書の添付書類である融資証明書に記載のとおり、一定の貸出実行条件、財務制限条項等のこの種の融資契約に通常定められる条件が規定される予定とのことです。また、本買収ローンに際しては、公開買付者が所有する当社株式等について担保権が設定されることが予定されているほか、本スクイーズアウト手続により当社の株主が公開買付者のみとなった後は、当社が公開買付者の連帯保証人となり、かつ、当社の一定の資産等について担保権が設定されることが予定されているとのことです。

#### 【変更後】

<前略>

本公開買付けにおいては、公開買付者は、12,456,800株（所有割合 50.00%）を買付予定数の下限と設定しており、本公開買付けに応じて応募された株券等（以下「応募株券等」といいます。）の総数が買付予定数の下限に満たない場合は、応募株券等の全ての買付け等を行わないとのことです。他方、上記のとおり、本公開買付けは、公開買付者が当社株式の全て（但し、公開買付者が所有する当社株式及び当社が所有する自己株式を除きます。）を取得することを企図しておりますので、買付予定数の上限は設けておらず、買付予定数の下限以上の応募があった場合は、応募株券等の全ての買付け等を行うとのことです。買付予定数の下限（12,456,800株）は、本四半期報告書に記載された平成30年9月30日現在の当社の発行済株式数（24,922,600株）から、本四半期決算短信に記載された平成30年9月30日現在の当社が所有する自己株式数（9,061株）を控除した株式数（24,913,539株）に係る議決権数（249,135個）の過半数に相当する数（124,568個）に100株を乗じた数としているとのことです。

公開買付者は、買付予定数の下限を16,609,000株（所有割合66.67%）として本公開買付けを開始していましたが、今般、本公開買付け開始後の当社株式の市場取引の状況や本公開買付けの成立の確度を高める必要性を総合的に勘案し、買付予定数の下限を12,456,800株（所有割合50.00%）まで引き下げることとしたとのことです。

本公開買付けにより、公開買付者が当社株式の全て（但し、公開買付者が所有する当社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、公開買付者は、当社に対し、本公開買付け成立後の公開買付者の取得株式数等に応じて、公開買付者が当社株式の全て（但し、公開買付者が所有する当社株式及び当社が所有する自己株式を除きます。）を取得し、当社を公開買付者の完全子会社とするための手続（以下「本スクイーズアウト手続」といいます。）の実施に向けて、後記「（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）」

に記載の手続を自ら実行し、又は当社に実行を要請することを予定しているとのこと  
です。

公開買付者は、本公開買付けの成立後、公開買付者の所有する当社の議決権が当社の総株主の議決権の90%以上である場合、会社法（平成17年法律第86号。その後の改正を含みます。以下同じです。）第179条に基づき、当社の株主（公開買付者及び当社を除きます。）の全員に対し、その所有する当社株式の全てを売り渡すことを請求（以下「株式売渡請求」といいます。）する予定とのことです。また、本公開買付けの成立後、公開買付者の所有する当社の議決権が当社の総株主の議決権の3分の2以上90%未満である場合、平成31年6月に開催予定の当社の定時株主総会（以下「本定時株主総会」といいます。）において会社法第180条に基づき当社株式の併合（以下「株式併合」といいます。）及び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めることを当社に要請する予定とのことです。なお、本公開買付けの成立後、公開買付者の取得した当社の株券等に係る議決権が当社の総株主の議決権の過半数以上3分の2未満に止まった場合であっても、引き続き非公開化の実現を目指すために、本公開買付けに応募されなかった株主の皆様理解を求めていき、本スクイーズアウト手続のために必要な手続を実施し、又は当社に実施を要請する可能性があり、当該実施に向けて状況に応じて株式を譲り受けることも検討する所存とのことです。これを受けて、当社としては、本公開買付けの成立後、公開買付者の取得した当社の株券等に係る議決権が当社の総株主の議決権の過半数以上3分の2未満に止まった場合であったとしても、本定時株主総会において株式併合及び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ための議案を付議する予定です。

本公開買付けの成立後、株式売渡請求、又は、株式併合若しくは株式交換その他の方法を用いた本スクイーズアウト手続が実行されない場合、当社株式は東証第一部での上場が維持されることとなる見込みです。その場合、公開買付者は、最終的に当社株式の全てを取得することを目的として、本公開買付けにより公開買付者が取得した当社株式の数、その時点における当社株式の市場株価等の状況を勘案し、当社株式の追加取得の可否について検討する可能性があるとのことですが、現時点で決定している事項はないとのことです。

また、公開買付者は、本公開買付けの結果、公開買付者の保有する当社の議決権の数が当社の総株主の議決権の数の3分の2（希薄化後）以上となるのに必要な応募がなされた状態での本公開買付けの成立を条件として、本公開買付けに係る決済等に要する資金及び本公開買付け成立後における当社の既存借入金の返済に要する資金に使用するため、株式会社三井住友銀行から総額353.5億円を限度として借入（以下「本買収ローン」といいます。）を行うことを予定しているとのことです。本買収ローンに係る融資条件の詳細については、株式会社三井住友銀行と別途協議の上、本買収ローンに係る融資契約において定めることとされているとのことですが、本買収ロー

ンに係る融資契約では、公開買付届出書の添付書類である融資証明書に記載のとおり、一定の貸出実行条件、財務制限条項等のこの種の融資契約に通常定められる条件が規定される予定とのことです。また、本買収ローンに際しては、公開買付者が所有する当社株式等について担保権が設定されることが予定されているほか、本スクイーズアウト手続により当社の株主が公開買付者のみとなった後は、当社が公開買付者の連帯保証人となり、かつ、当社の一定の資産等について担保権が設定されることが予定されているとのことです。なお、本公開買付けの結果、公開買付者の所有する当社の議決権の数が当社の総株主の議決権の数の3分の2（希薄化後）未滿となるような数の応募しか集まらなかった場合でも、本公開買付けに係る決済等に要する資金の手当てはついている旨を当社は公開買付者から確認しております。

