



2021年3月8日

各位

会 社 名 株式会社光陽社  
 代表者名 代表取締役社長 犬養 岬太  
 (コード番号：7946)  
 問合せ先 取締役 冨 正俊  
 (TEL：03-5615-9061)

## MBOの実施及び応募の推奨に関するお知らせ

当社は、2021年3月8日開催の取締役会において、下記のとおり、いわゆるマネジメント・バイアウト（MBO）（注）の一環として行われる、株式会社KK（以下「公開買付者」といいます。）による当社の普通株式（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旨の決議をいたしました。

なお、当該取締役会決議は、本公開買付け及びその後の一連の手続きにより、本日現在、株式会社東京証券取引所市場第二部に上場している当社の普通株式（以下「当社株式」といいます。）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。

（注）「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。

## 記

## 1. 公開買付者の概要

(1) 名 称	株式会社KK
(2) 所 在 地	東京都中央区銀座 1-22-11
(3) 代表者の役職・氏名	代表取締役犬養岬太
(4) 事業内容	会社の株式保有による当該会社の事業活動の支配管理
(5) 資 本 金	10万円
(6) 設 立 年 月 日	2021年1月18日
(7) 大株主及び持株比率 (2021年3月8日現在)	犬養 岬太（以下「犬養岬太氏」といいます）100.00%
(8) 当社と公開買付者の関係	
資 本 関 係	公開買付者と当社の間には、記載すべき資本関係はありません。なお、公開買付者の代表取締役である犬養岬太氏は、当社株式を合計66,494株（注1、注2）（所有割合（注3）5.96%）所有しております。
人 的 関 係	当社の代表取締役社長である犬養岬太氏が、公開買付者の代表取締役を兼務しております。

取 引 関 係	該当事項はありません。
関 連 当 事 者 へ の 該 当 状 況	公開買付者は、当社の代表取締役社長である犬養岬太氏が議決権の全部を所有しており、当社の関連当事者に該当します。

(注1) 犬養岬太氏は、当社の役員持株会を通じた持分として31,994株(小数点以下を切捨て)に相当する当社株式を間接的に所有しており、上記犬養岬太氏の所有株式数(66,494株)には、犬養岬太氏が当該役員持株会を通じた持分として間接的に所有している当社株式31,994株が含まれております。

(注2) 犬養岬太氏の所有株式数(66,494株)には、譲渡制限付株式報酬として付与された当社株式34,500株が含まれております。なお、当該当社株式には、2032年8月17日までの譲渡制限が付されております。

(注3) 「所有割合」とは、当社が2021年2月15日に公表した第73期第3四半期報告書(以下「当社第3四半期報告書」といいます。)に記載された2020年12月31日現在の発行済株式総数(1,400,100株)から、同日現在の当社が所有する自己株式数(284,382株)を控除した株式数(1,115,718株)に対する割合をいい、小数点以下第三位を四捨五入しております。以下、所有割合の記載について同じとします。

## 2. 買付け等の価格

普通株式1株につき、金935円(以下「本公開買付価格」といいます)

## 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

当社は、2021年3月8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旨の決議をいたしました。

なお、上記取締役会決議は、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「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。

### (2) 意見の根拠及び理由

本「(2)意見の根拠及び理由」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。

#### ① 本公開買付けの概要

公開買付者は、本日現在、株式会社東京証券取引所(以下「東京証券取引所」といいます。)市場第二部に上場している当社株式の取得及び所有等を目的として、当社の代表取締役社長かつ第5位の大株主である犬養岬太氏により、2021年1月18日付で設立された株式会社です。本日現在において、公開買付者の発行済株式は、公開買付者の代表取締役を務める犬養岬太氏が全て所有しているとのことです。また、本日現在、公開買付者は当社株式を所有しておりません。なお、公開買付者の代表取締役を務める犬養岬太氏が所有する当社株式数(以下「所有株式数」といいます。)は、66,494株(注1、注2)(所有割合(注3: 5.96%))です。

(注1) 犬養岬太氏は、当社の役員持株会を通じた持分として31,994株(小数点以下を切捨て)に相当する当社株式を間接的に所有しており、上記犬養岬太氏の所有株式数(66,494株)には、犬養岬太氏が当該役員持株会を通じた持分として間接的に所有している当社株式31,994株が含まれているとのことです。

(注2) 犬養岬太氏の所有株式数(66,494株)には、譲渡制限付株式報酬として付与された当社株式34,500株

が含まれているとのことです。なお、当該当社株式には、2032年8月17日までの譲渡制限が付されております。

(注3)「所有割合」とは、当社が2021年2月15日に公表した第73期第3四半期報告書(以下「当社第3四半期報告書」といいます。)に記載された2020年12月31日現在の発行済株式総数(1,400,100株)から、同日現在の当社が所有する自己株式数(284,382株)を控除した株式数(1,115,718株)に対する割合をいい、小数点以下第三位を四捨五入しております。

(注4)以下、所有割合の記載について同じとします。

上記のとおり、当社は、本日現在、東京証券取引所市場第二部に上場しておりますが、当社が2020年3月2日付で公表した「当社株式時価総額に関するお知らせ」のとおり、東京証券取引所の有価証券上場規程第601条第1項第4号a本文により、当社株式の月間平均時価総額又は月末時価総額が10億円未満となった場合、9ヶ月(事業の状況、今後の展開、事業計画の改善その他東京証券取引所が必要と認める事項を記載した書面(以下「事業計画改善書」といいます。))を3ヶ月以内に東京証券取引所に提出しない場合にあつては、3ヶ月)以内に、毎月の月間平均時価総額及び月末時価総額が10億円以上にならないときは上場廃止になるところ、当社株式は、2020年2月末時点における月末時価総額が10億円未満となったため、同基準に従い、2020年3月1日から同年11月30日まで(事業計画改善書を提出しなかった場合には同年5月31日まで)上場廃止に係る猶予期間に入りました。その後、新型コロナウイルス感染症の影響拡大を踏まえ、東京証券取引所は、2020年5月1日付で、2020年1月末から同年8月末までの間に到来した月末に上場廃止基準に抵触した場合の事業計画改善書の提出期限を2020年12月31日まで、この場合における上場廃止に係る猶予期間を2021年6月30日までそれぞれ延長しております。なお、当社は、2020年12月22日付で公表した「事業の現状、今後の展開等について」のとおり、東京証券取引所に対し、事業計画改善書を提出いたしました。事業計画改善書の提出により、当社は、2021年6月末日までのいずれかの月において、月間平均時価総額及び月末時価総額が10億円以上になった時は、上場廃止基準に該当しないこととなったところ、当社は、2021年3月1日付で公表した「当社株式の時価総額に係る猶予期間の解除についてのお知らせ」のとおり、当社株式の2021年2月における月間平均時価総額及び月末時価総額が10億円以上となったため、東京証券取引所の定める上場廃止に係る猶予期間入りの指定が解除されることとなりました。このように、本日現在、当社の上場廃止に係る猶予期間入りの指定は解除されていますが、当社が置かれた厳しい事業環境の下では、今後改めて東京証券取引所の上場廃止基準に抵触し、再度上場廃止に係る猶予期間に入る可能性は否定できず、上場廃止に伴い当社の株主の皆様にも不利益が生じるおそれがある状況には変わりないと考えております。

当社は、下記「② 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並びに本公開買付け後の経営方針」の「(I) 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、目的及び意思決定の過程」に記載のとおり、当社株式の上場廃止を回避すべく様々な経営努力を重ねてきましたが、当社が置かれた厳しい事業環境の下では、当社が上場を維持したまま実現できる施策の選択肢は限定されていることから、当社は、上場廃止に係る猶予期間の満了までに当社株式の上場廃止基準への抵触を回避するのは不確実性が高いとの共通認識に至りました。そこで、今般、公開買付者は、このような当社株式の状況を鑑み、短期的に財務的負担となる可能性がありながらも、中長期的な視点から企業価値の向上につながる抜本的かつ機動的な施策に取り組む、新たな事業基盤を構築するために、迅速に事業を再構成できる組織体制の構築が不可欠であり、また、上場廃止に伴い当社の株主の皆様にも不利益を生じるおそれを回避しつつ、当社の株主の皆様に対して合理的な価格にて株式を売却する機会を提供することが重要であると考え、当社株式の全て(但し、当社が所有する自己株式及び以下に定義する不応募株式を除きます。)を取得し、当社株式を非公開化するための一連の取引(以下「本取引」と

います。)の一環として本公開買付けを実施することとしたとのことです。結果的に、本日現在、当社の東京証券取引所の定める上場廃止に係る猶予期間入りの指定は解除されていますが、当社が置かれた厳しい事業環境の下では、今後改めて東京証券取引所の上場廃止基準に抵触し、再度上場廃止に係る猶予期間に入る可能性は否定できず、上場廃止に伴い当社の株主の皆様は不利益が生じるおそれがある状況に変わりはないため、本公開買付けを実施することに変更はないとのことです。

なお、本取引は、いわゆるマネジメント・バイアウト (MBO) (注5) に該当し、犬養岬太氏は、本取引後も継続して当社の経営にあたることを予定しているとのことです。

(注5)「マネジメント・バイアウト (MBO)」とは、一般に、買収対象者の経営陣が、買収資金の全部又は一部を出資して、買収対象者の事業の継続を前提として買収対象者の株式を取得する取引といえます。

本公開買付けの実施にあたり、公開買付者は、犬養岬太氏との間で、犬養岬太氏が所有する当社株式 66,494 株 (所有割合：5.96%) のうち 66,400 株 (所有割合：5.95%) (注6) について、また、当社の筆頭株主であり、犬養岬太氏の父親である犬養俊輔氏が理事長を務める学校法人日吉台学園 (以下「日吉台学園」といいます。) の間で、日吉台学園が所有する当社株式の全てである 200,000 株 (所有割合：17.93%) について、それぞれ本公開買付けに応募しないことを合意しているとのことです (以下、本公開買付けに応募しないことを合意された株式を「本不応募株式」といいます。)。これらの合意の詳細につきましては、下記「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係る事項」をご参照ください。

