

【表紙】

【提出書類】	臨時報告書
【提出先】	関東財務局長
【提出日】	2020年 9 月15日
【会社名】	株式会社ニチイ学館
【英訳名】	NICHII GAKKAN CO.,LTD.
【代表者の役職氏名】	代表取締役社長 森 信介
【本店の所在の場所】	東京都千代田区神田駿河台 2 丁目 9 番地
【電話番号】	0 3 - 3 2 9 1 - 2 1 2 1 (代表)
【事務連絡者氏名】	執行役員経理本部長 椎谷 和也
【最寄りの連絡場所】	東京都千代田区神田駿河台 2 丁目 9 番地
【電話番号】	0 3 - 3 2 9 1 - 2 1 2 1 (代表)
【事務連絡者氏名】	執行役員経理本部長 椎谷 和也
【縦覧に供する場所】	株式会社ニチイ学館千葉支店 (千葉県千葉市中央区新町 1 番地17 J P R 千葉ビル) 株式会社ニチイ学館大宮支店 (埼玉県さいたま市大宮区桜木町 1 丁目 7 番地 5 ソニックシティビル) 株式会社ニチイ学館横浜支店 (神奈川県横浜市西区北幸 1 丁目 4 番 1 号 天理ビル) 株式会社ニチイ学館名古屋支店 (愛知県名古屋市中村区名駅 4 丁目 5 番28号 桜通豊田ビル) 株式会社ニチイ学館大阪支店 (大阪府大阪市北区角田町 8 番 1 号 梅田阪急ビルオフィスタワー) 株式会社ニチイ学館神戸支店 (兵庫県神戸市中央区磯上通 8 丁目 3 番10号 井門三宮ビル) 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)

1【提出理由】

当社は、2020年9月15日開催の当社取締役会において、当社の普通株式（以下「当社株式」といいます。）の併合（以下「本株式併合」といいます。）を目的とする、2020年10月16日開催予定の臨時株主総会（以下「本臨時株主総会」といいます。）を招集することを決議いたしましたので、金融商品取引法第24条の5第4項及び企業内容等の開示に関する内閣府令第19条第2項第4号の4の規定に基づき、本報告書を提出するものであります。

2【報告内容】

1 本株式併合の目的

2020年5月8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」（2020年6月22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、2020年7月9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、2020年7月31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2020年8月6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」による訂正を含みます。以下「本意見表明プレスリリース」といいます。）に記載のとおり、株式会社BCJ-44（以下「公開買付者」といいます。）は、2020年5月8日に、東京証券取引所市場第一部に上場している当社株式（ただし、本新株予約権の行使により交付される当社株式を含み、当社が所有する自己株式及び後述する株式会社明和（注1）（以下「明和」といいます。）が所有する当社株式（以下「明和所有当社株式」といいます。）を除きます。）及び本新株予約権（注2）の全てを取得及び所有することを目的とし、いわゆるマネジメント・パイアウト（MBO）（注3）のための一連の取引（以下「本取引」といいます。）の一環として、当社株式及び本新株予約権に対する公開買付け（以下「本公開買付け」といいます。）を実施することを決定しております。

（注1） 明和は、公開買付者と明和の唯一の株主である寺田邦子氏（以下「明和株主」といいます。）との間で締結した2020年5月8日付の株式譲渡契約書（以下「本株式譲渡契約」といいます。）に基づき、本公開買付けの決済開始日である2020年8月24日（以下「明和株式譲渡日」といいます。）付で、公開買付者が明和の発行済株式の全て（以下「明和株式」といいます。）を取得することにより、公開買付者の完全子会社になっているとのことです。なお、明和株式譲渡日以降、当社より公開買付者に対して、本株式譲渡契約に基づき明和株主に支払われた明和株式の譲渡価額（以下「明和株式譲渡価額」といいます。）が、本意見表明プレスリリースに記載のとおり、（ ）明和所有当社株式（16,303,849株）に本買付条件等変更（下記において定義します。）後の本公開買付価格（1株につき1,670円）を乗じた金額（27,227,427,830円）から、（ ）明和株式譲渡日において明和株主に対する借入金その他明和が負担する一切の債務を控除し、（ ）明和株式譲渡日における明和の現預金及び税金資産の額を加算した額であり、明和がその所有する当社株式を本公開買付けに応募した場合の対価と実質的に異なる価格になるよう設定されているか否かについて質問したところ、公開買付者より、相違ない旨の回答を受けており、これをもって当社としては、明和株式譲渡価額が公開買付価格の均一性に反していないことを確認しております。

（注2） 「本新株予約権」とは、以下の新株予約権を総称していいます。

2015年6月30日開催の当社取締役会の決議に基づき発行された新株予約権（通常型）（以下「第1回新株予約権」といいます。）（行使期間は2015年7月25日から2045年7月24日まで）

2015年6月30日開催の当社取締役会の決議に基づき発行された新株予約権（株式報酬型）（以下「第2回新株予約権」といいます。）（行使期間は2015年7月25日から2045年7月24日まで）

2016年6月28日開催の当社取締役会の決議に基づき発行された新株予約権（株式報酬型）（以下「第3回新株予約権」といいます。）（行使期間は2016年7月26日から2046年7月25日まで）

2017年6月27日開催の当社取締役会の決議に基づき発行された新株予約権（株式報酬型）（以下「第4回新株予約権」といいます。）（行使期間は2017年7月25日から2047年7月24日まで）

2018年6月26日開催の当社取締役会の決議に基づき発行された新株予約権（株式報酬型）（以下「第5回新株予約権」といいます。）（行使期間は2018年7月24日から2048年7月23日まで）

2019年6月25日開催の当社取締役会の決議に基づき発行された新株予約権（株式報酬型）（以下「第6回新株予約権」といいます。）（行使期間は2019年7月23日から2049年7月22日まで）

（注3） 「マネジメント・パイアウト（MBO）」とは、公開買付者が当社の役員との合意に基づき公開買付けを行うものであって当社の役員と利益を共通にするものである取引をいいます。

その後、公開買付者は、当社株式の市場株価が本公開買付けにおける当社株式1株当たりの買付け等の価格（以下「本公開買付価格」といいます。）を上回って推移していることを踏まえ、当社の株主に判断機会を提供するため、2020年6月22日、本公開買付けにおける買付等の期間（以下「公開買付期間」といいます。）を2020年7月9日まで延長し、さらに、同様の理由から、2020年7月9日、公開買付期間を2020年8月3日まで延長することを決定しております。

さらにその後、公開買付者は、引き続き当社株式の市場株価が本公開買付価格を上回って推移していることを踏まえ、本公開買付けの成立の確度を高めることを企図して、当社株式の8,321,700株（所有割合（注4）：12.64%）を所有しているエフィッシモ キャピタル マネージメント ピーティーイー エルティーディー（以下「エフィッシモ」といいます。）と交渉を重ね、最終的に、本公開買付け開始後の当社株式の市場取引の状況、より確実に本公開買付けを成立させ、本公開買付けの趣旨に賛同して応募いただいた当社の株主及び本新株予約権の所有者（以下「本新株予約権者」といいます。）の皆様のご意向をできる限り反映する必要性を総合的に勘案した結果、2020年7月31日付で、エフィッシモから、エフィッシモが自ら又はECM Master Fund（注5）を通じて所有する当社株式の全部（8,321,700株、所有割合：12.64%。以下「エフィッシモ応募合意株式」といいます。）について本公開買付けに応募し又は応募させた上で、ECM Master Fundをして、公開買付期間の末日の翌営業日前までに、本公開買付けの成立を条件として、株式会社BCJ-43（注6）（以下「BCJ-43」といいます。）の発行する無議決権株式を引き受けさせる旨の確約書（以下「本確約書」といいます。）の差入れを受けており、また同日付でBCJ-43及びエフィッシモは、当該無議決権株式の引受けに係る引受契約書（以下「本引受契約」といいます。）を締結するとともに、本公開買付価格を1,500円から1,670円に変更し、併せて本公開買付けにおける本新株予約権1個当たりの買付け等の価格（以下「本新株予約権買付価格」といいます。）を変更後の本公開買付価格である1,670円と各本新株予約権の当社株式1株当たりの行使価額との差額に当該本新株予約権の目的となる普通株式数である1を乗じた金額とすることを決定しております。また、これに伴い、法令に基づき、公開買付期間を当該訂正に係る公開買付届出書の訂正届出書の提出日である2020年7月31日から起算して10営業日を経過した日に当たる2020年8月17日まで延長することを決定しております。（以下「本買付条件等変更」といいます。）

（注4） 「所有割合」とは、（ ）当社が2020年5月8日に公表した「2020年3月期決算短信〔日本基準〕（連結）」（以下「当社決算短信」といいます。）に記載された2020年3月31日現在の当社の発行済株式数（73,017,952株）に、（ ）当社が2019年6月26日付で提出した第47期有価証券報告書に記載された2019年3月31日現在の全ての本新株予約権（1,460,300個（目的となる株式数：1,460,300株））から、2019年4月1日以降2020年5月7日までに行使され又は消滅した本新株予約権（980,400個（第1回新株予約権923,400個（目的となる株式数：923,400株）、第2回新株予約権10,800個（目的となる株式数：10,800株）、第3回新株予約権13,700個（目的となる株式数：13,700株）、第4回新株予約権15,300個（目的となる株式数：15,300株）、及び第5回新株予約権17,200個（目的となる株式数：17,200株））を除いた数の本新株予約権（479,900個（第1回新株予約権370,200個（目的となる株式数：370,200株）、第2回新株予約権27,700個（目的となる株式数：27,700株）、第3回新株予約権28,200個（目的となる株式数：28,200株）、第4回新株予約権28,400個（目的となる株式数：28,400株）、及び第5回新株予約権25,400個（目的となる株式数：25,400株）））に、当社が2019年11月13日付で提出した第48期第2四半期報告書に記載された2019年7月22日現在の全ての第6回新株予約権（32,800個（目的となる株式数：32,800株））から、2019年7月23日以降2020年5月7日までに行使され又は消滅した第6回新株予約権（13,800個（目的となる株式数：13,800株））を控除した数の第6回新株予約権（19,000個（目的となる株式数：19,000株））を加算した数の2020年5月7日現在の本新株予約権（498,900個）の目的となる株式数（498,900株）を加算した数（73,516,852株）から、（ ）当社決算短信に記載された2020年3月31日現在の当社が所有する自己株式数（7,682,005株）を控除した株式数（65,834,847株）（「当社潜在株式勘案後株式総数」といいます。）に対する割合（小数点以下第三位を四捨五入しております。）をいいます。以下同じとします。

（注5） ECM Master Fundは、エフィッシモが投資一任契約に基づき投資助言を行うケイマン法に基づく信託型の投資ファンドであり、エフィッシモは、管理運用会社としてECM Master Fundに対する管理運用権限ないし指図権を有し、ECM Master Fundの資産の管理運用を行っているとのことです。ECM Master Fundは信託であって、株式会社のような株式・資本の概念がないため、エフィッシモとの間に資本関係はなく、またエフィッシモはECM Master Fundの受託者であるSMP Partners(Cayman) Limitedとも資本関係はないとのことです。

（注6） BCJ-43は、公開買付者の完全親会社であり、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。）が投資助言を行う投資ファンドが発行済株式の全てを間接に所有していましたが、本公開買付けの成立に伴い、2020年8月19日付で、エフィッシモが投資一任契約に基づき投資助言を行う投資ファンドであるECM Master Fundが、1,550百万円の出資を履行し、発行済株式の8%を所有しているとのことです。なおECM Master Fundが所有している発行済株式は、全て無議決権株式であるとのことです。

そして、当社が2020年8月18日付で公表いたしました「株式会社BCJ-44による当社株券等に対する公開買付けの結果並びに親会社、主要株主である筆頭株主及び主要株主の異動に関するお知らせ」に記載のとおり、公開買付者は、2020年5月11日から2020年8月17日まで本公開買付けを行い、その結果、2020年8月24日（本公開買付けの決済の開始日）をもって、当社株式37,449,109株及び本新株予約権493,800個（目的となる当社株式の数493,800株）（議決権所有割合（注7）：82.27%）を保有するに至りました。

(注7) 「議決権所有割合」とは、当社が2020年6月25日付で提出した第48期有価証券報告書に記載された2020年3月31日現在の当社の発行済株式数(73,017,952株)から、同日現在の当社が所有する自己株式数(7,682,005株)を控除した株式数(65,335,947株)に係る議決権の数(653,359個)に対する割合(小数点以下第三位を四捨五入しております。)をいいます。

公開買付者は、BCJ-43の完全子会社であり、当社株式の全てを所有し、当社の事業活動を支配及び管理することを主たる目的として2020年4月23日に設立された株式会社であるとのことです。また、エフィッシモは、本公開買付けの成立に伴い、自らが投資一任契約に基づき投資助言を行う投資ファンドであるECM Master Fundをして、2020年8月19日付でBCJ-43に対して1,550百万円の出資を履行しているとのことです。

