

臨時株主総会

招集ご通知

開催日時 2026年4月24日（金曜日）
午前10時（受付開始 午前9時）

開催場所 大阪市中央区十二軒町5番12号
マンダム本社ビル
2階 会議室

決議事項 第1号議案 株式併合の件
第2号議案 定款一部変更の件

証券コード 4917
2026年4月9日

株 主 各 位

大阪市中央区十二軒町5番12号
株式会社 マンダム
代表取締役 西村 健
社長執行役員兼CEO

臨時株主総会招集ご通知

拝啓 平素は格別のご高配を賜り厚く御礼申し上げます。

さて、当社臨時株主総会を下記のとおり開催いたしますので、ご通知申し上げます。

本株主総会の招集に際しては、株主総会参考書類等の内容である情報（電子提供措置事項）について電子提供措置をとっており、インターネット上の当社ウェブサイトに掲載しておりますので、以下の当社ウェブサイトへのアクセスのうえ、ご確認くださいませようお願い申し上げます。

【当社ウェブサイト】

<https://www.mandom.co.jp/ir/meeting.html>



電子提供措置事項は、上記の当社ウェブサイトのほか、東京証券取引所（東証）のウェブサイトにも掲載しております。

【東証ウェブサイト（東証上場会社情報サービス）】

<https://www2.jpx.co.jp/tseHpFront/JJK010010Action.do?Show=Show>

（上記の東証ウェブサイトへアクセスいただき、「銘柄名（会社名）」に「マンダム」または「コード」に当社証券コード「4917」を入力・検索し、「基本情報」「縦覧書類/PR情報」を順に選択して、「縦覧書類」にある「株主総会招集通知/株主総会資料」欄よりご確認ください。）



なお、当日のご出席に代えて、インターネット等または書面により事前に議決権を行使することができますので、お手数ながら「株主総会参考書類」をご検討の上、3頁および4頁の方法により2026年4月23日（木曜日）午後5時35分までに議決権を行使くださいますようお願い申し上げます。

敬 具

記

1. 日 時 2026年4月24日（金曜日）午前10時
（なお、受付開始時間は、午前9時とさせていただきます。）
2. 場 所 大阪市中央区十二軒町5番12号
マングラム本社ビル 2階 会議室
（末尾の「臨時株主総会 会場ご案内図」をご参照ください。）

3. 目的事項

決議事項

- 第1号議案 株式併合の件
第2号議案 定款一部変更の件

以 上

-
- ◎電子提供措置事項に修正が生じた場合は、前記当社ウェブサイトおよび東証ウェブサイトにおいて、その旨、修正前の事項および修正後の事項を掲載させていただきます。
 - ◎本株主総会においては、書面交付請求の有無にかかわらず、一律に電子提供措置事項を記載した書面をお送りいたします。
 - ◎臨時株主総会終了後の決議の結果につきましては、「臨時株主総会決議ご通知」を当社ウェブサイトに掲載いたします。
 - ◎当日は、軽装（クールビズ）にて対応させていただきますので、ご了承賜りますようお願い申し上げます。株主の皆さまにおかれましても、軽装にてご出席くださいますようお願い申し上げます。

議決権の行使についてのご案内

株主総会における議決権は、株主の皆さまの重要な権利です。株主総会参考書類をご高覧の上、議決権の行使をお願い申し上げます。

議決権の行使には以下の3つの方法がございます。

1

株主総会へ
出席する場合



議決権行使書用紙を
会場受付へ提出

株主総会開催日時
2026年4月24日(金)
午前10時

2

インターネット等による
議決権行使の場合



下記注記をご確認のうえ、次頁の案内をご参照いただき、各議案への賛否をご入力ください。

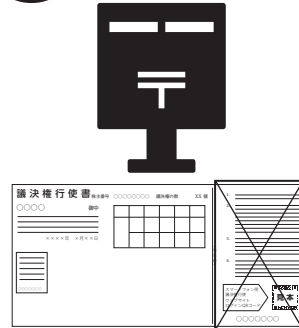
ご不明な点がございましたら、次頁に記載のウェブサポート専用ダイヤルへお問い合わせください。

次頁を
ご参照ください

行使期限
2026年4月23日(木)
午後5時35分 完了分まで

3

議決権行使書を
郵送する場合



この部分をお切り取りの上、
はがき部分のみを郵送ください。

各議案への賛否を
表示の上、投函
(お早めにご投函ください)

行使期限
2026年4月23日(木)
午後5時35分 到着分まで

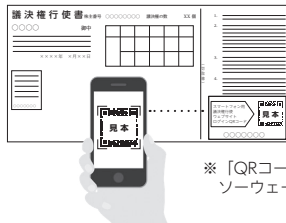
- 書面（郵送）により議決権を行使された場合の議決権行使書において、議案に対する賛否の表示がない場合は、賛成の表示があったものとしてお取り扱いいたします。
- インターネット等と書面（郵送）により、重複して議決権を行使された場合は、インターネット等によるものを有効な議決権行使として取り扱わせていただきます。また、インターネット等によって複数回、議決権を行使された場合は、最後に行われたものを有効な議決権行使として取り扱わせていただきます。
- 議決権行使ウェブサイトをご利用いただく際のプロバイダおよび通信事業者の料金（接続料金等）は、株主さまのご負担となります。
- パスワードは、行使される方が株主さまご本人であることを確認するための重要な情報です。印鑑や暗証番号同様、大切にお取り扱いください。また、パスワードは一定回数以上間違えると使用できなくなります。パスワードの再発行をご希望の場合は、画面の案内にしたがってお手続きください。なお、議決権行使書用紙に記載されている議決権行使コードは、本臨時株主総会に限り有効です。

インターネット等による議決権行使のご案内

QRコードを読み取る方法 「スマート行使[®]」

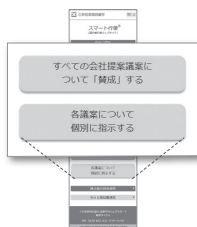
議決権行使コードおよびパスワードを入力することなく議決権行使ウェブサイトへログインすることができます。

- 1 議決権行使書用紙右下に記載のQRコードを読み取ってください。



※「QRコード」は株式会社デンソーウェーブの登録商標です。

- 2 以降は画面の案内に従って賛否をご入力ください。



「スマート行使[®]」での議決権行使は1回に限り可能です。

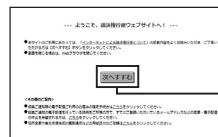
議決権行使後に行使内容を変更する場合は、お手数ですがPC向けサイトへアクセスし、議決権行使書用紙に記載の「議決権行使コード」・「パスワード」を入力してログイン、再度議決権行使をお願いいたします。
※QRコードを再度読み取っていただくと、PC向けサイトへ遷移できます。

議決権行使コード・パスワードを入力する方法

議決権行使
ウェブサイト

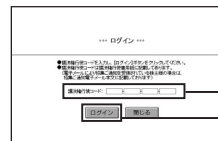
<https://www.web54.net>

- 1 議決権行使ウェブサイトへアクセスしてください。



「次へすすむ」をクリック

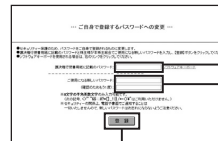
- 2 議決権行使書用紙に記載された「議決権行使コード」をご入力ください。



「議決権行使コード」を入力

「ログイン」をクリック

- 3 議決権行使書用紙に記載された「パスワード」をご入力ください。



「パスワード」を入力

実際にご使用になる新しいパスワードを設定してください

「登録」をクリック

- 4 以降は画面の案内に従って賛否をご入力ください。

※操作画面はイメージです。

インターネット等による
議決権行使に関する
お問い合わせ先

議決権行使に関するパソコン等の操作方法が不明な場合は、右記にお問い合わせください。

三井住友信託銀行
電話照会先

証券代行ウェブサポート
専用ダイヤル

議決権行使に関する事項
以外のご照会

☎ 0120-652-031 (午前9時～午後9時受付)

☎ 0120-782-031 (午前9時～午後5時受付 土日休日を除く)

証券会社に口座をお持ちの株主さまは、お取引の証券会社にお問い合わせください。

【議決権電子行使プラットフォームのご利用について】

管理信託銀行等の名義株主さま（常任代理人さまを含みます。）につきましては、株式会社ICJが運営する議決権電子行使プラットフォームのご利用を事前に申し込まれた場合には、当社株主総会における電磁的方法による議決権行使の方法として、上記のインターネット等による議決権行使以外に、当該プラットフォームをご利用いただくことができます。

議案および参考事項

第1号 議案

株式併合の件

本議案は、カロンホールディングス株式会社（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の結果を受け、当社株式を非公開化するため、2026年5月19日を効力発生日として、当社株式について10,000,000株を1株に併合する旨の当社株式の併合（以下「本株式併合」といいます。）を行うことにつき、ご承認をお願いするものです。

1. 株式併合を行う理由

当社が2025年9月25日付で公表いたしました「ＭＢＯの実施に関する賛同の意見表明及び応募の推奨に関するお知らせ」（以下「2025年9月25日付プレスリリース」といいます。また、当社が2025年11月4日付で公表いたしました「（変更）「ＭＢＯの実施に関する賛同の意見表明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」、同月6日付で公表いたしました「（変更）「ＭＢＯの実施に関する賛同の意見表明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」、同月19日付で公表いたしました「（変更）「ＭＢＯの実施に関する賛同の意見表明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」、同年12月4日付で公表いたしました「（変更）「ＭＢＯの実施に関する賛同の意見表明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」、同月15日付で公表いたしました「（変更）「ＭＢＯの実施に関する賛同の意見表明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」（以下「2025年12月15日付プレスリリース」といいます。）、同月16日付で公表いたしました「（変更）「ＭＢＯの実施に関する賛同の意見表明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」、2026年1月6日付で公表いたしました「（変更）「ＭＢＯの実施に関する賛同の意見表明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」、同月14日付で公表いたしました「（変更）「ＭＢＯの実施に関する賛同の意見表明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」（以下「2026年1月14日付プレスリリース」といいます。）、同月16日付で公表いたしました「（変更）「ＭＢＯの実施に関する賛同の意見表明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」、同月29日付で公表いたしました「（変更）「ＭＢＯの実施に関する賛同の意見表明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」、同年2月9日付で公表いたしました「（変更）「ＭＢＯの実施に関する賛同の意見表明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」及び同月10日付で公表いたしました「（変更）「MBOの実施に関する賛同の意見表明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」により変更された事項を含めて、以下「本意見表明プレスリリース」といいます。）にてお知らせいたしましたとおり、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一連の取引（以下「本取引」といいます。）の一環として、当社株式に対する金融商品取引法（昭和23年法律第25号。その後の改正を含みます。以下「法」といいます。）及び関係法令に基づく公開買付け（以下「本公開買付け」といいます。）を2025年9月26日より実施いたしました。

そして、2026年2月26日付で当社が公表しました「カロンホールディングス株式会社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及び主要株主である筆頭株主の異動に関するお知らせ」にてお知らせいたしましたとおり、公開買付者は、本公開買付けの結果、本公開買付けの決済の開始日である2026年3月4日をもって、当社株式32,359,329株（議決権所有割合（注1）：71.69%）を所有するに至りました。

（注1）「議決権所有割合」は、当社が2026年2月6日に公表した「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(48,269,212株)から、同日現在の当社が所有する自己株式数(3,132,848株)を控除した株式数(45,136,364株)に係る議決権の数（451,363個）を分母として計算し、小数点以下第三位を四捨五入しております。以下「議決権所有割合」の記載について同じです。

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、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ため、当社は、公開買付者からの要請を受け、2026年3月26日開催の当社取締役会において、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、当社の株主を公開買付者のみとするため、当社株式について1株10,000,000株を1株に併合する旨の本株式併合を本臨時株主総会に付議することいたしました。

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。

本公開買付け及び当社の株主を公開買付者のみとするための株式併合を含む本取引の目的及び経緯の詳細は、本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ですが、以下に改めてご説明申し上げます。なお、以下の記載のうち公開買付者に関する記述は、公開買付者が公表した情報及び公開買付者から受けた説明に基づいております。

(1) 本取引の概要

公開買付者は、CVC Capital Partners plcの子会社（以下CVC Capital Partners plc及びその子会社を「CVC」と総称します。）が助言を提供するファンド（以下「CVCファンド」といいます。）又はそのGeneral Partnersが発行済株式の全てを間接的に所有する株式会社であり、当社株式を所有し、当社の事業活動を支配及び管理することを主たる目的として2025年7月23日に設立された株式会社とのことです。

本公開買付けは、当社の創業家一族であり、当社の代表取締役会長である西村元延氏（以下「西村元延氏」といいます。）及び当社の創業家一族であり、当社の代表取締役社長執行役員である西村健氏（以下「西村健氏」といいます。）との協議に基づいて、公開買付者が実施したものであり、いわゆるマネジメント・バイアウト（MBO）に該当するとのことです。西村元延氏及び西村健氏は、本取引成立後も継続して当社の経営にあたることを予定しているとのことです。

公開買付者は、2025年9月10日付で、当社の代表取締役会長であり、第6位株主（2025年3月31日時点。以下株主の順位の記載について同じです。）である西村元延氏、当社の代表取締役社長執行役員である西村健氏、西村元延氏が代表理事を務め、当社の第2位株主である公益財団法人西村奨学財団（以下「西村奨学財団」といいます。）及び西村健氏の資産管理会社であり、当社の第5位株主であるM・Nホールディングス株式会社（以下「M・Nホールディングス」といい、以下西村元延氏、西村健氏、西村奨学財団及びM・Nホールディングスを「西村家株主」と総称します。）との間で取引基本契約（締結後に修正された内容を含みます。以下「本取引基本契約」といいます。）を締結し、①（i）西村元延氏が所有する当社株式（2025年9月10日時点における所有株式数：933,000株、所有割合（注2）：2.07%）のうち当社の取締役を兼務しない執行役員（当社の取締役を兼務しないCxOを含みます。）に付与された当社の譲渡制限付株式（以下「本譲渡制限付株式」といいます。）（45,500株）を除く887,500株、及び（ii）西村健氏が所有する当社株式（同日時点における所有株式数：100,090株、所有割合：0.22%）のうち本譲渡制限付株式（47,800株）を除く52,290株（同日時点における所有株式数の合計：939,790株、所有割合の合計：2.08%、以下「応募合意株式」といいます。また、西村元延氏及び西村健氏を「応募合意株主」と総称します。）を本公開買付けに応募すること、並びに②（i）西村奨学財団が所有する当社株式（同日時点における所有株式数：3,600,000株、所有割合：7.98%）の全て、及び（ii）M・Nホールディングスが所有する当社株式（同日時点における所有株式数：1,070,000株、所有割合：2.37%）の全て（同日時点における所有株式数の合計：4,670,000株、所有割合の合計：10.35%、以下「不応募合意株式」といいます。また、西村奨学財団及びM・Nホールディングスを「不応募合意株主」と総称します。）を本公開買付けに応募しないこと、及び本公開買付けの決済後に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。）を行うために必要な手続を実施すること（不応募合意株主による本臨時株主総会における賛成の議決権の行使を含みます。）等について合意したとのことです。

(注2) 「所有割合」とは、当社が2025年8月7日に公表した「2026年3月期 第1四半期決算短信〔日本基準〕(連結)」(以下「当社決算短信」といいます。)に記載された2025年6月30日現在の当社の発行済株式総数(48,269,212株)から、当社決算短信に記載された同日現在の当社が所有する自己株式数(3,131,990株)を控除した株式数(45,137,222株、以下「基準株式数」といいます。)に対する割合(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。)をいいます。

また、公開買付者によれば、本取引として本株式併合のほか、以下の内容を含む取引を実施し又は実施することを想定しているとのことです。

- ・本取引基本契約の締結日時点において公開買付者の完全親会社であるカロンJグループホールディングス株式会社(以下「公開買付者親会社」といいます。)及び本取引基本契約の締結日時点において公開買付者親会社の議決権の全てを所有するLumina International Holdings Limited(以下「Lumina International Holdings」といいます。)が、公開買付者親会社を株式移転完全子会社とする株式移転(以下「第1回株式移転」といいます。また、第1回株式移転により設立される予定の株式移転完全親会社を「KLA HD」といいます。)を実施する。

- ・第1回株式移転の効力発生を前提条件として、公開買付者親会社及び公開買付者が、公開買付者を株式移転完全子会社とする株式移転(かかる株式移転により設立される予定の株式移転完全親会社を「新SPC②」といいます。)を実施する。

- ・本株式併合の効力発生を前提条件として、西村家株主が、公開買付者との間で別途合意した条件に従い、それぞれKLA HDに出資し、KLA HDが発行する普通株式、A種優先株式若しくはB種優先株式を引き受け、又はLumina International HoldingsからKLA HDが発行する普通株式、A種優先株式若しくはB種優先株式を譲り受ける等の方法により、KLA HDに対して再出資を行う(なお、西村家株主が再出資を行う場合(以下、西村家株主による再出資を「本再出資」といいます。)の再出資の対象は、本公開買付開始時点においては公開買付者親会社とされていましたが、本ストラクチャー変更(下記「(2)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」の「(vi) 2025年11月4日開催の当社取締役会以降2025年12月4日開催の当社取締役会までの検討の経緯及び同取締役会における判断内容並びにその後の経緯」に定義されます。)後は公開買付者親会社を株式移転完全子会社とする株式移転により設立される予定の株式移転完全親会社(以下「新SPC①」といい、本ストラクチャー変更②(下記「(2)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」の「(vii) 本取引とKKR提案取引の比較検討の経緯及び2026年2月9日開催の当社取締役会における判断内容」に定義されます。)後はKLA HDを指します。)とされました。また、本再出資の完了時点において西村家株主が所有することとなる新SPC①の議決

権の割合の合計は総議決権の20.2%となることが想定されています。）。

・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、並びにかかる吸収合併後の吸収合併存続会社を吸収分割会社、新SPC②を吸収分割承継会社とする吸収分割その他当社が保有している当社本社及び福岡工場の不動産の売却に必要な手続を実施する。

(2) 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

(i) 検討体制の構築の経緯

本意見表明プレスリリースで公表いたしましたとおり、当社は、2025年2月20日に、西村元延氏及び西村健氏並びにCVCより、本公開買付けを通じて当社株式を非公開化することを提案する法的拘束力を持たない意向提案書（以下「初期的意向表明書」といいます。）の提出を受けたことから、本取引に関する具体的な検討を開始いたしました。

そこで、当社は、下記「3. 併合の割合についての定め相当性に関する事項」の「(4) 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」及び「② 当社における独立した法律事務所からの助言」に記載のとおり、本公開買付けがいわゆるマネジメント・バイアウト（MBO）に該当する本取引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及び情報の非対称性の問題が存在すること等を踏まえ、本公開買付けにおける買付け等の価格（以下「本公開買付価格」といいます。なお、本公開買付価格が具体的な価格を意味する場合には、その文脈に応じ、その時点での本公開買付けにおける買付け等の価格を意味するものとします。）の公正性の担保、本公開買付けに係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、独立性及び専門性・実績等を勘案の上、2025年3月6日、CVC、CVCファンド、公開買付者、公開買付者親会社、Lumina International Holdings、並びに西村家株主（以下総称して「公開買付者ら」といいます。）並びに当社から独立したリーガル・アドバイザーとして森・濱田松本法律事務所外国法共同事業（以下「森・濱田松本法律事務所」といいます。）を当社の特別委員会（以下「本特別委員会」といいます。）の承認が得られることを条件として選任し、また、同月27日、公開買付者ら及び当社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大和証券株式会社（以下「大和証券」といいます。）を本特別委員会の承認を得た上で選任するとともに、大和証券に対して当社株式の株式価値の算定を依頼いたしました。

また、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）に該当する本取引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及び情報の非対称性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、本公開買付けに係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「３．併合の割合についての定めに関する事項」の「（４）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答申書の取得」に記載のとおり、2025年3月6日開催の取締役会により、公開買付者ら及び当社のいずれからも独立した、当社の社外取締役兼独立役員の3名及び社外監査役兼独立役員の2名によって構成される本特別委員会を設置する旨を決議しました。なお、本特別委員会の委員の構成、具体的な委嘱事項、付与された権限、検討の経緯及び判断内容等については、下記「３．併合の割合についての定めに関する事項」の「（４）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答申書の取得」をご参照ください。

また、下記「３．併合の割合についての定めに関する事項」の「（４）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」及び「② 当社における独立した法律事務所からの助言」に記載のとおり、本特別委員会は、森・濱田松本法律事務所及び大和証券について、それぞれその独立性及び適格性に問題がないことを確認した上で、その選任について承認しております。

更に、当社は、下記「３．併合の割合についての定めに関する事項」の「（４）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「⑥ 当社における独立した検討体制の構築」に記載のとおり、公開買付者らから独立した立場で、当社の企業価値の向上及び当社の一般株主の皆様への利益の確保の観点から本取引に係る検討、交渉及び判断を行うことができる体制を当社の社内に構築いたしました。

加えて、本特別委員会は、下記「３．併合の割合についての定めに関する事項」の「（４）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答申書の取得」に記載のとおり、2025年3月19日に、株式会社プルータス・コンサルティング（以下「プルータス・コンサルティング」といいます。）について、その独立性及び適格性に問題がないことを確認した上で、独自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選任しております。

(ii) 2025年9月10日開催の当社取締役会までの検討・交渉の経緯

上記体制の下、当社は、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等を踏まえ、森・濱田松本法律事務所及び大和証券の助言を受けながら、公開買付者らとの間で複数回にわたる協議・検討を重ねた上で、本取引の実行の是非及び取引条件の妥

当性について検討してまいりました。

具体的には、当社は、2025年2月20日に西村元延氏及び西村健氏並びにＣＶＣより初期的意向表明書を受領した後、本特別委員会における検討・協議を進め、本特別委員会は、2025年3月24日、西村元延氏及び西村健氏並びにＣＶＣに対して、本取引を提案するに至った経緯及び理由、当社の事業環境及び経営課題、本取引のメリット及びデメリット、本取引後の経営体制・経営方針、本取引の条件等を含む質問事項を送付し、2025年4月4日付で受領した、当該質問事項に対する書面回答や、当該書面回答を踏まえ、再度同月11日に追加質問事項を送付し、同月21日付で受領した、当該追加事項に対する書面回答を踏まえて、同月25日、同氏らへのインタビューを実施し、当該質問事項等についての質疑応答を行いました。また、本特別委員会は、2025年5月1日には当社のCxOに対し、また同月9日には当社の監査役（本特別委員会委員である社外監査役を除きます。）に対し、それぞれインタビューを実施し、本取引の意義等についての意見交換を行いました。また、2025年5月下旬から7月下旬にかけてＣＶＣによる当社に関するデュー・ディリジェンスを受け入れました。

また、本公開買付価格については、当社は、2025年7月31日に、公開買付者並びに西村元延氏及び西村健氏から、本公開買付価格を1株当たり1,600円（以下「第1回提案価格」といいます。）とする初回の提案を書面にて受領しました。これに対して、当社及び本特別委員会は、当該提案価格について、2025年8月12日に、森・濱田松本法律事務所、大和証券及びプルータス・コンサルティングからの助言を踏まえ、第1回提案価格は、当社株式の直近株価及び一定期間（1ヶ月、3ヶ月、6ヶ月）の平均株価である2025年7月30日時点の当社株価終値1,439円、過去1ヶ月間終値平均（1,433円）、過去3ヶ月間終値平均（1,382円）、過去6ヶ月間終値平均（1,340円）のそれぞれに対するプレミアム水準において過去のMBO事例におけるプレミアム水準を大幅に下回っており、十分な水準ではないと考えているとして、当社株主に対して合理的であると説明ができる条件となるよう、第1回提案価格の引き上げについて検討を求めるとの要請を行いました。その後、当社は、2025年8月21日に、公開買付者並びに西村元延氏及び西村健氏から、本公開買付価格を1株当たり1,650円（以下「第2回提案価格」といいます。）とする提案を書面にて受領しました。これに対して、当社及び本特別委員会は、当該提案価格について、2025年8月22日に、森・濱田松本法律事務所、大和証券及びプルータス・コンサルティングからの助言を踏まえ、第2回提案価格は、当社株式の直近株価及び一定期間（1ヶ月、3ヶ月、6ヶ月）の平均株価である2025年8月20日時点の当社株価終値1,439円、過去1ヶ月間終値平均（1,430円）、過去3ヶ月間終値平均（1,398円）、過去6ヶ月間終値平均（1,362円）のそれぞれに対するプレミアム水準において過去のMBO事例におけるプレミアム水準を大幅に下回っており、また、当社の株式価値や収益力を踏まえて検討した本源的価値に照らして、大きな乖離があると考えているとして、本取引の対価が公正な条件となるよう、第2回提案価格の引

き上げについて検討を求めるとの要請を行いました。その後、当社は、2025年8月25日に、公開買付者並びに西村元延氏及び西村健氏から、本公開買付価格を1株当たり1,700円（以下「第3回提案価格」といいます。）とする提案を書面にて受領しました。これに対して、当社及び本特別委員会は、当該提案価格について、2025年8月25日に、森・濱田松本法律事務所、大和証券及びブルータス・コンサルティングからの助言を踏まえ、第3回提案価格は、当社株式の直近株価及び一定期間（1ヶ月、3ヶ月、6ヶ月）の平均株価である2025年8月22日時点の当社株価終値1,451円、過去1ヶ月間終値平均（1,432円）、過去3ヶ月間終値平均（1,403円）、過去6ヶ月間終値平均（1,364円）のそれぞれに対するプレミアム水準において過去のMBO事例におけるプレミアム水準を依然として大幅に下回っており、また、当社の株式価値や収益力を踏まえて検討した本源的価値に照らして、大きな乖離があると考えているとして、本取引の対価が公正な条件となるよう、第3回提案価格の引き上げについて検討を求めるとの要請を行いました。その後、当社は、2025年8月28日に、公開買付者並びに西村元延氏及び西村健氏から、本公開買付価格を1株当たり1,750円（以下「第4回提案価格」といいます。）とする提案を書面にて受領しました。これに対して、当社及び本特別委員会は、当該提案価格について、2025年8月29日に、森・濱田松本法律事務所、大和証券及びブルータス・コンサルティングからの助言を踏まえ、第4回提案価格は、当社株式の直近株価及び一定期間（1ヶ月、3ヶ月、6ヶ月）の平均株価である2025年8月28日時点の当社株価終値1,428円、過去1ヶ月間終値平均（1,432円）、過去3ヶ月間終値平均（1,408円）、過去6ヶ月間終値平均（1,370円）のそれぞれに対するプレミアム水準において過去のMBO事例におけるプレミアム水準を依然として大幅に下回っており、また、当社の株式価値や収益力を踏まえて検討した本源的価値に照らして、大きな乖離があると考えているとして、本取引の対価が公正な条件となるよう、第4回提案価格の引き上げについて検討を求めるとの要請を行いました。その後、当社は、2025年9月1日に、公開買付者並びに西村元延氏及び西村健氏から、本公開買付価格を1株当たり1,800円（以下「第5回提案価格」といいます。）とする提案を書面にて受領しました。これに対して、当社及び本特別委員会は、当該提案価格について、2025年9月1日に、森・濱田松本法律事務所、大和証券及びブルータス・コンサルティングからの助言を踏まえ、第5回提案価格は、当社株式の直近株価及び一定期間（1ヶ月、3ヶ月、6ヶ月）の平均株価である2025年8月29日時点の当社株価終値1,420円、過去1ヶ月間終値平均（1,431円）、過去3ヶ月間終値平均（1,409円）、過去6ヶ月間終値平均（1,370円）のそれぞれに対するプレミアム水準において過去のMBO事例におけるプレミアム水準を依然として大幅に下回っており、また、当社の株式価値や収益力を踏まえて検討した本源的価値に照らして、大きな乖離があると考えているとして、本取引の対価が公正な条件となるよう、第5回提案価格の引き上げについて検討を求めるとの要請を行いました。その後、当社は、2025年9月4日に、公開買付者並びに西村元延氏及び西村健氏から、本公開買付価格を1株当たり1,920円（以下「第6

