

株式の併合に係る事前開示書面

(会社法第 182 条の 2 第 1 項及び会社法施行規則第 33 条の 9 に定める書面)

2024 年 4 月 19 日

株式会社ペイロール

2024年4月19日
株式会社ペイロール
代表取締役社長 湯浅 哲哉

株式の併合に係る事前開示事項

当社は、2024年4月5日開催の取締役会において、2024年5月8日開催予定の臨時株主総会（以下「本臨時株主総会」といいます。）に当社の普通株式（以下「当社株式」といいます。）の併合（以下「本株式併合」といいます。）に関する議案を付議することを決議いたしました。

本株式併合に関し、会社法（平成17年法律第86号。その後の改正を含みます。以下同じです。）第182条の2第1項及び会社法施行規則（平成18年法務省令第12号。その後の改正を含みます。）第33条の9に掲げる事項は下記のとおりです。

記

1. 会社法第180条第2項各号に掲げる事項

(1) 併合の割合

当社株式721,000株を1株に併合いたします。

(2) 株式の併合がその効力を生じる日（効力発生日）

2024年6月12日

(3) 効力発生日における発行可能株式総数

92株

2. 会社法第180条第2項第1号に掲げる事項についての定め相当性に関する事項

本株式併合における併合の割合は、当社株式について721,000株を1株に併合するものです。下記「(1) 株式併合を行う理由」に記載のとおり、本株式併合は、当社の株主を株式会社TAアソシエイツジャパン1号（以下「公開買付者」といいます。）及び湯浅哲哉氏（以下「湯浅氏」といいます。）のみとすることを目的として行われるものであり、同記載の経緯を経て本取引（以下に定義します。）の一環として行われた本公開買付け（以下に定義します。）が成立したこと、及び以下の各事項から、本株式併合における併合の割合は相当であると判断しております。

す。

(1) 株式併合を行う理由

2024年1月24日付「MBOの実施及び応募の推奨に関するお知らせ」（同年2月22日付「(変更)『MBOの実施及び応募の推奨に関するお知らせ』の一部変更のお知らせ」による変更を含みます。以下「本意見表明プレスリリース」といいます。)にてお知らせいたしましたとおり、公開買付者は、2024年1月24日に、株式会社東京証券取引所（以下「東京証券取引所」といいます。）のグロース市場（以下「東京証券取引所グロース市場」といいます。）に上場している当社株式及び本新株予約権（注1）の全て（但し、本新株予約権の行使により交付される当社株式を含み、当社が所有する自己株式並びに当社の代表取締役社長であり当社の株主である湯浅氏が所有する当社株式及び本新株予約権の全て（但し、本新株予約権の行使により交付される当社株式を含みます。）を除きます。）を取得し、当社株式を非公開化するための一連の取引（以下「本取引」といいます。）、いわゆるマネジメント・バイアウト（MBO）（注2）の一環として、当社株式及び本新株予約権に対する公開買付け（以下「本公開買付け」といいます。）を開始することを決定しました。

（注1）「本新株予約権」とは、以下の新株予約権を総称していいます。

- ① 2017年12月14日開催の当社取締役会の決議に基づき発行された第1回新株予約権（行使期間は2019年12月16日から2027年12月13日まで）
- ② 2017年12月14日開催の当社取締役会の決議に基づき発行された第2回新株予約権（行使期間は2019年12月16日から2027年12月13日まで）
- ③ 2017年12月14日開催の当社取締役会の決議に基づき発行された第3回新株予約権（行使期間は2019年12月16日から2027年12月13日まで）

（注2）「マネジメント・バイアウト（MBO）」とは、公開買付者が対象者の役員である公開買付け（公開買付者が対象者の役員の依頼に基づき公開買付けを行う者であって対象者の役員と利益を共通にする者である公開買付けを含みます。）をいいます（東京証券取引所の有価証券上場規程第441条参照）。

そして、2024年3月12日付「株式会社TAアソシエイツジャパン1号による当社株券等に対する公開買付けの結果並びに親会社及び主要株主である筆頭株主の異動に関するお知らせ」（以下「本公開買付け結果プレスリリース」といいます。）にてお知らせいたしましたとおり、公開買付者は、2024年1月25日から同年3月11日までを買付け等の期間（以下「公開買付期間」といいます。）とする本公開買付けを行い、その結果、本公開買付けの決済の開始日である2024年3月18日をもって、当社株式16,014,410株（所有割合（注3）：87.03%）を所有するに至りました。

（注3）「所有割合」とは、(i)当社が2023年11月14日付で提出した「第7期第2四半期報告書」（以下「当社四半期報告書」といいます。）に記載された2023年9月30日

現在の当社の発行済株式数（18,028,800株）に、（ii）当社が2023年6月28日付で提出した第6期有価証券報告書に記載された2023年3月31日現在の全ての本新株予約権（5,184個）から、2023年4月1日以降2023年9月30日までに行使され又は消滅した本新株予約権（411個）を除いた数の本新株予約権（4,773個）の目的である当社株式数（477,300株）を加算した数（18,506,100株）から、（iii）当社四半期報告書に記載された2023年9月30日現在の当社が所有する自己株式数（104,499株）を控除した株式数（18,401,601株）に対する割合（小数点以下第三位を四捨五入しております。）をいいます。以下同じです。なお、2023年9月30日現在残存する本新株予約権の内訳は以下のとおりです。

本新株予約権の名称	2023年9月30日現在の個数	目的となる当社株式の数
第1回新株予約権	1,643個	164,300株
第2回新株予約権	730個	73,000株
第3回新株予約権	2,400個	240,000株
合計	4,773個	477,300株

当社は、本意見表明プレスリリースの「3. 本公開買付けに関する意見の内容、根拠及び理由」の「（2）意見の根拠及び理由」の「③当社が本公開買付けに賛同するに至った意思決定の過程及び理由」にてお知らせいたしましたとおり、2023年11月2日に、TA Associates Management, L.P. 及びそのグループ（以下、個別に又は総称して「TA」といいます。）から本取引に関する正式な意向を表明する提案書を受領し本取引の実行の是非に関してTAとの間で協議・交渉を開始しました。

その後、当社は、下記「（2）親会社等がある場合における当該親会社等以外の当社の株主の利益を害さないように留意した事項」に記載のとおり、本公開買付けを含む本取引に係る当社の意思決定に慎重を期し、当社取締役会の意思決定過程における恣意性及び利益相反のおそれを排除し、その公正性を担保することを目的として、2023年11月6日に開催した当社取締役会において、本取引の提案を検討するための特別委員会（以下「本特別委員会」といいます。本特別委員会の構成及び具体的な活動内容等については、下記「（2）親会社等がある場合における当該親会社等以外の当社の株主の利益を害さないように留意した事項」の「③当社における独立した特別委員会の設置及び答申書の取得」をご参照ください。）を設置しました。また、当社は、2023年11月6日付でTA、公開買付者、株式会社TAアソシエイツジャパン2号（以下「公開買付者親会社」といいます。）、湯浅氏、クレアシオン・キャピタル株式会社（以下「クレアシオン・キャピタル」といいます。）及び当社（以下、総称して「公開買付関連当事者」といいます。）から独立したリーガル・アドバイザーとして西村あさひ法律事務所・外国法共同事業（以下「西村あさひ」といいます。）を、フィナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関

として PwC アドバイザリー合同会社（以下「PwC アドバイザリー」といいます。）を選任しました。また、公開買付関連当事者から独立した社内検討体制を構築するため、本取引の特別利害関係取締役等に該当する湯浅氏及びクレアシオン・キャピタルのマネージングディレクターを兼任している当社の社外取締役である浅野靖成氏（以下「浅野氏」といいます。）については、本取引に関連した当社取締役会の審議及び決議には一切参加させず、当社の立場において TA、湯浅氏及び公開買付者との協議及び交渉にも一切参加させませんでした。このように、当社は、本取引に関する提案を検討するための体制を整備し、検討を進めてまいりました。

上記の体制の下、当社は、本取引の目的を含む本公開買付けの概要、本取引が当社に与える影響、本取引後の経営方針の内容や足元の株価動向を踏まえ、本公開買付けにおける当社株式 1 株当たりの買付け等の価格（以下「本公開買付価格」といいます。）を含む本取引の諸条件について、本特別委員会により事前に確認された交渉方針や交渉上重要な局面における本特別委員会からの意見・指示・要請等に基づいて、西村あさひ及び PwC アドバイザリーの助言を受けながら、TA、湯浅氏及び公開買付者との間で複数回にわたる協議・検討を重ねてまいりました。

