

株式の併合に関する事前開示書面

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

2026 年 5 月 21 日

三光産業株式会社

2026 年 5 月 21 日

東京都渋谷区神宮前三丁目 42 番 6 号
三光産業株式会社
代表取締役社長 石井 正和

株式の併合に関する事前開示書面
(会社法第 182 条の 2 第 1 項及び会社法施行規則第 33 条の 9 に定める書面)

当社は、2026 年 5 月 1 日付の取締役会において、2026 年 6 月 5 日開催予定の臨時株主総会（以下「本臨時株主総会」といいます。）を招集し、本臨時株主総会に当社の普通株式（以下「当社株式」といいます。）2,401,045 株を 1 株に併合する株式の併合（以下「本株式併合」といいます。）並びに単元株式数の定め廃止及び定款の一部変更について付議することを決議いたしました。

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

I. 会社法第 180 条第 2 項各号に掲げる事項

1. 併合の割合

当社株式 2,401,045 株を 1 株に併合いたします。

2. 株式併合がその効力を生ずる日（以下「効力発生日」といいます。）

2026 年 6 月 27 日（土）（予定）

3. 効力発生日における発行可能株式総数

12 株

II. 会社法第 180 条第 2 項第 1 号及び第 3 号に掲げる事項についての定め相当性に関する事項

本株式併合における併合の割合は、当社株式について 2,401,045 株を 1 株に併合するものです。当社は、本株式併合は、下記「1. 株式併合の目的及び理由」に記載のとおり、当社株式を非公開化することを目的として行われるものであること、及び以下の各事項に照らして、本株式併合における併合の割合は相当であると判断しております。

1. 株式併合の目的及び理由

当社が 2025 年 2 月 3 日付で公表いたしました「MBO の実施及び応募の推奨に関するお知らせ」（その後の変更を含み、以下「当社意見表明プレスリリース」といいます。）においてお知らせいたしましたとおり、株式会社バロン（以下「公開買付者」といいます。）は、当社株式の全て（但し、当社の株主である鮫島英子氏が所有する当社株式の全て（以下「不応募株式」といいます。）及び当社が所有する自己株式を除きます。）を取得し、当社株式を非公開化するための一連の取引（以下「本取引」といいます。）の一環として、2026 年 2 月 4 日から 2026 年 4 月 13 日までを公開買付けにおける買付け等の期間（以下「公開買付期間」といいます。）とする、公開買付け（以下「本公開買付け」といいます。）を実施いたしました。なお、本取引は、いわゆるマネジメント・バイアウト（MBO）（注 1）に該当し、公開買付者の代表取締役である石井正和氏（以下「石井氏」といいます。）は、本取引後も継続して当社の代表取締役社長執行役員として経営にあたることを予定しているとのことです。

（注 1）「マネジメント・バイアウト（MBO）」とは、一般に、買収対象会社の経営陣が、買収資金の全部又は一部を出資して、買収対象会社の事業の継続を前提として買収対象会社の株式を取得

する取引をいいます。

そして、当社が2026年4月14日付で公表いたしました「株式会社バロンによる当社株式に対する公開買付けの結果並びに親会社、主要株主である筆頭株主及び主要株主の異動に関するお知らせ」においてお知らせいたしましたとおり、本公開買付けの結果、公開買付者は、本公開買付けの決済の開始日である2026年4月17日付で、当社株式5,390,356株（所有割合（注2）：69.13%）を所有するに至りました。

（注2）「所有割合」とは、当社が2026年2月13日に提出した「2026年3月期第3四半期決算短信〔日本基準〕（連結）」に記載された2025年12月31日現在の当社の発行済株式総数（7,878,800株）から、同日現在の当社が所有する自己株式数（80,974株）（なお、当社が2023年2月14日開催の取締役会において、従業員インセンティブ・プランとして導入した「株式付与E S O P信託」が所有する当社株式の数（56,402株）は、株式付与E S O P制度に係る受託者の共同受託者である日本マスタートラスト信託銀行株式会社に対して自己株式の処分がなされたものであるため、当社が所有する自己株式に含んでおりません。）を控除した株式数（7,797,826株）（以下「本基準株式数」といいます。）に対する割合をいい、小数点以下第三位を四捨五入しております。以下同じです。

（i）検討体制の構築の経緯

当社意見表明プレスリリースにおいてお知らせいたしましたとおり、当社は、2025年9月12日に石井氏から本取引の提案理由、スケジュール、本取引のスキーム並びに本公開買付け及び当社株式を非公開化するための一連の手続（以下「本スクイーズアウト手続」といいます。）を通じた当社株式の非公開化を提案する旨を記載した法的拘束力を有しない意向表明書（以下「本意向表明書①」といいます。）の提出を受け、2025年9月17日の当社の臨時取締役会において、石井氏が2025年9月30日までに金融機関より本取引の融資に係る初期的な融資実行の方針を確認することを停止条件として、本特別委員会を組成することを決議いたしました。その後、石井氏が、2025年11月25日に金融機関から本取引の融資に係る初期的な融資実行の方針を確認した上で、2025年11月25日、本取引の提案理由、スケジュール及び本取引のスキーム並びに本公開買付け及び本スクイーズアウト手続を通じた当社株式の非公開化を提案する旨を記載した法的拘束力を有しない意向表明書（以下「本意向表明書②」といいます。）を当社に提出したことから、本取引がマネジメント・バイアウト（MBO）に該当し、当社又は当社の一般株主との間に構造的な利益相反の問題が存在するため、本取引に係る当社の意思決定に慎重を期し、また、当社取締役会の意思決定過程における恣意性及び利益相反のおそれを排除し、その公正性を担保することを目的として、2025年11月下旬に、当社並びに公開買付者、石井氏及び株式会社エス・ワイ・エス（以下「エス・ワイ・エス」といい、当社並びに公開買付者及び石井氏と総称して、以下「公開買付関連当事者」といいます。）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、J-TAPアドバイザー（以下「J-TAP」といいます。）を、また、当社及び公開買付関連当事者から独立したリーガル・アドバイザーとしてアンダーソン・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。）を、それぞれ選任いたしました。

さらに、当社は、2025年11月27日開催の当社取締役会決議に基づき、本特別委員会（本特別委員会の構成及び具体的な活動内容等については、下記「5. 本取引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」の「（3）当社における独立した特別委員会の設置及び特別委員会からの答申書の取得」をご参照ください。）を設置し、本取引に係る検討、交渉及び判断を行うための体制を構築いたしました。

その後、下記「5. 本取引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」の「（3）当社における独立した特別委員会の設置及び特別委員会からの答申書の取得」に記載のとおり、2025年12月2日開催の第1回特別委員会において、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であるJ-TAP並びに当社のリーガル・アドバイザーであるアンダーソン・毛利・友常法律事務所について、その独立性及び専門性・実績等に問題がないことを確認の上、それらの選任の承認を受けております。また、当社は、2025年11月25日付で石井氏から本意向表明書②を受領して以降、公開買付関連当事者か

ら独立した立場で、本取引に係る検討、交渉及び判断を行うための体制（本取引に係る検討、交渉及び判断に關与する当社の役職員の範囲及びその職務を含みます。）を当社の社内に構築するとともに、2025 年 12 月 2 日開催の第 1 回特別委員会において、かかる検討体制に独立性・公正性の観点から問題ないことについて承認を受けております（当社における独立した検討体制の構築についての詳細は、下記「5. 本取引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」の「(5) 当社における独立した検討体制の構築」をご参照ください。）。

（ii）検討・交渉の経緯

上記体制の下、当社は、本特別委員会により事前に確認された交渉方針や交渉上重要な局面において本特別委員会から受けた意見、指示、要請等に基づいた上で、J-TAP 及びアンダーソン・毛利・友常法律事務所の助言を受けながら、本取引の目的を含む本公開買付けの概要、本取引が当社に与える影響、本取引後の経営方針の内容や足元の株価動向を踏まえ、本取引の実行の是非及び取引条件に関して、公開買付者との間で、複数回に亘る協議・交渉を行い、慎重に検討を行ってきました。

具体的には、当社は、2025 年 11 月 27 日に本特別委員会を設置して以降、本特別委員会における検討・協議を進めました。本特別委員会は、2025 年 12 月 9 日に石井氏に対して本取引の背景・目的、公開買付者が本取引後に実施することを想定している各施策及びその他本取引における公開買付価格、買付予定数を含む非公開化の手法等の諸条件等を含む書面による質問事項を送付し、2025 年 12 月 17 日に書面による回答を受領した上で、2025 年 12 月 17 日に石井氏に対するインタビューを実施し、本取引を提案するに至った検討過程、本取引の目的及びストラクチャー、本取引によって見込まれるシナジー、メリット、デメリット及びその他の影響の内容、並びに本取引後に予定している当社の経営方針等について説明を受け、質疑応答を行いました。また、本公開買付けにおける当社株式 1 株当たりの買付け等の価格（以下「本公開買付価格」といいます。）については、当社は、2026 年 1 月 13 日に石井氏から、本公開買付価格を 575 円とする旨の提案を受けて以降、公開買付者との間で、協議・検討を重ねてまいりました。

具体的には、当社は、2026 年 1 月 13 日に、石井氏より、石井氏が当社に対して 2025 年 11 月 27 日から 2026 年 1 月上旬まで実施したデュ・ディリジェンスの結果、当社半期報告書に記載された当社の財務情報等及び直近 5 年間で概ね 300 円台から 400 円台で推移してきた当社の株価の動向を総合的に勘案し、本公開買付価格を 575 円（提案日の前営業日である 2026 年 1 月 9 日の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ける当社株式の終値 442 円に対して 30.09%（小数点以下第三位を四捨五入しております。以下、プレミアムの計算において同じです。）、同日までの過去 1 ヶ月間の終値単純平均値 435 円に対して 32.18%、同日までの過去 3 ヶ月間の終値単純平均値 422 円に対して 36.26%、同日までの過去 6 ヶ月間の終値単純平均値 414 円に対して 38.89%のプレミアムを加えた価格となります。）とする旨の初回の価格提案書を受領いたしました。これに対して、2026 年 1 月 16 日、当社は、当該提案価格は、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である J-TAP による当社株式価値の試算結果や MBO による非公開化を企図した公開買付けの事例（以下「本類似事例」といいます。）のプレミアム水準等を踏まえると、当社の一般株主の利益保護に鑑み到底受け入れられない水準であるとして、本公開買付価格の再検討を要請いたしました。

その後、2026 年 1 月 20 日、公開買付者より、本公開買付価格を 600 円（提案日の前営業日である 2026 年 1 月 19 日の東京証券取引所スタンダード市場における当社株式の終値 455 円に対して 31.87%、同日までの過去 1 ヶ月間の終値単純平均値 440 円に対して 36.36%、同日までの過去 3 ヶ月間の終値単純平均値 425 円に対して 41.18%、同日までの過去 6 ヶ月間の終値単純平均値 416 円に対して 44.23%のプレミアムを加えた価格となります。）とする 2 回目の価格提案書を受領いたしました。これに対して、当社は、同日、当該提案価格は、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である J-TAP による当社株式価値の試算結果や本類似事例のプレミアム水準等を踏まえると、当社の一般株主の利益保護に鑑み到底受け入れられない水準であるとして、本公開買付価格の再検討を要請いたしました。

その後、2026 年 1 月 21 日、公開買付者より、本公開買付価格を 630 円（提案日の前営業日である 2026 年 1 月 20 日の東京証券取引所スタンダード市場における当社株式の終値 450 円に対して 40.00%、同日までの過去 1 ヶ月間の終値単純平均値 441 円に対して 42.86%、同日までの過去 3 ヶ月間の終値単純平均

値 426 円に対して 47.89%、同日までの過去 6 ヶ月間の終値単純平均値 416 円に対して 51.44%のプレミアムを加えた価格となります。)とする 3 回目の価格提案書を受領いたしました。これに対して、当社は、2026 年 1 月 23 日、当該提案価格は、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である J-TAP による当社株式価値の試算結果や本類似事例のプレミアム水準等を踏まえると、当社の一般株主の利益保護に鑑み到底受け入れられない水準であり、より高い提案価格の提示を強く要請することが適切であるとして、本公開買付価格の再検討を要請いたしました。

その後、2026 年 1 月 26 日、公開買付者より、本公開買付価格を 650 円（提案日の前営業日である 2026 年 1 月 23 日の東京証券取引所スタンダード市場における当社株式の終値 452 円に対して 43.81%、同日までの過去 1 ヶ月間の終値単純平均値 443 円に対して 46.73%、同日までの過去 3 ヶ月間の終値単純平均値 428 円に対して 51.87%、同日までの過去 6 ヶ月間の終値単純平均値 417 円に対して 55.88%のプレミアムを加えた価格となります。)とする 4 回目の価格提案書を受領いたしました。これに対して、当社は、2026 年 1 月 27 日、当該提案価格は、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である J-TAP によるディスカунテッド・キャッシュ・フロー法（以下「DCF 法」といいます。）に基づく当社株式価値の試算結果の下限に近い水準であることや、本類似事例のプレミアム水準（特に PBR が 1.0 未満の案件のみとした場合の水準）に満たない水準であることを踏まえると、当社の一般株主の利益保護に鑑み到底受け入れられない水準であり、従前の提案価格における増額幅を超える増額及びより高い提案価格の提示を重ねて強く要請することが適切であるとして、本公開買付価格の再検討を要請いたしました。

その後、2026 年 1 月 28 日、公開買付者より、本公開買付価格を 700 円（提案日の前営業日である 2026 年 1 月 27 日の東京証券取引所スタンダード市場における当社株式の終値 444 円に対して 57.66%、同日までの過去 1 ヶ月間の終値単純平均値 445 円に対して 57.30%、同日までの過去 3 ヶ月間の終値単純平均値 429 円に対して 63.17%、同日までの過去 6 ヶ月間の終値単純平均値 418 円に対して 67.46%のプレミアムを加えた価格となります。)とする 5 回目の価格提案書を受領いたしました。これに対して、当社は、2026 年 1 月 29 日、当該提案価格は、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である J-TAP による当社株式価値の試算結果や本類似事例のプレミアム水準（特に PBR が 1.0 未満の案件のみとした場合の水準）等を踏まえると、当社の一般株主の利益保護に鑑み受け入れられない水準であることから、本公開買付価格を、過去 5 年間のうち、当社株価の終値の最高値（2023 年 4 月 3 日付）である 726 円とすることを公開買付者に対して要請いたしました。

その後、2026 年 1 月 30 日、公開買付者より、本公開買付価格を 720 円（提案日の前営業日である 2026 年 1 月 29 日の東京証券取引所スタンダード市場における当社株式の終値 445 円に対して 61.80%、同日までの過去 1 ヶ月間の終値単純平均値 445 円に対して 61.80%、同日までの過去 3 ヶ月間の終値単純平均値 431 円に対して 67.05%、同日までの過去 6 ヶ月間の終値単純平均値 418 円に対して 72.25%のプレミアムを加えた価格となります。)とする最終価格提案書を受領するとともに、当該提案価格は公開買付者が提案可能な最大限の価格である旨、公開買付者から伝達を受けました。これに対して、当社は、2026 年 1 月 30 日、当該提案価格は、当社の一般株主の利益保護に鑑み受け入れられない水準であることから、本公開買付価格を、過去 5 年間のうち、当社株式の終値の最高値（2023 年 4 月 3 日付）である 726 円を公開買付者に対して再度要請いたしました。

その後、2026 年 2 月 2 日、公開買付者より、本公開買付価格を 726 円（提案日の前営業日である 2026 年 1 月 30 日の東京証券取引所スタンダード市場における当社株式の終値 438 円に対して 65.75%、同日までの過去 1 ヶ月間の終値単純平均値 445 円に対して 63.15%、同日までの過去 3 ヶ月間の終値単純平均値 431 円に対して 68.45%、同日までの過去 6 ヶ月間の終値単純平均値 419 円に対して 73.27%のプレミアムを加えた価格となります。)とする 2 回目の最終価格提案書を受領するとともに、当該提案価格は公開買付者が提案可能な最大限の価格である旨、公開買付者から当社に伝達を受けました。これに対して、当社は、2026 年 2 月 2 日、本特別委員会の意見を踏まえて、本公開買付価格 1 株当たり 726 円は当社の株主の皆様にとって公正であり、本公開買付けは、当社の株主の皆様に対して、合理的な株式の売却の機会を提供するものであることから、本公開買付価格を 1 株当たり 726 円とすることに応諾する旨の回答を口頭で行いました。

(iii) 判断の内容

以上の経緯の下、当社は、2026年2月3日開催の当社取締役会において、アンダーソン・毛利・友常法律事務所から受けた法的助言、J-TAPから受けた財務的見地からの助言並びに2026年2月2日付で提出を受けた当社株式の価値算定結果に関する株式価値算定書（以下「本株式価値算定書」といいます。）の内容を踏まえつつ、本答申書（下記「5. 本取引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」の「(3) 当社における独立した特別委員会の設置及び特別委員会からの答申書の取得」で定義します。）において示された本特別委員会の判断内容を最大限尊重しながら、本取引が当社の企業価値向上に資するか否か、及び本公開買付価格を含む本取引に係る取引条件が公正・妥当なものか否か、本取引に係る手続の公正性が確保されているか、本取引は当社の一般株主にとって公正なものであると考えられるか等の観点から、慎重に協議及び検討を行いました。

その結果、当社は、以下の点等を踏まえると、公開買付者が企図する施策の内容は合理的であり、本取引を通じて当社株式を非公開化することが、当社の企業価値の向上に資するものであるとの判断に至りました。

(a) 特殊印刷事業における継続的な黒字体質への転換

特殊印刷事業の現在の主な受注先である国内電機メーカーにおける国内外を含めた競合他社との価格競争の激化や海外メーカーへの委託に伴う当社に対する発注単価の下落に加え、資源価格の高騰に伴った製造原価の上昇により、安価な海外メーカーとの価格競争や委託先変更による失注といったビジネス機会の損失が発生しており、中長期的にもそのような厳しい環境が継続するものと認識しております。そのような中で、自社工場を活用した営業活動に捉われず、これまで培ってきたリレーションや知見を活かした提案型営業による新たなビジネスの発掘が、今後の当社の中長期的な事業拡大に必要な不可欠であると考えております。しかしながら、上記事業拡大にあたっては、当社の既存の人材を含めたリソースを活用するだけでは限界があるところ、既存の人材の流出防止に留まらず新規領域のビジネス獲得に必要な人材を確保するにあたり初期投資が発生すること、中長期的なコスト増加が見込まれること、取引条件等の悪化等の影響が予想されることから、商機を獲得又は高めるために迅速な意思決定が必要になります。上記事業拡大によって、短期的なキャッシュ・フローや収益性の悪化を招くおそれがあることから、上記事業拡大は、資本市場から十分な評価が得られない可能性があると考えております。本取引を通じて、当社株式を非公開化することで、短期的な利益にとらわれず、中長期的な企業価値向上の観点から、人的リソースの効率化、負担の大きい初期投資の実施、迅速な意思決定の実現による新たなビジネス領域の獲得への注力が可能になり、利益率の高い製品の受注の増加が期待できるため、継続的な黒字体質への転換が可能となる点でメリットがあると考えております。

