

【表紙】

【提出書類】 意見表明報告書

【提出先】 関東財務局長

【提出日】 2020年2月6日

【報告者の名称】 総合メディカルホールディングス株式会社

【報告者の所在地】 福岡市中央区天神二丁目14番8号

【最寄りの連絡場所】 福岡市中央区天神二丁目14番8号

【電話番号】 092(713)3211(代表)

【事務連絡者氏名】 グループ経営戦略本部長 戸上 武

【縦覧に供する場所】 総合メディカルホールディングス株式会社
(福岡市中央区天神二丁目14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「当社」とは、総合メディカルホールディングス株式会社をいい、「公開買付者」とはP S Mホールディングス株式会社をいいます。
- (注2) 本書中の記載において、計数が四捨五入又は切り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3) 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4) 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5) 本書中の「株券等」とは、株式に係る権利をいいます。
- (注6) 本書の提出に係る公開買付け(以下「本公開買付け」といいます。)は、法で定められた手続き及び情報開示基準に従い実施されるものです。

1 【公開買付者の氏名又は名称及び住所又は所在地】

名称 P S Mホールディングス株式会社
所在地 東京都千代田区丸の内一丁目9番1号

2 【公開買付者が買付け等を行う株券等の種類】

普通株式

3 【当該公開買付けに関する意見の内容、根拠及び理由】

(1) 意見の内容

当社は、2020年2月5日開催の取締役会において、下記「(2) 意見の根拠及び理由」に記載の根拠及び理由に基づき、本公開買付けへ賛同する旨の意見を表明するとともに、当社の株主の皆様に対して、本公開買付けへの応募を推奨する旨の決議をいたしました。

なお、上記取締役会決議は、下記「(6) 本公開買付価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置」の「当社における利害関係を有しない取締役全員の承認及び利害関係を有しない監査役全員の異議がない旨の意見」に記載の方法により決議されております。

(2) 意見の根拠及び理由

本「(2) 意見の根拠及び理由」の記載のうち、公開買付者に関する記載については、公開買付者から受けた説明に基づいております。

(ア)本公開買付けの概要

公開買付者は、本公開買付けを通じて当社株式を取得及び所有することを主たる目的として2019年12月26日に設立された株式会社であり、本書提出日現在においてその発行済株式の全てをポラリス・キャピタル・グループ株式会社(以下「ポラリス」といいます。)が所有しているとのことです。本書提出日現在、当社株式は、株式会社東京証券取引所(以下「東京証券取引所」といいます。)市場第一部に上場されておりますが、公開買付者は、当社株式を所有していないとのことです。ポラリスは、2004年9月に設立されたプライベートエクイティファンド運営会社であり、過去5度に亘る国内外資金調達により累計額にして約3,000億円の投資ファンドを設立し、「日本の活性化」に資する「創業者精神の回帰」と「ビジネスモデルイノベーションの促進」を投資テーマとして掲げ、HITOWAホールディングス株式会社、パナソニックi-PROセンシングソリューションズ株式会社、富士通コネクテッドテクノロジーズ株式会社、キューサイ株式会社、株式会社ノバレーゼ等15年間で累計35件の投資実績を有しているとのことです。

今般、公開買付者は、当社株式の全て(ただし、当社が所有する自己株式を除きます。)を取得することにより、当社の株主を公開買付者のみとし、当社株式を非公開化することを目的とした一連の取引(以下「本取引」といいます。)の一環として、本公開買付けを実施することを決定したとのことです。

本取引は、当社の代表取締役社長である坂本賢治氏(以下「坂本氏」といいます。所有株式：69,500株、所有割合(注1)：0.23%)が、本取引後の企業価値向上に責任を持って取り組む立場にあることを明確にすべく、本取引成立後、本公開買付けへの応募によって得た売却代金の税引後手取相当額を上限として、第三者割当の方法により公開買付者に対してその発行済株式総数の0.1%程度に相当する出資を行うことを予定しているとともに、本取引後も継続して当社の経営に当たることを予定し、公開買付者及び坂本氏の両者の合意に基づいて本公開買付けを行うものであるため、いわゆるマネジメント・バイアウト(MBO)に該当するとのことです。公開買付者と当社のその他の取締役及び監査役との間には、本公開買付け後の役員就任について特段の合意はないとのことです。

(注1) 「所有割合」とは、当社が2020年1月28日に公表した「2020年3月期第3四半期決算短信〔日本基準〕(連結)」(以下「当社四半期決算短信」といいます。))に記載された2019年12月31日現在の発行済株式総数(30,680,312株)から、同日現在の当社が所有する自己株式数(745,489株)を控除した株式数(29,934,823株)に占める割合をいいます(小数点以下第三位を四捨五入し、以下同様に計算しております。)。以下同じです。

また、当社の創業者かつ元代表取締役社長であり、現在当社の相談役として当社グループにおける企業理念の伝承や取引先との関係維持・拡大の支援等に携わっている第7位株主の小山田浩定氏(以下「小山田氏」といいます。所有株式：907,548株、所有割合：3.03%)も、本取引の実施に賛同しております。なお、小山田氏は、本取引後も、本取引前と同様に、当社の経営には関与しない予定ですが、創業者として引き続き当社を支援する意向を有していることを対外的に明確化することを期し、本取引成立後、本公開買付けへの応募によって得た売却代金の税引後手取相当額を上限として、第三者割当の方法により公開買付者に対してその発行済株式総数の0.1%程度に相当する出資を行うことを予定しているとのことです。

公開買付者は、本公開買付けの実施にあたり、坂本氏、小山田氏、当社のその他の関係会社及び主要株主である筆頭株主の三井物産株式会社(以下「三井物産」といいます。所有株式：7,639,108株、所有割合：25.52%)、当社の第2位株主のザ・エスエフピー・バリュー・リアライゼーション・マスター・ファンド・リミテッド(以下「エスエフピー」といいます。所有株式：1,866,100株、所有割合：6.23%)、第3位株主の東京センチュリー株式会社(所有株式：1,444,000株、所有割合：4.82%)、第5位株主の株式会社福岡銀行(以下「福岡銀行」といいます。所有株式：1,230,000株、所有割合：4.11%)及び第8位株主の株式会社北九州銀行(所有株式：808,000株、所有割合：2.70%)(以下「応募予定株主」と総称します。)との間で、2020年2月5日付で、公開買付応募契約(以下「本応募契約」といいます。)をそれぞれ締結し、それぞれが所有する当社株式の全て(合計13,964,256株、所有割合：46.65%)を本公開買付けに応募する旨を合意しているとのことです。また、本応募契約の詳細につきましては、下記「(7) 公開買付者と当社の株主・取締役等との間における公開買付けへの応募に係る重要な合意に関する事項」をご参照ください。

本公開買付けにおいて、公開買付者は、当社株式を非公開化することを目的としているため、19,956,600株(所有割合：66.67%)を買付予定数の下限と設定しており、本公開買付けに応募された当社株式(以下「応募株券等」といいます。)の合計が買付予定数の下限に満たない場合は、応募株券等の全ての買付け等を行わないとのことです。なお、買付予定数の下限(19,956,600株)は、当社四半期決算短信に記載された2019年12月31日現在の当社の発行済株式総数(30,680,312株)から、同日現在の当社が所有する自己株式数(745,489株)を控除した株式数(29,934,823株)に係る議決権数である(299,348個)の3分の2以上となるよう設定したものであるとのことです。

一方、公開買付者は、当社株式の全て(ただし、当社が所有する自己株式を除きます。)を取得することにより、当社株式を非公開化することを目的としているため、買付予定数の上限を設定しておらず、応募株券等の総数が買付予定数の下限以上の場合は、応募株券等の全ての買付け等を行うとのことです。

公開買付者は、本公開買付けにより、公開買付者が当社株式の全て(ただし、当社が所有する自己株式を除きます。)を取得できなかった場合には、本公開買付けの成立後に公開買付者が当社を完全子会社とするため、下記「(5) 本公開買付け後の組織再編等の方針(いわゆる二段階買収に関する事項)」に記載の一連の手続を実施することを予定しているとのことです。

また、公開買付者は、本公開買付けに係る決済に要する資金を、()ポラリスが無限責任組合員を務めるポラリス第五号投資事業有限責任組合(以下「ポラリス・ファンド」といいます。)、ポラリス第五号共同投資事業有限責任組合(以下「ポラリス・ファンド」といいます。)及びポラリス第五号共同投資事業有限責任組合No.1(以下「ポラリス・共同投資ファンド」といいます。)を中心として、ポラリスの完全子会社から投資機会に係る情報提供を受けるTiara CG Private Equity Fund 2019, L.P.(以下「Tiara」といいます。)、Tiara CG Private Equity Fund 2019S, L.P.(以下「Tiara」といいます。)、Crown CG Private Equity Fund 2019, L.P.(以下「Crown」といいます。)、Crown CG Private Equity Fund 2019S, L.P.(以下「Crown」といいます。)、Jewel CG Private Equity Fund 2019, L.P.(以下「Jewel」といいます。)、Jewel CG Private Equity Fund 2019S, L.P.(以下「Jewel」といいます。)、Sydney A Co-Invest L.P.(以下「Sydney A」といいます。)、Sydney C Co-Invest L.P.(以下「Sydney C」といいます。)、Sydney H Co-Invest L.P.(以下「Sydney H」といいます。)、Sydney I Co-Invest L.P.(以下「Sydney I」といいます。)、及びSydney P Co-Invest L.P.(以下「Sydney P」といいます。)からの出資、並びに、()株式会社みずほ銀行(以下「みずほ銀行」といいます。)、福岡銀行、株式会社三菱UFJ銀行(以下「三菱UFJ銀行」といいます。)、MC○6号投資事業組合(以下「MC○ファンド」といいます。)及びN-MEZ投資事業有限責任組合1号(以下「N-MEZファンド」といいます。)からの借入れ(以下「本買収ローン」といいます。)により賄うことを予定しているとのことです。具体的には、公開買付者は、本公開買付けの成立等を条件として、本公開買付けの決済の開始日の2営業日前までにポラリス・ファンド、ポラリス・ファンド、ポラリス・共同投資ファンド、Tiara、Tiara、Crown、Crown、Jewel、Jewel、Sydney A、Sydney C、Sydney H、Sydney I及びSydney Pから、それぞれ、2,640百万円(百万円未満を四捨五入しています。)、1,926百万円、1,200百万円、2,011百万円、1,467百万円、1,877百万円、1,370百万円、1,566百万円、1,143百万円、4,000百万円、3,000百万円、5,000百万円、2,500百万円及び1,850百万円の出資を受けるとともにみずほ銀行、福岡銀行、三菱UFJ銀行、MC○ファンド及びN-MEZファンドから総額79,000百万円を上限とした融資を受けるとを予定しているとのことです。なお、本買収ローンにおいては、本公開買付けの決済の開始日後、公開買付者が本公開買付けにより取得し所有することとなる当社株式その他公開買付者の一定の資産等について担保が設定されること、本スクイーズアウト手続(下記「(5)本公開買付け後の組織再編等の方針(いわゆる二段階買収に関する事項)」において定義します。)の効力発生日の後には、当社の一定の資産等について担保が設定されること及び当社が連帯保証することが予定されているとのことです。本買収ローンに係る融資条件の詳細は、みずほ銀行、福岡銀行、三菱UFJ銀行、MC○ファンド及びN-MEZファンドと別途協議の上、本買収ローンに係る融資契約において定めることとされているとのことです。本買収ローンに係る融資契約では、本公開買付けに係る公開買付届出書の添付書類である融資証明書に記載されている貸出実行条件及び一定の財務制限条項等の同種の融資契約に通常定められる契約条件が規定される予定とのことです。

