



2026年2月17日

各 位

会 社 名 株式会社ソフト99コーポレーション  
代 表 者 名 代表取締役社長 小西 紀行  
(コード：4464 東証スタンダード)  
問 合 せ 先 取締役管理本部長 上尾 茂  
(TEL. 06-6942-8761)

その他の関係会社であるECM マスター ファンド SPV 3による当社株式に対する  
公開買付けに関する賛同の意見表明及び応募推奨のお知らせ

当社は、2025年1月23日に公表した「その他の関係会社であるECM マスター ファンド SPV 3による当社株式に対する公開買付けに関する意見表明（留保）のお知らせ」（以下「意見表明留保プレスリリース」といいます。）のとおり、当社のその他の関係会社であるECM マスター ファンド SPV 3（以下「公開買付者」といいます。）による当社の発行済普通株式（以下「当社株式」といいます。）に対する第2回目の公開買付け（以下「本公開買付け」といいます。）に関して、本公開買付けに対する意見の表明を留保しておりましたが、本日付の取締役会において、以下のとおり、利害関係を有しない取締役全員の一致により、賛同の意見を表明するとともに、当社の株主の皆様に対して、本公開買付けに応募することを推奨する旨の決議をいたしましたので、お知らせいたします。

なお、本公開買付けは、当社株式の上場廃止を企図したものではございませんが、本公開買付けの結果次第では、東京証券取引所の定める上場廃止基準に従って、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。

記

1. 公開買付者の概要

意見表明留保プレスリリースをご参照ください。

2. 買付け等の価格

普通株式1株につき、4,100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、本日付の当社取締役会において、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意見を表明するとともに、当社の株主の皆様に対して、本公開買付けへの応募を推奨する旨を決議いたしました。

なお、当該取締役会決議は、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「⑤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」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、株券等の取得及び所有等を目的として、ケイマン諸島法に基づき 2021 年 3 月 10 日に設立された法人（外国法人）であり、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。）スタンダード市場に上場している当社株式 6,767,917 株（所有割合 31.34%（注 1））を所有しているとのことです。公開買付者の株式は、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 エルティエディー（以下「ECM」といいます。）が運用するイーシーエム マスター ファンド（ECM Master Fund）（以下「MF」といいます。）の受託者として、サンテラ（ケイマン）リミテッド（以下「サンテラ」といい、公開買付者、ECM 及びサンテラを総称して、以下「公開買付者グループ」といいます。）が全て所有しているとのことです。また、公開買付者の投資権限及び投資対象の議決権行使に係る権限は、公開買付者と ECM との間の投資一任契約に基づき ECM が有しているとのことです。

また、公開買付者の特別関係者である ECM は、本日現在、当社株式を 100 株（所有割合 0.00%）所有しており、公開買付者の特別関係者であり、ECM が運用する MF の受託者としてのサンテラは、本日現在、当社株式を 1,036,400 株（所有割合 4.80%）所有しており、公開買付者グループは、本日現在、当社株式を合計で 7,804,417 株（所有割合 36.14%）所有しているとのことです。

（注 1） 所有割合とは、当社が 2025 年 11 月 7 日付で提出した第 72 期半期報告書（以下「当社第 72 期半期報告書」といいます。）に記載された 2025 年 9 月 30 日現在の当社株式の発行済株式総数（22,274,688 株）から、当社第 72 期半期報告書に記載された同日現在の当社の所有する自己株式数（679,509 株）（なお、当該自己株式数には、当社の「従業員持株会支援信託 ESOP」の信託財産である当社株式 105,100 株を含めておりません。以下、当社が所有する自己株式数について同じです。）を控除した数（21,595,179 株）に対する割合をいいます。以下、別途の記載がある場合を除き、同じです。

ECM は、当社株式の市場株価が当社の企業価値に比べて割安であると考えたため、2007 年 5 月中旬に当社株式を始めて取得して以来、時期によって増減はあるものの、18 年以上にわたり当社株式の保有を継続しており、その間、ECM は当社に対して、十数回にわたる経営陣との面談を中心としたエンゲージメントを通して、当社の経営の効率性等に関する課題について伝達してきたとのことです。

そのような中、ECM は、2025 年 8 月 6 日に堯アセットマネジメント株式会社（以下「堯アセットマネジメント」といいます。）が開示した、「株式会社ソフト 9 9 コーポレーション（証券コード：4464）の株式に対する公開買付けの開始に関するお知らせ」と題する堯アセットマネジメントによる当社に対する公開買付け（以下「堯アセットマネジメント公開買付け」といいます。）に関するプレスリリース（以下「堯アセットマネジメント公開買付けプレスリリース」といいます。）を確認し、堯アセットマネジメント公開買付けが実施されることを知るに至ったとのことです。

しかしながら、当社株式 1 株につき 2,465 円という堯アセットマネジメント公開買付けの買付け等の価格（以下「堯アセットマネジメント公開買付け価格」といいます。なお、堯アセットマネジメント公開買付け価格は、2025 年 10 月 17 日付で、2,680 円に変更されております。）は、当社の株価純資産倍率（以下「PBR」といいます。）1 倍を下回る著しく割安な水準であり、少数株主利益が保護されていないと考えられ、ECM としては、少数株主利益の保護に強い懸念を生じさせる堯アセットマネジメント公開買付けが許容される事態は、日本の資本市場に対する国内外の投資家の信頼を損なうことにもなりかねず、2007 年 5 月に当社株式への投資を開始して以来、18 年以上の長期にわたり当社の株主であり続ける ECM が株主としての責任を適切に果たすためにも、看過することはできないと考えたとのことです。そこで、ECM は、ECM が要請した当社の特別委員会（2025 年 5 月 16 日開催の当社取締役会決議において設置された特別委員会を指し、以下「前特別委員会」といいます。）との面談を拒否されたことを含めた総合的な状況判断の結果、当社の中長期的な企業価値向上を確保しつつ、少数株主の利益を保護することを目的として、公開買付者が 2025 年 9 月 16 日付で関東財務局長に提出した公開買付け届出書（同年 10 月 1 日付及び同月 29 日付で提出した公開買付け届出書の訂正届出書により訂正された事項を含み、以下「第 1 回公開買付け届出書」といいます。）に記載のとおり、買付予定数の下限を 6,163,300 株（所有割合：28.54%）

とし、買付予定数の上限を設定せず、買付け等の期間を2025年9月16日から同年10月29日まで（なお、その後、買付け等の期間は2025年11月13日まで延長されました。）、当社株式1株当たりの買付け等の価格（以下「第1回公開買付価格」といいます。）を4,100円として、公開買付者による当社株式に対する公開買付け（以下「第1回公開買付け」といいます。）を実施するに至ったとのことです。公開買付者が第1回公開買付けの実施に行った経緯の詳細については、「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、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」「(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」をご参照下さい。

その後、第1回公開買付けは、買付予定数の下限である6,163,000株（所有割合：28.54%）を上回る6,767,917株（所有割合：31.34%）の当社株式の応募をもって2025年11月13日に成立し、同月20日に第1回公開買付けの決済が完了したとのことです。

第1回公開買付けは、当社の中長期的な企業価値向上を確保しつつ、少数株主の利益を保護することを目的としており、当社の非公開化を目的とするものではなかったため、第1回公開買付けにおいては、買付予定数の下限につき、公開買付者グループの所有する当社株式に係る議決権が当社の総株主の議決権の3分の2以上となる株式数とは設定していなかったとのことです。もっとも、当社がECMに対して、買付予定数の下限を公開買付者グループの所有する当社株式に係る議決権が当社の総株主の議決権の3分の2以上となる株式数と設定していない第1回公開買付けについては強圧性の問題が解消されていないと主張し、更に、2025年9月25日付で公表した「ECM マスター ファンド SPV 3による当社株式に対する公開買付けに関する意見表明（反対）のお知らせ」と題するプレスリリース（以下「第1回公開買付け反対意見表明プレスリリース」といいます。）及び同月26日付で関東財務局長に提出された第1回公開買付けに関する意見表明報告書の訂正報告書（以下「9月26日付訂正意見表明報告書」といい、第1回公開買付け反対意見表明プレスリリースと総称して、以下「第1回公開買付け反対意見表明プレスリリース等」といいます。）において、第1回公開買付けの強圧性を理由の一つとして第1回公開買付けに対する反対意見を表明したことも踏まえ、公開買付者グループは、第1回公開買付けが成立したものの、公開買付者グループの所有する当社株式に係る議決権が当社の総株主の議決権の3分の2以上とならなかった場合には、第1回公開買付価格と同一の価格を買付け等の価格として、買付予定数の上限及び下限を設定しない公開買付けを必ず実施することを決定していたとのことです（ただし、多額の配当や株式分割がされる等、調整を必要とする事象が生じた場合には、第1回公開買付価格と経済的に同等と評価される価格となるよう買付け等の価格を調整することがあるとしていたとのことです。）。そして、第1回公開買付けは2025年11月13日に成立したものの、公開買付者グループの所有する当社株式に係る議決権は当社の総株主の議決権の3分の2以上に満たなかったことから、公開買付者は、本公開買付けを実施することを決定したとのことです。

第1回公開買付届出書に記載のとおり、本公開買付けについて、買付予定数の上限及び下限は設定しておらず、また、第1回公開買付価格と同一の価格から買付け等の価格を調整する必要のある事象は生じていないと判断したため、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。）は、第1回公開買付価格と同額の4,100円としたとのことです。

このように、本公開買付けは、当社が第1回公開買付けの強圧性を理由の一つとして第1回公開買付けに対する反対意見を表明したことも踏まえ、公開買付者グループが実施を決定した再度の公開買付けを第1回公開買付届出書における開示内容に沿って実施するものであり、第1回公開買付けに応募しなかった当社の株主を含む当社の少数株主に再度の判断の機会を提供するとともに、当社の中長期的な企業価値を向上させるため、公開買付者グループが当社に対する一定の影響力を確保することを目的とするものであるとのことです。

本公開買付けは当社の非公開化を目的とするものではありませんが、買付予定数の上限を設定していないため、公開買付者は、本公開買付け終了後に、公開買付者グループの所有する当社株式に係る議決権が当社の総株主の議決権の3分の2以上となり、且つ公開買付者が当社株式の全て（公開買付者グル

ープが所有する当社株式及び当社が所有する自己株式を除くとのことです。)を取得できなかった場合には、公開買付者グループが当社の株主を公開買付者グループのみとするための一連の手続を実施することが可能であることを踏まえ、当社の中長期的な企業価値の向上に向けた施策の一つとして、下記「(5) 本公開買付け後の組織再編等の方針 (いわゆる二段階買収に関する事項)」に記載のとおり、本公開買付けの成立後に、当社の株主を公開買付者グループのみとするための一連の手続 (以下「本スクイーズアウト手続」といいます。)を実行することを予定しているとのことです。

また、上述のとおり、本公開買付けは、当社の中長期的な企業価値を向上させるため、公開買付者グループが当社に対する一定の影響力を確保することを目的の一つとするところ、本公開買付けが成立した場合には、公開買付者グループの所有する当社株式に係る議決権が当社の総株主の議決権の3分の2以上であるか3分の2未満であるかを問わず、ECM は、当社の中長期的な企業価値向上に最大限寄与すべく、コーポレート・ガバナンス及びコンプライアンスを強化することを目指し、経営・管理体制の見直しを支援したいと考えているとのことです。具体的には、本公開買付け後の具体的な経営方針については、ECM は、原則として当社の業務執行に直接携わることなく当社経営陣の意向を最大限尊重する一方で、当社のモニタリング機能を強化するため、本公開買付け後、当社が指名委員会等設置会社へ移行すること、また、取締役会に占める独立社外取締役の割合を3分の2以上とすることを促す予定とのことです (なお、公開買付者グループからは、当社の取締役会への人員の派遣は予定していないとのことです。)。また、経営陣の企業価値及び株主価値とのアラインメントを強化するために、本公開買付け後、当社経営陣の報酬設計をそれらと強くアラインしたものに改定することを促す予定とのことです。こうした取組みは、取締役会の監督機能の強化による経営陣の誤った経営判断の抑制や早期且つ適時の経営戦略の見直し、中長期的な企業価値向上のための適切な KPI (重要業績評価指標) の設定、意思決定の透明性の確保や監査機能・内部統制の強化によるリスクの低下、資本配分に対する規律を通じた資本効率の改善等、多方面から企業価値向上に資するものと考えられるとのことです。

本公開買付け成立後の議決権行使につき、公開買付者グループは、ECM の日本版スチュワードシップ・コードの受入れ表明に伴い、金融庁ホームページを通じて開示されております議決権行使基準に従って、当社の中長期的な企業価値の向上を目指して議決権を行使することを予定しているとのことです。議決権行使基準では、議決権行使の基本理念とともに、主な議案に対する判断のガイドライン (議決権行使のガイドライン) を定めているとのことです (ただし、ガイドラインに従った議決権行使が、議決権行使の基本理念に反するおそれがある場合は、ガイドラインと異なる判断をすることがある旨も明記しているとのことです。)。議決権の行使に際しては、当社の経営状況に加え、当社経営陣との対話の内容や個別事情等も踏まえ、議決権行使基準に従いつつ、議決権行使検討会議を開催して判断するとのことです。なお、議決権行使助言会社 (Institutional Shareholder Services Inc. 及び Glass Lewis & Co., LLC) の意見も取得し、賛否推奨の理由を確認した上で、特に慎重な検討を重ねる場合もあるとのことです。

上述のとおり、ECM は、当社の中長期的な企業価値向上に最大限寄与すべく、コーポレート・ガバナンス及びコンプライアンスを強化することを目指し、経営・管理体制の見直しを支援する予定とのことです。第1回公開買付けによって、公開買付者が当社株券等を 6,767,917 株 (所有割合: 31.34%) 取得したことを受けて、公開買付者グループとしては、本公開買付けの実施が遅れることにより、第1回公開買付けに応募しなかった当社の株主を含む当社の少数株主の地位が不安定な状態のまま放置される事態を避けるべく、2026 年 1 月 7 日に、早期に本公開買付けを実施することが適切であると判断したとのことです。

そこで、ECM は、2026 年 1 月 19 日付で、当社に対し、当社株式 1 株当たりの買付け等の価格を第1回公開買付価格と同額の 4,100 円として本公開買付けを実施することに関して、意向表明をしたとのことです。その後、本公開買付けに係る公開買付届出書の提出日である 2026 年 1 月 22 日時点において、本公開買付けについて、当社取締役会及び特別委員会の委員との面談は実現しておらず、本公開買付けにおいて当社取締役会の賛同及び応募推奨を得られる見込みについては明らかではないとのことです。しかしながら、上述のとおり、公開買付者グループとしては、本公開買付けの実施が遅れることにより、

第1回公開買付けに応募しなかった当社の株主を含む当社の少数株主の地位が不安定な状態のまま放置される事態が生じることを避けるべきであると考え、本公開買付けに対する当社取締役会の賛同・応募推奨を得られる見込みが明らかな状況であっても、1月22日をもって本公開買付けを開始することとしたとのことです。

なお、公開買付者によれば、本公開買付けの開始に際し、堯アセットマネジメント公開買付けにおいて堯アセットマネジメントと応募契約又は不応募契約を締結していた当社株主との間で、本公開買付けへの応募について具体的な交渉や協議を行ったことはないとのことです。

公開買付者が本公開買付けの実施を決定するに至った経緯に関する詳細については、「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、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」「(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」をご参照下さい。

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、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

(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

当社は、創業者である田中勇吉氏が1952年9月に大阪市東区（現中央区）瓦町に化学薬品（家具用ワックス）の製造を目的とする日東商會を創業したことを起源とし、1954年10月に化学薬品（ワックス類等）の製造及び販売を目的に、日東商會の事業を承継し、日東化学株式会社として設立された会社であり、1993年4月に現在の社名である株式会社ソフト99コーポレーションに商号を変更しております。また、当社株式については、2001年6月に東京証券取引所市場第二部に上場し、2022年4月に実施された東京証券取引所の市場区分見直しにより、本日現在においては、東京証券取引所スタンダード市場に上場しております。

当社のグループは、本日現在、当社及び連結子会社9社によって構成され、ファインケミカル事業、ポーラスマテリアル事業、サービス事業及び不動産関連事業の4つの事業セグメントを展開しており、それぞれの事業内容は以下のとおりです。

A) ファインケミカル事業

主に、一般消費者向け及び自動車コーティング施工業者向けに、自動車用ケミカル品の製造・販売を行っており、洗車用品（カーワックス等）、自動車用補修・整備用品、その他家庭用品、TPMS（タイヤ空気圧監視装置）、電子機器・ソフトウェアの開発・販売等を主要な製品としております。

当社が主要製品の製造・販売を行う他、連結子会社のアスモ株式会社が当社製品に使用するプラスチック容器の企画販売を行っており、海外では、中国（上海市）において連結子会社の上海速特99化工有限公司が自動車用ケミカル品の企画・販売を行っております。また、連結子会社の株式会社オレンジ・ジャパンがTPMSの企画開発販売を、連結子会社の株式会社アンテリアが海外自動車用品の輸入販売を、連結子会社の株式会社ハネロンが電子機器・ソフトウェアの開発・販売を行っております。

