

公開買付説明書

2026年2月

株式会社レノ

(対象者：養命酒製造株式会社)

公開買付説明書

本説明書により行う公開買付けは、金融商品取引法(昭和23年法律第25号。その後の改正を含みます。)第2章の2第1節の規定の適用を受けるものであり、本説明書は金融商品取引法第27条の9の規定により作成されたものであります。

【届出者の氏名又は名称】	株式会社レノ
【届出者の住所又は所在地】	東京都渋谷区南平台町3番8号
【最寄りの連絡場所】	同上
【電話番号】	03-5990-4968
【事務連絡者氏名】	代表取締役 福島 啓修
【代理人の氏名又は名称】	該当事項はありません。
【代理人の住所又は所在地】	同上
【最寄りの連絡場所】	同上
【電話番号】	同上
【事務連絡者氏名】	同上
【縦覧に供する場所】	株式会社レノ (東京都渋谷区南平台町3番8号) 株式会社東京証券取引所 (東京都中央区日本橋兜町2番1号)

(注1) 本書中の「公開買付者」とは、株式会社レノをいいます。

(注2) 本書中の「対象者」とは、養命酒製造株式会社をいいます。

(注3) 本書中の記載において、計数が四捨五入又は切捨てされている場合、合計として記載される数値は計数の総和と必ずしも一致しません。

(注4) 本書中の「法」とは、金融商品取引法(昭和23年法律第25号。その後の改正を含みます。)をいいます。

(注5) 本書中の「令」とは、金融商品取引法施行令(昭和40年政令第321号。その後の改正を含みます。)をいいます。

(注6) 本書中の「府令」とは、発行者以外の者による株券等の公開買付けの開示に関する内閣府令(平成2年大蔵省令第38号。その後の改正を含みます。)をいいます。

(注7) 本書中の「株券等」とは、株式に係る権利をいいます。

(注8) 本書中の記載において、日数又は日時の記載がある場合は、特段の記載がない限り、日本国における日数又は日時を指すものとします。

(注9) 本書中の「営業日」とは、行政機関の休日に関する法律(昭和63年法律第91号。その後の改正を含みます。)第1条第1項各号に掲げる日を除いた日をいいます。

(注10) 本書中の「本公開買付け」とは、本書提出に係る公開買付けをいいます。

(注11) 会社法(平成17年法律第86号。その後の改正を含みます。以下「会社法」といいます。)に従って株主による単元未満株式の買取請求権が行使された場合には、対象者は法令の手續に従い公開買付期間中に自己の株式を買い取ることがあります。

目 次

	頁
第1 【公開買付要項】	1
1 【対象者名】	1
2 【買付け等をする株券等の種類】	1
3 【買付け等の目的】	1
4 【買付け等の期間、買付け等の価格及び買付予定の株券等の数】	65
5 【買付け等を行った後における株券等所有割合】	68
6 【株券等の取得に関する許可等】	69
7 【応募及び契約の解除の方法】	69
8 【買付け等に要する資金】	71
9 【買付け等の対価とする有価証券の発行者の状況】	73
10 【決済の方法】	73
11 【その他買付け等の条件及び方法】	73
第2 【公開買付者の状況】	76
1 【会社の場合】	76
2 【会社以外の団体の場合】	82
3 【個人の場合】	82
第3 【公開買付者及びその特別関係者による株券等の所有状況及び取引状況】	83
1 【株券等の所有状況】	83
2 【株券等の取引状況】	84
3 【当該株券等に関して締結されている重要な契約】	85
4 【届出書の提出日以後に株券等の買付け等を行う旨の契約】	85
第4 【公開買付者と対象者との取引等】	86
1 【公開買付者と対象者又はその役員との間の取引の有無及び内容】	86
2 【公開買付者と対象者又はその役員との間の合意の有無及び内容】	86
第5 【対象者の状況】	87
1 【最近3年間の損益状況等】	87
2 【株価の状況】	87
3 【株主の状況】	88
4 【継続開示会社たる対象者に関する事項】	89
5 【伝達を受けた公開買付け等の実施に関する事実の内容等】	89
6 【その他】	89
【対象者に係る主要な経営指標等の推移】	90

第1 【公開買付要項】

1 【対象者名】

養命酒製造株式会社

2 【買付け等をする株券等の種類】

普通株式

3 【買付け等の目的】

(1) 本公開買付けの概要

公開買付者は、(i)本公開買付け、(ii)本公開買付けが成立したものの、公開買付者が対象者の普通株式(以下「対象者株式」という。)の全て(但し、対象者が所有する自己株式及び本不応募合意株式(以下で定義します。)を除きます。)を取得できなかった場合に行う、下記「(4) 本公開買付け後の組織再編等の方針(いわゆる二段階買取に関する事項)」に記載の対象者の株主を公開買付者及び対象者の主要株主である筆頭株主の湯沢株式会社(以下「湯沢」といいます。)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。)、(iii)本スクイーズアウト手続の完了後、公開買付者が所有する対象者株式の全てを湯沢に譲渡すること(以下「本湯沢宛相對譲渡」といいます。)、(iv) 湯沢が対象者の唯一の株主になった後、対象者をしてその非事業性資産を配当財産とする剰余金の配当及び／又は非事業性資産を承継対象資産とする吸収分割を実施させ、当該非事業性資産を湯沢に移管させること(以下「本非事業性資産配当等」といいます。)、(v) 本非事業性資産配当等の後、湯沢の所有する対象者株式の全てを株式会社ツムラ(以下「ツムラ」といいます。)に譲渡し(以下「本事業パートナー宛相對譲渡」といい、(i)乃至(v)の手続きを総称して「本取引」といいます。)、最終的にツムラを対象者の唯一の株主とする手続きの一環として、2026年2月24日、本公開買付けを実施することを決定いたしました。なお、本書提出日現在、公開買付者及びツムラは、対象者株式を所有しておりません。

公開買付者は、本公開買付けの実施にあたり、2026年2月24日付で湯沢との間で不応募合意書(以下「本不応募合意」といいます。)を締結し、①その所有する対象者株式4,641,500株(所有割合(注1：33.34%。以下「本不応募合意株式」といいます。))について本公開買付けに応募しない旨、②本公開買付けが成立した場合には、本臨時株主総会(下記「(4) 本公開買付け後の組織再編等の方針(いわゆる二段階買取に関する事項)」において定義します。以下同じです。)において本スクイーズアウト手続に関連する各議案に賛成する旨について書面にて合意しております。

(注1) 「所有割合」とは、対象者が2026年1月29日に公表した「2026年3月期第3四半期決算短信〔日本基準〕(非連結)」(以下「対象者決算短信」といいます。)に記載された2025年12月31日現在の対象者の発行済株式総数(16,500,000株)から、同日現在の対象者が所有する自己株式数(2,576,243株)(なお、対象者の業績連動型株式報酬制度(以下「BIP信託制度」といいます。)の信託財産として、日本マスタートラスト信託銀行株式会社(役員報酬BIP信託口・75828口。以下「BIP信託口」といいます。)が所有する対象者株式の数(60,755株)は、BIP信託制度に係る受託者の共同受託者である日本マスタートラスト信託銀行株式会社に対して自己株式の処分がなされたものであるため、対象者が所有する自己株式に含んでおりません。以下、自己株式数の記載において同じとします。)を控除した数(13,923,757株)(以下「本基準株式数」といいます。)に対する割合(小数点以下第三位を四捨五入しております。以下、所有割合の記載について他の取扱いを定めない限り同じです。)をいいます。

公開買付者は、本公開買付けの実施にあたり、2026年2月24日付で対象者の第三位株主である三菱UFJ信託銀行株式会社(以下「三菱UFJ信託銀行」といいます。)(所有株式数:675,000株、所有割合:4.85%)、第四位株主である株式会社八十二長野銀行(以下「八十二長野銀行」といいます。)(所有株式数:650,200株、所有割合:4.67%)、第六位株主であるトーア再保険株式会社(以下「トーア再保険」といいます。)(所有株式数:548,000株、所有割合:3.94%)、及び塩澤太郎氏(所有株式数:163,819株、所有割合:1.18%。以下「塩澤氏」といい、三菱UFJ信託銀行、八十二長野銀行、トーア再保険、及び塩澤氏を総称して「本応募合意株主」といいます。))との間で、応募契約(以下「本応募契約」といいます。))をそれぞれ締結し、それぞれが所有している対象者株式の全て(所有株式数:2,037,019株、所有割合:14.63%)について、それぞれ本公開買付けに応募することを書面にて合意しております。

また、公開買付者は、本公開買付けの実施にあたり、2026年2月24日付で野村幸弘氏(以下「野村氏」といいます。)(所有株式数:3,700株、所有割合:0.03%)との間で、その所有する対象者株式の全てについて、本公開買付けに応募する旨の同意(以下「本同意」といいます。))を口頭にて得ております。

また、公開買付者は湯沢、対象者、及びツムラとの間で、2026年2月24日付で本取引に関する取引基本契約書(以下「本取引基本契約」といいます。))を締結しております。

本不応募合意、本応募契約、本同意及び本取引基本契約の概要については、下記「(6) 本公開買付けに関する重要な合意に関する事項」をご参照ください。

本公開買付けにおいては、買付予定数の下限を1,903,900株(所有割合:13.67%)に設定しており、本公開買付けに応募された株券等(以下「応募株券等」といいます。))の数の合計が買付予定数の下限(1,903,900株)に満たない場合には、応募株券等の全部の買付け等を行いません。他方、上記のとおり、本公開買付けは、公開買付者が対象者株式の全て(但し、対象者が所有する自己株式及び本不応募合意株式を除きます。))を取得することを企図しておりますので、買付予定数の上限を設けておらず、応募株券等の数の合計が買付予定数の下限(1,903,900株)以上の場合には、応募株券等の全部の買付け等を行います。

かかる買付予定数の下限(1,903,900株)を設定した理由は、以下の通りです。

まず、対象者株式の非公開化を行うにあたり、本株式併合(下記「(4) 本公開買付け後の組織再編等の方針(いわゆる二段階買収に関する事項)」において定義されます。))に係る議案の成立に必要な議決権数を確保する必要がありますが、本株式併合に係る議案の成立に必要な対象者株式数は、一定期間の対象者の定時株主総会における議決権行使比率を参照すべきと考え、具体的には、過去5年間という期間が、経済・社会環境に大きな変化が起き、対象者を取り巻く環境も大きく変化したと考えられるコロナ禍の影響を、通期で受けた最初の期(2021年3月期)以降の全ての定時株主総会における議決権行使比率を参照できるという点において、参照期間として適切かつ十分な年数であると考えました。そして、当該5年間の議決権行使比率に関し、その平均値を参照するのではなく、最大値を参照することが、本株式併合に係る議案の成立に必要な議決権数を試算するにあたり保守的であると考えたため、過去5年間の定時株主総会における議決権行使比率の最大値である80.70%(注2)(小数点以下第三位を四捨五入。以下、議決権行使比率の計算において同じです。))に株主総会の特別決議に必要となる3分の2を乗じた割合(53.80%)に相当する議決権の数に係る対象者株式数を取得すれば、本株式併合に係る議案の成立に必要な議決権数を確保できると考えました。

(注2) 対象者が2025年6月26日に提出した第107期有価証券報告書(以下「対象者有価証券報告書」といいます。))に記載された第107回定時株主総会の基準日の総株主の議決権の数及び対象者が2025年7月1日に提出した臨時報告書に記載された2025年6月開催の第107回定時株主総会において行使された議決権の数から、当該株主総会の全議案中最大の議決権行使数に係る議決権行使比率は80.63%(小数点以下第三位を四捨五入しています。以下、議決権行使比率の計算について他に取扱いを定めない限り同じです。))に相当します。同様の方法で議決権行使比率を計算した場合、2024年6月開催の第106回定時株主総会は78.00%、2023年6月開催の第105回定時株主総会は79.72%、2022年6月開催の第104回定時株主総会は78.21%、2021年6月開催の第103回定時株主総会は80.70%となります。

次に、公開買付者は、2019年6月28日に経済産業省により策定された「公正なM&Aの在り方に関する指針」においても、「特に近年の我が国の資本市場の動向としてパッシブ・インデックス運用ファンドの規模が拡大しているところ、その中には、取引条件の適否にかかわらず、原則として公開買付けへの応募を行わない投資家も存在する」と指摘されているとおり、パッシブ・インデックス運用ファンド(株式をはじめとする投資対象資産の市場のベンチマークとなる株価指数等の指数(インデックス)と投資成果が連動することを目的として運用することにより、市場平均並みの収益率を確保することを目指すファンドを意味します。以下同じとします。)の中には、取引条件の適否にかかわらず、原則として公開買付けへの応募を行わないものの、その後のスクイーズアウトに係る株主総会においては賛成の議決権行使を行う者が存在すると考えられます。そのため、本公開買付けにおいても、公開買付者及び湯沢が所有する対象者の議決権の数の合計数に加えて、パッシブ・インデックス運用ファンドが所有する対象者株式の数に係る議決権の数を合算することで、対象者の総株主の議決権の数のうち、スクイーズアウトに係る株主総会に出席する株主が保有する議決権の数を3分の2以上とすることができれば、本臨時株主総会において本株式併合に係る議案が可決される蓋然性は高いと考えるに至りました(なお、本書提出日現在、パッシブ・インデックス運用ファンドから、本公開買付けが成立した場合には本株式併合に係る議案に賛成する予定である旨の意思を具体的に確認できている状況ではございませんが、本株式併合は、下記「(3) 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」に記載の措置が実施され、対象者が賛同の意見表明を行った公開買付けが成立したことを条件に上程されるものである点から、パッシブ・インデックス運用ファンドからも、賛成の議決権行使をいただけるものと考えております)。

なお、公開買付者は、パッシブ・インデックス運用ファンドが所有する直近の対象者株式の合計数は公開情報からは把握することが難しいことから、金融市場等のデータ提供サービスを行う複数の情報ベンダー(Quick及びFactSet)によるデータベース情報を踏まえて、パッシブ・インデックス運用ファンドが所有する対象者株式数を912,801株(所有割合:6.56%)程度と推計しております(当該データベースにおける情報の取得日から本書提出日までの間にパッシブ・インデックス運用ファンドが所有する対象者株式数に変動が生じている可能性はあるものの、パッシブ・インデックス運用における銘柄選定の基準である対象者株式の上場市場(東京証券取引所プライム市場)は変化していないことから、その変動は軽微な水準であると考えております)。

上記のとおり、パッシブ・インデックス運用ファンド等の中には、本公開買付けへの応募は行わない一方で、本公開買付けが成立した後、本臨時株主総会において本株式併合に係る議案が付議された場合には、同議案への賛成の議決権行使を行う者がいるものと考えられ、本株式併合に係る議案は下記「(3) 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」に記載の措置が実施され、対象者が賛同の意見表明を行った公開買付けが成立したことを条件に上程されるものである点から、パッシブ・インデックス運用ファンドからも、賛成の議決権行使をいただけるものと判断し、本株式併合に係る株主総会の特別決議を承認可決するために公開買付者が本公開買付けにより取得すべき具体的な対象者株式の数は、対象者の過去5年間の定時株主総会における議決権行使比率の最大値である80.70%に株主総会の特別決議に必要となる3分の2を乗じた所有割合(53.80%)に本基準株式数からBIP信託口が所有する対象者株式数を控除した株式数(注3)を乗じた7,458,295株に係る議決権の数(74,582個)から、本不応募合意株式に係る議決権数(46,415個)を差し引いて、さらにパッシブ・インデックス運用ファンドが所有する対象者株式数の推計値に係る議決権数(9,128個)を控除した19,039個に対象者の単元株式数である100を乗じた株式数(1,903,900株、所有割合:13.67%)であると判断いたしました。

(注3) 対象者が2015年5月22日に公表した「業績連動型株式報酬制度の導入に関するお知らせ」、2018年5月23日に公表した「業績連動型株式報酬制度の継続及び一部改定に関するお知らせ」、及び2021年5月22日に公表した「業績連動型株式報酬制度の継続に関するお知らせ」に記載のとおり、対象者においては取締役(監査等委員である取締役及び社外取締役を除きます。)及び対象者と委任契約を締結している執行役員を対象とした業績連動型株式報酬制度としてBIP信託制度を導入しておりますが、BIP信託口が保有する対象者株式は2026年6月上旬を目途に開催される予定の本臨時株主総会の基準日までに受益者に対する交付、本公開買付けへの応募その他の処分は予定されておらず、また、BIP信託口が保有する対象者株式に係る議決権は信託期間(対象者によれば、当該信託期間は2027年8月31日までとしているとのことです。)中行使されないこととされており、本臨時株主総会においても当該議決権は行使される可能性がないことから、公開買付者は、買付予定数の下限の設定に際し、2025年12月31日現在においてBIP信託口が保有する対象者株式数(60,755株)を買付予定数の下限の設定の基礎となる対象者株式数に加算していません。

したがって、本公開買付けが買付予定数の下限にて成立したとしても、上記のとおり本株式併合に係る議案への賛成の議決権行使が見込まれる対象者株式の数の水準は、実際に議決権行使がなされる対象者株式の数の正確な数値は不明であるものの、議決権所有割合に換算して53.80%に達すると見込まれるため、公開買付者としては、本株式併合に係る議案の可決要件を満たすと予想しております。

以上を踏まえ、公開買付者は、本公開買付け後に公開買付者が対象者の総株主の議決権の数の3分の2を所有するに至らない場合でも、その所有する対象者の議決権が本臨時株主総会において、本株式併合の議案が承認される水準となるよう、本公開買付けにおける買付予定数の下限を(1,903,900株、所有割合:13.67%)に設定することといたしました。

本公開買付けが成立した場合、下記「(4) 本公開買付け後の組織再編等の方針(いわゆる二段階買収に関する事項)」に記載のとおり、公開買付者は、本スクイーズアウト手続を実施することを予定しており、対象者に対して、本株式併合を行うこと及び本株式併合の効力発生を条件として単元株式数の定めを廃止する旨の定款の一部変更を行うことを付議議案に含む、本臨時株主総会の開催を要請する予定です。公開買付者は、公開買付者及び湯沢が合計で対象者の総株主の議決権の3分の2以上に相当する対象者株式を所有するに至らなかった場合でも、上記の通り本臨時株主総会における本株式併合に係る議案の可決要件を満たす見込みがあると考えております。ただし、公開買付者及び湯沢が合計で対象者の総株主の議決権の3分の2以上に相当する対象者株式を所有するに至らなかった場合、本臨時株主総会において本株式併合に係る議案が否決される可能性もあります。仮に本臨時株主総会において本株式併合に係る議案が否決された場合であっても、公開買付者は、対象者を非公開化することを目的としているため、本公開買付けにおける応募状況や当該時点における対象者の株主の所有状況及び属性並びに市場株価の動向も踏まえた上で、公開買付者及び湯沢が合計で所有する対象者株式の議決権の合計数が本株式併合の承認のために次回に開催を予定する株主総会において想定される議決権行使の数に3分の2を乗じた議決権の数に相当する株式数に達するまで、市場内取引、公開買付け、公開買付け以外の市場外買付け等(法において認められる場合に限り)により対象者株式を追加取得して、対象者株主総会の開催を要請する予定です(このような追加取得及びその後の株主総会による本株式併合の承認までに要する期間については、市況等の事情にもよるため、現時点では確定的な時期を特定することは困難であるものの、現時点では2026年9月までと予定しております。具体的な見込み時期が判明しましたらその旨お知らせいたします。)。公開買付者は、本公開買付けが成立した場合には、当該見込み時期にかかわらず、対象者を非公開化する方針を変更いたしません。なお、上記追加取得において、公開買付者が株主の皆様に対して支払う対価は、市場内取引の場合は市場価格、市場内取引以外の方法による場合には、本公開買付けにおける対象者株式1株当たりの買付け等の価格(以下「本公開買付け価格」といいます。)と比較して、当該追加取得に対応して売却する株主にとって経済的に同等と評価される価格(対象者が株式併合又は株式分割等、支払う対価の調整を要する行為を行わない限り、1株当たり、本公開買付け価格と同額)といたします。

本スクイーズアウト手続の完了後において、公開買付者は、対象者の有価証券報告書提出義務の免除申請の承認を得られた後、公開買付者が所有する対象者株式の全てを湯沢に譲渡する本湯沢宛相対譲渡を予定しておりますが、本書提出日現在において、詳細については未定です(注4)。なお、対象者及びツムラは、湯沢に非事業用資産が移転する際、対象者において課税されることは望んでおらず、対象者において課税されないためには、湯沢と対象者との間に完全支配関係を形成する必要があるため(注5)、非事業性資産配当等を実施する前の時点において、本湯沢宛相対譲渡を行うこととしております。

(注4) 本湯沢宛相對譲渡にあたっては、公開買付価格の均一性規制の趣旨に反しないよう、対象者株式の価値は、本スクイーズアウト手続実施前の時点において公開買付者が保有する対象者株式数に本公開買付価格を乗じた価格を基準として、そこに本公開買付けの実施に伴い公開買付者において発生した諸費用及び公開買付者における資本コストを加算することで反映した価格とする予定です。

(注5) 湯沢と対象者との間に完全支配関係を形成するためには、公開買付者ではなく湯沢が公開買付けを実施するという選択肢もありますが、湯沢は本公開買付けの開始時点において、対象者の非公開化を行うことのできる現預金・純資産がなく、かつ株主との交渉状況によっては応募合意を得られず公開買付けが不成立になるというリスクがあった中では外部からの資金調達に難しい状況であるところ、公開買付者は本公開買付けに実施に必要な資金を確保できているため、湯沢ではなく公開買付者が公開買付けを実施いたします。

なお、湯沢の間接的な株主である株式会社オフィスサポートが、公開買付者の間接的な株主です。具体的には、湯沢の株主である株式会社ATRAは、湯沢の総議決権の50%を保有しており、株式会社ATRAの総議決権の30.9%を株式会社オフィスサポートが保有しております。そして、株式会社オフィスサポートは、株式会社C&I Holdingsの総議決権の37.5%を保有しており、株式会社C&I Holdingsは株式会社シティインデックスファーストの総議決権の50%を保有し、株式会社シティインデックスファーストは公開買付者の総議決権の50%を保有しております。

一方、本公開買付けが成立し、非公開化が実施された後に、本湯沢宛相對譲渡が実施される際には、本公開買付けが不成立になるというリスクが排除された後のため、外部からの資金調達が可能であることを湯沢の代表取締役が、複数の調達先候補の代表者に口頭で確認しております。また、公開買付者は、その旨を湯沢から口頭で確認しております。

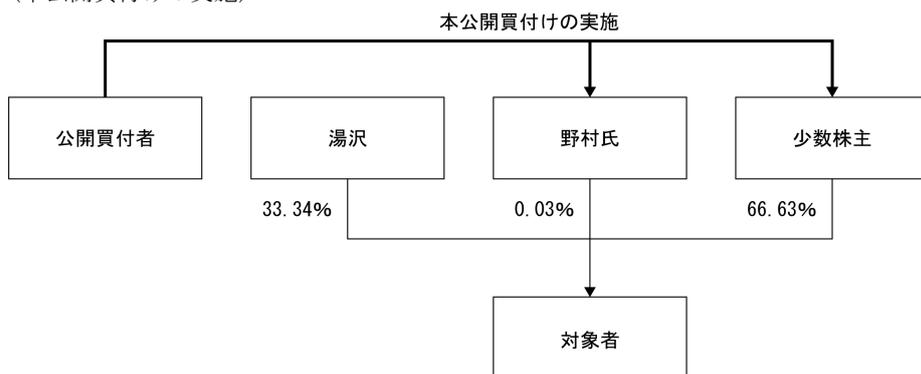
また、本湯沢宛相對譲渡により湯沢が対象者の唯一の株主になった後、対象者をしてその非事業性資産(注6)を配当財産とする剰余金の配当及び／又は非事業性資産を承継対象資産とする吸収分割を実施させ、当該非事業性資産を湯沢に移管させる本非事業性資産配当等が予定されております(本非事業性資産配当等の詳細は、下記「(6) 本公開買付けに関する重要な合意に関する事項」の「④ 本取引基本契約」をご参照ください。)

(注6) 非事業性資産とは、対象者が保有する現預金、長期預金、非上場株式、非上場株式以外の株式、債券及び一部の有形固定資産(以下「非事業性有形固定資産」といいます。)からなり、2025年3月末時点での帳簿価額はそれぞれ、現預金5,711百万円、長期預金5,200百万円、非上場株式916百万円、非上場株式以外の株式17,836百万円、債券6,081百万円及び非事業性有形固定資産3,678百万円です。

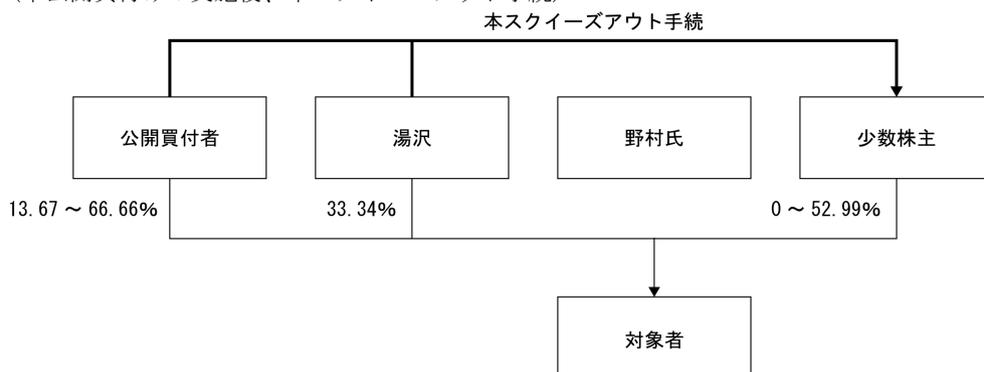
そして、本非事業性資産配当等の完了後において、対象者はくらすわ関連事業について、本事業パートナー宛相對譲渡の実施前に、詳細は検討中ながら本事業パートナー以外の第三者への事業売却を実施する可能性があり、当該事業売却が実現しない場合には本事業パートナー宛相對譲渡の実施の前提としてくらすわ関連事業の縮小・撤退を行うことを予定(対象者として、対象者自らくらすわ関連事業を縮小・撤退を行うとした場合において、特段の支障となる事情は本書提出日時点において認識していないとのことです。)しており、本事業パートナー以外の第三者への事業売却が確定しましたら、追って開示する予定とのことです。その後、湯沢の所有する対象者株式の全てをツムラに譲渡する本事業パートナー宛相對譲渡が予定されております(本事業パートナー宛相對譲渡の詳細は、下記「(6) 本公開買付けに関する重要な合意に関する事項」の「④ 本取引基本契約」をご参照ください。)なお、本事業パートナー宛相對譲渡は、本スクイーズアウト手続後に非事業性資産を湯沢に移管し、かつ対象者におけるくらすわ関連事業について、本事業パートナー宛相對譲渡の実施前に、本事業パートナー以外の第三者への事業売却、若しくは当該事業売却が実現しない場合にはくらすわ関連事業の縮小・撤退を行うことから、実質的に養命酒関連事業のみの譲渡である一方、本公開買付け実施時における対象者は、養命酒関連事業、くらすわ関連事業及び非事業性資産を有している点から、本事業パートナー宛相對譲渡(譲渡価額：68億円)と本公開買付けは取得する対象が異なることから、価格の均一性の問題は生じないと考えております。また、ツムラは、対象者の事業のみを取得を希望しており(実質的には、対象者の養命酒関連事業)、非事業性資産が一体となったままの対象者に対する公開買付けを行う意向がなかったため、公開買付者が公開買付けを実施し、本スクイーズアウト手続及び本湯沢宛相對譲渡の実施後、本非事業性資産配当等とくらすわ関連事業の縮小・撤退(ツムラ以外の第三者への事業売却も含む)によりツムラの取得対象となる養命酒関連事業のみを対象者に残した上で、湯沢からツムラへ対象者株式を譲渡する取引といたしました。

本書提出日現在想定している、一連の取引を図示すると大要以下のとおりです。

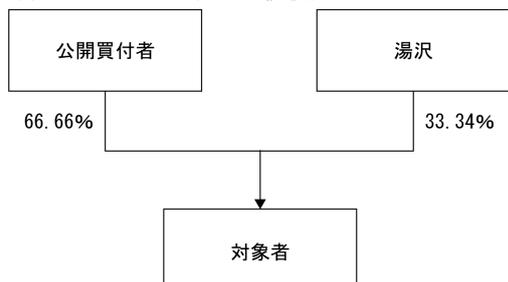
(本公開買付けの実施)



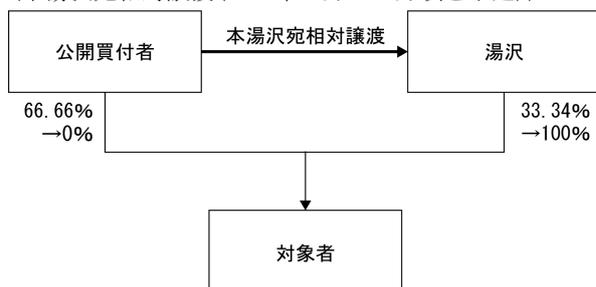
(本公開買付けの実施後、本スクイーズアウト手続)



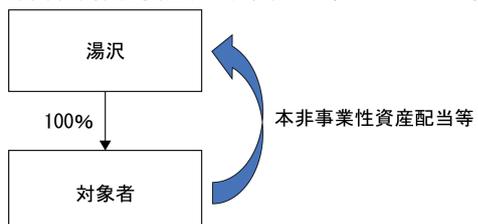
(本スクイーズアウト手続後)



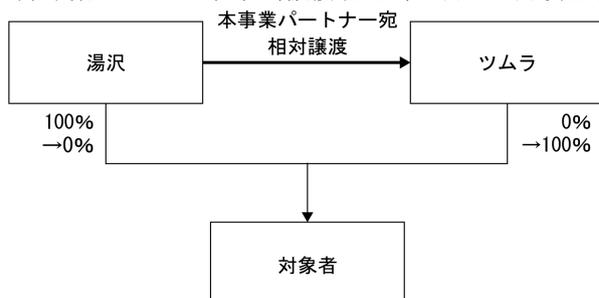
(本湯沢宛相對譲渡(2026年7月~8月頃を予定))



(本非事業性資産配当等(2026年7月~8月頃を予定))



(本事業パートナー宛相対譲渡(2026年7月～8月頃を予定))



なお、対象者が2026年2月25日付で公表した「株式会社レノによる当社株式に対する公開買付けに関する賛同及び応募中立の意見表明のお知らせ」(以下「対象者プレスリリース」といいます。)によれば、対象者は、2026年2月24日開催の対象者取締役会において、本公開買付けに賛同の意見を表明するとともに、対象者の株主の皆様に対して、本公開買付けに応募するか否かについては対象者の株主の皆様のご判断に委ねる旨の決議をしたとのことです。対象者取締役会の意思決定の過程に係る詳細については、対象者プレスリリース及び下記「(3) 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「⑦ 対象者における利害関係を有しない取締役(監査等委員である取締役を含む。)全員の承認」をご参照ください。

(2) 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

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は、以下のとおりです。なお、以下に記載された記述のうち対象者に関する記述は、対象者有価証券報告書、対象者プレスリリース及び対象者から受けた説明に基づくものです。

① 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

(i) 対象者を取り巻く経営環境等

対象者は、1923年6月に株式会社天龍館として設立され、300年余にわたり信州伊那の谷・塩澤家に受け継がれてきた養命酒の事業を継承したとのことです。1943年2月に株式会社養命酒本舗天龍館を吸収合併して事業の統合を進め、1951年11月には商号を養命酒製造株式会社に変更し、現在の社名となったとのことです。対象者株式については、1955年10月に東京証券取引所に株式を上場した後、2022年4月に実施された東京証券取引所の市場区分見直しに伴い、東京証券取引所市場第一部から東京証券取引所プライム市場へ移行したとのことです。

対象者の企業集団(対象者及び対象者の関係会社)は、対象者及び非連結子会社1社で構成されており、養命酒関連事業とくらすわ関連事業からなっているとのことです。対象者は、「生活者の信頼に応え、豊かな健康生活に貢献する」を経営理念とし、お客様の満足と信頼を一番に考え、健康生活に貢献できるよう、企業ビジョンである「健全で、強い、良い会社」を目指しているとのことです。また、「すこやかでより良い時間を願う人々を応援する」という事業ビジョンの下、「養命酒」をはじめとする商品及び「くらすわ」ブランドを通して、高い安心と社会に求められる有用な商品やサービスの提供に努めているとのことです。

対象者グループの各事業の概要は以下の通りとのことです。

(養命酒関連事業)

主に国内外への「養命酒」及び酒類・食品の製造販売を行っており、その他に太陽光発電による売電及び不動産賃貸を行っているとのことです。

(くらすわ関連事業)

食を通じた「広げる、すこやかなくらしの輪」をコンセプトとした「くらすわ」ブランドによる小売り・サービス事業を展開しており、直営の商業施設において商品又は製品の販売及びレストランの運営を行う店舗運営、インターネット等を通じた通信販売及び他社販売チャネルを通じた外販を行っているとのことです。

対象者は、中長期的な環境認識として、国内の少子高齢化の進行と人口減少、エネルギーや原材料価格の高騰、世界的な不確実性の高まり等により、これまでと異なる様々な社会的課題の解決が企業に求められていると認識しているとのことです。

このような経営環境において対象者は、中期経営計画(2022年4月～2027年3月)(以下「本中期経営計画」といいます。)を策定し、2023年に会社創立100周年を迎えるにあたり基本戦略を「次の100年に向けた成長投資と持続的成長基盤の確立」と定めたとのことです。「養命酒」及び酒類・食品の卸売販売を中心とする既存事業の収益力強化(深化)と、これまで取り組んできた「くらすわ」ブランドを中心とした新たな事業基盤の構築(探索)を同時に行う「両利きの経営」を推進し、収益性を確保しつつ成長投資を行い、新たな企業価値の創造に取り組んできたとのことです。

しかしながら、ここまでのところ、物価上昇による消費行動への影響等の要因による国内「養命酒」の販売不振、通信販売の競争激化、店舗展開にあたっての人材確保難等によるくらすわ関連事業拡大の遅れ、最終年度を見据えたM&Aの実現可能性の低下等、本中期経営計画策定時に想定した前提条件が大きく変化しているとのことです。このような状況を踏まえ、対象者は2022年3月期の決算発表時(2022年5月11日)に公表した本中期経営計画における最終年度目標の売上高200億円以上を、2025年5月13日に取り下げたとのことです。

このような事業環境の下、今後対象者が持続的な成長及び企業価値の拡大を実現するためには、足元減収傾向にある養命酒を中心とした製品の販売力強化を通じた再びの成長トレンドの実現や、くらすわ関連事業の抜本的な改善策の遂行が求められていると考えているとのことです。

(ii) 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

公開買付者は、日本の上場企業のあるべき姿を追求すること、コーポレート・ガバナンスの理解を日本の上場企業に浸透させることを掲げ、これまで数多くの上場企業に投資し、一定の株主価値向上に寄与してきた実績を有しています。具体的には、上場企業は社会の公器として、従業員、取引先、ビジネスパートナー、そして株主といった全てのステークホルダーに対する責任がある中で、株主に対しては、事業の競争力の強化や資産効率の向上を通して資本コストを上回るROE(Return on Equity、自己資本当期純利益率)を上げ、自社の株価を中長期にわたり上昇させていく必要があると考えており、実際に、下記の投資先企業において株価の上昇を実現しております。公開買付者の投資先企業の例としては、株式会社アコーディア・ゴルフ、黒田電気株式会社、株式会社東栄リーファライン、出光興産株式会社、新明和工業株式会社、株式会社UKCホールディングス、日本郵船株式会社、中国塗料株式会社、三信電気株式会社、株式会社廣濟堂、株式会社エクセル、日本アジアグループ株式会社、コスモエネルギーホールディングス株式会社、株式会社新生銀行等が挙げられ、資本政策の改善による株主価値の向上を目指すことにとどまらず、経営統合による業界の再編、経営者や従業員が株主と同じ目線に立つことのできるインセンティブの付与等の数々の価値向上施策を、投資先の経営陣と共に議論し、実行に導くことで、一定の株主価値向上に貢献してきた投資実績を有しています。

湯沢及び野村氏(以下「湯沢ら」といい、公開買付者と総称して以下「公開買付者グループ」といいます。なお、湯沢及び野村氏は公開買付者の特別関係者に該当します。)は、対象者が、対象者の純資産を発行済株式数で除した結果である一株当たり純資産(2023年9月末時点において3,272円)に比べて対象者の株価が低く評価されており、株価を一株当たり純資産で除した、所謂PBRが1倍を下回っていたことに鑑み(2023年11月30日における対象者株式の終値1,873円はPBRにて0.62倍の水準になります)、割安な株価で上場していると考え、2023年12月11日以降、対象者株式を市場内外の取引で取得し、2024年5月2日時点で湯沢の株主である野村氏が141,700株(2024年3月末時点の対象者の発行済株式総数から自己株式を控除した株式数に対する割合：1.02%)を所有するに至りました。その後、湯沢は2025年3月19日から21日にかけて合計3,300,100株(2025年3月末時点の対象者の発行済株式総数から自己株式を控除した株式数に対する割合：23.70%)を、野村氏は2025年3月19日に135,400株(2025年3月末時点の対象者の発行済株式総数から自己株式を控除した株式数に対する割合：0.97%)を、それぞれ市場外取引により取得し、2025年3月21日時点で湯沢らが所有する対象者株式の合計は3,577,200株と、2025年3月末時点の対象者の発行済株式総数から自己株式を控除した株式数に対する割合は25.69%となり、対象者の経営陣に対して、対象者の株主として株主価値向上を提案するに際し十分に発言力のある株数を保有するに至ったと考え、湯沢らは2025年4月2日に対象者と初回の面談を行いました。