(イ)公開買付者が本公開買付けを実施するに至った背景、目的及び意思決定の過程並びに本公開買付け後の経営方針

本公開買付けの実施を決定するに至った背景、目的及び意思決定の過程

当社グループは、本書提出日現在、当社を含めて36社で構成され、主に医薬支援事業や調剤薬局事業等を営んでおります。

当社の完全子会社である総合メディカル株式会社(以下「総合メディカル」といいます。)は、1978年6月に小山田氏らによって設立され、株式会社総合メディカル・リースとして、医療機関に対する医療機器リース及びコンサルティング事業を開始いたしました。その後、1989年10月に総合メディカル株式会社に商号を変更し、2018年10月に持株会社体制への移行に伴い当社が設立されました。総合メディカルは、2000年8月に東京証券取引所市場第二部に株式を上場し、2001年9月には東京証券取引所市場第一部に指定されており、また、その後の持株会社体制への移行に伴い、2018年10月以降、総合メディカルに代わり当社が東京証券取引所市場第一部に株式を上場しております。

当社グループは、「よい医療は、よい経営から」のコンセプトの下、医療機関のコンサルティングをベースに、D to D(注2)と価値ある薬局づくりを通して、よい医療を支え、よりよい社会づくりに貢献してきたと考えております。

加えて、当社グループは、2017年3月30日付「中期経営計画『アクション 2020』に関するお知らせ」にて公表しておりますとおり、2017年4月から2020年3月までの3ヶ年計画の中期経営計画「アクション 2020」を策定し、「医療モール(注3)の開発」、「病院の経営支援」、「価値ある薬局の創造」、「50期ビジョン達成のために」で地域ヘルスケアネットワークの基盤づくりを進めるとともに、2028年の創業50周年に向けて、地域包括ケアシステムを支える「日本型ヘルスケアビジネスの完成へ」を50期ビジョンとして掲げ、その実現を目指して事業を推進しております。更に、既存事業の進化と深化の加速、M & Aやアライアンスの積極活用により、事業規模の拡大と新事業の創出を図る必要があるという判断の下、上記のとおり、当社グループは2018年10月に、グループ経営戦略機能と事業執行体制の強化、戦略的パートナーの拡大、次世代経営者の育成を目的に、持株会社体制に移行し、「アクション 2020」の達成に向けて邁進して参りました。

(注2) 「D to D」とは、当社が、勤務医、開業医及び病院に対して提供しているシステムであって、勤務医の転職や独立、後継者のいない開業医への継承者の紹介、病院への優秀な医師の紹介や開業医との医療連携等を目的とするものです。

(注3) 「医療モール」とは、複合商業施設や駅周辺等同一の施設又はエリア内に複数の診療科目のクリニックが集積する事業形態をいいます。

また、総合メディカルは、2002年9月以降、三井物産との間で、医療・ヘルスケア事業領域における共同事業の遂行を行ってきたところ、2007年8月下旬、総合メディカル及び三井物産の当該事業領域における事業の拡大その他企業価値のより一層の向上を図るという目的の下、三井物産との間で当該事業領域における戦略的かつ包括的な業務提携を行いました。また、三井物産は、当該業務提携をより効率的かつ効果的に実施するために、同年9月上旬、第三者割当による総合メディカル株式の引受け並びに総合メディカルの当時の代表取締役会長であった小山田氏及び総合メディカルの当時の代表取締役社長であった金納健太郎氏からの総合メディカル株式の譲り受けにより、総合メディカルの株式を取得し、同社のその他の関係会社及び主要株主である筆頭株主となりました。その後、総合メディカルと三井物産は、医療・ヘルスケア事業領域において医療機関経営支援事業、及び調剤薬局事業の強化・拡大、海外先進事業モデルの研究や日本への導入の検証、及びそれを通じた人材教育の推進等を共同して遂行してきており、2015年2月19日付「株式会社祥漢堂の株式取得(子会社化)に関するお知らせ」にて公表しておりますとおり、2015年5月には、調剤薬局の経営を営む株式会社祥漢堂の全株式を三井物産から譲り受けて同社を子会社化するとともに、2015年3月19日付「株式会社保健同人社の株式取得(子会社化)に関するお知らせ」にて公表しておりますとおり、2015年3月には、医療・健康情報サービス事業等を営む株式会社保健同人社(以下「保健同人社」といいます。)の株式を三井物産等から譲り受けて同社を子会社化いたしました。また、2018年10月1日付で持株会社体制へ移行した後は、それまでの当社グループ及び三井物産の間の友好的な業務協力関係を踏まえ、医療・ヘルスケア事業領域において共同で事業を創出すること及び業務上の協力や連携を行うことにより、当社グループ及び三井物産の企業価値を向上させることを目的として、当社は、同日付で資本提携契約を、2018年11月1日付で業務提携契約を、それぞれ三井物産との間で改めて締結し、同社との資本業務提携(以下、「本資本業務提携」といいます。)を継続して参りました。

一方、我が国においては、いわゆる団塊の世代が75歳以上となる2025年に向けて、地域包括ケアシステムの構築が推進されてきましたが、近年、2040年問題も社会的課題として認識されるに至っております。すなわち、いわゆる団塊ジュニア世代が65歳以上の高齢者となる2040年には、高齢者人口がピークに達し社会保障費も大きく上昇すること、更に、現役世代(15~64歳、生産年齢人口)の急速な減少に伴う深刻な働き手不足から、65歳以上人口を支える現役世代の負担が限界に達することが見込まれており、社会保障制度改革が喫緊の課題となっております。

当社グループが属する医療業界においても、上記のような来るべき2025年問題、2040年問題に対して、効率的で質の高い医療提供体制の構築が喫緊の課題となっております。これに対して、厚生労働省は、地域医療構想の実現に向けた取り組み、医師・医療従事者の働き方改革、医師偏在対策を三位一体改革と位置づけ、医療需要が急激に増大する2025年を経て、支え手(働き手)不足が深刻な人口減少社会への対応が求められる2040年を展望した医療提供体制改革を進める方針を明確にしました。このように医療機関を取り巻く経営環境は大きく変化しており、2025年とそれ以降の社会を見据えて、医療機関も様々な対応が求められる状況となっております。

また、調剤薬局業界においても、医薬分業が進み、2018年度の処方箋受取率が全国平均で74.0%と過去最高となり、処方箋受取率の上限とみられていた7割を超え、今後は処方箋受取率と処方箋枚数の伸び率は鈍化することが想定されます。市場が成熟化する中、ドラッグストア等の異業種による参入も活発化し、競争環境は厳しさを増しております。加えて、薬局数及び薬局に勤務する薬剤師数はいずれも増加している一方で、現状の医薬分業体制は患者本位ではなく、期待された効果・機能が十分に発揮されていないとの指摘もあるのが実状です。

このような背景から、厚生労働省は、地域包括ケアシステムの実現に向けて、薬局・薬剤師のあるべき姿を示すべく「患者のための薬局ビジョン」を2015年10月に策定しました。また、2019年4月2日には厚生労働省から「調剤業務のあり方について」が通知され、薬剤師の対人業務の重要性を強調するとともに、対物業務の効率性を図るべく、非薬剤師が行える調剤業務の拡大が認められる等、大きな変化が起こっています。更に、2019年11月27日の医薬品、医療機器等の品質、有効性及び安全性の確保等に関する法律(昭和35年法律第145号。その後の改正を含みます。以下「薬機法」といいます。)の改正により、国が目指す医薬分業の体制がより明確になりました。今回の薬機法の改正では、機能別薬局として「地域連携薬局」と「専門医療機関連携薬局」の認定制度の導入、薬剤師による継続的な服薬状況の把握と服薬指導の義務化、テレビ電話等による服薬指導の導入等、これまでの対物業務を中心としたものから、対人業務を中心とすることによる患者本位の医薬分業の実現に向けて、薬局・薬剤師のあり方を見直しております。これらを踏まえて、患者は立地で薬局を選ぶ時代から、機能別薬局や既に制度化されている健康サポート薬局といった、機能や目的・役割で薬局を選ぶ時代へと変わりつつあり、このような変化に伴い、機能別薬局で勤務する薬剤師には豊富な経験や高いスキル、資格等が要求されることとなります。以上のように、昨今の政策動向は、薬局・薬剤師の中長期的な役割やあり方に大きな影響を与えるものとなっており、その対応を早急に進めていくことが重要となります。また、薬機法の改正が契機となり、調剤薬局業界の更なる合従連衡と上位プレーヤーへの集約化が加速していく可能性も高まりつつあると考えております。

上記のとおり、当社を取り巻く経営環境は、市場拡大とともに成長するフェーズから、十分な経営資源を備え、柔軟に事業構造を変革することで、業界構造や競争環境の変化に機敏に対応していくフェーズに移行する局面にあると考えております。

かかる経営環境下において、当社の代表取締役社長である坂本氏は、当社の企業価値を持続的に向上させるための方策について検討する必要があると判断するに至ったとのことです。このような中、坂本氏は、2019年9月中旬頃、ポラリスの顧問でもある当社の社外取締役である関榮一氏を通じて、長期的な経営環境の見通しを踏まえた当社の経営施策及び最適な資本構成についてポラリスに相談し、その後、坂本氏とポラリスとの間で協議を重ねてきたとのことです。また、同年10月下旬以降、ポラリスは、当社の代表取締役副社長である三木田慎也氏(以下「三木田氏」といいます。)や取締役副社長である貞久雅利氏ら、坂本氏を除く当社経営陣とも面談を行って参りました。坂本氏及びポラリスは、2019年11月中旬頃、上記の協議や面談を踏まえ、短期的な業績変動に左右されず機動的に経営課題に対処し中長期的な視点で当社が持続的な企業価値向上を実現させていくためには、社内の経営資源に限定せず、当社株式を非公開化した上で、当社の株主を公開買付者のみとする資本の再構成を行い、機動的かつ柔軟な意思決定を可能とする経営体制を構築するとともに、当社株式を非公開化した後に坂本氏が公開買付者に再出資を行い、坂本氏が当社の経営により一層主体的かつ責任を持って関与することを明確化することで、当社の経営改革の実行及び事業の積極的展開に取り組むことが最も有効な手段であるとの共通認識に至ったとのことです。

