



2026年3月27日

各 位

会 社 名	三光産業株式会社
代 表 者 名	代表取締役社長 石井 正和 (コード番号7922)
問合せ先責任者	管理統括本部総務部長 元吉 俊介 (電話番号 03-3403-8134)

### (変更)「MBOの実施及び応募の推奨に関するお知らせ」の一部変更に関するお知らせ

当社が、2026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」(2026年3月13日付、2026年3月16日付及び2026年3月25日付で公表いたしました「(変更)「MBOの実施及び応募の推奨に関するお知らせ」の一部変更に関するお知らせ」による変更を含みます。)について、一部変更すべき事項(当該変更を、以下「本変更」といいます。)がありましたので、下記のとおりお知らせいたします。

当社は、2026年2月3日開催の取締役会において、当社の普通株式(以下「当社株式」といいます。)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)(注)のための一連の取引(以下「本取引」といいます。)の一環として行われる株式会社バロン(以下「公開買付者」といいます。)による当社の普通株式(以下「当社株式」といいます。)に対する公開買付け(以下「本公開買付け」といいます。)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ことを決議し、その旨お知らせしておりました。

(注)「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。これを受けて、当社は、2026年3月13日付で公表いたしました「(変更)「MBOの実施及び応募の推奨に関する

お知らせ」の一部変更に関するお知らせ」のとおり、特別委員会（以下「本特別委員会」といいます。）の答申を得たことを踏まえ、2026年3月13日開催の取締役会において、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の決議を行っております。

公開買付者は、上記決議を踏まえ、公開買付者による金融商品取引法施行令第30条第1項第4号に基づく要請により当社が2026年3月16日付で公表した「(変更)株式会社バロンによる公開買付届出書の訂正届出書の提出に伴う「三光産業株式会社株式(証券コード:7922)に対する公開買付けの開始に関するお知らせ」の変更に関するお知らせ」に記載のとおり、公開買付期間を3月31日まで延長し公開買付の決済開始日を2026年4月6日に変更したとのことです。

その後、公開買付者による金融商品取引法施行令第30条第1項第4号に基づく要請により当社が2026年3月25日付で公表した「(変更)株式会社バロンによる公開買付届出書の訂正届出書の提出に伴う「三光産業株式会社株式(証券コード:7922)に対する公開買付けの開始に関するお知らせ」の変更に関するお知らせ」(以下「3月25日付公開買付者プレスリリース」といいます。)に記載のとおり、公開買付者は、2026年3月24日付で、当社の株主(所有株式数:190,251株、所有割合:2.44%)との間で、当該株主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しないことを内容とする契約(以下「本不応募契約」といいます。)を締結したことから、公開買付者が、買付予定数を変更し、買付予定数の下限を5,192,600株(所有割合:66.59%)から5,002,400株(所有割合:64.15%)に変更(以下「本買付条件変更」といいます。)し、本買付条件変更に伴い、本公開買付けの公開買付期間を2026年4月8日までに延長し、公開買付期間を43営業日とすることを決定したとのことです。

本買付条件変更を受けて、当社取締役会は、2026年3月25日付の取締役会において、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議いたしました。

3月25日付公開買付者プレスリリースに記載のとおり、公開買付者は、2026年3月24日付で、当社の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」という。)との間で、2026年2月3日付で締結した応募契約(以下「本応募契約(エス・ワイ・エス)」という。)についてフィデューシャリー・アウト条項を削除し、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する変更契約(以下「本応募契約(エス・ワイ・エス)変更合意」といいます。)を締結したこと、当社の株主合計48名(所有株式数合計:3,307,312株、所有割合:42.41%。以下「本応募合意株主(その他株主)」という。)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)」という。)について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契約(以下「本応募契約(その他株主)」という。)

を締結したとのことです。

その後、当社は、2026年3月26日付で、本対抗提案者から、法的拘束力の有しない本対抗提案を、当社株式の非公開化に関する法的拘束力の有する提案（以下「本改定対抗提案」という。）に修正する旨の書面を受領いたしました。なお、本改定対抗提案に係る公開買付価格は、本対抗提案に係る公開買付価格から変更はありません。