② 本公開買付けを実施するに至った背景、理由及び意思決定の過程、並びに本公開買付け後の経営方針

#### 【変更前】

<前略>

ベインキャピタルは、平成 30 年 11 月下旬、デュー・ディリジェンスの途中経過（中間報告）等を踏まえて土井氏と協議の上、本取引の実現可能性が高まったと判断し、平成 30 年 12 月 5 日、本取引を実行するための買収目的会社として公開買付者を設立したとのことです。土井氏及びベインキャピタルは、平成 30 年 12 月上旬まで実施したデュー・ディリジェンスの結果等を踏まえ、平成 30 年 12 月 17 日に、本公開買付価格を 1 株当たり 550 円とする旨の提案を行い、その後も当社との間で、本公開買付けを含む本取引の諸条件、及び本取引成立後の当社の経営方針について協議・交渉を重ねた上で、平成 31 年 1 月 17 日に本公開買付価格を 610 円として、本取引の一環として、公開買付者を通じて本公開買付けを開始することを決定したとのことです。

<中略>

なお、本公開買付け後の当社グループの従業員の雇用に関しては、現時点では、現状どおりの雇用を維持することを予定しているとのことです。また 今後は、ストックオプション・業績連動型報酬の採用など、企業価値の向上が役職員の処遇の向上に繋がる人事施策の導入を検討していきたいと考えているとのことです。

#### 【変更後】

<前略>

ベインキャピタルは、平成 30 年 11 月下旬、デュー・ディリジェンスの途中経過（中間報告）等を踏まえて土井氏と協議の上、本取引の実現可能性が高まったと判断し、平成 30 年 12 月 5 日、本取引を実行するための買収目的会社として公開買付者を

設立したとのことです。土井氏及びベインキャピタルは、平成 30 年 12 月上旬まで実施したデュー・ディリジェンスの結果等を踏まえ、平成 30 年 12 月 17 日に、本公開買付けに係る買付価格（以下「本公開買付価格」といいます。）を 1 株当たり 550 円とする旨の提案を行い、その後も当社との間で、本公開買付けを含む本取引の諸条件、及び本取引成立後の当社の経営方針について協議・交渉を重ねた上で、平成 31 年 1 月 17 日に本公開買付価格を 610 円として、本取引の一環として、公開買付者を通じて本公開買付けを開始することを決定し、平成 31 年 1 月 18 日から本公開買付けを開始したとのことです。その後、本公開買付け開始後の当社株式の市場取引の状況や本公開買付けの成立の確度を高める必要性を総合的に勘案し、平成 31 年 3 月 8 日に、本公開買付価格を 610 円から 700 円に引き上げることを決定したとのことです（以下、前記「①本公開買付けの概要」の買付予定数の下限の引き下げと併せて「本買付条件の変更」といいます。）。公開買付者は、本買付条件の変更後の本公開買付価格を最終的なものとし、今後、本公開買付価格を一切変更しないことの決定をしているとのことです。なお、ベインキャピタルは、当社の株主である株式会社レノ（以下「レノ」といいます。）及びレノの共同保有者（金融商品取引法第 27 条の 23 第 5 項及び第 6 項に定義される共同保有者をいいます。）である株式会社南青山不動産（以下、レノ及び株式会社南青山不動産を総称して、「レノら」といいます。）と関係が深いとされる村上世彰氏のご意見も参考の上、本取引の意義、当社の企業価値向上のための方策、当社株式の非公開化の必要性、本取引の方法や条件面などを含め、本取引についてより多くの当社の株主の皆様にご理解、ご賛同いただき、かつ、最大限株主価値向上に資するものとなるよう、慎重に議論を行い、本買付条件の変更を決定したとのことです。なお、公開買付者は、当社の株主保護の観点から、当社がレノら及び村上世彰氏を含む当社の株主より、本公開買付けと比較、検討すべき類の公開買付け提案等を受けている事実がない旨も確認の上、本買付条件の変更を踏まえても、本公開買付けに賛同する旨の意見及び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意見を維持することを決議している旨、当社より確認しているとのことです。

< 中略 >

本公開買付け後の当社グループの従業員の雇用に関しては、現時点では、現状どおりの雇用を維持することを予定しているとのことです。また今後は、ストックオプション・業績連動型報酬の採用など、企業価値の向上が役職員の処遇の向上に繋がる人事施策の導入を検討していきたいと考えているとのことです。

なお、買付予定数の下限の引き下げにより、本公開買付け成立後に当社が一定期間上場維持となる可能性があります。公開買付者は、本定時株主総会を経て当社の非公開化が実現できなかった場合でも、本公開買付け成立後の基本的な経営方針は非公開化した場合と変わらず、当社が上場を維持している間は、少数株主が残っている以上、株価や期間損益に配慮する必要があることから、従前の想定よりは、損失を伴う

先行投資は控えることとなるものの、少なくとも多額の損失を伴わない企業価値向上施策（例えばベインキャピタルの保有する既存ポートフォリオとの協業、コストの最適化等）は実行する意向であり、上述した本公開買付け成立後の当社の基本的な経営方針は変わらないとのことです。もともと、本買付条件の変更や本公開買付けの応募状況、応募見込み等を鑑みると、前記「①本公開買付けの概要」に記載のとおり、本公開買付けの成立後も引き続き非公開化の実現を目指すために、本公開買付けに応募されなかった株主の皆様理解を求めていき、本スクイーズアウト手続のために必要な手続を実施し、又は当社に実施を要請する可能性があり、当該実施に向けて状況に応じて株式を譲り受けることも検討することで、非公開化の実現可能性は相応にあるものと考えているとのことです。

### ③ 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

#### 【変更前】

<前略>

なお、当社の代表取締役社長である土井氏は、本公開買付け成立後も継続して当社の経営にあたる予定であり、株式会社 BCJ-33 への出資又は株式会社 BCJ-33 の株式取得も検討していることを踏まえ、利益相反を回避する観点から、当該取締役会における審議及び決議には一切参加しておらず、また、当社の立場においてベインキャピタル及び公開買付者との協議及び交渉にも一切参加しておりません。

#### 【変更後】

<前略>

なお、当社の代表取締役社長である土井氏は、本公開買付け成立後も継続して当社の経営にあたる予定であり、株式会社 BCJ-33 への出資又は株式会社 BCJ-33 の株式取得も検討していることを踏まえ、利益相反を回避する観点から、当該取締役会における審議及び決議には一切参加しておらず、また、当社の立場においてベインキャピタル及び公開買付者との協議及び交渉にも一切参加しておりません。