(注6) 犬養岬太氏は、自己が当社の役員持株会を通じた持分として間接的に所有している当社株式 (31,994 株) のうち、引き出しが可能な当社株式 (31,900 株) を、本公開買付けに際して当該役員持株会から引き出すことを予定しており、犬養岬太氏の不応募株式には、当該引き出しが予定されている当社株式 (31,900 株) が含まれているとのことです。なお、当該役員持株会の規約上、会員は 1 単元 (100 株) 未満の当社株式を引き出すことができないため、犬養岬太氏が当該役員持株会を通じた持分として間接的に所有している当社株式 (31,994 株) のうち、引き出しが可能でない当社株式 (94 株) は、不応募株式に含まれておらず、当該役員持株会により本公開買付けに応募される可能性があるとのことです。以下、犬養岬太氏の不応募株式の記載について同じです。

公開買付者は、本公開買付けにおいて、買付予定数の下限を 477,412 株 (所有割合：42.79%) としており、本公開買付けに応募された株式等 (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に満たない場合には、公開買付者は、応募株式等の全部の買付けを行わないとのことです。なお、買付予定数の下限である 477,412 株は、当社第 3 四半期報告書に記載された 2020 年 12 月 31 日現在の当社の発行済株式総数 (1,400,100 株) から、同日現在の当社が所有する自己株式数 (284,382 株) を控除した株式数 (1,115,718 株) の 3 分の 2 に相当する株式数 (743,812 株) から不応募株式 (266,400 株) を控除した株式数としているとのことです。買付予定数の下限である 477,412 株 (所有割合：42.79%) は、当社第 3 四半期報告書に記載された 2021 年 12 月 31 日現在の当社の発行済株式総数 (1,400,100 株) から、同日現在の当社が所有する自己株式数 (284,382 株)、不応募株式 (266,400 株) を控除した株式数 (849,318 株) の過半数に相当する株式数 (424,659 株、所有割合：38.06%)。これは、公開買付者と利害関係を有さない当社の株主の皆様が所有する当社株式の数の過半数、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)」に相当する数であります。) を上回るものとなっているとのことです。これにより、公開買付者の利害関係者以外の当社の株主の皆様の過半数の賛同が得られない場合には、当社の少数株主の皆様の意見を重視して、本公開買付けを含む本取引を行わないこととしているとのことです。一方、公開買付者は、当社株式の全て (但し、当社が所有する自己株式及び不応募株式を除きます。) 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、本公開買付けにおいては、

買付予定数の上限を設定しておらず、応募株券等の数の合計が買付予定数の下限（477,412株）以上の場合、応募株券等の全部の買付等を行うとのことです。公開買付者は、本公開買付けにより当社株式の全て（但し、当社が所有する自己株式及び不応募株式を除きます。）を取得できなかった場合には、本公開買付けの成立後に、下記「(4) 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、当社の株主を公開買付者、犬養岬太氏、日吉台学園のみとするための一連の手続き（以下「本スクイーズアウト手続」といいます。）を実施することを予定しているとのことです。

なお、当社株式は、本日現在、東京証券取引所市場第二部に上場しておりますが、公開買付者は本公開買付において買付予定数の上限を設定していないため、本公開買付けの結果次第では、東京証券取引所の上場基準に従い、当社株式は、所定の手続を経て上場廃止となる可能性があるとのことです。また、本公開買付けの成立時点では当該基準に該当しない場合でも、本公開買付けの成立後に本スクイーズアウト手続を経て上場廃止になるとのことです。

また、公開買付者は、本スクイーズアウト手続の完了後、公開買付者を吸収合併消滅会社、当社を吸収合併存続会社とする吸収合併を行うことを予定しており、その結果、公開買付者が所有する当社株式については、当社における自己株式として扱われるとのことです。当該吸収合併の具体的な日程等の詳細については未定ですが、当該吸収合併により、犬養岬太氏及び日吉台学園のみが公開買付者の株主となることを予定しているとのことです。

公開買付者は、本公開買付けに係る決済に要する資金を、株式会社商工組合中央金庫（以下「商工組合中央金庫」といいます。）からの10億円を限度とした借入れ（以下「本銀行融資」といいます。）により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、本公開買付けに係る決済の開始日の前営業日までに本銀行融資を受けることを予定しているとのことです。本銀行融資に係る融資条件の詳細は、商工組合中央金庫と別途協議の上、本銀行融資に係る融資契約において定めることとされておりますが、本銀行融資に係る融資契約では、公開買付者が本取引により取得する当社株式が担保に供される予定とのことです。

## ② 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並びに本公開買付け後の経営方針

### (I) 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、1949年10月にオフセット印刷用写真版の製造販売を目的として大阪市東区（現中央区）谷町に設立されました。1958年7月に大阪市城東市に研究所を設置、1960年9月に東京支社（現東京事業所）、1964年12月に名古屋支店を開設するなどして事業の拡充を進めてまいりました。1989年11月には社会的信用度を高めることを目的として大阪証券取引所市場第二部に上場を果たしております。当社はその後2013年7月に東京証券取引所と大阪証券取引所の現物株式市場の統合にともない、東京証券取引所市場第二部に上場を果たしております。1992年4月に東京都江東区に江東事業部（現東京事業所に統合）を設置し、同年4月に大阪市中央区にケー・クリエイト株式会社を、同年12月に大阪市中央区にケー・テクス株式会社を、1993年4月には神戸市中央区にケー・システム株式会社を設立いたしました。その後、2009年3月には株式会社帆風よりオンデマンドPOP事業の譲受け、2009年10月にはペルフェクト株式会社の発行済株式を全て取得し完全子会社化、2015年には飯能プリンティングセンターBASEを開設し、最新鋭のH-UV 8色両面印刷機を増設するなど資本投下を行うことを通じて生産体制の拡充を図ってまいりました。さらには、株式会社ケイ・ジー・ケイのパイピングシステムを導入、印刷機のインキ供給を自動化したことで更に生産性の高い印刷工場とする等、既存事業の統廃合を含め、事業の選択と集中に注力して参りました。2019年4月には、印刷事業関連事業の多様化の一環として、株式会社ニコモと株式会社ノ

コムを設立いたしました。当社株式については現在に至るまで東京証券取引所市場第二部に株式を上場しております。

当社の事業の特徴としては、印刷関連事業の単一事業であり、印刷需要、とりわけ商業印刷の需要による売上の変動が大きく、また、食品スーパー向けの POP 広告が主であるため、昨今のデジタルサイネージ等による印刷物の需要減少に大きな影響を受けていることや、新型コロナウイルスによる各企業が急速にデジタル化へ進めていることから印刷物の需要の減少、受注価格の下落、及び新型コロナウイルスによるイベントの中止に伴う印刷メディアの減少が続いている現況にあり、2020年12月22日に「業績予想の修正に関するお知らせ」で示した通り2021年3月期の売上高は3,754百万円（2020年3月期売上高：4,302百万円）と当初発表額（売上高：4,000百万円）を下回る水準であり、2021年2月15日にも業績予想を再度下方修正（売上高：3,662百万円）する状況にあります。当社の代表取締役社長であり、公開買付者の代表取締役である犬養岬太氏としては、今後の当社を取り巻く事業環境は、前述した印刷物の需要の減少、受注価格の下落、イベントの中止に伴う印刷メディアの減少により、さらに厳しい状況になることを2020年3月から予想しておりました。

犬養岬太氏は、仮に当社が上記の事業環境に対して、柔軟に対応できない場合、中長期的な観点からは、需要が縮小することを見込みながらも既存の主力事業である商業印刷分野だけにとらわれると、上記業績予想の修正に示した状況が常態化し、当社の企業価値が毀損される可能性があると考えているとのことです。そのため、当社が継続的に企業価値を向上させるためには、当社が取り巻く事業環境の変化に機動的に対応し、業績への影響を抑制するとともに、当社株式に関する不安定な状況を解消することにより顧客や取引先に対する信用力を回復することが必要と考えているとのことです。一方で、当社は、現状、事業環境の変化や不安定さが要因となる短期的な業績の下落とそれに伴う株価への悪影響を回避すべく、目下の利益の確保に重きを置く保守的な戦略を取らざるを得ない状況にあるものと考えられますので、犬養岬太氏は、当社が中長期的な企業価値の向上を十分に追及できていないものと認識しているとのことです。

上記のような現状認識を踏まえ、犬養岬太氏としては、当社にとって、取り巻く事業環境が更に厳しい状況になっていくものと予想され、この状況を打破するためには、短期的に財務的負担となる可能性がありながらも、中長期的な視点から企業価値の向上につながる抜本的かつ機動的な施策に取組み、新たな事業基盤を構築する必要があるため、柔軟かつ迅速に事業を再構成できる組織体制の構築が不可欠と考えているとのことです。その上で、犬養岬太氏は、具体的に以下のような一定の事業リスクを伴う施策を実行することにより、当社を取り巻く厳しい事業環境下においても、更なる当社の企業価値の拡大を図ることが可能と考えているとのことです。

#### （a）食品スーパー向け事業の強化

当社においては、食品スーパー向け POP 広告関連事業については、従前どおり新規顧客の開拓と既存顧客の深耕に注力すること及び POP 広告関連事業のノウハウを活かし、食品スーパーの店舗に対する空間デザインの提案への取組みを積極的に行い、事業拡大を目指します。さらに、今後一層需要が見込まれるデジタルサイネージに対する企画、デザイン、作成及びデータ管理のワンストップサービスを強化することも考えております。ワンストップサービスの強化によるシステム投資は、一時的には先行投資に伴い収益及びキャッシュ・フローのマイナス要因になることが想定されるものの、中期的な観点では、受注の増加、ワンストップサービスによる競争力の強化に伴い、売上高及び収益の増加が実現できるものと考えております。

#### （b）新業態への取組み

当社において、多店舗展開しているサービス業及び小売業に対して、セミオーダーメイドによる顧客専用の印刷物及び資材発注システムを構築しており、小売業等の店舗と当社現場を直接つなぎ、小売業等の業務及びコス