B) ポーラスマテリアル事業

主に、工業資材・生活用品向けに、PVA（ポリビニルアルコール）やウレタン等の多孔質体（ポーラスマテリアル）を素材とする化成品の製造・販売、及び病院施設で使用する医療・衛生管理用品の企画・開発・販売を行っており、PVAやウレタン等を素材とした吸水・洗浄材、工業用の研磨材、濾過材、医療用吸液材、生活用品等の他、医療・衛生管理用品としては薬液塗布用のモップや床汚染防止用シート等を主要な製品としております。

PVAやウレタン等を素材とする製品においては、連結子会社のアイオン株式会社が製造・販売を行っており、医療・衛生管理用品においては、連結子会社のアズテック株式会社が企画・開発・販売を行っております。

#### C) サービス事業

主に、自動車整備・鈑金事業、自動車教習事業、生活用品企画販売事業を行っており、主要なサービスとしては、自動車整備・鈑金事業においては、近畿圏5拠点、首都圏2拠点で自動車の整備・鈑金塗装、自動車のリース・レンタルを、自動車教習事業においては、公安委員会指定の自動車教習所「尼崎ドライブスクール」を運営しており、自動車免許の取得支援、安全運転のためのマナー教育、そして燃費向上のためのエコドライブ講習等を行っております。また、生活用品企画販売事業においては、主に生活協同組合向けに、くらしの中の様々な悩み、ストレスを解消するための「生活密着型用品」の企画・販売を行っております。

連結子会社の株式会社ソフト99オートサービスが自動車整備・鈑金事業を、連結子会社のアスモ株式会社が自動車教習事業を、連結子会社の株式会社くらし企画が生活用品企画販売事業を行っております。

#### D) 不動産関連事業

主に、当社保有の不動産を賃貸する不動産賃貸事業と、当社の保有する不動産の有効活用の一環として、S I 事業（サービスインキュベーション事業）及び介護予防支援事業を行っており、不動産賃貸事業においては、当社本社ビルと東京（秋葉原）の自社ビル等の賃貸を行っている他、S I 事業においては、近畿圏2拠点で温浴施設「極楽湯」を運営しております。

当社が不動産賃貸事業を、当社及び連結子会社のアスモ株式会社がS I 事業を、連結子会社のアスモ株式会社が介護予防支援事業を行っております。

ECMは、2007年5月中旬に、当社株式を初めて取得したとのことです。当社は、上場後初年度である2002年3月期から2007年3月期までの全ての期において、営業利益、経常利益、当期純利益、及び営業活動によるキャッシュ・フローが一度も赤字になることがない等、その経営状況は安定していると判断したとのことです。また、2007年3月期の当社の自己資本比率は88.4%に達し、現預金から借入金を差し引いたネットキャッシュは58億円（小数点以下第一位を四捨五入。）に及ぶ等、当社の財政状態は非常に健全であると判断したとのことです。他方で、2007年5月1日時点において、PBRは0.53倍と、1倍を大きく下回る状態にあったとのことです。これらの事情を踏まえ、ECMは、当社株式の市場株価が当社の企業価値に比べて割安であると考えたため、2007年5月中旬に当社株式を初めて取得したとのことです。

ECMは、上記のとおり2007年5月に当社株式を初めて取得して以来、時期によって増減はあるものの、18年以上にわたり当社株式の保有を継続しており、その間、ECMは当社に対して、十数回にわたる経営陣との面談を中心としたエンゲージメントを通して、当社の経営の効率性等に関する課題について伝達してきたとのことです。ECMは当該エンゲージメントにおいて、低迷する株主資本利益率（以下「ROE」といいます。）、過剰な自己資本、割安な株価等に関するECMの問題意識を当社に伝達し、当社の経営陣による対応を期待してきたものの、経営陣からはECMの問題意識に対して必ずしも前向きな反応は示されず、実効的な対応も取られないという状況が続き、結果的に、ECMが当社株式を取得して以来、一度も当社のROEが株主資本コストを超過したことはなく（機関投資家の日本株式に対する株主資本コストは8%程度と想定されることもありますが、当社のROEは、2001年の上場以来、最大で5.4%、平均で2.9%となっていいるとのことです。）、株価がPBR1倍を上回ったこともなかったとのことです。

そのような中、ECMは、2025年8月6日に、堯アセットマネジメントが開示した、堯アセットマネジメント公開買付けプレスリリースを確認し、堯アセットマネジメント公開買付けが実施されることを知るに至ったとのことです。堯アセットマネジメント公開買付けプレスリリースによると、堯アセットマネジメントは、当社株式の全て（ただし、当社が所有する自己株式及び公開買付不応募契約の対象である当社株式を除きます。）を取得することにより、当社株式を非公開化することを目的として、いわゆるマネジメント・バイアウト（MBO）のための一連の取引の一環として、堯アセットマネジメント公開買付けを実施することを決定したとのことです。

当社株式1株につき2,465円という堯アセットマネジメント公開買付価格（なお、堯アセットマネジメント公開買付価格は2025年10月17日付で2,680円に変更されております。）はPBR1倍を下回る水準であり、低迷するROEや割安な株価に対して長年にわたり有効な対策を打ち出すことができなかった当社の経営陣が引き続き当社の経営を主導する前提で決定された価格と考えられ、一般株主にそのような価格での退出を強いることは、一般株主に、経営陣によりこれまで株価向上に向けた有効な施策がとられなかった不作為の犠牲となることを強いることともいえるものであるとのことです。また、現在の経営体制が存続する前提であったとしても、当社の安定した経営状況や財政状態を勘案すると、堯アセットマネジメント公開買付価格は著しく割安な水準であり、少数株主利益が保護されていないと考えられたとのことです。

当社の経営陣がこれまで株主価値を毀損してきたこと、また、堯アセットマネジメント公開買付価格が不当に割安であることを示す一例として、株主資本コストや加重平均資本コスト（Weighted Average Cost of Capital、以下「WACC」といいます。）の問題が挙げられるとのことです。

当社の2023年5月12日付「ソフト99グループ 第7次中期経営計画」（以下「第7次中期経営計画」といいます。）によると、当社は第7次中期経営計画（2024年3月期から2026年3月期）の、「資本コスト=WACC=CAPM」を5.5～6.0%と想定しており、また、当社が2025年6月26日付で提出した第71期有価証券報告書においても、当社の資本コストについては中長期的には概ね5.5%～6.0%の水準であると認識しているとの趣旨の記載があるとのことです。一般に、機関投資家の日本株式に対する株主資本コストは8%程度と想定されるところ、当社は、第7次中期経営計画の最終事業年度である2026年3月期末においても、ROEの計画値が4.9%に設定されていることから、ECMは、これまで当社は低い資本コストを想定することで、長年にわたりROEが低迷してきたことや今後もROEが大きく改善しないことを正当化しようとしていたのではないかと考えており、結果的に、当社の株主は割安な株価を甘受せざるを得ない状況を強いられていたとのことです。

ところが、同時期に検討されていた堯アセットマネジメント公開買付価格の公正性及び妥当性を判断するに際しては、当社は、9.0%～11.0%のWACCを割引率に用いたディスカунテッド・キャッシュ・フロー（以下「DCF法」といいます。）による株式価値算定結果に依拠し、前特別委員会は、7.1%～10.4%のWACCが採用されたDCF法による株式価値算定結果に依拠していたとのことです。

DCF法においては、WACCの数値が高くなれば株式価値算定結果が押し下げられることから明らかなとおり、当社は、これまでの経営においては、低い資本コストを想定し、当社の株主に割安な株価を甘受せざるを得ない状況を強いていたとのことです。それにもかかわらず、堯アセットマネジメント公開買付けにおいては高いWACCの値が採用されており、その結果としてDCF法による株式価値算定結果が押し下げられる等、公開買付者である堯アセットマネジメントに有利な数値が採用されたことにより、少数株主の利益が蔑ろにされていると考えざるを得なかったとのことです。

堯アセットマネジメント公開買付けは構造的な利益相反が認められる取引であって、買収者である堯アセットマネジメント及び当社と少数株主との間には大きな情報の非対称性が存在しており、また、株式価値評価には複雑且つ専門的な内容が含まれるため、公開買付価格の公正性を判断することは一般的な少数株主にとって通常困難であるとのことです。こうした構造的な利益相

反が認められる取引においては、独立性を有する特別委員会が少数株主の利益保護を第一に考える立場に立って検討や判断を行うことが、適切な取引条件を担保するための要となるということです。しかるに、前特別委員会は、少数株主の利益保護を軽視し、当社株式1株につき2,465円という堯アセットマネジメント公開買付価格（なお、堯アセットマネジメント公開買付価格は2025年10月17日付で2,680円に変更されております。）が、上記のとおり著しく割安な水準であるにもかかわらず、当社の取締役会が賛同意見を表明し応募推奨を行うことを妥当と判断し、これを受け、当社の取締役会は賛同意見を表明し、応募推奨を行ったということです。ECMとしては、このような少数株主利益の保護に強い懸念を生じさせる取引が許容される事態は、日本の資本市場に対する国内外の投資家の信頼を損なうことにもなりかねず、2007年5月に当社株式への投資を開始して以来、18年以上の長期にわたり当社の株主であり続けるECMが株主としての責任を適切に果たすためにも、看過することはできないと考えたということです。

そこで、ECMは、当社に対し、2025年8月18日付で、前特別委員会の委員と面談を行い、ECMが有する堯アセットマネジメント公開買付けに対する問題意識に関して、前特別委員会の委員から説明を受けるべく面談の機会を設定することを要請したということです。これに対し、同月21日、当社より、開示情報以上の説明はいたしかねるとの理由で、前特別委員会の委員との面談の機会を設けることに応じることはできない旨、及び、ECMによる長期間にわたる支援に対する謝意を述べるべく当社の常務取締役であった小西紀行氏らとの面談を設定する旨のメールによる回答がありましたが、ECMは同月25日、謝意はメールにより承っていたことを理由に、同氏らとの面談は見送る旨を回答したということです。

堯アセットマネジメント公開買付けの公開買付期間が限定されている中、ECMは、上記のとおり前特別委員会との面談を拒否されたことを含めた総合的な状況判断の結果、当社の中長期的な企業価値向上を確保しつつ、少数株主の利益を保護することを目的として、公開買付者による第1回公開買付けの実施を検討し、2025年8月28日付で、当社に対し、第1回公開買付価格を当社株式1株につき4,100円として、第1回公開買付けに関する意向表明（以下「第1回意向表明」といいます。）をするに至ったということです。

公開買付者は、第1回公開買付価格の検討に当たって、既存の株主に対して、適切な株価での売却機会を設ける必要があるという考えから、当社の市場株価及び著しく割安な堯アセットマネジメント公開買付価格に対して適切なプレミアムを付ける必要があると判断し、また、第1回公開買付けに対する応募可能性等を検討した結果、第1回公開買付けの公表日の前営業日である2025年9月11日の東京証券取引所スタンダード市場における当社株式の終値2,462円に対して66.5%、堯アセットマネジメント公開買付けの公表日の前営業日である2025年8月5日の東京証券取引所スタンダード市場における当社株式の終値1,610円に対して154.7%、変更前の堯アセットマネジメント公開買付価格（2,465円）に対して66.3%のプレミアムを加えた、当社株式1株につき4,100円という第1回公開買付価格が妥当であると判断したということです。

第1回公開買付価格（4,100円）は、堯アセットマネジメント公開買付けの公表日の前営業日である2025年8月5日までの過去1か月間（2025年7月6日から2025年8月5日まで）の終値の単純平均値1,593円に対して157.4%、同過去3か月間（2025年5月6日から2025年8月5日まで）の終値の単純平均値1,615円に対して153.9%、同過去6か月間（2025年2月6日から2025年8月5日まで）の終値の単純平均値1,588円に対して158.2%のプレミアムをそれぞれ加えた金額に相当します。また、第1回公開買付けの公表日の前営業日である2025年9月11日までの過去1か月間（2025年8月12日から2025年9月11日まで）の終値の単純平均値2,465円に対して66.3%、同過去3か月間（2025年6月12日から2025年9月11日まで）の終値の単純平均値1,934円に対して112.0%、同過去6か月間（2025年3月12日から2025年9月11日まで）の終値の単純平均値1,785円に対して129.7%のプレミアムをそれぞれ加えた金額に相当します。更に、第1回公開買付価格は、第1回公開買付届出書提出日の前営業日である2025年9月12日の東京証券取



引所スタンダード市場における当社株式の終値 2,461 円に対して 66.6%のプレミアムを加えた額に相当します。

加えて、第1回公開買付価格(4,100 円)は、堯アセットマネジメント公開買付けに際して当社が第三者算定機関として選任した株式会社KPMG FAS(以下「KPMG」といいます。)のDCF法による株式価値算定結果の上限である2,893 円を41.7%上回っており、前特別委員会が第三者算定機関として選任した株式会社ブルータス・コンサルティングのDCF法による株式価値算定結果の上限である3,155 円を30.0%上回っています。

上記の検討結果を踏まえ、公開買付者は、第1回公開買付価格を当社株式1株につき4,100 円と決定したとのことです。

なお、第1回意向表明を受け、当社からECMに対して、2025年9月1日付で、公開買付者グループの詳細、第1回意向表明に至った経緯、第1回公開買付けの準備状況・実現の確実性、第1回公開買付けの条件及び第1回公開買付け後の経営方針等に関する多岐にわたる質問書(以下「2025年9月1日付質問書」といいます。)が送付されたため、ECMは同月3日付で、第1回意向表明について当社がどのように捉えているか(経済産業省が2023年8月31日付で公表した「企業買収における行動指針―企業価値の向上と株主利益の確保に向けて―」における「真摯な買収提案」と捉えているか)、第1回意向表明の公表予定又は公表しない理由、堯アセットマネジメント公開買付価格の公正性・妥当性を判断する際に用いた数値(WACCの値を含む。)やその理由等、2025年9月1日付質問書への回答の検討に際して必要と考えられる事項の確認のため当社に質問を行っております。これに対し、同月5日付で、当社から、2025年9月1日付質問書の回答の範囲については当社が「真摯な買収提案」の該当性の判断をするに当たり必要と考えられる範囲で回答することにより、一部の確認事項に対して返答があったため、ECMは、当該返答内容も踏まえ、同日付で、当社に対して、公開買付者グループの詳細や第1回意向表明に至った経緯、第1回公開買付けの条件、第1回公開買付け後の経営方針等について記載した回答書を送付したとのことです(以下「2025年9月5日付回答書」といいます。)。そうしたところ、同月9日付で、再度当社より、第1回意向表明に至った経緯、第1回公開買付けの条件、第1回公開買付け後の経営方針等について追加で質問(以下「2025年9月9日付質問書」といいます。)がなされたため、ECMは、同月10日付で、同質問に対して、2025年9月5日付回答書の回答を敷衍・補充する形で回答したとのことです。また、ECMは、同月10日付で、2025年9月1日付質問書に対して回答未了であった、第1回公開買付価格の検討に当たり考慮したWACCの値に関する事項への回答や第1回公開買付けの目的に関する説明の補充等を行ったとのことです。

なお、上記の質問書及び回答書のやり取りに加え、堯アセットマネジメント公開買付けの公開買付期間が2025年9月19日で満了するとされていた中、当社から、第1回意向表明の公表等が行われない状況も踏まえ、ECMは、同月9日付で、当社に対して、第1回意向表明の内容が公表されないまま、当社株主が少数株主の利益が保護されていない堯アセットマネジメント公開買付けに応募してしまうといった事態を避けるため、同月10日までに第1回意向表明の事実及び概要を公表することや、堯アセットマネジメント公開買付けの公開買付期間が延長されることにより、当社株主が十分な情報を基に慎重に判断を行うことが可能な状況を作成するよう、当社に求めましたが、当社からかかる対応はなされなかったとのことです。このため、上述のとおり、前特別委員会の委員との面談は実現できず、また、当社とも面談を実施できていない等の経緯を踏まえると、第1回公開買付けにおいて当社取締役会の賛同・応募推奨を得られる見込みについては明らかではなかったものの、第1回公開買付けを開始する前に堯アセットマネジメント公開買付けが終了してしまうことを避けるため、第1回公開買付けに対する当社取締役会の賛同・応募推奨を得られる見込みが立たない状況であっても、同月16日をもって第1回公開買付けを開始することとしたとのことです。

以上のように、公開買付者は、2025年9月16日より第1回公開買付けを開始しましたが、これに対して、当社は、2025年9月25日付で第1回公開買付け反対意見表明プレスリリースを公表し、同月26日付で9月26日付訂正意見表明報告書が関東財務局長に提出しております。

第1回公開買付け反対意見表明プレスリリース等において、当社取締役会は、第1回公開買付けが当社の一般株主にとって公正なものであると認められないことを、第1回公開買付けに反対の意見を表明する理由の一つとして挙げておりました。具体的には、当社取締役会は、第1回公開買付け反対意見表明プレスリリース等において、一般株主の立場からは、第1回公開買付けの成立後にスクイーズアウト手続が実施されず、少数株主として取り残されるおそれがあることにより、第1回公開買付けに応募させるような事実上の圧力が生じる可能性は否定できず、また、仮に当社株式が上場廃止基準に抵触し上場廃止となった場合には、第1回公開買付けに応募しなかった一般株主は当社株式を市場で売却する機会を失うことになるため、単にスクイーズアウト手続が実施されない可能性があるに留まらず、上場廃止の現実的なおそれを伴っているという点で、第1回公開買付けは一般株主に対して極めて強い強圧性を生じさせるおそれがあると主張しました。