回提案価格」といいます。)とする提案を書面にて受領しました。これに対して、当社及び本特別委員会は、当該提案価格について、2025年9月4日に、森・濱田松本法律事務所、大和証券及びプルータス・コンサルティングからの助言を踏まえ、第6回提案価格は、当社株式の直近株価及び一定期間(1ヶ月、3ヶ月、6ヶ月)の平均株価である2025年9月3日時点の当社株価終値1,455円、過去1ヶ月間終値平均(1,430円)、過去3ヶ月間終値平均(1,414円)、過去6ヶ月間終値平均(1,372円)のそれぞれに対するプレミアム水準において過去のMBO事例におけるプレミアム水準をいまだ下回っており、また、当社の株式価値や収益力を踏まえて検討した本源的価値に照らして、いまだ十分といえる水準にないと考えているとして、本取引の対価が公正な条件となるよう、第6回提案価格の引き上げについて検討を求めるとの要請を行いました。その後、当社は、2025年9月5日に、公開買付者並びに西村元延氏及び西村健氏から、提示しうる最善のかつ最終的な提案であるとして、本公開買付価格を1株当たり1,950円(以下「第7回提案価格」といいます。)とする提案を書面にて受領しました。これに対して、当社及び本特別委員会は、当該提案価格について、2025年9月5日に、森・濱田松本法律事務所、大和証券及びプルータス・コンサルティングからの助言を踏まえ、過去のMBO事例におけるプレミアム水準及び当社の株式価値や収益力を踏まえて検討した本源的価値に照らして妥当な水準付近にあることを確認した上、最大限の価格を引き出す交渉努力を行うべく、当社株式の直近株価及び一定期間(1ヶ月、3ヶ月、6ヶ月)の平均株価である2025年9月4日時点の当社株価終値1,474円、過去1ヶ月間終値平均(1,430円)、過去3ヶ月間終値平均(1,416円)、過去6ヶ月間終値平均(1,374円)のそれぞれに対するプレミアム水準を参考に、いまだ十分といえる水準にないと考えているとした上で、本公開買付価格を1株当たり2,100円とする提案をして第7回提案価格の引き上げについて検討を求めるとの要請を行いました。その後、当社は、2025年9月6日に、公開買付者並びに西村元延氏及び西村健氏から、第7回提案価格は、当該提案時点において、公開買付者として提示しうる「最善の」価格であり、更なる価格の引き上げは公開買付者の投資判断上相当に困難ではあるが、当社の要請を受け、公開買付者内で真摯に検討した結果、当社の一般株主様の利益に最大限配慮すべく、再度の価格引き上げに応じるものであるとして、本公開買付価格を1株当たり1,960円(以下「第8回提案価格」といいます。)とする提案を書面にて受領しました。これに対して、当社及び本特別委員会は、当該提案価格について、2025年9月7日に、森・濱田松本法律事務所、大和証券及びプルータス・コンサルティングからの助言を踏まえ、当社としての意見表明に関する正式決定は、2025年9月10日に開催予定の取締役会の決議によることを前提として、本公開買付価格を1株当たり1,960円とすることに応諾する旨の回答をいたしました(第8回提案価格に対する当社の判断については、下記「(iii) 2025年9月10日開催の当社取締役会における判断内容」を、本特別委員会の判断については、下記「3. 併合の割合についての定め相当性に関する事項」の「(4) 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答申書の取得」をそれぞれご参照ください。）。

更に、当社は、森・濱田松本法律事務所から、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、必要な法的見地からの助言を受けるとともに、本特別委員会から2025年9月9日付の答申書（以下「本答申書」といいます。）の提出を受けました（本答申書の内容及び本特別委員会の具体的な活動内容等については、下記「3. 併合の割合についての定め相当性に関する事項」の「(4) 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答申書の取得」をご参照ください。）。なお、当社は、本特別委員会より、本答申書と併せて、2025年9月9日付で本特別委員会がプルートス・コンサルティングから提出を受けた当社株式の株式価値算定書（以下「本株式価値算定書（プルートス・コンサルティング）」といいます。）及び本公開買付価格の公正性に関する意見書（以下「本フェアネス・オピニオン」といいます。）の提出を受けております。

(iii) 2025年9月10日開催の当社取締役会における判断内容

以上の経緯の下で、当社は、2025年9月10日開催の当社取締役会において、森・濱田松本法律事務所から受けた本公開買付けを含む本取引に関する意思決定にあたっての留意点についての法的見地からの助言及び大和証券から受けた財務の見地からの助言並びに大和証券から2025年9月9日付で取得した株式価値算定書（以下「本株式価値算定書（大和証券）」といいます。）並びに本特別委員会がプルートス・コンサルティングから取得した本株式価値算定書（プルートス・コンサルティング）及び本フェアネス・オピニオンの内容（各株式価値算定におけるレンジを含みます。）を総合的に考慮しつつ、本答申書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、本公開買付価格を含む本取引に係る取引条件が公正なものか、本取引は公正な手続を通じて行われることにより一般株主の享受すべき利益が確保されるものとなっているか等の観点から、慎重に協議及び検討を行いました。

その結果、当社は、当社が2025年9月10日付で公表いたしました「MBOの実施予定に関する賛同の意見表明及び応募の推奨に関するお知らせ」（以下「2025年9月10日付プレスリリース」といいます。）で公表いたしましたとおり、本公開買付けを含む本取引は当社の企業価値の向上に資するとの結論に至りました。その概要は以下のとおりです。

当社は、今後、中長期的な企業価値向上を実現するためには、引き続き、日本事業の収益性改善及び新たな成長エンジンの模索を推進していくほか、インドネシア及びその他のASEANエリアにおける収益性の

向上及び成長拡大に向け、現地特有のチャネル構造や消費者行動に即したデジタル戦略の策定や既存展開国における集中的な事業推進を行うことが必要であると考えております。そして、CVCは、当社との間の協議・交渉の過程において、当社について（ア）当社の既存ビジネスの更なる拡大・高度化、（イ）経営管理体制・組織の抜本的高度化支援、（ウ）M&A・業務提携等による非連続的な成長機会の探索・実行支援、（エ）グローバル市場における事業展開やバリューチェーン強化の支援といった具体的な施策を企図していることを当社に対して伝達し、当社としても、これらの施策は、当社の中長期的な更なる企業価値向上のために積極的に推進していくべき施策であり、かかる施策の実施には機動的かつ柔軟な経営体制の構築が望ましいと認識しております。

しかしながら、上記の施策は事業構造の大きな転換や新たな取り組みを伴うものであり、当該施策が当社グループの業績に貢献するまでに、相応の時間と戦略的な投資を含む各種先行投資が必要になることを考慮すると、短期的には当社グループの財務状況や業績の悪化をもたらすリスクがあります。そのため、当社が上場を維持したままこれらの施策を実行した場合には、株価の下落や配当の減少等、当社の株主の皆様に対して多大な悪影響を与えてしまう可能性があるものと考えております。

このような状況下において、当社としても、当社の株主の皆様に対して発生する可能性がある上記の悪影響を回避しつつ、中長期的な視点から当社の企業価値を向上させるためには、マネジメント・バイアウト（MBO）の手法により当社株式を非公開化し、所有と経営を一致させ、短期的な株式市場からの評価にとらわれず、公開買付者ら、当社、従業員が一丸となって各施策に迅速かつ果敢に取り組むことができる経営体制を構築することが必要であると考えました。また、当社の代表取締役会長である西村元延氏及び代表取締役社長である西村健氏は当社の事業内容を熟知していることを踏まえれば、マネジメント・バイアウト（MBO）の手法により、西村元延氏及び西村健氏を含む公開買付者らが中心となって当社の経営と支配の双方を担うことは十分な合理性があると判断いたしました。

この点、当社は、M・Nホールディングスは西村健氏の資産管理会社であることから、同社が本取引後に当社の株主として残存したとしても、本取引後も当社の経営方針に対して反対がなされることは見込まれないと考えました。また、西村奨学財団は、南西アジア、東南アジア、東アジア諸国及び地域からの留学生及び招聘教員並びに国際相互理解の促進、国際交流に有用な日本人学生に対し、奨学金援助を行うことにより、より充実した勉学・教育及び研究を継続させることを目的とする財団であり、本取引後も現在と同様に西村奨学財団の事業を継続することが当社の関与する産業全体や教育文化の発展に寄与するものであること、また、公開買付者によれば、本取引後も、当社からの配当が再開されるまでの間、西村元延氏やCVCファンドから代替する原資を確保することにより西村奨学財団が公益財団法人としての事業を継続することが可能となることが見込まれるとのことであるため、西村奨学財団が本取引後に当社の株主として残存した

としても、本取引後も当社の経営方針に対して反対がなされることは見込まれないと考えました。

上記を踏まえ、M・Nホールディングス及び西村奨学財団が本取引後も当社の株主として残ることは、これによって当社の経営に悪影響を与えることが懸念されない一方で、本取引後の安定した株主構成の下で事業を継続することができることから望ましいものと判断いたしました。

また、公開買付者によれば、公開買付者は、本公開買付けが成立した場合、本公開買付けの決済資金に充当するために株式会社三菱ＵＦＪ銀行（以下「三菱ＵＦＪ銀行」といいます。）から本決済開始日の前営業日までに融資（以下「本銀行融資」といいます。）を受けることを予定しているとのことですが、本銀行融資に係る諸条件及び財務制限条項等については、当社の事業運営や成長戦略の遂行に支障が生じることのないよう、金融機関と協議の上、当社のキャッシュ・フローや財務状況等を考慮して設定することを想定しているとのこと。当社においても、公開買付者の当該説明を前提とすれば、本銀行融資に係る諸条件及び財務制限条項等については、当社がその作成時点で合理的に予測可能な期間まで作成した2026年3月期から2028年3月期までの事業計画（以下「本事業計画」といいます。）を踏まえても、当社の事業運営に影響を与えるものではないと判断いたしました。

なお、当社が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り、また、上場会社として当社が享受してきた社会的な信用力及び知名度の向上による優れた人材の確保並びに取引先の拡大や既存株主である取引先との関係性等に影響を及ぼす可能性が考えられます。しかしながら、資金調達の面では、当社の現在の財務状況を考慮すると、当面の間、エクイティ・ファイナンスの必要性は高くないと考えられる上、ＣＶＣが有する金融機関等との関係や資金調達手段を活用することもできるため、当社の事業に必要な資金を確保することは十分に可能であると見込まれること、また、人材採用や取引先の拡大の面では、当社がこれまで培ってきたブランド力・知名度により、当社株式の非公開化が人材確保及び取引先の拡大や既存取引先との関係性に与える影響は大きくないと考えられることから、非公開化のデメリットは限定的であると考えております。

加えて、本取引により、コーポレートガバナンス・コード等への対応のために増加を続けていた上場維持費用や金融商品取引法上の開示及び監査対応に係るリソース及び費用、ＩＲ関連費用等株主対応に関する経営資源を、他の経営課題の解決に振り分けることが可能になれば、長期的な視点での企業価値の向上を図ることができるものと考えております。また、当社はＣＶＣファンドの傘下となることによる特段のデメリットは生じないと考えております。

したがって、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ると判断いたしました。

以上を踏まえ、当社取締役会は、本公開買付けを含む本取引は当社の企業価値の向上に資するものであると判断いたしました。

当社は、このような協議・検討の過程において、主に下記(a)乃至(d)の点から、本公開買付けについて、当初の本公開買付価格（1,960円）及び本公開買付けを含む本取引に係るその他の諸条件は当社の株主の皆様にとって妥当であり、本公開買付けは、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ました。

- (a)本公開買付価格が、下記「3. 併合の割合についての定め相当性に関する事項」の「(4) 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」に記載されている本株式価値算定書(大和証券)における当社株式の株式価値算定結果のうち、市場株価法に基づく算定結果のレンジの上限を上回る価格であり、かつ、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。)の算定結果のレンジ内であること。
- (b)本公開買付価格が、下記「3. 併合の割合についての定め相当性に関する事項」の「(4) 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 特別委員会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及びフェアネス・オピニオンの取得」に記載されている本株式価値算定書（プルータス・コンサルティング）における当社株式の株式価値算定結果のうち、市場株価法に基づく算定結果のレンジの上限を上回る価格であり、かつ、DCF法に基づく算定結果のレンジ内であること。また、本特別委員会が、プルータス・コンサルティングから、本公開買付価格である1株当たり1,960円は当社の一般株主にとって財務的見地から公正なものである旨の本フェアネス・オピニオンを取得していること。
- (c)本公開買付価格は、本公開買付けの開始予定についての公表日（2025年9月10日）の前営業日である2025年9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。）のプライム市場（以下「東京証券取引所プライム市場」といいます。）における当社株式の終値の1,503円に対して30.41%、同日までの過去1ヶ月間の終値の単純平均値1,436円に対して36.49%、同日までの過去3ヶ月間の終値の単純平均値1,422円に対して37.83%、同日までの過去6ヶ月間の終値の単純平均値1,378円に対して42.24%のプレミアムをそれぞれ加えた金額であり、当該プレミアム水準は、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」の公表日である2019年6月28日以降に公表され、かつ、2025年9月9日までに成立した、当社が上場している市場である東京証券取引所プライム市場の上場会社を対象としたマネジメント・バイアウト（MBO）による非公開化を企図した公開買付けの事例36件(但し、不成立となったものの、再度公開買付けを実施したことにより成立した事例を除きます。)

(プレミアム水準の平均値は、公表日の前営業日が43.17%、直近1ヶ月間が45.63%、直近3ヶ月間が46.77%、直近6ヶ月間が47.17%であり、プレミアム水準の中央値は、公表日の前営業日が40.85%、直近1ヶ月間が44.92%、直近3ヶ月間が46.46%、直近6ヶ月間が43.94%)と比較すると、必ずしも高い水準にあるとまではいえないものの、当社株式の終値は本公開買付けの開始予定についての公表日(2025年9月10日)の前営業日である2025年9月9日までの過去6ヶ月において1,311円から1,503円まで14.65%上昇しており、当社株式の株価が上昇局面にあることを考慮すると当社株式の直近の株価のみで検討するよりもより長期間の平均値を考慮して検討することは不合理とはいえず、当該各事例における直近6ヶ月間の終値の単純平均値に対するプレミアム水準の中央値に照らした本公開買付け価格のプレミアム水準について、遜色ない水準であると判断できること。

- (d)下記「3. 併合の割合についての定め相当性に関する事項」の「(4) 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実施された上で、当社及び本特別委員会は、公開買付者との間で本公開買付け価格に係る交渉を複数回にわたり行い、かかる交渉の結果として、本公開買付け価格が、第1回提案価格(1株当たり1,600円)よりも1株当たり360円(第1回提案価格の22.5%)引き上げられた価格で提案されたこと。

以上より、当社は、2025年9月10日開催の取締役会において、同日時点における当社の意見として、本公開買付けが開始された場合には、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、本公開買付けに応募することを推奨する旨の決議をいたしました。

また、当社は、上記取締役会においては、本公開買付けが開始される際に、本特別委員会に対して、本答申書の意見に変更がないか否かを検討し、当社取締役会に対し、従前の意見に変更がない場合にはその旨、変更がある場合には変更後の意見を述べるよう委嘱すること、及びかかる意見を踏まえ、本公開買付けが開始される時点で、改めて本公開買付けに関する意見表明を行うことを併せて決議しました。当該当社取締役会決議の詳細は下記「3. 併合の割合についての定め相当性に関する事項」の「(4) 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 当社における利害関係を有しない取締役全員の承認及び利害関係を有しない監査役全員の異議がない旨の意見」をご参照ください。

- (iv) 2025年9月10日開催の当社取締役会以降2025年9月25日開催の当社取締役会までの検討の経緯及び同取締役会における判断内容

2025年9月10日時点では、公開買付者は、日本及びベトナムにおける競争法に基づく許認可等(以下

「本クリアランス」といいます。)の取得が完了し、又は完了が合理的に見込まれていることその他一定の条件(以下「本前提条件」といいます。)が充足されていること又は公開買付者により放棄されていることを条件として、本公開買付けを開始することとしていたことから、同日以降、当社は、公開買付者に対して随時本クリアランスの状況について照会を行い、その進捗を確認するとともに、その後の市場株価の状況及び株主の皆様からの問合せを踏まえ、断続的に検討を重ねました。また、本特別委員会においても、随時これらの状況について共有を受け、本答申書の答申の内容について、変更すべき事情が存在しないかについて検討を行うとともに、当社に対し、公開買付者並びに西村元延氏及び西村健氏との協議、交渉等の方針を指示しました。なお、この間の公開買付者並びに西村元延氏及び西村健氏との協議、交渉等の過程や本特別委員会における本取引の検討状況については、下記「3. 併合の割合についての定め の 相当性に関する事項」の「(4) 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答申書の取得」をご参照ください。

そして、当社は、2025年9月24日、公開買付者から、本クリアランス取得の完了が合理的に見込まれたことから、本前提条件が充足されることを前提に、本公開買付けを2025年9月26日に開始することを予定している旨の連絡を受け、これを本特別委員会に共有いたしました。これを受け、本特別委員会は、下記「3. 併合の割合についての定め の 相当性に関する事項」の「(4) 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答申書の取得」に記載のとおり、更に慎重に検討を重ねましたが、2025年9月9日以降、2025年9月24日までの事情を勘案しても、本答申書の内容を変更すべき事情は見当たらないことを確認し、2025年9月24日、当社取締役会に対し、本答申書の意見に変更がない旨の追加答申書(以下「本追加答申書」といいます。)を提出しました。なお、本特別委員会は、当社株式の市場価格が本追加答申書提出時点においても本公開買付価格を上回っていることを勘案し、当社取締役会に対し、当社取締役会が当社の株主の皆様に対して、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、その旨を公表するに際しては、当社の株主の皆様に対して適切な注意喚起を行うよう補足意見を述べました。追加答申書の内容その他本特別委員会の意見については、下記「3. 併合の割合についての定め の 相当性に関する事項」の「(4) 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答申書の取得」をご参照ください。

その上で、当社は、本特別委員会から提出を受けた本追加答申書の内容を最大限に尊重しながら、当社の業況や本取引を取り巻く環境を踏まえ、本公開買付けに関する諸条件について改めて慎重に検討を行った結果、上記「(iii) 2025年9月10日開催の当社取締役会における判断内容」に記載の(a)乃至(d)に加え、(e)本公開買付けの公表日である2025年9月10日以降、(i)当社株式の本源的価値に特段の影響を与える

事象は発生しておらず、本公開買付価格は、大和証券及びプルータス・コンサルティングの各株式価値算定に照らしても妥当な水準にあること、(ii) 公開買付者による本取引の提案と比較して、買付け等の価格その他の取引条件や取引の実現可能性において対抗し得る買収提案は現れていないこと、(iii) 当社株式の市場価格は、本公開買付価格を上回って推移しているものの、かかる市場株価は様々な要因により変動し得るものであり、当社の一般株主の皆様がその保有する全株式を本公開買付価格を上回る株価で市場売却できる保証は存さず、このような市場売却の機会、当社の一般株主の皆様に対し、本取引に代替し得る売却機会を提供するものではないこと等から、引き続き、本公開買付価格及び本公開買付けを含む本取引に係るその他の諸条件は当社の株主の皆様にとって妥当であり、本公開買付けは、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ました。その上で、当社は、引き続き、本公開買付けを含む本取引は当社の企業価値の向上に資すると認められること等から、2025年9月25日現在においても、2025年9月10日時点における本公開買付けに関する意見を変更する要因はないと判断いたしました。

以上より、当社は、2025年9月25日開催の当社取締役会において、改めて、本公開買付けに賛同の意見を表明するとともに、当社の株主の皆様に対して、本公開買付けに応募することを推奨する旨の決議をいたしました。また、当該当社取締役会においては、2025年9月25日付プレスリリースにおいて、当社の株主の皆様に対して、本公開買付けの開始又は当社取締役会による応募推奨の意見によって当社株式を市場で売却することが制限されるものではない旨の注意喚起を行うことが併せて決議されました。

当該当社取締役会決議の詳細は下記「3. 併合の割合についての定め of 相当性に関する事項」の「(4) 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 当社における利害関係を有しない取締役全員の承認及び利害関係を有しない監査役全員の異議がない旨の意見」をご参照ください。

(v) 2025年9月25日開催の当社取締役会以降2025年11月4日開催の当社取締役会までの検討の経緯及び同取締役会における判断内容

その後、株式会社シティインデックスイレブンス、野村絢氏及び株式会社シティインデックスファースト（以下「CI11ら」と総称します。）が当社株式を急速かつ大量に買い集めており（以下、CI11らによる市場内外における当社株式の急速かつ大量の買集めを「本株式買集め」といいます。）、また、2025年9月10日付プレスリリースの公表以降、本公開買付価格を大幅に上回る市場株価で当社株式の売買が大量に行われてきており、かかる状況が2025年9月25日付プレスリリースの公表後も継続していること等から、本公開買付けの成立可能性が相応に低下していると当社は考えました。そのため、当社は、当社の企業価値ひいては株主共同の利益に資する実現可能性のある買収提案を確保する時間を得るとともに、本株式買集め

の是非について株主の皆様が適切なご判断を下すために必要な情報と時間を確保する必要性について慎重に検討し、その一環として、本対応方針（以下に定義します。以下同じです。）の導入を検討いたしました。その上で、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、本公開買付けに応募することを推奨する旨の意見を維持することができるかについても、慎重に検討を行いました。

そして、2025年11月3日、当社取締役会は、本特別委員会から、当社取締役会が、本公開買付けに対して賛同するべきであるとの本特別委員会の意見には変更はないものの、当社が本対応方針を導入することを前提として、当社取締役会が当社の株主の皆様に対して本公開買付けに応募することを推奨するべきであるとの意見は撤回し、当社取締役会は、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ことの是非について中立の立場をとった上で、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、株主の皆様判断に委ねるべきであるとする旨の2025年11月3日付追加答申書（2）（以下「本追加答申書（2）」）といえます。）の提出を受けました。本追加答申書（2）の内容その他本特別委員会の意見については、下記「3. 併合の割合についての定め相当性に関する事項」の「（4）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答申書の取得」をご参照ください。

当社は、本特別委員会から提出を受けた本追加答申書（2）の内容を最大限に尊重しながら、当社の業況や本取引を取り巻く環境を踏まえ、本公開買付けに関する諸条件について改めて慎重に検討を行った結果、引き続き、本公開買付けを含む本取引は当社の企業価値の向上に資すると認められること等から、本公開買付けに賛同する旨の意見を維持すると判断しました。他方、本公開買付け価格を含めた本取引の取引条件の公正性は確保されているとの当社取締役会の判断に変更はないものの、本公開買付けの買付予定数の下限は25,285,200株（所有割合：56.02%）と定められている一方、CI11らが提出した2025年10月15日付変更報告書No.7によれば、CI11らは、2025年10月7日時点において、株券等保有割合にして17.63%（議決権比率（注3）18.87%）に相当する当社株式を保有するに至っていること、及び2025年9月10日付プレスリリースの公表以降、本公開買付け価格を大幅に上回る市場株価で当社株式の売買が大量に行われてきており、かかる状況が2025年9月25日付プレスリリースの公表後も継続していること等も合わせて勘案すると、現在の取引条件による本公開買付けの成立可能性は、2025年9月25日付プレスリリースの公表時点と比べて相応に低下していると判断せざるを得ないことから、(i)当社において、当社の企業価値ひいては株主共同の利益に資する実現可能性のある買収提案を確保することを目的とした手続を実施するために合理的に必要な時間を確保するとともに、(ii)本株式買集めの是非について株主の皆様が適切なご判断を下すために必要な情報と時間を確保する必要があると判断いたしました。その上で、本対応方針を導入するとともに、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ことの是非について中立の立場をとった上

で、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べきであると判断しました。

(注3) 「議決権比率」は、2025年9月30日現在の当社の総株主の議決権の数451,038個に対する割合(小数点以下第三位を四捨五入しております。)を記載しております。以下同じです。

以上より、当社は、2025年11月4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に応募することを推奨する旨については撤回し、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ことの是非について中立の立場をとった上で、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。当該当社取締役会決議の詳細は下記「3. 併合の割合についての定め相当性に関する事項」の「(4) 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 当社における利害関係を有しない取締役全員の承認及び利害関係を有しない監査役全員の異議がない旨の意見」をご参照ください。なお、2025年11月4日付で公表いたしました「株式会社シティインデックスイレブンスらによる当社株式の大規模買付行為等を踏まえた当社株券等の大規模買付行為等に関する対応方針の導入に関するお知らせ」(以下「本対応方針プレスリリース」といいます。)のとおり、当社は、上記当社取締役会において、当社の企業価値及び株主共同の利益を確保し、向上させることを目的として、当社の財務及び事業の方針の決定を支配する者の在り方に関する基本方針(会社法施行規則第118条第3号に規定されるものをいい、以下「基本方針」といいます。)を決定するとともに、基本方針に照らして不適切な者によって当社の財務及び事業の方針の決定が支配されることを防止するための取組み(会社法施行規則第118条第3号ロ(2))として、本株式買集めを踏まえた当社株券等の大規模買付行為等に関する対応方針(以下「本対応方針」といいます。)を導入することも決議しております。

(vi) 2025年11月4日開催の当社取締役会以降2025年12月4日開催の当社取締役会までの検討の経緯及び同取締役会における判断内容並びにその後の経緯

その後、当社は、公開買付者以外の第三者も含めた候補者を対象とし、当社の企業価値ひいては株主共同の利益に資する実現可能性のある買収提案(公開買付者(CVC及びそれらの関連当事者を含みます。))が本公開買付けの条件を変更した場合には、当該変更後の提案を含みますが、それに限らず、公開買付者(CVC及びそれらの関連当事者を含みます。)以外の第三者からの提案を含みます。)を得ることを目的とした手続(以下「本手続」といいます。)を開始したところ、2025年11月27日、公開買付者から、同日付で、(i)本公開買付価格を1,960円から2,520円とする旨の変更(以下「本買付価格変更」といいます。)を決定した旨、(ii)本公開買付けの期間を2025年12月18日まで延長することを決定した旨、(iii)本取