湯沢らは、2025年4月2日から同年7月29日にかけて、対象者と、対象者の社外取締役との面談を含み合計7回の面談を行いました。対象者の社外取締役との面談1回を除く、計6回の面談において、対象者からは、代表取締役社長である田中英雄氏及び、2025年6月27日に開催された第107回定時株主総会で取締役に選任された井川明氏が参加しました。湯沢らは、対象者が長年蓄積してきた内部留保により、多額の非事業性資産(現預金、長期預金、非上場株式、非上場株式以外の株式、債券及び一部の有形固定資産)を保有しており、当該非事業性資産により対象者の資本効率が低下しているという課題があると考えておりました。2025年4月2日から同年7月29日にかけての面談では、湯沢らから、株主価値向上のための施策として、一般的には、上場を維持したままで、事業成長の実現及び株主還元を通じた資本効率の向上を行うという選択肢はあるものの、対象者の売上、利益が中長期的に低迷しており、そのことが今後の対象者の株価に与えるマイナスの影響を考えると、当該課題に対処し、対象者の株主価値向上のために対象者が非公開化することが望ましいと考えており、具体的にはMBO(マネジメント・バイアウト)による非公開化を対象者に提案しました。湯沢らがMBOを手法として選択し提案した理由は、MBOに参画する経営陣が自ら対象者の事業のリスクを取ると同時に、経営が成功した場合にリターンを享受する手法が、経営者としてふさわしいと考えたからです。また、湯沢らからは、MBOに際して、湯沢らが対象者株式の非公開化のスポンサーになることが可能であることを対象者に伝えました。湯沢らは、湯沢らが対象者株式の非公開化のスポンサーになる場合には、対象者株式を非公開化した後に、対象者が保有する非事業性資産を湯沢に移管し、当該非事業性資産の流動化を通じた現金回収によって対象者株式の非公開化の原資を回収し、対象者に残る事業を湯沢らと対象者経営陣で保有するというストラクチャーを想定していることを伝えました。なお、これら湯沢から対象者に伝えた意向に対する対象者からの反応に関しては、湯沢らから対象者に対して、湯沢らに対して重要事実を伝達しないよう依頼していたこともあり、湯沢らとして特段認識する内容は無く、主に湯沢からの説明内容についての質疑という内容のものでした。また、湯沢らは、仮に対象者が当該ストラクチャーを選択するとしても、被買収先の取締役として、(A)対象者の価値が十分に反映された公開買付価格を選択する必要があること、(B)クローズドな関係性のなかで買い手を探すのではなく複数の先に打診をする必要があること、(C)株主価値を最大化する先、即ち、最も対象者を評価し、一番高い価格を提示する先に売却する必要があることを充分ご認識頂きたい旨を対象者に申し入れました。

2025年8月6日には、湯沢は、対象者が非公開化の一次入札を行っているという報道を目にし(なお、湯沢は、当該報道以外で対象者が入札手続きを進めているという情報は入手しておりません。)、湯沢らから、対象者に対し、対象者株式の非公開化は支持するものの、湯沢らが対象者株式の非公開化のスポンサーになることを提案しているため、湯沢らが保有する対象者株式を対象者の自己株式取得に応じて売却することや、第三者に売却する意向はないことを伝えました。対象者は、同日に、「一部報道について」(以下「8月6日開示」といいます。)と題する適時開示を行い、一部報道により対象者が非公開化を検討しているとの報道があるが、対象者が発表したものではないことと、企業価値向上を目的とした様々な選択肢(非公開化を含む)を検討しているが、対象者として決定している事実はないことが公表されました。

湯沢らは、2025年9月3日から2025年10月7日にかけて、対象者と合計4回の面談を行いました。まず、2025年9月3日に開催した面談において、対象者からは、8月6日開示通り、企業価値向上のため、非公開化を含め様々な選択肢を検討しているとのことが湯沢らに伝えられました。それを受けて、2025年9月3日から2025年10月7日にかけての面談では、主に、湯沢らがMB0という手法にこだわらず、対象者株式の非公開化を行いたいという強い意欲を持っていることを湯沢らから対象者に伝えました。湯沢らは、対象者経営陣が事業の所有者としてリスクを取り、その代わりに将来企業価値が向上した際にはリターンを享受できるMB0、又は対象者の事業を湯沢らと対象者経営陣による共同保有、という取り組みに対して、対象会社経営陣からの賛同が得られない可能性があること、また、対象者の売上高及び利益が中長期的に低下傾向にあることから、湯沢らによる非公開化後、第三者のパートナーが対象者の事業を取得し、経営陣と共に経営していくことは、対象者事業の中長期的な成長にとって望ましい選択肢であると考えていると伝えました。また、第三者のパートナーに対象者の事業を譲渡する場合にも、湯沢らが非公開化を主導し、その後、対象者の非事業性資産の回収も含めた事業再編を湯沢らが実施した上で、対象者の事業のみを当該第三者のパートナーに譲渡するというスキームを取ることで、譲渡先選定および譲渡プロセス進行をよりスムーズに進めることができると考え、引き続き湯沢らが非公開化を主導する考えであると伝えました。そして、もし第三者のパートナーがいない場合は、当初の提案通り、湯沢と経営陣で対象者の事業を保有したいと伝えました。また、湯沢らが対象者を非公開化し、非事業性資産の流動化を通じた現金化により原資を回収する、という点以外については、湯沢らの経済性が担保されている限りにおいて、湯沢らとしては柔軟な検討が可能であり、経営陣の意向を提案していただきたいと伝えました。また、2025年9月10日に開催した面談では、湯沢らから対象者に対して、対象者経営陣の賛同を前提に、面談の前営業日である2025年9月9日の対象者株価の終値が3,980円であった点を踏まえ、当該価格を上回る価格という観点で一株あたり4,000円(2025年9月10日の前営業日である2025年9月9日時点の東京証券取引所プライム市場における対象者株式の株価終値3,980円に対して0.50%のプレミアム(小数点以下第三位を四捨五入しております。以下、プレミアム率とディスカウント率の計算について同じです。)、同日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値3,926円(円未満を四捨五入。以下、終値単純平均値の計算において同じです。))に対して1.88%のプレミアム、同日までの過去3ヶ月間の終値単純平均値3,462円に対して15.54%のプレミアム、同日までの過去6ヶ月間の終値単純平均値3,198円に対して25.08%のプレミアム)で対象者を非公開化することを検討可能であると考えている旨を、口頭で伝えました。

湯沢らは、対象者株式の非公開化を進めるに際し、対象者の株主として積極的な関与を行いたいと考え、湯沢が2025年10月14日に対象者株式1,318,100株(2025年9月末時点の対象者の発行済株式総数から自己株式を控除した株式数に対する割合：9.47%)を市場外取引により取得し(内、277,100株は野村氏からの取得)、その後さらに、2025年10月15日から同月17日にかけて市場内取引で対象者株式を合計23,300株(2025年9月末時点の対象者の発行済株式総数から自己株式を控除した株式数に対する割合：0.17%)取得し、2025年10月17日時点で湯沢らが所有する対象者株式の合計は4,645,200株(2025年9月末時点の対象者の発行済株式総数から自己株式を控除した株式数に対する割合：33.36%)となりました。

湯沢らと対象者は、2025年10月28日に、湯沢の設立するSPCによる対象者の非公開化及びその後の一連の取引を協議の対象とする秘密保持契約を締結しました。湯沢らは、2025年10月30日から2025年11月26日にかけて、対象者と合計3回面談を行いました。湯沢らからは、対象者に対して、引き続き、湯沢らによる非公開化を行いたい意向を伝えました。湯沢らからは、湯沢らで対象者の議決権の1/3超を保有しており、対象者経営陣が対象者の非上場化を選択する場合にも、湯沢らの意向を十分に反映した形での非公開化でなければ実現は現実的ではないことが伝えられました。対象者からは、企業価値向上のため、非公開化を含めた様々な選択肢を検討している旨が、湯沢らに伝えられました。

湯沢らは、2025年12月5日に、対象者より、米国デラウェア州設立の投資顧問会社であるKohlberg Kravis Roberts & Co. L.P. (関係会社及び関連ファンドを含め、以下「KKR」といいます。)及びツムラのコンソーシアム (以下「本コンソーシアム」といいます。)から受領した2025年12月1日付の対象者株式の非公開化に関する法的拘束力ある提案(対象者株式1株あたり株式価値4,021円、想定公開買付価格4,282円(仮に湯沢が公開買付けに応募した場合の税引後手取り額と対象者による自己株式取得に応じた場合に得られる税引後手取り額が同等となる価格(3,497円)で自己株取得を行い、差額分を本公開買付けにおける公開買付価格に充当する場合を想定したもの。)) (以下「本コンソーシアム提案」といいます。)の内容の伝達を対象者と湯沢らとの協議の場において受けました。なお、本コンソーシアム提案においてツムラが対象者株式を取得することの前提は、養命酒関連事業以外をカーブアウトすること又は縮小するという内容でありました。その後、2025年12月8日、湯沢らは対象者に対して、非公開化については賛同するものの、湯沢らとしては、そもそも湯沢らの主導する対象者の非公開化を実現したいと考えており、対象者株式を第三者に売却する意向や対象者による自己株式取得に応じる意向はなく、本コンソーシアム提案にかかる公開買付けには賛同できず、対象者による自己株式取得に応じることはできないと対象者に伝えました。

その後、湯沢らは、2025年12月11日から同月25日にかけて、対象者と合計4回の面談を行いました。2025年12月11日から同月25日にかけての面談では、湯沢らは対象者に、あらためて、湯沢らの主導する対象者の非公開化を実現したいと考えており、対象者株式を第三者に売却する意向や対象者による自己株式取得に応じる意向はなく、本コンソーシアム提案にかかる公開買付けには賛同できず、対象者による自己株式取得に応じることはできないと伝えました。対象者からは、湯沢らに対して、本コンソーシアム提案に湯沢らが協力することで、対象者の企業価値向上が実現できると伝えられました。

その後、2025年12月30日の日中には、対象者から、湯沢に対して、本コンソーシアム提案について、1株あたり株式価値(4,021円)については変更しないが、湯沢が保有する対象者株式を対象とした、対象者による自己株式取得の1株あたり取得価格(3,497円)を向上させることが理論的に可能であること、湯沢がその自己株式取得による売却資金を原資に本コンソーシアム提案における買付主体に再出資を行うこともKKRとして検討可能である旨のKKRからの再提案が伝達されましたが、湯沢は対象者に、湯沢らの主導する対象者の非公開化を実現したいと考えていることから、再提案の内容は湯沢の意向に沿うものではなく、検討に資するものではないとして、これを受け入れませんでした。

そして、2025年12月30日の夜には、対象者から「(開示事項の経過)一部報道について」(以下「12月30日夜開示」といいます。)と題する開示がなされ、KKRの再提案を踏まえても湯沢として対象者株式の売却を行う意向を有しないことを確認したため、KKRによる提案は成立蓋然性のない提案と判断したとして、同日の夕刻に、対象者からKKRに対し、KKRに付与していた独占交渉権を失効させることをKKRに通知した旨が公表されました。

2026年1月6日から同月20日にかけて、湯沢らは対象者と合計4回面談を行い、2026年1月9日には、湯沢らから対象者に対して、公開買付者による対象者株式の公開買付け及び対象者による自己株式公開買付けの実施による対象者株式の非公開化を行った上で、対象者が保有する資産のうち非事業性資産を湯沢が取得し、対象者株式を対象者事業のベストオーナーへ可及的速やかに譲渡する取引について、提案書(以下「1月9日提案書」)を提出いたしました。なお、1月9日提案書を提出するにあたっては、公開買付者グループは2026年1月6日、法務アドバイザーとして渥美陽子弁護士を選任しておりますが、対象者に関するデュー・ディリジェンスを行っていないこと、並びに当該提案書の作成にあたり必要な対象者の価値算定にかかる知見を社内に有していることから、財務やフィナンシャル・アドバイザーは選任しておりません。加えて、これらの面談において湯沢らは、対象者事業の価値を最も高く評価してくれる買い手が対象者事業のベストオーナーであるという湯沢らの考えを伝えました。また、非公開化の手法に関しては、公開買付者による他社株公開買付けに加えて、対象者による自社株公開買付けにより、対象者の事業会社株主から対象者株式を取得することで、当該事業会社株主にはみなし配当の益金不算入規定が適用されることが見込まれ、その場合には、当該事業会社株主にはある一定程度の税務メリットが享受されるところ、自社株公開買付けの買付価格を一部引き下げ、他社株公開買付けの買付価格を一部引き上げることで、当該税務メリット相当分をその他対象者株主に提供することが可能となることから、対象者による自社株公開買付けと公開買付者による他社株公開買付けを並行して行うことを提案しました。また、湯沢らは、対象者が積極的マーケットチェックを行い提示された最も高い価格(なお、湯沢らは、2025年12月5日の対象者との協議の場において、積極的マーケットチェックの結果として本コンソーシアム提案が選ばれたことを対象者より伝えられ、当該協議において湯沢らから対象者に、本コンソーシアム提案が、積極的マーケットチェックの結果、提示された中で最も高い株式価値であるか確認したところ、対象者より、その理解で相違ないとの回答を受けたため、積極的マーケットチェックを行い提示された最も高い価格が、本コンソーシアム提案における一株あたり株式価値4,021円であったことを確認しております。)を参照し、それと同等もしくはそれよりも高い1株あたり株式価値を提示することが対象者の株主価値向上のために重要と考え、一株あたり株式価値を4,021円以上とする考えに変化はないことを、対象者に伝えました。対象者から湯沢らに対しては、非公開化を行うことが企業価値向上に資すると考えており、対象者経営陣が、対象者の非公開化に賛同すると考える株主の保有株数の合計に、湯沢らの保有株数をあわせれば、対象者の非公開化の成立に必要な対象者株主の賛同を得られるのに対し、自己株公開買付けを実施する場合、対象者の非公開化に賛同すると考える株主から自己株公開買付けを通じて対象者株式を取得した後の湯沢らによる保有株数だけでは、対象者の非公開化の成立に必要な対象者株主の賛同を得るに十分ではなく、他社株公開買付けの結果によって対象者の非公開化の成立が左右されるという不確実性を含んでしまうこととなるため、非公開化の確度を高めるために、対象者による自社株公開買付けと公開買付者による他社株公開買付けの2つの公開買付けを行うのではなく、公開買付者による他社株公開買付けのみで実施してほしいという意向が伝えられました。

なお、湯沢らは、1月9日提案書を対象者へ提出するにあたり、上記「(1) 本公開買付けの概要」の注5に記載の理由により、湯沢ではなく、湯沢と資本関係及び人的関係のある公開買付者に本公開買付けの実施主体となることを依頼し、公開買付者はこれを応諾しました。

2026年1月22日、公開買付者グループは、非公開化の確度を高めたいとの対象者の意向を受け、対象者による自社株公開買付けは想定せず、公開買付者による他社株公開買付けのみによって対象者の非公開化を行う意向があることを伝えました。

その後、公開買付者グループは2026年1月30日に対象者より、対象者及び本特別委員会(下記「③ 対象者が本公開買付けに賛同するに至った意思決定の過程及び理由」)において定義します。)が、本事業売却入札プロセス(下記「③ 対象者が本公開買付けに賛同するに至った意思決定の過程及び理由」)において定義します。)において、対象者の事業価値を最も高く評価したツムラによる提案が対象者の企業価値向上にも資すると評価できると考え、ツムラがベストオーナーであると判断したことを伝えられ、公開買付者グループもツムラがベストオーナーであることを確認しました。

なお、公開買付者グループとしては、ベストオーナーの選定プロセスの具体的な内容および進捗については、対象者に一任しており、上記のとおり対象者事業の譲受価格として最も高い価格を提示した買い手がベストオーナーであるという公開買付者グループの考えを対象者に伝達し、その内容を踏まえ、対象者から公開買付者グループに対して、ツムラをベストオーナーであると判断した旨の伝達を受け、公開買付者グループとして合意をしました。よって、公開買付者グループにおいて、ベストオーナーの選定プロセスに関する交渉は行っておりません。

公開買付者は、対象者が開示している財務情報等の資料を通して、対象者の事業及び財務の状況を分析し、本コンソーシアム提案においては対象者株式の一株当たり株式価値が4,021円とされていたことを踏まえ、当該価格(4,021円)を上回る価格として、2026年2月4日、本公開買付けにおける本公開買付価格を4,022円(2026年2月4日の前営業日である2026年2月3日時点の東京証券取引所プライム市場における対象者株式の株価終値4,290円に対して6.25%のディスカウント、同日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値4,360円に対して7.75%のディスカウント、同日までの過去3ヶ月間の終値単純平均値4,453円に対して9.68%のディスカウント、同日までの過去6ヶ月間の終値単純平均値4,233円に対して4.98%のディスカウント)とすること(以下「第1回提案」といいます。)を対象者に提案しました。

これに対し、2026年2月10日、公開買付者は対象者及び本特別委員会より、第1回提案における本公開買付価格は、足元の対象者株式の市場株価動向及び類似過去事例におけるプレミアム水準や、本特別委員会のフィナンシャル・アドバイザーによる株式価値算定の内容を踏まえると、対象者の企業価値及び少数株主の利益に鑑み十分な水準にあるとは認められないとして、本公開買付価格の再検討を要請されました。

これを受けて、2026年2月16日、公開買付者は、本公開買付価格を4,050円(2026年2月16日の前営業日である2026年2月13日時点の東京証券取引所プライム市場における対象者株式の株価終値4,540円に対して10.79%のディスカウント、同日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値4,361円に対して7.13%のディスカウント、同日までの過去3ヶ月間の終値単純平均値4,474円に対して9.48%のディスカウント、同日までの過去6ヶ月間の終値単純平均値4,270円に対して5.15%のディスカウント)とする再提案(以下「第2回提案」といいます。)を行いました。

これに対し、2026年2月17日、公開買付者は対象者及び本特別委員会より、第2回提案における本公開買付価格は、足元の対象者株式の市場株価動向及び類似過去事例におけるプレミアム水準や、本特別委員会のフィナンシャル・アドバイザーによる株式価値算定の内容を踏まえると、対象者の本源的価値等をより一層、一般株主の利益に反映いただくことが可能であると、本特別委員会は考えているとして、本公開買付価格の再検討を要請されました。

これを受けて、2026年2月19日、公開買付者は、これ以上の公開買付価格の引き上げの要望に応えられないため、第2回提案と同額の1株あたり4,050円にて、再度、提案を行いました。

そして、公開買付者は、対象者及び本特別委員会の間で協議を行った結果、2026年2月24日付で本公開買付価格について合意に至り、公開買付者は2026年2月24日、本公開買付価格を4,050円とすることを含む本取引基本契約を、対象者、ツムラ、及び湯沢との間で締結しました。

なお、公開買付者は2026年2月中旬より、対象者の取引先及び親密先株主のうち上位株主との間で本公開買付けに係る応募契約の締結について打診を開始し、その後、打診に応じた三菱UFJ信託銀行、八十二長野銀行、トリア再保険、及び塩澤氏との間で2026年2月下旬にかけて本応募契約の内容について協議を実施し、2026年2月24日、本応募合意株主との間で本応募契約を締結いたしました。また、公開買付者は2026年2月中旬に野村氏に本同意について打診し、2026年2月24日、野村氏から本同意を得ました。

以上の検討、協議を踏まえ、公開買付者は2026年2月24日、本公開買付けを実施することを決定いたしました。

② 本公開買付け後の経営方針

本公開買付け後に、対象者株式の全て(ただし、対象者が所有する自己株式及び本不応募合意株式を除きます。)を取得できなかった場合には、下記「(4) 本公開買付け後の組織再編等の方針(いわゆる二段階買収に関する事項)」に記載のとおり、対象者の株主を公開買付者及び湯沢のみとすることを目的とした本スクイーズアウト手続として本株式併合を実施することを予定しております。

さらに、本株式併合の完了後には、本湯沢宛相對譲渡、本非事業性資産配当等、及び本事業パートナー宛相對譲渡を実施することで、最終的に対象者はツムラの完全子会社となる予定です。これらの取引の実施時期については、有価証券報告書提出義務の免除申請の承認という当局の判断次第になりますが、2026年7月～8月頃を目途に行うことを予定しております。なお、湯沢は、非事業性資産の取扱いについては、第三者に対し売却し現金化することにより、本公開買付けの原資を回収することを基本的な方針としております。ただし、売却の方法や時期等について、現時点で決定していることはありません。

ツムラは本取引を新たな戦略パートナー獲得のための事業投資と位置付けており、ツムラが強みを持つ医療用漢方製剤領域を軸に、対象者が強みを持つ一般医薬品・ヘルスケア製品領域への拡大を図り、未病・養生領域における生活者起点の健康支援機能を強化することで、発症前から健康的に健康を支えるビジネスモデルへ進化させることを目的としているとのことです。一方、対象者を取り巻く直近の市場環境の変化やそれに伴う業績への影響を鑑み、対象者は事業の効率化を進めるとともに、祖業である『養命酒』商品における売上回復、また次の収益柱として新商品を開発・育成することが重要と考えているとのことです。

ツムラは、上記を実現するための対象者及びツムラにおける共同の取り組みとして、材料の共同購買や原材料の統合調達によるコストシナジー施策に加え、『養命酒』商品におけるエビデンスマーケティング導入を通じた商品価値訴求手法改善や医薬系代理店流通の活用を通じた新規販路開拓による売上シナジー施策、ツムラのナレッジ・ノウハウ共有等による研究開発シナジー施策等を想定しているとのことです。

なお、本公開買付けの実施後、本湯沢宛相對譲渡(2026年7月～8月頃を予定)までの間は、公開買付者が対象者の親会社となりますが、本公開買付けが成立した場合の決済開始日から本事業パートナー宛相對譲渡の完了までの間、対象者の事業運営は、本取引基本契約に基づき、通常業務の範囲で行うことを想定しております。また、ツムラは、本取引基本契約に基づき、本スクイーズアウト手続の完了後、対象者取締役会に、その指名する者2名をオブザーバーとして参加させることを想定しているとのことです。

本事業パートナー宛相對譲渡の実施後につきましても、シナジー創出の取り組みを円滑に進めるため、ツムラから役職員の派遣を考慮しておりますが、外部経営人材の登用は想定していないとのことです。取締役構成・運営の詳細につきましては、今後協議のうえ決定していきたいと考えているとのことです。なお、ツムラは取得した株式の売却は現時点において想定していないとのことです。

また、対象者の従業員は両社における企業文化や事業特性・強みの相互理解のために重要な役割を担うと考えており、継続雇用及び処遇維持を基本方針としているとのことです。さらに、ツムラの従業員との人材交流や両社事業における連携等を通じ、対象者の従業員においてもさらなる活躍の場を提供できるよう努めたいと考えているとのことです。

上記のとおり、最終的に対象者はツムラの完全子会社になることで、対象者の更なる事業成長及び企業価値の向上を目指すとのことです。

また、くらすわ関連事業については、本事業パートナー宛相對譲渡の実施前(2026年7月～8月頃までを予定)に、本取引基本契約上の本事業パートナー宛相對譲渡の前提条件として事業の縮小・撤退を行う方針が対象者とツムラとの間で確認されており、ツムラ以外の第三者への事業売却を目指し具体的に決まった事項はないものの対象者にて検討中とのことで、第三者への事業売却は確定しましたら対象者にて開示予定とのことです。仮に、本事業パートナー宛相對譲渡の実施前のくらすわ関連事業の売却が実現しない場合は、第三者への事業売却ではなく対象者自らくらすわ関連事業の縮小・撤退を行う方針です。くらすわ関連事業の事業売却又は縮小・撤退は、ツムラとのシナジー発現を見込むことの出来る養命酒関連事業に経営リソースを集中させることになり、対象者の企業価値向上に資すると判断しました。

③ 対象者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

(i) 検討体制の構築の経緯

対象者は、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」に記載のとおり、国内「養命酒」の販売不振、通信販売の競争激化、くらすわ関連事業拡大の遅れ、最終年度を見据えたM&Aの実現可能性の低下等、本中期経営計画策定時に想定した前提条件が大きく変化した対象者の事業環境を踏まえ、養命酒を中心とした製品の販売力強化を通じた再びの成長トレンドの実現や、くらすわ関連事業の抜本的な改善といった経営課題の解決のため、対象者の更なる中長期的な企業価値の向上及び株主共同の利益の確保の観点から、2025年4月頃より、対象者株式に係る資本取引も含めた戦略的な選択肢の検討を行ってきたとのことです。

また、対象者は、筆頭株主である湯沢からの面談要請を受け、2025年4月2日に湯沢らとの間で初回面談を行ったとのことです。当該面談において、対象者は、湯沢らから、上場企業のあるべき姿について説明及び対象者の課題に関する指摘を受けるとともに、その解決策の一つとして、非公開化の検討という選択肢の提示を受けたとのことです。当該面談は、対象者が、株主価値・企業価値向上を実現する資本政策の在り方について改めて考える契機となったとのことです。そして、対象者は、対象者を取り巻く経営環境が厳しさを増す状況の下で対象者が中長期的に企業価値を向上させるためには、対象者の事業成長にとって望ましい戦略的パートナーによる対象者株式の非公開化が経営上合理的な選択肢の一つとなり得ると考えたことから、戦略的パートナーによる対象者株式の非公開化を含めた資本政策その他の戦略的な選択肢(以下「本資本政策」といいます。)についてより一層具体的な検討を進めることとしたとのことです。

対象者は、かかる検討をより深めるため、2025年5月13日、専門性及び実績等を検討の上、対象者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として三菱UFJモルガン・スタンレー証券株式会社(以下「三菱UFJモルガン・スタンレー証券」といいます。)を、リーガル・アドバイザーとして森・濱田松本法律事務所外国法共同事業(以下「森・濱田松本法律事務所」といいます。)を、それぞれ本件に係るアドバイザーとして選任したとのことです。

その後、対象者は、本資本政策の検討を進める中で、上記アドバイザーからの助言に加え、本資本政策の検討と並行して引き続き湯沢らと2025年4月上旬から7月下旬にかけて議論を重ね、湯沢らをスポンサーとするMBOを打診されている中で、もし対象者が対象者株式の非公開化を選択する場合は、マーケットチェックの必要があることを充分認識したことから、本資本政策においては、対象者の企業価値向上及び株主共同の利益の確保の観点から、株主共同の利益の最大化を目的とした所謂「積極的マーケットチェック」を実施することが望ましいとの判断に至り、2025年7月上旬より、本資本政策における戦略的パートナー(以下「本非公開化パートナー」といいます。)の選定及び本非公開化パートナーによる対象者の非公開化を目的とした対象者主催の入札プロセス(以下「本非公開化入札プロセス」といいます。)を実施することとし、対象者のファイナンシャル・アドバイザーである三菱UFJモルガン・スタンレー証券を通じて、本非公開化パートナーの候補(以下「本非公開化パートナー候補」といいます。)として選定した7社のPEファンド及び事業会社に対して本非公開化入札プロセスへの参加を打診し、本非公開化入札プロセスのうち第一次入札プロセス(以下「本非公開化第一次入札プロセス」といいます。)を開始したとのことです。なお、対象者は、湯沢らとの面談を通じて、対象者から湯沢らに対する重要情報の伝達を行わないよう要請を受けていたため、対象者から湯沢らに対しては、2025年12月5日まで、本非公開化入札プロセスの存在を伝達していないとのことです。また、対象者は、2026年1月9日に至るまで、湯沢らから対象者株式の非公開化に関する具体性並びに実現可能性が確認できる提案を受領していないとのことです。

また、対象者は、本資本政策が対象者株式を非公開化することを目的としており対象者の一般株主に大きな影響を与えること等を踏まえて、対象者は、本資本政策に係る手続の公正性を担保することにより、本資本政策に係る取引条件の公正性を確保する観点から、2025年7月30日開催の取締役会において、本非公開化パートナー候補及び対象者のいずれからも独立した、対象者の監査等委員である独立社外取締役3名によって構成される特別委員会(以下「本特別委員会」といいます。なお、本特別委員会の具体的な活動内容等については、下記「(3) 本公開買付価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置」の「④ 対象者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。)の設置を決議したとのことです。また、本特別委員会は、対象者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三菱UFJモルガン・スタンレー証券並びに対象者のリーガル・アドバイザーである森・濱田松本法律事務所について、本非公開化パートナー候補及び対象者からの独立性及び本資本政策と同種の取引に関する専門性に問題がないことを確認の上、その選任を承認したとのことです。さらに、本特別委員会は、本非公開化パートナー候補及び対象者からの独立性及び本資本政策と同種の取引に関する専門性に問題がないことを確認の上、本特別委員会の独自のファイナンシャル・アドバイザーとして株式会社ブルータス・コンサルティング(以下「ブルータス・コンサルティング」といいます。)を、本特別委員会の独自のリーガル・アドバイザーとして岩田合同法律事務所をそれぞれ選任したとのことです。

(ii) 検討・交渉の経緯

対象者及び本特別委員会は、2025年7月上旬以降、本非公開化第一次入札プロセスを行い、ツムラ及びKKRを含む本非公開化第一次入札プロセスに参加した7社の本非公開化パートナー候補のうち、複数社から意向表明書を7月下旬以降に受領したことから、その内容(取引ストラクチャー・経済条件・本件後の経営方針・想定されるシナジー効果)について慎重に比較検討を行い、本非公開化入札プロセスのうち第二次入札プロセス(以下「本非公開化第二次入札プロセス」といいます。)への参加を打診する候補先3社を2025年8月下旬以降に順次選定したとのことです(以下、これらの候補者を「買付候補者」といいます。)

なお、ツムラは本非公開化第一次入札プロセスに参加しておりましたが、対象者への出資を検討している金融投資家パートナーとの共同投資を前提とする提案であったため、本非公開化第一次入札プロセスに参加し、共同投資が可能な前提で意向表明書を提出した他の本非公開化パートナー候補の提案内容を踏まえ、対象者及び本特別委員会が慎重に検討を行った結果、KKRとツムラが共同で対象者を非公開化することが対象者の企業価値の向上と株式価値の最大化に資する可能性が高いと判断し、2025年9月下旬、対象者及び対象者のファイナンシャル・アドバイザーである三菱UFJモルガン・スタンレー証券がKKRとツムラの引き合わせを行ったとのことです。その後、KKR及びツムラのコンソーシアムとして、法的拘束力のある提案を行う意思があることを確認できたため、本コンソーシアムを上記候補先3社のうちの1社として本非公開化第二次入札プロセスに招聘したとのことです。

その後、対象者は8月下旬以降、本非公開化第二次入札プロセスに招聘した買付候補者に対してデュー・ディリジェンスの機会を提供し、2025年12月初旬までに、本コンソーシアムを含む2候補より法的拘束力のある意向表明書を受領し、1社より法的拘束力を有していない意向表明書を受領したとのことです。なお、対象者は、法的拘束力を有していない候補者からの提案も比較検討しておりましたが、資金調達の裏付けがなく実現可能性の観点で法的拘束力のある2候補からの意向表明書と比較して条件が劣後すると判断したとのことです。

本コンソーシアムを含む2候補から受領した法的拘束力を有する意向表明書において、対象者の株式価値の評価は同額であったものの、本コンソーシアム提案が、対象者の営む事業の価値を最も高く評価しており、対象者の企業価値の向上に向けた各種施策(養命酒事業関連におけるマーケティングの高度化、海外における販路拡大、研究開発機能の強化、不動産の有効活用によるバリューアップ施策)の内容も相対的に優位と考えられたことから対象者及び本特別委員会は、本コンソーシアムを本非公開化パートナーの最終候補者とすることを決定したとのことです。対象者は、2025年12月1日、本コンソーシアムに対して独占交渉権を付与し、対象者株式の非公開化の実施に向けた協議及び検討を開始したとのことです。

その後、対象者は、2025年12月30日付「(開示事項の経過)一部報道について」において公表したとおり、2025年12月5日に、対象者筆頭株主である湯沢に対して、本コンソーシアム提案の内容を伝達したとのことです。その後、同年12月8日、湯沢から対象者に対して、非公開化について賛同するものの、湯沢としては対象者株式を売却する意向はなく、湯沢による対象者株式の売却を前提とする本コンソーシアム提案については応諾できない旨の意向が示されたとのことです。かかる湯沢の意向を踏まえ、対象者としては本コンソーシアムと協議を重ね、同年12月30日付で本コンソーシアムから湯沢による一部再出資を含む再提案(以下「本コンソーシアム再提案」といいます。)を受領し、その内容を改めて湯沢に伝達したものの、湯沢からは、同日、本コンソーシアム再提案の内容は湯沢の意向に十分に沿うものではなく、検討に値するものではないとの見解が示されたとのことです。

上記のとおり、対象者は、本コンソーシアム再提案の内容を踏まえても、湯沢としては対象者株式の売却を行う意向を有しないことを確認したため、本コンソーシアム再提案は実現の蓋然性がない提案と判断し、2025年12月30日夕刻に対象者より本コンソーシアムに対し付与していた独占交渉権を失効させることを通知したとのことです。また、湯沢から対象者の株主として残る手法により対象者株式を非公開化する意向が改めて示されたことから、湯沢との間で対象者株式の非公開化に関する具体的な方法について検討を開始したとのことです。

その後、2026年1月9日、対象者は、湯沢から、対象者株式の非公開化に関する提案書(以下「湯沢提案」といいます。)を受領したとのことです。湯沢提案は、公開買付けにより対象者株式の非公開化を行った上で、対象者が保有する資産のうち非事業性資産を湯沢が取得し、対象者株式を対象者事業のベストオーナー(以下「本事業パートナー」といいます。)へ可及的速やかに譲渡する取引を想定するものであったとのことです(なお、湯沢提案にはくらすわ関連事業を縮小・撤退する旨は含まれておりません)。対象者は、湯沢提案は、非事業性資産を湯沢が取得することにより対象者の経営資源を事業に集中させ、最適な事業パートナーが対象者事業を譲り受けるものであることから、対象者の企業価値向上に資する可能性がある上、湯沢提案においては積極的マーケットチェックの結果として最も高い一株あたり株式価値である4,021円以上となるよう努力する旨が示されていることから、湯沢提案に係る取引は、対象者の株主の利益に資する取引となる可能性があると判断したとのことです。対象者及び本特別委員会は、2026年1月上旬に湯沢らから、本事業パートナーの選定方法として複数の候補者から対象者事業価値に関する価格提示を受けた中で選定することが重要であるとの意向が示されたことから、企業価値向上に資する事業パートナー選定のために、本非公開化第二次入札プロセスに招聘した候補者のうちKKRを除きツムラを含む3社(PEファンド1社、事業会社2社)を本事業パートナーの選定プロセス(以下「本事業売却入札プロセス」)に招聘することにしたとのことです。

その後、対象者は、2026年1月30日までに、ツムラを含む2社から法的拘束力のある意向表明書を受領したとのことです。対象者及び本特別委員会は、ツムラから、ツムラが培ってきたノウハウ・販売ネットワークや知見を活用による支援、ツムラの研究開発部門との連携を通じた新商品開発、ツムラとの共同運営による原材料調達のコスト低減・資本効率化、経営資源をシナジーのある養命酒関連事業に集中するためくらすわ関連事業については本事業パートナー宛相対譲渡の実施前に縮小・撤退を行うこと(ツムラ以外への第三者への事業売却も含む)による企業価値最大化の提案がされたとのことです。対象者及びツムラにおける共同の取り組みとして、材料の共同購買や原材料の統合調達によるコストシナジー施策に加え、『養命酒』商品におけるエビデンスマーケティング導入を通じた商品価値訴求手法改善や医薬系代理店流通の活用を通じた新規販路開拓による売上シナジー施策、ツムラのアレンジ・ノウハウ共有等による研究開発シナジー施策について、くらすわ関連事業の縮小・撤退が前提であることで養命酒関連事業に経営資源を集中投下できることから、対象者及び特別委員会としてその蓋然性が高いことを確認したとのことです。養命酒事業関連におけるマーケティングの高度化、海外における販路拡大、コスト低減効果や研究開発機能の強化等を通じて発現するシナジーが見込め、対象者の企業価値向上にも資すると評価できると考え、ツムラが本事業パートナーとして最も適切であると判断したとのことです。湯沢にその旨を伝えたところ、湯沢らによる対象者株式の非公開化後に第三者のパートナーが対象者の事業を取得し、経営陣とともに経営していくことが対象事業の中長期的な成長に望ましいと判断していた湯沢らとしても、対象者事業の価値を最も高く評価したツムラが本事業パートナーとして最も適切であることを確認したとのことです。

また、対象者及び本特別委員会はツムラに対して2026年1月30日までに受領した法的拘束力のある意向表明書について、最良かつ最終的な提案内容であり、経済条件に引き上げの余地がないことを確認しているとのことです。