なお、当社は、その他の関係会社及び主要株主である筆頭株主の三井物産との間の本資本業務提携に基づき、更なる企業価値向上に向けた施策について継続的に議論を交わして参りました。具体的には、当社は、三井物産との間で2018年4月から9月にかけて成長戦略会議を開催し両社間にて目指すべき方向性に関する協議を実施いたしました。当社は、その後も、三井物産との間で当社の成長戦略に関する協議を重ねましたが、本資本業務提携のもとでは当社の更なる企業価値の向上を実現できる成長戦略を描くことは容易ではないとの共通認識に至り、本資本業務提携の解消に向けての議論が開始されました。当社としては、本資本業務提携は、両社間での相互人財交流を通じた人財育成という面で一定の成果を生んだものの、現在、本資本業務提携の目的である両社の企業価値の更なる向上を図ることは、業界が大きな変革を迎える現状において困難な状況に至っていると認識し、当社の中長期的な企業価値の更なる向上を図るという観点からは、本資本業務提携を解消することとなるとしても、当社株式を非公開化して経営改革の実行及び事業の積極展開に取り組むことが、最善の選択であると判断するに至り、三井物産との間で、本資本業務提携を解消し、当社が所有する保健同人社の全株式を三井物産へ譲渡することを、2020年2月5日に合意いたしました(詳細については、当社が2020年2月5日付で公表した「資本業務提携の解消及び連結子会社の異動(株式譲渡)に関するお知らせ」をご参照ください。)。なお、三井物産は、2020年2月5日付で当社との間で本資本業務提携の解消について合意しており、三井物産が本公開買付けへ同社所有の当社株式を応募することにより、三井物産と当社との間の資本関係は解消されることとなります。

坂本氏及びポラリスは、坂本氏の経営能力、ポラリスがこれまで培ってきた投資先に対する豊富なバリューアップノウハウや、M&Aのノウハウ及び人材面と資金面を中心とした経営資源等を活用することにより、制度変更に伴う影響に対して高い耐性を持つ経営基盤と事業構造の確立に向けて、調剤薬局事業を安定成長させつつ、M&A等の活用により医業支援事業を非連続的に成長させることを図る方針とのことです。そのために、当社の既存の競争優位性をより盤石なものにするとともに、新たなステークホルダーとガバナンス体制の下で、既存のしがらみにとらわれることなく、経営資源の再配分やビジネスモデルの進化を促進することで大胆な事業構造の転換を図り、総合ヘルスケア企業としての成長を目指していく方針を確認したとのことです。坂本氏及びポラリスは、具体的には以下のような施策を講じることを想定しているとのことです。

() 病院向けソリューションの拡充

当社グループは、病院が抱える地域医療構想、医師等の働き方改革、医師偏在といった課題を解決すべく、中核子会社である総合メディカルの強みであるコンサルティング機能とD to Dを切り口に、2018年3月23日付「株式会社文教の株式取得(子会社化)に関するお知らせ」及び2019年4月23日付「株式会社ルフト・メディカルケアの株式取得(子会社化)に関するお知らせ」にて公表しましたとおり、株式会社文教及び株式会社ルフト・メディカルケアの子会社化等、近年継続してM&Aを実施しております。株式会社文教は関東・中部・九州を中心に100病院以上にコンビニエンスストア等のサービスを、株式会社ルフト・メディカルケアは全国約700の医療機関向けに人材サービスを提供しており、坂本氏及びポラリスは、これらの顧客基盤も活用して、病院向け取引を深耕するとともに、追加的なM&Aやアライアンスを推進することで、病院経営の支援やアウトソーシング等病院の経営効率化に資する商品・サービスを包括的に提供するためのラインナップの拡充を図る方針とのことです。

また、1990年頃以前の病床規制に伴い、駆け込みで建設、増設された多くの病院が、築30年近く経過し老朽化したことにより、建替え時期を迎えています。坂本氏及びポラリスは、これを、コンサルティング機能とD to Dを活用して、病床再編や特徴のある専門病院としての再生を経営面から支援していく方針とのことです。

()医療モール開発の更なる進化・深化と収益源の多様化

医療モールの開発及び併設薬局の出店をより一層加速させ、量的拡大を図る方針とのことです。併せて、地域包括ケアシステムを支える、進化型の医療モールとして、クリニックや調剤薬局という枠を超えて、クリニック同士の連携や調剤薬局との連携、パートナー企業との連携を図り、予防、介護、生活支援、食・健康、保育等のヘルスケアやライフサポートといった、より大きなこれまでにない新しい価値を提供できる体制づくりに挑戦していく方針とのことです。さらに、地域の在宅クリニックとの連携や、医療ICT(注4)も駆使して、夜間・休日対応、在宅対応等にも取り組むことで、質的拡大も図っていくとのことです。加えて、医療モールに介護・健康・予防・在宅等の機能を付加するとともに、高度急性期病院の医療機能の分化と連携を強化した医療モールを開発することによって、効率的な医療提供体制の実現を図り、将来の人口動態や医療需要、街づくりの観点を踏まえ、医療モールによるコンパクトシティの形成を支援していく方針とのことです。

坂本氏及びボラリスは、以上の取り組みにより、進化した医療モールの開発によって提供するサービスの範囲を広げることで、収益源の多様化を図る方針とのことです。

(注4) 「ICT」(Information and Communication Technology)とは、通信技術を活用したコミュニケーションを指し、情報処理や通信技術の総称をいいます。

()第三者継承の強化

後継者のいない医療機関の第三者継承をD to Dで支援し、地方の課題である医師偏在の解消と地域の医療の継続に応えていく方針とのことです。

()調剤薬局事業の規模の拡大と収益性の改善

医薬連携を基本としつつ、患者本位の医薬分業に向けた調剤薬局の機能拡大と薬剤師の職能発揮を図り、地域と患者から選ばれる調剤薬局づくりを図る方針とのことです。加えて、開発した医療モールの併設薬局、医薬支援事業での既存取引先病院における医薬分業・院外処方ニーズに基づく調剤薬局等、差別化可能な立地を中心とする新規出店に加えて、業界集約化の潮流を捉えた積極的なM & Aを推進することにより、調剤薬局の店舗網を、より一層拡大する方針とのことです。さらに、これまでにM & Aを実施した調剤薬局についても、法人、屋号、ITシステム、オペレーションの統合・標準化等のPMI(注5)に本格的に着手することで、調剤薬局ポートフォリオ全体の収益性改善を図る方針とのことです。

(注5) 「PMI」(Post Merger Integration)とは、一般に、企業の合併・買収成立後の統合プロセスをいいます。

()グループ運営の効率化と経営管理体制の強化

これまでに実施した複数のM & A等により、肥大化・複雑化したグループの組織体制について、法人統合や機能集約化を行うことで経営資源の最適化を図り、迅速かつ適切な経営判断・事業運営を可能とする柔軟かつ盤石な経営管理体制を構築する方針とのことです。さらに、計数管理の強化を含む経営の可視化を促進し、適切なKPI(注6)に基づき自律的にPDCAサイクル(注7)を回す仕組みや組織文化を根付かせることで、現場力の更なる向上を図る方針とのことです。

(注6) 「KPI」(Key Performance Indicator)とは、一般に、企業目標の達成度を評価するための主要業績評価指標のことをいいます。

(注7) 「PDCAサイクル」とは、一般に、Plan(計画)、Do(実行)、Check(評価)及びAction(改善)の4段階を繰り返すことによって、業務を継続的に改善する手法を指します。

坂本氏及びポラリスは、上記()ないし()に記載の施策を実現するためには、高度な経営ノウハウ、特に人材面と資金面における経営資源が不可欠であると考えており、ヘルスケアビジネスや多店舗展開ビジネスへの数多くの投資経験に裏打ちされた当社への深い洞察や業界知見、それらに基づく実践的なバリューアップ及びM&Aのノウハウを保有し、かつ、投資先の経営理念・企業文化・経営方針を尊重しつつ複数の役職員の派遣等を通じて経営レベル及び現場レベルで実行支援することが可能なポラリスと協働することで、必要となる経営ノウハウや経営資源を補完・補強し、機動的かつ柔軟な意思決定を可能とする経営体制を構築することが望ましいと考えているとのことです。

また、坂本氏及びポラリスは、上記()ないし()に記載の施策の実現のためには、積極的なM&Aやアライアンス、従来の枠組みを超えた連携、システム等への先行投資等、大規模な投資が必要となる一方で、これらの取り組みは今後の収益性に不確実性を伴うものであるため、短期的には、利益水準の低下、キャッシュ・フローの悪化、有利子負債の増加等による財務状況の悪化を招来するリスクがあると考えているとのことです。そのため、上記の取り組みは、上場会社の施策として資本市場から十分な評価が得られない可能性があり、その場合には、当社の株価の下落を招き、当社の株主の皆様が短期的には悪影響を被る可能性を否定できないと考えているとのことです。

そこで、株主の皆様に対しては、短期的な悪影響を被ることなく株式を売却できる機会を提供するとともに、当社株式を非公開化することで、短期的な株式市場からの評価にとらわれず、かつ、機動的な意思決定を可能とする経営体制を構築し、経営の柔軟性を向上させ、ポラリスによる経営支援を最大限活用することが、当社の企業価値向上を実現する最良の選択であると判断し、ポラリスは、2019年11月29日に、当社に対して、坂本氏による再出資を伴う当社のいわゆるマネジメント・バイアウト(MBO)であることを前提に、当社株式の非公開化の検討を申し入れ、本取引の実行の是非に関して、当社との間において、協議・交渉を開始したとのことです。

また、坂本氏及びポラリスは、本取引に際しては、当社の創業者であり、現在も相談役として当社グループにおける企業理念の伝承や取引先との関係維持・拡大の支援等を行う小山田氏から引き続き支援を得ることに意義があるとの認識についても共有するに至り、2019年11月中旬より、小山田氏との間においても、本取引の是非について協議を行っていたとのことです。その後、坂本氏及びポラリスと小山田氏との間で協議を重ねた結果、小山田氏は、2019年12月下旬、本取引について賛同する旨を表明するとともに、同氏の本取引への賛同及び本取引後も引き続き支援する意向を有していることを対外的に明確化するためにも、坂本氏及びポラリスの要請があれば、本取引による当社株式の非公開化後、公開買付者への再出資に応じる意向である旨を確認したとのことです。

その後、ポラリスは、本公開買付けの実現可能性の精査のためのデュー・ディリジェンスを2019年12月中旬から2020年1月中旬まで実施するとともに、並行して、当社との間で、本公開買付けを含む本取引の諸条件についての協議を続けたとのことです。そして、坂本氏及びポラリスは、2019年12月25日に、当社取締役会に対して、本取引を正式に提案いたしました。その後、坂本氏及びポラリスは、2020年1月14日に当社に対し、本公開買付価格を2,400円とする旨の提案を行いました。その後、2020年1月23日に当社から本公開買付価格の引き上げの要請を受けたため、本公開買付価格の再検討を行い、2020年1月28日に当社に対して本公開買付価格を2,500円とする提案を行ったが、当社から再度引き上げの要請を受けたため、2020年2月3日、当社に対して、本公開買付価格を2,550円とする旨の再提案を行ったとのことです。かかる協議・交渉を重ねた上で、公開買付者は、2020年2月5日に本公開買付価格を2,550円とし、本取引の一環として本公開買付けを開始することを決定したとのことです。