引のストラクチャーを変更（以下「本ストラクチャー変更」といいます。）を行う旨、並びに(iv)当社の株主である株式会社シティインデックスイレブンス（2025年11月27日時点における所有株式数：100株、所有割合：0.00%）、野村絢氏（同日時点における所有株式数：4,502,300株、所有割合：9.97%）、株式会社シティインデックスファースト（同日時点における所有株式数：4,495,600株、所有割合：9.96%）及び株式会社ATRA（同日時点における所有株式数：678,600株、所有割合：1.50%）（以下「応募合意株主（CI11ら）」と総称します。）との間で応募合意株主（CI11ら）が同日時点でその所有する当社株式の全て（同日時点における所有株式数の合計：9,676,600株、所有割合の合計：21.44%）を本公開買付けに応募することを内容とする公開買付応募契約（以下「本応募契約（CI11ら）」といいます。）を締結した旨、並びにHibiki Path Advisors Pte. Ltd.（以下「旧ひびき」又は「応募合意株主（ひびき）」といいます。また、本応募契約（ひびき）（以下に定義します。）の変更に関する合意書（以下「本合意書（本応募契約（ひびき）」）といいます。）の締結後は、Hibiki Path Advisors SPCを「応募合意株主（ひびき）」といいます。）との間で、①応募合意株主（ひびき）が同日時点でその所有する当社株式の全て（同日時点における所有株式数：2,496,700株、所有割合：5.53%）を本公開買付けに応募すること及び②本公開買付けが成立し、その決済が行われることを前提条件として、応募合意株主（ひびき）が、公開買付者との間で別途合意される時期に、CVCファンドにより新規に組成され、当社株式を間接的に保有するリミテッド・パートナーシップに対し、又は公開買付者の間接的な親会社となる香港法準拠の新会社若しくは Lumina Group Holdings Limitedに対し25億円の出資（以下「ひびき再出資」といいます。）を行うことができることを内容とする公開買付応募契約（本合意書（本応募契約（ひびき）」による修正を含みます。以下「本応募契約（ひびき）」といいます。）を締結した旨が記載された2025年11月27日付の当社に対する提案書（以下「本提案書」といいます。）を受領するとともに、公開買付者が同日付で本公開買付けに係る公開買付届出書の訂正届出書（以下「2025年11月27日付訂正届出書」といいます。）を提出したことを受けて、本公開買付けに対する当社の2025年11月4日付意見（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に応募することを推奨する旨については撤回し、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ことの是非について中立の立場をとった上で、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いいます。以下同じです。）を変更すべきかについて、慎重に検討を行いました。具体的には、当社は、公開買付者に対し、本提案書の内容及び公開買付者が提出した2025年11月27日付訂正届出書の内容等について質問（以下「本提案書等に係る質問」といいます。）を行い、公開買付者から、(i)本ストラクチャー変更を踏まえても、公開買付者からこれまで当社及び本特別委員会に対して説明されたシナジーや企業価値向上策の内容について変更はない旨、及び、(ii)ひびき再出資を受ける理由は、応募合意株主（ひびき）の投資先企

業に対する財務政策や企業ガバナンス改善アドバイス等の中長期視点での経営方針等に関する提言が当社の企業価値向上に資すると考えるためである旨等の回答を受けました。また、当社及び本特別委員会は、本手続の実施状況についても確認及び検討を行いました。

そして、2025年12月4日、当社取締役会は、本特別委員会から、当社取締役会が、本公開買付けに対して賛同するべきであるとの本特別委員会の意見には変更はない一方で、本公開買付けは、魅力的な価格により当社株式を売却する合理的な機会を当社の株主に対して提供するものであると考えるものの、現時点においては、当社が本手続を実施していることを踏まえ、本追加答申書（2）に基づく答申に引き続き、当社取締役会は、当社の株主が本公開買付けに応募することを推奨することの是非について中立の立場をとった上で、当社の株主が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とする旨の2025年12月4日付追加答申書（3）（以下「本追加答申書（3）」といいます。）の提出を受けました。本追加答申書（3）の内容その他本特別委員会の意見については、下記「3. 併合の割合についての定める相当性に関する事項」の「（4）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答申書の取得」をご参照ください。

当社は、本特別委員会から提出を受けた本追加答申書（3）の内容を最大限に尊重しながら、本買付価格変更等の条件変更後の本公開買付けを含む本取引が当社の企業価値ひいては株主共同の利益に資するものであるか等の観点から本公開買付けに対する当社の2025年11月4日付意見を変更すべきかについて、慎重に検討を行った結果、本提案書等に係る質問に対する回答を踏まえると、本公開買付けを含む本取引は当社の企業価値の向上に資すると認められること等から、本公開買付けに賛同する旨の意見を維持すると判断しました。また、本買付価格変更後の本公開買付価格（2,520円）については、①本買付価格変更前の本公開買付価格（1,960円）を含めた本取引の取引条件の公正性は確保されているとの当社取締役会の判断の前提となった事実には変更はないこと、②本株式価値算定書（大和証券）における市場株価法に基づく算定結果のレンジ（1,378円から1,503円）の上限を大幅に上回る価格であり、かつ、DCF法の算定結果のレンジ（1,649円から2,454円）の上限をも上回る価格であり、また、本株式価値算定書（プルート・コンサルティング）における市場株価法に基づく算定結果のレンジ（1,378円から1,503円）の上限を大幅に上回る価格であり、かつ、DCF法の算定結果のレンジ（1,778円から2,902円）の中央値を超える価格であること、③本買付価格変更前の本公開買付価格（1,960円）を560円（比率にして約28.57%）上回る価格であるだけでなく、本公開買付けの開始予定の公表日の前営業日である2025年9月9日の東京証券取引所プライム市場における当社株式の終値1,503円に対して67.66%、同日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値1,436円に対して75.49%、同過去3ヶ月間の終値単純平均値1,422円に対して77.22%、同過去6ヶ月間の終値単純平均値1,378円に対して82.87%のプレミアムが付された価格であり、これは、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」の公表日である2019年6月28日以降に公表され、かつ、2025年9月9日までに成立した、当社が上場している市場である東京証券取引所プライム市場の上場会社を対象としたマネジメント・バイアウト（MBO）による非公開化を企図した公開買付けの事例36件（但し、不成立となったものの、再度公開買付けを実施したことにより成立した事例を除く。）（プレミアム水準の平均値は、公表日の前営業日が43.17%、直近1ヶ月間が45.63%、直近3ヶ月間が46.77%、直近6ヶ月間が47.17%であり、プレミアム水準の中央値は、公表日の前営業日が40.85%、直近1ヶ月間が44.92%、直近3ヶ月間が46.46%、直近6ヶ月間が43.94%）と比較しても十分に優位な水準といえること、また、④2025年9月10日付プレスリリースの公表以降、2025年11月27日付訂正届出書の提出日である2025年11月27日までの期間、当社株式の市場株価が本買付価格変更前の本公開買付価格（1,960円）を大幅に上回って推移している中であって、本買付価格変更後の本公開買付価格（2,520円）は、当該期間のうちの日における市場株価の最高値をも上回る水準であり、当該期間の市場株価の最高値（2025年11月5日における2,525円）ともほぼ同水準であり、かつ、2025年11月27日付訂正届出書の提出日である2025年11月27日時点の当該市場株価を上回る価格であることから、一般株主の皆様にとって魅力的な価格であると判断しました。もっとも、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ことの是非については、2025年12月4日時点においては、当社が本手続を実施していることを踏まえると、引き続き、中立の立場をとった上で、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べきであると判断しました。

以上より、当社は、2025年12月4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一方で、本公開買付けは、魅力的な価格により当社株式を売却する合理的な機会を当社の株主の皆様に対して提供するものであるといえるものの、現時点においては、当社が本手続を実施していることを踏まえ、引き続き、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ことの是非について中立の立場をとった上で、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。当該当社取締役会決議の詳細は下記「3. 併合の割合についての定め相当性に関する事項」の「（4）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 当社における利害関係を有しない取締役全員の承認及び利害関係を有しない監査役全員の異議がない旨の意見」をご参照ください。

その後、当社は、2025年12月10日付で、同日時点において本手続に参加している第三者（以下「第三者候補者」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を有しない意向表明書（以下「2025年12月10日付意向表明書」といいます。）を受領いたしました。2025年12月10日付意向表明書においては、第三者候補者が当社株式に対する公開買付け（以下「公開買付け（第三者候補者提案）」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(かかる一連の取引を以下「第三者候補者提案取引」といいます。)の提案が記載されており、公開買付け(第三者候補者提案)における買付け等の価格について本公開買付け価格(2,520円)を上回る価格がレンジで示されておりました。また、2025年12月10日付意向表明書においては、仮に第三者候補者が想定どおりに公開買付け(第三者候補者提案)を実施した場合、当該公開買付けの終了日及び決済の開始日は、2026年3月中旬から3月下旬になる予定としつつ、このスケジュールについてはあくまで2025年12月10日時点における予定であり、第三者候補者における更なる検討、当社との協議・交渉の結果その他の理由により変更される可能性がある旨が記載されておりました。

なお、2025年12月10日付意向表明書については、第三者候補者提案取引の公表には第三者候補者のファンドの投資委員会における承認を得ることが別途必要になるなどの第三者候補者提案取引の公表の前提条件(注4)や公開買付け(第三者候補者提案)の開始の前提条件(注5)が複数設けられておりました。また、2025年12月10日付意向表明書によれば、第三者候補者は、第三者候補者提案取引の実行のための資金調達につき、負債性資金及び資本性資金を予定しているとのことですが、2025年12月15日時点では、金融機関からのコミットメントレターは提出されておらず、金融機関2行から第三者候補者提案取引のための融資に参加することについて関心を有している旨又はかかる融資を行うことにつき検討を進める意向がある旨の法的拘束力を有さない融資関心表明書が提出されているのみとなっております。

(注4) 第三者候補者提案取引の公表の前提条件として、(i)当社取締役会において公開買付け(第三者候補者提案)に賛同する旨の意見表明に係る決議が行われており、それが撤回されていないこと、(ii)第三者候補者のファンドの投資委員会における承認が得られていること、並びに(iii)当社に係る業務等に関する重要事実(法第166条第2項に定めるものをいいます。)で当社が公表(同条第4項に定める意味を有します。)していないもの、又は、当社の株券等の公開買付け等の実施に関する事実及び中止に関する事実(法第167条第2項に定める意味を有します。)で公表(同条第4項に定める意味を有します。)されていないものが存在しないことが記載されておりました。

(注5) 公開買付け(第三者候補者提案)の開始の前提条件として、(i)当社取締役会による公開買付け(第三者候補者提案)に賛同する旨の意見表明に係る決議が変更又は撤回されていないこと、(ii)第三者候補者提案取引を制限又は禁止することを求める旨のいかなる訴訟等も司法・行政機関等に係属しておらず、第三者候補者提案取引のいずれかを制限又は禁止する司法・行政機関等の判断等もなされておらず、かつ、これらの具体的なおそれもないこと、(iii)当社に係る業務等に関する重要事実(法第166条第2項に定めるものをいいます。)で当社が公表(同条第4項に定める意味を有します。)していないもの、又は、当社の株券等の公開買付け等の実施に関する事実及び中止に関する

事実（法第167条第2項に定める意味を有します。）で公表（同条第4項に定める意味を有します。）されていないものが存在しないこと、並びに(iv)国内外の競争法並びに国内外の対内直接投資に係る法令に基づく必要な手続及び対応につき、法令上の待機期間が存在する場合における当該待機期間の満了、及び、司法・行政機関等の判断等が必要な場合におけるその取得が全て完了していること、又は、公開買付け（第三者候補者提案）の公開買付け期間の末日までに当該期間が満了し、当該取得が全て完了することが、合理的に見込まれると、第三者候補者が判断していることが記載されておりました。

その後、当社は、第三者候補者であるKOHLEBERG KRAVIS ROBERTS & CO. L.P.（関係会社及び関連ファンドを含み、以下「KKR」といいます。）から、2026年1月13日付で、当社株式に対する公開買付け（以下「KKR公開買付け」といいます。）及びスクイズアウトを通じた当社株式の非公開化（かかる一連の取引を以下「KKR提案取引」といいます。）に係る法的拘束力のある意向表明書（以下「2026年1月13日付意向表明書」といいます。）を受領いたしました。2026年1月13日付意向表明書においては、KKR提案取引の1株当たり株式価値（公開買付け価格）は3,100円とされておりました（以下「KKR提案価格」といいます。）（注6）。また、2026年1月13日付意向表明書では、KKRは2026年1月下旬までにKKR公開買付けを開始することを目指すとしつつ、かかるスケジュールは当社との協議・交渉の結果その他の理由により変更される可能性があるとしており、また、KKR公開買付けの開始には複数の前提条件が設けられておりました（注7）。

（注6）なお、2026年1月13日付意向表明書では、KKRは、KKR提案取引実行の資金を負担性資金及びKKRが運営するファンド等が拠出する資本性資金の組み合わせにより調達予定とされ、2026年1月13日付意向表明書には、金融機関2行及び株式会社KKRキャピタル・マーケットからの2026年1月8日付コミットメントレターの写しも添付されておりました。

（注7）2026年1月13日付意向表明書において、KKR公開買付けの開始の前提条件として、(i)当社の取締役会によるKKR公開買付けに賛同する旨の意見表明に係る決議が行われており、撤回されていないこと、(ii)KKR提案取引を制限又は禁止することを求める旨のいかなる訴訟等も司法・行政機関等に係属しておらず、KKR提案取引のいずれかを制限又は禁止する司法・行政機関等の判断等もなされておらず、かつ、これらの具体的なおそれもないこと、(iii)当社に係る業務等に関する重要事実（法第166条第2項に定めるものをいいます。）で当社が公表（同条第4項に定める意味を有します。）していないものが存在しないこと、(iv)KKRが当社に対して提出した競争法及び対内直接投資に係る規制当局届出対象国の確定のための質問事項並びに腐敗防止・経済制裁等に関連

するＫＫＲにおける定型的なコンプライアンスに関する質問事項への回答を受領（ＫＫＲから更問がある場合の対応を含む。）し、かつＫＫＲ提案取引を実行するにあたり必要となる国内外の競争法及び対内直接投資に係る法令に基づく許認可等が、日本及びベトナムの競争法クリアランスのみであることの確認が完了したこと（その他の許認可等が必要となる場合、ＫＫＲ公開買付けに係る公開買付期間内にそれらを取得できることが合理的に見込めること）、並びに(v)ベトナムにおける競争法事前届出に関する当社の情報及び関連文書が当社から交付されたことが記載されておりました。

当社は、2026年1月13日付意向表明書を受領したことを踏まえ、2026年1月14日開催の取締役会において、本特別委員会に対し、ＫＫＲ提案取引に係る委嘱事項（注8）を決議しました。なお、当該取締役会には、西村元延氏及び西村健氏の2名は参加しておりません（注9）。また、当社の監査役3名は全員出席し、出席した監査役はいずれも上記決議を行うことについて異議がない旨の意見を述べておりました。

（注8）本特別委員会に対するＫＫＲ提案取引に係る委嘱事項は以下のとおりです。

- ① ＫＫＲ提案取引を実施することの是非（ＫＫＲ公開買付けについて当社取締役会が賛同するべきか否か、及び、当社の株主に対してＫＫＲ公開買付けへの応募を推奨するべきか否か）を検討し、当社取締役会に勧告を行うこと。なお、①の検討に際しては、当社の企業価値の向上に資するか否かの観点から、ＫＫＲ提案取引の是非について検討・判断するとともに、当社の一般株主の利益を図る観点から、取引条件の公正性及び手続の公正性について検討・判断するものとする。
- ② ＫＫＲ提案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ついて検討し、当社取締役会に意見を述べること。

（注9）当社の取締役のうち、当社の代表取締役会長である西村元延氏及び代表取締役社長である西村健氏については、それぞれ本取引及びＫＫＲ提案取引に関して当社との間で構造的な利益相反状態にあるため、上記取締役会における審議及び決議には一切参加しておりません。

その後、公開買付者は、2026年1月28日付で、本公開買付価格を2,520円から2,600円に引き上げること（以下「第2回買付価格変更」といいます。）を決定しました。

（vii）本取引とＫＫＲ提案取引の比較検討の経緯及び2026年2月9日開催の当社取締役会における判断内容

当社は、本対応方針の導入後、本手続の一環として当社株式の非公開化に関する入札プロセス（以下

「本入札プロセス」といいます。)を実施することとし、2025年11月中旬以降、本入札プロセスに関心を示し、当社のファイナンシャル・アドバイザーである大和証券を通じて本入札プロセスに関する初期的な確認・協議を行った計8社のプライベートエクイティファンド(KKRを含みます。)のうち、本入札プロセスに参加する意向を示し、当社に対して秘密保持誓約書を提出した計3社のプライベートエクイティファンド(KKRを含みます。)を候補者として、本入札プロセスに関する入札案内(以下「本プロセスレター」といいます。)を送付しました。当社は、本プロセスレターにおいて、各候補者に対し、当社の企業価値向上策を記載した書面を2025年12月10日に、法的拘束力のある意向表明書(バインディングオファー)を2025年12月24日(以下「本提出期限」といいます。)に、それぞれ当社に提出することを要請しました。

その後、上記「(vi) 2025年11月4日開催の当社取締役会以降2025年12月4日開催の当社取締役会までの検討の経緯及び同取締役会における判断内容並びにその後の経緯」に記載のとおり、当社は、2025年12月10日付で、KKRから、当社の企業価値向上策を記載した書面(以下「KKR企業価値向上策提案書」といいます。)とともに、2025年12月10日付意向表明書を受領しました。これを受け、当社は、2025年12月15日付プレスリリースのとおり、2025年12月10日付意向表明書を受領した旨を公表しました(但し、2025年12月10日付意向表明書は法的拘束力を有しないものであったことから、KKRの名前の公表は行いませんでした。))。

2025年12月10日付意向表明書を受領以降、当社は、公開買付者及びKKRの双方から、それぞれが提案する当社の企業価値向上策等についての説明を受け、検討を重ねました。加えて、公開買付者からは、2026年2月6日、本公開買付けに関し、当社が保有している当社本社及び福崎工場の不動産の売却の実施を含む本取引のストラクチャー変更(以下「本ストラクチャー変更②」といいます。)を実施するとともに、本公開買付価格を当社株式1株当たり3,105円に変更する旨(以下「第3回買付価格変更」といいます。)を含む価格変更提案書(以下「2026年2月6日付提案書」といいます。)を受領しました。これらを受け、当社は、公開買付者の提案する当社の企業価値向上策とKKRの提案する当社の企業価値向上策のいずれがより当社の企業価値の向上に資するかという観点を中心に、慎重かつ丁寧に比較検討を行いました。

具体的には、当社は、2025年12月10日付意向表明書を受領を踏まえ、本特別委員会と連名で、2025年12月12日付で、KKRに対し、2025年12月10日付意向表明書(KKR企業価値向上策提案書を含みます。)記載の内容に関する質問を行い、KKRから、2025年12月13日付で回答(以下「2025年12月13日付回答」といいます。)を受領しました。

また、当社は、当社CxOら(西村健氏を除きます。以下本(vii)において同じです。)全員で2025年12

月10日付意向表明書及び2025年12月13日付回答の検討を行い、2025年12月15日には当社CxOらとK K Rとの面談も実施しましたが、それを受けて、当社CxOらは、K K Rの提案する当社の企業価値向上策は抽象的であり、当社の実情を踏まえたものとは考えられないこと等から、公開買付者の提案する当社の企業価値向上策の方がより当社の企業価値の向上に資すると考えました。もっとも、これに対しては、当社は、本特別委員会から、公開買付者の提案する当社の企業価値向上策がK K Rの提案する当社の企業価値向上策よりも優位であると当社CxOらが判断した理由が、公開買付者と比較してK K Rが当社CxOらと協議をする時間が限られていたことにある可能性があるとの考えから、K K Rから法的拘束力のある意向表明書（バイディングオファー）を受領した場合、企業価値向上策についてK K Rとの間で更に議論を深めるよう要請を受けました。

本手続は、当初、本プロセスレーターに記載のとおり、本提出期限までに法的拘束力のある意向表明書が提出されなかった場合には終了することが想定されていたところ、K K Rからは、本提出期限までに、法的拘束力のある意向表明書（バイディングオファー）は提出されませんでした。もっとも、2025年12月10日付意向表明書において、K K Rは、K K R提案取引における当社株式1株当たりの株式価値として、同日時点の本公開買付価格（2,520円）を上回る価格をレンジで示しており、また、2026年1月上旬に法的拘束力のある提案を行う予定である旨記載していたこと等から、当社は、本特別委員会と協議の上、本提出期限までに法的拘束力のある意向表明書が提出されなかったことをもって直ちに本手続を終了するのではなく、引き続きK K Rからの法的拘束力のある提案を待つこととしました。

その後、上記「(vi) 2025年11月4日開催の当社取締役会以降2025年12月4日開催の当社取締役会までの検討の経緯及び同取締役会における判断内容並びにその後の経緯」に記載のとおり、当社は、本提出期限後の2026年1月13日付で、K K Rから、K K R提案取引に関する法的拘束力のある意向表明書（バイディングオファー）として、2026年1月13日付意向表明書を受領しました（なお、2026年1月13日付意向表明書では、当社の企業価値向上策について、2025年12月10日付意向表明書とともに送付を受けたK K R企業価値向上策提案書及び2025年12月13日付回答の概要が記載されていました。また、当社CxOらは、当社の競争力の源泉である研究開発施設を含む本社及び化粧品製造を行う福崎工場については、今後の操業の柔軟性や景気耐性等の観点から、継続的に保有することを希望していたものの、K K R提案価格はK K R提案取引後にこれらの不動産を売却（流動化）することを前提とした価格とされていました。）これを受け、当社は、2026年1月14日付プレスリリースのとおり、K K Rから2026年1月13日付意向表明書を受領した旨を公表しました。なお、本入札プロセスにおいて、K K R以外の候補者から法的拘束力の有無を問わず意向表明書の提出がなされることはありませんでした。

当社は、2026年1月13日付意向表明書を受領を踏まえ、2026年1月17日付で、K K Rに対し、2026

年1月13日付意向表明書記載の内容（それまでに提案を受けた当社の企業価値向上策に関する内容を含みます。）に関する質問を行ったところ、KKRからは、2026年1月19日付で回答を受領しました。当社は、当社CxOら全員で2026年1月13日付意向表明書及び当社からの質問に対するKKRからの2026年1月19日付の回答の検討を行った上、本特別委員会からの上記要請も踏まえ、当社CxOらにおいて、2026年1月23日及び2026年1月28日に、KKRの提案する当社の企業価値向上策についてKKRとの間で改めて協議を実施し、その後追加の質疑応答も行いましたが、かかる協議等を踏まえても、引き続き、下記のとおり、KKRの提案する当社の企業価値向上策よりも公開買付者の提案する当社の企業価値向上策の方が、現在の当社の事業環境及び経営課題を踏まえた事業戦略に合致し、より具体的で実現に至る蓋然性も高く、かつより迅速に実行を開始できると思われることから、より一層、当社の企業価値の向上に資すると考えました。

他方で、当社は、公開買付者の要請により当社が公表した2026年1月28日付「（変更）公開買付届出書の訂正届出書の提出に伴う「株式会社マンガム（証券コード：4917）の株券等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」により、公開買付者がKKR提案価格と同等の水準に本公開買付価格を引き上げる余地を検討している旨を認識しました。

以上の状況、及び下記のとおり現在の不安定な状況が今後も継続するとかえって当社の企業価値を毀損する結果となるおそれがあることを踏まえ、当社は、本特別委員会と協議の上、2026年2月2日、KKRに対し、当社の企業価値向上策等に係る追加の提案・説明等があるのであれば2026年2月6日までに提示するよう求めるとともに、公開買付者に対しても当社の企業価値向上策等に係る追加の提案・説明等があるのであれば2026年2月6日までに提示するよう求めると併せ、本公開買付価格を引き上げる意向の有無について確認を行いました。

その後、当社は、公開買付者から、2026年2月2日、当社の企業価値向上策等に関する説明書を受領し、公開買付者からの求めに応じ、公開買付者から当社の企業価値向上策等について説明を受けました。その後、2026年2月6日、当社は、公開買付者から、当社が本公開買付け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本公開買付けへの応募を推奨する旨を当社取締役会において決議することを前提条件として、第3回買付価格変更を行う旨を含む2026年2月6日付提案書の提出を受けました。また、公開買付者からは、第3回買付価格変更前の本公開買付価格は、当社不動産の流動化を前提としない提案であったが、現在の当社株式の株価水準等を踏まえると、本取引を遂行するためには、KKR提案価格と同等の水準に本公開買付価格を引き上げることが必要であり、かかる引き上げを実現するため、本取引の実行後に、当社本社及び福岡工場の不動産を、セール・アンド・リースバック取引により流動化する（以下「本不動産流動化」といいます。）方針に変更した旨の説明を受けました。

他方、当社は、ＫＫＲから、2026年2月2日、ＫＫＲ公開買付けの準備状況等に関する資料及びインドネシア・海外における企業価値向上策等に関する資料を受領し、その検討を行いました。

当社は、このような協議・検討の過程において、主に以下の2点において、公開買付者の提案する当社の企業価値向上策の方が、ＫＫＲの提案する当社の企業価値向上策よりも、現在の当社の事業環境及び経営課題を踏まえた事業戦略に合致していると考えました。

(a)東南アジア（特にインドネシア）事業の成長

公開買付者からは、当社において、インドネシア市場における成長のために、Traditional Trade（注10）市場を網羅し圧倒的なプレゼンスを有する当社の既存の流通パートナーとの関係性の維持・強化を重視していることを踏まえ、既存の流通パートナーとの関係性を維持・強化することが提案されました。一方で、当社において、インドネシアにおける経済環境の変化や技術の進歩にも適切に対応できるよう、既存の流通パートナーとの関係性を維持・強化しつつそれを補完する形で、Modern Trade（注11）市場及びオンライン市場における新たな流通ルートの拡大を加速することが提案され、そのための施策として、ＣＶＣの投資先等を活用した具体的な施策が提案されました。

これに対し、ＫＫＲからも、インドネシアのTraditional Trade市場における流通ネットワークの改善策やModern Trade市場での強化策が示されましたが、その施策は一般的なものにとどまっており、当社が重視する当社の既存の流通パートナーに対する十分な配慮を踏まえた具体的な施策であるか定かではないと考えました。

（注10） 地域密着型の個人経営の小規模店舗や露店等の伝統的小売網をいいます。

（注11） ショッピングモール、スーパーマーケット、コンビニエンスストア等の近代的小売網をいいます。

(b)ブランドポートフォリオの再構築を通じた経営資源の最適な分配

公開買付者によれば、ＣＶＣは、強いブランド力を有する既存商品から利益を創出するとともに、新商品・新ブランドへの着実な再投資を行い新たな利益創出を実現するというサイクルを継続的に回すことが不可欠との前提の下、地域別ブランドポートフォリオを明確に定義・運用し、市場環境の変化に応じた定期的な優先順位の見直しを行うことで、成長原資の確保と経営資源（人材・投資・時間）の最適配分を可能とする支援を実施する方針とのことであり、かかる方針は当社の事業戦略に合致していると考えました。また、公開買付者によれば、ＣＶＣにおけるかかる支援の具体的な実績として株式会社ファイントゥデイ（以下「ＦＴ社」といいます。）への支援が挙げられるところ、ＣＶＣは2021年7月の

F T社への投資以降、ブランドポートフォリオを「経営管理の中核」に据えた上で、従来よりも高価格帯市場への参入を含む新規ブランドの上市と新たな主力ブランドの創出を達成しており、これら一連のプロセスで得られたCVC独自の知見を活かすことが可能とのことであり、また、実際にもF T社への支援の経験に基づき、具体的かつきめ細かい施策が提案されました。F T社は、日本及びアジアの一般市場において、ヘアケア・ボディケア・男性化粧品を生産販売する一般化粧品製造販売会社であり、現時点では当社の競合会社の一社であり、当社と比較して、商品カテゴリー・販売エリア・販売チャネルはいずれも類似しており、また、当社と同様に日本及び東南アジアに生産拠点を有するなど製造地域における類似性もあることからすれば、F T社に対する支援においてCVCが講じた上記の具体的かつきめ細やかな施策は当社におけるブランドポートフォリオの再構築においても十分に活用を見込むことができると考えました。