当社は、本対抗提案者から2026年3月4日付意向表明書を受領以降、本対抗提案及び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、本対抗提案及び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。

当社取締役会は、本特別委員会より、①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、②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、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、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、変更箇所につきましては、下線で示しております。

## 記

### 3. 本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

(変更前)

<前略>

その後、当社は、2026年3月13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」の「③ 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」に記載の根拠及び理由に基づき、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決議をいたしました。

当社は、2026年3月25日付の取締役会において、下記「(2) 意見の根拠及び理由」の「③ 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」に記載の根拠及び理由に基づき、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旨の決議をいたしました。

なお、上記いずれの取締役会決議も、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「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」に記載の方法により決議されております。

(変更後)

<前略>

その後、当社は、2026年3月13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」の「③ 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」に記載の根拠及び理由に基づき、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決議をいたしました。

当社は、2026年3月25日付の当社取締役会において、下記「(2) 意見の根拠及び理由」の「③ 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」に記載の根拠及び理由に基づき、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旨の決議をいたしました。

当社は、2026年3月27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」の「③ 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、上記いずれの取締役会決議も、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「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」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

③ 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

(変更前)

<前略>

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、本不応募契約を締結することに伴う本買付条件変更の提案を受け、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

なお、当社は、本応募契約（エス・ワイ・エス）の変更の合意及び本応募契約（その他株主）の締結に伴って、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、引き続き慎重に検討を進めてまいります。

<後略>

(変更後)

<前略>

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、本不応募契約を締結することに伴う本買付条件変更の提案を受け、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

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。）したと、本応募合意株主（その他株主）との間で、本応募契約（その他株主）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り、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

<後略>

- (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
- 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  
(変更前)

<前略>

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、別添1をご参照ください。

その後、上記「(2) 意見の根拠及び理由」の「③ 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、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、本追加答申書を提出しております。本追加答申書の詳細については、別添3をご参照ください。

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、本追加答申書(2)を提出しております。本追加答申書(2)の詳細については、別添4をご参照ください。

なお、本特別委員会は、本応募契約（エス・ワイ・エス）の変更の合意及び本応募契約（その他株主）の締結に伴って、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、引き続き慎重に検討を進めてまいります。

(変更後)

<前略>

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、別添1をご参照ください。

その後、上記「(2) 意見の根拠及び理由」の「③ 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、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、本追加答申書を提出しております。本追加答申書の詳細については、別添3をご参照ください。

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、本追加答申書(2)を提出しております。本追加答申書(2)の詳細については、別添4をご参照ください。

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、本追加答申書（3）を提出しております。本追加答申書（3）の詳細については、別添5をご参照ください。

- 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  
（変更前）

<前略>

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「(2) 意見の根拠及び理由」の「③ 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、2026年3月25日付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。

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、本対抗提案及び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おりません。

(変更後)

<前略>

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「(2) 意見の根拠及び理由」の「③ 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、2026年3月25日付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、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。

## 10. MBO等に関する事項

(変更前)

### (2) 一般株主にとって公正であることに関する特別委員会の意見

当社は、上記「3. 本公開買付けに関する意見の内容、根拠及び理由」の「(6) 本公開買付けの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「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」とおり、本公開買付けを含む本取引が当社の一般株主にとって公正なものであることに関して本特別委員会から本答申書、本追加答申書及び本追加答申書(2)の提出を受けております。本答申書の詳細は別添1を、本追加答申書の詳細は別添3を、本追加答申書(2)の詳細は別添4をそれぞれご参照ください。

(変更後)

### (2) 一般株主にとって公正であることに関する特別委員会の意見

当社は、上記「3. 本公開買付けに関する意見の内容、根拠及び理由」の「(6) 本公開買付けの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「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」とおり、本公開買付けを含む本取引が当社の一般株主にとって公正なものであることに関して本特別委員会から本答申書、本追加答申書、本追加答申書(2)及び本追加答申書(3)の提出を受けております。本答申書の詳細は別添1を、本追加答申書の詳細は別添3を、本追加答申書(2)の詳細は別添4を、本追加答申書(3)の詳細は別添5をそれぞれご参照ください。