(b) 野菜調理器製造販売事業の増産体制構築を含めた新規事業の拡大

特殊印刷業界は、一定程度成熟した業界であり、今後大きな成長が期待しにくいと考えられることから、これまでに培った技術の活用と資本・人材等の経営資源の積極的投資を行い、既存の枠に捉われない新たな事業領域への進出や革新的な製品開発を行い、次なる事業の柱を築いていく必要があります。その一つが、当社子会社のベンリナーの野菜調理器製造販売事業の拡大であると考えております。しかしながら、野菜調理器製造販売事業の拡大のための製造設備の拡張については、生産設備の拡張に加えて人材の育成も同時に行う必要があることから、実質的な生産量キャパシティの拡張においては一定の期間が必要になると考えております。したがって、野菜調理器製造販売事業の増産体制構築を含めた新規事業の拡大には、多額の先行投資が必要になることに加え、投資回収までに一定の期間を要することにより、短期的な業績及び財務状況の悪化が生じる可能性があり、上場したままでは資本市場から必ずしも十分な評価が得られない可能性があると考えております。本取引を通じて、当社株式を非公開化することで、短期的な利益にとらわれず、中長期的な企業価値向上の観点から、上記新規事業の拡大に必要な迅速な意思決定を行うための組織体制の構築や新たな投資を進め新規事業を拡大していくことが期待できる点でメリットがあると考えております。

(c) M&A等による新規成長分野への戦略的投資の拡大

当社による 2022 年 12 月の野菜調理器製造販売事業を展開するベンリナーの買収のように、今後も買収、資本業務提携やCVC等の方法によって、新規成長分野へのスピード感ある事業展開を行っていくことが当社にとって必要不可欠と考えております。具体的には、下記 a. 及び b. の領域を想定しており、当該領域を実現する上では機動的かつ柔軟な意思決定を行うことが可能となる組織を組成するとともに、能動的に新規ビジネスの模索を行える仕組みを構築していくことが必要であると考えております。

- a. 特殊印刷業界において、今後他分野にも活用できるような特殊技術を保有している企業の買収や資本業務提携等による当社の特殊印刷に関する技術・ノウハウの強化を行い、新たなサービスを付加
- b. 当社の製造業としてのノウハウを活用して、特殊印刷業以外の成長性の高い新規分野の企業の買収や資本業務提携等による新規成長分野への進出

しかしながら、M&A等による新規成長分野への戦略的投資の拡大は、当社のさらなる発展に向けた重要な戦略である一方で、短期的にはM&A等に伴う財務負担増加による一時的な当社の業績へのマイナスの影響や、買収前に期待されたシナジー効果が当初の期待どおりに発揮されないこと等の懸念が想定され、加えて、M&Aでは投資回収までに一定期間を要することにより、上場したままでは資本市場から必ずしも十分な評価が得られない可能性があると考えております。本取引を通じて、当社株式を非公開化することで、短期的な利益にとらわれず、中長期的な企業価値向上の観点から、上記M&A等による大胆な投資が実行可能であることや積極的な新規成長分野への戦略的投資新規事業の拡大に必要な迅速な意思決定を行うための組織体制の構築が期待できる点でメリットがあると考えております。

一方で、当社においては、本取引を通じて当社株式を非公開化することによるデメリットについても検討いたしました。この点、本取引の実施により、当社は上場を廃止することが企図されているところ、これにより、上場会社として当社が享受してきた社会的な信用や知名度の向上による優れた人材の確保及び取引先の維持・拡大等に影響を及ぼす可能性が考えられますが、当社は特殊印刷業界において、これまでに積み上げた高い知名度・信用を有していると認識しております。したがって、本取引が取引先の維持・拡大に与える影響は限定的であると考えており、また、人材の確保についても、当社は、業界内における高い知名度・信用を有しており、入社理由は必ずしも当社が上場企業であることには限られないと考えられることも踏まえると、非公開化による影響は限定的であると考えております。

さらに、当社株式の非公開化を行った場合には、資本市場からのエクイティ・ファイナンスによる資金調達を行うことができなくなるものの、当社の事業活動を行うために必要な資金が確保できている現在の財務状況等に鑑みると、エクイティ・ファイナンスの活用による大規模な資金調達の必要性は低いと考えております。また、既存の株主との資本関係が消失することによって生じるデメリットは想定しておりません。

以上を踏まえて、当社取締役会は、当社株式の非公開化のメリットは、そのデメリットを上回り、本公開買付けを含む本取引により当社株式を非公開化することは、当社の企業価値向上に資するものであると判断いたしました。

さらに、当社は、以下の点等を踏まえると、本公開買付価格（726 円）は当社の株主の皆様にとって公正であり、本公開買付けは、当社の株主の皆様に対して、合理的な株式の売却の機会を提供するものであると判断いたしました。

- a. 本公開買付価格（726 円）は、下記「5. 本取引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」の「(1) 当社における独立した第三者算定機関からの株式価値算定書の取得」に記載されている J-TAP による当社株式の株式価値の算定結果のうち、市場株価法に基づく算定結果の上限を上回っており、また、DCF 法に基づく算定結果のレンジ内であり、かつ、当該レンジの中央値を上回る価格であること
- b. 本公開買付価格（726 円）が、本公開買付けの実施についての公表日の前営業日である 2026 年 2 月 2 日（以下「直前営業日」といいます。）を基準日として、東京証券取引所スタンダード市場に

における当社株式の基準日の終値 437 円に対して 66.13%、同日までの過去 1 ヶ月間の終値単純平均値 445 円に対して 63.15%、同過去 3 ヶ月間の終値単純平均値 432 円に対して 68.06%、同過去 6 ヶ月間の終値単純平均値 419 円に対して 73.27%のプレミアムが加算されたものであるとともに、過去 5 年間の当社株式の終値の最高値である 726 円（2023 年 4 月 3 日の終値）と同じ価格であり、M&A 指針の公表日である 2019 年 6 月 28 日以降に公表され、かつ 2026 年 2 月 2 日までに公表された国内上場企業を対象とした MBO による非公開化を企図した公開買付けの事例 114 件のプレミアム水準（直前営業日の終値に対するプレミアムの中央値では 41.11%、同日までの過去 1 ヶ月間の終値単純平均値に対するプレミアムの中央値では 43.55%、同日までの過去 3 ヶ月間の終値単純平均値に対するプレミアムの中央値では 46.01%、同日までの過去 6 ヶ月間の終値単純平均値に対するプレミアムの中央値では 47.26%）をいずれも上回る水準であり、本公開買付価格には合理的なプレミアムが付されていると考えられること

- c. 本公開買付価格（726 円）は、当社の 2025 年 9 月 30 日現在の連結簿価純資産額 8,698 百万円を、当社の発行済株式総数（7,878,800 株）から同日現在の当社が所有する自己株式数（当社の同日現在の連結財務諸表において自己株式として処理されている株式付与 E S O P 信託が所有する当社株式を含んだ 137,729 株）（注）を控除した後の発行済株式総数（7,741,071 株）で割ることにより算出した 1 株当たり連結純資産額 1,123.63 円（本公開買付価格は当該金額との比較で 35.39%のディスカウント）を下回っているものの、連結簿価純資産額はあくまで理論上の清算価値を示すものであり、将来の収益性を反映したものではないため、継続企業の前提（ゴーイング・コンサーン）に基づく当社の株式価値算定においては重視することは合理的ではないこと。また、当社の資産には、現金及び預金のほか、換金可能な投資有価証券が含まれる一方、棚卸資産、本社や工場の土地・建物等の流動性の低い事業用資産も相応に含まれていることを踏まえると、仮に当社が清算する場合にも、連結簿価純資産価額のとおり換価されるものではなく、現実的には相当程度毀損された金額となることが想定されること。具体的には、当社の資産においては早期売却に伴い減価が必要な資産があること、本社や工場においては、建築後相当程度の年月が経過し老朽化していること、工場及び機械装置においては、汎用性が乏しく即時一括での売却が困難であることや処分費用が必要であることを踏まえると、簿価により売却することは困難であることが見込まれること。また、工場については、更地での売却が必要であることが見込まれるものの、その場合には不動産鑑定費用に加えて建物の解体費用及び土壌汚染調査費用等が必要になると考えられること、子会社を含めた当社グループの清算を行う場合、企業の清算に伴い、従業員に対する割増退職金、弁護士費用等の専門家費用その他の追加コストに加えて、定量化が困難なコストが相当程度発生することが見込まれること等に鑑みると、当社の清算価値は、現実的には連結簿価純資産額から相当程度毀損された金額となることが想定されること。したがって、本公開買付価格が当社の 1 株当たり連結純資産額を下回っていることをもって、その合理性が否定されることにはならないと考えること（なお、当社においては、実際に清算を予定しているわけではないため、清算を前提とする各種コストの見積書の取得までは行っておらず、本公開買付価格と具体的な見積もりを経て積算された清算コスト等を勘案して算出される、想定された清算価値との比較検討までは行っておりません。）
- d. 下記「5. 本取引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」に記載の利益相反を回避するための措置が採られていること等、当社の一般株主の利益への配慮がなされていると認められること
- e. 石井氏は、本取引の検討を 2025 年 3 月初旬から行っており、当該検討開始後に、当社が 2025 年 5 月 15 日付で「営業外収益（為替差益）の計上、特別損失（連結・個別）の計上に関するお知らせ」を公表しているが、当該公表は本取引の検討と関係なく行われたものであり、当社株式の株式価値の算定の基礎とされた本事業計画（下記「5. 本取引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」の「（1）当社における独立した第三者算定機関からの株式価値算定書の取得」で定義します。）の作成にあたり当該公表内容を恣意的に反映したという事実も窺われないこと

- f. 上記利益相反を回避するための措置が採られた上で、当社と公開買付者との間で独立当事者間の取引における協議・交渉と同等の協議・交渉が複数回行われ、より具体的には、当社において、本特別委員会との協議、J-TAPによる当社株式の株式価値に係る算定結果の内容や財務的見地からの助言及びアンダーソン・毛利・友常法律事務所から受けた法的助言等を踏まえて、公開買付者との間で真摯かつ継続的に協議・交渉が行われた上で決定された価格であること
- g. 本特別委員会が、事前に交渉方針を確認するとともに、適時にその状況の報告を受け、交渉上重要な局面において意見、指示、要請等を行った上で、本公開買付価格について妥当である旨の意見を述べていること

以上より、当社は、2026年2月3日開催の取締役会において、本公開買付けに賛同の意見を表明するとともに、当社の株主の皆様が本公開買付けに応募することを推奨する旨を決議いたしました。上記取締役会の意思決定過程の詳細については、下記「5. 本取引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」の「(4) 当社における利害関係を有しない取締役全員（監査等委員を含む。）の承認」をご参照ください。

(注) 当社の連結財務諸表において、株式付与E S O P信託が所有する当社株式は自己株式として処理されているところ、1株当たり連結簿価純資産額の算出に際して発行済株式数から控除すべき自己株式数は、会計処理と同様の処理であることが合理的であると考えられるため、1株当たり連結純資産額の算出にあたり、当社の発行済株式総数から控除する当社が所有する自己株式数においては、株式付与E S O P信託が所有する当社株式を含めております。

その後、当社は、2026年3月4日付で、Steel Partners L.P.（以下「本対抗提案者」といいます。）から、当社株式の非公開化に関する法的拘束力の有しない意向表明書（以下「2026年3月4日付意向表明書」といいます。）を受領いたしました。2026年3月4日付意向表明書においては、本対抗提案者が当社株式に対する公開買付けに係る提案（以下「本対抗提案」といいます。）及びスクイズアウトを通じて当社株式を非公開化する旨の提案が記載されておりました。

当社は、J-TAP及びアンダーソン・毛利・友常法律事務所の助言を受け、本特別委員会との間で事前に方針を相談・検討するとともに、本特別委員会の意見、指示、要請等を受け、本対抗提案者との間で、書面による質問及び回答のやり取りを行って、本対抗提案に関する検討を慎重に進めました。その上で、当社は、2026年3月12日、本特別委員会に対して、(a) 当社取締役会が、本対抗提案に対しどのような意見を表明すべきか、及び(b) 本対抗提案を踏まえて、本特別委員会から当社取締役会に提出された本答申書（下記「5. 本取引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」の「(3) 当社における独立した特別委員会の設置及び特別委員会からの答申書の取得」で定義します。）において表明された本取引に係る答申の内容について変更があるか（変更がある場合には、変更後の答申内容を含む。）（以下、総称して「本追加諮問事項」といいます。）について諮問し、これらの点についての答申を当社に提出することを囑託いたしました。

本特別委員会は、特別委員会において、本特別委員会の委員、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のJ-TAP、並びにリーガル・アドバイザーとしてのアンダーソン・毛利・友常法律事務所について、本対抗提案者の関連当事者には該当せず、本取引及び本対抗提案の成否について重要な利害関係を有しておらず、独立性に問題ないことを確認した上で、J-TAP及びアンダーソン・毛利・友常法律事務所の助言を受け、本追加諮問事項について慎重に検討を行いました。

その後、当社は、本特別委員会から、当該検討結果として、2026年3月12日付「追加答申書」（以下「本追加答申書」といいます。）の提出を受け、(i) 本答申書（下記「5. 本取引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」の「(3) 当社における独立した特別委員会の設置及び特別委員会からの答申書の取得」で定義します。）において、本特別委員会は、(a) 本取引の目的は合理的であると認められる（本取引が当社の企業価値向上に資する。）こと、(b) 本取引の取引条件に係る取引条件の公正性・妥当性が確保されている（買収対価の水準、買収の方法及び買収対価の種類その他の取引の条件が公正なものとなっている。）こと、(c) 本取引において、取引条件の公正さを担保するための手

続が十分に講じられていると認められること、(d) 本取引は当社の一般株主にとって公正であると考えられることから、(e) 当社取締役会が本公開買付けに対して賛同の意見を表明すること及び当社の株主に対して本公開買付けに応募することを推奨することは相当である旨の答申を表明したところ、本対抗提案は法的拘束力のない提案であるが、本対抗提案が具体性・目的の正当性・実現可能性のある真摯な買収提案であるか、本対抗提案が当社の企業価値の向上に資するものであるか、当社の一般株主にとって公正なものであるかといった点について本対抗提案を検討している状況であることを踏まえると、現時点で本特別委員会による上記判断の基礎となる事情に変更すべき点は認められないため、上記(e)のうち、当社取締役会が本公開買付けに対して賛同する意見を表明することは相当である旨の本特別委員会の答申に変更はない旨、及び、(ii) 本公開買付けの公開買付価格(1株当たり726円)を含めた取引条件が公正かつ妥当であるとの本特別委員会の判断に変更はないものの、本対抗提案に係る公開買付価格(1株当たり900円)が本公開買付価格を上回っていることに鑑み、上記(e)のうち、当社取締役会が当社の株主に対して本公開買付けへの応募を推奨することは相当である旨の意見は撤回し、本公開買付けに応募するか否かについては株主の判断に委ねるとの意見に変更するべきである旨の答申を得ました。

当社は、上記の本追加答申書の答申を踏まえ、2026年3月13日開催の当社取締役会において、本公開買付けに賛同する旨の意見は維持するものの、当社の株主の皆様に対して本公開買付けへの応募を推奨する旨の意見を撤回し、当社の株主の皆様が本公開買付けに応募するか否かについては、株主の皆様のご判断に委ねる旨を決議いたしました。

その後、当社は、公開買付者から、2026年3月16日付「提案書」と題する書面(以下「3月16日付提案書」といいます。)にて、本公開買付けにおいて、2026年3月24日付で、本不応募株式について、本公開買付けに応募しない旨の契約(以下「本不応募契約」といいます。)を締結することに伴う本買付条件変更(注)の提案を受け、本買付条件変更について慎重に検討を行いました。当社は、本特別委員会から、2026年3月24日付「追加答申書(2)」(以下「本追加答申書(2)」)といいます。)の提出を受け、以下の点等を踏まえると、2026年3月25日付の当社取締役会において、本公開買付けに賛同する旨の意見及び当社の株主の皆様が本公開買付けに応募するか否かについては、株主の皆様のご判断に委ねる旨の意見を維持することを決定いたしました。

- (ア) 本買付条件変更は本取引の目的に影響を与えるものではなく、2026年2月2日以降、本取引が当社の企業価値の向上に資するかどうかの判断に重大な影響を与えるような事情も生じていないことから、本買付条件変更後も本取引の目的の合理性は認められること
- (イ) 2026年2月2日以降、当社の事業運営に関して、当社の企業価値に影響を与える重要な状況変化は発生しておらず、本事業計画を変更すべき事情は生じていないとのことであり、J-TAPが当社に提出した本株式価値算定書の内容は引き続き有効であると考えられ、本取引の公開買付価格を726円とすることは引き続き合理性が認められること及び本取引のスキームも妥当であると認められることに照らしても本公開買付けの条件は不合理なものではないといえないことから、本取引に係る取引条件の公正性・妥当性は引き続き認められること
- (ウ) 本買付条件変更後においても、①本買付条件変更の検討において、本特別委員会が有効に機能したものと考えられること、②本取引に特別の利害関係を有する取締役を、本買付条件変更の検討・交渉過程から除外し、当社の立場において公開買付者との協議及び交渉に一切参加させておらず、また、今後開催される本取引に関する取締役会に関しその審議及び決議にも参加させない予定であること、③間接的なマーケット・チェックが行われるものと認められること、④本取引においてはいわゆるマジョリティ・オブ・マイノリティを上回る買付予定数の下限が設定されていないが、上記①乃至③並びに下記⑤及び⑥等その他の公正性担保措置が十分に講じられていることを踏まえれば、本取引においては、マジョリティ・オブ・マイノリティ条件が設定されていないことについても不合理なものではないと考えられること、⑤本買付条件変更について、充実した情報開示が予定されており、本公開買付けにおいては、引き続き少数株主による十分な情報に基づく適切な判断の機会が確保される予定であること、⑥本買付条件変更後も引き続き本公開買付けに応募しない株主に株式買取請求権又は価格決定申立権が確保されないスキームは採用されておらず、本公開買付けが成

立した場合には本スクイーズアウト手続に関連する各議案が承認可決され、当社株式の非公開化は実現されると見込まれることから、本買付条件変更後も本取引については、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こと

(注) 公開買付者は、本公開買付けにおいて買付予定数の下限を 5,002,400 株(所有割合: 64.15%)に設定しており、本公開買付けに応募された株券等(以下「応募株券等」といいます。)の総数が買付予定数の下限(5,002,400 株)に満たない場合は、応募株券等の全部の買付け等を行わないとのことです。他方、本公開買付けは当社株式の全て(但し、本不応募株式及び当社が所有する自己株式を除きます。)を取得することを目的としているため、本公開買付けにおいて買付予定数の上限を設けておらず、応募株券等の総数が買付予定数の下限(5,002,400 株)以上の場合は、応募株券等の全ての買付け等を行うとのことです(以下「本買付条件変更」といいます。)

また、当社は、公開買付者から、2026 年 3 月 24 日付で、本応募契約(エス・ワイ・エス)についてフィデューシャリー・アウト条項を削除し、本対抗提案に係る公開買付けを含む本公開買付け以外の当社株式に対する公開買付けに応募しないことを合意(以下「本応募契約(エス・ワイ・エス) 変更合意」という。)したこと、株主合計 48 名(所有株式数合計: 3,307,312 株、所有割合: 42.41%。以下、総称して「本応募合意株主(その他株主)」といいます。)との間で、その所有する当社株式の全て(以下「本応募株式(その他株主)」といいます。)について本公開買付けに応募する旨の契約(以下「本応募契約(その他株主)」といいます。)を締結した旨の連絡(以下「2026 年 3 月 24 日付連絡」といいます。)を受領いたしました。当社は、2026 年 3 月 25 日付で、本特別委員会とともに、本対抗提案者に対して、本応募契約(エス・ワイ・エス) 変更合意及び本応募契約(その他株主)の締結を踏まえた本対抗提案の実現可能性の認識並びに当該認識を踏まえた対応方針に関する質問状(以下「2026 年 3 月 25 日付質問状」という。)を提出し、2026 年 3 月 26 日付で本対抗提案者から法的拘束力のない本対抗提案を当社株式の非公開化に関する法的拘束力を有する提案(以下「本改定対抗提案」といいます。)へと修正すること及び本改定対抗提案は、真摯かつ実現可能な、当社の企業価値向上を目的とした提案である旨の回答書(以下「2026 年 3 月 26 日付回答書」という。)を受領いたしました。