対象者及び本特別委員会は、2026年2月4日、公開買付者から、本公開買付価格を4,022円(提案の前営業日である2026年2月3日の東京証券取引所プライム市場における対象者株式の終値4,290円に対して6.25%のディスカウント、同日までの過去1ヶ月間の終値の単純平均値4,360円に対して7.75%のディスカウント、同日までの過去3ヶ月間の終値の単純平均値4,453円に対して9.68%のディスカウント、同日までの過去6ヶ月間の終値の単純平均値4,233円に対して4.98%のディスカウントとなる価格)とする旨の提案を書面で受けたとのことです。

これに対して、対象者及び本特別委員会として、対象者の企業価値及び少数株主の利益に鑑み十分な水準にあるとは認められないとの結論に至り、2026年2月10日付で、足元の対象者株式の市場株価動向(対象者によれば、憶測報道がなされたことにより株価が上昇している2026年2月3日以降の期間の株価を指すとのことです。)及び類似過去事例におけるプレミアム水準(具体的な内容は、下記「(iii)対象者の意思決定の内容」をご参照ください。)や、本特別委員会のフィナンシャル・アドバイザーによる株式価値算定の内容を踏まえ、公開買付者及び湯沢に対して、本公開買付価格の引き上げを要請したとのことです。その後、対象者及び本特別委員会は、2026年2月16日に公開買付者から本公開買付価格を4,050円(提案の前営業日である2026年2月13日の東京証券取引所プライム市場における対象者株式の終値4,540円に対して10.79%のディスカウント、同日までの過去1ヶ月間の終値の単純平均値4,361円に対して7.13%のディスカウント、同日までの過去3ヶ月間の終値の単純平均値4,474円に対して9.48%のディスカウント、同日までの過去6ヶ月間の終値の単純平均値4,270円に対して5.15%のディスカウントとなる価格)とする旨の再提案を書面で受けたとのことです。これに対して、対象者及び本特別委員会として、足元の対象者株式の市場株価動向(対象者によれば、憶測報道がなされたことにより株価が上昇している2026年2月3日以降の期間の株価を指すとのことです。)に配慮し、また、対象者が保有する有価証券の資産価値をさらに反映した価格を提案いただくことは可能であるとの結論に至り、2026年2月17日付で、公開買付者及び湯沢に対して、本公開買付価格の引き上げを要請したとのことです。その後、対象者及び本特別委員会は、2026年2月19日に、本公開買付価格の引き上げは行わず、2026年2月16日に公開買付者が提案した本公開買付価格4,050円が最終の提案であり、更なる上乘せは考えていない旨の再提案を書面で受けたとのことです。

その後、本特別委員会は、2026年2月20日に下記「(iii)対象者の意思決定の内容」に記載の通り、三菱UFJモルガン・スタンレー証券及びプルータス・コンサルティングによる株式価値分析に係る助言(具体的な内容は、下記「(iii)対象者の意思決定の内容」をご参照ください。)も参考にすれば、本公開買付価格は、対象者の本源的価値を相応に反映したものであるとの合理的評価が可能な妥当な価格であり、本憶測報道(下記「(iii)対象者の意思決定の内容」において定義します。)前の対象者株価に対して一定のプレミアムが付されているとの評価も不合理ではないことから、本公開買付けを含む本取引は対象者の企業価値向上に資するものであり、本取引に賛同するとの判断に至ったものの、対象者の株主の皆様に対して、本公開買付価格4,050円で行われる本公開買付けへの応募を推奨することの是非については、2026年2月20日時点の東京証券取引所プライム市場における対象者株式の終値4,480円に対してディスカウントされた価格となっており、本取引の取締役会決議日の前営業日の終値との比較で本公開買付価格がディスカウントになる可能性が高いという対象者株価の状況を踏まえて、中立の立場をとった上で、本公開買付けに応募するか否かは対象者の株主の皆様判断に委ねることが相当であると考えているという意見を対象者に示したとのことです。

以上の検討・交渉過程において、本特別委員会は、適宜、対象者や対象者のアドバイザーから報告を受け、確認及び意見の申述等を行ってきたとのことです。具体的には、対象者は、まず、公開買付者グループ並びに三菱UFJモルガン・スタンレー証券による対象者株式の価値算定の基礎ともなる対象者の事業計画の内容、重要な前提条件及び作成経緯等の合理性について本特別委員会の確認を受け、その承認を受けているとのことです。また、対象者のファイナンシャル・アドバイザーである三菱UFJモルガン・スタンレー証券は、公開買付者グループとの交渉に当たっては、事前に対象者で検討し、本特別委員会の意見を踏まえた交渉方針に従って対応を行っているとのことです。

そして、対象者は、2026年2月20日、本特別委員会から、答申書(以下「本答申書」といいます。)の提出を受けているとのことです(本答申書の概要については、下記「(3) 本公開買付価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置」の「④ 対象者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。)。なお、対象者は、本答申書と併せて、本特別委員会から、2026年2月20日付で本特別委員会がプルータス・コンサルティングから提出を受けた対象者株式の価値算定結果に関する株式価値算定書(以下「対象者株式価値算定書(プルータス・コンサルティング)」)といっています。)の提出も受けております(対象者株式価値算定書(プルータス・コンサルティング)の概要については、下記「(3) 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 特別委員会における独立した第三者算定機関からの株式価値算定書の取得」をご参照ください。)

(iii) 対象者の意思決定の内容

以上の経緯の下で、対象者は、2026年2月24日開催の対象者取締役会において、森・濱田松本法律事務所から受けた法的助言、三菱UFJモルガン・スタンレー証券から受けた財務的見地からの助言並びに対象者が三菱UFJモルガン・スタンレー証券から2026年2月20日に取得した株式価値算定書(以下「対象者株式価値算定書(三菱UFJモルガン・スタンレー証券)」)といっています。)の内容、並びに本特別委員会を通じて提出を受けた対象者株式価値算定書(プルータス・コンサルティング)を踏まえつつ、本答申書において示された本特別委員会の判断内容を最大限尊重しながら、本公開買付けを含む本取引が対象者の企業価値の向上に資するか否か、及び本公開買付価格を含む本取引に係る取引条件が妥当なものか否かについて、慎重に協議及び検討を行ったとのことです。

その結果、対象者は、非公開化後、速やかに一連の入札プロセスを経て選定され、企業価値向上の観点から本事業パートナーとして最も適切であると判断したツムラに対象者株式が譲渡されることから、本取引が対象者の企業価値の向上に資するとの結論に至ったとのことです。ツムラによる対象者株式の取得を含む本取引が企業価値向上に資すると判断したのは以下のとおりとのことです。

(a) 事業特性・強みの相乗効果による養命酒ブランドの更なる進化

ツムラがこれまでに培ってきたノウハウ・販売ネットワークやナレッジを活用した支援等を受けることで、マーケティング手法の改善や国内での新規販路開拓が可能になると考えているとのことです。具体的には、生涯健康サポートを目的とする消費者向けエビデンスマーケティングを導入し、エビデンスを活かした価値訴求型プロモーション体制を確立することによる商品価値訴求方法の改善や、ツムラの医薬系代理店流通ネットワークを活用した専門調剤への配荷拡大・顧客接点の増加を通じた国内調剤薬局チャネルの拡大等が可能だと考えているとのことです。また、ツムラの中国・他海外における現地ネットワークの相互活用による、新規地域への進出や新規代理店との取り組みの模索を通じて、海外における適切な販売戦略の再構築が可能になると考えているとのことです。

(b) 生薬・漢方を基点とした研究開発や新商品開発

対象者は研究開発拠点として商品開発センターを構え、現在に至るまで約60年間研究活動を継続している一方で、近年は基礎研究領域から商品開発領域に軸足が移っているとのことです。ツムラの研究開発部門との連携を通じて、改めて基礎研究領域に注力することが可能となり、ツムラと対象者の強みを活かした生薬、漢方を起点とした研究開発や新商品開発を実現できると考えているとのことです。具体的には、ツムラの研究開発部門との人材交流やナレッジ・ノウハウ共有による、製剤技術の導入や研究開発力の発展に加え、対象者の持つ養命酒で培ったハーブの知見や浸漬技術とツムラの持つエキス化、顆粒化技術を組み合わせた商品開発が可能になると考えているとのことです。

(c) コスト構造・資本効率の改善

ツムラとの共同運営により、原材料の共同購買によるスケールメリット及び交渉力強化や原材料の統合調達による仕入債務支払日数の延長等コスト低減・資本効率化が可能になると考えているとのことです。

なお、くらすわ関連事業については、本事業パートナー宛相對譲渡の実施前に、前提条件として事業の縮小・撤退を行う方針が対象者とツムラとの間で確認されており、ツムラ以外の第三者への事業売却を目指し具体的に決まった事項はないものの対象者にて検討中とのことであり、もし、ツムラ以外の第三者への事業売却が確定しましたら、追って対象者より開示する予定とのことです。仮に、本事業パートナー宛相對譲渡の実施前のくらすわ関連事業の売却が実現しない場合は、対象者としてくらすわ関連事業の縮小・撤退を行う方針とのことです。くらすわ関連事業の事業売却又は縮小・撤退は、ツムラとのシナジー発現を見込むことの出来る養命酒関連事業に経営リソースを集中させることになり、対象者の企業価値向上に資すると判断したとのことです。

さらに、本取引に伴うメリットとして、対象者は、本取引を通じて対象者株式が非公開化されることにより、監査費用のほか、株主総会運営費用や株主名簿管理人への事務委託に関する費用等の固定的なコストを削減することが可能となるとのことです。

なお、対象者株式の非公開化に伴う一般的なデメリットとして、資本市場から資金調達を行うことができなくなることや、取引先を含む外部からの社会的信用の獲得、知名度の維持といった上場会社であることによるメリットを享受できなくなることが挙げられますが、対象者の現在の財務状況を踏まえると、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市場からの資金調達を必ずしも必要としていないことや、多くの取引先とは長年の取引関係により法人同士の信頼関係が既に一定程度構築されており、対象者株式の非公開化を理由に既存の取引関係が大きく剥落することはないと考えられること、また、対象者がこれまでの事業運営により積み重ねてきた信頼や獲得してきた知名度に関しては、上場廃止により失われるものではないとともに、本事業パートナー宛相對譲渡の実施後に東京証券取引所プライム市場の上場会社であるツムラのグループ企業になることで、社会的信用や知名度は維持・向上が期待されることから、対象者株式の非公開化後も、かかるデメリットによる影響は僅少であると考えているとのことです。

また、本公開買付価格である4,050円は以下の点等を踏まえ、対象者の本源的価値が相応に反映されていると合理的に評価可能な妥当な価格であり、その他本公開買付けの条件は公正であると考えているとのことです。

- (ア)本公開買付価格は、本非公開化入札プロセスを経て買付候補者から提示された法的拘束力のある提案価格よりも高い価格であり、また、本特別委員会から公開買付者及び湯沢への複数回の引き上げ要請を通じて、引き上げが実現し、本公開買付価格を含む経済条件の引き上げ余地がない旨を確認できていること。
- (イ)本公開買付価格は、下記「(3) 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「②対象者における独立した第三者算定機関からの株式価値算定書の取得」に記載の対象者株式価値算定書(三菱UFJモルガン・スタンレー証券)による対象者株式の価値算定結果のうち、DCF分析(以下に定義します。)により算定された価格帯のレンジの範囲内にあり、市場株価分析(基準日①)及び類似企業比較分析に基づく算定結果の上限を上回っている価格であること。また、市場株価分析(基準日②)は本憶測報道の直後の期間における対象者の株式の株価の高騰及び本憶測報道から6ヶ月程度が経過した現在においても株価が高止まりしていることに鑑みれば、本憶測報道以降の対象者の株価は、本資本政策に関する期待が過度に織り込まれたものであり、対象者の事業や財務の変化を反映したものではないと考えられることから、本公開買付価格が市場株価分析(基準日②)のレンジの下限を下回っているとしても不合理な価格ではないと判断できること。
- (ウ)本公開買付価格は、下記「(3) 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 特別委員会における独立した第三者算定機関からの株式価値算定書の取得」に記載の対象者株式価値算定書(ブルータス・コンサルティング)による対象者株式の価値算定結果のうち、DCF法(以下に定義します。)により算定された価格帯の範囲内にあること。

(エ)本公開買付価格は、2025年8月6日の対象者株式の非公開化に係るBloombergの憶測報道(以下「本憶測報道」といいます。)等がなされる前の最後の取引日である2025年8月5日の東京証券取引所プライム市場における対象者株式の終値3,275円に対して23.66%、また、2025年8月5日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値(3,232円に対して25.31%、2025年8月5日までの過去3ヶ月間の終値単純平均値3,114円に対して30.06%、2025年8月5日までの過去6ヶ月間の終値単純平均値2,956円に対して37.01%のプレミアムが加算された価格となっており、近時の他の公開買付け事例(経済産業省が「公正なM&Aの在り方に関する指針」を公表した2019年6月28日から2025年12月31日までに公表され、かつ同日までに公開買付期間が終了し、公開買付けが成立した日本国内の非公開化を目的とした事例368件(但し、プレミアムがマイナスとなっている案件は除外します。))におけるプレミアムの中央値(公表日の前営業日の終値に対して42.44%、公表日前営業日から過去1ヶ月間の終値単純平均値に対して43.64%、公表日前営業日から過去3ヶ月間の終値単純平均値に対して44.69%、公表日前営業日から過去6ヶ月間の終値単純平均値に対して46.11%)と比較して著しく低い水準とは言えず、十分に合理性が認められるものであることになっていること。

(オ)下記「(3) 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」に記載の本公開買付けの公正性を担保するための措置が採られており、対象者の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。

他方で、本公開買付価格は、本公開買付けの対象者取締役会決議日の前営業日である2026年2月20日の東京証券取引所プライム市場における対象者株式の終値4,480円に対して9.60%のディスカウント、直近1ヶ月間の終値単純平均値4,384円に対して7.62%のディスカウント、直近3ヶ月間の終値単純平均値4,462円に対して9.23%のディスカウント、直近6ヶ月間の終値単純平均値4,290円に対して5.59%のディスカウントとなる金額であるとのことです。この点、対象者は、対象者の株価について、本憶測報道が2025年8月6日になされ、2025年8月5日終値が3,275円だったものが、本憶測報道後である2025年8月6日終値は3,975円と21.37%の顕著な上昇をしており、対象者に本取引の実施に関する相当程度の期待を織り込んだものという見方ができるため、本憶測報道後の対象者株価は、必ずしも適切な価格形成がされておらず、対象者の本源的価値を適切に反映したものではないという評価も不合理ではないと考えているとのことです。しかしながら、2026年2月25日時点において、本公開買付価格が本公開買付けの対象者取締役会決議日の前営業日の終値、直近1ヶ月間、直近3ヶ月間及び直近6ヶ月間の終値単純平均値に対して一定のディスカウントとなる金額であることに鑑みて、対象者としては、現時点では、本公開買付けに応募することを推奨することの是非については中立の立場をとった上で、対象者の株主の皆様が本公開買付けに応募するか否かについては最終的に株主の皆様のご判断に委ねるのが相当であるとの判断に至ったとのことです。

以上より、対象者は、2026年2月24日開催の対象者取締役会において、対象者の意見として、本公開買付けに関して賛同の意見を表明するとともに、本公開買付けに応募するか否かについては対象者の株主の皆様のご判断に委ねる旨の決議をしたとのことです。なお、対象者としては、上記のとおり、本憶測報道後の対象者株価は必ずしも適切な価格形成がされておらず、対象者の本源的価値を適切に反映したものではないという評価も不合理ではないと考えているとのことです。本公開買付けを含む本取引により対象者株式を非公開化することが、対象者の企業価値の向上に資するものであり、かつ、本公開買付価格が対象者の本源的価値が相応に反映されていると合理的に評価可能な妥当な価格であることに鑑みれば、2026年2月20日の対象者プレスリリースによって本取引に関する正確な情報が市場に対して十分かつ適切に提供される結果、本公開買付けが開始された後、本公開買付価格が対象者株価から一定のディスカウントであるという状況が解消されるなど、対象者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ことができる状況が整う場合には、本特別委員会の意見を最大限尊重した上で、対象者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ことの是非について2026年2月20日時点の中立意見を変更し、対象者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可能性があるとのことです。

当該取締役会における決議の方法については、下記「(3) 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「⑦ 対象者における利害関係を有しない取締役(監査等委員である取締役を含む。)全員の承認」をご参照ください。

(3) 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

本書提出日現在において、対象者は公開買付者の子会社及び関係会社ではなく、また、対象者の経営陣の全部又は一部が公開買付者に直接又は間接に出資することも予定されていないため、本公開買付けを含む本取引は、MBOや支配株主、その他の関係会社その他有価証券上場規程施行規則第441条第1項第2号及び有価証券上場規程施行規則第436条の3第3項で定める者による公開買付けには該当しません。もっとも、(i)上記「(1) 本公開買付けの概要」に記載のとおり、対象者株式を4,641,500株(所有割合:33.34%)所有する湯沢は、公開買付者との間で本不応募合意を、公開買付者、湯沢、対象者及びツムラの間で本取引基本契約を締結しており、公開買付者による本公開買付け及び本スクイーズアウト手続の実施後、公開買付者からの本湯沢宛相對譲渡を経て対象者の唯一の株主として残存し、対象者の非事業性資産を湯沢に移管する本非事業性資産配当等を実施することを予定していることから、本公開買付けを含む本取引は、MBO等に準ずる行為に該当し得ること、及び(ii)本取引が対象者株式を非公開化することとすることを目的としており、対象者の一般株主に大きな影響を与えること等を踏まえて、本取引に係る手続の公正性を担保することにより、本取引に係る取引条件の公正性を確保する観点から、以下の措置を講じているとのことです。

なお、公開買付者は、本公開買付けにおいて、いわゆる「マジョリティ・オブ・マイノリティ」(Majority of Minority)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一般株主の皆様の利益に資さない可能性もあると考え、本公開買付けにおいて「マジョリティ・オブ・マイノリティ」(Majority of Minority)に相当する買付予定数の下限は設定しておりません。もっとも、公開買付者及び対象者において、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として、以下の措置を講じていることから、対象者の一般株主の利益には十分な配慮がなされていると考えております。

① 入札手続の実施

上記「(2) 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「③ 対象者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、対象者は、企業価値の向上に向けたあらゆる選択肢の比較及び検討が必要であるとの考えから、本非公開化パートナー候補の選定及び本非公開化パートナーによる対象者の非公開化を目的とした本非公開化入札プロセスを実施し、最終的に本非公開化第二次入札プロセスの参加者である買付候補者3社のうち本コンソーシアムを含む2候補より法的拘束力のある意向表明書を受領し、1社より法的拘束力を有していない意向表明書を受領したとのことです。対象者及び本特別委員会は、当該時点において、本コンソーシアム提案が、対象者の事業としての価値を最も高く評価しており、対象者の企業価値の向上に向けた各種施策の内容が相対的に優位と考えられることから、本コンソーシアムを本非公開化パートナーの最終候補者とすることを決定したとのことです。もっとも、その後湯沢から、対象者株式を売却する意向はなく、湯沢による対象者株式の売却を前提とする本コンソーシアム提案及び本コンソーシアム再提案には応諾できない旨の意向が示され、本コンソーシアムによる本コンソーシアム再提案は実現の蓋然性がない提案と判断されたとのことです。その後、湯沢らから湯沢提案がなされ、公開買付者から本公開買付価格が提案されましたが、かかる価格は、本非公開化入札プロセスにおいて最も高い価格の一つであった本コンソーシアム再提案における公開買付価格を上回るものであり、本非公開化入札プロセスにおいて提示された法的拘束力を有する全ての提案と比べて対象者の株主の皆様にとって有利な条件となっているとのことです。

また、上記「(2) 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「③ 対象者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、対象者は、本事業パートナーの選定を目的とした本事業売却入札プロセスを実施し、最終的にツムラを含む2社から法的拘束力のある意向表明書を受領したとのことです。対象者及び特別委員会は、対象者の事業価値を最も高く評価したツムラによる提案が対象者の企業価値向上にも資すると評価できると考え、ツムラが本事業パートナーにふさわしいと判断し、湯沢もツムラがベストパートナーであることを確認しているとのことです。

以上のとおり、対象者は、本非公開化入札プロセス及び本事業売却入札プロセスを実施し、幅広く対象者の企業価値向上に向けた提案を受ける機会を確保したとのことです。

② 対象者における独立した第三者算定機関からの株式価値算定書の取得

(i) 第三者算定機関の名称並びに対象者及び公開買付者との関係

対象者は、公開買付者から提示された本公開買付け価格を検討し、本公開買付けに関する意見表明を行うに当たり、公正性を担保する措置として、公開買付者グループ、本非公開化入札プロセス及び本事業売却入札プロセスの候補者、並びに対象者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三菱UFJモルガン・スタンレー証券に対して、対象者株式の株式価値算定を依頼し、三菱UFJモルガン・スタンレー証券から、2026年2月20日付で対象者株式価値算定書(三菱UFJモルガン・スタンレー証券)を取得したとのことです。

三菱UFJモルガン・スタンレー証券は、公開買付者グループ、本非公開化入札プロセス、本事業売却入札プロセスの候補者、並びに対象者の関連当事者に該当せず、本取引に関して重要な利害関係を有していないとのことです。

また、三菱UFJモルガン・スタンレー証券は、株式会社三菱UFJ銀行(以下「三菱UFJ銀行」といいます。)及び三菱UFJ信託銀行株式会社と同一の親会社をもつ会社であり、三菱UFJ銀行は、ツムラに対して通常の銀行取引の一環として融資取引を行い、かつツムラの株主たる地位を有しており、三菱UFJ信託銀行は、対象者の株主たる地位を有しておりますが、三菱UFJモルガン・スタンレー証券によれば、法第36条第1項及び金融商品取引業等に関する内閣府令(平成19年内閣府令第52号。その後の改正を含みます。以下同じです。)第70条の4の適用法令に従い、ファイナンシャル・アドバイザーである三菱UFJモルガン・スタンレー証券と三菱UFJ銀行及び三菱UFJ信託銀行の間、及びそれぞれの社内において、弊害防止措置として、ツムラ及び対象者に関する情報について厳格に管理する情報隔壁措置等の適切な利益相反管理体制を構築し、かつ、実施しているとのことです。このことから、三菱UFJモルガン・スタンレー証券は、三菱UFJ銀行及び三菱UFJ信託銀行の判断に影響を受けることなくファイナンシャル・アドバイザーとしての役務を提供しており、ツムラに対する三菱UFJ銀行の貸付人及び株主の地位、並びに三菱UFJ信託銀行の対象者株主の地位とは独立した立場で対象者の株式価値の算定を行っているとのことです。対象者は、三菱UFJモルガン・スタンレー証券と三菱UFJ銀行及び三菱UFJ信託銀行の間で、並びにそれぞれの社内で、厳格な情報管理体制が構築されていること、三菱UFJモルガン・スタンレー証券が過去の同種取引の第三者算定機関としての実績を有していること等を踏まえ、三菱UFJモルガン・スタンレー証券を公開買付者及び対象者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として選任したとのことです。

なお、本取引に係る三菱UFJモルガン・スタンレー証券の報酬は、本公開買付けを含む本取引の公表及び本取引の完了を条件に支払われる成功報酬が含まれておりますが、対象者は、同種の取引における一般的な実務慣行及び本取引が不成立となった場合にも対象者に相応の金銭的負担が生じる報酬体系の是非等を勘案すれば、かかる成功報酬が含まれていることをもって独立性が否定されるものではないと判断しているとのことです。

(ii)算定の概要

三菱UFJモルガン・スタンレー証券は、本公開買付けにおける算定手法を検討した結果、対象者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、対象者株式が東京証券取引所プライム市場に上場していることから市場株価分析を、対象者と比較的類似する事業を手掛ける上場企業が複数存在し、類似企業比較による対象者株式の株式価値の類推が可能であることから類似企業比較分析を、また対象者の将来の事業活動の状況を算定に反映するためディスカунテッド・キャッシュ・フロー分析(以下「DCF分析」といいます。)を用いて対象者株式の株式価値の算定を行っているとのことです。

なお、対象者は、三菱UFJモルガン・スタンレー証券から、本公開買付け価格の公正性に関する意見書(フェアネス・オピニオン)は取得していないとのことです。

三菱UFJモルガン・スタンレー証券により上記各手法において算定された対象者株式の1株あたりの株式価値の範囲は、それぞれ以下のとおりとのことです。

市場株価分析(基準日①) :	2,956円から3,275円
市場株価分析(基準日②) :	4,290円から4,480円
類似企業比較分析 :	3,714円から3,933円
DCF分析 :	3,779円から4,121円

市場株価分析では、2025年8月6日の対象者株式の非公開化に係るBloombergの憶測報道による株価への影響を排除するため、かかるプレス公表がなされる前の取引である2025年8月5日を基準日(基準日①)として、東京証券取引所プライム市場における対象者株式の基準日終値3,275円、基準日までの直近1か月間の終値単純平均値3,232円、同直近3か月間の終値単純平均値3,114円及び同直近6か月間の終値単純平均値2,956円を基に、対象者株式の1株あたり株式価値の範囲を2,956円から3,275円までと算定しているとのことです。また、2026年2月20日を基準日(基準日②)として、東京証券取引所プライム市場における対象者株式の基準日終値4,480円、基準日までの直近1か月間の終値単純平均値4,384円、同直近3か月間の終値単純平均値4,462円及び同直近6か月間の終値単純平均値4,290円を基に、対象者株式の1株あたり株式価値の範囲を4,290円から4,480円までと算定しているとのことです。

類似企業比較分析では、対象者は薬用酒事業を中心に営んでいるところ、本邦上場企業で対象者と同様の事業を営む純粋な類似企業は存在しないことから、一般医薬品/健康食品製造を主力事業とする企業を類似企業として抽出、加えて、対象者の属する業界から取り扱い製品に一定の類似性のある企業を幅広く抽出し、対象者と比較的類似する事業を手掛ける上場企業として、ロート製薬株式会社、森下仁丹株式会社、久光製薬株式会社、株式会社ツムラ、ゼリア新薬工業株式会社を類似企業に選定した上で、企業価値に対する償却前営業利益(以下「EBITDA」といいます。)の倍率(以下「EBITDAマルチプル」といいます。)を用いて、対象者株式の株式価値を分析し、対象者株式の1株あたり株式価値の範囲を3,714円から3,933円までと算定しているとのことです。

DCF分析では、対象者が現時点で合理的に予測可能な期間まで作成した2026年3月期から2030年3月期までの事業計画(以下「本事業計画」といいます。)及び一般に公開された情報等の諸要素を前提として、対象者が将来創出する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対象者の企業価値や株式価値を算定し、対象者株式の1株あたりの株式価値の範囲を3,779円から4,121円までと算定しているとのことです。なお、割引率には加重平均資本コストを採用し、5.50%から7.50%を使用しており、継続価値の算定にあたっては永久成長率法及びマルチプル法を採用し、継続価値を7,136百万円から12,128百万円と算定しているとのことです。永久成長率法においては国内のインフレ率将来予測や業界の成長率を踏まえて永久成長率0.75%~1.25%、マルチプル法においてはEBITDAマルチプル法を採用しており、業界各社の水準等を踏まえ5.0倍~7.0倍としているとのことです。なお、非事業性資産として、長期預金を含む現預金全額に加え、現金同等物と扱えると対象者が判断した対象者が保有する投資有価証券(株式・公社債)は時価を基準に、不動産については第三者より取得した鑑定評価を基準に、売却に伴う税務上の影響も考慮した上で、加算しているとのことです。

三菱UFJモルガン・スタンレー証券がDCF分析の算定の前提とした本事業計画に基づく財務予測は以下のとおりとのことです。本事業計画には、対前年度比較において売上高及び利益及びフリー・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す。具体的には、2026年3月期は長期預金の払い戻しによるキャッシュフローが増加、逆に2026年3月期に発生した長期預金の払い戻しが発生しないことから2027年3月期はキャッシュフローが減少することが見込まれているとのことです。テレビ広告等の広告施策見直しによる国内養命酒の新規利用者獲得等による売上増により2027年3月期及び2028年3月期の利益は大幅な増加を見込んでいるとのことです。また、本事業計画は、本取引の取引条件の妥当性を検討することを目的として、過去の業績や足元の収益状況、さらに、競合他社との開発競争の激化、国内医薬品市場の成熟化や競合品目の増加等による価格の押下げ圧力に加え、医薬品の品質・安全性の確保や品質水準の高度化への対応等、医薬品市場の動向等の対象者を取り巻く経営環境を踏まえて作成したものであり、対象者における独立した社内検討体制のもとで策定されたものとのことです。なお、本事業計画は、当初2025年8月に作成し、同年10月10日の対象者の業績下方修正公表を踏まえて内容を更新しているとのことです。なお、本事業計画における2027年3月期の事業計画値の売上高については、物価上昇による消費行動への影響等による国内「養命酒」の販売不振、通信販売の競争激化、店舗展開にあたっての人材確保難等によるくらすわ関連事業拡大の遅れ、最終年度を見据えたM&Aの実現可能性の低下等、本中期経営計画策定時に想定した前提条件が大きく変化したため、本中期経営計画において前提とした事業計画の数値から下方修正された数値となっているとのことです。

本取引の実行により実現することが期待されるシナジー効果については、現時点において具体的に見積もることが困難であるため、当該財務予測には加味していないとのことです。

(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
売上高	9,629	10,019	10,536	11,064	11,746
営業利益	145	404	559	690	869
E B I T D A	1,009	1,290	1,494	1,673	1,884
フリー・キャッシュ・フロー	1,419	395	283	424	710

(注) 三菱UFJモルガン・スタンレー証券の分析及びその基礎となる対象者株式の株式価値の分析は、公開買付者による対象者株式への本公開買付けに対する意見表明の検討に当たって対象者の取締役会の参考に資するためのみに同取締役会に宛てたものとのことです。当該分析は、三菱UFJモルガン・スタンレー証券又はその関係会社による財務上の意見又は推奨を構成するものではなく、本公開買付けに関する一切の対象者若しくは公開買付者の株主の行動又は本取引に関する一切の株主総会に関する株主による議決権行使若しくはその他の行動に関して意見を述べたり、また、本取引への賛同を推奨したりするものでもないとのことです。

三菱UFJモルガン・スタンレー証券は、対象者株式の株式価値の算定に際し、対象者から提供を受けた情報及び既に公開されている情報等をそのまま採用し、それらの資料及び情報が全て正確かつ完全なものであることを前提としており、独自にそれらの正確性及び完全性の検証を行っていないとのことです。加えて、対象者の財務予測に関する情報については、2026年2月20日(以下「対象日」といいます。)時点で得られる最善の予測と判断に基づき対象者により合理的に作成されたことを前提としているとのことです。三菱UFJモルガン・スタンレー証券は、本取引のために必要な政府機関、監督官庁等による許認可、同意等は全て取得可能であり、かつ、かかる許認可、同意等には、本取引に重大な悪影響を及ぼすような遅延、制限又は条件が付されないことを前提としているとのことです。三菱UFJモルガン・スタンレー証券は、法務、会計、税務に関するアドバイザーではないとのことです。三菱UFJモルガン・スタンレー証券はファイナンシャル・アドバイザーであり、法務、会計、税務に関する問題については独自の検証を行うことなく、対象者及び対象者リーガル・法務、会計、税務アドバイザーによる判断に依拠しているとのことです。三菱UFJモルガン・スタンレー証券は、対象者及び対象者の関係会社の資産又は負債(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いないとのことです。三菱UFJモルガン・スタンレー証券の算定は、対象日までの上記情報を反映したものであり、対象日現在における金融及び市場その他の状況、並びに対象日現在において三菱UFJモルガン・スタンレー証券が入手している情報に基づくものとのことです。対象日以降に生じる事象が、三菱UFJモルガン・スタンレー証券の分析及び対象者株式価値算定書(三菱UFJモルガン・スタンレー証券)の作成に用いられた前提に影響を及ぼす可能性はありますが、三菱UFJモルガン・スタンレー証券は、対象者株式価値算定書(三菱UFJモルガン・スタンレー証券)及び分析を更新し、改訂し、又は再確認する義務を負うものではないとのことです。対象者株式価値算定書(三菱UFJモルガン・スタンレー証券)の作成及びその基となる分析は複雑な過程を経ており、必ずしも部分的な分析や要約した記載に適したものではないとのことです。対象者株式価値算定書(三菱UFJモルガン・スタンレー証券)に記載されている特定の分析に基づく評価レンジを、対象者の実際の価値に関する三菱UFJモルガン・スタンレー証券による評価であると捉えることはできないとのことです。

三菱UFJモルガン・スタンレー証券は、本取引に関し、対象者のファイナンシャル・アドバイザーとして役務を提供し、当該役務の対価として手数料を受領する予定とのことです。なお、手数料の相当な部分の受領は、本取引の完了を条件としているとのことです。

③ 対象者における独立した法律事務所からの助言

対象者は、上記「(2) 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「③ 対象者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、本公開買付けを含む本取引に係る対象者の意思決定に慎重を期し、対象者取締役会の意思決定における公正性及び適正性を確保するために、公開買付者及び対象者から独立したリーガル・アドバイザーとして森・濱田松本法律事務所から、本取引に関する諸手続を含む対象者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いるとのことです。

なお、森・濱田松本法律事務所は、公開買付者グループ、本非公開化入札プロセス及び本事業売却入札プロセスの候補者、並びに対象者の関連当事者には該当せず、本公開買付けを含む本取引に関して記載すべき重要な利害関係を有していないとのことです。

また、本特別委員会において、森・濱田松本法律事務所の独立性及び専門性に問題がないことが確認されているとのことです。同事務所の報酬は、本取引の成否にかかわらず支払われる時間単位の報酬のみであり、本取引の成立を条件とする成功報酬は含まれていないとのことです。

④ 対象者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) 設置等の経緯

対象者は、本資本政策が対象者株式を非公開化することを目的としており対象者の一般株主に大きな影響を与えること等を踏まえて、本資本政策に係る手続の公正性を担保することにより、本資本政策に係る取引条件の公正性を確保する観点から、2025年7月30日開催の取締役会において、特別委員会の委員の候補となる対象者の独立社外取締役について、本非公開化パートナー候補及び対象者との間で独立性を有しており(なお、湯沢提案を受けた時点で、公開買付者グループからの独立性を有することについても確認しております。)、また本資本政策の成否から独立性を有していることに加え、委員としての適格性を有することを確認した上で、田中昌之氏(対象者独立社外取締役)、須永明美氏(対象者独立社外取締役、公認会計士)及び佐藤敦子氏(対象者独立社外取締役)の3名から構成される本特別委員会を設置したとのことです(なお、本特別委員会の委員は設置当初から変更していないとのことです。)。また、本特別委員会は、互選により、本特別委員会の委員長として、田中昌之氏を選定したとのことです。なお、本特別委員会の委員の報酬は、本資本政策の成否にかかわらず支払われる固定報酬のみであり、本資本政策の公表や成立等を条件とする成功報酬は含まれていないとのことです。

対象者取締役会は、本特別委員会設置の決定に際し、本特別委員会に対し、(i)本資本政策の目的の合理性(本資本政策が対象者の企業価値向上に資するかを含む。)、(ii)本資本政策に係る手続の公正性・妥当性、(iii)本資本政策の条件の公正性・妥当性、(iv)(仮に本資本政策の一環として公開買付けが行われる場合には)公開買付けについて対象者取締役会が賛同意見を表明すること及び対象者の株主に対して公開買付けへの応募を推奨することの是非、(v)上記を踏まえて、対象者取締役会が本資本政策の実施に関する決定を行うことが対象者の一般株主(少数株主)にとって公正であり、また、不利益なものでないといえるか、(vi)その他、特別委員会設置の趣旨に鑑み、本資本政策に関し、対象者取締役会又は対象者代表取締役が必要と認めて諮問する事項の各事項(以下「本諮問事項」といいます。))について諮問したとのことです。

また、対象者は、上記の取締役会において、本資本政策の実施に関する対象者取締役会の意思決定は、本特別委員会の判断内容を最大限尊重して行うこと、本特別委員会が本資本政策の実施又は条件が妥当でないと判断した場合には、対象者取締役会はその実施を承認しないこととすることを決定するとともに、本特別委員会に対し、(i)対象者が買付者との間で行う交渉の過程に実質的に関与すること(必要に応じて、交渉方針に関して指示又は要請を行うこと及び自ら交渉を行うことを含む。)、(ii)本諮問事項に関する検討及び判断を行うに際し、必要に応じ、自らの財務若しくは法務等に関するアドバイザーを選任し(この場合の費用は対象者が負担する。)、又は、対象者の財務若しくは法務等に関するアドバイザーを指名し若しくは承認(事後承認を含む。)すること、(iii)必要に応じ、対象者の役職員その他特別委員会が必要と認める者から本諮問事項の検討及び判断に必要な情報を受領すること、(iv)その他本資本政策に関する検討及び判断に際して必要と特別委員会が認める事項を実施することに係る権限を付与する旨を決定したとのことです。