本公開買付け後の経営方針

本取引は、いわゆるマネジメント・バイアウト(MBO)に該当し、坂本氏は、本公開買付け終了後も、引き続き当社の経営にあたり、上記「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」に記載の経営を推進する予定とのことです。また、ポラリスは、本公開買付け又は本取引の実行後、坂本氏とも協議の上、一定数の役職員の派遣を行う予定とのことです。現時点においては、派遣する役職員の概要については決まっていないとのことです。さらに、上記「(ア)本公開買付けの概要」に記載のとおり、坂本氏及び小山田氏は、本取引成立後、それぞれ、本公開買付けへの応募によって得た売却代金の税引後手取相当額を上限として、第三者割当の方法により公開買付者に対してその発行済株式総数の0.1%程度に相当する出資を行う予定とのことです。

また、上記「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、三井物産は、2020年2月5日付で当社との間で本資本業務提携の解消について合意をしており、三井物産が本公開買付けへ同社所有の当社株式を応募することにより、三井物産と当社との間の資本関係は解消されることとなります。

なお、公開買付者は、坂本氏以外の当社の取締役及び監査役との間では、本公開買付け後の役員就任について何らの合意も行っていないとのことです。当社の経営体制の詳細については、本公開買付け成立後に当社と協議しながら決定していく予定とのことです。

(ウ)本公開買付けに賛同するに至った意思決定の過程及び理由

当社は、上記「(イ)公開買付者が本公開買付けを実施するに至った背景、目的及び意思決定の過程並びに本公開買付け後の経営方針」の「本公開買付けの実施を決定するに至った背景、目的及び意思決定の過程」に記載のとおり、2019年11月29日に、ポラリスから本公開買付けを含む本取引に関する協議・交渉の申入れを受けたため、当該申入れの内容について検討するにあたり、下記「(6)本公開買付け価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置」に記載のとおり、本公開買付け価格の公正性その他本公開買付けを含む本取引の公正性を担保すべく、2019年12月3日に当社のリーガル・アドバイザーとして西村あさひ法律事務所を選任し、同事務所の助言を踏まえ、直ちに、公開買付者から独立した立場で、当社の企業価値の向上及び当社の少数株主の皆様の利益の確保の観点から本取引に係る検討・交渉等を行う体制の構築を開始いたしました。なお、当社は、同日以前においても継続的に西村あさひ法律事務所から法的助言を受けておりますが、同事務所との間で顧問契約は締結しておらず、これまでに当社が同事務所に法的助言の対価として支払った金額は、同事務所の規模等からすると少額であり、同事務所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、同事務所は当社からの独立性が認められると考えております。また、西村あさひ法律事務所の報酬は、本取引の成否にかかわらず、稼働時間に時間単価を乗じて算出するものとされており、本取引の成立を条件とする成功報酬は含まれておりません。

具体的には、当社は、まず、2019年12月9日に当社の財務アドバイザーとしてみずほ証券株式会社(以下「みずほ証券」といいます。))を選任いたしました。みずほ証券のグループ企業であるみずほ銀行は、上記「(ア)本公開買付けの概要」に記載のとおり、公開買付者に対して、本公開買付けに係る決済に要する資金を貸し付けることを予定しているとのことです。みずほ証券は金融商品取引法(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。その後の改訂を含みます。))第70条の4の定めに従い、みずほ証券とみずほ銀行間の情報隔壁措置等の適切な利益相反管理体制を構築し、かつ実施しており、みずほ銀行の貸付人の地位とは独立した立場で、当社に対して助言を行っているとのことです。当社は、みずほ証券の当社に対する助言にあたり適切な利益相反管理体制が構築され、かつ実施されていると判断し、みずほ証券を当社の財務アドバイザーに選任いたしました。また、みずほ証券の報酬は、本取引の成否にかかわらず支払われる固定報酬のみであり、本取引の成立を条件とする成功報酬は含まれておりません。

その後も、当社は、ポラリスとの間で、本公開買付けを含む本取引の諸条件についての協議を続け、2019年12月25日に、坂本氏及びポラリスより本取引に係る提案書を受領いたしました。

また、当社は、当該提案書を踏まえ、2019年12月26日、本取引の提案を検討するための特別委員会(特別委員会の委員の構成及び具体的な活動内容等については、下記「(6) 本公開買付けの公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置」の「当社における独立した特別委員会の設置」をご参照ください。以下「本特別委員会」といいます。)を設置いたしました。

さらに、上記のとおり、当社は、2019年12月9日に当社の財務アドバイザーとしてみずほ証券を選任いたしました。また、上記のとおり、みずほ証券のグループ企業であるみずほ銀行は、公開買付者に対して、本公開買付けに係る決済に要する資金を貸し付けることを予定していたことを踏まえ、本特別委員会は、みずほ証券のグループ企業を含まない複数の第三者算定機関の候補を検討し、2020年1月7日に本特別委員会の第三者算定機関として株式会社AGSコンサルティング(以下「AGS」といいます。)を選任いたしました。これを受けて、当社も、AGSを当社の第三者算定機関として選任いたしました。なお、AGSは、当社、公開買付者及び応募予定株主の関連当事者には該当せず、本公開買付けに関して重要な利害関係を有しておりません。また、AGSの報酬は、本取引の成否にかかわらず支払われる固定報酬のみであり、本取引の成立を条件とする成功報酬は含まれておりません。

その後、当社は、2020年1月14日に、坂本氏及びポラリスから本公開買付け価格を1株当たり2,400円とする旨の提案を受け、当該提案書に記載された本取引の目的を含む本取引の概要を踏まえて、西村あさひ法律事務所の法的助言、当社株式の株式価値の算定以外に関するみずほ証券の助言及び当社株式の株式価値の算定に関するAGSの助言をそれぞれ受けながら、坂本氏及びポラリスとの間で複数回に亘る協議・交渉を重ねた上で本取引の妥当性について検討して参りました。

また、本公開買付け価格については、当社は、2020年1月14日に公開買付者から本公開買付け価格を1株当たり2,400円とする旨の提案を受けました。当該提案に記載された本取引の目的を含む本取引の概要を踏まえて、当社は、みずほ証券、西村あさひ法律事務所及びAGS並びに本特別委員会の助言を受けながら、公開買付者との間で、複数回に亘る協議・交渉を重ねた上で本取引の妥当性について検討いたしました。その中で、2020年1月23日開催の第4回本特別委員会において、本特別委員会は、当該時点における株価推移に鑑み、以後も同水準で株価が推移する場合には、2,400円よりも高い買付け価格も検討に値すると判断し、当社に対して、本公開買付け価格について再考すべき旨を公開買付者に対して伝えるよう要請を行いました。これを受けて、当社は、同日、みずほ証券を通じて、公開買付者に対してその旨を要請いたしました。また、本特別委員会は、当社が2020年1月28日に本公開買付け価格を2,500円とする旨の提案を受けた後も、当社株式の株価が比較的高く推移している状況を踏まえて、当社に対して、継続的に、本公開買付け価格について再考すべき旨を公開買付者に対して伝えるよう要請を行い、当社は、随時、みずほ証券を通じて、公開買付者に対してその旨を要請いたしました。その結果、公開買付者から、2020年2月3日に、本公開買付け価格を1株当たり2,550円とする旨の再提案を受けました。当社は、当該再提案について、その妥当性を本特別委員会に確認するほか、AGSから当社株式の株式価値の算定に関する助言を更に聴取するとともに、2020年2月4日付でAGSから取得した株式価値算定書(以下「当社株式価値算定書」といいます。)の内容も踏まえて慎重に検討を行い、その結果、本公開買付け価格は、近時の他のMBO事例におけるプレミアムと比較して遜色のない水準のプレミアムが付されているということができ、また、下記のAGSによる算定結果のうち、市場株価法及び類似会社比較法に基づく算定結果のレンジの上限額を上回るとともに、ディスカунテッド・キャッシュ・フロー法(以下「DCF法」といいます。)に基づく算定結果のレンジの範囲内であり、合理性を有することから、妥当な価格であると判断いたしました。このように、当社は、公開買付者との間で、継続的に本公開買付け価格の交渉を行って参りました。

また、当社は、リーガル・アドバイザーである西村あさひ法律事務所から、本取引に関する諸手続を含む当社取締役会の意思決定の方法及び過程その他の留意点について、必要な法的助言を受けるとともに、本特別委員会から2020年2月4日付で答申書(以下「本答申書」といいます。)の提出を受けました(本答申書の概要及び本特別委員会の具体的な活動内容等については、下記「(6) 本公開買付けの公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置」の「当社における独立した特別委員会の設置」をご参照ください。)。その上で、当社は、リーガル・アドバイザーである西村あさひ法律事務所から受けた法的助言及び第三者算定機関であるAGSから取得した当社株式価値算定書の内容を踏まえつつ、本特別委員会から提出された本答申書の内容を最大限に尊重しながら、本取引を通じて当社の企業価値を向上させることができるか、本取引は公正な手続を通じて行われることにより少数株主の享受すべき利益が確保されるものとなっているか等の観点から慎重に協議・検討を行いました。

当社としても、当社グループが属する医療業界においては、来るべき2025年問題、2040年問題に対して、効率

的で質の高い医療提供体制の構築が喫緊の課題であると認識しているところ、このような状況下においては、当社が標ぼうする「医師が医療に専念し、経営面は当社がサポートする」ビジネスモデルは、今後、社会的にも重要性を増すものと認識しております。また、病院経営支援、調剤薬局等の現業強化に加えて、M&A、医療モール開発を加速するためには、更に大胆な施策が必要であると考えております。そして、公開買付者は、上記の協議・交渉の過程において、当社株式を非公開化した後は、上記「(イ)公開買付者が本公開買付けを実施するに至った背景、目的及び意思決定の過程並びに本公開買付け後の経営方針」の「本公開買付けの実施を決定するに至った背景、目的及び意思決定の過程」に記載のとおり、坂本氏の経営能力、ポラリスがこれまで培ってきた投資先に対する豊富なバリューアップノウハウや、M&Aのノウハウ及び人材面と資金面を中心とした経営資源等を活用することにより、制度変更に伴う影響に対して高い耐性を持つ経営基盤と事業構造の確立に向けて、調剤薬局事業を安定成長させつつ、M&A等の活用により医業支援事業を非連続的に成長させる方針とのことです。そのために、公開買付者は、当社の既存の競争優位性をより盤石なものにするるとともに、新たなステークホルダーとガバナンス体制の下で、既存のしがらみにとらわれることなく、経営資源の再配分やビジネスモデルの進化を促進することで大胆な事業構造の転換を図り、総合ヘルスケア企業としての成長を目指していく方針の下、()病院向けソリューションの拡充、()医療モール開発の更なる進化・深化と収益源の多様化、()第三者継承の強化、()調剤薬局事業の規模の拡大と収益性の改善、()グループ運営の効率化と経営管理体制の強化という施策を講じることを想定していることを当社に対して伝達し、当社は、ポラリスが考えるこのような方針・施策は、当社が目指す方向性と近いものであり、ポラリスが有する高度な経営ノウハウ、特に人材面と資金面における経営資源を活用し、協働することで、当社の中長期的な企業価値向上に資するものと判断いたしました。

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

そのため、当社も、株主の皆様に対して短期的な悪影響を被ることなく株式を売却できる機会を提供するとともに、当社株式を非公開化することで、短期的な株式市場からの評価にとらわれず、かつ、機動的な意思決定を可能とする経営体制を構築し、経営の柔軟性を向上させ、ポラリスによる経営支援を最大限活用することが、当社の企業価値向上を実現する最良の選択であると判断いたしました。