本公開買付価格及び本公開買付けにおける本新株予約権 1 個当たりの買付け等の価格（以下「本新株予約権買付価格」といいます。）については、当社は、2023 年 12 月 11 日付で、TA から本公開買付価格を 1,100 円、本新株予約権買付価格を 59,000 円とする、1 回目の提案（以下「第 1 回提案」といいます。）を書面にて受けた後、PwC アドバイザリーから受けた当社株式の株式価値に係る初期的試算結果の報告内容及び本特別委員会の意見を踏まえた上で、2023 年 12 月 13 日、TA に対して、第 1 回提案における本公開買付価格及び本新株予約権買付価格は、当社の一般株主の利益に十分に配慮された金額とはいえないとして、本公開買付価格及び本新株予約権買付価格の再考の要請を書面にて行いました。その後、当社は、2023 年 12 月 18 日付で、TA から本公開買付価格を 1,200 円、本新株予約権買付価格を 69,000 円とする、2 回目の提案（以下「第 2 回提案」といいます。）を書面にて受けた後、本特別委員会の意見を踏まえた上で、2023 年 12 月 21 日、TA に対して、第 2 回提案における本公開買付価格及び本新株予約権買付価格は、依然として当社の一般株主の利益に十分に配慮された金額とはいえないとして、本公開買付価格及び本新株予約権買付価格の再考の要請を書面にて行いました。その後、当社は、2024 年 1 月 18 日付で、TA から本公開買付価格を 1,380 円、本新株予約権買付価格を 87,000 円とする、法的拘束力のある最終提案（以下「本最終提案」といいます。）を書面にて受けた後、本特別委員会の意見を踏まえた上で、2024 年 1 月 18 日、TA に対して、本最終提案における本公開買付価格及び本新株予約権買付価格は、当社の一般株主の利益に配慮された金額と評価し得るものの、当社の一般株主の利益を最大限追求するという観点から、更なる引上げの余地がないか、再度検討を求めたいとして、本公開買付価格及び本新株予約権買付価格の再考の要請を書面にて行いました。その後、当社は、2024 年 1 月 19 日付で、TA から、本公開買付価格及び本新株予約権買付価格を再考したものの、本最終提案において提案した本公開買付価格及び

本新株予約権買付価格を引き上げることは困難である旨の回答を書面にて受けた後、本特別委員会の意見を踏まえた上で、2024年1月22日付で、当社株式に係る市場環境や本取引に係る状況に重大な変更が生じないことを前提に、本最終提案における本公開買付価格及び本新株予約権買付価格は、当社の少数株主及び本新株予約権の所有者（以下「本新株予約権者」といいます。）が享受すべき利益が確保された妥当な価格であり、本公開買付けは合理的な株式及び新株予約権の売却の機会を提供するものであることを理由として、本最終提案に応諾する旨の回答を書面にて行いました。なお、当社は、2024年1月24日開催の当社取締役会において、2024年1月22日から同月24日までの間に、当社株式に係る市場環境や本取引に係る状況に重大な変更は生じていないと判断しております。

さらに、当社は、西村あさひから、本取引に関する諸手続を含む当社取締役会の意思決定の方法及び過程その他の留意点について、必要な法的助言を受けるとともに、本特別委員会から2024年1月24日付で答申書（以下「本答申書」といいます。）の提出を受けました（本答申書の概要及び本特別委員会の具体的な活動については、下記「（2）親会社等がある場合における当該親会社等以外の当社の株主の利益を害さないように留意した事項」の「③当社における独立した特別委員会の設置及び答申書の取得」をご参照ください。）。その上で、当社は、PwCアドバイザーから受けた財務的見地からの助言及び同社から2024年1月23日付で取得した株式価値算定書（以下「本株式価値算定書」といいます。本株式価値算定書の概要については、下記「（2）親会社等がある場合における当該親会社等以外の当社の株主の利益を害さないように留意した事項」の「①当社における独立した第三者算定機関からの株式価値算定書の取得」をご参照ください。）、並びに西村あさひから得た法的助言を踏まえつつ、本特別委員会から提出された本答申書の内容を最大限に尊重しながら、本取引を通じて当社の企業価値を向上させることができるか、本取引は公正な手続を通じて行われることにより少数株主の享受すべき利益が確保されるものとなっているか等の観点から慎重に協議を行いました。

その結果、当社は、以下の点等を踏まえると、本意見表明プレスリリースの「3. 本公開買付けに関する意見の内容、根拠及び理由」の「（2）意見の根拠及び理由」の「②公開買付者が本公開買付けの実施を決定するに至った背景、目的及び意思決定の過程並びに本公開買付け後の経営方針」の「（i）公開買付者が本公開買付けの実施を決定するに至った背景、目的及び意思決定の過程」に記載の公開買付者が企図する施策の内容は合理的であり、本取引が当社及び株式会社HRテクノロジーソリューションズ（以下、総称して「当社グループ」といいます。）の企業価値向上に資するものであると考えるに至りました。

- (a) 本意見表明プレスリリースの「3. 本公開買付けに関する意見の内容、根拠及び理由」の「（2）意見の根拠及び理由」の「②公開買付者が本公開買付けの実施を決定するに至った背景、目的及び意思決定の過程並びに本公開買付け後の経営方針」の「（i）公開買付

者が本公開買付けの実施を決定するに至った背景、目的及び意思決定の過程」に記載のとおり、当社グループが事業を展開する給与計算業務のアウトソーシング市場は、政府の提唱する「働き方改革」により各企業が行う長時間労働是正の手段として、アウトソーシングを活用し、コア業務に注力することに対する機運が高まっていることから需要が拡大しており、今後も発展していくことが見込まれると認識しております。一方で、2021年6月の新規上場の際に想定されていた以上に競合他社とのサービス力、価格を含めた競争が激化している状況にあります。このような経営環境の変化に対応しつつ、当社が中期的な成長を実現するためには、(a) 新基幹システム (P3) (以下「P3システム」といいます。)の開発・移行、(b) 優秀な人材の採用・育成の強化、定着化、(c) 新たな顧客群の獲得といった経営課題に早急に対処すべきであると考えております。但し、旧基幹システム (SEP2000) (以下「SEPシステム」といいます。) からP3システムへの移行 (以下「クラウドシフト (PX)」) においては、両システムの維持費、クラウドシフト (PX) 推進に係る工数増加に社内リソースが割かれること等により、一時的に当社グループの成長スピードが鈍化することを懸念しており、当社グループは中長期的な目線での経営の舵取りを求められております。

- (b) 他方で、公開買付者は、①給与エンジン及びワークフローテクノロジープラットフォームの洗練、②既存のサービスを拡大するための投資、③人工知能や機械学習の要素の給与サービスワークフローへの統合、④給与計算業務の同領域・近接領域の企業の買収、⑤当社の既存顧客基盤への新規ソリューションのクロスセルといった具体的な施策 (以下「企業価値向上施策」といいます。) を企図しているとのこと。当社及び公開買付者双方に対するインタビューを踏まえて検討した結果、当社としても、①については、当社のワークフロー及び給与エンジンの機能強化並びにUI/UXの改善を通じて、テクノロジーを用いたビジネス展開の強化が更に加速できると考えられること、②については、クラウドシフト (PX) に伴うプロダクト/サービス面のメニューの拡大やフィールドセールス及びインサイドセールス双方の営業の強化に伴うサービス拡大、マーケティング強化が見込まれること、③については、当社バックオフィスへのAI導入に伴うコスト改善や、将来的には当社の提供サービスへのAI導入に伴う更なる機能強化及びトップラインの成長が見込まれること、④については、M&Aによる顧客の取り込み、より効率的な当社のオペレーションへの切り替えを通じた収益性向上/成長性向上、クロスセル効果が期待されること、⑤については、海外ソフトウェア (タレントマネジメントソフトウェア等) の国内展開等や、買収先においてもP3システムの導入を推進していくことで、事業の拡大・成長が更に加速できると考えられることから、いずれの施策も、当社グループの中長期的な企業価値向上のために積極的に推進していくべき施策であり、かかる施策の実施には機動的かつ柔軟な経営体制の構築が望ましいと認識しております。
- (c) しかしながら、当社の上場を維持したままでは、株価に対する影響への配慮や法令又は金融商品取引所規則に基づく情報開示の負担等から、当社の経営陣が中長期的な企業価値の

向上に向けた上記 (b) の各施策や大胆なビジネス変革にフォーカスすることは難しいと考えております。特に、クラウドシフト (PX) については、計画が想定どおりに進捗しない又は想定外の収益悪化が起こる可能性もあり、また、一時的にはSEPシステムに比べてP3システムの利益率が伸び悩むことも想定されると考えております。そのため、当社の事業の拡大・発展にとって、より積極的にクラウドシフト (PX) を進めることは重要であるものの、上場を維持したままクラウドシフト (PX) をより積極的に実施した場合、当社の株主の皆様に対して当社株式の市場価格の下落といったマイナスの影響を及ぼす可能性を否定できず、当社が上場を維持したままでの積極的なクラウドシフト (PX) の実施は困難であると考えております。