その後、当社は、公開買付者が、本買付条件の変更について決定したことを受け、平成 31 年 3 月 8 日開催の当社取締役会において、本買付条件の変更について再度慎重に協議・検討を行い、本買付条件の変更に関する第三者委員会における検討結果等を踏まえ、（i）本公開買付け及び本公開買付け成立後の当社を非公開化するための一連の手続を通じて、当社を非公開化し、機動的かつ柔軟な意思決定を可能とする安定した新しい経営体制を構築した上で、公開買付者、取締役、従業員が一丸となって当社の企業価値向上のための施策に迅速かつ果敢に取り組むことこそが、当社の企業価値向上のための最も有効な手段であると考えられること、（ii）本買付条件の変更に係る買付予定数の下限の引き下げにより、本公開買付け成立後に開催される当社定

時株主総会において、当社を非公開化するための手続について株主の皆様のご賛同が得られずに、当社の非公開化が実現できない可能性が残るものの、公開買付者としては、いずれにせよ非公開化が当社の企業価値向上のための最も有効な手段であるとの考えに変わりはなく、仮に当社定時株主総会を経て非公開化が実現できなかったとしても、引き続き非公開化の実現を目指すとのことであること、(iii) ベインキャピタルの説明によれば、本公開買付け成立後に開催される当社定時株主総会において当社を非公開化するための手続について株主の皆様のご賛同が得られずに当社が一定期間上場維持されることとなった場合でも、本公開買付け成立後の基本的な経営方針は非公開化した場合と変わらず、当社が上場を維持したまま投資を続ける期間は、少数株主が残っている以上、株価や期間損益に配慮する必要があるから、従前の想定よりは、損失を伴う先行投資は控えることとなるものの、少なくとも多額の損失を伴わない企業価値向上施策（例えばベインキャピタルの保有する既存ポートフォリオとの協業、コストの最適化等）は実行する意向とのことであり、また、当社の有利子負債の返済についても、引き続き金融機関と協議の上、資金協力をする予定とのことであるため、仮に当社が一定期間上場維持されることとなった場合でも、当社の企業価値の向上が期待できること、(iv) 本買付条件の変更後の本公開買付価格 700 円は独立した第三者算定機関である山田コンサルティンググループ株式会社による当社株式価値算定書における DCF 法による算定結果のレンジの中央値を大きく超えるものであり、また、本公開買付け公表前の市場株価法における算定結果の上限値 (467 円) と比較しても大幅に高く、本公開買付け公表後の平成 31 年 1 月 18 日から 3 月 7 日までの調整後終値単純平均 687.2 円も上回っていること、本買付条件の変更前の買付価格（以下「当初公開買付価格」といいます。）610 円は、当社と土井氏及びベインキャピタルとの間の交渉を経たものであったが、本買付条件の変更後の本公開買付価格 700 円は、さらにベインキャピタルが公開買付者と利害関係のない第三者であるレノらと関係が深いとされる村上世彰氏からの意見も参考の上で、本取引の意義、当社の企業価値向上のための方策、当社株式の非公開化の必要性、本取引の方法や条件面などを含め、本取引についてより多くの当社の株主の皆様にご理解、ご賛同いただき、かつ、最大限株主価値向上に資するものとなるよう、慎重に議論を行った結果決まった価格であって、当初公開買付価格 610 円からは 14.7%以上の増加となっており、さらに、後記「④レノとのやりとりについて」に記載の経緯も踏まえると、他に比較しうる当社株式に関する対抗提案もなく、本買付条件の変更後の本公開買付価格はなお当社の株主の皆様にとって最善なものと考えられ、本公開買付けは、当社の株主の皆様に対して合理的な売却の機会を提供するものであると考えられること（なお、直近の市場株価は、本買付条件の変更後の本公開買付価格 700 円を上回っておりますが、これは本公開買付けが公表されたことに加え、レノから大量保有報告書が提出され、またこれがマスコミ報道されたことの影響も受けているものと推測されるため、上記判断を否定する理由にはならないと考えております。）、(v) 本買付条件の変更前の買付

予定数の下限は 16,609,000 株とされており、いわゆるマジョリティ・オブ・マイノリティに配慮されていたが、本買付条件の変更により買付予定数の下限が 12,456,800 株とされた結果、マジョリティ・オブ・マイノリティの応募が本公開買付け成立の条件とはされないこととなったものの、マジョリティ・オブ・マイノリティは、手続の公正性を担保するための実務上の対応策の 1 つに過ぎないため、その他の公正性担保措置が十分に講じられていれば、本取引に係る手続の公正性は確保されうるものと考えられることから、土井氏を除く全ての取締役の全員一致で、本買付条件の変更を踏まえても、本公開買付けに賛同する旨の意見及び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意見を維持することを決議いたしました。

なお、当社の代表取締役社長である土井氏は、本公開買付け成立後も継続して当社の経営にあたる予定であり、株式会社 BCJ-33 への出資又は株式会社 BCJ-33 の株式取得も検討していることを踏まえ、利益相反を回避する観点から、当該取締役会における審議及び決議には一切参加しておらず、また、当社の立場においてベインキャピタル及び公開買付者との協議及び交渉にも一切参加しておりません。

また、上記取締役会では、当社の監査役 3 名のうち 2 名が、当社取締役会が上記決議をすることに異議がない旨の意見を述べ、中辻一夫監査役は、当社は当社自身で努力をするべきであって MBO による非公開化自体に反対であるとの理由から、上記決議をすることに異議がある旨の意見を述べております。

なお、当社は、後記「(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「③当社における独立した第三者委員会の設置」に記載のとおり、本取引の提案についての審議に慎重を期し、審議の公正性・客観性を担保するため、本取引の検討のための当社の諮問機関として、当社及び公開買付者から独立した第三者委員会を設置し、本諮問事項（後記「(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「③当社における独立した第三者委員会の設置」において定義されます。以下同じです。）についての答申を当社取締役会に提出することを委嘱しており、第三者委員会は、平成 31 年 1 月 16 日に、本取引は当社の企業価値向上に資すると考えられることから、当社の取締役会が本公開買付けに賛同の意見を表明することは妥当であり、また本取引の取引条件は公正性・妥当性が確保されており、本取引に係る手続の公正性も確保されているから、当社の取締役会が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も妥当と思料する旨の答申書を取締役に提出しておりました。その後、本買付条件の変更に係る提案がなされる可能性が生じたことを受け、当社は、第三者委員会に対して本買付条件の変更を前提としても、上記の答申内容を維持できるかどうかにつき諮問を行ったところ、第三者委員会は、平成 31 年 3 月 5 日及び同月 7 日に改めて第三者委員会を開催し、ベインキャピタル及び当社取締役に対してヒアリングを行った上で検討を行い、上記答申内容を維持する旨の判断をするに至り、平