第1回公開買付けが成立するためには、堯アセットマネジメント及び公開買付者グループと利害関係を有さない当社の株主が保有する当社株式に係る議決権の個数の過半数に相当する株式数が応募される必要があり、いわゆるマジョリティ・オブ・マイノリティ条件が設定されていたとのことです。また、公開買付者グループは、第1回公開買付け成立後には、当社の企業価値や株主価値を毀損することがないよう、当社経営陣と真摯に協力することを表明していたとのことです。更に、当社からECMに対して、2025年9月1日付質問書において、買付予定数の下限を公開買付者グループの所有する当社株式に係る議決権が当社の総株主の議決権の3分の2以上となる株式数に設定していない第1回公開買付けについては強圧性の問題が生じ得るとの指摘があり、これに対してECMは、2025年9月5日付回答書において、第1回公開買付けにおいては少数株主による判断機会が確保されていることも踏まえて強圧性の問題は生じないと考えている旨回答したものの、当社から、2025年9月9日付質問書において、再度、強圧性の問題は解消されていない旨の指摘があったことも踏まえ、公開買付者グループとしては、当社の当該指摘は合理性を欠くものであると考えていたものの、当社の懸念に應えるべく、第1回公開買付け終了後に公開買付者グループの所有する当社株式に係る議決権が当社の総株主の議決権の3分の2以上とならなかった場合には、第1回公開買付け価格と同一の価格を買付け等の価格として、買付予定数の上限及び下限を設定しない公開買付けを再度実施することを検討していたとのことです。このように、第1回公開買付けにおいては強圧性を最大限排除すべく、十分な措置を講じていたとのことです。公開買付者グループは、第1回公開買付け反対意見表明プレスリリース等の内容も踏まえ、再度の公開買付けに対するコミットメントを高めるべく、2025年10月1日付で関東財務局長に提出した公開買付け届出書の訂正届出書において、第1回公開買付けが成立したものの、公開買付者グループの所有する当社株式に係る議決権が当社の総株主の議決権の3分の2以上とならなかった場合には、上記のような、第1回公開買付け価格と同一の価格を買付け等の価格として、買付予定数の上限及び下限を設定しない再度の公開買付けを必ず実施することとしたとのことです（注2）。

（注2）多額の配当や株式分割がされる等、調整を必要とする事象が生じた場合には、第1回公開買付け価格と経済的に同等と評価される価格となるよう買付け等の価格を調整することがあるとしていたとのことです。

その後、第1回公開買付けは、買付予定数の下限である6,163,300株（所有割合：28.54%）を上回る6,767,917株（所有割合：31.34%）の当社株式の応募をもって2025年11月13日に成立し、同月20日に第1回公開買付けの決済が完了しているとのことです。

第1回公開買付けは、当社の中長期的な企業価値向上を確保しつつ、少数株主の利益を保護することを目的としており、当社の非公開化を目的とするものではありませんでしたので、第1回

公開買付けにおいては、買付予定数の下限につき、公開買付者グループの所有する当社株式に係る議決権が当社の総株主の議決権の3分の2以上となる株式数とは設定していなかったとのことです。もっとも、上述のとおり、当社がECMに対して、第1回公開買付け反対意見表明プレスリリース等において、買付予定数の下限を公開買付者グループの所有する当社株式に係る議決権が当社の総株主の議決権の3分の2以上となる株式数に設定していない第1回公開買付けについては強圧性の問題が解消されていないと主張し、更に、第1回公開買付けの強圧性を理由の一つとして第1回公開買付けに対する反対意見を表明したことも踏まえ、公開買付者グループは、第1回公開買付けが成立したものの、公開買付者グループの所有する当社株式に係る議決権が当社の総株主の議決権の3分の2以上とならなかった場合には、第1回公開買付価格と同一の価格を買付け等の価格として、買付予定数の上限及び下限を設定しない公開買付けを必ず実施することを決定していたとのことです（ただし、多額の配当や株式分割がされる等、調整を必要とする事象が生じた場合には、第1回公開買付価格と経済的に同等と評価される価格となるよう買付け等の価格を調整することがあるとしていたとのことです。）。そして、第1回公開買付けは2025年11月13日に成立したものの、公開買付者グループの所有する当社株式に係る議決権は当社の総株主の議決権の3分の2以上に満たなかったことから、公開買付者は、本公開買付けを実施することを決定したとのことです。

第1回公開買付届出書に記載のとおり、本公開買付けについて、買付予定数の上限及び下限は設定しておらず、また、第1回公開買付価格と同一の価格から買付け等の価格を調整する必要のある事象は生じていないと判断したため、本公開買付価格は、第1回公開買付価格と同額の4,100円としたとのことです。

本公開買付価格4,100円は、本公開買付けの公表日の前営業日である2026年1月20日の東京証券取引所スタンダード市場における当社株式の終値3,980円に対して3.0%、同日までの過去1か月間（2025年12月21日から2026年1月20日まで）の終値の単純平均値4,005円に対して2.4%、同過去3か月間（2025年10月21日から2026年1月20日まで）の終値の単純平均値3,937円に対して4.1%、同過去6か月間（2025年7月21日から2026年1月20日まで）の終値の単純平均値3,296円に対して24.4%のプレミアムをそれぞれ加えた金額に相当します。

なお、公開買付者は、財務情報等の客観的な資料を参考にする等、当社株式の株式価値に関する諸要素を総合的に考慮し第1回公開買付価格及び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。

このように、本公開買付けは、当社が第1回公開買付けの強圧性を理由の一つとして第1回公開買付けに対する反対意見を表明したことも踏まえ、公開買付者グループが実施を決定した再度の公開買付けを第1回公開買付届出書における開示内容に沿って実施するものであり、第1回公開買付けに応募しなかった当社の株主を含む当社の少数株主に再度の判断の機会を提供するとともに、当社の中長期的な企業価値を向上させるため、公開買付者グループが当社に対する一定の影響力を確保することを目的とするものであるとのことです。

上述のとおり、ECMは、当社の中長期的な企業価値向上に最大限寄与すべく、コーポレート・ガバナンス及びコンプライアンスを強化することを目指し、経営・管理体制の見直しを支援する予定とのことです。第1回公開買付けによって公開買付者が、当社株券等を6,767,917株（所有割合：31.34%）取得したことを受けて、公開買付者グループとしては、本公開買付けの実施が遅れることにより、第1回公開買付けに応募しなかった当社の株主を含む当社の少数株主の地位が不安定な状態のまま放置される事態を避けるべく、2026年1月7日に、早期に本公開買付けを実施することが適切であると判断したとのことです。

そこで、ECMは、2026年1月19日付で、当社に対し、当社株式1株当たりの買付け等の価格を第1回公開買付価格と同額の4,100円として本公開買付けを実施することに関して、意向表明を

したとのことです。その後、本公開買付けに係る公開買付届出書の提出日である 2026 年 1 月 22 日時点において、本公開買付けについて、当社取締役会及び特別委員会の委員との面談は実現しておらず、本公開買付けにおいて当社取締役会の賛同及び応募推奨を得られる見込みについては明らかではないとのことです。しかしながら、上述のとおり、公開買付者グループとしては、本公開買付けの実施が遅れることにより、第 1 回公開買付けに応募しなかった当社の株主を含む当社の少数株主の地位が不安定な状態のまま放置される事態が生じることを避けるべきであると考え、本公開買付けに対する当社取締役会の賛同・応募推奨を得られる見込みが明らかでない状況であっても、1 月 22 日をもって本公開買付けを開始することとしたとのことです。

(ii) 本公開買付け後の株券等の保有方針等

上述のとおり、本公開買付けは当社の非公開化を目的とするものではありませんが、買付予定数の上限を設定していないため、公開買付者は、本公開買付け終了後に、公開買付者グループの所有する当社株式に係る議決権が当社の総株主の議決権の 3 分の 2 以上となり、且つ公開買付者が当社株式の全て（公開買付者グループが所有する当社株式及び当社が所有する自己株式を除きます。）を取得できなかった場合には、公開買付者グループが当社の株主を公開買付者グループのみとするための一連の手続を実施することが可能であることを踏まえ、当社の中長期的な企業価値の向上に向けた施策の一つとして、下記「(5)本公開買付け後の組織再編等の方針（いわゆる二段階買収に関する事項）」に記載のとおり、本公開買付けの成立後に、本スクイーズアウト手続を実行することを予定しているとのことです。

また、本公開買付けが成立した場合には、公開買付者グループの所有する当社株式に係る議決権が当社の総株主の議決権の 3 分の 2 以上であるか 3 分の 2 未満であるかを問わず、ECM は、当社の中長期的な企業価値向上に最大限寄与すべく、コーポレート・ガバナンス及びコンプライアンスを強化することを目指し、経営・管理体制の見直しを支援したいと考えているとのことです。なお、本公開買付け後の具体的な経営方針については、ECM は原則として当社の業務執行に直接携わることなく、当社経営陣の意向を最大限尊重するとのことです。

当社において、企業価値及び株主価値を向上させるためには、経営陣に対するモニタリング機能や経営陣の企業価値及び株主価値とのアラインメントを強化することが必要であると考えられるとのことです。

前者との関係では、モニタリング機能を強化するため、ECM は、本公開買付け後、当社が指名委員会等設置会社へ移行することを促し、また、取締役会に占める独立社外取締役の割合を 3 分の 2 以上とすることを促す予定とのことです。なお、公開買付者グループからは、当社の取締役会への人員の派遣は予定していないとのことです。

また、後者との関係では、経営陣の企業価値及び株主価値とのアラインメントを強化するために、ECM は、本公開買付け後、当社経営陣の報酬設計につき、企業価値及び株主価値の増加から生じる利益を共有するインセンティブ報酬を積極的に付与することができるよう改定することを促す予定とのことです。なお、インセンティブ報酬の内容としては、ストック・オプションや譲渡制限付き株式報酬等、様々な選択肢の中から適切なものを選ぶよう、本公開買付けの終了後に当社経営陣と真摯に協議することを予定しているとのことです。

更に、ECM は、コンプライアンスの徹底は、企業価値向上に不可欠な基盤であると考えているとのことです。コンプライアンスを軽視すれば企業価値が毀損されるリスクが高まり、場合によっては経営基盤を揺るがす危機を招きかねない一方で、コンプライアンスを重視し内部統制体制を強化することは、資本コストの低減を通じ、中長期的な企業価値向上に繋がると考えられるとのことです。当社は現在「ソフト 99 グループ行動憲章」や「内部統制システムに関する基本的な考え方」を定め、それらの遵守状況を内部統制委員会及び内部監査部門でモニタリングしていると認識しているものの、ECM はそのようなコンプライアンスの取組みをより一層充実させることを促す予定とのことです。

また、ECM は、本公開買付けの完了後、当社の役職員について、解雇・人員削減等を行うことは考えておらず、従来の処遇を維持ないし改善すること、企業価値の増加から生じる利益を共有するインセンティブ報酬（株式の保有を含む。）を積極的に付与することを促す予定とのことです。

こうした取組みは、取締役会の監督機能の強化による経営陣の誤った経営判断の抑制や早期且つ適時の経営戦略の見直し、中長期的な企業価値向上のための適切な KPI（重要業績評価指標）の設定、意思決定の透明性の確保や監査機能・内部統制の強化によるリスクの低下、資本配分に対する規律を通じた資本効率の改善等、多方面から企業価値向上に資するものと考えられるとのことです。公開買付者グループとしては、コーポレート・ガバナンスの脆弱性こそが、当社がこれまで企業価値や株主価値を向上させることができなかった真因であると考えているため、コーポレート・ガバナンス及びコンプライアンスの強化は、当社の中長期的な企業価値の向上に大きく寄与するものと考えているとのことです。

そして、本公開買付け成立後の議決権行使につき、公開買付者グループは、ECM の日本版スチュワードシップ・コードの受入れ表明に伴い、金融庁ホームページを通じて開示されております議決権行使基準に従って、当社の中長期的な企業価値の向上を目指して議決権を行使することを予定しているとのことです。議決権行使基準では、議決権行使の基本理念とともに、主な議案に対する判断のガイドライン（議決権行使のガイドライン）を定めているとのことです（ただし、ガイドラインに従った議決権行使が、議決権行使の基本理念に反するおそれがある場合は、ガイドラインと異なる判断をすることがある旨も明記されています。）。議決権の行使に際しては、当社の経営状況に加え、当社経営陣との対話の内容や個別事情等も踏まえ、議決権行使基準に従いつつ、議決権行使検討会議を開催して判断するとのことです。なお、議決権行使助言会社（Institutional Shareholder Services Inc. 及び Glass Lewis & Co., LLC）の意見も取得し、賛否推奨の理由を確認した上で、特に慎重な検討を重ねる場合もあるとのことです。

公開買付者グループは、当社株式に対して中長期の投資を行うことを基本としており、本日時点において、当社株式の処分の予定はないとのことです。もっとも、公開買付者グループは本公開買付けによって取得する当社株式を中長期的に保有することを基本方針としているものの、ECM 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、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」「(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」のとおり、2007 年 5 月以降、当社株式の市場株価は割安であると考え、当社に投資をしてきたところ、将来的に係る割安の状態が解消された場合や、当社株式が当社の企業価値に比べて割高と評価される状態に至った場合には、公開買付者グループは、当社株式を処分する可能性はあるとのことです（ただし、公開買付者は、本公開買付け終了後に、公開買付者グループの所有する当社株式に係る議決権が当社の総株主の議決権の 3 分の 2 以上となり、且つ公開買付者が当社株式の全て（公開買付者グループが所有する当社株式及び当社が所有する自己株式を除きます。）を取得できなかった場合については、本スクイズアウト手続を実行することを予定しているとのことです。）。なお、本スクイズアウト手続の完了までの間に当社株式を処分することは想定していないとのことです。）。なお、ECM が運用するファンド（MF を含みます。）には償還期限は設定されておらず、一定サイクルで償還期限を迎えることはないとのことです（ただし、ファンドの出資者が出資を解約することはあり得るため、その場合、最終的に MF 又は公開買付者が保有資産を処分することとなる可能性もあるとのことです。）。また、公開買付者グループは、当社株式を当社並びにその役員及び従業員に買い取らせる目的を有していないとのことです。

③ 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

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、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「(i) 公開買付者が本公開買付けの実施を決定するに至

た背景、目的及び意思決定の過程」に記載のとおり、2026年1月19日付で公開買付者の特別関係者であるECMより、「第2回公開買付けによる株式会社ソフト99コーポレーションの株式取得に関する意向表明書」と題する意向表明書を受領し、本公開買付けを実施することに関する意向表明がなされたこと、及び、同月21日付で本公開買付けが公表されたことを受けて、本公開買付けの内容を慎重に検討している最中であつたところであり、同月23日開催の当社取締役会において、同日時点においては、本公開買付けに対する当社の意見の表明を留保することを決議いたしました。また、当社は、同日開催の当社取締役会において、専門性・実績等を考慮の上、本公開買付けに関し、公開買付者グループ及び当社から独立したファイナンシャル・アドバイザーとしてKPMG、公開買付者グループ及び当社から独立したリーガル・アドバイザーとして西村あさひ法律事務所・外国法共同事業（以下「西村あさひ」といいます。）をそれぞれ選任し、その助言・協力を受けました。

更に、当社は、下記「（6）本公開買付価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置」に記載のとおり、本公開買付けに関する当社の意思決定に慎重を期し、本公開買付けに関する当社としての意見を決定するに至る当社取締役会の意思決定過程における恣意性及び利益相反のおそれを排除し、その公正性を担保することを目的として、同日開催の当社取締役会において、本公開買付けに関する当社としての意見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。）を設置する旨を決議いたしました。

上記体制の下、当社は、本公開買付けに関する評価・検討を進め、本公開買付けに対する当社の意見を決定するために必要な検討として、本公開買付けが当社の企業価値の向上及び当社の一般株主の皆様利益の確保に資するものであるか否かについて精査を行いました。

具体的には、当社は、西村あさひから、本公開買付けに関する諸手続を含む当社取締役会の意思決定の方法及び過程その他の留意点について、必要な法的助言を受けるとともに、本特別委員会から2026年2月16日付で答申書（以下「本答申書」といいます。）の提出を受けました（本答申書の概要及び本特別委員会の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及び答申書の取得」をご参照ください。）。

その上で、当社は、西村あさひから受けた法的助言、KPMGから受けた財務的見地からの助言を踏まえつつ、本答申書において示された本特別委員会の判断の内容を最大限に尊重しながら、本公開買付けにより当社の企業価値の向上を図ることができるか、本公開買付価格を含む本公開買付けの諸条件は妥当なものか等の観点から慎重に協議・検討を行いました。

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、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「（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、本公開買付けの目的は、（i）第1回公開買付けに応募しなかった当社の株主を含む当社の少数株主に再度の判断の機会を提供するとともに、（ii）当社の中長期的な企業価値を向上させるため、公開買付者グループが当社に対する一定の影響力を確保することとすることです。

このうち上記目的（i）について、本公開買付けは、第1回公開買付けに対する当社の反対意見において示されていた一般株主への強圧性に関する当社の懸念を踏まえ、かかる強圧性が生じるおそれを低減させるという観点から、第1回公開買付けにおける開示内容に沿って、第1回公開買付けに応募しなかった当社の株主を含む当社の少数株主に再度の判断の機会を提供するために、実施されるものであることが認められます。そのため、上記目的（i）は、当社の少数株主の保護に資するものであり、正当且つ合理的であると考えられます。

