

株式の併合に関する事前開示書面

(会社法第182条の2第1項および会社法施行規則第33条の9に定める書面)

2024年9月2日

ジャパンフーズ株式会社

2024年9月2日

千葉県長生郡長柄町皿木 203 番地 1

ジャパンフーズ株式会社

代表取締役社長 細井富夫

株式の併合に関する事前開示書面

(会社法第182条の2第1項および会社法施行規則第33条の9に定める書面)

当社は、2024年8月16日付取締役会決議において、2024年9月17日開催予定の臨時株主総会（以下「本臨時株主総会」といいます。）に、当社の普通株式（以下「当社株式」といいます。）の併合（以下「本株式併合」といいます。）に関する議案を付議することを決定いたしました。

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

記

I 会社法第180条第2項第各号に掲げる事項

1. 併合の割合

当社株式766,763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（以下「効力発生日」といいます。）

2024年10月17日

3. 効力発生日における発行可能株式総数

12株

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

当社は、下記「1. 株式併合の目的及び理由」に記載のとおり、本株式併合は、当社の株主を他社株公開買付者のみとすることを目的として行われるものであること、下記「1. 株式併合の目的及び理由」に記載の経緯を経て本取引の一環として行われた本両公開買付けが成立したこと、及び以下の各事項から、本株式併合における併合の割合は相当であると判断しております。

1. 株式併合の目的及び理由

2024年5月10日付で当社が公表しました「JAF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に関する意見表明のお知らせ」(以下「2024年5月10日付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、JAFホールディングス株式会社(注1)(以下「他社株公開買付者」といいます。)は、東京証券取引所スタンダード市場に上場している当社株式を取得し、当社を他社株公開買付者の完全子会社とするための取引(以下「本取引」といいます。)の一環として、当社株式に対する公開買付け(以下「本他社株公開買付け」といいます。)を2024年5月13日より実施いたしました。

(注1) JAFホールディングス株式会社は、本他社株公開買付けを通じ東京証券取引所スタンダード市場に上場している当社株式を取得及び所有することを主たる目的として、2024年4月1日に設立された株式会社であるとのことです。本日現在、アイ・シグマ・キャピタル株式会社(以下「アイ・シグマ・キャピタル」といいます。)によって管理・運営されるアイ・シグマ事業支援ファンド4号投資事業有限責任組合が公開買付者の発行済株式の全部を所有しているとのことです。

その後、2024年6月20日付で当社が公表しました「(変更)『JAF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に関する意見表明のお知らせ』の一部変更に関するお知らせ」(以下、「2024年6月20日付意見表明プレスリリース」といって、「2024年5月10日付意見表明プレスリリース」と併せて「本意見表明プレスリリース」といいます。)においてお知らせいたしましたとおり、他社株公開買付者が、2024年6月17日、当社株式に対する本他社株公開買付けに関し、本他社株公開買付けの成立の確度を高めるため、本他社株公開買付けにおける当社株式1株当たりの買付け等の価格(以下「本他社株公開買付価格」といいます。)を1,994円から2,449円に変更すること、及び、当社が2024年6月24日に第48期有価証券報告書を関東財務局長に提出する予定であることを踏まえ、法令に基づき、本他社株公開買付けにおける買付け等の期間(以下「他社株公開買付期間」といいます。)を2024年6月24日から起算して10営業日を経過した日にあたる2024年7月8日まで延長し、他社株公開買付期間を合計41営業日とすること(以下「本買付条件等変更」といいます。)を決定したとの連絡が、他社株公開買付者から当社に対しました。

そして、2024年7月9日付で当社が公表しました「JAF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のお知らせ」にてお知らせしましたとおり、他社株公開買付者は、本他社株公開買付けの結果、本他社株公開買付けの決済の開始日である2024年7月12日をもって、当社株式2,518,204株(所有割合(注2):52.22%)を所有するに至りました。

(注2)「所有割合」とは、当社が2024年8月2日に公表した「2025年3月期 第1四半期決算短信〔日本基準〕(連結)」に記載の2024年6月30日現在の発行済株式総数(5,100,000株)から、同日現在の当社が所有する自己株式数(277,946株)を控除した株式数(4,822,054株)に対する当社株式の割合(小数点以下第三位を四捨五入。以下、所有割合の計算において同じです。)をいいます。

