

【表紙】

【提出書類】	意見表明報告書
【提出先】	関東財務局長
【提出日】	2026年 2 月 4 日
【報告者の名称】	三光産業株式会社
【報告者の所在地】	東京都渋谷区神宮前三丁目42番 6 号
【最寄りの連絡場所】	東京都渋谷区神宮前三丁目42番 6 号
【電話番号】	東京03(3403)8134(代表)
【事務連絡者氏名】	管理統括本部総務部長 元吉 俊介
【縦覧に供する場所】	三光産業株式会社本社 (東京都渋谷区神宮前三丁目42番 6 号) 株式会社東京証券取引所 (東京都中央区日本橋兜町 2 番 1 号)

- (注 1) 本書中の「当社」とは、三光産業株式会社をいいます。
- (注 2) 本書中の「公開買付者」とは、株式会社パロンをいいます。
- (注 3) 本書中の記載において、計数が四捨五入又は切捨てされている場合、合計として記載される数値は計数の総和と必ずしも一致しません。
- (注 4) 本書中の「法」とは、金融商品取引法(昭和23年法律第25号。その後の改正を含みます。)をいいます。
- (注 5) 本書中の「本公開買付け」とは、本書提出に係る公開買付けをいいます。
- (注 6) 本書中の「株券等」とは、株式に係る権利をいいます。
- (注 7) 本書中の記載において、日数又は日時の記載がある場合は、特段の記載がない限り、日本国における日数又は日時を指すものとします。
- (注 8) 本書中の「営業日」とは、行政機関の休日に関する法律(昭和63年法律第91号。その後の改正を含みます。)第 1 条第 1 項各号に掲げる日を除いた日をいいます。

1 【公開買付者の氏名又は名称及び住所又は所在地】

名称 株式会社バロン

所在地 東京都渋谷区神宮前三丁目42番 6 号

2 【公開買付者が買付け等を行う株券等の種類】

普通株式

3 【当該公開買付けに関する意見の内容、根拠及び理由】

(1) 意見の内容

当社は、2026年2月3日開催の当社取締役会において、下記「(2) 意見の根拠及び理由」に記載の根拠及び理由に基づき、本公開買付け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。

なお、当該取締役会決議は、下記「(6) 本公開買付価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置」の「 当社における利害関係を有しない取締役全員(監査等委員を含む。)の承認」に記載の方法により決議されております。

(2) 意見の根拠及び理由

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

本公開買付けの概要

公開買付者は、株式会社東京証券取引所(以下「東京証券取引所」といいます。)スタンダード市場に上場している当社の株券等を取得及び所有することを主たる目的として、当社の代表取締役社長執行役員である石井氏により2026年1月13日に設立された株式会社であり、本書提出日現在、公開買付者の代表取締役を務める石井氏が公開買付者の発行済株式の全てを所有しているとのことです。なお、本書提出日現在、公開買付者は当社の普通株式(以下「当社株式」といいます。)を所有しておらず、石井氏は当社株式55,700株(注1)(所有割合(注2): 0.71%)を所有しているとのことです。

今般、公開買付者は、当社株式の全て(但し、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ことを目的とする、いわゆるマネジメント・バイアウト(MBO)のための一連の取引(以下「本取引」といいます。)の一環として、本公開買付けを実施することを2026年2月3日に決定したとのことです。なお、石井氏は、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。また、本書提出日現在、公開買付者は、当社のその他の取締役との間で本取引後の役員就任について何らの合意も行っていないとのことです。

(注1) 石井氏は、本書提出日現在、当社の役員持株会を通じた持分に相当する当社株式8,067株(小数点以下を切捨てているとのことです。以下同じです。)(所有割合: 0.10%)を間接的に所有しておりますが、直接所有するものではなく、当該当社株式に係る議決権行使の権限は役員持株会(同理事長)にあり、役員持株会の管理の下、役員持株会の名義とされているため、石井氏の所有株式には含んでいないとのことです。以下、石井氏の所有株式数において同じです。

(注2) 「所有割合」とは、当社が2025年11月14日に提出した第66期半期報告書(以下「当社半期報告書」といい、2026年1月23日に提出した訂正報告書により訂正された事項を含みます。)に記載された2025年9月30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(56,755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。以下同じです。)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、所有割合の計算において同じです。

本公開買付けに際して、公開買付者は、2026年2月3日付で、当社の主要株主である筆頭株主である株式会社エス・ワイ・エス(所有株式数：851,000株、所有割合：10.91%。以下「エス・ワイ・エス」といいます。)との間で、その所有する当社株式の全て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(エス・ワイ・エス)」)と締結し、また、石井氏(所有株式数：55,700株、所有割合：0.71%)との間で、同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(注3)を除く54,200株(所有割合：0.70%)について、本公開買付けに応募する旨を口頭で合意(以下「本応募合意(石井氏)」)としています。したがって、公開買付者は、エス・ワイ・エス及び石井氏との間で合計905,200株(所有割合：11.61%。以下「本応募株式」といいます。)について、応募する旨の合意を得ているとのことです。本応募契約(エス・ワイ・エス)及び本応募合意(石井氏)の詳細については、下記「(7) 本公開買付けに係る重要な合意に関する事項」の「本応募契約(エス・ワイ・エス)」及び「本応募合意(石井氏)」をご参照ください。

(注3) 当社は、株式報酬として当社の取締役(監査等委員である取締役及び社外取締役を除く。)4名に対して本譲渡制限付株式合計6,000株(所有割合：0.08%)(石井氏に対して1,500株(所有割合：0.02%)、北村眞一氏に対して1,500株(所有割合：0.02%)、岡田豊氏に対して1,500株(所有割合：0.02%)、矢野恵美子氏に対して1,500株(所有割合：0.02%))を割り当てているところ、下記「(5) 本公開買付け後の組織再編等の方針(いわゆる二段階買収に関する事項)」に記載のとおり、本譲渡制限付株式には譲渡制限が付され、本譲渡制限付株式の所有者が当社の役員を退任するまでの間、譲渡が禁止されており、かつ、本公開買付けの開始は譲渡制限の解除事由とされておらず、譲渡制限を解除できないことから、本譲渡制限付株式を本公開買付けに応募することはできないため、石井氏が所有する本譲渡制限付株式1,500株(所有割合：0.02%)は本応募合意(石井氏)の対象としていないとのことです。