また、上記目的（ii）について、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、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「（ii）本公開買付け後の株券等の保有方針等」に記載の公開買付者が本公開買付け後に予定している各施策が、企業価値向上に資するとの公開買付者による説明に不合理な点はないと考えられます。なお、当該施策が、当社の置かれている事業環境や経営課題等を前提として、具体的にどのような形で当社の企業価値向上に結びつくの

かは、必ずしも示されておりません。もっとも、公開買付者は、当社の具体的な経営及び業務執行については当社経営陣の意向を最大限尊重する方針の下、当社の実情を踏まえた検討及び当社経営陣との真摯な協議を前提とした所有と経営の分離を実現することを企図しており、具体的な企業価値向上施策の詳細については、本公開買付け後に当社経営陣との真摯な協議を通じて、当社にとって最適な方策を引き続き検討していくことを想定しているとのことを踏まえると、当社としては、当該施策は、当社経営陣が、当社の置かれている事業環境等を踏まえて検討・実施する企業価値向上施策への制限を最小限に留めるものであるとの考えに至りました。また、上述のとおり、コーポレート・ガバナンス及びコンプライアンスの強化が、企業価値向上に資すると一般的に認められることも踏まえると、当該施策は、当社の企業価値向上に資するものと判断することも不合理ではないと考えられます。そのため、上記目的（ii）は、当社の企業価値の向上の観点から不合理なものではないと判断いたしました。

なお、当社は、第1回公開買付けに対し、第1回公開買付けが当社の企業価値向上に資するものとはいえないことを理由の一つとして、反対の意見を表明いたしました。しかしながら、当該意見表明は、第1回公開買付けと堯アセットマネジメント公開買付けがともに進行しているという状況下において、堯アセットマネジメント公開買付けの成立後に予定されていた各施策に比して、第1回公開買付けにおいて公開買付者が説明する各施策が企業価値向上に資するとは判断できなかったこと、及び、第1回公開買付けが成立し、堯アセットマネジメント公開買付けが不成立となった場合には、田中秀明氏が当社の経営から退くことが見込まれていたこと等を根拠として行われたものです。これに対して、本公開買付けは、堯アセットマネジメント公開買付けが不成立となり終了した後に、改めて公開買付者によって実施されるものであり、上記事情は、本公開買付けにおいては妥当しません。そのため、当社が、上記目的（ii）を不合理なものではないと判断することは、第1回公開買付けに対する当社の意見表明の内容と抵触するものではないと考えております。

当社は、また、本公開買付価格が、(a) 下記「(3) 算定に関する事項」の「①当社における独立したファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関からの株式価値算定書の取得」に記載されている、当社が2025年8月5日付で取得したKPMGによる当社株式の株式価値算定書（以下「本株式価値算定書」といいます。）における市場株価平均法及びDCF法に基づく算定結果の上限を優に上回っていること、(b) 堯アセットマネジメント公開買付けの公表日の前営業日である2025年8月5日を基準とし、本公開買付価格が同日の東証スタンダード市場における当社株式の終値1,610円に対して154.7%、同日までの過去1か月間（2025年7月6日から同年8月5日まで）の終値の単純平均値1,593円に対して157.4%、同過去3か月間（2025年5月6日から同年8月5日まで）の終値の単純平均値1,615円に対して153.9%、同過去6か月間（2025年2月6日から同年8月5日まで）の終値の単純平均値1,588円に対して158.2%のプレミアムがそれぞれ加算されており、堯アセットマネジメント公開買付けや第1回公開買付けの影響が生じる前の当社株式の市場株価に対して、相当に高い水準のプレミアムが付された価格であると評価できること、(c) 下記「(6) 本公開買付価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置」に記載の各措置が取られていること等、一般株主の利益への配慮がなされていると認められること、(d) 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及び答申書の取得」に記載のとおり、本特別委員会から取得した本答申書においても妥当であると判断されていることから、当社の一般株主の皆様が享受すべき利益が確保された妥当な価格であり、本公開買付けは、当社の一般株主の皆様に対して適切なプレミアムを付した価格での合理的な当社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。

なお、プレミアムの評価について、当社株式の市場株価は、2025年8月6日付の堯アセットマネジメント公開買付けの公表及び同年9月12日付の第1回公開買付けの公表により、それぞれの公開買付けに係る公開買付価格付近まで上昇しており、また、第1回公開買付けの際に、第1回公開買付けが成立したものの公開買付者グループの所有する当社株式に係る議決権が当社の総株主の議決権の3分

の2以上とならなかった場合には、第1回公開買付価格と同一の価格を買付け等の価格として、買付予定数の上限及び下限を設定しない公開買付けを実施することについて既に公表されていたため、第1回公開買付けが終了した後も、かかる市場株価は維持されたという経緯を踏まえると、直近の市場株価は必ずしも当社株式の価値を正しく反映しているとはいえないため、当社としては、本公開買付けに係るプレミアムの水準を評価するに当たっては、堯アセットマネジメント公開買付けの公表日の前営業日である2025年8月5日を基準とするのが合理的であるとの判断に至りました。

以上より、当社は、本公開買付けが当社の企業価値向上に資するものであり、且つ本公開買付け価格を含む本公開買付けに係る諸条件が妥当なものであると判断したため、本日付の取締役会において、利害関係を有しない取締役全員の一致により、本公開買付けへの賛同の意見を表明するとともに、当社の株主の皆様に対して、本公開買付けに応募することを推奨する旨を決議いたしました。また、当社の監査役はいずれも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ました。上記の当社取締役会の決議の詳細については、下記「(6) 本公開買付けの公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置」の「⑤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」をご参照ください。

なお、当社取締役である田中秀明氏は、当社株式を661,976株（所有割合：3.07%）保有する株主であることから、本公開買付けに関して特別の利害関係を有しており、当社との間で利益が相反する可能性があることから、当該取締役会における審議及び決議には一切参加しておらず、また、当社の立場において公開買付者グループとの協議及び交渉にも一切参加しておりません。

### （3）算定に関する事項

#### ① 当社における独立したファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関からの株式価値算定書の取得

##### （i）算定機関の名称並びに当社及び公開買付者との関係

当社は、堯アセットマネジメント公開買付けに関する意見表明を行うに当たり、堯アセットマネジメント公開買付け価格の公正性を担保すべく、田中秀明氏及び当社から独立した第三者算定機関として、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であるKPMGに対して、当社株式の株式価値算定を依頼し、2025年8月5日付で、本株式価値算定書を取得いたしました。

当社は、本公開買付けの検討に際し、(a) 本日現在における当社の事業計画には、KPMGがDCF法による算定の前提とした当社の事業計画からの重要な変更がないと考えられること、及び、(b) 本株式価値算定書の取得日である2025年8月5日から本日現在までの当社を取り巻く環境・状況の変化を考慮しても、本株式価値算定書における株式価値算定結果に影響を与える前提事実には大きな変更はないと考えられることを確認いたしました。これに加え、上記「(2) 意見の根拠及び理由」の「③当社が本公開買付けに賛同するに至った意思決定の過程及び理由」に記載のとおり、堯アセットマネジメント公開買付け及び第1回公開買付けの公表により当社株式の市場株価が上昇しており、直近の市場株価が必ずしも当社株式の価値を反映しているとはいえないことを踏まえ、本公開買付け価格に関する検討に際し、市場株価平均法に基づく算定結果・DCF法に基づく算定結果のいずれについても、本株式価値算定書の内容の変更及び更新は不要であると判断しております。

そのため、当社は、本公開買付けに対する意見表明にあたり、KPMGから再度の株式価値算定書の取得をしておりません。

なお、KPMGは、公開買付者グループ及び当社の関連当事者に該当せず、本公開買付けに関して、重要な利害関係を有していないとのことです。本特別委員会は、当社が選任したファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関につき、独立性及び専門性に問題がないことから、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承認し、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、第1回の本特別委員会において確認しております。

(ii) 当社株式に係る算定の概要

KPMG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の算定に当たり採用すべき算定手法を検討した結果、当社株式が東京証券取引所スタンダード市場に上場しており、市場株価が存在することから市場株価平均法及び将来の事業活動の状況を評価に反映するためDCF法を用いてそれぞれ株式価値の算定を行い、当社はKPMGから2025年8月5日付で当社算定書を取得しました。なお、当社は、公開買付者グループ及び当社において、本公開買付価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置を実施していることから、KPMGから本公開買付価格の妥当性に関する意見書（フェアネス・オピニオン）を取得しておりません。上記の各手法において算定された当社株式1株当たりの価値の範囲はそれぞれ以下のとおりです。

市場株価平均法	: 1,588 円から 1,615 円
DCF 法	: 2,320 円から 2,893 円

市場株価平均法では、堯アセットマネジメント公開買付けに関する当社取締役会決議の前営業日に当たる2025年8月5日を基準日として、東京証券取引所スタンダード市場における当社株式の基準日終値1,610円、基準日までの直近1か月間の終値の単純平均値1,593円、基準日までの直近3か月間の終値の単純平均値1,615円及び基準日までの直近6か月間の終値の単純平均値1,588円を基に、当社株式の1株当たり株式価値の範囲を1,588円から1,615円までと算定しております。

DCF法では、当社の2026年3月期から2031年3月期までの6期分の事業計画における収益や投資計画、一般に公開された情報等の諸要素を前提として当社が2026年3月期より将来創出すると見込まれるフリー・キャッシュ・フローを、事業リスクを考慮した適切な割引率で現在価値に割り引いて当社の株式価値を算定し、当社株式の1株当たり株式価値の範囲を2,320円から2,893円と算定しております。なお、割引率には加重平均資本コスト（Weighted Average Cost of Capital : WACC）を使用しております。加重平均資本コストは、資本資産価格モデル（Capital Asset Pricing Model : CAPM）により見積もった資本コストと、節税効果控除後の予想調達金利により見積もった負債コストを、類似上場会社の情報により見積もられた株主資本構成比率で加重平均することにより計算しており、9.0%～11.0%を採用しております。なお、資本コストの計算に当たっては、当社の企業規模等を勘案した上でサイズリスク・プレミアムを加味しております。また、継続価値の算定に当たっては、永久成長率法を採用し、永久成長率法では外部環境等を総合的に勘案した上で成長率を0.0%～2.0%として、継続価値を16,090百万円～27,944百万円と算定しております。

KPMGがDCF法による算定の前提とした当社の事業計画に基づく財務予測は以下のとおりです。上記事業計画には、対前年度比較において大幅な増益を見込んでいる事業年度は含まれておりませんが、フリー・キャッシュ・フローの大幅な増減を見込んでいる事業年度が含まれております。具体的には、2026年3月期においては、2025年3月期に生じていた生産量を上回る需要の増加に伴う棚卸資産残高の減少に起因する一時的な運転資本の減少が解消されること及び複合型飲食施設建設に係る設備投資により、フリー・キャッシュ・フローの大幅な減少を見込んでおり、2030年3月期においては、2027年3月期から2029年3月期にかけて予定されている物流施設建設に係る設備投資の終了により、フリー・キャッシュ・フローの大幅な増加を見込んでおります。

なお、堯アセットマネジメント公開買付け及びその後の当社株式の非公開化を目的とする手続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、本株式価値算定書における算

定時点において収益に与える影響を具体的に見積もることが困難であるため、当該財務予測には加味されておりませんが、上場関連費用の削減効果のみ考慮しております。

(単位：百万円)

	2026 年 3 月期	2027 年 3 月期	2028 年 3 月期	2029 年 3 月期	2030 年 3 月期	2031 年 3 月期
売上高	30,580	31,727	32,635	33,577	34,384	35,213
営業利益	3,723	4,002	4,159	4,313	4,381	4,679
EBITDA	4,845	5,111	5,275	5,447	5,601	5,759
フリー・キャッ シュ・フロー	1,399	1,276	1,467	1,830	3,007	3,061

KPMG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、全て正確且つ完全なものであることを前提としており、独自にそれらの正確性及び完全性の検証を行っておりません。また、当社の資産及び負債（簿外資産及び負債、その他偶発債務を含みます。）に関して独自の評価・査定を行っておらず、第三者機関への鑑定又は査定の依頼も行っておりません。加えて当社の財務予測に関する情報については、本株式価値算定書取得時点において堯アセットマネジメントの代表取締役であった田中秀明氏、堯アセットマネジメント公開買付けに関して公開買付者の立場として事務サポートをしていた当社の取締役である上尾茂氏及び田中秀明氏の出資する資産管理会社で、同氏が筆頭株主であり、堯アセットマネジメント公開買付けにおいて不応募合意株主であったサントレード株式会社の監査役を務めている当社の常勤監査役である福井健司氏（以下、これらを総称して「堯アセットマネジメント公開買付け関係者」といいます。）を除く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。なお、当該事業計画は、当社が2023年5月に公表した当社の中期経営計画を基に、国内外における自動車生産台数の計画の見直し等を反映した市場規模の成長率の増加、当社のシェア成長率の増加及び当社の業績等を踏まえ、マーケット環境の変遷を最大限反映するべく、合理的に予測可能な計画期間を6カ年として作成したものであり、堯アセットマネジメント公開買付け関係者から独立性の認められる役職員5名（小西紀行代表取締役、従業員3名及び業務委託スタッフ1名）による主導の下で作成されており、作成過程において堯アセットマネジメント公開買付け関係者が関与した事実はありません。

前特別委員会は、当社が堯アセットマネジメント公開買付けのために当該事業計画を作成するに当たり検討した、事業計画案の内容及び重要な前提条件等について説明を受けるとともに、最終的な当該事業計画の内容、重要な前提条件及び作成経緯等について合理性を確認し、承認をしています。また、本特別委員会においても、KPMGが公開買付者グループ及び当社の関連当事者に該当せず、本公開買付けに関して重要な利害関係を有していないこと、本日現在における当社の事業計画には、上記事業計画からの重要な変更がないと考えられること、及び、本株式価値算定書の取得日である2025年8月5日から本日現在までの当社を取り巻く環境・状況の変化を考慮しても、本株式価値算定書における株式価値算定結果に影響を与える前提事実に大きな変更はないと考えられることを確認しています。

#### （4）上場廃止となる見込み及びその事由

当社株式は、本日現在、東京証券取引所スタンダード市場に上場されていますが、公開買付者は、本公開買付けにおいて買付予定数に上限を設定していないため、本公開買付けの結果次第では、東京証券取引所の定める上場廃止基準に従って、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

手続を実行することを予定しており、その場合、上場廃止基準に該当し、当社株式は、所定の手続を経て上場廃止となります。なお、上場廃止後は、当社株式を東京証券取引所スタンダード市場において取引することはできません。

(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、本公開買付け終了後に、公開買付者グループの所有する当社株式に係る議決権が当社の総株主の議決権の3分の2以上となり、且つ公開買付者が当社株式の全て（公開買付者グループが所有する当社株式及び当社が所有する自己株式を除きます。）を取得できなかった場合には、本公開買付けの成立後に、以下の方法により、本スクイーズアウト手続を実行し、当社を上場廃止とすることを予定しているとのことです（公開買付者グループの所有する当社普通株式に係る議決権が当社の総株主の議決権の3分の2未満となった場合の方針については、現時点では未定とのことです。なお、本公開買付けの結果、仮に公開買付者グループの所有する当社普通株式に係る議決権が当社の総株主の議決権の3分の2未満となり、且つ、東京証券取引所の上場維持基準への抵触により当社株式が上場廃止となる場合には、公開買付者としては、当社創業家株主や経営陣との間で真摯に協議を行い、当社の少数株主に対し本公開買付けと同等の条件によるエグジットの機会を設ける等の少数株主利益保護のための最大限の対応を行うことを検討しているとのことです。本公開買付け終了後に公開買付者グループの所有する当社株式に係る議決権が当社の総株主の議決権の3分の2に満たなかった場合の対応等について、当社として決定した場合、又は公開買付者より公開買付者が決定した事項に関し連絡を受けた場合には、速やかに開示いたします。）。

A) 株式売渡請求

公開買付者は、本公開買付けの成立により、公開買付者が所有する当社の議決権の合計数が当社の総株主の議決権の数の90%以上となり、公開買付者が会社法第179条第1項に規定する特別支配株主となる場合には、本公開買付けの決済の完了後速やかに、会社法第2編第2章第4節の2の規定に基づき、売渡株主に対し、株式売渡請求をする予定とのことです。

株式売渡請求においては、当社株式1株当たりの対価として、本公開買付価格と同額の金銭を売渡株主に対して交付することを定める予定とのことです。この場合、公開買付者は、その旨を当社に通知し、当社に対して株式売渡請求の承認を求めるとのことです。当社が取締役会の決議により株式売渡請求を承認した場合には、関係法令の定める手続に従い、売渡株主の個別の承認を要することなく、公開買付者は、株式売渡請求において定めた取得日をもって、売渡株主からその所有する当社株式の全部を取得するとのことです。そして、公開買付者は、当該売渡株主の所有していた当社株式1株当たりの対価として、各売渡株主に対して本公開買付価格と同額の金銭を交付する予定とのことです。

株式売渡請求に関連する一般株主の権利保護を目的とした会社法上の規定としては、会社法第179条の8その他の関係法令の定めに従って、売渡株主は、裁判所に対して、その所有する当社株式の売買価格の決定の申立てを行うことができる旨が定められています。なお、上記申立てがなされた場合の当社株式の売買価格は、最終的には裁判所が判断することになります。