これに対しKKRによれば、KKRは当社が中期経営計画で成長領域と位置付けた分野に対し、必要な経営リソースを集中投下し、当社の主要ブランドであるGATSBY、LUCIDOに並びヒーローブランドの育成を支援する意向があるとのことでしたが、KKRの役割はヒーローブランド育成に向けた後方支援（当社取締役会としての適切な予算設定及びモニタリングの実施や、重点施策へのリソース配分と進捗管理の支援）とされ、ブランドポートフォリオの再構築そのものの具体的な支援策までは提示されませんでした。また、KKRによれば、KKRにおける当社事業と類似する事業を営む企業への投資実績としてスイスのWella International Operations Switzerland S.à.r.l.（以下「Wella社」といいます。）への投資が存在するとのことであり、これにより得られた知見を当社の事業運営に活用することは一応期待できると考えられます。しかしながら、当社は、Wella社の流通ネットワークは当社が重点化していないサロン流通が主であるほか、販売エリアに関しても当社が重点化していない欧米が中心であるなど、かかる知見は、現在の当社の事業環境及び経営課題に必ずしも適合しておらず、かかる知見が当社の事業にどの程度活用できるかは定かではないと考えました。

加えて、当社としては、当社グループの足元の業況は必ずしも順調ではなく、一刻も早く企業価値向上策を実行する必要があると考えているところ、当社CxOらと公開買付者及びKKRそれぞれとの協議等を踏まえると、公開買付者の方が当社グループの事業の課題を的確に把握した上でより具体的な企業価値向上策を提案できていると考えており、公開買付者による当社の企業価値向上策の方がより実現の蓋然性が高く、かつ迅速に取り組むことができると考えました。

以上を踏まえ、当社は、KKRによるKKR提案取引と比較しても、公開買付者による本取引がより一層当社の企業価値の向上に資すると判断しました。

また、第3回買付価格変更後の本公開買付価格については、①本買付価格変更前の本公開買付価格（1,960円）を含めた本取引の取引条件の公正性は確保されているとの当社取締役会の判断の前提となった事実には変更はないこと、②本株式価値算定書（大和証券）における市場株価法に基づく算定結果のレンジ（1,378円から1,503円）の上限の倍以上の価格であり、かつ、DCF法の算定結果のレンジ（1,649円から2,454円）の上限をも大幅に上回る価格であり、また、本株式価値算定書（プルータス・コンサルティング）における市場株価法に基づく算定結果のレンジ（1,378円から1,503円）の上限の倍以上の価格であり、かつ、DCF法の算定結果のレンジ（1,778円から2,902円）の上限をも有意に上回る価格であること、③本買付価格変更前の本公開買付価格（1,960円）を1,145円（比率にして約58.42%）上回る価格であるだけでなく、本公開買付けの開始予定の公表日の前営業日である2025年9月9日の東京証券取引所プライム市場における当社株式の終値1,503円に対して106.59%、同日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値1,436円に対して116.23%、同過去3ヶ月間の終値単純平均値1,422円に対して118.35%、同過去6ヶ月間の終値単純平均値1,378円に対して125.33%のプレミアムが付された価格であり、これは、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」の公表日である2019年6月28日以降に公表され、かつ、2025年9月9日までに成立した、当社が上場している市場である東京証券取引所プライム市場の上場会社を対象としたマネジメント・バイアウト（MBO）による非公開化を企図した公開買付けの事例36件（但し、不成立となったものの、再度公開買付けを実施したことにより成立した事例を除く。）（プレミアム水準の平均値は、公表日の前営業日が43.17%、直近1ヶ月間が45.63%、直近3ヶ月間が46.77%、直近6ヶ月間が47.17%であり、プレミアム水準の中央値は、公表日の前営業日が40.85%、直近1ヶ月間が44.92%、直近3ヶ月間が46.46%、直近6ヶ月間が43.94%）と比較しても非常に高い水準といえることから、当社の株主の皆様にとって十分に高い水準の価格と考えております。

加えて、公開買付者によれば、本公開買付けの条件等については、第3回買付価格変更のほか、主に以下の変更を予定しているとのことですが、以下の理由から、当社は、これらの変更が当社の事業運営に重大な悪影響を与えるものとまではいえないと判断しております。

・決済資金の調達条件の変更

公開買付者によれば、第3回買付価格変更に伴い、公開買付者は、本公開買付けに要する資金等として、合計1,490億円を要するところ、(i)三菱UFJ銀行からの融資について、融資予定額の上限は第3回買付価格変更前の600億円から変更はなく、(ii)CVCファンドから間接的に受ける出資額として890億円を予定していたとのこと。この点、公開買付者によれば、公開買付者は、2031年3月期には本取引に要する資金等として調達した融資について、当社事業から創出されるキャッシュ・フローからの全

額返済を見込んだ事業計画を前提に第3回買付価格変更を行うとのことであり、かかる説明を前提とすれば、上記の資金調達、本取引後の当社の事業運営に重大な悪影響を与えるものではないと判断しております。

・不動産の流動化

公開買付者によれば、第3回買付価格変更前の本公開買付価格は、当社不動産の流動化を前提としな
い提案であったとのことですが、公開買付者は、第3回買付価格変更後の本公開買付価格をKKR提案
価格と同等の水準に引き上げるため、本取引の実行後に、本不動産流動化を実施する方針に変更したと
のことです。この点、化粧品の製造販売を行っている当社の事業の性質上、とりわけ研究開発施設を含
む本社及び化粧品製造を行う福岡工場は、重要性が高い事業用の不動産であり、当社の競争力の源泉と
もいえることから、そのような不動産を流動化した場合、当社の操業の柔軟性や景気耐性等に恒常的な
影響が生じ、事業リスクが押し上げられるリスクも否定できないため、慎重な検討が必要であると考え
られます。もっとも、公開買付者によれば、本不動産流動化によるリースバックの形態としては、当社
による長期・安定的な継続利用が可能となるよう、当社と不動産保有会社との間で長期の定期賃貸借契
約を締結することを想定しており、また、買戻しオプションの設定等を通じて当社の長期・安定的な継
続利用を契約上担保するとのことであり、かかる説明を前提とすれば、本不動産流動化は、当社の中長
期的な事業運営に一定のリスクを生じさせるものの、本取引後の当社の事業運営に重大な悪影響を与
えるものとはいえないと判断しております。

以上に加え、公開買付者によれば、本取引に関しては、その実行に必要な日本及びベトナムにおける
競争法に基づく許認可等の取得は全て完了しているとのことであり、早期に本公開買付けを完了するこ
とが可能である一方、KKRによれば、KKR提案取引に関しては、2026年2月2日時点において、ベ
トナムにおける当該許認可等の取得のために2ヶ月程度を要するとのことであり、仮に直ちにKKR公
開買付けが開始されたとしても、その決済までには2ヶ月以上を要することが想定されることを踏まえ
ると、当社は、第3回買付価格変更等の条件変更後の本公開買付けは、当社の株主の皆様に対して十分
に高い水準の価格により当社株式を売却する合理的な機会をより早期かつ確実に提供するものといえる
と判断しました。

なお、当社は、上記のとおり第3回買付価格変更等の条件変更後の本公開買付けを含む本取引とKKR
提案取引とを比較し、いずれがより一層当社の企業価値ひいては株主共同の利益に資するものである
か等の観点から検討するとともに、本手続の終了時期についても慎重に検討を行いました。

具体的には、本公開買付けが開始された以降の当社を取り巻く状況といたしましては、本公開買付け

の買付け等の期間（以下「公開買付期間」といいます。）は、本公開買付けの開始時点では、2025年9月26日から2025年11月10日まで（30営業日）と定められていたものの、その後複数回延長され、2026年2月8日時点で、法定の原則的な最大の公開買付期間（60営業日）を大きく超える2026年2月12日まで（90営業日）延長されており、このような不安定な状況が長期間継続していることから、当社において、本来は事業の成長に割くべき当社の経営のリソースが、長期間にわたり本手続や本取引及びKKR提案取引の検討等のために割かれ、当社の事業の改善に向けた取組みにも少なからず遅れが生じておりました。また、当社グループの従業員からは、これ以上不安定な立場に置かれることについて不安の声が上がっており、当社としては、その離脱のおそれも生じていると考えているほか、取引先を含むその他の当社グループのステークホルダーからも懸念の声が寄せられておりました。

また、今後、公開買付者やKKRにより第3回買付価格変更後の本公開買付価格よりも更に高い価格で当社株式の非公開化が行われる場合には、CVC及びKKRのプライベートエクイティファンドとしての性質上、当社の財務構成における負債性資本の増加（本取引又はKKR提案取引の完了後に行われる可能性のある自己資本から負債性資本へのリキャピタリゼーションを含む。）その他の理由により、本取引やKKR提案取引後に、当社の財務状況を悪化させ、当社の事業運営に充てられる資金が逼迫することや、当社が財務コベナントに抵触するおそれが生じること等が懸念されました。加えて、上記のとおり、当社CxOらは、当社の中長期的な事業運営に支障が生じるリスクを避けるため、当社本社及び福崎工場等の不動産を継続保有することを希望していましたが、当該希望にかかわらず、KKRからは、2026年1月13日付意向表明書において、これらの不動産の売却（流動化）を実施することを前提としたKKR提案価格が提示され、これを受けて、公開買付者においても、第3回買付価格変更に際し、本取引の実行後に本不動産流動化を行うことを想定するよう事業計画の変更がなされたという経緯等も踏まえると、今後本手続を更に継続した場合、本不動産流動化以外にも、当社の事業の解体や当社の事業に必要な不可欠な事業用資産の売却等が検討される可能性も否定できませんでした。当社としては、これらは、当社の持続的かつ安定的な成長戦略の実施を阻害し、当社の事業上の選択肢を狭めるばかりでなく、当社のデフォルトリスクを高める可能性も生じさせるなど、当社の事業運営や経営に悪影響を与える可能性も否定できないと考えました。

以上を踏まえると、当社としては、本手続による現在の不安定な状況が今後も継続することは、当社の事業遂行に支障を生じさせ、当社の企業価値を毀損する結果となるおそれもあると考えました。

そのような状況において、上記のとおり、当社としては、本取引は、KKR提案取引と比較してもより一層、当社の企業価値の向上に資すると考える上、第3回買付価格変更後の本公開買付価格は、当社の株主の皆様にとって十分に高い水準の価格であると判断しました。

また、KKR提案価格は、本手続において提案された唯一の法的拘束力のある意向表明書（バイディングオファー）であるKKRからの2026年1月13日付意向表明書によるものですが、上記のとおり、2026年1月13日付意向表明書は、当社がKKRに対して伝達していた法的拘束力のある意向表明書の提出期限である2025年12月24日を徒過してKKRの意向により決定されたタイミングで提出されたものであり、かかる経緯を踏まえれば、当社としては、当社の企業価値ひいては株主価値の最大化のため、KKRに対して十分な検討期間が提供され、かつ、KKRにとっても十分な検討期間を経た上で、の提案であると考えました。加えて、上記のとおり、当社は、KKRに対する複数回の書面での質問及び複数回の面談、協議等を経てKKR提案取引について検討を行いました。

以上のこれまでの経緯と現在の状況を総合的に勘案し、当社としては、本取引の長期化等による当社の企業価値の毀損を回避する観点、及び、当社の株主の皆様に対して十分に高い水準の価格により当社株式を売却する合理的な機会をより早期かつ確実に提供し、株主共同の利益を図る観点から、当社取締役会において、第3回買付価格変更等の条件変更後の本公開買付けを含む本取引とKKR提案取引のいずれがより一層当社の企業価値ひいては株主共同の利益に資するものであるかについて結論を出すことに伴って本手続を終了するべきと判断しました。また、当社は、本手続の終了に伴い、KKRに対し、KKRが当社に差し入れた秘密保持誓約書に基づき当社が開示した秘密情報を破棄することを要請したいと考えました。

そして、2026年2月8日、当社取締役会は、本特別委員会から、当社が、本取引は当社の企業価値の向上に資すると引き続き判断し、かつ、本取引が、KKR提案取引と比較してもより一層、当社の企業価値の向上に資すると判断することは合理的であると認められ、したがって、当社取締役会が、本公開買付けに対して賛同するべきであるとの本特別委員会の意見には変更はない旨、及び、第3回買付価格変更後の本公開買付価格による本公開買付けは、当社株主に対して十分に高い水準の価格により当社株式を売却する合理的な機会をより早期かつ確実に提供するものといえるため、第3回買付価格変更が行われることを前提として、当社取締役会は、当社の株主に対して本公開買付けへの応募を推奨するべきであるとする旨の2026年2月8日付追加答申書（4）（以下「本追加答申書（4）」）といいます。）の提出を受けました。なお、本追加答申書（4）において、本特別委員会は、KKR公開買付けについて、本特別委員会において、当社取締役会が賛同意見を表明し、第3回買付価格変更が行われることを前提として応募推奨することを決議すべきであるとする本公開買付けと択一的な関係にあるため、第3回買付価格変更が行われる場合、当社取締役会はこれに対して賛同すべきでないとする旨、及び当社が、本追加答申書（4）に基づく意見表明に伴って本手続を終了することが望ましく、また、本手続を終了する以上、KKRに対し、KKRが当社に差し入れた秘密保持誓約書に基づき当社が開示

した秘密情報を破棄するよう要請することも不合理な対応ではないと考える旨も併せて記載されております。本追加答申書（４）の内容その他本特別委員会の意見については、下記「３．併合の割合についての定め の相当性に関する事項」の「（４）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答申書の取得」をご参照ください。

以上の検討及び経緯を踏まえて、当社は、本特別委員会から提出を受けた本追加答申書（４）の内容を最大限に尊重しながら、公開買付者の提案する当社の企業価値向上策とＫＫＲの提案する当社の企業価値向上策のいずれがより当社の企業価値の向上に資するかという観点を中心に、本公開買付けに対する当社の2025年12月4日付意見（当社が2025年12月4日付で行った、本公開買付けに賛同する旨の意見は維持する一方で、本公開買付けは、魅力的な価格により当社株式を売却する合理的な機会を当社の株主の皆様に対して提供するものであるといえるものの、現時点においては、当社が本手続を実施していることを踏まえ、引き続き、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ことの是非について中立の立場をとった上で、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いいます。以下同じです。）を変更すべきかについて、慎重に検討を行った結果、2026年2月9日開催の当社取締役会において、公開買付者の提案する当社の企業価値向上策は、ＫＫＲの提案する当社の企業価値向上策と比較して、より一層当社の企業価値の向上に資するものであるとの結論に至り、本公開買付けに賛同の意見を表明するとともに、第３回買付価格変更が行われることを前提として、当社の株主の皆様に対して本公開買付けに応募することを推奨する旨の決議（以下「本決議」といいます。）をいたしました。また、併せて、当社は、当該当社取締役会において、本決議を踏まえ、ＫＫＲ公開買付けが本公開買付けと択一的な関係にあることから、ＫＫＲ公開買付けに対して賛同しない旨の決議をするとともに、本手続を終了する旨を決議いたしました。なお、当社は、ＫＫＲに対し、限られた日程の下においても本手続に参加いただいたことに深い謝意を伝えるとともに、本手続の終了を伝達し、また、ＫＫＲが当社に差し入れた秘密保持誓約書に基づき、当社が開示した秘密情報を破棄いただくよう要請いたしました。当該当社取締役会の各決議の詳細は下記「３．併合の割合についての定め の相当性に関する事項」の「（４）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 当社における利害関係を有しない取締役全員の承認及び利害関係を有しない監査役全員の異議がない旨の意見」をご参照ください。

その後、上記のとおり、本公開買付けが成立いたしました。が、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ため、当社は、公開

買付者からの要請を受け、2026年3月26日開催の当社取締役会において、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、当社の株主を公開買付者のみとするため、当社株式について10,000,000株を1株に併合する旨の本株式併合を本臨時株主総会に付議することといたしました。

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. 株式併合の内容

(1) 本株式併合の割合

当社株式10,000,000株を1株に併合いたします。

(2) 本株式併合がその効力を生ずる日（効力発生日）

2026年5月19日

(3) 効力発生日における発行可能株式総数

10株

3. 併合の割合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10,000,000株を1株に併合するものです。当社は、本株式併合は、上記「1. 株式併合を行う理由」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、及び下記の各事項に照らして、本株式併合の割合は相当であると判断しております。

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

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）に該当する本取引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及び情報の非対称性の問題が存在すること等を踏まえ、本公開買付け価格の公正性の担保、本公開買付けに係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「（4）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。

(2) 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. 株式併合を行う理由」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が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（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売却し、その売却により得られた代金を株主の皆様に対して、その端数に応じて交付します。

当該売却について、当社は、本株式併合が、当社の株主を公開買付者のみとすることを目的とする本取引の一環として行われるものであること、当社株式が2026年5月15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（平成17年法律第86号。その後の改正を含みます。以下同じとします。）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。

この場合の売却額は、必要となる裁判所の許可が予定どおり得られた場合には、本株式併合の効力発生の直前時点、すなわち本株式併合の効力発生日の前日である2026年5月18日時点の当社の最終の株主名簿に記載又は記録された株主の皆様が所有する当社株式の数（以下「基準株式数（2026年5月18日時点）」といいます。）に本公開買付価格と同額である3,105円を乗じた金額に相当する金銭が、各株主の皆様へ交付されるような価格に設定する予定です。但し、裁判所の許可が得られない場合や計算上の端数調整が必要な場合においては、実際に交付される金額が上記金額と異なる場合もあります。

- 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

カロンホールディングス株式会社

-
- 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、本株式併合により生じる端数の合计数に相当する当社株式の取得にかかる資金については、三菱ＵＦＪ銀行からの借入、並びにＣＶＣファンド又はそのGeneral Partnersにより発行済株式の全てを間接的に所有されている公開買付者親会社による出資により賄うことを予定しているとのことです。

当社は、本取引の実行手続において、公開買付者が2026年２月９日に提出した公開買付届出書の訂正届出書及びそれに添付された同日付の三菱ＵＦＪ銀行の融資証明書及び公開買付者親会社等の出資証明書を確認することによって、公開買付者によ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、本株式併合の結果生じる１株未満の端数の合计数に相当する当社株式の売却代金の支払についても、これらの資金から賄うことを予定しており、本株式併合の結果生じる１株未満の端数の合计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可能性のある事象は発生しておらず、また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、公開買付者による本株式併合の結果生じる１株未満の端数の合计数に相当する当社株式の売却代金の支払のための資金を確保する方法について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、2026年６月上旬頃を目途に会社法第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株未満の端数の合计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６月下旬頃から2026年７月上旬頃を目途に当該当社株式を公開買付者に売却し、その後、当該売却により得られた代金を株主の皆様へに交付するために必要な準備を行った上で、2026年８月下旬頃から９月中旬頃を目途に当該代金を株主の皆様に対して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続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株未満の端数の合计数に相当する当社株式の売却が行われ、また、当該売却代金の株主への交付が行われるものと判断しております。

(3) 端数処理により株主に交付す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

本株式併合においては、上記「(2) 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、各株主の皆様の基準株式数（2026年5月18日時点）に当社株式1株当たりの本公開買付価格と同額である3,105円を乗じた金額に相当する金銭を、株主の皆様に交付することを予定しております。

本公開買付価格3,105円は、①本買付価格変更前の本公開買付価格（1,960円）を含めた本取引の取引条件の公正性は確保されているとの当社取締役会の判断の前提となった事実には変更はないこと、②本株式価値算定書（大和証券）における市場株価法に基づく算定結果のレンジ（1,378円から1,503円）の上限の倍以上の価格であり、かつ、DCF法の算定結果のレンジ（1,649円から2,454円）の上限をも大幅に上回る価格であり、また、本株式価値算定書（ブルータス・コンサルティング）における市場株価法に基づく算定結果のレンジ（1,378円から1,503円）の上限の倍以上の価格であり、かつ、DCF法の算定結果のレンジ（1,778円から2,902円）の上限をも有意に上回る価格であること、③本買付価格変更前の本公開買付価格（1,960円）を1,145円（比率にして約58.42%）上回る価格であるだけでなく、本公開買付けの開始予定の公表日の前営業日である2025年9月9日の東京証券取引所プライム市場における当社株式の終値1,503円に対して106.59%、同日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値1,436円に対して116.23%、同過去3ヶ月間の終値単純平均値1,422円に対して118.35%、同過去6ヶ月間の終値単純平均値1,378円に対して125.33%のプレミアムが付された価格であり、これは、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」の公表日である2019年6月28日以降に公表され、かつ、2025年9月9日までに成立した、当社が上場している市場である東京証券取引所プライム市場の上場会社を対象としたマネジメント・バイアウト（MBO）による非公開化を企図した公開買付けの事例36件（但し、不成立となったものの、再度公開買付けを実施したことにより成立した事例を除く。）（プレミアム水準の平均値は、公表日の前営業日が43.17%、直近1ヶ月間が45.63%、直近3ヶ月間が46.77%、直近6ヶ月間が47.17%であり、プレミアム水準の中央値は、公表日の前営業日が40.85%、直近1ヶ月間が44.92%、直近3ヶ月間が46.46%、直近6ヶ月間が43.94%）と比較しても非常に高い水準といえること、④下記

「3. 併合の割合についての定め相当性に関する事項」の「(4) 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」に記載の本公開買付けの公正性を担保するための措置が採られた上で決定された価格であること等を踏まえて、本公開買付価格は妥当性を有し、当社の株主の皆様に対して、合理的な当社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。

また、当社は、2026年2月9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、第3回買付価格変更が行われることを前提として、当社の株主の皆様に対して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3月26日に当社取締役会が本臨時株主総会の招集を決議した時点に至るまでに、本公開買付価格に関する当社の判断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しております。

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。

(4) 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

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、公開買付者ら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、当社及び公開買付者ら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、大和証券に当社株式の株式価値の算定を依頼し、2025年9月9日付で本株式価値算定書（大和証券）を取得しました。なお、当社及び公開買付者らにおいて、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を実施していることに加え、本特別委員会より、本特別委員会におけるファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関であるプルータス・コンサルティングによる本フェアネス・オピニオンの提出を受けていることから、当社は、大和証券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）は取得していません。また、大和証券は、当社及び公開買付者ら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。

なお、本取引に係る大和証券に対する報酬には、本取引の成立等を条件に支払われる成功報酬が含まれております。当社は、同種の取引における一般的な実務慣行を勘案すれば、本取引の成立等を条件に支払われる成功報酬が含まれていることをもって独立性が否定されるわけではないと判断の上、上記の報酬体系により大和証券を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選任しております。また、本特別委員会は、大和証券の独立性及び適格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することについて承認しております。

本株式価値算定書（大和証券）の概要は、以下のとおりです。

大和証券は、複数の算定手法の中から当社株式価値算定にあたり採用すべき算定手法を検討の上、

当社が継続企業であるとの前提の下、当社株式の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プライム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、当社業績の内容や予想等を評価に反映するためにDCF法を算定手法として用いて当社の1株当たりの株式価値の分析を行い、当社は、2025年9月9日付で大和証券より本株式価値算定書（大和証券）を取得いたしました。

上記各手法に基づいて算定された当社株式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	：1,378円～1,503円
DCF法	：1,649円～2,454円

市場株価法では、2025年9月9日を算定基準日として、当社株式の東京証券取引所プライム市場における基準日の終値1,503円、直近1ヶ月間の終値単純平均株価1,436円、直近3ヶ月間の終値単純平均株価1,422円及び直近6ヶ月間の終値単純平均株価1,378円を基に、当社株式1株当たりの価値の範囲を1,378円～1,503円と算定しております。

DCF法では、地域ごとに事業環境が異なることから、地域ごとの特徴を適切に算定に反映させるため、当社グループの事業を日本事業、インドネシア事業、マレーシア事業及びその他事業に分類し、本事業計画における収益予測及び投資計画を前提として、大和証券が当社の各事業ごとの業績、資産及び負債の状況等を勘案して算出した、当社が2026年3月期第2四半期以降に生み出すと見込まれる各事業のフリー・キャッシュ・フローを各事業ごとの一定の割引率で現在価値に割り引いて当社の企業価値及び株式価値を算定し、当社株式の1株当たりの株式価値の範囲を1,649円～2,454円と算定しております。なお、割引率は加重平均資本コストを採用し、日本事業：7.18%～9.18%、インドネシア事業：14.21%～17.21%、マレーシア事業：8.89%～11.89%、その他事業：9.39%～12.39%を使用しております。また、各事業の割引率には、当社の規模を踏まえたサイズリスク・プレミアムが考慮されております。継続価値の算定にあたっては定率成長モデルを採用し、各国のリスク・フリー・レート、インフレ率及びGDP成長率等を総合的に勘案した上で永久成長率を日本事業：0.5%～1.5%、インドネシア事業：5.0%～6.0%、マレーシア事業：2.0%～3.0%、その他事業：0.5%～1.5%として、継続価値を59,833百万円～95,918百万円と算定しております。また、余剰現預金（当社の現預金から、各事業ごとに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を控除して算出しております。）は株式価値算定において非事業用資産として加算しております。

大和証券が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です。なお、

大和証券が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、対前年度比較において大幅な増減を見込んでいる事業年度が含まれております。具体的には、2027年3月期においては、業績の伸長及び収益性改善効果の発現による営業利益及びEBITDAの大幅な増加となることを見込んでおります。また、2027年3月期及び2028年3月期においては、業績の伸長及び設備投資額の減少によりフリー・キャッシュ・フローが大幅な増加となることを見込んでおります。

(単位：百万円)

	2026年3月期 (9ヶ月)	2027年3月期	2028年3月期
売上高	63,096	93,016	100,594
営業利益	2,491	7,442	9,191
EBITDA	5,293	11,248	13,017
フリー・キャッシュ・フロー	▲4,715	2,332	4,583

なお、本事業計画は、当社の将来の成長を考慮した上で本取引の取引条件の妥当性を検討することを目的として、過去の実績や足元の収益状況、外部環境の動向等を踏まえ、各項目において合理的な前提を設定の上作成したものです。その内容は、2024年4月より開始している当社の2024年度を初年度とする第14次中期経営計画「MP-14」（以下「本中期経営計画」といいます。）において前提とした事業計画と同一のものです（但し、2026年3月期の事業計画値は当社が2025年5月13日に公表した連結業績予想を採用しております。）。当該本中期経営計画は、西村元延氏及び西村健氏が当社株式の非公開化の検討を行うより前の2023年2月から2024年3月に、2017年に策定した2017年から2027年にかけての中長期的な計画「VISION2027」の最後の中期経営計画として、また、創業100周年を迎える2027年の次の100年に向けた成長基盤を構築するフェーズとして、西村元延氏及び西村健氏を含む当社経営陣により作成されたものです。また、2026年3月期の事業計画値は、西村元延氏及び西村健氏を除く当社経営陣により作成したものです。なお、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、本事業計画の作成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。大和証券は、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情報及び一般に公開された情報等を原則としてそのまま採用し、それらの資料及び情報等が、全て正確かつ完全なものであることを前提としており、独自にそれらの正確性及び完全性の検証を行っておりません。また、当社の資産及び負債（簿外資産及び負債、その他偶発債務を含みます。）に関して独自の評価・査定を行っておらず、第三者機関への鑑定又は査定の依

頼もっておりません。加えて当社の財務予測に関する情報については、当社による2025年9月9日時点で得られる最善の予測と判断に基づき合理的に作成されたことを前提としております。但し、大和証券は、算定の基礎とした本事業計画について、複数回、当社と質疑応答を行い、その作成経緯及び当社の現状を把握した上で、それらに不合理な点がないかという観点から、本事業計画の合理性を確認しております。また、大和証券の算定は、2025年9月9日までの上記情報を反映したものであります。

② 当社における独立した法律事務所からの助言

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過程における公正性及び適正性を確保するために、当社及び公開買付者らから独立したリーガル・アドバイザーとして森・濱田松本法律事務所を選任し、同事務所から、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。森・濱田松本法律事務所は、当社及び公開買付者ら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、森・濱田松本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、本取引の成立等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、森・濱田松本法律事務所の独立性及び適格性に問題がないことを確認した上で、当社のリーガル・アドバイザーとすることについ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答申書の取得

