



2026年4月14日

各 位

会社名 HEROZ 株式会社
代表者名 代表取締役 CEO 林 隆弘
(コード番号：4382 東証スタンダード市場)
問合せ先 取締役 CFO 森 博也
(TEL 03-6435-2495)

会社名 バリオセキュア株式会社
代表者名 代表取締役社長 斧江 章一
(コード番号：4494 東証スタンダード市場)
問合せ先 管理本部副本部長 杉山 真
(TEL 03-5577-3284)

HEROZ 株式会社とバリオセキュア株式会社の経営統合に関するお知らせ (HEROZ 株式会社とバリオセキュア株式会社の経営統合に関する株式交換契約の締結)

HEROZ株式会社（以下「HEROZ」といいます。）及びバリオセキュア株式会社（以下「バリオセキュア」といいます。）、HEROZとバリオセキュアを総称して「両社」といいます。）は、本日付の両社の取締役会の決議により、株式交換の方法による経営統合（以下「本経営統合」といいます。）の実施を目的として、HEROZを株式交換完全親会社とし、バリオセキュアを株式交換完全子会社とする株式交換（以下「本株式交換」といいます。）を行うことを決定し、本日、HEROZとバリオセキュアとの間で本株式交換にかかる株式交換契約（以下「本株式交換契約」といいます。）を締結いたしましたので、以下のとおりお知らせいたします。

本株式交換については、HEROZにおいては、会社法第796条第2項の規定に基づく簡易株式交換の手続きにより、株主総会の承認を受けることなく、また、バリオセキュアにおいては、2026年5月27日開催予定の定時株主総会（以下「本定時株主総会」といいます。）にて承認を受けた上で、2026年6月30日（以下「本株式交換効力発生日」といいます。）を効力発生日として行うことを予定しております。

バリオセキュアの普通株式（以下「バリオセキュア普通株式」といいます。）は、本株式交換効力発生日（2026年6月30日予定）に先立つ2026年6月26日付で、株式会社東京証券取引所（以下「東京証券取引所」といいます。）スタンダード市場において、上場廃止（最終売買日は2026年6月25日）となる予定です。

なお、HEROZは、本株式交換の効力発生後、持株会社体制への完全な移行を目的として、HEROZが展開するAIソリューション事業、生成AI（HEROZ ASK）事業、将棋ウォーズを中心としたMind Sports事業、AIを活用した採用代行事業等を、吸収分割の方法によりHEROZの完全子会社に承継させることを予定しております。当該吸収分割の具体的な内容及び日程等については、決定次第、別途お知らせいたします。

HEROZは、本株式交換及び将来の吸収分割の効力発生後も、引き続き東京証券取引所スタンダード市場への上場を維持する予定です。

I. 本経営統合について

1. 本経営統合の背景と目的

HEROZは、「驚きを心に」をコンセプトとして、人々の生活が便利に楽しくなるように、AIを活用したサービスをBtoC及びBtoB領域で展開しております。AI市場においては、OpenAI社による「ChatGPT」のリリースに端を発した、各産業におけるAIトランスフォーメーション（以下「AIX」といいます。）に関する投資の加速が続いており、まさに現在進行形で、LLM（Large Language Model：大規模言語モデル）を含むAIの技術競争・需要拡大・社会実装が急激なスピードで進んでおります。なお、HEROZでは、AIXとは、AIを社会に浸透させることにより、その力を通じて既存の業務プロセスやビジネスモデル等を含めて社会全体に抜本的な変革を起こすこと、と捉えております。

このような潮流の中で、HEROZグループ（HEROZ及びバリオセキュアを含むHEROZの連結子会社5社で構成される企業グループをいいます。以下同じです。）は、「HEROZ3.0」としてグループ戦略「AI BPaaS」

を掲げ、単なるSaaSツール提供会社にとどまらず、生成AIや複数の分野・領域にまたがるAIエージェントをフル活用し、AIが業務全体を自律的に遂行・最適化する「Agentic Work」というかたちで価値を提供することを目指しております。これにより、社会全体への価値提供と事業成長を推進しております。

HEROZグループの事業セグメントとしては、「AIX事業」「AI Security事業」の2つとなります。このうち、AIX事業は、HEROZグループのAI・SaaS関連技術をフル活用し、AIの社会実装・各産業のAIXを推進していく事業であり、BtoCサービスとBtoBサービスに分かれます。

BtoCサービスは、主に将棋アプリ「将棋ウォーズ」を個人ユーザに提供するサービスとなります。また、BtoBサービスとして、HEROZがBtoB向けに提供するAIソリューション関連サービスや、生成AIを活用したAIアシスタントSaaS「HEROZ ASK」サービスのほか、連結子会社である「株式会社ストラテジット」「株式会社エーアイスクエア」「株式会社ティファナ・ドットコム」「VOIQ株式会社」が展開する各種ビジネスを推進しております。各産業においてAIX・AI革命を巻き起こすべく、AIソリューション、AI SaaS及びAI BPaaS戦略を通じてビジネスを展開し、成長に向けた取り組みを行っております。

また、AI Security事業は、バリオセキュアが提供する、インターネットセキュリティ事業のセグメントとなります。

バリオセキュアは、「世の中の人々が安心して生活できるスマート社会の実現」をビジョンとして掲げております。バリオセキュアが提供する製品・サービスは中堅・中小企業のビジネスを、その脅威から守るためのものですが、バリオセキュアの真の目的は、その企業の先の「生活者の日常」を守ることにあります。バリオセキュアは、提供する製品とサービスで企業の挑戦を裏方として守り抜くことで、誰もがICTの恩恵を当たり前、そして安全に享受できる強固な社会基盤を創り上げることを目指しています。

そして、「すべての中堅・中小企業に容易で高水準なセキュリティプラットフォームを届け、社会の安全安心を支える唯一無二の存在となる」をミッションとし、セキュリティ対策の「24/365 WORK」を請け負うマネージドセキュリティサービス、ネットワーク・エンドポイントセキュリティ及びインテグレーションサービスを提供しています。日本の企業の大多数を占める中堅・中小企業にとって、高度化するサイバーセキュリティ対策は、コストや運用の面で大きな負担となっている中で、バリオセキュアは、その技術力とサポート体制により、誰もが「容易」に導入でき、かつ「高水準」なセキュリティプラットフォームを提供します。お客様が本業に集中できるよう、バリオセキュアが裏側で複雑な技術を吸収し、社会の安全を支え続けるとともに、バリオセキュア独自の「自社開発×運用サービス」モデルを磨き上げ、他社には代替できない唯一無二の価値を創造していきます。

バリオセキュアは、自社開発の国産製品をベースとしたネットワークセキュリティ導入・運用管理サービスを提供しております。マネージドセキュリティサービスで提供している商品は、VSRを利用した統合型インターネットセキュリティサービス、データのバックアップサービス（VDaP）、エンドポイントセキュリティサービス（Vario EDR）及びVarioマネージドLAN/Wi-Fiサービスなどがあり、インテグレーションサービスには、中小企業向け統合セキュリティ機器（UTM）であるVCR（Vario Communicate Router）の販売とネットワーク機器の調達や構築を行うネットワークインテグレーションサービスを推進しております。

ビジネスを展開するセキュリティサービス市場は、昨今のランサムウェア被害に代表されるような、多様化するサイバー攻撃被害を受けて需要が拡大しており、セキュリティサービス市場は、高度なセキュリティ対策を必要とするものの、自社での運用・管理が困難である企業がセキュリティベンダーへ運用や監視をアウトソーシングする傾向にありサービス利用の拡大に繋がっています。このような市場環境の中、インターネットセキュリティサービス事業は、ネットワークセキュリティの導入から管理、運用・保守までをサービスとしてワンストップで提供し、ユーザから定額の月額費用（初期費用含む。）を徴収するリカーリングレベニューモデルとなっており、安定した収益が稼得できる事業基盤を有しております。今後もセキュリティ環境の変化に呼応したサービス及び製品の充実を図っております。

(図) HEROZグループの事業セグメント

事業名	AIX事業	AI Security事業
関連企業	<ul style="list-style-type: none"> ・HEROZ株式会社 ・株式会社ストラテジット ・株式会社エーアイスクエア ・株式会社ティファナ・ドットコム ・VOIQ株式会社 	<ul style="list-style-type: none"> ・バリオセキュア株式会社
事業内容	AIソリューション、AI SaaS及びAI BPaaS戦略を通じてビジネスを展開し、各産業におけるAIX・AI革命を目指す事業	セキュリティ対策の「24/365 WORK」を請け負うマネージドセキュリティサービス、ネットワーク・エンドポイントセキュリティ及びインテグレーションサービスを提供し、高度なインターネットセキュリティの実現を目指す事業

両社が展開するAIX事業やAI Security事業においては、急速な技術革新が進んでおります。

AIX事業においては、大規模言語モデル（LLM）技術の急速な発展に伴い、生成AIが対応可能な領域が急速に拡大しております。そのため、「HEROZ3.0」としてグループ戦略「AI BPaaS」を掲げ、単なるSaaSツール提供会社にとどまらず、生成AIや複数の分野・領域にまたがるAIエージェントをフル活用し、AIが業務全体を自律的に遂行・最適化する「Agentic Work」というかたちで価値を提供することを目指しております。具体的にはHEROZ ASK事業を通じて各種のAIエージェントの開発を進め、AI BPaaSの早期実現を目指して参ります。

また、AI Security事業においても、クラウドサービスの利用拡大やワークスタイルの変化、そして、巧妙化するサイバー攻撃により、セキュリティの脅威は社外、社内という境界を越えて存在し、このような環境下、死活監視や機器の保守運用などを行うマネージドセキュリティサービスに加え、セキュリティリスクを検知し、脅威を除去する端末側のセキュリティサービスやデータの保護・復旧を行うバックアップサービスなど、事業領域を拡大していくことが重要な戦略となってきます。特にこれからの事業の展開においては、生成AIや複数の分野・領域にまたがるAIエージェントをフル活用し、AIが業務全体を自律的に遂行・最適化する「Agentic Work」を実現するサービスの提供が不可欠になってくるものと考えております。

HEROZは、これらの経営課題に対処するためには、両社が保有する人材及び技術といった経営資源を相互に活用することに加えて、両社が迅速かつ機動的な意思決定に基づき夫々の事業を成長させることにより、HEROZグループ全体として、より効率的かつ機動的な経営を行うことが必要不可欠であると考えております。両社は2022年9月に資本業務提携契約を締結し、HEROZはバリオセキュアが実施する第三者割当増資を引き受け、HEROZがバリオセキュアの発行済株式総数の約43%の株式を取得し、バリオセキュアを連結子会社といたしました。

それ以降、両社は、営業面や技術面、コーポレート機能における様々な協業施策を検討し、一部は協業施策の推進を図っておりましたが、親子上場という状況下では、両社の利益相反を常に考慮しながら進めて行く必要があり、HEROZが考える事業上のシナジーである、HEROZが展開するHEROZ ASKとの営業面での連携や、HEROZのAI技術を生かした新たな分野におけるプロダクト開発、並びに、HEROZ及びバリオセキュアが考えるコスト面でのシナジーである、共同購買や共通のガバナンス基盤の確立による各種のコスト削減等、具体的なシナジーの発揮を実現することは不十分な状況となっております。

そのため、HEROZは、競争環境が厳しくAIを含めた技術的な進化が早いこの環境下において、親子上場の形態を維持することは本質的なAIを活用した事業の遂行を極めて非効率あるいは困難なものとする判断し、両社の企業価値の向上のためには、両社の経営統合により、AIエージェントサービスの早期実現に取り組むことが必要不可欠であると判断いたしました。

具体的には、HEROZは、グループ戦略機能を持つ持株会社のもと、各社の顧客に対するグループとしての営業/提案機能や、エンジニア・営業等の事業横断的な人材交流による従業員の育成、HEROZの有するAIに関する知見や技術力を活かしたAIエージェントの開発、資金調達力やネットワークの活用等の本格的な協業に取り組むことを想定しております。HEROZとしては、これらの取り組みを推進していくことで、バリオセキュアのサービスにおけるAIを活用した自動応答化による業務の効率化、HEROZの

AIエージェントの開発技術を活用したサービスの開発などの事業上のシナジーを創出できると考えております。

また、HEROZ及びバリオセキュアは、共通インフラ活用による間接部門の効率化、情報システム部門の連携による基幹システム刷新プロジェクトの推進、各種ITツールの共同購買を通じたコスト削減など、HEROZグループとして、AI Security事業の本格的な事業成長に向けたシナジー効果を最大化できると考えております。

HEROZとしては、企業価値向上のためにはいかなる選択肢の検討も排除しないという方針のもと、HEROZグループの方向性やバリオセキュアとの関係性として様々な可能性を検討して参りました。その結果、上記のように、経営統合を行うことがHEROZグループ及びバリオセキュアにおいて企業価値向上に寄与するものとの判断から、2024年10月下旬にHEROZからバリオセキュアに対して本経営統合の提案を行い、以降両社で協議・検討を進めて参りました。

バリオセキュアとしては、HEROZからの本経営統合の提案を受け、バリオセキュアの上場廃止による各ステークホルダーへの影響等についても、独自に検討を進めて参りました。また、バリオセキュアは、①機動的かつ多様な資金調達手段の確保、②社会的信用の向上、③優秀な人材の確保や従業員の労働意欲の向上等を目指し、2020年11月に東京証券取引所市場第二部に株式を上場しており、上場後比較的短期間で株式を非公開化することの是非についても検討いたしました。その結果、両社の経営統合に際し、バリオセキュアがHEROZの完全子会社となることにより、バリオセキュアも、既存事業領域において、インフラや間接部門の共有化、AIの積極的な活用を通じて企業価値の最大化の可能性があるとの結論に至りました。また、バリオセキュアが株式の上場により目指していた各メリットを失う可能性について、①上場会社であることによって得ているエクイティファイナンス実施のメリットは失うものの、本株式交換後、バリオセキュアはHEROZグループの1社として、HEROZグループのグループファイナンスを活用して資金調達を行うことが可能になること、②本株式交換後、バリオセキュアは東京証券取引所スタンダード市場に上場しているHEROZのグループ会社の1社となることから、バリオセキュアに対する社会的信用力が直ちに低下することはないと考えられること、③本株式交換後において、バリオセキュアは、東京証券取引所スタンダード市場に上場するHEROZの子会社となり、HEROZグループの一員としてバリオセキュアの知名度や社会的信用力が一定程度維持されることが考えられるため、バリオセキュアの人材採用等への悪影響は実質的にはないものと考えられ、また、HEROZによれば、本株式交換後に、バリオセキュアの従業員の雇用について不利益な変更が行われることは現時点では想定されておらず、バリオセキュアの従業員は本株式交換後は東京証券取引所スタンダード市場に上場するHEROZグループの一員として業務に従事することになることも考慮すると、既存従業員の士気等に対する影響は軽微であると考えられ、バリオセキュアが株式の上場により目指していた各メリットが失われるわけではないとの結論に至りました。これらの本経営統合に伴う取り組みを実現させていくことで、バリオセキュアもHEROZグループ全体の企業価値の最大化にも繋がることの見解でHEROZと一致し、また、バリオセキュアが株式上場によって目指していたメリットが失われるわけではないと考えたことから、上記のHEROZによる本経営統合の提案を受け、本日、両社の取締役会において、それぞれ、HEROZがバリオセキュアを完全子会社することを目的として本株式交換を実施することを決議し、本株式交換契約を締結いたしました。

本経営統合により、両社は、AI BPaaS戦略を推進する主要な企業体へと大きく転換して参ります。加えて、さらなるグループガバナンス向上にも努めることにより、全てのステークホルダーの価値最大化に資することを目指して参ります。

2. 本経営統合のスキーム

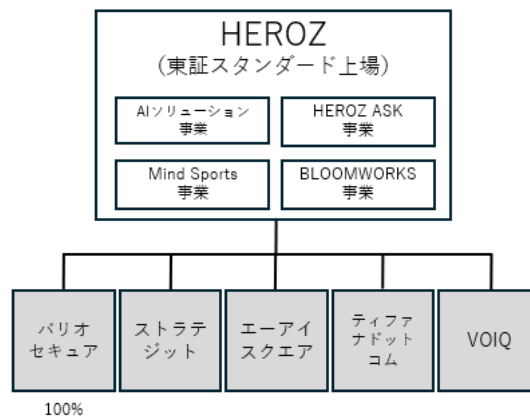
本経営統合は、以下の方法により行います。

まず、両社は、HEROZを株式交換完全親会社とし、バリオセキュアを株式交換完全子会社とする本株式交換を行うことにより、HEROZは、バリオセキュア普通株式を保有する株主（但し、HEROZを除きます。）からその保有する全てのバリオセキュア普通株式を取得し、バリオセキュアはHEROZの完全子会社になります。なお、HEROZは、本株式交換の効力発生後、持株会社体制への完全な移行を目的として、HEROZが展開する各事業を吸収分割の方法によりHEROZの完全子会社に承継させ、グループ経営管理業務、資産管理業務及び研究開発業務を行う持株会社となることを予定しておりますが、当該吸収分割の具体的な内容及び日程等については、決定次第、別途お知らせいたします。HEROZは、現在の証券コード（4382）で上場を継続する予定です。