ト等の負荷軽減に貢献するサービスを行っております。このような、当社のサービスを食品スーパー向けの POP 広告事業、空間デザイン事業及びデジタルサイネージ事業との連携を強化することにより、当社経営戦略として掲げている企画からデザイン、印刷までのワンストップサービスをさらに深耕し、ドラッグストア等の食品スーパー以外の小売店及び飲食店等の様々な小売業及び飲食業に対して店舗開業から店舗運営までの企画、デザイン及び広告を印刷とデジタルの双方のサービス提供ができるトータルソリューションサービス体制の構築に取り組むことが実現できると考えております。さらに、ワンストップサービスによる一括管理体制により、当社の生産効率が大幅に向上することが可能と考えております。これらは、一時的にトータルソリューションサービス体制を構築するために、プラットフォームへのシステム投資に多額の費用を計上することとなり、収益及びキャッシュ・フローのマイナス要因になることが想定されるものの、中長期的な観点では、営業の多様化及び生産効率の向上に伴う、効率的な売上高及び収益の増加が期待できるものと考えております。

#### (c) デジタル化への対応

新型コロナウイルスにより急速にデジタル化が進行する市場環境について、電子メディア及び EC サイトへの対応は事業拡大を図る上では不可欠となっております。電子メディア及び EC サイトの多様化による印刷物の需要の減少が見込まれる市場環境において、当社は、既存事業である、電子ブックサービス事業及び画像修正・フォトレタッチ事業のノウハウを活用して、電子メディア及び EC サイト運営のサポート事業等のデジタル化への対応に積極的に取り組むと考えております。POP 広告事業、空間デザイン事業並びに電子メディア及び EC サイト事業というトータルソリューションサービスの取組みを実現することで、顧客との関係強化並びに利便性の強化により、一括受注による収益拡大が可能と考えております。これらのデジタル化への対応には、当社が長期的に使用している社内の基幹システムの入替が必要であり、初期の入替負担が大きく、財務面及びキャッシュ・フローのマイナス要因になることが想定されるものの、中長期的な観点では、トータルソリューションサービスの実現により、顧客からの一括受注により、収益の増加に寄与し、成長に資するものと考えております。

#### (d) 新規領域獲得に伴う M&A 戦略の推進

当社は、企画からデザイン、印刷まですべてのトータルソリューションサービスを行っていくことを目指しております。現時点では、企画・デザイン・開発分野におけるサービス体制が限られていることから、M&A を積極的に行うことで、企画・デザイン・開発分野の強化を図り、高い印刷技術との相乗的に効果を発揮できる体制を図ることを考えております。当社は、これまで M&A による買収実績はありませんが、今後の印刷業界全体を俯瞰しますと、更なる業界環境の厳しさ、市場の縮小が見込まれますので、企画・デザイン・開発分野の技術力を持つ企業との資本業務提携や M&A を積極的に取り組むことで、当社の企業価値拡大を図ることが可能と考えています。また、写真印刷の技術を生かしたフォトブックやカレンダー等のアプリ開発会社との業務提携について検討をしていくことも考えています。積極的な M&A は、短期的にはキャッシュ・フローのマイナス要因になることが想定されるものの、中長期的な観点では、新規領域拡大に伴う、売上高及び収益の増加、並びに事業環境の変動リスクの平準化等のメリットが得られるものと考えております。

#### (e) 当社子会社の体制強化、人員拡大、海外戦略強化

出版業界では、子供の好奇心や想像力を養い情操を豊かにする絵本の読み聞かせ効果が子育て世代に受け入れられていることから、絵本を含む児童ジャンルの売上が上昇傾向にあります。また、漫画家、作家、歌手、タレント、学者等、絵本と縁のない異分野の人の参入により、絵本の個性派クリエイターが増えていると思われることも、当該上昇傾向の一因であると考えています。実際に絵本の国内売上高を比較すると、2011 年は売上高 299

億円で、2018年は売上高314億円と15億円（5.02%増加）の増加となっております（出典：公益社団法人全国出版協会・出版科学研究所『2019年版出版指標年報』）。こうした背景の下、当社は、クリエイターの作品で子供たち、親たちを笑顔にすること、子供たちの興味や関心を広げること、クリエイターの才能を開花させる場所を提供することを目的とし、誰でも絵本の出品・試し閲覧・販売・購入が安心かつ簡単にできる絵本サイトの運営を行い、絵本の小ロット（1部〜）印刷、製本、配送を行うニコモを設立いたしました。今後は、人口の増加が見込まれる中国、アジアの国々に対しての販売を強化するとともに、電子ブック作成サービスのe-book事業、動画配信、ECサイトとの連携を強化することを考えております。また、当社内において、海外展開のノウハウを有する人員に限られていることから、海外市場に精通し、地域の特性に沿ったシステム及びサービスの構築等専門知識を有する人員の新規採用等を含む、一定の人員強化を行い、海外展開を強化することで、今後の当社の企業価値拡大を図ることが可能と考えております。これらは、一時的に先行投資に伴い収益及びキャッシュ・フローのマイナス要因になることが想定されるものの、中長期的な観点では、営業エリアの拡大、人員増強による受注の拡大に伴う、売上高及び収益の増加が期待できるものと考えております。

犬養岬太氏は、上記（a）から（e）の施策により、中長期的にみれば当社の大きな成長及び収益の拡大が見込まれるものの、直ちに当社の売上や利益に貢献できるものではなく、いずれも多額の初期投資や継続的な投資を要することが予想されるとともに、M&Aに付随するのれん償却費等が伴う可能性がある各取組みの性質等を考慮すると、短期的には当社の収益を大きく悪化させるリスクがあり、当社が上場を維持しながら、これらの各施策を実施した場合には、資本市場からの十分な評価が得ることができず、当社の株式価値が大きく毀損する可能性があることから、2020年12月上旬、各施策を実行するにあたり、当社株式を非公開化する必要があると考えたこととです。

また、近年の資本市場に対する規制の強化等により、金融商品取引法上の有価証券報告書等の継続的な開示に要する費用や監査費用等の株式の上場を維持するために必要なコストは増加しており、今後、株式の上場を維持することは、当社の経営上の負担となるものと考えております。

さらに、当社は印刷業界において、一定のブランド力や取引先に対する信用力を既に確保できていることから、株式の上場を維持する必要性も相対的にみて低下しているものと考えております。

本日現在、当社の上場廃止に係る猶予期間入りの指定は解除されていますが、2020年1月以後の新型コロナウイルス感染症の影響により、当社が置かれた事業環境は、厳しさを増しており、当社は、今後改めて東京証券取引所の上場廃止基準に抵触し、再度上場廃止に係る猶予期間に入る可能性は否定できず、上場廃止に伴い当社の株主の皆様が不利益が生じる恐れがある状況には変わりないと考えております。

このような状況を踏まえ、犬養岬太氏は、2020年3月上旬から当社株式の上場廃止を回避するために有効的な手段を検討していく一方で、今後も株式の上場を維持することにより、一定のブランド力や取引先に対する信用力及び資本市場を通じた資金調達が可能となるというメリット、及び近年の資本市場に対する規制の強化等により、金融商品取引法上の有価証券報告書等の継続的な開示に要する費用や監査費用等の株式の上場を維持するために必要なコストの発生や、直ちに当社の売上や利益に貢献できない施策を上場を維持しながら実施した場合には、資本市場からの十分な評価が得ることができず、当社の株式価値が大きく毀損する可能性というデメリット等について慎重に検討していく過程において、上記のような施策を実施することを検討し始め、2020年12月上旬、上場廃止に伴い当社の株主の皆様が不利益が生じるおそれを回避しつつ、当社の中長期的な企業価値向上と更なる成長を図るためには、本取引により当社株式を非公開化することこそが、当社の株主の皆様が売却機会を提供しつつ、中長期的な観点からより強固な事業基盤の確立を抜本的かつ機動的に実行するために最も有効な手段であるとの結論に至ったこととです。



また、2020年11月下旬、犬養岬太氏は非公開化するにあたっては、第三者ではなく、2013年6月27日から当社の代表取締役社長として、当社の経営に深く携わり当社事業に通暁する犬養岬太氏自らを代表取締役とし、発行済株式の全部を、今後も直接的に当社の経営に関与することを予定している犬養岬太氏が所有する法人を設立した上で、当該法人をして本公開買付けの主体とすることが最も適切であると考えたとのことです。そして、犬養岬太氏は、当社を取り巻く厳しい事業環境の下では、時間的及び資金的に本取引の検討及び実行は速やかに実行することが望ましいと判断し、2020年12月4日に、当社取締役会に対して、マネジメント・バイアウト(MBO)の手法による当社株式の非公開化の実現可能性について検討したい旨の意向を伝えました。

上記に加えて、当社株式は、2021年3月1日には東京証券取引所の上場廃止に係る猶予期間入りの指定は解除されていますが、当社が置かれた厳しい事業環境の下では、今後改めて東京証券取引所の株式上場廃止基準に抵触し、再度上場廃止に係る猶予期間に入る可能性は否定できない状況にあります。犬養岬太氏としては、今後再び東京証券取引所における当社株式の上場廃止基準への抵触する可能性があるたび、当社株式の上場廃止を回避することができずに当社株式が上場廃止になった場合には、投下資本の回収が困難になる等、当社の株主の皆様には大きな不利益を生ずるおそれがあると考えているとのことです。当社においては、これまで、当社株式の上場廃止基準への抵触を回避すべく、既存事業の新規拡大及び既存顧客の深耕の実施、子会社2社の事業を含めた収益性の改善並びに財務体質の健全化を図る等、様々な経営努力を重ねてまいりましたが、新型コロナウイルスによる経済環境の不透明感、印刷資材等の価格上昇、デジタル化による印刷物の需要の減少、及び同業他社間の価格競争による受注価格の下落といった当社を取り巻く厳しい事業環境の下では、当社が上場を維持したまま一定の事業リスクを伴う施策を実行することは限定されることから、犬養岬太氏及び当社は、上場廃止に係る猶予期間中であつた2020年12月中旬、上場廃止に係る猶予期間の満了までに当社株式の上場廃止基準への抵触を回避するのは不確実性が高いとの共通認識に至りました。