(参考)

(変更前)

本答申書(別添1)

2026年2月3日付「三光産業株式会社株式(証券コード:7922)に対する公開買付けの開始に関するお知らせ」(別添2)

本追加答申書(別添3)

本追加答申書(2)(別添4)

(参考)

(変更後)

本答申書 (別添 1)

2026 年 2 月 3 日付「三光産業株式会社株式 (証券コード : 7922) に対する公開買付けの開始に関するお知らせ」(別添 2)

本追加答申書 (別添 3)

本追加答申書 (2) (別添 4)

本追加答申書 (3) (別添 5)

以 上

三光産業株式会社  
取締役会 御中

2026年3月27日

三光産業株式会社 特別委員会

委員（委員長） 大津 素男

委員 川添 啓明

委員 岡 裕信

### 追 加 答 申 書 (3)

当委員会は、(i)三光産業株式会社（以下「当社」という。）の代表取締役社長である石井正和氏が代表取締役を務め、その発行済株式の全てを所有している株式会社バロン（以下「公開買付者」という。）による、当社の普通株式（以下「当社株式」という。）に対する公開買付け（以下「本 MBO 公開買付け」という。）及びその後のスクイーズアウトを含む当社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 MBO 公開買付けとあわせて「本 MBO 取引」という。）及び(ii)2026年3月26日付で Steel Partners Holdings L.P.（以下「Steel Partners」という。）から当社に対して提出された当社株式に対する公開買付けに係る法的拘束力を有する提案（以下「本改定対抗提案」という。）に関して、2026年2月2日付「答申書」（以下「2月2日付答申書」という。）、同年3月12日付「追加答申書」（以下「3月12日付追加答申書」という。）及び同年3月24日付「追加答申書(2)」（以下「3月24日付追加答申書(2)」という。）における答申の内容について、下記第2のとおり追加の答申をする。

なお、本書（以下「本追加答申書(3)」という。）で使用される用語は、特段の記載のない限り、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)において用いられたものと同様の意味を有する。

## 第1 答申に至る手続及び制約事項

### 1. 本追加答申に至る手続

当委員会は、本 MBO 取引に関し、当社取締役会から諮問された事項について、2月2日付答申書のとおり答申した。

その後、当委員会は、当社が2026年3月4日付で Steel Partners から受領した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」という。）において提案された本対抗提案に関して、当委員会に追加で諮問された事項について、2026年3月4日付意向表明書、当社及び当委員会から Steel Partners に対して提出した質問状に対して2026年3月12日付で Steel Partners から受領した回答書（以下「2026年3月12日付回答書」という。）その他本 MBO 取引及び本対抗提案に関する一連の資料その他の当委員会において配付された各種資料等（以下「本対抗提案検討資料等」と総称する。）を検討し、3月12日付追加答申書のとおり答申した。

公開買付者は、2026年3月16日、公開買付期間を同月31日まで延長し公開買付の決済開始日を2026年4月6日に変更することを決定した。

その後、公開買付者は、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」という。）にて、当社及び当委員会に対し、本 MBO 公開買付けにおいて、当社の株主である鮫島英子氏（所有株式数：190,251株、所有割合2.44%（以下「本不応募株式」という。））との間で、①本不応募株式の全てについて本 MBO 公開買付けに応募しないこと、②本不応募株式の全てについて対抗公開買付けに応募しないこと、③本 MBO 公開買付け成立後、当社において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内容とする不応募契約（以下「本不応募契約」という。）を締結することに伴い、5,192,600株（所有割合：66.59%）と設定していた買付予定数の下限について、5,002,400株（所有割合：64.15%）に変更すること（以下「本買付条件変更」という。）を提案した。当委員会は、3月16日付提案書を受けて、特別委員会を開催し、本買付条件変更に関して3月24日付追加答申書(2)のとおり答申した。