成 31 年 3 月 8 日に、当該判断結果について、当社の取締役会に報告しております。  
第三者委員会の当該判断の理由は以下のとおりです。

(a) 本取引の目的の正当性・合理性について

a. 本買付条件の変更の目的

ベインキャピタルの説明によれば、本買付条件の変更は、当社株式の市場取引の状況や本公開買付けの成立の確度を高める必要性を総合的に勘案し、本公開買付けのより確実な成立を目指すために行われるものとのことであり、かかる説明に不合理な点は認められない。

b. 当社の非公開化が実現できない可能性について

本買付条件の変更により、本公開買付けは成立するものの、本定時株主総会を経ても、なお当社が非公開化を実現できない可能性が残る。

当社及びベインキャピタルとしては、いずれにせよ非公開化が企業価値向上のための最も有効な手段であるとの考えに変わりはなく、仮に本定時株主総会を経て非公開化が実現できなかったとしても、ベインキャピタルとしては、引き続き非公開化実現を目指すとのことである。

もともと、本答申書においては、本公開買付けが成立した場合は、本定時株主総会を経て非公開化が実現できることが前提とされていたため、上記のとおり本定時株主総会を経て非公開化が実現できない可能性が残ったとしても、なお、本取引の目的が正当性・合理性を有すると言えるかにつき検討した。

ベインキャピタルの説明によれば、本定時株主総会を経て非公開化が実現できなかった場合でも、本公開買付け成立後の基本的な経営方針は非公開化した場合と変わらず、当社が上場を維持したまま投資を続ける期間は、少数株主が残っている以上、株価や期間損益に配慮する必要があるから、従前の想定よりは、損失を伴う先行投資は控えることとなるものの、少なくとも多額の損失を伴わない企業価値向上施策（例えばベインキャピタルの保有する既存ポートフォリオとの協業、コストの最適化等）は実行する意向とのことである。また、当社の有利子負債の返済についても、引き続き金融機関と協議の上、資金協力をする予定とのことである。

以上のベインキャピタルの説明については、仮に本定時株主総会を経て非公開化が実現できないとしても、少なくともベインキャピタルとしては 50.00%以上の投資をする以上、これらの企業価値向上施策・資金協力が実行されると考えることに合理性があると思料する。

一方、ベインキャピタルとしては、非公開化が実現するまでは、公開買付者と当社とを合併させる意向はないとのことであるから、当社が上場を維持している期間中に、当社が本公開買付けに係る決済資金等のための借入金を負担することにはならない。

c. まとめ

以上より、本取引の目的は正当性・合理性を有するとの意見を変更する必要はないと思料する。

(b) 本取引に係る条件の公正性・妥当性について

a. 第三者算定機関による算定結果との比較

本買付条件の変更後の本公開買付価格 700 円は、DCF 法における算定結果の中央値を大きく超えている。

b. 価格決定に至る経緯

当初公開買付価格である 610 円は、当社と土井氏及びベインキャピタルとの間の交渉を経たものであったが、本買付条件の変更後の本公開買付価格 700 円は、さらにレノ及びレノと投資行動を共にする村上世彰氏からの意見も参考の上で、当初公開買付価格 610 円からは 14.7%以上の増加となっている。

c. 市場株価との比較

本買付条件の変更後の本公開買付価格 700 円は、本公開買付け公表前の市場株価法における算定結果の上限値 (467 円) と比較しても大幅に高い。また本公開買付け公表後の平成 31 年 1 月 18 日から同年 3 月 7 日までの調整後終値単純平均は 687.2 円であるから、本買付条件の変更後の本公開買付価格 700 円はこれも上回っている。なお、直近の市場株価は、本買付条件の変更後の本公開買付価格を上回っているが、これは本公開買付けが公表されたことに加え、レノから大量保有報告書が提出され、またこれがマスコミ報道されたことの影響も受けているものと推測されるから、直近の市場株価が本公開買付価格を上回っていることは、直ちに本条件変更後の本公開買付価格 700 円を公正・妥当であると判断することを阻害する要因とまで評価する必要はないと思料する。

d. まとめ

以上より、本取引に係る条件の公正性・妥当性は確保されているとの意見を変更する必要はないと思料する。

(c) 本取引に係る手続の公正性

本答申書で検討した手続の公正性に関わる具体的対応策のうち、追加や変更があった点を以下のとおり検討した。

a. 本買付条件の変更にかかる充実開示がなされているか

本プレスリリースのドラフトによれば、ベインキャピタルが本買付条件の変更を必要と考えた理由 (ベインキャピタルがレノ及びレノと投資行動を共にする村上世彰氏の意見を参考にしたことを含む。)、本定時株主総会を経ても非公開化が実現できない場合の経営方針、中辻一夫監査役の意見、当社とレノ及び村上世彰氏との意見交換の経緯、澤田ホールディングス株式会社

の応募の意向を含む本買付条件の変更に至る経緯が詳細に開示される予定であり、本買付条件の変更に係る充実した開示がなされる見込みであると言える。

b. 買付下限の引き下げについて

本買付条件の変更前の買付予定数の下限は 16,609,000 株とされており、いわゆるマジョリティ・オブ・マイノリティに配慮されていたが、本買付条件の変更により買付予定数の下限が 12,456,800 株とされた結果、マジョリティ・オブ・マイノリティの応募が本公開買付け成立の条件とはされないこととなった。

もともと、MBO 指針においても、マジョリティ・オブ・マイノリティは、手続の公正性を担保するための実務上の対応策の 1 つに過ぎないため、その他の公正性担保措置が十分に講じられていれば、本取引に係る手続の公正性は確保されうるものと考えられる。

c. まとめ

以上より、本取引に係る手続の公正性は確保されているとの意見を変更する必要はないと思料する。

(d) 少数株主にとっての不利益について

前記(a)乃至(c)のとおり、本取引の目的は正当性・合理性を有し、本取引の取引条件は公正性・妥当性が確保されており、また本取引に係る手続の公正性も確保されているとの意見はいずれも変更をする必要がないから、本取引が少数株主にとって不利益なものとは言えないとの意見を変更する必要もないと思料する。

