



「MBOの実施予定に関する賛同の意見表明及び応募の推奨に関するお知らせ」の FAQについて

当社は、当社が2025年9月10日に公表した「MBOの実施予定に関する賛同の意見表明及び応募の推奨に関するお知らせ」（以下「本プレスリリース」といいます。）に記載のとおり、同日開催の当社取締役会において、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カロンホールディングス株式会社による当社株式に対する公開買付け（以下「本公開買付け」といいます。）に関し、同日時点における当社の意見として、本公開買付けが開始された場合には、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、本公開買付けに応募することを推奨する旨の決議をいたしました。

当社におきましては、本プレスリリースにおいてお知らせしておりますとおり、各種の公正性担保措置をとった上で、当社の一般株主の利益を図る観点から、本公開買付けを含む当社の非公開化取引（以下「本取引」といいます。）の取引条件の公正性は確保されていると、特別委員会の答申内容等を踏まえ、当該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、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ておりますが、一部投資家様から関連するご質問をいただいていることも踏まえ、公開買付け価格を含む本取引の条件の公正性やプロセスの妥当性等について正しくご理解いただくため、本FAQを作成いたしました。

なお、本FAQで使用している用語のうち、本プレスリリースにて定義された用語の意義については、本プレスリリースをご参照いただきますようお願い申し上げます。

【Q1】公開買付価格を1株当たり1,960円とする公開買付者の第8回提案を最終的に応諾した経緯を説明してください。

【A1】本プレスリリースに記載しておりますとおり、当社及び本特別委員会は、2025年7月31日に本公開買付価格を1株当たり1,600円とする提案を受領して以降、同年9月5日までの間、公開買付者並びに西村元延氏及び西村健氏（以下「公開買付者等」といいます。）に対し、計7回にわたり本公開買付価格の引上げを要請し、同月6日、本公開買付価格を1株当たり1,960円とする第8回提案価格の提案を受領しました。

特に、2025年9月5日には、当社及び本特別委員会は、公開買付者等から「提示しうる最善のかつ最終的な提案」として第7回提案価格（1株あたり1,950円）の提示を受けたことを踏まえつつ、最大限の価格を引き出す交渉努力を行うべく、本公開買付価格を1株当たり2,100円とする提案をして第7回提案価格の引き上げについて検討を求めるとの要請を行いました。その際には、本特別委員会において、本特別委員会のファイナンシャル・アドバイザーによる過去のMBO事例におけるプレミアム水準の説明や、本特別委員会及び当社の各ファイナンシャル・アドバイザーによる各株式価値算定の状況も踏まえた上で、第7回提案価格が過去のMBO事例におけるプレミアム水準及び当社の株式価値や収益力を踏まえて検討した本源的価値に照らして妥当な水準付近にあること等を確認しております。

公開買付者等からの第8回提案価格（1株あたり1,960円）の提案はかかる経緯を経たものであるところ、本特別委員会は、本プレスリリース添付の2025年9月9日付答申書記載のとおり理由により、第8回提案価格は既に公正な価格であると判断できる水準に達しているものと判断いたしました。

加えて、公開買付者等からは、第8回提案価格の提案に際し、第7回提案価格は、当該提案時点において、公開買付者として提示しうる「最善の」価格であり、更なる価格の引き上げは公開買付者の投資判断上相当に困難ではあるが、当社の要請を受け、公開買付者内で真摯に検討した結果、当社の一般株主様の利益に最大限配慮すべく、再度の価格引き上げに応じるものである旨に加え、本取引の公表及び実行は、当社による本取引に対する賛同意見の表明及び応募推奨の両決議が行われることを前提としており、現在想定している時間軸で当社との協議が完了しない場合には、やむなく検討を中止せざるをえない可能性がある旨の連絡も受けました。本特別委員会としては、このような状況を含む諸般の事情を総合的に勘案し、更なる交渉を継続したとしてもこれ以上の引き上げがなされる余地は低いと見込まれると判断したものです。

以上から、当社及び本特別委員会は、公開買付者等に対し、第8回提案価格を応諾する旨の回答を行うに至ったものであり、2025年9月10日に開催された当社取締役会においても、かかる経緯を踏まえた上で、慎重に協議及び検討を行い、本取引に関する意思決定を行っております。

【Q2】特別委員会の第三者算定機関であるプルータス・コンサルティングが DCF 法の算定の前提とした事業計画に基づく財務予測におけるフリー・キャッシュ・フロー（以下「FCF」といいます。）の数値と当社の第三者算定機関である大和証券が DCF 法の算定の前提とした同一の事業計画に基づく財務予測における FCF の数値には差異がありますが、その理由を説明してください。

【A2】プルータス・コンサルティング及び大和証券それぞれの説明によれば、その主な理由は以下のとおりとのことです。

まず、プルータス・コンサルティングは、当社グループが 2026 年 3 月期第 2 四半期以降に生み出すと見込まれる FCF を一定の割引率で現在価値に割り引いて当社グループの企業価値及び株式価値を算定しております。これに対し大和証券は、当社グループの各事業の事業環境は地域ごとに異なることから、地域ごとの特徴を適切に算定に反映させるため、当社グループの事業を日本事業、インドネシア事業、マレーシア事業及びその他事業に分類し、当社が 2026 年 3 月期第 2 四半期以降に生み出すと見込まれる各事業の FCF を各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企業価値及び株式価値を算定しております。