また、公開買付者は、3月16日付提案書において、本 MBO 公開買付けに関し、公開買付者が2026年2月3日付で株式会社エス・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」という。）との間で締結した応募契約（以下「本応募契約（エス・ワイ・エス）」という。）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 MBO 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する（以下「本応募契約（エス・ワイ・エス）変更合意」という。）意向及び当社の複数との株主との間で、

本 MBO 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 MBO 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定める応募契約を締結する意向（以下「本応募契約締結意向」という。）がある旨について伝達し、2026年3月19日にエス・ワイ・エスとの間の本応募契約（エス・ワイ・エス）変更合意の交渉状況及び本応募契約締結意向に基づく応募契約の交渉状況の内容を記載した書面（以下「3月19日付書面」という。）を提出した。その後、2026年3月24日付で、エス・ワイ・エスとの間で本応募契約（エス・ワイ・エス）変更合意をしたこと、当社の株主合計48名（所有株式数合計：3,307,312株、所有割合：42.41%。以下「本応募合意株主（その他株主）」という。）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）」という。）について本 MBO 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 MBO 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契約（以下「本応募契約（その他株主）」という。）を締結した旨の連絡（以下「2026年3月24日付連絡」という。）を受領した。

その後、当社及び当委員会は、2026年3月25日付で Steel Partners 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 Steel Partners 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本改定対抗提案へと修正すること及び本改定対抗提案の実現可能性の認識に関する回答書（以下「2026年3月26日付回答書」という。）を受領した。

以上の状況を踏まえ、当委員会は、3月12日付追加答申書の第1記載の追加諮問事項に対し、追加答申を行うに際して、2月2日付答申書の第3の1記載の事項、3月12日付追加答申書の第2の1記載の事項及び3月24日付追加答申書(2)の第1の1記載の事項に加えて、以下の作業又は手続を行った。

#### (1) 委員会の開催

当委員会は、本対抗提案を受領した2026年3月4日から、本追加答申を行う2026年3月26日までの間に、全6回の日程で、全ての委員会について委員3名全員の出席のもと開催され、追加諮問事項に関する審議を行った。その結果、当委員会は、本追加答申書(3)作成日において、委員3名全員の一致をもって、本追加答申書(3)を作成した。

#### (2) 検討書類等

当委員会は、本対抗提案検討資料等、3月16日付提案書、3月19日付書面、公開買付者が2026年3月25日付で公表した公開買付届出書の訂正届出書及び2026年3月26日付回答書並びに当社が2026年3月27日付で公表する予定の「(変更)

「MBOの実施及び応募の推奨に関するお知らせ」の一部変更に関するお知らせ」の本追加答申書(3)作成時点でのドラフトのほか、その他の当委員会において配付された各種資料等（以下「本追加答申書(3)検討資料等」と総称する。）を検討した。

## 2. 制約事項

本追加答申書(3)の作成にあたっては、2月2日付答申書の第3の2記載の事項、3月12日付追加答申書の第2の2記載の事項及び3月24日付追加答申書(2)の第1の2記載の事項に加えて、以下のような制約があり、当委員会は、本追加答申書(3)による答申の完全性を保証するものではない。当社におかれては、本追加答申書(3)を参照するにあたり、当該制約の存在をご理解されたい。

なお、本追加答申書(3)は、当委員会が第三者に対する本追加答申書(3)の開示や、第三者による本追加答申書(3)の利用に同意したか否かにかかわらず、当委員会は、当社による本追加答申書(3)の利用に関して、第三者に対する一切の責任を負わない。

さらに、当委員会が行った検討作業は、専ら、上記1(2)に記載のものに限られ、本追加答申書(3)に明示的に記載されている場合を除き、当委員会は、当委員会独自の資料収集を行っていない。

### 第2 追加諮問事項に対する当委員会の答申

- ① 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。
- ② 上記①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 MBO 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 MBO 取引について、(i)本 MBO 取引の目的は合理的と認められる（本 MBO 取引が当社の企業価値向上に資する。）、(ii)本 MBO 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 MBO 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 MBO 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)の当社取締役会が本 MBO 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 MBO 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 MBO 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 MBO 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。