本意見表明プレスリリースにてお知らせいたしましたとおり、当社のグループは、2020年3月31日現在、当社、子会社37社及び関連会社2社(以下、総称して「当社グループ」といいます。)で構成され、当社の創業者であり前代表取締役会長であった寺田明彦氏(以下「寺田元会長」といいます。)のリーダーシップの下、いち早く介護事業及び医療関連事業に参入し、「人材養成」、「医療関連」、「介護」の3事業を柱に、業界のトップ企業としての地位を確立してまいりました。当社グループは、日本の市場環境を考えましても、需要面においては、少子高齢化が進むことで介護及び医療関連の市場は今後も拡大していくことが見込まれると考えております。

一方で、当社の代表取締役社長である森信介氏(以下「森氏」といいます。)及び当社の代表取締役副社長であり、2020年5月8日当時に当社の常務取締役であった寺田剛氏(注8)は、マクロの視点では厳しい事業環境を想定しているとのことです。介護事業で利益を確保するには、介護サービス拠点の分割や新規出店等によるエリアドミナント(注9)を通じた効率化やシェア拡大を図っていく必要があるものの、それらの施策の実行には先行投資によるコスト負担の増加が想定されており、さらに2018年度から5ヶ年の計画で実施している介護施設老朽化に伴う大規模修繕についても、今後約30億円程度の修繕を残しているため、その点の支出も当面の間継続するとの認識を有しているとのことです。また、医療関連事業においても顧客となる病院の数が減少傾向にあることに加え、人手が不足する環境下で人員を確保してサービスの安定的な提供や高付加価値化を実現するためには職員の給与水準の引き上げが必要であり、人件費の負担が膨らむことが確実にとなると想定しているとのことです。保育事業においては、中期的には積極的な拠点展開を進めていき一定の成長が見込めるものの、長期的には日本における人口減少・少子化に伴い需要が低下すると想定しているとのことです。そして、供給面においては、介護、医療関連、保育の各事業は、人材基盤が事業成長の源泉であることから、本格的な労働人口減少が進展する中、拡大する市場・ニーズに対応し得る人材供給体制の構築が不可欠であり、さらに、かかる事業環境下においても、人材不足の影響を極小化し、市場の急速な変化に対応し得る事業構造へと変革することが重要であると認識しているとのことです。

(注8) 当社が2020年5月8日付で公表した「取締役の選任、代表取締役の異動、組織変更及び人事異動に関するお知らせ」のとおり、寺田剛氏は、2020年6月24日をもって代表取締役に就任しております。

(注9) 「エリアドミナント」とは、特定の地域に集中的に拠点を設けることであり、拠点間の人員の融通や管理コストの低減を実現し、また地域における信頼や認知度を高める効果があります。

また、当社グループにおいて昨今進めてきた教育事業・ヘルスケア事業・セラピー事業・グローバル事業といった事業の多角化は当初の想定ほどの事業成長に至らず、既に教育事業においてはCOCO塾事業からの撤退や不採算教室の閉鎖、当社がグローバル事業の一環として進めている中国における事業においても合弁会社を清算するなどの事業構造改革を進めているものの、柱となる3事業を取り巻く事業環境の厳しさに鑑みると、今後も赤字事業の原因特定を進め、収益化に向けた抜本的な改革を断行していく必要があると認識しているとのことです。

そのような中、森氏及び寺田剛氏は、当社グループが今後中長期的なさらなる成長、企業価値向上を実現するためには、既存事業の収益力強化に加え、今後成長が期待される領域への経営資源の投入が必要であり、これら一連の施策を同時かつ迅速に実行していくためには、社内の経営資源に限定せず、社外からの人材や経営ノウハウを活用し、短期間で着実に実行できる体制を構築することが必要であるとの考えに至ったとのことです。

しかしながら、森氏及び寺田剛氏は、こうした事業構造改革についての取り組みは、中長期的に見れば大きな成長が見込まれる機会であったとしても、それらの施策が早期に当社グループの利益に貢献するものであるとは考えにくく、計画どおりに事業が展開しない事業遂行上の不確定リスクに加え、短期的には収益性が悪化することも懸念しており、上場を維持したままでこれらの施策を実施すれば、当社の株主の皆様に対して短期的に当社株式の市場価格の下落といったマイナスの影響を及ぼす可能性も否定できないとして、当社が上場を維持したままこれらの施策を実施することは難しいと考えているとのことです。そこで、森氏及び寺田剛氏は、2019年12月下旬、短期的な当社グループの利益水準や収益性の悪化を恐れ、事業構造改革を縮小する、又は先延ばしにすることは、当社の中長期的な競争力・収益力を弱めることに繋がる可能性があると考え、その上で、当社が短期的な業績変動に動じることなく、機動的に経営課題に対処し、長期的な視点を持って持続的な企業価値向上を実現させていくためには、当社の株主を公開買付者のみとし、また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、当社従業員が丸となって当社の事業構造改革の実行及び事業の積極展開に取り組むことが最善の手段であるとの考えに至ったとのことです。加えて、当社グループは、これまで寺田元会長が中心となり、経営方針の大きな方向性を定める等の旗振りを実施してきたことにみられるような、寺田元会長の強いリーダーシップの下、事業経営を行ってきたところ、2019年9月に寺田元会長が逝去されたことにより、従来のトップダウンの経営体制から、全取締役による集団的

な経営体制への移行を迫られており、森氏及び寺田剛氏は、当社が事業遂行の推進力となる集団経営体制を確立することが必要であると認識しているとのことです。

このような事業環境及び経営環境の中、森氏及び寺田剛氏は、2019年12月より本取引を含めた様々な施策について検討を行った結果、上記のようなリスクを伴う事業構造改革を着実に進めていくためには、森氏及び寺田剛氏が、当社グループの事業内容を熟知している上で、これまで寺田元会長とともに推し進めてきた事業構造改革や中長期戦略の軌道修正を切れ目なく継続しつつ、外部のノウハウを取り入れて、当社の企業価値向上を実現していくことが、当社における既存事業の業務改善、事業構造改革に付随するリスクや経営プロセスの適格な評価とスピード感のある意思決定等を実施して行く上で非常に有益であるとの考えに至ったとのことです。

その上で、森氏及び寺田剛氏は、当社の事業環境の急激な変化や、寺田元会長の逝去等に端を発する当社の経営状況の急激な変化等に対応するには、当社における迅速な改革が急務であり、オークションプロセスによりスポンサーを選定し、当該スポンサーが複雑で多岐に亘る当社の事業についての理解を深め、当社と信頼関係を構築するための時間的猶予はなく、オークションプロセスによるスポンサーの選定は当社にとり適切ではないと考えたとのことです。

そこで森氏及び寺田剛氏は、2020年1月上旬、2015年6月より当社の社外取締役として当社の企業価値向上や事業戦略に携わってきた実績のある杉本勇次氏（以下「杉本氏」といいます。）を介して、同氏が日本代表を務めるベインキャピタルが、世界中で450社超の豊富な投資実績と経験を有すること、その他の投資会社とは異なり経営コンサルティング又は事業会社での実務経験を有するプロフェッショナルを多く抱えており、そのバックグラウンドを活かし、必要に応じて経験豊富な「手の動く」メンバーが現場に入ることによって投資先企業の事業改善に向けた事業戦略の作成及び実行支援を行うことに特段の強みを有すること、杉本氏は2015年6月より約5年間に亘り当社の社外取締役として当社の事業戦略の作成等に携わってきた実績があり、当社の多岐に亘る複雑な事業内容及び今後の戦略に関して既に造詣が深いこと、並びに当社と強固な信頼関係を構築していること等といった当社の経営改革を迅速かつ確実に推進するために必要不可欠な要素を有している点に着目し、ベインキャピタルが当社のスポンサーとして最適であると判断するに至ったとのことです。このような流れで、森氏及び寺田剛氏は2020年1月上旬から、本取引の一環として本公開買付けを実施することに関し、買付け等の価格の考え方その他本公開買付けの条件についてベインキャピタルとの間で協議を開始し、森氏及び寺田剛氏とベインキャピタルの当社に対する共同経営体制、本取引実施後の当社の経営の在り方・基本方針等につき協議を重ねてきたとのことです。その結果、森氏、寺田剛氏及びベインキャピタルは、2020年1月中旬、当社グループが今後中長期的なさらなる成長、企業価値向上を実現し、経営目標を達成するためには、既存事業の収益力強化に加え、今後成長が期待される領域への経営資源の投入が必要であり、これら一連の施策を同時かつ迅速に実行していくためには、社内の経営資源に限定せず、社外からの人材や経営ノウハウを活用し、短期間で着実に実行できる体制を構築することが必要であるとの考えに至ったとのことです。

その後、森氏、寺田剛氏及びベインキャピタルは、当社に対して、当社株式の非公開化に関し、本公開買付けに関する概要及び本取引後の経営方針について、2020年2月上旬に初期的な意向を表明し、当社と本取引の実施の可能性について協議を重ねた上で、森氏、寺田剛氏及びベインキャピタルは、当社に対して、2020年3月10日に本取引に関する正式な意向を表明する提案書（以下「本提案書」といいます。）を提出いたしました。

当社は2020年2月上旬に、森氏、寺田剛氏及びベインキャピタルから、当社株式の非公開化に関し、本公開買付けに関する概要及び本取引後の経営方針について初期的な意向の表明を受けたため、当該意向の内容について検討するにあたり、本公開買付け価格及び本新株予約権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、2020年2月上旬に、リーガル・アドバイザーとして弁護士法人北浜法律事務所（以下「北浜法律事務所」といいます。）を、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デロイト トーマツ ファイナンシャルアドバイザー合同会社（以下「デロイト トーマツ ファイナンシャルアドバイザー」といいます。）を選任いたしました。なお、北浜法律事務所の報酬は、本取引の成否にかかわらず、稼働時間に時間単価を乗じて算出するものとされており、本取引の成立を条件とする成功報酬は含まれておりません。また、デロイト トーマツ ファイナンシャルアドバイザーの報酬は、本取引の成否にかかわらず支払われる固定報酬の他、本取引の成立を条件とす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等も勘案の上、上記の報酬体系によりデロイト トーマツ ファイナンシャルアドバイザー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いたしました。

その後も当社は、森氏、寺田剛氏及びベインキャピタルとの間で、本取引の実現の可能性についての協議を重ね、2020年3月10日に、森氏、寺田剛氏及びベインキャピタルより本提案書を受領いたしました。本提案書を踏まえ、当社は2020年3月10日に本提案書に記載された本取引の提案を検討するための特別委員会（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「3 会社法第234条の規定により1株に満たない端数の処理をすることが見込まれる場合における当該処理の方法、当該処理により株主に交付されることが見込まれる金銭の額及び当該額の算定根拠」の「(3) 本取引の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置」の「当社における特別委員会の設置及び答申書の取得」をご参照ください。以下「本特別委員会」といいます。）を設置いたしました。

当社は、本提案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等を踏まえ、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、要請等に基づいた上で、北浜法律事務所及びデロイト トーマツ ファイナンシャルアドバイザー

リー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を重ねた上で本取引の妥当性について検討してまいりました。

また、本公開買付価格については、当社は、2020年4月7日に公開買付者から本公開買付価格を1株当たり1,300円とし、本新株予約権買付価格を第1回新株予約権については192円、第2回新株予約権乃至第6回新株予約権については1,299円とする旨の提案を受けた後、デロイト トーマツ ファイナンシャルアドバイザー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の意見を踏まえた上で、デロイト トーマツ ファイナンシャルアドバイザーの助言を受けながら、2020年4月8日に、公開買付者に対して本公開買付価格の再検討を要請し、公開買付者との間において、本取引の諸条件について協議・交渉を重ね、2020年4月14日に本公開買付価格を1株当たり1,400円とし、本新株予約権買付価格を第1回新株予約権については292円、第2回新株予約権乃至第6回新株予約権については1,399円とする旨の提案を受けました。その後も公開買付者との間で、継続的に協議・交渉を行い、その結果、公開買付者からは、2020年4月21日に、本公開買付価格を1株当たり1,450円とし、本新株予約権買付価格を第1回新株予約権については342円、第2回新株予約権乃至第6回新株予約権については1,449円とする旨の提案を、2020年4月30日に、本公開買付価格を1株当たり1,500円とし、本新株予約権買付価格を第1回新株予約権については392円、第2回新株予約権乃至第6回新株予約権については1,499円とする旨の提案を受けました。当社は、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、デロイト トーマツ ファイナンシャルアドバイザーからさらに意見等を聴取するとともに、2020年5月7日付でデロイト トーマツ ファイナンシャルアドバイザーから取得した株式価値算定報告書（以下「本株式価値算定報告書」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、当該価格は、市場価格から見れば相当のプレミアムが付されていると評価でき、また、下記で述べるデロイト トーマツ ファイナンシャルアドバイザーによるディスカунテッド・キャッシュ・フロー法（以下「DCF法」といいます。）の算定結果のレンジの範囲内であり、かつ、レンジの中央値に近い価格である等合理性を有することから、妥当な価格であると判断いたしました。このように、当社は、公開買付者との間で、継続的に本公開買付価格の交渉を行ってまいりました。