(i) 設置等の経緯

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）に該当する本取引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及び情報の非対称性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、本公開買付けに係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、2025年3月6日開催の取締役会により、公開買付者ら及び当社のいずれからも独立した、当社社外取締役3名及び社外監査役2名（当社の社外取締役兼独立役員である谷井等氏、伊藤麻美氏、原田哲郎氏の3名及び社外監査役兼独立役員である森幹晴氏、田中基博氏の2名の計5名）によって構成される本特別委員会を設置する旨を決議しました。なお、当社は、当初から上記の5名を本特別委員会の委員として選任しており、本特別委員会の委員を変更した事実はありません。また、本特別委員会は、委員の互選

により、森幹晴氏を本特別委員会の委員長として選定しております。本特別委員会の各委員に対しては、その職務の対価として、答申内容にかかわらず、本特別委員会の実施期間において、固定報酬を支払うものとしております。なお、当社は、森・濱田松本法律事務所の助言を得つつ、本特別委員会の委員の候補となる当社の社外取締役及び社外監査役の独立性及び適格性について確認を行うとともに、公開買付者ら及び当社のいずれからも独立性を有すること、及び本取引の成否に関して一般株主とは異なる重要な利害関係を有していないことを確認した上で、本特別委員会の委員を選任しております。

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、（ア）本取引を実施することの是非（本公開買付けについて当社取締役会が賛同するべきか否か、及び、当社の株主に対して本公開買付けへの応募を推奨するべきか否か）を検討し、当社取締役会に勧告を行うこと、並びに（イ）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ついて検討し、当社取締役会に意見を述べること（なお、（ア）の検討に際しては、当社の企業価値の向上に資するか否かの観点から、本取引の是非について検討・判断するとともに、当社の一般株主の利益を図る観点から、取引条件の公正性及び手続の公正性について検討・判断するものとしております。また、（イ）については、上記取締役会決議においては「当社取締役会における本取引についての決定が、当社の少数株主にとって不利益なものでないことについて検討し、当社取締役会に意見を述べること」としつつ、東京証券取引所が定める企業行動規範に係る関連規定が見直された場合には、必要に応じて見直しを行うものとしておりましたが、2025年7月22日付で、東京証券取引所が定める企業行動規範に係る有価証券上場規程等が改正されたことに伴い、同年8月21日付開催の当社取締役会に基づき、（イ）のとおり変更しております。）（以下（ア）及び（イ）を総称して「本委嘱事項」といいます。）を委嘱しました。

また、本特別委員会への委嘱にあたり、当社取締役会は、特別委員会の判断内容を最大限尊重して本取引に関する意思決定を行うこととし、特別委員会が本取引の実施又は本取引の取引条件が妥当でないと判断した場合には、当社取締役会は本取引の承認をしないこととしています。同時に、本特別委員会に対して、（a）本取引の相手方又は本取引に代替する取引の提案者との間で取引条件等についての交渉（当社の役職員やアドバイザー等（以下において定義します。）を通じた間接的な交渉を含む。）を行うこと、（b）本委嘱事項について検討するに当たり、必要に応じ、特別委員会の財務のアドバイザー若しくは第三者算定機関及び法務のアドバイザー（以下「アドバイザー等」といいます。）を選任又は指名すること（この場合の費用は当社が負担する。）、又は当社のアドバイザー等を指名し、若しくは承認（事後承認を含む。）すること（なお、特別委員会は、当社のアドバイザー等を信頼して専門的助言を求めることができると判断した場合には、当社のアドバイザー等に対して専門的助言を求めることができるものとしております。）、（c）特別委員会が必要と認める者に特別

委員会への出席を要求し、必要な情報について説明を求めること、(d) 当社グループの役職員から本取引又は代替的選択肢に関する検討及び判断に合理的に必要な情報を受領すること、(e) その他本取引又は代替的選択肢に関する検討及び判断に際して必要と特別委員会が認める事項についての権限を付与することを決議しております。

(ii) 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3月6日から2025年9月9日まで合計24回開催され、本委嘱事項について、慎重に検討及び協議を行いました。具体的には、本特別委員会は、当社から、本取引の提案を受けた経緯、本取引の目的、事業環境、事業計画、経営課題等に関する説明を受け、質疑応答を行い、また、西村元延氏及び西村健氏並びにCVCから、本取引を提案するに至った経緯及び理由、当社の事業環境及び経営課題、本取引のメリット及びデメリット、本取引後の経営体制・経営方針、本取引の条件等について説明を受け、質疑応答を行いました。加えて、公開買付者との交渉過程への関与方針として、直接の交渉は当社のファイナンシャル・アドバイザーである大和証券が当社の窓口として行うこととしつつ、本特別委員会は、交渉担当者から適時に状況の報告を受け、重要な局面で意見を述べ、指示や要請を行うことなどにより、取引条件に関する交渉過程に実質的に関与することができることを確認しております。更に、当社のファイナンシャル・アドバイザーである大和証券及び本特別委員会の独自のファイナンシャル・アドバイザーであるプルータス・コンサルティングからそれぞれ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ております。

本特別委員会は、当社から、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、本公開買付価格につき、2025年9月10日付プレスリリースに記載のとおり交渉が行われ、公開買付者から1,960円という最終的な提案を受けるに至るまで、公開買付者に対して本公開買付価格の増額を要請すべき旨を当社に意見するなどして、公開買付者との交渉過程に関与いたしました。更に、森・濱田松本法律事務所から本取引において公正性を担保するために取られている措置及び本取引に関する説明を受け、質疑応答を行うとともに、当社からは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、質疑応答を行いました。

なお、本特別委員会は、当社が選任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大和証券並びにリーガル・アドバイザーである森・濱田松本法律事務所につき、いずれも独立性及び適格性に問題がないことを確認した上で、それぞれを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並びにリーガル・アドバイザーとすることについて承認しております。また、本特別委員会は、2025年3月19日に、プルータス・コンサルティングについて、その独立性及び適格性に

問題がないことを確認した上で、独自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選任しております。

これらの内容を踏まえ、本特別委員会は、大和証券及びブルータス・コンサルティング及び森・濱田松本法律事務所と議論を重ね、本委嘱事項について協議・検討を行いました。本特別委員会は、このように本委嘱事項について慎重に協議及び検討した結果、2025年9月9日付で、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答申書を提出いたしました。

(A) 答申内容

- (a) 当社取締役会は、本公開買付けについて賛同するとともに、当社の株主に対して本公開買付けへの応募を推奨するべきであると考える。
- (b) 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る。

(B) 答申理由

- (a) 本委嘱事項①（本公開買付けについて当社取締役会が賛同するべきか否か、及び、当社株主に対して本公開買付けへの応募を推奨するべきか否か）

ア 本取引が当社の企業価値の向上に資するか否か

(ア) 当社グループの事業環境及び経営課題

- ・ 2025年9月10日付プレスリリースに記載の当社を取り巻く事業環境及び経営課題に関し、本特別委員会としても同様の認識を有しており、不合理な点は認められない。

(イ) 本取引の意義（メリット）

- ・ 本取引後に想定される当社の企業価値向上のための各施策について、2025年9月10日付プレスリリースに記載のCVC並びに西村元延氏及び西村健氏（以下本項において総称して「公開買付者関係者」といいます。）の認識と当社の認識は概ね整合している。
- ・ また、人口減少・少子高齢化の進行による若年層の人口構成の減少、ASEANエリアにおける市場拡大の可能性及び生活者の価値観やトレンドの急速な多様化といった状況がみられる中、当社の中長期的な企業価値の向上のためには、抜本的かつ実効的な施策を迅速に実行することが望ましいと考えられるところ、公開買付者関係者が企図する具体的な施策は、いずれも当社の経営課題の解消に資する重要な内容といえ、これらの施策が当社の中長期的な更なる企業価値向上のために積極的に推進すべき施策であるとの当社の説明は合理的である。特に、当社の説明によれば、インドネシア市場に関し、CVCが有する強固なネットワークと豊富な経験を活用し、現地における販売チャネル強化やローカルニーズ

に即した製品開発体制の整備、流通・サプライチェーンの強化等により、当社の経営課題であるインドネシア市場の収益性を改善することが期待されとのことであり、かかる説明は十分首肯できるものである。

- ・ なお、当社が上場を維持しながら中長期的な企業価値向上の実現に向けた施策を実行する可能性も考えられるものの、当社が上場維持をした状態においては、少数株主を含む各ステークホルダーの利益の考慮の必要性など、機動的かつ柔軟な意思決定や大胆な施策の実行に対して一定の制約が生じる状況にあることを踏まえると、当社が、公開買付者による非公開化が当社の中長期的に持続可能な企業価値向上に資するものと判断することは合理性があると考えられる。

(ウ) 本取引のデメリット

- ・ 2025年9月10日付プレスリリースに記載の本取引を行うことのデメリットに関する当社の認識は合理的であると考えている。
- ・ 本銀行融資に関しては、公開買付者からの説明を踏まえた当社の判断に不合理な点はない。
- ・ また、上場廃止に伴う一般的なデメリットとして、資金調達手段の制約や社会的な信用力及び知名度の低下による人材獲得や取引先との取引関係への悪影響が挙げられるが、資金調達に関しては、近年の金融環境を踏まえると、エクイティ・ファイナンスに依拠するよりも、間接金融を通じた資金調達の方が合理的とされる場面が多く、また、ＣＶＣが有する金融機関等との関係や資金調達手段の活用も期待できることからすれば、当社の経営上重大な支障となるおそれは小さい。また、社会的な信用力及び知名度の低下についても、取引先との信頼関係は既に一定程度構築されており、上場廃止を理由に既存の取引関係が大きく剥落することはないと考えられることに加え、当社のこれまでの事業運営により積み重ねてきた顧客からの信頼や獲得してきた知名度は、上場廃止により直ちに失われるものではないと考えられる。更に、人材獲得に関しては、当社のこれまでのブランド力・知名度は上場廃止により直ちに失われるものではないと考えられ、また、本取引を通じてこれまで以上に当社の成長・発展が実現できることを丁寧に説明することで、当社の採用活動への好影響も十分に想定され、特段の悪影響はないものと考えられる。以上を踏まえれば、本取引のデメリットは限定的であり、上記(イ)で述べた本取引のメリットに比較して小さいと考えられる。

(エ) 小括

- ・ 以上を踏まえると、本取引の目的に関する当社の認識は、本特別委員会としても合理的と考えるものであり、本取引は当社の企業価値の向上に資するとの当社の判断は合理的であると認められる。

イ 本取引の取引条件の公正性

(ア) 公開買付者らとの取引条件に関する協議・交渉の過程

- ・ 本特別委員会は、当社が、2025年7月31日に公開買付者らから本公開買付価格を1,600円とする第1回提案を受領して以降、本「③ 当社における独立した特別委員会の設置及び答申書の取得」に記載の構成及び権限等を前提として、本特別委員会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プルートス・コンサルティング並びに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大和証券による当社株式の株式価値の算定結果や公開買付者らとの交渉方針等を含めた財務的見地からの助言、並びに、当社のリーガル・アドバイザーである森・濱田松本法律事務所からの法的助言等を踏まえ、当社に対し、公開買付者らとの間での本公開買付価格を含む本取引における諸条件の交渉方針について、継続的に検討・要請を行った。また、当社は、公開買付者らとの間で本取引に係る協議・交渉を行うに際して、公開買付者らから受領した本取引に係る取引条件の提案を直ちに本特別委員会に対して報告し、本特別委員会から意見、指示、要請等を受け、これにしたがって対応を行った。
- ・ その結果として、公開買付価格は計7回にわたり引き上げられ、最終的には、第1回提案における公開買付価格（1,600円）から22.5%（小数点以下第三位を四捨五入）の価格の引き上げを実現している。なお、当社は、2025年9月5日に、公開買付者並びに西村元延氏及び西村健氏から、提示しうる最善のかつ最終的な提案であるとして1株当たり1,950円という第7回提案価格の提案を受けたが、これに対し当社及び本特別委員会は、過去のMBO事例におけるプレミアム水準及び当社の株式価値や収益力を踏まえて検討した本源的価値に照らして妥当な水準付近にあることを確認した上、最大限の価格を引き出す交渉努力を行うべく、2025年9月5日に、1株当たり2,100円とする当社提案を行い、これに対して、当社は、公開買付者並びに西村元延氏及び西村健氏から、2025年9月6日に、1株当たり1,960円という第8回提案価格の提案を受けた。これを受け、当社及び本特別委員会は、下記（オ）のとおり第8回提案価格は既に公正な価格であると判断できる水準に達していること、及び、更なる交渉を継続したとしてもこれ以上の引き上げがなされる余地は

低いと見込まれること等から、第8回提案価格を応諾するに至ったものである。

- ・ 以上のとおり、本特別委員会が当社と公開買付者らとの間の本取引に関する協議・交渉過程に実質的に関与していたといえる。

(イ) 独立した第三者算定機関による株式価値算定内容及びその前提とした財務予測・前提条件等の合理性

(一) プルータス・コンサルティングによる株式価値算定の結果及びその内容の合理性

- ・ 公開買付者らから独立した本特別委員会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プルータス・コンサルティングの本株式価値算定書（プルータス・コンサルティング）において、市場株価法及びDCF法が算定方法として用いられているが、本特別委員会は、本事業計画を踏まえてプルータス・コンサルティングが行った当社株式の株式価値算定の内容について、株式価値の初期的な試算結果やその算定方法、当該算定方法を選択した理由、算定の重要な前提条件について説明を受け、その内容や当該算定の重要な前提について質疑応答を行った上で、以下の点を含めその合理性を確認した。
- ・ まず、市場株価法による分析においては、当社の市場株価の直近終値及び一定期間の終値の平均値を分析することで当社の株式価値を算定しているところ、このような算定の方法は本取引と類似の取引において一般的に用いられているものである。また、採用する算定期間についても一般的に用いられているものといえるとともに、かかる期間において市場株価の調整が必要となるような重要事象は発生していないと認識している。以上から、市場株価法による算定の内容に不合理な点は認められない。
- ・ また、DCF法による分析においては、当社が作成した本事業計画を基に、本事業計画における収益予測及び投資計画を前提として、当社が2026年3月期第2四半期以降に生み出すと見込まれる各事業のフリー・キャッシュ・フローを一定の割引率で現在価値に割り引いて当社の事業価値を算定し、これに非事業用資産及び有利子負債等を加減算して株式価値を算定している。DCF法における分析手法、分析に用いられた割引率及び継続価値の算定に関する永久成長率及び倍率法、余剰現預金及び投資有価証券の取扱い等については、プルータス・コンサルティングが第三者算定機関としての専門的見地から設定・検討したものであり、本特別委員会におけるプルータス・コンサルティングによるこれらの数値の算出根拠及び算出方法等についての説明にも特に不合理な点は認められない。
- ・ 本特別委員会は、プルータス・コンサルティングのDCF法による株式価値算定の基礎となった本事業計画について、以下の点を含む本事業計画の内容、重要な前提条件及び作成

経緯について当社から説明を受けた。

- ・ 本事業計画は、当社の将来の成長を考慮した上で本取引の取引条件の妥当性を検討することを目的として、過去の実績や足元の収益状況、外部環境の動向等を踏まえ、各項目において合理的な前提を設定の上作成したものであるが、その内容は、2026年3月期に係る事業計画値を除き、西村元延氏及び西村健氏が当社株式の非公開化の検討を開始する前である2023年2月から2024年3月に、2017年に策定した中長期ビジョン「VISION2027」の最後の中期経営計画として、また、創業100周年を迎える2027年の次の100年に向けた成長基盤を構築するフェーズとして、西村元延氏及び西村健氏を含む当社経営陣により作成された本中期経営計画において前提とした事業計画と同一のものであり、本取引の実施を前提としたものではないこと。
- ・ 本事業計画における2026年3月期の事業計画値については、その連結営業利益が本中期経営計画において前提とした事業計画よりも約10億円減少している等、本中期経営計画において前提とした事業計画との数値との乖離がみられるが、これは、当社において実施している構造改革の効果発生タイミングが後ろ倒しになること等といった足元の事業環境を踏まえたものであること。
- ・ 2026年3月期の連結営業利益を含む連結業績見通しの検討は、西村元延氏及び西村健氏を除く当社経営陣が行っており、西村元延氏及び西村健氏は関与しておらず、また、当該業績見通しは2025年5月13日開催の取締役会において審議・決議した上で2025年3月期の決算短信（以下「2025年3月期決算短信」といいます。）において公表する予定であるが、かかる審議・決議には西村元延氏及び西村健氏は参加しない予定であること。
- ・ かかる説明を受け、本特別委員会は、本事業計画の策定経緯、本事業計画に記載された各事業計画値の算定方法及びその妥当性等に関する質疑応答を行った上で、本事業計画が、公表済の本中期経営計画を前提としていること等を踏まえ、当社株式の株式価値の算定及び公開買付者らとの公開買付価格に関する交渉の前提として本事業計画を用いることが合理的であると判断し、本事業計画を承認している。
- ・ なお、本事業計画における2026年3月期の事業計画値について、その連結営業利益が本中期経営計画において前提とした事業計画よりも約10億円減少している等、本中期経営計画において前提とした事業計画との数値との乖離がみられる理由に関する上記の当社の説明に不合理な点はなく、その検討手続にも公正性を疑わせる事情は特段見当たらない。
- ・ また、本特別委員会は、当社から、本中期経営計画における目標値とこれまでの実績値と

の乖離状況等を踏まえ、本事業計画における2027年3月期及び2028年3月期の連結業績見通しを引き下げることにについて打診を受け、検討及び当社との協議を行ったが、本事業計画が前提とする本中期経営計画は公表済であり、当社としてその実現を目指して取り組んでいること等を総合的に勘案した結果、かかる打診は取り下げられたことから、本取引に際して既に承認された本事業計画を用いることを改めて確認した。

- ・ 以上からすれば、プルータス・コンサルティングのDCF法による株式価値算定の基礎となった本事業計画の策定にあたっては、構造的な利益相反の問題による影響を受けるおそれが合理的に排除されていることが認められ、その作成経緯に公正性を疑わせる事情は見当たらず、また、その内容は、その前提条件、作成経緯及び当社の現状に照らして合理的であると認められる。
- ・ そして、本株式価値算定書（プルータス・コンサルティング）における当社株式の株式価値評価に照らし、本公開買付価格は、市場株価法に基づく算定結果のレンジの上限を上回る価格であり、かつ、DCF法の算定結果のレンジ内である。この事実は、本公開買付価格の妥当性を裏付ける要素と評価することができる。

(二) 本フェアネス・オピニオンの検討

- ・ 本フェアネス・オピニオンは、財務に関する高度の専門性を有するプルータス・コンサルティングが、当社及び公開買付者らから独立した立場において、当社から、事業の現状、本事業計画等の開示を受けるとともに、それらに関する説明を受けた上で実施した当社株式の株式価値算定の算定結果に加えて、本公開買付けの概要、背景及び目的に係る当社との質疑応答、プルータス・コンサルティングが必要と認めた範囲内での当社の事業環境、経済、市場及び金融情勢等についての検討並びにプルータス・コンサルティングにおけるエンゲージメントチームとは独立した審査会におけるレビュー手続を経て発行されたものであり、不合理な点は見当たらない。また、上記(一)のとおり、本フェアネス・オピニオンの提出にあたって参考とされたプルータス・コンサルティングによる株式価値算定の方法及び内容についても特段不合理な点は認められない。
- ・ したがって、本特別委員会は本フェアネス・オピニオンの発行手続及び内容についても不合理な点は認められないものとする。

(三) 大和証券による株式価値算定の結果及びその内容の合理性

- ・ 公開買付者らから独立した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大和証券の本株式価値算定書（大和証券）において、市場株価法及びDCF法が算定

方法として用いられているが、本特別委員会は、本事業計画を踏まえて大和証券が行った当社株式の株式価値算定の内容について、株式価値の初期的な試算結果やその算定方法、当該算定方法を選択した理由、算定の重要な前提条件について説明を受け、その内容や当該算定の重要な前提について質疑応答を行った上で、以下の点を含めその合理性を確認した。

- ・ 市場株価法による分析においては、当社の市場株価の直近終値及び一定期間の終値の平均値を分析することで当社の株式価値を算定しているところ、このような算定の方法は本取引と類似の取引において一般的に用いられているものである。また、採用する算定期間についても一般的に用いられているものといえたとともに、かかる期間において市場株価の調整が必要となるような重要事象は発生していないと認識している。以上から、市場株価法による算定の内容に不合理な点は認められない。
- ・ また、DCF法による分析においては、当社が作成した本事業計画を基に、当社グループの事業を日本事業、インドネシア事業、マレーシア事業及びその他事業に分類し、本事業計画における収益予測及び投資計画を前提として、当社が2026年3月期第2四半期以降に生み出すと見込まれる各事業のフリー・キャッシュ・フローを各事業ごとの一定の割引率で現在価値に割り引いて当社の事業価値を算定し、これに非事業用資産及び有利子負債等を加減算して株式価値を算定している。DCF法における分析手法、分析に用いられた割引率及び継続価値の算定に関する永久成長率、余剰現預金の取扱い等については、大和証券が第三者算定機関としての専門的見地から設定・検討したものであり、本特別委員会における大和証券によるこれらの数値の算出根拠及び算出方法等についての説明にも特に不合理な点は認められない。
- ・ 大和証券のDCF法による株式価値算定の基礎となった本事業計画はプルータス・コンサルティングのDCF法による株式価値算定の基礎となった本事業計画と同一であり、上記(一)のとおり、本事業計画の作成経緯に公正性を疑わせる事情は見当たらず、また、その内容は、その前提条件、作成経緯及び当社の現状に照らして合理的であると認められる。
- ・ そして、本株式価値算定書（大和証券）における当社株式の株式価値評価に照らし、本公開買付価格は、市場株価法に基づく算定結果のレンジの上限を上回る価格であり、かつ、DCF法の算定結果のレンジ内である。この事実は、本公開買付価格の妥当性を裏付ける要素と評価することができる。

(ウ) 公開買付者らとの取引条件に関する協議・交渉の過程

- ・ 本公開買付価格である1,960円は、2025年9月9日を基準日として、東京証券取引所プライム市場における当社株式の基準日終値1,503円に対して30.41%、同日までの直近1ヶ月間の終値単純平均値1,436円に対して36.49%、直近3ヶ月間の終値単純平均値1,422円に対して37.83%、直近6ヶ月間の終値単純平均値1,378円に対して42.24%のプレミアムが加算されたものである。
- ・ この点、本公開買付価格のプレミアムは、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」の公表日である2019年6月28日以降に公表され、かつ、2025年9月9日までに成立した、当社が上場している市場である東京証券取引所プライム市場の上場会社を対象としたMBOによる非公開化を企図した公開買付けの事例36件（但し、不成立となったものの、再度公開買付けを実施したことにより成立した事例を除く。）（プレミアム水準の平均値は、公表日の前営業日が43.17%、直近1ヶ月間が45.63%、直近3ヶ月間が46.77%、直近6ヶ月間が47.17%であり、プレミアム水準の中央値は、公表日の前営業日が40.85%、直近1ヶ月間が44.92%、直近3ヶ月間が46.46%、直近6ヶ月間が43.94%。以下「類似事例プレミアム水準」といいます。）と比較すると、必ずしも高い水準にあるとまではいえないものの、当社株式の終値は本公開買付けの開始予定についての公表日（2025年9月10日）の前営業日である2025年9月9日までの過去6ヶ月において1,311円から1,503円まで14.65%上昇しており、当社株式の株価が上昇局面にあることを考慮すると当社株式の直近の株価のみで検討するよりもより長期間の平均値を考慮して検討することは不合理とはいえず、当該各事例における直近6ヶ月間の終値の単純平均値に対するプレミアム水準の中央値に照らした本公開買付価格のプレミアム水準について、遜色ない水準であると判断できる。
- ・ なお、当社は、本中期経営計画において2026年3月期の連結営業利益の目標値を45億円程度と公表していたところ、2025年5月13日に公表された2025年3月期決算短信では、2026年3月期の連結営業利益の予想値を35億円としている。もっとも、この10億円程度の差異の理由に関する当社の説明に不合理な点がないこと、及びその検討手続に公正性を疑わせる事情は特段見当たらないことは、上記(イ)(一)に記載したとおりである。したがって、当社が2025年3月期決算短信において2026年3月期の連結営業利益の予想値を35億円と公表したことは、上記のプレミアム水準の妥当性の判断に影響を与えるものではない。

(工) 本取引の方法の妥当性

- ・ 当社は、公開買付者から、現金を対価とする公開買付け及びその後の株式併合の方法による二段階買収という方法を提案されている。
- ・ 一段階目として公開買付けを行い、二段階目として株式併合を行うという方法は、非公開化の取引においては一般的に採用されている方法であり、二段階目の取引において支払われる対価は本公開買付価格に当該一般株主が所有していた当社株式の数を乗じた価格と同額とすることが予定されているほか、対価の額に不満のある株主は、裁判所に対して価格決定の申立てを行うことが可能である。よって、かかる方法に不合理な点は認められない。
- ・ また、公開買付者によれば、買付予定数の下限（25,285,200株）については、本公開買付けにおいて、公開買付者は、当社株式の全てを取得し当社株式を非公開化することを目的としているところ、本株式併合の手続を実施する際には、会社法第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ることを踏まえ、本取引の実施を確実に遂行すべく、本公開買付け後に公開買付者及び不応募合意株主が当社の総株主の総議決権数の3分の2以上を所有することで、当該要件を満たすことができるように設定したものととのことであり、かかる買付予定数の下限の設定方法に不合理な点は認められない。
- ・ また、本取引に際しては、西村家株主のうち西村元延氏及び西村健氏は本公開買付けに応募した上で本再出資を行う一方、西村奨学財団及びM・Nホールディングスは本公開買付けに応募せず本株式併合後も当社の株主として残存することが予定されているが、公開買付者によれば、かかる違いを設ける理由は本公開買付けに応募の上再出資する場合の手続の煩雑性及び資金効率の観点を検討した結果とのことであり、かかる説明に不合理な点は認められない。また、M・Nホールディングスは西村健氏の資産管理会社であり、本取引後も当社の経営方針に対して反対がなされることは見込まれないことから、同社が本取引後に当社の株主として残存することも不合理ではない。また、西村奨学財団は、南西アジア、東南アジア、東アジア諸国及び地域からの留学生及び招聘教員並びに国際相互理解の促進、国際交流に有用な日本人学生に対し、奨学金援助を行うことにより、より充実した勉学・教育及び研究を継続させることを目的とする財団であり、本取引後も現在と同様に西村奨学財団の事業を継続することが当社の関与する産業全体や教育文化の発展に寄与するものであること、また、公開買付者によれば、本取引後も、当社からの配当が再開されるまでの間、西村元延氏やCVCファンドから代替する原資を確保することにより西村奨学

財団が公益財団法人としての事業を継続することが可能となることが見込まれるとのことであるため、本取引後も当社の経営方針に対して反対がなされることは見込まれないことから、同財団が本取引後に当社の株主として残存することも不合理ではない。