当社は、上記を踏まえて、本改定対抗提案が具体性・目的の正当性・実現可能性のある真摯な買収提案であるか、本改定対抗提案が当社の企業価値の向上に資するものであるか、当社の一般株主にとって公正なものであるかといった点について、慎重に検討を行いました。

当社は、本特別委員会から、2026 年 3 月 27 日付「追加答申書(3)」(以下「本追加答申書(3)」といいます。)の提出を受け、以下の点等を踏まえると、2026 年 3 月 27 日開催の当社取締役会において、本公開買付けに賛同の意見を表明するとともに、当社の株主の皆様が本公開買付けに応募することを推奨する旨を決議いたしました。

(ア) 本改定対抗提案の目的は、当社株式の 100%取得による当社株式の非上場化であって、当社株式の 100%取得による当社株式の非上場化にあたっては、本改定対抗提案に係る公開買付けが成立した上で、会社法(平成 17 年法律第 86 号。その後の改正を含みます。以下同じです。)第 180 条に基づき当社株式の併合を行うことにより、当社の株主を本改定対抗提案に係る公開買付けの公開買付者のみとするための手続を実施する必要があるため、当該手続の実施にあたっては少なくとも 3 分の 2 以上の議決権を取得する必要があるところ、本応募契約(エス・ワイ・エス) 変更合意及び本応募契約(その他株主)に基づき、当社の 3 分の 1 の議決権を超える議決権を所有する株主(所有割合の合計は 53.32%)が本改定対抗提案に係る公開買付けを含む本公開買付け以外の当社株式に対する公開買付けに応募しないことから、本改定対抗提案に係る公開買付けを通じて本対抗提案者が 3 分の 2 以上の議決権を取得することはできないため、本改定対抗提案は、実現可能性のない提案と評価せざるを得ず、したがって、本改定対抗提案は、実現可能性という観点から、真摯な買収提案には該当しないこと。なお、2026 年 3 月 26 日付回答書によれば、本対抗提案者としては、本応募契約(エス・ワイ・エス) 変更合意及び本応募契約(その他株主)の締結を踏まえても、本改定対抗提案について真摯かつ実現可能な、当社の企業価値向上を目的とした提案であると考えているとの

ことであるが、上記のとおり、本改定対抗提案は、実現可能性のない提案と評価せざるを得ず、本対抗提案者の本改定対抗提案が真摯かつ実現可能な提案であるという主張を採用することはできない。

- (イ) 本改定対抗提案が真摯な買収提案に該当せず、当社取締役会において検討すべき真摯な買収提案は本取引のみであるところ、2026年2月2日以降の事情を勘案しても、本取引について、(i) 本取引の目的は合理的と認められる（本取引が当社の企業価値向上に資する。）、(ii) 本取引の取引条件に係る取引条件の公正性・妥当性が確保されている（買収対価の水準、買収の方法及び買収対価の種類その他の取引の条件が公正なものとなっている。）、(iii) 本取引において、取引条件の公正さを担保するための手続が十分に講じられていると認められる、(iv) 本取引は当社の一般株主にとって公正であると考えられることから、(v) 当社取締役会が本公開買付けに賛同の意見を表明すること及び当社の株主に対して本公開買付けに応募することを推奨することは相当であること

その後、上記のとおり、本公開買付けが成立いたしました。公開買付者は、本公開買付けにより当社株式の全て（但し、本不応募合意株式及び当社が所有する自己株式を除きます。）を取得することができなかったことから、当社は、公開買付者からの要請を受け、2026年5月1日付の取締役会において、当社の株主を公開買付者のみとするために、本臨時株主総会において株主の皆様のご承認をいただくことを条件として、本株式併合を実施することとし、本議案を本臨時株主総会に付議することを決議いたしました。

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

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

本株式併合は、本公開買付けの成立後における本スクイーズアウト手続として行われるものであるところ、公開買付者及び当社は、本公開買付けを含む本取引がいわゆるマネジメント・バイアウト（MBO）の一環として行われるものであり、構造的な利益相反の問題が存在すること等を踏まえ、本公開買付けの公正性の担保、本公開買付けの実施を決定するに至る意思決定の過程における恣意性の排除及び利益相反の回避の観点から、本公開買付けを含む本取引の公正性を担保するため、下記「5. 本取引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」に記載の措置を実施いたしました。

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

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

上記「1. 株式併合の目的及び理由」に記載のとおり、本株式併合により、公開買付者以外の株主の皆様の所有する当社株式の数は、1株に満たない端数となる予定です。

本株式併合の結果生じる1株未満の端数については、その合計数（会社法第235条第1項の規定により、その合計数に1株に満たない端数がある場合にあっては、当該端数は切り捨てられます。）に相当する数の株式を、会社法第235条その他の関係法令の規定に従って売却し、その端数に応じて、その売却により得られた代金を株主の皆様に交付いたします。当該売却について、当社は、本株式併合が、本取引の一環として、当社の株主を公開買付者のみとすることを目的とするものであること、また、当社株式が2026年6月25日をもって上場廃止となる予定であり、市場価格のない株式となることから、競売によって買受人が現れる可能性は低いと考えられることに鑑み、会社法第235条第2項の準用する同法第234条第2項の規定に基づき、裁判所の許可を得て、公開買付者に売却することを予定しております。

この場合の売却価格につきましては、上記裁判所の許可が予定どおり得られた場合は、株主の皆様が所有する当社株式の数に本公開買付け価格と同額である726円を乗じた金額に相当する金銭を各株主の皆様に交付できるような価格に設定する予定です。

- (2) 売却に係る株式を買い取る者となることが見込まれる者の氏名又は名称

株式会社パロン

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

公開買付者は、本株式併合の結果生じる 1 株に満たない端数の合計数に相当する当社株式の取得に要する資金を、株式会社三井住友銀行からの借入（以下「本買収ローン」といいます。）により賄うことを予定しているとのことです。

当社は、公開買付者が 2026 年 3 月 25 日に提出した公開買付届出書の訂正届出書及び同書に添付された本買収ローンに係る融資証明書を確認することによって、公開買付者における資金確保の方法を確認しております。また、公開買付者によれば、本公開買付けの開始以降、本株式併合の結果生じる 1 株未満の端数の合計数に相当する当社株式の売却代金の支払に支障を及ぼす事象は発生しておらず、今後発生する可能性も認識していないとのことです。したがって、当社は、公開買付者による本株式併合の結果生じる 1 株に満たない端数の合計数に相当する当社株式の売却に係る代金の支払のための資金を確保する方法は相当であると判断しております。

- (4) 売却する時期及び売却により得られた代金を株主に交付する時期の見込み

当社は、本株式併合の効力発生後、2026 年 7 月中旬を目処に、会社法第 235 条第 2 項の準用する同法第 234 条第 2 項の規定に基づき、裁判所に対して、本株式併合の結果生じる 1 株に満たない端数の合計数に相当する当社株式を公開買付者に売却することについて許可を求める申立てを行うことを予定しております。当該許可を得られる時期は裁判所の状況等によって変動し得ますが、当社は、当該裁判所の許可を得て、2026 年 8 月中旬を目処に当社株式を公開買付者へ売却し、その後、当該売却により得られた代金を株主の皆様へ交付するために必要な準備を行った上で、2026 年 9 月下旬を目処に、当該代金を株主の皆様へ交付することを見込んでおります。

当社は、本株式併合の効力発生日から売却に係る一連の手續に要する期間を考慮し、上記のとおり、それぞれの時期に、本株式併合の結果生じる 1 株に満たない端数の合計数に相当する当社株式の売却が行われ、また、当該売却により得られた代金の株主の皆様への交付が行われるものと判断しております。

4. 1 株未満の端数が生じる場合の処理により株主に交付されることが見込まれる金銭の額及び当該額の相当性に関する事項

端数処理により株主の皆様へ交付することが見込まれる金銭の額は、上記「3. 1 株に満たない端数の処理をすることが見込まれる場合における当該処理の方法に関する事項」の「(1) 会社法第 235 条第 1 項又は同条第 2 項において準用する同法第 234 条第 2 項のいずれの規定による処理を予定しているかの別及びその理由」に記載のとおり、株主の皆様が所有する当社株式の数に本公開買付価格と同額である 726 円を乗じた金額となる予定です。

当社は、以下の点等を踏まえると、本公開買付価格（726 円）は当社の株主の皆様にとって妥当で公正であり、本公開買付けは、当社の株主の皆様に対して、合理的な株式の売却の機会を提供するものであると判断いたしました。

- (1) 本公開買付価格（726 円）は、下記「5. 本取引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」の「(1) 当社における独立した第三者算定機関からの株式価値算定書の取得」に記載されている J-TAP による当社株式の株式価値の算定結果のうち、市場株価法に基づく算定結果の上限を上回っており、また、DCF 法に基づく算定結果のレンジ内であり、かつ、当該レンジの中央値を上回る価格であること
- (2) 本公開買付価格（726 円）が、直前営業日を基準日として、東京証券取引所スタンダード市場における当社株式の基準日の終値 437 円に対して 66.13%、同日までの過去 1 ヶ月間の終値単純平均値 445 円に対して 63.15%、同過去 3 ヶ月間の終値単純平均値 432 円に対して 68.06%、同過去 6 ヶ月間の終値単

純平均値 419 円に対して 73.27%のプレミアムが加算されたものであるとともに、過去 5 年間の当社株式の終値の最高値である 726 円（2023 年 4 月 3 日の終値）と同じ価格であり、M&A 指針の公表日である 2019 年 6 月 28 日以降に公表され、かつ 2026 年 2 月 2 日までに公表された国内上場企業を対象とした MBO による非公開化を企図した公開買付けの事例 114 件のプレミアム水準（直前営業日の終値に対するプレミアムの中央値では 41.11%、同日までの過去 1 ヶ月間の終値単純平均値に対するプレミアムの中央値では 43.55%、同日までの過去 3 ヶ月間の終値単純平均値に対するプレミアムの中央値では 46.01%、同日までの過去 6 ヶ月間の終値単純平均値に対するプレミアムの中央値では 47.26%）をいずれも上回る水準であり、本公開買付価格には合理的なプレミアムが付されていると考えられること

- (3) 本公開買付価格（726 円）は、当社の 2025 年 9 月 30 日現在の連結簿価純資産額 8,698 百万円を、当社の発行済株式総数（7,878,800 株）から同日現在の当社が所有する自己株式数（当社の同日現在の連結財務諸表において自己株式として処理されている株式付与 E S O P 信託が所有する当社株式を含んだ 137,729 株）（注）を控除した後の発行済株式総数（7,741,071 株）で割ることにより算出した 1 株当たり連結純資産額 1,123.63 円（本公開買付価格は当該金額との比較で 35.39%のディスカウント）を下回っているものの、連結簿価純資産額はあくまで理論上の清算価値を示すものであり、将来の収益性を反映したものではないため、継続企業の前提（ゴーイング・コンサーン）に基づく当社の株式価値算定においては重視することは合理的ではないこと。また、当社の資産には、現金及び預金のほか、換金可能な投資有価証券が含まれる一方、棚卸資産、本社や工場の土地・建物等の流動性の低い事業用資産も相応に含まれていることを踏まえると、仮に当社が清算する場合にも、連結簿価純資産価額のとおりの換価されるものではなく、現実的には相当程度毀損された金額となることが想定されること。具体的には、当社の資産においては早期売却に伴い減価が必要な資産があること、本社や工場においては、建築後相当程度の年月が経過し老朽化していること、工場及び機械装置においては、汎用性が乏しく即時一括での売却が困難であることや処分費用が必要であることを踏まえると、簿価により売却することは困難であることが見込まれること。また、工場については、更地での売却が必要であることが見込まれるものの、その場合には不動産鑑定費用に加えて建物の解体費用及び土壌汚染調査費用等が必要になると考えられること、子会社を含めた当社グループの清算を行う場合、企業の清算に伴い、従業員に対する割増退職金、弁護士費用等の専門家費用その他の追加コストに加えて、定量化が困難なコストが相当程度発生することが見込まれること等に鑑みると、当社の清算価値は、現実的には連結簿価純資産額から相当程度毀損された金額となることが想定されること。したがって、本公開買付価格が当社の 1 株当たり連結純資産額を下回っていることをもって、その合理性が否定されることにはならないと考えること（なお、当社においては、実際に清算を予定しているわけではないため、清算を前提とする各種コストの見積書の取得までは行っておらず、本公開買付価格と具体的な見積もりを経て積算された清算コスト等を勘案して算出される、想定した清算価値との比較検討までは行っておりません。）
- (4) 下記「5. 本取引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」に記載の利益相反を回避するための措置が採られていること等、当社の一般株主の利益への配慮がなされていると認められること
- (5) 石井氏は、本取引の検討を 2025 年 3 月初旬から行っており、当該検討開始後に、当社が 2025 年 5 月 15 日付で「営業外収益（為替差益）の計上、特別損失（連結・個別）の計上に関するお知らせ」を公表しているが、当該公表は本取引の検討と関係なく行われたものであり、当社株式の株式価値の算定の基礎とされた本事業計画（下記「5. 本取引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」の「（1）当社における独立した第三者算定機関からの株式価値算定書の取得」で定義します。）の作成にあたり当該公表内容を恣意的に反映したという事実も窺われないこと
- (6) 上記利益相反を回避するための措置が採られた上で、当社と公開買付者との間で独立当事者間の取引における協議・交渉と同等の協議・交渉が複数回行われ、より具体的には、当社において、本特別委員会との協議、J-TAP による当社株式の株式価値に係る算定結果の内容や財務的見地からの助言及びアンダーソン・毛利・友常法律事務所から受けた法的助言等を踏まえて、公開買付者との間で真摯かつ継続的に協議・交渉が行われた上で決定された価格であること
- (7) 本特別委員会が、事前に交渉方針を確認するとともに、適時にその状況の報告を受け、交渉上重要な局

面において意見、指示、要請等を行った上で、本公開買付価格について妥当である旨の意見を述べていること

以上より、当社は、本取引が当社の企業価値の向上に資するものであるとともに、本公開買付価格を含む本取引に係る取引条件は妥当なものであると判断し、2026年2月3日開催の取締役会において、本公開買付けに賛同の意見を表明するとともに、当社の株主の皆様が本公開買付けに応募することを推奨する旨を決議いたしました。

また、当社は、2026年3月27日開催の取締役会において、本公開買付けに賛同の意見を表明するとともに、当社の株主の皆様が本公開買付けに応募することを推奨する旨の決議を行い、その旨を表明した後、2026年5月1日付の取締役会における決議時点に至るまでに、本公開買付価格の算定の基礎となる諸条件に重大な変更が生じていないことを確認いたしました。

以上より、当社は、端数処理の方法及び端数処理により当社の株主の皆様へ交付することが見込まれる金銭の額については、相当であると判断しております。

5. 本取引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

本株式併合は、本公開買付けの成立後における本スクイズアウト手続として行われるものであるところ、公開買付者及び当社は、本公開買付けがいわゆるマネジメント・バイアウト（MBO）の一環として行われるものであり、構造的な利益相反の問題が存在すること等を踏まえ、本公開買付価格の公正性の担保、本公開買付けの実施を決定するに至る意思決定の過程における恣意性の排除及び利益相反の回避の観点から、本公開買付けを含む本取引の公正性を担保するため、以下の措置を実施いたしました。

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

（1）当社における独立した第三者算定機関からの株式価値算定書の取得

当社は、本公開買付けに関する意見表明を行うにあたり、公開買付者から提示された本公開買付価格に対する意思決定の過程における公正性を担保するために、当社及び公開買付関連当事者から独立したファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関であるJ-TAPに当社株式の価値算定を依頼し、2026年2月2日付で本株式価値算定書を取得しました。なお、当社は、本公開買付価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置が講じられており、本取引に係る公正性が十分に担保されていると判断したことから、J-TAPから本公開買付価格の公正性に関する意見書（フェアネス・オピニオン）を取得していません。

J-TAPは、当社及び公開買付関連当事者の関連当事者には該当せず、本公開買付けを含む本取引に関して記載すべき重要な利害関係を有していません。J-TAPの報酬は、本取引の過程に複数のマイルストーンを設定し、各マイルストーンに到達する都度支払われるマイルストーン報酬（固定）としており、J-TAPとしては、本取引の成否が不明な中において、報酬をマイルストーン報酬とする方が当社の金銭的負担の観点から望ましく、双方にとっても合理性があると考えているとのことであり、当社としては、当該マイルストーン報酬は固定報酬であり、成立した本取引の公開買付価格に応じて変動するものではなく、同種の取引におけるファイナンシャル・アドバイザーに関する報酬体系の実務慣行に鑑み、当該報酬体系であることをもって独立性が否定されているわけではないと判断しております。

また、本特別委員会は、2025年12月2日開催の第1回特別委員会において、J-TAPの独立性及び専門性に問題がないことを確認した上で、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承認しております。

J-TAPは、本公開買付けにおける算定手法を検討した結果、当社が継続企業であるとの前提の下、当社株式の株式価値について多面的に評価することが適切であるとの考えに基づき、当社株式が東京証券取引所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を、当社の将来の事業活動の状況を算定に反映するためDCF法を用いて、当社株式の1株当たりの株式価値算定を行っており

ます。

J-TAPが上記の手法に基づいて算定した当社株式1株当たりの株式価値の範囲は以下のとおりです。

市場株価法	: 419 円から 445 円
D C F 法	: 608 円から 778 円

市場株価法では、算定基準日を 2026 年 2 月 2 日として、東京証券取引所スタンダード市場における当社株式の基準日終値 437 円、過去 1 ヶ月間の終値の単純平均値 445 円、過去 3 ヶ月間の終値の単純平均値 432 円及び過去 6 ヶ月間の終値の単純平均値 419 円を基に、当社株式の 1 株当たりの株式価値の範囲を 419 円から 445 円までと算定しております。

D C F 法では、当社が足元の収益環境及び当社の業績等を踏まえて算定時点で合理的に予測可能な期間を対象期間として作成した 2026 年 3 月期から 2028 年 3 月期までの 3 期分の事業計画(以下「本事業計画」といいます。)における財務予測、直近までの業績動向、一般に公開された情報等の諸要素を前提として、当社が 2026 年 3 月期第 3 四半期以降に生み出すと見込まれるフリー・キャッシュ・フロー (以下「F C F」といいます。)を一定の割引率で現在価値に割り引いて当社の企業価値や株式価値を算定し、当社株式の 1 株当たりの株式価値の範囲を 608 円から 778 円までと算定しております。割引率は加重平均資本コストとし、6.99%~8.55%を採用しております。なお、資本コストの計算にあたっては、サイズリスク・プレミアム等の追加的なリスクプレミアムは考慮しておりません。また、継続価値の算定にあたっては、永久成長法を採用し、永久成長率を当社の事業計画の業績推移及び期間や日本経済の G D P 成長率を総合的に勘案し▲0.5%~0.5%とし、継続価値の範囲を 2,908 百万円から 4,213 百万円までと算定しております。なお、継続価値の計算にあたっては、本事業計画の最終事業年度に発生する一時的な支出である退職金を控除した数値を使用しております。

また、非事業用資産として、余剰現預金(当社の現預金から、過去の資金繰り実績等を総合的に考慮し推計した事業用現預金 1,000 百万円を控除して算出しております。)を加算するとともに、当社が保有する投資有価証券について、所有に伴う事業上の経済効果が低く、売却に制約がないものは非事業用資産として時価で売却することを想定した際の税効果を加味した金額を加算しております。