- (d) なお、上場企業の株式が非公開化されることによって、①エクイティファイナンス等による資金調達に困難となる、②上場会社としてのブランドを喪失することで従業員の採用及びリテンションに悪影響が生じる、並びに、③取引先をはじめとするステークホルダーに対する信用力が低下するといった悪影響が一般的には予想されるものと認識しております。本取引においては、①については、追加の資金調達が必要な場合は、公開買付け者による外部金融機関からの追加の借入等を活用することが可能であると考えられること、②については、本取引を通じて、これまで以上に当社の成長・発展が実現できることを説明することで、当社の従業員はこれまで以上に高い意識を持って働くことが可能となり、採用活動やリテンションへの好影響も期待できると考えられること、また、③については、本取引成立後も当社の知名度及び事業上の強みは不変であり、取引先をはじめとするステークホルダーに対する信用力が低下することはないと考えられることから、一般的に予想されるような悪影響は見込まれないと考えております。

以上より、当社は、2024年1月24日開催の当社取締役会において、本公開買付けを含む本取引により当社株式を非公開化することは、当社の企業価値の向上に資するものであり、結果として、これまで当社を支えていただいた一般株主の皆様へ最大の利益還元の機会となるものと判断しました。

また、当社は、以下の点を考慮した結果、本公開買付け価格及び本新株予約権買付け価格は当社の株主の皆様及び本新株予約権者の皆様が享受すべき利益が確保された妥当な価格であり、本公開買付けは合理的な当社株式及び本新株予約権の売却の機会を提供するものであるとの考えに至りました。

- (a) 本公開買付け価格が、本意見表明プレスリリースの「3. 本公開買付けに関する意見の内容、根拠及び理由」の「(3) 算定に関する事項」の「②算定の概要」に記載の本株式価値算定書におけるPwCアドバイザーによる当社株式価値の算定結果のうち、市場株価法に基づく算定結果のレンジの上限値を上回っていること、かつ、ディスカунテッド・キャッ

シュ・フロー方式（以下「DCF方式」といいます。）に基づく算定結果のレンジの範囲内であること。

- (b) 本公開買付価格は、本公開買付けの公表日の前営業日である2024年1月23日の東京証券取引所グロース市場における当社株式の終値969円に対して42.41%（小数点以下第三位を四捨五入しております。以下、株価に対するプレミアムの数値において同じです。）、同日までの過去1ヶ月間の終値の単純平均値913円（小数点以下を四捨五入しております。以下、終値単純平均値の計算において同じです。）に対して51.15%、同日までの過去3ヶ月間の終値の単純平均値970円に対して42.27%、同日までの過去6ヶ月間の終値の単純平均値1,023円に対して34.90%のプレミアムをそれぞれ加えた金額であり、過去に行われたマネジメント・バイアウト（MBO）事例におけるプレミアム率（公表日の前営業日の終値に対するプレミアム率並びに同日までの過去1ヶ月間、過去3ヶ月間及び過去6ヶ月間の終値の単純平均値に対するプレミアム率）の平均値の範囲（具体的には、2024年1月23日時点の当社のPBR（株価純資産倍率）が1倍以上であることを踏まえ、経済産業省が公表した「公正なM&Aの在り方に関する指針」（以下「M&A指針」といいます。）の公表日である2019年6月28日付以降に実施されたマネジメント・バイアウト（MBO）事例のうち不成立であったもの及び対象会社のPBR（株価純資産倍率）が1倍未満である事例を除く20件における、公表日の前営業日の終値、並びに過去1ヶ月間、3ヶ月間及び6ヶ月間の終値単純平均値それぞれに対するプレミアムの平均値（32.43%、34.03%、36.63%及び36.77%）と比較して、直近6ヶ月間の終値単純平均値に対するプレミアム水準はわずかに下回るものの、公表日の前営業日の終値、直近1ヶ月間及び直近3ヶ月間の終値単純平均値に対するプレミアム水準は過去事例をそれぞれ上回っていることを踏まえると、合理的なプレミアムが付されていると考えられること。
- (c) 当社株式の上場から約2年半程度経過した時点において本取引が検討されていることに照らし、当社の上場直後の時期から所有している少数株主の利益についても検討すると、当社株式の上場当時の公募価格は1,380円であり、上場直後の株価が最も高く、その後から2022年前半にかけて1,000円を下回る水準に低下し、2022年後半から2023年前半にかけて600円台後半から800円台前半の金額の間で推移し、2023年後半以降は800円台前半から1,100円台後半の金額の間で推移している状況であり、かかる株価の推移に照らすと、当社株式1株につき1,380円という本公開買付価格は、公募価格と同額である点において、当社の上場直後の時期から当社株式を所有している少数株主の利益にも一定程度配慮がなされていると評価できること。
- (d) 本公開買付価格及び本新株予約権買付価格の決定に際しては、下記「(2) 親会社等がある場合における当該親会社等以外の当社の株主の利益を害さないように留意した事項」に記載の利益相反を回避するための措置が採られており、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。
- (e) 上記利益相反を解消するための措置が採られた上で、本特別委員会の関与の下、PwCアド

バイザリーによる当社株式の株式価値に係る算定結果の内容や財務的見地からの助言及び西村あさひから受けた法的助言等を踏まえて、当社とTAとの間で真摯な交渉が複数回行われた上で決定された価格であり、交渉の結果、本公開買付価格の有意な引上げが実現されていること。

- (f) 本新株予約権買付価格に関しては、本公開買付価格と本新株予約権の当社株式1株当たりの行使価額との差額に当該本新株予約権の目的となる当社株式数（各新株予約権1個につき100株）を乗じた金額を基に算定されていること。
- (g) 下記「(2) 親会社等がある場合における当該親会社等以外の当社の株主の利益を害さないように留意した事項」の「③当社における独立した特別委員会の設置及び答申書の取得」に記載のとおり、当社が本特別委員会から2024年1月24日付で取得した本答申書においても、本公開買付価格及び本新株予約権買付価格を含む本取引の条件の公正性が確保されている旨判断されていること。

以上の理由により、当社は、本取引が当社の企業価値向上に資するものであるとともに、本公開買付価格及び本新株予約権買付価格は当社の株主の皆様及び本新株予約権者の皆様が享受すべき利益が確保された妥当な価格であり、本公開買付けは合理的な当社株式及び本新株予約権の売却の機会を提供するものであると判断し、2024年1月24日開催の当社取締役会において、本公開買付けに賛同する意見を表明するとともに、当社の株主の皆様及び本新株予約権者の皆様に対し、本公開買付けへの応募を推奨する旨を決議いたしました。

当社取締役会の決議の詳細については、下記「(2) 親会社等がある場合における当該親会社等以外の当社の株主の利益を害さないように留意した事項」の「④当社における利害関係を有しない取締役全員（監査等委員を含む。）の承認」をご参照ください。

その後、上記のとおり本公開買付けが成立したことから、当社は、公開買付者の要請を受け、本意見表明プレスリリースにてお知らせいたしましたとおり、2024年4月5日開催の取締役会において、本臨時株主総会において株主の皆様のご承認をいただくことを条件として、当社の株主を公開買付者及び湯浅氏のみとするため、上記「1. 会社法第180条第2項各号に掲げる事項」に記載のとおり、本株式併合を本臨時株主総会に付議することといたしました。

なお、本株式併合により、公開買付者及び湯浅氏以外の株主の皆様の所有する当社株式の数は、1株に満たない端数となる予定です。

また、本取引の経緯の詳細につきましては、本意見表明プレスリリース及び本公開買付け結果プレスリリースも併せてご参照ください。

- (2) 親会社等がある場合における当該親会社等以外の当社の株主の利益を害さないように留意した事項

本株式併合は、本公開買付け後のいわゆる二段階買収の二段階目の手続として行われるもの

であり、本意見表明プレスリリースの「3. 本公開買付けに関する意見の内容、根拠及び理由」の「(6) 本公開買付価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置」に記載のとおり、本公開買付けがいわゆるマネジメント・バイアウト (MBO) の一環として行われるものであり、構造的な利益相反状態が生じ得ること等を踏まえ、本公開買付価格及び本新株予約権買付価格の公正性の担保、本公開買付けの実施を決定するに至る意思決定の過程における恣意性の排除及び利益相反の回避の観点から、本公開買付けを含む本取引の公正性を担保するため、以下の措置を実施いたしました。なお、公開買付者は、いわゆる「マジョリティ・オブ・マイノリティ」(Majority of Minority) 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ものと考え、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いないとのことですが、公開買付者としては、公開買付者及び当社において以下の措置を講じていることから、当社の一般株主の皆様の利益には十分な配慮がなされていると考えているとのことです。