なお、バリオセキュア普通株式は、本株式交換により、本株式交換効力発生日（2026年6月30日予定）に先立つ2026年6月26日付で、東京証券取引所スタンダード市場において、上場廃止（最終売買日は2026年6月25日）となる予定です。

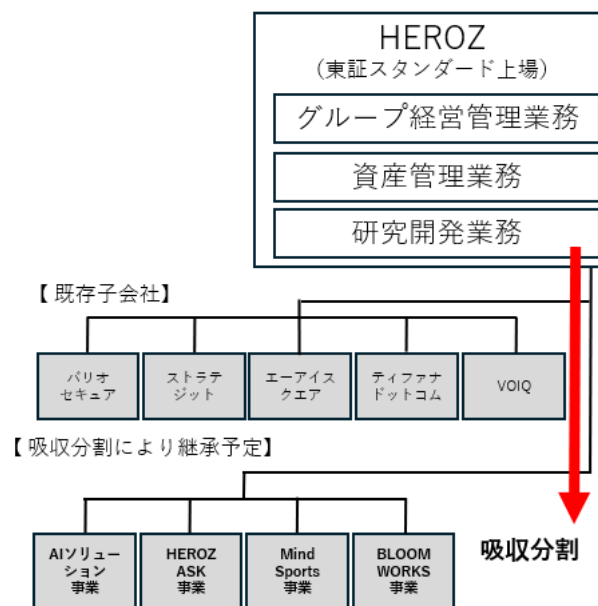
(1) 本経営統合ストラクチャー

① 本株式交換効力発生後



※ バリオセキュア普通株式は、本株式交換効力発生日に先立ち東京証券取引所スタンダード市場において上場廃止となる予定です。

② 持株会社体制移行後（吸収分割により持株会社体制へ移行を予定）



※ 吸収分割の具体的な内容及び日程等については、決定次第、別途お知らせいたします。

(2) 本経営統合後の資本政策

本経営統合後の資本政策として、連結業績を基礎に、株主への利益還元、将来の事業展開や競争力強化のための研究開発及び設備投資並びに内部留保の3つのバランスを考慮し、両社で協議・検討の上、必要に応じて公表・実施いたします。

3. 本経営統合の日程

本株式交換契約締結承認の取締役会（HEROZ）	2026年4月14日
本株式交換契約締結承認の取締役会（バリオセキュア）	
本株式交換契約締結（両社）	
本定時株主総会招集通知発送日	2026年5月12日（予定）
本定時株主総会（バリオセキュア）	2026年5月27日（予定）
最終売買日（バリオセキュア）	2026年6月25日（予定）
上場廃止日（バリオセキュア）	2026年6月26日（予定）
本株式交換効力発生日（両社）	2026年6月30日（予定）

（注1）HEROZにおいては、会社法第796条第2項の規定に基づく簡易株式交換の手続により、株主総会の承認を受けることなく本株式交換を行う予定です。

（注2）両社は、手続進行上の必要性その他の理由により、協議の上、上記の日程を変更する場合があります。上記の日程に変更が生じた場合には、速やかに公表いたします。

II. 本株式交換について

1. 本株式交換の要旨

（1）本株式交換の日程

上記 I. 「本経営統合について」の3. 「本経営統合の日程」をご参照ください。

（2）本株式交換の方式

HEROZを株式交換完全親会社とし、バリオセキュアを株式交換完全子会社とする株式交換を行い、バリオセキュア普通株式を保有する株主の皆様（但し、HEROZを除きます。）に対してHEROZの普通株式（以下「HEROZ普通株式」といいます。）を割当て交付します。

本株式交換については、HEROZにおいては、会社法第796条第2項の規定に基づく簡易株式交換の手続により、株主総会の承認を受けることなく、また、バリオセキュアにおいては、2026年5月27日開催予定の本定時株主総会にて承認を受けた上で、2026年6月30日を効力発生日として行うことを予定しております。

なお、本株式交換の効力発生については、本経営統合を行うにあたり必要な公正取引委員会等の国内外の関係当局による許認可の取得等が条件となります。

（3）本株式交換にかかる割当ての内容

	HEROZ (株式交換完全親会社)	バリオセキュア (株式交換完全子会社)
本株式交換にかかる割当比率	1	0.99
本株式交換により交付する株式数	HEROZ普通株式：2,558,688株（予定）	

（注1）本株式交換にかかる株式の割当比率

バリオセキュア普通株式1株に対してHEROZ普通株式0.99株を割当て交付します。但し、HEROZが所有するバリオセキュア普通株式（2026年4月14日現在1,934,000株）については、本株式交換による株式の割当ては行いません。

なお、上表に記載の本株式交換にかかる株式交換比率（以下「本株式交換比率」といいます。）に重大な影響を与える事由が発生し又は判明した場合は、両社による協議及び合意の上、本株式交換比率を変更することがあります。

（注2）本株式交換により交付する株式数

HEROZ は、本株式交換に際して、本株式交換により HEROZ がバリオセキュア普通株式（但し、HEROZ が保有するバリオセキュア普通株式を除きます。）の全てを取得する直前時（以下「基準時」といいます。）のバリオセキュアの株主の皆様（但し、HEROZ を除きます。）に対し、その保有するバリオセキュア普通株式に代えて、本株式交換比率に基づいて算出した数の HEROZ 普通株式を交付します。また、HEROZ が交付する株式は、新たに発行する HEROZ 普通株式にて充当する予定です。

なお、バリオセキュアは、本株式交換効力発生日の前日までに開催するバリオセキュアの取締役会の決議により、バリオセキュアが保有する自己株式（2026年4月14日現在4,427株）及びバリオセキュアが基準時の直前時までに保有することとなる自己株式（本株式交換に関する会社法第785条第1項に基づく反対株主の株式買取請求に応じて取得する株式を含みます。）の全部を、基準時の直前の時点をもって消却することを予定しているため、実際に HEROZ が割当て交付する株式数は今後修正される可能性があります。

（注3）単元未満株式の取り扱いについて

本株式交換に伴い、単元（100株）未満の HEROZ 普通株式の割当てを受けるバリオセキュアの株主の皆様につきましては、かかる割当てられた株式を東京証券取引所その他の金融商品取引所において売却することはできませんが、そのような単元未満株式を保有することとなるバリオセキュアの株主の皆様は、HEROZ の単元未満株式に関する以下の制度をご利用いただくことができます。

1. 単元未満株式の買取制度（100株未満株式の売却）

会社法第192条第1項の規定に基づき、HEROZ に対し、保有することとなる HEROZ の単元未満株式の買取りを請求することができます。

（注4）1株に満たない端数の処理

本株式交換に伴い、HEROZ 普通株式1株に満たない端数の割当てを受けることとなるバリオセキュアの株主の皆様に対しては、会社法第234条その他の関連法令の定めに従い、HEROZ が1株に満たない端数部分に応じた金額をお支払いし、端数部分の株式は割当てられません。

（4）本株式交換に伴う新株予約権及び新株予約権付社債に関する取扱い

バリオセキュアが発行している次の全ての新株予約権のうち、本株式交換の効力発生日の前日において、未だ権利行使されていない新株予約権については、同日付で、当該新株予約権の取得条項に基づき、バリオセキュアが無償で取得し、消却する予定です。

- ・第1回新株予約権（2017年5月16日取締役会決議）
- ・第2回新株予約権（2018年5月15日取締役会決議）

なお、バリオセキュアは新株予約権付社債を発行しておりません。

2. 本株式交換にかかる割当ての内容の根拠等

（1）割当ての内容の根拠及び理由

両社は、本株式交換に用いられる上記1.「本経営統合の背景と目的」の（3）「本株式交換にかかる割当ての内容」に記載の本株式交換比率の算定に当たって公正性・妥当性を確保するため、それぞれ別個に、両社から独立した第三者算定機関に株式交換比率の算定を依頼することとし、HEROZは株式会社プルータス・コンサルティング（以下「プルータス」といいます。）を、バリオセキュアはマクサス・コーポレートアドバイザー株式会社（以下「マクサス・コーポレートアドバイザー」といいます。）を、それぞれの第三者算定機関として選定いたしました。

HEROZにおいては、以下の（4）「公正性を担保するための措置（利益相反を回避するための措置を含む。）」に記載のとおり、第三者算定機関であるプルータスから2026年4月13日付で受領した株式交換比率に関する算定書、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。）からの助言等を踏まえて、慎重に協議・検討した結果、本株式交換比率は妥当であり、株主の皆様様の利益を損ねるものではないとの判断に至ったため、本株式交換比率により本株式交換を行うことが妥当であると判断いたしました。

バリオセキュアにおいては、以下の（4）「公正性を担保するための措置（利益相反を回避するための措置を含む。）」に記載のとおり、第三者算定機関であるマクサス・コーポレートアドバイザーから2026年4月13日付で受領した株式交換比率に関する算定書及び本株式交換の株式交換比率がバリオセキュアの株主にとって財務的見地より公正である旨の意見書（フェアネス・オピニオン）、アンダーソン・毛利・友常法律事務所外国法共同事業（以下「アンダーソン・毛利・友常法律事務所」といいます。）からの助言、支配株主であるHEROZ及び本株式交換の成否から独立したメンバーで構成される特別委員

会（詳細については、以下の（４）「公正性を担保するための措置（利益相反を回避するための措置を含む。）」に記載のとおりです。）から2026年4月14日付で受領した答申書を踏まえて、慎重に協議・検討いたしました。その結果、本株式交換比率は、株主の皆様の利益を損ねるものではないとの判断に至ったため、本株式交換比率により本株式交換を行うことが妥当であると判断いたしました。

上記のほか、本経営統合において実施されたデュー・ディリジェンスの結果等も踏まえて、財務の状況、資産の状況、将来の見通し等の要因を総合的に勘案し、株式交換比率について慎重に交渉・協議を重ねた結果、最終的に本株式交換比率が妥当であり、それぞれの株主の利益に資するとの判断に至り、本日付の両社の取締役会決議により、本株式交換比率を含む本株式交換契約の締結を決定いたしました。

なお、本株式交換比率は、本株式交換契約に従い、算定の基礎となる諸条件に重大な変更が生じた場合等には、両社間で協議及び合意の上、変更されることがあります。

（２）算定に関する事項

①算定機関の名称及び両社との関係

HEROZの算定機関であるブルータス及びバリオセキュアの算定機関であるマクサス・コーポレートアドバイザーは、いずれも両社から独立しており、両社の関連当事者には該当せず、本株式交換に関して記載すべき重要な利害関係はございません。なお、本取引に係るブルータスの報酬は、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、本取引の成立等を条件に支払われる成功報酬は含まれておりません。また、マクサス・コーポレートアドバイザーに対する報酬は、本取引の成立等を条件とした成功報酬が含まれておりますが、同種の取引における一般的な実務慣行等を勘案すれば、かかる成功報酬によって独立性が否定されるわけではないと判断しています。

②算定の概要

i. ブルータスによる算定

ブルータスは、両社の株式交換比率について、HEROZが東京証券取引所スタンダード市場に、バリオセキュアが東京証券取引所スタンダード市場に上場しており、市場株価が存在することから市場株価法による算定を行うとともに、将来の事業活動の状況を評価に反映するためにDCF法を、それぞれ採用して算定を行いました。

各評価方法によるHEROZ株式1株当たりの株式価値を1とした場合のバリオセキュアの評価レンジは、以下のとおりとなります。

採用手法	株式交換比率の算定結果
市場株価法	0.87～0.89
DCF法	0.69～1.10

市場株価法においては、HEROZについては、2026年4月13日を算定基準日として、HEROZ株式の東京証券取引所スタンダード市場における、算定基準日の終値、算定基準日までの直近1ヶ月間、3ヶ月間及び6ヶ月間の終値単純平均を、バリオセキュアについては、2026年4月13日を算定基準日として、バリオセキュア株式の東京証券取引所スタンダード市場における、算定基準日の終値、算定基準日までの直近1ヶ月間、3ヶ月間及び6ヶ月間の終値単純平均を採用しております。

DCF法においては、HEROZについては、HEROZが作成した2026年4月期から2029年4月期までの財務予測に基づく将来キャッシュ・フロー等を、一定の割引率で現在価値に割り引くことによって企業価値を評価しております。DCF法における継続価値の算定については永久成長率法を採用しております。具体的には割引率は、10.7%～13.1%を使用しており、永久成長率は0%として算出しております。

一方、バリオセキュアについては、バリオセキュアが作成した2027年2月期から2029年2月期までの財務予測に基づく将来キャッシュ・フロー等を、一定の割引率で現在価値に割り引くことによって企業価値を評価しております。DCF法における継続価値の算定については永久成長率法を採用しております。具体的には割引率は、8.8%～11.9%を使用しており、永久成長率は0%として算出しております。

ブルータスがDCF法による算定に用いたHEROZの財務予測において、対前年度比較で利益及びフリー・キャッシュ・フローの大幅な増加が見込まれる事業年度が含まれております。具体的には、AIX事業を中心とした既存サービスの提供拡大や、グループ全体の経営効率化の進展等に伴う収益性の向上により、2027年4月期、2028年4月期及び2029年4月期の各事業年度における営業利益に

ついて継続して大幅な増加を見込んでおります。また、フリー・キャッシュ・フローにつきましても、事業拡大に伴う設備投資や運転資本の増加が見込まれるものの、前述の利益成長がそれらを大きく上回ることから、同期間（2027年4月期、2028年4月期及び2029年4月期）において継続して大幅な増加を見込んでおります。一方、ブルータスがDCF法による算定の前提としたバリオセキュアの財務予測において、対前年度比較で利益及びフリー・キャッシュ・フローの大幅な増減が見込まれる事業年度が含まれております。具体的には、前期までに実施する新サービス開発や営業体制強化等の先行投資の効果発現や、提供サービスの販売拡大等により、2028年2月期における営業利益は大幅な増加を見込んでおります。また、フリー・キャッシュ・フローについては、新サービス等に関する先行的な設備投資が一巡して設備投資額が減少すること等から、2029年2月期において大幅な増加を見込んでおります。なお、両社の当該財務予測は、本株式交換の実施を前提としておりません。

ブルータスは、上記の株式交換比率の算定に際して、両社から提供を受けた情報、一般に公開された情報を原則としてそのまま使用し、分析及び検討の対象とした全ての資料及び情報が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、両社及びその関係会社の資産又は負債（偶発債務を含みます。）について、個別の資産及び負債の分析及び評価を含め、独自に評価、鑑定又は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。ブルータスの株式交換比率の算定は、算定基準日現在までの情報及び経済条件を反映したものであり、また、両社の各々の財務予測（利益計画その他の情報を含みます。）については、両社の経営陣により現時点で得られる最善の予測及び判断に基づき合理的に検討又は作成されたことを前提としております。

ii. マクサス・コーポレートアドバイザーによる算定

マクサス・コーポレートアドバイザーは、両社の株式交換比率について、HEROZが東京証券取引所スタンダード市場に、バリオセキュアが東京証券取引所スタンダード市場に上場しており、市場株価が存在することから市場株価平均法による算定を行うとともに、将来の事業活動の状況を評価に反映するためにDCF法を、それぞれ採用して算定を行いました。

各評価方法によるHEROZ株式1株当たりの株式価値を1とした場合のバリオセキュアの評価レンジは、以下のとおりとなります。

採用手法	株式交換比率の算定結果
市場株価平均法	0.87～0.89
DCF法	0.72～1.10

市場株価平均法においては、HEROZについては、2026年4月13日を算定基準日として、HEROZ株式の東京証券取引所スタンダード市場における、算定基準日の終値、算定基準日までの直近1ヶ月間、3ヶ月間及び6ヶ月間の終値単純平均を、バリオセキュアについては、2026年4月13日を算定基準日として、バリオセキュア株式の東京証券取引所スタンダード市場における、算定基準日の終値、算定基準日までの直近1ヶ月間、3ヶ月間及び6ヶ月間の終値単純平均を採用しております。