J-TAPが D C F 法の算定の前提とした本事業計画に基づく財務予測は以下のとおりとことです。当該財務予測には、対前年度比較において利益及び F C F の大幅な増減を見込んでいる事業年度が含まれます。具体的には、2026 年 3 月期においては、売上高の増加に伴い営業利益は 195 百万円(12 ヶ月)(対前年比 134.76%増)、F C F は前事業年度である 2025 年 3 月期において、工場集約に伴うベンリナーの広島工場への大規模な設備投資があった反動により▲115 百万円(12 ヶ月)(対前年比 762 百万円の増加)を見込んでおります。また、2027 年 3 月期においては、ベンリナーの工場の稼働が改善される影響等により営業利益は 295 百万円(対前年比 51.30%増)、F C F は 185 百万円(対前年比 300 百万円の増加)を見込んでおります。さらに、2028 年 3 月期においては、ベンリナーの販路拡大や製品の値上げ等により営業利益は 422 百万円(対前年比 43.13%増)を見込んでおります。なお、当社が 2026 年 2 月 3 日に公表した「2026 年 3 月期 通期連結業績予想の修正に関するお知らせ」に記載されている業績予想の修正内容は、本事業計画に反映されております。

また、本取引の実行により実現することが期待されるシナジー効果については、算定時点において収益に与える影響を具体的に見積もることが困難であるため、反映しておりません。

(単位：百万円)

	2026 年 3 月期 (6 ヶ月)	2027 年 3 月期	2028 年 3 月期
売上高	5,021	10,841	11,469
営業利益	130	295	422

EBITDA	252	672	736
フリー・キャッシュ・フロー	▲241	185	237

(注) J-TAPは、当社株式の株式価値の算定に際し、当社から提供を受けた資料及び情報、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であることを前提としており、これらの資料及び情報の正確性又は完全性に関し独自の検証を行っておらず、またその義務を負うものではありません。J-TAPは、当社株式の株式価値の算定に重大な影響を与える可能性がある事実でJ-TAPに対して未開示の事実はないこと等を前提としております。当社及び当社の関係会社の全ての資産又は負債（金融派生商品、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、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、また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。J-TAPは、提供された本事業計画その他将来に関する情報が、算定時点で当社において可能な最善の予測と判断に基づき、合理的に確認、検討又は作成されていることを前提としており、独自に検証しておらず、これらの情報に依拠しております。また、J-TAPの算定は、2026年2月2日現在における金融、経済、市場その他の状況を前提としております。なお、J-TAPが提出した当社株式の株式価値の算定結果は、本公開買付価格の公平性について意見を表明するものではありません。

(2) 当社における独立したリーガル・アドバイザーからの助言の取得

当社は、本公開買付けを含む本取引に係る当社取締役会の意思決定の公正性及び適正性を確保するために、当社及び公開買付関連当事者から独立したリーガル・アドバイザーとしてアンダーソン・毛利・友常法律事務所を選任し、同事務所から、本公開買付けを含む本取引に関する諸手続を含む当社取締役会の意思決定の方法及び過程その他の留意点について、必要な法的助言を受けております。なお、アンダーソン・毛利・友常法律事務所は、当社及び公開買付関連当事者の関連当事者には該当せず、本公開買付けを含む本取引に関して記載すべき重要な利害関係を有しておりません。また、本特別委員会において、アンダーソン・毛利・友常法律事務所を当社のリーガル・アドバイザーとすることについて承認しております。

アンダーソン・毛利・友常法律事務所の報酬は、本取引の成否にかかわらず、稼働時間に時間単価を乗じて算出するものとされており、本取引の成立を条件とする成功報酬は含まれておりません。

また、本特別委員会は、2025年12月2日開催の第1回特別委員会において、アンダーソン・毛利・友常法律事務所の独立性及び専門性に問題がないことを確認した上で、当社のリーガル・アドバイザーとして承認しております。

(3) 当社における独立した特別委員会の設置及び特別委員会からの答申書の取得

ア 設置等の経緯

当社は、上記「1. 株式併合の目的及び理由」に記載のとおり、本取引がマネジメント・バイアウト(MBO)に該当し、当社又は当社の一般株主との間に構造的な利益相反の問題が典型的に存在するため、本取引に係る当社の意思決定に慎重を期し、また、当社取締役会の意思決定過程における恣意性及び利益相反のおそれを排除し、その公正性を担保することを目的として、2025年11月26日開催の当社取締役会決議に基づき、公開買付関連当事者及び本取引の成否のいずれから独立した委員である大津素男氏（当社独立社外取締役（監査等委員）、公認会計士）、川添啓明氏（当社独立社外取締役（監査等委員）、弁護士）及び岡裕信氏（税理士、クライム・ヒル株式会社代表取締役）の3名によって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。当社の独立社外取締役（監査等委員）は、大津素男氏及び川添啓明氏の2名のみであるところ、本特別委員会の構成については、M&A指針に準拠し、また、本特別委員会の機動的な開催及び特別委員会としての慎重な意見の形成を図るという観点から、3名が望ましいと判断し、税理士としての専門性に加えて本件同種（MBOや完全子会社化を目的とする公開買付け）の案件の特別委員会の委員としての経験を有している外部有識者である岡裕信氏を加えた3名を選任しました。以降、本特別委員会の委員は変更されていません。なお、本特別委員会の互選により、大津素男氏を本特別委員会の委員長として選定しております。また、本特別委員会の各委員に対しては、そ

の職務の対価として、答申内容にかかわらず、固定の報酬を支払うものとしております。

そして、当社は、上記取締役会決議に基づき、本特別委員会に対し、(a) 本取引の目的は合理的と認められるか(本取引が当社の企業価値向上に資するかを含む。)、(b) 本取引に係る取引条件の公正性・妥当性が確保されているか(買収対価の水準、買収の方法及び買収対価の種類その他の取引の条件が公正なものとなっているかを含む。)、(c) 取引条件の公正さを担保するための手続が十分に講じられているか、(d) 上記(a)乃至(c)までを踏まえ、本取引が当社の一般株主にとって公正であると考えられるか、及び(e) 当社取締役会が本公開買付けに賛同の意見を表明すること及び当社の株主に対して本公開買付けに応募することを推奨することの是非(以下(a)乃至(e)の事項を「本諮問事項」といいます。)について諮問し、これらの点についての答申書を当社に提出することを委嘱いたしました。

また、本特別委員会への諮問にあたり、本取引に関する当社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ものとし、本特別委員会が本取引に関する取引条件を妥当でないと判断した場合には、当社取締役会は本取引を行う旨の意思決定を行わないこととしています。

併せて、当社は、上記取締役会決議に基づき、本特別委員会に対して、(a) 当社のファイナンシャル・アドバイザー及びリーガル・アドバイザー等の専門家(以下「アドバイザー等」と総称します。)を指名又は承認(事後承認を含みます。)する権限、(b) 本諮問事項の検討にあたって、本特別委員会が必要と認める場合には、本特別委員会自らのアドバイザー等を選任する権限(本特別委員会のアドバイザー等の専門的助言に係る合理的な費用は当社の負担とします。)、(c) 当社の役職員その他本特別委員会が必要と認める者から本取引の検討及び判断に必要な情報を受領する権限、及び(d) 本取引の取引条件に関する交渉について事前の方針を確認し、適時にその状況の報告を受け、重要な局面で意見を述べ、指示や要請を行うこと等により、本取引の取引条件に関する交渉過程に実質的に関与する権限をそれぞれ付与しております。

イ 本答申書提出までの検討の経緯及び判断内容

本特別委員会は、2025年12月2日より2026年2月3日まで合計11回、合計約15時間に亘って開催され、本諮問事項についての協議及び検討が慎重に行われました。

具体的には、本特別委員会は、まず、2025年12月2日、当社のリーガル・アドバイザーであるアンダーソン・毛利・友常法律事務所並びにファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関であるJ-TAPについて、その独立性及び専門性に問題がないことを確認の上、その選任を承認しております。また、本特別委員会は、必要に応じ当社のアドバイザー等から専門的助言を得ることとし、本特別委員会として独自にアドバイザー等を選任しないことを確認しております。

その上で、本特別委員会は、アンダーソン・毛利・友常法律事務所及びJ-TAPから受けた説明を踏まえ、本取引において手続の公正性を確保するために講じるべき措置について検討を行っております。

本特別委員会は、当社から、当社の事業の内容、外部環境、現在の経営課題、J-TAPによる株式価値算定の前提とした本事業計画の内容、公開買付者が本取引を検討するに至った経緯、公開買付者の提案内容等に関する事項の説明を受け、質疑応答を実施しております。また、公開買付者及び石井氏から、本取引の背景・意義・目的、本取引により想定される影響、本取引のストラクチャー・条件、本取引後の当社の経営体制・経営方針について説明を受け、質疑応答を実施しております。さらに、公開買付者と当社との間における本取引に係る協議・交渉について、当社からその経緯及び内容等につき適時に報告を受けた上で、本特別委員会において協議し、当社をして、本特別委員会が承認した本公開買付価格の公開買付者における再検討の要請等に関する交渉方針に従って交渉を行わせる等して、公開買付者との交渉過程に実質的に関与しております。加えて、J-TAPから当社株式の株式価値の算定方法及び結果に関する説明を受け、当該算定方法の前提、内容及び結果等について財務的見地から質疑応答を行い、その合理性を検証したほか、アンダーソン・毛利・友常法律事務所から本取引において利益相反を軽減又は防止するために採られている措置及び本取引に関する説明を受け、公正性担保措置の一般的意義・概念及び本取引における当該措置の十分性等に関して質疑応答を行うとともに、当社から本取引の諸条件の交渉経緯及び決定過程等に関する説明を受け、公開買付者から提案された本公開買付価格が、当社が実現し得る本源的価値が適切に反映されているか等についての質疑応答を実施しております。これらの内容を踏まえ、本特別

委員会は本諮問事項について慎重に協議・検討を行っております。

また、本特別委員会は、当社が公表又は提出予定の本公開買付けに係るプレスリリース及び意見表明報告書の各ドラフト、公開買付者が提出予定の本公開買付けに係る公開買付届出書のドラフトの内容について、アンダーソン・毛利・友常法律事務所及びJ・T・A・Pの説明を受け、公開買付者及び当社が、それぞれのファイナンシャル・アドバイザー及びリーガル・アドバイザーの助言を得て充実した情報開示を行う予定であることを確認しております。

本特別委員会は、このように本諮問事項について慎重に協議及び検討した結果、2026年2月2日、当社取締役会に対し、委員全員の一致で、本諮問事項について、大要以下の内容の答申書（以下「本答申書」といいます。）を提出しております。

（i）答申内容

（ア）本取引の目的は合理的と認められる（本取引が当社の企業価値向上に資する。）。

（イ）本取引に係る取引条件の公正性・妥当性が確保されている（買収対価の水準、買収の方法及び買収対価の種類その他の取引の条件が公正なものとなっている。）。

（ウ）本取引において、取引条件の公正さを担保するための手続が十分に講じられていると認められる

（エ）上記（ア）から（ウ）を踏まえると、本取引は当社の一般株主にとって公正であると考えられる。

（オ）当社取締役会が本公開買付けに賛同の意見を表明すること及び当社の株主に対して本公開買付けに応募することを推奨することは相当である。

（ii）答申理由

（ア）本諮問事項①（本取引の目的は合理的と認められるか（本取引が当社の企業価値向上に資するかを含む。））に対する答申

以下の（a）から（c）までに記載のとおり、本取引により想定されるシナジーは合理的なものということができ、公開買付者の想定と当社の想定との間に矛盾・齟齬もなく、本取引の実行は、当社が認識する経営課題の解決に資することが認められる。また、本取引による当社の企業価値向上に対する重大な支障となる事情として認められるものも見受けられない。したがって、本取引は企業価値の向上に資するものであって、その目的は合理的であると認められる。

（a）当社における事業環境及び経営課題の認識

当社は、当社における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。

a. 特殊印刷事業

- ・特殊印刷事業の現在の主な受注先である国内電機メーカーにおける国内外を含めた競合他社との価格競争の激化や海外メーカーへの委託に伴う当社に対する発注単価の下落に加え、資源価格の高騰に伴った製造原価の上昇により、安価な海外メーカーとの価格競争や委託先変更による失注といったビジネス機会の損失が発生しており、中長期的にもそのような厳しい環境が継続することが見込まれる。
- ・当社としては、自社工場を活用した営業活動に捉われず、これまで培ってきたリレーションや知見を活かした提案型営業による新たなビジネスの発掘が、今後の当社の中長期的な事業拡大に必要な不可欠であると考えているが、上記事業拡大にあたっては、当社の既存の人材を含めたリソースを活用するだけでは限界があるところ、既存の人材の流出防止に留まらず新規領域のビジネス獲得に必要な人材を確保するにあたり初期投資が発生すること、中長期的なコスト増加が見込まれること、取引条件等の悪化等の影響が予想されることから、商機を獲得又は高めるために迅速な意思決定が必要になる。

b. 野菜調理器製造販売事業

- ・特殊印刷業界は、一定程度成熟した業界であり、今後大きな成長が期待しにくいと考えられることから、これまでに培った技術の活用と資本・人材等の経営資源の積極的投資を行い、既存の枠に捉われない新たな事業領域への進出や革新的な製品開発を行い、次なる事業の柱を築い

ていく必要があり、その一つが、当社子会社のベンリナーの野菜調理器製造販売事業の拡大である。

- ・野菜調理器製造販売事業の拡大のための製造設備の拡張については、生産設備の拡張に加えて人材の育成も同時に行う必要があることから、実質的な生産量キャパシティの拡張においては一定の期間が必要になる。したがって、野菜調理器製造販売事業の増産体制構築を含めた新規事業の拡大には、多額の先行投資が必要になることに加え、投資回収までに一定の期間を要することにより、短期的な業績及び財務状況の悪化が生じる可能性がある。

以上のような当社による事業環境及び経営課題の認識については、矛盾した点や明らかに客観的事実に反している点はない。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、一般論としては当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。

（b）本取引により想定されるシナジー

（ア）公開買付者が想定するシナジー

公開買付者が想定する本取引のシナジーは、以下のとおりである。

a. シール・ラベル事業における黒字体質の構築

- ・当社グループでは、自社工場を活用し主にシール・ラベル事業を営んでおり、現在の主な受注品は国内電機メーカーグループからの電気機器関連商品に用いられるシールやラベル等であるところ、受注者である国内電機メーカーグループは、製品ライフサイクルの短期化や国内外を含めた競合他社との価格競争の激化により、結果として当社グループに対する発注単価を下落させているため、当社グループが高付加価値製品の割合を増加しても採算が取れないケースが増加してきている。加えて、国内電機メーカーグループは価格競争の点から、自社の生産拠点の海外移転や部材の現地調達化を進めている一方で、従来生産拠点として保有していた海外自社工場の運営において採算が悪化するケースも増加しているため、海外自社工場を閉鎖し、製造をより安価な海外メーカーに委託する動きが加速している。また、資源価格の高騰に伴い製造原価が上昇しており、その結果、当社グループとしては、その安価な海外メーカーとの価格競争に加え、委託先変更による失注といったビジネス機会自体の損失が発生している。この一連の影響が長期化すると予想されることを受け、過大となった設備の集約を通じた製造効率化及びコスト削減による収益改善のため、当社グループとして国内外の工場の閉鎖を実施している。
- ・この点に関して、当社グループには、自社工場を活用したシール・ラベル事業に関する営業活動を行う既存営業と、自社工場を使わずに、今まで培ってきたリレーションや知見を活かして新たなビジネスを発掘する提案型営業を行う二つの営業スタイルがあるところ、新たなビジネスを発掘する提案型営業による新しいビジネスこそ、今後、当社グループが中長期的に発展していくために不可欠である。
- ・その際、既存顧客とは異なる取引先や商流で事業を展開していくことから、新規領域におけるビジネス獲得に必要な人材面も含めた初期投資の発生、売掛債権回収条件や在庫負担条件等の悪化、商談に関する意思決定の迅速化が必要になること等の変化が予想される。それに伴い、初期投資による初期的な収益悪化や債権回収条件悪化及び在庫負担増加に伴う運転資金増加（キャッシュ・フローのマイナス要因）に伴う一時的な業績悪化が予想される。
- ・当社株式を上場したままでは、短期的な利益を重視する資本市場においては必ずしも十分な評価が得られず、当社の株価の下落を招き当社の株主の期待に沿えないリスクがある。また、より中長期的な観点では、新しいビジネスの拡大を通じ幅広い成長分野における利益率の高い製品の受注が増えることで、当社の売上高及び収益の増加が実現でき、黒字体質の構築ができる。

b. 野菜調理器製造販売事業等の新規事業の拡大

- ・当社グループが属する特殊印刷業界は、一定程度成熟した業界であると認識しており、今後大きな成長が期待しにくいと考えられることから、これまでに培った技術の活用と資本・人材等の経営資源の積極的投資を行い、既存の枠にとらわれず新たな事業領域への進出や革新的な製品開発を行い、次なる事業の柱を築いていく必要があり、その一つが、当社が2022年12月に株式を取得したベンリナーの野菜調理器製造販売事業の拡大である。
 - ・野菜調理器製造販売事業におけるボトルネックの一つである製造について、当社グループは、一般的な野菜調理器の製造方法に加えて、刃物の研ぎ職人による加工によりスライサーの切れ味や耐久性を向上させているため、単に生産設備を整えれば増産されるわけではなく、野菜調理器に付属する刃物の研ぎ職人の育成も同時に行う必要がある。そのため、生産量キャパシティの拡大という結果が出るまで、一定の時間が必要になる。
 - ・加えて、野菜調理器製造販売事業への新規投資等の新規事業の拡大については、投資回収までに一定の時間を要することにより、上場したままでは資本市場から必ずしも十分な評価が得られず、当社の株価の下落を招き当社の株主の期待に沿えないリスクがある。
 - ・このリスクを減らす手段として、より迅速な意思決定を行うための組織体制の構築が必要である。上記のような新規事業領域への進出及び革新的な製品開発には、多額の先行投資により費用先行となることや、在庫リスクを抱えることに加え、期待される収益を生むかどうかは不明確であることから、一時的には当社の収益及びキャッシュ・フローのマイナス要因になることが想定されるが、当社グループが中長期的に発展していくためには、迅速な意思決定を行うための組織体制の構築や新たな投資を進め新規事業を拡大していくことが必要不可欠である。
- c. M&A等による新規成長分野への戦略的投資
- ・当社が、2022年12月にベンリナーの株式を取得したように、今後も買収や資本業務提携等の方法によって、新規成長分野へのスピード感ある事業展開を行っていくことが当社グループにとって必要である。具体的には、二つの方向性があり、一つ目は、当社グループの属する特殊印刷業界において、今後他分野にも活用できるような特殊技術を保有している企業の買収やそのような企業との間で資本業務提携等を行い、当社グループの特殊印刷に関する技術・ノウハウの強化を行い、新たなサービスとして付加していくという方向性である。二つ目は、当社グループの製造業としてのノウハウを活用して、特殊印刷業以外の成長性の高い新規分野の企業の買収やそのような企業との間で資本業務提携等を実施し、新規成長分野への進出を行うという方向性である。
 - ・このようなビジネスチャンスをつかむためには、何よりも機動的な意思決定とチャレンジ精神が重視されるべきであり、具体的には、このようなビジネスチャンスに対してより機動的かつ柔軟な意思決定を行うことが可能となる組織を組成するとともに、能動的に新規ビジネスの模索を行える仕組みを構築していくことが必要である。
 - ・M&A等による新規成長分野への戦略的投資の拡大は、当社グループのさらなる発展に向けた重要な戦略である一方で、短期的にはM&A等に伴う財務負担増加による一時的な当社の業績へのマイナスの影響や、買収前に期待されたシナジー効果が当初の期待どおりに発揮されないこと等の懸念が想定される。また、新規成長分野への戦略的投資の拡大は、投資回収までに一定の時間を要することにより、当社株式を上場したままでは資本市場から必ずしも十分な評価が得られず、当社の株価の下落を招き当社の株主の期待に沿えないリスクがある。
 - ・このように一時的な当社の業績へのマイナスの影響や、シナジー効果が当初の期待どおりに発揮されないこと等の懸念、さらには当社の株価が下落し株主の皆様のご期待に沿えないリスクがあると考えられるものの、より中長期的な観点で、当社グループが持続的な成長を果たし、当社グループの企業価値を一層高めていくためには、既存の事業領域を強化するとともに、新規成長分野への積極的な展開が不可欠であることから、M&A等による新規成長分野への戦略的投資を拡大する必要があると考えている。

