



2026年 8 月31日

各位

会 社 名 株式会社ツインバード  
代 表 者 名 代表取締役社長 野水 重明  
(東証スタンダード市場・コード番号6897)  
問 合 せ 先 取締役企画管理本部本部長 渡邊桂三  
(TEL. 0256 (92) 6111)

### 株式会社ジャパネットホールディングスによる当社株式に対する 公開買付けの開始予定に関する反対の意見表明のお知らせ

当社は、株式会社ジャパネットホールディングス（以下「ジャパネット」といいます。）が2026年6月19日付「株式会社ツインバード（証券コード：6897）に対する公開買付けの開始予定に関するお知らせ」（以下「ジャパネットプレスリリース」といいます。）で公表した、当社をジャパネットの完全子会社とすることを目的とする一連の取引（以下「本取引」といいます。）の一環としての、ジャパネットによる当社の普通株式（以下「当社株式」といいます。）に対する公開買付け（以下「本公開買付け」といいます。）の開始予定に関して、本日開催の取締役会において、取締役全員の一致により、本公開買付けに対して反対の意見（賛同しない旨の意見）を表明することを決議いたしましたので、以下のとおり、お知らせいたします。

#### 1. 当社の意見の内容

当社は、本日開催の取締役会において、本公開買付けに対して反対の意見（賛同しない旨の意見）を表明することを決議いたしました。

#### 2. 本公開買付けの概要

ジャパネットプレスリリースによれば、本公開買付けの概要は以下のとおりです。また、(i)当社が本公開買付けに賛同しない旨の意見表明を行った場合、又は(ii)当社が本公開買付けに対する何らの意見表明を行うことなく2026年10月30日が経過した場合には、ジャパネットは、本取引に係る提案を取り下げ、本公開買付けを実施しないとのことです。

- |               |                         |
|---------------|-------------------------|
| ① 公開買付者：      | ジャパネット                  |
| ② 買付け等の対象：    | 当社株式                    |
| ③ 本公開買付価格：    | 当社株式1株当たり800円           |
| ④ 買付予定株式数の上限： | 設定なし                    |
| ⑤ 買付予定株式数の下限： | 7,270,800株              |
| ⑥ 公開買付開始時期：   | 2026年10月下旬を目途に開始することを想定 |
| ⑦ 買付け等の期間：    | 30営業日                   |
| ⑧ 公開買付代理人：    | みずほ証券株式会社               |

#### 3. 本取引の検討体制・検討の経緯

##### (1) 2026年5月11日までの経緯

当社は、2026年2月上旬、当社の取引先であるジャパネットとの間で、通常の商取引に係る協議の一環として面談を行いました。当該面談においては、事業上の協業の可能性に関しても意見交換がなされたところ、その中で、当社は、ジャパネットから、当社の完全子会社化の検討の可能性について確認を受けました。これに対し、当社は、ジャパネットの意向に何ら具体性がなかったことに加え、当社の経営環境等にも鑑み、そのような検討を行う状況にはない旨を回答いたしました。

その後も、当社とジャパネットとの間では、通常の商取引に関するやり取りが継続していたところ、その過程で、ジャパネットより同社と当社の間の資本業務提携の検討の可能性についても確認を受けました。しかし、当該確認においても、ジャパネットから特段具体的な内容が示されることはなく、初期的な意向の確認を受けたに過ぎなかったため、同月下旬、改めて、ジャパネットに対して、当社の経営環境等に鑑み、資本業務提携を含めたジャパネットによる当社株式の取得に係る提案について検討する意向はない旨を伝達し、翌3月初旬にも、その旨を重ねて明確に伝達いたしました。これに対し、同月上旬、ジャパネットから当社に対して、別途文書による提案を行う可能性があることが示唆されましたが、その後は特段のやり取りがない状況が続きました。

この点、ジャパネットプレスリリースにおいては、ジャパネットが当社から、ジャパネットによる完全子会社化ではなく3分の1程度の出資にとどめる形での資本業務提携から始めたいとの提案を受けた旨の記載がございますが、当社からジャパネットに対して、そのような提案を行った事実はありません。

## (2) 本取引の提案の受領、当社による外部アドバイザーの選任及び本特別委員会の設置

当社は、2026年5月11日付で、ジャパネットより、本公開買付けを通じて当社株式を非公開化することを提案する法的拘束力を持たない意向表明書（以下「意向表明書」といいます。）を受領いたしました。意向表明書においては、本公開買付けにおける当社株式1株当たりの買付け等の価格（以下「本公開買付け価格」といいます。）を800円とする旨が記載されているなど、従前確認を受けた話と比較して具体的な内容が記載されておりました。

そこで、当社は、意向表明書に記載された本取引の提案については真摯な買収提案に該当する可能性が否定できないと判断し、その検討を進めるために、2026年5月22日付の取締役会決議により、独立したファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関として、株式会社ブルータス・コンサルティング（以下「ブルータス」といいます。）を、独立したリーガル・アドバイザーとして、森・濱田松本法律事務所外国法共同事業（以下「森・濱田松本法律事務所」といいます。）を、それぞれ選任いたしました。

また、当社は、2026年5月27日開催の取締役会決議により、本取引の検討を行うにあたり、当社の企業価値及び株主共同の利益に配慮し、客観的な視点から公正性を担保するためのプロセスをとること等を目的として、株式会社東京証券取引所に独立役員として届け出ている当社の社外取締役である田中通泰、加藤善孝及び大田陸介の3名（そのうち加藤善孝及び大田陸介の2名は監査等委員である社外取締役）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。各委員の選定にあつては、独立性に問題がないことを確認した上で、田中通泰は、企業経営者として豊富な経験、知識を、加藤善孝は、公認会計士として財務・会計面で高い専門性を、大田陸介は、弁護士として豊富な経験と高い見識を有していること等を考慮しております。なお、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、本特別委員会の開催回数に応じて報酬を支払うこととしており、本取引の成立等を条件とする成功報酬は採用しておりません。また、当社は、当初から上記の3名を本特別委員会の委員として選任しており、本特別委員会の委員を変更した事実はありません。

当社は、本特別委員会の設置の取締役会決議において、本特別委員会に対して、本取引の提案について、これが真摯な買収提案であるか否か、及び、仮に真摯な買収提案である場合にはこれに対する当社の意見の在り方を含めて検討し、当社取締役会に答申を行うこと（以下「本諮問事項」と総称します。）を諮問いたしました。なお、当社は、上記諮問に際し、本諮問事項の検討に際しては、必要に応じて、①当社の企業価値の向上に資するか否かの観点から、本取引の是非について検討・判断するとともに、②当社の一般株主の利益を図る観点から、取引条件の公正性及び手続の公正性について検討・判断すること、また、仮に、当社から本取引を実施しない場合の企業価値向上策が提示された場合、又は当社が第三者から本取引以外の代替的な取引（上記の企業価値向上策と併せて、以下「代替的選択肢」といいます。）に関する提案を受領した場合には、本取引及び代替的選択肢について、当社の企業価値・株主共同の利益の観点から比較検討を行い、いずれが望ましいかについても検討・判断することも併せて決議いたしました。

また、当社取締役会は、本特別委員会の設置に際して、特別委員会の判断内容を最大限尊重して本取引又は代替的選択肢に関する意思決定を行うこととすることを決議しております。

さらに、当社取締役会は、本特別委員会に対して、(a) 関係者との面談、協議及び交渉を行う権限、

(b)必要に応じて当社の費用負担で自らの財務、法務若しくはその他の専門的事項に関するアドバイザー又は第三者算定機関（以下「アドバイザー等」といいます。）を選任する（あるいは、その裁量により当社のアドバイザー等の起用を承認し、当社のアドバイザー等に対して専門的助言を求める）権限、(c)必要な情報収集等を行う権限、(d)その他特別委員会が必要と認める事項等についての権限を付与することを決議いたしました。

その後、2026年6月19日にジャパネットにより当社との合意なくジャパネットプレスリリースが公表されたことを受け、当社は、株主や投資家を含む様々なステークホルダーの目線を踏まえた検討を加速させ、また、各ステークホルダーとの対話等に対応するため、あらかじめ本特別委員会による独立性及び専門性等の確認を受けた上で、2026年6月26日開催の取締役会決議により、株式会社 QuestHub アドバイザリー（以下「QuestHub アドバイザリー」といいます。）を選任いたしました。

### （３）当社におけるジャパネットとの協議等

当社は、本特別委員会の指示に従い、ブルータス及び森・濱田松本法律事務所並びに必要に応じてQuestHubアドバイザーから助言を受けながら、本取引の是非について慎重に検討を行うとともに、ジャパネットとの間で協議・交渉を行いました。

具体的には、当社は、本特別委員会の実質的な関与の下で、意向表明書及びジャパネットプレスリリースの内容について慎重に検討を行った上で、ジャパネットに対し、当社の現状と課題等、本取引の効果・影響等、本取引のストラクチャー等及び本取引後の経営方針等に関して書面による質問を行い、ジャパネットから書面による回答を受けました。また、意向表明書及びジャパネットプレスリリースの内容並びに上記回答内容を踏まえ、本特別委員会において独自に検討を行った上で、ジャパネットに対し、本取引によって創出されるシナジー等その他の影響及び本取引後の経営方針等に関して書面による質問を行い、ジャパネットから書面による回答を受けました。その後、当該回答内容を踏まえ、本特別委員会においてさらに検討を進めた上で、ジャパネットに対し、本取引後の施策及びそれによって創出されるシナジー等に関して書面による質問を行い、ジャパネットから書面による回答を受けました。当社による質問事項は全て本特別委員会の承認を得て作成されており、ジャパネットからの回答についても全て直ちに本特別委員会に共有し、本特別委員会主導で検討を進めてまいりました。