DCF法においては、HEROZについては、HEROZが作成した2026年4月期から2029年4月期までの事業計画に基づく財務予測や投資計画、バリオセキュアが実施したデュー・ディリジェンスの結果、一般に公開された情報等の諸要素を前提として、HEROZが2026年4月期以降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HEROZの株式価値を評価しております。なお、HEROZのAIX事業とAI Security事業では提供しているサービスの特徴が相互に異なることから、各事業の特徴を適切に算定に反映させるため、各事業を分類して算定を行うサム・オブ・ザ・パーツ分析を実施しております。AIX事業においては、割引率は加重平均資本コスト（WACC：Weighted Average Cost of Capital）を採用し、9.7%～10.7%を使用しております。資本コストの計算に当たっては、HEROZの企業規模等を勘案した上でサイズリスク・プレミアムを加味しております。継続価値の算定に当たっては、永久成長率法を採用し、国内のインフレ率及びHEROZのAIX事業が属する業界の成長率等を踏まえて永久成長率は0.0%～1.0%とした上で、継続価値を11,959百万円～15,272百万円と算定しております。AI Security事業は、バリオセキュアにより構成されているため、バリオセキュアのDCF法の評価によりに算定される1株当たり株式価値に、HEROZが保有するバリオセキュア普通株式を乗じた価値で算定しております。

一方、バリオセキュアについては、バリオセキュアが作成した2027年2月期から2029年2月期までの事業計画（以下「バリオセキュア事業計画」といいます。）に基づく財務予測や投資計画、一般に公開された情報等の諸要素を前提として、バリオセキュアが2027年2月期以降創出すると見込

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バリオセキュアの株式価値を評価しております。割引率は加重平均資本コストを採用し、9.1%~10.1%を使用しております。資本コストの計算に当たっては、バリオセキュアの企業規模等を勘案した上でサイズリスク・プレミアムを加味しております。継続価値の算定に当たっては、永久成長率法を採用し、国内のインフレ率及びバリオセキュアが属する業界の成長率等を踏まえて永久成長率は0.0%~1.0%とした上で、継続価値を3,862百万円~4,994百万円と算定しております。

マクサス・コーポレートアドバイザーがDCF法による算定に用いたHEROZの財務予測において、大幅な増益が見込まれる事業年度が含まれております。具体的には、AIX事業を中心とした既存サービスの提供拡大や、グループ全体の経営効率化の進展等に伴う収益性の向上により、2027年4月期、2028年4月期及び2029年4月期の各事業年度における売上高、営業利益及びEBITDAについて継続して大幅な増加を見込んでおります。また、フリー・キャッシュ・フローにつきましても、事業拡大に伴う設備投資や運転資本の増加が見込まれるものの、前述の利益成長がそれらを大きく上回ることから、同期間（2027年4月期、2028年4月期及び2029年4月期）において継続して大幅な増加を見込んでおります。一方、マクサス・コーポレートアドバイザーがDCF法による算定の前提としたバリオセキュアの財務予測において、大幅な増益が見込まれる事業年度が含まれております。具体的には、前期までに実施する新サービス開発や営業体制強化等の先行投資の効果発現や、提供サービスの販売拡大等により、2028年2月期における営業利益及びEBITDAは大幅な増加を見込んでおります。また、フリー・キャッシュ・フローについては、新サービス等に関する設備投資が一巡して設備投資額が減少すること等から、2029年2月期において大幅な増加を見込んでおります。なお、両社の財務予測は、本株式交換の実施を前提としておりません。

なお、マクサス・コーポレートアドバイザーがDCF法によるバリオセキュア株式の価値の算定の基礎としたバリオセキュア事業計画は、本株式交換の検討に当たってバリオセキュアが作成したものです。バリオセキュア事業計画は、インターネットセキュリティサービス事業の2026年2月期までの業績を勘案の上で、今後の事業成長に必要な事業投資を加味して収益予測や投資計画を作成したものであり、具体的な計画数値の作成過程においてHEROZによる関与はありません。また、本特別委員会は、バリオセキュア事業計画がHEROZから独立した者により作成されていることについて確認するとともに、重要な前提条件等について説明を受け、最終的なバリオセキュア事業計画の内容、重要な前提条件及び作成経緯等の合理性について確認の上、承認しております。

バリオセキュア事業計画に基づく財務予測は以下のとおりです。

(単位：百万円)

	2027年2月期	2028年2月期	2029年2月期
売上高	2,965	3,246	3,670
営業利益	460	640	751
EBITDA	695	911	1,060
フリー・キャッシュ・フロー	222	169	555

マクサス・コーポレートアドバイザーは、株式交換比率の算定に際して、両社から提供を受けた情報、ヒアリングにより聴取し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、採用したそれらの資料及び情報等が、全て正確かつ完全であること、株式交換比率の算定に重大な影響を与える可能性がないこと、マクサス・コーポレートアドバイザーに対して未開示の事実はないこと等を前提としており、独自にそれらの正確性及び完全性の検証は行っておりません。また、マクサス・コーポレートアドバイザーは、両社とそれらの関係会社の資産及び負債（デリバティブ取引、簿外資産・負債、その他偶発債務を含みます。）について、個別の資産及び負債の分析及び評価を含め、独自の評価又は鑑定を行っておらず、第三者機関への評価、鑑定又は査定の依頼も行っておりません。また、かかる算定において参照した両社の財務見通しについては、両社の事業計画作成者により現時点で得られる最善の予測及び判断に基づき合理的に準備・作成されたことを前提としていること、並びにかかる算定は2026年4月13日現在の情報と経済情勢を反映したものであることを前提としております。

また、マクサス・コーポレートアドバイザーは、以下の（4）「公正性を担保するための措置（利益相反を回避するための措置を含む。）」に記載のとおり、バリオセキュアの取締役会からの依頼に基づき、2026年4月13日付にて、上記の前提条件その他一定の前提条件（注）のもとに、本株式交換における株式交換比率が、バリオセキュアの株主にとって財務的見地から公正である旨の意見書（フェアネス・オピニオン）をバリオセキュアに提出しております。

(注) 本フェアネス・オピニオンは、上記の市場株価平均法及びDCF法による株式交換比率の算定結果に照らして、両社で合意された株式交換比率が、バリオセキュア的一般株主にとって財務的見地から公正であることを意見表明するものです。なお、上記のとおり、DCF法に基づく算定の前提とした本財務予測において、本株式交換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加味されておりません。

マクサス・コーポレートアドバイザーは、本フェアネス・オピニオンにおける意見表明にあたり、公開されている情報及び両社より提供を受けた情報等を正確かつ完全なものとして採用しており、その正確性及び完全性につき独自の検証は行っておりません。また、マクサス・コーポレートアドバイザーは、両社の事業計画作成者がこれらの情報を重要な点で不正確又は誤解を招くものとする事実又は状況を認識していないことを前提としております。両者の事業計画については、両社の事業計画作成者によって現時点で入手可能な最善の見積り及び判断に基づき、合理的に準備・作成されていることを前提としております。マクサス・コーポレートアドバイザーは、両社の事業計画の実現可能性について独自に検証は行わず、両社の事業計画に依拠しており、その内容及び基礎となる仮定に関して何らの意見を表明するものではありません。

本フェアネス・オピニオンにおける意見表明は、2026年4月13日までに入手可能な情報に基づいており、入手した情報を重大な誤りとする事実があった場合、又は今後の状況の変化により、本フェアネス・オピニオンで表明される意見に影響を及ぼす可能性があります。マクサス・コーポレートアドバイザーは、両社及びそれらの関係会社の資産・負債（簿外資産及び負債、その他の偶発債務を含み、これらに限られません。）について独自に評価・鑑定を行っておりません。マクサス・コーポレートアドバイザーは、両社の資産の物理的検査を行う義務を負っておらず、また、破産手続、会社更生手続、民事再生手続、会社法の特別清算その他の倒産処理手続に適用される法律に基づいて両社の支払能力又は公正価値を評価しておりません。

本フェアネス・オピニオンの作成に当たってマクサス・コーポレートアドバイザーが両社に要求した情報のうち、両社から情報の提供又は開示を受けられず、その他の方法によってもマクサス・コーポレートアドバイザーが評価の基礎として使用できなかったものについては、マクサス・コーポレートアドバイザーはバリオセキュアの同意の下で、マクサス・コーポレートアドバイザーが合理的かつ適切と考える仮定を用いております。マクサス・コーポレートアドバイザーのかかる仮定が重要な点において事実と異なることが明らかになった場合に、それが両社の将来の財務状況にどのような影響を及ぼすかについて、マクサス・コーポレートアドバイザーは独自の検証を行っておりません。

マクサス・コーポレートアドバイザーは、本株式交換が重要な条件の変更を伴うことなく適時に完了すること、本株式交換で想定される利益に悪影響を与える可能性のある遅延、制限又は条件が課されずに必要な政府及び規制当局の承認又は同意を得ることができると、並びにかかる承認及び同意の内容が本株式交換比率に影響を及ぼさないことを前提としており、独自の検証を行っておりません。また、両社は、本株式交換比率に重大な影響を及ぼす契約書、合意書その他の文書を過去に取り交わしておらず、また、将来も取り交わさないことを前提としております。マクサス・コーポレートアドバイザーは、両社より提供又は開示を受けた情報のほか、本株式交換比率に重大な影響を及ぼす偶発債務又は簿外債務は存在しないことを、両社に確認の上、前提としております。

本フェアネス・オピニオンは、本株式交換の承認の是非について、バリオセキュアに対して助言することを意図するものではなく、また、かかる助言を構成するものでもありません。さらに、本フェアネス・オピニオンは、本株式交換について、バリオセキュアが利用若しくは実行できる可能性のある他の戦略若しくは取引と比較した場合の相対的な利点、又はバリオセキュアが本株式交換を実行若しくは継続するに当たっての基礎となる事業決定について、意見又は見解を表明するものではありません。また、本フェアネス・オピニオンは、本株式交換又はそれに関連する事項に関し、株主の議決権行使や行動について、いかなる意見や提言を表明するものでもありません。マクサス・コーポレートアドバイザーは、両社の株式が本株式交換の効力発生前に取引される価格又は取引されるべき価格に関して意見を表明するものではありません。

マクサス・コーポレートアドバイザーの意見は、2026年4月13日時点で有効な財務、経済、市場その他の条件、及びマクサス・コーポレートアドバイザーが入手可能な情報に基づいております。同日以降に発生した事実は、本フェアネス・オピニオンの意見及びそれを準備する際に使用した仮定に影響を及ぼす場合がありますが、マクサス・コーポレートアドバイザーは本フェアネス・オピニオンを更新、改訂又は再確認する義務を負わないものとします。

(3) 上場廃止となる見込み及びその事由

本株式交換により、本株式交換効力発生日（2026年6月30日予定）をもって、バリオセキュアはHEROZの完全子会社となり、バリオセキュア普通株式は東京証券取引所スタンダード市場の上場廃止基準に従い、2026年6月26日付で上場廃止となる予定です。

上場廃止後は、バリオセキュア普通株式を東京証券取引所において取引することができなくなります。本株式交換によりバリオセキュアの株主の皆様が割当てられるHEROZ普通株式は東京証券取引所スタンダード市場に上場されており、本株式交換効力発生日以後も、金融商品取引市場での取引が可能です。

す。

従って、本株式交換によりHEROZ普通株式の単元株式数である100株以上のHEROZ普通株式の割当てを受けるバリオセキュアの株主の皆様に対しては、株式の保有数に応じて一部単元未満の普通株式の割当てを受ける可能性はあるものの、1単元以上の株式について引き続き東京証券取引所スタンダード市場において取引が可能であり、HEROZ普通株式の流動性を提供できるものと考えております。

他方、100株未満のHEROZ普通株式の割当てを受けるバリオセキュアの株主の皆様においては、本株式交換によりHEROZの単元未満株主となります。単元未満株式については金融商品取引所において売却することはできませんが、該当する株主の皆様のご希望により、HEROZにおける単元未満株式の買取制度をご利用いただくことが可能です。かかる取扱いの詳細については、上記1. (3) (注3)「単元未満株式の取り扱いについて」をご参照ください。

また、本株式交換に伴い1株に満たない端数が生じた場合における取扱いの詳細については、上記1.「本経営統合の背景と目的」の(3)「本株式交換にかかる割当ての内容」の(注4)「1株に満たない端数の処理」をご参照ください。

なお、バリオセキュアの株主の皆様は、最終売買日である2026年6月25日(予定)までは、東京証券取引所スタンダード市場において、その保有するバリオセキュア普通株式を従来どおり取引することができるほか、基準時まで会社法その他関係法令に定める適法な権利を行使することができます。

(4) 公正性を担保するための措置(利益相反を回避するための措置を含む。)

両社は、HEROZが、既にバリオセキュア普通株式1,934,000株(2026年4月14日現在のバリオセキュアの発行済株式総数4,522,961株に占める割合にして42.8%(小数点以下第二位を四捨五入。以下、保有割合の計算において同じです。))を保有しており、バリオセキュアがHEROZの連結子会社に該当することから、本株式交換における株式交換比率の公正性を担保する必要があると判断し、以下の公正性を担保するための措置(利益相反を回避するための措置を含む。)を実施しております。

① 第三者算定機関からの算定書及びフェアネス・オピニオンの取得

HEROZは、本株式交換における株式交換比率の公正性・妥当性を確保するため、第三者算定機関であるプルータスから本株式交換にかかる株式交換比率に関する算定書の提出を受けております。

バリオセキュアは、本株式交換における株式交換比率の公正性・妥当性を確保するため、第三者算定機関であるマクサス・コーポレートアドバイザーから本株式交換にかかる株式交換比率に関する算定書の提出を受けております。また、バリオセキュアは、マクサス・コーポレートアドバイザーから、本株式交換の株式交換比率がバリオセキュアの株主にとって財務的見地より公正である旨の意見書(フェアネス・オピニオン)を取得しております。

各算定書及びフェアネス・オピニオンの概要は上記(2)「算定に関する事項」をご参照ください。

なお、プルータス及びマクサス・コーポレートアドバイザーは、いずれも両社から独立しており、両社との間に重要な利害関係を有しません。

② 独立した法律事務所からの助言

HEROZは、本株式交換の法務アドバイザーとして、森・濱田松本法律事務所を選任し、本株式交換の諸手続及び取締役会の意思決定の方法・過程等について法的な観点から助言を受けております。

バリオセキュアは、本株式交換の法務アドバイザーとして、アンダーソン・毛利・友常法律事務所を選任し、本株式交換の諸手続及び取締役会の意思決定の方法・過程等について法的な観点から助言を受けております。

なお、森・濱田松本法律事務所及びアンダーソン・毛利・友常法律事務所は、いずれも両社から独立しており、両社との間に重要な利害関係を有しません。

③ バリオセキュアにおける、独立性を有する特別委員会の設置及び答申書の取得

i. 設置等の経緯

バリオセキュアは、2024年10月下旬、HEROZから本経営統合の提案を受け、本株式交換に関する具体的な検討を開始するに際し、バリオセキュアの取締役会において、本株式交換の是非を審議及び決議するに先立って、本株式交換に係るバリオセキュアの取締役会の意思決定に慎重を期し、また、バリオセキュアの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とともに、バリオセキュアの取締役会において本株式交換を行う旨の決定をす

ることがバリオセキュアの一般株主にとって公正であるといえ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、2024年11月15日に、HEROZからの独立性及び本株式交換の成否からの独立性を有しており、かつ、東京証券取引所に独立役員として届け出ている、バリオセキュアの社外取締役（監査等委員）である畑敬子氏、高橋可奈氏及び森脇基氏の3名により構成される特別委員会（以下「本特別委員会」といいます。）を設置いたしました。また、本特別委員会の委員の互選により本特別委員会の委員長として高橋可奈氏が選定されました。なお、本特別委員会の委員の報酬は、本株式交換の成否及び答申内容にかかわらず本特別委員会に係る業務に従事した時間に応じて報酬を支払うものとされており、本株式交換の成立を条件に支払われる成功報酬は含まれておりません。

また、バリオセキュアは、本特別委員会に対して、（a）本株式交換の目的は合理的と認められるか（本株式交換がバリオセキュアの企業価値の向上に資するか否かを含む。）、（b）本株式交換の取引条件（本株式交換に係る株式交換比率を含む。）の公正性が確保されているか、（c）本株式交換において、公正な手続を通じたバリオセキュアの少数株主の利益への十分な配慮がなされているか、（d）上記（a）から（c）のほか、本株式交換はバリオセキュアの少数株主にとって不利益でないと考えられるかについて諮問いたしました。なお、東京証券取引所が2025年7月22日を施行日として有価証券上場規程の一部を改正したことに伴って、バリオセキュアは、同年8月19日開催の取締役会において、上記の諮問事項（c）について、「本株式交換において、公正な手続を通じたバリオセキュアの一般株主の利益への十分な配慮がなされているか」に変更し、また、諮問事項（d）について、「上記（a）から（c）のほか、本株式交換はバリオセキュアの一般株主にとって公正であると考えられるか」に変更しております（変更後の諮問事項を、以下「本諮問事項」と総称します。）。加えて、バリオセキュアの取締役会は、本諮問事項の諮問にあたり、本株式交換に関するバリオセキュアの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及び本特別委員会が本株式交換に関する取引条件が妥当でないと判断したときにはバリオセキュアの取締役会は当該取引条件による本株式交換に賛同しないこととすることを決議しております。