B) 株式併合

本公開買付けの成立により、公開買付者グループが所有する当社の議決権の合計数が当社の総株主の議決権の数の3分の2以上となり、公開買付者が所有する当社の議決権の合計数が当社の総株主の議決権の数の90%未満である場合には、本公開買付け終了後、公開買付者グループは、会社法第180条に基づき当社株式の併合（以下「本株式併合」といいます。）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変更を行うことを付議議案に含む当社の臨時株主総会（以下「本臨時株主総会」といいます。）を開催することを、本公開買付けの決済の完了後速やかに当社に要請する予定とのことです。

本臨時株主総会の開催時期等については、公開買付者グループと当社にて協議の上、決定次第、当社に速やかに公表するよう要請する予定とのことです。なお、公開買付者グループは、本

臨時株主総会の開催に向けて当社の協力を得るべく誠実に説明する予定とのことですが、仮に当社にご協力いただけない場合には、やむを得ず、株主としての地位に基づいて本臨時株主総会の開催のために必要となる手続を、自ら、できる限り速やかに実施する予定とのことです。また、公開買付者グループは、本臨時株主総会において上記各議案に賛成する予定とのことです。

本臨時株主総会において本株式併合の議案についてご承認をいただいた場合には、本株式併合がその効力を生ずる日において、当社の株主は、本臨時株主総会においてご承認を得られた本株式併合の割合に応じた数の当社株式を所有することとなります。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、当社の株主に対して、会社法第235条その他の関係法令の定める手続に従い、当該端数の合計数（合計した数に1株に満たない端数がある場合には、当該端数は切り捨てられます。以下同じです。）に相当する当社株式を当社又は公開買付者グループに売却すること等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しなかった当社の株主（公開買付者グループ及び当社を除きます。）に交付される金銭の額が、本公開買付価格に当該各株主が所有していた当社株式の数を乗じた価格と同一となるよう設定した上で、裁判所に対して任意売却許可の申立てを行うことを当社に要請する予定とのことです。本株式併合の割合は、本日現在において未定ですが、公開買付者グループのみが当社株式の全て（当社が所有する自己株式を除きます。）を所有することとなるよう、本公開買付けに応募しなかった当社の株主（公開買付者グループ及び当社を除きます。）が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要請する予定とのことです。

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い、所定の条件を充たす場合には、当社の株主は、当社に対し、自己の所有する当社株式のうち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の決定の申立てを行うことができる旨が定められております。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（公開買付者グループ及び当社を除きます。）が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、上記申立てを行うことができることになる予定です。なお、本公開買付けは、本臨時株主総会における当社の株主の皆様の賛同を勧誘するものではありません。

上記の手続については、関係法令についての改正、施行及び当局の解釈等の状況等によっては、実施に時間を要し、又はそれと概ね同等の効果を有するその他の方法に変更する可能性があります。ただし、その場合でも、本公開買付けに応募しなかった当社の株主（公開買付者グループ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する予定です。もっとも、本株式併合についての株式買取請求に関する価格の決定の申立てがなされた場合において、当社株式の株式買取請求に関する価格は、最終的に裁判所が判断することになります。

以上の場合における具体的な手続及びその実施時期等について、本公開買付け終了後、公開買付者グループは当社に協議の申入れを行う予定であり、決定次第、当社に速やかに公表するよう要請する予定とのことです。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、当社の株主の皆様が自らの責任にて税務専門家にご確認いただきますようお願いいたします。

#### （6）本公開買付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

公開買付者は当社のその他の関係会社に該当することから、本公開買付けには有価証券上場規程第441条に規定される「MBO等に係る遵守事項」が適用されること、及び構造的な利益相反の問題が存在するお

それがあつること等を踏まえ、当社は、本公開買付けに対する当社の意思決定の恣意性を排除し、当社の意思決定過程の公正性、透明性及び客観性を確保し、利益相反を回避するため、以下の①乃至⑤の措置を実施しております。

① 当社における独立したファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関からの株式価値算定書の取得

上記「(3) 算定に関する事項」に記載のとおり、当社は、堯アセットマネジメント公開買付けに関する意見表明を行うに当たり、堯アセットマネジメント公開買付け価格の公正性を担保すべく、田中秀明氏及び当社から独立した第三者算定機関として、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であるKPMGに対して、当社株式の株式価値算定を依頼し、2025年8月5日付で、本株式価値算定書を取得いたしました。

当社は、本公開買付けの検討に際し、(a) KPMGがDCF法による算定の前提とした当社の事業計画が、本日現在における当社の事業計画と大きな変更がないと考えられること、及び、(b) 本株式価値算定書の取得日である2025年8月5日から本日現在までの当社を取り巻く環境・状況の変化を考慮しても、本株式価値算定書における株式価値算定結果に影響を与える前提事実に大きな変更はないと考えられることを確認いたしました。これに加え、上記「(2) 意見の根拠及び理由」の「③当社が本公開買付けに賛同するに至った意思決定の過程及び理由」に記載のとおり、堯アセットマネジメント公開買付け及び第1回公開買付けの公表により当社株式の市場株価が上昇しており、直近の市場株価が必ずしも当社株式の価値を反映しているとはいえないことを踏まえ、本公開買付け価格に関する検討に際し、市場株価平均法に基づく算定結果・DCF法に基づく算定結果のいずれについても、本株式価値算定書の取得日である2025年8月5日から本日現在までの当社を取り巻く環境・状況の変化を考慮しても、本株式価値算定書に影響を与える前提事実に大きな変更はないと考えられることを本特別委員会にて確認し、株式価値算定書の内容の変更及び更新は不要であると判断しております。

そのため、当社は、本公開買付けに対する意見表明にあたり、KPMGから再度の算定書は取得しておりません。

なお、KPMGは、公開買付者及び当社の関連当事者には該当せず、本公開買付けに関して重要な利害関係を有しておりません。なお、本公開買付けに係るKPMGに対する報酬は、本公開買付けの結果等に応じて支払われる報酬が含まれております。当社は、同種の取引における一般的な実務慣行及び本公開買付けの結果によらず当社に相応の金銭的負担が生じる報酬体系等も勘案すれば、本公開買付けの結果等に応じて支払われる報酬が含まれていることをもって独立性が否定されるわけではないと判断の上、上記の報酬体系によりKPMG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ております。

本特別委員会は、当社が選任したファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関につき、独立性及び専門性に問題がないことから、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承認し、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、第1回の本特別委員会において確認しております。

② 当社における独立した法律事務所からの助言

当社は、本公開買付け価格の公正性その他の本公開買付けを含む本公開買付けの公正性を担保すべく、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西村あさひを選任し、同事務所から、本公開買付け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、西村あさひは、公開買付者及び当社の関連当事者には該当せず、本公開買付けに関して重要な利害関係を有しておりません。また、西村あさひの報酬は、本公開買付け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、本公開買付けの成立を条件とする成功報酬は含まれておりません。本特別委員会は、当社が選任したリーガル・アドバイザーにつき、独立性及び専門性に問題がないこと及び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、第1回の本特別委員会において確認しております。

③ 当社における独立した特別委員会の設置及び答申書の取得

(i) 特別委員会の設置等の経緯

当社は、公開買付者の特別関係者である ECM より、2026 年 1 月 19 日付「第 2 回公開買付けによる株式会社ソフト 99 コーポレーションの株式取得に関する意向表明書」と題する書面を受領し、本公開買付けの提案を受けました。当社は、本公開買付けに関する検討体制について、第 1 回公開買付けに引き続き、西村あさひ及び KPMG の助言を得て検討いたしました。その結果、当社は、(i) 第 1 回公開買付けの結果、公開買付者は当社の関係会社に該当すること、並びに、(ii) 本公開買付け及びその後に予定されている一連の行為により当社株式が上場廃止となる見込みがあること等を踏まえ、本公開買付けに関する意思決定の恣意性を排除し、当社の意思決定過程の公正性、透明性及び客観性を確保し、利益相反を回避するため、特別委員会の設置をはじめとする本公開買付けの公正性を担保するための措置を十分に講じる必要があると判断しました。

上記を踏まえ、当社は、特別委員会の設置に向けて、特別委員会の委員の候補となる当社の社外取締役及び社外監査役の独立性及び適格性等について検討しました。そして、当社は、西村あさひ及び KPMG の助言を得て、公開買付者及び当社並びに本公開買付けの成否から独立しており、本公開買付けに関して一般株主とは異なる重要な利害関係を有していないことを確認した上で、井原慶子（当社独立社外取締役）、藤井美保代（当社独立社外取締役）、平井康博（当社独立社外監査役）及び樋口秀明（当社独立社外監査役）を本特別委員会の委員の候補として選定いたしました。

このような経緯を経て、当社取締役会は、2026 年 1 月 23 日、当社株式を 661,976 株（所有割合 3.07%）保有する株主であって、本公開買付けに関して特別の利害関係を有しており、当社との間で利益が相反する可能性がある田中秀明氏を除く全員一致で、改めて、本公開買付けに係る検討のための当社のリーガル・アドバイザーとして西村あさひを、ファイナンシャル・アドバイザーとして KPMG をそれぞれ選任するとともに、上記 4 名を委員とする本特別委員会を設置し、本特別委員会に対して、(a) 本公開買付けの目的の正当性・合理性（本公開買付けが当社の企業価値の向上に資するかを含む。）、(b) 本公開買付けの条件の公正性・妥当性、(c) 本公開買付けの手の公正性、(d) 本公開買付けが当社の一般株主にとって公正なものであると考えられるか、(e) 上記(a)から(d)までを踏まえて当社取締役会が本公開買付けに対して賛同する意見を表明すること及び当社の株主に対して本公開買付けへの応募を推奨することの是非（以下、総称して「本諮問事項」といいます。）についての答申を求めることを決議いたしました。また、当社取締役会は、当社取締役会が本公開買付けに関する意思決定を行うに際しては、本特別委員会の意見を最大限尊重するものとし、本特別委員会が本公開買付けを実施することが妥当でないと判断した場合には、当社取締役会は本公開買付けに賛同しないものとする旨を併せて決議いたしました。加えて、当社取締役会は、本特別委員会に対し、以下の権限を付与する旨も決議しております。

- ① 本公開買付けの取引条件の公正性が確保されるよう、取引条件に関する交渉について事前に方針を確認し、適時にその状況の報告を受け、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とともに、必要に応じて直接交渉を行う権限
- ② 本特別委員会が本諮問事項の検討等に当たり必要と判断した場合には、本公開買付けに関して適切な判断を確保するために、特別委員会のアドバイザー等を選任する権限（なお、特別委員会は、当社のアドバイザー等が高い専門性を有しており、独立性にも問題がない等、特別委員会として当社のアドバイザー等を信頼して専門的助言を求めることができると判断した場合には、当社のアドバイザー等に対して専門的助言を求めることができるものとする。特別委員会のアドバイザー等の専門的助言に係る合理的費用は当社の負担とする。）
- ③ 答申を行うに当たって必要となる一切の情報の収集を当社又は当社のアドバイザーに対して求める権限

なお、当社は、本特別委員会の各委員に対しては、その職務の対価として、答申内容にかかわらず、固定額の報酬を支払うものとし、当該報酬には、本公開買付けの成立を条件とする成功報酬は含まれていません。

(ii) 本公開買付け本公開買付け本公開買付け本公開買付け本公開買付け本公開買付け本公開買付け  
本公開買付け本公開買付け特別委員会における検討等の経緯

本特別委員会は、合計5回、合計約6時間30分にわたり開催され、本諮問事項についての検討を行いました。

具体的には、まず、本特別委員会は、2026年1月23日に開催された第1回特別委員会において、当社のファイナンシャル・アドバイザーであるKPMG及びリーガル・アドバイザーである西村あさひについて、いずれも公開買付者及び当社からの独立性及び専門性に問題がないことを確認いたしました。また、本特別委員会は、第1回特別委員会において、必要に応じKPMG及び西村あさひから専門的助言を得ることとし、公開買付届出書の内容について確認の上、本諮問事項の検討に必要な事項についての協議及び検討を行いました。

そして、本特別委員会は、同月28日に開催された第2回特別委員会においては、公開買付者に対するインタビューを、同年2月3日に開催された第3回特別委員会においては、田中秀明氏へのインタビューを実施いたしました。その後、同月5日に開催された第4回特別委員会において、各インタビューに対する回答の内容を踏まえ、本諮問事項に対する答申内容について検討しました。

更に、本特別委員会は、西村あさひから、複数回、当社が公表又は提出予定の本公開買付けに係るプレスリリース及び意見表明報告書の各ドラフト、並びに公開買付者が提出予定の本公開買付けに係る公開買付届出書のドラフトの内容について説明を受け、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。

本特別委員会は、以上の経緯で本諮問事項について慎重に協議及び検討を重ねた結果、同月16日に開催された第5回特別委員会において、本諮問事項に対する答申内容を委員全員の一致で決議いたしました。

(iii) 特別委員会における判断内容

本特別委員会は、以上のような経緯の下、本諮問事項について慎重に協議及び検討した結果、2026年2月16日付で、当社取締役会に対し、委員全員の一致で、添付の本答申書を提出いたしました。本特別委員会の答申内容及び答申の理由については、本答申書をご参照ください。

④ 当社における独立した検討体制の構築

当社は構造的な利益相反の問題を排除する観点から、公開買付者グループから独立した立場で、本公開買付けに係る検討、交渉及び判断を行う体制を当社の社内に構築しております。具体的には、当社の役職員には公開買付者グループの関連当事者に該当する者は含まれておらず、また、本公開買付けに関する検討、交渉及び判断を行う当社の検討体制は、全て公開買付者グループから独立性の認められる役職員のみで構成することとし、本日に至るまでかかる取扱いを継続しております。

⑤ 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、KPMGより取得した当社算定書、西村あさひから得た法的助言を踏まえつつ、本特別委員会（本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及び答申書の取得」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、本公開買付けの諸条件について慎重に検討を行いました。

その結果、当社は、上記「(2) 意見の根拠及び理由」の「③当社が本公開買付けに賛同するに至った意思決定の過程及び理由」に記載のとおり、本日付の取締役会において、本公開買付けを含む本公開買付けが当社の企業価値向上に資するものであるとともに、当社算定書の算定結果及び本公開買付

価格のプレミアム水準、本公開買付け価格の決定プロセス等に照らし、本公開買付け価格を含む本公開買付けに係る取引条件は妥当なものであると判断し、本公開買付け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、本公開買付けへの応募を推奨することを、決議に参加した当社の取締役（取締役合計9名のうち、田中秀明氏を除く取締役8名）の全員一致で決議いたしました。また、当社の監査役はいずれも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ました。

なお、上記の取締役会において、当社の取締役である田中秀明氏は、田中秀明氏は、当社株式を661,976株（所有割合：3.07%）保有する株主であることから、本公開買付けに関して特別の利害関係を有しており、当社との間で利益が相反する可能性があることから、本公開買付けの検討に関する議題の決議には一切参加しておらず、また、当社の立場において田中秀明氏及び公開買付者との協議及び交渉には一切参加しておりません。

4. 公開買付者と当社の株主・取締役等との間における本公開買付けへの応募に係る重要な合意に関する事項  
公開買付者が本公開買付けにより取得することとなる当社株式に係る議決権の行使権限は、公開買付者とECMとの間の投資一任契約に基づきECMが有しているとのことです。

また、MFに関する投資権限及び投資対象の議決権行使に係る権限はMFの設立・運営に係るECMとサンテラとの間の信託証書（以下「本信託証書」といいます。）に基づきECMが有していますが、MF自体には法人格が存在しないため、ECMの投資判断に基づき、MFの資金によりこれまで取得された当社株式1,036,400株（所有割合4.80%）については、本信託証書に基づき、形式的には、MFの受託者であるサンテラが所有者となっているとのことです。

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. 公開買付け期間の延長請求  
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「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、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「(i) 公開買付者が本公開買付けを実施するに至った背景、目的及び意思決定の過程」及び「(ii) 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事由」並びに「(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. MBO等に関する事項

- (1) 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関する事項

公開買付者は、当社のその他の関係会社に該当し、本公開買付けには有価証券上場規程第441条に規定される「MBO等に係る遵守事項」が適用されます。

当社は、本公開買付けに関して、上記「3. 本公開買付けに関する意見の内容、根拠及び理由」の「(6) 本公開買付け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」のとおり、公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置を講じております。



(2) 一般株主にとって公正であることに関する特別委員会の意見

また、当社は、上記「3. 本公開買付けに関する意見の内容、根拠及び理由」の「(6) 本公開買付価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置」の「③当社における独立した特別委員会の設置及び答申書の取得」のとおり、本公開買付けが当社の一般株主にとって公正なものであることに関して本特別委員会から本答申書の提出を受けております。本答申書の詳細は別添1をご参照ください。

(参考)

本答申書(別添1)

以上

2026 年 2 月 16 日

株式会社ソフト 99 コーポレーション 御中

株式会社ソフト 99 コーポレーション特別委員会

委員長 樋 口 秀 明

委 員 井 原 慶 子

委 員 藤 井 美 保 代

委 員 平 井 康 博

## 答 申 書

株式会社ソフト 99 コーポレーション特別委員会(以下「当委員会」という。 )は、ECM マスター ファンド SPV 3 (以下「公開買付者」という。 )による、当社の普通株式(以下「当社株式」という。 )に対する公開買付け(以下「本公開買付け」という。 )に関して、当社の取締役会(以下「当社取締役会」という。 )から諮問を受けた下記第 1 記載の事項(以下「本諮問事項」という。 )について、下記第 2 のとおり答申する。