なお、その間、当社は、ジャパネットからも当社の事業及び人事労務等に関して書面による質問を複数回受けたため、ジャパネットに対して書面による回答を随時行いました。当社は、当該回答に関しても、本特別委員会の確認を得た上で行っております。

また、当社は、上記回答内容も踏まえ、2026年8月20日に、ジャパネットと対面での面談を実施し、ジャパネットから、本取引の意義・目的、本取引後の経営方針及び本取引によって創出されるとされるシナジー等について説明を受けるとともに、これらに関する質疑応答を行いました。

### （４）本特別委員会における検討

本特別委員会は、2026年6月3日から2026年8月31日までの間、合計18回の委員会を開催し、本諮問事項に関する審議を行ったほか、各会日間においても電子メール等を通じて報告・情報共有等を行うなどして、本諮問事項について慎重に協議及び検討を行いました。

具体的には、まず、本特別委員会は、独立性及び専門性等に問題がないことを確認した上で、当社において、当社のファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関としてブルータスを、当社のリーガル・アドバイザーとして森・濱田松本法律事務所を選任することを承認しました。また、本特別委員会は、独立性及び専門性等に問題がないことを確認した上で、当社のアドバイザーとしてQuestHubアドバイザーを選任することを承認しました。その上で、本特別委員会としても、上記のとおり独立性及び専門性等を確認した上で、これらのアドバイザーに対して専門的助言を求めることができることを確認し、実際に各アドバイザーに対して指示を行い、また助言を求めました。

また、本特別委員会は、本取引に関する当社の社内検討体制についても、本取引の検討プロセスの公正性担保の観点から随時確認し、適宜指示を行うなどしてモニタリングいたしました。

その上で、本特別委員会は、本取引の提案について、真摯な買収提案に当たり得ることを前提に、当社の企業価値ひいては株主共同の利益を確保し、向上させるかという観点から検討を行いました。また、本特別委員会は、その過程において、(a) 当社から、当社の事業環境、当社の経営状況・課題、本取引の効果・影響等について説明を受けるとともに、(b) ジャパネットに対する書面による

質疑応答、対面によるヒアリング等を通じて、ジャパネットから、本取引の意義・目的、本取引後の当社の事業運営方針、ジャパネットの資力その他の財務状態、過去にジャパネットが実施したM&Aの状況、ジャパネットが想定する企業価値向上策の実現可能性・実現時期等について説明を受けました。

また、当社においては、2026年2月期をもって前中期経営計画の対象期間が終了することに伴い、通常の事業活動の一環として次期中期経営計画（以下「本中期経営計画」といいます。）の策定を進めており、2026年3月24日開催のガバナンス委員会（取締役会の諮問機関）においても暫定案の報告がなされ、詳細の検討が継続していたところ、本特別委員会は、本取引を評価するにあたり、当社の企業価値向上策を含む本中期経営計画の内容等が重要であることに鑑み、その策定プロセスにも関与するとともに、内容の合理性について検証を行いました。なお、本特別委員会は、当社が2026年2月期決算において2期連続の最終赤字（純損失約12億1,800万円）に陥ったことも踏まえ、当社事業の再建・成長可能性も含めて、ブルータスの財務的見地からの助言を得ながら、本中期経営計画の信頼性及び合理性について慎重に検証を行っております。

さらに、本特別委員会は、ジャパネットプレスリリースの公表後、量販店を含む取引先から、通常の商取引の過程で本取引に関して示された意見の内容を確認しました（この点、本特別委員会は、必要に応じて、具体的な商談録やメールの記載等についても確認しております。）。また、本特別委員会は、本取引に関する評価等を聴取するため、当社の企画・開発部門、営業部門、サプライチェーン部門等の従業員計5名に対してもインタビューを実施しました。その際には、対象となる従業員が委縮することなく真意に基づき意見を述べることができるよう、当社経営陣及びアドバイザーの参加は認めておりません。

大要以上の検討を経て、本特別委員会が行った答申の概要は、下記「4. 本特別委員会からの答申の概要」のとおりです。

#### 4. 本特別委員会からの答申の概要

##### （1）答申内容

本取引の提案は真摯な買収提案に該当する可能性があるが、いずれにしても、当社取締役会は本取引を実施するべきではなく、かつ、本公開買付けについて賛同するべきでないと思料する。本特別委員会としては、本取引ではなく、本中期経営計画を推進することが妥当であると思料する。

##### （2）答申理由（概要）

本特別委員会による答申の理由の概要は以下のとおりです。なお、各項目の詳細については、必要に応じて、下記「5. 本公開買付けに対する当社の意見」も併せてご参照ください。

① 以下の諸点を踏まえると、本取引について、当社事業に対して定量的に見ても重大なディスシナジーが生じ得る具体的な懸念が存在する一方で、当社事業におけるシナジーに関しては、その実現可能性や効果の具体的な見通しが立たず、定量的効果を可視化することも困難であり、かかる状況に鑑みれば、本取引について、企業価値向上に資すると認めることは難しいものと思料する。

- 本特別委員会は、ジャパネットが提案する本取引によっていかなる企業価値向上効果が生じるか、ジャパネットが主張する本取引のシナジーに加え、本取引に伴い生じ得るディスシナジーも併せて、両方の側面から検討を行った。その過程では、ジャパネットに対して、本取引後の当社の経営方針のみならず、ジャパネットの資力その他の財務状態、過去にジャパネットが実施したM&Aの状況（トラックレコード）等についても質問を行い、回答や情報提供を受けて確認を行った。
- その結果、本特別委員会は、本取引により無視できない重大なディスシナジーが生じる具体的な懸念がある一方で（下記(A)）、当社事業におけるシナジーについては、その実現可能性や効果の具体的な見通しが立たず、定量的効果を可視化することも困難であるとの判断に至った（下記(B)）。

(A) 重大なディスシナジーが生じ得る具体的な懸念が存在すること

(a) 量販店や顧客が離反するリスク

- ジャパネットによる本公開買付けの予定に係る公表後、現時点でも既に複数の量販店から、仮にジャパネットにより当社が子会社化された場合、当社との取引を停止又は縮小することを示唆する具体的な意見が示されている状況にある。その中で、本取引が実行され、当社が実際にジャパネットの傘下となった場合には、当社と量販店との間の取引が停止又は縮小する可能性は否定できない。そして、量販チャネルの売上高は、現在、当社の売上高の約3割を占めており、この影響は無視できないものである。

(注) 取引先の量販店から寄せられている懸念の具体的な内容については、下記5. (1)

①(A)「資本関係の変化により生じ得る事業構造上のリスク」もご参照ください。

- ジャパネットからは、当社及び本特別委員会の質問に対し、ジャパネットグループ内における情報管理体制の整備等によって対処する旨の説明がなされているが、量販店の本質的な懸念は、形式的な情報管理にとどまらず、ジャパネットが当社を買収し、当社がジャパネットの子会社となる結果、量販店から見れば競合に当たるジャパネットの利益を優先して経営がなされることにもあるというべきであり、ジャパネットの説明を前提としても、量販店からの納得が得られ、その離反リスクを有意に低減できる蓋然性は高くはないと考えられる。
- また、量販店は、単に製品を販売するためのチャネルにとどまらず、消費者が当社製品に接する機会を確保し、EC、ギフトその他のチャネルにおける認知度及び購買判断にも波及する重要な場であると考えられる。そのため、本取引の実行により量販店との間の取引が停止又は縮小した場合には、他チャネルにおける販売への波及的影響も含めて、当社の事業全体に関する懸念が生じることには十分な理由があるといえる。
- ジャパネットのメディア展開力等による販売拡大等の可能性は否定しないものの、そのために当社を非公開化してジャパネットの子会社とする必然性は乏しく、むしろ当社の高付加価値ブランドの希薄化及び従来顧客の離反リスクがあると考えられる。
- 以上を踏まえると、本特別委員会としては、ジャパネットからの説明を踏まえても、本取引により当社が非公開化され、ジャパネットの子会社となることにより、量販店等の顧客の離反が生じるリスクは現実存在し、かつその影響は定量的にも大きく、将来のキャッシュ・フローに与える影響は無視できないものと思料する。

(b) 当社の成長領域であるB2B事業等が停滞するリスク

- 当社は、生活者向けのB2C事業と業務用向けのB2B事業を行っているところ、高付加価値製品への集中及び収益性の高いB2B領域へのシフトを重要な成長戦略と位置付けており、後述する本中期経営計画においても、売上総利益率が相対的に高い、当社の独自技術であるFPSC（フリー・ピストン・スターリング・クーラー）を活用したFPSC事業やソリューション事業等の高収益なB2B領域へ経営資源を集中させる事業ポートフォリオの変革を計画している。