<中略>

④ レノとのやりとりについて

本公開買付けの公表後、当社は、レノより、平成 31 年 2 月 4 日付で、当社株式に対する上場維持を前提とした公開買付けの初期的な提案を含む書簡を受領いたしました。そこで、当社としては、レノからの要請もあり、また、当社としても、当該書簡の内容が具体性を欠くものであったことから、当該書簡の内容の詳細を確認する必要があったため、レノ及びレノらと関係が深いとされる村上世彰氏との間で合計 5 回にわたる面談を実施し、当社の事業の状況や改革の必要性を説明し、また、当該書簡の内容の詳細の確認を進めておりましたが、当該確認を進める過程で、最終的に同月 22 日にレノより当該書簡の内容を撤回する旨の書簡を受領するに至っております。

#### (4) 上場廃止となる見込み及びその事由

##### 【変更前】

当社株式は、本日現在、東証第一部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に上限を設定していないため、本公開買付けの結果次第では、当社株式は、東京証券取引所の上場廃止基準に従い、所定の手続を経て上場廃止となる可能性があります。また、本公開買付けの成立時点で当該基準に該当しない場合でも、本公開買付けの成立後、後記「(5) 本公開買付け後の組織再編等の方針 (いわゆる二段階買収に関する事項)」に記載のとおり、公開買付者は、本スクイーズアウト手続を実施することを予定しておりますので、その場合、当社株式は東京証券取引所の上場廃止基準に従い、所定の手続を経て上場廃止となります。上場廃止後は、当社株式を東京証券取引所において取引することはできません。

##### 【変更後】

当社株式は、本日現在、東証第一部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に上限を設定していないため、本公開買付けの結果次第では、当社株式は、東京証券取引所の上場廃止基準に従い、所定の手続を経て上場廃止となる可能性があります。また、本公開買付けの成立時点で当該基準に該当しない場合でも、本公開買付けの成立後、後記「(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)」に記載の手続を自ら実行し、又は当社に実行を要請することを予定しているとのことです。後記「(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)」に記載の株式売渡請求、又は、株式併合若しくは株式交換その他の方法を用いた本スクイーズアウト手続が実行された場合には、当社株式は東京証券取引所の上場廃止基準に従い、所定の手続を経て上場廃止となります。上場廃止後は、当社株式を東京証券取引所において取引することはできません。

他方、当該手続が速やかに実行されなかった場合には、当社株式は東証第一部での上場が維持されることとなる見込みです。その場合、公開買付者は、最終的に当社株式の全てを取得することを目的として、本公開買付けにより公開買付者が取得した当社株式の数、その時点における当社株式の市場株価等の状況を勘案し、当社株式の追加取得の可否について検討する可能性があるとのことですが、現時点で決定している事項はないとのことです。

#### (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)

##### 【変更前】

公開買付者は、前記「(2) 意見の根拠及び理由」の「①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（但し、公開買付者が所有する当社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、以下の一連の手続により、公開買付者が当社株式の全て（但し、公開買付者が所有する当社株式及び当社が所有する自己株式を除きます。）を取得することを予定しているとのことです。

具体的には、公開買付者は、本公開買付けの成立後に、公開買付者が当社の総株主の議決権の90%以上を所有するに至った場合には、本公開買付けの決済完了後速やかに、会社法（平成17年法律第86号。その後の改正を含みます。以下同じです。）第179条に基づき、当社の株主（公開買付者及び当社を除きます。）の全員に対し、その所有する当社株式の全てを売り渡すことを請求（以下「株式売渡請求」といいます。）する予定とのことです。株式売渡請求においては、当社株式1株当たりの対価として、本公開買付価格と同額の金銭を当社の株主（公開買付者及び当社を除きます。）に対して交付することを定める予定とのことです。この場合、公開買付者は、その旨を当社に通知し、当社に対し株式売渡請求の承認を求めるとのことです。当社がその取締役会の決議により株式売渡請求を承認した場合には、関係法令の定める手続に従い、当社の株主の個別の承諾を要することなく、公開買付者は、株式売渡請求において定めた取得日をもって、当社の株主（公開買付者及び当社を除きます。）の全員が所有する当社株式の全てを取得します。当該各株主の所有していた当社株式の対価として、公開買付者は、当該各株主に対し、本公開買付価格と同額の金銭を交付する予定とのことです。当社は、公開買付者より株式売渡請求がなされた場合には、当社の取締役会において当該株式売渡請求を承認する予定です。

<中略>

他方で、本公開買付けの成立後に、公開買付者が当社の総株主の議決権の90%以上を所有するに至らなかった場合には、公開買付者は、平成31年6月に開催予定の当社の定時株主総会（以下「本定時株主総会」といいます。）において会社法第180条に基づき当社株式の併合（以下「株式併合」といいます。）及び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めることを当社に要請する予定とのことです。公開買付者は、本定時株主総会において上記各議案に賛成する予定とのことです。本定時株主総会において株式併合の議案についてご承認を頂いた場合には、株式併合がその効力を生ずる日において、当社の株主は、本定時株主総会においてご承認を頂いた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ります。株式併合をすることにより株式の数に1株に満たない端株が生じるときは、交付されるべき株式の数が1株に満たない端数となる株主に対して、会社法第235条その他の関係法令の定める手続に従い、当該端数の合計数（合計した数に1株に満たない端数がある場合には、当該端数は切り捨てられます。）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となります。当該端数の合計数に相当する当社株式の売却価格に

については、当該売却の結果、本公開買付けに応募されなかった当社の各株主（公開買付者及び当社を除きます。）に交付される金銭の額が、本公開買付価格に当該各株主が所有していた当社株式の数を乗じた価格と同一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が行われる予定とのことです。また、当社株式の併合の割合は、本日現在において未定ですが、公開買付者が当社株式の全て（但し、当社が所有する自己株式を除きます。）を所有することとなるよう、本公開買付けに応募されなかった株主（公開買付者及び当社を除きます。）の所有する当社株式の数が1株に満たない端数となるように決定される予定とのことです。この場合の具体的な手続については、決定次第、当社が速やかに公表する予定です。

<中略>

また、本スクイーズアウト手続が完了した後、公開買付者は、公開買付者と当社との間で吸収合併を実施することを予定しているとのことです（なお、当該吸収合併の実施時期及び公開買付者と当社のいずれを存続会社とするかについては、本日現在において未定とのことです。）。

本公開買付けは、本定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、本公開買付けへの応募又は上記各手続における税務上の取扱いについては、株主の皆様において自らの責任にて税理士等の専門家にご確認いただきますようお願いいたします。