そして、犬養岬太氏は、2020年12月中旬より、当社の主要取引銀行である商工組合中央金庫との間で協議を開始し、商工組合中央金庫より、本取引の意義についての理解を得るとともに、本取引の実行に必要な資金的な支援に向けた初期的な意向の表明を受けたとのことです。その後、犬養岬太氏は、2020年12月18日に、当社に対して、書面において本取引に関する提案書(以下「本提案書」といいます。)を提出し、本取引の実行の是非に関して、当社との間で協議・交渉を開始しました。犬養岬太氏は、本取引の諸条件等について更に具体的な検討を始め、2021年1月19日に本取引に関して、日吉台学園の理事長である犬養俊輔氏に対し、本取引に関する不応募合意契約を締結することの提案を行ったとのことです。犬養岬太氏は、同日、犬養俊輔氏との間で協議をし、大株主となる日吉台学園の理事長として本取引後の当社の経営内容、経営政策の実現性、妥当性に関して助言をして欲しいことを伝えたとのことです。これを受けて、犬養俊輔氏は、犬養岬太氏に対して、日吉台学園の理事長として、本取引後の当社の経営方針について、犬養岬太氏の意向を最大限尊重しつつ、当社の経営内容、経営政策の実現性、妥当性に関して助言を行う意向を示したとのことです。また、2021年3月4日に日吉台学園から本取引に関する不応募合意契約の締結について異論がない旨の意向を受け、2021年3月8日に本不応募契約を締結したとのことです。犬養岬太氏は、本取引の諸条件等について更に具体的な検討を始め、2021年1月20日、当社に対して、本公開買付価格を1株当たり890円とする提案を行いました。その後、2021年1月26日に、当社から本公開買付価格の増額の要請を受けたため、本公開買付価格の再検討を行い、当社に対して、2021年1月29日に、本公開買付価格を1株当たり910円とする旨の再提案を行いました。2021年2月4日に、当社から更なる増額の要請を受けたため、2021年2月17日に、本公開買付価格を1株当たり930円とする旨の再々提案を行いました。2021年2月22日に、当社から当該価格でも未だ当社の少数株主に対して十分に配慮された価格とは言えないとし

て、更なる増額の要請を受けたため、2021年2月26日に、本公開買付価格を1株当たり935円とする旨の再度の提案を行いました。2021年3月2日に再度、本特別委員会との協議を行うなど、犬養岬太氏は、当社との間で、継続的に協議・交渉を続けてまいりました。かかる協議・交渉の結果等を踏まえ、犬養岬太氏は、2021年3月5日に、本公開買付価格を935円として本公開買付けを実施することを決定したとのことです。

なお、公開買付者は、財務情報等の客観的な資料及び過去に行われたMBO事例におけるプレミアム率を参考にし、当社株式の株式価値に関する諸要素を総合的に考慮し、かつ、当社との協議・交渉を踏まえて本公開買付価格を決定しており、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。

#### (ii) 本公開買付け後の経営方針

本取引は、いわゆるマネジメント・バイアウト（MBO）に該当し、犬養岬太氏は、本取引後も継続して当社の経営にあたることを予定しており、上記「①本公開買付けの概要」に記載の経営を推進する予定とのことです。なお公開買付者と当社その他の取締役及び監査役との間では、本公開買付けの成立後の役員就任について何らの合意も行っておりませんが、本公開買付け実施後の当社の役員構成を含む経営体制の詳細については、本公開買付けの成立後、当社と協議しながら決定していく予定とのことです。

#### ③ 本公開買付けに賛同するに至った決定の過程及び理由

当社は「上記② 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並びに本公開買付け後の経営方針」のとおり、犬養岬太氏より、2020年12月4日、マネジメント・バイアウト（MBO）の手法による当社株式の非公開化の実現の可能性について検討したい旨の意向を受け、当該意向の内容を検討するにあたり、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、2020年12月18日付で、ファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関として公開買付者及び当社から独立し、他 MBO 事例の関与経験を有する株式会社キャピタル・ストラテジー・コンサルティング（以下「キャピタル・ストラテジー・コンサルティング」といいます。）を商工組合中央金庫より紹介を受け、また、リーガル・アドバイザーとして公開買付者及び当社から独立し、企業法務に知見を有する明哲総合法律事務所をキャピタル・ストラテジー・コンサルティングから紹介を受け選任するとともに、本取引の提案を検討するための特別委員会（以下「本特別委員会」といいます。なお、本特別委員会の委員の構成及び具体的な活動内容等については、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「③ 当社における独立した特別委員会の設置」をご参照ください。）を設置し、本取引に関する提案を検討するための体制を整備いたしました。

その後、当社は、2020年12月28日の協議検討開始から2021年3月5日までの協議検討終結までの間、本提案書に記載された本取引の目的を含む公開買付けの概要、本取引に与える影響、本取引後の経営方針の内容や足元の株価動向を踏まえ、本特別委員会により事前に確認された交渉方針や交渉上重要な局面における意見、指示、要請等に基づいて、キャピタル・ストラテジー・コンサルティング及び明哲総合法律事務所の助言を受けながら、公開買付者との間で複数回に亘る協議・検討を重ねて参りました。協議は2021年1月8日、2021年3月2日の計2回実施し、公開買付者がMBOを実施する理由、公開買付価格等について協議検討を重ねて参りました。

また、本公開買付価格については、当社は、2021年1月20日に公開買付者から本公開買付価格を1株当たり890円とする旨の提案を受けた後、キャピタル・ストラテジー・コンサルティングから受けた当社株式の株式価値に係る試算結果の報告内容及び本特別委員会からの交渉方針に係る意見を踏まえた上で、2021年1月26日に、当社の市場株価の推移及び当社の第三者算定機関から報告を受けている当社株式価値の試算結果との比較に基づき、

当社の少数株主に対して十分に配慮された価格とは言えないとして、当社から公開買付者に対して本公開買付価格の増額を要請しております。その後も当社は、本特別委員会に対して適時に交渉状況の報告を行い、交渉上重要な局面における意見、指示、要請等に基づいた上で、キャピタル・ストラテジー・コンサルティングの助言を受けながら、本公開買付価格について、公開買付者との間で協議・交渉を行っております。具体的には、当社は、2021年1月29日に公開買付者から本公開買付価格を1株当たり910円とする旨の再提案を受けましたが、可能な限り当社の少数株主の利益を確保する観点から、2021年2月4日に、いまだ当社の少数株主に対して十分に配慮された価格とは言えないとして、当社から公開買付者に対して本公開買付価格の更なる増額を要請致しました。かかる交渉を経て、当社は、2021年2月16日に公開買付者から本公開買付価格を1株当たり930円とする旨の再々提案を受けております。しかし、2021年2月22日に、当社は当該価格でも未だ当社の少数株主に対して十分に配慮された価格とはいえないとして、更なる増額の要請を行いました。2021年2月26日に、本公開買付価格を1株あたり935円とする旨の再度の提案を受けました。2021年3月2日に再度、公開買付者との協議及び本特別委員会との協議を行うなど、当社は公開買付者との間で、継続的に協議・交渉を続けて参りました。当社は、公開買付者からの当該提案について、その妥当性を本特別委員会に確認するほか、2021年3月5日付でキャピタル・ストラテジー・コンサルティングから取得した株式価値算定書（以下「本株式価値算定書」といいます。）の内容も踏まえて慎重に検討を行い、その結果、2021年3月8日、当該価格は、2019年1月1日から2020年12月31日までの間に公表された15件の他社MBO事例のプレミアム件数分布の分析によると、プレミアムレンジが30%~40%の範囲が最頻値であり、20%~30%の範囲がそれに準ずる値であることから、合理的なプレミアムを付されていると評価でき、キャピタル・ストラテジー・コンサルティングによる市場株価法に基づく算定結果のレンジの上限を上回っており、また、ディスカунテッド・キャッシュ・フロー法（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にあり、かつ、中央値を上回る水準であるため、合理性を有することから、妥当な価格であると判断しております。このように、当社との間で、継続的に本公開買付価格の交渉を行って参りました。

また、当社は、リーガル・アドバイザーである明哲総合法律事務所から、本取引に関する諸手続を含む当社取締役会の意思決定の方法及び過程その他の留意点について、必要な法的助言を受けるとともに、公開買付者との協議を実施しております。その上で、当社は、リーガル・アドバイザーである明哲総合法律事務所から受けた法的助言及び第三者算定機関であるキャピタル・ストラテジー・コンサルティングから取得した本株式価値算定書の内容を踏まえつつ、後述する特別委員会から提出された本答申書の内容を最大限に尊重しながら、本取引により当社の企業価値の向上を図ることができるか、本取引における本公開買付価格を含む本取引の諸条件は妥当なものか等の観点から慎重に協議・検討を実施いたしました。

当社は、公開買付者との協議・交渉の過程において、上記「(I) 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、当社について (a) 食品スーパー向け事業の強化、(b) 新業態への取り組み、(c) デジタル化への対応、(d) 新規領域獲得に伴う M&A 戦略の推進、(e) 当社子会社の体制強化及び人員拡大並びに海外戦略強化といった具体的な施策を企図していることを公開買付者から伝達され、当社としても、主力の商業印刷分野の低迷が中長期的に見込まれる中、上場廃止基準に抵触する恐れのある中で短期的な業績確保に比重を置いた経営体制では企業価値の向上を図ることはできないと考えております。上記の施策は、当社の中長期的な企業価値の向上のために積極的に推進していくべき施策であり、また、かかる施策の実施に際しては、これに伴う収益の拡大やそれに要する期間に係る不確実性に臨機応変に対応すべく、柔軟かつ機動的な経営体制を構築することが望ましいと認識しております。

もともと、これらの施策は、各種先行投資が必要になる一方で、今後の収益性に不確実性を伴うものであるため、短期的には利益水準の低下、キャッシュ・フローの悪化及び M&A に伴うのれん償却費の負担等による財務状況の悪化を招来するリスクがあり、当社としても当社が上場を維持したままこれらの各施策を実行した場合には、

当社の株主の皆様に対して多大なる悪影響を与えてしまう可能性が否定できないものと考えております。

また、当社株式は、上記のとおり 2020 年 3 月 1 日には東京証券取引所の上場廃止に係る猶予期間入りしました。結果的に、当社は、2021 年 3 月 1 日に当該猶予期間入りの指定が解除されましたが、当社が置かれた厳しい事業環境の下では、今後改めて東京証券取引所の株券上場廃止基準に抵触し、再度上場廃止に係る猶予期間に入る可能性は否定できない状況にあり、当社株式についてこのような不安定な状況が継続した場合、顧客や取引先に対する信用力の低下等に繋がる可能性があることから、かかる状況下においては、上記の各施策を効率的にかつ実効的に推進していくことにも自ずと一定の限界が生じるものと考えております。