なお、当社株式の非公開化を行った場合には、資本市場からのエクイティ・ファイナンスによる資金調達を行うことができなくなり、また、上場会社として当社が享受してきた社会的な信用力及び知名度の向上による優れた人材の確保及び取引先の拡大等に影響を及ぼす可能性が考えられます。しかしながら、当社グループの現在の財務状況や昨今の間接金融における低金利環境等に鑑みると、当面はエクイティ・ファイナンスの活用による大規模な資金調達の必要性は見込まれず、近時の上場維持コストの上昇を踏まえると、今後も継続して株式の上場を維持することの意義を見出しにくい状況にあります。加えて、当社グループの社会的な信用力及び知名度の向上による優れた人材の確保及び取引先の拡大等も事業活動を通じて獲得される部分がより大きくなっており、株式の上場を維持する必要性は相対的に減少しているものと考えております。したがって、当社取締役会は、株式の非公開化のメリットは、そのデメリットを上回ると判断いたしました。

以上を踏まえ、当社取締役会は、本公開買付けを含む本取引により当社株式を非公開化することが、当社グループの企業価値の向上に資するものであると判断いたしました。

また、本公開買付価格(2,550円)が、(a)下記「(3) 算定に関する事項」に記載されているA G Sによる当社株式の株式価値の算定結果のうち、市場株価法及び類似会社比較法に基づく算定結果のレンジの上限額を上回るとともに、D C F法による算定結果のレンジの範囲内であること、(b)本公開買付けの公表日の前営業日である2020年2月4日の東京証券取引所市場第一部における当社株式の終値2,022円に対して26.11%(小数点以下第三位を四捨五入。以下、株価に対するプレミアムの数値(%)において同じとします。)、2020年2月4日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値2,058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23.91%、過去3ヶ月間の終値単純平均値2,020円に対して26.24%、過去6ヶ月間の終値単純平均値1,830円に対して39.34%のプレミアムをそれぞれ加えた価格であり、近時の他のM B O事例におけるプレミアムと比較して遜色のない水準のプレミアムが付されているということができ、(c)下記「(6) 本公開買付価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置」に記載の利益相反を解消するための措置が採られていること等、少数株主の利益への配慮がなされていると認められること、(d)上記利益相反を解消するための措置が採られた上で、当社と公開買付者との間で協議・交渉が複数回行われた上で決定された価格であること、(e)応募予定株主が、公開買付者との間で、本応募契約に係る独立当事者間の複数回の協議・交渉を踏まえて最終的に同意した価格であること、(f)本特別委員会の要請により、本公開買付けに関する価格提案の有意な引き上げが実現されていること、(g)本特別委員会が、当社と公開買付者との間の協議・交渉について適時にその状況の報告を受け、交渉上重要な局面において意見、指示、要請等を行った上で、本公開買付価格について妥当である旨の意見を述べていること等を踏まえ、当社取締役会は、本取引について、()本公開買付けを含む本取引により当社の企業価値が向上すると見込まれるとともに、()本公開買付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いたしました。

以上より、当社は2020年2月5日開催の取締役会において、審議及び決議に参加した当社の取締役(坂本氏、関榮一氏及び渡邊清孝氏を除く取締役2名)の全員一致で、本公開買付けに賛同の意見を表明するとともに、当社の株主の皆様に対して本公開買付けへの応募を推奨する旨の決議をいたしました。なお、上記取締役会には、当社の監査役(山川正翁氏を除く監査役3名)が出席し、出席した監査役はいずれも上記決議を行うことについて異議がない旨の意見を述べております。

なお、当社の代表取締役社長である坂本氏は、本公開買付けが成立した場合には公開買付者に対して出資を行うことを予定していること及び本取引後も継続して当社の経営に当た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、また、当社の社外取締役である関榮一氏は、公開買付者の発行済株式の全てを所有するボラリスの顧問であることから、本取引に関して当社との間で利益相反関係が存在するため、それぞれ、特別利害関係取締役として、上記取締役会における審議及び決議には一切参加しておらず、また、当社の立場において公開買付者との協議及び交渉にも一切参加していません。

また、当社の取締役である渡邊清孝氏は、2008年3月まで、当社のその他の関係会社及び主要株主である筆頭株主の三井物産の常務執行役員を務めていたことを踏まえ、利益相反を回避する観点から、上記取締役会における審議及び決議には一切参加しておらず、また、当社の立場において公開買付者との協議及び交渉にも一切参加していません。

加えて、当社の社外監査役である山川正翁氏は、2013年3月まで、本公開買付けに係る決済に要する資金の一部を公開買付者に対して貸し付けることを予定している福岡銀行の常務執行役員の地位にあったことを踏まえ、利益相反を回避する観点から、上記取締役会における審議及び決議には一切参加しておらず、また、当社の立場において公開買付者との協議及び交渉にも一切参加していません。

(3) 算定に関する事項

当社は、本公開買付けに関する意見表明を行うにあたり、当社、公開買付者及び応募予定株主から独立した第三者算定機関であるAGSに対して、当社株式の株式価値の算定を依頼しました。また、下記「(6) 本公開買付け価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置」の「当社における独立した特別委員会の設置」に記載のとおり、本特別委員会も、AGSを第三者算定機関として選任し、当社株式の株式価値の算定を依頼しております。AGSは、当社の事業の現状、将来の事業計画等の情報の開示を受けるとともに、それらに関する質疑応答を行った上、それらの情報等を踏まえて当社株式の株式価値を算定しております。なお、AGSは、当社、公開買付者及び応募予定株主の関連当事者には該当せず、本公開買付けに関して重要な利害関係を有しておりません。また、本特別委員会において、AGSの独立性に問題がないことが確認されております。AGSの報酬は、本取引の成否にかかわらず支払われる固定報酬のみであり、本取引の成立を条件とする成功報酬は含まれておりません。

AGSは、本公開買付けにおける算定手法を検討した結果、当社が継続企業であるとの前提の下、当社株式について多面的に評価することが適切であるとの考えに基づき、当社株式が東京証券取引所市場第一部に上場していることから市場株価法を、比較可能な類似会社が複数存在し、類似会社比較法による株式価値の類推が可能であることから類似会社比較法を、当社の将来の事業活動の状況を算定に反映させるためにDCF法を用いて当社株式の株式価値の算定を行い、当社はAGSから2020年2月4日に当社株式の株式価値に関する当社株式価値算定書を取得いたしました。なお、当社は、AGSから本公開買付け価格の公正性に関する意見(フェアネス・オピニオン)を取得しておりません。

当社株式価値算定書によれば、上記各手法に基づいて算定された当社株式1株当たりの株式価値の範囲は以下のとおりです。

| | |
|---------|----------------|
| 市場株価法 | 1,830円から2,058円 |
| 類似会社比較法 | 1,878円から2,449円 |
| DCF法 | 2,182円から2,884円 |

市場株価法では、基準日を2020年2月4日として、東京証券取引所市場第一部における当社株式の基準日終値(2,022円)、直近1ヶ月間(2020年1月6日から2020年2月4日まで)の終値単純平均値(2,058円)、直近3ヶ月間(2019年11月5日から2020年2月4日まで)の終値単純平均値(2,020円)、直近6ヶ月間(2019年8月5日から2020年2月4日まで)の終値単純平均値(1,830円)を基に、当社株式1株当たりの株式価値の範囲は、1,830円から2,058円までと算定しております。

類似会社比較法では、事業内容及び規模等を総合的に勘案し、当社と比較的類似性があると判断される類似上場会社として、シップヘルスケアホールディングス株式会社、株式会社アインホールディングス、日本調剤株式会社及びクオールホールディングス株式会社を選定した上で、事業価値に対するEBITDAの倍率を用いて算定し、当社株式の1株当たりの価値の範囲を1,878円から2,449円までと算定しております。

次に、DCF法では、当社が作成した当社の2020年3月期から2023年3月期までの事業計画における収益や投資計画、一般に公開された情報等の諸要素を前提として、当社が2020年3月期第4四半期以降において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評価し、当社株式の1株当たりの株式価値の範囲を2,182円から2,884円までと算定しております。割引率は4.51%~5.51%を採用しており、継続価値の算定にあたっては永久成長率法を採用し、永久成長率を0%として分析しております。

A G S が、D C F 法の算定の前提とした当社の事業計画に基づく財務予測は以下のとおりです。以下の財務予測には大幅な増減益を見込んでいる事業年度は含まれておりません。また、本取引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、以下の財務予測には加味しておりません。なお、A G S は、当社株式の株式価値の算定基礎となる当社の財務予測に関する情報については、当社の経営陣にインタビューを実施し、当該財務予測に関する情報が現時点で得られる最善の予測との判断に基づき合理的に作成されたことを確認しております。

(単位：百万円)

| | 2020年 3月期 (3ヵ月) | 2021年 3月期 | 2022年 3月期 | 2023年 3月期 |
|---------------|-----------------------|--------------|--------------|--------------|
| 売上高 | 43,342 | 172,378 | 171,363 | 180,223 |
| 営業利益 | 2,446 | 6,121 | 7,261 | 8,001 |
| E B I T D A | 3,732 | 11,981 | 13,485 | 14,540 |
| フリー・キャッシュ・フロー | 1,946 | 2,927 | 3,175 | 3,917 |

A G S は、当社株式の株式価値の算定に際し、当社から提供を受けた情報及び一般に公開された情報等を原則としてそのまま採用し、それらの資料及び情報等が、全て正確かつ完全なものであることを前提としており、独自にそれらの正確性及び完全性の検証を行っておりません。また、当社の資産及び負債(簿外資産及び負債、その他偶発債務を含みます。)に関して独自の評価・査定を行っておらず、第三者機関への鑑定又は査定の依頼も行っておりません。加えて当社の財務予測に関する情報については、当社の経営陣による現時点で得られる最善の予測との判断に基づき合理的に作成されたことを前提としております。A G S の算定は、2020年2月4日までの上記情報を反映したものであります。

(4) 上場廃止となる見込み及びその事由

当社株式は、本書提出日現在、東京証券取引所市場第一部に上場されておりますが、公開買付者は本公開買付けにおいて買付予定数の上限を設定していないため、本公開買付けの結果次第では、東京証券取引所の上場廃止基準に従い、当社株式は、所定の手続を経て上場廃止となる可能性があります。また、本公開買付けの成立時点では当該基準に該当しない場合でも、本公開買付けの成立後に、下記「(5) 本公開買付け後の組織再編等の方針(いわゆる二段階買収に関する事項)」に記載の本スクイーズアウト手続が実行された場合には東京証券取引所の上場廃止基準に該当し、当社株式は、所定の手続を経て上場廃止になります。上場廃止後は、当社株式を東京証券取引所において取引することはできません。

(5) 本公開買付け後の組織再編等の方針(いわゆる二段階買収に関する事項)