あわせて、バリオセキュアの取締役会は、本特別委員会に対して、（ア）両社が本株式交換の条件（株式交換比率を含む。）について交渉するにあたり、事前に方針を確認し、適時にその状況の報告を受け、重要な局面でその意見、指示及び要請を行うことにより、本特別委員会が取引条件に関する交渉過程に実質的に影響を与え得る又は関与する権限、（イ）本株式交換に係るバリオセキュアのアドバイザーを承認（事後承認を含む。）した上で、これを利用することができるほか、必要と認めるときは独自のアドバイザーを選任する権限（その場合の合理的な費用は、バリオセキュアが負担する。）を付与することを決議しております。なお、バリオセキュアは、2026年3月17日開催の取締役会において、上記の権限（ア）について、「両社が本株式交換の条件（株式交換比率を含む。）について交渉するにあたり、事前に方針を確認し、適時にその状況の報告を受け、重要な局面でその意見、指示及び要請を行うことにより、本特別委員会が取引条件に関する交渉過程に実質的に影響を与え得る又は関与し、また、本特別委員会が必要と認める場合には、直接本取引の取引条件等の協議及び交渉を行うことができる権限」に変更しております。

ii. 検討の経緯

本特別委員会は、2024年11月15日から2026年4月14日までに、合計51回にわたって開催したほか、委員会外においても、電子メール等を通じて、情報収集を行い、必要に応じて随時協議等を行う等して、本諮問事項について、慎重に検討を行いました。

具体的には、本特別委員会は、バリオセキュアが選任した第三者算定機関であるマクサス・コーポレートアドバイザー及び法務アドバイザーであるアンダーソン・毛利・友常法律事務所について、いずれも独立性及び専門性に問題がないことを確認し、その選任を承認いたしました。また、本特別委員会は、必要に応じバリオセキュア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、両社から、本株式交換の目的、本株式交換に至る背景・経緯、本株式交換により創出されるシナジーの内容、本株式交換後の経営方針、従業員の取扱い等について説明を受け、質疑応答を行いました。また、本特別委員会は、HEROZに対しては、2024年12月から2026年4月にかけて、合計7回の質問状の送付を行った上で、上記事項を含む本株式交換に係るHEROZの検討内容等について、HEROZから回答を受領しました。また、バリオセキュアからは、本株式交換比率の算定の前提となるバリオセキュア事業計画の作成手続及び内容についても説明を受けました。また、バリオセキュアの法務アドバイザーであるアンダーソン・毛利・友常法律事務所から、本株式交換に係るバリオセキュアの取締役会の意思決定の方法・過程等、本特別委員会の運用その他の本株式交換に係る手続面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に関して助言を受けております。さらに、バリオセキュアの第三者算定機関であるマクサス・コーポレートアドバイザーから、本株式交換比率の算定方法及び算定結果の説明を受け、質疑応答

を行いました。

なお、本特別委員会は、両社の間における本株式交換に係る協議・交渉の経緯及び内容について適宜に報告を受けた上で、HEROZから本株式交換比率についての最終的な提案を受けるまで複数回にわたり交渉の方針等について協議を行い、バリオセキュアに意見する等して、HEROZとの交渉過程に実質的に関与しております。

iii. 判断内容

本特別委員会は、以上の経緯の下で、本諮問事項について慎重に協議及び検討を行い、本株式交換はバリオセキュアの一般株主にとって公正なものである旨の答申書を、2026年4月14日付で、委員全員の一致で、バリオセキュアの取締役会に対して提出しております。本答申書の内容については、別添の2026年4月14日付「答申書」をご参照ください。

④バリオセキュアにおける、利害関係を有しない取締役全員の承認

本日開催のバリオセキュアの取締役会では、バリオセキュアの取締役7名（監査等委員である取締役3名を含みます。）のうち、取締役である林隆弘氏、井口圭一氏及び森博也氏は、HEROZの取締役を兼任しているため、利益相反を回避する観点から、当該3名を除く4名の取締役において審議の上、その全員一致により、本株式交換に関する決議を行いました。

また、林隆弘氏、井口圭一氏及び森博也氏は、いずれも、バリオセキュアの立場において、本株式交換に関するHEROZとの協議・交渉に参加しておりません。

⑤独立した検討体制の構築

バリオセキュアは、HEROZから独立した立場で、本株式交換に係る検討、交渉及び判断を行う体制をバリオセキュアの社内に構築いたしました。具体的には、バリオセキュアは、アンダーソン・毛利・友常法律事務所の助言を踏まえ、2024年10月下旬に、HEROZより本株式交換の提案を受領した日以降、本株式交換に関する検討（株式交換比率の算定の基礎となる事業計画の作成を含みます。）並びにHEROZとの協議及び交渉を行うにあたり、HEROZの役職員との兼任者（バリオセキュアの取締役のうちHEROZの取締役を兼任している林隆弘氏、井口圭一氏及び森博也氏を含みます。）やHEROZからの転籍者又は出向者を含めない体制を構築いたしました。また、本特別委員会は、2025年6月30日開催の特別委員会において、当該体制の構築について確認いたしました。

これらの取扱いを含めて、バリオセキュアの検討体制に独立性、公正性の観点から問題がないことについて、本特別委員会の承認を得ております。

3. 本株式交換の当事会社の概要

	株式交換完全親会社	株式交換完全子会社
(1) 名称	HEROZ株式会社	バリオセキュア株式会社
(2) 所在地	東京都港区芝5-31-17 PMO田町	東京都千代田区神田錦町1-6 住友商事錦町ビル5F
(3) 代表者の役職・氏名	代表取締役CEO 林 隆弘	代表取締役 斧江 章一 社長
(4) 事業内容	BtoCサービス（「将棋ウォーズ」の運営、BtoBサービス（各種AIソリューション事業、「HEROZ ASK」の提供）	セキュリティBPOサービス、インテグレーションサービス
(5) 資本金	44百万円	751百万円
(6) 設立年月日	2009年4月30日	2015年9月17日
(7) 発行済株式数	15,209,725株	4,522,961株
(8) 決算期	4月30日	2月28日
(9) 従業員数	（連結）294人	83人
(10) 主要取引先	Apple Inc. Google Inc.	株式会社USEN ICT Solutions ソフトバンク株式会社
(11) 主要取引銀行	株式会社みずほ銀行 株式会社三井住友銀行	株式会社みずほ銀行 株式会社あおぞら銀行 商工組合中央金庫

(12)	大株主及び持株比率	林 隆弘 28.58% 高橋知裕 28.58% 日本マスタートラスト信託銀行 株式会社（信託口） ビッグロープ株式会社 2.63% 株式会社竹中工務店 1.07% 株式会社コーエーテクモゲーム ス 1.06% 山下雅之 0.54% 池田立野 0.51% 株式会社日本カストディ銀行 （信託口） 0.33% 株式会社UYEKI 0.28%	HEROZ株式会社 42.80% 光通信KK投資事業有限責任組合 6.67% 楽天証券株式会社共有口 3.49% 株式会社SBI証券 2.88% 有限会社光パワー 2.53% UH Partners 2投資事業有限責任 組合 2.43% 重田康光 2.36% BNY GCM CLIENT ACCOUNT JPRD AC ISG (FE-AC) （常任代理人 株式会社三菱UFJ 銀行） 1.42% 槇田重夫 1.20% 山本大助 1.15%
------	-----------	---	--

(13) 当事会社間の関係

資 本 関 係	HEROZは、バリオセキュアの発行済株式数の42.8%の株式を保有しており、親会社であります。
人 的 関 係	HEROZの取締役3名がバリオセキュアの取締役をそれぞれ兼務しております。
取 引 関 係	HEROZは、バリオセキュアに採用代行支援及び情報システム支援サービスを提供しております。
関 連 当 事 者 へ の 該 当 状 況	バリオセキュアは、HEROZの連結子会社であり、HEROZとバリオセキュアは相互に関連当事者に該当いたします。

(14) 最近3年間の経営成績及び財政状態

決 算 期	HEROZ（連結）			バリオセキュア（IFRS）		
	2023年 4月期	2024年 4月期	2025年 4月期	2024年 2月期	2025年 2月期	2026年 2月期
純 資 産	6,080	5,143	5,201	5,548	5,891	6,270
総 資 産	8,673	7,691	8,147	7,649	7,576	7,791
1株当たり純資産(円)	388.97	314.36	301.15	1,227.87	1,303.56	1,387.65
売 上 高	2,980	4,841	5,929	2,640	2,667	2,842
営 業 利 益	257	451	306	520	492	561
経 常 利 益	216	368	228	-	-	-
親会社株主に帰属する 当 期 純 利 益	▲574	▲1,134	▲177	347	342	377
1株当たり当期純利益(円)	▲38.22	▲75.45	▲11.79	76.96	75.72	83.55
1株当たり配当金(円)	-	-	-	-	-	-

(注1) 単位は、特記しているものを除いて百万円となります。また、HEROZは2025年4月末時点、バリオセキュアは2026年2月末時点の情報となります。

(注2) バリオセキュアはIFRS（国際会計基準）を採用しており、「経常利益」に該当する項目がないため記載を省略しております。

4. 本株式交換後の状況

		株式交換完全親会社
(1)	名 称	HEROZ株式会社
(2)	所 在 地	東京都
(3)	代表者の役職・氏名	代表取締役 林 隆弘 CEO
(4)	事 業 内 容	BtoCサービス（「将棋ウォーズ」）の運営、BtoBサービス（各種AIソリューション事業、「HEROZ ASK」の提供）
(5)	資 本 金	63百万円
(6)	決 算 期	4月30日
(7)	純 資 産	現時点では確定しておりません。
(8)	総 資 産	現時点では確定しておりません。

(注) 上記は、本株式交換の効力発生直後の状況を記載しております。HEROZは、本株式交換の効力発生後、持株会社体制への完全な移行を目的として、HEROZが展開する各事業を吸収分割の方法によりHEROZの完全子会社に承継させることを予定しており、当該吸収分割の効力発生後は、事業内容はグループ経営管理業務、資産管理業務及び研究開発業務となる予定です。当該吸収分割の具体的な内容及び日程等については、決定次第、別途お知らせいたします。

5. 会計処理の概要

本株式交換は、「企業結合に関する会計基準」（企業会計基準第21号）における「共通支配下の取引」に該当し、のれん（又は負ののれん発生益）は発生しない見込みです。

6. 今後の見通し

以下のIII.「本経営統合後の状況」の2.「今後の見通し」をご参照ください。

7. MBO等に関する事項

(1) 一般株主にとって公正であることに関する特別委員会の意見

本株式交換は、HEROZが既にバリオセキュア普通株式1,934,000株（2026年4月14日現在の発行済株式総数4,522,961株に占める割合にして42.8%）を保有している筆頭株主であり、実質支配力基準により、HEROZはバリオセキュアの親会社に該当し、支配株主であることから、有価証券上場規程第441条に規定される「MBO等に係る遵守事項」が適用されます。そのため、バリオセキュアは、本特別委員会から2026年4月14日付で、本株式交換の実施を決定することがバリオセキュアの一般株主にとって公正なものである旨の意見を取得しています。詳細は、当該意見の内容が記載された添付資料（2026年4月14日付「答申書」）をご参照ください。

(2) 少数株主の保護の方策に関する指針への適合状況

バリオセキュアは、2026年4月13日に開示したコーポレート・ガバナンス報告書において、「支配株主との取引等を行う際における少数株主の保護の方策に関する指針」として、「親会社であるHEROZ株式会社及びそのグループ会社との取引条件の決定については、社内規程に基づき、関連当事者取引として取締役会による検討及び承認を要することとしており、少数株主の利益を害することがないように努めております。今後も、当社は少数株主保護体制の維持、更なる体制整備を図ってまいります。」と示しております。

また、本株式交換につき、バリオセキュアは、上記2.「本株式交換にかかる割当ての内容の根拠等」の(4)「公正性を担保するための措置（利益相反を回避するための措置を含む。）」に記載のとおり、その公正性を担保し、利益相反を回避するための措置を講じております。

(3) 公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置に関する事項

本株式交換は、バリオセキュアにとって支配株主との取引等に該当することから、バリオセキュアは、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が必要であると判断し、その取締役会において、本株式交換に関する諸条件について慎重に協議・検討し、さらに上記2.「本株式交換にかかる割当ての内容の根拠等」の(4)「公正性を担保するための措置(利益相反を回避するための措置を含む。)」に記載の措置を講じることにより、公正性を担保し、利益相反を回避した上で判断しております。

III. 本経営統合後の状況

1. 本経営統合後のHEROZの状況(予定)

		本経営統合後(本株式交換効力発生後)
(1)	名称	HEROZ株式会社
(2)	所在地	東京都
(3)	代表者の役職・氏名	代表取締役 林 隆弘 CEO
(4)	事業内容	BtoCサービス(「将棋ウォーズ」)の運営、BtoBサービス(各種AIソリューション事業、「HEROZ ASK」の提供)
(5)	資本金	63百万円
(6)	決算期	4月30日
(7)	純資産	現時点では確定しておりません。
(8)	総資産	現時点では確定しておりません。

(注) HEROZは、本株式交換の効力発生後、持株会社体制への完全な移行を目的として、HEROZが展開する各事業を吸収分割の方法によりHEROZの完全子会社に承継させることを予定しております。当該吸収分割の効力発生後は、事業内容はグループ経営管理業務、資産管理業務及び研究開発業務となる予定です。当該吸収分割の具体的な内容及び日程等については、決定次第、別途お知らせいたします。

2. 今後の見通し

両社は、各社の代表取締役及び関係役員で構成される統合準備委員会を発足させ、本経営統合後の持株会社の事業計画、最適なグループ構造、統合シナジーの実現時期や手法等、両社の持続的な成長を目指した戦略に関する意思決定を行ってまいります。

また、現時点において、本経営統合に伴う2026年4月期の通期連結業績に与える影響は軽微であると見込んでおります。

以上

(ご参考：米国規制に関する注意事項)

本株式交換は、日本の会社法に基づいて行われるものであり、米国1933年証券法(Securities Act of 1933)に基づく登録又はその免除の要件に従って行われるものではありません。本株式交換において交付されるHEROZ普通株式は、米国証券法に基づいて登録されておらず、今後登録される予定もありません。米国内において、又は米国人(U.S. person)に対して、本書に記載された有価証券の取得の申込みの勧誘又は売付けを行うものではありません。

(参考) 2026年4月14日付「答申書」(別添)

本経営統合に関する問い合わせ先

<p>会社名：HEROZ株式会社 住所：東京都港区芝 5-31-17 PMO田町 担当者：取締役CFO 森 博也 電話：+81-3-6435-2435</p>	<p>会社名：バリオセキュア株式会社 住所：東京都千代田区神田錦町 1-6 住友商事錦町ビル 5F 担当者：管理本部副本部長 杉山 真 電話：+81-3-5577-3284</p>
---	--

将来予想に関する記述について

本書類には、上記のHEROZ株式会社及びバリオセキュア株式会社間の経営統合の成否及びその結果にかかる両社の計画及び予想を反映した「将来予想に関する記述」に該当する情報が記載されています。本書類における記述のうち、過去又は現在の実態に関するもの以外は、かかる将来予想に関する記述に該当します。これらの将来予想に関する記述は、現在入手可能な情報に鑑みてなされた両社の仮定及び判断に基づくものであり、これには既知又は未知のリスク及び不確実性並びにその他の要因が内在しています。かかるリスク、不確実性及びその他の要因は、かかる将来予想に関する記述に明示的又は黙示的に示される両社又は両社のうちいずれか一社（又は統合後のグループ）の将来における業績、経営結果、財務内容等に関してこれらと大幅に異なる結果をもたらす可能性があります。

両社は、本書類の日付後において、将来予想に関する記述を更新して公表する義務を負うものではありません。投資家の皆様におかれましては、今後の日本国内における公表及び米国証券取引委員会への届出において両社（又は統合後のグループ）の行う開示をご参照ください。