更に、当社はこれまで第三者との共同事業による新規受注の拡大に向けた活動を継続していましたが、上記のとおり当社が置かれた厳しい環境のもとでは当社が上場を維持しまま講じうる施策の選択肢は限定されていると考えております。

以上のような事情を考慮した結果、当社は 2021 年 3 月 8 日、当社が抜本的かつ機動的な経営戦略を実践し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、各施策に迅速かつ果敢に取り組むことが出来る経営体制を構築することが最良の選択であると判断しております。また、公開買付者株主は当社事業に通暁した当社の代表取締役社長である犬養岬太氏であることを踏まえれば、マネジメント・バイアウト (MBO) の手法により、公開買付者株主が当社の経営と支配の双方を担うことは十分な合理性があると判断しております。加えて、当社株式の非公開化により、上場を維持するために必要な費用 (有価証券報告書等の継続的な情報開示に要する費用、監査費用、株主総会の運営や株主名簿管理人への事務委託に要する費用等) を削減することができ、経営資源のさらなる有効活用を図ることも可能になると考えております。

当社は、上記のとおり、当社の株主の皆様について、投下資本の回収が困難になる等の不利益を回避する必要があることのほか、当社株式の非公開化後は、企業価値の向上に資する施策を積極的に推進するための柔軟かつ機動的な経営体制を速やかに構築する必要があることなどを考慮した結果、新型コロナウイルス感染症の影響により当社の業績が想定以上のスピードで悪化するなど、時間的に本取引の検討には一刻の猶予も許されない状況であったことから、マネジメント・バイアウト (MBO) 以外の手法による非公開化については、具体的な検討には至っておりません。なお、当社株式の非公開化を行った場合には、当社は資本市場からのエクイティ・ファイナンスによる資金調達を行うことができなくなり、また、上場会社として当社が享受してきた社会的な信用力及び知名度の向上による優れた人材の確保及び取引先の拡大等に影響を及ぼす可能性が考えられると考えております。しかしながら、当社の現在の財務状況や昨今の間接金融における低金利環境等に鑑みると、当面はエクイティ・ファイナンスの活用による大規模な資金調達の必要性は見込んでおりません。また、当社の社会的な信用力及び知名度の向上による優れた人材の確保及び取引先の拡大等は、事業活動を通じて獲得・維持部分が大きくなっていることから、今後も継続して当社株式の上場を維持する必要性は相対的に減少している一方で、上場を維持することで上記のような当社株式における不安定な状況を継続することによって、かえって顧客や取引先に対する信用力の低下に繋がる可能性があると考えております。

以上を踏まえ、当社取締役会は、本公開買付けを含む本取引により当社株式を非公開化することが、当社の企業価値の向上に資するものであると判断しております。

また、本公開買付価格 (935 円) は、当社が発表した 2021 年 2 月 15 日に発表された業績予想を反映しております。キャピタル・ストラテジー・コンサルティングによる当社株式の株式価値の算定結果のうち、市場株価法に基づく算定結果のレンジの上限を上回っており、また、DCF 法に基づく算定結果のレンジの範囲内にあり、かつ、その中央値を上回ること、本公開買付けの公表日の前営業日である 2021 年 3 月 5 日の東京証券取引所市場第二部における当社株式の終値 716 円に対して 30.59% (小数点第三位を四捨五入。以下、株価に対するプレミアム率の

計算において同じです。)、2021年3月5日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値725円(小数点以下を四捨五入。以下、終値単純平均値において同じです。)に対して28.97%、過去3ヶ月間の終値単純平均値705円に対して32.62円、過去6ヶ月間の終値単純平均値692円に対して35.12%のプレミアムが加算されており、2019年1月1日から2020年12月31日までの間に公表された15件の他社MBO事例の分析に基づいても、合理的なプレミアムが付されていると考えております。なお、当社は2020年12月22日及び2021年2月15日業績予想修正を行っておりますが、その後、当社株式の市場株価は大きく落ち込むことなく推移しております。また、当社取締役会は、本取引について、(i)本公開買付けを含む本取引により当社の企業価値が向上すると見込まれるとともに、(ii)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ると考えております。さらに、既存の主力事業である商業印刷分野の低迷が長期に渡り、かつ、その低迷幅を見通せない状況が常態化すると考えられるため、本公開買付を実行する時期としても合理性を有すると判断いたしました。したがって、本公開買付けは、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。

以上より当社は本日開催の取締役会において、審議及び決議に参加した当社の取締役(犬養岬太を除く8名)の全員一致で本件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。

### (3) 算定に関する事項

当社は、本公開買付けに関する意見表明を行うにあたり、公開買付者及び当社から独立した第三者算定機関であるキャピタル・ストラテジー・コンサルティングに対して、当社株式の株式価値の算定を依頼し、2021年3月5日付で本株式価値算定書を取得しております。

なお、キャピタル・ストラテジー・コンサルティングは、公開買付者及び当社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、本取引に係るキャピタル・ストラテジー・コンサルティングの報酬は、本取引の成否にかかわらず支払われる固定報酬のみであり、本取引の公表や成立等を条件とする成功報酬は含まれておりません。

キャピタル・ストラテジー・コンサルティングは、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市場第二部に上場していることから市場株価法を、当社の将来の事業活動の状況を算定に反映させるためにDCF法をそれぞれ算定方法として採用し、当社株式の株式価値の算定を行っております。なお、当社はキャピタル・ストラテジー・コンサルティング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。

キャピタル・ストラテジー・コンサルティングによれば、上記の各手法に基づいて算定された当社株式1株当たりの株式価値の範囲は以下のとおりとのことです。

市場株価法：692円～725円

DCF法：815円～1,034円

市場株価法では、2021年3月5日を算定基準日として、当社株式の直近1ヶ月間の終値単純平均値725円、直近3ヶ月間の終値単純平均値705円及び直近6ヶ月間の終値単純平均値692円を基に、当社株式の1株当たりの価値の範囲を692円から725円までと算定しております。

DCF法では、当社が作成した2021年3月期から2024年3月期までの4期分の事業計画における財務予測、一般に公開された情報等の諸要素を前提として、当社が2021年3月期第3四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や株式価値を算定し、当社株式

の1株当たりの価値の範囲を815円から1,034円までと算定しております。割引率は加重平均資本コスト(WACC: Weighted Average Cost of Capital)とし、8.75%~10.75%を採用しております。継続価値の算定にあたっては、永久成長率法を採用し、永久成長率法では永久成長率を±0.5%として分析しております。

キャピタル・ストラテジー・コンサルティングがDCF法の算定の前提とした当社作成の事業計画に基づく財務予測は以下のとおりとのことです。なお、当該財務予測には、当社が2021年2月15日付で公表した「業績予想の修正に関するお知らせ」における業績予想が織り込まれております。また、当該財務予測には新型コロナウイルス感染症の影響により当面の間、印刷物需要の減少が継続するという前提のもと、大幅な増減益を見込んでいる事業年度が含まれております。具体的には、2023年3月期から2024年3月期においては、上記新型コロナウイルス感染症の影響が収束し、既存の当社主力事業である食品スーパー向けのPOP広告の需要が増加すると見込まれるとともに、当社の子会社であるニコモ及びノコムの事業が拡大すること等2022年3月期まで赤字であった営業利益が黒字に転じることを見込んでおります。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)

	2021年 3月期(3ヶ月)	2022年 3月期	2023年 3月期	2024年 3月期
売上高	964	4,083	4,306	4,540
営業利益	▲27	▲18	38	116
E B I T D A	13	121	166	228
フリー・キャッシュ・フロー	▲21	63	129	180

#### (4) 上場廃止となる見込み

当社株式は、本日現在、東京証券取引所市場第二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の上限を設定していないため、本公開買付けの結果次第では、東京証券取引所の上場廃止基準に従い、当社株式は、所定の手続を経て上場廃止となる可能性があります。また、本公開買付けの成立時点では当該基準に該当しない場合でも、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)」に記載の本スクイーズアウト手続が実行された場合には東京証券取引所の上場廃止基準に該当し、当社株式は、所定の手続を経て上場廃止になります。上場廃止後は、当社株式を東京証券取引所市場第二部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「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、当社が所有する自己株式及び不応募株式を除きます。)を取得することが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ーズアウト手続を実施することを予定しているとのことです。

具体的には、本公開買付けの成立後、公開買付者は、会社法第180条に基づき当社株式の併合を行うこと(以下「本株式併合」といいます。)及び本株式併合の効力発生を条件として単元株式数の定めを廃止する旨の定款の一部変更を行うことを付議議案に含む臨時株主総会(以下「本臨時株主総会」といいます。)を開催することを当社

に要請する予定とのことです。なお、公開買付者、公開買付者の代表取締役社長である犬養岬太氏及び日吉台学園は、本臨時株主総会において上記各議案に賛成する予定です。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と同日（本日現在では、2021年4月26日を予定しています。）が本臨時株主総会の基準日となるように、当社に対して公開買付期間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日は、2021年6月下旬を予定しているとのことです。

本臨時株主総会において本株式併合の議案についてご承認を頂いた場合には、本株式併合がその効力を生ずる日において、当社の株主は、本臨時株主総会においてご承認をいただいた本株式併合の割合に応じた数の当社株式を所有することとなります。本株式併合をすることにより株式の数に1株に満たない端数が生じるときは、端数が生じた当社の株主に対して、会社法第235条及び第234条第2項乃至第5項のその他の関係法令の定める手続に従い、当該端数の合計数（合計した数に1株に満たない端数がある場合には、当該端数は切り捨てられます。以下同じとします。）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、公開買付者の代表取締役社長である犬養岬太氏、日吉台学園、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に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よう当社に要請する予定です。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、公開買付者の代表取締役社長である犬養岬太氏及び日吉台学園が当社の発行済株式の全て（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当社の株主（但し、当社が保有する自己株式を除きます。）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するよう当社に対して要請する予定です。当社は本公開買付けが成立した場合には、公開買付者によるこれらの要請に応じる予定であるとのことです。