(イ) 当社が想定するシナジー

当社が想定する本取引のシナジーは、以下のとおりである。

a. 特殊印刷事業における継続的な黒字体質への転換

- ・特殊印刷事業の現在の主な受注先である国内電機メーカーにおける国内外を含めた競合他社との価格競争の激化や海外メーカーへの委託に伴う当社に対する発注単価の下落に加え、資源価格の高騰に伴った製造原価の上昇により、安価な海外メーカーとの価格競争や委託先変更による失注といったビジネス機会の損失が発生しており、中長期的にもそのような厳しい環境が継続することが見込まれる中で、自社工場を活用した営業活動に捉われず、これまで培ってきたリレーションや知見を活かした提案型営業による新たなビジネスの発掘が、今後の当社の中長期的な事業拡大に必要不可欠である。
- ・上記事業拡大にあたっては、当社の既存の人材を含めたリソースを活用するだけでは限界があるところ、既存の人材の流出防止に留まらず新規領域のビジネス獲得に必要な人材を確保するにあたり初期投資が発生すること、中長期的なコスト増加が見込まれること、取引条件等の悪化等の影響が予想されることから、商機を獲得又は高めるために迅速な意思決定が必要になる。また、上記事業拡大によって、短期的なキャッシュ・フローや収益性の悪化を招くおそれがあることから、上記事業拡大は、資本市場から十分な評価が得られない可能性がある。
- ・本取引を通じて、当社株式を非公開化することで、短期的な利益にとらわれず、中長期的な企業価値向上の観点から、人的リソースの効率化、負担の大きい初期投資の実施、迅速な意思決定の実現による新たなビジネス領域の獲得への注力が可能になり、利益率の高い製品の受注の増加が期待できるため、継続的な黒字体質への転換が可能となる点でメリットがある。

b. 野菜調理器製造販売事業の増産体制構築を含めた新規事業の拡大

- ・特殊印刷業界は、一定程度成熟した業界であり、今後大きな成長が期待しにくいと考えられることから、これまでに培った技術の活用と資本・人材等の経営資源の積極的投資を行い、既存の枠に捉われない新たな事業領域への進出や革新的な製品開発を行い、次なる事業の柱を築いていく必要があり、その一つが、当社子会社のベンリナーの野菜調理器製造販売事業の拡大であるところ、野菜調理器製造販売事業の拡大のための製造設備の拡張については、生産設備の拡張に加えて人材の育成も同時に行う必要があることから、実質的な生産量キャパシティの拡張においては一定の期間が必要になる。
- ・したがって、野菜調理器製造販売事業の増産体制構築を含めた新規事業の拡大には、多額の先行投資が必要になることに加え、投資回収までに一定の期間を要することにより、短期的な業績及び財務状況の悪化が生じる可能性があり、上場したままでは資本市場から必ずしも十分な評価が得られない可能性がある。
- ・本取引を通じて、当社株式を非公開化することで、短期的な利益にとらわれず、中長期的な企業価値向上の観点から、上記新規事業の拡大に必要な迅速な意思決定を行うための組織体制の構築や新たな投資を進め新規事業を拡大していくことが期待できる点でメリットがある。

c. M&A等による新規成長分野への戦略的投資の拡大

- ・当社による2022年12月の野菜調理器製造販売事業を展開するベンリナーの買収のように、今後も買収、資本業務提携やCVC等の方法によって、新規成長分野へのスピード感ある事業展開を行っていくことが当社にとって必要不可欠である。具体的には、下記(a)及び(b)の領域を想定しており、当該領域を実現する上では機動的かつ柔軟な意思決定を行うことが可能となる組織を組成するとともに、能動的に新規ビジネスの模索を行える仕組みを構築していくことが必要である。
 - (a) 特殊印刷業界において、今後他分野にも活用できるような特殊技術を保有している企業の買収や資本業務提携等による当社の特殊印刷に関する技術・ノウハウの強化を行い、新たなサービスを付加
 - (b) 当社の製造業としてのノウハウを活用して、特殊印刷業以外の成長性の高い新規分野の企業の買収や資本業務提携等による新規成長分野への進出
- ・しかしながら、M&A等による新規成長分野への戦略的投資の拡大は、当社のさらなる発展に

向けた重要な戦略である一方で、短期的にはM&A等に伴う財務負担増加による一時的な当社の業績へのマイナスの影響や、買収前に期待されたシナジー効果が当初の期待どおりに発揮されないこと等の懸念が想定され、加えて、M&Aでは投資回収までに一定期間を要することにより、上場したままでは資本市場から必ずしも十分な評価が得られない可能性がある。

- ・本取引を通じて、当社株式を非公開化することで、短期的な利益にとらわれず、中長期的な企業価値向上の観点から、上記M&A等による大胆な投資が実行可能であることや積極的な新規成長分野への戦略的投資新規事業の拡大に必要な迅速な意思決定を行うための組織体制の構築が期待できる点でメリットがある。

公開買付者の考える各施策は、当社の経営課題を的確に捉えており、当社の認識及び中長期的な経営方針とも整合的である。また、公開買付者と当社が想定するシナジーは一致しており、相互に矛盾又は齟齬はなく、当社グループの経営について深く理解している、当社の代表取締役社長の石井氏が今後も経営に関与し、所有と経営が一体化した形で柔軟かつ機動的な経営判断が行われることを踏まえると、各施策の実現可能性を否定するに足る事情はない。

(c) 本取引による他の影響

本取引による当社におけるデメリットとして、上場会社としての社会的な信用や知名度の向上による優れた人材の確保及び取引先の維持・拡大等に影響を及ぼす可能性、また、資本市場からの資金調達を行うことができなくなる点が挙げられる。

しかしながら、当社は、特殊印刷業界において、これまでに高い知名度・信用を積み上げている。したがって、本取引が取引先の維持・拡大に与える影響は限定的であり、また、人材の確保についても、入社理由は必ずしも当社が上場企業であることには限られないと考えられることも踏まえると、非公開化による影響は限定的である。また、資本市場からの資金調達に関しては、当社の事業活動を行うために必要な資金が確保できている現在の財務状況等に鑑みると、エクイティ・ファイナンスの活用による大規模な資金調達の必要性は低い。また、既存の株主との資本関係が消失することによって生じるデメリットは特段想定していない。したがって、当社が、本取引を通じて非公開化を行うデメリットは限定的である。

(イ) 本諮問事項②（本取引に係る取引条件の公正性・妥当性が確保されているか（買収対価の水準、買収の方法及び買収対価の種類その他の取引の条件が公正なものとなっているかを含む。）。）に対する答申

以下のとおり、本株式価値算定の基礎となった本事業計画の策定経緯に公正性を疑うべき事情は存在せずその内容に不合理な点は見受けられないこと、本公開買付価格はJ-TAPにより算定された当社株式の株式価値との比較の観点からしても少数株主にとって不利益ではない水準に十分に達していること、本公開買付価格のプレミアムは類似事案との比較においてこれを上回る水準であるといえること及び本公開買付価格の決定にあたり合意プロセスの透明性や公正性を疑わせるような事情は見当たらないこと並びに本取引のスキームも妥当であると認められることに照らしても本公開買付けの条件は不合理なものであるとはいえないことから、本取引に係る取引条件の公正性・妥当性は認められる。

(a) 本公開買付価格の実際の交渉状況についてみると、公開買付者による当初の提示額（1株当たり575円）を出発点として、J-TAPから取得した暫定的な株式価値算定結果、2026年1月13日付提案書、2026年1月20日付提案書、2026年1月21日付提案書、2026年1月26日付提案書、2026年1月28日付提案書、2026年1月30日付提案書及び2026年2月2日付提案書の受領並びに本特別委員会における審議・検討に基づく本特別委員会からの買付価格の引き上げ要請を踏まえ、J-TAPの助言を受けながら公開買付者と交渉を重ねたことに加え、当社が公開買付者に対して6度にわたり引き上げ要請を行った結果、公開買付者から、6度にわたり買付価格を引き

上げる提案を引き出した上、最終的に本公開買付価格（1株当たり 726 円）での合意に至った。なお、かかる一連の交渉においては、その進行過程において、当社及び J-TAP から、委員会の中で又は電子メールにて適時に本特別委員会に対して共有及び説明がなされ、随時本特別委員会による方針の確認及び本特別委員会の意見の聴取を得ながら、本特別委員会の実質的な関与の下に当社によって交渉が行われた。その結果、最終的な本公開買付価格は、当初に公開買付者が提示した価格から相応の上積みがされており、当社として、一般株主にとってできる限り有利な取引条件で本取引が行われることを目指して交渉がされたことが経緯として認められる。

以上からすれば、本取引における本公開買付価格の合意は、当社と公開買付者との間において、客観的かつ整合性のある議論を踏まえた交渉の結果なされたものであることが推認され、合意プロセスの透明性や公正性を疑わせるような事情は見当たらない。

- (b) 本事業計画は、2026 年 3 月期から 2028 年 3 月期までの当社の財務予測として、本取引の実施を前提としないスタンドアローン・ベースで作成されている。当社によれば、公開買付者又はそれらの関係者がその作成に関与し、又は影響を及ぼした事実は窺われない。また、当社は、公開買付者との交渉において、本事業計画について公開買付者に対して一定の説明を行っているが、公開買付者の指示により、又はその意を汲んで、策定又は修正が行われたという事実も窺われない。また、J-TAP が DCF 法の算定の前提とした本事業計画に基づく財務予測には、大幅な増減を見込んでいる事業年度が含まれており、また、当社が 2026 年 2 月 3 日に公表した「2026 年 3 月期 通期連結業績予想の修正に関するお知らせ」に記載されている業績予想の修正内容は、本事業計画に反映されているが、当該大幅な増減益及び当該公表について不合理な点は存在しない。なお、石井氏は、本取引の検討を 2025 年 3 月初旬から行っており、当社は当該検討開始後の 2025 年 5 月 15 日付で「営業外収益（為替差益）の計上、特別損失（連結・個別）の計上に関するお知らせ」を公表しているが、当該公表は本取引と関係なく行われたものであり、本事業計画の作成にあたり当該公表内容を恣意的に反映したという事実も窺われない。

したがって、本特別委員会は、本事業計画の承認にあたり、当社経営陣の本特別委員会に対する説明及び本特別委員会との質疑応答に基づき、本事業計画の策定経緯に公正性を疑うべき事情は存在せず、その内容に不合理な点は見受けられないものと判断している。

- (c) J-TAP が採用した評価手法は、継続企業を前提とした企業価値評価手法であり、具体的には、市場株価法及び DCF 法を採用している。市場株価を基準にして、将来キャッシュ・フローの現在価値を評価に織り込む DCF 法を用いて評価上限を把握する評価手法の組み合わせは、企業評価の標準的アプローチに沿ったもので妥当であると認められる。

J-TAP が採用した評価手法のうち、市場株価法においては、本取引の公表日の前営業日を基準日とし、基準日の終値並びに、直近 1 ヶ月間、直近 3 ヶ月間及び直近 6 ヶ月間のそれぞれの終値の単純平均値を基に当社株式の株式価値を算出している。当社の株価推移については、特別な要因によると思われる重要な変動は存在せず、特段異常な動きはないことからみても、J-TAP の算定における株価参照期間は適切であり、市場株価法による価格レンジは十分合理的なものであると判断される。

次に DCF 法については、各算出要素において恣意的な数値の操作や不合理な前提条件の設定がなされた場合には、最終的な算定結果が大きく変動する可能性がある。かかる観点から、本特別委員会において J-TAP に対してその算定過程についての質問・確認を行ったが、DCF 法で採用した各種算出根拠について、特段指摘すべき恣意的な数値の操作や不合理な前提条件の設定は見受けられなかった。

以上のとおり、市場株価法及び DCF 法の選択、並びにそれぞれの算定手法及び算定根拠について、いずれも不合理な点は見当たらず、本特別委員会は、当社株式の株式価値の検討に当たり、J-TAP が作成した本株式価値算定書に依拠することができるものと評価した。

- (d) 本公開買付価格である1株当たり726円は、(i) 市場株価法により算定された当社株式の1株当たり株式価値のレンジの上限を上回り、かつ、(ii) DCF法により算定された当社株式の1株当たり株式価値のレンジの中央値を上回る価格であると認められる。

以上から、本公開買付価格は、J-TAPにより算定された当社株式の株式価値との比較の観点からしても、一般株主にとって不利益ではない水準に十分に達していると考えられる。

- (e) さらに、本公開買付価格は、直前営業日までの東京証券取引所における当社株式の終値である437円に対して66.13%、同日から過去1ヶ月の平均終値である445円に対して63.15%、同過去3ヶ月の平均終値である432円に対して68.06%、同過去6ヶ月の平均終値である419円に対して73.27%のプレミアムを加えた金額であるとともに、過去5年間の当社株式の終値の最高値である726円（2023年4月3日の終値）と同じ価格である。

- (f) M&A指針が公表された2019年6月28日以降から2026年2月2日までに公表された、国内上場企業を対象としたMBOによる非公開化を企図した公開買付けの事例114件のプレミアム水準（公表日前営業日の終値に対するプレミアムの中央値では41.11%、直近1ヶ月間の終値単純平均に対するプレミアムの中央値では43.55%、直近3ヶ月間の終値単純平均に対するプレミアムの中央値では46.01%及び直近6ヶ月間の終値単純平均に対するプレミアムの中央値では47.26%）をいずれも上回る水準であり、本公開買付価格には合理的なプレミアムが付されている。

- (g) 本公開買付価格は、当社の2025年9月30日現在の連結簿価純資産額8,698百万円を、当社の発行済株式総数（7,878,800株）から同日現在の当社が所有する自己株式数（当社の同日現在の連結財務諸表において自己株式として処理されている株式付与ESOP信託が所有する当社株式を含んだ137,729株）を控除後の発行済株式総数（7,741,071株）で割ることにより算出した1株当たり連結純資産額1,123.63円（本公開買付価格は当該金額との比較で35.39%のディスカウント）を下回っているものの、連結簿価純資産額はあくまで理論上の清算価値を示すものであり、将来の収益性を反映したものではないため、継続企業の前提（ゴーイング・コンサーン）に基づく当社の株式価値算定においては重視することは合理的ではない。また、当社及びJ-TAPによれば、当社の資産には、現金及び預金のほか、換金可能な投資有価証券が含まれる一方、棚卸資産、本社や工場の土地・建物等の流動性の低い事業用資産も相応に含まれていることを踏まえると、仮に当社が清算する場合にも、連結簿価純資産価額のとおり換価されるものではなく、現実的には相当程度毀損された金額となることが想定される。具体的には、当社の資産においては早期売却に伴い減価が必要な資産があること、本社や工場においては建築後相当程度の年月が経過し老朽化していること、工場及び機械装置においては汎用性が乏しく即時一括での売却が困難であることや処分費用が必要であることを踏まえると、簿価により売却することは困難であることが見込まれる。また、工場については、更地での売却が必要であることが見込まれるものの、その場合には不動産鑑定費用に加えて建物の解体費用及び土壌汚染調査費用等が必要になると考えられること、子会社を含めた当社グループの清算を行う場合、企業の清算に伴い、従業員に対する割増退職金、弁護士費用等の専門家費用その他の追加コストに加えて、定量化が困難なコストが相当程度発生することが見込まれること等に鑑みると、当社の清算価値は、現実的には連結簿価純資産額から相当程度毀損された金額となることが想定される。当社の清算価値が、現実的には連結簿価純資産額から相当程度毀損された金額となることを想定するロジックに不合理な点はなく、また、純資産額を基準として企業価値を評価する方法は、専ら企業の静的価値に着目する点で市場株価法及びDCF法と性格を異にし、継続企業に対する原則的な評価アプローチとしては採用し得ないとの判断についても不合理な点は認められない。

したがって、本特別委員会としては、本公開買付価格が当社の1株当たり連結純資産額を下回っていることをもって、その合理性が否定されることにはならないと考える。なお、当社においては、実際に清算を予定しているわけではないため、清算を前提とする各種コストの見積書の取得までは

行っておらず、本公開買付価格と具体的な見積もりを経て積算された清算コスト等を勘案して算出される、想定 of 清算価値との比較検討までは行っていない。

- (h) 本取引においては、一段階目に公開買付けを行い、二段階目に株式等売渡請求又は株式併合を行うという手法が想定され、株式交換等の組織再編によることは想定されていない。本取引の手法は、この種の非公開化取引においては一般的に採用されている方法であり、かつ、二段階目のいずれの手続においても、裁判所に対する売渡価格の決定の申立て又は株式買取請求後の価格決定の申立てが可能である。

また、本取引の方法は、株主が受領する対価が現金であることから、対価の分かり易さ、並びにその価値の安定性及び客観性が高いという点で望ましく、当社の非公開化を迅速に行うという要請と、少数株主による十分な情報に基づく適切な判断の機会と時間の確保を両立させることができるという観点でも、特に株式等を対価とする株式交換等の組織再編よりも望ましいと考えられる。公開買付届出書によれば、株式等売渡請求又は株式併合をする際に、当社の株主に対価として交付される金銭が、本公開買付価格に各株主の所有していた当社株式の数を乗じた価格と同一になるように算定される予定であることも明らかにされている。

さらに、本公開買付けにおいては買付予定数の上限が設定されておらず、強圧性の問題も小さいと認められる。

以上より、買収の方法として公開買付けを伴う二段階買収の方法を採用し、買収対価を現金とすることには、合理性が認められる。

- (ウ) 本諮問事項③(取引条件の公正さを担保するための手続が十分に講じられていると認められるか。)に対する答申

以下 (a) から (h) までに記載のとおり、本取引では、(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のいずれの面から見ても、本取引にとって必要十分な内容での公正性担保措置が採用されている。また、それらの公正性担保措置が、実際に実効性をもって運用されていると認められる。

したがって、本取引においては、公正な手続を通じて当社の一般株主の利益への十分な配慮がなされており、本取引に係る手続の公正性が認められる。

- (a) 本特別委員会は、当社の独立社外取締役 2 名及び外部有識者 1 名の計 3 名により構成される委員会であり、当社より、本諮問事項の検討にあたって、M&A 指針において特別委員会が果たすべきとされている役割 (具体的には、①対象会社の企業価値の向上に資するか否かの観点から、M&A の是非について検討・判断するとともに、②一般株主の利益を図る観点から、(i) 取引条件の妥当性及び(ii) 手続の公正性について検討すること) を実施している。
- (b) 本特別委員会の委員は独立社外取締役 2 名及び外部有識者 1 名で構成されており、各委員について、当社及び公開買付関連当事者並びに本取引の成否から独立していることが確認されていること、当社取締役会は、当社取締役会における本取引に関する意思決定は、本公開買付けへの賛否を含め、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、本特別委員会が本公開買付けを含む本取引の取引条件が妥当でないと判断した場合には、本公開買付けを含む本取引に賛同しないこととすることを決議している等が認められることから本特別委員会は公正性担保措置として有効に機能していたと認められる。
- (c) 当社取締役会は、本公開買付けを含む本取引に係る当社取締役会の意思決定の公正性及び適正性を確保するために、2025 年 11 月下旬に、当社及び公開買付関連当事者から独立したリーガル・アドバイザーとしてアンダーソン・毛利・友常法律事務所を選任し、同事務所から、本公開買付