さらに、当社は、北浜法律事務所から、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、本特別委員会から2020年5月7日付で答申書（以下「本答申書」といいます。）の提出を受けました。その上で、当社は、北浜法律事務所から受けた法的助言及びデロイト トーマツ ファイナンシャルアドバイザーから取得した本株式価値算定報告書の内容を踏まえつつ、本特別委員会から提出された本答申書の内容を最大限に尊重しながら、本取引を通じて当社の企業価値を向上させることができるか、本取引は公正な手続を通じて行われることにより少数株主の享受すべき利益が確保されるものとなっているか等の観点から慎重に協議を行いました。

当社としても、当社グループが属する介護、医療関連業界においては、少子高齢化の追い風を受け拡大を続けてきた一方で、介護業界における働き手の急速な減少、人件費の上昇及び介護報酬の将来的な改定に伴う対応、医療業界におけるICT化の趨勢、潜在的な病院数の縮小リスク等が相応に存在していると認識しております。そのため、当社の柱である「人材養成」（注10）、「医療関連」、「介護」の3事業が今後も成長するためには、優秀な人材の確保と高付加価値のサービス提供、及びさらなる事業構造改革による事業効率性の追及が必要不可欠であると考えております。このような事業構造改革をより一層推進するためには、これまで寺田元会長が中心となり、経営方針の大きな方向性を定める等の旗振りを実施してきたことにみられるような、寺田元会長の強いリーダーシップに基づいた経営体制に代わり、経営陣全員が事業の将来像を共有し、当社の課題に迅速に取り組むことができる集団経営体制を構築することが必須であると認識しております。そして、公開買付者は、上記の協議・交渉の過程において、当社株式を非公開化した後は、本意見表明プレスリリースの「3. 本公開買付け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「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、並びに本公開買付け後の経営方針」の「() 本公開買付け後の経営方針」に記載のとおり、ベインキャピタルがこれまで培ってきた経営ノウハウや、投資先に対する豊富なバリューアップ経験や、M&Aのノウハウ及び人材面と資金面を中心とした経営資源等を活用することにより、今後、中長期的に成長するポテンシャルを有すると考えられる事業において成長投資を継続して強化していくことで、安定した収益基盤を確立していく方針とのことです。そのために、業界トップのサービスを確立し、今後訪れることが想定される業界再編において合従連衡を主導する立場としてプレゼンスを高めるとともに、各エリアでのドミナンス形成、オペレーションのさらなる強化、M&Aの積極的活用等の施策を行うことが有効であると考えているとのことです。具体的には、() 介護事業における主要な介護サービス拠点の分割、新規出店推進、M&Aを通じた積極的な経営基盤拡大、() 医療関連事業における競合他社を凌駕するICTソリューション（注11）の開発、サービスの高付加価値化、() 保育事業における新規出店加速化、オペレーション品質の担保を通じた各拠点のパフォーマンスのばらつきの最小化や、家事代行サービス等の当社のその他の事業との事業間連携によるクロスセル（注12）の強化等の施策を講じることを想定していることを当社に対して伝達し、当社は、ベインキャピタルが考えるこのような方針・施策は、当社が目指す方向性と近いものであり、ベインキャピタルが有する高度な経営ノウハウ、特に人材面と資金面における経営資源を活用し、協働することで、当社の中長期的な企業価値向上に資するものと判断いたしました。

（注10） 当社における「人材養成」とは、医療関連や介護サービスを担う人材の養成を指し、具体的には、医療関連事業における医療事務講座、介護事業における介護職員初任者研修等の講座展開を意味しております。講座で人を集め、育て、採用し、サービス提供を行う当社独自のビジネスモデルとなります。

- (注11) 「ICTソリューション」とは、インターネットによる通信技術を利用し、「人とモノ」や「人と人」による情報・知識の共有を図ることで、企業の課題を解決する取り組みをいいます。なお、ICTとは、Information & Communication Technologyの略であり、「情報通信技術」という意味の用語であります。
- (注12) 当社における「クロスセル」とは、保育と家事代行といった当社のサービスを、顧客ニーズに応じて組み合わせ提供することを指します。

また、当社としても、上記()乃至()に記載の施策を実現するためには、積極的なM & Aやアライアンス、従来の枠組みを超えた連携、システム等への先行投資等が必要になる一方で、これらの取り組みは、今後の収益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、有利子負債の増加等による財務状況の悪化を招来するリスクがあり、その結果、当社の株価の下落を招き、当社の株主の皆様が短期的には悪影響を被る可能性を否定できないものと考えております。

そのため、当社も、株主の皆様に対して短期的な悪影響を被ることなく株式を売却できる機会を提供するとともに、当社株式を非公開化することで、短期的な株式市場からの評価にとらわれず、かつ、機動的な意思決定を可能とする経営体制を構築し、経営の柔軟性を向上させ、ペインキャピタルによる経営支援を最大限活用することが、当社の企業価値向上を実現する最良の選択であると判断いたしました。加えて、森氏及び寺田剛氏が、当社グループの事業内容を熟知している上で、これまで寺田元会長とともに推し進めてきた事業構造改革や中長期戦略の軌道修正を切れ目なく継続しつつ、ペインキャピタルが考える方策・施策を取り入れて、当社の企業価値向上を実現していくことを踏まえれば、マネジメント・バイアウト(MBO)の手法により、森氏及び寺田剛氏が引き続き当社の経営陣の立場であり続けること、すなわち森氏及び寺田剛氏が所有と経営の双方を担うことは十分な合理性があると判断いたしました。

また、2020年2月頃より、新型コロナウイルスの感染拡大防止のため、国や地方自治体からイベント・外出等の自粛の要請がなされ、これに伴い日本の株式市場が全体として下落傾向にあるところ、当社は、当社の営む介護事業や医療関連事業は、かかる状況下でも比較的底堅い需要の上に成り立っていると思われ、現状では当社の事業価値を著しく棄損させるまでの大きな影響はないと考えているものの、一方で、新型コロナウイルスの感染拡大と長期化によっては、一部の医療機関の閉鎖等による影響及びそれによる当社への影響も考えられ、先行き不透明な状況が続いております。加えて、介護事業及び医療関連事業における人件費の上昇、介護サービス拠点の分割・新設に伴う先行費用や介護施設老朽化に伴う大規模修繕費用の負担など、今後は利益の確保がより一層難しくなると見込まれていることから、新型コロナウイルスの影響下においても、速やかに事業構造改革を実施することが必要であると考えております。

なお、当社株式の非公開化を行った場合には、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ます。

しかしながら、当社グループ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、今後数年間においてはエクイティ・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まれません。加えて、当社グループ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される部分もあること、また、当社が非公開化することにより、総合職の新規採用等に影響が生じることは考え得るものの、当社がこれまで培ってきたブランド力・知名度により、当社の非公開化が人材確保に与える影響は大きくないと考えられること等から、非公開化のデメリットは限定的であると考えております。

したがって、当社取締役会は諸々の現状に鑑み、当社株式の非公開化のメリットは、そのデメリットを上回ると判断いたしました。以上を踏まえ、当社取締役会は、当社の社外取締役として当社と信頼関係を構築してきた杉本氏が日本代表を務めるペインキャピタルによる経営支援を最大限に活用して、これまでの寺田元会長が中心となり、経営方針の大きな方向性を定める等の旗振りを実施してきたことにみられるような、寺田元会長の強いリーダーシップに基づく経営体制に代わる集団経営体制を早期に構築し、事業構造改革を推進していくために、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、当社グループの企業価値の向上に資するものであると判断いたしました。

また、本公開買付条件等変更前の本公開買付価格(1,500円)が、()下記「3 会社法第234条の規定により1株に満たない端数の処理をすることが見込まれる場合における当該処理の方法、当該処理により株主に交付されることが見込まれる金銭の額及び当該額の算定根拠」の「(3) 本取引の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置」の「 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報告書の取得」に記載されているデロイト トーマツ ファイナンシャルアドバイザー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額を上回るとともに、DCF法による算定結果のレンジの範囲内であり、かつ、レンジの中央値に近い価格であること、()本公開買付けの公表日の前営業日である2020年5月7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1,094円に対して37.11%(小数点以下第三位を四捨五入。以下、株価に対するプレミアムの数値(%)において同じとします。)、2020年5月7日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値1,080円(小数点以下四捨五入。以下、終値単純平均値の計算において同じとします。)に対して38.89%、過去3ヶ月間の終値単純平均値1,123円に対して33.57%、過去6ヶ月間の終値単純平均値1,377円に対して8.93%のプレミアムをそれぞれ加えた価格であり、近時の他のMBO事例におけるプレミアムと比較して遜色のない水準のプ

レミアムが付されているということができること（なお、過去6ヶ月間の終値単純平均値に対するプレミアムが相対的に低い水準となっておりますが、これは、当社が2020年2月7日に「2020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。）を公表して以降、当社株式の市場株価が落ち込んだことによるものと考えられます。なお、当社株式の市場株価が落ち込んだ理由として、当社が2019年11月12日に公表した「業績予想の修正に関するお知らせ」における連結業績予想及び個別業績予想の下方修正（以下「当社業績予想修正」といいます。）において、介護部門・ヘルスケア部門における利用者獲得等の遅れや、介護サービス拠点の新設・改修に伴う先行費用の発生が当社業績予想修正の主な理由であると説明していたところ、当社第3四半期決算短信の公表に伴い、介護サービス拠点整備の効果が限定的であり、当該利用者獲得等の遅れが継続していることが確認されたことが一因であると考えられます。このことから、当社第3四半期決算短信公表後の当社株式の市場株価は、現在の当社の実態をより反映した市場株価とも考えられ、当社株式の市場株価に対するプレミアムの検討に際しては、本公開買付けの公表日の前営業日の終値、過去1ヶ月間の終値単純平均値及び過去3ヶ月間の終値単純平均値に対するプレミアムが十分に確保されていることをもって、合理的であると判断しております。）、（ ）下記「3 会社法第234条の規定により1株に満たない端数の処理をすることが見込まれる場合における当該処理の方法、当該処理により株主に交付されることが見込まれる金銭の額及び当該額の算定根拠」の「(3) 本取引の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置」に記載の利益相反を解消するための措置が採られていること等、少数株主の利益への配慮がなされていると認められること、（ ）上記利益相反を解消するための措置が採られた上で、当社と公開買付者の間で協議・交渉が複数回行われ、より具体的にはデロイト トーマツ ファイナンシャルアドバイザーによる当社株式の株式価値に係る算定結果の内容や本特別委員会との協議、北浜法律事務所から受けた法的助言等を踏まえながら、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、（ ）本特別委員会の要請により、本公開買付けに関する価格提案の有意な引き上げが実現されていること、併せて、本公開買付条件等変更前の本新株予約権買付価格が、本公開買付条件等変更前の本公開買付価格である1,500円と各本新株予約権の当社株式1株当たりの行使価額との差額に当該本新株予約権の目的となる普通株式数である1を乗じた金額とし、具体的には、第1回新株予約権については当社株式1株当たりの行使価額1,108円との差額である392円に1を乗じた金額である392円、第2回新株予約権乃至第6回新株予約権については当社株式1株当たりの行使価額1円との差額である1,499円に1を乗じた金額である1,499円とそれぞれ決定されており、本公開買付条件等変更前の本公開買付価格を基に算定されていること、等を踏まえ、当社取締役会は、本取引について、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、本公開買付条件等変更前の本公開買付価格及び本公開買付条件等変更前の本新株予約権買付価格、並びに本公開買付けに係るその他の諸条件は当社の株主及び本新株予約権者の皆様にとって妥当であり、本公開買付けは、当社の株主及び本新株予約権者の皆様に対して、合理的な株式及び本新株予約権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2020年5月8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（森氏、寺田大輔氏、寺田剛氏及び杉本氏を除く取締役6名）の全員一致で、本公開買付けに賛同の意見を表明するとともに、当社の株主及び本新株予約権者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。