本株式併合に関連する少数株主の権利保護を目的とした会社法上の規定として、本株式併合がなされた場合であって、本株式併合をすることにより株式の数に1株に満たない端数が生じるときは、会社法第182条の4及び第182条の5その他の関係法令の定めに従って、当社の株主は、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ます。上記のとおり、本株式併合においては、本公開買付けに応募されなかった当社の株主（犬養岬太氏、日吉台学園、及び当社を除きます。）の所有する当社株式の数は1株に満たない端数となる予定ですので、本株式併合に反対する当社の株主は、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、価格決定の申立てを行うことが可能となる予定とのことです。

なお、上記申立てがなされた場合の当社株式の買取価格は、最終的には裁判所が判断することとなります。

上記の手続については、関係法令についての改正、施行、当局の解釈等の状況等によっては、実施の方法及び時期に変更が生じる可能性があります。但し、その場合でも、本公開買付けに応募されなかった当社の各株主（犬養岬太氏、日吉台学園、及び当社を除きます。）に対しては、最終的に金銭を交付する方法が採用される予定であり、その場合に当該各株主に交付される金銭の額については、本公開買付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になるよう算定される予定です。

上記の本臨時株主総会を開催する場合、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ありません。

また、本スクイーズアウト手続が2021年6月30日までの間に完了することが見込まれる場合には、公開買付者は、当社に対して、本スクイーズアウト手続が完了していることを条件として、2021年3月期に係る当社の第73回定時株主総会（以下「本定時株主総会」といいます。）で権利を行使することのできる株主を、本スクイーズ

アウト手続完了後の株主（公開買付者、犬養岬太氏及び日吉台学園を意味します。）とするため、本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です。そのため、当社の2021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ります。

なお、本公開買付けへの応募又は上記の手続における税務上の取扱いについては、当社の株主の皆様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。

また、公開買付者は、仮に公開買付者が法人として存続した場合、公開買付者と当社それぞれの法人の管理コストがかかるというデメリットが生じることから、公開買付者と当社を合併して一法人にすることが合理的であり、かつ、当社を存続会社とすることで、当社の取引先との契約関係の維持が可能になることから、本スクイーズアウト手続の完了後、公開買付者を吸収合併消滅会社、当社を吸収合併存続会社とする吸収合併を行うことを予定しているとのことです。その結果、公開買付者が所有する当社株式については、当社における自己株式として扱われることとなります。本吸収合併の具体的な日程等の詳細については未定ですが、本吸収合併により、犬養岬太氏及び日吉台学園のみが当社の株主となることを予定しているとのことです。

#### (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

公開買付者及び当社は、本公開買付けを含む本取引がマネジメント・バイアウト（MBO）の一環として行われるものであり、構造的な利益相反の問題が存在すること等を踏まえ、本公開買付価格の公正性の担保、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、以下の措置をいたしました。

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

##### ①当社における独立した第三者算定機関からの株式価値算定書の取得

当社取締役会は、公開買付者から提示された本公開買付価格に関する意思決定の過程における公正性を担保するために、公開買付者及び当社から独立した第三者算定機関であるキャピタル・ストラテジー・コンサルティングに対して、当社株式の株式価値の算定を依頼し、2021年3月5日付で本株式価値算定書を取得しました。なお、キャピタル・ストラテジー・コンサルティングは、公開買付者及び当社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。

当該株式価値算定書の概要は、上記「(3) 算定に関する事項」をご参照ください。

なお、公開買付者は、財務情報等の客観的な資料及び過去に行われたマネジメント・バイアウト（MBO）事例におけるプレミアム率を参考にすると、当社の株式価値に関する諸要素を総合的に考慮し、かつ、当社との協議・交渉を経て本公開買付価格を決定しており、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。

##### ②当社における独立した法律事務所からの助言

当社は、本公開買付けに係る当社取締役会の意思決定の過程における公正性及び適正性を担保するため、公開買付者及び当社から独立したリーガル・アドバイザーとして明哲綜合法律事務所を選任し、本公開買付けを含む本取引に関する当社取締役会の意思決定の過程、方法その他の本公開買付けを含む本取引に関する意思決定にあたっての留意点に関する法的助言を受けております。なお、明哲綜合法律事務所は公開買付者及び当社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。



### ③当社における独立した特別委員会の設置

当社は、本件公開買付けがいわゆるマネジメント・バイアウト（MBO）の一環として行われるものであり、当社における本取引の検討において構造的な利益相反状態が生じ得ること等に鑑み、2020年12月8日開催の当社取締役会において、本取引に係る当社の意思決定に慎重を期し、当社の取締役会の意思決定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とともに、当社の取締役会において本取引を行う旨の決定をすることが当社の少数株主にとって不利益なものであるかどうかについての意見を取得することを目的として、当社及び公開買付者から独立した、当社の社外監査役兼独立役員である岩本文男氏、当社の社外監査役兼独立役員である中谷秀孝氏、及び外部の有識者である須田雅秋氏（公認会計士、須田公認会計士事務所）の3名によって構成される特別委員会（なお、本特別委員会の委員は、設置当初から変更しておらず、また、委員の互選により、本特別委員会の委員長として岩本文男氏を選定しております。）を設置することを決議いたしました。岩本文男氏及び中谷秀孝氏の2名は当社事業に対する理解があることを理由として選定し、須田雅秋氏は他MBO事例において特別委員を務めたご経験の有することから選定いたしました。当社から3名に対して支払う報酬はいずれも固定報酬であり、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回の特別委員会において、キャピタル・ストラテジー・コンサルティングの独立性及び専門性に問題がないことから、当社の第三者算定機関として承認した上で、本特別委員会としても必要に応じて専門的助言を受けることができることを確認しております。そして、当社は、当社が本公開買付けを含む本取引について検討するにあたって、2020年12月18日、本特別委員会に対し、(a)本公開買付けについて貴社取締役会が賛同すべきか否か、及び、貴社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を検討し、貴社取締役会に勧告を行うこと、(b)貴社取締役会における本公開買付けについての決定が、貴社の少数株主にとって不利益なものでないかを検討し、貴社取締役会に意見を述べること(c)上記(a)の検討に際しては、①貴社の企業価値の向上に資するかという観点から、本取引が合理性を有するものといえるか検討・判断するとともに、②貴社の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（本取引のために講じられた公正性担保措置の内容を含む。）（以下、総称して「本諮問事項」といいます。）について諮問し、これらの点についての本答申書を当社に提出することを委嘱いたしました。また、併せて、当社は、2020年12月18日開催の当社取締役会において、本取引に関する当社取締役会の意思決定は、上記委嘱に基づく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、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、当社取締役会は本公開買付けに賛同しないものとすることを決議しました。本特別委員会は、2020年12月28日より2021年3月5日までの間に各回凡そ90分、合計10回開催され、2020年12月28日開催の第1回特別委員会において、キャピタル・ストラテジー・コンサルティングをファイナンシャル・アドバイザーとして承認するとともに、本諮問事項について、慎重に検討及び協議を行いました。具体的には、公開買付者ないし犬養岬太氏から、本取引を提案するに至った経緯、本取引の目的及び意義、本取引により生じる効果、本取引後の経営方針等について説明を受け、質疑応答を行いました。また、当社からは、事業環境、事業計画、経営課題、本取引の必要性等について説明を受け、質疑応答を行いました。更に、キャピタル・ストラテジー・コンサルティングより、当社株式の株式価値の算定方法及び結果、直近のマーケット情報等に関する説明を受けるとともに、明哲綜合法律事務所より、本特別委員会設置の意義、本特別委員会における諮問事項、本取引の公正性を担保するために採られている措置等に関する説明を受け、それぞれ質疑応答を行いました。本特別委員会は、このような経緯の下で、本諮問事項について慎重に協議及び検討した結果、2021年3月5日に、当社の取締役会に対し、大要以下の内容の本答申書を提出いたしました。

#### (i)本取引の目的の合理性

A) 当社を取り巻く経営環境及び課題

当社の事業の特徴としては、印刷関連事業の単一事業であり、印刷需要、とりわけ商業印刷の需要による売上の変動が大きく、また、食品スーパー向けのPOP広告が主であるため、昨今のデジタルサイネージ等による印刷物の需要減少に大きな影響を受けていることや、新型コロナウイルスによる各企業が急速にデジタル化へ進めていることから印刷物の需要の減少、受注価格の下落、及び新型コロナウイルスによるイベントの中止に伴う印刷メディアの減少が続いている。

足元の不安定な経済環境の下で、2020年3月2日付で東京証券取引所の上場廃止に係る猶予期間入りした旨が公表されているが、この東京証券取引所の上場廃止を回避できるか否かについて不確実性のある状況が継続した場合、顧客や取引先に対する信用力の低下等に繋がり、受注に悪影響を及ぼすことも懸念される。

B) 当社の業績の推移

当社は顧客ニーズに応えるべく、抗菌加工印刷を施した商材等を投入するなど営業力・提案力の強化を図るとともに、生産効率の向上、内製化の推進、収益性の改善に取り組んできたが、市場では、新型コロナウイルス感染症の拡大防止に伴う経済活動の収縮、イベントの自粛や顧客におけるテレワーク勤務の浸透等による訪問機会の減少等により受注が大幅に減少し、工場における稼働率が伸び悩んでいる状況である。

当社の2020年3月期の有価証券報告書によれば、2018年3月期から2020年3月期までの業績の推移は以下のとおりであり、2018年3月期から2020年3月期にかけて2期連続で営業減益及び当期純減益となっている。

(百万円未満切捨)

	2018年3月期	2019年3月期	2020年3月期
売上高	4,299	4,456	4,302
営業損益	145	93	△13
経常利益	176	130	9
当期純利益	459	149	36

(※) 2020年3月期は連結決算数値。

さらに、2021年3月期において営業損失及び当期純損失を計上する見込みであり、その場合、当社は3期連続で営業減益及び当期純減益を計上する結果となる。

この点貴社によると、収益性を改善するためには、既存事業のサービス強化のためのシステム強化対応、新業態への取り組みに不可欠なデジタル化への対応、その他M&Aや連結子会社であるニコモの体制強化、海外戦略対応等の投資が不可欠であり、可及的速やかにかかる経営課題を達成していく必要性が高く、当社単独で上記の経営課題を達成していくには相当程度の時間を要するとのことであり、これらの当社の説明に不合理な点は認められない。