## 第1 諮問事項

当委員会は、本公開買付けに関して、当社取締役会から下記の事項の諮問を受けた。なお、本公開買付けの概要は以下のとおりである。

公開買付者	ECM マスター ファンド SPV 3
買付期間(以下「本公開買付期間」という。)	2026年1月22日から同年3月6日まで(30営業日)
買付価格	当社株式1株につき4,100円
買付予定の株券等の数	買付予定数：13,790,762株 買付予定数の上限：なし 買付予定数の下限：なし
本公開買付け後の手続	本公開買付けの成立後、公開買付者グループ(下記第3.1.(2)にて定義する。以下同じ。)が所有する当社株式に係る議決権が、当社の総株主の議決権の3分の2以上となり、且つ、公開買付者が当社株式の全て(公開買付者グループが所有する当社株式及び当社の所有する自己株式を除く。)を取得できなかった場合には、株式売渡請求又は株式併合を利用する方法により、当社株式を非公開化する予定

### 記

1. 本公開買付けの目的の正当性・合理性(本公開買付けが当社の企業価値向上に資するかを含む。)
2. 本公開買付けの取引条件の公正性・妥当性
3. 本公開買付けの手続の公正性
4. 本公開買付けが当社の一般株主にとって公正なものであると考えられるか
5. 上記1. から4. までを踏まえて当社取締役会が本公開買付けに対してどのような意見を表明すべきか

## 第2 諮問事項に対する当委員会の答申

1. 本公開買付けの目的の正当性・合理性(本公開買付けが当社の企業価値向上に資するかを含む。)

本公開買付けの目的は、少数株主の利益の保護に資する正当且つ合理的なものであり、且つ、当社の企業価値向上の観点から不合理なものではないと考えられる。

2. 本公開買付けの取引条件の公正性・妥当性

本公開買付けの取引条件は公正且つ妥当であると考えられる。

3. 本公開買付けの手続の公正性

本公開買付けの手続は公正であると考えられる。

4. 本公開買付けが当社の一般株主にとって公正なものであると考えられるか

本公開買付けは当社の一般株主にとって公正なものであると考えられる。

5. 上記1. から4. までを踏まえて当社取締役会が本公開買付けに対してどのような意見を表明すべきか

当社取締役会が本公開買付けに対して賛同する意見を表明すること及び当社の株主に対して本公開買付けへの応募を推奨することは、妥当であると考えられる。

### 第3 調査・検討の方法

#### 1. 当委員会に対する諮問に至る経緯

##### (1) 本公開買付けの開始に至る経緯

当社は、当時当社代表取締役社長であった田中秀明氏より、2025年5月9日付「マネジメントバイアウト(MBO)に関する意向表明書」を受領し、当社株式に対する公開買付け及びその後のスクイーズ・アウトを含む当社を非公開化するための一連の手續に関する提案を受けたことを踏まえ、リーガル・アドバイザーである西村あさひ法律事務所・外国法共同事業(以下「西村あさひ」という。 )及びファイナンシャル・アドバイザーである株式会社KPMG FAS(以下「KPMG」という。 )からの助言を受け、2025年5月16日開催の当社取締役会の決議により、特別委員会(以下「前特別委員会」という。 )<sup>1</sup>を設置した。その後、当社は、前特別委員会からの答申を受けて検討した上で、2025年8月6日、当社取締役会において、同日付で公表された田中秀明氏が代表取締役を務める堯アセットマネジメント株式会社による当社株式に対する公開買付け(以下「堯アセットマネジメント公開買付け」という。 )に賛同するとともに、当社の株主に対して応募を推奨する旨を決議し、同日付で当該意見を公表した。

その後、公開買付者は、堯アセットマネジメント公開買付けの公開買付期間中である2025年9月16日より、当社株式に対する公開買付け(以下「第1回公開買付け」という。 )を開始した。当社は、前特別委員会からの答申を受けて検討した上で、同月25日開催の当社取締役会で第1回公開買付けに反対する旨を決議し、同日付で当該意見を公表した。

当該反対意見において、第1回公開買付けは、成立後にスクイーズ・アウトが実施されるか否かが不確実であること等により、当社の一般株主に強圧性を生じさせるおそれがあることが指摘されていたことを受け、公開買付者は、同年10月1日付の訂正公開買付届出書において、第1回公開買付けが成立したものの、公開買付者、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「ECM」という。 )、サンテラ(ケイマン)リミテッド(以下「公開買付者グループ」と総称する。 )の所有する当社株式に係る議決権が当社の総株主の議決権の3分の2以上とならなかった場合には、第1回公開買付価格と同一の価格を買付け等の価格として、買付予定数の上限及び下限を設定しない公開買付けを実施することとした。

その後、第1回公開買付けは同年11月13日に成立した一方で、第1回公開買付け

---

<sup>1</sup> 前特別委員会の委員は、当委員会と同様に、井原慶子、藤井美保代平井康博及び樋口秀明の4名である。

後の公開買付者グループが所有する当社株式に係る議決権が当社の総株主の議決権の 3 分の 2 以上に満たなかったことから、公開買付者は、本公開買付けを実施することを決定した。

## (2) 本公開買付けに係る当委員会に対する諮問に至る経緯

当社は、公開買付者の特別関係者である ECM より、2026 年 1 月 19 日付「第 2 回公開買付けによる株式会社ソフト 99 コーポレーションの株式取得に関する意向表明書」と題する書面(以下「本意向表明書」という。)を受領し、本公開買付けの提案を受けた。当社は、本公開買付けに関する検討体制について、第 1 回公開買付けに引き続き、西村あさひ及び KPMG の助言を得て検討した。その結果、当社は、(i)第 1 回公開買付けの結果、公開買付者は当社の関係会社に該当すること、並びに、(ii)本公開買付け及びその後に予定されている一連の行為により当社株式が上場廃止となる見込みがあること等を踏まえ、本公開買付けに関する意思決定の恣意性を排除し、当社の意思決定過程の公正性、透明性及び客観性を確保し、利益相反を回避するため、特別委員会の設置をはじめとする本公開買付けの公正性を担保するための措置を十分に講じる必要があると判断した。

上記を踏まえ、当社は、特別委員会の設置に向けて、特別委員会の委員の候補となる当社の社外取締役及び社外監査役の独立性及び適格性等について検討した。そして、当社は、西村あさひ及び KPMG の助言を得て、公開買付者及び当社並びに本公開買付けの成否から独立しており、本公開買付けに関して一般株主とは異なる重要な利害関係を有していないことを確認した上で、井原慶子、藤井美保代、平井康博及び樋口秀明を当委員会の委員の候補として選定した。

このような経緯を経て、当社取締役会は、2026 年 1 月 23 日、当社株式を 661,976 株(所有割合<sup>2</sup>3.07%)保有する株主であって、本公開買付けに関して特別の利害関係を有しており、当社との間で利益が相反する可能性がある田中秀明氏を除く全員一致で、改めて、本公開買付けに係る検討のための当社のリーガル・アドバイザーとして西村あさひを、ファイナンシャル・アドバイザーとして KPMG をそれぞれ選任するとともに、上記 4 名を委員とする当委員会を設置し、当委員会に対して、本諮問事項についての答申を求めることを決議した。また、当社取締役会は、当社取締役会が本公開買付けに関する意思決定を行うに際しては、当委員会の意見を最大限尊重するものとし、当委員会が本公開買付けを実施することが妥当でないと判断した場合には、当社

<sup>2</sup> 所有割合とは、当社が 2025 年 11 月 7 日に提出した第 72 期半期報告書(以下「当社第 72 期半期報告書」という。)に記載された同年 9 月 30 日現在の当社株式の発行済株式総数(22,274,688 株)から、当社第 72 期半期報告書に記載された同日現在の当社の所有する自己株式数(679,509 株)(なお、当該自己株式数には、当社の「従業員持株会支援信託 ESOP」の信託財産である当社株式 105,100 株を含まない。以下、当社が所有する自己株式数について同じ。)を控除した数(21,595,179 株)に対する割合をいう。以下、別途の記載がある場合を除き、同じ。

取締役会は本公開買付けに賛同しないものとする旨を併せて決議した。加えて、当社取締役会は、当委員会に対し、以下の権限を付与する旨も決議した。

- ① 本公開買付けの取引条件の公正性が確保されるよう、取引条件に関する交渉について事前の方針を確認し、適時にその状況の報告を受け、重要な局面で意見を述べ、指示や要請を行うことなどにより、取引条件に関する交渉過程に実質的に関与するとともに、必要に応じて直接交渉を行う権限
- ② 当委員会が本諮問事項の検討等に当たり必要と判断した場合には、本公開買付けに関して適切な判断を確保するために、特別委員会のアドバイザー等を選任する権限(なお、特別委員会は、当社のアドバイザー等が高い専門性を有しており、独立性にも問題がないなど、特別委員会として当社のアドバイザー等を信頼して専門的助言を求めることができると判断した場合には、当社のアドバイザー等に対して専門的助言を求めることができるものとする。特別委員会のアドバイザー等の専門的助言に係る合理的費用は当社の負担とする。)
- ③ 答申を行うに当たって必要となる一切の情報の収集を当社又は当社のアドバイザーに対して求める権限

なお、当社は、当委員会の各委員に対しては、その職務の対価として、答申内容にかかわらず、固定額の報酬を支払うものとし、当該報酬には、本公開買付けの成立を条件とする成功報酬は含まれていない。

## 2. 特別委員会の構成

当委員会の構成は、以下のとおりである。委員長については、2026 年 1 月 23 日に開催された第 1 回特別委員会において、委員の互選により、樋口秀明が選定された。

委員長	樋 口 秀 明	(当社社外監査役)
委 員	井 原 慶 子	(当社社外取締役)
委 員	藤 井 美保代	(当社社外取締役)
委 員	平 井 康 博	(当社社外監査役)

## 3. 当委員会における審議及び検討方法

当委員会は、合計 5 回、合計約 6 時間 30 分にわたり開催され、本諮問事項についての検討を行った。

具体的には、まず、当委員会は、2026 年 1 月 23 日に開催された第 1 回特別委員会において、当社のファイナンシャル・アドバイザーである KPMG 及びリーガル・アドバイザーである西村あさひについて、いずれも公開買付者及び当社からの独立性及び専門性に問題がないことを確認した。また、当委員会は、第 1 回特別委員会において、

必要に応じKPMG及び西村あさひから専門的助言を得ることとし、公開買付届出書の内容について確認の上、本諮問事項の検討に必要な事項についての協議及び検討を行った。

そして、当委員会は、同月28日に開催された第2回特別委員会においては、公開買付者に対するインタビューを、同年2月3日に開催された第3回特別委員会においては、田中秀明氏へのインタビューを実施した。その後、同月5日に開催された第4回特別委員会において、各インタビューに対する回答の内容を踏まえ、本諮問事項に対する答申内容について検討した。

当委員会は、以上の経緯で本諮問事項について慎重に協議及び検討を重ねた結果、同月16日に開催された第5回特別委員会において、本諮問事項に対する答申内容を委員全員の一致で決議した。

なお、本答申書は、本答申書作成日までに当委員会が受けた説明及び受領した資料に基づき作成されたものであって、これらの内容が真実且つ正確であること、及び当委員会による検討の結果に影響を及ぼす可能性がある重要な事実が他に存在しないことを前提としている。

## **第4 諮問事項に対する答申の理由**

### **1. 本公開買付けの目的の正当性・合理性(本公開買付けが当社の企業価値向上に資するかを含む。)**

#### **(1) 本公開買付けの目的等**

当委員会が公開買付者から受けた説明及び公開買付届出書によれば、本公開買付けの目的は、以下のとおりである。

##### **ア. 少数株主に対する再度の判断機会の提供**

上記第3.1.(1)のとおり、公開買付者は、第1回公開買付けを実施した際、当社の反対意見において、第1回公開買付けは、成立後にスクイーズ・アウトが実施されるか否かが不確実であること等により、当社の一般株主に強圧性を生じさせるおそれがあることが指摘されていたことを受け、第1回公開買付けが成立したものの、公開買付者グループの所有する当社株式に係る議決権が当社の総株主の議決権の3分の2以上とならなかった場合には、第1回公開買付価格と同一の価格を買付け等の価格として、買付予定数の上限及び下限を設定しない公開買付けを実施することとしていた。



そして、第 1 回公開買付けは 2025 年 11 月 13 日に成立したものの、公開買付者グループの所有する当社株式に係る議決権は当社の総株主の議決権の 3 分の 2 以上に満たなかったことから、公開買付者は、第 1 回公開買付けにおける開示内容に沿って、第 1 回公開買付けに応募しなかった当社の株主を含む当社の少数株主に再度の判断の機会を提供するために、本公開買付けを実施することを決定したとのことである。

#### イ. 当社の中長期的な企業価値の向上のための当社に対する一定の影響力の確保

公開買付者は、本公開買付け後に当社の業務執行に直接携わらず、当社経営陣の意向を最大限尊重する方針であり、当社の実情を踏まえた検討及び当社経営陣との真摯な協議を前提とした所有と経営の分離を実現することを企図しているとのことである。その上で公開買付者は、当社の中長期的な企業価値の向上に最大限寄与すべく、本公開買付けを通じて当社に対する一定の影響力を確保した上で、下記(Ⅰ)及び(Ⅱ)の各施策(以下「本企業価値向上策」という。)を実行することを検討しているとのことである。

##### (Ⅰ) コーポレート・ガバナンスの強化

公開買付者は、当社の企業価値及び株主価値を向上させるためには、経営陣に対するモニタリング機能や、経営陣の企業価値及び株主価値とのアライメントを強化することが必要であると考えているとのことである。

このうち前者との関係では、公開買付者は、経営陣に対するモニタリング機能を強化するため、本公開買付け後、当社が指名委員会等設置会社へ移行すること、及び、取締役会に占める独立社外取締役の割合を 3 分の 2 以上とすることを促す予定とのことである。なお、公開買付者グループから当社の取締役会への人員の派遣は予定していないとのことである。

後者との関係では、公開買付者は、経営陣の企業価値及び株主価値とのアライメントを強化するために、本公開買付け後、当社経営陣の報酬設計につき、企業価値及び株主価値の増加から生じる利益を経営陣が共有することを目的としたインセンティブ報酬を積極的に付与することができるよう報酬制度を改定することを促す予定とのことである。なお、インセンティブ報酬の内容としては、ストック・オプションや譲渡制限付き株式報酬等、様々な選択肢の中から適切なものを選べるよう、本公開買付けの終了後に当社経営陣と真摯に協議することを予定しているとのことである。

また、公開買付者は、本公開買付けの完了後、当社の役職員について、解雇・人員削減等を行うことは考えておらず、従来の処遇を維持又は改善する

こと、企業価値の増加から生じる利益を共有するインセンティブ報酬(株式の保有を含む。)を積極的に付与することを促す予定とのことである。

## (II) コンプライアンス上の取組みの一層の充実化

公開買付者は、コンプライアンスの徹底は、企業価値向上に不可欠な基盤であって、コンプライアンスを軽視すれば企業価値が毀損されるリスクが高まり、場合によっては経営基盤を揺るがす危機を招きかねない一方で、コンプライアンスを重視し内部統制体制を強化することは、資本コストの低減を通じ、中長期的な企業価値向上に繋がると考えているとのことである。当社は、現在「ソフト 99 グループ行動憲章」や「内部統制システムに関する基本的な考え方」を定め、それらの遵守状況を内部統制委員会及び内部監査部門でモニタリングしているが、公開買付者は、そのようなコンプライアンスの取組みをより一層充実させることを促す予定とのことである。

## (2) 当委員会による検討

ア. 「少数株主に対する再度の判断機会の提供」という目的について

上記(1)ア. のとおり、本公開買付けは、第 1 回公開買付けに対する当社の反対意見において示されていた一般株主への強圧性に関する当社の懸念を踏まえ、かかる強圧性が生じるおそれを低減させるという観点から、第 1 回公開買付けにおける開示内容に沿って、第 1 回公開買付けに応募しなかった当社の株主を含む当社の少数株主に再度の判断の機会を提供するために、実施されるものであることが認められる。

当該目的は、当社の少数株主の保護に資するものであり、正当且つ合理的であると認められる。

イ. 「当社の中長期的な企業価値の向上のための当社に対する一定の影響力の確保」という目的について

公開買付者によれば、本企業価値向上策は、取締役会の監督機能の強化による経営陣の誤った経営判断の抑制や早期且つ適時の経営戦略の見直し、中長期的な企業価値向上のための適切な KPI(重要業績評価指標)の設定、意思決定の透明性の確保や監査機能・内部統制の強化によるリスクの低下、資本配分に対する規律を通じた資本効率の改善等、多方面から企業価値向上に資するものと考えられるとのことであるところ、こうした公開買付者の説明に不合理な点は認められな