公開買付者は、上記「(2) 意見の根拠及び理由」の「(ア)本公開買付けの概要」に記載のとおり、当社を公開買付者の完全子会社とする方針であり、本公開買付けにおいて公開買付者が当社株式の全て(ただし、当社が所有する自己株式を除きます。)を取得できなかった場合には、本公開買付け成立後、以下の方法により、当社株式の全て(ただし、当社が所有する自己株式を除きます。)の取得を目的とした手続(以下「本スクイーズアウト手続」といいます。)を実施することを予定しているとのことです。

株式売渡請求

公開買付者は、本公開買付けの成立により、公開買付者の所有する当社の議決権の合計数が当社の総株主の議決権の数の90%以上となり、公開買付者が会社法第179条第1項に規定する特別支配株主となる場合には、本公開買付けの決済の完了後速やかに、会社法第2編第2章第4節の2の規定に基づき、当社の株主(公開買付者及び当社を除きます。以下同じです。)の全員に対し、その所有する当社株式の全部を売り渡すことを請求(以下「株式売渡請求」といいます。)する予定とのことです。株式売渡請求においては、当社株式1株当たりの対価として、本公開買付価格と同額の金銭を当社の株主に対して交付することを定める予定とのことです。この場合、公開買付者は、その旨を当社に通知し、当社に対して株式売渡請求の承認を求めるとのことです。当社が取締役会の決議により株式売渡請求を承認した場合には、関係法令の定める手続に従い、当社の株主の個別の承諾を要することなく、公開買付者は、株式売渡請求において定めた取得日をもって、当社の株主全員からその所有する当社株式の全部を取得します。そして、当該各株主の所有していた当社株式1株当たりの対価として、公開買付者は、当該各株主に対し、本公開買付価格と同額の金銭を交付する予定とのことです。なお、当社は、公開買付者より株式売渡請求をしようとする旨及び会社法第179条の2第1項各号の事項について通知を受けた場合には、当社取締役会にてかかる株式売渡請求を承認する予定です。株式売渡請求がなされた場合については、会社法第179条の8その他の関係法令の定めに従って、当社の株主は、裁判所に対して、その有する当社株式の売買価格の決定の申立てを行うことができます。

株式の併合

他方で、本公開買付けの成立により、公開買付者が所有する当社の議決権の合計数が当社の総株主の議決権の数の90%未満である場合には、公開買付者は、会社法第180条に基づき当社株式の併合(以下「株式併合」といいます。)を行うこと及び株式併合の効力発生を条件として単元株式数の定めを廃止する旨の定款の一部変更を行うことを付議議案に含む臨時株主総会(以下「本臨時株主総会」といいます。)を開催することを、本公開買付けの決済の完了後速やかに当社に要請する予定とのことです。公開買付者は、当社の企業価値向上の観点から、本臨時株主総会を可能な限り早期に開催することが望ましいと考えており、本公開買付けの決済の開始日後の近接する日(本書提出日現在においては、2020年3月31日を予定しております。)が本臨時株主総会の基準日となるよう、当社に対して公開買付期間中に基準日設定公告を行うことを要請する予定とのことです。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とのことです。

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

株式併合がなされた場合であって、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、当社の株主は、当社に対し、自己の所有する株式のうち1株に満たない端数となるものの全部を公正な価格で買い取ることを請求することができる旨及び裁判所に対して当社株式の価格決定の申立てを行うことができる旨が会社法上定められております。

なお、本公開買付けは、本臨時株主総会における当社の株主の皆様への賛同を勧誘するものではありません。

上記及びの各手続については、関係法令についての改正、施行及び当局の解釈等の状況等によっては、実施に時間を要し、又は実施の方法に変更が生じる可能性があるとのことです。ただし、その場合でも、本公開買付けが成立した場合には、本公開買付けに応募しなかった当社の株主に対しては、最終的に金銭を交付する方法が採用される予定とのことであり、その場合に当該当社の株主に交付される金銭の額については、本公開買付け価格に当該当社の株主が所有していた当社株式の数を乗じた価格と同一になるよう算定する予定とのことです。もっとも、株式売渡請求に関する売買価格の決定の申立て又は株式併合についての株式買取請求に関する価格決定の申立てがなされた場合において、当社株式の売買価格又は株式買取請求に関する価格は、最終的に裁判所が判断することになります。

以上の各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、公開買付者と協議の上、決定次第、当社が速やかに公表する予定です。また、本スクイズアウト手続により当社の完全子会社化が2020年6月30日までの間に完了する場合には、公開買付者は、当社に対し、2020年3月期に係る当社の定時株主総会(以下「本定時株主総会」といいます。)で権利を行使することができる株主を、当社の完全子会社化が完了した後の株主(公開買付者を意味します。)とするため、本定時株主総会の議決権の基準日の定めを廃止する旨の定款の一部変更を行うことを要請する予定とのことです。そのため、2020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るとのことです。

なお、本公開買付けへの応募又は上記の各手続における税務上の取扱いについては、当社の株主の皆様が自らの責任にて税務専門家にご確認ください。

(6) 本公開買付け価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置

公開買付者及び当社は、本公開買付けがいわゆるマネジメント・バイアウト(MB)の一環として行われるものであり、構造的な利益相反の問題が存在すること等を踏まえ、本公開買付け価格の公正性の担保、本公開買付けの実施を決定するに至る意思決定の過程における恣意性の排除及び利益相反の回避の観点から、本公開買付け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、以下の記載のうち、公開買付者において実施した措置に関する記載については、公開買付者から受けた説明に基づいております。

当社における独立した第三者算定機関からの株式価値算定書の取得

当社取締役会は、公開買付者から提示された本公開買付け価格に対する意思決定の過程における公正性を担保するために、当社、公開買付者及び応募予定株主から独立した第三者算定機関として、AGSに当社株式の株式価値の算定を依頼し、2020年2月4日付で当社株式価値算定書を取得しました。なお、AGSは、当社及び公開買付者の関連当事者には該当せず、本公開買付けに関して、記載すべき重要な利害関係を有しておりません。また、本特別委員会において、AGSの独立性に問題がないことが確認されております。AGSの報酬は、本取引の成否にかかわらず支払われる固定報酬のみであり、本取引の成立を条件とする成功報酬は含まれておりません。

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

当社における独立した法律事務所からの助言

当社は、本公開買付けに係る当社取締役会の意思決定の過程における公正性及び適正性を確保するために、当社、公開買付者及び応募予定株主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ております。なお、西村あさひ法律事務所は、当社、公開買付者及び応募予定株主の関連当事者には該当せず、本公開買付けに関して記載すべき重要な利害関係を有しておりません。また、本特別委員会において、西村あさひ法律事務所の独立性に問題がないことが確認されております。なお、当社は、当社が当社のリーガル・アドバイザーとして西村あさひ法律事務所を選任した2019年12月3日以前においても継続的に同事務所から法的助言を受けておりますが、同事務所との間で顧問契約は締結しておらず、これまでに当社が同事務所に法的助言の対価として支払った金額は、同事務所の規模等からすると少額であり、同事務所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、同事務所は当社、公開買付者及び応募予定株主からの独立性が認められると考えております。また、西村あさひ法律事務所の報酬は、本取引の成否にかかわらず、稼働時間に時間単価を乗じて算出するものとされており、本取引の成立を条件とする成功報酬は含まれておりません。

当社における独立した特別委員会の設置

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(MB)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、2019年12月26日開催の当社取締役会において、本取引に係る当社の意思決定に慎重を期し、当社取締役会の意思決定における恣意性及び利益相反のおそれを排除し、その公正性を担保するとともに、当社取締役会において本取引を行う旨の決定をすることが当社の少数株主にとって不利益なものであるかどうかについての意見を取得することを目的として、当社及び公開買付者から独立した三ツ角直正氏(当社社外監査役、三ツ角法律事務所所長)、権藤説子氏(当社社外監査役、権藤説子税理士事務所所長)及び長伸幸氏(長公認会計士事務所所長)の3名によって構成される本特別委員会(なお、本特別委員会の委員は、設置当初から変更しておらず、また、委員の互選により、本特別委員会の委員長として三ツ角直正氏を選定しております。)を設置することを決議いたしました。なお、当社の子会社は、同日以前においても継続的に長伸幸氏が所属する長公認会計士事務所から税務等に関する助言を受けており、同事務所との間で顧問契約を締結していますが、これまでに当社グループが同事務所にこれらの助言の対価として支払った金額は、同事務所の規模等からすると少額であり、同氏の本取引に関する助言の公正性に疑いを抱かせる金額ではなく、同氏は当社からの独立性が認められると考えております。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ており、

そして、当社は、取締役会決議に基づき、本特別委員会に対し、(a)本取引の是非(本取引が当社の企業価値の向上に資するかを含みます。)、(b)本取引の取引条件の妥当性、(c)本取引における手続の公正性、及び(d)上記を踏まえ、本取引が当社の少数株主にとって不利益なものでないか(以下「本諮問事項」と総称します。)について諮問し、これらの点についての本答申書を当社に提出することを委嘱いたしました。また、併せて、当社は、本取引に関する当社取締役会の意思決定は、上記委嘱に基づく本特別委員会の判断内容を最大限尊重して行うものとするを決議するとともに、本特別委員会に対し、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取締役会及び担当役員(執行役員を含む。)に対して求める権限、当社の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条件で本公開買付けが行われるよう、本公開買付けの取引条件の交渉に際して、事前に方針を確認し、適時に報告を受け、必要に応じて意見を述べたり、要請等を行う権限、及び、本特別委員会が必要と認める場合には、当社取締役会が本取引のために選定した者とは異なる財務アドバイザーやリーガル・アドバイザーから助言を受ける権限を付与することを決議しております。

本特別委員会は、2020年1月7日より2020年2月4日まで合計7回開催され、本諮問事項について、慎重に検討及び協議を行いました。

具体的には、本特別委員会は、まず、当社から、本取引の検討に至るまでの経緯等を含む、本取引の概要について説明を受け、質疑応答を行いました。そして、西村あさひ法律事務所を含む複数のリーガル・アドバイザー候補の独立性及び専門性を検討の上、当社のリーガル・アドバイザーである西村あさひ法律事務所の独立性並びに専門性に問題がないことを確認し、特別委員会独自のリーガル・アドバイザーとして選任することを決定いたしました。また、本特別委員会は、A G Sの独立性及び専門性を検討の上、その独立性及び専門性に問題がないことを確認し、A G Sを本特別委員会の第三者算定機関として選任することを決定し、A G Sに対して、当社株式の株式価値の算定を依頼いたしました。その上で、本特別委員会は、西村あさひ法律事務所から、本諮問事項に関する説明を受け、本諮問事項に関する検討及び協議を開始いたしました。

本特別委員会は、当社から、当社の2020年4月以降を対象期間とする中期経営計画案について、当社を取り巻く外部環境、当該外部環境を踏まえた対象期間中の経営方針、個別の取り組みの内容、財務計画等を含め説明を受け、質疑応答を行った上、当社から、本取引の定性的な意義に関する説明を受け、当社の各事業、意思決定過程、当社従業員のモチベーション等への影響等の事項について質疑応答を行いました。