2026年4月14日

バリオセキュア株式会社 取締役会 御中

バリオセキュア株式会社特別委員会

委員 高 橋 可 奈

委員 畑 敬 子

委員 森 脇 基

答 申 書

序 本答申書の趣旨

本答申書は、貴社が検討する本株式交換（本答申書第1において定義される。）について、貴社の取締役会からの委嘱により設置された特別委員会（以下「当委員会」という。）において、当委員会が、HEROZ（本答申書第1において定義される。）及び本株式交換の成否から独立した立場から、貴社取締役会より諮問を受けた事項につき慎重に審議の上で決議した答申の内容を記載するものである。

目次

序 本答申書の趣旨	1
第1 用語	2
第2 諮問事項	3
第3 答申に至る手続	3
(1) 委員会の開催	4
(2) 当委員会の行った検討	4
第4 諮問事項に対する当委員会の答申	4
第5 当委員会の答申の理由	5
1. 当委員会の検討の方針	5
(1) 本株式交換における利益相反性	5
(2) 利益相反関係が生じ得る場合の M&A に関する規律	5
(3) 本件における諮問事項の整理と検討方法	6
2. 本株式交換の目的の合理性（諮問事項の 1.関係）	7
(1) 貴社における現状認識と課題	7
(2) 本株式交換の企業価値向上効果	9
(3) 小括	12
3. 本株式交換に係る取引条件の公正性（諮問事項の 2.関係）	12
(1) 本株式交換における株式交換比率に係る取引条件の交渉過程	13
(2) 本株式交換比率	18
(3) プレミアムの検討	20
(4) スキームの妥当性（実施方法及び対価の種類）	21
(5) 小括	22
4. 本株式交換に係る手続の公正性（諮問事項の 3.関係）	23
(1) 特別委員会の設置	23
(2) 貴社における外部専門家の専門的助言等の取得	24
(3) 貴社における意思決定プロセス	26
(4) マーケット・チェック	26
(5) 一般株主への情報提供の充実とプロセスの透明性の確保	27
(6) 強圧性の排除	28
(7) マジョリティ・オブ・マイノリティ条件を設定していないことについて	28
(8) 小括	28
5. 本株式交換は貴社の一般株主にとって公正であるか（諮問事項の 4.関係）	29

第1 用語

本答申書において、次の各号に掲げる用語は、当該各号に定める意味を有する。

- (1) 「**HEROZ**」 HEROZ 株式会社

- (2) 「**HEROZ グループ**」 HEROZ 及び貴社を含む HEROZ の連結子会社 5 社で構成される企業グループ
- (3) 「**M&A 指針**」 経済産業省が策定した 2019 年 6 月 28 日付「公正な M&A の在り方に関する指針—企業価値の向上と株主利益の確保に向けて—」
- (4) 「**貴社 FA**」 貴社のフィナンシャル・アドバイザーであるマクサス・コーポレートアドバイザー株式会社
- (5) 「**貴社 FA 算定結果**」 貴社 FA 作成の 2026 年 4 月 13 日付株式交換比率算定書
- (6) 「**貴社 FA 算定資料**」 貴社 FA が行った株式交換比率算定及び本フェアネス・オピニオンの作成に関して当委員会に提出された説明資料
- (7) 「**買収行動指針**」 経済産業省が策定した 2023 年 8 月 31 日付「企業買収における行動指針—企業価値の向上と株主利益の確保に向けて—」
- (8) 「**本株式交換**」 貴社及び HEROZ が検討している株式交換
- (9) 「**本株式交換契約**」 本株式交換に係る 2026 年 4 月 14 日付株式交換契約書
- (10) 「**本株式交換比率**」 本株式交換における交換比率
- (11) 「**本フェアネス・オピニオン**」 貴社 FA 作成の本株式交換の株式交換比率がバリオセキュアの株主にとって財務的見地より公正である旨の 2026 年 4 月 13 日付意見書
- (12) 「**本プレスリリース**」 本株式交換に関する、貴社及び HEROZ の連名に係る 2026 年 4 月 14 日開示予定の「HEROZ 株式会社とバリオセキュア株式会社の経営統合に関するお知らせ（HEROZ 株式会社とバリオセキュア株式会社の経営統合に関する株式交換契約の締結）」についての本答申書作成時点でのドラフト

第 2 諮問事項

1. 本株式交換の目的は合理的と認められるか（本株式交換が貴社の企業価値向上に資するかを含む。）。
2. 本株式交換の取引条件（本株式交換における株式交換比率を含む。）の公正性が確保されているか。
3. 本株式交換において、公正な手続を通じた貴社の一般株主の利益への十分な配慮がなされているか。
4. 上記 1 から 3 のほか、本株式交換は貴社の一般株主にとって公正であると考えられるか。

第 3 答申に至る手続

当委員会は諮問事項に対し答申を行うに際して、以下の作業を行った。

(1) 委員会の開催

当委員会は、2024年11月15日から2026年4月14日までの間に全51回の日程で、国内・海外出張等のため畑委員が欠席した第10回、第20回及び第45回、海外出張等のため森脇委員が欠席した第24回及び第39回を除き、全ての委員会について委員3名全員の出席のもと開催され、諮問事項に関する審議を行った。その結果、当委員会は、本答申書作成日において、委員3名全員の一致をもって、本答申書を承認した。

(2) 当委員会の行った検討

当委員会は、諮問事項に対する答申を行うにあたって、本株式交換の関係者を対象として、以下の各検討等を行った。

- ① 貴社の検討体制（各アドバイザーの専門性・独立性を含む。）の検証
- ② 貴社に対する、本株式交換の目的・理由、本株式交換実行後の経営方針、事業の外部環境・現在の経営課題、事業計画の内容等に関する事項に係るヒアリング
- ③ HEROZに対する、本株式交換の目的・理由、本株式交換実行後の経営方針、事業の外部環境・現在の経営課題、事業計画の内容等に関する事項に係るヒアリング、及び当委員会がHEROZに送付した質問書に対する回答書の内容の検討
- ④ 貴社FAに対する株式交換比率の算定方法及び評価プロセス並びに株式交換比率算定の内容に関する考察過程のヒアリング
- ⑤ 貴社FA算定結果、本フェアネス・オピニオン、貴社FA算定資料、本株式交換契約書、本プレスリリースのほか、貴社とHEROZの間で行われた本株式交換の実施や本株式交換比率の交渉に関する一連の資料その他の当委員会において提供された各種資料（当委員会からHEROZに対する質問書並びに当該質問書に対する回答書を含め、以下「本検討書類」という。）の検討

第4 諮問事項に対する当委員会の答申

1. 本株式交換は貴社の企業価値向上に資するものであり、本株式交換の目的は合理的と認められる。
2. 本株式交換の取引条件（本株式交換における株式交換比率を含む。）の公正性は確保されている。
3. 本株式交換において、公正な手続を通じた一般株主の利益への十分な配慮がなされているといえる。
4. 上記1.から3.のほか、本株式交換は貴社の一般株主にとって公正であると考えられる。

第5 当委員会の答申の理由

1. 当委員会の検討の方針

(1) 本株式交換における利益相反性

本株式交換は、貴社が貴社親会社である HEROZ の完全子会社となる、貴社を非公開化するための取引である。そのため、本株式交換にあたっては、HEROZ には自社に有利な交換比率により貴社の株式を取得したいというインセンティブがあり、その一方で貴社の一般株主は貴社にとって有利な交換比率により最終親会社の株式を取得したいというインセンティブがあり、貴社の取締役はこうした利益相反関係に対処する必要がある（M&A 指針 2.1.2）。

また、本株式交換は、貴社にとってみると、貴社の支配株主である HEROZ と貴社との間で行われるものであることから、株式会社東京証券取引所（以下「東京証券取引所」という。）の規程にいう「支配株主との重要な取引等」¹に該当する。

このように、本株式交換においては、HEROZ と貴社の一般株主との間で構造的な利益相反関係が生じている。

(2) 利益相反関係が生じ得る場合の M&A に関する規律

M&A 指針は、支配株主による従属会社の買収についても、当該指針における各種の準則が適用されることを明記しているから（M&A 指針 1.4）、M&A 指針の趣旨は本株式交換にも当てはまることになる。そこで当委員会としては、本株式交換の公正性についても、M&A 指針が求める下記の2つの原則（M&A 指針 2.3）が充足されているか否かの観点から検証すべきものと考えた。

- ① 企業価値の向上
- ② 公正な手続を通じた一般株主利益の確保

なお、これらの充足が認められるか否かを判断するにあたっては M&A 指針が参考になり、同指針において採用されている、(i) 取引条件の形成過程における独立当事者間取引と同視し得る状況の確保及び (ii) 一般株主による十分な情報に基づく適切な判断の機会の確保という視点（M&A 指針 2.4）からの検討が必要である。

その上で、特に上記の②を具体的に検討するにあたっては、M&A 指針が公正性担保措置として取り上げる措置（M&A 指針第3章）の本件における採用・運用状況を検討した上で、本件の状況に応じた適切な措置が選択されているか否かをチェックする方法が有効である。

ただし、その際には、M&A 指針も指摘するように（M&A 指針 3.1.2）、M&A 指針で取り上げられている措置を全て採用する必要があるわけではないことから、本件

¹ 東証上場規程第 441 条の 2、東証上場規程施行規則第 436 条の 4

の実情に応じた公正性担保措置が採用され、適切に運用されているかという観点からの検証が重要である。

また、上場会社の経営支配権を取得する買収を巡る当事者の行動の在り方を中心に、M&Aに関する公正なルール形成に向けて経済社会において共有されるべき原則論及びベストプラクティスを提示した買収行動指針を踏まえて、本株式交換の諮問事項を検討する。

買収行動指針においては、第1原則として「企業価値・株主共同の利益の原則」が掲げられ、「望ましい買収か否かは、企業価値ひいては株主共同の利益を確保し、又は向上させるかを基準に判断されるべきである。」(買収行動指針2.1)とされている。

そして、株式を対価とする取引に関して、買収行動指針においては、「買収対価の全部又は一部が株式である場合には、売却に応じる株主は買収後も対価株式を保有することとなるため、価格面での取引条件の適正さ(交換比率等)だけではなく、買収後の企業グループとしての価値(対価株式の価値)が中長期的に向上するかどうか株主にとっても重要な判断軸になるとされている。そのため、株主の当該判断のために必要とされる、企業価値向上策や対価の妥当性(対価として用いる株式の情報とこれについての市場での評価が妥当かどうか)等に関する情報の提供が特に重要となり、このための説明責任が求められる。」(買収行動指針3.2.2)とされている。

したがって、当委員会が、本株式交換を検討するにあたっては、当社の企業価値の向上及び株主の共同の利益の確保の双方の観点から本株式交換の検討を行うとともに、当社の企業価値の向上及び株主の共同の利益の確保に関する情報開示が適切に行われているかも合わせて検討する必要があると考えられる。

(3) 本件における諮問事項の整理と検討方法

以上を踏まえて、本株式交換の諮問事項を整理すると、諮問事項の1は本株式交換が企業価値の向上の要請を充たしているかの検討を依頼するものである。

また、諮問事項の2は、本株式交換を前提とした本株式交換における株式交換比率その他の条件の公正性が確保されているか否かの検討、諮問事項の3は、本株式交換において手続の公正性が確保されているか否かの検討を通じて、公正な手続を通じた一般株主の利益の確保が確保されているかの検討を依頼するものと整理することができる。

その上で、諮問事項の4は、上記1から3を踏まえて、本株式交換が一般株主にとって公正であるか否かを確認する趣旨の諮問事項であると考えられる。

そこで、以下においては、諮問事項1を下記2.において、諮問事項2を下記3.において、諮問事項3を下記4.においてそれぞれ検討した上で、これらを踏まえて諮問事項4.について、下記5.で検討する。

2. 本株式交換の目的の合理性（諮問事項の1.関係）

(1) 貴社における現状認識と課題

ア 貴社事業の概要

本プレスリリース及び貴社に対するヒアリングによれば、貴社事業の概要は以下のとおりである。

貴社は、「世の中の人々が安心して生活できるスマート社会の実現」をビジョンとして掲げている。貴社が提供する製品・サービスは、中堅・中小企業のビジネスをその脅威から守るためのものであるが、貴社の真の目的は、その企業の先の「生活者の日常」を守ることにあるとのことである。貴社は、提供する製品とサービスで企業の挑戦を裏方として守り抜くことで、誰もがICTの恩恵を当たり前、そして安全に享受できる強固な社会基盤を創り上げることを目指しているとのことである。

貴社は、「すべての中堅・中小企業に容易で高水準なセキュリティプラットフォームを届け、社会の安全安心を支える唯一無二の存在となる」をミッションとし、セキュリティ対策の「24/365 WORK」を請け負うマネージドセキュリティサービス、ネットワーク・エンドポイントセキュリティ及びインテグレーションサービスを提供している。日本の企業の大多数を占める中堅・中小企業にとって、高度化するサイバーセキュリティ対策は、コストや運用の面で大きな負担となっている中で、貴社は、その技術力とサポート体制により、誰もが「容易」に導入でき、かつ「高水準」なセキュリティプラットフォームを提供している。顧客が本業に集中できるよう、貴社が裏側で複雑な技術を吸収し、社会の安全を支え続けるとともに、貴社独自の「自社開発×運用サービス」モデルを磨き上げ、他社には代替できない唯一無二の価値を創造していく予定である。

貴社は、自社開発の国産製品をベースとしたネットワークセキュリティ導入・運用管理サービスを提供している。マネージドセキュリティサービスで提供している商品は、VSRを利用した統合型インターネットセキュリティサービス、データのバックアップサービス（VDaP）、エンドポイントセキュリティサービス（Vario EDR）及びVario マネージド LAN/Wi-Fi サービスなどがあり、インテグレーションサービスには、中小企業向け統合セキュリティ機器（UTM）であるVCR（Vario Communicate Router）の販売とネットワーク機器の調達や構築を行うネットワークインテグレーションサービスを推進している。

ビジネスを展開するセキュリティサービス市場は、昨今のランサムウェア被害に代表されるような、多様化するサイバー攻撃被害を受けて需要が拡大しており、セキュリティサービス市場は、高度なセキュリティ対策を必要とするものの、自社での運用・管理が困難である企業がセキュリティベンダーへ運用や監視をアウトソーシングする傾向にありサービス利用の拡大に繋がっている。このような市

場環境の中、インターネットセキュリティサービス事業は、ネットワークセキュリティの導入から管理、運用・保守までをサービスとしてワンストップで提供し、ユーザから定額の月額費用（初期費用含む。）を徴収するリカーリングレベニューモデルとなっており、安定した収益が稼得できる事業基盤を有している。貴社は、今後もセキュリティ環境の変化に呼応したサービス及び製品の充実を図っていく予定である。

イ 事業環境・経営課題の認識

その一方で、本プレスリリース及び貴社に対するヒアリングによれば、貴社及び HEROZ としては、両社の事業環境及び経営課題について、以下のとおり、認識している。

両社が展開する AIX 事業や AI Security 事業においては、急速な技術革新が進んでいる。

AIX 事業においては、大規模言語モデル（LLM）技術の急速な発展に伴い、生成 AI が対応可能な領域が急速に拡大している。そのため、HEROZ グループは、「HEROZ3.0」としてグループ戦略「AI BPaaS」を掲げ、単なる SaaS ツール提供会社にとどまらず、生成 AI や複数の分野・領域にまたがる AI エージェントをフル活用し、AI が業務全体を自律的に遂行・最適化する「Agentic Work」というかたちで価値を提供することを目指している。具体的には HEROZ ASK 事業を通じて各種の AI エージェントの開発を進め、AI BPaaS の早期実現を目指している。

また、AI Security 事業においても、クラウドサービスの利用拡大やワークスタイルの変化、そして、巧妙化するサイバー攻撃により、セキュリティの脅威は社外、社内という境界を越えて存在し、このような環境下、死活監視や機器の保守運用などを行うマネージドセキュリティサービスに加え、セキュリティリスクを検知し、脅威を除去する端末側のセキュリティサービスやデータの保護・復旧を行うバックアップサービスなど、事業領域を拡大していくことが重要な戦略となっている。特にこれからの事業の展開においては、生成 AI や複数の分野・領域にまたがる AI エージェントをフル活用し、AI が業務全体を自律的に遂行・最適化する「Agentic Work」を実現するサービスの提供が不可欠になってくるものと考えている。

それ以降、両社は、営業面や技術面、コーポレート機能における様々な協業施策を検討し、一部は協業施策の推進を図ってきたが、親子上場という状況下では、両社の利益相反を常に考慮しながら進めていく必要がある、HEROZ が考える事業上のシナジーである、HEROZ が展開する HEROZ ASK との営業面での連携や、HEROZ の AI 技術を生かした新たな分野におけるプロダクト開発、並びに、HEROZ 及び貴社が考えるコスト面でのシナジーである、共同購買や共通のガバナンス基盤の確立による各種のコスト削減等、具体的なシナジーの発揮を実現することは