(注) 当社におけるB2B領域の取組みやFPSC事業の詳細については、下記5. (1) ①

(B) (b)「成長領域であるB2B事業等が停滞するリスク」もご参照ください。

- ジャパネットが、当社のB2B・高付加価値戦略を評価し、B2B事業及びB2C事業の双方に対してグループ全体で投資する方針を示していることは、本特別委員会としても一定の評価をすることができる。他方で、ジャパネットは、B2B事業とB2C事業の経営資源を独立して切り離す考えはないと説明しており、当社及び本特別委員会の質問を受けても、B2B事業のための専任人員、専用設備、予算、意思決定体制及び開発スケジュールをどのように確保するかについて、具体的な計画を示していない。
- また、当社及び本特別委員会は、ジャパネットに対し、B2C事業の拡大への対応のために行う設備投資の内容、金額及び実施時期についても質問したが、本取引成立後に必要に応じて判断するとの説明にとどまっている。ジャパネットが構想するように、B2C事業において年間30万台から50万台規模のPB製品（プライベートブランド製品）を複数展開するためには、当社の現状の開発・製造体制を大幅に上回る経営資源が必要となる。仮にジャパネットによる資金提供及び採用支援が予定されているとしても、新たな設備及び人員がいつ確保できるかは明らかではなく、それまでの間、当社の既存の開発・製造リ

ソースがジャパネットのためのB2C向け製品に優先的に配分される可能性は否定できない。

(注) ジャパネットによるPB製品の共同開発の構想については、下記5.(1)②(A)(b)「共同商品開発によるジャパネットのPB製品の販売拡大(中長期的施策)」もご参照ください。

- 以上を踏まえると、本特別委員会としては、ジャパネットからの説明を踏まえても、本取引の実行後、当社の成長領域であるB2B事業等が停滞し、当社が本中期経営計画において企図する収益力の強化が達成されないリスクは、払拭されていないと思料する。

(c) 役職員の離反等に係るリスク

- 当社は、「多品種小ロット・高付加価値」の製品開発及び製造を特徴としており、企画・開発部門の従業員をはじめとする各担当者が、比較的若い段階から、自らの裁量と責任の下で商品の企画、設計、開発及び市場投入まで一貫して関与することができる点に魅力があり、これが役職員の勤務意欲等に大きく寄与していると認識している。
- これに対し、ジャパネットは、ビジネスモデルの変革に伴う先行投資及び短期的な収益悪化をグループ全体で負担するとともに、人材採用及び段階的な移行を支援する方針を示しており、そのような方針自体は、一定の合理性もあり得る。また、ジャパネットからは、当社の企業文化を尊重し、従業員の雇用及び処遇に配慮するとの説明もなされており、役職員の離反リスクを抑制する取組みがなされる可能性もある。
- もっとも、この点に関する当社の懸念は、雇用又は給与等の処遇が維持されるか否かに限られるものではなく、当社が長年培ってきた「多品種小ロット・高付加価値」のもののづくり、商品企画・開発の進め方及び各担当者に与えられてきた裁量などの企業文化が変容することによって、当社で働くことの意義及び魅力が損なわれ、当社の企業価値の源泉である企画・開発人材を中心とする役職員が離反する可能性がある点が本質的な懸念である。ジャパネットは、少数の製品を大量販売することを前提に、各商品の販売状況等を踏まえて生産数量や販売方法を決定していく事業運営スタイルである旨説明しているが、このスタイルが、当社の各部門の従業員の働き方に与える影響は大きいものと想定される。
- 役職員の離反リスクの観点では、当社が非公開化されること自体にも懸念はある。当社が上場会社であることは、単に資本市場からの資金調達手段を有するという点にとどまらず、社会的信用、知名度、経営の透明性、人材採用における競争力及び従業員の定着に一定程度寄与していると考えられる。とりわけ、当社は燕三条地域に根差した上場企業として、地域社会や取引先との信頼関係を築いており、役職員にとっても、当社が燕三条地域の独立した上場会社であることが、当社で勤務する意義や誇りの一部を構成している可能性がある。そのため、当社が非公開化され、ジャパネットの完全子会社となる場合には、当社で働くことの意義、誇り及び将来のキャリア形成に対する役職員の受け止め方にも大きな影響が生じ得る。
- 本特別委員会は、当社従業員に対するインタビューも実施して、直接従業員の声を聴いたところ、今後の当社の変革に際してジャパネットに限らず第三者の知見や支援を得ることについては一部肯定的な意見も見られたものの、本取引による従業員の離反リスクについてはインタビュー対象者の多くが当社経営陣と同様の見解を示すところであった。
- 以上を踏まえると、本特別委員会としては、当社がジャパネットの完全子会社となり、当社の企業文化や事業運営の在り方が大きく変容する場合には、企画・開発の中核人材を中心として一定の離反が生じる可能性を否定できず、その場合には、当社の経営の安定性を低下させ、将来の収益及びキャッシュ・フローの金額、発生時期及び継続性に関する不確実性を高めることについては否定し難いものと思料する。

(d) 地域におけるサプライチェーン等の毀損のリスク

- 当社は、燕三条地域及びその近隣地域における協力会社、人材、地域団体その他の関係者との長年にわたる信頼関係に支えられて事業を営んでおり、とりわけ同地域におけるサプライチェーンは、単なる調達・製造の仕組みにとどまらず、地域の雇用、協力会社の売上及び従業員の生活基盤とも密接に結び付いている。当社がジャパネットの完全子会社となり、従来の企画・開発段階から地域の協力会社とも協議して製品を生産する仕組みが大きく変更される場合には、当社のみならず、地域の協力会社及びそこで働く従

業員の雇用・生活にも影響が及び得るものである。

- これに対し、ジャパネットは、当社の燕三条地域に根差したもののづくりの歴史とネットワーク、ブランド価値及び企業文化を当社の重要な強みとして認識し、これを尊重する旨説明し、また、ジャパネットのメディア展開力及び顧客基盤を活用して燕三条発の製品やもののづくりの価値を全国に発信する方針を示しているなど、地域ステークホルダーとの関係への配慮も見せてはいる。
- もっとも、ジャパネットは、本取引の実行後、同社が企図する企画・開発体制の変更や販売拡大を行う際にも、製造地については燕三条地域を最優先とする旨説明しつつ、具体的な調達等の計画については、今後、当社との協議を踏まえて決定すると留保しており、燕三条地域における製造量、製造品目、投資規模又は継続期間について、具体的なコミットメントが示されているものではない。
- また、ジャパネットは、本特別委員会との面談においても、本取引後は、販売状況等を踏まえて生産数量や仕様等を柔軟に変更していくジャパネットの事業運営スタイルに移行することを前提に、当社の製品企画・開発の仕組みについても大きな変化が生じることを示唆している。このような企画・開発手法の変更が行われる場合、当社が培ってきた、企画・開発段階から協議を行い、地域におけるサプライチェーン全体で一体となって製品の生産を行う仕組みを維持することは困難となると予想されるところであり、当社の懸念は首肯し得るものである。
- 加えて、当社が燕三条地域に根差した上場企業であることは、地域社会、取引先及び人材採用・定着における信用の基盤の一部を構成していると考えられ、非公開化により、当社株式の上場が廃止される場合には、協力会社や地域社会との関係、人材採用・定着、ひいては地域サプライチェーンの維持にも影響を及ぼす可能性も否定できない。
- 以上を踏まえると、本特別委員会としては、ジャパネットの説明を踏まえても、本取引により、当社が従来培ってきた燕三条及びその近隣地域のサプライチェーン全体の利益実現を前提とする生産体制に悪影響が生じるとともに、当社を含め、地域における取引先やそれらの従業員の利益を害する懸念は現実のものであると考える。このような形で、当社が燕三条及びその近隣地域で築いてきたサプライチェーン等の毀損が生じる場合、当社の企画・開発・生産体制や、そのために必要な地域における連携に影響を及ぼす可能性は否定し難いものと思料する。

(B) シナジーの実現可能性や効果の見通しが立たないこと

(a) チャネルミックスや共同商品開発による販売拡大

(ア) チャネルミックスによる当社製品の販売拡大（短期的施策）

- 本特別委員会としても、ジャパネットが有する販売チャネル及び顧客基盤を活用することにより、当社単独では接点を有していなかった顧客層への販売機会が拡大する可能性は否定されないと考える。また、ジャパネットは、当社及び本特別委員会からのシナジーの定量化の要請等を踏まえ、当社が本公開買付けに賛同し、本公開買付けが成立することを条件として、合計約30億円の商品（コーヒーマーカー及び電子レンジ等）を発注する旨を示している。
- もっとも、当社及び本特別委員会の要請にもかかわらず、当該発注に関して具体的な取引条件は明らかにされていない。また、当該発注が一時的な発注にとどまらず、その後の継続的な発注及び販売につながることを裏付ける具体的な販売計画や需要予測についても示されていない。したがって、本項目のシナジーについて、その定量的効果を可視化することはできない状況にある。ジャパネット自身も、現時点で詳細な販売計画を作成しているわけではなく、今後「走りながら」販売方法を作り込んでいく方針である旨説明しており、現時点で具体的な計画等はないことを認めている。
- また、ジャパネット及び当社の間の近年の取引実績は多くとも年間2,000万円程度であり、さらに直近は取引実績がない状況にあり、その点を考慮すればなおさら、本取引の実行後に、当社製品の販売が急拡大する理由は見いだせない。上記コーヒーマーカー及び電子レンジはいずれも既存の当社製品であるところ、上記発注提案に関して当社が本公開買付けに賛同することを条件とする理由も不明である。