い。

他方で、公開買付者からは、当社の置かれている事業環境や経営課題等を前提とした場合に、本企業価値向上策が、具体的にどのような形で当社の企業価値向上に結びつくのかは必ずしも示されていない。もっとも、上記(1)イ.のとおり、公開買付者は、当社の具体的な経営及び業務執行については当社経営陣の意向を最大限尊重する方針であり、当社の実情を踏まえた検討及び当社経営陣との真摯な協議を前提とした所有と経営の分離を実現することを企図しているとのことである。また、公開買付者によれば、本企業価値向上策の詳細については、本公開買付け後、当社経営陣との真摯な協議を通じて、当社にとって最適な方策を引き続き検討していくことを想定しているとのことである。以上を前提とすると、公開買付者が提案している本企業価値向上策は、当社経営陣が、当社の置かれている事業環境等を踏まえて検討・実施する企業価値向上施策への制限を最小限に留めるものであり、これらと両立可能であると考えられる。また、上述のとおり、コーポレート・ガバナンス及びコンプライアンスの強化が、企業価値向上に資すると一般的に認められることも踏まえると、本企業価値向上策は、当社の企業価値向上に資するものと判断することも不合理ではない。

したがって、本企業価値向上策を当社株主の立場から推進するために当社に対する一定の影響力を確保するという目的は、当社の企業価値の向上の観点から不合理なものではないと認められる。

なお、第1回公開買付けに対し前特別委員会は、第1回公開買付けが当社の企業価値向上に資するものとはいえないことを理由の一つとして、第1回公開買付けに対して反対の意見を表明すべきである旨の答申を行っている。しかしながら、当該答申は、第1回公開買付けと堯アセットマネジメント公開買付けがともに進行しているという状況下において、①堯アセットマネジメント公開買付けの成立後に予定されていた各施策に比して、第1回公開買付けにおいて公開買付者が説明する各施策が企業価値向上に資するとは判断できなかったこと、及び、②第1回公開買付けが成立し、堯アセットマネジメント公開買付けが不成立となった場合には、田中秀明氏が当社の経営から退くことが見込まれていたこと等を根拠として行われたものである。これに対して、本公開買付けは、堯アセットマネジメント公開買付けが不成立となり終了した後に、改めて公開買付者によって実施されるものであり、上記①及び②の事情は、本公開買付けにおいては妥当しない。そのため、本答申において当委員会が、本企業価値向上策が不合理なものではないと評価することは、第1回公開買付けに対する前特別委員会の答申内容と抵触するものではないと考えられる。

## ウ. 小 括

以上の検討内容を踏まえると、本公開買付けの目的は、少数株主の利益の保護に資する正当且つ合理的なものであり、且つ、当社の企業価値向上の観点から不合理なものではないと考えられる。

## 2. 本公開買付けの取引条件の公正性・妥当性

### (1) 株式価値算定結果

#### ア. KPMG による株式価値算定結果

当社は、堯アセットマネジメント公開買付けに対する意見表明を行うに当たり、田中秀明氏及び当社から独立したファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関である KPMG に対して、当社株式の価値算定を依頼した。なお、KPMG は、田中秀明氏及び当社の関連当事者には該当せず、堯アセットマネジメント公開買付けに関して重要な利害関係を有していない。

KPMG は、当社株式の価値算定に当たり必要となる情報を収集・検討するために当社が提供した情報及び一般に公開された情報等を踏まえて、当社株式の価値算定を行った。KPMG 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の算定に当たり採用すべき算定手法を検討した結果、当社株式が東証スタンダード市場に上場しており、市場株価が存在することから市場株価平均法及び将来の事業活動の状況を評価に反映するため DCF 法を用いてそれぞれ株式価値の算定を行い、当社は、KPMG から 2025 年 8 月 5 日付で株式価値算定書(以下「本株式価値算定書」という。)を取得した。

本株式価値算定書において、上記各手法に基づいて算定された当社の 1 株当たりの株式価値の範囲は以下のとおりである。

市場株価平均法 : 1,588 円から 1,615 円

DCF 法 : 2,320 円から 2,893 円

なお、本株式価値算定書によれば、KPMG が用いた各手法の算定過程及びその根拠となる財務予測は、以下のとおりとのものである。

市場株価平均法では、堯アセットマネジメント公開買付けに関する当社取締役会決議の前営業日に当たる 2025 年 8 月 5 日を基準日として、東京証券取引所(以下「東証」という。)スタンダード市場における当社株式の基準日終値 1,610 円、基準日までの直近 1 ヶ月間の終値の単純平均値 1,593 円、基準日までの直近 3 ヶ

月間の終値の単純平均値 1,615 円及び基準日までの直近 6 ヶ月間の終値の単純平均値 1,588 円を基に、当社株式の 1 株当たり株式価値の範囲を 1,588 円から 1,615 円までと算定している。

DCF 法では、当社の 2026 年 3 月期から 2031 年 3 月期までの 6 期分の事業計画における収益や投資計画、一般に公開された情報等の諸要素を前提として当社が 2026 年 3 月期より将来創出すると見込まれるフリー・キャッシュ・フローを、事業リスクを考慮した適切な割引率で現在価値に割り引いて当社の株式価値を算定し、当社株式の 1 株当たり株式価値の範囲を 2,320 円から 2,893 円と算定している。なお、割引率には加重平均資本コスト (Weighted Average Cost of Capital : WACC) を使用している。加重平均資本コストは、資本資産価格モデル (Capital Asset Pricing Model : CAPM) により見積もった資本コストと、節税効果控除後の予想調達金利により見積もった負債コストを、類似上場会社の情報により見積もられた株主資本構成比率で加重平均することにより計算しており、9.0%～11.0%を採用している。なお、資本コストの計算に当たっては、当社の企業規模等を勘案した上でサイズリスク・プレミアムを加味している。また、継続価値の算定に当たっては、永久成長率法を採用し、永久成長率法では外部環境等を総合的に勘案した上で成長率を 0.0%～2.0%として、継続価値を 16,090 百万円～27,944 百万円と算定している。

KPMG が DCF 法による算定の前提とした当社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ある。当該事業計画には、対前年度比較において大幅な増益を見込んでいる事業年度が含まれていないが、フリー・キャッシュ・フローの大幅な増減を見込んでいる事業年度が含まれているとのことである。具体的には、2026 年 3 月期においては、2025 年 3 月期に生じていた生産量を上回る需要の増加に伴う棚卸資産残高の減少に起因する一時的な運転資本の減少が解消されること及び複合型飲食施設建設に係る設備投資により、フリー・キャッシュ・フローの大幅な減少を見込んでおり、2030 年 3 月期においては、2027 年 3 月期から 2029 年 3 月期にかけて予定されている物流施設建設に係る設備投資の終了により、フリー・キャッシュ・フローの大幅な増加を見込んでいる。

なお、堯アセットマネジメント公開買付け及びその後の当社株式の非公開化を目的とする手続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、本株式価値算定書における算定時点において収益に与える影響を具体的に見積もることが困難であるため、当該財務予測には加味しておらず、上場関連費用の削減効果のみ考慮しているとのことである。

(単位：百万円)

	2026 年 3 月期	2027 年 3 月期	2028 年 3 月期	2029 年 3 月期	2030 年 3 月期	2031 年 3 月期
売上高	30,580	31,727	32,635	33,577	34,384	35,213
営業利益	3,723	4,002	4,159	4,313	4,381	4,679
EBITDA	4,845	5,111	5,275	5,447	5,601	5,759
フリー・ キャッシュ・ フロー	1,399	1,276	1,467	1,830	3,007	3,061

前委員会は、上記事業計画について、当社及び KPMG からの説明を踏まえ、事業計画の作成経緯及び当社の現状を把握した上で検討したが、その内容に不合理な点は認められなかった。また、本株式価値算定書の内容を検討するとともに、本株式価値算定書の内容について説明を受けた結果、前委員会として、上記の各手法に不合理な点は認められないと判断した。

そして、当委員会は、本諮問事項の検討を行うに当たり、①KPMG が公開買付者グループ及び当社の関連当事者に該当せず、本公開買付けに関して重要な利害関係を有していないこと、②本日現在における当社の事業計画には、上記事業計画からの重要な変更はないと考えられること、及び、③本株式価値算定書の取得日である 2025 年 8 月 5 日から本日現在までの当社を取り巻く環境・状況の変化を考慮しても、本株式価値算定書における株式価値算定結果に影響を与える前提事実には大きな変更はないと考えられることを確認した。

これに加え、下記(2)記載のとおり、堯アセットマネジメント公開買付け及び第 1 回公開買付けの公表により当社株式の市場株価が上昇しており、直近の市場株価が必ずしも当社株式の価値を反映しているとはいえないことを踏まえ、当委員会としては、本公開買付けにおける買付価格(以下「本公開買付価格」という。)に関する検討に際し、市場株価平均法に基づく算定結果・DCF 法に基づく算定結果のいずれについても、本株式価値算定書の内容の変更及び更新を要請する必要はないものと判断した。

#### イ. 株式価値算定結果を踏まえた公開買付価格の評価

本公開買付価格は、本株式価値算定書における、市場株価平均法及び DCF 法に基づく算定結果の上限を優に上回っており、当該事実は、本公開買付価格の公正性・妥当性を基礎づける重要な要素の 1 つであると評価できる。

## (2) プレミアムの水準

本答申日を基準にした場合、本公開買付価格は、本答申日の東証スタンダード市場における当社株式の終値 4,090 円に対して 0.24%、過去 1 ヶ月間の終値単純平均値 4,075 円に対して 0.61%、過去 3 ヶ月間の終値単純平均値 4,031 円に対して 1.71%、過去 6 ヶ月間の終値単純平均値 3,625 円に対して 13.10%のプレミアムが加算されるに留まっている。

もともと、上記第 3.1. (1) のとおり、2025 年 8 月 6 日付の堯アセットマネジメント公開買付けの公表及び同年 9 月 12 日付の第 1 回公開買付けの公表により、それぞれの公開買付けに係る公開買付価格付近まで上昇した。また、上記第 3.1. (1) のとおり、第 1 回公開買付けの際に、第 1 回公開買付けが成立したものの公開買付者グループの所有する当社株式に係る議決権が当社の総株主の議決権の 3 分の 2 以上とならなかった場合には、第 1 回公開買付価格と同一の価格を買付け等の価格として、買付予定数の上限及び下限を設定しない公開買付けを実施することについて既に公表されていたため、第 1 回公開買付けが終了した後も、かかる市場株価は維持された。こうした経緯を踏まえると、直近の市場株価は必ずしも当社株式の価値を正しく反映しているとはいえないため、本公開買付価格に係るプレミアムの水準を評価するに当たっては、堯アセットマネジメント公開買付けの公表日の前営業日である 2025 年 8 月 5 日を基準とするのが合理的であると考えられる。そして、同日を基準とした場合、本公開買付価格は、同日の東証スタンダード市場における当社株式の終値 1,610 円に対して 154.7%、同日までの過去 1 ヶ月間(2025 年 7 月 6 日から同年 8 月 5 日まで)の終値の単純平均値 1,593 円に対して 157.4%、同過去 3 ヶ月間(2025 年 5 月 6 日から同年 8 月 5 日まで)の終値の単純平均値 1,615 円に対して 153.9%、同過去 6 ヶ月間(2025 年 2 月 6 日から同年 8 月 5 日まで)の終値の単純平均値 1,588 円に対して 158.2%のプレミアムをそれぞれ加えた金額に相当する。

したがって、本公開買付価格は、堯アセットマネジメント公開買付けや第 1 回公開買付けの影響が生じる前の当社株式の市場株価に対して、相当に高い水準のプレミアムが付された価格であると評価できる。

## (3) スクイーズ・アウト手続に係る取引条件の妥当性について

公開買付者は、本公開買付けにより、公開買付者グループの所有する当社株式に係る議決権が当社の総株主の議決権の 3 分の 2 以上となり、且つ公開買付者が当社株式(但し、公開買付者グループが所有する当社株式及び当社が所有する自己株式を除く。)の全てを取得できなかった場合には、公開買付者の所有する当社の議決権の合

計数に応じて、①株式売渡請求又は②株式併合によって、当社の株主を公開買付者グループのみとするための一連の手続(以下「本スクイーズ・アウト手続」という。)を実施することを予定しているとのことである。

本公開買付けは、当社の非公開化を目的とするものではないものの、本スクイーズ・アウト手続は、非公開化取引において一般的に採用されている方法であり、非公開化のための手続の方法として妥当であると考えられる。また、本スクイーズ・アウト手続の条件は、本公開買付価格と同一の価格を基準として算定・決定される予定であるところ、本スクイーズ・アウト手続は、本公開買付けに続く手続として予定されているものであり、時間的に近接した両手続において交付される対価が同一のものとなるようにすることは合理的であると考えられる。

したがって、本スクイーズ・アウト手続に係る取引条件は、妥当なものであると認められる。

#### (4) その他取引条件の妥当性

本公開買付けは、買付予定数の下限が設定されていないため、本公開買付けが成立したとしても、本スクイーズ・アウト手続の実施に必要な株式数を公開買付者が取得できるとは限らない。そして、現在の当社の株主構成も踏まえると、本公開買付けの成立後、公開買付者グループが保有する当社株式に係る議決権が当社の総株主の議決権の3分の2に満たないために本スクイーズ・アウト手続が実施されない一方で、東証の上場維持基準への抵触により、結果として当社株式が上場廃止となり、当社株主が株式を処分することができなくなる可能性も、理論上は否定できない。

もともと、当委員会が公開買付者に対して実施したインタビューにおいて公開買付者から受けた説明によれば、もし仮に上記のような状況が生じた場合には、公開買付者としては、当社創業家株主や経営陣との間で真摯に協議を行い、当社の少数株主に対し本公開買付けと同等の条件によるエグジットの機会を設ける等の少数株主利益保護のための最大限の対応を行うことを検討しているとのことである。

また、上記1.(1)ア.のとおり、本公開買付けは、第1回公開買付け後に生じた状況を踏まえて、当社の少数株主に対して、当社株式の売却に係る再度の判断の機会を提供することも目的の1つとしているところ、買付予定数の下限を設定した場合には、買付数が当該下限に達しない限り本公開買付けが実行されないため、かえって当社の少数株主による当社株式売却の機会を失わせることになると考えられる。

以上を踏まえると、本公開買付けにおいて買付予定数の下限が設定されていないことは必ずしも不合理とまではいえず、当該取引条件のみをもって、本公開買付けに係る取引条件の公正性・妥当性が否定されるものではないと評価することも可能であると考えられる。



## (5) 小括

以上のとおり、本公開買付価格は、①第三者算定機関による当社株式の算定結果の上限を優に超えていること、②相当に高いプレミアム水準が確保されていることを踏まえると、公正且つ妥当なものであると評価できる。また、本公開買付けにおいて買付予定数の下限が設定されていないことは、必ずしも本公開買付けに係る取引条件の公正性・妥当性を否定するものではなく、その他の取引条件についても、当社の一般株主に不利益となる事情は認められない。

したがって、本公開買付けの取引条件は、公正且つ妥当なものであると考えられる。

## 3. 本公開買付けの手續の公正性

### (1) 独立した特別委員会の設置

#### ア. 特別委員会の設置の時期

M&A 指針 3.2.4.1 においては、特別委員会を早期段階から関与させることにより、取引条件の形成過程全般にわたってその公正性を担保する機能を果たさせるなどの観点から、対象会社を買収者から買収提案を受けた場合には、可及的速やかに、特別委員会を設置することが望ましいとされている。

当委員会は、2026 年 1 月 19 日付で ECM から本意向表明書を受領した直後の同月 23 日開催の当社取締役会決議に基づき設置され、同日に第 1 回が開催されている。そのため、本公開買付けにおいては、初期段階から全般にわたって、当委員会が関与していたと認められる。

#### イ. 委員構成

M&A 指針 3.2.4.2 においては、(i)特別委員会の委員となる者は高度な独立性を有することが望ましく、また、(ii)構造的な利益相反の問題による影響を排除する観点から、社外者、すなわち社外取締役、社外監査役又は社外有識者で構成されることが望ましいとされている。

当社は、公開買付者及び当社から独立し、本公開買付けに関して一般株主とは異なる重要な利害関係を有していない、当社社外取締役である井原慶子及び藤井美保代並びに当社社外監査役である平井康博及び樋口秀明の 4 名を、当委員会の

委員に選定した。また、2026 年 1 月 23 日に開催された第 1 回特別委員会において、委員の互選により委員長として樋口秀明が選定された。したがって、当委員会の委員は、それぞれ独立性を有することが確認されており、M&A 指針の要請を具備するものと認められる。

#### ウ. 特別委員会の設置・委員選定のプロセス

M&A 指針 3.2.4.3 においては、特別委員会の設置の判断、権限と職責の設定、委員の選定や報酬の決定については、対象会社の独立社外取締役や独立社外監査役がこれらのプロセスに主体性を持って実質的に関与することが望ましいとされている。

当社は、公開買付者が当社の関係会社に該当し、本公開買付けが本公開買付けの実施後に予定している一連の行為により上場廃止となる見込みがあるものであることに鑑みて、第 1 回公開買付けから引き続き、西村あさひの助言も踏まえ、特別委員会の設置、権限、職責、委員の選定及び報酬の検討を開始した。また、当社の大株主として本公開買付けに特別の利害関係を有する田中秀明氏はこれらの検討並びに特別委員会の設置及び委員の選定に係る決議に関与していない。

このように、当委員会の設置、権限、職責、委員の選定及び報酬の決定の各過程において、利害関係を有する取締役の関与は排除されており、当社の独立社外取締役及び独立社外監査役が主体性を持って実質的に関与していたことが認められる。