なお、エス・ワイ・エスは、本応募契約(エス・ワイ・エス)において、当社株式を非公開化するための一連の手続(以下「本スクイズアウト手続」といいます。)の実施後に、本公開買付けに応募することにより受領する対価の相当額を含む10億円を公開買付者に対して再出資(以下「本再出資(エス・ワイ・エス)」)といたします。)し、無議決権株式である公開買付者の優先株式を取得することを公開買付者と合意しているとのことです。また、石井氏は、本応募合意(石井氏)において、本スクイズアウト手続の実施後に、本公開買付けに応募することにより受領する対価の相当額(但し、適用のある税金及び費用がある場合、当該金額を除きます。)を含む資金を公開買付者に対して再出資(以下「本再出資(石井氏)」)としい、本再出資(エス・ワイ・エス)と総称して「本再出資」といいます。)し、公開買付者の普通株式を取得することを予定しているとのことです。また、本再出資(石井氏)(注5)の具体的な日程等については本書提出日現在未定とのことです。

また、本再出資後、公開買付者と当社との間で、公開買付者を吸収合併存続会社、当社を吸収合併消滅会社とする吸収合併を実施することを予定しているとのことです(但し、当該吸収合併の実施時期等の詳細については、本書提出日現在において未定とのことです。)

- (注4) 本再出資(エス・ワイ・エス)における公開買付者の優先株式(以下「本優先株式」といいます。)1株当たりの払込金額を決定する前提となる当社株式の評価は、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「本公開買付価格」といいます。)と同一の価格である726円(但し、本スクイーズアウト手続として実施する本株式併合(下記「(5) 本公開買付け後の組織再編等の方針(いわゆる二段階買収に関する事項)」で定義します。以下同じです。)における当社株式の併合の割合に基づき形式的な調整を行う予定です。)にする予定であり、ディスカウントした価格で発行する予定もないことから、本再出資(エス・ワイ・エス)による本優先株式1株当たりの払込価額は実質的に本公開買付価格よりも有利な条件が設定されているわけではないと考えられること、及び、本再出資(エス・ワイ・エス)は、本書提出日現在、当社とエス・ワイ・エスとの間で資本業務提携を前提とする取引関係が存在するところ、本取引によって当社株式が非公開化された後も、公開買付者がエス・ワイ・エスからの出資を受けることによって、資本・業務の両面で取引関係を継続・深化させることが、当社グループの企業価値の持続的な向上に繋がると考えられたことを考慮して実施されるものであり、エス・ワイ・エスによる本公開買付けへの応募の可否とは独立して検討されたものであることから、公開買付価格の均一性(法27条の2第3項)の趣旨に抵触するものではないと考えているとのことです。なお、公開買付者において、迅速な意思決定を行うための組織体制を構築するため、石井氏が公開買付者の議決権の全てを所有することとし、エス・ワイ・エスは議決権のない本優先株式を取得するとのことです。本優先株式の具体的な内容については本書提出日現在未定とのことです。大要、公開買付者が剰余金の配当を行う場合には、本優先株式を有する株主に対し、普通株式を有する株主に先だって配当を行うこと、公開買付者の解散に際して残余財産を分配するときは、普通株式を有する株主に先立って、分配を行うこと、公開買付者の株主総会における議決権を有さないことが定められる予定とのことです。また、エス・ワイ・エスの公開買付者に対する出資比率の具体的な内容は本書提出日現在未定とのことです。少なくとも90%を超える予定とのことです。なお、エス・ワイ・エスは、本再出資(エス・ワイ・エス)にあたり、議決権のない本優先株式を取得する予定であり、本書提出日現在、本再出資(エス・ワイ・エス)の実施後においても、エス・ワイ・エスが公開買付者の議決権を保有する予定はないとのことです。
- (注5) 本再出資(石井氏)における公開買付者の普通株式1株当たりの払込金額を決定する前提となる当社株式の評価は、公開買付価格の均一性規制(法第27条の2第3項)の趣旨に抵触しないよう、本公開買付価格と同一の価格である726円(但し、本スクイーズアウト手続として実施する本株式併合における当社株式の併合の割合に基づき形式的な調整を行う予定です。)にする予定であり、ディスカウントした価格で発行する予定もないことから、本再出資(石井氏)による公開買付者の普通株式1株当たりの払込価額は実質的に本公開買付価格よりも有利な条件が設定されているわけではないと考えられること、並びに、本再出資(石井氏)は、石井氏が本取引後も継続して当社の代表取締役として経営にあたる予定であること、及び、公開買付者の財務的基盤を安定させることを目的として実施されるものであり、石井氏による本公開買付けへの応募の可否とは独立して検討されたものであることから、公開買付価格の均一性(法27条の2第3項)の趣旨に抵触するものではないと考えているとのことです。また、石井氏の公開買付者に対する出資比率の具体的な内容は本書提出日現在未定ですが、10%未満となる予定とのことです。なお、本再出資後も石井氏が公開買付者の議決権の全てを所有する予定とのことです。

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5,192,600株(所有割合:66.59%)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(5,192,600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、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(5,192,600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。

公開買付者において、かかる買付予定数の下限(5,192,600株)を設定したのは、公開買付者は、本取引において当社株式を非公開化することを目的としており、下記「(5) 本公開買付け後の組織再編等の方針(いわゆる二段階買収に関する事項)」に記載の本株式併合の手続を実施する際には、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309条第2項に規定する株主総会における特別決議が要件とされていることから、本取引の実施を確実に遂行すべく、本公開買付けの成立後に、公開買付者が所有する議決権の数及び当社の取締役が所有する本譲渡制限付株式に係る議決権の数の合計が、当社の総株主の議決権の数の3分の2以上となるようにすることで、当該要件を満たすことができるように設定したものとすることです。具体的には、本基準株式数(7,797,826株)に係る議決権の数(77,978個)に3分の2を乗じた数(51,986個、小数点以下を切上げ)から、当社の取締役4名が所有する本譲渡制限付株式(合計6,000株(注6))に係る議決権の数(60個)を控除した数(51,926個)に当社の単元株式数である100株を乗じた株式数(5,192,600株)としているとのことです。また、買付予定数の下限である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)、石井氏が所有する本譲渡制限付株式(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)(当該株式数は、公開買付者と利害関係を有さない当社の株主の皆様が所有する当社株式の数の過半数、すなわち、いわゆるマジョリティ・オブ・マイノリティ(majority of minority)に相当する数にあたります。)を上回るとのことです。