その後、当社は、公開買付者が本買付条件等変更について決定したことを受けて、本買付条件等変更に至る経緯及びその内容、公開買付者がエフィッシモとの間で本確約書の差入れを受け、本引受契約を締結するに至った経緯並びに本確約書及び本引受契約の概要、これら一連の経緯・取引に対する本特別委員会の意見を踏まえ、2020年7月31日開催の当社取締役会において慎重に検討を行った結果、本買付条件等変更を前提としても、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、当社グループの企業価値の向上に資するものであると見込まれ、また、エフィッシモは、中長期的に当社株式を所有しており、約5年程前から、当社の事業構造改革も含めた企業価値向上に向けた施策に係る協議及び検討を当社との間で重ねてきた実績があるところ、過去の協議において、エフィッシモから当社の経営方針に対立・相反する意見が提示されたことはなく、また、当社が公開買付者から説明を受けた内容によれば、エフィッシモは当社に対し役職員を派遣することは想定していないものの、当社の企業価値向上に向けてベインキャピタル及び公開買付者が本公開買付け後に実施することを予定している各施策を共同で支援したい旨の意向が表明されており、ベインキャピタル及び公開買付者の取り組む事業構造改革に対する支障となり得る事由は存在しないことを確認しております。さらに、本買付条件等変更後の本公開買付価格である1,670円は、本公開買付けの開始以降の株式市場の動向等を踏まえ、第三者算定機関であるデロイト トーマツ ファイナンシャルアドバイザーにおいて2020年5月7日付の本株式価値算定報告書の内容について検討を行った結果、当社の事業の現状及び将来の見通し等の情報に重大な変更がないことから、当社株式の株式価値の算定結果に重大な変更がないことを確認していることに加え、（ ）下記「3 会社法第234条の規定により1株に満たない端数の処理をすることが見込まれる場合における当該処理の方法、当該処理により株主に交付されることが見込まれる金銭の額及び当該額の算定根拠」の「(3) 本取引の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置」の「 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報告書の取得」に記載されているデロイト トーマツ ファイナンシャルアドバイザーによる当社株式の株式価値の算定結果のうち、DCF法による算定結果のレンジの中央値を超えるものであること、（ ）本公開買付けの公表日の前営業日である2020年5月7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1,094円に対して52.65%、2020年5月7日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値1,080円に対して54.63%、過去3ヶ月間の終値単純平均値1,123円に対して48.71%、過去6ヶ月間の終値単純平均値1,377円に対して21.28%のプレミアムをそれぞれ加えた価格であり、また、本買付条件等変更の決定日の前営業日である2020年7月30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1,550円に対して7.74%、さらに、本公開買付けの公表日の翌営業日である2020年5月11日から本買付条件等変更の決定日の前営業日である2020年7月30日までの間の終値単純平均値1,610円に対して3.73%のプレミアムをそれぞれ加えた価格であること、併せて、本買付条件等変更後の本新株予約権買付価格が、本買付条件等変更後の本公開買付価格である1,670円と各本新株予約権の当社株式1株当たりの行使価額との差額に当該本新株予約権の目的となる普通株式数である1を乗じた金額とし、具体的には、第1回新株予約権については当社株式1株当たりの行使価額1,108円との差額である562円に1を乗じた金額である562円、第2回新株予約権乃至第6回新株予約権については当社株式1株当たりの行使価額1円との差額である1,669円に1を乗じた金額である1,669円とそれぞれ決定されており、本買付条件等変更後の本公開買付価格を基に算定されていること等を踏まえ、本公開買付けの開始以降の当社株式の市場株価の推移に鑑みても、本買付条件等変更後の本公開買付価格及び本買付条件等変更後の本新株予約権買付価格、並びに本公開買付けに係るその他の諸条件は当社の株主及び本新株予約権者の皆様にとって妥当であり、本公開買付けは、当社の株主及び本新株予約権者の皆様に対して、合理的な株式及び本新株予約権の売却の機会を提供するものであるとの考えに変わりはないことから、当社が2020年5月8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」にて既に公表されている、本公開買付けに賛同する旨の意見、並びに当社の株主及び本新株予約権者の皆様に対して、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、上記各取締役会には、当社の監査役3名が出席し、出席した監査役はいずれも上記各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、森氏は、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、また、企業価値向上のために共通の目標を持つため、公開買付者に対して直接又は間接に出資することを検討しているとのことから、2020年5月8日当時に当社の代表取締役副社長であった寺田大輔氏は、寺田元会長の親族として引き続き当社を支援する意向を有していることを対外的に明確化することを期し、公開買付者に対して直接又は間接に出資することを検討しているとのことから、当社の代表取締役副社長であり、2020年5月8日当時に当社の常務取締役であった寺田剛氏は、引き続き当社の経営に関与し、また、企業価値向上のために共通の目標を持つとともに、寺田元会長の親族として引き続き当社を支援する意向を有していることを対外的に明確化することを期し、公開買付者に対して直接又は間接に出資することを検討しているとのことから、さらに、当社の社外取締役である杉本氏は、公開買付者の発行済株式の全てを所有するBCJ-43の発行済株式の全てを間接に所有する投資ファンドに投資助言を行っている、ペインキャピタルの日本代表を兼務していることから、本取引に関して当社との間で利益相反関係が存在するため、それぞれ、特別利害関係取締役として、上記各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、寺田大輔氏は、2020年6月24日をもって代表取締役及び取締役を退任しており、以後取締役の地位を有しないため、2020年7月31日開催の当社取締役会には参加しておりません）。

その後、上記のとおり本公開買付けが成立いたしました。公開買付者は、本公開買付けにより当社株式の全て（ただし、当社が所有する自己株式及び明和所有当社株式を除きます。）を取得することができなかったことから、当社は、公開買付者の要請を受け、本意見表明プレスリリースにおいてお知らせいたしましたとおり、2020年9月15日開催の取締役会において本臨時株主総会の開催を決議し、本臨時株主総会において株主の皆様のご承認をいただくことを条件として、当社の株主を公開買付者及び明和のみとし、当社株式を非公開化するために、下記「2 本株式併合の割合」に記載のとおり、当社株式16,303,849株を1株に併合する株式の併合（以下「本株式併合」といいます。）を実施することとしたと存じます。

なお、本株式併合により、公開買付者及び明和以外の株主の皆様の保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。

2 本株式併合の割合

当社株式について、16,303,849株を1株に併合いたします。

3 会社法第234条の規定により1株に満たない端数の処理をすることが見込まれる場合における当該処理の方法、当該処理により株主に交付されることが見込まれる金銭の額及び当該額の算定根拠

(1) 1株に満たない端数の処理をすることが見込まれる場合における当該処理の方法

上記「1 本株式併合の目的」に記載のとおり、本株式併合により、公開買付者及び明和以外の株主の皆様の保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。

本株式併合の結果生じる1株未満の端数については、その合計数（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235条第1項の規定により、その合計数に1株に満たない端数がある場合にあっては、当該端数は切り捨てられます。）に相当する数の株式を、会社法第235条その他の関係法令の規定に従って売却し、その端数に応じて、その売却により得られた代金を株主の皆様に交付します。当該売却について、当社は、会社法第235条第2項の準用する同法第234条第2項の規定に基づき、裁判所の許可を得て公開買付者に売却し、又は会社法第235条第2項の準用する同法第234条第4項の規定に基づき、裁判所の許可を得て当社が買い取ることを予定しております。

この場合の売却額は、上記裁判所の許可が予定どおり得られた場合には、株主の皆様の所有する当社株式の数に本買付条件等変更後の本公開買付価格と同額である1,670円を乗じた金額に相当する金銭を各株主の皆様に交付できるような価格に設定する予定です。

(2) 当該処理により株主に交付されることが見込まれる金銭の額及び当該額の算定根拠

本株式併合においては、上記「(1) 1株に満たない端数の処理をすることが見込まれる場合における当該処理の方法」に記載のとおり、株主の皆様の所有する当社株式の数に本買付条件等変更後の本公開買付価格と同額である1,670円を乗じた金額に相当する金銭を、株主の皆様に交付することを予定しております。

本買付条件等変更前の本公開買付価格(1,500円)につきましては、()下記「(3) 本取引の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置」の「 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報告書の取得」に記載されているデロイト トーマツ ファイナンシャルアドバイザー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額を上回るとともに、DCF法による算定結果のレンジの範囲内であり、かつ、レンジの中央値に近い価格であること、()本公開買付けの公表日の前営業日である2020年5月7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1,094円に対して37.11%(小数点以下第三位を四捨五入。以下、株価に対するプレミアムの数値(%)において同じとします。)、2020年5月7日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値1,080円(小数点以下四捨五入。以下、終値単純平均値の計算において同じとします。))に対して38.89%、過去3ヶ月間の終値単純平均値1,123円に対して33.57%、過去6ヶ月間の終値単純平均値1,377円に対して8.93%のプレミアムをそれぞれ加えた価格であり、近時の他のMBO事例におけるプレミアムと比較して遜色のない水準のプレミアムが付されているといえることができること(なお、過去6ヶ月間の終値単純平均値に対するプレミアムが相対的に低い水準となっておりますが、これは、当社が2020年2月7日に当社第3四半期決算短信を公表して以降、当社株式の市場株価が落ち込んだことによるものと考えられます。なお、当社株式の市場株価が落ち込んだ理由として、当社が2019年11月12日に公表した当社業績予想修正において、介護部門・ヘルスケア部門における利用者獲得等の遅れや、介護サービス拠点の新設・改修に伴う先行費用の発生が当社業績予想修正の主な理由であると説明していたところ、当社第3四半期決算短信の公表に伴い、介護サービス拠点整備の効果が限定的であり、当該利用者獲得等の遅れが継続していることが確認されたことが一因であると考えられます。このことから、当社第3四半期決算短信公表後の当社株式の市場株価は、現在の当社の実態をより反映した市場株価とも考えられ、当社株式の市場株価に対するプレミアムの検討に際しては、本公開買付けの公表日の前営業日の終値、過去1ヶ月間の終値単純平均値及び過去3ヶ月間の終値単純平均値に対するプレミアムが十分に確保されていることをもって、合理的であると判断しております。)、()下記「(3) 本取引の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置」に記載の利益相反を解消するための措置が採られていること等、少数株主の利益への配慮がなされていると認められること、()上記利益相反を解消するための措置が採られた上で、当社と公開買付者の間で協議・交渉が複数回行われ、より具体的にはデロイト トーマツ ファイナンシャルアドバイザーによる当社株式の株式価値に係る算定結果の内容や本特別委員会との協議、北浜法律事務所から受けた法的助言等を踏まえながら、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、()本特別委員会の要請により、本公開買付けに関する価格提案の有意な引き上げが実現されていること、併せて、本買付条件等変更前の本新株予約権買付価格が、本買付条件等変更前の本公開買付価格である1,500円と各本新株予約権の当社株式1株当たりの行使価額との差額に当該本新株予約権の目的となる普通株式数である1を乗じた金額とし、具体的には、第1回新株予約権については当社株式1株当たりの行使価額1,108円との差額である392円に1を乗じた金額である392円、第2回新株予約権乃至第6回新株予約権については当社株式1株当たりの行使価額1円との差額である1,499円に1を乗じた金額である1,499円とそれぞれ決定されており、本買付条件等変更前の本公開買付価格を基に算定されていること、等を踏まえ、当社取締役会は、本取引について、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、本買付条件等変更前の本公開買付価格及び本買付条件等変更前の本新株予約権買付価格、並びに本公開買付けに係るその他の諸条件は当社の株主及び本新株予約権者の皆様にとって妥当であり、本公開買付けは、当社の株主及び本新株予約権者の皆様に対して、合理的な株式及び本新株予約権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。

その後、当社は、公開買付者が本買付条件等変更について決定したことを受けて、本買付条件等変更に至る経緯及びその内容、公開買付者がエフィッシュモとの間で本確約書の差入れを受け、本引受契約を締結するに至った経緯並びに本確約書及び本引受契約の概要、これら一連の経緯・取引に対する本特別委員会の意見を踏まえ、2020年7月31日開催の当社取締役会において慎重に検討を行った結果、本買付条件等変更を前提としても、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、当社グループの企業価値の向上に資するものであると見込まれ、また、エフィッシュモは、中長期的に当社株式を所有しており、約5年程前から、当社の事業構造改革も含めた企業価値向上に向けた施策に係る協議及び検討を当社との間で重ねてきた実績があるところ、過去の協議において、エフィッシュモから当社の経営方針に対立・相反する意見が提示されたことはなく、また、当社が公開買付者から説明を受けた内容によれば、エフィッシュモは当社に対し役職員を派遣することは想定していないものの、当社の企業価値向上に向けてペインキャピタル及び公開買付者が本公開買付け後に実施することを予定している各施策を共同で支援したい旨の意向が表明されており、ペインキャピタル及び公開買付者の取り組む事業構造改革に対する支障となり得る事由は存在しないことを確認しております。さらに、本買付条件等変更後の本公開買付価格である