#### 【変更後】

公開買付者は、前記「（２）意見の根拠及び理由」の「①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（但し、公開買付者が所有する当社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の公開買付者の取得株式数等に応じて、本スクイーズアウト手続の実施に向けて、以下の一連の手続により、公開買付者が当社株式の全て（但し、公開買付者が所有する当社株式及び当社が所有する自己株式を除きます。）を取得することを予定しているとのことです。

具体的には、公開買付者は、本公開買付けの成立後に、公開買付者が当社の総株主の議決権の90%以上を所有するに至った場合には、本公開買付けの決済完了後速やかに、株式売渡請求の承認を求める予定とのことです。株式売渡請求においては、当社株式1株当たりの対価として、本公開買付価格と同額の金銭を当社の株主（公開買付者及び当社を除きます。）に対して交付することを定める予定とのことです。この場合、公開買付者は、その旨を当社に通知し、当社に対し株式売渡請求の承認を求めるとのことです。当社がその取締役会の決議により株式売渡請求を承認した場合には、関係法令の定める手続に従い、当社の株主の個別の承諾を要することなく、公開買付者は、株式売渡請求において定めた取得日をもって、当社の株主（公開買付者及び当社を除きます。）の全員が所有する当社株式の全てを取得します。当該各株主の所有

していた当社株式の対価として、公開買付者は、当該各株主に対し、本公開買付価格と同額の金銭を交付する予定とのことです。当社は、公開買付者より株式売渡請求がなされた場合には、当社の取締役会において当該株式売渡請求を承認する予定です。

<中略>

他方で、本公開買付けの成立後に、公開買付者が所有する当社の議決権が当社の総株主の議決権の3分の2以上90%未満である場合には、公開買付者は、本定時株主総会において株式併合及び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めることを当社に要請する予定とのことです。公開買付者は、本定時株主総会において上記各議案に賛成する予定とのことです。本定時株主総会において株式併合の議案についてご承認を頂いた場合には、株式併合がその効力を生ずる日において、当社の株主は、本定時株主総会においてご承認を頂いた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ります。株式併合をすることにより株式の数に1株に満たない端株が生じるときは、交付されるべき株式の数が1株に満たない端数となる株主に対して、会社法第235条その他の関係法令の定める手続に従い、当該端数の合計数（合計した数に1株に満たない端数がある場合には、当該端数は切り捨てられます。）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となります。当該端数の合計数に相当する当社株式の売却価格については、当該売却の結果、本公開買付けに応募されなかった当社の各株主（公開買付者及び当社を除きます。）に交付される金銭の額が、本公開買付価格に当該各株主が所有していた当社株式の数を乗じた価格と同一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が行われる予定とのことです。また、当社株式の併合の割合は、本日現在において未定ですが、公開買付者が当社株式の全て（但し、当社が所有する自己株式を除きます。）を所有することとなるよう、本公開買付けに応募されなかった株主（公開買付者及び当社を除きます。）の所有する当社株式の数が1株に満たない端数となるように決定される予定とのことです。この場合の具体的な手続については、決定次第、当社が速やかに公表する予定です。

<中略>

また、本スクイーズアウト手続が完了した後、公開買付者は、公開買付者と当社との間で吸収合併を実施することを予定しているとのことです（なお、当該吸収合併の実施時期及び公開買付者と当社のいずれを存続会社とするかについては、本日現在において未定とのことです。）。

本公開買付けの成立後、株式売渡請求、又は、株式併合若しくは株式交換その他の方法を用いた本スクイーズアウト手続が実行されない場合、当社株式は東証第一部での上場が維持されることとなる見込みです。その場合、公開買付者は、最終的に当社株式の全てを取得することを目的として、本公開買付けにより公開買付者が取得した当社株式の数、その時点における当社株式の市場株価等の状況を勘案し、当社株式の

追加取得の可否について検討する可能性があるとのことですが、現時点で決定している事項はないとのこと。

本公開買付けは、本定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。また、本公開買付けへの応募又は上記各手続における税務上の取扱いについては、株主の皆様において自らの責任にて税理士等の専門家にご確認いただきますようお願いいたします。

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

**【変更前】**

公開買付者及び当社は、本公開買付けが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。

<中略>

③ 当社における独立した第三者委員会の設置

<中略>

(e) 前記(a)乃至(d)から、本取引は当社の企業価値向上に資すると考えられることから、当社の取締役会が本公開買付けに賛同の意見を表明することは妥当であり、また本取引の取引条件は公正性・妥当性が確保されており、本取引に係る手続の公正性も確保されているから、当社の取締役会が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も妥当と思料する。

④ 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

<中略>

なお、当社の代表取締役社長である土井氏は、本公開買付け成立後も継続して当社の経営にあたる予定であり、株式会社 BCJ-33 への出資又は株式会社 BCJ-33 の株式取得も検討していることを踏まえ、利益相反を回避する観点から、当該取締役会における審議及び決議には一切参加しておらず、また、当社の立場においてベインキャピタル及び公開買付者との協議及び交渉にも一切参加しておりません。

<中略>

#### ⑤ 他の買付者からの買付機会等を確保するための措置

公開買付者は、本公開買付けにおける買付け等の期間（以下「公開買付期間」といいます。）として法令に定められた最短期間が 20 営業日であるところ、本公開買付けの公開買付期間を 37 営業日としているとのことです。このように、公開買付期間を比較的長期に設定することにより、当社の株主の皆様に対して本公開買付けの応募につき適正な判断機会を確保しつつ、公開買付者以外にも対抗的な買付け等をする機会を確保し、これをもって本公開買付けの公正性を担保しているとのことです。

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は一切行っておらず、上記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、本公開買付けの公正性の担保に配慮しております。