さらに、本特別委員会は、2025年8月5日、対象者が選任したリーガル・アドバイザーである森・濱田松本法律事務所、ファイナンシャル・アドバイザーである三菱UFJモルガン・スタンレー証券について、本非公開化パートナー候補及び対象者からの独立性及び本資本政策と同種の取引に関する専門性に問題がないことを確認し、それぞれ対象者のアドバイザーとして承認したとのことです。また、本特別委員会は、本非公開化パートナー候補及び対象者からの独立性及び本資本政策と同種の取引に関する専門性に問題がないことを確認の上、本特別委員会の独自のファイナンシャル・アドバイザーとして、プルータス・コンサルティング並びに独自のリーガル・アドバイザーとして岩田合同法律事務所を選任しているとのことです。

(ii) 検討の経緯

本特別委員会は、2025年8月5日より2026年2月20日までの間に合計27回開催されたほか、各会日間においても必要に応じて都度電子メール等を通じて、報告・情報共有、審議及び意思決定等を行う等して、本諮問事項に係る職務を遂行したとのことです。

具体的には、本特別委員会は、対象者に対する質疑応答(書面によるものも含まれます。)を通じて、本取引の意義及び目的、対象者の事業に関する評価、対象者の企業価値向上の施策の内容、本取引後の経営方針、本取引の諸条件等について、対象者の認識、並びに、対象者が公開買付者、湯沢及びツムラとの協議により把握した公開買付者、湯沢及びツムラの認識を確認したとのことです。

また、本特別委員会は、公開買付者グループ並びに三菱UFJモルガン・スタンレー証券及びプルータス・コンサルティングによる対象者の株式価値の算定の基礎ともなる本事業計画の内容、重要な前提条件及び作成経緯等の合理性について、確認及び承認を行ったとのことです。

その上で、本特別委員会は、三菱UFJモルガン・スタンレー証券から、本取引の条件等についての交渉経緯及び対象者の株式価値算定についての説明を受けるとともに、プルータス・コンサルティングから対象者の株式価値算定についての説明を受け、これらに関する質疑応答を行ったとのことです。

さらに、本特別委員会は、本特別委員会の独自のリーガル・アドバイザーである岩田合同法律事務所から、その独立性及び専門性に鑑み、本取引における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内容その他本取引に関する事項全般について法的見地からの助言を受けるとともに、必要に応じて、対象者のリーガル・アドバイザーである森・濱田松本法律事務所からも意見を聴取したとのことです。また、本特別委員会は、本特別委員会の独自のファイナンシャル・アドバイザーであるプルータス・コンサルティングから、その独立性及び専門性に鑑み、財務的見地からの助言を受けるとともに、必要に応じて、対象者のファイナンシャル・アドバイザーである三菱UFJモルガン・スタンレー証券からも意見を聴取し、公開買付者を含む各買付候補者からより高い価格を引き出すための交渉方針について審議・検討したとのことです。

また、本特別委員会は、対象者が公開買付者から本公開買付価格に関する提案を受領した際を含め、公開買付者グループ及びツムラを含む各買付候補者と対象者との間における本資本政策に係る協議、交渉の経緯及び内容等につき適時に報告を受け、岩田合同法律事務所及びプルータス・コンサルティングからの助言を受けるとともに、必要に応じて、森・濱田松本法律事務所及び三菱UFJモルガン・スタンレー証券からも意見を聴取した上で、6ヶ月以上の間、対象者に対して複数回にわたり、公開買付者グループ及びツムラを含む各買付候補者に対する交渉方針を審議・検討すること等により、公開買付者グループ及びツムラを含む各買付候補者との間の本公開買付価格及び本資本政策に関する協議・交渉に実質的に関与したとのことです。その結果、対象者は、2026年2月19日、公開買付者から、本公開買付価格を4,050円とすることを含む提案を受け、最終的に、本公開買付価格を、公開買付者の当初提示額である4,022円から4,050円にまで引き上げているとのことです。

さらに、本特別委員会は、岩田合同法律事務所及び森・濱田松本法律事務所から、複数回、対象者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いるとのことです。

(iii) 判断内容

本特別委員会は、以上の経緯の下で、岩田合同法律事務所及び森・濱田松本法律事務所から受けた法的見地からの助言、プルータス・コンサルティング及び三菱UFJモルガン・スタンレー証券から受けた財務的見地からの助言、プルータス・コンサルティングから2026年2月20日付で提出を受けた対象者株式価値算定書(プルータス・コンサルティング)、三菱UFJモルガン・スタンレー証券から2026年2月20日付で提出を受けた対象者株式価値算定書(三菱UFJモルガン・スタンレー証券)の内容を踏まえつつ、本諮問事項について慎重に協議・検討を重ねた結果、2026年2月20日付で、対象者取締役会に対し、委員全員の一致で、対象者プレスリリースに添付された内容の本答申書を提出したとのことであり、本答申書の内容は以下に引用するとおりです。なお、以下の本答申書の引用部分の定義語については、本答申書に記載のまま掲載しております。

(以下引用)

答申書

養命酒製造株式会社特別委員会(以下「当委員会」という。)は、①株式会社レノ(以下「公開買付者」という。)による養命酒製造株式会社(以下「当社」という。)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。)、②その後、当社の株主を公開買付者及び当社の主要株主である筆頭株主の湯沢株式会社(以下「湯沢」といい、公開買付者及び公開買付者と資本関係又は人的関係にある会社(湯沢を含むがこれに限られない。)を併せて「公開買付者グループ」という。)のみとするための一連の手續(以下「本スクイズアウト手續」という。)、③本スクイズアウト手續の終了後、公開買付者が所有する当社株式の全てを湯沢に譲渡すること(以下「本湯沢宛相對譲渡」という。)、④湯沢が、当社の唯一の株主になった後、当社をして、当社の非事業性資産を配当財産とする剰余金の配当及び／又は当社の非事業性資産を承継対象資産とする吸収分割を実施させ、当社の非事業性資産を湯沢に移管させること(以下「本非事業性資産配当等」という。)、⑤本非事業性資産配当等の後、湯沢が、その所有する当社株式の全てを株式会社ツムラ(以下「ツムラ」という。)に譲渡し(以下「本事業パートナー宛相對譲渡」という。)、最終的にツムラを当社の唯一の株主とする手續(以下、①乃至⑤の手續を「本取引」と総称する。)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記載の諮問事項について、下記第2のとおり答申する。

第1 諮問事項

当委員会は、当社が検討を行っている戦略的パートナーによる当社株式の非公開化を含めた資本政策その他の戦略的な選択肢(以下「本資本政策」という。)の検討(ただし、当社が、2026年2月4日に、公開買付者から、公開買付価格を4,022円とする法的拘束力のある提案を受領した以降の検討対象は本取引とする。)に関して、当社取締役会から下記の事項の諮問(以下「本諮問事項」という。)を受けた。なお、本取引の概要は以下のとおりである。

公開買付者	株式会社レノ
買付期間	2026年2月25日(水曜日)から2026年4月8日(水曜日)まで(30営業日)
買付価格	当社株式1株につき4,050円(以下「本公開買付価格」という。)
買付予定の株券等の数	買付予定数：9,282,257株 買付予定数の上限：なし 買付予定数の下限：1,903,900株(所有割合：13.67%) ※なお、買付予定数の下限は、当社が2026年1月29日に公表した「2026年3月期第3四半期決算短信〔日本基準〕(非連結)」に記載された2025年12月31日現在の当社の発行済株式総数(16,500,000株)から、同日現在の当社が所有する自己株式数(2,576,243株(ただし、同日現在において役員報酬BIP信託が所有する当社株式数(60,755株)を除く。以下、自己株式数の記載において同様とする。))及び役員報酬BIP信託が所有する当社株式数(60,755株)を控除した株式数(13,863,002株)に、当社の過去5年間の定時株主総会における議決権行使比率の最大値である80.70%に株主総会の特別決議に必要となる3分の2を乗じた所有割合(53.80%)を乗じた7,458,295株に係る議決権の数(74,582個)から、公開買付者が不応募合意書を締結した湯沢が所有する株式数(4,641,500株)に係る議決権数(46,415個)(以下、湯沢が所有する当社株式を「本不応募合意株式」という。))及び公開買付けへの応募を行わない投資家と考えられるパッシブ・インデックス運用ファンドが保有すると推計される当社株式(912,801株)に係る議決権数(9,128個)を控除した19,039個に当社の単元株式数である100を乗じた株式数(1,903,900株)である。
本公開買付け後の手續	本公開買付けの成立後、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. 本取引の目的の合理性(本取引が当社の企業価値向上に資するかを含む。)
2. 本取引に係る手續の公正性・妥当性
3. 本取引の条件の公正性・妥当性
4. (仮に本取引の一環として本公開買付けが行われる場合には)本公開買付けについて当社取締役会が賛同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

5. 上記を踏まえて、当社取締役会が本取引の実施に関する決定を行うことが当社の一般株主(少数株主)にとって公正であり、また、不利益なものでないといえるか

第2 諮問事項に対する当委員会の答申

1. 本取引の目的の合理性(本取引が当社の企業価値向上に資するかを含む。)
本取引は当社グループ(以下で定義する。)の企業価値の向上に資するものと認められ、本取引の目的は合理性を有するものとする。
2. 本取引に係る手続の公正性・妥当性
本取引の手続は公正かつ妥当であるとする。
3. 本取引の条件の公正性・妥当性
本取引の条件は公正かつ妥当であるとする。
4. (仮に本取引の一環として本公開買付けが行われる場合には)本公開買付けについて当社取締役会が賛同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
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は妥当とする。
他方で、当社取締役会が当社の株主に対して本公開買付けへの応募を推奨することについては、本取引の公表予定日の前営業日の終値との比較で本公開買付け価格がディスカウントになる可能性が高いという当社株価の状況を踏まえて、当社取締役会は中立の立場をとった上で、本公開買付けに応募するか否かは当社の株主の皆様の判断に委ねることが相当であるとする。
5. 上記を踏まえて、当社取締役会が本取引の実施に関する決定を行うことが当社の一般株主(少数株主)にとって公正であり、また、不利益なものでないといえるか
当社取締役会が本取引の実施に関する決定を行うことは、当社の一般株主(少数株主)にとって公正であり、また、不利益なものでないとする。

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
当社は、養命酒を中心とした製品の販売力強化を通じた再びの成長トレンドの実現や、くらすわ関連事業の抜本的な改善といった経営課題の解決のため、当社の更なる中長期的な企業価値の向上及び株主共同の利益の確保の観点から、2025年4月頃より、当社株式に係る資本取引を含めた戦略的な選択肢の検討を行ってきた。当社は、かかる検討の中で、当社を取り巻く経営環境が厳しさを増す状況の下で当社が中長期的に企業価値を向上させるためには、当社の事業成長にとって望ましい戦略的パートナーによる当社株式の非公開化が経営上合理的な選択肢の一つとなり得ると考えたことから、戦略的パートナーによる当社株式の非公開化を含めた本資本政策についてより一層具体的な検討を進めることとした。そして、当社は、本資本政策においては、当社の企業価値向上及び株主共同の利益の確保の観点から、株主共同の利益の最大化を目的とした所謂「積極的マーケットチェック」を実施することが望ましいとの判断に至り、2025年7月上旬より、本資本政策における戦略的パートナー(以下「本非公開化パートナー」という。)の選定及び本非公開化パートナーによる当社株式の非公開化を目的とした入札プロセス(以下「本非公開化入札プロセス」という。)を実施することとした。
当社は、本資本政策が当社株式を非公開化することを目的としており当社の一般株主に大きな影響を与えること等を踏まえて、本資本政策に係る手続及び条件の公正性を確保し、もって取締役の善管注意義務の適切な履行を確保する観点から、本資本政策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資本政策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の独立性及び適格性等について検討した。そして、当社は、2025年7月30日開催の取締役会において全員一致で、当社及び本非公開化パートナーの候補のいずれからも独立しており、本資本政策の成否に関して独立性を有することを確認した上で、いずれも当社の独立社外取締役である田中昌之、須永明美及び佐藤敦子を当委員会の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。なお、2026年1月9日、当社は、湯沢から、湯沢による当社株式の非公開化の提案書を受領したが、当社は、各委員が公開買付者グループとの間で独立性を有することを確認した上で、本諮問事項について引き続き答申を求めた。

また、当社取締役会は、当社取締役会が本資本政策の実施に関する意思決定を行うに際しては、当委員会の判断内容を最大限尊重するものとし、当委員会が本資本政策の実施又は条件が妥当でないと判断した場合には、当社取締役会は本資本政策の実施を承認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 当社が本資本政策に関して行う交渉の過程に実質的に関与すること(必要に応じて、交渉方針に関して指示又は要請を行うこと及び自ら交渉を行うことを含む。)
- ② 本諮問事項に関する検討及び判断を行うに際し、必要に応じ、自らの財務若しくは法務等に関するアドバイザーを選任し(この場合の費用は当社が負担する。)、又は、当社の財務若しくは法務等に関するアドバイザーを指名し若しくは承認(事後承認を含む。)すること
- ③ 必要に応じ、当社の役職員その他特別委員会が必要と認める者から本諮問事項の検討及び判断に必要な情報を受領すること
- ④ その他本資本政策に関する検討及び判断に際して必要と特別委員会が認める事項

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、本資本政策の公表や成立等を条件とする成功報酬は含まれていない。

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 田 中 昌 之 (当社独立社外取締役)

委員 須 永 明 美 (当社独立社外取締役)

委員 佐 藤 敦 子 (当社独立社外取締役)

3. 当委員会における審議及び検討方法

当委員会は、合計27回、合計25時間2分にわたり開催された。

具体的には、まず、当委員会は、2025年8月5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・アドバイザー及び第三者算定機関である三菱UFJモルガン・スタンレー証券株式会社(以下「三菱UFJモルガン・スタンレー証券」という。)並びにリーガル・アドバイザーである森・濱田松本法律事務所外国法共同事業(以下「森・濱田松本法律事務所」という。)について、いずれも本資本政策と同種の案件における専門性・実績、並びに現在及び過去において当社、本非公開化パートナーの候補者及び本資本政策の成否からの独立性を有することを確認した。また、当委員会は、第1回特別委員会において、必要に応じ三菱UFJモルガン・スタンレー証券及び森・濱田松本法律事務所から専門的助言を得ることとした。さらに、当委員会は、第1回特別委員会において、本資本政策と同種の案件における専門性・実績、並びに現在及び過去において当社、本非公開化パートナーの候補者及び本資本政策の成否から独立性を有することを確認の上、特別委員会独自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株式会社ブルータス・コンサルティング(以下「ブルータス・コンサルティング」という。)並びにリーガル・アドバイザーとして岩田合同法律事務所を選任し、三菱UFJモルガン・スタンレー証券及びブルータス・コンサルティングから株式価値算定書を取得することとした。なお、当社及び当委員会は、これらのアドバイザーの選定後に本非公開化入札プロセス及び本事業売却入札プロセス(以下で定義する。)の候補者が追加された場合には、当社は、その都度、各アドバイザーがかかる候補者との間で独立性を有し、本資本政策の成否に関して独立性を有することを確認しており、加えて、2026年1月9日、当社が湯沢から湯沢による当社株式の非公開化の提案書を受領した際にも、当社は、各アドバイザーが公開買付者グループとの間で独立性を有し、本取引の成否に関して独立性を有することを確認していた。

当委員会は、各回に提出された資料(以下「本資料」という。)を検討した上で、当委員会への出席を求めた者への意見聴取、書面又は口頭での質疑を行う他、各会日間においても必要に応じて都度電子メールを通じて報告・情報共有、審議及び意思決定を行う等により、本諮問事項について慎重に協議及び検討を行った。また、当委員会は、本諮問事項について協議及び検討を行うにあたって、各回に三菱UFJモルガン・スタンレー証券、森・濱田松本法律事務所、ブルータス・コンサルティング及び岩田合同法律事務所を同席させた上で、必要に応じこれらの者から専門的助言を得た。

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、2026年2月20日に開催された第27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かつ正確であること、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. 本取引の目的の合理性(本取引が当社の企業価値向上に資するかを含む。)

(1) 当社グループの事業内容及び事業環境に関する当社の認識

公表情報及び本資料によれば、当社及び非連結子会社1社(以下「当社グループ」という。)の事業内容及び事業環境に関する当社の認識は以下のとおりである。

ア. 当社グループの事業内容

当社は、1923年6月に株式会社天龍館として設立され、300年余にわたり信州伊那の谷・塩澤家に受け継がれてきた養命酒の事業を継承した。その後、1943年2月に株式会社養命酒本舗天龍館を吸収合併して事業の統合を進め、1951年11月には商号を養命酒製造株式会社(現商号)に変更した。当社株式については、1955年10月に東京証券取引所に株式を上場した後、2022年4月に実施された東京証券取引所の市場区分見直しに伴い、東京証券取引所市場第一部から東京証券取引所プライム市場へ移行した。

当社グループは、当社及び非連結子会社1社で構成され、「養命酒関連事業」と「くらすわ関連事業」を行っている。当社は、「生活者の信頼に応え、豊かな健康生活に貢献する」との経営理念の下、顧客の健康生活に貢献できるよう、企業ビジョンの「健全で、強い、良い会社」を目指している。また、「すこやかでより良い時間を願う人々を応援する」という事業ビジョンの下、「養命酒」をはじめとする商品及び「くらすわ」ブランドを通して、高い安心と社会に求められる商品等の提供に努めている。

当社グループの各事業の概要は以下のとおりである。

- ① 養命酒関連事業：主に国内外への「養命酒」及び酒類・食品の製造販売を行っている。
- ② くらすわ関連事業：食を通じた「広げる、すこやかなくらしの輪」をコンセプトとした「くらすわ」ブランドによる小売り・サービス事業を展開し、直営の商業施設において商品又は製品の販売及びレストランの運営を行う店舗運営、インターネット等を通じた通信販売及び他社販売チャネルを通じた外販を行っている。

イ. 当社グループの事業環境に関する当社の認識

当社は、中長期的な経営環境として、国内の少子高齢化の進行と人口減少、エネルギーや原材料価格の高騰、世界的な不確実性の高まり等により、従前と異なる社会的課題の解決が企業に求められていると認識している。

かかる経営環境において、当社は、中期経営計画(2022年4月～2027年3月)(以下「本中期経営計画」という。)を策定し、2023年に会社設立100周年を迎えるにあたり基本戦略を「次の100年に向けた成長投資と持続的成長基盤の確立」と定めた。「養命酒」及び酒類・食品の卸売販売を中心とする既存事業の収益力強化(深化)と、従前取り組んできた「くらすわ」ブランドを中心とした新たな事業基盤の構築(探索)を同時に行う「両利きの経営」を推進し、収益性を確保しつつ成長投資を行い、新たな企業価値の創造に取り組んできた。

もともと、物価上昇による消費行動への影響等の要因による国内「養命酒」の販売不振、通信販売の競争激化、店舗展開にあたっての人材確保難等によるくらすわ関連事業拡大の遅れ、最終年度を見据えたM&Aの実現可能性の低下等、本中期経営計画策定時に想定した前提条件が変化している。かかる状況を踏まえ、当社は、2025年3月期の決算発表時に当初策定していた本中期経営計画の最終年度(2027年3月期)の目標(売上高200億円以上)を取り下げるに至った。

かかる事業環境の下、当社は、今後当社が持続的な成長及び企業価値の拡大を実現するためには、足元減収傾向にある養命酒を中心とした製品の販売力強化を通じた再びの成長トレンドの実現や、くらすわ関連事業の抜本的な改善策の遂行が求められていると認識している。

(2) 本取引の目的等

当委員会が当社及びツムラから受けた説明並びに本資料によれば、当社グループの事業環境に関するツムラの認識、ツムラが想定する本取引のシナジー、本公開買付け後の経営方針を踏まえて当社が想定する本取引のシナジー(本取引の目的)及び当社株式の非公開化に伴うデメリット等は、以下のとおりである。

ア. 当社グループの事業環境に関するツムラの認識

ツムラは、本非公開化入札プロセスにおける当社との議論を通じて、当社の事業成長の加速や将来の成長に向けた企業価値向上の余地は大きいとの考えを有した。その後、ツムラは、当社から開示された各種情報及び各種公開情報等に基づく検討を行い、当社が属する事業セグメント別の市場の業界特性・成長性や、事業セグメント別の市場において当社が確立している競争優位性、当社の成長戦略の方向性や企業価値及び株式価値の向上に向けた潜在的な可能性について理解を深め、当社が、『養命酒』という400年以上の歴史を持つブランドを中心に強固な競争力・成長力と高い潜在性を有していると考えた。

イ. ツムラが想定する本取引のシナジー(本公開買付け後の経営方針を含む。)

本取引においては、公開買付者による本公開買付けの後、本スクイーズアウト手続、本湯沢宛相對譲渡、本非事業性資産配当等及び本事業パートナー宛相對譲渡が実施されるため、最終的に当社はツムラの完全子会社となる予定である。

ツムラは本取引を新たな戦略パートナー獲得のための事業投資と位置付け、ツムラが強みを持つ医療用漢方製剤領域を軸に、当社が強みを持つ一般医薬品・ヘルスケア製品領域への拡大を図り、未病・養生領域における生活者起点の健康支援機能を強化することで、発症前から健康的に健康を支えるビジネスモデルへ進化させることを目的としているとのことである。一方、当社を取り巻く直近の市場環境の変化やそれに伴う業績への影響を鑑み、当社は事業の効率化を進めるとともに、祖業である『養命酒』商品における売上回復、また次の収益柱として新商品を開発・育成することが重要と考えている。

上記を実現するための当社及びツムラにおける共同の取り組みとして、ツムラは、①材料の共同購買や原材料の統合調達によるコストシナジー施策に加え、②『養命酒』商品におけるエビデンスマーケティング導入を通じた商品価値訴求手法改善や医薬系代理店流通の活用を通じた新規販路開拓による売上シナジー施策、③ツムラのナレッジ・ノウハウ共有等による研究開発シナジー施策等を想定しているとのことである。

なお、本公開買付けの実施後、本湯沢宛相對譲渡までの間は公開買付者及び湯沢が、その後、本事業パートナー宛相對譲渡までの間は湯沢が当社の株主となるが、その事業運営は、当社、公開買付者、湯沢及びツムラとの間で、2026年2月24日付で締結される予定の取引基本契約書に基づき、通常業務の範囲で行われる予定である。また、ツムラは、本スクイーズアウト手続の完了後、当社取締役会に、その指名する者2名をオブザーバーとして参加させることを想定している。

本事業パートナー宛相對譲渡の実施により当社がツムラの完全子会社となった後についても、シナジー創出の取り組みを円滑に進めるため、ツムラは当社に対する役職員の派遣を考えているが、外部経営人材の登用は想定していない。取締役構成・運営の詳細については、今後当社とツムラが協議の上決定し、また、ツムラは取得した当社の株式の売却は現時点において想定していないとのことである。

また、ツムラは、当社の従業員は両社における企業文化や事業特性・強みの相互理解のために重要な役割を担うとして継続雇用及び処遇維持を基本方針としているとのことである。さらに、ツムラの従業員との人材交流や両社事業における連携等を通じ、当社の従業員に対しても更なる活躍の場を提供したいと考えているとのことである。

なお、くらすわ関連事業については、当社は、本事業パートナー宛相對譲渡の実施前に、ツムラ以外の第三者への事業売却を目指し当社にて検討中であるが、仮に、本事業パートナー宛相對譲渡の実施前にくらすわ関連事業の売却が実現しない場合、当社及びツムラは、くらすわ関連事業の縮小・撤退を行う方針とのことである。

ウ. 本公開買付け後の経営方針を踏まえて当社が想定する本取引のシナジー(本取引の目的)

当社は、以下の理由から本取引(本公開買付け後の経営方針を含む。)は当社の企業価値の向上に資すると考えているとのことである。

① 事業特性・強みの相乗効果による養命酒ブランドの更なる進化

当社は、前記イ.のとおりツムラのノウハウ・販売ネットワークやナレッジを活用した支援等により、マーケティング手法改善や国内の新規販路開拓が可能になると考えているとのことである。具体的には、生涯健康サポート目的の消費者向けエビデンスマーケティング導入、エビデンスを活用した価値訴求型プロモーション体制確立による商品価値訴求方法の改善、ツムラの医薬系代理店流通ネットワーク活用による専門調剤への配荷拡大・顧客接点の増加を通じた国内調剤薬局チャネルの拡大等が可能と考えているとのことである。また、ツムラの中国等の海外における現地ネットワークの相互活用による新規地域進出や新規代理店との取り組みを模索することを通じて、海外における販売戦略の再構築が可能になると考えているとのことである。

② 生薬・漢方を基点とした研究開発や新商品開発

当社は、近年、基礎研究領域から商品開発領域に軸足が移っているところ、前記イ.のとおりツムラの研究開発部門との連携を通じて、改めて基礎研究領域に注力することが可能となり、ツムラと当社の強みを活かした生薬、漢方を起点とした研究開発や新商品開発を実現できると考えているとのことである。具体的には、ツムラの研究開発部門との人材交流やナレッジ・ノウハウ共有による、製剤技術の導入や研究開発力の強化に加え、当社の持つ養命酒で培ったハーブの知見や浸漬技術とツムラの持つエキス化、顆粒化技術を組み合わせた商品開発が可能になると考えているとのことである。

③ コスト構造・資本効率の改善

当社は、前記イ.のとおりツムラとの共同運営により原材料の共同購買によるスケールメリット及び交渉力強化や原材料の統合調達による仕入債務支払日数の延長等のコスト低減・資本効率化が可能になると考えているとのことである。

さらに、本取引に伴うメリットとして、当社は、本取引を通じて当社株式が非公開化されることにより、監査費用のほか、株主総会運営費用や株主名簿管理人への事務委託に関する費用等の固定的なコストを削減することが可能になるとのことである。

なお、当社は、くらすわ関連事業について、事業の売却又は縮小・撤退により、ツムラとのシナジー発現を見込むことのできる養命酒関連事業に経営リソースを集中させることができ、当社の企業価値向上に資すると判断したとのことである。

エ. 当社株式の非公開化に伴うデメリット等

当社は、当社株式の非公開化に伴う一般的なデメリットとして、資本市場から資金調達を行うことができなくなることや、取引先を含む外部からの社会的信用の獲得、知名度の維持といった上場会社であることによるメリットを享受できなくなることが挙げられるとした上で、①当社の現在の財務状況を踏まえると、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市場からの資金調達を必ずしも必要としていないことや、②多くの取引先とは長年の取引関係により法人同士の信頼関係が既に一定程度構築されており、当社株式の非公開化を理由に既存の取引関係が大きく剥落することはないと考えられること、また、③当社がこれまでの事業運営により積み重ねてきた信頼や獲得してきた知名度に関しては、上場廃止により失われるものではないとともに、本事業パートナー宛相対譲渡の実施後に東京証券取引所プライム市場の上場会社であるツムラのグループ企業になることで、社会的信用や知名度は維持・向上が期待されることから、当社株式の非公開化後も、かかるデメリットによる影響は僅少であると考えているとのことである。

(3) 当委員会による検討

ア. 当社グループの事業環境

前記(1)及び(2)ア.の当社グループの事業内容及び当社グループの事業環境についての当社及びツムラの認識は、当社に関する公表資料や本資料の内容と整合するものであり、不合理な点は認められない。

イ. 本公開買付け後の経営方針

当社グループの事業環境を踏まえると、以下のとおり、ツムラの本公開買付け後の当社の経営方針は、当社の企業価値向上に資すると考える。

ツムラが検討している前記(2)イ.の本公開買付け後の経営方針のうち、企業価値向上施策の中心となるのは、①当社及びツムラ共同による材料の共同購買や原材料の統合調達によるコストシナジー施策、②『養命酒』商品におけるエビデンスマーケティング導入を通じた商品価値訴求手法改善や医薬系代理店流通の活用を通じた新規販路開拓による売上シナジー施策、及び、③ツムラのナレッジ・ノウハウ共有等による研究開発シナジー施策である。

これらの施策はいずれも当社グループの課題である足元減収傾向にある養命酒を中心とした製品の販売力強化を通じた再びの成長トレンドの実現と整合するものであり、これらの施策が当社の企業価値向上に資するという当社及びツムラの説明に不合理な点は認められない。

ウ. 本公開買付け後の経営方針を踏まえた本取引の目的の合理性

上記のとおり、ツムラの本公開買付け後の当社の経営方針は当社の企業価値向上に資すると考えるが、前記(2)イ.の本公開買付け後の経営方針を含むツムラが想定する本取引のシナジーと、同ウ.の本公開買付け後の経営方針を踏まえて当社が想定する本取引のシナジー(本取引の目的)は、ツムラによる当社の完全子会社化に伴うシナジーという観点から主要な点において合致しており、相互に矛盾した点や客観的事実に明らかに反した点は認められない。また、本取引により当社がツムラの完全子会社となることにより、機動的な意思決定や一般株主が存在する前提では行うことが困難であったリスクテイクが可能となるため、本取引は当社が単独で存続し続ける場合と比較して、当社の企業価値の向上に資すると評価することも可能であるとする。

なお、くらすわ関連事業については、当社は、本事業パートナー宛相対譲渡の実施前に、ツムラ以外の第三者への事業売却を検討中であり、仮に、本事業パートナー宛相対譲渡の実施前に第三者への事業売却が実現しない場合、当社及びツムラは、くらすわ関連事業の縮小・撤退を行う方針とのことであるが、くらすわ関連事業の売却又は縮小・撤退により、ツムラとのシナジー発現を見込むことができる養命酒関連事業に経営リソースを集中させることができ、当社の企業価値向上に資するとの当社の判断は不合理とはいえないと考える。

したがって、本取引の目的について不合理な点は認められない。

エ. 当社株式の非公開化のデメリット等についての評価

一般に、上場廃止に伴うデメリットとして、(i)エクイティ・ファイナンスによる資金調達手段の制約、(ii)上場会社としてのブランドの毀損が考えられるところ、当社からの説明を踏まえると、(i)については、当社の財務状況に鑑みればエクイティ・ファイナンスの活用による資金調達の必要性は当面見込まれず、(ii)については、多くの取引先とは長年の取引関係により法人同士の信頼関係が既に一定程度構築されており、当社株式の非公開化を理由に既存の取引関係が大きく剥落することはないと考えられること、また、当社がこれまでの事業運営により積み重ねてきた信頼や獲得してきた知名度に関しては、上場廃止により失われるものではなく、本取引の実施後に東京証券取引所プライム市場の上場会社であるツムラのグループ企業になることで、社会的信用や知名度は維持・向上が期待されることから、当社株式の非公開化に伴うデメリットは極めて限定的であると考えているとのことである。

これらの説明に不合理な点は見当たらないことから、本取引の実行後の企業価値向上策の実施及び上記の上場コストの削減等による当社の企業価値向上に向けたメリットは、当社株式の非公開化に伴うデメリットを上回ると評価することも可能であるとする。

オ. 小括

以上の検討内容を踏まえると、本取引は、当社グループの企業価値の向上に資するものと認められ、本取引の目的は合理性を有すると考える。

2. 本取引の取引条件の公正性・妥当性

(1) 取引条件に関する協議・交渉過程

ア. 本取引を目的とした本非公開化入札プロセスの実施

当社は、国内「養命酒」の販売不振、通信販売の競争激化、くらすわ関連事業拡大の遅れ、最終年度を見据えたM&Aの実現可能性の低下等、本中期経営計画策定時に想定した前提条件が大きく変化した当社の事業環境を踏まえ、養命酒を中心とした製品の販売力強化を通じた再びの成長トレンドの実現や、くらすわ関連事業の抜本的な改善といった経営課題の解決のため、2025年4月頃より、当社株式に係る資本取引を含めた戦略的な選択肢の検討を行ってきた。また、当社は、当社の筆頭株主である湯沢から面談要請を受け、2025年4月2日に湯沢及び野村幸弘氏(以下、併せて「湯沢ら」という。)と初回面談を行った。当社は、当該面談において、湯沢らから、上場企業のあるべき姿についての説明及び当社の課題に関する指摘を受け、その解決策の一つとして当社株式の非公開化の検討という選択肢の提示を受けた。そして、当社は、かかる検討の中で、当社を取り巻く経営環境が厳しさを増す状況の下で当社が中長期的に企業価値を向上させるためには、当社の事業成長にとって望ましい戦略的パートナーによる当社株式の非公開化が経営上合理的な選択肢の一つとなり得ると考えたことから、戦略的パートナーによる当社株式の非公開化を含めた本資本政策についてより一層具体的な検討を進めることとした。当社は、かかる検討をより深めるため、2025年5月13日、専門性及び実績等を検討の上、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として三菱UFJモルガン・スタンレー証券を、リーガル・アドバイザーとして森・濱田松本法律事務所を、それぞれアドバイザーとして選任した。

その後、当社は、本資本政策の検討を進める中で、上記各アドバイザーからの助言に加え、本資本政策の検討と並行して引き続き湯沢らと2025年4月から7月にかけて議論を重ね、湯沢らをスポンサーとするMBOを打診されている中で、仮に当社が非公開化を選択する場合はマーケットチェックの必要があることを十分に認識した。これらの事情も踏まえ、当社は、本資本政策においては、当社の企業価値向上及び株主共同の利益の確保の観点から、株主共同の利益の最大化を目的とした所謂「積極的マーケットチェック」を実施することが望ましいとの判断に至り、2025年7月上旬より、本非公開化パートナーの選定及び本非公開化パートナーによる当社株式の非公開化を目的とした当社主催の本非公開化入札プロセスを実施することとし、三菱UFJモルガン・スタンレー証券を通じて、複数の本非公開化パートナーの候補者(ツムラを含む。)に本非公開化入札プロセスへの参加を打診し、本非公開化入札プロセスのうち第一次入札プロセス(以下「本非公開化第一次入札プロセス」という。)を開始した。

また、当社は、前記第3.1に記載のとおり、本資本政策が当社株式を非公開化することを目的としており当社の一般株主に大きな影響を与えること等を踏まえて、当社は、本資本政策に係る手続の公正性を担保することにより、本資本政策に係る取引条件の公正性を確保する観点から、2025年7月30日開催の取締役会において、当委員会の設置を決議した。また、当委員会は、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三菱UFJモルガン・スタンレー証券並びに当社のリーガル・アドバイザーである森・濱田松本法律事務所について、その独立性及び専門性に問題がないことを確認の上、その選任を承認した。さらに、当委員会は、その独立性及び専門性に問題がないことを確認の上、当委員会の独自のファイナンシャル・アドバイザーとしてブルータス・コンサルティングを、当委員会の独自のリーガル・アドバイザーとして岩田合同法律事務所をそれぞれ選任した。

その後、当社は、2025年7月下旬以降、ツムラを含む本非公開化第一次入札プロセスに参加した7社の候補者のうち、複数社から意向表明書を受領したことから、その内容(取引ストラクチャー・経済条件・経営方針・想定されるシナジー効果)について慎重に比較検討を行い、本非公開化入札プロセスのうち第二次入札プロセス(以下「本非公開化第二次入札プロセス」という。)への参加を打診する候補先として3社を2025年8月下旬以降に選定した。なお、ツムラは金融投資家パートナーとの共同投資を前提とする提案であったため、当社は、共同投資可能な前提で意向表明書を提出した他の本非公開化パートナーの候補者のうち、PEファンドであるKohlberg Kravis Roberts & Co. L.P.(以下「KKR」という。)とツムラが共同で当社株式を非公開化することが当社の企業価値の最大化、株式価値の最大化に資する可能性が高いと判断し、2025年9月下旬、当社及び三菱UFJモルガン・スタンレー証券がツムラとKKRの引き合わせを行い、両社もこれに応じたため、ツムラ及びKKRによるコンソーシアムを本非公開化第二次入札プロセスに招聘した。

なお、当社は、湯沢らとの面談を通じて、当社から湯沢らに対する重要情報の伝達を行わないよう要請を受けていたため、当社から湯沢らに対しては、2025年12月5日まで、本非公開化入札プロセスの存在を伝達していない。また、当社は2026年1月9日に至るまで湯沢らから当社株式の非公開化に関する具体性並びに実現可能性が確認できる提案を受領していない。

イ. 本非公開化第二次入札プロセスにおけるKKR及びツムラの提案に係る検討

当社は、2025年8月下旬以降、本非公開化第二次入札プロセスに招聘した本非公開化パートナーの候補者に対してデュー・ディリジェンスの機会を提供し、その後、KKR及びツムラのコンソーシアムを含む2候補より法的拘束力のある意向表明書を受領し、1社より法的拘束力を有していない意向表明書を受領した。なお、当社は、1社より提出された法的拘束力を有していない意向表明書も比較検討したが、資金調達の実行可能性の観点で法的拘束力のある2候補からの意向表明書と比較して条件が劣後すると判断した。

当社及び当委員会は、KKR及びツムラのコンソーシアムによる提案(以下「コンソーシアム提案」という。)が、同額の株式価値を提案する他の候補者が存在したものの、当社が営む事業の価値を最も高く評価しており、当社の企業価値の向上に向けた各種施策の内容(養命酒事業関連におけるマーケティングの高度化、海外における販路拡大、研究開発機能の強化、不動産の有効活用によるバリューアップ施策)が相対的に優位と考えられたことから、KKR及びツムラのコンソーシアムを本非公開化パートナーの最終候補者とすることを決定した。2025年12月1日、当社は、KKR及びツムラのコンソーシアムに対して独占交渉権を付与し、KKR及びツムラのコンソーシアムによる当社株式の非公開化の実施に向けた協議及び検討を開始した。