- ・ また、公開買付者によれば、本再出資における公開買付者親会社の株式1株当たりの対価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1,960円（但し、本スクイ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とのことである。）とする予定とのことであり、本再出資について、西村家株主に対し一般株主よりも有利な経済的利益を与えるものとは認められず、特段不合理な点は認められない。
- ・ 更に、CVCから説明を受けた内容によれば、Lumina International Holdingsと西村家株主との間の本取引後の当社の運営等について定めた株主間契約の内容は、同種の取引において締結される株主間契約に一般的に規定される内容であり、その内容について特段不合理な点は認められない。
- ・ 加えて、買収対価の種類について、そもそも金銭は、流動性が高く投資回収の方法として妥当であるため、対価を金銭とすること自体が少数株主の不利益となる理由はない。したがって、買収対価の種類についても合理性があると考えられる。
- ・ よって、本取引の方法に不合理な点は認められない。

(オ) 小括

- ・ 以上のとおり、(a)(i)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プルータス・コンサルティング及び大和証券作成の各株式価値算定書においてDCF法による株式価値算定の基礎となった本事業計画の作成経緯に公正性を疑わせる事情は見当たらず、また、その内容は、その前提条件、作成経緯及び当社の現状に照らして合理的であると認められること、(ii)当該各株式価値算定書の算定方法及び算定内容には、特段不合理な点は認められず、現在の実務に照らして妥当なものであると考えられるところ、本公開買付価格は、本株式価値算定書（大和証券）における市場株価法に基づく算定結果のレンジの上限を上回る価格であり、かつ、DCF法の算定結果のレンジ内にあること、本株式価値算定書（プルータス・コンサルティング）における市場株価法に基づく算定結果のレンジの上限を上回る価格であり、かつ、DCF法の算定結果のレンジ内にあること、(iii)本公開買付価格についてプルータス・コンサルティングから本特別委員会に対し本フェアネ

ス・オピニオンが提出されていること、(iv)本公開買付価格のプレミアム水準は、類似事例プレミアム水準と比較すると、必ずしも高い水準にあるとはいえないものの、当社株式の終値は本公開買付けの開始予定についての公表日（2025年9月10日）の前営業日である2025年9月9日までの過去6ヶ月において1,311円から1,503円まで14.65%上昇しており、当社株式の株価が上昇局面にあることを考慮すると当社株式の直近の株価のみで検討するよりもより長期間の平均値を考慮して検討することは不合理とはいえず、当該各事例における直近6ヶ月間の終値の単純平均値に対するプレミアム水準の中央値に照らした本公開買付価格のプレミアム水準について、遜色ない水準であると判断できること、及び(v)本公開買付価格は、公開買付者らとの間で価格交渉を行い、かかる交渉の結果として当初提案から複数回にわたり相当程度の価格の引き上げが実現されたものであることを総合的に勘案すれば、本公開買付価格は公正な価格であると考えられること、並びに(b)本取引の方法に不合理な点は認められないことに照らし、当社の一般株主の利益を図る観点から、本取引の取引条件の公正性は確保されていると考える。

ウ 本取引に係る手続の公正性

- ・ 当社において本特別委員会が設置されているところ、本特別委員会は、独立した立場から一般株主の利益を保護すべく適正な構成とされているといえ、また、当社取締役会が、本特別委員会の判断内容を最大限尊重して意思決定を行う仕組みが担保されており、更に、本特別委員会が有効に機能するために必要な権限等が付与されているものと考えられる。
- ・ 当社は、本公開買付けに関する意見表明を行うにあたり、公開買付者ら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、当社及び公開買付者ら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、大和証券に当社株式の株式価値の算定を依頼し、2025年9月9日付で本株式価値算定書（大和証券）を取得した。なお、当社及び公開買付者らにおいて、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を実施していることに加え、本特別委員会より、本特別委員会におけるファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関であるプルータス・コンサルティングによる本フェアネス・オピニオンの提出を受けていることから、当社は、大和証券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）は取得していない。また、大和証券は、当社及び公開買付者ら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重要な利害関係を有していない。なお、本取引に係る大和証券に対する報酬には、本取引の成立等を条件に支払われる成功報

酬が含まれている。当社は、同種の取引における一般的な実務慣行を勘案すれば、本取引の成立等を条件に支払われる成功報酬が含まれていることをもって独立性が否定されるわけではないと判断の上、上記の報酬体系により大和証券を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選任している。また、本特別委員会は、大和証券の独立性及び適格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することについて承認している。なお、大和証券に対する報酬に成功報酬が含まれている点については、かかる報酬体系は本取引の成立に向けたインセンティブとなり得るが、同種の取引における一般的な実務慣行のほか、本取引の成否が不透明な中において、報酬体系を固定報酬のみとするよりも、むしろ報酬の一部を成功報酬とする方が当社の金銭的負担の観点からも望ましいと考えられること等から、本取引の成立等を条件に支払われる成功報酬が含まれていることをもって独立性が否定されるわけではないと判断できる。

- ・ 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過程における公正性及び適正性を確保するために、当社及び公開買付者らから独立したリーガル・アドバイザーとして森・濱田松本法律事務所を選任し、同事務所から、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、森・濱田松本法律事務所は、当社及び公開買付者ら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重要な利害関係を有していない。また、森・濱田松本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いない。また、本特別委員会は、森・濱田松本法律事務所の独立性及び適格性に問題がないことを確認した上で、当社のリーガル・アドバイザーとすることについて承認している。
- ・ 本特別委員会は、本委嘱事項について検討するにあたり、本公開買付価格を含む取引条件の公正性を確保するために、当社及び公開買付者らから独立した独自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プルータス・コンサルティングに対し、当社株式の株式価値の算定及び本公開買付価格の財務的観点からの公正性についての意見表明を依頼し、2025年9月9日付で、本株式価値算定書（プルータス・コンサルティング）及び本フェアネス・オピニオンを取得した。プルータス・コンサルティングは、当社及び公開買付者ら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重要な利害関係を有していない。また、本取引に関するプルータス・コンサルティングの報酬は、本取

引の成否にかかわらず支払われる固定報酬及び稼働時間に時間単価を乗じて算出する方式であり、本公開買付けを含む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。また、本特別委員会は、2025年3月19日に、プルータス・コンサルティングについて、その独立性及び適格性に問題がないことを確認した上で、独自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選任している。

- ・ 当社は、公開買付者らから独立した立場で、当社の企業価値の向上及び当社の一般株主の皆様様の利益の確保の観点から本取引に係る検討、交渉及び判断を行うことができる体制を当社の社内に構築した。具体的には、当社は、2025年2月20日に、公開買付者関係者から、初期的意向表明書を受領した後、本取引に関する検討（当社株式の価値算定の基礎となる事業計画の作成を含む。）並びに本特別委員会とともに公開買付者らとの協議及び交渉を行うため、いずれも公開買付者らからの独立性が認められる当社の取締役である小芝信一郎氏及び渡辺浩一氏の2名、並びに当社の従業員6名により構成されるプロジェクトチームを設置し、本答申書提出日に至るまでかかる取扱いを継続している。かかる取扱いを含めて、当社の検討体制、具体的には本取引に係る検討、交渉及び判断に関与する役職員の範囲及びその職務（当社の株式価値の評価の基礎となる本事業計画の作成など高い独立性が求められる職務を含む。）は森・濱田松本法律事務所の助言を踏まえたものであり、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いる。したがって、当社における独立した社内検討体制は、適切に構築されており、また、有効に機能していたものと評価できる。
- ・ 西村元延氏及び西村健氏は、これまでの全ての本取引に関する当社取締役会の議案において、その審議及び決議には一切参加しておらず、2025年9月10日に開催予定の本公開買付けに対する意見表明を審議する当社取締役会についてもその審議及び決議に両氏に関与させない予定である。また、両氏はこれまでも本取引に関して当社の立場において公開買付者らとの協議及び交渉に一切参加していない。
- ・ 当社は、公開買付者らとの間で、当社が公開買付者ら以外の買収提案者（以下「対抗的買収提案者」といいます。）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することを制限するような内容の合意は一切行っておらず、対抗的な買付け等の機会を妨げないこととしている。
- ・ 公開買付者は、本公開買付期間について、法令に定められた最短期間が20営業日であるところ、比較的長期間である30営業日とする予定とのことである。本公開買付期間を法令に

定められた最短期間に照らして比較的長期に設定することにより、当社の株主に本公開買付けに対する応募について適切な判断機会を確保しつつ、公開買付者ら以外の者にも対抗的な買付け等を行う機会を確保していることから、間接的なマーケット・チェックが行われていると認められる。一方、当社は、市場における潜在的な買収者の有無を調査す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。）は行っていない。しかし、情報管理の観点等からその実施は容易ではない上、本公開買付けを含む本取引では充実した公正性担保措置が取られ、公正な手続を通じた当社の株主の利益への十分な配慮がなされていると評価できる。よって、本取引において、積極的なマーケット・チェックを行っていないことをもって、本公開買付けにおける手続の公正性を損なうものではないと考えられる。

- ・ 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25,285,200株（所有割合：56.02%）に設定する予定とのことであるところ、かかる買付予定数の下限は、公開買付者らと利害関係を有しない当社の株主が所有する当社株式の過半数の賛同が得られない場合には本公開買付けは成立せず、当社の少数株主の意思を重視した設定となっており、いわゆる「マジョリティ・オブ・マイノリティ」（Majority of Minority）の条件を満たしている。
- ・ 当社が公表又は提出する予定の本公開買付けの開始予定に関する意見表明に係るプレスリリースのドラフトを含む本公開買付けに関する開示書類のドラフトでは、充実した情報開示が予定されており、本取引に関する情報の非対称性を緩和し、一般株主に十分な情報に基づく適切な判断機会を確保するものであるといえる。また、上記各ドラフトの内容は、金融商品取引法令及び東京証券取引所の適時開示基準に準拠し、かつ、近時のベストプラクティスをも適切に考慮したものになっていると考えられ、各当事者は、それぞれのリーガル・アドバイザーからの助言を得て適切な開示を行う予定とのことである。
- ・ 本取引については強圧性の問題が生じないように配慮の上、スクイズアウト手続の適法性も確保されているといえる。
- ・ 以上の点に加え、本取引に係る協議、検討及び交渉の過程において、当社が公開買付者らより不当な影響を受けたことを推認させる事実認められない。

エ 結論

- ・ 上記アのとおり、本取引は当社の企業価値の向上に資するとの当社の判断は合理的であると認められる。また、上記イのとおり、本公開買付価格を含む本取引の取引条件の公正性は確保されており、上記ウのとおり、公正な手続も履践されていることから、当社の一般株主の利益への十分な配慮がなされているものと認められる。
 - ・ したがって、本特別委員会は、当社取締役会が、本公開買付けについて賛同するとともに、当社の株主に対して本公開買付けへの応募を推奨するべきであると考えている。
- (b) 本委嘱事項②（本取引が当社の一般株主にとって公正なものであるか）
- ・ 上記(a)エに記載のとおり、本取引は当社の企業価値の向上に資するとの当社の判断は合理的であると認められ、当社の一般株主の利益を図る観点から、取引条件の公正性及び手続の公正性も認められる。
 - ・ したがって、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る。

(iii) 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

当社は、2025年9月10日開催の当社取締役会において、本公開買付けが開始される際に、本特別委員会に対して、本答申書の意見に変更がないか否かを検討し、当社取締役会に対し、従前の意見に変更がない場合にはその旨、変更がある場合には変更後の意見を述べるよう委嘱すること、及びかかる意見を踏まえ、本公開買付けが開始される時点で、改めて本公開買付けに関する意見表明を行うことを併せて決議しました。

本特別委員会は、かかる取締役会決議を受け、2025年9月10日以降も、当社から本クリアランスの状況及びその進捗並びに市場株価の状況及び株主の皆様からの問合せの状況について電子メールや口頭でのやり取りを通じて報告・情報共有を受け、対応方針の確認等を行いました。また、本特別委員会は、2025年9月10日以降も計3回の特別委員会を開催し、これらの事項について共有を受けるとともに、本答申書の答申の内容について、変更すべき事情が存在しないかについて真摯に検討を重ねました。

具体的には、本特別委員会は、2025年9月9日以降本取引に影響を及ぼし得る重要な状況変化が発生しているか否かに関する事実関係の確認等を行うとともに、2025年9月10日の本取引の公表後、当社株式の市場株価が本公開買付価格を上回って推移していること等について、慎重に検討を行いました。また、当社及び本特別委員会は、2025年9月19日付の書面により、本取引公表後の当社株式の市場株価が本公開買付価格を上回って推移している状況を踏まえて、本公開買付けの成立可能性を高める観点から、公開買付者並びに西村元延氏及び西村健氏に対し、本公開買付価格の引き上げ

を検討するように要請しました。これに対し公開買付者並びに西村元延氏及び西村健氏は、2025年9月21日付の書面により、当社に対し、本公開買付価格は、当社の一般株主の利益に最大限配慮した価格であり、当社株主の共同の利益に資するものであると引き続き考えていることから、本公開買付価格の引き上げは受けかねるとする旨の回答を行いました。

そして、本特別委員会は、当社が、2025年9月24日、公開買付者から、本クリアランス取得の完了が合理的に見込まれたことから、本前提条件が充足されることを前提に、本公開買付けを2025年9月26日に開始することを予定している旨の連絡を受けた旨の報告を当社から受けたことから、更に慎重に検討を重ねましたが、上記本答申書に記載の本公開買付価格を含む本取引の取引条件の公正性は確保されていると判断した理由に加え、本公開買付けの公表日である2025年9月10日以降、(a) 当社株式の本源的価値に特段の影響を与える事象は発生しておらず、本公開買付価格は、大和証券及びプルータス・コンサルティングの各株式価値算定に照らしても妥当な水準にあること、(b) 公開買付者による本取引の提案と比較して、買付け等の価格その他の取引条件や取引の実現可能性において対抗し得る買収提案は現れていないこと、(c) 当社株式の市場価格は、本公開買付価格を上回って推移しているものの、かかる市場株価は様々な要因により変動し得るものであり、当社の一般株主の皆様がその保有する全株式を本公開買付価格を上回る株価で市場売却できる保証は存さず、このような市場売却の機会は、当社の一般株主の皆様に対し、本取引に代替し得る売却機会を提供するものではないこと等を踏まえると、引き続き、本公開買付価格を含む本取引の取引条件の公正性は確保されていると判断いたしました。

このような検討経緯を経て、本特別委員会は、2025年9月9日以降、2025年9月24日までの事情を勘案しても、本答申書の内容を変更すべき事情は見当たらないことを確認し、2025年9月24日、当社取締役会に対し、本答申書の意見に変更がない旨の本追加答申書を提出しました。なお、本特別委員会は、本公開買付けが、当社の株主に対して、合理的な株式の売却の機会を提供するものであるといえる一方、全ての一般株主が本公開買付価格を上回る市場株価で当社株式を売却することができる保証はなく、本公開買付けが開始されず又は不成立に終わった場合には、一般株主による本取引を通じた合理的な株式の売却の機会が失われてしまうおそれがあることから、引き続き、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べきであると考えてしておりますが、当社株式の市場価格が本追加答申書提出時点においても本公開買付価格を上回っていることを勘案し、当社取締役会に対し、当社取締役会が当社の株主の皆様に対して、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、その旨を公表するに際しては、当社の株主の皆様に対して適切な注意喚起を行うよう補足意見を述べておりました。

(iv) 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、CI11らによる本株式買集め、及び2025年9月10日付プレスリリースの公表以降、本公開買付価格を大幅に上回る市場株価で当社株式の売買が大量に行われてきており、かかる状況が2025年9月25日付プレスリリースの公表後も継続していること等から、本公開買付けの成立可能性が相応に低下していると考え、2025年9月25日以降も計4回の特別委員会を開催し、当社から市場価格の推移や売買数量を含む市場の動向、本株式買集めの状況、これらの状況についての公開買付者による検討状況、当社による本対応方針の導入に係る検討状況及び本対応方針の内容等について共有を受けるとともに、本答申書の答申の内容について、変更すべき事情が存在しないか等について真摯に検討を重ねました。

具体的には、本特別委員会は、2025年9月25日以降本取引に影響を及ぼし得る重要な状況変化が発生しているか否かについて、事実関係の確認等を行うとともに、慎重に検討を行いました。CI11らが急速かつ大量の本株式買集めを行っていること及び当社の市場株価が依然として本公開買付価格を上回って推移していることを踏まえても、現時点で、当社取締役会は、本公開買付けについて賛同すべきである旨の本特別委員会の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、当社取締役会が、本公開買付けに対して賛同するべきであるとの本特別委員会の意見には変更はないと判断いたしました。他方、本公開買付価格を含めた本取引の取引条件の公正性は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、本公開買付けの買付予定数の下限は25,285,200株（所有割合56.02%）と定められている一方、CI11らが提出した2025年10月15日付変更報告書No.7によれば、CI11らは、2025年10月7日時点において、株券等保有割合にして17.63%（議決権比率18.87%）に相当する当社株式を保有するに至っていること、及び2025年9月10日付プレスリリースの公表以降、本公開買付価格を大幅に上回る市場株価で当社株式の売買が大量に行われてきており、かかる状況が2025年9月25日付プレスリリースの公表後も継続していること等も合わせて勘案すると、現在の取引条件による本公開買付けの成立可能性は、本答申書及び本追加答申書の各提出時点と比べて相応に低下していると判断せざるを得ず、かかる状況を踏まえると、(i)当社において、当社の企業価値ひいては株主共同の利益に資する実現可能性のある買収提案を確保することを目的とした手続を実施するために合理的に必要な時間を確保するとともに、(ii)本株式買集めの是非について、株主の皆様が適切なご判断を下すために必要な情報と時間を確保することを目的として本対応方針を導入することは合理的であると考えられ、当社がかかる方針を採る以上、当社取締役会は、当社の株主の皆様に対して本公開買付けに応募することを推奨する旨については一旦取り下げるのが適切であると判断しました。

このような検討経緯を経て、本特別委員会は、2025年11月3日、当社取締役会に対し、当社取締

役会が、本公開買付けに対して賛同するべきであるとの本特別委員会の意見には変更はないものの、当社が本対応方針を導入することを前提として、当社取締役会が当社の株主の皆様に対して本公開買付けに応募することを推奨するべきであるとの意見は撤回し、当社取締役会は、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ことの是非について中立の立場をとった上で、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、株主の皆様の判断に委ねるべきであるとする旨の本追加答申書（２）を提出しました。

(v) 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

その後、本特別委員会は、2025年11月4日以降、同年12月4日までの間、合計４回の委員会を開催するとともに、各会日間ににおいても電子メール等を通じて報告・情報共有等を行うなどして、市場価格の推移や売買数量を含む市場の動向及び本株式買集めの状況、これらの状況を踏まえた公開買付者による検討状況並びに本手続の状況等も踏まえつつ、かつ2025年11月27日以降は本提案書及び2025年11月27日付訂正届出書の内容等も踏まえつつ、本追加答申書（２）における答申内容を変更する必要があるか（以下「本検討事項」といいます。）について慎重な協議及び検討を行いました。本特別委員会は、これらの協議・検討にあたって、必要に応じて、当社のリーガル・アドバイザーである森・濱田松本法律事務所、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大和証券、並びに、本特別委員会独自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プルータス・コンサルティングからの専門的助言を受けております。

具体的には、本特別委員会は、当社から、2025年11月4日以降、市場価格の推移や売買数量を含む市場の動向及び本株式買集めの状況、これらの状況を踏まえた公開買付者による検討状況並びに本手続の状況等について説明を受けるとともに、2025年11月27日以降、当社が、公開買付者から、同日付で、(i)本公開買付価格を1,960円から2,520円とする旨の本買付価格変更を決定した旨、(ii)本公開買付けの期間を2025年12月18日まで延長することを決定した旨、(iii)本ストラクチャー変更を行う旨、並びに(iv)応募合意株主（CI11ら）との間で本応募契約（CI11ら）を締結した旨及び応募合意株主（ひびぎ）との間で本応募契約（ひびぎ）を締結した旨が記載された本提案書を受領したこと及びその内容、2025年11月27日付訂正届出書の内容、本提案書等に係る質問及びそれに対する回答の内容等について説明を受け、それらの内容について検討しました。

本特別委員会は、このように本検討事項について慎重に協議及び検討した結果、2025年12月4日付で、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）を提出いたしました。

(A) 答申内容

当社取締役会が、本公開買付けに対して賛同するべきであるとの本特別委員会の意見には変更はない。また、本公開買付けは、魅力的な価格により当社株式を売却する合理的な機会を当社の株主に対して提供するものであると考える。もっとも、現時点においては、当社が本手続を実施していることを踏まえ、本追加答申書（２）に基づく答申に引き続き、当社取締役会は、当社の株主が本公開買付けに応募することを推奨することの是非について中立の立場をとった上で、当社の株主が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と考えている。なお、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る旨の本特別委員会の意見に変更はない。

(B) 答申理由

(a) 当社の企業価値向上に資するか否かの検討に関する事項

ア 本ストラクチャー変更

本提案書及び2025年11月27日付訂正届出書によれば、本ストラクチャー変更による本取引のストラクチャーの主要な変更点は以下のとおりであり、本取引が当社の企業価値向上に資するとの当社の判断は合理的であるとした本追加答申書（２）での意見が前提とする事実関係に一定の変更が生じている。

- ・西村家株主のうち応募合意株主が所有する当社株式も本スウィーズアウト手続により１株未満の端数とされること。その上で応募合意株主は本スウィーズアウト手続の完了後に新SPCに対し本再出資を行うこと。
- ・西村家株主のうち応募合意株主は本公開買付けに係る決済の開始日後本スウィーズアウトの完了前に新SPCに対し本再出資を行うこと。
- ・本再出資により西村家株主が引き受ける新SPCの株式は、西村奨学財団が本A種優先株式、西村元延氏、西村健氏及びM・Nホールディングスが本普通株式及び本B種優先株式であること。また、本再出資の完了時点において西村家株主が所有することとなる新SPCの議決権の割合の合計は総議決権の22.7%となること。
- ・本応募契約（CI11ら）に基づき、応募合意株主（CI11ら）がその所有する当社株式の全てを本公開買付けに応募すること。
- ・本応募契約（ひびき）に基づき、応募合意株主（ひびき）がその所有する当社株式の全てを本公開買付けに応募するとともに、公開買付者との間で別途合意される時期に、CVCファンドにより新規に組成され、当社株式を間接的に保有するリミテッド・パートナーシップに対し、ひ

びき再出資を行うことができるとされていること。

もっとも、本提案書等に係る質問への回答によれば、(i)本ストラクチャー変更を踏まえても、公開買付者からこれまで当社及び本特別委員会に対して説明されたシナジーや企業価値向上策の内容について変更はないとのことであり、また、(ii)ひびき再出資を受ける理由は、応募合意株主（ひびき）の投資先企業に対する財務政策や企業ガバナンス改善アドバイス等の中長期視点での経営方針等に関する提言が当社の企業価値向上に資すると考えるためとのことである。これらの回答を前提とすると、本ストラクチャー変更は、いわゆるマネジメント・バイアウト（MBO）として、CVCの支援並びに西村元延氏及び西村健氏の経営への全般的な関与の下での当社グループの企業価値の向上を志向するという本取引の目的に特段の影響を及ぼすものではないといえる。

イ 本取引のデメリットについて

公開買付けの決済資金に充当するための資金として、三菱UFJ銀行からの融資及び公開買付者親会社からの出資が予定されているところ、2025年11月27日付訂正届出書によると、(i)三菱UFJ銀行からの融資について、融資予定額の上限が530億円から600億円に増加され、(ii)公開買付者親会社からの出資について、出資予定額の上限が270億円から610億円に増額されるとともに、本公開買付けに係る決済の開始日までの銀行との協議状況を踏まえて、当該出資（又は当該出資のための公開買付親会社に対する出資）の一部を実施せず、代わりに銀行からの借入をもって決済資金に充当する可能性があるとしてされている。

もっとも、本提案書等に係る質問への回答によれば、かかる変更後も借入に関する財務コベナントについては十分なヘッドルームを確保しているとのことであり、かかる説明を前提とすれば、当社が、かかる変更は当社の事業運営に特段の影響を与えるものではないと判断することは不合理ではないといえる。

ウ 小括

上記のほか、本答申書において検討した、(i)当社グループの事業環境及び経営課題、(ii)本取引の意義（メリット）、並びに(iii)本取引のデメリットに係る検討内容に関し、変更すべき事情は見当たらない。

以上を踏まえると、当社が、本取引は当社の企業価値の向上に資すると引き続き判断することは合理的であると認められる。

(b) 本取引の取引条件の公正性の検討に関する事項

ア 本買付価格変更

本事業計画は、その内容、重要な前提条件及び作成経緯等に鑑みても、大和証券及びプルータ

ス・コンサルティングの各株式価値算定の前提となる事業計画として合理性がある旨の判断を変更すべき事情はなく、また、大和証券及びプルータス・コンサルティングが作成した各株式価値算定書の作成日である2025年9月9日以降、本事業計画の修正を要する後発事象等の発生はない。その他、プルータス・コンサルティングによれば、本株式価値算定書（プルータス・コンサルティング）及び本フェアネス・オピニオンについて、その作成日である2025年9月9日以降、内容に変更を与える前提事実等に変更はないとのことであり、大和証券によれば、本株式価値算定書（大和証券）について、その作成日である2025年9月9日以降、内容に変更を与える前提事実に変更はないとのことである。

その上で、本買付価格変更後の本公開買付価格（2,520円）は、本株式価値算定書（大和証券）における市場株価法に基づく算定結果のレンジ（1,378円から1,503円）の上限を大幅に上回る価格であり、かつ、DCF法の算定結果のレンジ（1,649円から2,454円）の上限をも上回る価格である。また、本株式価値算定書（プルータス・コンサルティング）における市場株価法に基づく算定結果のレンジ（1,378円から1,503円）の上限を大幅に上回る価格であり、かつ、DCF法の算定結果のレンジ（1,778円から2,902円）の中央値を超える価格である。

加えて、本買付価格変更後の本公開買付価格（2,520円）は、本買付価格変更前の本公開買付価格（1,960円）を560円（比率にして約28.57%）上回る価格であるだけでなく、本公開買付けの開始予定の公表日の前営業日である2025年9月9日の東京証券取引所プライム市場における当社株式の終値1,503円に対して67.66%、同日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値1,436円に対して75.49%、同過去3ヶ月間の終値単純平均値1,422円に対して77.22%、同過去6ヶ月間の終値単純平均値1,378円に対して82.87%のプレミアムが付された価格である。これは、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」の公表日である2019年6月28日以降に公表され、かつ、2025年9月9日までに成立した、当社が上場している市場である東京証券取引所プライム市場の上場会社を対象としたマネジメント・バイアウト（MBO）による非公開化を企図した公開買付けの事例36件（但し、不成立となったものの、再度公開買付けを実施したことにより成立した事例を除く。）（プレミアム水準の平均値は、公表日の前営業日が43.17%、直近1ヶ月間が45.63%、直近3ヶ月間が46.77%、直近6ヶ月間が47.17%であり、プレミアム水準の中央値は、公表日の前営業日が40.85%、直近1ヶ月間が44.92%、直近3ヶ月間が46.46%、直近6ヶ月間が43.94%）と比較しても十分に優位な水準といえる。

なお、2025年9月10日に本公開買付けの開始予定が公表されて以降、2025年11月27日付訂正届出書の提出日である2025年11月27日までの期間、当社株式の市場株価は、本買付価格変更

前の本公開買付価格（1,960円）を大幅に上回って推移していたが、本買付価格変更後の本公開買付価格（2,520円）は、当該期間のうちの大半の日における市場株価の最高値をも上回る水準であり、当該期間の市場株価の最高値（2025年11月5日における2,525円）ともほぼ同水準であり、かつ、2025年11月27日付訂正届出書の提出日である2025年11月27日時点の市場株価を上回る価格である。