また、2024年7月12日付で当社が公表しました「自己株式の取得及び自己株式の公開買付けに関するお知らせ」でお知らせしましたとおり、本取引の一環として、当社の主要株主及びその他の関係会社である伊藤忠商事株式会社(以下「伊藤忠商事」といいます。)が所有する当社株式(1,745,000株、所有割合(注1):36.19%)及び伊藤忠商事の完全子会社である伊藤忠食糧株式会社(以下「伊藤忠食糧」といいます。)が所有する当社株式(10,000株、所有割合:0.21%)の取得を目的とした、当社による自社株公開買付け(以下「本自社株公開買付

け」といい、本他社株公開買付けと本自社株公開買付けを総称して「本両公開買付け」といいます。) を2024年7月16日より実施いたしました。

そして、2024年8月14日付で当社が公表しました「自己株式の公開買付けの結果及び取得終了並びに主要株主及びその他の関係会社の異動に関するお知らせ」にてお知らせしましたとおり、本自社株公開買付けにおいて、伊藤忠商事及び伊藤忠食糧からその所有する当社株式の全てである1,755,000株について応募があり、本自社株公開買付けの結果、当社は伊藤忠商事及び伊藤忠食糧の応募株式の全てを取得することとなりました。この結果、本自社株公開買付けの決済が行われた場合には、本自社株公開買付けの決済の開始日である2024年9月4日付で、伊藤忠商事は当社の主要株主及びその他の関係会社に該当しないこととなり(なお、伊藤忠商事は、本臨時株主総会の基準日株主として、2024年5月10日付で当社、他社株公開買付者及び伊藤忠商事との間で締結した基本契約書(以下「本基本契約」といいます。)に従い、本臨時株主総会における各議案に賛成する予定のことです。)、当社の親会社及び主要株主である筆頭株主たる他社株公開付者は、同日付で、当社株式2,518,204株(本自社株公開買付け決済完了後所有割合(注3):82.10%)を所有することとなります。

(注3)「本自社株公開買付け決済完了後所有割合」とは、当社が2024年8月2日に公表した「2025年3月期 第1四半期決算短信〔日本基準〕(連結)」に記載の2024年6月30日現在の発行済株式総数(5,100,000株)から、同日現在の当社が所有する自己株式数(277,946株)及び本自社株公開買付けの決済開始日に当社が取得することとなる当社株式(1,755,000株)を控除した株式数(3,067,054株)に対する当社株式の割合をいいます。

上記のとおり本両公開買付けは成立いたしましたが、他社株公開買付者は、本両公開買付けにより、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。)を取得することができなかったことから、当社株式を非公開化するために、当社に対して、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「会社法」といいます。)第180条に基づき当社株式の併合(以下「本株式併合」といいます。)の実施を要請いたしました。そのため、本意見表明プレスリリースの「3. 本両公開買付けに関する意見の内容、根拠及び理由」の「(4)本両公開買付け後の組織再編等の方針(いわゆる二段階買収に関する事項)」に記載のとおり、本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、当社株式766,763株を1株に併合する本株式併合を実施することといたしました。本株式併合により、他社株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。

本取引の目的及び背景の詳細は、本意見表明プレスリリースにおいてお知らせしたとおりですが、以下に改めてその概要を申し上げます。

当社は、日本飲料株式会社の製造部門を前身に、伊藤忠商事の完全子会社として1976年12月に設立されました。その後、2000年8月に社団法人日本証券業協会に株式を店頭登録、2003年2月に東京証券取引所市場第二部に上場、2005年3月に東京証券取引所市場第一部指定を受けた後、東京証券取引所における市場区分の見直しに伴い、2022年4月に東京証券取引所スタンダード市場を選択しております。本日現在、当社は、清涼飲料・酒類飲料・その他各種飲料の受託製造を中心事業に、給水機械装置等の製造・販売・保守・リース及びレンタル事業を、当社、国内子会社1社並びに国内及び海外の関連会社2社(以下「当社グループ」といいます。)により展開しています。

当社グループの企業理念は、「ものづくりを通して、人々のいまと未来に「うるおい」をもたらし、安心と信頼を得る企業として社会に貢献する」とし、以下の4つの経営理念を掲げています。

- ・ 私たちは、公正・透明・誠実な企業活動に努め、開かれた企業をめざします。

- ・ 私たちは、たゆまぬ革新に努め、お客様の課題を総合的に解決する質の高いサービスを提供します。
- ・ 私たちは、お互いの個性・能力を認めあい、社員が働きがいと満足感をもてる企業を築き、その永続的発展を通じて株主の期待に応えます。
- ・ 自然環境との調和、地域社会との共生をめざします。