### 第3 当委員会の答申の理由

#### 1. 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

##### (1) 本改定対抗提案の概要

##### ア. 本改定対抗提案の背景及び趣旨

本追加答申書(3)検討資料等によれば、本改定対抗提案の背景及び趣旨は以下のとおりである。

- Steel Partners 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。
- Steel Partners は、Steel Partners 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。
- Steel Partners 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 Steel Partners 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。
- Steel Partners 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 Steel Partners 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、Steel Partners 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」という。）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」という。）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、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 Steel Partners 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。

- **Steel Partners** 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。

#### イ. 本追加答申書(3)作成日現在の本改定対抗提案の概要

本追加答申書(3)検討資料等によれば、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、「当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リジェンスの完了」のみとのことである。
- **Steel Partners** 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」という。）で取得することを予定しているとのことである。**Steel Partners** 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。
- **Steel Partners** 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。
- **Steel Partners** は、当社の取締役会及び当委員会が、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。

#### (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）の締結

##### ア. 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

###### (ア) 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。

- (i) 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 MBO 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。
- (ii) (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 MBO 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」という。）をせず、又は（既に本応募がなされている場合には）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 MBO 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。
- (iii) エス・ワイ・エスは、本応募契約（エス・ワイ・エス）締結日から本 MBO 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 MBO 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 MBO 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 MBO 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。

#### (イ) 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、大要以下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。

- (i) 本応募合意株主（その他株主）は、本応募株式（その他株主）について本 MBO 公開買付けに応募すること。
- (ii) 本応募合意株主（その他株主）は、本 MBO 公開買付けが不成立となった場合を除き、本応募契約（その他株主）締結日から本 MBO 公開買付けに係る決済の開始日までの間、本応募株式（その他株主）の全部又は一部について、譲渡、担保設定その他の処分（本 MBO 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、当社株式の取得を行わないこと。
- (iii) 本 MBO 公開買付けの買付期間中も含め、本応募契約（その他株主）締結日から本 MBO 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定時株主総会又は臨時株主総会が開催され、議決権を行使できる場合、本応募合意株主（その他株主）は、(a)株主提案に係る議案、及び(b)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（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む。）は、本応募株式（その他株主）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。
- (iv) 本 MBO 公開買付けが成立した場合において、本 MBO 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 MBO 公開買付けに係る決済の開始日以降に開催される場合、本応募合意株主（その他株主）は、本応募株式（その他株主）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。

#### イ. 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 MBO 取引の検討に参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」という。）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 MBO 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 MBO 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。

ウ．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 Steel Partners の認識

当社及び当委員会は、本 MBO 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 MBO 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、Steel Partners 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、Steel Partners 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。

(3) 本改定対抗提案の真摯な買収提案該当性

ア．真摯な買収提案の判断要素

買収行動指針は、「真摯な買収提案」の内容を「具体性・目的の正当性・実現可能性のある買収提案」と定義した上で、取締役会では「真摯な買収提案」に対しては「真摯な検討」をすることを基本としている。「真摯な買収提案」の該当性は、取締役会として今後、時間とコストをかけて「真摯な検討」を進めるに値する提案かどうかを判断するための一つの指標であるが、検討の当初段階で用いられるだけでなく、検討を進めた後の段階において検討の継続・中止を判断する際にも用いられることを想定しているとされている。そして、例えば、以下のような各要素を総合考慮することにより、具体性・目的の正当性・実現可能性が合理的に疑われる場合には、「真摯な買収提案」に当たらないと判断することもあり得るとされている。

(i) 具体性が合理的に疑われる場合

➤ 買収対価や取引の主要条件が具体的に明示されない買収提案

(ii) 目的の正当性が合理的に疑われる場合

- 経営支配権を取得した後の経営方針が示されない買収提案
  - (他の買収者がいる状況において) 買収価格を吊り上げる目的で行われる買収提案
  - 競合他社により情報収集等を行う目的で行われる買収提案
- (iii) 実現可能性が合理的に疑われる場合
- 買収資金の裏付けのない買収提案
  - 当局の許認可など買収実施の前提条件が得られる蓋然性が低く、客観的に見て実施に至ることが期待できない買収提案
  - 支配株主が保有する支配的持分を第三者に売却する意思がないことが判明している中における支配的持分の買収提案