1,670円は、本公開買付けの開始以降の株式市場の動向等を踏まえ、第三者算定機関であるデロイト トーマツ ファイナンシャルアドバイザーにおいて2020年5月7日付の本株式価値算定報告書の内容について検討を行った結果、当社の事業の現状及び将来の見通し等の情報に重大な変更がないことから、当社株式の株式価値の算定結果に重大な変更がないことを確認していることに加え、()下記「(3)本取引の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置」の「 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報告書の取得」に記載されているデロイト トーマツ ファイナンシャルアドバイザーによる当社株式の株式価値の算定結果のうち、DCF法による算定結果のレンジの中央値を超えるものであること、()本公開買付けの公表日の前営業日である2020年5月7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1,094円に対して52.65%、2020年5月7日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値1,080円に対して54.63%、過去3ヶ月間の終値単純平均値1,123円に対して48.71%、過去6ヶ月間の終値単純平均値1,377円に対して21.28%のプレミアムをそれぞれ加えた価格であり、また、本買付条件等変更の決定日の前営業日である2020年7月30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1,550円に対して7.74%、さらに、本公開買付けの公表日の翌営業日である2020年5月11日から本買付条件等変更の決定日の前営業日である2020年7月30日までの間の終値単純平均値1,610円に対して3.73%のプレミアムをそれぞれ加えた価格であること、併せて、本買付条件等変更後の本新株予約権買付価格が、本買付条件等変更後の本公開買付価格である1,670円と各本新株予約権の当社株式1株当たりの行使価額との差額に当該本新株予約権の目的となる普通株式数である1を乗じた金額とし、具体的には、第1回新株予約権については当社株式1株当たりの行使価額1,108円との差額である562円に1を乗じた金額である562円、第2回新株予約権乃至第6回新株予約権については当社株式1株当たりの行使価額1円との差額である1,669円に1を乗じた金額である1,669円とそれぞれ決定されており、本買付条件等変更後の本公開買付価格を基に算定されていること等を踏まえ、本公開買付けの開始以降の当社株式の市場株価の推移に鑑みても、本買付条件等変更後の本公開買付価格及び本買付条件等変更後の本新株予約権買付価格、並びに本公開買付けに係るその他の諸条件は当社の株主及び本新株予約権者の皆様にとって妥当であり、本公開買付けは、当社の株主及び本新株予約権者の皆様に対して、合理的な株式及び本新株予約権の売却の機会を提供するものであるとの考えに変わりはないことから、当社が2020年5月8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」にて既に公表されている、本公開買付けに賛同する旨の意見、並びに当社の株主及び本新株予約権者の皆様に対して、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。

また、当社は、2020年5月8日開催の取締役会において、本公開買付けに賛同する旨の意見を表明するとともに、当社の株主及び本新株予約権者の皆様に対して、本公開買付けへの応募を推奨する旨の決議をし、2020年7月31日開催の取締役会において、本公開買付けに賛同する旨の意見、並びに当社の株主及び本新株予約権者の皆様に対して、本公開買付けへの応募を推奨する旨の意見を維持する旨の決議をした後、2020年9月15日に至るまでの当社の業況を踏まえ、本取引に関する諸条件について改めて慎重に検討した結果、2020年9月15日開催の取締役会において、本取引に関する判断を変更する要因はないことを確認しております。

以上より、当社は、端数処理の方法及び端数処理により株主の皆様に交付することが見込まれる金銭の額については、相当であると判断しております。

(3) 本取引の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置

本株式併合は、本公開買付けのいわゆる二段階買収の二段階目の手続として行われるものであるところ、公開買付け及び当社は、本公開買付けがいわゆるマネジメント・バイアウト（MBO）の一環として行われるものであり、構造的な利益相反状態が生じ得ること等を踏まえ、本公開買付け価格及び本新株予約権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、本公開買付け及び本株式併合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。

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報告書の取得

当社は、公開買付者から提示された本買付条件等変更前の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、当社、公開買付者、明和、並びに当社の代表取締役社長である森氏、寺田元会長の親族で2020年5月8日当時に当社の代表取締役副社長であった寺田大輔氏、寺田元会長の親族で当社の代表取締役副社長であり、2020年5月8日当時に当社の常務取締役であった寺田剛氏、寺田元会長の親族である寺田邦子氏、寺田元会長の親族である寺田啓介氏、寺田元会長の親族である寺田綾子氏、寺田元会長の親族である高藤明美氏及び寺田啓介氏と寺田綾子氏がその発行済株式の全てを所有する資産管理会社である有限会社明光（以下、総称して「応募合意株主」といい、当社、公開買付者及び明和と併せて「公開買付関連当事者」といいます。）から独立した第三者算定機関として、デロイト トーマツ ファイナンシャルアドバイザーに対して、当社株式の株式価値の算定を依頼し、2020年5月7日に本株式価値算定報告書を取得いたしました。

なお、デロイト トーマツ ファイナンシャルアドバイザーは、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、本特別委員会、第1回の本特別委員会において、デロイト トーマツ ファイナンシャルアドバイザーの独立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。

デロイト トーマツ ファイナンシャルアドバイザーは、複数の株式価値算定手法の中から当社株式の株式価値算定にあたり採用すべき算定手法を検討の上、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市場第一部に上場しており、市場株価が存在することから市場株価法を、当社と比較的類似する事業を手がける上場会社が複数存在し、類似会社比較による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の算定を行いました。なお、当社は、デロイト トーマツ ファイナンシャルアドバイザーから本公開買付け価格の公正性に関する意見（フェアネス・オピニオン）を取得しておりません。

上記の各手法を用いて算定された当社株式の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 : 1,080円～1,377円
類似会社比較法 : 894円～1,255円
DCF法 : 1,316円～1,779円

市場株価法では、算定基準日を2020年5月7日として、東京証券取引所市場第一部における当社株式の基準日終値1,094円、直近1ヶ月間の終値単純平均値1,080円、直近3ヶ月間の終値単純平均値1,123円及び直近6ヶ月間の終値単純平均値1,377円を基に、当社株式の1株当たりの株式価値の範囲を1,080円～1,377円と算定しております。

類似会社比較法では、当社と類似性があると判断される類似上場会社を選定した上で、事業価値に対するEBITDAの倍率を用いて当社株式の株式価値を算定しております。その際、類似上場会社として、セントケア・ホールディング株式会社、株式会社ツクイ、ロングライフホールディング株式会社、株式会社ソラスト、株式会社学研ホールディングス及び株式会社ユニマツ リタイアメント・コミュニティを選定しております。その結果、当社株式の1株当たりの株式価値の範囲を894円～1,255円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2023年3月期までの事業計画における収益予測及び投資計画、並びに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ております。その際、6.35%～6.85%の割引率を採用しております。また、継続価値の算定については永久成長率法を採用し、0.25%～0.75%の永久成長率を採用しております。その結果、当社株式の1株当たりの株式価値の範囲を1,316円～1,779円と算定しております。

デロイト トーマツ ファイナンシャルアドバイザーがDCF法で算定の前提とした当社財務予測の具体的な数値は以下のとおりです。なお、当該財務予測においては、対前年度比較において大幅な増減益を見込んでいない事業年度はありません。また、本取引の実行により実現することができ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、当該財務予測には加味しておりません。なお、当該財務予測については、デロイト トーマツ ファイナンシャルアドバイザーが当社との間で複数回質疑応答を行う等してその内容を分析及び検討しております。

(単位：百万円)

	2021年3月期	2022年3月期	2023年3月期
売上高	304,891	310,899	317,128
営業利益	10,640	13,373	15,000
E B I T D A	17,953	20,834	22,080
フリー・キャッシュ・フロー	6,432	10,123	12,075

なお、当社が2018年5月11日に公表した中期経営計画「VISION2025」にて掲げております、2025年3月期の業績目標（連結売上高5,000億円、連結営業利益率10%以上）と比較すると、上記の財務予測はその前提に乖離がございますが、当社を取り巻く厳しい環境により、医療関連事業、介護事業及び新規事業の業績が想定よりも伸長しなかったことから、当該中期経営計画と当社の足元の業績及びその予測には重大な乖離が生じているため、当初の目標値であった中期経営計画よりも、足元の収益環境及び当社の業績等も踏まえ、より現状に即した予測に基づき、当社の客観的かつ合理的な企業価値を算定し、本公開買付価格の妥当性を検討することがより適切であると判断いたしました。

デロイト トーマツ ファイナンシャルアドバイザーは、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、当社株式の株式価値の算定に重大な影響を及ぼす可能性のある事実でデロイト トーマツ ファイナンシャルアドバイザーに対して未開示の事実はない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。加えて、当社の財務予測に関する情報については、当社の経営陣による現時点で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。また、当社及びその関係会社の資産及び負債（金融派生商品、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。デロイト トーマツ ファイナンシャルアドバイザーの算定は、2020年5月7日までの上記情報を反映したものであります。

なお、本公開買付けの対象には、本新株予約権も含まれますが、本買付条件等変更前の本新株予約権買付価格が、本買付条件等変更前の本公開買付価格である1,500円と各本新株予約権の当社株式1株当たりの行使価額との差額に当該本新株予約権の目的となる普通株式数である1を乗じた金額とし、具体的には、第1回新株予約権については当社株式1株当たりの行使価額1,108円との差額である392円に1を乗じた金額である392円、第2回新株予約権乃至第6回新株予約権については当社株式1株当たりの行使価額1円との差額である1,499円に1を乗じた金額である1,499円とそれぞれ決定されており、本買付条件等変更前の本公開買付価格を基に算定されていることから、本買付条件等変更前の本新株予約権買付価格に関しては、当社は第三者算定機関から算定書及びその公正性に関する意見（フェアネス・オピニオン）を取得しておりません。

また、本新株予約権はいずれも、ストックオプションとして、当社の役員及び従業員等、並びに当社子会社の役員に対して発行されたものであり、新株予約権発行要項で譲渡による本新株予約権の取得については当社取締役会の承認を要するものとされており、また、新株予約権割当契約書において譲渡が禁止されております。当社は、本新株予約権の譲渡が可能となるよう、2020年5月8日開催の取締役会において、本公開買付けの成立を条件として、本新株予約権者の皆様がその所有する本新株予約権を本公開買付けに応募することにより公開買付者に対して譲渡することについて包括的に承認すること、及び譲渡を希望する本新株予約権者との間では新株予約権割当契約書の内容を変更し譲渡可能な内容とする旨の決議をいたしました。

なお、当社は、本買付条件等変更に関する意見表明を行うにあたり、デロイト トーマツ ファイナンシャルアドバイザーから2020年5月7日付で取得した本株式価値算定報告書において前提とした当社の事業の現状及び将来の見通し等の情報に重大な変更がないことから、新たに当社株式の価値に関する株式価値算定報告書は取得しておりません。

当社における独立した法律事務所からの助言

当社は、本取引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確保するために、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北浜法律事務所を選任し、同法律事務所から、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ております。

なお、北浜法律事務所は、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、本特別委員会は、第1回の本特別委員会において、北浜法律事務所の独立性に問題がないことを確認した上で、当社のリーガル・アドバイザーとして承認しております。

当社における特別委員会の設置及び答申書の取得

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3月10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、また、当社の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、公開買付関連当事者との間に利害関係を有しない、当社社外取締役兼独立役員である森脇啓太氏（大江橋法律事務所所属弁護士）及び柳澤伯夫氏、並びに本取引に類似する取引類型において特別委員としての豊富な経験を有する外部の有識者である長谷川臣介氏（公認会計士・税理士、長谷川公認会計士事務所代表）の3名によって構成される本特別委員会を設置し、同委員会による答申内容を最大限尊重した意思決定を行うことを決議いたしました。長谷川臣介氏については、過去に当社及び公開買付関連当事者との間で取引の実績はなく、当社又は公開買付関連当事者からの独立性が認められると考えております。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、互選により本特別委員会の委員長として森脇啓太氏を選定しております。本特別委員会の委員の報酬は、本取引の成否にかかわらず支払われる固定報酬のみであり、本取引の公表や成立等を条件とする成功報酬は含まれておりません。

当社は、本特別委員会に対し、(a)本取引の目的の合理性（本取引が当社の企業価値の向上に資するかを含む）、(b)本取引の条件（公開買付価格を含む）の妥当性、(c)本取引に至る交渉過程等の手続の公正性、及び(d)上記(a)乃至(c)を踏まえ、本取引が当社の少数株主にとって不利益でないか（以下、総称して「本諮問事項」といいます。）を諮問し、これらの点について答申書（以下「本答申書」といいます。）を当社取締役会に提出することを囑託いたしました。また、併せて、当社は、本特別委員会に対し、(a)当社の役職員から、本取引の検討及び判断に必要な情報を受領すること、及び(b)当社取締役会が選任した外部専門家アドバイザーを承認する（事後承認を含む）ことについての権限を付与することを、当社取締役会にて決議しております。

本特別委員会は、2020年3月10日より2020年5月7日までの間に合計10回開催され、本諮問事項についての協議及び検討を行いました。具体的には、まず、第1回の本特別委員会において、当社が選任したリーガル・アドバイザー、並びにファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関につき、いずれも独立性に問題がないことから、それぞれを当社のリーガル・アドバイザー、並びにファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関として承認いたしました。また、公開買付者との交渉過程への関与方針として、直接の交渉は当社のファイナンシャル・アドバイザーであるデロイト トーマツ ファイナンシャルアドバイザーが当社の窓口として行うこととしつつ、本特別委員会は、交渉担当者から適時に状況の報告を受け、重要な局面で意見を述べ、指示や要請を行うこと等により、取引条件に関する交渉過程に実質的に関与することができることを確認しております。その上で、本特別委員会は、当社の事業状況、事業についての見通し、市場環境、本取引に至る経緯及び本取引の目的、本取引による具体的なメリット・デメリット、本取引に替わる施策の可能性を含めての本取引を前提としない場合の企業継続に関する見通し、並びに業績・財務状況及び事業計画等について当社から説明を受けるとともに、これらに関する質疑応答を行い、公開買付者との交渉の各局面においては、当社に対して意見表明や助言を行いました。また、本特別委員会は、公開買付者から、ペインキャピタルの概要、本取引を実施する目的・理由、今後の経営方針・投資計画、本取引にあたって留意した事項、本取引によって想定される具体的な影響・効果、本取引による具体的なメリット・デメリット等について説明を受けるとともに、質疑応答を行いました。さらに、本特別委員会は、デロイト トーマツ ファイナンシャルアドバイザーから、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、北浜法律事務所から、本取引の手続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の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。