不十分な状況となっていた。

ウ 貴社における認識に対する当委員会の評価

以上のア及びイに記載の貴社の事業環境に関する現状認識や貴社及び HEROZ における事業課題・経営課題に関する貴社の説明については、貴社の従前の開示内容との矛盾や客観的事実に反する点も認められない。また、貴社社外取締役である当委員会委員がこれまで社外役員として認識してきた貴社の事業に関する情報から得た知見とも整合的であり、客観的な根拠に基づく合理的なものであると認められる。

したがって、上記事業環境及び経営課題の解決に寄与する方策（M&A を含むがこれに限られない。）を講じることは、個別に当該方策に係るリスクや当該方策に伴うデメリットを勘案する必要はあるものの、一般論としては貴社の企業価値の向上に資するものであると考えることができる。

(2) 本株式交換の企業価値向上効果

ア 本株式交換のシナジー

(ア) 本株式交換の事業上のシナジー

貴社及び HEROZ に対するヒアリング並びに本プレスリリースによれば、貴社及び HEROZ において想定している本株式交換のシナジーは以下のとおりである。

① AI の積極的な活用

HEROZ は、グループ戦略機能を持つ持株会社のもと、各社の顧客に対するグループとしての営業/提案機能や、エンジニア・営業等の事業横断的な人材交流による従業員の育成、HEROZ の有する AI に関する知見や技術力を活かした AI エージェントの開発、資金調達力やネットワークの活用等の本格的な協業に取り組むことを想定している。HEROZ としては、これらの取り組みを推進していくことで、貴社のサービスにおける AI を活用した自動応答化による業務の効率化、HEROZ の AI エージェントの開発技術を活用したサービスの開発などの事業上のシナジーを創出できると考えており、貴社としても AI の積極的な活用を通じて企業価値の最大化の可能性がある点については同意している。

② 共通資源の活用

貴社及び HEROZ は、共通インフラ活用による間接部門の効率化、情報システム部門の連携による基幹システム刷新プロジェクトの推進、各種 IT ツールの共同購買を通じたコスト削減など、HEROZ グループとして、AI Security 事業の本格的な事業成長に向けたシナジー効果を最大化できると考えている。

(イ) その他のシナジー

また、貴社に対するヒアリング及び本プレスリリースによれば、貴社は、上記(ア)の本株式交換の事業上のシナジーに加えて、本株式交換後に、貴社が HEROZ の完全子会社となり、上場を廃止することから、本株式交換によって、貴社における上場維持に係る業務負担及びコストの削減につながり、貴社の事業課題・経営課題の解決へと注力することができると考えている。

(ウ) 小括

以上の説明内容には特段不合理な点は認められず、当委員会としても、貴社において上記の各シナジー効果を享受できた場合、上記(1)の貴社の事業課題・経営課題の解決に繋がり、ひいては貴社の中長期的な企業価値の向上に資するものと思料する。

イ 他 の 手 段 と 比 較 し て の 優 位 性

貴社及び HEROZ に対するヒアリング並びに本プレスリリースによれば、貴社は、「AIの積極的な活用」を目指す HEROZ の意向は、デジタル化及び AI 活用の進展という潮流と合致し、かつ、HEROZ 及び貴社が展開する AIX 事業や AI Security 事業の方向性とも一致し、貴社としてもこのような意向に賛同していることなどから、最適なパートナーであると考えており、本株式交換は、企業価値の向上の観点から、他に検討し得る資本政策と比較しても優位性を有する取引であると認められる。

なお、本株式交換に関する株式交換以外の手法の選択の可否については、下記 3.(4)を参照されたい。

ウ 本株式交換によるデメリットの有無

本株式交換により貴社が上場廃止となることに伴い、一般論としては、①貴社の経営の自由度に対する影響、②貴社の取引先に対する影響、③今後の資金調達手段に対する影響、④今後の人材採用への影響、⑤既存従業員の士気等に対する影響などのデメリットが想定される。

当委員会は、貴社及び HEROZ に対するヒアリングを通じた結果、以下のとおり、いずれについてもその影響は限定的であると思料する。

① 貴社の経営の自由度が狭められること

本株式交換後に貴社は、HEROZ の完全子会社になることから、現状と比較して貴社の経営の自由度が狭まることは否定できない。

もっとも、HEROZ に対するヒアリングによれば、HEROZ は、本株式交換後においても、基本的には、貴社の自主性は尊重すると考えているとのことである。

また、HEROZ に対するヒアリングによれば、貴社においては特にセキュリティ分野において HEROZ グループにおいて主導的な役割を担うことが期待されている。

以上を踏まえると、本株式交換後において、貴社の経営の自由度が狭まることは否定できないものの、セキュリティ分野を中心に貴社が一定の独立性をもった事業運営を行う可能性があると考えられる。

② 貴社の取引先に対する影響

本株式交換を通じて貴社株式の上場が廃止されることによって、貴社の知名度や社会的信用力が低下して、貴社の取引先との関係に影響を及ぼす可能性があることは否定できない。

しかしながら、貴社は、代理店を通じた取引を中心に行っているところ、取引先となる代理店との間では信頼関係を既に一定程度構築していることから、上場廃止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。また、本株式交換後において貴社の組織体制に変更が直ちに加わるのではなく、貴社は東京証券取引所スタンダード市場に上場している HEROZ のグループ会社の 1 社となることから、貴社に対する社会的信用力が直ちに低下することではなく、本株式交換を通じて貴社との取引を停止するほどの大きな影響を貴社の取引先に及ぼすことは想定されにくい。したがって、本株式交換により貴社株式が上場廃止となることに伴う、貴社の取引先との関係に対する影響は大きくないと認められる。

③ 今後の資金調達手段への影響

本株式交換を通じて貴社株式は上場廃止となることから、貴社が上場会社であることによって得ているエクイティファイナンスによる資金調達手段の多様化等のメリットを失うことは否定できない。しかしながら、貴社に対するヒアリングによれば、貴社は、HEROZ グループの 1 社として、HEROZ グループのグループファイナンスを活用して資金調達を行うことが可能となるとのことであり、エクイティファイナンスの手段がなくなることによる資金調達へのデメリットは実質的にないものと考えられる。

④ 今後の人材採用への影響

本株式交換を通じて貴社株式は上場廃止となることから、貴社の知名度や社会的信用力が低下することにより、貴社の今後の人材採用への影響が生じ得る可能性は否定できない。しかしながら、本株式交換後において、貴社は、東京証券取引所スタンダード市場に上場する HEROZ の子会社となり、HEROZ グループの一

員として貴社の知名度や社会的信用力が一定程度維持されると考えられるため、貴社の人材採用等への悪影響は実質的にはないものと考えられる。

⑤ 既存従業員の士気等に対する影響

本株式交換を通じて貴社株式は上場廃止となり、HEROZの子会社となることから、貴社が上場会社として独立した事業運営を行ってきたことを重要視する観点から既存従業員の士気等に対する影響が生じ得る可能性は否定できない。しかしながら、貴社に対するヒアリングによれば、本株式交換後に、貴社の従業員の雇用について不利益な変更が行われることは現時点では想定されておらず、本株式交換後は東京証券取引所スタンダード市場に上場する HEROZ グループの一員として貴社の従業員は業務に従事することになることも合わせて考慮すると、既存従業員の士気等に対する影響は軽微であると考えられる。

(3) 小括

以上のとおり、貴社及び HEROZ が想定している本株式交換の事業上のシナジーとしては、AI の積極的な活用や共通資源の活用などがある。

貴社において、上記の各シナジーが実現できた場合、貴社が認識している事業課題・経営課題の解決に繋がり、ひいては貴社の中長期的な企業価値の向上に資するものと考えられる。

また、貴社において、現時点で本株式交換と比肩するような、貴社の企業価値を向上させる資本政策は現実的には認められず、本株式交換の相手方についても上記の各事業シナジーを実現するにあたっては HEROZ が適切なパートナーであると考えられるため、本株式交換は、貴社の企業価値の向上の観点から、他に検討し得る資本政策と比較しても優位性を有する取引であると考えられる。

一方で、本株式交換により貴社が上場廃止となることに伴い、貴社の経営の自由度が狭められること、貴社の取引先に対する影響、今後の資金調達手段への影響、コンプライアンス体制の弱体化、今後の人材採用への影響、既存従業員の士気等に対する影響などが想定され得るが、本株式交換を通じて貴社が東京証券取引所スタンダード市場に上場する HEROZ のグループ会社の 1 社となること等を踏まえると、いずれについてもその影響は限定的であると考えられる。

以上を総合的に考慮すると、本株式交換は貴社の企業価値向上に資するものであり、本株式交換の目的は合理的と認められる。

3. 本株式交換に係る取引条件の公正性（諮問事項の 2.関係）

諮問事項の 2.は、本株式交換を前提とした本株式交換における株式交換比率その他の条件の公正性が確保されているか否かの検討を通じて、公正な手続を通じた一

般株主利益が確保されているかの検討を依頼するものである。

買収行動指針においては、取締役会が買収に応じる方針を決定した場合には、取引条件の改善により、①株主にとってできる限り有利な取引条件で買収が行われることを目指して、真摯に交渉すべきと指摘している（買収行動指針 3.2.3）。M&A 指針においても、M&A における条件の妥当性を検討するにあたっては、買付者との取引条件に関する協議・交渉過程において、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合理的な努力が行われる状況を確認すること（上記①と同趣旨と整理される。）、②取引条件の妥当性の判断の重要な基礎となる株式価値算定の内容と、その前提とされた財務予測や前提条件等の合理性を確認すること、③買収対価の水準だけでなく、買収の方法や買収対価の種類等の妥当性についても検討することが重要とされている（M&A 指針 3.2.2）。

また、M&A 指針は、上記②の具体的内容として、専門性を有する独立した第三者算定機関による株式価値算定結果に加えて、算定の前提とされた事業計画の位置付けやその実現可能性、用いられた算定方法の特性、同種の M&A において一般に付与されるプレミアムの水準、当該 M&A を行わなくても実現可能な価値、想定される当該 M&A による企業価値増加効果を検討することが望ましいとしている（M&A 指針 3.3.2.1B）。同様に、M&A 指針は、上記③の具体的内容として、代替取引の有無や内容の検討を行うことが望ましいとしている（M&A 指針 3.3.2.1B）。

そこで、当委員会としても、買収行動指針及び M&A 指針の指摘事項を踏まえ、上記①②③の確認・検討を通じて、本株式交換における条件の公正性の検討を行う。

(1) 本株式交換における株式交換比率に係る取引条件の交渉過程

ア 交渉方針・目線

まず、本株式交換において、上記①の「株主にとってできる限り有利な取引条件で買収が行われる」ことが認められる前提として、これらを推認させる要素である手続の公正性が認められることは、下記 4.で諮問事項 3.の検討を通じて当委員会が確認するとおりである。

また、本株式交換比率を含む本株式交換の条件に関する具体的な交渉状況については、以下で述べるように、貴社が貴社 FA の助言及び当委員会からの意見・指示を受けながら行われた。

まず、本株式交換比率に関する一連の交渉経緯について、本株式交換においては、第 39 回委員会以降毎回の委員会において（かつ、委員会の期日間では随時電子メールにて）、貴社 FA 及び貴社から当委員会に対して詳細な説明が行われた。

当委員会は、当該説明の都度、HEROZ からの本株式交換比率の提案についての諾否の意見を述べた。合わせて当委員会は、HEROZ からの提案を拒絶して逆に貴社側から比率の提案を行う場合について、どのような対案を提示すべきか及びその根拠についても意見を述べた。

具体的には、貴社から HEROZ に対して本株式交換比率に関する連絡を行う場合には、当委員会が事前にその内容を閲覧し、当委員会における議論の方向性を正確に反映した内容になっていることを確認した。このように、交渉過程における当委員会の意見は、単に望ましい本株式交換比率についての所見を述べるのみならず、交渉方針や HEROZ に対する返答のあり方等の具体的な点についても意見及び要望を述べるものであった。

イ 交渉の経過及び主要な論点

貴社は、本株式交換比率について、2026年3月9日以降、HEROZ との間で、複数回にわたる交渉を重ねた。具体的な交渉の経過は以下のとおりである。

① 初回提案

貴社は、HEROZ から、2026年3月9日付で、本株式交換比率を 1:0.70 とする（貴社株式 1 株に対して HEROZ 株式 0.70 株を割り当て交付する）旨の提案を受けた。これに対し、当委員会は、以下を理由として当該提案は貴社の一般株主にとって公正であると判断できない水準である旨の意見を示した。

- 初回提案における株式交換比率が、貴社株式の 2026年3月11日の終値並びに同日までの 1 ヶ月間、3 ヶ月間及び 6 ヶ月間の終値単純平均から算出される貴社及び HEROZ の株式価値の算定結果に基づく株式交換比率を下回っていること
- 当該比率の提案にあたり「過去の上場会社同士による共同株式移転の事例のうち、類似事例と判断した事例」を勘案しているものの、本株式交換は、上場会社である HEROZ が上場子会社である貴社を完全子会社化する構造的な利益相反のある取引であるため、本株式交換における株式交換比率に付されるべきプレミアムの有無及び水準を検討するにあたり、資本関係のない上場企業同士の統合を含む共同株式移転の事例を参照することは適切ではないこと

これを受けて、貴社は、貴社と当委員会の連名による 2026年3月17日付書面をもって、HEROZ に対し、本株式交換比率の大幅な引上げを要請した。

② 第 2 回提案

貴社は、HEROZ から、2026年3月19日付で、本株式交換比率を 1:0.78 とする（貴社株式 1 株に対して HEROZ 株式 0.78 株を割り当て交付する）旨の提案を受けた。これに対し、当委員会は、以下を理由として当該提案は貴社の一般株主にとって公正であると判断できない水準である旨の意見を示した。

- 第2回提案における株式交換比率が、貴社株式の2026年3月19日の終値並びに同日までの1ヶ月間、3ヶ月間及び6ヶ月間の終値単純平均から算出される貴社及びHEROZの株式価値の算定結果に基づく株式交換比率を下回っていること
- 初回提案に引き続き当該比率の提案にあたり「過去の上場会社同士による共同株式移転の事例のうち、類似事例と判断した事例」を勘案しているものの、本株式交換は、上場会社であるHEROZが上場子会社である貴社を完全子会社化する構造的な利益相反のある取引であるため、本株式交換における株式交換比率に付されるべきプレミアムの有無及び水準を検討するにあたり、資本関係のない上場企業同士の統合を含む共同株式移転の事例を参照することは適切ではないこと

これを受けて、貴社は、貴社と当委員会の連名による2026年3月24日付書面をもって、HEROZに対し、本株式交換比率の大幅な引上げを再度要請した。

③ 第3回提案

貴社は、HEROZから、2026年3月31日付で、本株式交換比率を1:0.87とする（貴社株式1株に対してHEROZ株式0.87株を割り当て交付する）旨の提案を受けた。これに対し、当委員会は、以下を理由として当該提案は貴社の一般株主にとって公正であると判断できない水準である旨の意見を示した。

- 第3回提案における株式交換比率が、貴社株式の2026年3月31日までの1ヶ月間及び3ヶ月間の終値単純平均から算出される貴社及びHEROZの株式価値の算定結果に基づく株式交換比率を下回っており、同日の終値及び同日までの6ヶ月間の終値単純平均から算出される貴社及びHEROZの株式価値の算定結果に基づく株式交換比率対比において、プレミアムは付されていないに等しい水準であること
- 初回提案に引き続き当該比率の提案にあたり「過去の上場会社同士による共同株式移転の事例のうち、類似事例と判断した事例」を勘案しているものの、本株式交換は、上場会社であるHEROZが上場子会社である貴社を完全子会社化する構造的な利益相反のある取引であるため、本株式交換における株式交換比率に付されるべきプレミアムの有無及び水準を検討するにあたり、資本関係のない上場企業同士の統合を含む共同株式移転の事例を参照することは適切ではないこと

これを受けて、貴社は、貴社と当委員会の連名による2026年4月2日付書面をもって、HEROZに対し、本株式交換比率の大幅な引上げを再度要請した。

④ 第4回提案

貴社は、HEROZから、2026年4月6日付で、本株式交換比率を1:0.90と

する（貴社株式 1 株に対して HEROZ 株式 0.90 株を割り当て交付する）旨の提案を受けた。これに対し、当委員会は、以下を理由として当該提案は貴社の一般株主にとって公正であると判断できない水準である旨の意見を示した。