- 以上を踏まえると、本特別委員会としては、本項目のシナジーの実現可能性や効果は具体的な見通しが立たず、定量的効果を可視化することも困難であると言わざるを得ないと思料する。

(イ) 共同商品開発によるジャパネットのPB製品の販売拡大（中長期的施策）

- ジャパネットプレスリリースからは明らかではないが、ジャパネットとの質疑応答の過程で、当社及び本特別委員会からの販売拡大策の具体化の質問に対し、ジャパネットから、中長期的には、上記（ア）のチャンネルミックスにとどまらず、ジャパネットと当社の共同で、ジャパネットのPB製品（プライベートブランド製品）を開発し、販売拡大を企図する意向であるとの説明がなされた。
- 本特別委員会としても、ジャパネットが有する顧客基盤・顧客の意見と当社の技術力を掛け合わせることによる、PB製品の開発及び当該製品の販売拡大の可能性自体を否定するものではない。
- もっとも、本特別委員会は、ジャパネットに対して、目標仕様、想定数量、価格、コスト、必要設備及び工程表等、製造可能性及び採算性等について確認したものの、これらは具体的に示されないままである。ジャパネットが当社の生産能力及び原価情報を必要としていることは理解できるものの、ジャパネット側から各種の条件や前提が示されなければ、当社としても合理的な見積り又は実現可能性の検証を行うことはできないと考えられる。
- この点、ジャパネットからは、本特別委員会からの定量化や具体化の要請を受け、布団乾燥機、トースター及び体組成計のPB製品化が提示されたが、かかる提案においても製品仕様書が提示されておらず、当社において技術的な実現可能性及びコスト面での採算性を検証することはできないと考えられ、また、提示された販売数量及び売上高についても、具体的な検証が行われているとは認め難い。
- また、当社の開発・製造体制をジャパネットが想定する規模に対応させるためには、相応の資金、人材及び設備投資が必要となる可能性があるところ、ジャパネットグループの直近のEBITDAを基準に考えれば十分なキャッシュ創出力があり、金融機関からの借入余力も有している旨の説明を受けたものの、ジャパネットは中期経営計画又は定量的な数値目標を策定しておらず、当該収益水準が今後も継続するか必ずしも明らかでないことを踏まえると、当社の開発・製造体制の強化に必要な資金、人材及び設備投資を、どの程度の規模、時期及び期間で実行できるかも示されないままである。
- 以上を踏まえると、本特別委員会としては、本項目のシナジーの実現可能性や効果を具体的かつ客観的に検証することは困難であると考ええる。

(b) 既存事業の製造移管

- ジャパネットプレスリリースからは明らかではないが、ジャパネットの説明によれば、具体的に想定しているのはウォーターサーバーの製造移管であり、本格的な移管後には年間約5万台、年間売上高にして約15億円の事業規模を見込んでいるとのことである。また、ジャパネットからは、ウォーターサーバーの製造移管について、当社の技術力を活用しつつ、必要に応じてジャパネットにおいて資金、人員及び設備へ投資する方針が示されている。
- もっとも、当社及び本特別委員会からジャパネットに対して、具体的な製品、現物又はサンプル、目標仕様及び品質基準、想定数量、目標とする調達価格又は卸売価格、納期並びに販売計画を示すよう要請したものの、ジャパネットによれば、本取引実行後に、実機を基礎として再設計することを想定しているとのことである。そのため、現時点では、移管製品の製造可能性を具体的に検証することは困難であると言わざるを得ない。
- 以上を踏まえると、本特別委員会としては、本項目のシナジーの実現可能性や効果は不透明であると言わざるを得ないと思料する。

(c) ブランド力の向上及び商品開発力の強化

- ジャパネットの発信力、顧客基盤及び顧客データ等の活用により一定の効果が生じる可能性は否定しないものの、これらによって当社のブランド価値及び商品開発力が全体としてどの程度向上するかは明らかではなく、具体的な対象商品、売上高又は利益への効果等も示されていない。



- 以上を踏まえると、本特別委員会としては、本項目のシナジーについて一定の可能性は認められるものの、その効果は現時点では不透明であると思料する。
- (d) 物流センター・コールセンターの統合及び業務効率化
  - ジャパネットの物流センター及びコールセンターを活用することにより、一定の業務効率化又は負担軽減が生じる可能性は否定しないものの、統合に伴う業務分担、必要費用、実施時期及び費用削減効果等は明らかにされておらず、本特別委員会としては、本項目のシナジーによる効果を現時点で客観的に検証することは困難であると思料する。
- (e) 上場維持コスト及びバックオフィス業務負荷の低減
  - 一般に、非上場化により上場関連費用の削減やバックオフィス業務負荷の軽減等の効果が生じ得ることは否定されない。また、経営判断の迅速化に関しても、非上場化により当然に実現されるものではないが、その後のガバナンス体制や意思決定方法次第で実現され得るものであることは否定しない。
  - もっとも、非上場化によるコスト削減等の効果は限定的であり、上場を維持することには人材獲得や資金調達における利点もあることにも鑑みれば、当然にデメリットを上回るメリットがあるとまではいえない。経営判断の迅速化に関しても、当社においては、上場会社としてのガバナンス体制により、牽制効果が働き、経営判断の適正性や合理性が維持されていると認識しており、当社にとって一概にどちらが優れているとはいえない。
  - 以上を踏まえると、本特別委員会としては、本項目に関して一定のコスト削減効果等が生じ得ることは認めるものの、全体として企業価値向上に資するといえる材料はないものとする。
- (f) B2B・B2Cの役割分担及び経営基盤の強化
  - ジャパネットの資金力の活用により一定の効果が生じる可能性は否定しないものの、上記のとおり、B2C事業の拡大により当社の限られた開発・製造リソースが同事業に優先的に配分され、B2B事業等が停滞するリスクは払拭されておらず、また、設備投資についても具体的な内容、金額及び時期は確定していない。さらに、上記のとおり、ジャパネットの資金力を活用した、当社の設備投資及び人材投資等について、現時点で具体的かつ客観的に検証することが困難であると考えられる。
  - 以上を踏まえると、本特別委員会としては、本項目のシナジーが生じる可能性を否定しないものの、上記で述べたディスシナジーを考慮した場合、当社の企業価値の向上に資すると認めるべき材料がないと思料する。

- ② 以下の諸点を踏まえると、本取引を実施せず、本中期経営計画の下で当社の事業運営を行うことは当社の企業価値向上に資するものと思料する。
- 上記①に示した本取引によるシナジー及びディスシナジーの分析結果に鑑みれば、本取引は当社の企業価値向上に資するとは認め難く、少なくともその裏付けを欠いていると評価するが、他方で、本取引を実施しない場合に当社が実施する予定の本中期経営計画により当社の企業価値向上が実現されるのかも慎重に検討する必要がある。
  - 本中期経営計画に関しては、プルータスから受けた財務的見地からの助言も踏まえつつ、その内容、重要な前提条件及び策定プロセス等について当社から説明を受け、質疑応答を行い、その他実現可能性等の観点からも検証を行ったところ、その策定プロセス及び内容に不合理な点は見当たらない。本特別委員会としては、本中期経営計画における企業価値向上策は、当社を取り巻く経営環境等に照らして合理的であると判断している。
  - また、本特別委員会は、本中期経営計画に盛り込まれた、事業成長に伴うキャッシュを積極的な株主還元に充当する資本政策についても、資本市場との対話を踏まえた企業価値向上に資する合理的な内容であると思料する。
  - また、本特別委員会は、本中期経営計画を前提としたプルータスによる株式価値算定結果（DCF分析）等についても確認したところ、定量的な観点から見ても、当社が本中期経営計画を着実に実行し、進捗させていくことにより、中長期的には、当社の企業価値向上を実現し、もって株主共同の利益にも資する結果を導くことができる可能性は十分に認められるものと判断している。

- 以上を踏まえると、本取引を実施しない場合における当社の企業価値向上策である本中期経営計画には、その実現可能性を含めて不合理な点は見当たらず、当社を取り巻く経営環境等に照らして合理的であると判断している。また、当該計画を前提とした株式価値算定結果も踏まえると、定量的な観点から見ても、当社が本中期経営計画を着実に実行することにより、中長期的に企業価値及び株主共同の利益を向上させる可能性は十分にあるものと認められる。

③ 以下の諸点を踏まえると、本公開買付価格が提案されている事実を踏まえても、本取引を実施しないとの判断は当社の企業価値向上及び株主共同の利益の観点から不合理ではないものと思料する。