その後、2025年12月5日に、当社は、当社の筆頭株主である湯沢に対して、コンソーシアム提案の内容を伝達したところ、2025年12月8日、湯沢から当社に対して、当社株式の非公開化については賛同するものの、湯沢は当社株式を売却する意向はなく、湯沢による当社株式の売却を前提とするコンソーシアム提案については応諾できない旨の意向が示された。当社は、かかる湯沢の意向を踏まえ、KKR及びツムラのコンソーシアムと協議を重ね、2025年12月30日付で、KKR及びツムラのコンソーシアムから、湯沢による一部再出資を含む再提案(以下「コンソーシアム再提案」という。)を受領し、その内容を改めて湯沢に伝達したものの、湯沢からは、同日、コンソーシアム再提案の内容は湯沢の意向に十分に沿うものではなく、検討に値するものではないとの見解が示された。

上記のとおり、当社は、湯沢が当社株式の売却を行う意向を有しないことを確認したため、コンソーシアム再提案は実現の蓋然性がない提案と判断し、2025年12月30日夕刻に当社よりKKR及びツムラのコンソーシアムに対し付与していた独占交渉権を失効させることを通知した。また、湯沢は、当社に対して、湯沢が当社の株主として残る手法により当社株式を非公開化する意向を改めて示したことから、当社は、湯沢との間で当社株式の非公開化に関する具体的な方法について検討を開始した。

ウ. 本事業売却入札プロセスの実施及び公開買付者グループ及びツムラとの協議

2026年1月9日、当社は、湯沢から、湯沢による当社株式の非公開化の提案書を受領した。その内容は、湯沢の関連会社が公開買付けにより当社株式の非公開化を行った上で、当社が保有する資産のうち非事業性資産を湯沢が取得し、当社株式を当社事業のベストオーナー(以下「本事業パートナー」という。)へ可及的速やかに譲渡するという取引を提案するものであった。当社は、当該湯沢による提案は、非事業性資産を湯沢が取得することにより当社の経営資源を事業に集中させ、最適な事業パートナーが当社事業を譲り受けるものであることから、当社の企業価値向上に資する可能性がある上、当該提案においては公開買付価格について積極的マーケットチェックの結果として最も高い一株あたり株式価値である4,021円以上となるよう努力する旨が示されていることから、当該提案に係る取引は、当社の株主の利益に資する取引となる可能性があると判断した。当社及び当委員会は、2026年1月上旬に湯沢らより、本事業パートナーの選定方法としては、複数の候補者から当社の事業価値に関する価格提示を受けた上で選定することが重要との意向が示されたことから、本非公開化第二次入札プロセスに招聘した候補者のうちKKRを除きツムラを含む3社(PEファンド1社、事業会社2社)を本事業パートナーの選定プロセス(以下「本事業売却入札プロセス」という。)に招聘した。

その後、当社は、2026年1月30日までにツムラを含む2社から法的拘束力のある意向表明書を受領した。当社及び当委員会は、ツムラから、ツムラが培ってきたノウハウ・販売ネットワークや知見を活用した支援、ツムラの研究開発部門との連携を通じた新商品開発、ツムラとの共同運営による原材料調達のコスト低減・資本効率化、及び、経営資源をシナジーのある養命酒関連事業に集中させるためくらすわ関連事業を本事業パートナー宛相対譲渡の実施前に縮小・撤退すること(ツムラ以外への第三者への事業売却も含む。)による企業価値最大化の提案がなされたため、養命酒事業関連におけるマーケティングの高度化、海外における販路拡大、コスト低減効果や研究開発機能の強化等を通じて発現するシナジーが見込めると判断した。そのため、当社及び当委員会は、当社の事業価値を最も高く評価したツムラによる提案が当社の企業価値向上にも資すると評価できると考え、ツムラが本事業パートナーとして最も適切であると判断した。また、当社は、湯沢からもツムラが本事業パートナーとして最も適切であるとの認識を確認した。

当社は、2026年2月4日に、公開買付者から、公開買付価格を4,022円とする法的拘束力のある提案(以下「本最終提案(公開買付者)」という。)を受領した。その後、当委員会は、当社に対する質疑応答(書面によるものも含む。)を通じて、本取引の意義及び目的、当社の事業に関する評価、当社の企業価値向上の施策の内容、本取引後の経営方針、本取引の諸条件等について、当社の認識、並びに、当社が公開買付者、湯沢及びツムラとの協議により把握した公開買付者、湯沢及びツムラの認識を確認した。

併せて、当社及び当委員会は、2026年2月10日付で、公開買付者グループに対し、本最終提案(公開買付者)において提示された当社の株式価値は、当社の企業価値及び少数株主の利益に鑑み十分な水準にあるとは認められず、また、当社株式の非公開化に係る憶測報道及び当社によるプレスリリースの有無とその影響の多寡にかかわらず、本公開買付けの成立の蓋然性の観点から、本公開買付けの公表日に近接した時点又は期間を基準としたプレミアムについても相応に重視して判断をする必要があるとして、公開買付価格の引き上げを検討するよう要請した。当社は、2026年2月16日、公開買付者から、最終的な提案であるとして、公開買付価格を4,050円とする法的拘束力のある提案を受領した。当社及び当委員会は、2026年2月17日付で、公開買付者グループに対し、当社の本源的価値等をより一層、一般株主の利益に反映いただくことが可能であるとして公開買付価格の引き上げを検討するよう再度要請した。しかし、当社は、2026年2月19日付で、公開買付者より、2026年2月17日付の提案は最終的な提案であり公開買付価格の更なる引き上げはできない旨の回答を受領した。また、当社及び当委員会は、2026年2月13日、ツムラに対しても当社の事業価値に対する提示価格を引き上げるよう要請したが、2026年2月16日、ツムラより、ツムラが本事業売却入札プロセスにおいて提示した価格は最良かつ最終的な提案内容でありこれ以上の引き上げ余地はない旨の回答を受領した。

これに対して、当委員会は、2026年2月20日、前記第4.1(2)記載の当社がツムラの完全子会社となることによるシナジーを早期に実現させることが当社グループの企業価値を最大化するために最適な手法と考えられること、本公開買付けにより当社の一般株主に対して一定のプレミアムが付された株主還元がなされること、また、当社のファイナンシャル・アドバイザーである三菱UFJモルガン・スタンレー証券及び当委員会のファイナンシャル・アドバイザーであるブルータス・コンサルティングによる株式価値分析に係る助言も踏まえ、本公開買付価格は当社の本源的価値を相応に反映したものであるとの合理的評価が可能な価格であり、2025年8月6日にBloombergより当社が当社株式の非公開化を検討しているとの憶測報道(以下「本憶測報道」という。)がなされる前の当社株式の株価に対して一定のプレミアムが付されているとの評価も不合理ではないことから、①本公開買付けを含む本取引は当社の企業価値向上に資するものであり本取引に賛同する、②他方で、当社取締役会が当社の株主に対して本公開買付けへの応募を推奨することについては、本取引の公表予定日の前営業日の終値との比較で本公開買付価格がディスカウントになる可能性が高いという当社株価の状況を踏まえて、当社取締役会は中立の立場をとった上で、本公開買付けに応募するか否かは当社の株主の皆様の判断に委ねることが相当であるとの判断に至った。

その後、当社は、2026年2月20日、公開買付者グループに対して、本公開買付価格を4,050円とすることに応諾する旨回答した。

以上のとおり、本公開買付価格は、当社のアドバイザー及び当委員会の助言を踏まえて、当社と公開買付者グループとの間の真摯な価格交渉の結果決定されていること、及び、当社及び当委員会による価格の引き上げの要請に対して、実際に本公開買付価格が4,022円から4,050円に引き上げられていることを踏まえれば、これらの当社と公開買付者グループとの公開買付価格の交渉に係る経緯には、不合理な点は認められない。

エ. 独立した当事者間の交渉が行われたと認められること

前記ア乃至ウに記載の協議・交渉の経緯に鑑みれば、当社及び当委員会が公開買付者グループ及びツムラとの間で行った取引条件に関する協議・交渉過程は、独立した当事者間の交渉と認められる公正なものであり、一般株主にとって可能な限り有利な取引条件で本取引が行われることを目指した合理的な努力が行われたと認められる。

(2) 独立した第三者算定機関による株式価値算定内容及びその前提とした財務予測・前提条件等の合理性

ア. プルータス・コンサルティングによる株式価値算定の結果及びその内容の合理性

(ア) 株式価値算定の内容及びその合理性

当委員会は、本取引の条件の妥当性を判断するに際し、当社株式の株式価値を把握するために、公開買付者グループ、本非公開化入札プロセス及び本事業売却入札プロセスの候補者並びに当社からの独立性を有する第三者算定機関であるプルータス・コンサルティングに対して、当社株式の価値算定を依頼し、2026年2月20日付で、株式価値算定書(以下「本株式価値算定書(プルータス・コンサルティング)」という。)を取得した。なお、プルータス・コンサルティングは、公開買付者グループ、本非公開化入札プロセス及び本事業売却入札プロセスの候補者並びに当社の関連当事者には該当せず、本公開買付けを含む本取引に関して独立性を有する。

プルータス・コンサルティングは、本公開買付けにおける算定手法を検討した結果、当社が継続企業であるとの前提の下、当社株式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プライム市場に上場しており、市場株価が存在することから市場株価法を、また、当社業績の内容や予想等を評価に反映するためにディスカунテッド・キャッシュ・フロー法(以下「DCF法」という。)を算定方法として用いて当社の1株当たりの株式価値の算定を行ったとのことである。ただし、市場株価法については、本憶測報道がなされたことにより、当社株式は上場来高値を上回る水準まで急騰し高止まりを続けており、市場株価の客観性に全面的な信頼を置きたい状態であることから、参考情報として示すにとどめているとのことである。なお、当社は、下記3.のとおり、当社において本資本政策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、プルータス・コンサルティングからフェアネス・オピニオンは取得していない。

プルータス・コンサルティングが上記各手法に基づき算定した当社株式の1株当たりの株式価値の算定結果は以下のとおりとのことである。

(参考) 市場株価法(基準日①) : 2,956円から3,275円

(参考) 市場株価法(基準日②) : 4,290円から4,480円

DCF法 : 4,015円から4,263円

本公開買付価格は、本株式価値算定書(プルータス・コンサルティング)による当社株式の価値の算定結果のうち、市場株価法(基準日①)に基づく算定結果の上限を上回っており、また、DCF法に基づく算定結果の範囲内である。

参考情報として位置付けている市場株価法では、①2025年8月6日の当社株式の非公開化に係る本憶測報道による株価への影響を排除するため、本憶測報道がなされる前の最後の取引日である2025年8月5日を基準日(基準日①)として、東京証券取引所プライム市場における当社株式の基準日終値3,275円、基準日までの直近1か月間の終値単純平均値3,232円(円未満を四捨五入。以下、終値単純平均値の計算について同じ。)、同直近3か月間の終値単純平均値3,114円及び同直近6か月間の終値単純平均値2,956円を基に、当社株式の1株あたり株式価値の範囲を2,956円から3,275円までと算定している。また、②本公開買付けの公表予定日の前営業日である2026年2月20日を基準日(基準日②)として、東京証券取引所プライム市場における当社株式の基準日終値4,480円、基準日までの直近1か月間の終値単純平均値4,384円、同直近3か月間の終値単純平均値4,462円及び同直近6か月間の終値単純平均値4,290円を基に、当社株式の1株あたり株式価値の範囲を4,290円から4,480円までと算定している。

DCF法では、不動産事業については主として鑑定評価額に依拠しつつ、不動産事業を除く養命酒関連事業及びくらすわ関連事業については、当社が現時点で合理的に予測可能な期間まで作成した2026年3月期から2030年3月期までの事業計画(以下「本事業計画」という。)及び一般に公開された情報等の諸要素を前提として、当社が2026年3月期第4四半期以降に生み出すと見込まれるフリー・キャッシュ・フローを一定の割引率で現在価値に割り引いて当社の企業価値や株式価値を算定し、当社株式の1株あたりの株式価値の範囲を4,015円から4,263円までと算定している。なお、割引率は加重平均資本コストを採用し、5.7%~6.9%を採用している。また、継続価値の算定にあたっては永久成長率法及び倍率法を採用している。永久成長率法では、理論上想定される長期的な経済環境等を踏まえ永久成長率は0%として、継続価値を14,782百万円~17,944百万円としている。倍率法ではEV/EBIT及びEV/EBITDAの倍率を採用し、事業価値に対するEBIT及びEBITDAの倍率は業界各社の水準等を踏まえそれぞれ、12.7倍、8.2倍として、継続価値を16,879百万円~18,853百万円と算定している。また、非事業性資産として、余剰現預金(当社の現預金から、過去の資金繰り実績等を総合的に考慮し推計した事業用現預金を控除して算出している。)を加算するとともに、当社の保有する投資有価証券、公社債及び長期預金等についても加算している。

また、当委員会は、本事業計画を踏まえてプルータス・コンサルティングが行った当社株式の株式価値算定の内容について、株式価値の初期的な試算結果やその算定方法、当該算定方法を選択した理由、算定の重要な前提条件について説明を受け、その内容や当該算定の重要な前提について質疑応答を行った上で、以下の点を含めその合理性を確認した。

まず、市場株価法(基準日①)及び市場株価法(基準日②)については、当社の市場株価を一定の時期の終値及び一定期間の終値の平均値を分析することで当社の株式価値を算定しているところ、このような算定の方法は本取引と類似の取引において一般的に用いられているものである。また、市場株価法(基準日①)については、本憶測報道による株価への影響を排除するため、当社の市場株価を、本憶測報道がなされる前の最後の取引日である2025年8月5日を基準日として、基準日終値及び一定期間の終値の平均値を分析することで当社の株式価値を算定しているところ、本憶測報道の直後の期間における当社の株式の株価の高騰及び本憶測報道から相当期間が経過した現在においても株価が高止まりしていることに鑑みれば、本憶測報道以降の当社の株価は、本資本政策に関する期待が過度に織り込まれたものであり、当社の事業や財務の変化を反映したものではないと考えられることから、市場株価法(基準日①)について本憶測報道がなされる前の最後の取引日である2025年8月5日を基準日とすることは不合理とはいえない。その上で、市場株価法(基準日①)及び市場株価法(基準日②)について、採用する算定期間についても一般的に用いられているものといえるとともに、かかる期間において、本憶測報道を除き市場株価の調整が必要となるような重要事象は発生していないと認識している。以上から、市場株価法(基準日①)及び市場株価法(基準日②)による算定の内容に不合理な点は認められない。

また、DCF法においては、当社が作成した本事業計画を基に、本事業計画及び一般に公開された情報等の諸要素を前提として、当社が2026年3月期第4四半期以降に生み出すと見込まれる各事業のフリー・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事業価値を算定し、これに非事業性資産及び有利子負債等を加減算して株式価値を算定している。DCF法における算定手法、算定に用いられた割引率、継続価値の算定に関する永久成長率及び倍率、並びに、余剰現預金及び投資有価証券、公社債、長期預金等の取扱い等については、プルータス・コンサルティングが第三者算定機関としての専門的見地から設定・検討したものであり、当委員会におけるプルータス・コンサルティングによるこれらの数値の算出根拠及び算出方法等についての説明にも特に不合理な点は認められない。

そして、下記(イ)に記載のとおり、プルータス・コンサルティングによる株式価値算定の前提となる本事業計画の内容にも合理性が認められる。

以上のとおり、本株式価値算定書(プルータス・コンサルティング)の算定内容は、合理的であると考えられる。

(イ)本事業計画の合理性

ブルータス・コンサルティングがDCF法による算定の前提とした本事業計画に基づく財務予測は以下のとおりとのものである。本取引の実行により実現することが期待されるシナジー効果については、現時点において具体的に見積もることが困難であるため、当該財務予測には加味していないとのものである。

(単位：百万円)

	2026年3月期 (3か月)	2027年3月期	2028年3月期	2029年3月期	2030年3月期
売上高	2,302	10,019	10,536	11,064	11,746
営業利益	16	404	559	690	869
EBITDA	263	1,290	1,494	1,673	1,884
フリー・キャッシュ・フロー	851	138	228	401	585

なお、本事業計画における2027年3月期の事業計画値については、その売上高が、当社の2022年4月～2027年3月を対象とする本中期経営計画として開示されていた2027年3月期の売上高目標(200億円以上)よりも49.9%減少している等、本中期経営計画において前提とした事業計画の数値との乖離がみられる。これは、物価上昇による消費行動への影響等による国内「養命酒」の販売不振、通信販売の競争激化、店舗展開にあたっての人材確保等によるくらすわ関連事業拡大の遅れ、最終年度を見据えたM&Aの実現可能性の低下等、本中期経営計画策定時に想定した前提条件が大きく変化したため、2025年3月期の決算発表時に売上高目標(200億円以上)を取り下げたこと等によるものである。また、当社の将来の財務予測においては、対前年度比較において営業利益及びフリー・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。具体的には、2026年3月期から2028年3月期にかけて、テレビ広告等の施策見直しを通じた国内養命酒の新規利用者獲得等により売上が伸長し、大幅な増益を見込んでいる。また、フリー・キャッシュ・フローについては、更新投資の増加に伴い2027年3月期までは一時的に減少するものの、その後2030年3月期にかけては、当該広告等の施策見直しによる売上拡大を背景に大幅な増加を見込んでいる。

本事業計画は、本株式価値算定書(ブルータス・コンサルティング)による当社株式の価値算定の前提とされているところ、当委員会は、2025年8月18日開催の第3回委員会及び2025年10月14日開催の第8回委員会において、本事業計画の内容、重要な前提条件及び作成経緯等について当社から説明を受け、質疑応答を行った。その概要は以下のとおりである。

- ・ 本事業計画は、本資本政策の取引条件の妥当性を検討することを目的として、過去の実績や足元の収益状況、外部環境の動向等を踏まえ、各項目において合理的な前提を設定の上で2025年8月に作成し、その後、2025年10月10日の当社の業績予想修正公表を踏まえて内容をアップデートさせたものである。
- ・ すなわち、当社は、2025年8月時点において、本資本政策の取引条件の妥当性を検討することを目的として、本中期経営計画をベースに国内養命酒事業の各種施策やくらすわ事業の拡大及び広告媒体変更による効率化も踏まえて本事業計画を策定した。
- ・ その後、物価上昇に伴う消費行動の変化や広告変更による国内養命酒の売上減及び「くらすわの森」の集客低迷により、2026年3月期第2四半期の業績見込みが予想を大きく下回ったことに伴い、2025年10月10日に業績予想修正の公表がなされた。かかる公表を踏まえ、本事業計画は、くらすわ関連事業の出店延期や上期の広告効果不足の実績を加味するとともに、2026年3月期下期以降の広告戦略の再構築(テレビ再開・動画広告拡大)を踏まえたアップデートがなされている。
- ・ 本事業計画の内容は、本取引により実現することが期待されるシナジー効果については、現時点において具体的に見積もることが困難であるため、本取引の実施を前提としないスタンドアロン・ベースのものである。

- ・ 本事業計画の検討は、経営企画部及び各事業担当役員を中心に行われ、その策定過程において、公開買付者グループ及びツムラの恣意的な介入はなされておらず、本事業計画は過去の業績や足元の収益状況に加えて、2025年10月10日の業績予想修正の公表も踏まえたものであり、客観的な実績データに基づき作成されている。

上記を踏まえ、当委員会は、2025年10月14日開催の第8回特別委員会において、本事業計画の策定経緯、特に国内養命酒の広告媒体の選定理由(TVer等の動画広告の有効性や若年層へのリーチ等)や、くらすわ関連事業の来場者数及び客単価の設定根拠(リピート率向上施策やKPI設定の妥当性等)に関する詳細な質疑応答を行った上で、本事業計画が足元の業績実態を前提としていることを確認した。

以上のとおり、本事業計画に係る当社からの説明及び質疑応答を踏まえると、本事業計画の内容や重要な前提条件に不合理な点は認められない。また、本事業計画の作成は、当社における独立した検討体制の下で行われたものであり、公開買付者グループ及びツムラ又はその関係者(その出身者を含む。)が作成に関与し、又は影響を及ぼした事実は窺われない。したがって、本事業計画の作成の手續に不公正な点も認められない。

また、当社は、2025年10月10日、2026年3月期の業績予想を下方修正するに際して、本事業計画のアップデートを行っている。この点、2025年10月10日になされた2026年3月期の業績予想の下方修正は、物価上昇に伴う消費行動の変化や広告変更による国内養命酒の売上減及び「くらすわの森」の集客低迷により、2026年3月期第2四半期の業績見込みが予想を大きく下回ったことに伴いなされたものであり、客観的な業績の進展を踏まえた時点修正を行うものであって、当社が意図的に当社株式の株価を下げる目的で当該下方修正を策定及び公表したものと認められない。同様に、当該下方修正を踏まえた本事業計画のアップデートについても、前述のとおり、2026年3月期において、国内「養命酒」の販売が物価上昇による消費行動への影響等の要因により計画を下回る見込みであり、また、くらすわの森の来客数が想定を下回る見込みであること等を踏まえた合理的な見通しを反映したものであって、客観的な業績の進展等を踏まえた時点修正を行うもので恣意的に計画を押し下げたり修正前の事業計画で想定していた事業の内容を変更したりするものではないから、不合理なものとは認められない。

以上のとおり、本株式価値算定書(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の基礎となった本事業計画の策定について、その作成経緯に公正性を疑わせる事情は見当たらず、また、その内容は、その前提条件、作成経緯及び当社の現状に照らして合理的であると認められる。

(ウ) 株式価値算定結果に基づく検討

上記のとおり、本株式価値算定書(ブルータス・コンサルティング)における市場株価法及びDCF法による算定の前提及び内容に、特段不合理な点は認められない。そして、本株式価値算定書(ブルータス・コンサルティング)における当社株式の株式価値評価によれば、本公開買付価格は、市場株価法(基準日①)に基づく算定結果の上限を上回る価格であり、かつ、DCF法に基づく算定結果の範囲内である。この事実は、本公開買付価格の妥当性を裏付ける要素と評価することができる。

イ. 三菱UFJモルガン・スタンレー証券による株式価値算定の結果及びその内容の合理性

(ア) 株式価値算定の内容及びその合理性

当社は、本取引の条件の妥当性を判断するに際し、当社株式の株式価値を把握するために、公開買付者グループ、本非公開化入札プロセス及び本事業売却入札プロセスの候補者並びに当社からの独立性を有するファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関である三菱UFJモルガン・スタンレー証券に対して、当社株式の価値算定を依頼し、2026年2月20日付で、株式価値算定書(以下「本株式価値算定書(三菱UFJモルガン・スタンレー証券)」という。)を取得した。なお、三菱UFJモルガン・スタンレー証券は、公開買付者グループ、本非公開化入札プロセス及び本事業売却入札プロセスの候補者並びに当社の関連当事者に該当せず、本公開買付けを含む本取引に関して独立性を有する。

三菱UFJモルガン・スタンレー証券は、本公開買付けにおける算定手法を検討した結果、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プライム市場に上場していることから市場株価分析を、当社と比較的類似する事業を手掛ける上場企業が複数存在し、類似企業比較による当社株式の株式価値の類推が可能であることから類似企業比較分析を、また当社の将来の事業活動の状況を算定に反映するためディスカунテッド・キャッシュ・フロー分析(以下「DCF分析」という。)を用いて当社株式の株式価値の算定を行ったとのことである。なお、当社は、下記3.のとおり、当社において本資本政策の手續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、三菱UFJモルガン・スタンレー証券からフェアネス・オピニオンは取得していない。

三菱UFJモルガン・スタンレー証券により上記各手法において算定された当社株式の1株あたりの株式価値の範囲は、それぞれ以下のとおりである。

市場株価分析(基準日①) :	2,956円から3,275円
市場株価分析(基準日②) :	4,290円から4,480円
類似企業比較分析 :	3,714円から3,933円
DCF分析 :	3,779円から4,121円

本公開買付価格は、本株式価値算定書(三菱UFJモルガン・スタンレー証券)による当社株式の価値の算定結果のうち、市場株価分析(基準日①)及び類似企業比較分析に基づく算定結果の上限を上回る価格であり、また、DCF分析に基づく算定結果の範囲内である。

本株式価値算定書(三菱UFJモルガン・スタンレー証券)によれば、三菱UFJモルガン・スタンレー証券が用いた各手法の算定過程は、以下のとおりとのことである。

市場株価分析では、①本憶測報道による株価への影響を排除するため、本憶測報道がなされる前の最後の取引日である2025年8月5日を基準日(基準日①)として、東京証券取引所プライム市場における当社株式の基準日終値3,275円、基準日までの直近1か月間の終値単純平均値3,232円、同直近3か月間の終値単純平均値3,114円及び同直近6か月間の終値単純平均値2,956円を基に、当社株式の1株あたり株式価値の範囲を2,956円から3,275円までと算定している。また、②本公開買付けの公表予定日の前営業日である2026年2月20日を基準日(基準日②)として、東京証券取引所プライム市場における当社株式の基準日終値4,480円、基準日までの直近1か月間の終値単純平均値4,384円、同直近3か月間の終値単純平均値4,462円及び同直近6か月間の終値単純平均値4,290円を基に、当社株式の1株あたり株式価値の範囲を4,290円から4,480円までと算定している。

類似企業比較分析では、当社と比較的類似する事業を手掛ける上場企業として、ロート製薬株式会社、森下仁丹株式会社、久光製薬株式会社、ツムラ及びゼリア新薬工業株式会社を類似企業に選定した上で、企業価値に対するEBITDAの倍率を用いて、当社株式の株式価値を分析し、当社株式の1株あたり株式価値の範囲を3,714円から3,933円までと算定している。

DCF分析では、本事業計画及び一般に公開された情報等の諸要素を前提として、当社が将来創出すると見込まれるフリー・キャッシュ・フローを一定の割引率で現在価値に割り引いて当社の企業価値や株式価値を算定し、当社株式の1株あたりの株式価値の範囲を3,779円から4,121円までと算定している。なお、割引率は加重平均資本コストを採用し、5.50%~7.50%を使用している。また、継続価値の算定にあたっては永久成長率法及びマルチプル法を採用し、継続価値を7,136百万円~12,128百万円と算定している。永久成長率法では、国内のインフレ率将来予測や業界の成長率を踏まえて永久成長率は0.75%~1.25%とし、マルチプル法では、EBITDAマルチプル法を採用した上で、事業価値に対するEBITDAの倍率は業界各社の水準等を踏まえ5.0倍~7.0倍としている。なお、非事業性資産として、長期預金を含む現預金全額に加え、現金同等物と扱えると判断される投資有価証券(株式・公社債)は時価を基準に、不動産については第三者より取得した鑑定評価を基準に、売却に伴う税務上の影響も考慮した上で、加算している。

また、当委員会は、本事業計画を踏まえて三菱UFJモルガン・スタンレー証券が行った当社株式の株式価値算定の内容について、株式価値の初期的な試算結果やその算定方法、当該算定方法を選択した理由、算定の重要な前提条件について説明を受け、その内容や当該算定の重要な前提について質疑応答を行った上で、以下の点を含めその合理性を確認した。

まず、市場株価分析(基準日①)及び市場株価分析(基準日②)については、当社の市場株価を一定時期の終値及び一定期間の終値の平均値を分析することで当社の株式価値を算定しているところ、このような算定の方法は本取引と類似の取引において一般的に用いられているものである。また、市場株価分析(基準日①)との関係で採用する算定期間については、本憶測報道による株価への影響を排除するため、当社の市場株価を、本憶測報道がなされる前の最後の取引日である2025年8月5日を基準日として、基準日終値及び一定期間の終値の平均値を分析することで当社の株式価値を算定しているところ、本憶測報道の直後の期間における当社の株式の株価の高騰及び本憶測報道から相当期間が経過した現在においても株価が高止まりしていることに鑑みれば、本憶測報道以降の当社の株価は、本資本政策に関する期待が過度に織り込まれたものであり、当社の事業や財務の変化を反映したものではないと考えられるから、本憶測報道がなされる前の最後の取引日である2025年8月5日を基準日とすることは不合理とはいえない。その上で、市場株価分析(基準日①)及び市場株価分析(基準日②)について、採用する算定期間についても一般的に用いられているものといえたとともに、かかる期間において、本憶測報道を除き市場株価の調整が必要となるような重要事象は発生していないと認識している。以上から、市場株価分析(基準日①)及び市場株価分析(基準日②)による算定の内容に不合理な点は認められない。

次に、類似企業比較分析による算定においては、当社と比較的類似する事業を営む上場会社の市場株価や収益性等を示す財務指標との比較を通じて、当社の株式価値を算出している。当委員会は、三菱UFJモルガン・スタンレー証券から、当該類似企業の選定について、当社の認識及びマーケットからの評価も踏まえて採用されたものであること等について説明を受けており、当該説明に特に不合理な点はなく、類似企業比較分析による算定の内容に不合理な点は認められない。

また、DCF分析においては、当社が作成した本事業計画を基に、本事業計画における収益予測及び投資計画を前提として、当社が2026年3月期以降に生み出すと見込まれる各事業のフリー・キャッシュ・フローを事業ごとの一定の割引率で現在価値に割り引いて当社の事業価値を算定し、これに非事業性資産及び有利子負債等を加減算して株式価値を算定している。DCF分析における分析手法、分析に用いられた割引率及び継続価値の算定に関する永久成長率及び適用マルチプル、並びに、現預金、投資有価証券及び不動産の取扱い等については、三菱UFJモルガン・スタンレー証券が第三者算定機関としての専門的見地から設定・検討したものであり、当委員会における三菱UFJモルガン・スタンレー証券によるこれらの数値の算出根拠及び算出方法等についての説明にも特に不合理な点は認められない。

そして、下記(イ)に記載のとおり、三菱UFJモルガン・スタンレー証券による株式価値算定の前提となる本事業計画の内容にも合理性が認められる。

以上のとおり、本株式価値算定書(三菱UFJモルガン・スタンレー証券)の算定内容は、合理的なものであると考えられる。

(イ)本事業計画の合理性

三菱UFJモルガン・スタンレー証券がDCF分析による算定の前提とした本事業計画に基づく財務予測は以下のとおりとすることである。本取引の実行により実現することが期待されるシナジー効果については、現時点において具体的に見積もることが困難であるため、当該財務予測には加味していないとすることである。また、対前年度比較において売上高、営業利益及びフリー・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。具体的には、2026年3月期から2027年3月期、及び2027年3月期から2028年3月期にかけてテレビ広告等の広告施策見直しによる国内養命酒の新規利用者獲得等による売上増により利益は大幅な増益を見込んでいる。また、フリー・キャッシュ・フローについては、2026年3月期は長期預金の払い戻しによるキャッシュ・フローが増加、逆に2026年3月期に発生した長期預金の払い戻しが発生しないことから2027年3月期はキャッシュ・フローが減少することが見込まれている。

(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
売上高	9,629	10,019	10,536	11,064	11,746
営業利益	145	404	559	690	869
EBITDA	1,009	1,290	1,494	1,673	1,884
フリー・キャッシュ・フロー	1,419	395	283	424	710

そして、三菱UFJモルガン・スタンレー証券のDCF分析による株式価値算定の基礎となった本事業計画はブルータス・コンサルティングのDCF法による株式価値算定の基礎となった本事業計画と同一であるところ、前記ア.(イ)のとおり、本事業計画の作成経緯に公正性を疑わせる事情は見当たらず、また、本事業計画の内容は、その前提条件、作成経緯及び当社の現状に照らして合理的であると認められる。

なお、三菱UFJモルガン・スタンレー証券がDCF分析による算定の前提とした本事業計画に基づく財務予測とブルータス・コンサルティングがDCF法による算定の前提とした本事業計画に基づく財務予測は、フリー・キャッシュ・フローの数値が異なるが、これは当社の不動産の取扱いの差異を理由とするものであるところ、前述のとおり不動産の取扱いについてはいずれの取扱いも合理的なものであるといえ、本事業計画の合理性やそれに基づく三菱UFJモルガン・スタンレー証券及びブルータス・コンサルティングによる株式価値算定の合理性を否定する事情ではない。

(ウ) 株式価値算定結果に基づく検討

上記のとおり、本株式価値算定書(三菱UFJモルガン・スタンレー証券)における市場株価分析、類似企業比較分析及びDCF分析による算定の前提及び内容に、特段不合理な点は認められない。そして、本株式価値算定書(三菱UFJモルガン・スタンレー証券)における当社株式の株式価値評価によれば、本公開買付価格は、市場株価分析(基準日①)及び類似企業比較分析に基づく算定結果の上限を上回る価格であり、かつ、DCF分析に基づく算定結果の範囲内である。この事実は、本公開買付価格の妥当性を裏付ける要素と評価することができる。

ウ. 株式価値算定結果に関する小括

以上のとおり、当社及び当委員会は、ブルータス・コンサルティング及び三菱UFJモルガン・スタンレー証券からそれぞれ本株式価値算定書(ブルータス・コンサルティング)及び本株式価値算定書(三菱UFJモルガン・スタンレー証券)を取得しているところ、本公開買付価格は、本株式価値算定書(ブルータス・コンサルティング)における市場株価法(基準日①)並びに本株式価値算定書(三菱UFJモルガン・スタンレー証券)における市場株価分析(基準日①)及び類似企業比較分析に基づく算定結果の上限を上回っており、また、本株式価値算定書(ブルータス・コンサルティング)のDCF法及び本株式価値算定書(三菱UFJモルガン・スタンレー証券)のDCF分析に基づく算定結果の範囲内であるため、これらの事情は本公開買付価格の公正性・妥当性を認める重要な要素の1つであると評価できる。

なお、本公開買付価格は、本株式価値算定書(ブルータス・コンサルティング)における市場株価法(基準日②)及び本株式価値算定書(三菱UFJモルガン・スタンレー証券)における市場株価分析(基準日②)に基づく算定結果の下限を下回るが、前述のとおり、本憶測報道の直後の期間における当社の株式の株価の高騰及び本憶測報道から相当期間が経過した現在においても株価が高止まりしていることに鑑みれば、本憶測報道以降の当社の株価は、本資本政策に関する期待が過度に織り込まれたものであり、当社の事業や財務の変化を反映したものではないと考えることも不合理とはいえない。そのため、かかる事情をもってしても本公開買付価格の公正性・妥当性が否定されるものではないとの評価が可能である。

(3) プレミアムの水準

本公開買付価格である4,050円は、2025年8月6日の当社株式の非公開化に係る本憶測報道がなされる前の最後の取引日である2025年8月5日の東京証券取引所プライム市場における当社株式の終値3,275円に対して23.66%（小数点以下第三位を四捨五入。以下、プレミアム率とディスカウント率の計算について同じ。）、また、2025年8月5日までの過去1か月間の終値単純平均値3,232円に対して25.31%、2025年8月5日までの過去3か月間の終値単純平均値3,114円に対して30.06%、2025年8月5日までの過去6か月間の終値単純平均値2,956円に対して37.01%のプレミアムが加算された価格となる。そのため、本公開買付価格は、近時の他の公開買付け事例（経済産業省が「公正なM&Aの在り方に関する指針」（以下「公正M&A指針」という。）を公表した2019年6月28日から2025年12月31日までに公表され、かつ同日までに公開買付期間が終了し、公開買付けが成立した日本国内の株式の非公開化を目的とした事例375件（ただし、プレミアムがマイナスとなる事例は除く。））におけるプレミアムの中央値（公表日の前営業日の終値に対して39.07%、公表日前営業日から過去1か月間の終値単純平均値に対して41.33%、公表日前営業日から過去3か月間の終値単純平均値に対して42.40%、公表日前営業日から過去6か月間の終値単純平均値に対して42.86%）と比較して、著しく低い水準とはいえず、十分に合理性が認められると評価できる。

また、本公開買付価格である4,050円は、本公開買付けの公表予定日の前営業日である2026年2月20日の東京証券取引所プライム市場における当社株式の終値4,480円に対して9.60%、また、2026年2月20日までの過去1か月間の終値単純平均値4,384円に対して7.62%、2026年2月20日までの過去3か月間の終値単純平均値4,462円に対して9.23%、2026年2月20日までの過去6か月間の終値単純平均値4,290円に対して5.59%のディスカウントとなる価格である。この点、前述のとおり、2025年8月6日の当社株式の非公開化に係る本憶測報道がなされた直後の期間における当社の株式の株価の高騰及び本憶測報道から相当期間が経過した現在においても株価が高止まりしていることに鑑みれば、本憶測報道以降の当社の株価は、本資本政策に関する期待が過度に織り込まれたものであり、当社の事業や財務の変化を反映したものではないという評価も不合理ではないと考えられる。したがって、本公開買付価格が本公開買付けの公表予定日の前営業日を基準日とした場合にディスカウントになることをもって、本公開買付価格の公正性及び妥当性が否定されるものではないと考える。

(4) 本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

公開買付者グループは、本公開買付けにより、当社株式（ただし、当社が所有する自己株式及び本不応募合意株式を除く。）の全てを取得できなかった場合には、株式併合の方法により、当社の株主を公開買付者及び湯沢のみとすることを目的とした本スクイーズアウト手続を実施することを予定しているとのことである。