また、①原点進化（飲料製造のノウハウに磨きをかけ、安全で高品質なものづくりを進化させる）、②工夫と挑戦（国内外のニーズを見据えて、新たな飲料ビジネスを創造する）、③全員躍動（互いの能力や役割を尊重し、力を合わせていきいきと働く企業をめざす）を経営ビジョンとしております。

当社は、新型コロナウイルス感染症拡大による外出自粛などに起因した清涼飲料水・酒類の急速な需要の減少により2021年3月期に連結純利益にて赤字を計上した後、2022年3月期においても新型コロナウイルス感染症拡大の影響が続き、各種資材単価・燃料単価の高騰に影響を受ける中、2022年5月13日付で2023年3月期を初年度とする中期経営計画（Jump+++2024品質経営とサステナビリティ）（以下「現中期経営計画」といいます。）を策定しました。当社グループは、同中期経営計画期間にタイトルにもあるように「Jump+++2024 品質経営とサステナビリティ」を掲げ、以下4つの基本方針に取り組んでいます。

- ・ 2つのセグメントの継続成長 コア：本社工場 新規：事業会社／新ビジネス
- ・ 人材の更なる活性化（最適配置・育成強化）
- ・ 環境配慮・「SDGs」への貢献、持続可能なスクラップ＆ビルト
- ・ キャッシュ・フロー極大化、財務体質の改善

一方、伊藤忠商事は、本邦における中長期的な人口減少、それに伴う国内消費市場の変化が想定される中で、当社が現中期経営計画において目指す姿を実現するためには、外部環境の変化に柔軟に対応すべく、迅速な経営戦略の策定及び実行を可能とする経営体制を築く必要があり、新たな事業パートナーによる非公開化も選択肢の1つであると考え、パートナー企業の模索を行っていたとのことです。

そのような中、アイ・シグマ・キャピタルは投資先を模索する中で、過去に行った当社と同業種企業への投資実行を通じて当社の競争優位性の高さについて認識していたことから当社に関心を持ったため、2022年4月に当社の筆頭株主である伊藤忠商事に対し間接的に関心がある旨を伝え、2022年11月上旬に伊藤忠商事に対し、当社株式の取得による非公開化について、初期的な提案を行ったとのことです。それに対し伊藤忠商事からは、複数企業からの初期的提案を比較検討した結果、アイ・シグマ・キャピタルによる当社と同業種の企業を含めた投資及び企業価値向上の実績や必要な人材・資金面のリソースの提供と、アイ・シグマ・キャピタルの親会社である丸紅及びそのグループ会社（以下「丸紅グループ」といいます。）との連携の両輪について評価をいただき、法的拘束力はもたないものの、より詳細な再提案の要請を受けたとのことです。その後、アイ・シグマ・キャピタルは、当社に対するインタビューや公開情報等を基に当社グループの更なる分析を行い、当社が長年の高品質な受託製造にて培った国内の大手飲料ブランドオーナーとの強固な顧客基盤や、高い製造技術対応力や品質管理能力、各種容器や飲料、多品種小ロット製造を可能にする優れた人材や設備、大消費地である関東に近い本社工場の立地等多くの競争優位性を有することを確認したとのことです。他方で、アイ・シグマ・キャピタルは、本邦における飲料需要の伸び悩みや原材料費・燃料費を始めとした各種コストの高騰、大手飲料メーカーによる内製化の動き、物流の2024年問題や環境問題への更なる対応など、当社を取り巻く事業環境の先行きは楽観を許さない状況と認識しているとのことです。また、当社が2019年5月8日付で公表した「2019年3月期 決算短信〔日本基準〕（連結）」及び2019年6月21日付で提出した「第43期有価証券報告書」で開