- 本公開買付価格は、当社株式1株当たり800円であり、本公開買付けは当社の株主に対して同価格での株式売却の機会を提供するものとなり得るともいえる。また、上記①のとおり本取引によるシナジー及びディスシナジーの観点からは本取引の企業価値向上効果を見出し難いとしても、ジャパネットが本公開買付価格を提案している事実は、ジャパネットが本取引による企業価値向上効果を導く自信を有していることを示している可能性があり、本取引が当社の企業価値向上に資する可能性を示唆する一つの事情であると評価し得る。
- もっとも、本特別委員会は、買収価格は、企業価値向上の有無を判断するに当たって考慮すべき事情の一つではあるものの、そのみで本取引が当社の企業価値向上に資するか否かの結論が左右されるものではないと理解している。一般に、買収者が高い買収価格を提示している場合であっても、例えば、買収後に従業員・取引先その他のステークホルダーの利益を不当に減らして株主の利益を増やす場合や、買収者が買収後の対象会社の企業価値又はその向上能力を過大評価している場合には、買収後の対象会社の企業価値と買収価格が見合わない場合があり得る。
- 本特別委員会においても、本取引に関して、これらのステークホルダーの利益の不当な侵害や、企業価値向上効果に対する過度の自信等によって本公開買付価格が提案されているものと断定するまでの材料を得ているわけでない。
- しかしながら、本取引によるシナジー及びディスシナジーの分析結果が上記①のとおりである中で、当社の従業員や地域のサプライチェーンを構成する当社の取引先の利益への配慮は必ずしも十分ではないと見受けられるとともに、ジャパネットの主張するシナジーの多くについて、具体的な計画や裏付けも示されず、詳細は「走りながら」考えていく予定であるとの説明がなされたことにも鑑みれば、本公開買付価格が当社の企業価値向上効果自体には基づかない他の要因も織り込み提案されている可能性は否定できないものと思料する。
- したがって、本特別委員会は、本公開買付価格が提案されている事実を踏まえても、本取引を実施しないとの判断は当社の企業価値向上及び株主共同の利益の観点から不合理ではないと思料する。
- なお、当社及び本特別委員会は、ジャパネットから、当社及び本特別委員会によるジャパネットに対するインタビューの内容等を含む本取引の検討を踏まえ、本公開買付価格の条件を大幅に引き上げることを検討している旨の書面を受領している。もっとも、当該書面は、引上げ後の具体的な価格等を示すものではなく、価格引上げの検討に必要であるとして、当社及び本特別委員会に対して追加の面談等の機会の提供を求めるものにとどまる。また、当該書面において追加の企業価値向上策として提示された布団乾燥機、トースター及び体組成計のPB製品化は、当社において技術的な実現可能性及びコスト面の採算性を検証することはできないと考えられ、また、提示された販売数量及び売上高についても、具体的な検証が行われているとは認め難いことは上記のとおりである。したがって、当該書面をもって、本公開買付価格が具体的に引き上げられることや、仮に引き上げられるとしても当該価格提案の事実が当社の企業価値向上効果を客観的に反映したものであることが裏付けられたとはいえない。

④ 以下の諸点を踏まえると、本取引を実施しないとの判断は、十分な情報収集及び審議を経た合

理的な検討過程に基づくものであり、当社の企業価値向上及び株主共同の利益への適切な配慮を欠くものではないと思料する。

- 当社において、本取引の公正性を確保することを目的として本特別委員会が設置されているところ、本特別委員会は、独立した立場から一般株主の利益を保護すべく適正な構成とされているといえ、また、当社取締役会が、本特別委員会の判断内容を最大限尊重して意思決定を行う仕組みが担保されており、さらに、本特別委員会が有効に機能するために必要な権限等が付与されているものと考えられる。
- 本特別委員会が当社とジャパネットとの間の本取引に関する検討過程に実質的に関与していたといえる。また、本特別委員会は、当社役職員やアドバイザーに対して指示して様々な情報収集を行い、本取引に係る当社の意見の在り方に関して、長時間にわたり十分な審議を行った。
- 当社は、当社及びジャパネットから独立したファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関としてプルータスを選任し、プルータスから、本取引に係る検討について、財務的見地から必要な助言・意見等を受けている。また、当社は、プルータスから本中期経営計画を基礎とする株式価値の評価についても助言を得ている。
- 当社は、当社及びジャパネットから独立したリーガル・アドバイザーとして森・濱田松本法律事務所を選任し、同事務所から、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いる。
- 当社は、当社及びジャパネットから独立したアドバイザーとしてQuestHubアドバイザーを選任し、QuestHubアドバイザーから、本取引に係る検討について、必要な助言を受けている。
- 当社は、本特別委員会の職務を補助するため、本特別委員会の事務局を設置し、そのメンバーについて、ジャパネット及び本取引の成否からの独立性等を有する当社役職員のみから構成するものとし、かかる取扱いを継続している。
- 本特別委員会は、森・濱田松本法律事務所の助言を踏まえ、当社の検討体制（本取引及び本中期経営計画の検討、交渉及び判断に関与する当社の役職員の範囲及びその職務を含む。）に独立性・公正性の観点から問題がないことについて確認しており、当社は、本取引に係る検討、交渉及び判断を行う体制を適切に構築しているといえる。

#### ⑤ 結論

- 以上の検討を経て、本特別委員会は、上記「４．本特別委員会からの答申の概要」の「（１）答申内容」記載の結論に至ったものである。

#### ５．本公開買付けに対する当社の意見

上記「３．本取引の検討体制・検討の経緯」に記載の経緯のもと、当社は、プルータスによる財務等に関する助言、森・濱田松本法律事務所による法務に関する助言及びQuestHubアドバイザーによる助言等を踏まえつつ、本特別委員会における検討及び本特別委員会から提出を受けた2026年8月31日付答申書の内容を最大限尊重し、当社の企業価値及び株主共同の利益の観点から慎重に検討を行った結果、当社は、以下の理由から、本日開催の取締役会において、本公開買付けに対して反対の意見（賛同しない旨の意見）を表明することを決議いたしました。

#### （１）本取引により生じ得るシナジー及びディスシナジーに鑑み、本取引を実行することは当社の企業価値向上に資すると認められないこと

##### ① 本取引により当社事業に重大なディスシナジーが生じ得ること

当社は、本取引が実行された場合、主として、(A)資本関係の変化により生じ得る事業構造上のリスク及び(B)経営方針の相違により生じ得るリスクが存在し、本取引により当社事業に重大なディスシナジーが生じ得ると判断しております。

##### (A) 資本関係の変化により生じ得る事業構造上のリスク

当社は、本取引を実行した場合に、ジャパネットと直接・間接的な資本関係が強まることで、既存の重要な顧客である量販店との間の取引が停止又は縮小するリスクが存在すると考えております。

当社が取引を行っている主要な量販店は10社に満たないところ、実際に、ジャパネットプレスリリースが公表されて以降、複数の量販店から、「ツインバードとジャパネットが一緒になるのであれば今後、今までどおりの付き合いは難しくなる」、「今までよりも条件や欠品に対しては厳しく言わざるを得なくなる」、「ツインバードとジャパネットが一緒になるのであれば経営判断にはなるが、通常どおりに取引を続けていくのは難しくなると思う」、「ジャパネットに情報（取引条件、販売状況など含め）が流れるようなことがあれば、取引停止という判断になるかもしれない」等の声を受けております。

このような声に表れているとおり、取引先である量販店との取引が停止又は縮小した場合には、当社は、量販チャンネルにおける売上高について、2027年2月期売上高約33.3億円（予想）のうち約23億円を失う可能性があり、また、本中期経営計画の対象期間である5年間では累計で87億円規模の売上高を失う可能性があると思われ、量販店経由での売上高は、売上高全体の3分の1程度を占めており、事業全体への影響も大きいと認識しております。

加えて、家電メーカーである当社にとって、(i)高付加価値ブランドとしての認知度を維持・向上させること、及び(ii)競合他社製品との比較により当社製品が選ばれた理由又は選ばれなかった理由を収集し、製品開発へ反映する機会を確保することという観点から、消費者が当社の製品に実際に触れる場は重要であり、その意味でも量販チャンネルは当社の事業上重要であるため、量販店との間の取引が停止又は縮小することにより、他のチャンネルにおける取引も含めて当社の事業全体に重大な影響を与える可能性があります。

なお、下記「②ジャパネットが主張するシナジーの実現可能性や効果を具体的に基礎づける根拠がないこと」のとおり、ジャパネットと直接・間接的な資本関係が強まることによるディスシナジーを上回るような具体的な実現可能性のあるシナジーを見込むことは困難であると判断しております。

#### (B) 経営方針の相違により生じ得るリスク

当社は、本取引が実行された場合、ジャパネットと当社の経営方針の相違により、(a)既存ユーザー（消費者）の離反のリスク、(b)当社の成長領域であるB2B事業等が停滞するリスク、(c)役職員の離反等に係るリスク、(d)地域におけるサプライチェーン等の毀損のリスクが生じ得ると判断しております。これらのリスクが現実化した場合、各リスクによる影響額を具体的に定量化することは容易ではないものの、当社の収益基盤を毀損し、あるいは将来の収益構造の改善等を困難とする結果、当社の将来の収益及びキャッシュ・フローの不確実性が高まるおそれがあるものと判断しております。

##### (a) 既存ユーザー（消費者）の離反のリスク

当社は、本取引を実行した場合に、当社製品を購入してくださる当社のファンというべき消費者の皆様の離反のリスクが存在すると考えております。ジャパネットにおいては、強力なメディア力を活かし、幅広い層へ分かりやすい機能を持つ製品を大量に販売するビジネスモデルをとっていると思われるところ、このビジネスモデルは、「匠プレミアムシリーズ」をはじめとして、デザインや質感に特有のこだわりを持つ顧客層に向けた高付加価値製品を主力とする当社のビジネスモデルとは、製品の訴求方法やターゲット層が根本的に異なるといえます。そのため、ジャパネットの傘下となることにより、高付加価値ブランドとしての当社の認知度が低下し、当社が従来ターゲットとする消費者が離反する可能性があります。