(注6) 本譲渡制限付株式には譲渡制限が付されているため、本公開買付けに応募することはできませんが、当社は、2026年2月3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していることから、本譲渡制限付株式を所有する当社の取締役は、本公開買付けが成立した場合には、本スクイズアウト手続として実施される株式併合の承認に係る当社の株主総会において、本スクイズアウト手続に関連する各議案に賛成することを見込んでいたとのことです。

公開買付者は、本公開買付けにより当社株式の全て(但し、当社が所有する自己株式を除きます。)を取得できなかった場合には、本公開買付けの成立後に、下記「(5) 本公開買付け後の組織再編等の方針(いわゆる二段階買収に関する事項)」に記載のとおり、本スクイズアウト手続を実施することを予定しているとのことです。

公開買付者は、本公開買付けが成立した場合、本公開買付けに係る決済等に要する資金として、本公開買付けの決済の開始日の前営業日までに、株式会社三井住友銀行(以下「三井住友銀行」といいます。)から6,061,000千円を上限として借入れ(以下「本銀行融資」といいます。)を受けることを予定しており、かかる資金をもって、本公開買付けの資金決済等に充当する予定とのことです。本銀行融資に係る融資条件の詳細は、三井住友銀行と別途協議の上、本銀行融資に係る融資契約において定めることとされているとのことです。本銀行融資に係る融資契約では、本書の添付書類である融資証明書に記載されている融資実行の前提条件及び一定の財務制限条項等の同種の融資契約に通常定められる契約条件が規定される予定とのことです。

公開買付者が本公開買付けの実施を決定するに至った背景、目的及び意思決定の過程並びに本公開買付け後の経営方針

() 公開買付者が本公開買付けの実施を決定するに至った背景、目的及び意思決定の過程

公開買付者が、本公開買付けの実施を決定するに至った背景、目的及び意思決定の過程は以下のとおりとのことです。

当社は、1960年4月の設立以後、シール・ラベル事業を中心に産業の発展とともに技術を向上させ製品の使用範囲や事業領域を広げてきました。また、当社の長期的な成長ビジョンに確信が持てる目途が立ったため、社会的な信用度の上昇、それに伴う人材確保・定着によるさらなる成長機会の創出を目的として、当社株式は、1989年11月に社団法人日本証券業協会に店頭登録された後、2004年12月に株式会社ジャスダック証券取引所(以下「ジャスダック証券取引所」といいます。)に上場いたしました。その後、当社株式は、2010年4月の株式会社大阪証券取引所(以下「大阪証券取引所」といいます。)によるジャスダック証券取引所の吸収合併及び2013年7月に行われた東京証券取引所と大阪証券取引所の現物市場の統合に伴い、東京証券取引所「JASDAQ(スタンダード)市場」への上場を経て、2022年4月に実施された東京証券取引所の市場区分見直しにより、現在は東京証券取引所スタンダード市場に上場しています。

本書提出日現在、当社及び当社の子会社7社で構成されるグループ(以下「当社グループ」といいます。)は、シール・ラベル等の特殊印刷業を主な事業としており、国内電機メーカーグループとの取引が中心となっています。

石井氏としては、これらの電機メーカーにおいては、製品ライフサイクルの短期化に加え、熾烈な価格競争に勝ち抜くため、一層のコスト削減を狙い、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ものと理解しているとのことです。この結果、当社グループの得意とする家電メーカーとのシール・ラベル等の取引は海外へ移転し、国内においては印刷需要の減少による受注単価の下落、また、海外においても現地メーカーとの受注競争の激化等、事業環境は一段と厳しさを増していることに加え、資源価格の高騰に伴い製造原価が上昇しており、今後もその傾向は一定の期間続くものと考えているとのことです。

このような状況下、石井氏は、2025年3月初旬から、当社の今後の企業価値向上策について検討を行う中で、2025年3月上旬に、シール・ラベル事業の外部環境の悪化への対応や収益の拡大に繋がる新規事業の確立といった当社の経営課題に機動的に対処し、安定した経営体制の下で中長期的に持続可能な企業価値向上を実現していくためには、当社株式を非公開化することが、一般株主による短期的な収益向上への要請や短期的な株価変動を気にすることなく、シール・ラベル事業等の既存事業の強化や中長期的な成長投資及び持続的な企業価値向上を目指すための経営判断を容易とすることに繋がり、有用であると考えたとのことです。また、一般株主からの短期的な収益向上の要請を排した状況下において、シール・ラベル事業を中心とした当社の事業への知見が深い石井氏が当社の経営に継続関与することが、当社の取引先や従業員等のステークホルダーとの信頼関係の継続に繋がり、さらなる企業価値の向上を図るために有用であると考えたとのことです。加えて、当社の経営理念や企業文化の維持及び取引先との関係の維持・構築を行うことが、当社が現在まで培ってきた事業の持続的な発展及び企業価値の向上に寄与することに繋がり、有用であると考えたとのことです。上記の理由から、当社株式の非公開化、石井氏の当社の経営への継続関与、当社の企業理念や企業文化の維持及び取引先との関係の維持・構築を行うことが、中長期的に持続可能な企業価値向上を実現するために必要であると考えたとのことです。その上で、マネジメント・バイアウト(MBO)による当社株式の非公開化を実施する場合、必ずしも資金調達が必要では無いものの、本公開買付けに係る買付資金を調達することも将来的に検討が必要となる可能性を想定し、買付資金の調達可否を初期的に金融機関に確認する必要があると考え、2025年3月10日から買付資金の融資検討に係る金融機関との協議を開始したとのことです。その後、2025年5月上旬、当社を取り巻く厳しい経営環境を踏まえ、中長期的な視点から抜本的かつ機動的に以下のような経営戦略を迅速かつ果敢に実践する必要があるものとの考えに至ったとのことです。