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

① 当社における独立した第三者算定機関からの株式価値算定書の取得

当社は、本意見表明プレスリリースの「3. 本公開買付けに関する意見の内容、根拠及び理由」の「(2) 意見の根拠及び理由」の「③当社が本公開買付けに賛同するに至った意思決定の過程及び理由」に記載のとおり、公開買付関連当事者から独立したフィナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関としてPwCアドバイザリーを選任し、当社株式の価値算定、公開買付者との交渉方針に関する助言を含む財務的見地からの助言及び補助を受けるとともに、2024年1月23日付で本株式価値算定書を取得しております。なお、公開買付者は本新株予約権買付価格を決定するに当たり本公開買付価格を基に算定していることから、当社は本新株予約権買付価格に関して第三者算定機関からの算定書は取得しておりません。また、当社は、本「(2) 親会社等がある場合における当該親会社等以外の当社の株主の利益を害さないように留意した事項」に記載のとおり、公開買付者及び当社において、本公開買付価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置を実施していることから、PwCアドバイザリーから本公開買付価格の公正性に関する意見書 (フェアネス・オピニオン) を取得しておりません。本株式価値算定書の概要については、本意見表明プレスリリースの「3. 本公開買付けに関する意見の内容、根拠及び理由」の「(3) 算定に関する事項」をご参照ください。

PwCアドバイザリーは、公開買付関連当事者の関連当事者には該当せず、本公開買付けに関して重要な利害関係を有しておりません。なお、本取引に係るPwCアドバイザリーにおける当社へのフィナンシャル・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、

本取引の過程に複数のマイルストーンを設定し、各マイルストーンに到達する都度支払われるマイルストーン報酬が含まれております。PwCアドバイザーとしては、本取引の成否が不透明な中において、報酬体系を固定報酬のみとするよりもむしろ、報酬の一部をマイルストーン報酬とする方が当社の金銭的負担の観点からも望ましく、双方にとって合理性があると考えているとのことであり、当社としてはマイルストーン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PwCアドバイザーを当社のフィナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関として選任しております。

また、本特別委員会は、当社が選任したフィナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関につき、独立性及び専門性に問題がないこと、本特別委員会としても必要に応じて専門的助言を受けることができることを、第1回の本特別委員会において確認しております。

② 当社における独立した法務アドバイザーからの助言の取得

当社は、本意見表明プレスリリースの「3. 本公開買付けに関する意見の内容、根拠及び理由」の「(2) 意見の根拠及び理由」の「③当社が本公開買付けに賛同するに至った意思決定の過程及び理由」に記載のとおり、公開買付関連当事者から独立したリーガル・アドバイザーとして西村あさひを選任し、同事務所から、本取引において手続の公正性を担保するために講じるべき措置、本取引に関する諸手続を含む当社取締役会の意思決定の方法及び過程その他の留意点について、必要な法的助言を受けております。

なお、西村あさひは、公開買付関連当事者の関連当事者には該当せず、本公開買付けに関して重要な利害関係を有しておりません。西村あさひは当社にとって顧問法律事務所ではありますが、当社が西村あさひに法的助言の対価として支払った金額は当社の社外役員の実独立性の基準を下回る少額のものであり、西村あさひの本取引に関する法的助言の公正性に疑いを抱かせる金額ではなく、西村あさひの報酬は、本取引の成否にかかわらず時間単位の報酬のみとされており、本取引の成立を条件とする成功報酬は含まれておらず、本取引の成否にも重要な利害を有しません。また、西村あさひは当社に限らず多数の依頼者に対してリーガル・サービスを提供する外部の法律事務所であり、当社も西村あさひの依頼者の一つとして西村あさひの取扱分野や専門性を踏まえて当社の事業や経営判断に関し法律相談を継続的に依頼し、外部の法律専門家として法的助言を受けるために法律顧問契約を締結しているものであって、かかる法律顧問契約を締結していることをもって当社からの独立性は害されません。西村あさひは当社から独立したリーガル・アドバイザーとして本取引に関する法的助言を行うものであることから、西村あさひの公開買付関連当事者及び本公開買付けの成否からの独立性に問題はないと判断しております。

また、本特別委員会は、当社が選任したリーガル・アドバイザーにつき、独立性及び専門性に問題がないこと、本特別委員会としても必要に応じて専門的助言を受けることができることを、第1回の本特別委員会において確認しております。

③ 当社における独立した特別委員会の設置及び答申書の取得

当社は、本公開買付けがいわゆるマネジメント・バイアウト (MBO) の一環として行われるものであり、当社における本取引の検討において構造的な利益相反状態が生じ得ること等に鑑み、本公開買付けを含む本取引に係る当社の意思決定に慎重を期し、当社取締役会の意思決定過程における恣意性及び利益相反のおそれを排除し、その公正性を担保することを目的として、2023年11月6日付の当社取締役会決議に基づき、公開買付関連当事者から独立した委員によって構成される本特別委員会を設置いたしました。本特別委員会の委員としては堀内雅生氏 (当社独立社外取締役 (監査等委員)、税理士)、馬島薫氏 (当社独立社外取締役) 及び田中亨子氏 (当社独立社外取締役、弁護士) の3名を選定しております。なお、当社は、当初から当該3名を本特別委員会の委員として選定しており、本特別委員会の委員を変更した事実はありません。本特別委員会の各委員に対しては、その職務の対価として、答申内容にかかわらず固定額の報酬を支払うものとされ、当該報酬には、本取引の成立を条件とする成功報酬は含まれておりません。

そして、当社は、上記取締役会決議に基づき、本特別委員会に対し、(i) 本取引の目的の正当性・合理性 (本取引が当社の企業価値の向上に資するかを含む。)、(ii) 本取引の取引条件の公正性・妥当性、(iii) 本取引の手續の公正性、(iv) 本取引が当社の少数株主にとって不利益なものではないと考えられるか、(v) 上記 (i) から (iv) までを踏まえて当社取締役会が本公開買付けに対して賛同する意見を表明すること及び当社の株主に対して本公開買付けへの応募を推奨することの是非 (以下、かかる (i) ないし (v) の事項を総称して「本諮問事項」といいます。) について諮問しております。

また、当社は、上記各取締役会決議において、当社取締役会において本取引に関する決定 (本公開買付けに係る当社の意見表明を含みます。) を行うに際しては、本特別委員会の意見を最大限尊重し、本特別委員会が本取引について妥当でないと判断した場合には、本取引を行う旨の意思決定を行わないこととする旨を決議しております。併せて、当社は、上記取締役会決議に基づき、本特別委員会に対して、(a) 当社が公開買付者と本取引の取引条件について協議・交渉するに当たり、事前に方針を確認し、適時にその状況の報告を受け、重要な局面で意見を述べ、指示や要請を行うこと等により、候補者の選定プロセス及び取引条件に関する交渉過程に実質的に関与するとともに、必要に応じて直接交渉を行う権限、(b) 本特別委員会が本諮問事項の検討等に当たり必要と判断した場合には、本取引に関して適切な判断を確保するために、当社による合理的費用の負担の下、独自にアドバイザー等を選任する権限、及び当社のアドバイザー等が高い専門性を有しており、独立性にも問題がない等、本特別委員会として当社のアドバイザー等を信頼して専門的助言を求められることができると判断した場合には、当社のアドバイザー等に対して専門的助言を求めるとともに、並びに (c) 答申を行うにあたって必要となる一切の情報の収集を当社又は当社のアドバイザーに対して求める権限をそれぞれ付与しております。

本特別委員会は、2023年11月15日より2024年1月24日まで合計15回、合計約11時間にわたって開催され、本諮問事項についての協議及び検討が慎重に行われました。

具体的には、本特別委員会は、まず、2023年11月15日、当社のリーガル・アドバイザーである西村あさひ並びにフィナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関である PwC アドバイザリーについて、その独立性及び専門性に問題がないことを確認しております。また、本特別委員会は、必要に応じ当社のアドバイザー等から専門的助言を得ることとし、本特別委員会として独自にアドバイザー等を選任しないことを確認しております。

その上で、本特別委員会は、西村あさひ及び PwC アドバイザリーから受けた説明を踏まえ、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について検討を行っております。