この影響を定量的に見積もることは容易ではございませんが、上記のような当社製品を支持いただいている消費者の皆様の離反が生じることは、当社の収益基盤が毀損されることを意味しており、当社経営の維持にも影響を及ぼし得るものであり、少なくとも当社の将来キャッシュ・フローに与える悪影響は無視できないものとなると認識しております。

##### (b) 当社の成長領域であるB2B事業等が停滞するリスク

当社は、高付加価値製品への集中及び収益性の高いB2B領域へのシフトを重要な成長戦略と位置付けており、本中期経営計画においても、売上総利益率（以下「粗利率」といいます。）が相対的に高い、当社の独自技術であるFPSC（フリー・ピストン・スターリング・クーラー）（注）を活用したFPSC事業やソリューション事業等の高収益なB2B領域へ経営資源を集中させる事業ポートフォリオ

の変革を計画しております。

具体的には、計画期間を通して60%前後の高い粗利率を見込むFPSC事業の売上高構成割合を、足許（2026年2月期）の5%から本中期経営計画の最終年度である2031年2月期には12%へと引き上げる計画です。これにより、全社として大幅な増収増益による収益成長を見込んでおります。

（注）FPSC（フリー・ピストン・スターリング・クーラー）とは、冷媒にヘリウムガスを用いたスターリング冷凍機をいいます。フロンを使用しない環境性能に加え、精密な温度制御や小型で超低温までの冷却が可能であるという特長を有しており、当社はこれをB2B領域におけるコア技術として位置付けております。

これに対し、ジャパネットは、当社の技術力とジャパネットの販売力を組み合わせることにより、単価2万円程度の商品（ジャパネットPB製品）を開発し、これを年間30万台から50万台規模で販売し、さらに近い将来にはそのようなコアモデルを5ラインナップ以上へ拡充することを構想しているところ、このような構想を実現するためには、大規模な設備投資、生産ラインの新設・増強、多数の人員の採用並びに相当量の企画・開発・品質管理及び生産管理リソースが必要になるものと考えられます。

この点、当社の開発・製造人員及び生産能力には限りがあり、また、新たな人材及び生産設備を短期間で整備することも容易ではございません。このような状況において、ジャパネット向けB2C製品の大規模な開発及び量産対応が優先された場合には、当社の既存の企画・開発人材及び生産設備が当該対応に振り向けられ、当社が成長の柱と位置付けるB2B事業及び高付加価値製品の開発が長期間にわたり遅延し、又は停滞する可能性があります。

また、ジャパネット向け製品の開発及び生産に経営資源が集中した場合には、ギフト流通事業者が消費者から代金を前受けするビジネスの性質上、厳格な商品供給と納期管理が要求されるギフト（カタログ）向け製品その他の既存製品について、生産及び在庫確保の優先度が相対的に低下し、欠品、納期の長期化又は取扱商品の縮小等を通じて、既存販路における売上高が減少する可能性もございます。

以上のとおり、本取引を実行する場合、ジャパネットからの説明を踏まえても、当社の成長領域であるB2B事業等の推進が停滞し、これにより当社が企図する収益力の強化が達成されないリスクが高いものと判断しております。

#### （c）役職員の離反等に係るリスク

当社は、本取引が実行された場合、当社が従来採用してきたビジネスモデル及びこれを前提として形成されてきた企業文化が大きく変容することにより、企画・開発人材を中心とする当社の役職員が離反するリスクが存在すると考えております。

当社は、「多品種小ロット・高付加価値」の製品開発及び製造を特徴としており、企画・開発部門の従業員をはじめとする各担当者が、比較的若い段階から、自らの裁量と責任の下で商品の企画、設計、開発及び市場投入まで一貫して関与することができる点が、当社で勤務することの重要な意義及び魅力の一つとなっていると認識しております。

この点、ジャパネットは、単価2万円程度の商品（ジャパネットPB製品）について年間30万台から50万台規模の販売を目指し、近い将来にはそのようなコアモデルを5ラインナップ以上に拡充することを構想しているところ、この構想を実現するためには、当社の従来の「多品種小ロット・高付加価値」を中心とする事業運営から、限られた特定製品群を大量に開発・生産・販売する事業運営へと、ビジネスモデルを相当程度変革する必要があるものと考えられます。

このような変革が行われた場合、当社の企画・開発部門における業務内容、意思決定の方法及び各担当者に与えられる裁量の範囲が大きく変化し、当社において自ら商品を企画・開発することにやりがいを感じている役職員が、当社で勤務し続ける意義及び魅力を失う可能性があります。その結果、当社の企業価値の重要な源泉である企画・開発人材が離職し、又は新たな人材の採用が困難となるリスクがあります。実際に、当社のものづくりに対する理念は、ジャパネットのものづくりに対する思想及び志向とは異なるとの認識から、本取引に強く反対する旨の意見が当社の複数の従業員から寄せられており、かかる従業員の離反リスクは、単なる抽象的な可能性にとどまるものではないと考えております。

また、このようなビジネスモデルの変革の過渡期においては、大規模な設備投資及び生産体制の再構築に加え、従来業務と新たな大量生産対応を並行して行うことにより、開発・製造現場の業務負荷が増大することが想定されます。ジャパネット自身も、「小ロット多品種」から「大量生産」への移行に伴い、先行投資の負担増及び開発・製造現場の人材負荷の増大等の事業運営上の課題が生じ得ることを認めております。かかる負荷の増大及び短期的な業績悪化が生じた場合、企画・開発部門のみならず、量販店・ギフト向けの営業部門、マーケティング部門、生産・サプライチェーン部門及び管理部門等に所属する役職員のモチベーションが低下し、相当数の役職員が離職する可能性があります。

加えて、当社が上場会社であることは、当社の社会的信用、知名度、経営の透明性に加え、人材採用における競争力や従業員の定着にも寄与していると認識しております。そのため、本取引により当社がジャパネットの完全子会社となり上場廃止となる場合には、当社の役職員が当社で働くことの意義、誇り又は将来のキャリア形成に対する不安が生じる可能性があると考えております。

さらに、ジャパネットによる採用面での支援が行われるとしても、昨今の労働市場において、当社が必要とする高度な企画・開発能力及び当社固有の製品・技術に関する知見を有する人材を短期間で多数採用することは容易ではございません。また、既存の役職員が有する暗黙知、社内外の人的関係及び当社のものでつくりに関する経験は、単純な人員補充によって直ちに代替できるものではないため、中核人材が離職した場合には、当社の製品開発力及び事業運営に長期的な悪影響が生じる可能性があります。

具体的には、上記のような中核人材の離職又はその蓋然性の上昇は、単に採用費及び教育費等の追加的なコストを生じさせるにとどまらず、商品企画及び開発の遅延又は中止、新商品の市場投入頻度の低下、既存製品の改良及び品質管理の停滞、生産及び納期管理の不安定化並びに取引先との関係の弱体化等を通じて、当社の事業運営全般に連鎖的な悪影響を及ぼすおそれがあります。その結果、売上高及び利益率の低下、商品開発期間の長期化、販売機会の逸失並びに採用、教育、外注及び設備投資等に係る追加的な費用負担が生じることにより、本中期経営計画において想定されている収益及びキャッシュ・フローの実現可能性が低下するおそれがあります。また、これらの影響が複数年度にわたって継続する場合には、単年度の業績悪化にとどまらず、商品開発力及び競争力の低下を通じて、当社が将来にわたり安定的に収益を確保する能力そのものが損なわれる可能性があります。このように、役職員の離反リスクは、当社の経営の安定性を低下させ、将来の収益及びキャッシュ・フローの金額、発生時期及び継続性に関する不確実性を高めるものと考えております。

#### (d) 地域におけるサプライチェーン等の毀損のリスク

当社は、燕三条発のものづくり企業として、同地域における地場産業の集積、協力会社、人材、地域団体その他の関係者との長年にわたる信頼関係に支えられて事業を営んでおります。当社製品の背景にある燕三条地域に根差したものづくりの基盤は、単なる販売上の訴求要素にとどまらず、商品開発力、品質への信頼及び人材採用・定着の基盤を構成する重要な要素です。

とりわけ当社は、燕三条地域又はその近隣の新潟県下において、委託先や調達先として約30社の取引先を有しております。その多くは、当社と長年にわたり取引を継続してきた取引先であり、製品の企画や開発の段階から当社との間で協議を行い、相互の信頼関係の下で受発注量を決定するなど、当社製品への深い理解に基づき、当社の生産等の事業活動を支える重要なステークホルダーです。

当社が、ジャパネットの完全子会社となり、ジャパネット向けのPB製品の大量生産・大量販売を志向するビジネスモデルへ転換する場合には、製品の開発・企画段階から実務に大きな変動を及ぼすこととなります。長年にわたり委託先や調達先等の協力会社との間で培ってきた、地域におけるサプライチェーンを少なくとも一時的には破壊し、再構築することが不可避であると見込まれます。これに伴い、当社と長年にわたり信頼関係を構築してきた地域の取引先との取引慣行も失われ、地域の職人技術・ものづくりの価値を尊重する姿勢に対する信頼が損なわれる可能性があります。