さらに、本特別委員会は、市場における潜在的な買収者の有無を調査・検討する、いわゆる積極的なマーケット・チェック（本取引の公表前における入札手続等を含みます。）については、本公開買付けを含む本取引の公正性を担保するために実施された各種措置の内容、その他本取引における具体的な状況に鑑みて、これを実施しなくとも特段、本取引の公正性が阻害されることはない旨を判断いたしました。

また、2020年4月7日に当社が公開買付者から本公開買付価格を1株当たり1,300円とし、本新株予約権買付価格を第1回新株予約権については192円、第2回新株予約権乃至第6回新株予約権については1,299円とする旨の提案を受領して以降、本特別委員会は、当社と公開買付者との間における本取引に係る協議・交渉の経緯及び内容等についての報告を随時受け、その対応方針等を協議してまいりました。そして、2020年4月14日に公開買付者から本公開買付価格を1株当たり1,400円とし、本新株予約権買付価格を第1回新株予約権については292

円、第2回新株予約権乃至第6回新株予約権については1,399円とする旨の提案を、2020年4月21日に、本公開買付価格を1株当たり1,450円とし、本新株予約権買付価格を第1回新株予約権については342円、第2回新株予約権乃至第6回新株予約権については1,449円とする旨の提案を受領し、デロイト トーマツ ファイナンシャルアドバイザーから受けた近時のMBO事例におけるプレミアムに関する分析を含む財務的見地からの助言も踏まえて、その内容を審議・検討した上で、公開買付者に対して、本公開買付価格の引き上げを要請するなど、本特別委員会は、公開買付者との交渉過程に関与し、その結果、当社は、2020年4月30日、公開買付者より、本買付条件等変更前の本公開買付価格を1株当たり1,500円とし、本買付条件等変更前の本新株予約権買付価格を第1回新株予約権については392円、第2回新株予約権乃至第6回新株予約権については1,499円とする旨の提案を受けるに至っております。

また、本特別委員会は、当社が開示予定の本意見表明プレスリリースのドラフトについて説明を受け、北浜法律事務所の助言を受けつつ、本取引に関する充実した情報開示がなされる予定であることを確認しております。

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協議及び検討を重ねた結果、2020年5月7日、当社取締役会に対し、本諮問事項につき大要以下を内容とする本答申書を提出しております。

(a) 本取引の目的の合理性（本取引が当社の企業価値の向上に資するかを含む）

本特別委員会は、本取引の目的及び本取引により向上することが見込まれる当社の企業価値の具体的内容等について、当社及び公開買付者に対して質疑を行い、本意見表明プレスリリースの「3. 本公開買付け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「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、並びに本公開買付け後の経営方針」の「() 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」及び「() 本公開買付け後の経営方針」、並びに「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」に記載の内容の説明を受け、その具体的な内容を確認し、詳細な検討を実施した。

その結果、当社及び公開買付者から説明された内容に不合理な点は認められず、当社を取り巻く経営環境、当社におけるペインキャピタルの経営支援を最大限に活用することによる集団経営体制の確立の必要性、また当社の事業における今後の見通し等に鑑み、本取引を実施することで、各施策を迅速かつ果敢に実施することは、当社の持続的な成長を期待できるものであり、中長期的な企業価値向上に資すると認められる。

また、2020年5月7日現在、日本の市場は新型コロナウイルスの影響下にあるものの、現状では当社の事業価値を著しく棄損させるまでの大きな影響はないと考えられること、一方で、当社においては事業構造改革の実施が急務であり、新型コロナウイルスの感染拡大について先行き不透明な状況が続き、市況の回復の見通しが不透明な現状においては、市況の回復を待つよりも、本取引を速やかに実施することで事業構造改革を推進することが長期的かつ安定的な事業の成長に資するものと考えられる。

以上から、本取引の目的は合理的であると判断するに至った。

(b) 本取引の条件（公開買付価格を含む）の妥当性

() 当社が、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デロイト トーマツ ファイナンシャルアドバイザーから取得した本株式価値算定報告書によれば、当社株式の1株当たり株式価値は、市場株価法によると1,080円から1,377円、類似会社比較法によると894円から1,255円、DCF法によると1,316円から1,779円、とされているところ、本買付条件等変更前の本公開買付価格は、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額を上回るとともに、DCF法による算定結果のレンジの範囲内であり、かつ、レンジの中央値に近い価格であること、そして、本特別委員会は、デロイト トーマツ ファイナンシャルアドバイザーから株式価値評価に用いられた算定方法等について詳細な説明を受けるとともに、デロイト トーマツ ファイナンシャルアドバイザー及び当社に対して評価手法の選択、類似会社比較法における類似会社及びマルチプルとして用いた指標の選定、DCF法による算定の基礎となる当社の事業計画、当該事業計画に基づく財務予測、継続価値の算定方法、割引率の算定根拠等に関する質疑応答を行った上で検討した結果、一般的な評価実務に照らして不合理な点は認められず、加えて、本買付条件等変更前の本公開買付価格は、当社株式の2020年5月7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1,094円に対し37.11%、2020年5月7日までの直近1ヶ月間の終値単純平均値1,080円に対して38.89%、直近3ヶ月間の終値単純平均値1,123円に対して33.57%、直近6ヶ月間の終値単純平均値1,377円に対して8.93%のプレミアムをそれぞれ加えた価格であって、近時の他のMBO事例におけるプレミアムと比較して遜色のない水準のプレミアムが付されていること（なお、直近6ヶ月間の終値単純平均値に対するプレミアムが相対的に低い水準となっている点については、当社によれば、当社が2020年2月7日に当社第3四半期決算短信を公表して以降、当社株式の市場株価が落ち込んだことによるものと考えられるとのことである。この点、当社株式の市場株価が落ち込んだ理由としては、当社が2019年11月12日に公表した当社業績予想修正において、介護部門・ヘルスケア部門における利用者獲得等の遅れや、介護サービス拠点の新設・改修に伴う先行費用の発生が当社業績予想修正の主な理由であると説明していたところ、当社第3四半期決算短信の公表に伴い、介護サービス拠点整備の効果が限定的であり、当該利用者獲得等の遅れが継続していることが確認されたことが一因であり、当社としては、当社第3四半期決算短信公表後の当社株式の市場株価は、現在の当社の実態をより反映した市場株価とも考えられるとのことである。以上を踏まえて、本特別委員会として、当社株式の市場株価に対するプレ

ミアムを検討すると、本公開買付けの公表日の前営業日の終値、過去1ヶ月間の終値単純平均値及び過去3ヶ月間の終値単純平均値に対するプレミアムが十分に確保されていることをもって、合理的であると判断できる。また、当社業績予想修正は、当社の足元の業績を集計した結果、適時開示基準に達したために公表されたものであり、恣意的に下方修正を行う理由等は見受けられず、さらに、当社業績予想修正の公表時においては、本取引にかかる提案・検討は一切行われていなかったことから、当社業績予想修正によって不当に市場株価を引き下げたと考え得る事情は特段見受けられない。)、()下記「(c)本取引に至る交渉過程等の手続の公正性」に記載のとおり、本買付条件等変更前の本公開買付けを含む本取引に係る交渉過程の手続は公正であると認められるところ、本買付条件等変更前の本公開買付価格及び本新株予約権買付価格は、かかる交渉の結果も踏まえて決定されたものであると認められること、()本取引は、公開買付者が、明和所有当社株式を除く当社株式及び本新株予約権に対して公開買付けを行う一方で、明和株主から明和株式を譲り受けることで、明和所有当社株式を間接的に取得するスキーム（以下「本スキーム」という。）となっており、明和株式の譲渡価額は、明和が当社株式、現預金及び税金資産以外の資産を有しない資産管理会社であることを踏まえて、明和が明和所有当社株式を本公開買付けに応募した場合に明和株主が受領することとなるのと同等の経済的価値を受領することとなるように定められており、公開買付価格の均一性に反しないことから、本スキームによって、明和株主が不当に利益を得ることはなく、その他、本スキームに特殊な点は見受けられず、本スキームは少数株主に不利益を及ぼすものではないと認められること、()本公開買付けに応募しなかった少数株主は、本公開買付けの後に実施される予定の、公開買付者が当社株式（ただし、当社が所有する自己株式及び明和所有当社株式を除きます。）及び本新株予約権の全てを取得し、当社を非公開化するための手続（以下「本スキーズアウト手続」といいます。）において、最終的に金銭が交付されることになるところ、当該手続において交付される金銭の額については、本公開買付価格に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される予定であり、本スキーズアウト手続において予定されている株式等売渡請求又は株式併合は、本取引と類似の事例において採用される一般的な手法であり、いずれも少数株主が対価について異議を述べる機会も確保されていること等から、手続として合理性が認められること、()本買付条件等変更前の本新株予約権買付価格は、本買付条件等変更前の本公開買付価格（1,500円）と本新株予約権における当社株式1株当たりの行使価額との差額（第1回新株予約権は392円、第2回乃至第6回新株予約権は1,499円）に本新株予約権1個の目的となる当社株式の数（1株）を乗じた金額とされており、本買付条件等変更前の本公開買付価格を基に算定されていること、()本取引の対価は金銭とされているところ、公開買付者が非上場会社であることを踏まえると、対価の種類は妥当と認められることから、本特別委員会において、慎重に協議及び検討した結果、本取引の実施方法、本スキーム並びに本取引により当社の少数株主に交付される対価の種類及び金額を含む本取引の取引条件は妥当であると判断するに至った。

(c) 本取引に至る交渉過程等の手続の公正性

()当社は、本取引がいわゆる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を踏まえ、本公開買付価格及び本新株予約権買付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、本取引について検討するにあたっては、公開買付関連当事者から独立した第三者算定機関及びファイナンシャル・アドバイザーであるデロイト トーマツ ファイナンシャルアドバイザー並びにリーガル・アドバイザーである北浜法律事務所から助言・意見等を得ながら、当社の企業価値向上ひいては株主共同の利益の観点から、本買付条件等変更前の本公開買付価格をはじめとする本公開買付けの買付条件の妥当性及び本取引の一連の手続の公正性といった点について慎重に検討及び協議を行っており、本特別委員会は、デロイト トーマツ ファイナンシャルアドバイザー及び北浜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、当社の第三者算定機関及びリーガル・アドバイザーとして承認していること、()当社は、本特別委員会が事前に承認した交渉方針に従い、本買付条件等変更前の本公開買付価格及び本買付条件等変更前の本新株予約権買付価格について、少数株主の利益保護の観点からその公正性を確保するための実質的な協議・交渉を公開買付者との間で複数回に亘って行っており、具体的には、当社はデロイト トーマツ ファイナンシャルアドバイザーを通じて、本特別委員会が承認した対抗提案額の提示を含む価格交渉を公開買付者のファイナンシャル・アドバイザーである野村證券株式会社を介して実施し、そして、その交渉の結果として、1株当たり1,500円という本買付条件等変更前の本公開買付価格の決定に至るまでには、当社株式1株当たり1,300円とする公開買付者の当初の提案より、総額200円の3回に亘る価格引上げを引き出しており、これに伴い本買付条件等変更前の本新株予約権買付価格についても総額200円の価格引上げを引き出していること、()当社を代表して本取引を検討・交渉する取締役には、本取引に特別な利害関係を有する者は含まれておらず、その他、本取引に係る協議、検討及び交渉の過程で、公開買付関連当事者その他の本取引に特別な利害関係を有する者が当社側に不当な影響を与えたことを推認させる事実は認められないこと、()本公開買付けに関しては、公開買付期間が法令に定められた最短期間（20営業日）よりも長期である31営業日に設定される予定であるとともに、公開買付者と当社とは、公開買付者以外の者（以下「対抗的買収提案者」といいます。）による公開買付け等の機会が不当に制限されることがないよう、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らず、上記公開買付期間