本特別委員会は、当社から、当社の事業の内容、外部環境、現在の経営課題、PwC アドバイザリーによる株式価値算定の前提とした当社の2024年3月期から2027年3月期までの4期分の事業計画における収益及び投資計画(以下「本事業計画」といいます。)の内容、公開買付者が本取引を検討するに至った経緯、公開買付者の提案内容等に関する事項等に関する事項の説明を受け、質疑応答を実施しております。また、公開買付者から、本取引の背景・意義・目的、本取引により想定される影響、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・経営方針について説明を受け、質疑応答を実施しております。さらに、公開買付者と当社との間における本取引に係る協議・交渉について、当社からその経緯及び内容等につき適時に報告を受けた上で、本特別委員会において協議し、当社をして、本特別委員会が承認した本公開買付価格の公開買付者における再検討の要請等に関する交渉方針に従って交渉を行わせる等して、公開買付者との交渉過程に実質的に関与しております。加えて、PwC アドバイザリーから当社株式の株式価値の算定方法及び結果に関する説明を受け、当該算定方法の前提、内容及び結果等について財務的見地から質疑応答を行い、その合理性を検証した他、西村あさひから本取引において利益相反を軽減又は防止するために採られている措置及び本取引に関する説明を受け、公正性担保措置の一般的意義・概念及び本取引における当該措置の十分性等に関して質疑応答を行うとともに、当社から本取引の諸条件の交渉経緯及び決定過程等に関する説明を受け、公開買付者から提案された本公開買付価格及び本新株予約権買付価格が、当社が実現し得る本源的価値が適切に反映されているか等についての質疑応答を実施しております。これらの内容を踏まえ、本特別委員会は本諮問事項について慎重に協議・検討を行っております。

また、本特別委員会は、当社が公表又は提出予定の本公開買付けに係るプレスリリース及び意見表明報告書の各ドラフト、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、西村あさひ及び PwC アドバイザリーの説明を受け、公開買付者及び当社が、それぞれのフィナンシャル・アドバイザー及びリーガル・アドバイザーの助言を得て充実した情報開示を行う予定であることを確認しております。

本特別委員会は、このように本諮問事項について慎重に協議及び検討した結果、2024年

1月24日、当社取締役会に対し、委員全員の一致で、大要以下の内容の本答申書を提出しております。

(i) 本取引の目的の正当性・合理性(本取引が当社の企業価値の向上に資するかを含む。)

本特別委員会が当社及び公開買付者から受けた説明並びに本特別委員会に提出された資料を踏まえると、本意見表明プレスリリースの「3. 本公開買付けに関する意見の内容、根拠及び理由」の「(2) 意見の根拠及び理由」の「②公開買付者が本公開買付けの実施を決定するに至った背景、目的及び意思決定の過程並びに本公開買付け後の経営方針」の本取引に至る背景となる当社グループの事業内容・事業環境については、当社の属する業界及び市場の環境として一般に説明されている内容や当社取締役会の理解とも整合すると考えられる。

また、当社グループの事業内容・事業環境を踏まえ、本意見表明プレスリリースの「3. 本公開買付けに関する意見の内容、根拠及び理由」の「(2) 意見の根拠及び理由」の「②公開買付者が本公開買付けの実施を決定するに至った背景、目的及び意思決定の過程並びに本公開買付け後の経営方針」に記載の本取引後に講じられることが具体的に想定される各施策は、当社グループの現在の事業内容及び事業環境を前提とした合理的なものであり、当社における将来の中長期的な企業価値の向上のための施策として、評価し得るものであると考えられる。

すなわち、当社グループが事業を展開する給与計算業務のアウトソーシング市場は、政府の提唱する「働き方改革」により各企業が行う長時間労働是正の手段として、アウトソーシングを活用し、コア業務に注力することに対する機運が高まっていることから需要が拡大しており、今後も発展していくことが見込まれる。一方で、2021年6月の新規上場の際に想定されていた以上に競合他社とのサービス力、価格を含めた競争が激化している状況にある。このような経営環境の変化に対応しつつ、当社が中期的な成長を実現するためには、(a) P3システムの開発・移行、(b) 優秀な人材の採用・育成の強化、定着化、(c) 新たな顧客群の獲得といった経営課題に早急に対処すべきであるが、クラウドシフト(PX)期においては、両システムの維持費、クラウドシフト(PX)推進に係る工数増加に社内リソースが割かれること等により、一時的に当社グループの成長スピードが鈍化することが懸念されるため、当社グループが中長期的な目線での経営の舵取りを求められていることは是認できる。

他方で、公開買付者は、①給与エンジン及びワークフローテクノロジープラットフォームの洗練、②既存のサービスを拡大するための投資、③人工知能や機械学習の要素の給与サービスワークフローへの統合、④給与計算業務の同領域・近接領域の企業の買収、⑤当社の既存顧客基盤への新規ソリューションのクロスセルといった具体的な企業価値向上施策を企図している。当社及び公開買付者双方に対するインタビューを踏まえて検討した結果、①については、当社のワークフロー及び給与エンジンの機

能強化並びに UI/UX の改善を通じて、テクノロジーを用いたビジネス展開の強化が更に加速できると考えられること、②については、クラウドシフト (PX) に伴うプロダクト/サービス面のメニューの拡大やフィールドセールス及びインサイドセールス双方の営業の強化に伴うサービス拡大、マーケティング強化が見込まれること、③については、当社バックオフィスへの AI 導入に伴うコスト改善や、将来的には当社の提供サービスへの AI 導入に伴う更なる機能強化及びトップラインの成長が見込まれること、④については、M&A による顧客の取り込み、より効率的な当社のオペレーションへの切り替えを通じた収益性向上/成長性向上、クロスセル効果が期待されること、⑤については、海外ソフトウェア (タレントマネジメントソフトウェア等) の国内展開等や、買収先においても P3 システムの導入を推進していくことで、事業の拡大・成長が更に加速できると考えられることから、いずれの施策も、上記事業環境・経営課題に対応するものであり、当社グループの中長期的な企業価値向上のために積極的に推進していくべき施策であると評価できる。そして、企業価値向上施策の実施には機動的かつ柔軟な経営体制の構築が望ましいという公開買付者の説明も合理的である。

しかしながら、当社の上場を維持したままでは、株価に対する影響への配慮や法令又は金融商品取引所規則に基づく情報開示の負担等から、当社の経営陣が中長期的な企業価値の向上に向けた上記の各施策や大胆なビジネス変革にフォーカスすることは難しいと考えられ、特に、クラウドシフト (PX) については、計画が想定どおりに進捗しない又は想定外の収益悪化が起こる可能性もあり、また、一時的には SEP システムに比べて P3 システムの利益率が伸び悩むことも想定されるという公開買付者の説明に不合理な点はない。そのため、当社の事業の拡大・発展にとって、より積極的にクラウドシフト (PX) を進めることは重要であるものの、上場を維持したままクラウドシフト (PX) をより積極的に実施した場合、当社の株主に対して当社株式の市場価格の下落といったマイナスの影響を及ぼす可能性を否定できず、当社が上場を維持したままでの積極的なクラウドシフト (PX) の実施は困難であると考えられる。このため、そのようなマイナスの影響を回避しつつ中長期的な視点から当社の企業価値を向上させる方法として、当社株式を非公開化するという手法には合理性があると考えられる。

なお、上場企業の株式が非公開化されることによって、①エクイティファイナンス等による資金調達が可能となる、②上場会社としてのブランドを喪失することで従業員の採用及びリテンションに悪影響が生じる、並びに、③取引先をはじめとするステークホルダーに対する信用力が低下するといった悪影響が一般的には予想されるところ、公開買付者の説明を踏まえると、①については、追加の資金調達が必要な場合は、公開買付者による外部金融機関からの追加の借入等を活用することが可能であると考えられること、②については、本取引を通じて、これまで以上に当社の成長・発

展が実現できることを説明することで、当社の従業員はこれまで以上に高い意識を持って働くことが可能となり、採用活動やリテンションへの好影響も期待できると考えられること、また、③については、本取引成立後も当社の知名度及び事業上の強みは不変であり、取引先をはじめとするステークホルダーに対する信用力が低下することはないと考えられるとのことであり、当該説明には不合理な点はないことから、一般的に予想されるような悪影響は見込まれないと考えられる。

これらの検討内容を踏まえると、本取引は、当社の企業価値の向上に資するものと認められ、その目的は正当性・合理性を有するものであると考えられる。

(ii) 本取引の取引条件の公正性・妥当性

以下のとおり、本公開買付価格は公正かつ妥当なものであり、その決定過程に不合理な点は見当たらない。その他の取引条件についても当社の少数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妥当なものであると考えられる。