加えて、当社が燕三条地域に根差した上場企業であることは、地域社会、協力会社、取引先及び地域人材との信頼関係の基盤の一部を構成していると認識しております。そのため、上場廃止により当社の信用、知名度又は地域における位置付けが変化する場合には、地域ステークホルダーとの関係や地域サプライチェーンの維持にも影響が及ぶ可能性があります。

その結果、当社の調達・開発・製造体制、採用力及び地域連携に影響を及ぼし、当社が将来にわ

たり生み出すキャッシュ・フローの金額、発生時期及び継続性に関する不確実性を高めるものと考えられます。

② ジャパネットが主張するシナジーの実現可能性や効果を具体的に基礎づける根拠がないこと

ジャパネットは、意向表明書、ジャパネットプレスリリース、上記「3. 本取引の検討体制・検討の経緯」の「(3) 当社におけるジャパネットとの協議等」記載の書面質問とそれに対する回答、及び当社との対面での面談を通じて、本取引における主要なシナジー項目として、(A)チャネルミックスでの当社製品の販売拡大、(B)既存事業の製造移管、(C)ブランド力の飛躍的向上、(D)共同商品企画による商品開発力強化、(E)物流センター・コールセンターの統合及び業務効率化、(F)上場維持コスト及びバックオフィス業務負荷の低減並びに(G)B2B・B2Cの役割分担及び経営基盤の強化を主張しております。

当社は、これらのシナジーについて、外部アドバイザーの助言を受け、特別委員会の検証を経て、慎重に検討いたしました。その過程では、定量的な効果も含めた検証を行うため、ジャパネットに対して質問を行い、必要な情報の提供を求めました。

その結果、当社は、本取引により企図されているシナジーは、その実現可能性や効果を具体的に基礎づける根拠があるとは認められないと判断しております。

なお、上記(A)チャネルミックスでの当社製品の販売拡大について、ジャパネットとの質疑応答の過程で、中長期的には、チャネルミックスにとどまらず、ジャパネットと当社の共同商品開発による販売拡大を行うものとの説明がなされたため、また、上記(C)ブランド力の飛躍的向上及び(D)共同商品企画による商品開発力強化は関連するところもあるため、以下ではそれぞれまとめて記載しております。

(A) チャネルミックスや共同商品開発による販売拡大

(a) チャネルミックスによる当社製品の販売拡大（短期的施策）

ジャパネットは、同社が保有する複数の販売チャネルを活用して当社製品の認知度向上及び販売拡大を実現すると主張しております。しかし、直近の当社製品のジャパネット向けの売上高は約2,000万円にとどまります。このような実績からも、ジャパネットの販売チャネルの活用により、当然のように当社製品の販売が急拡大すると見込むことは難しいところです。

このような規模の販売拡大の蓋然性を検証するためには、販売対象商品、販売数量の立上がり、販売価格、利益率、販促費、返品・在庫リスク、販売チャネル別の計画、既存販路への影響、必要となる生産能力及び設備投資等の具体的な前提が必要となりますが、これらの多くは本取引実行後の協議事項とされております。

また、ジャパネットからは、当社及び本特別委員会からのシナジーの具体化の要請等を踏まえ、短期的な販売拡大策として、2026年8月10日になって、当社が本公開買付けに賛同し、本公開買付けが成立することを条件として、「匠プレミアム」全自動コーヒーメーカー100,000台及び単機能電子レンジ50,000台を含む合計約30億円の商品を発注する予定である旨の提案がなされております。もっとも、当該発注に関しては、当社から確認を行ったものの、具体的な発注時期や納入時期等の取引条件は明らかにされておらず、また、当該発注に係る取引の期間についても、「走りながら」考えるため、1年では短く、2年を要するかもしれないが、現時点では具体的な計画はない旨の回答がなされるにとどまっております。また、そもそも上記コーヒーメーカー及び電子レンジはいずれも当社の既存製品であるところ、当該提案について、当社が本公開買付けに賛同し、本公開買付けが成立することを条件とする理由は不明です。

したがって、当社としては、ジャパネットの販売力を活用した販売拡大の可能性自体は否定しないものの、ジャパネットによる合計約30億円の発注予定も含めて、その具体的な実現可能性及び当社の売上・利益への純増効果を現時点で客観的に検証することは困難であると考えております。

(b) 共同商品開発によるジャパネットのPB製品の販売拡大（中長期的施策）

ジャパネットは、当社からの販売拡大のシナジー施策の具体化の要請に対し、中長期的には、1商品当たり年間30万台から50万台規模の商品（ジャパネットPB製品）を複数展開することを構想している旨を回答しております。

しかし、この規模の生産に対応するためには、部品調達、人員確保、品質維持、検査、保管、出



荷等のサプライチェーン全体に相応の負荷が生じる可能性があり、追加コストや既存製品・B2B事業に悪影響が及ぶ可能性があることは否定できません。そのような規模の販売拡大の蓋然性を検証するためには、販売数量の立上がり、販売価格、利益率、販促費、返品・在庫リスク、販売チャネル別の計画、既存販路への影響、必要となる生産能力及び設備投資等の具体的な前提が必要となりますが、これらの多くは本取引実行後の協議事項とされております。

ジャパネットからは、2026年8月27日になって、布団乾燥機、トースター及び体組成計の3商品のPB製品化を検討している旨の提案を受けましたが、当該提案に関しても、それによるシナジーの実現可能性を検討するためには、前提として対象製品の仕様書を確認の上、当社側で製造可否を判断する必要があるところ、当社は当初提案されていた掃除機のPB製品化のシナジー検証の段階から再三にわたりジャパネットに対して仕様書の提示を求めてきたにもかかわらず、上記3商品のPB製品化の提案に際しても仕様書は提示されていません。また、上記3商品のうち、体組成計については有力な競合他社が存在する一方、当社には同製品を本格的に手掛けた実績はなく、また、布団乾燥機及びトースターについてはカタログギフト等の取扱い実績はあるものの、いずれも具体的な仕様書が提示されていない以上、技術面及びコスト面での実現可能性を判断することができません。さらに、ジャパネットより提示された上記3商品のPB製品の販売数量及び売上高は、ジャパネットにおける同種製品の過去の販売実績をそのまま当社における将来販売数量として用いたものと見受けられます。本来新たな商品の企画を行うにあたっては、市場環境、需要動向、供給体制等を踏まえて製品仕様や想定販売台数を検証する必要があります。そのため、上記3商品のPB製品化によるシナジーについては、具体的かつ蓋然性のあるシナジーとして認めることは困難であると考えております。

したがって、PB製品化は、現段階では本取引実行後に具体化される将来的な構想にとどまり、確実かつ大規模な売上高又は利益への貢献が見込まれることを客観的に確認することはできず、ジャパネットが構想する1商品当たり年間30万台から50万台規模の販売が中長期的に実現することや、当社の収益力及び企業価値が持続的に向上することは裏付けられておりません。

#### (B) 既存事業の製造移管

ウォーターサーバーの製造移管について、その実現可能性を検証するためには、ジャパネットから、少なくとも対象となる具体的な製品、現物又はサンプル、目標仕様及び品質基準、想定数量、目標とする調達価格又は卸売価格、納期並びに販売計画が示される必要があるところ、ウォーターサーバーについては、実機を基礎として本取引実行後に再設計することが想定されております。そのため、現時点では、品質、コスト及び納期の観点から製造可能性を検証するための基本的な前提自体が確定していません。

したがって、製造移管は、現段階では本取引実行後に具体化される将来的な構想にとどまり、確実かつ大規模な売上高又は利益への貢献が見込まれることを客観的に確認することはできないと考えております。

#### (C) ブランド力の向上及び商品開発力の強化

当社としても、ジャパネットの発信力や顧客データ等を活用することで、当社製品の認知度向上や顧客ニーズを商品開発に反映する機会の拡大が生じる可能性自体は否定いたしません。

もっとも、ブランド価値については、上記(1)①(A)「資本関係の変化により生じ得る事業構造上のリスク」及び同(B)(a)「既存ユーザー（消費者）の離反のリスク」のとおり、本取引による量販店等の既存取引先及び消費者の離反や、それに伴う消費者が当社製品に実際に触れる機会の減少等により、当社が構築してきた高付加価値ブランドとしての位置付けが毀損する可能性もございます。また、商品開発についても、上記(1)②(A)(b)「共同商品開発によるジャパネットのPB製品の販売拡大（中長期的施策）」のとおり、ジャパネットが構想する大量生産・大量販売を前提とする商品開発が、当社の既存の商品開発力の向上にどの程度寄与するかは明らかではございません。

#### (D) 物流センター・コールセンターの統合及び業務効率化

当社としても、ジャパネットが有する物流機能及びコールセンターを利用することによって、一部業務について効率化又は負担軽減が生じる可能性自体は否定いたしません。

もっとも、現時点では、その実施方法及び時期、必要となる費用並びに削減可能な費用額等は明



らかにされておらず、また、統合を含めたコールセンターのあり方についても今後の協議事項とされております。そのため、本項目のシナジーによる具体的な効果を検証することは困難であると考えております。

(E) 上場維持コスト及びバックオフィス業務負荷の低減

当社としても、非上場化による上場関連費用の削減や、ジャパネットのリソース活用によるバックオフィス等の業務負担軽減・コスト削減の可能性自体は否定いたしません。

もっとも、当社が上場を維持し続けることは人材採用における競争力の源泉や従業員の定着及び燕三条地域に根差した上場企業という信頼に支えられた取引先や地域社会との強固な関係基盤という当社の持続的な成長に寄与する重要なメリットがあると考えております。また、ジャパネットのリソースを活用したバックオフィス業務のサポートに関しては、具体的な実施方法等も本取引後の協議事項とされているにとどまります。