(a) シール・ラベル事業における黒字体質の構築

石井氏は、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と認識しているとのことです。国内電機メーカーは、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と考えているとのことです。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ものと理解しているとのことです。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と認識しているとのことです。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おります。

この点に関して、石井氏は、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認識しておりますが、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と考えているとのことです。

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ということです。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、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皆様のご期待に沿えないリスクがあると考えているということです。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ものと考えているということです。

(b) 野菜調理器製造販売事業等の新規事業の拡大

石井氏は、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株式会社ベンリナー(以下「ベンリナー」といいます。)の野菜調理器製造販売事業の拡大と考えているということです。

一方で、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、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と認識しているということです。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と考えているということです。

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皆様のご期待に沿えないリスクがあると考えているということです。

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と考えているということです。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ます。しかしながら、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と考えているということです。

(c) M & A 等による新規成長分野への戦略的投資の拡大

石井氏は、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と考えているということです。具体的には、二つの方向性があると考えているということです。まず一つ目は、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ということです。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ということです。

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と考えているということです。

但し、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ます。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皆様のご期待に沿えないリスクがあると考えているとのことです。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とのことです。

上記(a)～(c)の施策は、中長期的に見れば大きな成長及び収益の安定化が見込まれるものの、かかる施策の実行が、直ちにその効果をもたらすとは限らず、また、当初計画したとおりに収益に寄与しない可能性もあるため、短期的には当社グループの業績悪化が生じる懸念や、中長期にわたり利益の変動性が高まるリスクを内包しているとのことです。その結果、一時的な財務状況等の悪化により当社グループの企業価値が毀損する可能性があり、また、それらに起因し当社の株価の下落が起こるリスクも懸念され、当社の株主の皆様の期待に添えない可能性があるとのことです。そのため、当社株式の上場を維持したまま、上記(a)～(c)の施策を実行することは難しいものと考えているとのことです。また、近年の資本市場に対する規制強化により、金融商品取引法上の有価証券報告書等の継続的な情報開示に要する費用や、監査費用等の株式の上場を維持するために必要なコストは年々増加しており、株式の上場維持が当社の経営上の負担となる可能性も否定できないものと理解しているとのことです。

他方、事業活動を行うために必要な資金が金融機関からの借入れ等で確保できている現在の当社グループの財務状況に鑑みても、当社グループにとって、当面エクイティ・ファイナンスの活用による資金調達の必要性は見込まれず、一定の信用力も既に確保できていることから、株式の上場を維持する必要性は、相対的に減少しているものと理解しているとのことです。

その後、石井氏は、2024年1月22日付で当社と資本業務提携を締結し、事業上の連携を強化していたエス・ワイ・エスに関して、これまでの資本業務提携の実績により、エス・ワイ・エスとの間で強固な信頼関係及び協働体制が構築されてきたと考えられたこと、特殊印刷事業をはじめとした事業展開においてエス・ワイ・エスの技術力やネットワークが当社グループの成長に寄与してきたと考えられたことから、本取引によって当社株式が非公開化された後も、公開買付者がエス・ワイ・エスからの出資を受けることによって、資本・業務の両面で取引関係を継続・深化させることが、当社グループの企業価値の持続的な向上に繋がると考えられたこと、及び、公開買付者において、迅速な意思決定を行うための組織体制を構築するため、石井氏が公開買付者の議決権の全てを所有することが望ましいと考えられたことから、2025年6月2日にエス・ワイ・エスに対して、本公開買付けに応募することにより受領する対価の相当額を公開買付者に対して再出資し、無議決権株式である公開買付者の優先株式を取得することを提案し、エス・ワイ・エスが公開買付者に対して再出資し、無議決権株式である公開買付者の優先株式を取得することに関する初期的な方針について合意したとのことです。その後、本取引に関する検討を進める中、2025年8月26日に、エス・ワイ・エスより当該優先株式に係る配当金の配当条件、優先残余分配権及び株式買戻し等に関する優先株式出資条件(以下「本優先株式出資条件」といいます。)に関する提案を受けたところ、本優先株式出資条件は、金融機関の本公開買付けに係る買付資金の融資検討に必要な内容であったことから、2025年9月1日に金融機関との間で、金融機関として許容可能な本優先株式出資条件に関して協議を実施し、当該協議内容を踏まえ、2025年9月2日に、エス・ワイ・エスと本優先株式出資条件に関する交渉を行い、同日、エス・ワイ・エスとの間で、再出資額を10億円とすることを含む無議決権株式である公開買付者の優先株式を取得する本優先株式出資条件の大枠について合意したとのことです。そして、石井氏は、金融機関との協議の中で、本取引の融資に係る初期的な融資実行の方針の決定に目途がついたことから、2025年9月12日に、当社に対して、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」といいます。)を提出したとのことです。

その後、当社は、2025年9月17日の当社の臨時取締役会にて、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(下記「(6) 本公開買付価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置」の「当社における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。以下同じです。)を組成することを決議いたしました。その後、石井氏は、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ことから、同日、当社に対して本取引の提案理由、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」といいます。)を再度提出するとともに、本取引に関して検討するにあたり、石井氏、当社及びエス・ワイ・エスから独立したファイナンシャル・アドバイザーとしてS M B C日興証券株式会社を、石井氏、当社及びエス・ワイ・エスから独立したリーガル・アドバイザーとしてシティニューワ法律事務所を、石井氏、当社及びエス・ワイ・エスから独立した財務・税務アドバイザーとして株式会社A G S コンサルティングをそれぞれ選任したとのことです。石井氏は、2025年11月27日に当社から、本特別委員会を設置し、本取引の実施に向けた協議・交渉に応じる旨の連絡を受け、2025年11月27日から2026年1月上旬まで当社に対するデュー・ディリジェンス(以下「本デュー・ディリジェンス」といいます。)を実施したとのことです。そして、石井氏は、2025年12月9日に本特別委員会を通じて本取引の背景・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上記(a)～(c)の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に関する質問事項書を受領したことから、2025年12月17日に書面による回答を送付した上で、2025年12月17日に本特別委員会よりインタビューを受け、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、説明を行い、質疑応答を行ったとのことです。そして、石井氏は、2026年1月13日、本公開買付けによる当社株式の取得及び所有を目的として、公開買付者を設立したとのことです。