具体的には、公開買付者及び湯沢は、本公開買付けの決済完了後速やかに、会社法第180条に基づき当社株式の併合（以下「本株式併合」という。）及び本株式併合の効力発生を条件として単元株式数の定めを廃止する旨の定款の一部変更を行うことを付議議案に含む臨時株主総会（以下「本臨時株主総会」という。）を2026年6月上旬に開催することを当社に要請する予定とのことである。なお、公開買付者及び湯沢は、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ある。

本株式併合の割合は本答申書作成日現在において未定だが、公開買付者及び湯沢が当社の発行済株式の全て（ただし、当社が所有する自己株式を除く。）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株主（ただし、公開買付者、湯沢及び当社を除く。）の所有する当社株式の数が1株に満たない端数となるように決定されるよう当社に要請する予定とのことである。

株式併合は、本取引のような株式の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、本取引の方法として妥当であると考えられる。

また、本株式併合の条件についても、本公開買付価格と同一の価格となるよう算定・決定される予定であるところ、本株式併合は、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。

(5) 小括

以上のとおり、①本公開買付価格は公開買付者との間の十分な交渉を踏まえて決定されたものであること、②本公開買付価格が第三者算定機関による当社株式の算定結果とも整合していること、③2025年8月6日の当社株式の非公開化に係る本憶測報道がなされる前の最後の取引日である2025年8月5日を基準日とした場合、本公開買付価格は本公開買付けと同種の公開買付け事例におけるプレミアム水準と比べても著しく低い水準とはいえないことを踏まえると、本公開買付価格は公正かつ妥当なものであると評価できる。また、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ことから、本取引の取引条件は公正かつ妥当なものであると考える。

3. 本取引の手続の公正性・妥当性

(1) 独立した特別委員会の設置

当社による本取引を含む本資本政策の検討に際しては、以下のとおり、経済産業省が公表した公正M&A指針において言及される特別委員会の実効性を高める工夫に関する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。

ア. 特別委員会の設置の時期

当委員会は、当社が、2025年7月上旬に本非公開化入札プロセスを開始し、複数のPEファンド及び事業会社を本非公開化入札プロセスに招聘した直後の2025年7月30日の当社取締役会決議に基づき設置され、2025年8月5日に第1回が開催されている。そのため、本資本政策の検討においては、取引条件の形成過程の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

当社は、当社及び本非公開化パートナーの候補者との間で独立性を有し、本資本政策の成否に関して独立性を有する当社独立社外取締役である田中昌之、須永明美及び佐藤敦子の3名を当委員会の委員に選定した。また、委員としての選定後に本非公開化入札プロセス及び本事業売却入札プロセスの候補者が追加された場合には、当社は、その都度、委員がかかる候補者との間で独立性を有し、本資本政策の成否に関して独立性を有することを確認しており、加えて、2026年1月9日、当社が湯沢から湯沢による当社株式の非公開化の提案書を受領した際にも、当社は、委員が公開買付者グループとの間で独立性を有し、本取引の成否に関して独立性を有することを確認していた。したがって、当委員会の委員は、公開買付者グループ、本非公開化入札プロセス及び本事業売却入札プロセスの候補者、並びに当社との間で独立性を有することが認められる。

ウ. 特別委員会の設置・委員選定のプロセス

当社は、本資本政策の検討に関し、その手続及び条件の公正性を確保し、もって取締役の善管注意義務の適切な履行を確保する観点から、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行った。当社の取締役は、本資本政策について独立性を有し、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、本資本政策について独立性を有していない取締役が関与した事実はなく、また、本資本政策について独立性を有する当社の独立社外取締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. 買収者との取引条件の交渉過程への関与

当社取締役会は、前記「第3 調査・検討の方法」の「1. 当委員会に対する諮問に至る経緯」に記載のとおり、当社取締役会が本資本政策の実施に関する意思決定を行うに際しては、当委員会の判断内容を最大限尊重するものとし、当委員会が本資本政策の実施又は条件が妥当でないと判断した場合には、当社取締役会は本資本政策の実施を承認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 当社が本資本政策に関して行う交渉の過程に実質的に関与することができること（必要に応じて、交渉方針に関して指示又は要請を行うこと及び自ら交渉を行うことを含む。）

- ② 本諮問事項に関する検討及び判断を行うに際し、必要に応じ、自らの財務若しくは法務等に関するアドバイザーを選任し(この場合の費用は当社が負担する。)、又は、当社の財務若しくは法務等に関するアドバイザーを指名し若しくは承認(事後承認を含む。)することができること
 - ③ 必要に応じ、当社の役職員その他特別委員会が必要と認める者から本諮問事項の検討及び判断に必要な情報を受領することができること
 - ④ その他本資本政策に関する検討及び判断に際して必要と特別委員会が認める事項を行うことができること
- また、実際に、当委員会は、当社から、公開買付者グループ及びツムラを含む各買付候補者と当社との間における本資本政策に係る協議、交渉の経緯及び内容等につき、適時に報告を受けるだけでなく、当委員会において協議するなど、6か月以上の間、複数回にわたり当社に意見や助言をするなどして、公開買付者グループ及びツムラを含む各買付候補者との交渉過程に実質的に関与してきたことが認められる。

オ. アドバイザー・第三者算定機関の選定プロセス

当委員会は、前記「第3 調査・検討の方法」の「3. 当委員会における審議及び検討方法」に記載のとおり、本資本政策と同種の案件における専門性・実績、並びに、現在及び過去において当社及び本非公開化パートナーの候補者及び本資本政策の成否から独立性を有することを確認の上、当委員会独自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ブルータス・コンサルティング並びにリーガル・アドバイザーとして岩田合同法律事務所を選任した。また、アドバイザーとしての選任後に本非公開化入札プロセス及び本事業売却入札プロセスの候補者が追加された場合には、当社は、その都度、ブルータス・コンサルティング及び岩田合同法律事務所がかかる候補者との間で独立性を有し、本資本政策の成否に関して独立性を有することを確認しており、加えて、2026年1月9日、当社が湯沢から湯沢による当社株式の非公開化の提案書を受領した際にも、当社は、ブルータス・コンサルティング及び岩田合同法律事務所が公開買付者グループとの間で独立性を有し、本取引の成否に関して独立性を有することを確認していた。

そして、当委員会は、ブルータス・コンサルティング及び岩田合同法律事務所から実際に専門的助言を随時受領した。さらに当委員会は、ブルータス・コンサルティングから、2026年2月20日付で株式価値算定書を取得した。

このように、当委員会においては、本資本政策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助言・意見等を取得し、当該助言・意見等に基づき、本取引の是非、本公開買付価格をはじめとする本取引の取引条件の妥当性、本取引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。

カ. 情報の取得

当委員会は、当社を通じて、公開買付者グループ及びツムラが考える本取引の目的、本取引のストラクチャー・条件、本取引後の当社の経営体制・経営方針等について説明を受けた。

また、当委員会は、当社から、公開買付者グループ及びツムラの提案内容及びそれに対する当社の評価、三菱UFJモルガン・スタンレー証券及びブルータス・コンサルティングによる株式価値算定の前提とされた当社の事業計画の内容等に関する説明を受け、質疑応答を行った。

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、これを踏まえて本取引に関する検討・判断を行ったことが認められる。

キ. 報酬

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、本資本政策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。

ク. 当社の社内検討体制

当社の取締役及び従業員は、本資本政策について独立性を有することから、本資本政策に関する検討、交渉及び判断を行う当社の検討体制は、各買付候補者から独立性の認められる役職員のみで構成されているといえる。

(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

(ア) 当社のリーガル・アドバイザー

当社は、本資本政策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、公開買付者グループ、本非公開化入札プロセス及び本事業売却入札プロセスの候補者、並びに当社から独立したリーガル・アドバイザーとして森・濱田松本法律事務所を選任している。

森・濱田松本法律事務所は、本資本政策と類似のM&A案件について豊富な経験を有する国内最大級の法律事務所であり高い専門性を有し、また、公開買付者グループ、本非公開化入札プロセス及び本事業売却入札プロセスの候補者、並びに当社の関連当事者には該当せず独立性を有し、その報酬は、本資本政策の成否にかかわらず時間単位の報酬のみとされており、本資本政策の成立を条件とする成功報酬も含まれておらず、本資本政策に関して独立性を有する。

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森・濱田松本法律事務所から、本資本政策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) 当委員会のリーガル・アドバイザー

当委員会は、前記(ア)の当社のリーガル・アドバイザーとは別に、本資本政策に係る手続の公正性及び適正性を確保するために講じるべき措置や本資本政策に係る諸手続等について助言を得るため、公開買付者グループ、本非公開化入札プロセス及び本事業売却入札プロセスの候補者、並びに当社から独立した当委員会独自のリーガル・アドバイザーとして岩田合同法律事務所を選任している。

岩田合同法律事務所は、本取引を含む本資本政策と類似のM&A案件について豊富な経験を有する大手法律事務所であり高い専門性を有し、また、公開買付者グループ、本非公開化入札プロセス及び本事業売却入札プロセスの候補者、並びに当社の関連当事者には該当せず独立性を有し、その報酬は、本資本政策の成否にかかわらず時間単位の報酬のみとされており、本資本政策の成立を条件とする成功報酬も含まれておらず、本資本政策に関して独立性を有する。

このように、当委員会は、独立性・専門性を有する法務アドバイザーである岩田合同法律事務所から、本資本政策に係る手続の公正性及び適正性を確保するために講じるべき措置や本取引を含む本資本政策に係る諸手続等について、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

(ア) 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三菱UFJモルガン・スタンレー証券

当社は、本資本政策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、公開買付者グループ、本非公開化入札プロセス及び本事業売却入札プロセスの候補者、並びに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として、三菱UFJモルガン・スタンレー証券に当社株式の株式価値の算定を依頼し、本株式価値算定書(三菱UFJモルガン・スタンレー証券)を受領している。

三菱UFJモルガン・スタンレー証券は、過去の同種取引の第三者算定機関としての実績を有しており、高い専門性を有し、また、公開買付者グループ、本非公開化入札プロセス及び本事業売却入札プロセスの候補者、並びに当社の関連当事者には該当せず、本資本政策に関して独立性を有する。この点、三菱UFJモルガン・スタンレー証券は、三菱UFJ信託銀行株式会社と同一の親会社をもつ会社であり、三菱UFJ信託銀行株式会社は当社の株主であるが、三菱UFJモルガン・スタンレー証券によれば、金融商品取引法(昭和23年法律第25号。その後の改正を含む。以下同じ。)第36条第2項及び金融商品取引業等に関する内閣府令(平成19年内閣府令第52号。その後の改正を含む。以下同じ。)第70条の4の適用法令に従い、三菱UFJモルガン・スタンレー証券と三菱UFJ信託銀行株式会社の間、及びそれぞれの社内において、弊害防止措置として、当社に関する情報について厳格に管理する情報隔壁措置等の適切な利益相反管理体制を構築し、かつ、実施していることから、三菱UFJモルガン・スタンレー証券は、三菱UFJ信託銀行株式会社の判断に影響を受けることなくファイナンシャル・アドバイザーとしての役務を提供しており、独立した立場で当社の株式価値の算定を行っている認められる。

また、本資本政策に係る三菱UFJモルガン・スタンレー証券における当社へのファイナンシャル・アドバイザー業務及び株式価値算定業務に対する報酬には、本資本政策の公表及び完了を条件に支払われる成功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資本政策が不成立となった場合にも当社に相応の金銭的負担が生じる報酬体系の是非等も勘案すれば、かかる成功報酬が含まれていることをもって独立性が否定されるわけではないと判断の上、上記の報酬体系により三菱UFJモルガン・スタンレー証券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、三菱UFJモルガン・スタンレー証券の当社及び本取引を含む本資本政策の成否からの独立性に問題はないと認められる。

(イ) 当委員会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プルータス・コンサルティング

当委員会は、公開買付者グループ、本非公開化入札プロセス及び本事業売却入札プロセスの候補者、並びに当社から独立した当委員会独自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プルータス・コンサルティングに当社株式の株式価値の算定を依頼し、本株式価値算定書(プルータス・コンサルティング)を受領している。

プルータス・コンサルティングは、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う豊富な実績があり、高い専門性を有している。また、プルータス・コンサルティングは、公開買付者グループ、本非公開化入札プロセス及び本事業売却入札プロセスの候補者、並びに当社の関連当事者には該当せず、本資本政策に関して独立性を有する。なお、本資本政策に係るプルータス・コンサルティングの報酬は、本資本政策の成否にかかわらず支払われる固定報酬のみであり、本資本政策の成立等を条件に支払われる成功報酬は含まれていない。

そのため、プルータス・コンサルティングの当社及び本取引を含む本資本政策の成否からの独立性に問題はないと認められる。

(ウ) 第三者算定機関及びファイナンシャル・アドバイザーに関する小括

このように、当社及び当委員会は、専門性を有する独立した第三者算定機関から株式価値算定書等を取得し、かつ、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)

前記2.(1)イのとおり、本資本政策の検討にあたっては、積極的マーケットチェックとして、本非公開化入札プロセス及び本事業売却入札プロセスという複数の入札手続が実施されている。

すなわち、湯沢により本取引に係る2026年1月9日付の意向表明書が当社に提出されるに先立ち、当社は2025年7月以降、本非公開化第一次入札プロセス及び本非公開化第二次入札プロセスを実施した。そして、当社は、本非公開化第二次入札プロセスにおいて他の候補者と同額ながらも最も高い株式価値を提示したKKR及びツムラのコンソーシアムに対して独占交渉権を付与し、当社株式の非公開化に関する交渉を行った。当社は、湯沢が当社の株式を売却する意向がないとの理由で、KKR及びツムラのコンソーシアムによる当社株式の非公開化に係る検討は終了させ、その後、当社は湯沢による当社株式の非公開化に係る検討を開始することになったが、公開買付者が提示する本公開買付価格は本非公開化入札プロセスにおいて最も高い価格の一つであったKKR及びツムラのコンソーシアムによる提案価格を上回る金額である。

加えて、当社は、湯沢により本取引に係る2026年1月9日付の意向表明書が当社に提出された後、公開買付者グループにより当社株式の非公開化がなされた後に公開買付者グループから当社の事業を取得する本事業パートナーを決定するにあっても、本事業売却入札プロセスを実施した上で、当社の事業価値を最も高く評価したツムラを本事業パートナーとして決定している。

なお、当委員会は、これらの入札プロセスにおいて、事前に当社から入札参加者の意向表明書の共有その他の必要な情報の提供を受け、当該プロセスの公正性・妥当性を検証し、重要な局面で当委員会の意見を述べ又は要請を行った。

また、本公開買付けにおいては、前述のとおり、公開買付期間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、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にも対抗的な買付け等を行う機会を確保している。加えて、公開買付者及び当社は、当社が公開買付者以外の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、公開買付者以外の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。

以上を踏まえると、本資本政策の検討にあたっては、積極的マーケットチェックが適切に実施されており、かかる過程で当社及び当委員会においても取引条件等に関して慎重に検討されたことが認められ、また、公開買付期間について法令に定められた最短期間より長期に設定される等公開買付者以外の者による対抗的な買付け等を行う機会が確保されている等の事情が認められるところ、これらの措置等は、本取引に係る手続の公正性を確保するものであり、公正性担保措置として有効に機能していると評価できる。

(4) マジョリティ・オブ・マイノリティ条件の設定

本公開買付けにおいては、買付予定数の下限は1,903,900株(所有割合:13.67%)と設定されており、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、本公開買付けにおいてマジョリティ・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を不安定とし、かえって本公開買付けにより当社株式の売却を検討したい一般株主に対して売却の機会が提供されず、当該株主の利益に資さない可能性があること、また、当社及び公開買付者において他に十分な公正性担保措置を講じていることから、当社の一般株主の利益には十分な配慮がなされており、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、本公開買付けの手続の公正性を損なうものではないと考える。

(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

ア. 特別委員会に関する情報

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、当委員会が当社と公開買付者グループとの間の交渉に実質的に関与したことに係る情報、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。

イ. 株式価値算定書に関する情報

当社の開示資料において、①当社取締役会が三菱UFJモルガン・スタンレー証券から取得した本株式価値算定書(三菱UFJモルガン・スタンレー証券)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、②当委員会がブルータス・コンサルティングから取得した本株式価値算定書(ブルータス・コンサルティング)について、各算定手法及びそれに基づく公正性に関する情報、③三菱UFJモルガン・スタンレー証券及びブルータス・コンサルティングが当社から独立性を有することが開示される予定である。

ウ. その他の情報

当社の開示資料において、前記ア及びイの情報の他に、以下の事項が開示される予定であるため、公正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 本取引の実施を含む本資本政策のプロセス等に関する情報
- ② 当社グループの事業環境に照らして当該時期に本取引を行うこと(その前提として、本資本政策の検討を開始したことを含む。)を選択した背景・目的
- ③ 取引条件等に関する協議・交渉において、本資本政策について独立性を有していない取締役が関与した事実はなく、本資本政策について独立性を有する当社の独立社外取締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こと
- ④ 当社と各買付候補者との間の取引条件に関する協議・交渉の具体的な経緯
- ⑤ 積極的マーケットチェックの実施に関する情報
- ⑥ 本取引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

本取引においては、本公開買付けの決済の完了後速やかに、本株式併合を行うこと、及び、本株式併合の効力発生を条件として単元株式数の定めを廃止する旨の定款の一部変更を行うことを付議議案に含む本臨時株主総会の開催を当社に要請をすることが予定されており、本公開買付けに応募しなかった株主に対して金銭を交付する場合には、本公開買付けに応募した場合に受領する価格と同一となるように算定されることとされ、それが当社の開示資料において開示される予定である。

また、本株式併合においては、反対する株主に対して株式買取請求権及びそれに伴う裁判所に対する価格決定申立権が確保されている。

さらに、公開買付者は、本公開買付けにおいて買付予定数の下限を1,903,900株(所有割合:13.67%)と設定しているが、公開買付者によれば、①パッシブ・インデックス運用ファンドの中には、一般的に、公開買付けの条件の適否にかかわらず、原則として公開買付けへの応募は行わないものの、その後のスクイーズアウト手続における株主総会においては株式併合に係る議案に対して賛成の議決権行使を行う方針を有している者が存在すると認識しており、かかる事情は当社株式を保有しているパッシブ・インデックス運用ファンドにおいても同様と考えている、②公開買付者は、パッシブ・インデックス運用ファンドから、本公開買付けが成立した場合には本株式併合に係る議案に賛成する予定である旨の意思を具体的に確認できている状況ではないが、本株式併合は、「3. 本取引の手続の公正性・妥当性」に記載の本公開買付けの公正性を担保するための措置が実施され当社が賛同の意見表明を行った本公開買付けが成立したことを条件に本臨時株主総会に上程されるものであることから、公開買付者は、パッシブ・インデックス運用ファンドからも本株式併合について賛成の議決権行使を得られると考えている、③したがって、上記の本公開買付けにおける買付予定数の下限は、過去の当社の定時株主総会における議決権行使比率を参考に、本公開買付けへの応募は行わないものの本臨時株主総会において賛成の議決権行使を行うことが見込まれるパッシブ・インデックス運用ファンドが所有する株式数に照らし、本臨時株主総会の議決権行使比率が過去の議決権行使実績を大幅に上回らない限り、本株式併合に係る議案の可決が可能な議決権数を確保できる水準として設定したとのことである。公開買付者によるこれらの説明に特に不合理な点は認められず、本公開買付けが成立した場合には、少なくとも本株式併合によるキャッシュ・アウトが行われることが実質的に保障されていることから、強圧性の問題は回避されていると考える。

したがって、本取引においては、強圧性が生じないための配慮がなされていると認められる。

(7) 本取引の手續の公正性・妥当性に関する小括

以上のとおり、本資本政策においては一般株主の利益を確保する観点から、公正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、本取引の手續は公正かつ妥当であると考えます。

4. (仮に本取引の一環として本公開買付けが行われる場合には)本公開買付けについて当社取締役会が賛同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

前記1.乃至3.の検討のとおり、本取引の目的は合理性を有すると考えられること、本取引の取引条件は公正かつ妥当であると考えられること、及び、本取引の手續は公正かつ妥当であると考えられることからすると、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は妥当と考える。

他方で、当社取締役会が当社の株主に対して本公開買付けへの応募を推奨することについては、本取引の公表予定日の前営業日の終値との比較で本公開買付け価格がディスカウントになる可能性が高いという当社株価の状況を踏まえて、当社取締役会は中立の立場をとった上で、本公開買付けに応募するか否かは当社の株主の皆様の判断に委ねることが相当であると考えます。

5. 上記を踏まえて、当社取締役会が本取引の実施に関する決定を行うことが当社の一般株主(少数株主)にとって公正であり、また、不利益なものでないといえるか

上記を踏まえると、本取引は当社の企業価値の向上に資するとの当社の判断は合理的であると認められ、当社の一般株主(少数株主)の利益を図る観点から、取引条件の公正性・妥当性及び手續の公正性・妥当性も認められる。したがって、当社取締役会が本取引の実施に関する決定を行うことは、当社の一般株主(少数株主)にとって公正であり、また、不利益なものでないと考えます。

(引用終了)

⑤ 特別委員会における独立した第三者算定機関からの株式価値算定書の取得

(i)算定機関の名称並びに対象者及び公開買付者との関係

本特別委員会は、公開買付者から提示された本公開買付け価格を検討し、本公開買付けに関する意見表明を行うに当たり、公正性を担保する措置として、公開買付者グループ、本非公開化入札プロセス及び本事業売却プロセスの候補者、並びに対象者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ブルータス・コンサルティングに対して、対象者株式の株式価値算定を依頼し、ブルータス・コンサルティングから、2026年2月20日付で対象者株式価値算定書(ブルータス・コンサルティング)を取得したとのことです。

ブルータス・コンサルティングは、公開買付者グループ、本非公開化入札プロセス及び本事業売却入札プロセスの候補者、並びに対象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いないとのことです。また、本取引に係るブルータス・コンサルティングの報酬は、本取引の成否にかかわらず支払われる固定報酬のみであり、本公開買付けを含む本取引の成立等を条件に支払われる成功報酬は含まれていないとのことです。

(ii)算定の概要

ブルータス・コンサルティングは、本公開買付けにおける算定手法を検討した結果、対象者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、対象者株式が東京証券取引所プライム市場に上場していることから市場株価法を、対象者の将来の事業活動の状況を算定に反映するためディスカунテッド・キャッシュ・フロー法(以下「DCF法」といいます。)を用いて対象者株式の株式価値の算定を行っているとのことです。なお、市場株価法については、本憶測報道がなされたことにより、対象者株式は上場来高値を上回る水準まで急騰し高止まりを続けており、市場株価の客観性に全面的な信頼を置きたい状態であることから、参考情報として示すにとどめているとのことです。

なお、対象者は、ブルータス・コンサルティングから、本公開買付け価格の公正性に関する意見書(フェアネス・オピニオン)は取得していないとのことです。

ブルータス・コンサルティングにより上記各手法において算定された対象者株式の1株あたりの株式価値の範囲は、それぞれ以下のとおりとのことです。

(参考)市場株価法(基準日①) : 2,956円から3,275円

(参考)市場株価法(基準日②) : 4,290円から4,480円

DCF法 : 4,015円から4,263円

参考情報として位置付けている市場株価法では、①2025年8月6日の対象者株式の非公開化に係る憶測報道による株価への影響を排除するため、憶測報道がなされる前の取引である2025年8月5日を基準日(基準日①)として、東京証券取引所プライム市場における対象者株式の基準日終値3,275円、基準日までの直近1か月間の終値単純平均値3,232円、同直近3か月間の終値単純平均値3,114円及び同直近6か月間の終値単純平均値2,956円を基に、対象者株式の1株あたり株式価値の範囲を2,956円から3,275円までと算定しているとのことです。また、2026年2月20日を基準日(基準日②)として、東京証券取引所プライム市場における対象者株式の基準日終値4,480円、基準日までの直近1か月間の終値単純平均値4,384円、同直近3か月間の終値単純平均値4,462円及び同直近6か月間の終値単純平均値4,290円を基に、対象者株式の1株あたり株式価値の範囲を4,290円から4,480円までと算定しているとのことです。

DCF法では、不動産事業については主として鑑定評価額に依拠しつつ、不動産事業を除く養命酒関連事業及びくらすわ関連事業については、対象者が現時点で合理的に予測可能な期間まで作成した2026年3月期から2030年3月期までの事業計画及び一般に公開された情報等の諸要素を前提として、対象者が将来創出する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対象者の企業価値や株式価値を算定し、対象者株式の1株あたりの株式価値の範囲を4,015円から4,263円までと算定しているとのことです。なお、割引率には加重平均資本コストを採用し、5.7%から6.9%を使用しているとのことです。また、継続価値の算定にあたっては永久成長率法及び倍率法を採用しているとのことです。永久成長率法では、理論上想定される長期的な経済環境等を踏まえ永久成長率は0%として、継続価値を14,782百万円～17,944百万円としているとのことです。倍率法では、EV/EBIT及びEV/EBITDAの倍率を採用し、事業価値に対するEBIT及びEBITDAの倍率は業界各社の水準等を踏まえそれぞれ、12.7倍、8.2倍として、継続価値を16,879百万円～18,853百万円と算定しているとのことです。また、非事業性資産として、余剰現預金(対象者の現預金から、過去の資金繰り実績等を総合的に考慮し推計した事業用現預金を控除して算出している。)を加算するとともに、対象者の保有する投資有価証券、公社債及び長期預金等についても加算しているとのことです。

ブルータス・コンサルティングがDCF法の算定の前提とした本事業計画に基づく財務予測は以下のとおりであり、対象者の将来の財務予測においては、対前年度比較において営業利益及びフリー・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す。具体的には、2026年3月期から2028年3月期にかけて、テレビ広告等の施策見直しを通じた国内養命酒の新規利用者獲得等により売上が伸長し、大幅な増益となる見込みとのことです。またフリー・キャッシュ・フローについては、更新投資の増加に伴い2027年3月期までは一時的に減少するものの、その後2030年3月期にかけては、当該広告等の施策見直しによる売上拡大を背景に大幅な増加を見込んでいるとのことです。

また、本事業計画は、本取引の取引条件の妥当性を検討することを目的として、過去の業績や足元の収益状況、さらに、競合他社との開発競争の激化、国内医薬品市場の成熟化や競合品目の増加等による価格の押下げ圧力に加え、医薬品の品質・安全性の確保や品質水準の高度化への対応等、医薬品市場の動向等の対象者を取り巻く経営環境を踏まえて作成したものであり、対象者における独立した社内検討体制のもとで策定されたものとのことです。なお、本事業計画は、当初2025年8月に作成、同年10月10日の対象者の業績下方修正公表を踏まえて内容を更新しているとのことです。また、本事業計画における2027年3月期の事業計画値の売上高については、物価上昇による消費行動への影響等による国内「養命酒」の販売不振、通信販売の競争激化、店舗展開にあたっての人材確保難等によるくらすわ関連事業拡大の遅れ、最終年度を見据えたM&Aの実現可能性の低下等、本中期経営計画策定時に想定した前提条件が大きく変化したため、本中期経営計画において前提とした事業計画から下方修正された数値となっているとのことです。

本取引の実行により実現することが期待されるシナジー効果については、現時点において具体的に見積もることが困難であるため、当該財務予測には加味していないとのことです。

(単位：百万円)

	2026年3月期 (3ヵ月)	2027年3月期	2028年3月期	2029年3月期	2030年3月期
売上高	2,302	10,019	10,536	11,064	11,746
営業利益	16	404	559	690	869
EBITDA	263	1,290	1,494	1,673	1,884
フリー・キャッシュ・フロー	851	138	228	401	585

(注) プルータス・コンサルティングは、対象者株式の株式価値の算定に際し、対象者から提供を受けた情報及び一般に公開された情報等を原則としてそのまま採用し、それらの資料及び情報等が、全て正確かつ完全なものであることを前提としており、独自にそれらの正確性及び完全性の検証を行っていないとのことです。また、対象者の資産及び負債(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いないとのことです。加えて対象者の財務予測に関する情報については、対象者の経営陣による算定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いるとのことです。ただし、プルータス・コンサルティングは、算定の基礎とした対象者の事業計画について、対象者との間で質疑応答を行いその内容を確認しているとのことです。また、上記「④ 対象者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、本特別委員会がその内容、重要な前提条件及び作成経緯等の合理性を確認し、不合理でないことを確認しているとのことです。

⑥ 特別委員会における独立した法律事務所からの助言

上記「④ 対象者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、本特別委員会は、公開買付者及び対象者から独立した独自のリーガル・アドバイザーとして岩田合同法律事務所を選任し、本取引において手続の公正性を確保するために講じるべき措置、本取引の諸手続並びに本取引に係る対象者の意思決定の方法及びその過程等に関する助言を含む法的助言を受けているとのことです。

なお、岩田合同法律事務所は、公開買付者グループ、本非公開化入札プロセス及び本事業売却入札プロセスの候補者、並びに対象者の関連当事者には該当せず、本公開買付けを含む本取引に関して記載すべき重要な利害関係を有していないとのことです。同事務所の報酬は、本取引の成否にかかわらず支払われる時間単位の報酬のみであり、本取引の成立を条件とする成功報酬は含まれていないとのことです。

⑦ 対象者における利害関係を有しない取締役(監査等委員である取締役を含む。)全員の承認

対象者は、三菱UFJモルガン・スタンレー証券から受けた財務的見地からの助言及び2026年2月20日付で提出を受けた対象者株式価値算定書(三菱UFJモルガン・スタンレー証券)の内容、森・濱田松本法律事務所から受けた本公開買付けを含む本取引に関する意思決定にあたっての留意点についての法的助言、並びに特別委員会を通じて提出を受けた対象者株式価値算定書(プルータス・コンサルティング)の内容を踏まえつつ、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、本取引により対象者の企業価値向上を図ることができるか、本取引に関する諸条件は妥当なものか等の観点から慎重に協議及び検討を行ったとのことです。

その結果、対象者は、上記「(2) 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「③ 対象者が本公開買付けに賛同するに至った意思決定の過程及び理由」に記載のとおり、2026年2月24日開催の取締役会において、取締役の全員一致で、公開買付けを含む本取引は対象者の企業価値の向上に資するとともに、本公開買付け価格(4,050円)を含む本取引に係る取引条件は妥当なものであり、本公開買付けは、対象者の株主の皆様に対して合理的な株式の売却の機会を提供するものであると判断し、本公開買付けに賛同の意見を表明するとともに、対象者株主の皆様に対して、本公開買付けに応募するか否かについては対象者の株主の皆様のご判断に委ねる旨を決議したとのことです。

⑧ 他の買付者からの買付機会を確保するための措置

公開買付者は、公開買付期間について、法令に定められた最短期間が20営業日であるところ、これと比較して長期間である30営業日としております。公開買付者は、公開買付期間を法定の最短期間より長期に設定することで、対象者の一般株主の皆様の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、公開買付者以外の者による対抗的な買付け等の機会を確保し、もって本公開買付けの公正性を担保することを企図しております。加えて、公開買付者及び対象者は、対象者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対象者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。

(4) 本公開買付け後の組織再編等の方針(いわゆる二段階買収に関する事項)

公開買付者は、上記「(1) 本公開買付けの概要」に記載のとおり、対象者株式を非公開化の方針であり、本公開買付けにより公開買付者が対象者株式の全て(但し、対象者が所有する自己株式及び本不応募合意株式を除きます。)を取得することができなかつた場合には、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することを予定しております。

公開買付者は、本公開買付けの決済の完了後速やかに、会社法第180条に基づき対象者普通株式の併合(以下「本株式併合」といいます。)を行うこと及び本株式併合の効力発生を条件として単元株式数の定めを廃止する旨の定款の一部変更を行うことを付議議案に含む臨時株主総会(以下「本臨時株主総会」といいます。)を2026年6月上旬に開催することを、対象者に要請する予定です。なお、公開買付者は、本臨時株主総会において上記各議案に賛成する予定です。

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、対象者の株主の皆様は、本株式併合がその効力を生ずる日において、本臨時株主総会においてご承認をいただいた本株式併合の割合に応じた数の対象者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、当該端数の株式を所有する対象者の株主の皆様に対して、会社法第235条その他の関係法令の定める手続に従い、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。)に相当する対象者株式を公開買付者に売却することによって得られる金銭が交付されることとなります。当該端数の合計数に相当する対象者株式の売却価格については、当該売却の結果、本公開買付けに応募されなかつた対象者の株主の皆様(但し、公開買付者、対象者及び湯沢を除きます。)に交付される金銭の額が、本公開買付価格に当該対象者の株主の皆様が所有していた対象者株式の数を乗じた価格と同一となるよう算定した上で、裁判所に対して任意売却許可の申立てを行うことを対象者に要請する予定です。なお、本株式併合の割合は、本書提出日現在において未定ですが、公開買付者は、対象者の株主が公開買付者及び湯沢のみとなるよう、本公開買付けに応募されなかつた対象者の株主の皆様(但し、公開買付者、対象者及び湯沢を除きます。)の所有する対象者株式の数が1株に満たない端数となるように決定されるよう対象者に要請する予定です。なお、対象者プレスリリースによれば、対象者は本公開買付けが成立した場合には、公開買付者によるこれらの要請に応じる予定とのことです。

本株式併合に関連する一般株主の権利保護を目的とした会社法上の規定として、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、対象者の株主の皆様(但し、公開買付者、対象者及び湯沢を除きます。)は、対象者に対し、自己の所有する対象者株式のうち1株に満たない端数となるものの全て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対象者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います。上記のとおり、本株式併合においては、本公開買付けに応募されなかつた対象者の株主の皆様(但し、公開買付者、対象者及び湯沢を除きます。)の所有する対象者株式の数は1株に満たない端数となる予定です。なお、上記申立てがなされた場合の買取価格は、最終的には裁判所が判断することとなります。

本スクイーズアウト手続が2026年6月30日までに完了することが見込まれる場合には、公開買付者は、対象者に対して、本スクイーズアウト手続が完了していることを条件として、2026年3月期に係る2026年6月下旬開催予定の対象者の定時株主総会(以下「本定時株主総会」といいます。)で権利を行使することのできる株主を、本スクイーズアウト手続完了後の株主(公開買付者及び湯沢を意味します。)とするため、定時株主総会の議決権の基準日の定めを廃止する旨の定款の一部変更を行うことを要請する予定です。そのため、対象者の2026年3月31日の株主名簿に記載又は記録された株主であっても、本定時株主総会において権利を行使できない可能性があります。

上記手続については、関係法令についての改正、施行及び当局の解釈等の状況によっては、実施に時間を要し、又は実施の方法に変更が生じる可能性があります。但し、その場合でも本公開買付けに応募されなかった対象者の株主(対象者及び湯沢を除きます。)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対象者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。

上記「(1) 本公開買付けの概要」に記載のとおり、公開買付者は、公開買付者及び湯沢が合計で対象者の総株主の議決権の3分の2以上に相当する対象者株式を所有するに至らなかった場合でも、本臨時株主総会における本株式併合に係る議案の可決要件を満たす見込みがあると考えておりますが、かかる場合には、本臨時株主総会において本株式併合に係る議案が否決される可能性もあります。この場合の対応については、上記「(1) 本公開買付けの概要」をご参照ください。

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は、公開買付者と対象者との間で協議の上、決定次第、対象者が速やかに公表する予定です。なお、本公開買付けは、本臨時株主総会における対象者の株主の皆様のご賛同を勧誘するものではありません。

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

(5) 上場廃止となる見込み及びその理由

対象者株式は、本書提出日現在、東京証券取引所プライム市場に上場されておりますが、公開買付者は本公開買付けにおいて買付予定数の上限を設定していないため、本公開買付けの結果次第では、東京証券取引所の定める上場廃止基準に従い、対象者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、上記「(4) 本公開買付け後の組織再編等の方針(いわゆる二段階買収に関する事項)」に記載の本スクイーズアウト手続が実施された場合には、東京証券取引所の上場廃止基準に該当し、対象者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、対象者株式を東京証券取引所プライム市場において取引することはできません。

(6) 本公開買付けに関する重要な合意に関する事項

① 本不応募合意

公開買付者は、湯沢との間で、2026年2月24日付で以下の内容を含む本不応募合意を締結しております。

- (i) 湯沢は、その所有する対象者株式4,641,500株について、本公開買付けに応募しないものとする。
- (ii) 湯沢は、本公開買付けが成立した場合には、会社法第180条に基づき対象者株式の併合を行うこと及びかかる株式併合の効力発生を条件として単元株式数の定めを廃止する旨の定款の一部変更を行うことを付議議案に含む対象者の臨時株主総会において、本不応募合意株式に係る議決権を、公開買付者の指示に従って公開買付者と同一の内容で行使するものとする。

なお、本不応募合意において上記内容の他に定められている事項は、協議事項、準拠法及び合意管轄のみです。

② 本応募契約

公開買付者は、2026年2月24日付で本応募合意株主各々との間で、以下の内容を含む本応募契約を締結し、本応募合意株主各々との間で、各々が所有する対象者株式(以下「応募対象株式」といいます。)(所有株式数の合計：2,037,019株、所有割合の合計：14.63%)の全てを本公開買付けに応募するものとし、応募後はこれを撤回しない旨を合意しております。