の設定とあわせ、対抗的な買付け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されていることに加え、本取引においては積極的なマーケット・チェックが実施されていないものの、情報管理の観点に加え、公開買付者を保有・運営するベインキャピタルはヘルスケア分野に強いことで知られるグローバルなファンドであり、またベインキャピタルの日本代表を務める杉本氏は、2015年6月より当社の社外取締役として当社の企業価値向上や事業戦略に携わってきた実績があり、当社の経営状況をよく理解し、既に信頼関係が構築されていることに鑑みれば、積極的なマーケット・チェックを実施したとしてもその実効性は乏しいものと考えられ、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こと、()本公開買付けにおいて、公開買付者は、明和株主から明和株式を譲り受けること、また、応募合意株主との間で、それぞれが所有する当社株式及び本新株予約権の全て(当社の役員として割り当てられた譲渡制限付株式報酬である、森氏が所有する譲渡制限付株式39,650株、寺田大輔氏が所有する譲渡制限付株式19,975株、寺田剛氏が所有する譲渡制限付株式9,625株を除きます。なお、このうち業績目標コミットメント型譲渡制限付株式報酬である、森氏が所有する譲渡制限付株式13,825株、寺田大輔氏が所有する譲渡制限付株式6,625株、寺田剛氏が所有する譲渡制限付株式3,125株について、当社は、森氏、寺田大輔氏及び寺田剛氏との間でそれぞれ締結した譲渡制限付株式割当契約に基づき、2020年8月3日付で無償取得しております。以下「応募合意株式等」といいます。)を本公開買付けに応募することを合意しており、明和所有当社株式(16,303,849株、所有割合:24.76%)と応募合意株式等(当社株式:12,478,503株、本新株予約権:212,000個(目的となる株式数:212,000株)、所有割合:19.28%)の合計は当社株式28,782,352株、本新株予約権212,000個(目的となる株式数:212,000株)となり、その所有割合は44.04%となるため、公開買付者は、本公開買付けにおいて、明和所有当社株式及び応募合意株式等を控除して、いわゆるマジョリティ・オブ・マイノリティ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少数株主の利益に資さない可能性もあるものと考え、これらを考慮し、公開買付者は、本公開買付けにおいて買付予定数の下限(27,586,100株)を、当社潜在株式勘案後株式総数(65,834,847株)に係る議決権数(658,348個)に3分の2を乗じた数(438,899個、小数点以下切り上げ)から、明和所有当社株式に係る議決権数(163,038個)を控除した議決権数(275,861個)に100株を乗じた数としているが、当該下限については、明和及び応募合意株主以外の当社の株主及び本新株予約権者(所有割合:55.85%)のうち、約40.51%に相当する規模の賛同を必要とするものであり、応募合意株主以外の当社の株主及び本新株予約権者の一定程度の賛同が前提となっていること、また、本公開買付けの公正性を担保するための他の措置を通じて、当社の少数株主の利益に十分な配慮がなされていると考えられること、さらには、2020年5月7日現在、新型コロナウイルスの感染拡大の影響により株式市場が不安定な状況となっており、感染収束の見通しも立っていない現状においては、将来の見通しも不透明であり、少数株主が、将来の不透明な市場環境を回避するために、本公開買付けに応募し、相当程度のプレミアムを付した価格にて当社株式を売却するという選択を尊重することも少数株主の利益になり得ると考えられることから、本公開買付けにおいてマジョリティ・オブ・マイノリティ条件を設定しないことが、直ちに本取引の公正性を損なわせるものとはいえないと考えられることを踏まえ、本特別委員会において、慎重に協議及び検討した結果、本取引においては適切な公正性担保措置が講じられており、本取引に至る交渉過程等の手続は公正であると判断するに至った。

(d) 上記(a)乃至(c)を踏まえ、本取引が当社の少数株主にとって不利益でないか

上記(a)乃至(c)その他の事項を踏まえ慎重に検討した結果、本取引が当社の少数株主にとって不利益ではないと判断するに至った。

なお、当該意見は、当社の取締役会が、()本公開買付けに賛同の意見を表明し、かつ、当社の株主及び本新株予約権者に対して本公開買付けへの応募を推奨することを決定すること、並びに()本公開買付け後に株式等売渡請求又は株式併合の方法を用いた本スクイーズアウト手続を実施することを決定することについて、少数株主にとって不利益なものでないことを認めることを含むものである。

その後、当社は、本公開買付けの開始以降、当社株式の市場株価が本買付条件等変更前の本公開買付価格を上回って推移している状況を受け、公開買付者から本公開買付けに係る諸条件の変更についての提案がなされる場合を想定し、本特別委員会に対して、公開買付者から本公開買付けに係る諸条件の変更についての提案がなされた場合、上記の答申内容を維持できるかどうかにつき諮問を行う予定である旨を伝えたと、本特別委員会は、2020年6月16日以降、8回に亘って本特別委員会を開催し、様々なケースを想定した検討を実施いたしました。その後も、公開買付者からは本公開買付けの条件変更に関する正式な提案は行われなかったものの、本特別委員会としては、当社株式の市場株価が本買付条件等変更前の本公開買付価格を上回って推移している状況及び本公開買付けへの応募状況等を踏まえて、本公開買付けを成立させ、本取引の目的を達成するためには、本公開買付価格の引き上げも含めた条件変更が効果的であると考え、公開買付者に対して、2020年7月10日に本公開買付価格の引き上げを行う場合における判断基準を示すなどの提案を行いました。さらにその後、2020年7月下旬に、公開買付者がエフィッシモが所有する当社株式の本公開買付けへの応募を含む本買付条件等変更に係る提案を当社に対し提示したことを受けて、当社は、本特別委員会に対して、上記の答申内容を維持できるかどうかにつき正式に諮問を行ったところ、本特別委員会からの要請に基づき、公開買付者に対して、2020年7月22日及び7月27日の2回に亘りヒアリング・インタビューが実施され、本買付条件等変更に係る提案に至る経緯及び提案の内容、公開買付者とエフィッシモの交渉経緯・交渉状況、並びに本取引実施後の当社経営に対するエフィッシモの関与の有無・方針及び当社の事業構造改革に向けた各施策に与える影響等につき確認を行ったうえで、改めて上記の答申内容を維持できるかどうかにつき検討を行い、2020年7月30日に、当社の取締役会に対して、本買付条件等変更を踏まえても、上記の判断に影響を与えるものではなく、上記判断に関して特段変更の必要はないものとする内容の答申書を提出して報告しております。

当該答申書の内容は、大要以下のとおりです。

(a) 本取引の目的の合理性（本取引が当社の企業価値の向上に資するかを含む）

本取引の目的の合理性については、本買付条件等変更後も、当社株式を非公開化して集団経営体制を確立し、事業構造改革を速やかに実施することで当社の中長期的な企業価値向上を図るという当初の目的に変更はないものの、一方で、エフィッシモが公開買付者を通じて共同で本公開買付けを行うこととなった点において、2020年5月7日付の本答申書記載の答申内容（以下「原意見」といいます。）が前提とする事実関係に変更が生じていることから、原意見の変更の要否について検討する必要がある。

本特別委員会は、公開買付者へのヒアリング・インタビューを通じて、本買付条件等変更に至る経緯及びその内容、公開買付者とエフィッシモとの交渉経緯及び合意内容の概要、これら一連の経緯・取引について説明を受け、また、当社より、これまでのエフィッシモとの協議の状況等について説明を受けた。それらの概要としては、（ ）エフィッシモは、中長期的に当社株式を所有しており、約5年程前から、当社の事業構造改革も含めた企業価値向上に向けた施策に係る協議及び検討を当社との間で重ねてきた実績があるところ、過去の協議において、エフィッシモから当社の経営方針に対立・相反する意見が提示されたことはないこと、（ ）エフィッシモは、当社に対し役職員を派遣することは想定していないものの、当社の企業価値向上に向けてベインキャピタル及び公開買付者が本公開買付け後に実施することを予定している各施策を共同で支援したい旨の意向を表明していること、（ ）エフィッシモによる当社への投資は、ECM Master Fundを通じてBCJ-43の発行する無議決権株式を引き受けることにより、出資割合に応じた経済的利益のみを享受するものであり、本取引の実施後におけるベインキャピタルとエフィッシモとの間の経営方針の相違等による対立・相反が生じないスキームになっていると評価できることである。

以上から、エフィッシモが公開買付者を通じて共同で本公開買付けを行うことについて、ベインキャピタル及び公開買付者の取り組む事業構造改革に対する支障となり得る事由は存在しないことがうかがわれ、本特別委員会において慎重に協議及び検討した結果、本買付条件等変更を踏まえても、本取引の目的の合理性に係る原意見の内容に影響はないと判断するに至った。

(b) 本取引の条件（公開買付価格を含む）の妥当性

本取引の条件の妥当性については、本買付条件等変更により、本取引の対価が変化しており、原意見が前提とする事実関係に変更が生じていることから、原意見の変更の要否について検討する必要がある。

本特別委員会は、公開買付者から本買付条件等変更に係る提案を受ける以前から、当社株式の市場株価が本買付条件等変更前の本公開買付価格を上回って推移している状況及び本公開買付けへの応募状況等を踏まえて、様々なケースを想定した検討を行い、第三者算定機関であるデロイト トーマツ ファイナンシャルアドバイザーに対して、本公開買付け開始以降の株式市場の動向等を踏まえ、2020年5月7日付の本株式価値算定報告書の内容に係る変更等の有無について確認を行ったところ、当社の事業の現状及び将来の見通し等の情報に重大な変更がないことから、当社株式の株式価値の算定結果に重大な変更はないとの回答を得た。また、本株式価値算定報告書における、DCF法による算定の基礎となった事業計画は、当社の2021年3月期から2023年3月期までの事業計画であるところ、当社によれば、現在の経営状況は当該事業計画よりも下振れて推移しているとのことであり、当該事業計画に基づき算定された株式価値に基づいて、本買付条件等変更後の本公開買付価格の妥当性を検討することは、当社の少数株主にとって不利益、不合理ではないことを確認した。

他方で、本特別委員会は、当社株式の市場株価が本買付条件等変更前の本公開買付価格を上回って推移し続けていることから、本公開買付けを成立させ、本取引の目的を達成するとともに、少数株主に対して本公開買付けへの応募を引き続き推奨するためには、本公開買付価格の引き上げも含めた条件変更が効果的であると考え、公開買付者に対して、本公開買付価格の引き上げを行う場合における判断基準として、本買付条件等変更後の本公開買付価格が、本買付条件等変更の決定日の前営業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及び本公開買付けの公表日の翌営業日である2020年5月11日から本買付条件等変更の決定日の前営業日までの間の終値単純平均値を上回る必要性があるとの考えを示した。

これに対し、公開買付者が提案した本買付条件等変更後の本公開買付価格である1,670円は、デロイト トーマツ ファイナンシャルアドバイザーによる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額を上回り、DCF法による算定結果のレンジの中央値を超える価格となっている。

また、本買付条件等変更後の本公開買付価格（1,670円）は、当社株式の2020年5月7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1,094円に対し52.65%、2020年5月7日までの直近1ヶ月間の終値単純平均値1,080円に対して54.63%、直近3ヶ月間の終値単純平均値1,123円に対して48.71%、直近6ヶ月間の終値単純平均値1,377円に対して21.28%のプレミアムをそれぞれ加えた価格であることに加えて、本買付条件等変更の決定日の前営業日である2020年7月30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1,550円に対して7.74%、さらに、本公開買付けの公表日の翌営業日である2020年5月11日から本買付条件等変更の決定日の前営業日である2020年7月30日までの間の終値単純平均値1,610円に対して3.73%のプレミアムをそれぞれ加えた価格となっており、本特別委員会として示した上記の判断基準をいずれも満たしている。なお、本公開買付けの公表後の市場株価との関係では、本買付条件等変更後の本公開買付価格に付されたプレミアムは相対的に低くなっているが、当該プレミアムが、本取引の公表という事実が加味された市場株価との比較に基づくものであること、また、本公開買付けの公表後、現時点までの当社株式の累計出来高数が約27百万株を超え、明和、応募合意株主及びエフィッシモの所有する当社株式を除く流動株式数の約9割以上の株式が取引されており、現在の市場株価が、本取引に関心を有する当社株主の取引により形成されたものであると評価できることを考慮すれば、当該プレミアムは、少数株主の期待にも十分に沿う、妥当なものであるといえる。

以上の点を踏まえ、本特別委員会において慎重に協議及び検討した結果、本公開買付けの公表以降の市場株価の推移を踏まえても、本買付条件等変更後の本取引の取引条件は妥当であり、原意見を変更する必要はないと判断するに至った。