また、石井氏は、本公開買付価格についてさらに具体的な検討を進め、本デュー・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等を総合的に勘案し、2026年1月13日、当社に対し、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(円未満を四捨五入しております。以下、終値単純平均値の計算において同じです。))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提出したとのことです。これに対し、公開買付者は、2026年1月16日、当社より、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株式会社J-TAPアドバイザー(以下「J-TAP」といいます。)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されたとのことです。その後、公開買付者は、2026年1月20日、当社に対し、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提出したとのことです。これに対し、公開買付者は、同日、当社より、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されたとのことです。その後、公開買付者は、2026年1月21日、当社に対し、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提出したとのことです。これに対し、公開買付者は、2026年1月23日、当社より、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されたとのことです。

す。その後、公開買付者は、2026年1月26日、当社に対し、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提出したとのことです。これに対し、公開買付者は、2026年1月27日、当社より、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されたとのことです。その後、公開買付者は、2026年1月28日、当社に対し、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提出したとのことです。これに対し、公開買付者は、2026年1月29日、当社より、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、当社株式の終値の最高値(2023年4月3日付)である726円とすることを要請されたとのことです。その後、公開買付者は、2026年1月30日、当社に対し、最終提案として、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提出するとともに、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、当社に伝達したとのことです。これに対し、公開買付者は、2026年1月30日、当社より、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円とすることを再度要請されたとのことです。その後、公開買付者は、2026年2月2日、当社に対し、最終提案として、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提出するとともに、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、当社に伝達したとのことです。これに対し、公開買付者は、2026年2月2日、当社より、本特別委員会の意見を踏まえて、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受領したとのことです。

以上の協議・交渉を経て、公開買付者は、2026年2月3日、本公開買付価格を726円とし、本取引の一環として本公開買付けを実施することを決定したとのことです。

他方、公開買付者は、2026年1月19日から2026年2月3日にかけて、エス・ワイ・エスとの間で本応募契約(エス・ワイ・エス)の内容について協議・交渉を実施し、2026年2月3日に、本公開買付価格を726円とすることを含む本応募契約(エス・ワイ・エス)の内容についてエス・ワイ・エスとの間で合意に至ったとのことです。本応募契約(エス・ワイ・エス)の詳細については、下記「(7) 本公開買付けに係る重要な合意に関する事項」の「 本応募契約(エス・ワイ・エス)」をご参照ください。

()本公開買付け後の経営方針

本取引は、いわゆるマネジメント・バイアウト(MBO)に該当し、石井氏は、本公開買付け終了後も継続して代表取締役社長執行役員として当社の経営にあたることを予定しており、上記「公開買付者が本公開買付けの実施を決定するに至った背景、目的及び意思決定の過程並びに本公開買付け後の経営方針」に記載の各施策を推進する予定とのことです。なお、本公開買付けの成立後も当社の現在の経営体制を維持することを基本方針としているとのことですが、公開買付者と当社のその他の取締役との間では、本公開買付けの成立後の役員就任及び処遇の詳細について何らの合意も行っておらず、本公開買付けの成立後の当社の役員構成を含む経営体制については、本公開買付けの成立後、当社と協議しながら決定していく予定とのことですが、原則として現在の経営体制を維持することを予定しているとのことです。

なお、上記「本公開買付けの概要」に記載のとおり、エス・ワイ・エスは、本応募契約(エス・ワイ・エス)において、本スクイズアウト手続の実施後に、本公開買付けに応募することにより受領する対価の相当額を含む10億円の本再出資(エス・ワイ・エス)を実施し、無議決権株式である公開買付者の優先株式を取得することを公開買付者と合意しておりますが、本再出資(エス・ワイ・エス)の具体的な日程等については本書提出日現在未定です。また、石井氏は、本応募合意(石井氏)において、本スクイズアウト手続の実施後に、本公開買付けに応募することにより受領する対価の相当額(但し、適用のある税金及び費用がある場合、当該金額を除きます。)を含む資金の本再出資(石井氏)を実施し、公開買付者の普通株式を取得することを予定しておりますが、本再出資(石井氏)の具体的な日程等については本書提出日現在未定です。

また、上記「本公開買付けの概要」に記載のとおり、公開買付者は、本再出資の完了後、公開買付者と当社との間で、公開買付者を吸収合併存続会社、当社を吸収合併消滅会社とする吸収合併を実施することを予定しております(但し、当該吸収合併の実施時期等の詳細については、本書提出日現在において未定です。)

当社が本公開買付けに賛同するに至った意思決定の過程及び理由

()検討体制の構築の経緯

当社は、上記「公開買付者が本公開買付けの実施を決定するに至った背景、目的及び意思決定の過程並びに本公開買付け後の経営方針」に記載のとおり、2025年9月12日に石井氏から本意向表明書の提出を受け、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、本意向表明書を当社に提出したことから、下記「(6) 本公開買付価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置」の「当社における独立した第三者算定機関からの株式価値算定書の取得」及び「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」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、石井氏及びエス・ワイ・エス(以下、総称して、「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「(6) 本公開買付価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置」の「当社における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「(6) 本公開買付価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置」の「 当社における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、交渉及び判断に関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「(6) 本公開買付価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置」の「 当社における独立した検討体制の構築」をご参照ください。)