以上を踏まえると、これらの削減効果は限定的又は中長期的な企業価値を毀損する可能性もあると考えております。

(F) B2B・B2Cの役割分担及び経営基盤の強化

当社としても、ジャパネットの資金力を活用することによって、一定の金利負担の軽減や設備投資を行いやすくなる可能性自体は否定いたしません。

もっとも、上記(1)①(B)(b)「当社の成長領域であるB2B事業等が停滞するリスク」のとおり、当社はB2B事業及び高付加価値製品を成長領域と位置付けている一方、ジャパネットが構想するB2C向け製品の大規模な開発・量産対応には相当な経営資源を要するところ、B2B事業に必要な人員、設備及び予算等を具体的にどのように確保するかは明らかにされていません。したがって、ジャパネットがいうB2B・B2Cの役割分担が、当社の既存の成長戦略を阻害することなく企業価値の向上につながるかについては不明であると考えております。

(2) 本取引を実施せず、本中期経営計画に基づく事業運営を継続することは、当社の企業価値向上及び株主共同の利益に資するものであること

当社は、本日付の当社プレスリリース「新 中期経営計画 2026-2030の策定に関するお知らせ」(以下「本中計プレスリリース」といいます。)で本中期経営計画を公表しており、以下の施策を実施することで、当社の企業価値向上を実現していきます。

当社は、本中期経営計画において、当社が2023年8月31日に公表した「長期ビジョン「VISION 2030」及び新中期経営計画(2023-2025)の策定に関するお知らせ」に記載の「VISION 2030」を基に、収益性重視の事業構造への転換や国内製造回帰の進展等を踏まえ、事業別ビジョンを更新いたしました。具体的には、業務用向けB2B事業において「人々の健康と福祉に貢献するため、信頼性の高い技術で社会課題を解決する」ことを、生活者向けB2C事業において「燕三条の職人魂と技術で感動体験を創造し、生活者に本質的な豊かさをお届けする」ことを掲げております。

競争環境が激化する大型白物家電を中心とした量販チャネルから、当社の強みである技術力や柔軟な開発力を生かせる収益性の高い事業領域へ経営資源をシフトさせる事業構造の転換を企図しており、基本戦略として「売上偏重でなく高収益事業への転換による利益の最大化」を掲げております。具体的には、以下の事業戦略を推進していく方針です。

① 収益構造の再構築

当社の強みである技術力や柔軟な開発力を最大限に活かすべく、収益性の高いFPSC事業、ソリューション事業、D2Cチャネル、及び収益性の高い小型家電を中心とした量販店向け事業に経営資源を集中投下する事業ポートフォリオの再設計を推進いたします。このような高付加価値製品等へのシフトを進めることで、全社の粗利率を足許(2026年2月期実績)の23.7%から2029年2月期計画で32.7%、最終年度である2031年2月期計画で36.3%へと大幅に引き上げる計画です。

また、B2B事業を中心とした新規販路の開拓による増収効果として、足許(2026年2月期)比で28億円の売上高増加を見込んでおります。具体的にソリューション事業においては、病院用冷蔵庫に

ついてアフターサービスを含めた信頼性と実績を強みに販路を開拓し、2031年2月期に売上高5.5億円を目指します。ホテル用冷蔵庫では全国チェーンホテルとの直接商談による販路拡大（2029年2月期販売台数15,000台計画）に加え、電子レンジ・ドライヤー等の追加販売により、2031年2月期に売上高6億円を計画しております。さらに、半導体製造装置メーカー向け工場設備用金属床材の既存取引先への供給拡大と横展開の推進や、レンタル・リース法人向けの冷蔵庫・洗濯機等のラインナップ提案を強化し、後者において2031年2月期に売上高7億円を見込んでおります。

## ② 変動費・固定費の最適化

収益性の高い販売チャネルへのシフトや不採算事業の縮小による効果に加え、全社的な固定費の最適化（変動費化）を推進いたします。具体的には、1人当たり人件費の増加や、D2C事業拡大に伴う広告宣伝費の増加、FPSC新商品開発等の成長投資を見込む一方で、新基幹システム・AI活用等の業務効率化及び外部委託の活用を通じた人件費の抑制を図ります。さらに、大型白物家電の事業縮小に伴う外部保管料・運搬費等といった物流費の削減や、新基幹システム投資の償却費負担の大幅な減少等を見込んでおります。これらにより、販売費及び一般管理費の売上高比率を、足許（2026年2月期実績）の33%から2029年2月期計画で約27%、最終年度である2031年2月期計画で約24%へと引き下げる計画です。また、適正な在庫管理を徹底することで、在庫回転率を足許（2026年2月期）の2.9回から2031年2月期には5.7回へと引き上げ、抜本的に経営効率と資産効率を高めてまいります。

## ③ 成長事業の推進

2029年2月期以降は、FPSC事業及びD2C事業の拡大をさらに加速させます。FPSC事業においては、これまでの冷凍機供給で培った独自技術や信頼性を基盤に、医薬・バイオ向けの超低温冷凍庫（完成品）のラインナップを拡充するとともに国内外の販売網を構築し、超低温ソリューション事業へ転換することで、売上総利益額で2025年度比4.8億円の増加による大きな収益貢献を見込みます。

また、D2C（直販）事業においては、従来の「製品を販売して完結するモデル」から脱却し、自社アセットを最大限活用した「循環型」EC事業の構築を進めます。具体的には、集客及び会員数の拡大を図りつつ、自社アセットを活用したサブスクリプションやリセール、デジタルギフト等の多様な顧客接点を増大させ、顧客生涯価値（LTV）を最大化する循環型ビジネスを構築することで、売上総利益額で2025年度比5.7億円の増加を見込みます。

## ④ 資本コストや株価を意識した資本政策の実行

上記の企業価値向上策を通じた成果として、キャッシュ創出力を強化し、株主還元を最大限重視する方針です。資本コスト水準を上回るROEの達成とPBR1倍以上の実現を明確な目標として掲げ、これまでの配当方針を抜本的に見直すことで、株主の皆様への還元強化を打ち出します。

具体的には、事業活動から創出される約60億円のキャッシュ（5年間累計額）を、売上高及び売上総利益目標の達成に向けた新製品開発等の成長投資へ約2割、株主還元へ約3割、有利子負債の返済を通じた財務基盤の安定化に約3割を振り向けつつ、残る約2割を予備枠として事業環境に応じて成長投資又は株主還元へ充当することを想定しております。株主還元方針に関しては、配当性向及びDOE（株主資本配当率）を基準とした安定的な累進配当を行うことを基本方針としつつ、予備枠も活用しながら機動的に自己株式の取得を組み合わせることで、本中期経営計画の対象期間全体において総還元性向75%～100%程度となる積極的な資本政策を実行していく考えです。

これらの施策の実行により、足許（2026年2月期）の売上高8,998百万円、営業損失△855百万円から、2029年2月期には売上高105億円、営業利益6億円（営業利益率6%）、ROE8%以上へと回復させ、本中期経営計画の最終年度である2031年2月期には売上高117億円、営業利益14億円（営業利益率12%）、ROE13%以上へと、大幅な収益成長及び資本収益性の改善を見込んでおります。

なお、当社が本中期経営計画において上記のとおり販売チャネルポートフォリオの転換を見込んでいる量販チャネルの減収は、当社の経営方針に基づく戦略的かつ計画的な事業構造改革を企図したものであり、本取引の実行により懸念される、競合関係化に伴う既存量販店からの突発的かつ不可逆的な取引停止・縮小（約23億円規模の売上急減や体験価値提供機能の喪失等）という重大なデ

ィスシナジーとは本質的に異なるものと認識しております。

当社は、上記の施策を含む本中期経営計画を前提とした当社の株式価値の見込み等に係るブルータスの助言内容も踏まえ、当社が本取引を実施せず、本中期経営計画に基づいて事業運営を継続することは、当社の企業価値向上に資するものであり、株主共同の利益の観点からも合理的であると判断しました。

なお、本中期経営計画に関しては、必要に応じて、本中計プレスリリースを併せてご参照ください。

#### 6. 今後の方針

ジャパネットプレスリリースによれば、本プレスリリースにより公表した当社の反対意見（賛同しない旨の意見）の決定により、ジャパネットは、本取引に係る提案を取り下げ、本公開買付けを実施しないこととなると理解しておりますが、本取引に関して開示すべき事項が生じた場合には、適時にお知らせいたします。

当社といたしましては、ジャパネットにおいて当社の技術力、商品開発力及び燕三条発のものづくりの価値に着目し、本取引に係る提案をいただいたことは、当社の経営課題及び成長戦略等を改めて多角的に検討する有意義な契機であったと受け止めております。今後は、本取引に関する検討を通じて得られた示唆も活かしつつ、本取引に係る上記決定を踏まえ、本中期経営計画に基づく各施策を着実に実行することにより、株主の皆様をはじめとするステークホルダーの皆様のご期待にお応えし、上場企業として更なる企業価値の向上を実現すべく、経営に邁進してまいります。

以 上