また、本応募契約においては、(i)本公開買付けが法令等に従い適法かつ有効に開始され、かつ撤回されていないこと、(ii)対象者が、本公開買付けに賛同する旨の取締役会決議を行い、対象者によりその内容が公表され、かつ、対象者において、この取締役会決議を撤回、変更又はこれと矛盾する内容の決議をしていないこと(なお、塩澤氏(所有株式数：163,819株、所有割合：1.18%)との間の応募契約においては、当該前提条件は定められておりません。)、(iii)本応募契約締結日及び本公開買付け開始日において公開買付者の表明及び保証が重要な点において真実かつ正確であること、(iv)公開買付者について、本応募契約に基づき履行又は遵守すべき義務が、重要な点において履行又は遵守されていること、(v)対象者に係る業務等に関する重要事実(金融商品取引法第166条第2項に定めるものをいいます。)並びに対象者の株券等の公開買付け等の実施に関する事実及び中止に関する事実(金融商品取引法第167条第2項に定めるものをいいます。)で未公表のものが存在しないことが、応募株主による応募義務の前提条件とされております(なお、トーア再保険(所有株式数：548,000株、所有割合：3.94%)との間の応募契約においては、対象者が保有するトーア再保険の株式の全てについて、対象者とトーア再保険が指定する者との間で、トーア再保険が合理的に満足する内容の株式売買契約書が締結されていることも前提条件に含まれております。)

本応募契約に共通するその他の主要な条項の概要は、以下のとおりです。

- (i) 本応募合意株主は、本応募契約締結日後、本公開買付けに係る決済の開始日(以下「本決済日」といいます。)までの間、応募対象株式の譲渡、担保設定その他の処分、又は対象者株式若しくは対象者株式に係る権利の取得、提供若しくは譲渡(空売りを含む。)を行わず、また、第三者との間で、本公開買付けに競合し又は本公開買付けによる対象者株式の買付けを実質的に不可能とする取引に関する提案、勧誘、協議、交渉又は情報提供を行わず、公開買付者以外の第三者から当該行為に関する勧誘、提案、情報提供又は申込みを受けた場合には、直ちに公開買付者にその旨及びこれらの内容を通知し、かかる第三者への対応について公開買付者と誠実に協議する。
- (ii) 本応募合意株主は、本応募契約に明示的に定める事項を除き、公開買付者の事前の書面による承諾なしに、対象者の株主総会の招集請求権(会社法第297条)、議題提案権(会社法第303条第1項及び第2項)及び議案提案権(会社法第304条、同法第305条第1項)その他の株主権を行使しない。
- (iii) 本応募合意株主が応募を行い、応募を撤回・解除せずに、本公開買付けが成立した場合で、対象者において本決済日より前の日を権利行使の基準日とする株主総会が開催される場合、本応募合意株主は、公開買付者の選択に従い、(i)公開買付者若しくは公開買付者の指定する者に対して包括的な代理権を授与するか、又は(ii)公開買付者の指示に従って議決権を行使する。本応募合意株主は、上記(i)の場合、公開買付者が合理的に指定する日までに、かかる包括的な代理権を授与するのに必要な委任状その他の書類に記名押印し、かかる委任状を公開買付者に交付し、かつ、本応募合意株主はかかる代理権の授与をいかなる場合であっても撤回してはならず、上記(ii)の場合、当該株主総会における対象者株式に係る議決権その他の一切の権利行使を、公開買付者の指示に従って行い、かかる権利行使に公開買付者の意思が適切に反映されるために必要な措置を執る。

なお、三菱UFJ信託(所有株式数：675,000株、所有割合：4.85%)との間の応募契約においては、本公開買付けに係る買付け等の期間の末日(以下「本満了日」といいます。)までに、公開買付者以外の第三者により、本公開買付価格を10%以上上回る買付価格により公開買付け(以下「第三者公開買付け(三菱UFJ信託)」)が開始された場合であって、かつ第三者公開買付け(三菱UFJ信託)が、対象者の非公開化を目的とし、買付予定数の上限を定めず、かつ買付予定数の下限を対象者の発行済普通株式の過半数以上としている場合には、三菱UFJ信託は、公開買付者に対して、本公開買付価格の変更について協議を申し入れることができ、公開買付者が、当該申入れの日から起算して10営業日を経過する日若しくは本満了日の2営業日前のいずれか早い方の日までに、本公開買付価格を第三者公開買付け(三菱UFJ信託)に係る買付価格以上の金額に変更しない場合には、三菱UFJ信託は、応募義務を負わず、三菱UFJ信託が既に応募をしていた場合には、損害賠償、違約金その他名目を問わず何らの金銭の支払いをすることなく、またその他何らの義務、負担又は条件を課されることなく、応募を解除することができる旨の規定があります。

また、トーア再保険との間の応募契約においては、本満了日までに、公開買付者以外の者により、本公開買付価格を10%以上上回る買付価格により対象者の普通株式を取得する旨の公開買付け(以下「対抗公開買付け(トーア再保険)」)が開始された場合であって、かつ対抗公開買付け(トーア再保険)が、対象者の非公開化を目的とし、買付予定数の上限を定めず、かつ買付予定数の下限を対象者の発行済普通株式の過半数以上としている場合には、トーア再保険は、公開買付者に対して、本公開買付価格の変更について協議を申し入れることができ、公開買付者が、当該申入れの日から起算して10営業日を経過する日若しくは本満了日の2営業日前のいずれか早い方の日までに、公開買付者が本公開買付価格を対抗公開買付け(トーア再保険)に係る買付価格以上の金額に変更しないとき、又はトーア再保険が応募をすること若しくは既に行った応募を撤回しないことがトーア再保険の取締役の善管注意義務に違反する可能性があるとしてトーア再保険が合理的に判断した場合には、トーア再保険は、応募義務を負わず、トーア再保険が既に応募をしていた場合には、損害賠償、違約金その他名目を問わず何らの金銭の支払いをすることなく、またその他何らの義務、負担又は条件を課されることなく、応募を解除することができる旨の規定があります。

また、八十二長野銀行(所有株式数：650,200株、所有割合：4.67%)との間の応募契約においては、本満了日までに、公開買付者以外の第三者により、本公開買付価格を10%以上上回る買付価格により公開買付け(以下「第三者公開買付け(八十二長野銀行)」)が開始された場合であって、かつ第三者公開買付け(八十二長野銀行)が、対象者の非公開化を目的とし、買付予定数の上限を定めず、かつ買付予定数の下限を対象者の発行済普通株式の過半数以上としている場合には、八十二長野銀行は、公開買付者に対して、本公開買付価格の変更について協議を申し入れることができ、公開買付者が、当該申入れの日から起算して10営業日を経過する日若しくは本満了日の2営業日前のいずれか早い方の日までに、本公開買付価格を第三者公開買付け(八十二長野銀行)に係る買付価格以上の金額に変更しない場合には、八十二長野銀行は、応募義務を負わず、八十二長野銀行が既に応募をしていた場合には、損害賠償、違約金その他名目を問わず何らの金銭の支払いをすることなく、またその他何らの義務、負担又は条件を課されることなく、応募を解除することができる旨の規定があります。

また、本応募契約においては、表明保証(注1)(注2)、補償義務(注3)、契約の解除事由(注4)、契約の終了事由(注5)、秘密保持義務等を定めております。

- (注1) 本応募契約においては、各応募株主の公開買付者に対する表明保証事項として、(i)権利能力等、(ii)倒産手続等の不存在、(iii)本応募契約の締結及び強制履行可能性、(iv)法令等との抵触の不存在、(v)応募対象株式の完全な所有権、(vi)許認可等の取得、(vii)反社会的勢力に該当せず、取引関係その他の関係を持っておらず、反社会的行為を行っていないこと、(viii)重要事実の不認識を定めております。
- (注2) 本応募契約においては、公開買付者の各応募株主に対する表明保証事項として、(i)設立及び存続、(ii)倒産手続等の不存在、(iii)本応募契約の締結及び強制履行可能性、(iv)法令等との抵触の不存在、(v)許認可等の取得、(vi)反社会的勢力に該当せず、取引関係その他の関係を持っておらず、反社会的行為を行っていないこと、(vii)重要事実の不認識を定めております。(なお、三菱UFJ信託との間の応募契約においては、資金調達の確実性も定められております。)
- (注3) 本応募契約においては、本応募合意株主及び公開買付者は、自らの契約上の義務又は表明保証に違反した場合、相手方が被った損害等を相当因果関係の範囲内で賠償又は補償しなければならないことを定めております。

- (注4) 本応募契約においては、本応募合意株主及び公開買付者は、相手方当事者に、表明及び保証が重要な点において真実かつ正確でないことが判明した場合、履行若しくは遵守すべき義務が重要な点において履行若しくは遵守されていない場合、又は法的倒産手続が開始された場合には、事前に書面で通知することにより本応募契約を直ちに解除することができることを定めております(なお、トーア再保険との間の応募契約においては、対抗公開買付け開始された場合で、本公開買付けへの応募義務を免れることになった場合も定められております。)
- (注5) 本応募契約においては、本公開買付けが撤回された場合、本公開買付けが不成立となった場合には、本応募契約は終了する旨を定めております(なお、三菱UFJ信託、八十二長野銀行、及び塩澤氏との間の応募契約においては、公開買付者との間で書面により終了について合意した場合、トーア再保険との間の応募契約においては、本公開買付けが2026年2月25日までに開始されない場合が定められております。)

なお、本応募契約を除いて本応募合意株主との間で本取引に関する重要な合意は締結しておらず、本公開買付価格の支払を除き、本公開買付けに際して付与される利益はありません。

③ 本同意

公開買付者は、2026年2月24日、野村氏との間で、その所有する対象者株式(所有株式数：3,700株、所有割合：0.03%)の全てについて本公開買付けに応募しかつこれを原則撤回しない旨を口頭で合意しております。

なお、本同意を除いて野村氏との間で本取引に関する重要な合意は締結しておらず、本公開買付価格の支払を除き、本公開買付けに際して付与される利益はありません。

④ 本取引基本契約

公開買付者は、湯沢、対象者、及びツムラとの間で、2026年2月24日付で以下の各号に規定する一連の取引により本取引を実施することを確認する内容を含む本取引基本契約を締結しております。

(1) 本公開買付け

公開買付者は、本取引基本契約に記載の要領で、本公開買付けを実施する。

(2) 本スクイーズアウト手続

1. 本公開買付けが成立しその結果、公開買付者が対象者株式の全部(湯沢が所有する株式及び自己株式を除く。)を買い付けることができなかつた場合には、対象者は、対象者の株主を対象者、公開買付者及び湯沢のみ又は公開買付者及び湯沢のみとするため、公開買付者及び湯沢以外の対象者の株主(対象者を除く。)が保有する株式数が1株に満たない端数となる併合比率による株式併合に関する議案を目的事項とする臨時株主総会を開催し、公開買付者及び湯沢は、本株主総会において同議案に賛成の議決権行使を行う。
2. 本株式併合における併合比率は、以下の各号に掲げる方針に従って決定されるものとする。
 - (1) 公開買付者及び湯沢を除く対象者の全ての株主(対象者を除く。)が保有する対象者株式を1株未満の端数とすること。
 - (2) 対象者の全ての株主が保有する対象者株式について生じる端数の合計数を1株以上とすること。
3. 本スクイーズアウト手続は、本株式併合により対象者株式の数に1株に満たない端数が生じる場合、対象者が当該端数の合計数に相当する対象者株式(但し、1株に満たない端数は切り捨てる。)を公開買付者に対して売却し、本株式併合によりその所有する対象者株式に端数が生じる対象者の株主に対し、当該株主が本スクイーズアウト手続前に保有していた当該端数に係る対象者株式の数に本公開買付価格を乗じて得た金額を交付する方法により行われるものとする。
4. 対象者は、本スクイーズアウト手続により対象者の株主が対象者、公開買付者及び湯沢のみ又は公開買付者及び湯沢のみとなったときは、実務上可能な限り速やかに、金融商品取引法第24条第1項但書及び同法施行令第4条に基づく有価証券報告書の提出免除に係る承認(以下「有報免除承認」という。)を受けるために合理的に必要な行為(企業内容等の開示に関する内閣府令第16条第1項第1号に定める各書類を金融庁長官に対して提出することを含む。)を行うものとする。

(3) 再編手続

(本株式譲渡(買付者))(本湯沢宛相對譲渡を指します。)

公開買付者及び湯沢は、本スクイーズアウト手続が完了して対象者の株主が対象者、公開買付者及び湯沢のみ又は公開買付者及び湯沢のみとなり有報免除承認がされたときは、公開買付者及び湯沢が別途合意により定める日に(但し、実務上可能な限り速やかに)、公開買付者がその所有する対象者株式の全部を、公開買付者及び湯沢が別途合意する価額で湯沢に対して譲り渡し、湯沢がこれを譲り受ける旨の契約を締結し、これを実行する(以下「本株式譲渡(買付者)」という。)

(本非事業性資産配当等の実施)

湯沢は、対象者をして、本株式譲渡(買付者)の実行後、実務上可能な限り速やかに、非事業性資産を配当財産とする剰余金の配当及び/又は吸収分割を行わせるものとする。但し、吸収分割により非事業性資産を湯沢へ移転する場合、分割対価資産を交付しない無対価分割によるものとする。

(事業再編手続の実施)

湯沢、公開買付者及び対象者は、(a)一定の店舗及び事業を除くくらすわ関連事業の第三者に対する譲渡、又は営業活動の停止及び店舗の閉鎖等、並びに(b)一定の商品を除く養命酒関連事業の商品の新規生産の中止等を本株式譲渡の実行日まで完了させる。

(4) 本株式譲渡(本事業パートナー宛相對譲渡を指します。)

湯沢及びツムラは、本取引基本契約締結日において本取引基本契約において定める様式及び内容の株式譲渡契約(以下「本株式譲渡契約」という。)を締結するものとし、本株式譲渡契約が規定する前提条件(注1)が成就したときは、本株式譲渡契約に規定されるクロージング日をもって、湯沢は、対象者株式(自己株式を除く)の全部をツムラに対して譲渡し、ツムラはこれを譲り受けるものとする(以下「本株式譲渡」という。)

なお、本株式譲渡契約における本株式譲渡の対価は、68億円(以下「本譲渡価額」という。)となる。また、湯沢及び公開買付者は連帯して、本株式譲渡契約及び本取引基本契約に規定する表明保証事項又はクロージングまでに履行又は遵守すべき事項(注4、注5、注6、注7、注8、注10。そのうち注5は対象者に関する表明保証事項も含む。)の違反に起因して、ツムラ又は対象者が損害を被った場合であって、クロージング日から一定期間の間に補償請求を受けた場合、本譲渡価額の100%を上限としてその損害を補償する。

(注1) 本株式譲渡契約が規定する前提条件は、以下の通りです。

(湯沢における前提条件)

(1) クロージング日(湯沢及びツムラが別途書面によりクロージング日として合意した日をいう。)において、本取引基本契約に定めるツムラ及び対象者の表明及び保証(注2)(注3)がいずれも真実かつ正確であること(軽微な非真実、不正確を除く)。

(注2) 本取引基本契約においては、ツムラの表明保証事項として、(i)設立及び存続、(ii)契約の締結及び履行、(iii)強制執行可能性、(iv)法令等との抵触の不存在、(v)許認可等の取得、(vi)法的倒産手続等の不存在、(vii)反社会的勢力との関係の不存在、(viii)資金の十分性を定めております。

(注3) 本取引基本契約においては、対象者の表明保証事項として、(i)設立及び存続、(ii)契約の締結及び履行、(iii)強制執行可能性、(iv)法令等との抵触の不存在、(v)許認可等の取得、(vi)法的倒産手続等の不存在、(vii)反社会的勢力との関係の不存在、(viii)インサイダー情報の不存在、(ix)株式に関する事項、(x)簿外債務等を定めております。

(2) 本取引基本契約に基づき、本公開買付けが適法かつ有効に完了していること。

(3) 本取引基本契約に基づき、本スクイーズアウト手続が適法かつ有効に完了し、これにより対象者の株主が公開買付者及び湯沢のみとなったこと。

(4) 本取引基本契約に基づき、有報免除承認が適法かつ有効に完了していること。

(5) 本取引基本契約に基づき、再編手続が適法かつ有効に完了していること。

- (6) 本株式譲渡の実行のために法令及び定款において必要とされる譲渡承認その他の手続が適法かつ有効に完了していること。ツムラが、本株式譲渡契約及び本取引基本契約に基づきクロージングまでに履行又は遵守すべき事項について違反(軽微な違反を除く)がないこと。
- (7) 本株式譲渡に関してクロージング前に必要となる許認可等(私的独占の禁止及び公正取引の確保に関する法律(昭和22年法律第54号)第10条第2項に基づく公正取引委員会に対する株式の取得に関する計画の届出(以下「本件株式取得届出」という。)を含む。以下同じ。)が取得又は履践され、法定の待機期間が経過し、かつ、司法・行政機関等(公正取引委員会を含む。)により、排除措置命令の発令又は排除措置命令に係る手続の係属(事前通知の送付又は同法第10条第9項に定める報告等を要請する文書の送付を含む。)等、本株式譲渡の実行を妨げる措置又は手続(以下「排除措置命令等」という。)がとられていないこと。
- (8) 本株式譲渡の全部又は一部を制限又は禁止する旨のいかなる司法・行政機関等の判断等も存在していないこと。

(ツムラにおける前提条件)

- (1) クロージング日において、本取引基本契約に定める湯沢の表明及び保証(注4)並びに本株式譲渡契約に定める湯沢の表明及び保証(注5)が真実かつ正確であること(軽微な非真実、不正確を除く)。
(注4) 本取引基本契約においては、湯沢の表明保証事項として、(i)設立及び存続、(ii)契約の締結及び履行、(iii)強制執行可能性、(iv)法令等との抵触の不存在、(v)許認可等の取得、(vi)法的倒産手続等の不存在、(vii)反社会的勢力との関係の不存在を定めております。
(注5) 本株式譲渡契約においては、湯沢の表明保証事項として、(i)株式に関する事項、(ii)対象者における債務等の不存在、(iii)対象者における損害等の不存在、(iv)対象者における租税債務等の不存在、(v)現預金残置、(vi)グループ通算制度に加入していないことを定めております。
- (2) クロージング日において、本取引基本契約に定める公開買付者及び対象者の表明及び保証(注6)(注3)が真実かつ正確であること(軽微な非真実、不正確を除く)。
(注6) 本取引基本契約においては、公開買付者の表明保証事項として、(i)設立及び存続、(ii)契約の締結及び履行、(iii)強制執行可能性、(iv)法令等との抵触の不存在、(v)許認可等の取得、(vi)法的倒産手続等の不存在、(vii)反社会的勢力との関係の不存在、(viii)資金の十分性を定めております。
- (3) 本取引基本契約に基づき、本公開買付けが適法かつ有効に完了していること。
- (4) 本取引基本契約に基づき、本スクイーズアウト手続が適法かつ有効に完了し、これにより対象者の株主が公開買付者及び湯沢のみとなったこと。
- (5) 本取引基本契約に基づき、有報免除承認が適法かつ有効に完了していること。
- (6) 本取引基本契約に基づき、再編手続が適法かつ有効に完了していること。
- (7) 本株式譲渡の実行のために法令及び定款において必要とされる譲渡承認その他の手続が適法かつ有効に完了していること。
- (8) 湯沢が、本株式譲渡契約及び本取引基本契約に基づきクロージングまでに履行又は遵守すべき事項について違反がないこと(注7)(注8)。
(注7) 本株式譲渡契約においては、湯沢がクロージングまでに履行又は遵守すべき事項として、(i)本取引に起因して対象者に発生した現実に現金または預金の流出に伴う損失、債務、義務及び費用についての弁済及び履行等、(ii)本取引に起因して対象者に発生した租税債務等についての対象者による弁済及び履行等を定めております。

- (注8) 本取引基本契約においては、湯沢がクロージングまでに履行又は遵守すべき事項として、(i)対象者が事業運営を通常業務の範囲で行うことを妨げないこと、(ii)本取引基本契約において明示的に予定されている行為を行う場合又はツムラの事前の書面承諾を得た場合を除き、①対象者が事前承諾事項(注9)を行わないものとする対象者の当該義務の遵守を妨げず、②対象者と湯沢及び公開買付者自ら並びに両社の全部又は一方の関連当事者との間で、直接又は間接の取引を行わないこと、(iii)本スクイーズアウト手続完了後、湯沢及びツムラが対象者の取締役会に出席させるオブザーバーに対して、取締役会の招集通知の送付等必要な対応を行うこと、(iv)対象者に在籍する従業員の労働条件の維持を妨げないこと、を定めております。
- (注9) 本取引基本契約においては、事前承諾事項として、(i)定款その他の重要な内部規則の制定、変更、廃止、(ii)株式等の発行、処分、(iii)合併、株式交換、株式移転、会社分割、株式交付、事業の全部もしくは重要な一部の譲渡、事業の譲受け等の組織再編(但し、ツムラが合理的に満足する内容の閉鎖対象店舗・事業の第三者への譲渡を除く。)、(iv)余剰金の配当、自己株式の取得、(v)株式の分割または併合、(vi)資本金等の額の増加・減少、(vii)借入、社債等の発行その他通常の業務の範囲外の債務負担行為、(viii)重要な資産の売却等、(ix)業務執行取締役の変更、(x)法的倒産手続き開始の申し立て、(xi)人事制度に関する重要な変更、(xii)会計方針又は会計実務の重大な変更を定めております。
- (9) 公開買付者及び対象者が、本取引基本契約に基づきクロージングまでに履行又は遵守すべき事項について違反がないこと(注10)(注11)。
- (注10) 本取引基本契約においては、公開買付者がクロージングまでに履行又は遵守すべき事項として、(i)対象者が事業運営を通常業務の範囲で行うことを妨げないこと、(ii)本取引基本契約において明示的に予定されている行為を行う場合又はツムラの事前の書面承諾を得た場合を除き、①対象者が事前承諾事項(注9)を行わないものとする対象者の当該義務の遵守を妨げず、②対象者と湯沢及び公開買付者自ら並びに両社の全部又は一方の関連当事者との間で、直接又は間接の取引を行わないこと、(iii)本スクイーズアウト手続完了後、湯沢及びツムラが対象者の取締役会に出席させるオブザーバーに対して、取締役会の招集通知の送付等必要な対応を行うこと、(iv)対象者に在籍する従業員の労働条件の維持を定めております。
- (注11) 本取引基本契約においては、対象者がクロージングまでに履行又は遵守すべき事項として、(i)事業運営を通常業務の範囲で行うこと、(ii)本取引基本契約において明示的に予定されている行為を行う場合又はツムラの事前の書面承諾を得た場合を除き、①対象者が事前承諾事項(注9)を行わず、②対象者と湯沢及び公開買付者自ら並びに両社の全部又は一方の関連当事者との間で、直接又は間接の取引を行わないこと、(iii)本スクイーズアウト手続完了後、湯沢及びツムラが対象者の取締役会に出席させるオブザーバーに対して、取締役会の招集通知の送付等必要な対応を行うこと、(iv)対象者に在籍する従業員の労働条件の維持(但し、事業再編行為に必要な場合を除く)、(v)要承諾契約(対象者が締結する対象者にとって重要な契約等のうち、本取引の実施に際して、当該契約の相手方からの承諾取得を必要とする規定(当該承諾がないまま本取引基本契約の締結若しくは履行又は本取引の実施を行うことで、債務不履行事由等に該当することとなる旨の規定を含む。))を含む契約)の相手方のうち、特定の相手方から承諾を取得する義務及びその他の相手方から承諾を取得する最大限の努力義務、(vi)要通知契約(対象者が締結する対象者にとって重要な契約等のうち、本取引の実施に際して、当該契約の相手方への通知を必要とする規定を含む契約)の相手方への通知を定めております。
- (10) 本株式譲渡に関してクロージング前に必要となる許認可等が取得又は履踐され、法定の待機期間が経過し、かつ、司法・行政機関等(公正取引委員会を含む。)により排除措置命令等がとられていないこと。
- (11) 本株式譲渡の全部又は一部を制限又は禁止する旨のいかなる司法・行政機関等の判断等も存在していないこと。

4 【買付け等の期間、買付け等の価格及び買付予定の株券等の数】

(1) 【買付け等の期間】

① 【届出当初の期間】

買付け等の期間	2026年2月25日(水曜日)から2026年4月8日(水曜日)まで(30営業日)
公告日	2026年2月25日(水曜日)
公告掲載新聞名	電子公告を行い、その旨を日本経済新聞に掲載します。 (電子公告アドレス https://disclosure2.edinet-fsa.go.jp/)

② 【対象者の請求に基づく延長の可能性の有無】

該当事項はありません。

③ 【期間延長の確認連絡先】

該当事項はありません。

(2) 【買付け等の価格】

株券	普通株式 1 株につき、金4,050円
新株予約権証券	—
新株予約権付社債券	—
株券等信託受益証券 ()	—
株券等預託証券 ()	—
算定の基礎	<p>公開買付者は、本公開買付価格を決定するに際し、対象者が開示している財務情報等の資料を通して、対象者の事業及び財務の状況を分析し、本コンソーシアム提案においては対象者株式の一株当たり株式価値が4,021円とされていたこと、及び本コンソーシアム提案における1株当たり株式価値が、対象者による積極的マーケットチェックにおいて提示された価格であることを踏まえ、当該価格(4,021円)以上とする観点で検討しました。</p> <p>さらに、対象者による本公開買付けへの賛同の可否及び本公開買付価格に関する対象者との協議・交渉の結果等を踏まえ、最終的に2026年2月24日に本公開買付価格を4,050円と決定いたしました。</p> <p>なお、公開買付者は、本コンソーシアム提案における1株当たり株式価値が、対象者による積極的マーケットチェックにおいて提示された価格であることを踏まえ、本コンソーシアム提案における対象者株式の一株当たり株式価値以上とする観点で本公開買付価格を検討し、対象者との協議・交渉を経て本公開買付価格を決定しており、第三者算定機関からの株式価値算定書は取得しておりません。</p> <p>本公開買付価格(4,050円)は、本公開買付けの実施決定日の前営業日である2026年2月20日の東京証券取引所における対象者株式の終値4,480円に対して9.60%(小数点以下第三位を四捨五入。以下、ディスカウント率の計算において同じです。)、過去1ヶ月間の終値単純平均値4,384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7.62%、過去3ヶ月間の終値単純平均値4,462円に対して9.23%、過去6ヶ月間の終値単純平均値4,290円に対して5.59%のディスカウントとなる価格です。また、本書提出日の前営業日である2026年2月24日の東京証券取引所における対象者株式の終値4,595円に対して11.86%のディスカウントとなる価格となります。</p> <p>上記の通り、本公開買付価格4,050円は、本公開買付けの実施決定日の前営業日終値、過去1ヶ月間の終値単純平均値、過去3ヶ月間の終値単純平均値、過去6ヶ月間の終値単純平均値を下回る価格ではあるものの、公開買付者としては2025年8月6日に8月6日開示がなされた後、対象者株式の株価は急騰した状況にあり、同日以降の株価は対象者の非公開化取引に関する期待が過度に織り込まれたもので、対象者の事業や財務の変化を反映したものではないと考えております。具体的には、8月6日開示の前営業日である2025年8月5日時点の東京証券取引所プライム市場における対象者株式の株価終値は3,275円、同日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値は3,232円、同日までの過去3ヶ月間の終値単純平均値は3,114円、同日までの過去6ヶ月間の終値単純平均値は2,956円に対し、本公開買付けの実施決定日の前営業日である2026年2月20日の東京証券取引所における対象者株式の終値は4,480円、過去1ヶ月間の終値単純平均値は4,384円、過去3ヶ月間の終値単純平均値は4,462円、過去6ヶ月間の終値単純平均値は4,290円と、前営業日ペースで1,205円(36.79%)、1ヶ月平均ペースで1,152円(35.64%)、3ヶ月平均ペースで1,348円(43.29%)、6ヶ月平均ペースで1,334円(45.13%)上昇しております。また、本公開買付価格4,050円は、8月6日開示の前営業日である2025年8月5日時点の東京証券取引所プライム市場における対象者株式の株価終値3,275円に対して23.66%、同日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値3,232円に対して25.31%、同日までの過去3ヶ月間の終値単純平均値3,114円に対して30.06%、同日までの過去6ヶ月間の終値単純平均値2,956円に対して37.01%のプレミアムを付した水準になります。</p>

算定の経緯	<p>公開買付者は、対象者が開示している財務情報等の資料を通して、対象者の事業及び財務の状況を分析し、本コンソーシアム提案においては対象者株式の一株当たり株式価値が4,021円とされていたことを踏まえ、当該価格(4,021円)を上回る価格として、2026年2月4日、本公開買付けにおける本公開買付価格を4,022円(2026年2月4日の前営業日である2026年2月3日時点の東京証券取引所プライム市場における対象者株式の株価終値4,290円に対して6.25%のディスカウント、同日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値4,360円に対して7.75%のディスカウント、同日までの過去3ヶ月間の終値単純平均値4,453円に対して9.68%のディスカウント、同日までの過去6ヶ月間の終値単純平均値4,233円に対して4.98%のディスカウント)とする第1回提案を対象者に提案しました。</p> <p>これに対し、2026年2月10日、公開買付者は対象者及び本特別委員会より、第1回提案における本公開買付価格は、足元の対象者株式の市場株価動向(対象者によれば、憶測報道がなされたことにより株価が上昇している2026年2月3日以降の期間の株価を指すとのことです。)及び類似過去事例におけるプレミアム水準(具体的な内容は、上記「3 買付け等の目的」の「(2) 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「③ 対象者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」の「(iii) 対象者の意思決定の内容」をご参照ください。)や、本特別委員会のフィナンシャル・アドバイザーによる株式価値算定の内容を踏まえると、対象者の企業価値及び少数株主の利益に鑑み十分な水準にあるとは認められないとして、本公開買付価格の再検討を要請されました。</p> <p>これを受けて、2026年2月16日、公開買付者は、本公開買付価格を4,050円(2026年2月16日の前営業日である2026年2月13日時点の東京証券取引所プライム市場における対象者株式の株価終値4,540円に対して10.79%のディスカウント、同日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値4,361円に対して7.13%のディスカウント、同日までの過去3ヶ月間の終値単純平均値4,474円に対して9.48%のディスカウント、同日までの過去6ヶ月間の終値単純平均値4,270円に対して5.15%のディスカウント)とする第2回提案を行いました。</p> <p>これに対し、2026年2月17日、公開買付者は対象者及び本特別委員会より、第2回提案における本公開買付価格は、足元の対象者株式の市場株価動向(対象者によれば、憶測報道がなされたことにより株価が上昇している2026年2月3日以降の期間の株価を指すとのことです。)及び類似過去事例におけるプレミアム水準(具体的な内容は、上記「3 買付け等の目的」の「(2) 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「③ 対象者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」の「(iii) 対象者の意思決定の内容」をご参照ください。)や、本特別委員会のフィナンシャル・アドバイザーによる株式価値算定の内容を踏まえると、対象者の本源的価値等をより一層、一般株主の利益に反映いただくことが可能であると、本特別委員会は考えているとして、本公開買付価格の再検討を要請されました。</p> <p>これを受けて、2026年2月19日、公開買付者は、これ以上の公開買付価格の引き上げの要望に応えられないため、第2回提案と同額の1株あたり4,050円にて、再度、提案を行いました。</p> <p>そして、公開買付者は、対象者及び本特別委員会の間で協議を行った結果、2026年2月24日付で本公開買付価格について合意に至り、公開買付者は2026年2月24日、本公開買付価格を4,050円とすることを決定しました。</p>
-------	--

(3) 【買付予定の株券等の数】

株券等の種類	買付予定数	買付予定数の下限	買付予定数の上限
普通株式	9,282,257(株)	1,903,900(株)	—(株)
合計	9,282,257(株)	1,903,900(株)	—(株)

(注1) 応募株券等の総数が買付予定数の下限(1,903,900株)に満たない場合は、応募株券等の全部の買付け等を行いません。応募株券等の総数が買付予定数の下限以上の場合、応募株券等の全部の買付け等を行います。

(注2) 本公開買付けを通じて、対象者が所有する自己株式を取得する予定はありません。

(注3) 単元未満株式についても、本公開買付けの対象としております。なお、会社法に従って株主による単元未満株式買取請求権が行使された場合には、対象者は法令の手に従い公開買付期間中に自己の株式を買い取ることがあります。

(注4) 本公開買付けにおいては、買付予定数の上限を設定しておりませんので、買付予定数は本公開買付けにより公開買付者が取得する可能性のある株券等の最大数である9,282,257株を記載しております。なお、当該最大数は、本基準株式数(13,923,757株)から、本不応募合意株式(4,641,500株)を控除した株式数になります。

5 【買付け等を行った後における株券等所有割合】

区分	議決権の数
買付予定の株券等に係る議決権の数(個) (a)	92,822
aのうち潜在株券等に係る議決権の数(個) (b)	—
bのうち株券の権利を表示する株券等信託受益証券及び株券等預託証券に係る議決権の数(個) (c)	—
公開買付者の所有株券等に係る議決権の数(2026年2月25日現在) (個) (d)	—
dのうち潜在株券等に係る議決権の数(個) (e)	—
eのうち株券の権利を表示する株券等信託受益証券及び株券等預託証券に係る議決権の数(個) (f)	—
特別関係者の所有株券等に係る議決権の数(2026年2月25日現在) (個) (g)	46,415
gのうち潜在株券等に係る議決権の数(個) (h)	—
hのうち株券の権利を表示する株券等信託受益証券及び株券等預託証券に係る議決権の数(個) (i)	—
対象者の総株主等の議決権の数(2025年9月30日現在) (個) (j)	139,001
買付予定の株券等に係る議決権の数の総株主等の議決権の数に占める割合(a/j) (%)	66.66
買付け等を行った後における株券等所有割合 (a+d+g)/(j+(b-c)+(e-f)+(h-i))×100 (%)	100.00

(注1) 「買付予定の株券等に係る議決権の数(個) (a)」は、本公開買付けにおける買付予定数(9,282,257株)に係る議決権の数です。

(注2) 「特別関係者の所有株券等に係る議決権の数(2026年2月25日現在) (個) (g)」は、各特別関係者(但し、特別関係者のうち法第27条の2第1項各号における株券等所有割合の計算において府令第3条第2項第1号に基づき特別関係者から除外される者(以下「小規模所有者」といいます。))を除きます。)が所有する株券等に係る議決権の数の合計を記載しております。

(注3) 「対象者の総株主等の議決権の数(2025年9月30日現在) (個) (j)」は、対象者が2025年10月31日に提出した第108期半期報告書(以下、「対象者半期報告書」といいます。)に記載された2025年9月30日現在の総株主の議決権の数(1単元の株式数を100株として記載されたもの)です。但し、単元未満株式(但し、自己株式を除きます。)についても本公開買付けの対象としているため、「買付予定の株券等に係る議決権の数の総株主等の議決権の数に占める割合」及び「買付け等を行った後における株券等所有割合」の計算においては、本基準株式数(13,923,757株)に係る議決権数(139,237個)を分母として計算しております。

(注4) 「買付予定の株券等に係る議決権の数の総株主等の議決権の数に占める割合」及び「買付け等を行った後における株券等所有割合」は、小数点以下第三位を四捨五入しております。

6 【株券等の取得に関する許可等】

(1) 【株券等の種類】

普通株式

(2) 【根拠法令】

外国為替及び外国貿易法

公開買付者は、本公開買付けによる本株式取得に関して、2026年1月13日付で、外為法第27条第1項に従い日本銀行を経由して財務大臣及び事業所管大臣への届出を行い、同日付で受理されております。

当該届出の受理後、公開買付者が本株式取得をすることができるようになるまで、30日の待機期間が必要ですが、当該待機期間は短縮され、2026年1月20日より公開買付者による対象者株式の取得が可能となっております。