かかる算定において、プルータス・コンサルティングは、本事業計画の期間中の当社グループ全体の運転資本回転期間を、原則として当社グループ全体の実績期間と同程度の回転期間が継続する前提で設定しております。一方、大和証券は、本事業計画の期間中の各事業の運転資本回転期間を、原則として各事業の実績期間と同程度の回転期間が継続する前提で設定しています。かかる大和証券の算定においては、インドネシア事業について、その売上高は 2025 年 3 月期から 2026 年 3 月期にかけて他期間と比較しても大幅な成長を見込んでおり、そのような売上増加に伴い売上債権や棚卸資産などの運転資本が大きく増加する想定であること等から、結果として初年度 2026 年 3 月期（9 か月）に FCF が大きく減少する計算結果になっております。

当社といたしましては、以上の相違が、その他の評価手法やその前提の相違等と相まって、上記のような FCF の差異が生じたと認識しております。

なお、このような評価手法の相違等については、本特別委員会においても適切に確認されており、これを踏まえた各株式価値算定書の内容等が当社取締役会に説明されております。

【Q3】特別委員会の第三者算定機関であるプルータス・コンサルティングと当社の第三者算定機関である大和証券が株式価値の算定にあたって類似会社比較法を採用しなかった理由を説明してください。

【A3】プルータス・コンサルティング及び大和証券それぞれの説明によれば、その主な理由は以下のとおりです。

プルータス・コンサルティングは、類似企業比較法の採否を検討したものの、類似企業比

較法は、成長性の等しい企業のマルチプルがおおむね等しくなることを前提に、評価対象企業の業績を類似会社のマルチプルに対応付けることによって価値を求める手法と位置付けられるところ、当社の本事業計画における成長性が類似会社と大きく異なることにより、当社の業績と類似会社のマルチプルが合理的に対応しないこと等から、本件においては類似企業比較法の採用を見送りました。

また、大和証券は、類似企業比較法の採否を検討し、当社グループの類似会社としてアジア向けの売上が中心である上場企業を選定したものの、類似会社のマルチプルのバラつきが大きく、当社グループをマルチプルで評価することが適切でないと考えたこと等から、類似会社比較法の採用を見送りました。

なお、このような評価手法の選定理由については、本特別委員会においても適切に確認されており、これを踏まえた各株式価値算定書の内容等が当社取締役会に説明されております。

【Q4】 本件では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が反映されていない財務予測に基づき当社の株式価値算定が行われていますが、このような方法が合理的であるとする理由を説明してください。

【A4】 経済産業省が策定した「公正な M&A の在り方に関する指針」（以下「公正 M&A 指針」といいます。）は、「M&A に際して実現される価値は、理論的には、(a)M&A を行わなくても実現可能な価値と、(b)M&A を行わなければ実現できない価値の 2 種類に区別して考えることができる」とした上で、「上記(b)の M&A を行わなければ実現できない価値については、M&A によって一般株主はスクイズ・アウトされることとなるものの、一般株主もその価値のしかるべき部分を享受するのが公正であると考えられる」としております。

しかしながら、公正 M&A 指針は、「以上のように、M&A に際して実現される価値についての概念整理をすることが可能であるものの、実際の事案においては、上記(a)および(b)の価値を客観的かつ厳密に区別・算定することや、M&A 公表前の市場株価が(a)の価値をどれほど反映しているかを判別することは困難」であり、「(b)の価値についても、一般株主が享受すべき部分には一定の幅があると考えられ、その分配の在り方について一義的・客観的な基準を設けることは困難」であることから、「買収対価等の取引条件自体について何らかの一義的・客観的な基準を設けることは適当とはいえず」、同指針が示す公正な「手続を通じて M&A が行われることにより、一般株主が享受すべき正当な利益…が確保されるべき」とされています。

本件において、当社は、本プレスリリースに記載のとおり、各種の公正性担保措置を講じた上で、手続の公正性を確保しており、公正 M&A 指針に従い、公正な手続を通じて M&A が行われることにより、一般株主が享受すべき正当な利益を確保していると考えております。

具体的には、独立性の高い特別委員会において、重要な情報を得た上で、本取引の是非や取引条件の妥当性等について真摯に検討を行うとともに、当社の企業価値を高めつつ一般株主にとってできる限り有利な取引条件で M&A が行われることを目指して公開買付者等との間で真摯な交渉を行うなど、合理的な努力が尽くされており、本件において、相互に独立した当事者間で行われる場合と実質的に同視しうる状況を確保しております。本件における当社のこのような対応は、まさに公正 M&A 指針に沿った適切なものと考えられます。

なお、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、現時点において収益に与える影響を具体的に見積もることが困難であるため、本事業計画に基づく財務予測には反映しておりません。これは上記のとおり、上記(a)及び(b)の価値を客観的かつ厳密に区別・算定することは困難であることに起因するものであり、本取引に類似する非公開化取引において一般的な対応であり、特に問題は存しないと考えております。