C) 本件から想定されるメリット・デメリット

本公開買付者が考える施策により、中長期的にみれば当社の大きな成長及び収益の拡大が見込まれるものの、直ちに当社の売上や利益に貢献できるものではなく、いずれも多額の初期投資や継続的な

投資を要することが予想されるとともに、M&Aに付随するのれん償却費等が伴う可能性がある各取組みの性質等を考慮すると、短期的には当社の収益を大きく悪化させるリスクがあり、当社が上場を維持しながら、これらの各実施を実施した場合には、資本市場からの十分な評価が得ることができず、当社の株式価値が大きく毀損する可能性がある。

また、近年の資本市場に対する規制の強化等により、金融商品取引法上の有価証券報告書等の継続的な開示に要する費用や監査費用等の株式の上場を維持するために必要なコストは増加しており、今後、株式の上場を維持することは、一定の当社の経営上の負担となると考えました。

さらに、当社は印刷業界において、一定のブランド力や取引先に対する信用力を既に確保できていることから、株式の上場を維持する必要性も相対的にみて低下していると考えている。

非公開化するにあたっては、第三者ではなく、2013年6月27日に当社の代表取締役社長として、当社の経営に深く携わってきた犬養岬太氏を代表取締役とし、発行済株式の全部を、今後も直接的に当社の経営に関与することを予定している犬養岬太氏が所有する法人を設立した上で、当該法人をして本公開買付けの主体とすることが最も適切であると考えた。

これまで、株式の上場廃止を回避すべく、既存事業の新規拡大及び既存顧客の深耕の実施、子会社2社の事業を含めた収益性の改善並びに財務体質の健全化を図る等、様々な経営努力を重ねてきたが、新型コロナウイルスによる経済環境の不透明感、印刷資材等の価格上昇、デジタル化による印刷物の需要の減少、及び同業他社間の価格競争による受注価格の下落といった当社を取り巻く厳しい事業環境の下では、当社が上場を維持したまま一定の事業リスクを伴う施策を実行することは限定されることから、犬養岬太氏及び当社は、2020年12月中旬、上場廃止に係る猶予期間の満了までに当社株式の上場廃止基準への抵触を回避するのは不確実性が高いと考えておりました。結果的に、本日現在、当社の東京証券取引所の定める上場廃止に係る猶予期間入りの指定は解除されているが、当社が置かれた厳しい事業環境の下では、今後改めて東京証券取引所の上場廃止基準に抵触し、再度上場廃止に係る猶予期間に入る可能性は否定できず、上場廃止に伴い当社の株主の皆様にも不利益が生じる恐れがある状況に変わりはないため、本公開買付けを実施するという考えに変更はない。

#### D) 公開買付者の提案

公開買付者は、一定の事業リスクを伴う施策を実行することにより、当社を取り巻く厳しい事業環境下においても、更なる企業価値の拡大を図ることが可能と考えた。中長期的にみれば当社の大きな成長及び収益の拡大が見込まれるものの、直ちに当社の売上や利益に貢献できるものではなく、いずれも多額の初期投資や継続的な投資を要することが予想されるとともに、M&Aに付随するのれん償却費等が伴う可能性がある各取組みの性質等を考慮すると、短期的には当社の収益を大きく悪化させるリスクがあり、当社が上場を維持しながら、これらの各実施を実施した場合には、資本市場からの十分な評価が得ることができず、当社の株式価値が大きく毀損する可能性があることから、2020年12月上旬、各施策を実行するにあたり、当社株式を非公開化する必要があると考えた。

#### E) 当委員会の検討結果

上記の当社の経営方針、課題に対する認識等、及び公開買付者の説明に鑑みれば、当社と公開買付者は、当社を取り巻く事業環境がさらに厳しい状況になっていくものと予想し、この状況を打破するためには、短期的に財務的負担となる可能性がありながらも、中長期的な視点から企業価値の向上につながる抜本的かつ機動的な施策に取り組み、新たな体制構築が必要であることについて

ても認識が合致している。そして、かかる投資の実行策のためには、既存の経営戦略の延長線上での対応では実現が困難であると思われるところ、公開買付者からの提案においては、本取引の実施により当社を非公開化することが企図されており、これが実現されれば、迅速かつ柔軟な経営判断に基づく機動的かつ大胆な投資が可能であると考えられる。

以上の点を勘案すれば、本取引は当社の企業価値向上に資することを企図するものであると認められ、その目的は合理的であると考えられる。

## (ii) 本取引の取引条件の妥当性

### A) 本取引に係る取引条件および取引条件に関する協議・交渉過程

当社は、2021年1月20日付公開買付者からの提案書によれば、公開買付価格を1株当たり890円とする旨の提案を受けているが、この提案価格は当社の少数株主の利益に最大限配慮した価格とは言えないとして、本公開買付価格の再検討の要請をした。その後、2021年1月29日に公開買付者から本公開買付価格を1株当たり910円とする旨の再提案を受けたが、可能な限り当社の少数株主の利益を確保する観点から、2021年2月4日に、いまだ当社の少数株主に対して十分に配慮された価格とは言えないとして、更なる増額の要請を実施した。その後、2021年2月16日に、本公開買付価格を1株当たり930円とする旨の再々提案を受けたが、2021年2月22日に、当社から未だ当社の少数株主に対して十分に配慮された価格とは言えないとして、更なる増額の要請をしたところ、2021年2月26日に、本公開買付価格を1株当たり935円とする旨の再度の提案を受けた。当社は、2021年3月2日に再度、本特別委員会による公開買付者との協議を行うなど公開買付者との間で、継続的に協議・交渉を続け、公開買付者からの最終提案について、その妥当性を本特別委員会に確認した。

### B) 第三者機関から取得した株式価値算定書

当社は、公開買付者及び当社から独立したキャピタル・ストラテジー・コンサルティングを当社のファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関として選任し、キャピタル・ストラテジー・コンサルティングから当社株式に係る価値算定書を取得している。当社は、ファイナンシャル・アドバイザー及びリーガル・アドバイザーの独立性につき慎重な検討を行い、当委員会に対してもファイナンシャル・アドバイザー及びリーガル・アドバイザーの独立性について必要な説明を行った上で、その承認を受けている。当社は、本公開買付けに関する意見表明を行うにあたり、公開買付者から提示された本公開買付価格に関する当社の意思決定の過程における公正性を担保するために、上記キャピタル・ストラテジー・コンサルティングに対して、当社株式の株式価値の算定を依頼し、2021年3月5日付で本株式価値算定書を取得した。なお、キャピタル・ストラテジー・コンサルティングは、公開買付者、公開買付者の代表取締役社長を務める犬養岬太氏、当社の筆頭株主であり、犬養岬太氏の父親である犬養俊輔氏が理事長を務める日吉台学園及び当社の関連当事者には該当せず、本公開買付けを含む本取引に関して重要な利害関係を有していない。また、本取引に係るキャピタル・ストラテジー・コンサルティングの報酬は、本取引の成否にかかわらず支払われる固定報酬のみであり、本取引の公表や成立等を条件とする成功報酬は含まれていない。キャピタル・ストラテジー・コンサルティングは、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市場第二部に上場していることから市場株価法を、当社の将来の事業活動

の状況を算定に反映させるためにDCF法をそれぞれ算定方法として採用し、当社株式の株式価値の算定を行った。なお、当社はキャピタル・ストラテジー・コンサルティングから本公開買付価格の公正性に関する意見（フェアネス・オピニオン）は取得していない。

キャピタル・ストラテジー・コンサルティングによれば、上記の各手法に基づいて算定された当社株式1株当たりの株式価値の範囲は以下のとおりである。

市場株価法：692円～725円

DCF法：815円～1,034円

市場株価法では、2021年3月5日を算定基準日として、当社株式の直近1ヶ月間の終値単純平均値725円、直近3ヶ月間の終値単純平均値705円及び直近6ヶ月間の終値単純平均値692円を基に、当社株式の1株当たりの価値の範囲を692円から725円までと算定している。

DCF法では、当社が作成した2021年3月期から2024年3月期までの4期分の事業計画における財務予測、一般に公開された情報等の諸要素を前提として、当社が2021年3月期第3四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や株式価値を算定し、当社株式の1株当たりの価値の範囲を815円から1,034円までと算定している。割引率は加重平均資本コスト（WACC：Weighted Average Cost of Capital）とし、8.75%～10.75%を採用している。継続価値の算定にあたっては、永久成長率法を採用し、永久成長率を±0.5%としている。

キャピタル・ストラテジー・コンサルティングがDCF法の算定の前提とした当社作成の事業計画に基づく財務予測は以下のとおりである。なお、当該財務予測には、当社が2021年2月15日付で公表した「繰延税金資産の取崩し及び業績予想の修正に関するお知らせ」における業績予想が織り込まれている。また、当該財務予測には、大幅な増減益を見込んでいる事業年度が含まれている。具体的には、2023年3月期から2024年3月期においては、新型コロナウイルス感染症の影響が収束し、既存の当社主力事業である食品スーパー向けのPOP広告の需要が増加すると見込まれるとともに、当社の子会社であるニコモ及びノコムの事業が拡大すること等2022年3月期まで赤字であった営業利益が黒字に転じることを見込んでいる。2020年12月22日の業績予想の下方修正及び2021年2月15日の業績予想下方修正のいずれも新型コロナウイルス感染症の再拡大により、経済活動の制限やイベントの自粛の影響を受けてなされた業績の下方修正であり、開示のタイミングは妥当である。また、それによる業績の下方修正を反映した事業計画に基づく株式価値算定も直近の状況が株式価値に反映されており妥当である。上記業績予想の下方修正の原因となった新型コロナウイルス感染症の再拡大による影響は事業環境リスクの見積りに影響を与えており、当該リスクをDCF法による株価算定に反映させる点について、当委員会で検討を行った結果、特段不合理な点は認められず、当該リスクを反映した株価算定は妥当である。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、上場維持コストの削減効果を除き現時点において具体的に見積もることが困難であるため、反映していない。このような株式価値算定結果があるところ、本公開買付価格は市場株価法に基づく算定結果のレンジの上限を上回っており、また、DCF法に基づく算定結果のレンジの範囲内にあり、かつ、その中央値を上回っている。