- 第 4 回提案における株式交換比率が、貴社株式の 2026 年 4 月 6 日の終値並びに同日までの 1 ヶ月間及び 6 ヶ月間の終値単純平均から算出される貴社及び HEROZ の株式価値の算定結果に基づく株式交換比率対比において、ごく僅少なプレミアムにとどまっており、同日までの 3 ヶ月間の終値単純平均から算出される貴社及び HEROZ の株式価値の算定結果に基づく株式交換比率に対してプレミアムは付されていないこと
- 他の上場会社同士の株式交換事例との対比においても第 4 回提案における株式交換比率は極めて僅少なプレミアムにとどまっており、類似事例対比で適切な水準でないこと

これを受けて、貴社は、貴社と当委員会の連名による 2026 年 4 月 8 日付書面をもって、HEROZ に対し、本株式交換比率の引上げを要請した。

⑤ 第 5 回提案

貴社は、HEROZ から、2026 年 4 月 8 日付で、本株式交換比率を 1:0.94 とする（貴社株式 1 株に対して HEROZ 株式 0.94 株を割り当て交付する）旨の提案を受けた。これに対し、当委員会は、以下を理由として、貴社の一般株主の利益の最大化のため更なる株式交換比率の引上げを求めることが望ましい旨の意見を示した。

- 第 5 回提案における株式交換比率は、他の類似する上場会社同士の株式交換事例におけるプレミアム水準に達しておらず、類似事例対比で適切な水準でないこと
- 本株式交換がもたらす HEROZ の 1 株当たり当期純利益（EPS）の上昇効果を踏まえれば、株式交換比率の更なる引上げが、直ちに HEROZ の株主の利益を毀損するとは限らないと考えられること

これを受けて、貴社は、貴社と当委員会の連名による 2026 年 4 月 9 日付書面をもって、HEROZ に対し、本株式交換比率の引上げを要請した。

⑥ 第 6 回提案

貴社は、HEROZ から、2026 年 4 月 10 日付で、本株式交換比率を 1:0.94 とする（貴社株式 1 株に対して HEROZ 株式 0.94 株を割り当て交付する）旨の提案を維持する旨の連絡を受けた。これに対し、当委員会は、以下を理由として当該提案は貴社の一般株主にとって公正であると判断できない水準である旨の意見を示した。

- 第 6 回提案における株式交換比率は、他の類似する上場会社同士の株式交換事例におけるプレミアム水準に達しておらず、類似事例対比で適切な水準でないこと
- 株式交換比率の算定にあたり、本株式交換が、HEROZ が上場子会社である貴社を完全子会社化する構造的な利益相反のある取引であり、貴社の一般株主の利益の観点から特に慎重に検討すべき事案である（すなわち、株式交換比率について相応のプレミアムが付されるべき事案類型である）ことは、最も重視すべき事項の 1 つであること

これを受けて、貴社は、貴社と当委員会の連名による 2026 年 4 月 11 日付書面をもって、HEROZ に対し、当委員会として、本株式交換における株式交換比率として、貴社株式 1 株に対して HEROZ 株式 1 株（HEROZ 株式：当社株式＝1：1）との提案を受けた場合、本株式交換に関して肯定的な答申を提出することができると考えている旨の回答を送付した。

⑦ 第 7 回提案

貴社は、HEROZ から、2026 年 4 月 11 日付で、本株式交換比率を 1:0.99 とする（貴社株式 1 株に対して HEROZ 株式 0.99 株を割り当て交付する）旨の提案を受けた。これに対し、当委員会は、第 7 回提案に係る株式交換比率には 2026 年 4 月 13 日の終値並びに同日までの 1 ヶ月間、3 ヶ月間及び 6 ヶ月間の終値単純平均から算出される貴社及び HEROZ の株式価値から算出される市場株価比率に対して一定のプレミアムが付されており、また、貴社 FA のディスカунテッド・キャッシュ・フロー法（以下「DCF 法」という。）による株式交換比率の算定結果のレンジの中央値を上回っていること等も踏まえて総合的に考慮すると、本株式交換比率は貴社の一般株主の利益に配慮されたものとして合理性が認められる旨の意見を示した。

これを受けて、貴社は、貴社 FA を通じ、HEROZ に対し、第 7 回提案を内諾する（ただし、最終的な意思決定は、2026 年 4 月 14 日開催予定の貴社取締役会において決議される）旨の連絡を行った。

ウ 交渉状況の評価

本株式交換比率の交渉は、上記のように当委員会が HEROZ からの本株式交換比率の提案への諾否及び反対提案の内容について述べた意見を踏まえて貴社が HEROZ に返答するというプロセスで行われた。

このようなプロセスを経て、当委員会が複数回にわたって HEROZ からの本株式交換比率の提案を拒絶し、上積みがされた結果として、最終的に当委員会が本株式交換比率を HEROZ 株式：貴社株式＝1：0.99 とすることについて了承したことによって、本株式交換比率が確定した。なお、この株式交換比率は、当初 HEROZ

から提示された HEROZ 株式：貴社株式＝1：0.70 という株式交換比率から比較すると、貴社の一般株主にとって株式交換比率が約 41.4%の上積みされた株式交換比率である。以上のとおり、当委員会は、本株式交換比率の交渉について、与えられた権限を踏まえて主体的に関与した。そしてこのような交渉により、株主にとってできる限り有利な取引条件で買収が行われることを目指して交渉がされた経緯が認められる。

以上からすれば、本株式交換の HEROZ との取引条件に関する協議・交渉過程において、企業価値を高めつつ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合理的な努力が行われる状況が確保されていたと評価することができる。

(2) 本株式交換比率

本株式交換において、貴社の普通株式 1 株に対して割り当てられる HEROZ の普通株式数の割合は、0.99 株である。

ア 算定結果

貴社 FA による貴社 FA 算定結果は以下のとおりである。

算定手法	株式交換比率の算定結果
市場株価平均法	0.87～0.89
DCF 法	0.72～1.10

イ 算定の方法

貴社 FA によれば、貴社及び HEROZ がそれぞれ東京証券取引所スタンダード市場に上場しており、貴社及び HEROZ の株価それぞれに市場株価が存在することから市場株価平均法を、また、貴社及び HEROZ の将来の事業活動の状況を評価に反映するため DCF 法を採用して算定を行ったとのことである。

上記の各算定手法は、いずれも上場企業の株式価値の算定手法として一般的に用いられるものであり、算定手法の選択において不合理な点は見当たらない。

(ア) 市場株価平均法

貴社 FA は、本株式交換の公表日の前日である 2026 年 4 月 13 日を算定基準日として、東京証券取引所スタンダード市場における 2026 年 3 月 14 日から算定基準日までの直近 1 ヶ月間の平均株価（終値単純平均）、2026 年 1 月 14 日から算定基準日までの直近 3 ヶ月間の平均株価（終値単純平均）、2025 年 10 月 14 日から算定基準日までの直近 6 ヶ月間の平均株価（終値単純平均）を基に分析している

が、かかる算定方法は、企業買収の場面における市場株価平均法での株価算定に係る一般的な考え方に依拠したものであるといえる。

また、市場株価平均法での算定においては、特殊な要因により市場株価が不当に歪められているような場合にその合理性が問題となるが、本株式交換においては、貴社及び HEROZ において、本株式交換が成立しやすくなるように意図的に市場株価を変動させようとした事実は認められず、貴社及び HEROZ の市場株価が不当に歪められていると認めるべき特段の事情は見当たらない。以上を踏まえると、貴社 FA による市場株価平均法に基づく算定には合理性があると考えられる。

(イ) DCF 法

貴社 FA は、フリー・キャッシュ・フローの算出において、貴社については、貴社作成の事業計画（2027年2月期～2029年2月期）に基づく財務予測を、HEROZ については、HEROZ 作成の事業計画（2026年4月期～2029年4月期）に基づく財務予測を基礎としている。そのため、当該算定が合理性を有するためには、算定の基礎とされた事業計画が適切に作成されていることが重要となる。

貴社 FA が DCF 法による算定に用いた HEROZ の財務予測において、大幅な増益が見込まれる事業年度が含まれているとのことである。具体的には、AIX 事業を中心とした既存サービスの提供拡大や、グループ全体の経営効率化の進展等に伴う収益性の向上により、2027年4月期、2028年4月期及び2029年4月期の各事業年度における売上高、営業利益及び EBITDA について継続して大幅な増加を見込んでいるとのことである。また、フリー・キャッシュ・フローについては、事業拡大に伴う設備投資や運転資本の増加が見込まれるものの、前述の利益成長がそれらを大きく上回ることから、同期間（2027年4月期、2028年4月期及び2029年4月期）において継続して大幅な増加を見込んでいるとのことである。

また、貴社 FA が DCF 法による算定の前提とした貴社の財務予測において、大幅な増益が見込まれる事業年度が含まれているとのことである。具体的には、前期までに実施する新サービス開発や営業体制強化等の先行投資の効果発現や、提供サービスの販売拡大等により、2028年2月期における営業利益及び EBITDA は大幅な増加を見込んでいるとのことである。また、フリー・キャッシュ・フローについては、新サービス等に関する設備投資が一巡して設備投資額が減少すること等から、2029年2月期において大幅な増加を見込んでいるとのことである。

貴社の事業計画については、貴社に対するヒアリング等を通じて作成経緯を確認したが、策定に際して HEROZ の関係者は関与しておらず、事業計画の作成経緯に特段不合理な点は見当たらなかった。また、当委員会としても、貴社より、貴社の事業計画の確認内容に係る説明を受けたところ、(財務予測において大幅な増益が見込まれる事業年度が含まれていること含め) 当該説明にも特段不合理な

点は認められない。

また、HEROZの事業計画について、HEROZに対するヒアリング等を通じて作成経緯を確認したが、策定に際して貴社の関係者は関与しておらず、事業計画の作成経緯に特段不合理な点は見当たらなかった。さらに、HEROZの事業計画に関連して、貴社は、HEROZに対し、貴社のアドバイザー等を通じて財務面、税務面及び法務面についてデュー・ディリジェンスを実施し、公開情報以外にHEROZの企業価値に重大な悪影響を及ぼすような事象がないことをそれぞれ確認している。

その上で、当委員会において、貴社FAからDCF法における主要な前提条件（継続価値の算定方法、割引率、財務予測に大幅な増益が見込まれる事業年度が含まれている事実等）に係る説明を受けるとともに、貴社FAとの間で質疑応答を行った結果、その算定過程に特段の不合理な点は認められず、貴社FAによるDCF法に基づく算定には一定の合理性があると考えられる。

ウ 貴社FA算定結果に基づく本株式交換比率の検討

以上のとおり、貴社FAによる貴社FA算定結果には一定の合理性が認められるところ、本株式交換比率は、貴社FA算定結果のうち、市場株価基準法の算定レンジの上限を上回り、DCF法の算定レンジの範囲内かつ中央値を上回っていることが認められ、貴社FA算定結果に照らし合理的な水準にあると評価できる。

また、当委員会は貴社FAから2026年4月13日付で、本株式交換比率が貴社の親会社であるHEROZ及びその関係会社並びに自己株式として保有する貴社を除く貴社株式を有する株主にとって財務的見地より公正であるとする旨の本フェアネス・オピニオンを取得しており、かかる事実も本株式交換比率の公正性を裏付けるものであると評価できる（M&A指針3.3.2.2）。

(3) プレミアムの検討

本株式交換比率のプレミアムについて、2026年4月13日（以下「基準日」という。）までの東京証券取引所におけるHEROZ株式の終値に本株式交換比率を乗じて得た値が、同期間における貴社株式の終値に比べどの程度のプレミアムを有するかについては、下表に記載のとおりである。

参照値	プレミアム水準
基準日の終値	11.20%
基準日の過去1ヶ月の平均株価（終値単純平均）	13.99%
基準日の過去3ヶ月の平均株価（終値単純平均）	10.62%
基準日の過去6ヶ月の平均株価（終値単純平均）	13.24%

M&A指針も指摘するとおり、公開買付けであるか株式交換であるかを問わず、

M&A 取引全般について、株価に対していくらのプレミアムが適正であるかについて一義的・客観的な基準を設けることはできない (M&A 指針 2.2.2)。

そのため、当委員会としても、どの程度のプレミアムが付されていれば本株式交換比率が妥当な比率であるとか逆に不当な比率であるという一般的な規範を定立することはできない。

もっとも、プレミアム水準が類似の事例と遜色ないレベルであることは、一般的には、条件の妥当性・公正性を裏付ける 1 つの根拠事実になるものと考えられる。

そこで、当委員会は、貴社 FA に対して、M&A 指針公表後に行われた株式交換のうち、本株式交換と類似する株式交換による完全子会社化の事例におけるプレミアム水準がどの程度であったかのデータの提供を求めた。

その上で、提供されたデータによれば、本株式交換と類似する株式交換による完全子会社化の事例²におけるプレミアムの水準の中央値は、下表のとおりである。

参照値	中央値
基準日の終値	15.11%
基準日の過去 1 ヶ月の平均終値	16.87%
基準日の過去 3 ヶ月の平均終値	17.06%
基準日の過去 6 ヶ月の平均終値	16.37%

本株式交換比率は、上記のとおり、基準日の終値並びに同日までの 1 ヶ月間、3 ヶ月間及び 6 ヶ月間の終値単純平均から算出される貴社及び HEROZ の株式価値から算出される市場株価比率に対してそれぞれ 10% を超えるプレミアムが付されており、本株式交換と類似する株式交換による完全子会社化の事例におけるプレミアム水準に照らして相応な水準と評価することができる。

(4) スキームの妥当性 (実施方法及び対価の種類)

本株式交換のスキームとしては、株式交換の手法が採用され、本株式交換の対価は HEROZ の普通株式とされており、公開買付けの手法は採用されていない。

この点について、

- ① 株式交換は、公開買付けと比べ、株式交換によって HEROZ の株式が貴社の株主に交付され、HEROZ 株式を貴社の株主が保有することになるが、本株式

² 貴社 FA によれば、本株式交換と類似する株式交換による完全子会社化の事例の抽出条件は、①M&A 指針の公表以降 2026 年 3 月 31 日までの事例であること、②基本合意書等により対外公表された後に株式交換契約に関するプレスリリースが開示された事例ではないこと、③株式交換完全子会社の財務実績が過去 2 期連続で営業赤字であり、かつプレスリリース本文に財政再建支援の旨が記載されている事例ではないこと、④案件公表時に、株式交換完全子会社が東京証券取引所の監理銘柄に指定されている等、株価に影響を与え得る特殊事情が認められる事例ではないことである。

交換に想定されている各種施策の実行を通じて期待されるシナジー効果や、シナジー効果の発揮による HEROZ グループの事業発展・収益拡大、その結果としての HEROZ 株式の株価上昇を享受する機会を貴社の株主に対して提供できるという利点がある。

- ② 公開買付けについては、株主に現金化の機会を提供する一方で、HEROZ 株式の保有を通じて、シナジー効果の発揮による HEROZ 株式の株価上昇・配当の享受を望む株主や、売却益に対する課税の観点等を背景とした、即時の現金化を望まない株主も一定程度存在する可能性があるが、これに対して株式交換であれば、そのような株主に対して、HEROZ 株式の継続保有という選択肢を提供することができる。
- ③ また、現金化を希望する株主においても、現金化のタイミングに多少の差異は生じるものの、HEROZ 株式の流動性を踏まえると、本株式交換後の現金化が可能であり、現金化を望む株主による現金化の機会は実質的に確保されている。
- ④ 完全子会社化の方法として、公開買付け及びスクイーズ・アウトの手法による取引と、株式交換の手法による取引とは、いずれも広く行われており、一方が他方より望ましいという関係にはなく、価値中立的である。

以上からすれば、本株式交換において、株式交換の手法を採用することが、貴社の株主にとって不合理なものではない。

(5) 小括

以上のとおり、本株式交換比率は、下記 4.で諮問事項 3.の検討を通じて当委員会が確認したとおり公正性を担保する措置を講じた上で、本株式交換比率の提案、決定といった重要な局面においては、当委員会の意見や指示を受けながら交渉していることが認められる。そのため、本株式交換の条件に関する交渉過程は、公正な手続の下、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本株式交換が行われることを目指して合理的な努力が行われる状況を確認できていたものと認められる。

また、本株式交換比率は、貴社 FA 算定結果のうち、市場株価基準法の算定レンジの上限を上回り、DCF 法の算定レンジの範囲内かつ中央値を上回っていることが認められ、貴社 FA 算定結果に照らし合理的な水準にあるといえる。そして、当委員会は貴社 FA から、本株式交換比率が貴社の親会社である HEROZ 及びその関係会社並びに自己株式として保有する貴社を除く貴社株式を有する株主にとって財務的見地より公正であると考えた旨の本フェアネス・オピニオンを取得しており、かかる事実も本株式交換比率の公正性を裏付けるものであると評価できる。さらに、本株式交換比率は、本株式交換と類似する株式交換による完全子会社化の事例における