() 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上記「 公開買付者が本公開買付けの実施を決定するに至った背景、目的及び意思決定の過程並びに本公開買付け後の経営方針」に記載のとおり、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上記「 公開買付者が本公開買付けの実施を決定するに至った背景、目的及び意思決定の過程並びに本公開買付け後の経営方針」に記載の(a)～(c)の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、本公開買付価格については、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上記「 公開買付者が本公開買付けの実施を決定するに至った背景、目的及び意思決定の過程並びに本公開買付け後の経営方針」に記載のとおり、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、本デュー・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442円に対して30.09%、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ＤＣＦ法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。

()判断の内容

以上の経緯の下、当社は、2026年2月3日開催の取締役会において、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「(6) 本公開買付価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置」の「 当社における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、上記「 公開買付者が本公開買付けの実施を決定するに至った背景、目的及び意思決定の過程並びに本公開買付け後の経営方針」の「()公開買付者が本公開買付けの実施を決定するに至った背景、目的及び意思決定の過程」に記載の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

上記「 公開買付者が本公開買付けの実施を決定するに至った背景、目的及び意思決定の過程並びに本公開買付け後の経営方針」に記載のとおり、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り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

上記「公開買付者が本公開買付けの実施を決定するに至った背景、目的及び意思決定の過程並びに本公開買付け後の経営方針」に記載のとおり、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

上記「公開買付者が本公開買付けの実施を決定するに至った背景、目的及び意思決定の過程並びに本公開買付け後の経営方針」に記載のとおり、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「(3) 算定に関する事項」の「 算定の概要」に記載されている「
- T A P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、D C F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、経済産業省が策定した「公正なM & Aの在り方に関する指針」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M B O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に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り、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「(6) 本公開買付価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置」に記載の利益相反を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「(3) 算定に関する事項」の「算定の概要」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、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。なお、当該取締役会の意思決定過程の詳細については、下記「(6) 本公開買付価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置」の「当社における利害関係を有しない取締役全員(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。

(3) 算定に関する事項

算定機関の名称並びに当社及び公開買付者との関係

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 - T A P 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いたしました。なお、当社は、下記「(6) 本公開買付価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置」に記載のとおり、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 - T A P 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)を取得しておりません。

J - T A P 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。J - T A P 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 - T A P 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 - T A P 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。

算定の概要

J - T A P 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 D C F 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 - T A P 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。

DCF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現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「FCF」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いません。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GDP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DCF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することです。当該財務予測には、対前年度比較において利益及びFCF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)、FCFは前事業年度である2025年3月期において、工場集約に伴うペ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、ペ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)、FCF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、ペ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、現時点において収益に与える影響を具体的に見積もることが困難であるため、反映していません。

(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、現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。

(4) 上場廃止となる見込み及びその事由

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

(5) 本公開買付け後の組織再編等の方針(いわゆる二段階買収に関する事項)

公開買付者は、上記「(2) 意見の根拠及び理由」の「 本公開買付けの概要」に記載のとおり、本公開買付けにより、当社株式の全て(但し、当社が所有する自己株式を除きます。)を取得できなかった場合には、本公開買付けの成立後、以下の方法により、当社の株主を公開買付者のみとすることを目的とした本スクイーズアウト手続を実施することを予定しております。

株式売渡請求

公開買付者は、本公開買付けの成立により、公開買付者が所有する当社の議決権の総数が当社の総株主の議決権の数の90%以上となり、公開買付者が会社法第179条第1項に規定する特別支配株主となる場合には、本公開買付けの決済の完了後速やかに、会社法第2編第2章第4節の2の規定に基づき、当社の株主(公開買付者及び当社を除きます。)の全員(以下「売渡株主」といいます。)に対し、その所有する当社株式の全部を売り渡すことを請求(以下「株式売渡請求」といいます。)する予定とのことです。株式売渡請求においては、当社株式1株当たりの対価として、本公開買付価格と同額の金銭を売渡株主に対して交付することを定める予定とのことです。この場合、公開買付者は、その旨を当社に通知し、当社に対し株式売渡請求の承認を求める予定とのことです。当社がその取締役会の決議により株式売渡請求を承認した場合には、関係法令の定める手続に従い、売渡株主の個別の承諾を要することなく、公開買付者は、株式売渡請求において定めた取得日をもって、売渡株主の全員からその所有する当社株式の全部を取得するとのことです。この場合、売渡株主がそれぞれ所有していた当社株式1株当たりの対価として、公開買付者は、当該各売渡株主に対し、本公開買付価格と同額の金銭を交付する予定とのことです。

なお、当社は、公開買付者より株式売渡請求をしようとする旨及び会社法第179条の2第1項各号の事項について通知を受けた場合には、当社取締役会において株式売渡請求を承認する予定です。

株式売渡請求に関連する少数株主の権利保護を目的とした会社法上の規定として、会社法第179条の8その他関係法令の定めに従って、売渡株主は、裁判所に対して、その所有する当社株式の売買価格の決定の申立てを行うことができる旨が定められています。なお、上記申立てがなされた場合の当社株式の売買価格は、最終的には裁判所が判断することになります。

株式の併合

本公開買付けの成立後、公開買付者が当社の総株主の議決権の90%以上を所有するに至らなかった場合には、公開買付者は、当社株式の併合を行うこと(以下「本株式併合」といいます。)、並びに本株式併合の効力発生を条件として単元株式数の定めを廃止する旨の定款の一部変更を行うこと及び定時株主総会の基準日の定めを削除する旨の定款の一部変更を行うことを付議議案に含む臨時株主総会(以下「本臨時株主総会」といいます。)の開催を当社に要請する予定とのことです。なお、公開買付者は、本臨時株主総会において上記各議案に賛成する予定とのことであり、本臨時株主総会の開催時期は2026年5月下旬頃を想定しているとのことです。

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

株式併合に関連する少数株主の権利保護を目的とした会社法上の規定として、株式併合により株式の数に1株に満たない端数が生じるときは、会社法第182条の4及び第182条の5その他の関係法令の定めに従って、本公開買付けに応募しなかった当社の株主の皆様(公開買付者及び当社を除きます。))は、当社に対してその所有する株式のうち1株に満たない端数となるものの全部を公正な価格で買い取ることを請求することができる旨及び裁判所に対して当社株式の価格決定の申立てを行うことができる旨が定められています。上記申立てがなされた場合の当社株式の買取価格は、最終的には裁判所が判断することとなります。