#### イ. 本改定対抗提案の真摯な買収提案の該当性

上記(2)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)を所有する株主が、①本MBO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MBO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」という。)を実施する必要があると、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MBO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Steel Partners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、Steel Partners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、当委員会として、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、

Steel Partners 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。

#### (4) 小括

以上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。

#### (5) 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、この点を措いても、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。

- ・ Steel Partners によれば、上記 1.(1)アのとおり、Steel Partners 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、Steel Partners 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、Steel Partners 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。

- Steel Partners 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」という。）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、Steel Partners 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、Steel Partners 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」という。）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うことができ」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、Steel Partners 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、Steel Partners 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、Steel Partners の近年の日本企業に対する投資実績は不明であるため、Steel Partners 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、Steel Partners 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、Steel Partners 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 Steel Partners Japan Strategic Fund (Offshore) L.P.を指す。また、抗告人関係者とは Steel Partners を含む、Steel Partners 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ス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、Steel Partners 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 Steel Partners 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、Steel Partners 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ィスシ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。

2. 諮問事項②（本改定対抗提案を踏まえて、当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 MBO 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

当委員会は、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 MBO 取引について、(i)本 MBO 取引の目的は合理的と認められる（本 MBO 取引が当社の企業価値向上に資する。）、(ii)本 MBO 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 MBO 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 MBO 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 MBO 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 MBO 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 1.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 MBO 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 Steel Partners が 3 分の 2 以上の議決権を取得することはできず、スクイー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 MBO 取引のみである。

したがって、当委員会は、以下のとおり、上記 1.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 MBO 取引について、(i)本 MBO 取引の目的は合理的と認められる（本 MBO 取引が当社の企業価値向上に資する。）、(ii)本 MBO 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 MBO 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 MBO 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 MBO 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 MBO 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。

#### (1) 本 MBO 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 MBO 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 MBO 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 1.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 MBO 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。

#### (2) 本 MBO 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、本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、株式会社東京証券取引所における当社株式の、本 MBO 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 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%、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 MBO 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 MBO 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 MBO 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 MBO 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 MBO 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。

### (3) 本 MBO 取引に係る手続の公正性

- 本 MBO 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。

(4) 本 MBO 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(1)乃至(3)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 MBO 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。

(5) 当社取締役会が本 MBO 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(1)乃至(4)までについて、本 MBO 取引の目的の合理性、本 MBO 取引に係る手続の公正性及び本 MBO 取引に係る取引条件の妥当性が確認され、かつ、本 MBO 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、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 MBO 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 MBO 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 MBO 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 MBO 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。

(6) 小括

上記 1.のとおり、本改定対抗提案は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 MBO 取引のみであること及び 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た以上の検討の結果を踏まえると、(i)本 MBO 取引の目的は合理的と認められる（本 MBO 取引が当社の企業価値向上に資する。）、(ii)本 MBO 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 MBO 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 MBO 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、(v)当社取締役会が、本取引の目的は合理的であるとして本 MBO 公開買付けに賛同の意見を表明すること、及び、本公開買付け価格を含む本 MBO 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 MBO 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 MBO 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旨の意見を答申する。

#### 第 4 留保事項

本追加答申書(3)は、以下に述べる留保事項に服する。

1. 本追加答申書(3)は、本追加答申書(3)中に記載された事項に厳格に限定して解釈されねばならず、本追加答申書(3)において明示的に述べられていない如何なる事項についても、類推解釈又は拡大解釈されてはならない。
2. 本追加答申書(3)は、本追加答申書(3)における答申内容に直接又は間接に関連する会計上又は税務上の問題について、何らの意見を述べるものではない。
3. 本追加答申書(3)は、本追加答申書(3)の第 1 の 2 記載の事項を前提として作成されたものであり、当委員会は、本追加答申書(3)の第 1 の 2 記載の各事項の正確性及び真実性に関して何らの意見を述べるものではない。

以上