C) プレミアムの水準

本公開買付価格は、本日 2021 年 3 月 8 日の前日の東京証券取引所市場第一部における当社株式の終値 716 円に対して 30.59%、過去 1 ヶ月間の終値の単純平均値 725 円に対して 28.97%、同過去 3 ヶ月間の終値の単純平均値 705 円に対して 32.62%、同過去 6 ヶ月間の終値の単純平均値 692 円に対して 35.12%のプレミアムをそれぞれ加えた価格となっており、当社の状況に鑑み、2019 年 1 月 1 日から 2020 年 12 月 31 日までの間に公表された 15 件の他社 MBO 事例のプレミアム件数分布の分析によると、プレミアムレンジが 30%~40%の範囲が最頻値であり、20%~30%の範囲がそれに準ずる値であることから合理的なプレミアムの範囲といえる。

#### D) 結論

以上より、本取引の取引価格は、独立した第三者算定機関の算定結果に照らして合理的であり、また、当社において、キャピタル・ストラテジー・コンサルティングによる本株式価値算定結果及びそれに基づく当委員会の意見、要請等を踏まえ、公開買付者との間の真摯な交渉の結果合意されたものであり、適切なプロセスに基づいて決定されているといえ、妥当であると認められる。

#### (iii) 本取引の手続きの公正性

公開買付者及び当社は、本取引の手続きの公正性を担保するための措置として、以下の措置を実施したことが認められる。

##### (1) 本特別委員会の設置等

###### ① 本特別委員会の設置

当社は、本提案に係る取引について、当該取引の是非、取引条件の妥当性等に係る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、速やかに、本公開買付者から独立した立場で本提案に係る取引について検討・交渉等を行うことができる体制を構築するため、12 月 18 日付取締役会決議により当委員会を設置した。

###### ② 本特別委員会の判断の尊重

当社は、当社取締役会における本取引に係る公開買付けについての決定につき、本特別委員会の判断内容を最大限尊重して行うこととし、本特別委員会が取引条件等が妥当でないと判断した場合には当該公開買付けに賛同しないことを決議している。

##### (2) 当社における独立した第三者算定機関による株式価値算定

当社は、公開買付者及び当社から独立したキャピタル・ストラテジー・コンサルティングを当社のファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関として選任し、キャピタル・ストラテジー・コンサルティングから当社株式に係る価値算定書を取得している。  
また、当社は本特別委員会に対してもファイナンシャル・アドバイザーの独立性について必要な説明を行った上で、その承認を受けている。

##### (3) 当社における独立した法律事務所からの助言

当社は、公開買付者及び当社から独立した明哲総合法律事務所を当社のリーガル・アドバイザーとして選任し、本取引の交渉及び留意点について法的助言を求めつつ本取引を進めている。

また、当社は本特別委員会に対してもリーガル・アドバイザーの独立性について必要な説明を行った上で、その承認を受けている。

(4) 利害関係を有するおそれのある取締役の不関与

犬養岬太氏は、本取引について当社又は当社の一般株主との間で構造的な利益相反の問題が生じるおそれがあるため、当社の立場において本取引に係る協議、検討及び交渉の過程に関与していない。

(5) 他の公開買付者からの買付機会を確保するための措置

公開買付者は、本公開買付けの買付期間を30営業日としている。公開買付期間を比較的長期にすることにより、当社株主に対して本公開買付けに対する応募につき適切な判断機会を確保しつつ、公開買付者以外の者にも当社株式に対して買付け等を行う機会を確保し、これをもって本公開買付けの価格の妥当性を担保しているといえる。また、公開買付者及び当社は、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、当該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を行っていない。このように、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いるといえる。

(6) 買付予定数の下限の設定

本公開買付けにおいて、公開買付者は、応募株券等の数の合計が買付予定数の3分の2に相当する477,427株に満たない場合には、応募株券等の全部の買付け等を行わないとしており、いわゆるマジョリティ・オブ・マイノリティを上回る買付予定数の下限が設定されている。一方、本公開買付けにおいて、公開買付者は、買付予定数の上限を設定していないため、応募株券等の数の合計が買付予定数の下限以上の場合は、応募株券等の全部の買付け等を行う予定である。これにより、当社の少数株主の意思を重視して、公開買付者の利害関係者以外の株主の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ている。

(7) 買取価格の決定の申立て

本公開買付けに係る公開買付届出書、プレスリリース等において、完全子会社化手続の内容及び完全子会社化に反対する株主は裁判所に対して、株式併合について価格の決定を求める申立てを行うことが可能である旨が告知されており、かかる告知を通じて強圧的な効果が生じることがないよう配慮されている。

(8) 結論

以上の諸措置が採られていることに鑑みると、本公開買付けを含む本取引に係る手続の公正性が確保されているものと認められる。

(iv) 本取引は当社の少数株主にとって不利益ではないと認められるか

以上のとおり、本取引の目的は当社の企業価値の向上に資することを企図した合理的なものと認められ、本取引における取引条件は妥当なものと認められ、本取引に係る手続も公正性が認められるため、本取引は当社の少数株主にとって不利益なものではないといえる。

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

当社は、キャピタル・ストラテジー・コンサルティングより取得した当社株式価値算定書、明哲総合法律事務所から得た法的助言を踏まえつつ、本特別委員会(当該特別委員会の構成及び具体的な活動内容等については、上記「③ 当社における独立した特別委員会の設置」をご参照ください。)から提出を受けた本答申書の内容を最大限に尊重しながら、本公開買付けを含む本取引の諸条件について慎重に検討しました。

その結果、上記「(2)意見の根拠及び理由」の「(ウ)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、当社取締役会は、本取引について、(i)本公開買付けを含む本取引により当社の企業価値が向上すると見込まれるとともに、(ii)本公開買付け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、株主の皆様に対して、合理的な株式の売却の機会を提供するものであると判断しました。また、当社は、本公開買付け価格について、市場株価法に加え、当社の将来の事業活動の状況を算定に反映するためのDCF法による分析結果を勘案して検討した結果、妥当であるものと判断しております。以上より、本日開催の取締役会において、審議及び決議に参加した当社の取締役(犬養岬太氏除く取締役8名)の全員一致で、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の決議をいたしました。なお、当社の取締役のうち、代表取締役社長である犬養岬太氏は公開買付者の株主であり、公開買付者の取締役を兼任していることから、本取引に関して当社と構造的な利益相反状態にあるため、特別利害関係人として、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。なお、上記取締役会には、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。

⑤マジョリティ・オブ・マイノリティ (majority of minority) に相当する数を上回る買付予定数の下限の設定

公開買付者は、本公開買付けにおいて、買付予定数の下限を477,412株(所有割合:42.79%)としており、本公開買付けに応募された株式等(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に満たない場合には、公開買付者は、応募株式等の全部の買付けを行いません。なお、買付予定数の下限である477,427株は、当社第3四半期報告書に記載された2020年12月31日現在の当社の発行済株式総数(1,400,100株)から、同日現在の当社が所有する自己株式数(284,382株)を控除した株式数(1,115,718株)の3分の2に相当する株式数(743,812株)から不応募株式(266,400株)を控除した株式数としております。買付予定数の下限である477,412株(所有割合:42.79%)は、当社第3四半期報告書に記載された2020年12月31日現在の当社の発行済株式総数(1,400,100株)から、同日現在の当社が所有する自己株式数(284,382株)、不応募株式(266,400株)を控除した株式数(849,318株)の過半数に相当する株式数(424,659株、所有割合:38.06%)。これは、公開買付者と利害関係を有さない当社の株主の皆様が所有する当社株式の数の過半数、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)」に相当する数にあります。)を上回るものとなります。これにより、公開買付者の利害関係以外の当社の株主の皆様が過半数の賛同が得られない場合には、当社の少数株主の皆様の見解を重視して、本公開買付けを含む本取引を行わないこととしているとのことです。



#### ⑥本公開買付けの公正性を担保する客観的状況の確保

公開買付者は、公開買付期間を、法令に定められた最短期間が20営業日であるところ、30営業日に設定しております。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も本公開買付けに対する応募について適切な判断機会を確保するとともに、当社株式について対抗的買収提案者にも対抗的な買付け等を行う機会を確保し、これをもって本公開買付価格の適正性を担保することを企図しているとのことです。

また、公開買付者及び当社は、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、当該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を行っておりません。このように、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係る事項

公開買付者は、2021年3月8日に、犬養岬太氏との間で、本不応募契約を締結し、犬養岬太氏が所有する本不応募株式（66,400株、所有割合：5.95%）について、応募しないことを合意しております。また、公開買付者は、2021年3月8日に、日吉台学園との間で、本不応募契約を締結し、日吉台学園が所有する本不応募株式（200,000株、所有割合：17.93%）について、応募しないことを合意しております。なお、公開買付者と犬養岬太氏との間の本不応募契約、及び公開買付者と日吉台学園との間の本不応募契約のいずれにおいても、本公開買付けへの不応募には前提条件は定められておりません。また、公開買付者と日吉台学園との間の本不応募契約においては、本吸収合併の効力が生じるまでに開催される当社の株主総会において、日吉台学園が、その保有する当社株式に係る議決権について、公開買付者の選択に従い、①公開買付者又は公開買付者の指定する者に対して包括的な代理権を授与するか、又は②公開買付者の指示に従って議決権を行使するものとする定めがあります。さらに、公開買付者と日吉台学園との間の本不応募契約において、日吉台学園が、当社の株主としての株主権の行使にあたって、犬養岬太氏の意向を最大限尊重することが規定されています。

#### 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。

#### 9. 今後の見通し

上記「3. 本公開買付に関する意見の内容、根拠及び理由」の「(2) 意見の根拠及び理由」の「(③) 公開買付者が本公開買付を実施するに至った背景、目的及び意思決定の過程並びに本公開買付け後の経営方針、「(4) 上場廃止となる見込み及びその理由」及び「(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）」をご参照ください。

#### 10. その他

当社は、2021年3月8日開催の取締役会において、本公開買付けが成立することを条件に、2021年3月期の配当予想を修正し、2021年3月期の期末配当を行わないことを決議いたしました。