示のとおり、当社は過去に行った社屋や工場建屋の増改築に対し一部是正（改善）（以下「本是正（改善）」といいます。）が必要となっているところ、将来発生する老朽化及び本是正（改善）への直接の対応を志向して引き当てられている固定資産撤去費用引当金（約4億円）に加え、現時点での詳細につき具体的に見積もることは困難であるものの、既存建物を最大限活用しながら本是正（改善）を今後実施するために必要な将来の設備投資や各種費用として相当額（約35億円）が試算されています。かかる将来措置を含む本是正（改善）は、飲料ブランドオーナーからの受注への対応力や競争力を高めたり、高い製造品質を維持するためにこれまで実施してきた製造ラインの更新や増設、修繕とは異なり、当社の収益改善に必ずしも繋がるものではなく、当社社屋や工場建屋に適用される法令を遵守するために実施するものであることから、その実施の要否を当社が選択できるものではなく、引き続き「100年企業」を目指していくために基本的に必須となる是正となります。アイ・シグマ・キャピタルは、当社が、今後中長期的な視点に立って企業価値の向上を目指すためには、これらの本是正（改善）を早期に実行し、本是正（改善）が必要な区域において新たな製造ラインや倉庫の設置など社屋の有効活用を推進する必要があると考えているとのことですが、その実施には短期的なコスト増を伴う経営戦略を実行せざるを得ない可能性も否定できず、結果として、当社が上場企業として重視すべき当社の一般株主の利益最大化が妨げられる可能性があるとも考えているとのことです。

したがって、2022年12月中旬、アイ・シグマ・キャピタルは、当社の中長期的な企業価値の向上を達成するには、外部環境の変化に対応する柔軟かつ適切で迅速な意思決定を行っていくこと、さらには株主、経営陣及び従業員が一体となって会社の永続的な企業成長及び雇用安定のために各種施策を推進し、強い収益基盤を構築していくことが不可欠であり、その強固な収益基盤が当社の役職員・顧客・仕入れ先・取引金融機関等各ステークホルダーへの貢献につながることから、当社の非公開化を通じた株主の集約化を実施すること、及びアイ・シグマ・キャピタルが当社株式への公開買付け（以下「本公開買付け」といいます。）を含む本取引を行い、当社の企業価値向上をリードすることが最善であるとの認識を持つに至ったとのことです。なお、当社のこれまでの資本市場からのエクイティ・ファイナンス実施状況や財務状況、間接金融を取り巻く昨今の市場環境を鑑みると、当社は引き続き製造ラインの新設や更新、社屋や工場建屋のは是正（改善）に多額の資金を要するものの、安定的なキャッシュ・フロー創出力を有することから、これまでと同様に、非公開化後も間接金融による資金調達で十分に資金需要への対応は可能と考えております。創業来、伊藤忠商事のグループ会社として、あるいは上場会社として、当社が得てきた知名度やブランド力、信用力も、当社はすでに飲料受託製造業界における有力な一社としてその地位を確立しており、今般の非公開化に伴い低下する可能性はないと考えているとのことです。一部軽微な影響も予想される採用活動など何等か影響が出る局面が発生したとしても、丸紅グループとの連携も含めたアイ・シグマ・キャピタルによる事業支援により十分な補完や拡充が可能と考えているとのことです。

アイ・シグマ・キャピタルは、2023年1月17日、当社の非公開化に関する初期的な意向表明書を伊藤忠商事に提出し、伊藤忠商事との間で当社の完全子会社化のための手法について協議を開始したとのことです。伊藤忠商事は当該意向表明書の内容を踏まえ、アイ・シグマ・キャピタルが当社を完全子会社化した後の企業価値向上に関する基本的な方針が確認できしたことから、2023年7月下旬、当社に対し本取引に関する検討をしている旨の連絡を行い、また2023年8月22日には、アイ・シグマ・キャピタルより当社取締役会に向けた意向表明書も提出したとのことです。アイ・シグマ・キャピタルは、当社の協力のもと、2023年8月上旬から2024年2月下旬にかけて、当社から提出された当社の事業・財務税務・法務・環境に関する資料の精査、当社の製造拠点の視察、当社現経営陣との面談等のデュー・ディリジェンスを実施し、当社の中長期的な企業価値向上のための経営施策とその妥当性について検討を重ねたとのことです（なお、アイ・シグマ・キャピタル及び伊藤忠商事は、初期的な意向表明書

を提出して以降、人事異動等に伴い伊藤忠商事にて本取引の戦略的意義を再検討するため、2023年2月下旬から2023年6月下旬までの期間において、本取引の検討を一時中断したとのことです。またデュー・ディリジェンスを通して、公開されていない当社の現況や課題に関する重要な情報を入手したため、2023年11月上旬から2024年2月下旬までの期間において、当該事案について仔細な検討・確認を行っており、デュー・ディリジェンス期間が通常よりも長期間に及びましたが、当該現況や課題が当社の事業に与える影響は軽微である旨を確認したことです。