また、公開買付者における本取引の検討過程、本取引後に実行を想定している企業価値の向上のための具体的な施策の内容、当該施策により当社が享受するメリットの具体的な内容、本取引後に実行する施策による短期的・長期的な業績の見通し、本取引にかかる資金調達が当社グループの企業価値に及ぼす影響、本取引の実施によって当社株式が上場廃止となることにより懸念される事項、本取引後における当社グループのガバナンス体制・経営体制の方向性等の事項について、坂本氏及びポラリスに対して書面による質問を行い、これらの事項について、坂本氏及びポラリスから、口頭にて回答を受け、また、質疑応答を行っております。

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

加えて、上記のとおり、本特別委員会は、A G Sに対して、当社株式の株式価値の算定を依頼しておりますが、本特別委員会は、A G Sが実施した当社株式の価値算定に係る算定方法、前提条件、各算定方法による算定の内容等について説明を受けております。

また、2020年1月14日に当社が公開買付者から本公開買付価格を2,400円とする旨の提案を受領して以降、本特別委員会は、当社と公開買付者との間における本取引に係る協議・交渉の経緯及び内容等についての報告を随時受け、その対応方針等を協議してまいりました。そして、2020年1月28日に公開買付者から本公開買付価格を2,500円とする旨の提案を受領し、A G Sから受けた近時のM B O事例におけるプレミアムに関する分析を含む財務的見地からの助言も踏まえて、その内容を審議・検討した上で、公開買付者に対して、本公開買付価格の引き上げを要請するなど、本特別委員会は、公開買付者との交渉過程に関与し、その結果、当社は、2020年2月3日、公開買付者より、本公開買付価格を2,550円とする提案を受けるに至っております。

また、本特別委員会は、当社及びA G Sから、当社株式の価値の算定にあたって用いられた財務予測には本資本業務提携の解消等による影響が織り込まれているが、当該影響は軽微であり、本公開買付価格が当社の算定した株式価値の範囲から見て相当であること及び本資本業務提携の解消等に関する取引条件の交渉は、当社により独立したアドバイザーを選任した上で公開買付者及び応募予定株主から独立していると認められる三木田氏を中心としたプロジェクトチームにより行われており、独立当事者間の交渉であることについて疑義を生じさせる事情は認められないことから、本公開買付価格についての公開買付者の交渉に不当な影響を生じさせていないものと判断しております。

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

本特別委員会は、このような経緯の下で、本諮問事項について慎重に協議及び検討した結果、2020年2月4日に、当社の取締役会に対し、大要以下の内容の本答申書を提出いたしました。

()本取引の是非

本特別委員会が当社、公開買付者及び坂本氏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、上記「(2) 意見の根拠及び理由」の「(イ)公開買付者が本公開買付けを実施するに至った背景、目的及び意思決定の過程並びに本公開買付け後の経営方針」の「本公開買付けの実施を決定するに至った背景、目的及び意思決定の過程」に記載の本取引に至る背景となる当社の事業内容・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。

そのような事業環境を踏まえ、上記「(2) 意見の根拠及び理由」の「(ア)本公開買付けの概要」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施策は、当社の現在の事業内容及び経営状況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、現実的なものであると考えられる。そして、当該施策が実現されれば、経営資源の再配分やビジネスモデルの進化を促進することで大胆な事業構造の転換を図ること、病院向けソリューションの拡充、医療モール開発の更なる進化・深化と収益源の多様化、第三者継承の強化、調剤薬局事業の規模の拡大と収益性の改善及びグループ運営の効率化と経営管理体制の強化を達成することが可能になるという公開買付者の説明についても、不合理な点は認められない。

なお、本取引の実施により、当社は公開買付者の完全子会社となり上場を廃止することが企図されているところ、これが実現されれば、抜本的な施策の実行、迅速な意思決定、及び、情報管理の円滑化といった目的の達成が容易になるとともに、上場コストの削減といった効果も併せて見込まれ、これらは当社の企業価値の向上に大きく資するものと認められる。他方で、一般的に非上場化に伴うデメリットとして懸念されている事項に関して、公開買付者及び坂本氏からの説明を踏まえると、当社の企業価値を大きく毀損するおそれは低いと考えられる。

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、是認できる。

()本取引の取引条件の妥当性

a. 上記「(2) 意見の根拠及び理由」の「(ウ)本公開買付けに賛同するに至った意思決定の過程及び理由」に記載のとおり、本公開買付価格は、専門家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、実際に公開買付者が当初提案した1株当たり2,400円から1株当たり2,550円にまで引き上げられていること、本公開買付価格は、応募予定株主が、公開買付者との間の本応募契約に係る独立当事者間の複数回の協議・交渉を踏まえて最終的に同意した価格でもあるとのこと、これらの当社と公開買付者との間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、本公開買付価格の公正性その他本公開買付けを含む本取引の公正性を担保すべく、当社、公開買付者及び応募予定株主から独立した第三者算定機関としてAGSを選任し、当社の株式価値の算定を依頼し、2020年2月4日付で当社株式価値算定書を取得し、本特別委員会は、当社株式価値算定書の内容を検討するとともに、AGSから、当社株式価値算定書の内容について説明を受けたところ、AGSが当社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当社の財務予測について、当社及びAGSからの説明を踏まえ、本特別委員会においても、当該財務予測の作成経緯及び当社の現状を把握した上で、検討したが、その内容に不合理な点は認められなかったこと、c. 上記「(2) 意見の根拠及び理由」の「(ウ)本公開買付けに賛同するに至った意思決定の過程及び理由」に記載のとおり、本公開買付けの公表日の前営業日である2020年2月4日の東京証券取引所市場第一部における当社株式の終値2,022円に対して26.11%、2020年2月4日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値2,058円に対して23.91%、過去3ヶ月間の終値単純平均値2,020円に対して26.24%、過去6ヶ月間の終値単純平均値1,830円に対して39.34%のプレミアムをそれぞれ加えた価格であり、近時の他のMBO事例におけるプレミアムと比較して遜色のない水準のプレミアムが付されているということができると、d. 本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方法であり、本取引の方法として妥当であると考えられ、本スクイーズアウト手続の条件についても、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って、この点、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、e. 本買収ローンに係る融資条件が当社の財務状況に重大な悪影響を及ぼすおそれは認められず、本取引と並行して行われる本資本業務提携の解消等が本公開買付価格についての交渉に不当な影響を生じさせていないものと考えられ、本取引に係るその他の取引条件について、当社の少数株主にとって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。

()本取引における手続の公正性

a.本取引においては、取引条件の形成過程の初期段階から、本特別委員会が公開買付者に関する状態が確保されていたことが認められること、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、本特別委員会の設置、権限及び職責、委員の選定や報酬の決定の各過程において、当社の独立社外監査役が主体性をもって実質的に関与する形で行われる体制が確保されていたことが認められること、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実質的に関与してきたことが認められること、本特別委員会においては、本取引に関する検討過程において適時に各外部アドバイザーの専門的な助言・意見等を取得しながら、当社の企業価値向上の観点及び少数株主の利益を図る観点から、本取引の是非、本公開買付価格を始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たこと、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、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、本取引については取締役会が特別委員会の意見を尊重して意思決定を行うことのできる体制が一定程度確保されていることが認められること、本取引の検討・交渉に際しては、三木田氏を中心として、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等が認められることから、本取引の検討に際しては、2019年6月28日付で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こと、b.本取引においては、当社は、本公開買付けに係る当社取締役会の意思決定の過程における公正性及び適正性を確保するために、当社、公開買付者及び応募予定株主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、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、当社、公開買付者及び応募予定株主から独立した第三者算定機関として、AGSに当社株式の株式価値の算定を依頼し、2020年2月4日付で当社株式価値算定書を取得し、さらに、当社取締役会は、M & Aのスキームや代替手段、代替取引の検討、価格交渉等についての助言を得るため、フィナンシャル・アドバイザーとしてみずほ証券を選任していること、c.本取引においては、対抗的な買付け等の機会が確保されており、本公開買付期間が30営業日に設定されていることと併せて、本公開買付けの公正性の担保に配慮した、いわゆる間接的なマーケット・チェックが実施されていることが認められること、d.本取引においては、マジョリティ・オブ・マイノリティ条件が設定されていないものの、応募予定株主の中には少数株主に準じた利害を持つ株主も多く含まれていると認められ、本公開買付けの買付予定数の下限は、応募契約を締結する予定のない当社の株主(所有割合:53.35%)のうち、約37.52%に相当する規模の賛同を必要とするものであり、少数株主の一定程度の賛同が前提となっているといえることを踏まえると、本取引においてマジョリティ・オブ・マイノリティ条件を設定しないことが、直ちに本取引の手続の公正性を損なわせるものとはいえないと考えられること、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、十分に開示されているものと認められること、f.本取引においては、少数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から、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。

()本取引が当社の少数株主にとって不利益なものでないか

上記()ないし()のとおり、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、是認できること、本取引の取引条件は妥当なものであると考えられること、及び、本取引における手続の公正性は確保されていると考えられることからすれば、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。

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

当社は、AGSより取得した当社株式価値算定書、西村あさひ法律事務所から得た法的助言を踏まえつつ、本特別委員会(本特別委員会の構成及び具体的な活動内容等については、上記「当社における独立した特別委員会の設置」をご参照ください。)から提出を受けた本答申書の内容を最大限に尊重しながら、本公開買付けを含む本取引の諸条件について慎重に検討を行いました。

その結果、上記「(2)意見の根拠及び理由」の「(ウ)本公開買付けに賛同するに至った意思決定の過程及び理由」に記載のとおり、当社取締役会は、本取引について、()本公開買付けを含む本取引により当社の企業価値が向上すると見込まれるとともに、()本公開買付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、2020年2月5日開催の取締役会において、審議及び決議に参加した当社の取締役(坂本氏、関榮一氏及び渡邊清孝氏を除く取締役2名)の全員一致で、本公開買付けへの賛同の意見を表明するとともに、当社の株主の皆様に対して本公開買付けへの応募を推奨する旨の決議を行いました。

なお、代表取締役社長である坂本氏は、本公開買付けが成立した場合には、公開買付者に対して出資を行うことを予定していること及び本取引後も継続して当社の経営に当た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、また、当社の社外取締役である関榮一氏は、公開買付者の発行済株式の全てを所有するボラリスの顧問であることから、本取引に関して当社との間で利益相反関係が存在するため、それぞれ、特別利害関係取締役として、上記取締役会における審議及び決議には一切参加しておらず、また、当社の立場において公開買付者との協議及び交渉にも一切参加しておりません。

また、当社の取締役である渡邊清孝氏は、2008年3月まで、当社のその他の関係会社及び主要株主である筆頭株主の三井物産の常務執行役員を務めていたことを踏まえ、利益相反を回避する観点から、上記取締役会における審議及び決議には一切参加しておらず、また、当社の立場において公開買付者との協議及び交渉にも一切参加しておりません。

なお、上記取締役会には、当社の監査役(山川正翁氏を除く監査役3名)が出席し、出席した監査役はいずれも上記決議を行うことについて異議がない旨の意見を述べております。なお、当社の社外監査役である山川正翁氏は、2013年3月まで、本公開買付けに係る決済に要する資金の一部を公開買付者に対して貸し付けることを予定している福岡銀行の常務執行役員の地位にあったことを踏まえ、利益相反を回避する観点から、上記取締役会における審議及び決議には一切参加しておらず、また、当社の立場において公開買付者との協議及び交渉にも一切参加しておりません。