(3) 【許可等の日付及び番号】

許可等の日付 2026年1月19日

許可等の番号 JD第1720号

7 【応募及び契約の解除の方法】

(1) 【応募の方法】

公開買付代理人

三田証券株式会社 東京都中央区日本橋兜町3番11号

- ① 本公開買付けに係る株券等の買付け等の申込みに対する承諾又は売付け等の申込みをする方(以下「応募株主等」といいます。)は、所定の「公開買付応募申込書」に所要事項を記載の上、公開買付期間末日の15時30分までに、公開買付代理人の本店において応募してください。応募の際には、ご印鑑をご用意ください。また、応募の際に本人確認書類(注1)が必要になる場合があります。
- ② 応募に際しては、応募株主等が公開買付代理人に開設した応募株主等名義の口座(以下「応募株主等口座」といいます。)に、応募する予定の株券等が記録されている必要があります。そのため、応募する予定の株券等が、公開買付代理人以外の金融商品取引業者に開設された口座(対象者の特別口座の口座管理機関である三菱UFJ信託銀行株式会社に開設された特別口座を含みます。)に記録されている場合は、応募に先立ち、応募株主等口座への振替手続を完了していただく必要があります。かかる手続を行った上、公開買付期間末日の15時30分までに、公開買付代理人の本店において応募してください。
- ③ 本公開買付けにおいては、公開買付代理人以外の金融商品取引業者を経由した応募の受付は行われません。
- ④ 公開買付代理人である三田証券株式会社に口座を開設していない場合には、新規に口座を開設していただく必要があります。なお、公開買付代理人のホームページ(<https://mitasec.com>)上で本公開買付けの応募に係る専用口座(注2)の開設手続を行うことができます(詳しくは、公開買付代理人のお客ダイヤル(電話番号:03-3666-0715)までご連絡ください。)。口座を開設される場合には、本人確認書類(注1)をご提出いただく必要があります(法人の場合は法人番号を告知いただく必要があります。)。また、既に口座を有している場合であっても、本人確認書類(注1)が必要な場合があります。
- ⑤ 上記②の応募株券等の振替手続及び上記④の口座の新規開設手続には一定の日数を要する場合がありますので、ご注意ください。
- ⑥ 外国の居住者である株主(法人株主を含みます。以下「外国人株主等」といいます。)の場合、日本国内の常任代理人(以下「常任代理人」といいます。)を通じて応募してください。また、本人確認書類(注1)をご提出いただく必要があります。
- ⑦ 日本の居住者である個人株主の場合、買付けられた株券等に係る売却代金と取得費等との差額は、原則として株式等の譲渡所得等に関する申告分離課税(注3)の適用対象となります。
- ⑧ 公開買付代理人における応募の受付に際しては、公開買付代理人より応募株主等に対して、「公開買付応募申込受付票」を交付いたします。

(注1) 本人確認書類について

公開買付代理人に新規に口座を開設して応募される場合又は外国人株主等が常任代理人を通じて応募される場合には、次の本人確認書類が必要になります。また、既に口座を有している場合であっても、本人確認書類が必要な場合があります。なお、本人確認書類等の詳細につきましては、公開買付代理人にお尋ねください。

・ 個人の場合

下記、A～Cいずれかの書類をご提出ください。

	個人番号(マイナンバー)確認書類	本人確認書類
A	個人番号カードの裏面(コピー)	個人番号カードの表面(コピー)
B	通知カード(コピー)	aのいずれか1種類 又はbのうち2種類
C	個人番号記載のある住民票の写し 又は住民票記載事項証明書の原本	a又はbのうち、 「住民票の写し」「住民票記載事項証明書」以外の1種類

a. 顔写真付の本人確認書類

- ・ 有効期間内の原本のコピーの提出が必要
パスポート、運転免許証、運転経歴証明書、在留カード、住民基本台帳カード 等

b. 顔写真のない本人確認書類

- ・ 発行から6ヶ月以内の原本の提出が必要
住民票の写し、住民票記載事項証明書、印鑑証明書
- ・ 有効期間内の原本のコピーの提出が必要
各種資格確認書、各種年金手帳、各種福祉手帳 等
(氏名・住所・生年月日の記載があるもの)

・ 法人の場合

下記、A及びBの書類をご提出ください。

A	法人のお客様の本人確認書類 ※右記のいずれか一つ ※発行から6ヶ月以内のもの	・ 登記簿謄本又はその抄本(原本) ・ 履歴事項全部証明書又は現在事項全部証明書(原本) ・ その他官公署の発行書類
B	お取引担当者の本人確認書類	・ 個人番号カードの表面のコピー ・ 又は上記個人の場合の本人確認書類 (aの中から1種類又はbの中から2種類)のコピー

・ 外国人株主等の場合

常任代理人に係る上記書類に加えて、常任代理人との間の委任契約に係る委任状又は契約書(当該外国人株主等の氏名又は名称、代表者の氏名及び国外の所在地の記載のあるものに限りま)の原本証明及び本人確認済証明付の写し、並びに常任代理人が金融機関以外の場合には日本国政府が承認した外国政府又は権限ある国際機関の発行した書類その他これに類するもので、居住者の本人確認書類に準じるもの

※住所等の訂正が記載されていない場合においても裏面のコピーを併せてご提出ください。

※パスポートの場合には、2020年2月3日以前に発行されたものに限りま。

※各種資格確認書の場合には、ご住所等の記載もれ等がないかをご確認ください。

※住民票の写し等は発行者の印・発行日が記載されているページまで必要となります。

※郵送でのお申込みの場合、いずれかの書類の原本または写しをご用意ください。写しの場合、改めて原本の提示をお願いする場合があります。公開買付代理人より本人確認書類の記載住所に「口座開設のご案内」を転送不要郵便物として郵送し、ご本人様の確認をさせていただきます。なお、ご本人様の確認がとれない場合は、公開買付代理人に口座を開設することができません。

(注2) 専用口座は、本公開買付けの応募に係る対象者株式の売却のみに使用できる口座であり、通常の証券取引を行う総合口座とは異なりますのでご注意ください。

(注3) 株式等の譲渡所得等に関する申告分離課税について(日本の居住者である個人株主の場合)日本の居住者である個人株主の方につきましては、株主等の譲渡所得等には原則として申告分離課税が適用されます。税務上の具体的なご質問等は税理士等の専門家にご相談いただき、ご自身で判断いただきますようお願い申し上げます。

(2) 【契約の解除の方法】

応募株主等は、公開買付期間中においては、いつでも本公開買付に係る契約を解除することができます。契約の解除をする場合は、公開買付期間末日の15時30分までに、以下に指定する者の本店に「公開買付応募申込受付票」を添付の上、「本公開買付に係る契約の解除を行う旨の書面(以下「解除書面」といいます。)」を交付又は送付してください。但し、送付の場合は、解除書面が公開買付期間末日の15時30分までに、以下に指定する者の本店に到達することを条件といたします。従って、解除書面を送付する場合は、解除書面が公開買付期間末日の15時30分までに公開買付代理人に到達しなければ解除できないことにご注意ください。なお、解除書面は、下記に指定する者の本店に備え置いていますので、契約の解除をする場合は、下記に指定する者にお尋ねください。

解除書面を受領する権限を有する者

三田証券株式会社 東京都中央区日本橋兜町3番11号

(3) 【株券等の返還方法】

上記「(2) 契約の解除の方法」に記載の方法により、応募株主等が公開買付に係る契約の解除を申し出た場合には、解除手続終了後速やかに、後記「10 決済の方法」の「(4) 株券等の返還方法」に記載の方法により応募株券等を返還いたします。

(4) 【株券等の保管及び返還を行う金融商品取引業者・銀行等の名称及び本店の所在地】

三田証券株式会社 東京都中央区日本橋兜町3番11号

8 【買付け等に要する資金】

(1) 【買付け等に要する資金等】

買付代金(円)(a)	37,593,140,850
金銭以外の対価の種類	—
金銭以外の対価の総額	—
買付手数料(円)(b)	10,000,000
その他(円)(c)	2,000,000
合計(円)(a)+(b)+(c)	37,605,140,850

(注1) 「買付代金(円)(a)」欄には、本公開買付における買付予定数(9,282,257株)に本公開買付価格(4,050円)を乗じた金額を記載しています。

(注2) 「買付手数料(b)」欄には、公開買付代理人に支払う手数料の見積額を記載しています。

(注3) 「その他(c)」欄には、本公開買付に関する公告に要する費用及び公開買付説明書その他必要書類の印刷費その他諸費用につき、その見積額を記載しています。

(注4) 上記金額には消費税等は含まれていません。

(注5) その他公開買付代理人に支払われる諸経費及び弁護士報酬等がありますが、その額は本公開買付終了後まで未定です。

(2) 【買付け等に要する資金に充当しうる預金又は借入金等】

① 【届出日の前々日又は前日現在の預金】

種類	金額(千円)
普通預金	52,123,764
計(a)	52,123,764

② 【届出日前の借入金】

イ 【金融機関】

	借入先の業種	借入先の名称等	借入契約の内容	金額(千円)
1	—	—	—	—
2	—	—	—	—
計				—

ロ 【金融機関以外】

借入先の業種	借入先の名称等	借入契約の内容	金額(千円)
—	—	—	—
—	—	—	—
計			—

③ 【届出日以後に借入を予定している資金】

イ 【金融機関】

	借入先の業種	借入先の名称等	借入契約の内容	金額(千円)
1	—	—	—	—
2	—	—	—	—
計(b)				—

ロ 【金融機関以外】

借入先の業種	借入先の名称等	借入契約の内容	金額(千円)
—	—	—	—
—	—	—	—
計(c)			—

④ 【その他資金調達方法】

内容	金額(千円)
—	—
計(d)	—

⑤ 【買付け等に要する資金に充当しうる預金又は借入金等の合計】

52,123,764千円((a) + (b) + (c) + (d))

(3) 【買付け等の対価とする有価証券の発行者と公開買付者との関係等】

該当事項はありません。

9 【買付け等の対価とする有価証券の発行者の状況】

該当事項はありません。

10 【決済の方法】

(1) 【買付け等の決済をする金融商品取引業者・銀行等の名称及び本店の所在地】

三田証券株式会社 東京都中央区日本橋兜町3番11号

(2) 【決済の開始日】

2026年4月15日(水曜日)

(3) 【決済の方法】

公開買付期間終了後遅滞なく、本公開買付けによる買付け等の通知書を応募株主等(外国人株主等の場合はその常任代理人)の住所宛に郵送いたします。買付けは、現金にて行います。買付けられた株券等に係る売却代金は、応募株主等(外国人株主等の場合はその常任代理人)の指示により、決済の開始日以後遅滞なく、公開買付代理人から応募株主等(外国人株主等の場合はその常任代理人)の指定した場所へ送金するか、公開買付代理人の応募受けをした応募株主等の口座へお支払いします。

(4) 【株券等の返還方法】

下記「11 その他買付け等の条件及び方法」の「(1) 法第27条の13第4項各号に掲げる条件の有無及び内容」又は「(2) 公開買付けの撤回等の条件の有無、その内容及び撤回等の開示の方法」に記載の条件に基づき応募株券等の全部又は一部を買付けないこととなった場合には、公開買付期間末日の翌々営業日(本公開買付けの撤回等を行った場合は撤回等を行った日)以後速やかに、返還すべき株券等を応募が行われた直前の記録(応募が行われた直前の記録とは、本公開買付けへの応募注文の執行が解除された状態を意味します。)に戻します。なお、あらかじめ株券等を他の金融商品取引業者等に開設した応募株主等の口座に振り替える旨を指示した応募株主等については、当該口座に振り替えることにより返還いたします。

11 【その他買付け等の条件及び方法】

(1) 【法第27条の13第4項各号に掲げる条件の有無及び内容】

応募株券等の総数が買付予定数の下限(1,903,900株)に満たない場合は、応募株券等の全部の買付け等を行いません。応募株券等の総数が買付予定数の下限(1,903,900株)以上の場合は、応募株券等の全部の買付け等を行います。

(2) 【公開買付けの撤回等の条件の有無、その内容及び撤回等の開示の方法】

令第14条第1項第1号イ乃至ヌ及びワ乃至ネ、第3号イ乃至チ及びヌ、並びに同条第2項第3号乃至第6号に定める事項のいずれかが生じた場合は、本公開買付けの撤回等を行うことがあります。なお、本公開買付けにおいて、令第14条第1項第1号ネに定める「イからツまでに掲げる事項に準ずる事項」とは、①対象者の業務執行を決定する機関が、(a)本公開買付けに係る決済の開始日前を基準日とする剰余金の配当(株主に交付される金銭その他の財産の額が、対象者の最近事業年度の末日における単体の貸借対照表上の純資産の帳簿価額の10%に相当する額(4,606,218,200円(注))未満であると見込まれるものを除きます。)を行うことを決定した場合、若しくは上記配当を行う旨の議案を対象者の株主総会に付議することを決定した場合、又は(b)具体的な剰余金の配当の額を示さずに、本公開買付けに係る決済の開始日前を基準日とする剰余金の配当を行うことを決定した場合において、対象者の最近事業年度の末日における単体の貸借対照表上の純資産の帳簿価額の10%に相当する額を上回る規模の配当がなされる可能性がある場合、及び、②対象者の業務執行を決定する機関が、自己株式の取得(株式を取得するのと引換えに交付する金銭その他の財産の額が、4,606,218,200円(注))未満であると見込まれるものを除きます。)を行うことを決定した場合、又は上記自己株式の取得を行う旨の議案を対象者の株主総会に付議することを決定した場合をいいます。また、本公開買付けにおいて、令第14条第1項第3号ヌに定める「イからリまでに掲げる事実」に準ずる事実」とは、対象者が過去に提出した法定開示書類について、重要な事項につき虚偽の記載があり、又は記載すべき重要な事項の記載が欠けていることが判明した場合をいいます。

(注) 発行済株式総数及び自己株式の数に変動がないとすると、1株当たりの配当額は331円に相当します(具体的には、対象者有価証券報告書に記載された2025年3月末時点の対象者単体決算における純資産額46,062,182千円の10%(百万円未満を切り捨てて計算しています。)に相当する額である4,606,218,200円を本基準株式数(13,923,757株)で除し、1円未満の端数を切り上げて計算しています。)

撤回等を行おうとする場合は、電子公告を行い、その旨を日本経済新聞に掲載します。但し、公開買付け期間の末日までに公告を行うことが困難な場合は、府令第20条に規定する方法により公表し、その後直ちに公告を行います。

(3) 【買付け等の価格の引下げの条件の有無、その内容及び引下げの開示の方法】

法第27条の6第1項第1号の規定により、対象者が公開買付け期間中に令第13条第1項に定める行為を行った場合は、府令第19条第1項に定める基準により買付け等の価格の引下げを行うことがあります。

買付け等の価格の引下げを行おうとする場合は、電子公告を行い、その旨を日本経済新聞に掲載します。但し、公開買付け期間の末日までに公告を行うことが困難な場合は、府令第20条に規定する方法により公表し、その後直ちに公告を行います。買付け等の価格の引下げがなされた場合、当該公告が行われた日以前の応募株券等についても、引下げ後の買付け等の価格により買付け等を行います。

(4) 【応募株主等の契約の解除権についての事項】

応募株主等は、公開買付け期間中においては、いつでも公開買付けに係る契約を解除することができます。契約の解除の方法については、上記「7 応募及び契約の解除の方法」の「(2) 契約の解除の方法」に記載の方法によるものとします。

なお、公開買付者は応募株主等による契約の解除があった場合においても、損害賠償又は違約金の支払いを応募株主等に請求しません。また、応募株券等の返還に要する費用も公開買付者の負担とします。解除を申し出られた場合には、応募株券等は当該解除の申出に係る手続終了後速やかに上記「10 決済の方法」の「(4) 株券等の返還方法」に記載の方法により返還します。

(5) 【買付条件等の変更をした場合の開示の方法】

公開買付者は、公開買付期間中、法第27条の6第1項及び令第13条により禁止される場合を除き、買付条件等の変更を行うことがあります。買付条件等の変更を行おうとする場合は、その変更内容等につき電子公告を行い、その旨を日本経済新聞に掲載します。但し、公開買付期間の末日までに公告を行うことが困難な場合は、府令第20条に規定する方法により公表を行い、その後直ちに公告を行います。買付条件等の変更がなされた場合、当該公告が行われた日以前の応募株券等についても、変更後の買付条件等により買付け等を行います。

(6) 【訂正届出書を提出した場合の開示の方法】

訂正届出書を関東財務局長に提出した場合(但し、法第27条の8第11項但書に規定する場合を除きます。)は、直ちに訂正届出書に記載した内容のうち、公開買付開始公告に記載した内容に係るものを府令第20条に規定する方法により公表します。また、直ちに公開買付説明書を訂正し、かつ、既に公開買付説明書を交付している応募株主等に対しては、訂正した公開買付説明書を交付して訂正します。但し、訂正の範囲が小範囲に止まる場合には、訂正の理由、訂正した事項及び訂正後の内容を記載した書面を作成し、その書面を応募株主等に交付する方法により訂正します。

(7) 【公開買付けの結果の開示の方法】

本公開買付けの結果については、公開買付期間の末日の翌日に、令第9条の4及び府令第30条の2に規定する方法により公表します。

(8) 【その他】

本公開買付けは、直接間接を問わず、米国内において若しくは米国に向けて行われるものではなく、また米国の郵便その他の州際通商若しくは国際通商の方法・手段(ファクシミリ、電子メール、インターネット通信、テレックス及び電話を含みますが、これらに限りません。)を利用して行われるものでもなく、更に米国の証券取引所施設を通じて行われるものでもありません。上記方法・手段により、若しくは上記施設を通じて、又は米国内から本公開買付けに応募することはできません。

また、本書又は関連する買付書類は、米国内において若しくは米国に向けて、又は米国内から、郵送その他の方法によって送付又は配布されるものではなく、かかる送付又は配布を行うことはできません。上記制限に直接又は間接に違反する本公開買付けへの応募はお受けできません。

本公開買付けへの応募に際し、応募株主等(外国人株主等の場合は常任代理人)は公開買付代理人に対し、以下の表明及び保証を行うことを求められることがあります。

応募株主等が応募の時点及び公開買付応募申込書送付の時点のいずれにおいても米国に所在していないこと。本公開買付けに関するいかなる情報(その写しを含みます。)も、直接間接を問わず、米国内において若しくは米国に向けて、又は米国内から、これを受領したり送付したりしていないこと。買付け等若しくは公開買付応募申込書の署名交付に関して、直接間接を問わず、米国の郵便その他の州際通商若しくは国際通商の方法・手段(ファクシミリ、電子メール、インターネット通信、テレックス及び電話を含みますが、これらに限りません。)又は米国内の証券取引所施設を使用していないこと。他の者の裁量権のない代理人又は受託者・受任者として行動する者ではないこと(当該他の者が買付け等に関する全ての指示を米国外から与えている場合を除きます。)

第2 【公開買付者の状況】

1 【会社の場合】

(1) 【会社の概要】

① 【会社の沿革】

年 月	事 項
1986年 8 月	本店所在地を東京都港区麻布台一丁目 9 番10号とする株式会社として設立
2008年 9 月	本店所在地を東京都港区南青山三丁目 8 番37号に移転
2016年 3 月	本店所在地を東京都渋谷区東三丁目22番14号に移転
2023年 9 月	本店所在地を東京都渋谷区南平台町 3 番 8 号に移転

② 【会社の目的及び事業の内容】

イ. 会社の目的

公開買付者は、次の事業を営むことを目的としております。

1. 有価証券の保有、運用及び投資
2. 企業経営及び財務のコンサルティング
3. 前各号に附帯する一切の事業

ロ. 事業の内容

公開買付者は、有価証券の保有、運用及び投資を主な事業として取り組んでおります。

③ 【資本金の額及び発行済株式の総数】

(2026年 2 月 25 日現在)

資本金の額(円)	発行済株式の総数(株)
10,000,000	81,000(注)

(注) 当該発行済株式の総数には、自己株式78,446株が含まれております。

④ 【大株主】

(2026年 2 月 25 日現在)

氏名又は名称	住所又は所在地	所有株式数 (株)	発行済株式(自己株式を除く。)の総数 に対する所有株式数 の割合(%)
株式会社シティインデックスファースト	東京都台東区蔵前三丁目13番14号	1,277	50.00
株式会社シティインデックスフィフス	東京都渋谷区南平台町 9 番 1 号	1,277	50.00
計	—	2,554	100.00

⑤ 【役員の職歴及び所有株式の数】

(2026年2月25日現在)

役名	職名	氏名	生年月日	職歴	所有株式数 (千株)
代表取締役	—	福島 啓修	1959年7月 13日	1982年4月 オリエント・リース株式会社(現オリックス㈱)入社 1999年10月 オリックス㈱投資銀行本部マネージングダイレクター 2006年10月 同社投資銀行本部副本部長 2008年10月 同社リスク管理本部副本部長 2014年12月 公開買付者代表取締役(現任) 2016年9月 株式会社シティインデックスイレブンス代表取締役社長(現任)	—
取締役	—	中島 章智	1960年12月 19日	1986年4月 弁護士登録 2001年1月 中島・宮本法律事務所(現銀座数寄屋通り法律事務所)開設 2008年9月 公開買付者取締役(現任)	—
監査役	—	豊田 亜希子	1974年8月 15日	2004年10月 弁護士登録 中島・宮本・畑中法律事務所(現銀座数寄屋通り法律事務所)入所 2008年9月 公開買付者監査役(現任)	—
計					—

(2) 【経理の状況】

1 財務諸表の作成方法について

公開買付者の第41期事業年度(2024年8月1日から2025年7月31日)の財務諸表は、「財務諸表等の用語、様式及び作成方法に関する規則」(昭和38年大蔵省令第59号。その後の改正を含みます。)に基づいて作成しております。

2 監査証明について

公開買付者の第41期事業年度(2024年8月1日から2025年7月31日)の財務諸表は監査法人又は公認会計士の監査を受けておりません。また、公開買付者は、連結財務諸表を作成しておりません。

① 【貸借対照表】

(単位：円)

	第41期事業年度 (2025年7月31日)
資産の部	
流動資産	
現金・預金	416,749,858
立替金	4,440,649
未収入金	91,920,754
未収還付法人税等	1,178,835,593
流動資産合計	1,691,946,854
固定資産	
有形固定資産	
工具器具備品	4
有形固定資産合計	4
無形固定資産	
電話加入権	25,886
無形固定資産合計	25,886
投資その他の資産	
投資有価証券	33,825,289,569
関係会社株式	8,028,000,000
出資金	12,816,280
長期貸付金	2,109,997
未収社債利息	207,123
投資その他の資産合計	41,868,422,969
固定資産合計	41,868,448,859
資産の部合計	43,560,395,713

負債の部	
流動負債	
未払金	9,630,048
未払法人税等	70,000
未払消費税	18,000
預り金	493,334
前受金	544,578,570
流動負債合計	554,789,952
負債の部合計	554,789,952
純資産の部	
株主資本	
資本金	10,000,000
利益剰余金	56,396,023,657
利益準備金	2,500,000
その他利益剰余金	56,393,523,657
繰越利益剰余金	56,393,523,657
(うち当期純利益金額)	35,388,683,787
自己株式	-21,007,000,000
評価・換算差額	
その他有価証券評価差額金	7,606,582,104
純資産合計	43,005,605,761
負債・純資産の部合計	43,560,395,713

② 【損益計算書】

(単位：円)

	第41期事業年度 (自 2024年8月1日 至 2025年7月31日)
売上総利益	0
販売費及び一般管理費	85,753,510
営業損失	85,753,510
営業外収益	
受取利息	6,328,088
受取配当金	51,828,830,154
雑収入	3,509,099
営業外収益合計	51,838,667,341
営業外費用	
社債利息	22,371,083
営業外費用合計	22,371,083
経常利益	51,730,542,748
特別利益	
投資有価証券売却益	6,056,141,093
特別利益合計	6,056,141,093
特別損失	
関係会社株式売却損	11,359,179,595
投資有価証券売却損	11,038,750,459
特別損失合計	22,397,930,054
税引前当期純利益	35,388,753,787
法人税、住民税及び事業税	70,000
当期純利益	35,388,683,787

③ 【株主資本等変動計算書】

(単位:円)

		第41期事業年度 (自 2024年8月1日 至 2025年7月31日)
株主資本		
資本金	当期首残高	10,000,000
	当期末残高	10,000,000
利益剰余金		
利益準備金	当期首残高	2,500,000
	当期末残高	2,500,000
その他利益剰余金		
繰越利益剰余金	当期首残高	21,004,839,870
	当期変動額	当期純利益額
		35,388,683,787
	当期末残高	56,393,523,657
利益剰余金合計	当期首残高	21,007,339,870
	当期変動額	35,388,683,787
	当期末残高	56,396,023,657
自己株式	当期首残高	-21,007,000,000
	当期末残高	-21,007,000,000
株主資本合計	当期首残高	10,339,870
	当期変動額	35,388,683,787
	当期末残高	35,399,023,657
評価・換算差額等		
その他有価証券	当期首残高	0
	当期変動額	株式評価差額金洗替
		7,606,582,104
	当期末残高	7,606,582,104
評価・換算差額等合計	当期首残高	0
	当期変動額	7,606,582,104
	当期末残高	7,606,582,104
純資産の部合計	当期首残高	10,399,870
	当期変動額	42,995,265,891
	当期末残高	43,005,605,761

(3) 【継続開示会社たる公開買付者に関する事項】

① 【公開買付者が提出した書類】

イ 【有価証券報告書及びその添付書類】

ロ 【半期報告書】

ハ 【訂正報告書】

② 【上記書類を縦覧に供している場所】

2 【会社以外の団体の場合】

該当事項はありません。

3 【個人の場合】

該当事項はありません。

第3 【公開買付者及びその特別関係者による株券等の所有状況及び取引状況】

1 【株券等の所有状況】

(1) 【公開買付者及び特別関係者による株券等の所有状況の合計】

(2026年2月25日現在)

	所有する株券等の数	令第7条第1項第2号に該当する株券等の数	令第7条第1項第3号に該当する株券等の数
株券	46,415(個)	—(個)	—(個)
新株予約権証券	—	—	—
新株予約権付社債券	—	—	—
株券等信託受益証券()	—	—	—
株券等預託証券()	—	—	—
合計	46,415	—	—
所有株券等の合計数	46,415	—	—
(所有潜在株券等の合計数)	(—)	—	—

(2) 【公開買付者による株券等の所有状況】

該当事項はありません。

(3) 【特別関係者による株券等の所有状況（特別関係者合計）】

(2026年2月25日現在)

	所有する株券等の数	令第7条第1項第2号に該当する株券等の数	令第7条第1項第3号に該当する株券等の数
株券	46,415(個)	—(個)	—(個)
新株予約権証券	—	—	—
新株予約権付社債券	—	—	—
株券等信託受益証券()	—	—	—
株券等預託証券()	—	—	—
合計	46,415	—	—
所有株券等の合計数	46,415	—	—
(所有潜在株券等の合計数)	(—)	—	—

(注) 特別関係者である野村氏は、本書提出日現在、対象者株式を3,700株(所有割合:0.03%)所有しておりますが、小規模所有者であるため、本項における所有状況に含めておりません。

(4) 【特別関係者による株券等の所有状況（特別関係者ごとの内訳）】

① 【特別関係者】

(2026年2月25日現在)

氏名又は名称	湯沢株式会社
住所又は所在地	東京都渋谷区渋谷二丁目19番15号
職業又は事業の内容	1. 投資業 2. 有価証券の保有、運用及び投資 3. 不動産の売買、賃貸及び管理 4. 経営コンサルティング 5. 前各号に付帯関連する一切の事業
連絡先	連絡者 代表取締役 三枝昭仁 連絡場所 東京都渋谷区渋谷二丁目19番15号 電話番号 050-1730-4499
公開買付者との関係	公開買付者との間で、共同して対象者株式の取得を合意している者 公開買付者との間で、共同して株主として議決権その他の権利を行使することを合意している者

② 【所有株券等の数】

湯沢株式会社

(2026年2月25日現在)

	所有する株券等の数	令第7条第1項第2号に該当する株券等の数	令第7条第1項第3号に該当する株券等の数
株券	46,415(個)	—(個)	—(個)
新株予約権証券	—	—	—
新株予約権付社債券	—	—	—
株券等信託受益証券()	—	—	—
株券等預託証券()	—	—	—
合計	46,415	—	—
所有株券等の合計数	46,415	—	—
(所有潜在株券等の合計数)	(—)	—	—

2 【株券等の取引状況】

(1) 【届出日前60日間の取引状況】

該当事項はありません。

3 【当該株券等に関して締結されている重要な契約】

(1) 本不応募合意

公開買付者は、2026年2月24日付で、湯沢との間で本不応募合意を締結しております。本不応募合意の詳細につきましては、上記「第1 公開買付要項」の「3. 買付け等の目的」の「(6) 本公開買付けに関する重要な合意に関する事項」をご参照ください。

(2) 本応募契約

公開買付者は、2026年2月24日付で、本応募合意株主との間で本応募契約を締結しております。本応募契約の詳細につきましては、上記「第1 公開買付要項」の「3. 買付け等の目的」の「(6) 本公開買付けに関する重要な合意に関する事項」をご参照ください。

(3) 本取引基本契約

公開買付者は、2026年2月24日付で、湯沢、対象者及びツムラとの間で本取引基本契約を締結しております。本取引基本契約の詳細につきましては、上記「第1 公開買付要項」の「3. 買付け等の目的」の「(6) 本公開買付けに関する重要な合意に関する事項」をご参照ください。

4 【届出書の提出日以後に株券等の買付け等を行う旨の契約】

該当事項はありません。

第4 【公開買付者と対象者との取引等】

1 【公開買付者と対象者又はその役員との間の取引の有無及び内容】

該当事項はありません。

2 【公開買付者と対象者又はその役員との間の合意の有無及び内容】

① 本公開買付けへの賛同

対象者プレスリリースによれば、対象者は、2026年2月24日開催の対象者取締役会において、本公開買付けに賛同の意見を表明するとともに、対象者の株主の皆様に対して、本公開買付けに応募するか否かについては対象者の株主の皆様のご判断に委ねる旨の決議をしたとのことです。

詳細については、対象者プレスリリース及び上記「第1 公開買付要項」の「3 買付け等の目的」の「(2) 本公開買付けの実施を決定するに至った背景、理由及び意思決定の過程、並びに本公開買付け後の経営方針」の「② 対象者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」及び「(3) 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「⑦ 対象者における利害関係を有しない取締役(監査等委員である取締役を含む。)全員の承認」をご参照ください。

② 本取引基本契約

公開買付者は、2026年2月24日付で、湯沢、対象者及びツムラとの間で本取引基本契約を締結しております。本取引基本契約の詳細につきましては、上記「第1 公開買付要項」の「3. 買付け等の目的」の「(6) 本公開買付けに関する重要な合意に関する事項」をご参照ください。

第5 【対象者の状況】

1 【最近3年間の損益状況等】

(1) 【損益の状況】

決算年月	—	—	—
売上高	—	—	—
売上原価	—	—	—
販売費及び一般管理費	—	—	—
営業外収益	—	—	—
営業外費用	—	—	—
当期純利益(当期純損失)	—	—	—

(2) 【1株当たりの状況】

決算年月	—	—	—
1株当たり当期純損益	—	—	—
1株当たり配当額	—	—	—
1株当たり純資産額	—	—	—

2 【株価の状況】

(単位：円)

金融商品取引所名 又は認可金融商品 取引業協会名	東京証券取引所 プライム市場						
	2025年 8月	9月	10月	11月	12月	2026年 1月	2月
最高株価	4,085	4,035	4,595	4,690	5,500	4,850	4,720
最低株価	3,215	3,895	3,880	4,080	4,305	4,220	4,160

(注1) 2026年2月については、同月24日までのものです。

3 【株主の状況】

(1) 【所有者別の状況】

年 月 日現在

区分	株式の状況(1単元の株式数 株)							単元未満株式の状況(株)	
	政府及び地方公共団体	金融機関	金融商品取引業者	その他の法人	外国法人等		個人その他		計
					個人以外	個人			
株主数(人)	—	—	—	—	—	—	—	—	
所有株式数(単位)	—	—	—	—	—	—	—	—	
所有株式数の割合(%)	—	—	—	—	—	—	—	—	

(2) 【大株主及び役員の所有株式の数】

① 【大株主】

年 月 日現在

氏名又は名称	住所又は所在地	所有株式数(株)	発行済株式(自己株式を除く。)の総数に対する所有株式数の割合(%)
—	—	—	—
—	—	—	—
—	—	—	—
—	—	—	—
計	—	—	—

② 【役員】

年 月 日現在

氏名	役名	職名	所有株式数(株)	発行済株式(自己株式を除く。)の総数に対する所有株式数の割合(%)
—	—	—	—	—
—	—	—	—	—
—	—	—	—	—
—	—	—	—	—
計	—	—	—	—

4 【継続開示会社たる対象者に関する事項】

(1) 【対象者が提出した書類】

① 【有価証券報告書及びその添付書類】

事業年度 第106期(自 2023年4月1日 至 2024年3月31日)
2024年6月27日 関東財務局長に提出
事業年度 第107期(自 2024年4月1日 至 2025年3月31日)
2025年6月26日 関東財務局長に提出

② 【半期報告書】

事業年度 第108期中(自2025年4月1日 至 2025年9月30日)
2025年10月31日 関東財務局長に提出

③ 【臨時報告書】

該当事項はありません。

④ 【訂正報告書】

該当事項はありません。

(2) 【上記書類を縦覧に供している場所】

養命酒製造株式会社 本店
(東京都渋谷区南平台町16番25号)
養命酒製造株式会社 大阪支店
(大阪府大阪市福島区福島6丁目2番6号)
株式会社東京証券取引所
(東京都中央区日本橋兜町2番1号)

5 【伝達を受けた公開買付け等の実施に関する事実の内容等】

該当事項はありません。

6 【その他】

(1) 「2026年3月期第3四半期決算短信〔日本基準〕(非連結)」の公表

対象者は、2026年1月29日に対象者決算短信を公表しております。詳細につきましては、当該公表の内容をご参照ください。

(2) 「特別損失の計上に伴う通期業績予想の修正、期末配当予想の修正(無配)、株主優待制度の廃止及び中期経営計画の取り下げに関するお知らせ」の公表

対象者は、2026年2月24日開催の取締役会において、(i)2026年3月期通期業績予想を修正すること、(ii)本公開買付けが成立することを条件に、対象者が2025年5月13日に公表した2026年3月期の期末配当予想を修正し、2026年3月期の期末配当を行わないこと、(iii)本公開買付けが成立することを条件に、2027年3月期より株主優待制度を廃止すること、(iv)本中期経営計画における計画数値を取り下げることとを決議したとのことです。詳細につきましては、対象者が2026年2月25日付で公表した「特別損失の計上に伴う通期業績予想の修正、期末配当予想の修正(無配)、株主優待制度の廃止及び中期経営計画の取り下げに関するお知らせ」をご参照ください。

【対象者に係る主要な経営指標等の推移】

主要な経営指標等の推移

回次		第103期	第104期	第105期	第106期	第107期
決算年月		2021年3月	2022年3月	2023年3月	2024年3月	2025年3月
売上高	(千円)	10,383,596	10,577,246	10,647,235	10,242,250	10,017,259
経常利益	(千円)	1,009,759	1,361,726	1,480,619	949,386	626,753
当期純利益	(千円)	807,559	949,899	1,020,603	952,820	679,583
持分法を適用した場合の投資利益	(千円)	—	—	—	—	—
資本金	(千円)	1,650,000	1,650,000	1,650,000	1,650,000	1,650,000
発行済株式総数	(株)	16,500,000	16,500,000	16,500,000	16,500,000	16,500,000
純資産額	(千円)	41,564,510	42,179,613	42,790,175	46,642,973	46,062,182
総資産額	(千円)	47,869,986	48,614,142	49,562,737	54,417,812	53,518,979
1株当たり純資産額	(円)	3,018.77	3,058.44	3,097.62	3,371.71	3,325.39
1株当たり配当額 (うち1株当たり 中間配当額)	(円)	40.00 (—)	40.00 (—)	55.00 (—)	45.00 (—)	45.00 (—)
1株当たり当期純利益	(円)	58.67	68.91	73.92	68.90	49.08
潜在株式調整後 1株当たり当期純利益	(円)	—	—	—	—	—
自己資本比率	(%)	86.8	86.8	86.3	85.7	86.1
自己資本利益率	(%)	2.0	2.3	2.4	2.1	1.5
株価収益率	(倍)	32.5	25.5	25.3	27.3	59.9
配当性向	(%)	68.2	58.0	74.4	65.3	91.7
営業活動による キャッシュ・フロー	(千円)	1,409,177	1,806,702	1,748,376	667,517	473,118
投資活動による キャッシュ・フロー	(千円)	△217,201	△1,399,038	△1,451,940	2,313,757	△1,194,033
財務活動による キャッシュ・フロー	(千円)	△551,495	△551,808	△554,767	△760,146	△623,028
現金及び現金同等物の 期末残高	(千円)	2,575,338	2,432,696	2,173,985	4,394,876	3,050,818
従業員数 (ほか、平均臨時雇用人員)	(名)	291 (42)	292 (55)	290 (60)	301 (63)	314 (83)
株主総利回り (比較指標：配当込み TOPIX)	(%) (%)	99.3 (142.1)	93.7 (145.0)	102.2 (153.4)	105.2 (216.8)	161.5 (213.4)
最高株価	(円)	2,000	1,920	1,910	1,934	2,988
最低株価	(円)	1,733	1,710	1,691	1,803	1,885

- (注) 1. 持分法を適用した場合の投資利益については、関連会社がないため記載しておりません。
2. 潜在株式調整後1株当たり当期純利益については、潜在株式が存在しないため記載しておりません。
3. 2025年3月期の1株当たり配当額45円00銭については、2025年6月27日開催予定の定時株主総会の決議事項になっております。
4. 対象者は連結財務諸表を作成しておりませんので、連結会計年度に係る主要な経営指標等の推移については記載しておりません。
5. 第105期の1株当たり配当額55円には、創立100周年記念配当10円を含んでおります。
6. 最高株価及び最低株価は、2022年4月3日以前は東京証券取引所市場第一部におけるものであり、2022年4月4日以降は東京証券取引所プライム市場におけるものであります。
7. 「収益認識に関する会計基準」(企業会計基準第29号 2020年3月31日)等を第104期の期首から適用しており、第104期以降に係る主要な経営指標等については、当該会計基準等を適用した後の指標等となっております。