イ 本再出資及びひびき再出資

公開買付者は、西村家株主による本再出資及びひびき再出資それぞれにつき、2025年11月27日付訂正届出書記載の理由により公開買付価格の均一性規制（金融商品取引法第27条の2第3項）の趣旨に抵触しないと考えているとのことである。公開買付者のかかる説明を前提とすれば、本再出資及びひびき再出資に特段不合理な問題点は認められない。

ウ 小括

以上のほか、本答申書の第4の2.(2)に記載した本取引の取引条件の公正性が確保されていると考える理由について、引き続き、変更すべき事情は見当たらない。

以上を踏まえると、本公開買付けは、魅力的な価格により当社株式を売却する合理的な機会を当社の株主に対して提供するものといえる。

(c) 本取引に係る手続の公正性の検討に関する事項

ア マジョリティ・オブ・マイノリティ条件の設定

2025年11月27日付訂正届出書によれば、ひびき再出資が行われる可能性があることも踏まえ、新たに、応募合意株主（ひびき）が、いわゆる「マジョリティ・オブ・マイノリティ」条件の判断における、公開買付者と利害関係を有する当社の株主に該当するものとされている。もっとも、これを前提としても、本公開買付けにおける買付予定数の下限（25,285,200株、所有割合：56.02%）は、いわゆる「マジョリティ・オブ・マイノリティ」（Majority of Minority）の条件を満たしている。

なお、2025年11月27日付訂正届出書によれば、応募合意株主（CI11ら）は、応募合意株主（ひびき）と異なり、いわゆる「マジョリティ・オブ・マイノリティ」条件の判断における、公開買付者と利害関係を有する当社の株主に該当するものとされていない。この点について、公開買付者は、2025年11月27日付訂正届出書において、本応募契約（CI11ら）は公開買付者と利害関係を有しない独立した投資者であるところ、本応募契約（CI11ら）は、独立した当事者間で行われた真摯な協議・交渉に基づき締結されたものであり、また、西村家株主及び応募合意株主（ひびき）と異なり再出資を予定しているものでもないことから、本応募契約（CI11ら）の締結の事実

により、応募合意株主（CI11ら）が公開買付者と利害関係を有する当社の株主に該当することになるものではないと考えていると説明しており、公開買付者のかかる説明に特段不合理な点は認められない。

イ 小括

以上の他、本答申書において検討した本取引に係る手続の公正性について、公正性が認められるとした検討結果を変更すべき事情は見当たらない。

(d) 総括

以上からすれば、当社が、本取引は当社の企業価値の向上に資すると引き続き判断することは合理的であると認められる。また、本取引の取引条件の公正性が確保されていると考える理由について、引き続き、変更すべき事情は見当たらず、かつ、本取引に係る手続の公正性について、公正性が認められるとした検討結果を変更すべき事情も見当たらない。

したがって、(i)当社取締役会は、本公開買付けについて賛同するべきであるとする旨、及び(ii)本取引は、当社の一般株主にとって公正なものであるとする旨の本特別委員会の意見に変更はない。また、本公開買付けは、魅力的な価格により当社株式を売却する合理的な機会を当社の株主に対して提供するものであると考える。

(e) 本手続の状況を踏まえた検討

本特別委員会の本公開買付け及び本取引に関する基本的な考え方は上記(d)のとおりである。

もっとも、当社は、2025年12月4日時点において、当社の企業価値ひいては株主共同の利益に資する実現可能性のある買収提案を確保することを目的とした本手続を実施している。

このような状況を踏まえると、本特別委員会としては、当社取締役会が、当社の株主に対し、本公開買付けに応募することを推奨するべきであるとまで述べることは困難である。したがって、当社取締役会は、当社の株主に対し、本公開買付けに応募することの是非について中立の立場をとった上で、当社の株主が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とする。

(vi) 本追加答申書（３）提出後の検討の経緯及び判断内容

その後、本特別委員会は、2025年12月5日以降、2026年2月8日までの間、合計14回の委員会を開催するとともに、各会日間においても電子メール等を通じて報告・情報共有等を行うなどして、本取引に関し、本追加答申書（３）における答申内容を変更する必要があるか（以下「本検討事項（ＣＶＣ）」といいます。）、及び上記「１．株式併合を行う理由」の「（２）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」の「（vi）2025年11月4日開催の当社取締役会以降2025年12月4日開催の当社取締役会までの検討の経緯及び同取締役会における判断内容並びにその後の経緯」に記載の当社による本特別委員会に対するＫＫＲ提案取引に係る委嘱事項

（以下「本委嘱事項（ＫＫＲ）」といいます。）について慎重な協議及び検討を行いました。本特別委員会は、これらの協議・検討にあたって、必要に応じて、当社のリーガル・アドバイザーである森・濱田松本法律事務所、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大和証券、並びに、本特別委員会独自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ブルータス・コンサルティングからの専門的助言を受けております。

具体的には、本特別委員会は、当社から、2025年11月4日以降、市場価格の推移や売買数量を含む市場の動向及び本株式買集めの状況、これらの状況を踏まえた公開買付者による検討状況、本手続の状況並びに本入札プロセスにおける各候補者との協議・検討状況等について報告・説明を受けるとともに、2025年12月10日以降、当社が、ＫＫＲから2025年12月10日付意向表明書及び2026年1月13日付意向表明書を受領したこと並びに公開買付者から2026年2月6日付提案書を受領したこと、並びにそれらの内容について説明を受け、また、これらに関して当社、ＫＫＲ及び公開買付者らに対する質問及び面談を行い、当社ＣｘＯらの見解を聴取するとともに、それらの内容について検討しました。

本特別委員会は、このように本検討事項（ＣＶＣ）及び本委嘱事項（ＫＫＲ）について慎重に協議及び検討した結果、2026年2月8日付で、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（４）を提出いたしました。

(A) 答申内容

・本検討事項（ＣＶＣ）に関する答申

当社が、本取引は当社の企業価値の向上に資すると引き続き判断し、かつ、本取引が、ＫＫＲ提案取引と比較してもより一層、当社の企業価値の向上に資すると判断することは合理的であると認められる。したがって、当社取締役会が、本公開買付けに対して賛同するべきであるとの本特別委員会の意見には変更はない。

また、第3回買付価格変更後の本公開買付価格による本公開買付けは、当社株主に対して十分に高い水準の価格により当社株式を売却する合理的な機会をより早期かつ確実に提供するものといえるため、第3回買付価格変更が行われることを前提として、原意見を変更し、当社取締役会は、当社の株主に対して本公開買付けへの応募を推奨するべきであると考えている。

加えて、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る旨の本特別委員会の意見に変更はない。

・本委嘱事項（KKR）に関する答申

KKR公開買付けは、本特別委員会において、当社取締役会が賛同意見を表明し、第3回買付価格変更が行われることを前提として応募推奨することを決議すべきであると考えている本公開買付けと択一的な関係にあるため、第3回買付価格変更が行われる場合、当社取締役会は、KKR公開買付けに対して賛同すべきでないと考えている。

また、当社の一般株主にとっての公正さという観点でも、本取引の方がKKR提案取引よりも望ましいと考える。

(B) 答申理由

A) 本検討事項（CV C）に関する意見の理由

(a) 当社の企業価値向上に資するか否かの検討に関する事項

(ア) 原意見答申後の変更について

公開買付者によれば、第3回買付価格変更のほか、本取引が当社の企業価値向上に資するとの当社の判断は合理的であるとした原意見が前提とする本公開買付けのその他の条件等に、以下を含む条件等の変更が生じるが、当社は、当該条件等の変更はいずれも本取引後の当社の事業運営に重大な悪影響を与えるものとまではいえないと判断しているとのことである。

(i) 決済資金の調達条件

公開買付者によれば、第3回買付価格変更に伴い、公開買付者は、本公開買付けに要する資金等として、合計1,490億円を要するところ、(i)三菱UFJ銀行からの融資について、融資予定額の上限は第3回買付価格変更前の600億円から変更はなく、(ii)CV Cファンドから間接的に受ける出資額として890億円が予定されているとのことである。

この点、公開買付者によれば、公開買付者は、2031年3月期には本取引に要する資金等として調達した融資について、当社事業から創出されるキャッシュ・フローからの全額返済を見込んだ事

業計画を前提に第3回買付価格変更を行うことを予定しているとのことであり、かかる説明を前提とすれば、当社において、上記の資金調達、本取引後の当社の事業運営に重大な悪影響を与えるものではないと判断することも合理性があるといえる。

(ii) 不動産の流動化

公開買付者によれば、第3回買付価格変更前の本公開買付価格は、当社不動産の流動化を前提としない提案であったとのことであるが、公開買付者は、第3回買付価格変更後の本公開買付価格をKKR提案価格と同等の水準に引き上げるため、本取引の実行後に、本不動産流動化を実施する方針に変更したとのことである。この点、化粧品の製造販売を行っている当社の事業の性質上、とりわけ研究開発施設を含む本社及び化粧品製造を行う福岡工場は、重要性が高い事業用の不動産であり、競争力の源泉ともいえる。そのような不動産を流動化した場合、当社の操業の柔軟性や景気耐性等に恒常的な影響が生じ、事業リスクが押し上げられるリスクも否定できないため、かかる不動産の継続保有を希望していた当社C&O（西村健氏を除く。以下本(vi)において同じ。）の意向も理解できないわけではなく、慎重な検討が必要であると考えられる。もっとも、公開買付者によれば、本不動産流動化によるリースバックの形態としては、当社による長期・安定的な継続利用が可能となるよう、当社と不動産保有会社との間で長期間の定期賃貸借契約を締結することを想定しており、また、買戻しオプションの設定等を通じて当社の長期・安定的な継続利用を契約上担保するとのことであり、かかる説明を前提とすれば、当社において、本不動産流動化は、当社の中長期的な事業運営に一定のリスクを生じさせるものの、本取引後の当社の事業運営に重大な悪影響を与えるものとはいえないと判断することは不合理とはいえない。

なお、KKRによる2026年1月13日付意向表明書によれば、KKR提案取引においても、当社本社及び福岡工場等の不動産流動化が予定されており、上記の点に関しては本取引と同様に妥当するといえる。

(イ) 公開買付者の企業価値向上策とKKRの企業価値向上策の比較

公開買付者の企業価値向上策とKKRの企業価値向上策の比較に関する当社の検討結果は上記「1. 株式併合を行う理由」の「(2) 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」に記載のとおりであり、その内容は、いずれも当社の置かれた事業環境及び経営課題を踏まえた事業戦略並びに公開買付者及びKKRそれぞれからの提案・説明内容を踏まえたものといえ、合理的な内容であると認められる。

とりわけ、公開買付者の企業価値向上策のうち、インドネシア事業において既存の流通パート

ナーとの信頼関係を維持しつつ、公開買付者の投資先等を用いてModern Trade及びオンライン市場を補完・拡張するという経営戦略、並びにF T社への投資などを通じてC V Cが培ったノウハウを活かしてブランドポートフォリオを経営管理の中核に据え、成長原資の確保と経営資源の最適配分を実現するという経営戦略は、いずれも当社の経営課題の解決に直結しうるものであり、加えて、公開買付者は、当該経営戦略を実現させるための具体的施策を示しているといえること等から、当社の評価は合理的といえる。

以上より、本特別委員会としては、当社の上記認識・評価を踏まえ、K K RによるK K R提案取引と比較して、公開買付者による本取引がより一層当社の企業価値の向上に資するとの当社の判断は合理的であると考える。

(ウ) 小括

上記のほか、本追加答申書（４）前の各答申書（以下「原答申書」といいます。）において検討した、(i)当社グループの事業環境及び経営課題、(ii)本取引の意義（メリット）、並びに(iii)本取引のデメリットに係る検討内容に関し、変更すべき事情は、特段見当たらない。

以上を踏まえると、当社が、本取引は当社の企業価値の向上に資すると引き続き判断し、かつ、本取引が、K K R提案取引と比較してもより一層、当社の企業価値の向上に資すると判断することは合理的であると考える。

(b) 本取引の取引条件の公正性の検討に関する事項

(ア) 第３回買付価格変更

本事業計画は、その内容、重要な前提条件及び作成経緯等に鑑みても、大和証券及びプルータス・コンサルティングの各株式価値算定の前提となる事業計画として合理性がある旨の判断を変更すべき事情はなく、また、大和証券及びプルータス・コンサルティングが作成した各株式価値算定書の作成日である2025年９月９日以降、本事業計画の修正を要する後発事象等の発生はない。その他、プルータス・コンサルティングによれば、本株式価値算定書（プルータス・コンサルティング）及び本フェアネス・オピニオンについて、その作成日である2025年９月９日以降、内容に変更を与える前提事実等に変更はないとのことであり、大和証券によれば、本株式価値算定書（大和証券）について、その作成日である2025年９月９日以降、内容に変更を与える前提事実に変更はないとのことである。

その上で、第３回買付価格変更後の本公開買付価格（3,105円）は、本株式価値算定書（大和証券）における市場株価法に基づく算定結果のレンジ（1,378円から1,503円）の上限の倍以上の価

格であり、かつ、DCF法の算定結果のレンジ（1,649円から2,454円）の上限をも大幅に上回る価格である。また、本株式価値算定書（プルータス・コンサルティング）における市場株価法に基づく算定結果のレンジ（1,378円から1,503円）の上限の倍以上の価格であり、かつ、DCF法の算定結果のレンジ（1,778円から2,902円）の上限をも有意に上回る価格である。

加えて、第3回買付価格変更後の本公開買付価格（3,105円）は、本公開買付けの開始時点の本公開買付価格（1,960円）を1,145円（比率にして約58.42%）上回る価格であるだけでなく、本公開買付けの開始予定の公表日の前営業日である2025年9月9日の東京証券取引所プライム市場における当社株式の終値1,503円に対して106.59%、同日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値1,436円に対して116.23%、同過去3ヶ月間の終値単純平均値1,422円に対して118.35%、同過去6ヶ月間の終値単純平均値1,378円に対して125.33%のプレミアムが付された価格である。これは、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」の公表日である2019年6月28日以降に公表され、かつ、2025年9月9日までに成立した、当社が上場している市場である東京証券取引所プライム市場の上場会社を対象としたMBOによる非公開化を企図した公開買付けの事例36件（但し、不成立となったものの、再度公開買付けを実施したことにより成立した事例を除く。）（プレミアム水準の平均値は、公表日の前営業日が43.17%、直近1ヶ月間が45.63%、直近3ヶ月間が46.77%、直近6ヶ月間が47.17%であり、プレミアム水準の中央値は、公表日の前営業日が40.85%、直近1ヶ月間が44.92%、直近3ヶ月間が46.46%、直近6ヶ月間が43.94%）と比較しても、非常に高い水準といえる。

以上からすれば、第3回買付価格変更後の本公開買付価格（3,105円）は十分に高い水準の価格であるといえる。

（イ） K K R 提案取引の取引条件との比較

公開買付者によれば、本取引に関しては、その実行に必要な日本及びベトナムにおける競争法に基づく許認可等の取得は全て完了しているとのことであり、早期に本公開買付けを完了することが可能である。

一方、K K Rによれば、K K R提案取引に関しては、2026年2月2日時点において、ベトナムにおける当該許認可等の取得のために2ヶ月程度を要するとのことであり、仮に直ちにK K R公開買付けが開始されたとしても、その決済までには2ヶ月以上を要することが想定される。

(ウ) 小括

以上のほか、本取引の取引条件の公正性が認められるとした原答申書の検討結果を変更すべき事情は特段見当たらない。

以上を踏まえると、第3回買付価格変更等の条件変更後の本公開買付けは、当社株主に対して十分に高い水準の価格により当社株式を売却する合理的な機会をより早期かつ確実に提供するものといえる。

(c) 本取引に係る手続の公正性の検討に関する事項

本取引に係る手続の公正性が認められるとした原答申書の検討結果を変更すべき事情は特段見当たらない。

(d) 総括

以上のとおり、当社が、本取引は当社の企業価値の向上に資すると引き続き判断し、かつ、本取引が、KKR提案取引と比較してもより一層、当社の企業価値の向上に資すると判断することは合理的であると考ええる。したがって、当社取締役会が、本公開買付けに対して賛同すべきであるとの本特別委員会の意見は変更すべきでない。

また、第3回買付価格変更後の本公開買付価格は、当社株主に対して十分に高い水準の価格により当社株式を売却する合理的な機会をより早期かつ確実に提供するものといえるため、第3回買付価格変更が行われることを前提として、原意見を変更し、当社取締役会は、当社の株主に対して本公開買付けへの応募を推奨するべきであると考ええる。

以上を踏まえると、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る旨の本特別委員会の意見を変更すべきではない。

B) 本委嘱事項（KKR）に関する意見の理由

以上のとおり、本特別委員会は、当社取締役会は、本公開買付けについて賛同するとともに、第3回買付価格変更が行われることを前提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べきであると考えるところ、KKR公開買付けは、本公開買付けと択一的な関係にあるため、第3回買付価格変更が行われる場合、当社取締役会はこれに対して賛同すべきでないと考ええる。

また、当社の一般株主にとっての公正さという観点でも、本取引の方がKKR提案取引よりも望ましいと考える。

C) これまでの経緯と現在の状況を踏まえた補足意見

当社は、本取引の長期化等による当社の企業価値の毀損を回避する観点、及び、当社の株主の皆様に対して十分に高い水準の価格により当社株式を売却する合理的な機会をより早期かつ確実に提供し、株主共同の利益を図る観点から、当社取締役会において、第3回買付価格変更等の条件変更後の本公開買付けを含む本取引とKKR提案取引のいずれがより一層当社の企業価値ひいては株主共同の利益に資するものであるかについて結論を出すことに伴い本手続を終了するべきと考えている。また、当社は、本手続の終了に伴い、KKRに対し、KKRが当社に差し入れた秘密保持誓約書に基づき当社が開示した秘密情報を破棄することを要請したいと考えている。

この点、本公開買付期間は、本公開買付けの開始時点では、2025年9月26日から2025年11月10日まで（30営業日）と定められていたが、その後複数回延長され、現在、法定の原則的な最大の公開買付期間（60営業日）を大きく超える2026年2月12日まで（90営業日）延長されている。このような不安定な状況が長期間継続していることから、当社において、本来は事業の成長に割くべき当社の経営のリソースが、長期間にわたり本手続や本取引及びKKR提案取引の検討等のために割かれ、当社の事業の改善に向けた取組みにも少なからず遅れが生じている。また、当社グループの従業員からはこれ以上不安定な立場に置かれることについて不安の声が上がっており、その離脱のおそれも生じているほか、取引先を含むその他の当社グループのステークホルダーからも懸念の声が寄せられている。

また、今後、公開買付者やKKRにより本公開買付価格よりも更に高い価格で当社株式の非公開化が行われる場合には、CVC及びKKRのプライベートエクイティファンドとしての性質上、当社の財務構成における負債性資本の増加（本取引及びKKR提案取引の完了後に行われる可能性のある自己資本から負債性資本へのリキャピタリゼーションを含む。）その他の理由により、本取引やKKR提案取引後に、当社の財務状況を悪化させ、当社の事業運営に充てられる資金が逼迫することや、当社が財務コベナントに抵触するおそれが生じること等が懸念される。加えて、当社CxOらは、当社の中長期的な事業運営に支障が生じるリスクを避けるため、当社本社及び福崎工場等の不動産を継続保有することを希望していたが、当該希望にかかわらず、KKRからは、2026年1月13日付意向表明書において、これらの不動産の売却（流動化）を実施することを前提としたKKR提案価格が提示され、これを受けて、公開買付者においても、第3回買付価格変更の際し、本取引の実行後に本不動産流動化を行うことを想定するよう事業計画の変更がなされた。このような経緯等も踏まえると、今後本手続を更に継続した場合、本不動産流動化以外にも、当社の事業の解体や当社の事業に必要な不可欠な事業用資産の売却等が検討される可能性も否定できない。こ

れらは、当社の持続的かつ安定的な成長戦略の実施を阻害し、当社の事業上の選択肢を狭めるばかりでなく、当社のデフォルトリスクを高める可能性も生じさせるなど、当社の事業運営や経営に悪影響を与える可能性も否定できないと考えられる。

以上を踏まえれば、本手続による現在の不安定な状況が今後も継続することは、当社の事業遂行に支障を生じさせ、当社の企業価値を毀損する結果となるおそれもあると考えられる。

その一方で、今般、KKR提案取引と比較してもより一層、当社の企業価値の向上に資すると考えられる本取引に関し、公開買付者から、第3回買付価格変更後の本公開買付価格の提案がなされているところ、かかる本公開買付価格は、本株式価値算定書（ブルータス・コンサルティング）、本フェアネス・オピニオン、本株式価値算定書（大和証券）、同種のMBO事例におけるプレミアム水準との比較といった各観点に照らしても十分に高い水準の価格であるといえる。

また、KKR提案価格は、本手続において提案された唯一の法的拘束力のある意向表明書（バイディングオファー）であるKKRによる2026年1月13日付意向表明書によるものであるが、上記のとおり、2026年1月13日付意向表明書は、当社がKKRに対して伝達した本提出期限（2025年12月24日）を徒過してKKRの意向により決定されたタイミングで提出されたものであり、かかる経緯を踏まえれば、当社の企業価値ひいては株主価値の最大化のため、KKRに対して十分な検討期間が提供され、かつ、KKRにとっても十分な検討期間を経た上での提案であるといえる。加えて、上記のとおり、当社及び本特別委員会は、KKRに対する複数回の書面での質問及び複数回の面談、協議等を経てKKR提案について検討を行った結果、本答申に至ったものである。

以上のこれまでの経緯と現在の状況を総合的に勘案すれば、本取引の長期化等による当社の企業価値の毀損を回避する観点、及び、当社株主に対して十分に高い水準の価格により当社株式を売却する合理的な機会をより早期かつ確実に提供し、株主共同の利益を図る観点から、当社が、本追加答申書（4）に基づく意見表明に伴って本手続を終了することが望ましいと考える。また、本手続を終了する以上、KKRに対し、KKRが当社に差し入れた秘密保持誓約書に基づき当社が開示した秘密情報を破棄するよう要請することも不合理な対応ではないと考える。

④ 特別委員会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及びフェアネス・オピニオンの取得

本特別委員会は、上記「③ 当社における独立した特別委員会の設置及び答申書の取得」に記載のとおり、本委嘱事項について検討するにあたり、本公開買付価格を含む取引条件の公正性を確保するために、当社及び公開買付者らから独立した独自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プルータス・コンサルティングに対し、当社株式の株式価値の算定及び本公開買付価格の公正性に関する意見表明（フェアネス・オピニオン）を依頼し、2025年9月9日付で、本株式価値算定書（プルータス・コンサルティング）及び本フェアネス・オピニオンを取得いたしました。

なお、当社取締役会は、本特別委員会から2025年9月9日付で本答申書の提出を受けた際、併せて本株式価値算定書（プルータス・コンサルティング）及び本フェアネス・オピニオンの提出を受けており、本株式価値算定書（プルータス・コンサルティング）及び本フェアネス・オピニオンの内容（各株式価値算定におけるレンジを含みます。）も総合的に考慮して、下記「⑤ 当社における利害関係を有しない取締役全員の承認及び利害関係を有しない監査役全員の異議がない旨の意見」に記載の決議を実施しました。

プルータス・コンサルティングは、当社及び公開買付者ら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、本取引に関するプルータス・コンサルティングの報酬は、本取引の成否にかかわらず支払われる固定報酬及び稼働時間に時間単価を乗じて算出する方式であり、本公開買付けを含む本取引の成立等を条件に支払われる成功報酬は含まれておりません。また、本特別委員会は、2025年3月19日に、プルータス・コンサルティングについて、その独立性及び適格性に問題がないことを確認した上で、独自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選任しております。

本株式価値算定書（プルータス・コンサルティング）及び本フェアネス・オピニオンの概要は、以下のとおりです。

(i) 算定の概要

プルータス・コンサルティングは、複数の算定手法の中から当社株式価値算定にあたり採用すべき算定手法を検討の上、当社が継続企業であるとの前提の下、当社株式の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プライム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、当社業績の内容や予想等を評価に反映するため

にDCF法を算定手法として用いて当社の1株当たりの株式価値の算定を行い、本特別委員会は、2025年9月9日付でプルートス・コンサルティングより本株式価値算定書（プルートス・コンサルティング）を取得いたしました。

上記各手法に基づいて算定された当社株式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	：1,378円～1,503円
DCF法	：1,778円～2,902円

市場株価法では、2025年9月9日を算定基準日として、当社株式の東京証券取引所プライム市場における基準日の終値1,503円、直近1ヶ月間の終値単純平均株価1,436円、直近3ヶ月間の終値単純平均株価1,422円及び直近6ヶ月間の終値単純平均株価1,378円を基に、当社株式1株当たりの価値の範囲を1,378円～1,503円と算定しております。

DCF法では、当社がその作成時点で合理的に予測可能な期間まで作成した2026年3月期から2028年3月期までの本事業計画における収益予測及び投資計画を前提として、当社グループが2026年3月期第2四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及び株式価値を算定し、当社株式の1株当たりの株式価値の範囲を1,778円～2,902円と算定しております。なお、割引率は加重平均資本コストとし、7.85%～9.75%を採用しております。また、継続価値の算定にあたっては永久成長率法及び倍率法を採用しております。永久成長率法では、理論上想定される長期的な経済環境等を踏まえ永久成長率は0%として、継続価値を67,890百万円～84,367百万円としております。倍率法ではEV/EBITDAの倍率を採用し、事業価値に対するEBITDAの倍率は業界各社の水準等を踏まえ7.1倍～9.2倍として、継続価値を96,512百万円～123,682百万円と算定しております。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を控除して算出しております。）を加算するとともに、当社の保有する投資有価証券のうち上場会社株式についても、時価で売却することを想定した際の税効果を加味した上で加算しております。

プルートス・コンサルティングが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です。なお、プルートス・コンサルティングが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、対前年度比較において大幅な増減を見込んでいる事業年度が含まれております。具体的には、業績の伸長及び収益性改善効果の発現による営業利益（2027年3月期：

7,442百万円、対前年比112.32%) 及びEBITDA (2027年3月期: 11,694百万円、対前年比50.40%) の大幅な増加となることを見込んでおります。また、業績の伸長及び設備投資額の減少によりフリー・キャッシュ・フローが大幅な増加 (2028年3月期: 5,457百万円、対前年比69.16%) となることを見込んでおります。

(単位: 百万円)

	2026年3月期 (9ヶ月)	2027年3月期	2028年3月期
売上高	63,096	93,016	100,594
営業利益	2,488	7,442	9,191
EBITDA	5,714	11,694	13,517
フリー・キャッシュ・フロー	1,275	3,226	5,457

なお、本事業計画は、当社の将来の成長を考慮した上で本取引の取引条件の妥当性を検討することを目的として、過去の実績や足元の収益状況、外部環境の動向等を踏まえ、各項目において合理的な前提を設定の上作成したものです。その内容は、2024年4月より開始している当社の本中期経営計画において前提とした事業計画と同一のものです（但し、2026年3月期の事業計画値は当社が2025年5月13日に公表した連結業績予想を採用しております。）。当該本中期経営計画は、西村元延氏及び西村健氏が当社株式の非公開化の検討を行うより前の2023年2月から2024年3月に、2017年に策定した2017年から2027年にかけての中長期的な計画「VISION2027」の最後の中期経営計画として、また、創業100周年を迎える2027年の次の100年に向けた成長基盤を構築するフェーズとして、西村元延氏及び西村健氏を含む当社経営陣により作成されたものです。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、本事業計画の作成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、当該財務予測には反映しておりません。プルータス・コンサルティングは、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情報及び一般に公開された情報等を原則としてそのまま採用し、それらの資料及び情報等が、全て正確かつ完全なものであることを前提としており、独自にそれらの正確性及び完全性の検証を行っておりません。また、当社の資産及び負債（簿外資産及び負債、その他偶発債務を含みます。）に関して独自の評価・査定を行っておらず、第三者機関への鑑定又は査定の依頼も行っ