本公開買付けの公正性を担保する客観的状況の確保

公開買付者は、本公開買付けにおける買付け等の期間(以下「公開買付期間」といいます。)として法令に定められた最短期間が20営業日であるところ、30営業日に設定しております。公開買付期間を比較的長期に設定することにより、当社の株主の皆様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、当社株式について公開買付者以外の者(以下「対抗的買収提案者」といいます。)にも対抗的な買付け等を行う機会を確保し、これをもって本公開買付価格の適正性を担保することを企図しているとのことです。

また、公開買付者及び当社は、当社が対抗的買収提案者と接触することを禁止するような取引保護条項を含む合意等、当該対抗的買収提案者が当社との間で接触することを制限するような内容の合意を行っておりません。このように、上記公開買付期間の設定とあわせ、対抗的な買付け等の機会が確保されることにより、本公開買付けの公正性の担保に配慮しております。

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

なお、公開買付者としては、本書提出日現在、各応募予定株主との間で、合計13,964,256株(所有割合：46.65%)の当社株式について応募契約を締結しているため、本公開買付けにおいて、応募予定株主が所有する当社株式の数を分母から控除して、いわゆる「マジョリティ・オブ・マイノリティ」(majority of minority)の買付予定数の下限を設定すると、本公開買付けの成立を不安定なものとし、かえって本公開買付けに応募することを希望する少数株主の利益に資さない可能性もあるものと考えております。そのため、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、当社四半期決算短信に記載された2019年12月31日現在の当社の発行済株式総数(30,680,312株)から、同日現在の当社が所有する自己株式数(745,489株)を控除した株式数(29,934,823株)に係る議決権数である(299,348個)の3分の2以上となるよう設定したものであるとのことです。もっとも、当社としては、当該下限は、応募予定株主以外の当社の株主(所有割合：53.35%)のうち、約37.52%に相当する規模の賛同を必要とするものであり、応募予定株主以外の当社の株主の一定程度の賛同が前提となっているといえると考えております。また、公開買付者としては、本公開買付けにおいては、その公正性を担保するための上記「ないし」の措置を通じて、当社株主の利益には十分な配慮がなされていると考えているとのことです。

(7) 公開買付者と当社の株主・取締役等との間における公開買付けへの応募に係る重要な合意に関する事項

上記「(2) 意見の根拠及び理由」の「(ア)本公開買付けの概要」に記載のとおり、公開買付者は、2020年2月5日付で、応募予定株主それぞれとの間で本応募契約を締結し、各応募予定株主が、所有する当社株式の全て(所有株式数の合計：13,964,256株、所有割合の合計：46.65%)について、本公開買付けに応募する旨の合意をしているとのことです。

三井物産との間の応募契約

本応募契約のうち、三井物産との間の応募契約では、三井物産が本公開買付けに応募する前提条件として、(a)公開買付者の表明保証事項(注1)が重要な点において真実かつ正確であること、(b)公開買付者が本応募契約上の義務(注2)を重要な点において全て履行又は遵守していること、(c)当社取締役会において、本公開買付けに対して賛同し、当社の株主に対して本公開買付けへの応募を推奨する旨の意見表明決議が行われ、これが公表され、かつ、かかる表明が変更又は撤回されていないこと、(d)司法・行政機関等に対して、本公開買付け又は三井物産による応募を制限又は禁止することを求める旨のいかなる申立て、訴訟又は手続も係属しておらず、かつ、本公開買付け又は三井物産による応募を制限又は禁止する旨のいかなる法令等又は司法・行政機関等によるいかなる命令、処分若しくは判決も存在していないこと、及び(e)応募契約の締結日以降に、三井物産が、当社の業務等に関する金融商品取引法第166条に基づくインサイダー取引規制の基礎となる未公表の重要事実を認識していないことが規定されているとのことです。ただし、上記前提条件の一部又は全部が充足されない場合においても、三井物産が自らの判断において当該前提条件を放棄し、本公開買付けに応募することは制限されていないとのことです。

(注1) 三井物産との間の応募契約では、(a)設立及び存続の有効性、(b)本応募契約の締結及び履行に必要な権利能力の保有、必要な手続の履践、(c)本公開買付けの決済に必要な資金調達の見込み、(d)強制執行可能性、(e)許認可等の取得、(f)法令等との抵触の不存在、(g)倒産手続等が存在していないこと、並びに(h)反社会的勢力等の関係の不存在が公開買付者の表明保証事項とされているとのことです。

(注2) 三井物産との間の応募契約では、公開買付者は、(a)本公開買付けの実施義務、(b)補償義務、(c)自らに発生する公租公課及び費用の負担義務、(d)秘密保持義務、(e)契約上の権利義務の譲渡禁止義務、並びに(f)応募契約の締結日後、本公開買付けに係る決済開始日までの間に、第三者から本公開買付け価格を含む本公開買付けの条件に係る変更の提案、当社株式に対する公開買付けその他の当社の買収に係る法的拘束力のある申出等(以下「対抗提案」といいます。)に係る通知その他の本公開買付け又は対抗提案に関する情報提供、提案、協議その他の申出を受け、公開買付者においてかかる第三者と具体的な協議を行おうとする場合に、合理的な範囲で申出を受けた事実及び内容を通知する義務を負っているとのことです。

また、三井物産との間の応募契約において、三井物産は、応募を撤回せず、当社株式の買付け等に係る契約を解除しないものとされているとのことですが、公開買付期間末日までの間に、公開買付者以外の第三者による当社株式に対する公開買付けが開始された場合、又は公開買付期間末日から3営業日前までに、対抗提案がなされた場合、対抗提案に係る当社株式の買取価格が本公開買付価格を上回る場合、三井物産及び公開買付者は対応について誠実に協議するものの、三井物産が公開買付者に対してかかる協議開始の通知をした後10営業日以内(ただし、公開買付期間末日の2営業日前を限度とする。)に協議が整わなかった場合、三井物産は、三井物産が所有する当社株式の全部又は一部につき、本公開買付けに応募せず、又は応募の結果成立した当社株式の買付けに係る契約を解除するとともに、対抗提案に応じることができるものとされているとのことです。

なお、三井物産との間の応募契約において、三井物産は、本公開買付けが成立し応募に係る決済が完了した場合であって、決済の開始日以前の日を権利行使の基準日として決済の開始日後に当社の株主総会が開催される際には、当該株主総会における本公開買付けにより買い付けられた当社株式に係る議決権その他の一切の権利行使について、公開買付者の指示に従って行うことを誓約しているとのことです。

エスエフピーとの間の応募契約

本応募契約のうち、エスエフピーとの間の応募契約において、エスエフピーは、応募を撤回せず、当社株式の買付け等に係る契約を解除しないものとされているとのことですが、(a)エスエフピー以外の第三者により当社株式を対象とする公開買付け(以下「対抗公開買付け」といいます。)が開始され、対抗公開買付けの公開買付価格(買付条件の変更により同価格が引き上げられた場合には、当該変更後の価格)が本公開買付価格よりも高い場合、(b)エスエフピー以外の第三者によりエスエフピーに対してエスエフピーが所有する当社株式の全部若しくは一部を買い付ける取引に係る提案若しくは勧誘がなされ、同取引における買付価格が本公開買付価格よりも高い場合、又は(c)当社株式の市場価格が本公開買付価格よりも高い場合であって、エスエフピーが本公開買付けへ応募すること、又は応募を撤回しないこと、若しくは当社株式の買付けに係る契約を解除しないことが、エスエフピーの取締役の忠実義務違反を構成する可能性が高いとエスエフピーの取締役が合理的に判断するときには、この限りではないものとされているとのことです。

なお、エスエフピーとの間の応募契約において、エスエフピーは、本公開買付けが成立し応募に係る決済が完了した場合であって、決済の開始日以前の日を権利行使の基準日として決済の開始日後に当社の株主総会が開催される際には、原則として当該株主総会における本公開買付けにより買い付けられた当社株式に係る議決権その他の一切の権利行使について、公開買付者の指示に従って行うことを誓約しているとのことです。

なお、エスエフピーとの間の応募契約においては、エスエフピーによる応募の前提条件は存在しないとのことです。

三井物産及びエスエフピー以外の応募予定株主との間の応募契約

三井物産及びエスエフピーとの間の応募契約以外の各本応募契約において、各応募予定株主は、本公開買付けが成立し決済が完了した場合であって、決済の開始日以前の日を権利行使の基準日として決済の開始日後に当社の株主総会が開催される際には、当該株主総会における本公開買付けにより買い付けられた当社株式に係る議決権その他の一切の権利行使について、公開買付者の選択に従い、(a)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(b)公開買付者の指示に従って行うことを誓約しているとのことです。

なお、三井物産及びエスエフピーとの間の応募契約以外の各本応募契約においては、三井物産及びエスエフピー以外の応募予定株主による応募の前提条件は存在しないとのことです。

また、坂本氏及び小山田氏は、上記「(2) 意見の根拠及び理由」の「(ア)本公開買付けの概要」に記載のとおり、本取引成立後、それぞれ、本公開買付けへの応募によって得た売却代金の税引後手取相当額を上限として、第三者割当の方法により公開買付者に対してその発行済株式総数の0.1%程度に相当する出資を行う旨を口頭で合意しているとのことです。

以上に加えて、ポラリス又はポラリス・ファンド 及び坂本氏は、本公開買付けが成立した場合には、当社の経営等に関する経営委任契約を締結することを予定しているとのことです。現時点においては具体的に合意されている事項はないとのことです。

4 【役員が所有する株券等の数及び当該株券等に係る議決権の数】

| 氏名 | 役名 | 職名 | 所有株式数(株) | 議決権の数(個) |
|--------|----------|--|----------|----------|
| 坂本 賢治 | 代表取締役社長 | 監査部担当 社長室担当 | 69,500 | 695 |
| 三木田 慎也 | 代表取締役副社長 | 開発本部担当 | 6,100 | 61 |
| 貞久 雅利 | 取締役副社長 | グループ経営 戦略本部担当 グループ管理 本部担当 グループ人事 本部担当 | 40,100 | 401 |
| 渡邊 清孝 | 取締役 | | 2,300 | 23 |
| 関 榮一 | 取締役 | | 2,800 | 28 |
| 平尾 昭二 | 常勤監査役 | | 2,400 | 24 |
| 山川 正翁 | 常勤監査役 | | | |
| 三ツ角 直正 | 監査役 | | 1,400 | 14 |
| 権藤 説子 | 監査役 | | 1,400 | 14 |
| 計 | 9名 | | 126,000 | 1,260 |

(注1) 役名、職名、所有株式数及び議決権数は本書提出日現在のものです。

(注2) 取締役 渡邊清孝氏及び関榮一氏は、社外取締役です。

(注3) 監査役 山川正翁氏、三ツ角直正氏及び権藤説子氏は、社外監査役です。

5 【公開買付者又はその特別関係者による利益供与の内容】

該当事項はありません。

6 【会社の支配に関する基本方針に係る対応方針】

該当事項はありません。

7 【公開買付者に対する質問】

該当事項はありません。

8 【公開買付期間の延長請求】

該当事項はありません。

以 上