けを含む本取引に関する諸手続を含む当社取締役会の意思決定の方法及び過程その他の留意点について、必要な法的助言を受けている。なお、アンダーソン・毛利・友常法律事務所は、当社及び公開買付関連当事者の関連当事者には該当せず、本公開買付けを含む本取引に関して、記載すべき重要な利害関係を有していない。また、本特別委員会において、アンダーソン・毛利・友常法律事務所の独立性に問題がないことが確認されている。さらに、本取引に係るアンダーソン・毛利・友常法律事務所に対する報酬には、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いない。

以上から、当社及び本特別委員会は、本取引に係る検討の初期的段階からリーガル・アドバイザーによる専門的助言を取得していると認められる。

- (d) 当社は、本公開買付価格の公正性を担保するために、公開買付者ら、本応募合意株主及び当社並びに本取引の成否から独立した第三者算定機関である J-TAP から、当社株式の株式価値に関する資料として本株式価値算定書を取得している。

本株式価値算定書においては、複数の算定方法を採用しており、恣意的な価格の算定がされないよう配慮がされている。また、算定の前提となる本事業計画の作成にあたって、公開買付者ら又は当社の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。

以上から、本株式価値算定書は、独立した第三者算定機関による株式価値算定書であると認められる。

なお、当社はフェアネス・オピニオンの取得はしていないが、M&A 指針でもフェアネス・オピニオンの取得は必須とされておらず、他にとられる公正性担保措置を勘案すると、当社が本株式価値算定書をもとに本取引への賛同及び応募推奨の可否の判断をすることにも、公正性との関係で問題はないと考えられる。

- (e) 公開買付期間は、法令に定められた最短期間が 20 営業日であるところ、30 営業日とされることが予定されている。公開買付期間を法令に定められた最短期間より長期に設定することにより、当社の株主の皆様にも本公開買付けに対する応募について適正な判断機会を確保するとともに、対抗的買収提案者による買収提案の機会を確保するものと認められる。

また、当社と公開買付者との間において、当社による対抗的買収提案者との接触等を過度に制限するような内容の合意は行われない。

このように、本件では、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・チェックが実施されていると認められる。

なお、本取引において、市場における潜在的な買収者の有無を調査・検討する、いわゆる積極的なマーケット・チェック（本取引の公表前における入札手続等を含む。）は実施されていないが、本公開買付けを含む本取引の公正性を担保するために実施された各種措置の内容、その他本取引における具体的な状況に鑑みて、これを実施しなくとも特段、本取引の公正性が阻害されることはないと考えられる。

- (f) 本公開買付けの買付予定数の下限（5,192,600 株）は、本基準株式数（7,797,826 株）から本応募株式（905,200 株）、石井氏が所有する当社株式のうち、譲渡制限付株式（以下「本譲渡制限付株式」といいます。）（1,500 株）及び石井氏が当社の役員持株会を通じて間接的に所有する当社株式（8,067 株）を控除した株式数（6,883,059 株）の過半数（3,441,530 株）となっている。公開買付者と利害関係を有さない当社の株主からその株式数の過半数、すなわち、いわゆるマジョリティ・オブ・マイノリティに相当する数の賛同が得られない場合には本公開買付けを含む本取引を行わないこととし、当社の一般株主の意思を重視したものとなっている。マジョリティ・オブ・マイノリティは、一般株主の過半数が取引条件について満足していることを直接確認することを

通じた一般株主による判断機会の確保及び取引条件の形成過程における対象会社の交渉力の強化の両面で公正性担保措置としての機能を有する。

- (g) 特別委員会については、M&A指針において、(a) 委員の独立性や専門性等の適格性に関する情報、(b) 特別委員会に付与された権限の内容に関する情報、(c) 特別委員会における検討経緯や、交渉過程への関与状況に関する情報、(d) 特別委員会の判断の根拠・理由、答申書の内容等の開示が望ましいとされているが、当社プレスリリースにおいて、これら (a) から (d) の要素が記載されている。

次に、買収者との取引条件の交渉過程への特別委員会の関与状況については、当社プレスリリースにおいて上記の交渉過程等を含めたプロセスに関する記載がなされている。

また、株式価値算定書については、特にDCF法について、(i) 算定の前提とした当社のフリー・キャッシュ・フロー予測、及びこれが当該M&Aの実施を前提とするものか否か、(ii) 算定の前提とした財務予測の作成経緯、(iii) 割引率の種類や計算根拠、(iv) フリー・キャッシュ・フローの予測期間の考え方や予測期間以降に想定する成長率等の継続価値の考え方等の開示がM&A指針において例示されているが、当社プレスリリースにおいて、本株式価値算定書におけるDCF法の前提とした本事業計画等に大幅な増減益が見込まれる事業年度が含まれている等、事業計画に関する一定の内容が開示されている。

最後に、その他の情報についても、M&Aの実施に至るプロセスや当該時期にM&Aを行うことを選択した背景・目的等に関する情報等についても、当社プレスリリースにおいて、充実した記載がされているものと認められる。

したがって、本取引について、当社の株主による十分な情報に基づく適切な判断の機会が確保される予定であると認められる。

- (h) 公開買付者は、本公開買付けにおいて当社株式の全てを取得するに至らなかった場合には、本スクイズアウト手続として、本公開買付けの決済の完了後速やかに株式等売渡請求株式又は当社に対し、会社法第180条に基づき株式併合を行うこと及び株式併合の効力発生を条件として単元株式数の定めを廃止する旨の定款変更を行うことを付議議案に含む臨時株主総会を2026年5月下旬頃に開催することを要請するとされている。当該スキームの実施の過程で、株主には、価格決定の申立てを行う権利が認められ、公開買付届出書においてその旨が明示的に開示されている。また、公開買付届出書においては、株式等売渡請求又は株式併合をする際に、当社の株主に対価として交付される金銭が、本公開買付価格に各株主の所有する当社株式の数を乗じた価格と同一になるように算定する予定であることが明らかにされている。

また、本公開買付けにおいては買付予定数の上限が設定されておらず、下限についても当社の総議決権数の3分の2に設定されていることから、強圧性が認められない。

以上からすれば、本取引については、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。

- (エ) 本諮問事項④（上記①から③までを踏まえ、本取引は当社の一般株主にとって公正であると考えられるか。）に対する答申

上記の本諮問事項④に関し、本諮問事項①乃至本諮問事項③の検討を踏まえて、本取引を採用する旨の決定は当社の一般株主にとって公正であると考えられる。

- (オ) 本諮問事項⑤（当社取締役会が本公開買付けに賛同の意見を表明すること及び当社の株主に対して本公開買付けに応募することを推奨することの是非）に対する答申

本諮問事項①から④までにおいて、本取引の目的の合理性、本取引に係る手続の公正性及び本取引に係る取引条件の妥当性が確認され、かつ、本取引を行うことの決定が当社の一般株主にとって公正であることが確認されている。以上から、本特別委員会は、諮問事項⑤について、当社取締役

会が、本取引の目的は合理的であるとして本公開買付けに賛同の意見を表明すること、及び、本公開買付価格を含む本取引の条件は公正な手続を経て形成された妥当な内容であり、本公開買付けは当社株主に合理的な株式の売却の機会を提供するものであるとして、当社の株主に対して本公開買付けへの応募を推奨する旨の決議を行うことはいずれも相当であると認められる。

ウ 本答申書提出後本追加答申書提出までの検討の経緯及び判断内容

その後、上記「1. 株式併合の目的及び理由」に記載のとおり、当社は、本対抗提案者より本対抗提案を受領したことを受け、J-TAP及びアンダーソン・毛利・友常法律事務所の助言を受け、本特別委員会との間で事前に方針を相談・検討するとともに、本特別委員会の意見、指示、要請等を受け、本対抗提案者との間で、書面による質問及び回答のやり取りを行って、慎重に検討を進めました。その上で、当社は、2026年3月12日、本特別委員会に対して、本追加諮問事項について諮問し、これらの点についての答申を当社に提出することを囑託いたしました。

本特別委員会は、2026年3月4日以降、本対抗提案者から、2026年3月4日付意向表明書を受領したことを受け、2026年3月12日まで合計3回に亘って、特別委員会を開催し、本追加諮問事項について慎重に検討を行いました。

本特別委員会は、以上のような経緯の下、本追加諮問事項について慎重に協議及び検討した結果、2026年3月12日、当社取締役会に対し、委員全員の一致で、大要以下の内容の本追加答申書を提出しております。

(ア) 本対抗提案は法的拘束力のない提案であるが、本対抗提案が具体性・目的の正当性・実現可能性のある真摯な買収提案であるか、本対抗提案が当社の企業価値の向上に資するものであるか、当社の一般株主にとって公正なものであるかといった点について慎重な検討を行うべく、当社取締役会は、本対抗提案を検討すべきである。

(イ) 2026年2月2日付「答申書」において、本特別委員会は、(i) 本取引の目的は合理的と認められる（本取引が当社の企業価値向上に資する。）、(ii) 本取引の取引条件に係る取引条件の公正性・妥当性が確保されている（買収対価の水準、買収の方法及び買収対価の種類その他の取引の条件が公正なものとなっている。）、(iii) 本取引において、取引条件の公正さを担保するための手続が十分に講じられていると認められる、(iv) 本取引は当社の一般株主にとって公正であると考えられることから、(v) 当社取締役会が本公開買付けに対して賛同の意見を表明すること及び当社の株主に対して本公開買付けに応募することを推奨することは相当である旨の答申を表明した。本対抗提案は法的拘束力のない提案であり、当社が上記（ア）記載の事項を踏まえて本対抗提案を検討している状況であることを踏まえると、現時点において、本特別委員会による上記判断の基礎となる事情に変更すべき点は認められない。そのため、上記（v）のうち、当社取締役会が本公開買付けに対して賛同する意見を表明することは相当である旨の本特別委員会の答申に変更はない。一方で、本取引の公開買付価格（1株当たり726円）を含めた取引条件の公正性・妥当性が確保されているとの本特別委員会の判断に変更はないものの、本対抗提案に係る公開買付価格（1株当たり900円）が本取引の公開買付価格を上回っていることに鑑み、上記（v）のうち、当社取締役会が当社の株主に対して本公開買付けへの応募を推奨することは相当である旨の意見は撤回し、本公開買付けに応募するか否かについては株主の判断に委ねるとの意見に変更するべきである旨を答申する。

エ 本追加答申書提出後本追加答申書（2）提出までの検討の経緯及び判断内容

その後、本特別委員会は、2026年3月16日以降、公開買付者より3月16日付提案書を受領したことを受け、2026年3月24日まで合計2回に亘って、特別委員会を開催し、本買付条件変更について慎重に検討を行いました。

本特別委員会は、以上のような経緯の下、本買付条件変更について慎重に協議及び検討した結果、

2026年3月24日、当社取締役会に対し、委員全員の一致で、大要以下の内容の本追加答申書（2）を提出しております。

(i) 答申内容

本特別委員会は、本諮問事項について、当社取締役会に対し、本買付条件変更及び2026年2月2日以降、本追加答申書（2）作成日までの事情を勘案しても、当社取締役会が本公開買付けに対して賛同する意見を表明することは相当である旨及び本公開買付けに応募するか否かについては株主の判断に委ねるべきである旨の答申を変更すべき事情は見当たらないことから、2026年2月2日及び3月12日付で当社取締役会に対して表明した意見に変更がないことを答申する。

(ii) 答申理由

(ア) 本取引の目的の合理性

- (a) 本買付条件変更は、本公開買付けにおける買付予定数の下限を引き下げるものであり、公開買付者が当社の非公開化を行うという目的には変更がないことから、本取引の目的に影響を与えるものではないと考えられる。
- (b) 当社によれば、2026年2月2日以降、本対抗提案を受領しているものの、本取引の影響を及ぼし得るような事業上の変化は発生していないとのことであり、同日以降、本取引が当社の企業価値の向上に資するかどうかの判断に重大な影響を与えるような事情が生じていないと考えられる。
- (c) 上記（a）及び（b）を踏まえると、本買付条件変更後も本取引は企業価値の向上に資するものであって、その目的は合理的であると認められる。

(イ) 本取引に係る取引条件の公正性・妥当性

- (a) 公開買付者によれば、本買付条件変更に伴い、本公開買付価格726円は変更しないとのことである。この点につき、当社によれば、2026年2月2日以降、当社の事業運営に関して、当社の企業価値に影響を与える重要な状況変化は発生しておらず、当社が作成し、株式価値算定の前提とされた当社の事業計画を変更すべき事情は生じていないとのことであり、J-TAPが当社に提出した本株式価値算定書の内容は引き続き有効であると認められる。
- (b) 本買付条件変更により、金銭を対価とした公開買付け及びその後の株式等売渡請求又は株式併合によるスクイズアウトを行う方法による二段階買収という方法に変更はなく、対価の種類を含む本取引の方法に不合理な点は認められない。
- (c) 上記（a）及び（b）を踏まえると、本対抗提案に係る公開買付価格（1株当たり900円）が本取引の公開買付価格を上回っているものの、本取引の公開買付価格を726円とすることは引き続き合理性が認められること及び本取引のスキームも妥当であると認められることに照らしても本公開買付けの条件は不合理なものであるとはいえないことから、本取引に係る取引条件の公正性・妥当性は引き続き認められる。

(ウ) 本取引に係る手続の公正性

- (a) 本買付条件変更の検討において、本特別委員会は、当社及び公開買付者から検討に必要な情報を取得し、公開買付関連当事者及び当社並びに本取引の成否から独立したファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関であるJ-TAP並びにリーガル・アドバイザーであるアンダーソン・毛利・友常法律事務所から必要に応じて専門的助言又は説明を求めた上で、本買付条件変更について協議及び検討を行ったことから、特別委員会が有効に機能したものと考えられる。
- (b) 当社において、本取引における構造的な利益相反の問題による影響を受けるおそれを可能な限り排除する観点から、当社の取締役のうち、代表取締役社長である石井氏については、本取引の提案者であるとともに公開買付者の代表取締役であり、かつ、本取引終了後も継続して当社の代表取締役として当社の経営に関与することを予定していることから、石井氏は当社取締役会における本買付条件変更に係る議案の審議及び決議には一切参加しておらず、また、本買付条件変更に関し、当社の立場において公開買付者との協議及び交渉にも一切参加していない。また、石井氏

は、今後開催される本取引に関する取締役会に関しその審議及び決議にも参加しない予定であることを確認している。以上からすれば、当社における意思決定プロセスに、公正性に疑義のある点は引き続き見当たらない。

- (c) 2026年3月25日付で、公開買付期間を法令に定められた最短期間よりも長期の43営業日に設定することにより、本買付条件変更後も引き続き、当社の株主に対して本公開買付けに対する応募について適正な判断機会を確保しつつ、公開買付者以外にも対抗的な買付け等をする機会が確保されている。また、2026年2月2日以降、公開買付者と当社は、当社が対抗的買収提案者と接触することを禁止するような取引保護条項を含む合意等、対抗的買収提案者が当社との間で接触等を行うことを制限するような内容の合意は一切行っておらず、いわゆる間接的なマーケット・チェックが行われるものと認められる。
- (d) 本買付条件変更後により、本取引においては、いわゆるマジョリティ・オブ・マイノリティに相当する買付予定数の下限は設定されていない。公開買付者によれば、2026年3月24日現在、本応募株式(905,200株)、本譲渡制限付株式(1,500株)、石井氏が当社の役員持株会を通じて間接的に所有する当社株式(8,067株)、本不応募株式(190,251株)及び本応募株式(その他株主)(3,307,312株)の合計で当社株式4,412,330株(所有割合:56.58%)となること、本公開買付けにおいて、いわゆるマジョリティ・オブ・マイノリティの買付予定数の下限を設定すると、本公開買付けの成立を不安定なものとし、かえって本公開買付けに応募することを希望する当社の一般株主の皆様の利益に資さない可能性もあるものと考え、本公開買付けにおいて、いわゆるマジョリティ・オブ・マイノリティの買付予定数の下限は設定しないとのことであり、かかる理由には一定の合理性が認められることに加え、上記及び下記のとおり、①本買付条件変更の検討において、当委員会が有効に機能したものと考えられること、②本取引に特別の利害関係を有する取締役を、本買付条件変更の検討・交渉過程から除外し、当社の立場において公開買付者との協議及び交渉に一切参加させておらず、また、今後開催される本取引に関する取締役会に関しその審議及び決議にも参加させない予定であること、③間接的なマーケット・チェックが行われるものと認められること、④本買付条件変更について、充実した情報開示が予定されており、本公開買付けにおいては、引き続き少数株主による十分な情報に基づく適切な判断の機会が確保される予定であること、⑤本買付条件変更後も引き続き本公開買付けに応募しない株主に株式買取請求権又は価格決定申立権が確保されないスキームは採用されておらず、本公開買付けが成立した場合には本スクイーズアウト手続に関連する各議案が承認可決され、当社株式の非公開化は実現されると見込まれることから、本買付条件変更後も本取引については、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こと等その他の公正性担保措置が十分に講じられていることを踏まえれば、本取引においては、マジョリティ・オブ・マイノリティ条件が設定されていないことについても、不合理なものではないと考えられる。
- (e) 本特別委員会は、本買付条件変更について、充実した情報開示が予定されていることを確認しており、本公開買付けにおいては、引き続き少数株主による十分な情報に基づく適切な判断の機会が確保される予定であると認められる。
- (f) 本買付条件変更後も引き続き本公開買付けに応募しない株主に株式買取請求権又は価格決定申立権が確保されないスキームは採用されていない。
- (g) 本公開買付けの買付予定数の下限(5,002,400株)は当社の総議決権数の3分の2を超えないものの、本不応募契約には本公開買付け成立後、当社の株主を公開買付者のみとするために、当社株式の併合を行うことを付議議案に含む臨時株主総会が開催された場合、本不応募株式に係る議決権の全てについて、当該臨時株主総会で上程される各議案に賛成すること等を定めているとのことである。本公開買付けが成立した場合には、公開買付者が保有する当社株式に係る議決権の行使と本不応募株式に係る議決権の行使を合わせると、スクイーズアウト(株式併合)に係る議案を承認可決できる議決権の水準に至ることから、本公開買付けが成立した場合に、スクイーズアウト(株式併合)に係る議案が承認可決され、当社株式の非公開化は実現されると見込まれる。以上からすれば、本買付条件変更後も本取引については、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。

上記（ア）乃至（ウ）の検討の結果、本特別委員会は、上記記載のとおり、本買付条件変更後も、(i) 本取引の目的は合理的と認められる（本取引が当社の企業価値向上に資する。）、(ii) 本取引の取引条件に係る取引条件の公正性・妥当性が確保されている（買収対価の水準、買収の方法及び買収対価の種類その他の取引の条件が公正なものとなっている。）、(iii) 本取引において、取引条件の公正さを担保するための手続が十分に講じられていると認められる、(iv) 本取引は当社の一般株主にとって公正であると考えられることから、(v) 当社取締役会が、本公開買付けに対して引き続き賛同の意見を表明することは相当であると考え。一方で、本取引の公開買付価格（1株当たり726円）を含めた取引条件の公正性・妥当性が確保されているとの本特別委員会の判断に変更はないものの、本対抗提案に係る公開買付価格（1株当たり900円）が本取引の公開買付価格を上回っていることに鑑み、本公開買付けに応募するか否かについては株主の判断に委ねる。