#### エ. アドバイザー・第三者算定機関の選定プロセス

M&A 指針 3.2.4.5 においては、特別委員会が自らの役割を適切に理解し、その役割を十分に果たす上では、手続の公正性や企業価値評価に関する専門的知見に基づいて検討・判断することが必要であり、特別委員会が信頼して専門的助言を求めることができる財務アドバイザー/第三者評価(算定)機関や法務(リーガル)アドバイザーが存在していることが望ましいとされている。また、これらのアドバイザーについては、特別委員会が自らのアドバイザー等を選任することが有益であるが、対象会社の取締役会が選任したアドバイザー等が高い専門性を有しており、独立性にも問題がない場合等、特別委員会として当該アドバイザー等を信頼して専門的助言を求めることができると判断した場合には、そのアドバイザー等を利用することも否定されないとされている。

当社取締役会は、上記第 3.1. (2)に記載のとおり、本諮問事項の検討等に当たり必要と判断した場合には、当社による合理的費用の負担の下、当委員会独自の弁護士、算定機関、公認会計士その他のアドバイザーを選任することができることを決議した。また、当委員会は、必要に応じ当社が選任した独立性を有するアドバイザーである西村あさひ及び KPMG から専門的助言を得ることを確認し、実際にこれらの専門的助言を随時受領した。

このように、当委員会においては、本公開買付けに関する検討過程において適時に上記の各アドバイザーの専門的な助言・意見等を取得し、当該助言・意見等に基づき、本公開買付けの是非、本公開買付け価格をはじめとする本公開買付けの取引条件の妥当性、本公開買付けにおける手続の公正性等について慎重に検討及び協議が行われてきたと認められる。

#### オ. 情報の取得

M&A 指針 3.2.4.6 においては、特別委員会が、一般株主に代わり、非公開情報も含めて重要な情報を入手し、これを踏まえて検討・判断を行うという方法も組み合わせることにより、全体として、重要な情報を十分に踏まえた上で、M&A の是非や取引条件の妥当性についての検討・判断が行われる状況を確保することが望ましいとされている。

当委員会は、公開買付者から、本公開買付けの背景・意義・目的、本公開買付けにより想定される影響、本公開買付けのストラクチャー・条件、本公開買付け後の当社の経営体制・経営方針等について説明を受け、質疑応答を実施した。

このように、当委員会が非公開情報も含めて重要な情報を入手し、これを踏まえて本公開買付けに関する検討・判断を行ったことが認められる。

#### カ. 報酬

M&A 指針 3.2.4.7 においては、特別委員会がその役割を十分に果たす上では、委員に対して支払う報酬は、その責務に応じた適切な内容・水準とすることが望ましく、また、特別委員会に係る職務には役員としての通常の職務に比して相当程度の追加的な時間的・労力的コミットメントを要すると考えられるところ、元々支払いが予定されていた役員報酬に委員としての職務の対価が含まれていない場合には、別途、委員としての職務に応じた報酬を支払うことが検討されるべきであるとされている。

当社取締役会は、当委員会の各委員に対しては、その職務の対価として、答申内容にかかわらず、固定額の報酬を支払うことを決議しているため、本公開買付けの検討について特別委員会に求められる役割を適切に果たすための特別の報酬が、元々支払いが予定されていた役員報酬とは別に支払われることとなっていることが認められる。

キ. 当社取締役会における特別委員会の判断の取扱い

M&A 指針 3.2.5 においては、取締役会は、特別委員会の設置の趣旨に鑑み、特別委員会の判断内容を適切に理解・把握した上で、これを最大限尊重して意思決定を行うことが望ましいとされている。

当社取締役会は、当委員会の設置に際して、上記第 3.1. (2)に記載のとおり、当社取締役会が本公開買付けに関する意思決定を行うに際し、当委員会の意見を最大限尊重するものとし、当委員会が本公開買付けを実施することが妥当でないと判断した場合には、当社取締役会は本公開買付けに賛同しないものとする旨を決議している。

このように、本公開買付けについては取締役会が特別委員会の意見を最大限尊重して意思決定を行うことのできる体制が確保されていることが認められる。

ク. 特別委員会の設置・運営に関する小括

上記ア.乃至キ.のとおり、本公開買付けの検討に際しては、特別委員会の実効性を高める工夫に関する M&A 指針の指摘事項に配慮した上で、独立性を有する特別委員会が設置されており、これが有効に機能していることが認められる。

## (2) 外部専門家からの独立した専門的助言等の取得

ア. リーガルアドバイザーからの助言の取得

M&A 指針 3.3.1 においては、手続の公正性や取引条件の妥当性について慎重な検討・判断過程を経る上では、外部専門家の独立した専門的助言等を取得することが望ましいとされている。この中でも、法務アドバイザーは、公正性担保措置を講じることの意義について対象会社が十分に理解することを補助するとともに、特別委員会の設置や委員の選定、案件の検討・交渉過程から除外されるべき特別の利害関係を有し又はそのおそれのある取締役等の考え方の整理、財務アド

バイザーや第三者評価機関の独立性の検討等においても、重要な役割を果たし得ることを踏まえると、初期段階から独立性を有する法務アドバイザーの関与を得て、その独立した専門的助言を取得することが望ましいとされている。

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確保するために、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西村あさひを選任している。

西村あさひは、本公開買付けと類似の M&A 案件について豊富な経験を有する国内最大の法律事務所であり、高い専門性を有していることが認められる。西村あさひは公開買付者及び当社の関連当事者には該当せず、また、西村あさひの報酬は、本公開買付けの成否にかかわらず時間単位の報酬のみとされており、本公開買付けの成立等を条件とする成功報酬も含まれておらず、本公開買付けの成否にも重要な利害を有しない。

このように、当社は、独立性・専門性を有する法務アドバイザーである西村あさひから、本公開買付け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、初期段階から必要な法的助言を受けていたことが認められる。

#### イ. 第三者算定機関からの株式価値算定書の取得及びファイナンシャル・アドバイザーからの助言の取得

M&A 指針 3.3.2 においては、取引条件の形成過程において構造的な利益相反の問題や情報の非対称性の問題に対応する上では、対象会社の取締役会又は特別委員会において、専門性を有する独立した第三者評価機関から株式価値算定書等を取得し、これを判断の基礎とすることが望ましく、経験豊富な財務アドバイザーの助言や補助を得ることも有効であるとされている。

当社は、本公開買付けの検討に際して、本公開買付価格の公正性その他の本公開買付けを含む本公開買付けの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ファイナンシャル・アドバイザーとして、KPMG を選任している。また、当社及び前特別委員会は、堯アセットマネジメント公開買付けに対する検討に際し、当社株式の株式価値の算定を依頼し、2025 年 8 月 5 日付で本株式価値算定書を取得した。また、当社及び当委員会は、本公開買付けの検討に際して、本公開買付けの公開買付価格の判断の基礎とするために、KPMG から本株式価値算定書に関する助言を得ている。

KPMG は、専門知識と豊富な経験・ノウハウを駆使して会社の実態に即した株式価値評価を行い、公開買付者との価格交渉等に寄与するサービスについて豊富な

経験があり、高い専門性を有していることが認められ、公開買付者及び当社の関連当事者には該当しない。なお、本公開買付けに係る KPMG における当社へのファイナンシャル・アドバイザー業務に対する報酬には、本公開買付けの結果等に応じて支払われる報酬が含まれているが、当社は、同種の取引における一般的な実務慣行及び本公開買付けの結果によらず当社に相応の金銭的負担が生じる報酬体系等を勘案すれば、本公開買付けの結果等に応じて支払われる報酬が含まれていることをもって独立性が否定されるわけではないと判断の上、上記の報酬体系により KPMG を当社のファイナンシャル・アドバイザーとして選任しているとのことであり、かかる判断に不合理な点は見当たらない。そのため、KPMG の公開買付者及び当社並びに本公開買付けの成否からの独立性に問題はないと認められる。

このように、当社及びは、専門性を有する独立したファイナンシャル・アドバイザーからの助言や補助を得ながら取引条件を形成してきたと認められる。

### (3) 他の買収者による買収提案の機会の確保(マーケット・チェック)

M&A 指針 3.4 においては、取引条件の形成過程における対象会社の交渉力が強化され、企業価値を高めつつ一般株主にとってできる限り有利な取引条件で M&A が行われるという機能に着目し、M&A において他の潜在的な買収者による対抗的な買収提案が行われる機会を確保すること(以下「マーケット・チェック」という。)が望ましいとされている。マーケット・チェックの方法としては、市場における潜在的な買収者の有無を調査・検討するいわゆる積極的なマーケット・チェックや、M&A に関する事実を公表し、公表後に他の潜在的な買収者が対抗提案を行うことが可能な環境を構築した上で M&A を実施することによる、いわゆる間接的なマーケット・チェック等が存在する。他方で、M&A に対する阻害効果の懸念や情報管理の観点から実務上の問題がある場合もあることを踏まえ、常に積極的なマーケット・チェックを実施することが望ましいとまではいえないとされている。

本公開買付けにおいては、本公開買付けにおける買付等の期間(以下「本公開買付期間」という。)が法令に定められた最短期間である 20 営業日を超える 30 営業日に設定される予定であるところ、本公開買付期間を法令に定められた最短期間より長期に設定することにより、当社の株主に本公開買付けに対する応募について適切な判断機会を確保するとともに、当社株式について公開買付者以外の者(以下「対抗的買収提案者」という。)にも対抗的な買付け等を行う機会を確保している。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、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。さらに、本公開買付けは、第 1 回公開買付けに引き続き実施されているところ、第 1 回公開買付けが公表された 2025 年 9 月 12 日以降、当社株式に関して、他の買収者による買収提案はなされていない。

そのため、本公開買付けにおいては、いわゆる間接的なマーケット・チェックが実施されていることが認められる。

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

#### (4) マジョリティ・オブ・マイノリティ条件の設定

M&A 指針 3.5 においては、マジョリティ・オブ・マイノリティ条件<sup>3</sup>を設定することは、一般株主の過半数が取引条件について満足していることを直接確認することを通じて、一般株主による判断機会の確保がより重視されることにつながるとともに、取引条件の形成過程における対象会社の交渉力が強化され、一般株主にとって有利な取引条件で M&A が行われることに資するという機能も有するとされている。

本公開買付けにおいては、マジョリティ・オブ・マイノリティ条件に相当する買付予定数の下限は設定されていない。もっとも、本公開買付けは、第 1 回公開買付けの成立後の状況を踏まえ、当社の少数株主に対する再度の判断機会の提供を目的とするものであるところ、マジョリティ・オブ・マイノリティに相当する買付予定数の下限を設定すると、本公開買付けの成立が不安定となり、かえって当社の少数株主による当社株式売却の機会が失われるおそれがある。これに加えて、公開買付者及び当社において他に十分な公正性担保措置を講じており、当社の一般株主の利益には十分な配慮がなされていると評価可能であることを踏まえると、本公開買付けにおいてマジョリティ・オブ・マイノリティ条件の設定がなされていないことは、本公開買付けの継続の公正性を損なうものではないと考えられる。

---

<sup>3</sup> なお、マジョリティ・オブ・マイノリティ条件とは、M&A の実施に際し、株主総会における賛否の議決権行使や公開買付けに応募するか否かにより、当該 M&A の是非に関する株主の意思表示が行われる場合に、一般株主が保有する株式の過半数の支持を得ることを当該 M&A の成立の前提条件とし、当該前提条件をあらかじめ公表することをいう。

## (5) 一般株主への情報提供の充実とプロセスの透明性の向上

M&A 指針 3.6.1 において、取引条件の妥当性等について一般株主による十分な情報に基づいた適切な判断が行われること(インフォームド・ジャッジメント)や、取引条件の形成過程の透明性を向上させ、一般株主等の目を意識したより慎重な検討・交渉が行われることを期待するという観点から、一般株主の適切な判断に資する充実した情報を分かりやすく開示することが望ましいとされている。

### ア. 特別委員会に関する情報

M&A 指針 3.6.2.1 においては、特別委員会に関する情報として、①委員の独立性や専門性等の適格性に関する情報、②特別委員会に付与された権限の内容に関する情報、③特別委員会における検討経緯に関する情報、④当該 M&A の是非、取引条件の妥当性や手続の公正性についての特別委員会の判断の根拠・理由、答申書の内容に関する情報、⑤委員の報酬体系に関する情報が開示されることが期待されている。

当社の開示資料において、①当委員会の委員の独立性、専門性に関する情報、②当委員会の意見を最大限尊重する旨の当社取締役会の決議内容、③当委員会の検討経過に実質的に関与したことに関する情報、④当委員会の答申内容及びその理由、並びに⑤当委員会の委員が役員報酬とは別個に、答申内容にかかわらず固定額の報酬を受領して当委員会に臨んでいる旨が開示される予定であるから、M&A 指針が求める情報は十分に開示されるものと認められる。

### イ. 株式価値算定書に関する情報

M&A 指針 3.6.2.2 においては、取締役会や特別委員会が取得した株式価値算定結果の合理性・信頼性に関する情報を開示することが望ましいとされており、具体的には、各算定方法に基づく株式価値算定の計算過程に関する情報及び第三者評価機関の重要な利害関係に関する情報の開示が期待されている。

当社の開示資料において、①当社取締役会が 2025 年 8 月 5 日付で KPMG から取得した本株式価値算定書の内容について、各算定手法及びそれに基づく当社の株式価値の計算過程に関する情報が既に開示されており、また、②本公開買付けの取引条件を検討するに際して、引き続き本株式価値算定書を用いることに合理性があること、及び、③KPMG が公開買付者及び当社から独立性を有し、重要な利害関係を有しないことが開示される予定であるから、M&A 指針が求める情報は十分



に開示されるものと認められる。

#### ウ. その他の情報

M&A 指針 3.6.2.3 においては、その他の情報として、①M&A を実施するに至ったプロセス等に関する情報、当該時期に M&A を行うことを選択した背景・目的に関する情報、②取締役の利害関係に関する情報や利害関係取締役の取引条件の形成過程への関与の有無・態様に関する情報、③他の買収方法や対抗提案の検討の有無に関する情報、④M&A への賛否等を決定する取締役会決議において反対した取締役又は異議を述べた監査役がいる場合には、その氏名及び反対又は異議の理由に関する情報の開示が期待されている。

当社の開示資料において、以下の事項が開示される予定であるため、M&A 指針が求める情報は十分に開示されるものと認められる。

- ① 本公開買付けを実施するに至ったプロセス等に関する情報、本公開買付けを行うことを選択した背景・目的
- ② 田中秀明氏が本公開買付けに関して特別の利害関係を有する取締役に該当すること及び当社取締役会における本公開買付けの検討においては意思決定の過程から田中秀明氏を除外していること
- ③ 対抗提案に対する対応策としての間接的なマーケット・チェックの実施に関する情報
- ④ 本公開買付けの賛否を決定するための取締役会決議において反対した取締役の有無等

#### (6) 強圧性の排除

M&A 指針 3.7 においては、一般株主が公開買付けに応募するか否かについて適切に判断を行う機会を確保するために、強圧性(公開買付けに応募しなかった株主が不利に取り扱われるような推測を生じさせることによる、買付価格に不満のある株主に対しても公開買付けに応募させるような事実上の圧力)が生じないように配慮されるべきであるとされている。

上記第 4.2.(4)に記載のとおり、本公開買付けでは買付予定数の下限が設定されておらず、且つ、本公開買付けにおける応募株式の数によっては、当社株式が東証の上場維持基準に抵触し、上場廃止となる可能性があることから、強圧性の問題は理論上存在する。もっとも、公開買付者によれば、もし仮に上記のような状況が生じた場合には、本公開買付けに応募しなかった少数株主に対し本公開買付けと同等の条件によ

るエグジットの機会を設ける等の少数株主利益保護のための最大限の対応を行うことを検討していることであるため、本公開買付けにおいて生じる強圧性の程度は必ずしも強いものではないものと認められる。また、本公開買付けは当社の少数株主に対して、当社株式の売却に係る再度の判断の機会を提供することも目的の 1 つとしているところ、強圧性を完全に排除するために買付予定数の下限を設定した場合には、かえって当社の少数株主による当社株式売却の機会を失わせることになると考えられる。

以上を踏まえると、本公開買付けに関して強圧性の問題は理論上は生じ得るものの、その程度は限定的であり、かかる強圧性が完全に排除されていないことのみをもって本公開買付けの手続の公正性が否定されるものではないと認められる。

#### **(7) 本公開買付けの手続の公正性に関する小括**

以上のとおり、本公開買付けにおいては一般株主の利益を確保する観点から、M&A 指針において提示されている公正性担保措置に則った適切な対応が行われており、本公開買付けの手続は公正であると考えられる。

#### **4. 本公開買付けが当社の一般株主にとって公正なものであると考えられるか**

上記 1. 乃至 3. の検討のとおり、本公開買付けの目的は正当性・合理性を有すると考えられること、本公開買付けの取引条件は公正且つ妥当であると考えられること、及び本公開買付けの手続は公正なものであると考えられることからすると、本公開買付けは当社の一般株主にとって公正なものであると考えられる。

#### **5. 上記 1. から 4. までを踏まえて当社取締役会が本公開買付けに対してどのような意見を表明すべきか**

上記 1. 乃至 4. の検討を踏まえると、当社取締役会が本公開買付けに賛同する意見を表明し、当社の株主に対して本公開買付けへの応募を推奨することは妥当であると考えられる。

以 上