プレミアム水準に照らして相応な水準と評価することができる。

以上のほか、本株式交換のスキームを株式交換の手法とすることについても、他の考えられる手法と比較して、貴社の一般株主に対して本株式交換のシナジーによる企業価値の向上を経済的に享受する機会を提供できる手法であることなどを踏まえ、合理性が認められる。

以上を総合的に考慮すると、本株式交換に係る取引条件（本株式交換における株式交換比率を含む。）の公正性は確保されていると認められる。

4. 本株式交換に係る手続の公正性（諮問事項の3.関係）

諮問事項の3.は、本株式交換において手続の公正性が確保されているか否かの検討を通じて、公正な手続を通じた一般株主利益の確保が確保されているかの検討を依頼するものである。

(1) 特別委員会の設置

貴社は、本株式交換の検討にあたり、貴社の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、公正性担保措置の一環として当委員会を設置しているところ、以下に述べるとおり、当委員会は、独立性を有し、かつ、特別委員会としての実効性を高めるための実務上の措置が採られた上で、貴社の企業価値の向上及び一般株主の利益を図る立場から、本株式交換の是非や取引条件の妥当性、手続の公正性について検討・判断を行ったものである。

ア 設置時期

特別委員会に期待される役割に照らすと、対象会社を買収者から買収提案を受けた場合には、可及的速やかに特別委員会を設置することが望ましい（M&A 指針 3.2.4.1）。この点、貴社は、2024年10月31日に、HEROZ から本株式交換の提案を受け、本株式交換比率を含む本株式交換の条件に係る具体的な交渉に入るより以前の2024年11月15日の取締役会において当委員会の設置を決議しており、当委員会の設置時期につき不合理な点は認められない。

イ 委員構成・独立性

特別委員会の委員となる者には、①買収者からの独立性及び②当該 M&A の成否からの独立性が必要となる（M&A 指針 3.2.4.2）。この点、当委員会は、HEROZ からの独立性及び本株式交換からの独立性が確保された貴社の監査等委員かつ社外取締役3名により構成されており、また、当委員会の委員としての報酬にいわゆる成功報酬は含まれていないこと等から、各委員の独立性は十分認められると

考えられる。

ウ 貴社の外部アドバイザーの承認

当委員会は、2025年6月30日の特別委員会において、貴社が選任した貴社FA及びリーガル・アドバイザーであるアンダーソン・毛利・友常法律事務所外国法共同事業（以下「貴社LA」という。）につき、貴社FA及び貴社LAへのヒアリングを通じて、いずれも独立性に問題がないことを確認の上、それぞれを貴社のアドバイザーとして承認している。

その上で、当委員会としても、貴社FA及び貴社LAから必要に応じてその専門的助言を受けることができることを確認し、独自の外部アドバイザーの選任を行わないことを決定した上で、貴社FAから、貴社FA算定結果に関する説明を受け、質疑応答を行うとともに、貴社LAから、本株式交換の諸手続を含む取締役会の意思決定の方法・過程等に関する法的助言を受けている(M&A指針3.2.4.5)。

エ 当委員会の交渉への関与

貴社がHEROZと本株式交換比率について協議する場合には、事前又は事後速やかに当委員会に確認を求めており、これにより、当委員会は、適時に交渉状況の報告を受け、重要な局面で意見を述べ、指示や要請を行って、取引条件に関する交渉過程に実質的に影響を与え得る状況を確認していたと認められる。また、貴社取締役会が当委員会への諮問を決議した際の付帯決議において、当委員会が本株式交換の条件を妥当でないと判断した場合には貴社取締役会は本株式交換を承認しないことと決定していた(M&A指針3.2.4.4)。

オ 情報の取得

当委員会は、本株式交換について予定されている開示文書や想定されるシナジーに関する重要な情報を入手し、さらに関係当事者に対してヒアリングを行って本株式交換に関する詳細な確認を行い、これらを踏まえて検討・判断を行った(M&A指針3.2.4.6)。

以上のような特別委員会の設置及び運用の状況からすれば、当委員会は公正性担保措置として有効に機能していると認められる。

(2) 貴社における外部専門家の専門的助言等の取得

ア 法務アドバイザーからの助言の取得

貴社は、本株式交換の公正性を担保する観点から、貴社及びHEROZから独立

したリーガル・アドバイザーとして貴社 LA を選任し、本株式交換の諸手続を含む取締役会の意思決定の方法・過程等について、法的な観点から助言を受けている。貴社 LA の独立性については、当委員会が直接貴社 LA から、ヒアリングを行い、HEROZ 及び貴社の関連当事者には該当せず、本株式交換に関して重要な利害関係を有していないことを確認している。さらに、当委員会は、貴社 LA から、報酬もタイムチャージであって成功報酬が含まれていないことを確認済みである。

イ 第三者評価機関からの株式交換比率算定書の取得

貴社取締役会は、本株式交換比率の公正性を担保するために、独立した第三者算定機関である貴社 FA から、株式交換比率に関する算定書を取得している。当該算定においては、上記 3. で述べるように、複数の算定方法を利用しており、恣意的な比率の算定がされないよう配慮がされている。

このほか、算定の前提となる貴社の事業計画の作成にあたって、貴社役職員による恣意的行動があった事実は認められず、算定にあたって公正性を疑わせるような事情も見当たらない。

貴社 FA の独立性については、当委員会が直接貴社 FA から、ヒアリングを行い、HEROZ 及び貴社の関連当事者には該当せず、本株式交換に関して重要な利害関係を有していないことを確認している。さらに、貴社 FA の報酬については成功報酬が含まれるものの、同種の取引における一般的な実務慣行であることに鑑み、当該報酬体系をもってしても貴社 FA に独立性は認められるものと判断した。

ウ 本フェアネス・オピニオンの取得

貴社取締役会は、本株式交換比率の公正性を担保するために、貴社 FA から本株式交換比率が貴社の親会社である HEROZ 及びその関係会社並びに自己株式として保有する貴社を除く貴社株式を有する株主にとって財務的見地より公正であると考えた旨の本フェアネス・オピニオンを取得している。

フェアネス・オピニオンは、第三者評価機関が意見形成主体となるという点や、意見の対象が当事者間で合意された具体的な取引条件の対象会社の一般株主にとっての公正性であるという点において、株式交換比率算定書とは異なるものであり、対象会社の価値に関するより直接的で重要性の高い参考情報となり得るため、取引条件の形成過程において構造的な利益相反の問題及び情報の非対称性の問題に対応する上でより有効な機能を有し得るとされている（M&A 指針 3.3.2.2）。

その上で、M&A 指針においては、①独立性・中立性、②慎重な発行プロセス、③高度な専門性・実績、④レピュテーションといった要素を備えた第三者評価機関からフェアネス・オピニオンの取得が行われた場合には、公正性担保措置として積極的に評価されるべきとされている（M&A 指針 3.3.2.2 の B）。

貴社 FA の独立性については、上記のとおり、当委員会から貴社 FA に対するヒ

アリングにより、①独立性が認められるものと判断した。

このほか、当委員会は、貴社 FA に対するヒアリングにより②から④までを満たすことを確認した。

したがって、当委員会は、本フェアネス・オピニオンをもって、公正性担保措置として積極的に評価することができるものとする。

以上から貴社においては、外部専門家から専門的助言等を取得した上で、本株式交換の手の公正性や取引条件の妥当性について慎重な検討・判断過程を経ているといえる（M&A 指針 3.3）。

(3) 貴社における意思決定プロセス

本プレスリリースによれば、貴社取締役 7 名のうち、林隆弘氏、井口圭一氏及び森博也氏は HEROZ の取締役を兼務している。この点、貴社が HEROZ の子会社であり、本株式交換が構造的な利益相反の問題及び情報の非対称性の問題が典型的に存在する取引に該当することに鑑み、貴社の取締役会における審議及び決議がこれらの問題による影響を受けるおそれを排除する観点から、2026 年 4 月 14 日開催予定の貴社の取締役会においては、上記 3 名の取締役は本株式交換に関する審議及び決議には参加しないことが予定されている。また、当該 3 名は、貴社の立場において、本株式交換に関する HEROZ との協議及び交渉にも一切関与していないとのことである。

また、貴社取締役会においては、最終的に貴社の取締役全員の一致により決議がされる予定である（M&A 指針 3.2.5）。M&A への賛否を決定する取締役会決議において、当該 M&A に重要な利害関係を有する者を除く取締役全員の賛成及び監査役全員の異議がない旨の意見があった場合には、当該 M&A において公正性担保措置が有効に機能したことを示す事情の一つとなるとされている（M&A 指針 28 頁脚注 46）。

さらに、貴社は、本株式交換に係る協議、検討及び交渉の過程において、HEROZ の役職員との兼任者や HEROZ からの転籍者又は出向者を含めない体制を構築しており、HEROZ、その他の本株式交換に特別な利害関係を有する者が貴社に不当な影響を与えたことを推認させる事実は認められない。

以上からすれば、貴社における意思決定プロセスに関して、公正性に疑義のある点は見当たらない。

(4) マーケット・チェック

本株式交換においては、いわゆる積極的なマーケット・チェックは行われていない。

もっとも、M&A 指針においては、買収者が支配株主である場合には、マーケット・チェックについてはそもそも公正性担保措置として機能する場面が限定的であり、実施する意義が乏しい場合が多いものの、例外的にマーケット・チェックが機能し得る場合もあり得るため、特別委員会が、このような特段の例外的事情が存在しないか

等を念のため確認することが望ましいとされている。その上で M&A 指針は、この特段の例外的事情として、具体的には、①支配株主が保有する議決権の割合が低い場合、②非常に魅力的な対抗提案がされた場合には支配株主が売却に応じる可能性がある場合、③支配株主が従属会社を一旦は買収するものの、その後、その全部又は一部の売却を予定している場合を挙げている（以上につき M&A 指針 3.4.3.2）。

まず、本件においては、貴社にとっての支配株主である HEROZ は、貴社株式の 42.8% という半数に迫る所有割合を有しており、本取引は上記①には該当しない。また、HEROZ が本株式交換を提案する前提として、②は否定されている。さらに本取引のスキームにおいて③は想定されていない。

以上から、当委員会は、本件においては積極的なマーケット・チェックをすべきような特段の例外的事情はないものと判断した。

また、マーケット・チェックには、いわゆる積極的なマーケット・チェックに限定されるものではなく、M&A に関する事実を公表し、公表後に他の潜在的な買収者が対抗提案を行うことが可能な環境を構築した上で M&A を実施することによる、いわゆる間接的なマーケット・チェックがあるとされている（行動買収指針 3.4.2）。

間接的なマーケット・チェックに関しては、例えば、M&A の実施に際して、①公表後、対抗提案が可能な期間を比較的長期間確保するとともに、②対抗提案者が実際に出現した場合に、当該対抗提案者が対象会社と接触等を行うことを過度に制限するような内容の合意等を行わないといった対応を行うことが考えられるとされているところ、本株式交換の公表から本株式交換の効力発生日まで約 3 ヶ月あることから、①は認められる。

また、HEROZ 及び貴社は、貴社が HEROZ 以外の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貴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一切行っていないとのことであり、②も認められる。

したがって、本株式交換において、マーケット・チェックの観点から、公正性に疑義を生じさせる点は認められない。

(5) 一般株主への情報提供の充実とプロセスの透明性の確保

本株式交換は、株式交換の手法による取引であるところ、買収行動指針 3.2.2 においては、「買収対価の全部又は一部が株式である場合には、売却に応じる株主は買収後も対価株式を保有することとなるため、価格面での取引条件の適正さ（交換比率等）だけではなく、買収後の企業グループとしての価値（対価株式の価値）が中長期的に向上するかどうかは株主にとっても重要な判断軸になる。そのため、株主の当該判断のために必要とされる、企業価値向上策や対価の妥当性（対価として用いる株式の情報とこれについての市場での評価が妥当かどうか）等に関する情報の提供が特に重要となり、このための説明責任が求められる。」とされている。

本株式交換に係る適時開示書類においては、法令や東京証券取引所の適時開示規制に沿った開示が予定されている。

また、本プレスリリースにおける具体的な開示内容として、①特別委員会に関する情報（委員の独立性・属性等の適格性に関する情報、特別委員会における検討経緯やHEROZとの取引条件の交渉過程への関与状況に関する情報、答申書の内容に関する情報等）、②株式交換比率の算定結果の内容に関する情報、③本株式交換を通じた貴社における企業価値向上策、④その他本株式交換を実施するに至ったプロセス等に関する情報等についてそれぞれ一定程度の開示を行うことが予定されている。

したがって、貴社の株主において、取引条件の妥当性等及び本株式交換を通じて、買収後の企業グループとしての価値（対価株式の価値）が中長期的に向上するかといった観点からの判断のために必要とされる情報が提供されているといえる。

(6) 強圧性の排除

本株式交換に反対又は本株式交換比率に反対である貴社の株主は、会社法上の株式買取請求権（及びそれに基づく価格決定の申立てを行う権利）が認められている。

したがって、本株式交換において、貴社が株式交換のスキームを選択したことについて、強圧性を排除するための対応が行われていると認められる。

(7) マジョリティ・オブ・マイノリティ条件を設定していないことについて

本株式交換においては、いわゆるマジョリティ・オブ・マイノリティ条件は設定されていない。もっとも、支配株主による従属会社の買収のように、既に関取者の保有する対象会社の株式の割合が高い場合においては、当該条件を設定することにより、企業価値の向上に資するM&Aの成立を阻害してしまうおそれがあるとの懸念も指摘されていること、HEROZが既に貴社株式1,934,000株（所有割合：42.8%）を所有していること、上記(1)から(6)までの各公正性担保措置の内容等に鑑みれば、本株式交換においては、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ことについても、不合理なものではないと考えられる。

(8) 小括

以上のとおり、貴社は、本株式交換の検討において、本株式交換に係る交渉過程の手続の公正性を担保するために、次のような措置を採っていることが認められる。

- 貴社は、本株式交換比率を含む本株式交換の条件に係る具体的な交渉に入るより以前の時期において、HEROZからの独立性及び本株式交換からの独立性が確保された特別委員で構成される当委員会を設置している。当委員会は、貴社FA及び貴社LAから必要に応じてその専門的助言を受け、適切に本株式交換に関する情報を取得した上で、本株式交換比率に関する交渉過程に実質的に関

与していたことが認められる。

- 貴社においては、貴社 FA 及び貴社 LA といった貴社及び HEROZ から独立した外部専門家から専門的助言等を取得した上で、本株式交換の手続の公正性や取引条件の妥当性について慎重な検討・判断過程を経ている。また、貴社における意思決定プロセスにおいて、公正性に疑義のある点は見当たらない。
- 貴社の株主においては、本株式交換に係る適時開示書類により、法令や東京証券取引所の適時開示規制に沿った開示が予定されており、取引条件の妥当性等及び本株式交換を通じて、買収後の企業グループとしての価値（対価株式の価値）が中長期的に向上するかといった観点からの判断のために必要とされる情報が提供されているといえる。また、本株式交換に反対又は本株式交換比率に反対である貴社の株主には、会社法上の株式買取請求権（及びそれに基づく価格決定の申立てを行う権利）が認められているため、強圧性を排除するための対応が行われていると認められる。
- 本株式交換においては、いわゆる積極的なマーケット・チェックは行われていないが、間接的なマーケット・チェックが機能しており、マーケット・チェックの観点からも公正性に疑義を生じさせる点は認められない。
- 本株式交換においては、いわゆるマジョリティ・オブ・マイノリティ条件は設定されていないものの、HEROZ が既に貴社株式 1,934,000 株（所有割合：42.8%）を所有していることやその他の各公正性担保措置の内容等に鑑みれば、本株式交換においては、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ことのみをもって、本株式交換における手続の公正性を損なうものではないと考えられる。

以上を総合的に考慮すると、貴社において、本株式交換の公正性を担保するために必要な合理的な措置を講じているといえ、本株式交換に係る手続の公正性は確保されていると認められる。

5. 本株式交換は貴社の一般株主にとって公正であるか（諮問事項の 4.関係）

諮問事項 4.は、本株式交換が貴社の一般株主にとって公正であるか否かを問うものである。

当委員会としては、諮問事項 1.から 3.までで検討を要請されている事項が、諮問事項 4.を検討する際の考慮要素になるものと考ええる。

そして、当委員会の審議の結果、諮問事項 1.から 3.までについて、いずれも問題があるとは考えられないことは、本答申書で詳細に述べてきたとおりである。

以上から、当委員会は、諮問事項 4.について、本株式交換は貴社の一般株主にとって公正であると認められる旨の意見を答申する。

以 上