- a 本意見表明プレスリリースの「3. 本公開買付けに関する意見の内容、根拠及び理由」の「(2) 意見の根拠及び理由」の「②公開買付者が本公開買付けの実施を決定するに至った背景、目的及び意思決定の過程並びに本公開買付け後の経営方針」に記載のとおり、本公開買付価格及び本新株予約権買付価格は、当社のアドバイザー及び本特別委員会の助言を踏まえて、当社と公開買付者との間の真摯な価格交渉の結果決定されており、また、3回にわたる価額の引上げの要請が行われ、実際に本公開買付価格が1,100円から1,380円までに、本新株予約権買付価格が59,000円から87,000円までに引き上げられており、これらの当社と公開買付者との本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ことから、公開買付者との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、企業価値を高めつつ少数株主にとってできる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る状況が確保されていたものと認められること。
- b 当社は、本公開買付けに関する意見表明を行うに当たり、公開買付関連当事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PwCアドバイザーに対して、当社株式の株式価値の算定を依頼し、2024年1月23日付で本株式価値算定書を取得し、本特別委員会は、本株式価値算定書の内容を検討するとともに、PwCアドバイザーから、本株式価値算定書の内容について説明を受けたところ、PwCアドバイザーが当社株式の株式価値の算定に用いた上記の各手法は、いずれも現在の実務に照らして一般的、合理的な手法であると考えられ、その算定の内容についても現在の実務に照らして一般的、妥当なものであ

ると考えられ、当該算定の基礎となった本事業計画について、当社及びPwC アドバイザリーからの説明を踏まえ、本特別委員会においても、本事業計画の作成経緯（湯浅氏が本事業計画の作成に関与していないことを含みます。）及び当社の現状を把握した上で、検討したが、その内容に不合理な点は認められなかったこと。

- c 本公開買付価格は、本答申書作成日の前営業日である 2024 年 1 月 23 日の東京証券取引所グロース市場における当社株式の終値 969 円に対して 42.41%、同日までの過去 1 ヶ月間の終値単純平均値 913 円に対して 51.15%、過去 3 ヶ月間の終値単純平均値 970 円に対して 42.27%、過去 6 ヶ月間の終値単純平均値 1,023 円に対して 34.90%のプレミアムをそれぞれ加えた価格であり、過去に行われたマネジメント・バイアウト (MBO) 事例におけるプレミアム率 (公表日の前営業日の終値に対するプレミアム率並びに同日までの過去 1 ヶ月間、過去 3 ヶ月間及び過去 6 ヶ月間の終値単純平均値それぞれに対するプレミアム率) の平均値の範囲 (具体的には、2024 年 1 月 23 日時点の当社の PBR (株価純資産倍率) が 1 倍以上であることを踏まえ、M&A 指針の公表日である 2019 年 6 月 28 日以降に実施されたマネジメント・バイアウト (MBO) 事例のうち不成立であったもの及び対象会社の PBR (株価純資産倍率) が 1 倍未満である事例を除く 20 件における、公表日の前営業日の終値、並びに過去 1 ヶ月間、過去 3 ヶ月間及び過去 6 ヶ月間の終値単純平均値それぞれに対するプレミアムの平均値 (32.43%、34.03%、36.63%及び 36.77%)) と比較して、直近 6 ヶ月間の終値単純平均値に対するプレミアム水準はわずかに下回るものの、公表日の前営業日の終値、直近 1 ヶ月間及び直近 3 ヶ月間の終値単純平均値に対するプレミアム水準は過去事例をそれぞれ上回っていることを踏まえると、合理的なプレミアムが付されていること。
- d 当社株式の上場から約 2 年半程度経過した時点において本取引が検討されていることに照らし、当社の上場直後の時期から所有している少数株主の利益についても検討すると、当社株式の上場当時の公募価格は 1,380 円であり、上場直後の株価が最も高く、その後から 2022 年前半にかけて 1,000 円を下回る水準に低下し、2022 年後半から 2023 年前半にかけて 600 円台後半から 800 円台前半の金額の間で推移し、2023 年後半以降は 800 円台前半から 1,100 円台後半の金額の間で推移している状況であり、かかる株価の推移に照らすと、当社株式 1 株につき 1,380 円という本公開買付価格は、公募価格と同額である点において、当社の上場直後の時期から当社株式を所有している少数株主の利益にも一定程度配慮がなされていると評価できること。
- e スクイーズアウト手続の方法は、本取引のような完全子会社化の取引において一般的に採用されている会社法第 180 条に基づく株式併合により行われる予定であり、本取引の方法として妥当であると考えられること。また、当社の株主を公

開買付者及び湯浅氏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。）の条件についても、本公開買付価格と同一の価格を基準として算定・決定される予定であるところ、本スクイーズアウト手続は、本公開買付けに続く手続として予定されているものであり、時間的に近接した両手続において交付される対価が同一のものとなるようにすることは合理的であると考えられること。

- f 公開買付者は、本スクイーズアウト手続の完了後、公開買付者を吸収合併存続会社、当社を吸収合併消滅会社とし、湯浅氏に対する合併対価を公開買付者の普通株式とする吸収合併（以下「本合併」といいます。）を実施し、本合併の完了後、公開買付者親会社を株式交換完全親会社、公開買付者を株式交換完全子会社とし、公開買付者親会社の普通株式を株式交換の対価として、これを株式交換の実施時点において公開買付者の株主となる湯浅氏に対して交付する株式交換（以下「本株式交換」といいます。）を実施することを予定しているとのことであるが、他の類似事例と比較して、当社の少数株主にとって不利益となり得る特段の事情は認められないこと。
- g 本買収ローン（以下に定義します。以下同じです。）においては、当社株式若しくは当社の資産の一部について担保が設定され、又は当社が連帯保証を提供する可能性があるとのことであるが、当社の本事業計画等に鑑みれば今後も継続して安定した収益が見込まれること等を踏まえると、本買収ローンにより当社グループの企業価値に重大な悪影響を与えるような財務状況の悪化が生じるものとは認められないこと。

（iii）本取引の手続の公正性

以下のとおり、本取引においては M&A 指針に定められる各公正性担保措置に則った適切な対応が行われており、その内容に不合理な点は見当たらないため、本取引の手続の公正性は確保されていると考えられる。

- a ①本取引においては、取引条件の形成過程の初期段階から全般にわたって、本特別委員会が関与していたことが認められること、②本特別委員会の委員は、それぞれ独立性を有することが確認されており、専門性・属性にも十分配慮して選定されたものであることが認められること、③本特別委員会の設置、権限、職責、委員の選定及び報酬の決定の各過程において、当社の独立社外取締役が主体性を持って実質的に関与する体制が確保されていたことが認められること、④本特別委員会は、公開買付者との間の取引条件に関する交渉過程に、当社取締役会を通じて直接かつ実質的に関与してきたことが認められること、⑤本特別委員会においては、当社の企業価値の向上の観点及び少数株主の利益を図る観点から、本取引に関する検討過程において適時に各アドバイザーの専門的な助言・意見等を取

得し、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を行う体制が確保されていたと認められること、⑥本特別委員会が非公開情報も含めて重要な情報を入手し、これを踏まえて検討・判断を行うことのできる体制を整備していることが認められること、⑦本取引の検討について本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、本取引の成否と関係なく支払われることとなっていることを踏まえると、本特別委員会の委員が時間的・労力的なコミットメントを行いやすく、かつ本取引の成否から独立した立場から判断を行うための環境が整えられていることが認められること、⑧本取引については取締役会が本特別委員会の意見を最大限尊重して意思決定を行うことのできる体制が確保されていることが認められること、⑨本取引の検討・交渉に際しては、公開買付者から独立した社内検討体制、及び利害関係を有する取締役を本取引の検討・交渉に関与させない体制が整備されていたことが認められることから、本取引の検討に際しては、特別委員会の実効性を高める工夫に関する M&A 指針の指摘事項に配慮した上で、独立性を有する本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こと。

- b 本取引においては、当社は、①本公開買付けを含む本取引に係る当社取締役会の意思決定の過程における公正性及び適正性を確保するために、公開買付関連当事者から独立したリーガル・アドバイザーとして西村あさひを選任し、同事務所から、本取引に関する諸手続を含む当社取締役会の意思決定の方法及び過程その他の留意点について、必要な法的助言を受け、また、②公開買付者から提示された本公開買付価格に対する意思決定の過程における公正性を担保するために、公開買付関連当事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、PwC アドバイザーに当社株式の株式価値の算定を依頼し、2024 年 1 月 23 日付で本株式価値算定書を取得しており、かつ、西村あさひ及び PwC アドバイザーの公開買付関連当事者からの独立性に問題はないとする当社の判断に不合理な点は見当たらないこと。
- c 本公開買付けを含む本取引の公正性を担保するために実施された各種措置の内容、その他本取引における具体的な状況に鑑みると、本取引においては、間接的なマーケット・チェックが実施されており、積極的なマーケット・チェックを行う意義は乏しいということができるから、これを実施しなくとも、本取引の公正性が阻害されるおそれは低いと考えられること。
- d 本公開買付けにおいては、マジョリティ・オブ・マイノリティ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利益に資さない可能性もあるため、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は設定さ