オ 本追加答申書（2）提出後本追加答申書（3）提出までの検討の経緯及び判断内容

本特別委員会は、2026年3月4日以降、本対抗提案者から、2026年3月4日付意向表明書を受領したことを受け、2026年3月26日まで合計6回に亘って、特別委員会を開催し、本追加諮問事項について慎重に検討を行いました。具体的には、本対抗提案者との間で、書面による質問及び回答のやり取りを行うとともに、2026年3月24日付連絡を受け、当社を通じて、エス・ワイ・エス並びに公開買付者の代表取締役である石井氏及び公開買付者において本取引の検討に関与している株主を除く46名の本応募合意株主（その他株主）に対して、本対抗提案に係る提案がなされている状況を踏まえた、①本応募契約（エス・ワイ・エス）変更合意及び本応募契約（その他株主）に基づく本公開買付けへの応募の意思の有無、②本応募契約（エス・ワイ・エス）変更合意及び本応募契約（その他株主）の解除意向の有無を確認し、いずれの株主においても、本応募契約（エス・ワイ・エス）変更合意及び本応募契約（その他株主）に従い本公開買付けへ応募する予定であり、本応募契約（エス・ワイ・エス）変更合意及び本応募契約（その他株主）を解除する意向はないことを確認いたしました。また、本特別委員会は、当社とともに、2026年3月25日付質問状を提出し、2026年3月26日付回答書を受領いたしました。

本特別委員会は、上記を踏まえて、本改定対抗提案が具体性・目的の正当性・実現可能性のある真摯な買収提案であるか、本改定対抗提案が当社の企業価値の向上に資するものであるか、当社の一般株主にとって公正なものであるかといった点について、慎重に検討を行いました。

2026年3月4日以降、本特別委員会は、以上のような経緯の下、本追加諮問事項について慎重に協議及び検討した結果、2026年3月27日、当社取締役会に対し、委員全員の一致で、大要以下の内容の本追加答申書（3）を提出しております。

（i）答申内容

（ア）本改定対抗提案は、実現可能性という観点から、真摯な買収提案には該当しない。

（イ）上記（ア）のとおり、本改定対抗提案が真摯な買収提案に該当せず、当社取締役会において検討すべき真摯な買収提案は本取引のみであるところ、2026年2月2日以降、本追加答申書（3）作成日までの事情を勘案しても、本取引について、(i) 本取引の目的は合理的と認められる（本取引が当社の企業価値向上に資する。）、(ii) 本取引の取引条件に係る取引条件の公正性・妥当性が確保されている（買収対価の水準、買収の方法及び買収対価の種類その他の取引の条件が公正なものとなっている。）、(iii) 本取引において、取引条件の公正さを担保するための手続が十分に講じられていると認められる、(iv) 本取引は当社の一般株主にとって公正であると考えられることから、2026年2月2日付答申書、3月12日付追加答申書及び3月24日付追加答申書（2）の当社取締役会が本公開買付けに対して賛同する意見を表明することは相当である旨及び本公開買付けに応募するか否かについては株主の判断に委ねるべきである旨の答申を変更して、(v) 当社取締役会が公開買付けに賛同の意見を表明すること及び当社の株主に対して本公開買付け

に応募することを推奨することは相当である。

(ii) 答申理由

ア. 諮問事項①（当社取締役会が、本改定対抗提案に対しどのような意見を表明すべきか。）に対する
答申

以下の事実を前提にすれば、本改定対抗提案は、実現可能性という観点から、真摯な買収提案には該当しないと認められる。

(ア) 本改定対抗提案の概要

(a) 本改定対抗提案の背景及び趣旨

本特別委員会で配布された各資料等によれば、本改定対抗提案の背景及び趣旨は以下のとおりである。

- ・本対抗提案者は、1990年2月に Warren G. Lichtenstein 氏によって設立され、以来、米国をはじめ、アジア及びヨーロッパの10数か国において投資活動を展開し、現在、工業製品、エネルギー、防衛、サプライチェーン管理・物流、銀行業、ユーススポーツの各分野において事業を営むグローバルな非公開総合持株会社として、14ヶ国90拠点において5,200名を超える従業員を擁し、合計売上高は20億ドルを超えるとのことである。
- ・本対抗提案者は、本対抗提案者の子会社である Steel Connect Sub LLC を通じて、当社株式を2026年2月9日以降取得し、2026年3月4日時点で、339,900株（同日時点における当社発行済株式の約4.41%）を所有しているとのことである。
- ・本対抗提案者は、当社が2026年2月3日付で公表した「MBOの実施及び応募の推奨に関するお知らせ」を契機として、公開情報及び本対抗提案者自身の事業ポートフォリオを評価し、戦略的適合性、潜在的シナジー及び社内での審議プロセスを経て本改定対抗提案の検討を進めたとのことである。
- ・本対抗提案者は、本改定対抗提案は、長期的な保有フレームワーク、オペレーション面での専門知識、及び本対抗提案者のグローバルネットワークへのアクセスを提供するものであるとのことである。特に、本対抗提案者のポートフォリオ企業のうち、ダンモア・コーポレーション（以下「ダンモア」といいます。）が営むエンジニアードコーティング及びラミネートフィルム・フォイルのプラットフォーム事業は、当社の特殊印刷業と親和性があること、及びKASCO LLC（以下「KASCO」といいます。）が営む食品加工工業界向け切削工具及び刃物製品事業は、ベンリナー事業とエンドマーケットを共有していることから、自然な潜在的シナジーを見出しているとのことである。すなわち、既存顧客基盤の相互活用を通じた収益機会の創出、調達コスト削減に向けた統合ポートフォリオ全体にわたる原材料購買の集約、及び本対抗提案者のグローバル流通ネットワーク及び国際的な商業関係を活用した当社の海外プレゼンス拡大による海外市場への展開を考えているとのことである。
- ・本対抗提案者は、本改定対抗提案の実現後、継続的な企業価値の最大化を目標として、当社経営チームと緊密に連携し、適切かつ実行可能な経営計画を策定する方針であり、当社の不動産及び有価証券を売却する計画はなく、また当社のいずれかの事業を分離する計画もないとのことである。

(b) 本追加答申書（3）作成日現在の本改定対抗提案の概要

本特別委員会で配布された各資料等によれば、本追加答申書（3）作成日現在における本改定対抗提案の概要は、以下のとおりである。

- ・本改定対抗提案は、法的拘束力を有する提案である。
- ・本改定対抗提案は、当社株式を100%取得し、当社株式を非上場化することを目的とする提案である。
- ・本改定対抗提案に係る公開買付けを開始する前提条件は、「本特別委員会及び当社からの賛同表明」

及び「セグメント別財務情報その他の通常この種の取引で実施される当社経営陣へのインタビューへのアクセスを含む、合理的に満足のいくデュー・ディリジェンスの完了」のみとのことである。

- ・本対抗提案者は、本改定対抗提案に係る公開買付価格として、当社株式1株につき900円（以下「本対抗提案価格」といいます。）で取得することを予定しているとのことである。本対抗提案者によれば、同セクターにおける比較可能な取引事例、本公開買付価格、及び当社のファンダメンタルズに関する当社の広範な調査を検討した結果、EV/EBITDAの5～6倍の範囲が、当社のような会社が売却される際の通常の価格水準であるとの結論に至り、本対抗提案価格を算出したとのことである。
- ・本対抗提案者は、本改定対抗提案に係る資金調達の方法として、手元資金、流動性投資及び既存のデットファシリティの組み合わせを用いた資金を活用することを予定しているとのことであり、本改定対抗提案にファイナンス条件は付されていない。
- ・本対抗提案者は、当社の取締役会及び本特別委員会が、その他の比較可能な代替案と並行して本改定対抗提案を誠実かつ合理的に検討した上で本改定対抗提案に反対した場合、公開買付けを進める意図はないとのことである。

(イ) 本応募契約（エス・ワイ・エス）変更合意及び本応募契約（その他株主）の締結

(a) 本応募契約（エス・ワイ・エス）変更合意及び本応募契約（その他株主）の概要

a. 本応募契約（エス・ワイ・エス）変更合意の概要

公開買付者は、2026年3月24日付で、公開買付者とエス・ワイ・エスとの間で、大要、本応募契約（エス・ワイ・エス）の内容を以下のとおり変更する旨の合意をしたとのことである。

- ・本応募契約（エス・ワイ・エス）締結後、公開買付期間終了日までに、公開買付者以外の者により、本公開買付価格を上回る金額に相当する取得対価により対象株式を取得する旨の、具体性及び実現可能性が客観的に認められ、かつ、法的拘束力を有する申出、提案、公表等（以下「適格対抗提案」といいます。）が行われた場合、エス・ワイ・エスは公開買付者に対して、当該適格対抗提案の内容を通知した上で、本公開買付けの買付価格の変更について協議を申し入れることができる旨の条項を削除すること。
- ・i. 公開買付者がエス・ワイ・エスによる協議の申入れの日から起算して15営業日を経過する日又は公開買付期間終了日の前日のうちいずれか早い方の日（当該申入れの日が公開買付期間終了日の前日以降である場合には公開買付期間終了日）までに本公開買付価格を適格対抗提案に係る取得対価以上の金額に変更しない場合で、かつ、ii. 当社が当該適格対抗提案に対して賛同の意見を表明するとともに、当社の株主に対して当該適格対抗提案への応募を推奨する旨の決議を行うこととなるとエス・ワイ・エスが客観的かつ合理的に判断し、エス・ワイ・エスが本公開買付けに応募すること若しくは既に行った応募を撤回しないことがエス・ワイ・エスの取締役の善管注意義務に違反する可能性が高いと合理的に認められる場合には、エス・ワイ・エスは、エス・ワイ・エスが所有する当社株式の全てについて本公開買付けに応募（以下「本エス・ワイ・エス応募」といいます。）をせず、又は（既に本応募がなされている場合においては）法及び公開買付届出書に定める手続に従って本エス・ワイ・エス応募により成立した本公開買付けに係る契約を解除するとともに、当該適格対抗提案に応じることができる旨の条項を削除すること。
- ・エス・ワイ・エスは、本応募契約（エス・ワイ・エス）締結日から本公開買付けに係る決済の開始日までの間、本株式の全部又は一部について、譲渡、担保設定その他の処分（本公開買付け以外の公開買付けへの応募を含むがこれに限らない。）を行わず、また、当社株式又は当社株式に係る権利の取得を行わないこと。また、エス・ワイ・エスは、本応募契約（エス・ワイ・エス）締結日後、本公開買付けに係る決済の開始日までの間、自ら又は他の者をして、公開買付者以外の者との間で、直接又は間接に、第三者との間で、本公開買付けと競合し、矛盾若しくは抵触し、又はそのおそれのある一切の行為（第三者との合意、合意に向けた申込み、申込みの誘引、承諾、協議、交渉、勧誘又は情報提供を含むがこれらに限らない。）を行わない旨の条項を追加すること。

b. 本応募契約（その他株主）の概要

公開買付者は、2026年3月24日付で、公開買付者と本応募合意株主（その他株主）（所有株式数合計：3,307,312株、所有割合：42.41%）との間で、当社意見表明プレスリリースの「4 本公開買付けに係る重要な合意に関する事項」の「④ 本応募契約（その他株主）」に記載の内容の本応募契約（その他株主）を締結したとのことである。

(b) エス・ワイ・エス及び本応募合意株主（その他株主）に対する意思確認

公開買付者から2026年3月24日付連絡を受け、当社から、エス・ワイ・エス並びに公開買付者の代表取締役である石井正和氏及び公開買付者において本取引の検討に関与している株主を除く46名の本応募合意株主（その他株主）（以下、総称して「意向確認株主」といいます。）に対して、本対抗提案がなされている状況を踏まえた、①本応募契約（エス・ワイ・エス）変更合意及び本応募契約（その他株主）に基づく本公開買付けへの応募の意思の有無、②本応募契約（エス・ワイ・エス）変更合意及び本応募契約（その他株主）の解除意向の有無を確認したところ、いずれの株主においても、本応募契約（エス・ワイ・エス）変更合意及び本応募契約（その他株主）に従い本公開買付けへ応募する予定であり、本応募契約（エス・ワイ・エス）変更合意及び本応募契約（その他株主）を解除する意向はないことが確認された。

(c) 本応募契約（エス・ワイ・エス）変更合意及び本応募契約（その他株主）の締結を踏まえた本改定対抗提案に関する本対抗提案者の認識

当社及び本特別委員会は、本公開買付けに応募するとともに、本対抗提案に係る公開買付けを含む本公開買付け以外の当社株式に対する公開買付けに応募しないこと等を内容とする本応募契約（エス・ワイ・エス）変更合意及び本応募契約（その他株主）の締結を行った株主の所有株式数の合計が4,158,312株、所有割合の合計が53.32%であることから、本対抗提案者に対して、①本応募契約（エス・ワイ・エス）変更合意及び本応募契約（その他株主）の締結を踏まえた本対抗提案の実現可能性の認識、②①の認識を踏まえた今後の対応方針に関する2026年3月25日付質問状を送付した。

これに対し、本対抗提案者から、2026年3月26日付回答書において、①本対抗提案を当社株式1株につき900円の法的拘束力を有する提案である本改定対抗提案へと修正すること、②本改定対抗提案は真摯かつ実現可能な、当社の企業価値向上を目的とした提案である旨の回答を受領した。

(ウ) 本改定対抗提案の真摯な買収提案該当性

上記（イ）（b）のとおり、2026年3月24日付で、当社株式の所有割合の合計53.32%（所有株式数の合計4,158,312株）を保有する株主が、①本公開買付けに対する応募する旨、②本改定対抗提案に係る公開買付けを含む本公開買付け以外の当社株式に対する公開買付けに応募しない旨を内容とする本応募契約（エス・ワイ・エス）変更合意及び本応募契約（その他株主）を締結しており、当社において、本対抗提案がなされている状況を踏まえても、意向確認株主の①及び②の意向は変わらないという点について確認済みである。

本改定対抗提案の目的は、当社株式の100%取得による当社株式の非上場化であって、当社株式の100%取得による当社株式の非上場化にあたっては、本改定対抗提案に係る公開買付けが成立した上で、会社法第180条に基づき当社株式の併合を行うことにより、当社の株主を本改定対抗提案に係る公開買付けの公開買付者のみとするための手続（以下「スクイーズアウト手続」といいます。）を実施する必要があるため、当該手続の実施にあたっては少なくとも3分の2以上の議決権を取得する必要があるところ、本応募契約（エス・ワイ・エス）変更合意及び本応募契約（その他株主）に基づき、当社の3分の1の議決権を超える議決権を保有する株主（所有割合の合計は53.32%）が本改定対抗提案に係る公開買付けを含む本公開買付け以外の当社株式に対する公開買付けに応募しないことから、本改定対抗提案に係る公開買付けを通じて本対抗提案者が3分の2以上の議決権を取得することはできないため、本改定対抗提案は、実現可能性のない提案と評価せざるを得ない。

なお、2026年3月26日付回答書によれば、本対抗提案者としては、本応募契約（エス・ワイ・エス）変更合意及び本応募契約（その他株主）の締結を踏まえても、本改定対抗提案について真摯かつ実現可能な、当社の企業価値向上を目的とした提案であると考えているとのことであるが、上記のとおり、本特別委員会として、本改定対抗提案は、実現可能性のない提案と評価せざるを得ず、本対抗提案者の本改定対抗提案が真摯かつ実現可能な提案であるという主張を採用することはできない。

（エ）本改定対抗提案に対する評価

上記のとおり、本改定対抗提案は、実現可能性の観点から真摯な買収提案には該当しないが、この点を描いても、本改定対抗提案の実施により、当社に生じる具体的なシナジーが不透明である一方で、当社の中長期的な企業価値向上の観点でディスシナジーが生じ得る懸念が存在するため、本追加答申書（3）提出時点において、以下のとおり、本改定対抗提案が当社の企業価値向上及び株主の共同の利益の確保に資するとの確信を抱くことはできない。

- ・本対抗提案者によれば、上記ア.のとおり、本対抗提案者のポートフォリオ企業のうち、ダンモアが営むエンジニアードコーティング及びラミネートフィルム・フォイルのプラットフォーム事業は、当社の特殊印刷事業と親和性があること並びにKASCOが営む食品加工業界向け切削工具及び刃物製品事業は、ベンリナー事業とエンドマーケットを共有していることから、特にこれらのポートフォリオ企業と当社との間でシナジーが創出できることを見込んでいるとのことである。しかしながら、粘着加工、物流ラベル、工業用ラベル等の粘着剤付きのタックラベルのみのラベル・印刷を主力とする加工メーカーである当社としては、ダンモアについて、高機能フィルム、蒸着、高機能コーティング、航空宇宙材料、PVバックシート等の航空宇宙・太陽光・電子・包装などに使われるエンジニアリングフィルムを製造する材料メーカーであると認識しており、当社とダンモアは同じ特殊印刷事業を営んでいるものの、その素材・材料において異なる領域を担うとともに、バリューチェーンが異なることから、本改定対抗提案が実現した場合であっても、当社とダンモアとの間のシナジー効果は限定的となる可能性があると考えているとのことである。また、本対抗提案者は、既存顧客基盤の相互活用を通じた収益機会の創出もシナジーとして想定しているとのことだが、特殊印刷事業においては安価かつ短納期な対応が求められローカル企業が優遇される業界であること、当社とダンモアはその事業領域が異なるため顧客層が重複しないことから、クロスセルの余地は限定的であり、その結果、既存顧客基盤の相互活用を通じた収益機会の創出・事業拡大の余地も限定的と考えられるとのことである。さらには、製造・生産拠点の違いやそれに伴う物流コストの増加の可能性、為替リスク等を踏まえて、総合的に勘案すると、ダンモアと当社との間でのシナジー創出は、極めて限定的となる可能性が高いと現時点において考えているとのことである。また、当社の子会社である株式会社ベンリナーの野菜調理器製造販売事業は、生産量キャパシティが不足しており製造が間に合っていない状況であって流通を拡大することが困難な状況であることに加え、仮に安定供給及び製造設備の拡大が可能となった場合においても、ベンリナー事業における既存の代理店との排他的専属契約の存在により、KASCOの販売網を活用した世界各国への輸出販売による拡大は困難であることから、グローバルな流通販売網を有するKASCOとの間のシナジーは現時点では認められないと考えているとのことである。上記のとおり、本改定対抗提案は、本対抗提案者において、当社の事業に対する十分な理解を前提とするものではないことが伺われる。
- ・本対抗提案者は、過去に、関連会社を通じたブルドックソース株式会社（以下「ブルドックソース」といいます。）に対する同意なき買収提案（2007年5月18日付で公開買付開始公告を実施。）を行うとともに、本対抗提案者による同意なき買収提案の対抗措置として、ブルドックソースにおいて、本対抗提案者の関係会社とそれ以外の株主との間で差別的な行使条件及び取得条項を定める新株予約権無償割当てを行うことを議案とする株主総会特別決議に関して株主総会決議禁止等仮処分命令申立事件の申立て（2007年（許）第30号。以下「本仮処分命令申立て」といいます。）を行っている。本仮処分命令申立てにおいて、最高裁判所は、「本件議案は、議決権総数の

約 83.4%の賛成を得て可決されたのであるから、抗告人関係者（注）以外のほとんどの既存株主が、抗告人による経営支配権の取得が相手方の企業価値をき損し、相手方の利益ひいては株主の共同の利益を害することになると判断したものといえる、「抗告人関係者において、発行済株式のすべてを取得することを目的としているにもかかわらず、相手方の経営を行う予定はないとして経営支配権取得後の経営方針を明示せず、投下資本の回収方針についても明らかにしなかった」と判示している（最決 2007 年 8 月 7 日民集 61 巻 5 号 2215 頁。）。また、本仮処分命令申立てにおいて、東京地方裁判所は、本対抗提案者の関連会社を「グリーンメイラーである」と認定している（東京地裁決定 2007 年 6 月 28 日金融・商事判例 1270 号 12 頁）。2026 年 3 月 12 日付回答書によれば、本仮処分命令申立てがなされた 2007 年以降の約 20 年間で、本対抗提案者の戦略、行動及び組織としてのアイデンティティは大きく進化したとのことであるが、本対抗提案者の近年の日本企業に対する投資実績は不明であるため、本対抗提案者の戦略、行動及び組織としてのアイデンティティが変化したか否かについて評価することはできず、本対抗提案者が当社を完全子会社化することにより、当社の企業価値に影響が生じさせる懸念は否定できない。