ておりません。加えて当社の財務予測に関する情報については、当社による2025年9月9日時点で得られる最善の予測と判断に基づき合理的に作成されたことを前提としております。但し、プルータス・コンサルティングは、算定の基礎とした本事業計画について、複数回、当社と質疑応答を行い、当社の経営陣による本事業計画の作成時点で得られる最善の予測と判断に基づき合理的に作成されたこと及び当社の現状を把握した上で、それらに不合理な点がないかという観点から、本事業計画の合理性を確認しております。また、本特別委員会がその内容、重要な前提条件及び作成経緯等の合理性を確認しております。なお、プルータス・コンサルティングの算定は、2025年9月9日までの上記情報を反映したものであります。

(ii) フェアネス・オピニオンの概要

本特別委員会は、2025年9月9日、プルータス・コンサルティングから、本公開買付価格である1株当たり1,960円は当社の一般株主にとって財務的見地から公正なものである旨の本フェアネス・オピニオンを取得しております。本フェアネス・オピニオンは、当社が作成した本事業計画に基づく株式価値算定の結果等に照らして、本公開買付価格である1株当たり1,960円が、当社の一般株主にとって財務的見地から公正なものであることを意見表明するものです。なお、本フェアネス・オピニオンは、プルータス・コンサルティングが、当社から、当社の事業の現状、本事業計画等の開示を受けるとともに、それらに関する説明を受けた上で実施した当社の株式価値算定の結果に加えて、本公開買付けの概要、背景及び目的に係る当社との質疑応答、プルータス・コンサルティングが必要と認めた範囲内での当社の事業環境、経済、市場及び金融情勢等についての検討並びにプルータス・コンサルティングにおけるエンゲージメントチームとは独立した審査会におけるレビュー手続を経て発行されております（注12）。

(注12) プルータス・コンサルティングは、本フェアネス・オピニオンを作成するにあたって当社から提供を受けた基礎資料及び一般に公開されている資料、並びに当社から聴取した情報が正確かつ完全であることを前提としており、また、その正確性、完全性について、独自の調査、検証を実施しておらず、その義務を負うものではないため、これらの資料の不備や重要事実の不開示に起因する責任を負いません。

プルータス・コンサルティングは、本フェアネス・オピニオンの基礎資料として用いた本事業計画その他の資料が、当該資料の作成時点における最善の予測と判断に基づき合理的に作成されていることを前提としており、その実現可能性を保証するものではなく、これらの作成の前提となった分析若しくは予測又はそれらの根拠となった前提条件については、何ら

見解を表明するものではありません。

プルータス・コンサルティングは、法律、会計又は税務の専門機関ではないため、本公開買付けに関する法律、会計又は税務上の問題に関して何らかの見解を述べるものでもなければ、その義務を負うものでもありません。

プルータス・コンサルティングは、個別の資産及び負債の分析及び評価を含め、当社及びその関係会社の資産及び負債（簿外資産及び負債、その他の偶発債務を含みます。）に関して独自の評価又は鑑定を行っておらず、これらに関していかなる評価書や鑑定書の提出も受けていないため、当社及びその関係会社の支払能力についての評価も行っていない。

本フェアネス・オピニオンは、本特別委員会が当社から委嘱を受けた事項に対する答申を行うに際しての検討に供する目的で、本公開買付けの公正性に関する意見を財務的見地から表明したものであるため、本公開買付けの代替的な選択肢となり得る取引との優劣、本公開買付けの実施によりもたらされる便益、及び本公開買付け実行の是非について、何らの意見を述べるものではありません。

本フェアネス・オピニオンは、当社の発行する有価証券の保有者、債権者、その他の関係者に対し、いかなる意見も述べるものではないため、プルータス・コンサルティングは本フェアネス・オピニオンに依拠した株主及び第三者の皆様に対して何らの責任も負いません。

プルータス・コンサルティングは、当社への投資等を勧誘するものではなく、その権限も有していないため、本フェアネス・オピニオンは株主の皆様に対して本公開買付けに関する応募その他のいかなる行動も推奨するものではありません。

本フェアネス・オピニオンは、本公開買付け価格が、当社の一般株主にとって財務的見地から公正か否かについて、本フェアネス・オピニオンの提出日現在の金融及び資本市場、経済状況並びにその他の情勢を前提に、また、同日までにプルータス・コンサルティングに供され又はプルータス・コンサルティングが入手した情報に基づいて、同日時点における意見を述べたものであり、今後の状況の変化によりこれらの前提が変化しても、プルータス・コンサルティングはその意見を修正、変更又は補足する義務を負いません。

本フェアネス・オピニオンは、本フェアネス・オピニオンに明示的に記載された事項以外、又は本フェアネス・オピニオンの提出日以降に関して、何らの意見を推論させ、示唆するものではありません。

- ⑤ 当社における利害関係を有しない取締役全員の承認及び利害関係を有しない監査役全員の異議がない旨の意見

当社は、森・濱田松本法律事務所から受けた法的見地からの助言及び大和証券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（大和証券）並びに本特別委員会がプルータス・コンサルティングから取得した本株式価値算定書（プルータス・コンサルティング）及び本フェアネス・オピニオンの内容（各株式価値算定におけるレンジを含みます。）を総合的に考慮しつつ、本答申書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、本公開買付価格を含む本取引に係る取引条件が公正なものか、本取引は公正な手続を通じて行われることにより一般株主の享受すべき利益が確保されるものとなってい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、上記「１．株式併合を行う理由」の「（２）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」の「(iii) 2025年9月10日開催の当社取締役会における判断内容」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は当社の企業価値の向上に資するものであるとともに、本公開買付価格及び本公開買付けを含む本取引に係るその他の諸条件は当社の株主の皆様にとって妥当であり、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、2025年9月10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の取締役（取締役合計7名のうち、西村元延氏及び西村健氏の2名を除く5名）の全員一致で、本公開買付けが開始された場合には、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、本公開買付けに応募することを推奨する旨の決議をいたしました。上記取締役会には、当社の監査役3名のうち2名（森幹晴氏及び田中基博氏）が出席し、出席した監査役はいずれも上記決議を行うことについて異議がない旨の意見を述べておりました。また、監査役である亀田泰明氏は、一身上の都合により上記取締役会を欠席しましたが、当該取締役会に先立ち、上記決議を行うことについて異議がない旨の意見を述べておりました。

また、当社は、上記取締役会においては、本公開買付けが開始される際に、本特別委員会に対して、本答申書の意見に変更がないか否か検討し、当社取締役会に対し、従前の意見に変更がない場合にはその旨、変更がある場合には変更後の意見を述べるよう委嘱すること、及びかかる意見を踏まえて、本公開買付けが開始される時点で、改めて本公開買付けに関する意見表明を行うことを併せて決議しておりました。

その後、当社は、本特別委員会から提出を受けた本追加答申書の内容を最大限に尊重しながら

ら、当社の業況や本取引を取り巻く環境を踏まえ、本公開買付けに関する諸条件について改めて慎重に検討を行った結果、上記「１．株式併合を行う理由」の「（２）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」の「（iv） 2025年9月10日開催の当社取締役会以降2025年9月25日開催の当社取締役会までの検討の経緯及び同取締役会における判断内容」に記載の根拠及び理由により、引き続き、本公開買付価格及び本公開買付けを含む本取引に係るその他の諸条件は当社の株主の皆様にとって妥当であり、本公開買付けは、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ました。その上で、当社は、引き続き、本公開買付けを含む本取引は当社の企業価値の向上に資すると認められること等から、2025年9月25日現在においても、2025年9月10日時点における本公開買付けに関する意見を変更する要因はないと判断いたしました。

以上より、当社は、2025年9月25日開催の当社取締役会において、改めて、審議及び決議に参加した当社の取締役（取締役合計7名のうち、西村元延氏及び西村健氏の2名を除く5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、本公開買付けに応募することを推奨する旨の決議をいたしました。また、当該当社取締役会においては、2025年9月25日付プレスリリースにおいて、当社の株主の皆様に対して、本公開買付けの開始又は当社取締役会による応募推奨の意見によって当社株式を市場で売却することが制限されるものではない旨の注意喚起を行うことが併せて決議されておりました。上記取締役会には、当社の監査役3名全員が出席し、出席した監査役はいずれも上記決議を行うことについて異議がない旨の意見を述べておりました。

その後、当社は、本特別委員会から提出を受けた本追加答申書（２）の内容を最大限に尊重しながら、本対応方針の導入を検討するとともに、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、本公開買付けに応募することを推奨する旨の意見を維持することができるかについて、慎重に検討を行った結果、2025年11月4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の取締役（取締役合計7名のうち、西村元延氏及び西村健氏の2名を除く5名）の全員一致で、上記「１．株式併合を行う理由」の「（２）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」の「（v） 2025年9月25日開催の当社取締役会以降2025年11月4日開催の当社取締役会までの検討の経緯及び同取締役会における判断内容」に記載の根拠及び理由により、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に応募することを推奨する旨については撤回し、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ことの是非について中立の立場をとった上で、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。なお、当社は、本対応方針プレスリリースのとおり、上記当社取締役会において、当社の企業価値及び株主共同の利益を確保し、向上させることを目的として、基本方針を決定するとともに、基本方針に照らして不適切な者によって当社の財務及び事業の方針の決定が支配されることを防止するための取組み（会社法施行規則第118条第3号ロ（2））として、本対応方針を導入することも決議しております。

上記取締役会には、当社の監査役3名全員が出席し、出席した監査役はいずれも上記決議を行うことについて異議がない旨の意見を述べておりました。

その後、当社は、本特別委員会から提出を受けた本追加答申書（3）の内容を最大限に尊重しながら、本買付価格変更等の条件変更後の本公開買付けを含む本取引が当社の企業価値ひいては株主共同の利益に資するものであるか等の観点から本公開買付けに対する当社の2025年11月4日付意見を変更すべきかについて、慎重に検討を行った結果、2025年12月4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の取締役（取締役合計7名のうち、西村元延氏及び西村健氏の2名を除く5名）の全員一致で、上記「1. 株式併合を行う理由」の「（2）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」の「（vi）2025年11月4日開催の当社取締役会以降2025年12月4日開催の当社取締役会までの検討の経緯及び同取締役会における判断内容並びにその後の経緯」に記載の根拠及び理由により、本公開買付けに賛同する旨の意見は維持する一方で、本公開買付けは、魅力的な価格により当社株式を売却する合理的な機会を当社の株主の皆様に対して提供するものであるといえるものの、現時点においては、当社が本手続を実施していることを踏まえ、引き続き、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ことの是非について中立の立場をとった上で、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。

上記取締役会には、当社の監査役3名全員が出席し、出席した監査役はいずれも上記決議を行うことについて異議がない旨の意見を述べておりました。

その後、当社は、本特別委員会から提出を受けた本追加答申書（4）の内容を最大限に尊重しながら、公開買付者の提案する当社の企業価値向上策とKKRの提案する当社の企業価値向上策のいずれがより当社の企業価値の向上に資するかという観点を中心に、本公開買付けに対する当社の2025年12月4日付意見を変更すべきかについて、慎重に検討を行った結果、2026年2月9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の取締役（取締役合計7名のうち、西村元延氏及び西村健氏の2名を除く5名）の全員一致で、上記「1. 株式併合を行う理由」の「（2）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」の「（vii）本取引とK

ＫＲ提案取引の比較検討の経緯及び2026年2月9日開催の当社取締役会における判断内容」に記載の根拠及び理由により、公開買付者の提案する当社の企業価値向上策は、ＫＫＲの提案する当社の企業価値向上策と比較して、より一層当社の企業価値の向上に資するものであるとの結論に至り、本公開買付けに賛同の意見を表明するとともに、第3回買付価格変更が行われることを前提として、当社の株主の皆様に対して本公開買付けに応募することを推奨する旨の本決議をいたしました。また、併せて、当社は、当該当社取締役会において、本決議を踏まえ、ＫＫＲ公開買付けが本公開買付けと択一的な関係にあることから、ＫＫＲ公開買付けに対して賛同しない旨の決議をするとともに、本手続を終了する旨を決議いたしました。なお、当社は、ＫＫＲに対し、限られた日程の下においても本手続に参加いただいたことに深い謝意を伝えるとともに、本手続の終了を伝達し、また、ＫＫＲが当社に差し入れた秘密保持誓約書に基づき、当社が開示した秘密情報を破棄いただくよう要請いたしました。

上記取締役会には、当社の監査役3名全員が出席し、出席した監査役はいずれも上記各決議を行うことについて異議がない旨の意見を述べております。

なお、当社の取締役のうち、当社の代表取締役会長である西村元延氏及び代表取締役社長である西村健氏については、(i)本公開買付けが、両氏との協議に基づいて、公開買付者が実施するものであること、(ii)両氏は、本スクイズアウト手続完了後に、公開買付者親会社（なお、本ストラクチャー変更後においては新SPCを意味します。）に本再出資を行う予定であること、また、本公開買付け成立後も引き続き当社の経営全般に関わっていく予定であること、(iii)ＫＫＲ公開買付けが本公開買付けと択一的な関係にあることから、それぞれ本取引及びＫＫＲ提案取引に関して当社との間で構造的な利益相反状態にあるため、上記各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ら又はＫＫＲとの協議及び交渉にも一切参加しておりません。

⑥ 当社における独立した検討体制の構築

当社は、公開買付者らから独立した立場で、当社の企業価値の向上及び当社の一般株主の皆様の利益の確保の観点から本取引に係る検討、交渉及び判断を行うことができる体制を当社の社内に構築いたしました。具体的には、当社は、2025年2月20日に、西村元延氏及び西村健氏並びにＣＶＣから、初期的意向表明書を受領した後、本取引に関する検討（当社株式の価値算定の基礎となる事業計画の作成を含みます。）並びに本特別委員会とともに公開買付者らとの協議及び交渉を行うため、いずれも公開買付者らからの独立性が認められる当社の取締役である小芝信一郎氏及び渡

辺浩一氏の2名、並びに当社の従業員6名により構成されるプロジェクトチームを設置し、本日に至るまでかかる取扱いを継続しております。なお、西村元延氏及び西村健氏は、当社の立場において公開買付者らとの協議及び交渉には一切参加しておりません。

かかる取扱いを含めて、当社の検討体制、具体的には本取引に係る検討、交渉及び判断に関与する役職員の範囲及びその職務（当社の株式価値の評価の基礎となる本事業計画の作成など高い独立性が求められる職務を含みます。）は森・濱田松本法律事務所の助言を踏まえたものであり、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。

⑦ マジョリティ・オブ・マイノリティ（Majority of Minority）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、25,285,200株（所有割合：56.02%）を買付予定数の下限と設定しており、応募株券等の数の合計が買付予定数の下限に満たない場合は、応募株券等の全部の買付け等を行わないこととしていたとのことです。なお、本公開買付けにおいては、買付予定数の下限(25,285,200株、所有割合：56.02%)は、本基準株式数(45,137,222株)から応募合意株主の所有株式数の合計（1,033,090株）及び不応募合意株主が所有する当社株式数の合計

（4,670,000株）並びに応募合意株式（ひびき）（2,496,700株）を控除した株式数

（36,937,432株）の過半数に相当する株式数(18,468,717株、所有割合：40.92%)に、応募合意株式数（939,790株）及び応募合意株式（ひびき）（2,496,700株）を加算した株式数

（21,905,207株）を上回るもの、すなわち、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、いわゆる「マジョリティ・オブ・マイノリティ(Majority of Minority)」に相当する数を上回るものとなるとのことです（なお、応募合意株主（CI11ら）は、公開買付者と利害関係を有しない独立した投資者であるところ、本応募契約（CI11ら）は、独立した当事者間で行われた真摯な協議・交渉に基づき締結されたものであり、また、西村家株主及び応募合意株主（ひびき）と異なり再出資を予定しているものでもないことから、本応募契約

（CI11ら）の締結の事実により、応募合意株主（CI11ら）が、いわゆる「マジョリティ・オブ・マイノリティ（Majority of Minority）」条件の判断における、公開買付者と利害関係を有する当社の株主に該当することになるものではないと考えているとのことです。また、公開買付者によれば、公開買付者は、2026年1月4日に、小川香料株式会社（以下「応募合意株主（小川香料）」といいます。)(同日時点における所有株式数：339,200株、所有割合：0.75%)との間で、応募合意株主（小川香料）が保有する当社株式の全てについて本公開買付けに応募しかつこれを撤回しない旨の電子メールでの合意（以下「本応募合意(小川香料)」といいます。）を行ったとのことです

が、公開買付者と利害関係を有しない独立した投資者であるところ、本応募合意(小川香料)は、独立した当事者間で行われた真摯な協議・交渉に基づくものであり、また、西村家株主及び応募合意株主(ひびき)と異なり再出資を予定しているものでもないことから、本応募合意(小川香料)を行った事実により、応募合意株主(小川香料)が、いわゆる「マジョリティ・オブ・マイノリティ(Majority of Minority)」条件の判断における、公開買付者と利害関係を有する当社の株主に該当することになるものではないと考えているとのことです。)。公開買付者は、本公開買付けは、公開買付者と利害関係を有しない当社の株主から過半数の賛同が得られない場合には成立せず、当社の少数株主の皆様の意思を重視したものであると考えているとのことです。

⑧ 本公開買付けの公正性を担保する客観的状況の確保

当社は、公開買付者との間で、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することを制限するような内容の合意を行っておりません。また、公開買付者は、当初、本公開買付期間を法令に定められた最短期間である20営業日より長い30営業日に設定し、その後本公開買付期間は98営業日まで延長されました。公開買付者は、本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本公開買付けに対する応募について適切な判断機会を確保するとともに、当社株式について公開買付者以外の者にも対抗的な買付け等を行う機会を確保することをもって本公開買付価格の適正性を担保することを企図しているとのことです。

なお、本答申書に記載のとおり、本特別委員会は、市場における潜在的な買収者の有無を調査する、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みます。))については、情報管理の観点等からその実施は容易ではない上、本公開買付けを含む本取引では充実した公正性担保措置が取られ、公正な手続を通じた当社の株主の利益への十分な配慮がなされていると評価できることから、本答申書の作成時点において積極的なマーケット・チェックを行っていないことをもって、本公開買付けにおける手続の公正性を損なうものではない旨の判断をしております。

4. 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

(a) 本公開買付け

上記「1. 株式併合を行う理由」に記載のとおり、公開買付者は、2025年9月26日から

2026年2月25日まで当社株式に対する本公開買付けを実施し、その結果、公開買付者は、2026年3月4日（本公開買付けの決済の開始日）をもって、当社株式32,359,329株（議決権所有割合：71.69%）を所有するに至りました。

（b）期末配当の不実施

当社は、当社が2025年9月10日付で公表した「2026年3月期配当予想の修正（無配）及び株主優待制度廃止に関するお知らせ」のとおり、2025年9月10日開催の取締役会において、本公開買付けが開始される予定であることを踏まえ、2025年8月7日に公表した2026年3月期の配当予想を修正し、2026年3月期の中間配当及び期末配当を行わないこと、並びに本公開買付けが成立することを条件に、2026年3月期より株主優待制度を廃止することを決議しております。

（c）業績予想の修正

当社は、当社が2026年1月28日付で公表した「業績予想の修正に関するお知らせ」のとおり、2026年3月期連結業績予想を修正する旨を公表しております。

（d）自己株式の消却

当社は、2026年3月26日開催の取締役会において、2026年5月18日付で当社の自己株式3,249,748株（2025年12月31日時点で当社が所有する全ての自己株式の数（3,132,848株）及び当社が2026年5月18日までに無償取得を行う予定の本譲渡制限付株式の数（116,900株）の合計）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、自己株式の消却後の発行済株式総数は、45,019,464株となります。

（e）PT MANDOM INDONESIA Tbkの普通株式に対する強制公開買付け

本意見表明プレスリリースで公表いたしましたとおり、公開買付者によれば、本公開買付けが成立したことに伴い、当社のインドネシアの上場子会社であるPT MANDOM INDONESIA Tbkの間接的な支配権の異動に該当し、かかる支配権の異動に伴いインドネシアの法令に基づいてPT MANDOM INDONESIA Tbkの普通株式に対する公開買付けが義務付けられる可能性があるとのことです。

第2号 議案

定款一部変更の件

1. 提案の理由

(1) 第1号議案が本臨時株主総会において原案どおり承認可決され、本株式併合の効力が発生した場合には、会社法第182条第2項の定めにしたがって、当社の発行可能株式総数は10株となります。この点を明確にするために、本株式併合の効力が発生することを条件として、定款第6条（発行可能株式総数）を変更するものであります。

(2) 第1号議案が本臨時株主総会において原案どおり承認可決され、本株式併合の効力が発生した場合には、当社の発行済株式総数は4株となり、単元株式数を定める必要がなくなります。そこで、本株式併合の効力が発生することを条件として、現在1単元100株となっている当社株式の単元株式数の定めを廃止するため、定款第8条（単元株式数）、第9条（単元未満株式の売渡請求）及び第10条（単元未満株式についての権利）の全文を削除し、当該変更に伴う条数の繰り上げを行うものであります。

(3) 第1号議案が本臨時株主総会において原案どおり承認可決され、本株式併合の効力が発生した場合には、当社の株主は公開買付者のみとなるため、定時株主総会の基準日に関する規定はその必要性を失うことになります。そこで、本株式併合の効力が発生することを条件として、定款第14条（定時株主総会の基準日）の全文を削除し、当該変更に伴う条数の繰り上げを行うものであります。なお、当該変更の効力が生じた場合、2026年6月に予定している定時株主総会につきましては、開催時点の株主をもって議決権を行使できる株主として取り扱う予定です。

(4) 第1号議案が本臨時株主総会において原案どおり承認可決され、本株式併合の効力が発生した場合には、当社の株主は公開買付者のみとなり、また、本株式併合の実施に伴い当社株式は上場廃止となるため、株主総会資料の電子提供制度に係る規定はその必要性を失うことになります。そこで、本株式併合の効力が発生することを条件として、定款第16条（電子提供措置等）の全文を削除し、当該変更に伴う条数の繰り上げを行うものであります。

2. 変更の内容

変更の内容は、次のとおりであります。なお、当該定款変更は、本臨時株主総会において第1号議案が原案どおり承認可決され、本株式併合の効力が発生することを条件として、本株式併合の効力発生予定日である2026年5月19日に効力が発生するものいたします。

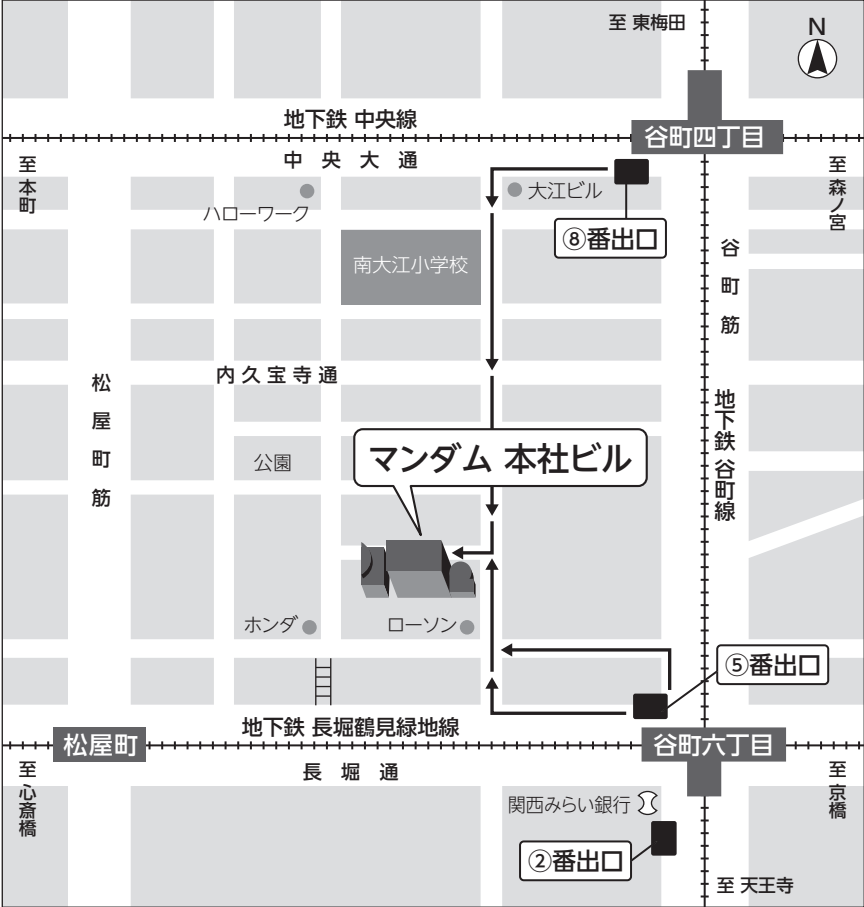
(下線部分に変更箇所を示しております。)

現 行 定 款	変 更 案
(発行可能株式総数) 第6条 当社の発行可能株式総数は、 <u>81,969,700株とする。</u> <u>(単元株式数)</u> 第8条 当社の単元株式数は、100株とする。 <u>(単元未満株式の売渡請求)</u> 第9条 当社の株主は、株式取扱規則に定めるところにより、その有する単元未満株式の数と併せて単元株式数となるべき数の株式を売渡すことを当社に対して請求（以下「売渡請求」という。）することができる。ただし、 <u>売渡請求があるとき、当社が売渡すべき数の自己株式を有していないときは、この限りではない。</u> <u>(単元未満株式についての権利)</u> 第10条当社の株主は、その有する単元未満株式について、次に掲げる権利および定款に定める権利以外の権利を行使することができない。 1. 会社法第189条第2項各号に掲げる権利 2. 会社法第166条第1項の規定による請求をする権利 3. 株主の有する株式数に応じて募集株式の割当ておよび募集新株予約権の割当てを受ける権利 第11条～第13条（条文省略）	(発行可能株式総数) 第6条 当社の発行可能株式総数は、 <u>10株とする。</u> (削 除) (削 除) (削 除) 第8条～第10条（現行どおり）

現 行 定 款	変 更 案
<u>(定時株主総会の基準日)</u> 第14条 当社の定時株主総会の議決権の基準日は、毎年3月31日とする。	(削 除)
第15条 (条文省略) <u>(電子提供措置等)</u> 第16条 当社は、株主総会の招集に際し、株主総会参考書類等の内容である情報について、 <u>電子提供措置をとるものとする。</u> ② 当社は、電子提供措置をとる事項のうち <u>法務省令で定めるものの全部または一部について、議決権の基準日までに書面交付請求した株主に対して交付する書面に記載しないことができる。</u>	第11条 (現行どおり) (削 除)
第17条～第42条 (条文省略)	第12条～第37条 (現行どおり)

以上

臨時株主総会 会場ご案内図



株主総会 会場

大阪市中央区十二軒町5番12号
マンダム本社ビル 2階 会議室



交通のご案内

地下鉄谷町線「谷町六丁目駅」下車②⑤番出口より徒歩約5分
地下鉄長堀鶴見緑地線「谷町六丁目駅」下車②⑤番出口より徒歩約5分
地下鉄中央線「谷町四丁目駅」下車⑧番出口より徒歩約8分

◎お車でのご来場はご遠慮くださいますようお願い申し上げます。



見やすいユニバーサルデザイン
フォントを採用しています。