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

上記及びの各手続については、関係法令の改正、施行及び当局の解釈等の状況によっては、実施に時間を要し、又は実施の方法に変更が生じる可能性があるとのことです。但し、その場合でも、本公開買付けが成立した場合には、本公開買付けに応募しなかった当社の株主(公開買付者及び当社を除きます。))に対しては、最終的に金銭を交付する方法を採用する予定であり、その場合に当該当社の株主に交付される金銭の額については、本公開買付けに当該当社の株主が所有していた当社株式の数を乗じた価格と同一になるよう算定する予定とのことです。

以上の各場合における具体的な手続及びその実施時期等については、公開買付者と協議の上、決定次第、当社が速やかに公表する予定です。

なお、本譲渡制限付株式については、本譲渡制限付株式に係る割当契約書(以下「本割当契約書」といいます。)において、(a) 譲渡制限期間中に、会社法第180条に定める株式併合(当該株式併合により本譲渡制限付株式の付与対象者が有する本譲渡制限付株式が1株に満たない端数のみとなる場合に限りま す。)に関する事項が当社の株主総会で承認された場合又は会社法第179条第2項に定める株式売渡請求に関する事項が当社の取締役会で承認された場合(但し、会社法第180条第2項第2号に定める株式併合の効力発生日又は会社法第179条の2第1項第5号に規定する特別支配株主が売渡株式等を取得する日(以下「スクイズアウト効力発生日」といいます。)が譲渡制限期間の満了時より前に到来するときに限りま す。 以下「スクイズアウト承認時」といいます。)であつて、かつ、本譲渡制限付株式の付与対象者が、これらに伴い当社の取締役の地位から退任することとなる場合には、当社取締役会の決議により、スクイズアウト効力発生日の前営業日の直前時をもって、本譲渡制限付株式のうち本割当契約書に基づき算出される数について、譲渡制限を解除するとされており、(b) スクイズアウト承認時には、当社は、スクイズアウト効力発生日の前営業日をもって、同日において譲渡制限が解除されていない本譲渡制限付株式の全部を無償で取得するとされておりま す。 本スクイズアウト手続においては、本譲渡制限付株式の付与対象者が当社の取締役の地位から退任することは想定されておらず、当該付与対象者が所有する本譲渡制限付株式は、スクイズアウト効力発生日の前営業日をもって譲渡制限が解除されないことから、当社において、全て無償取得する予定です(なお、公開買付者は、今後当社とも協議の上、当該無償取得に伴う代替措置について検討する予定ですが、本書提出日現在において当該協議は開催されておらず、その内容は未定です。)。

また、本スクイズアウト手続が2026年6月30日までに完了することが見込まれる場合には、公開買付者は、本スクイズアウト手続が完了していることを条件として、2026年6月下旬に開催予定の2026年3月期に係る当社の定時株主総会(以下「本定時株主総会」といいます。)にて議決権を行使することのできる株主を、公開買付者のみとするため、定時株主総会の基準日の定めを廃止する旨の定款の一部変更を行うことを当社に要請する予定とのことです。 そのため、当社の2026年3月31日の株主名簿に記載又は記録された株主であっても、本定時株主総会において権利を行使できない可能性があるとのことです。

なお、本公開買付けへの応募又は上記の各手続における税務上の取扱いについては、当社の株主の皆様が自らの責任にて税理士等の専門家にご確認くださいませうお願いいたします。

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

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。

また、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。

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。

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

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いません。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。

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

当社は、上記「(2) 意見の根拠及び理由」の「 当社が本公開買付けに賛同するに至った意思決定の過程及び理由」に記載のとおり、本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も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、経済産業省が策定した「公正なM & Aの在り方に関する指針」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に方針を確認し、適時にその状況の報告を受け、重要な局面で意見を述べ、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。

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、当社が実現しう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－ＴＡＰ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の答申書(以下「本答申書」といいます。)を提出しております。本答申書の詳細については、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」に添付の本答申書をご参照ください。

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の可否について、慎重に検討いたしました。

その結果、当社は、上記「(2) 意見の根拠及び理由」の「 当社が本公開買付けに賛同するに至った意思決定の過程及び理由」に記載のとおり、本公開買付けについて、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日開催の当社取締役会において、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。

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、石井氏は当社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。

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いません。また、2025年11月25日付で石井氏から本意向表明書を受領して以降、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してきたとのことです。

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。

本公開買付けの公正性を担保する客観的状況の確保

公開買付者は、本公開買付けにおける買付け等の期間(以下「公開買付期間」といいます。)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30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り、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。

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

上記「(2) 意見の根拠及び理由」の「本公開買付けの概要」に記載のとおり、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5,192,600株(所有割合66.59%)と設定しており、応募株券等の総数が買付予定数の下限(5,192,600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。かかる買付予定数の下限は、本基準株式数(7,797,826株)から本応募株式(905,200株)、石井氏が所有する本譲渡制限付株式(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)(当該株式数は、公開買付者と利害関係を有さない当社の株主の皆様が所有する当社株式の数の過半数、すなわち、いわゆるマジョリティ・オブ・マイノリティ(majority of minority)に相当する数にあたります。)を上回るものとなるとのことです。このように、公開買付者は、公開買付者の利害関係者以外の当社の株主の皆様から少なくとも過半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、当社の株主の皆様の意思を重視した買付予定数の下限の設定を行っているとのことです。

(7) 本公開買付けに係る重要な合意に関する事項

本応募契約(エス・ワイ・エス)

公開買付者は、2026年2月3日付で、エス・ワイ・エス(所有株式数：851,000株、所有割合：10.91%)との間で、大要、以下の内容の本公開買付けに応募する旨の本応募契約(エス・ワイ・エス)を締結しているとのことです。