(c) 本取引に至る交渉過程等の手続の公正性

()本特別委員会は、当社株式の市場株価が本買付条件等変更前の本公開買付価格を上回って推移している状況を踏まえて、公開買付者から本買付条件等変更に係る提案を受ける以前の2020年6月16日から、8回に亘って本特別委員会を開催し、本公開買付けの条件変更に関する様々な検討を行い、また、本特別委員会は、公開買付者に対して本公開買付価格の引き上げを行う場合における判断基準を示すとともに、2020年7月下旬に本買付条件等変更に係る正式な提案を受けてからは、当社及び本特別委員会は、公開買付者に対して2020年7月22日及び7月27日の2回に亘りヒアリング・インタビューを実施し、本買付条件等変更に係る提案に至る経緯及び提案の内容、公開買付者とエフィッシモの交渉経緯・交渉状況、並びに本取引実施後の当社の経営に対するエフィッシモの関与の有無・方針及び当社の事業構造改革に向けた各施策に与える影響等につき確認を行い、さらに、当社及び本特別委員会は、第三者算定機関であるデロイト トーマツ ファイナンシャルアドバイザーに対して、本公開買付けの開始以降の株式市場の動向等を踏まえ、本株式価値算定報告書における当社株式の株式価値の算定結果に重大な変更がないことを確認していること、()本公開買付けにかかる公開買付期間は、当初の31営業日から68営業日に延長されており、対抗的な買付等の機会はより十分に確保されているといえ、また、一般株主に対しても十分な判断機会を確保したものであり、実際に、本公開買付けの公表後、当社は複数の株主又は外国資本の投資会社等から問い合わせを受けた際も、対応可能な範囲で回答を行うなど真摯な対応をしていると評価できること、()本公開買付けにおいて、公開買付者は、明和株主から明和株式を譲り受けること、また、応募合意株主及びエフィッシモとの間で、それぞれが所有する当社株式及び本新株予約権（所有株式数：20,800,203株、本新株予約権：212,000個（目的となる株式数：212,000株）、所有割合：31.92%。）を本公開買付けに応募することを合意しており、明和所有当社株式（16,303,849株、所有割合：24.76%）と応募合意株式等及びエフィッシモ応募合意株式の合計は当社株式37,104,052株、本新株予約権212,000個（目的となる株式数：212,000個）となり、その所有割合は56.68%となるのに対し、公開買付者は、本買付条件等変更後も、いわゆるマジョリティ・オブ・マイノリティの買付予定数の下限を設定することはせず、本公開買付けにおける買付け予定数の下限（27,586,100株）を、当社潜在株式勘案後株式総数（65,834,847株）に係る議決権数（658,348個）に3分の2を乗じた数（438,899個、小数点以下切り上げ）から、明和所有当社株式に係る議決権数（163,038個）を控除した議決権数（275,861個）に100株を乗じた数としているが、当該下限については、明和、応募合意株主及びエフィッシモ以外の当社の株主及び本新株予約権者（所有割合：43.21%）のうち、約23.11%に相当する規模の賛同を必要とするものであり、明和、応募合意株主及びエフィッシモ以外の当社の株主及び本新株予約権者の賛同が必要となる程度は必ずしも高いとはいえないものの、一定数の賛同を得ることが前提となっていること、加えて、明和、応募合意株主及びエフィッシ

モ以外の当社の株主の賛同が必要となる比率は本買付条件等変更前に比して低下したものの、本買付条件等変更後においては、本公開買付け開始時において少数株主の立場であったエフィッシモが、本買付条件等変更後の本公開買付けに賛同する意向となり応募契約を締結するに至っており、当初の少数株主の一部からの賛同が得られたと評価できること、また、マジョリティ・オブ・マイノリティ条件を設定すると、本買付条件等変更前よりさらに本公開買付けの成立が不安定なものとなり、本公開買付けに応募することを希望する少数株主の利益に資さない可能性もあることから、本公開買付けにおいてマジョリティ・オブ・マイノリティ条件を設定しないことが、直ちに本取引の手の公正性を損なわせるものとはいえないと考えられることを踏まえ、本公開買付けの公表以降、本買付条件等変更に係る判断過程においても、引き続き本取引の手の公正性は確保されており、原意見を変更する必要はないと料する。

(d) 上記(a)乃至(c)を踏まえ、本取引が当社の少数株主にとって不利益でないか

上記(a)乃至(c)その他の事項を踏まえ慎重に検討した結果、本公開買付けの公表以降の状況を踏まえても、本取引は当社の少数株主にとって不利益ではなく、原意見を変更する必要はないと判断するに至った。

なお、当該意見は、当社の取締役会が、()本買付条件等変更後の本公開買付けに賛同の意見を表明し、かつ、当社の株主及び本新株予約権者に対して本公開買付けへの応募を推奨することを決定すること、並びに()本公開買付け後に株式等売渡請求又は株式併合の方法を用いた本スクイズアウト手続を実施することを決定することについても、少数株主にとって不利益なものでないと認めることを含むものである。

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

当社は、デロイト トーマツ ファイナンシャルアドバイザーより取得した本株式価値算定報告書、北浜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、本取引の諸条件について慎重に検討を行いました。

その結果、上記「1 本株式併合の目的」に記載のとおり、当社取締役会は、本取引について、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、本買付条件等変更前の本公開買付け価格及び本買付条件等変更前の本新株予約権買付価格、並びに本公開買付けに係るその他の諸条件は当社の株主及び本新株予約権者の皆様にとって妥当であり、本公開買付けは、当社の株主及び本新株予約権者の皆様に対して、合理的な株式及び本新株予約権の売却の機会を提供するものであると判断し、2020年5月8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（森氏、寺田大輔氏、寺田剛氏及び杉本氏を除く取締役6名）の全員一致で、本公開買付けに賛同の意見を表明するとともに、当社の株主及び本新株予約権者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。

さらに、当社は、公開買付者が本買付条件等変更について決定したことを受けて、本買付条件等変更に至る経緯及びその内容、公開買付者がエフィッシモとの間で本確約書の差入れを受け、本引受契約を締結するに至った経緯並びに本確約書及び本引受契約の概要、これら一連の経緯・取引に対する本特別委員会の意見を踏まえ、2020年7月31日開催の当社取締役会において慎重に検討を行った結果、本買付条件等変更を前提としても、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、上記「1 本株式併合の目的」に記載するとおり、当社グループの企業価値の向上に資するものであると見込まれ、また、エフィッシモは、中長期的に当社株式を所有しており、約5年程前から、当社の事業構造改革も含めた企業価値向上に向けた施策に係る協議及び検討を当社との間で重ねてきた実績があるところ、過去の協議において、エフィッシモから当社の経営方針に対し・相反する意見が提示されたことはなく、また、当社が公開買付者から説明を受けた内容によれば、エフィッシモは当社に対し役職員を派遣することは想定していないものの、当社の企業価値向上に向けてペインキャピタル及び公開買付者が本公開買付け後に実施することを予定している各施策を共同で支援したい旨の意向が表明されており、ペインキャピタル及び公開買付者の取り組む事業構造改革に対する支障となり得る事由は存在しないことを確認しております。さらに、本買付条件等変更後の本公開買付け価格及び本買付条件等変更後の本新株予約権買付価格、並びに本公開買付けに係るその他の諸条件は当社の株主及び本新株予約権者の皆様にとって妥当であり、本公開買付けは、当社の株主及び本新株予約権者の皆様に対して、合理的な株式及び本新株予約権の売却の機会を提供するものであるとの考えに変わりはないことから、当社が2020年5月8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」にて既に公表されている、本公開買付けに賛同する旨の意見、並びに当社の株主及び本新株予約権者の皆様に対して、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。

その後、上記のとおり本公開買付けが成立いたしました。公開買付者は、本公開買付けにより当社株式の全て（ただし、当社が所有する自己株式及び明和所有当社株式を除きます。）を取得することができなかったことから、当社は、公開買付者の要請を受け、本意見表明プレスリリースにおいてお知らせいたしましたとおり、2020年9月15日開催の取締役会において、本臨時株主総会において株主の皆様のご承認をいただくことを条件として、当社の株主を公開買付者及び明和のみとし、当社株式を非公開化するために、本株式併合を本臨時株主総会に付議することを決議いたしました。

なお、上記各取締役会には、当社の監査役3名が出席し、出席した監査役はいずれも上記各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、森氏は、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、また、企業価値向上のために共通の目標を持つため、公開買付者に対して直接又は間接に出資することを検討しているとのことから、2020年5月8日当時に当社の代表取締役副社長であった寺田大輔氏は、寺田元会長の親族として引き続き当社を支援する意向を有していることを対外的に明確化することを期し、公開買付者に対して直接又は間接に出資することを検討しているとのことから、当社の代表取締役副社長であり、2020年5月8日当時に当社の常務取締役であった寺田剛氏は、引き続き当社の経営に関与し、また、企業価値向上のために共通の目標を持つとともに、寺田元会長の親族として引き続き当社を支援する意向を有していることを対外的に明確化することを期し、公開買付者に対して直接又は間接に出資することを検討しているとのことから、さらに、当社の社外取締役である杉本氏は、公開買付者の発行済株式の全てを所有するBCJ-43の発行済株式の全てを間接に所有する投資ファンドに投資助言を行っている、ペインキャピタルの日本代表を兼務していることから、本取引に関して当社との間で利益相反関係が存在するため、それぞれ、特別利害関係取締役として、上記各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、寺田大輔氏は、2020年6月24日をもって代表取締役及び取締役を退任しており、以後取締役の地位を有しないため、2020年7月31日開催の当社取締役会及び2020年9月15日開催の当社取締役会には参加しておりません）。

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、当社との間で、当社が当社株式について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を行っておりません。また、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である20営業日より長い68営業日に設定しております。公開買付者は、公開買付期間を比較的長期に設定することにより、当社の株主及び本新株予約権者の皆様に本公開買付けに対する応募について適切な判断機会を確保するとともに、当社株式について公開買付者以外の者にも対抗的な買付け等を行う機会を確保し、もって本公開買付け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。

なお、上記「当社における特別委員会の設置及び答申書の取得」に記載のとおり、本特別委員会は、市場における潜在的な買収者の有無を調査・検討する、いわゆる積極的なマーケット・チェック（本取引の公表前における入札手続等を含みます。）については、本公開買付けを含む本取引の公正性を担保するために実施された各種措置の内容、その他本取引における具体的な状況に鑑みて、これを実施しなくとも特段、本取引の公正性が阻害されることはない旨を判断しております。

なお、公開買付者は、本株式譲渡契約において明和株主との間で明和株式を公開買付者に譲渡すること、また、2020年5月8日付で応募合意株主との間で締結した公開買付応募契約（以下「本応募契約」といいます。）において各応募合意株主との間で、応募合意株式等を本公開買付けへ応募することを合意しているとともに、エフィッシモより、エフィッシモ応募合意株式を本公開買付けに応募することの確約を受けており、明和所有当社株式（16,303,849株、所有割合：24.76%）、応募合意株式等（当社株式：12,478,503株、本新株予約権：212,000個（目的となる株式数：212,000株）、所有割合：19.28%）及びエフィッシモ応募合意株式（8,321,700株、所有割合：12.64%）の合計は当社株式37,104,052株、本新株予約権212,000個（目的となる株式数：212,000株）となり、その所有割合は56.68%とのことです。したがって、本公開買付けにおいて、明和所有当社株式及び応募合意株式等を控除して、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する可能性があるとのことです。公開買付者としては、本公開買付けを含む本取引は少数株主を含む株主共同の利益に資するものとなると考えており、「マジョリティ・オブ・マイノリティ」（Majority of Minority）を設定すると、かえって本公開買付けに応募することを希望する少数株主の利益に資さない可能性もあるものと考えているとのことです。これらを考慮し、公開買付者は、本公開買付けにおいて買付予定数の下限（27,586,100株）を、当社潜在株式勘案後株式総数（65,834,847株）に係る議決権数（658,348個）に3分の2を乗じた数（438,899個、小数点以下を切り上げ）から明和所有当社株式に係る議決権数（163,038個）を控除した議決権数（275,861個）に100株を乗じた数としているとのことです。もっとも、当社としては、当該下限については、明和及び応募合意株主及びエフィッシモ以外の当社の株主及び本新株予約権者の皆様（所有割合：43.21%）のうち、約23.11%に相当する規模の賛同を必要とするものであり、明和、応募合意株主及びエフィッシモ以外の当社の株主及び本新株予約権者の皆様の賛同が必要となる程度は必ずしも高いとはいえないものの、一定数の賛同を得ることが前提となっていること、加えて、明和、応募合意株主及びエフィッシモ以外の当社の株主及び本新株予約権者の皆様の賛同が必要となる比率は本買付条件等変更前に比して低下したものの、本買付条件等変更後においては、本公開買付け開始時において少数株主の立場であったエフィッシモが、本買付条件等変更後の本公開買付けに賛同する意向となり応募契約を締結するに至っており、当初の少数株主の一部からの賛同が得られたと評価できること、また、マジョリティ・オブ・マイノリティ条件を設定すると、本買付条件等変更前よりさらに本公開買付けの成立が不安定なものとなり、本公開買付けに応募することを希望する少数株主の利益に資さない可能性もあることから、本公開買付けにおいてマジョリティ・オブ・マイノリティ条件を設定し

ないことが、直ちに本取引の手續の公正性を損なわせるものとはいえないと考えております。また、公開買付者としては、本公開買付けにおいては、その公正性を担保するための上記 乃至 の措置を通じて、当社の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。

- 4 本株式併合がその効力を生ずる日
2020年11月9日（予定）

以 上