#### ⑥ 買付予定数の下限の設定

本公開買付けにおいては、公開買付者は、16,609,000 株（所有割合 66.67%）を買付予定数の下限と設定しており、応募株券等の総数が買付予定数の下限に満たない場合は、応募株券等の全ての買付け等を行わないとのことです。他方、上記のとおり、本公開買付けは、公開買付者が当社株式の全て（但し、公開買付者が所有する当社株式及び当社が所有する自己株式を除きます。）を取得することを企図しておりますので、買付予定数の上限は設けておらず、買付予定数の下限以上の応募があった場合は、応募株券等の全ての買付け等を行うとのことです。買付予定数の下限（16,609,000 株）は、本四半期報告書に記載された平成 30 年 9 月 30 日現在の当社の発行済株式数（24,922,600 株）から、本四半期決算短信に記載された平成 30 年 9 月 30 日現在の当社が所有する自己株式数（9,061 株）を控除した株式数（24,913,539 株）に係る議決権数（249,135 個）に 3 分の 2 を乗じた数（166,090 個）に 100 株を乗じた数としているとのことです。買付予定数の下限である 16,609,000 株は、本四半期報告書に記載された平成 30 年 9 月 30 日現在の当社の発行済株式数（24,922,600 株）から、同日現在の当社が所有する自己株式数（9,061 株）、澤田HDが所有する当社株式数（3,088,500 株）、及び本日現在、公開買付者が所有する当社株式数（100 株）を控除した株式数（21,824,939 株）の過半数（10,912,470 株、公開買付者と利害関係を有しない当社の株主の皆様が所有する当社株式の総数の過半数、すなわち、いわゆるマジョリティ・オブ・マイノリティ（majority of minority）に相当する数に当たります。）に澤田HDが所有する当社株式数（3,088,500 株）を加算した株式数（14,000,970 株）を上回るものとなるとのことです。このように、公開買付者は、公開買付者と利害関係を有しない当社の株主の皆様から過半数の賛同が得られない場合には本公開買付けを含む本取引を行わないこととし、当社の株主の皆様を重視した買付予定数の下限の設定を行っているとのことです。

## 【変更後】

公開買付者及び当社は、本公開買付けが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を踏まえ、本公開買付けの公正性の担保、本公開買付けの実施を決定するに至る意思決定の過程における恣意性の排除及び利益相反の回避の観点から、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、公開買付者は、いわゆる「マジョリティ・オブ・マイノリティ」(majority of minority) の応募を本公開買付け成立の条件とはしておりませんが、公開買付者及び当社において以下①から⑤までの措置を講じていることから、当社の少数株主の利益には相応の配慮がなされていると考えております。

<中略>

### ③ 当社における独立した第三者委員会の設置

<中略>

- (e) 前記(a)乃至(d)から、本取引は当社の企業価値向上に資すると考えられることから、当社の取締役会が本公開買付けに賛同の意見を表明することは妥当であり、また本取引の取引条件は公正性・妥当性が確保されており、本取引に係る手続の公正性も確保されているから、当社の取締役会が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も妥当と思料する。

なお、第三者委員会は、前記「(2)意見の根拠及び理由」の「③本公開買付けに賛同するに至った意思決定の過程及び理由」に記載のとおり、本買付条件の変更に係る提案を受け、平成31年3月5日及び同月7日に改めて第三者委員会を開催し、ベインキャピタル及び当社取締役に対してヒアリングを行った上で、本買付条件の変更を前提としても、上記の答申内容を維持できるかどうかにつき検討したところ、上記答申内容を維持する旨の判断をするに至り、平成31年3月8日に、当該判断結果について、当社の取締役会に報告しております。第三者委員会の当該判断の理由は前記「(2)意見の根拠及び理由」の「③本公開買付けに賛同するに至った意思決定の過程及び理由」のとおりです。

### ④ 当社における利害関係を有しない取締役全員の承認

<中略>

なお、当社の代表取締役社長である土井氏は、本公開買付け成立後も継続して当社の経営にあたる予定であり、株式会社BCJ-33への出資又は株式会社BCJ-33の株式取得も検討していることを踏まえ、利益相反を回避する観点から、当該取締役会における審議及び決議には一切参加しておらず、また、当社の立場においてベインキャピタ

ル及び公開買付者との協議及び交渉にも一切参加しておりません。

その後、当社は、公開買付者が、本買付条件の変更について決定したことを受け、平成 31 年 3 月 8 日開催の当社取締役会において、本買付条件の変更について再度慎重に協議・検討を行い、本買付条件の変更に関する第三者委員会における検討結果等を踏まえ、(i) 本公開買付け及び本公開買付け成立後の当社を非公開化するための一連の手續を通じて、当社を非公開化し、機動的かつ柔軟な意思決定を可能とする安定した新しい経営体制を構築した上で、公開買付者、取締役、従業員が一丸となって当社の企業価値向上のための施策に迅速かつ果敢に取り組むことこそが、当社の企業価値向上のための最も有効な手段であると考えられること、(ii) 本買付条件の変更に係る買付予定数の下限の引き下げにより、本公開買付け成立後に開催される当社定時株主総会において、当社を非公開化するための手續について株主の皆様のご賛同が得られずに、当社の非公開化が実現できない可能性が残るものの、公開買付者としては、いずれにせよ非公開化が当社の企業価値向上のための最も有効な手段であるとの考えに変わりはなく、仮に当社定時株主総会を経て非公開化が実現できなかったとしても、引き続き非公開化の実現を目指すとのことであること、(iii) ベインキャピタルの説明によれば、本公開買付け成立後に開催される当社定時株主総会において当社を非公開化するための手續について株主の皆様のご賛同が得られずに当社が一定期間上場維持されることとなった場合でも、本公開買付け成立後の基本的な経営方針は非公開化した場合と変わらず、当社が上場を維持したまま投資を続ける期間は、少数株主が残っている以上、株価や期間損益に配慮する必要があるから、従前の想定よりは、損失を伴う先行投資は控えることとなるものの、少なくとも多額の損失を伴わない企業価値向上施策（例えばベインキャピタルの保有する既存ポートフォリオとの協業、コストの最適化等）は実行する意向とのことであり、また、当社の有利子負債の返済についても、引き続き金融機関と協議の上、資金協力をする予定とのことであるため、仮に当社が一定期間上場維持されることとなった場合でも、当社の企業価値の向上が期待できること、(iv) 本買付条件の変更後の本公開買付価格 700 円は独立した第三者算定機関である山田コンサルティンググループ株式会社による当社株式価値算定書における DCF 法による算定結果のレンジの中央値を大きく超えるものであり、また、本公開買付け公表前の市場株価法における算定結果の上限値（467 円）と比較しても大幅に高く、本公開買付け公表後の平成 31 年 1 月 18 日から 3 月 7 日までの調整後終値単純平均 687.2 円も上回っていること、当初公開買付価格 610 円は、当社と土井氏及びベインキャピタルとの間の交渉を経たものであったが、本買付条件の変更後の本公開買付価格 700 円は、さらにベインキャピタルが公開買付者と利害関係のない第三者であるレノらと関係が深いとされる村上世彰氏からの意見も参考の上で、本取引の意義、当社の企業価値向上のための方策、当社株式の非公開化の必要性、本取引の方法や条件面などを含め、本取引についてより多くの当社の株主の皆様にご理解、ご賛同いただき、かつ、最大限株主価値向上に資するものとなるよう、慎重に議論を