（注）抗告人とは、本対抗提案者が日本企業の株式に投資することを目的として間接的に出資する本対抗提案者 Japan Strategic Fund（Offshore）L.P.を指す。また、抗告人関係者とは本対抗提案者を含む、本対抗提案者の関連会社で、新株予約権を行使できない非適格者としてブルドックソースが定めた者を意味する。

- ・以上のとおり、本追加答申書（3）提出時点において、本対抗提案者において当社の事業に対する十分な理解がなされていると評価できないこと、本改定対抗提案の実行後に本対抗提案者によって当社の事業に中長期的な影響が生じる施策が実行される可能性が否定できないこと、本対抗提案者の過去の本邦におけるトラックレコードを踏まえると当社を完全子会社化することにより当社の企業価値に影響が生じる懸念は否定できないことから、本改定対抗提案の実施により、当社に生じる具体的なシナジーが不透明である一方で、当社の中長期的な企業価値向上の観点でデイスナジーが生じ得る懸念が存在し、本改定対抗提案が当社の企業価値向上及び株主の共同の利益の確保に資するとの確信を抱くことはできない。

イ. 諮問事項②（本改定対抗提案を踏まえて、本特別委員会から当社取締役会に提出された 2026 年 2 月 2 日付「答申書」において表明された本取引に係る答申の内容について変更があるか（変更がある場合には、変更後の答申内容を含む。）。）に対する答申

本特別委員会は、2 月 2 日付答申書、3 月 12 日付追加答申書及び 3 月 24 日付追加答申書（2）において、本対抗提案が具体性・目的の正当性・実現可能性のある真摯な買収提案であるか、本対抗提案が当社の企業価値の向上に資するものであるか、当社の一般株主にとって公正なものであるかといった点について当社が慎重な検討を行うべく、本取引について、(i) 本取引の目的は合理的と認められる（本取引が当社の企業価値向上に資する。）、(ii) 本取引の取引条件に係る取引条件の公正性・妥当性が確保されている（買収対価の水準、買収の方法及び買収対価の種類その他の取引の条件が公正なものとなっている。）、(iii) 本取引において、取引条件の公正さを担保するための手続が十分に講じられていると認められる、(iv) 本取引は当社の一般株主にとって公正であると考えられることから、(v) 当社取締役会が本公開買付けに対して賛同する意見を表明することは相当であるものの、本公開買付けに応募するか否かについては株主の判断に委ねるとの意見を答申していた。

しかしながら、上記（ア）のとおり、本改定対抗提案の目的は、当社株式の 100%取得による当社株式の非上場化であるところ、本応募契約（エス・ワイ・エス）変更合意及び本応募契約（その他株主）に基づき、当社の 3 分の 1 の議決権を超える議決権を所有する株主（所有割合の合計は 53.32%）が本改定対抗提案に係る公開買付けを含む本公開買付け以外の当社株式に対する公開買付けに応募しないことから、本改定対抗提案に係る公開買付けを通じて本対抗提案者が 3 分の 2 以上の議決権を取得することはできず、スクイズアウト手続を実施することができない。そのため、本改定対抗提案は、実現可能性のない提案と評価せざるを得ず、真摯な買収提案には該当しないため、当社において検討す

べき真摯な買収提案は本取引のみである。

したがって、本特別委員会は、以下のとおり、上記（ア）における本改定対抗提案に対する意見及び2026年2月2日以降、本追加答申書（3）作成日までの事情を勘案して、本取引について、（i）本取引の目的は合理的と認められる（本取引が当社の企業価値向上に資する。）、（ii）本取引の取引条件に係る取引条件の公正性・妥当性が確保されている（買収対価の水準、買収の方法及び買収対価の種類その他の取引の条件が公正なものとなっている。）、（iii）本取引において、取引条件の公正さを担保するための手続が十分に講じられていると認められる、（iv）本取引は当社の一般株主にとって公正であると考えられることから、2月2日付答申書、3月12日付追加答申書及び3月24日付追加答申書（2）の答申内容を変更し、当社取締役会が公開買付けに賛同の意見を表明すること及び当社の株主に対して本公開買付けに応募することを推奨することは相当である旨を答申する。

（ア）本取引の目的の合理性

- ・当社によれば、2026年2月2日以降、その他に本取引の影響を及ぼし得るような事業上の変化は発生していないとのことであり、同日以降、本取引が当社の企業価値の向上に資するかどうかの判断に重大な影響を与えるような事情が生じていないと考えられる。なお、当社は本改定対抗提案を受領しているものの、上記ア. のとおり、本改定対抗提案が真摯な買収提案には該当しない。
- ・したがって、本取引は企業価値の向上に資するものであって、その目的は合理的であると引き続き認められる。

（イ）本取引に係る取引条件の公正性・妥当性

- ・本公開買付価格は726円とされているところ、当社によれば、2026年2月2日以降、当社の事業運営に関して、当社の企業価値に影響を与える重要な状況変化は発生しておらず、当社が作成し、株式価値算定の前提とされた当社の事業計画を変更すべき事情は生じていないとのことであり、J-TAPが当社に提出した本株式価値算定書の内容は引き続き有効であると認められる。
- ・本公開買付価格は、J-TAPが作成した本株式価値算定書によれば、（i）市場株価法により算定された当社株式の1株当たり株式価値のレンジ（419円～445円）の上限を上回り、かつ、（ii）DCF法により算定された当社株式の1株当たり株式価値のレンジ（608円～778円）の中央値を上回る価格であると認められるため、J-TAPにより算定された当社株式の株式価値との比較の観点からしても、一般株主にとって不利益ではない水準に十分に達していると考えられる。
- ・また、ヒアリング等におけるJ-TAPの説明によれば、本公開買付価格は、東京証券取引所における当社株式の、本公開買付けの公表日の直前営業日である2026年2月2日の終値に対するプレミアム（66.13%）、当該営業日から直近1ヶ月間の終値単純平均に対するプレミアム（63.15%）、当該営業日から直近3ヶ月間の終値単純平均に対するプレミアム（68.06%）及び当該営業日から直近6ヶ月間の終値単純平均に対するプレミアム（73.27%）に対して、それぞれプレミアムを加えた金額であり、当該プレミアムはM&A指針が公表された2019年6月28日以降から2026年2月2日までに公表された、国内上場企業を対象としたによる非公開化を企図した公開買付けの事例114件のプレミアム水準（直前営業日の終値に対するプレミアムの中央値では41.11%、直近1ヶ月間の終値単純平均に対するプレミアムの中央値では43.55%、直近3ヶ月間の終値単純平均に対するプレミアムの中央値では46.01%及び直近6ヶ月間の終値単純平均に対するプレミアムの中央値では47.26%）をいずれも上回る水準であるとともに、過去5年間の当社株式の終値の最高値である726円（2023年4月3日の終値）と同じ価格であって、本公開買付価格には合理的なプレミアムが付されている。
- ・金銭を対価とした公開買付け及びその後の株式等売渡請求又は株式併合によるスクイーズアウトを行う方法による二段階買収という方法に変更はなく、対価の種類を含む本取引の方法に不合理な点は認められない。
- ・以上を踏まえると、本取引の公開買付価格を726円とすることは引き続き合理性が認められること及び本取引のスキームも妥当であると認められることに照らしても本公開買付けの条件は不合

理なものであるとはいえないことから、本取引に係る取引条件の公正性・妥当性は引き続き認められる。

(ウ) 本取引に係る手続の公正性

- ・本取引において、取引条件の公正さを担保するための手続が十分に講じられていると認められるとした2月2日付答申書、3月12日付追加答申書及び3月24日付追加答申書(2)の検討結果を変更すべき事情は特段見当たらない。

(エ) 本取引の当社の一般株主にとっての公正性

- ・上記のとおり、上記(ア)乃至(ウ)までについて、いずれも公正性及び合理性が認められることから、本取引を採用する旨の決定は当社の一般株主にとって公正であると考えられるとした2月2日付答申書、3月12日付追加答申書及び3月24日付追加答申書(2)の検討結果を変更すべき事情は特段見当たらない。

(オ) 当社取締役会が本公開買付けに賛同の意見を表明すること及び当社の株主に対して本公開買付けに応募することを推奨することの是非

- ・上記のとおり、上記(ア)乃至(エ)までについて、本取引の目的の合理性、本取引に係る手続の公正性及び本取引に係る取引条件の妥当性が確認され、かつ、本取引を行うことの決定が当社の一般株主にとって公正であることが認められることから、2026年2月2日付答申書、2026年3月12日付追加答申書及び2026年3月24日付追加答申書(2)の当社取締役会が本公開買付けに対して賛同する意見を表明することは相当である旨及び本公開買付けに応募するか否かについては株主の判断に委ねるべきである旨の答申を変更して、当社取締役会が公開買付けに賛同の意見を表明すること及び当社の株主に対して本公開買付けに応募することを推奨することは相当である。

(4) 当社における利害関係を有しない取締役全員(監査等委員を含む。)の承認

当社は、アンダーソン・毛利・友常法律事務所から受けた法的助言、J-TAPから受けた財務的見地からの助言並びに本株式価値算定書の内容を踏まえつつ、本答申書の内容を最大限に尊重しながら、本公開買付けを含む本取引が当社の企業価値の向上に資するか否か及び本公開買付価格を含む本取引に係る取引条件が妥当なものか否かについて、慎重に検討いたしました。

その結果、当社は、上記「1. 株式併合の目的及び理由」に記載のとおり、本公開買付けについて、本公開買付けを含む本取引により当社の企業価値が向上すると見込まれるとともに、本公開買付価格及び本公開買付けに係るその他の諸条件は当社の株主の皆様にとって公正であり、本公開買付けは、当社の株主の皆様に対して、合理的な株式の売却の機会を提供するものであると判断し、2026年2月3日開催の取締役会において、審議及び決議に参加した当社取締役(石井氏を除く6名)の全員一致で、本公開買付けに賛同の意見を表明するとともに、当社の株主の皆様に対して本公開買付けへの応募を推奨する旨の決議をいたしました。

その後、当社は、2026年3月4日付で、本対抗提案者から、2026年3月4日付意向表明書を受領いたしました。2026年3月4日付意向表明書においては、本対抗提案及びスクイズアウトを通じて当社株式を非公開化する旨の提案が記載されておりました。これを受けて、当社は、現在実施されている本公開買付けに関して、本対抗提案を受けてもなお本公開買付けに賛同する旨の意見及び当社の株主の皆様に対して本公開買付けへの応募を推奨する旨の意見を維持することができるかどうかという点について、慎重に協議・検討を行いました。そして、当社取締役会は、本特別委員会から取得した本追加答申書において、本特別委員会から、本公開買付けについて、(i) 本答申書において、本特別委員会は、(a) 本取引の目的は合理的であると認められる(本取引が当社の企業価値向上に資する。)こと、(b) 本取引の取引条件に係る取引条件の公正性・妥当性が確保されている(買収対価の水準、買収の方法及び買収対価の種類その他の取引の条件が公正なものとなっている。)こと、(c) 本取引において、取引条件の公正さを担保するための手続が十

分に講じられていると認められること、(d) 本取引は当社の一般株主にとって公正であると考えられることから、(e) 当社取締役会が本公開買付けに対して賛同の意見を表明すること及び当社の株主に対して本公開買付けに応募することを推奨することは相当である旨の答申を表明したところ、本対抗提案は法的拘束力のない提案であるが、本対抗提案が具体性・目的の正当性・実現可能性のある真摯な買収提案であるか、本対抗提案が当社の企業価値の向上に資するものであるか、当社の一般株主にとって公正なものであるかといった点について本対抗提案を検討している状況であることを踏まえると、現時点で本特別委員会による上記判断の基礎となる事情に変更すべき点は認められないため、上記(e)のうち、当社取締役会が本公開買付けに対して賛同する意見を表明することは相当である旨の本特別委員会の答申に変更はない旨、及び、(ii) 本公開買付けの公開買付価格(1株当たり726円)を含めた取引条件が公正かつ妥当であるとの本特別委員会の判断に変更はないものの、本対抗提案に係る公開買付価格(1株当たり900円)が本公開買付価格を上回っていることに鑑み、上記(e)のうち、当社取締役会が当社の株主に対して本公開買付けへの応募を推奨することは相当である旨の意見は撤回し、本公開買付けに応募するか否かについては株主の判断に委ねるとの意見に変更するべきである旨の答申を得たことを踏まえ、当社は、2026年3月13日開催の当社取締役会において、本公開買付けに賛同する旨の意見は維持するものの、当社の株主の皆様に対して本公開買付けへの応募を推奨することは相当である旨の意見を撤回し、当社の株主の皆様が本公開買付けに応募するか否かについては、株主の皆様のご判断に委ねる旨を決議いたしました。

その後、当社は、上記「1. 株式併合の目的及び理由」に記載のとおり、2026年3月25日付の当社取締役会において、本買付条件変更を踏まえても、本公開買付けに賛同する旨の意見、及び、当社の株主の皆様が本公開買付けに応募するか否かについては、株主の皆様のご判断に委ねる旨の意見を維持することを決議いたしました。

そして、当社取締役会は、本特別委員会から取得した本追加答申書(3)において、(a) 本改定対抗提案は、実現可能性という観点から、真摯な買収提案には該当しないこと、(b) 本改定対抗提案が真摯な買収提案に該当せず、当社取締役会において検討すべき真摯な買収提案は本取引のみであるところ、2026年2月2日以降、本追加答申書(3)作成日までの事情を勘案しても、本取引について、(i) 本取引の目的は合理的と認められる(本取引が当社の企業価値向上に資する。)、(ii) 本取引に係る取引条件の公正性・妥当性が確保されている(買収対価の水準、買収の方法及び買収対価の種類その他の取引の条件が公正なものとなっている。)、(iii) 本取引において、取引条件の公正さを担保するための手続が十分に講じられていると認められる、(iv) 本取引は当社の一般株主にとって公正であると考えられることから、本答申書、本追加答申書及び本追加答申書(2)の当社取締役会が本公開買付けに対して賛同する意見を表明することは相当である旨及び本公開買付けに応募するか否かについては株主の判断に委ねるべきである旨の答申を変更して、(v) 当社取締役会が本公開買付けに賛同の意見を表明すること及び当社の株主に対して本公開買付けに応募することを推奨することは相当である旨の答申を得たことを踏まえ、当社は、2026年3月27日開催の当社取締役会において、本公開買付けに賛同し、当社の株主の皆様に対して本公開買付けへの応募を推奨することは相当である旨を決議いたしました。

なお、当社の取締役のうち、石井氏については、本取引の提案者であるとともに公開買付者の代表取締役であり、かつ、本取引終了後も継続して当社の代表取締役として当社の経営に関与することを予定していることから、石井氏は上記の各取締役会における本公開買付けの意見表明に係る議案の審議及び決議には一切参加しておらず、また、本取引、本対抗提案、本買付条件変更及び本改定対抗提案に関し、当社の立場において公開買付者との協議及び交渉にも一切参加しておりません。

(5) 当社における独立した検討体制の構築

当社は構造的な利益相反の問題を排除する観点から、公開買付関連当事者から独立した立場で、本取引に係る検討、交渉及び判断を行う体制を当社の社内に構築いたしました。具体的には、2025年9月12日に石井氏より、本意向表明書①の提出を受けて以降、当社の取締役のうち、石井氏は本取引の提案者であるとともに公開買付者の代表取締役であり、かつ、本取引終了後も継続して当社の代表取締役として当社の経営に関与することを予定していることから、石井氏は本取引に関する当社取締役会における審議及び決議には

一切参加しておらず、また、当社の立場において公開買付者との協議及び交渉にも一切参加しておりません。また、2025年11月25日付で石井氏から本意向表明書②を受領して以降、公開買付関連当事者から独立性の認められる当社の取締役3名（北村眞一氏、岡田豊氏及び矢野恵美子氏）並びに従業員2名の総勢5名のみで構成される検討体制を構築し、当社と公開買付者との間の本公開買付価格を含む本取引に係る取引条件に関する交渉過程及び事業計画の作成過程に関与いたしました。

また、かかる取扱いを含めて、当社の検討体制（本取引の検討、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みます。）に独立性・公正性の観点から問題がないことについては、本特別委員会の承認を得ております。

（6）本公開買付けの公正性を担保する客観的状況の確保

公開買付者は、公開買付期間を、法令に定められた最短期間が20営業日であるところ、当該期間よりも長期の46営業日に設定しているとのことです。公開買付期間を法令に定められた最短期間よりも長期に設定することにより、当社の株主の皆様に対して本公開買付けに対する応募について適正な判断機会を確保しつつ、公開買付者以外にも対抗的な買付け等をする機会を確保し、これをもって本公開買付けの公正性を担保しているとのことです。

また、公開買付者と当社は、当社が対抗的買収提案者と接触することを禁止するような取引保護条項を含む合意等、対抗的買収提案者が当社との間で接触等を行うことを制限するような内容の合意は一切行っておらず、上記公開買付期間の設定とあわせ、対抗的な買付け等の機会を確保することにより、本公開買付けの公正性の担保に配慮しております。

（7）マジョリティ・オブ・マイノリティを上回る買付予定数の下限の設定

公開買付者は、本公開買付けにおいて、買付予定数の下限を5,002,400株（所有割合：64.15%）と設定しており、応募株券等の総数が買付予定数の下限（5,002,400株）に満たない場合は、応募株券等の全部の買付け等を行わないとのことです。なお、2026年3月24日現在、本応募株式（905,200株）、本譲渡制限付株式（1,500株）、石井氏が当社の役員持株会を通じて間接的に所有する当社株式（8,067株）、本不応募株式（190,251株）及び本応募株式（その他株主）（3,307,312株）の合計で当社株式4,412,330株（所有割合：56.58%）となるところ、公開買付者は、本公開買付けにおいて、いわゆるマジョリティ・オブ・マイノリティ（majority of minority）の買付予定数の下限を設定すると、本公開買付けの成立を不安定なものとし、かえって本公開買付けに応募することを希望する当社の一般株主の皆様の利益に資さない可能性もあるものと考え、本公開買付けにおいて、いわゆるマジョリティ・オブ・マイノリティ（Majority of Minority）の買付予定数の下限は設定しないこととしているとのことです。公開買付者及び当社は、上記①乃至⑥に記載の措置を講じていることから、当社の一般株主の利益には十分な配慮がなされていると考えております。

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

（1）本公開買付けの成立

上記「1. 株式併合の目的及び理由」に記載のとおり、公開買付者は、2026年2月4日から2026年4月13日までを公開買付期間とする本公開買付けを行い、その結果、本公開買付けの決済の開始日である2026年4月17日付で、当社株式5,390,356株（所有割合：69.13%）を所有するに至りました。

（2）自己株式の消却

当社は、2026年5月1日付の取締役会において、2026年6月26日付で当社の自己株式87,399株（2026年3月31日時点で当社が所有する自己株式81,399株に、当社が今後自己株式として無償取得する予定の、譲渡制限付株式報酬として当社の取締役4名が所有している譲渡制限付株式合計6,000株を加えた数に相当）を消却することを決議いたしました。なお、当該自己株式の消却は、本臨時株主総会において、本株式併合に係る議案が原案どおり承認可決されることを条件としており、消却後の当社の発行済株式総数は

7,791,401 株となります。

以 上