れていないが、公開買付者及び当社において上記 a. ないし c. 並びに下記 e. 及び f. に記載の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いると考えられること。

- e M&A 指針が開示を求める特別委員会に関する情報、株式価値算定書に関する情報及びその他の情報は、十分に開示されるものと認められること。
- f 本取引においては、一般株主に対する強圧性を生じさせないような配慮がなされているといえ、手続の公正性の確保に資する対応が取られていると考えられること。

(iv) 本取引が当社の少数株主にとって不利益なものではないと考えられるか

上記 (i) ないし (iii) の検討のとおり、本取引は、当社の少数株主にとって不利益なものではないと考えられる。

(v) 上記 (i) から (iv) までを踏まえて当社取締役会が本公開買付けに対して賛同する意見を表明すること及び当社の株主に対して本公開買付けへの応募を推奨することの是非

上記 (i) ないし (iv) の検討のとおり、本取引の目的は正当性・合理的を有すると考えられること、本取引の取引条件は公正・妥当であると考えられること、本取引の手続は公正なものであると考えられること、及び本取引は当社の少数株主にとって不利益なものではないと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賛同意見を表明し、当社の株主に対して本公開買付けへの応募を推奨することは妥当であると考えられる。

④ 当社における利害関係を有しない取締役全員（監査等委員を含む。）の承認

当社取締役会は、本意見表明プレスリリースの「3. 本公開買付けに関する意見の内容、根拠及び理由」の「(2) 意見の根拠及び理由」の「③当社が本公開買付けに賛同するに至った意思決定の過程及び理由」に記載のとおり、西村あさひから受けた法的助言、PwCアドバイザリーから受けた財務的見地からの助言及び本株式価値算定書の内容を踏まえつつ、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当社の企業価値の向上に資するか否か、及び本公開買付け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・検討いたしました。

その結果、当社は、本意見表明プレスリリースの「3. 本公開買付けに関する意見の内容、根拠及び理由」の「(2) 意見の根拠及び理由」の「③当社が本公開買付けに賛同するに至った意思決定の過程及び理由」に記載のとおり、本公開買付けを含む本取引により当社の企業価値の向上が見込まれるとともに、本公開買付け価格及び本公開買付けに係るその他の諸条件は当社の株主の皆様にとって妥当であり、本公開買付けは、当社の株主の皆様

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、2024年1月24日開催の当社取締役会において、審議及び決議に参加した当社の取締役（湯浅氏及び浅野氏を除く12名）の全員一致で、本公開買付けに賛同する意見を表明するとともに、当社の株主の皆様に対し、本公開買付けへの応募を推奨する旨の決議をいたしました。

また、本新株予約権買付価格は、本公開買付価格である1,380円と本新株予約権の行使価額との差額に本新株予約権の目的となる当社株式の数を乗じた金額とし、本公開買付価格を基に算定されていることから、本新株予約権者の皆様に対して、本公開買付けに応募することを推奨する旨の決議をいたしました。なお、本新株予約権は、譲渡による取得について当社取締役会の承認を要するものとされておりますが、当社は、2024年1月24日開催の当社取締役会において、本新株予約権者がその所有する本新株予約権を本公開買付けに応募することにより公開買付者に対して譲渡することについて、本公開買付けが成立することを条件として包括的に承認することを決議いたしました。

なお、当社の代表取締役社長である湯浅氏は、公開買付者、公開買付者親会社及びTA Prime Aggregator, L.P.との間で、2024年1月24日付で、湯浅氏が所有する当社株式（所有株式数：726,000株、所有割合：3.95%）及び本新株予約権（所有新株予約権数：2,660個（目的となる株式数：266,000株、所有割合：1.45%））の全て（但し、本新株予約権の行使により交付される当社株式を含みます。）を本公開買付けに応募しない旨並びに本スクイーズアウト手続及び本取引後の当社の組織再編の実施等について定める不応募契約を締結するとともに本スクイーズアウト手続の完了後、本合併によって公開買付者の普通株式を取得し、本合併の完了後、本株式交換によって公開買付者親会社の普通株式の一部を取得することを予定していることから、本取引に関して当社と構造的な利益相反状態にあるため、特別利害関係取締役として、上記取締役会における審議及び決議を含む、本取引に関連した当社取締役会の審議及び決議には一切参加しておらず、また、当社の立場において公開買付者との協議及び交渉にも一切参加しておりません。

また、当社の社外取締役である浅野氏は、クリアシオン・キャピタルのマネージングディレクターを兼任していることを踏まえ、利益相反の疑いを回避し、本取引の公正性を担保するため、上記取締役会における審議及び決議を含む、本取引に関連した当社取締役会の審議及び決議には一切参加しておらず、また、当社の立場において公開買付者との協議及び交渉にも一切参加しておりません。

⑤ 本公開買付けの公正性を担保するための客観的状況の確保

公開買付者は、当社との間で、当社が対抗的買収提案者と接触することを禁止するような取引保護条項を含む合意等、対抗的買収提案者が当社との間で接触することを制限するような内容の合意を行っておりません。また、公開買付者は、公開買付期間を法令に定められた最短期間である20営業日より長い31営業日に設定しているとのことです。公開買付者は、公開買付期間を法令に定められた最短期間より長期に設定することにより、当社の

株主及び本新株予約権者の皆様に本公開買付けに対する応募について適切な判断機会を確保するとともに、当社株式について公開買付者以外の者にも対抗的な買付け等を行う機会を確保し、もって本公開買付価格及び本新株予約権買付価格の適正性を担保することを企図しているとのことです。

なお、上記「③当社における独立した特別委員会の設置及び答申書の取得」に記載のとおり、本特別委員会は、市場における潜在的な買収者の有無を調査・検討する、いわゆる積極的なマーケット・チェック（本取引の公表前における入札手続等を含みます。）については、本公開買付けを含む本取引の公正性を担保するために実施された各種措置の内容、その他本取引における具体的な状況に鑑みて、これを実施しなくとも特段、本取引の公正性が阻害されることはない旨を判断しております。

(3) 1株に満たない端数の処理をすることが見込まれる場合における当該処理（端数処理）の方法に関する事項

① 会社法第235条第1項又は同条第2項において準用する同法第234条第2項のいずれの規定による処理を予定しているかの別及びその理由

上記「(1) 株式併合を行う理由」に記載のとおり、本株式併合により、公開買付者及び湯浅氏以外の株主の皆様が所有する当社株式の数は、1株に満たない端数となる予定です。

本株式併合を行う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当社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。）に相当する当社株式（以下「本端数合計株式」といいます。）を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。当該売却について、当社は、当社株式が2024年6月10日をもって上場廃止となる予定であり、市場価格のない株式となることから、競売によって買受人が現れる可能性はほとんど期待できないこと、並びに本株式併合が、当社の株主を公開買付者及び湯浅氏のみとし、当社株式を非公開化することを目的とした一連の本取引のために行われるものであり、かかる目的との関係では公開買付者が本端数合計株式の買受人となるのが整合的であること等を踏まえて、会社法第235条第2項の準用する同法第234条第2項の規定に基づき、裁判所の許可を得て公開買付者に売却することを予定しています。

この場合の売却額は、上記裁判所の許可が予定どおり得られた場合には、本株式併合の効力発生日の前日である2024年6月11日の最終の当社の株主名簿に記載又は記録された株主の皆様が所有する当社株式の数に本公開買付価格と同額である1,380円を乗じた金額に相当する金銭が、各株主の皆様へ交付されることとなるような価格に設定する予定です。但し、裁判所の許可が得られない場合や計算上の端数調整が必要な場合等においては、実際に交付される金額が上記金額と異なる場合もあります。

- ② 売却に係る株式を買い取る者となると見込まれる者の氏名又は名称

株式会社 TA アソシエイツジャパン 1 号（公開買付者）

- ③ 売却に係る株式を買い取る者となると見込まれる者が売却に係る代金の支払いのための資金を確保する方法及び当該方法の相当性

本意見表明プレスリリースの「3. 本公開買付けに関する意見の内容、根拠及び理由」の「(2) 意見の根拠及び理由」の「①本公開買付けの概要」に記載のとおり、公開買付者は、本公開買付けに係る決済に要する資金を、公開買付者親会社からの出資及び株式会社三井住友銀行（以下「三井住友銀行」といいます。）からの借入（以下「本買収ローン」といいます。）によって調達する資金により賄うことを予定していたところ、当社は、公開買付者親会社からの出資に関する出資証明書及び三井住友銀行からの借入に関する融資証明書を確認することによって、公開買付者の資金確保の方法を確認しております。