行った結果決まった価格であって、当初公開買付価格 610 円からは 14.7%以上の増加となっており、さらに、前記「(2) 意見の根拠及び理由」の「④レノとのやりとりについて」に記載の経緯も踏まえると、他に比較しうる当社株式に関する対抗提案もなく、本買付条件の変更後の本公開買付価格はなお当社の株主の皆様にとって最善なものと考えられ、本公開買付けは、当社の株主の皆様に対して合理的な売却の機会を提供するものであると考えられること（なお、直近の市場株価は、本買付条件の変更後の本公開買付価格 700 円を上回っておりますが、これは本公開買付けが公表されたことに加え、レノから大量保有報告書が提出され、またこれがマスコミ報道されたことの影響も受けているものと推測されるため、上記判断を否定する理由にはならないと考えております。）、(v) 本買付条件の変更前の買付予定数の下限は 16,609,000 株とされており、いわゆるマジョリティ・オブ・マイノリティに配慮されていたが、本買付条件の変更により買付予定数の下限が 12,456,800 株とされた結果、マジョリティ・オブ・マイノリティの応募が本公開買付け成立の条件とはされないこととなったものの、マジョリティ・オブ・マイノリティは、手続の公正性を担保するための実務上の対応策の 1 つに過ぎないため、その他の公正性担保措置が十分に講じられていれば、本取引に係る手続の公正性は確保されうるものと考えられることから、当社取締役会は、土井氏を除く全ての取締役の全員一致で、本買付条件の変更を踏まえても、本公開買付けに賛同する旨の意見及び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意見を維持することを決議いたしました。

なお、当社の代表取締役社長である土井氏は、本公開買付け成立後も継続して当社の経営にあたる予定であり、株式会社 BCJ-33 への出資又は株式会社 BCJ-33 の株式取得も検討していることを踏まえ、利益相反を回避する観点から、当該取締役会における審議及び決議には一切参加しておらず、また、当社の立場においてベインキャピタル及び公開買付者との協議及び交渉にも一切参加しておりません。

また、上記取締役会では、当社の監査役 3 名のうち 2 名が、当社取締役会が上記決議をすることに異議がない旨の意見を述べ、中辻一夫監査役は、当社は当社自身で努力をするべきであって MBO による非公開化自体に反対であるとの理由から、上記決議をすることに異議がある旨の意見を述べております。

< 中略 >

#### ⑤ 他の買付者からの買付機会等を確保するための措置

公開買付者は、本公開買付けにおける買付け等の期間（以下「公開買付期間」といいます。）として法令に定められた最短期間が 20 営業日であるところ、本公開買付けの公開買付期間を 45 営業日としているとのことです。このように、公開買付期間を比較的長期に設定することにより、当社の株主の皆様に対して本公開買付けの応募につき適正な判断機会を確保しつつ、公開買付者以外にも対抗的な買付け等をする機会を確保し、これをもって本公開買付けの公正性を担保しているとのことです。

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は一切行っておらず、上記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、本公開買付けの公正性の担保に配慮しております。

なお、前記「(2) 意見の根拠及び理由」の「①本公開買付けの概要」のとおり、公開買付者は、買付予定数の下限を 16,609,000 株 (所有割合 66.67%) として本公開買付けを開始していましたが、今般、本公開買付け開始後の当社株式の市場取引の状況や本公開買付けの成立の確度を高める必要性を総合的に勘案し、買付予定数の下限を 12,456,800 株 (所有割合 50.00%) まで引き下げることとしたとのことです。

買付予定数の下限を引き下げたとしても、本スクイーズアウト手続を実行するためには、原則として、当社の株主の 3分の2 近くの応募や賛成を要することとなります。また、公開買付者は、本公開買付けの公正性を担保するための上記①乃至⑤の措置を通じて、少数株主の利益に十分配慮していると考えているとのことです。

#### 4. 公開買付者と当社の株主・取締役等との間における公開買付けへの応募に係る重要な合意に関する事項

##### 【変更前】

公開買付者は、澤田HDより、同社が所有する当社株式 (3,088,500 株) (所有割合 12.40%) につき取締役会の承認を条件に本公開買付けに応募する意向を受けているとのことです。

##### 【変更後】

公開買付者は、澤田ホールディングス株式会社 (以下「澤田HD」といいます。) より、同社が所有する当社株式 (3,088,500 株) (所有割合 12.40%) につき取締役会の承認を条件に本公開買付けに応募する意向を受けていたとのことですが、その後の当社株式の株価の状況等に鑑み、現時点では、今後の当社株式の株価の状況等を見ながら本公開買付けに応募するか否かを判断する旨の意向を受けているとのことです。公開買付者は、引き続き、澤田HDとの間で同社が所有する当社株式を本公開買付けに応募いただけるよう会話を継続しているとのことです。

#### 6. 会社の支配に関する基本方針に係る対応方針

##### 【変更前】

前記「3. 本公開買付けに関する意見の内容、根拠及び理由」の「(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「④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」に記載のとおり、当社は、平成18年5月30日開催の取締役会において、本情報開示ルールを導入しておりますが、本公開買付けに関しては、慎重に協議・検討を行った結果、本公開買付けが当社の企業価値又は株主共同の利益を低下させるものではなく、むしろ当社の企業価値・株主共同の利益の確保・向上に資するものであると判断したことから、平成31年1月17日の取締役会において、本公開買付けについては対抗措置を発動しない旨を決議しました。

#### 【変更後】

前記「3. 本公開買付けに関する意見の内容、根拠及び理由」の「(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「④当社における利害関係を有しない取締役全員の承認」に記載のとおり、当社は、平成18年5月30日開催の取締役会において、本情報開示ルールを導入しておりますが、本公開買付けに関しては、慎重に協議・検討を行った結果、本公開買付けが当社の企業価値又は株主共同の利益を低下させるものではなく、むしろ当社の企業価値・株主共同の利益の確保・向上に資するものであると判断したことから、平成31年1月17日の取締役会において、本公開買付けについては対抗措置を発動しない旨を決議しました。

以 上