- ()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(以下「本株式」といいます。)について本公開買付けに応募(以下「本応募」といいます。)し、かつ、本応募を撤回せず、本応募の結果成立した本株式の買付けに係る契約を解除しないこと。
- ()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、公開買付者の事前の書面による承諾なく、当社の株主総会の招集請求権、株主提案権その他の株主権を行使しないこと。
- ()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に開催される当社の株主総会において議決権を行使できる場合、可決されれば当社の財政状態、経営成績、キャッシュ・フロー、事業、資産、負債若しくは将来の収益計画又はその見通しに重大な影響を及ぼす又は及ぼすことが合理的に予想される議案が上程されるとき(株主提案による場合及び当社が提出した議案を修正する旨の動議がなされた場合も含みます。)は、本株式に係る当該株主総会における議決権について、当該議案又は動議に反対の議決権を行使すること。
- ()エス・ワイ・エスは、本公開買付けが成立した場合において、本公開買付けに係る決済の開始日より前の日を権利行使の基準日とする当社の株主総会が、本公開買付けに係る決済の開始日以降に開催される場合、本株式に係る当該株主総会における議決権その他の一切の権利行使について、公開買付者の指示に従って権利を行使すること。
- ()エス・ワイ・エスは、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、第三者による当社株式に対する公開買付けに関する勧誘、提案、情報提供又は申込みを受けた場合、直ちに公開買付者にその旨及びその内容を通知すること。なお、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当社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。
- ()上記()及び()にかかわらず、(a) 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、(b) 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、本応募をせず、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。
- ()エス・ワイ・エスは、本スクイズアウト手続の実施後、本再出資(エス・ワイ・エス)を実施し、無議決権株式である本優先株式を引き受けること(なお、本再出資(エス・ワイ・エス)の具体的な日程等については定められておりません。)

なお、本応募契約(エス・ワイ・エス)において、エス・ワイ・エスによる本公開買付けへの応募の前提条件は規定されていないとのことですが、各当事者の表明保証事項(注1、2)、契約違反時又は表明保証違反時の補償義務、解除事由(注3)、契約の終了事由(注4)及び秘密保持義務等の一般条項が定められているとのことです。また、本応募契約(エス・ワイ・エス)を除いてエス・ワイ・エスとの間で本取引に関する重要な合意は締結しておらず、本公開買付け価格の支払を除き、本公開買付けに際して付与される利益はないとのことです。

- (注1) エス・ワイ・エスは、設立及び手続の有効性、本応募契約(エス・ワイ・エス)の締結及び履行に必要な権限及び権能の存在、本応募契約(エス・ワイ・エス)における法的拘束力の存在、本応募契約(エス・ワイ・エス)の締結及び履行に必要な許認可等の取得又は履践及び手続の履践、本株式の適法かつ有効な所有、反社会的勢力等との関係の不存在について表明及び保証を行っているとのことです。
- (注2) 公開買付者は、設立及び手続の有効性、本応募契約(エス・ワイ・エス)の締結及び履行に必要な権限及び権能の存在、本応募契約(エス・ワイ・エス)における法的拘束力の存在、本応募契約(エス・ワイ・エス)の締結及び履行に必要な許認可等の取得又は履践及び手続の履践、反社会的勢力等との関係の不存在について表明及び保証を行っているとのことです。
- (注3) 公開買付者及びエス・ワイ・エスは、本公開買付けの開始日までに相手方当事者に重大な義務違反が存在した場合、相手方当事者に表明及び保証の重大な違反が存在した場合、相手方当事者に対して書面で通知することにより本応募契約(エス・ワイ・エス)を解除することができるものとされているとのことです。
- (注4) 本応募契約(エス・ワイ・エス)は、契約当事者が合意した場合、本公開買付けが撤回等された場合、適格対抗提案がなされたことに基づき本応募がなされない場合若しくは本応募により成立した本公開買付けに係る契約が解除された場合、又は、本公開買付けが不成立となった場合に終了するものとされているとのことです。

本応募合意(石井氏)

公開買付者は、2026年2月3日付で、石井氏(所有株式数：55,700株、所有割合：0.71%)との間で、同氏が所有する当社株式のうち、本譲渡制限付株式1,500株を除く54,200株(所有割合：0.70%)について、本公開買付けに応募する旨の本応募合意(石井氏)を得ているとのことです。なお、石井氏による本公開買付けへの応募の前提条件は規定されていないとのことです。

石井氏は、本スクイズアウト手続の実施後に、本公開買付けに応募することにより受領する対価の相当額(但し、適用のある税金及び費用がある場合、当該金額を除きます。)を含む資金の本再出資(石井氏)を実施し、公開買付者の普通株式を取得することを予定しているとのことですが、本再出資(石井氏)の具体的な日程等については本書提出日現在未定とのことです。なお、本応募合意(石井氏)を除いて石井氏との間で本取引に関する重要な合意は締結しておらず、本公開買付け価格の支払を除き、本公開買付けに際して付与される利益はないとのことです。

4 【役員が所有する株券等の数及び当該株券等に係る議決権の数】

氏名	役名	職名	所有株式数(株)	議決権の数(個)
石井 正和	代表取締役社長執行役員		55,700	557
北村 眞一	取締役執行役員	営業統括本部長	14,200	142
岡田 豊	取締役執行役員	製造統括本部長	12,700	127
矢野 恵美子	取締役執行役員	営業統括副本部長 (兼)営業業務推進部長	10,900	109
高橋 光弘	取締役 (監査等委員)		9,500	95
大津 素男	取締役 (監査等委員)		0	0
川添 啓明	取締役 (監査等委員)		0	0
計			103,000	1,030

(注1) 役名、職名、所有株式数及び議決権の数は、本書提出日現在のものであります。

(注2) 取締役のうち、大津素男及び川添啓明は、社外取締役であります。

(注3) 監査等委員のうち、高橋光弘は常勤の監査等委員である。

(注4) 所有株式数及び議決権の数には、それぞれ当社の役員持株会を通じて間接的に所有する当社株式数(小数点以下切捨て)及びそれに係る議決権の数は含めておりません。

5 【公開買付者又はその特別関係者による利益供与の内容】

該当事項はありません。

6 【会社の支配に関する基本方針に係る対応方針】

該当事項はありません。

7 【公開買付者に対する質問】

該当事項はありません。

8 【公開買付期間の延長請求】

該当事項はありません。

以上