また、公開買付者によれば、本端数合計株式の売却代金の支払いについても、これらの資金から賄うことを予定しており、本端数合計株式の売却代金の支払いに支障を及ぼす可能性のある事象は発生しておらず、また今後発生する可能性も認識していないとのことです。

したがって、当社は、本端数合計株式の売却代金の支払いのための資金を確保する方法については相当であると判断しております。

- ④ 売却する時期及び売却により得られた代金を株主に交付する時期の見込み

当社は、2024年6月下旬から同年7月上旬を目途に、会社法第235条第2項の準用する同法第234条第2項の規定に基づき、裁判所に対して、本端数合計株式を公開買付者に売却することについて許可を求める申立てを行うことを予定しております。当該許可を得られる時期は裁判所の状況等によって変動しますが、当社は、当該裁判所の許可を得て、2024年7月中旬から同月下旬を目途に、当該当社株式を公開買付者に売却し、その後、当該売却により得られた代金を株主の皆様へに交付するために必要な準備を行った上で、2024年8月下旬から同年9月上旬を目途に、当該代金を株主の皆様に対して交付することを見込んでおります。

当社は、本株式併合と同様に完全子会社化手続の一環として行われる株式併合の他社事例における裁判所に許可を求める申立て、裁判所の許可の取得及び当該売却に係る代金を交付するために要する期間、当社のために当該売却に係る代金の交付を行う当社の株主名簿管理人との協議、並びに公開買付者による当該売却に係る代金の支払のための資金の準備状況及び確保手段を踏まえて、上記のとおり、それぞれの時期に、本端数合計株式の売却が行われる見込みであり、また、当該売却により得られた代金の株主への交付が行われる見込みがあるものと判断しております。

(4) 端数処理により株主に交付されることが見込まれる金銭の額及び当該額の相当性に関する事項

端数処理により株主の皆様へ交付することが見込まれる金銭の額は、上記「(3) 1株に満たない端数の処理をすることが見込まれる場合における当該処理(端数処理)の方法に関する事項」の「①会社法第235条第1項又は同条第2項において準用する同法第234条第2項のいずれの規定による処理を予定しているかの別及びその理由」に記載のとおり、本株式併合の効力発生日の前日である2024年6月11日の最終の当社の株主名簿に記載又は記録された株主の皆様が所有する当社株式の数に本公開買付価格と同額である1,380円を乗じた金額となる予定です。

当社は、以下の点を考慮した結果、本公開買付価格及び本新株予約権買付価格は当社の株主の皆様及び本新株予約権者の皆様が享受すべき利益が確保された妥当な価格であり、本公開買付けは合理的な当社株式及び本新株予約権の売却の機会を提供するものであるとの考えに至りました。

- (a) 本公開買付価格が、本意見表明プレスリリースの「3. 本公開買付けに関する意見の内容、根拠及び理由」の「(3) 算定に関する事項」の「②算定の概要」に記載の本株式価値算定書におけるPwCアドバイザーによる当社株式価値の算定結果のうち、市場株価法に基づく算定結果のレンジの上限値を上回っていること、かつDCF方式に基づく算定結果のレンジの範囲内であること。
- (b) 本公開買付価格は、本公開買付けの公表日の前営業日である2024年1月23日の東京証券取引所グロース市場における当社株式の終値969円に対して42.41%、同日までの過去1ヶ月間の終値の単純平均値913円に対して51.15%、同日までの過去3ヶ月間の終値の単純平均値970円に対して42.27%、同日までの過去6ヶ月間の終値の単純平均値1,023円に対して34.90%のプレミアムをそれぞれ加えた金額であり、過去に行われたマネジメント・バイアウト(MBO)事例におけるプレミアム率(公表日の前営業日の終値に対するプレミアム率並びに同日までの過去1ヶ月間、過去3ヶ月間及び過去6ヶ月間の終値の単純平均値に対するプレミアム率)の平均値の範囲(具体的には、2024年1月23日時点の当社のPBR(株価純資産倍率)が1倍以上であることを踏まえ、M&A指針の公表日である2019年6月28日付以降に実施されたマネジメント・バイアウト(MBO)事例のうち不成立であったもの及び対象会社のPBR(株価純資産倍率)が1倍未満である事例を除く20件における、公表日の前営業日の終値、並びに過去1ヶ月間、3ヶ月間及び6ヶ月間の終値単純平均値それぞれに対するプレミアムの平均値(32.43%、34.03%、36.63%及び36.77%))と比較して、直近6ヶ月間の終値単純平均値に対するプレミアム水準はわずかに下回るものの、公表日の前営業日の終値、直近1ヶ月間及び直近3ヶ月間の終値単純平均値に対するプレミア

ム水準は過去事例をそれぞれ上回っていることを踏まえると、合理的なプレミアムが付されていると考えられること。

- (c) 当社株式の上場から約2年半程度経過した時点において本取引が検討されていることに照らし、当社の上場直後の時期から所有している少数株主の利益についても検討すると、当社株式の上場当時の公募価格は1,380円であり、上場直後の株価が最も高く、その後から2022年前半にかけて1,000円を下回る水準に低下し、2022年後半から2023年前半にかけて600円台後半から800円台前半の金額の間に推移し、2023年後半以降は800円台前半から1,100円台後半の金額の間に推移している状況であり、かかる株価の推移に照らすと、当社株式1株につき1,380円という本公開買付価格は、公募価格と同額である点において、当社の上場直後の時期から当社株式を所有している少数株主の利益にも一定程度配慮がなされていると評価できること。
- (d) 本公開買付価格及び本新株予約権買付価格の決定に際しては、上記「(2) 親会社等がある場合における当該親会社等以外の当社の株主の利益を害さないように留意した事項」に記載の利益相反を回避するための措置が採られており、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。
- (e) 上記利益相反を解消するための措置が採られた上で、本特別委員会の関与の下、PwCアドバイザーによる当社株式の株式価値に係る算定結果の内容や財務的見地からの助言及び西村あさひから受けた法的助言等を踏まえて、当社とTAとの間で真摯な交渉が複数回行われた上で決定された価格であり、交渉の結果、本公開買付価格の有意な引上げが実現されていること。
- (f) 本新株予約権買付価格に関しては、本公開買付価格と本新株予約権の当社株式1株当たりの行使価額との差額に当該本新株予約権の目的となる当社株式数（各新株予約権1個につき100株）を乗じた金額を基に算定されていること。
- (g) 上記「(2) 親会社等がある場合における当該親会社等以外の当社の株主の利益を害さないように留意した事項」の「③当社における独立した特別委員会の設置及び答申書の取得」に記載のとおり、当社が本特別委員会から2024年1月24日付で取得した本答申書においても、本公開買付価格及び本新株予約権買付価格を含む本取引の条件の公正性が確保されている旨判断されていること。

また、当社は、2024年1月24日開催の取締役会において、本公開買付けに賛同する意見を表明するとともに、当社の株主の皆様及び本新株予約権者の皆様に対して、本公開買付けへの応募を推奨する旨の決議をした後、2024年4月5日の当社の取締役会決議に至るまでに、本公開買付価格及び本新株予約権買付価格の算定の基礎となる諸条件に重大な変更が生じていないことを確認しております。

以上のことから、当社は、端数処理により株主の皆様へ交付することが見込まれる金銭の額については、相当であると判断しております。

3. 当社において最終事業年度の末日後に生じた重要な財産の処分、重大な債務の負担その他の会社財産の状況に重要な影響を与える事象

(1) 本公開買付け

上記「2. 会社法第 180 条第 2 項第 1 号に掲げる事項についての定め相当性に関する事項」の「(1) 株式併合を行う理由」に記載のとおり、公開買付者は、2024 年 1 月 25 日から同年 3 月 11 日までを公開買付期間とする本公開買付けを行い、その結果、公開買付者は、本公開買付けの決済の開始日である 2024 年 3 月 18 日をもって、当社株式 16,014,410 株（所有割合：87.03%）を所有するに至りました。

(2) 自己株式の消却

当社は、2024 年 4 月 5 日付「自己株式の消却に関するお知らせ」にてお知らせいたしましたとおり、2024 年 4 月 5 日開催の取締役会において、2024 年 6 月 11 日付で自己株式 104,578 株（2024 年 3 月 18 日時点で当社が所有する自己株式の全部に相当）を消却することを決議いたしました。なお、当該自己株式の消却は、本臨時株主総会において、本株式併合に関する議案が原案どおり承認可決されることを条件としており、消却後の当社の発行済株式総数は、17,976,222 株となります。

以 上