また、アイ・シグマ・キャピタルは、伊藤忠商事との間で協議を行う中で、2023年8月上旬に、法人株主一般にとっては、当社によって行われる自社株公開買付けに応募する場合に、法人税法第23条の規定に基づき、当社による自社株公開買付けへの応募により生じるみなし配当に係る受取配当金の益金不算入規定が適用されるため、当社以外の者によって行われる公開買付けに応募する場合と比較して税務上の取扱いが異なり得ることも踏まえ、公開買付者による当社株式を対象とする公開買付けに加え、自己株式の取得を組み合わせる手法(当社の法人株主にとって一定の条件の下で同公開買付けとは税務上の取扱いが異なる当社による自社株公開買付けを併せて実施し、当社以外の者によって行われる公開買付けの価格と当社による自社株公開買付けの価格に差を設ける手法、及び当社株式を非公開化した後に伊藤忠商事の持分のみを対象とする、当社による自己株式の取得を組み合わせる手法を含んでおります。)についても議論を行いました。アイ・シグマ・キャピタルは、他社株公開買付者による当社株式を対象とする公開買付けに加え、自己株式の取得を組み合わせる手法を検討する過程において、(a) 上記のとおり当社の法人株主における税務上の取扱いを考慮し、伊藤忠商事において、本自社株公開買付けに応募した場合の税引後手取り金額を、仮に伊藤忠商事が本他社株公開買付けに応募した場合の税引後手取り金額と同等となる金額に設定することで、

(b) 本取引が本他社株公開買付けのみが実施される場合と比べ、当社による本自社株公開買付価格を引き下げるにより、本他社株公開買付価格を引き上げることが可能となり、当社による本自社株公開買付価格よりも高い本他社株公開買付価格により本他社株公開買付けを実施することで、当社の少数株主の皆様により高い価格での売却機会を提供することができ、より多くの当社の少数株主の皆様による応募が期待できる結果、本他社株公開買付けを含む本取引の成立の蓋然性が高められつつ、当社の少数株主の皆様の利益拡大にも資することから、他社株公開買付者による当社株式を対象とする公開買付けに加え、当社による自己株式の公開買付けを併せて実施し、本他社株公開買付価格と当社による本自社株公開買付価格に差を設ける手法には合理性があると判断し、当社による賛同を前提に本他社株公開買付けと本自社株公開買付けを併せて実施することで当社を完全子会社化するというストラクチャー(以下「本件ストラクチャー」といいます。)の採用を検討したことです。

当社は、2023年7月下旬に伊藤忠商事から本取引に関する検討をしている旨の連絡を受け、また、2023年8月22日、アイ・シグマ・キャピタルから本取引に関する第一次意向表明書の提出を受けたため、本意見表明プレスリリース「3. 本両公開買付けに関する意見の内容、根拠及び理由」の「(6) 本公開買付価格及び本自社株公開買付価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本両公開買付けの公正性を担保するための措置」に記載のとおり、本他社株公開買付価格の公正性その他本他社株公開買付けを含む本取引の公正性を担保すべく、2023年9月26日付で、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法的助言を得るために、当社及び伊藤忠商事並びに丸紅グループ、アイ・シグマ・キャピタル及び他社株公開買付者から独立したリーガル・アドバイザーとして大原法律事務所を、2023年10月5日付で、当社株式の株式価値の算定を依頼するとともに財務的な見地からの助言等を得るため、当社及び伊藤忠商事並びに丸紅グループ、アイ・シグマ・キャピタル及び他社株公開買付者から独立したファイナンシャル・ア

ドバイザー及び第三者算定機関としてC P Aパートナーズ株式会社（以下「C P Aパートナー」といいます。）を、いずれもその専門性及び独立性に問題がないことから、それぞれ選任するとともに、本取引に関する提案を検討するために当社の諮問機関として、2023年10月13日開催の当社取締役会決議により、特別委員会（以下「本特別委員会」といいます。なお、本特別委員会の構成及び具体的な活動内容等については、下記「II 会社法第180条第2項第1号及び第3号に掲げる事項についての定めの相当性に関する事項」の「2. 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」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。）を設置いたしました。また、当社は、下記「II 会社法第180条第2項第1号及び第3号に掲げる事項についての定めの相当性に関する事項」の「2. 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」の「④ 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」に記載のとおり、他社株公開買付者及び伊藤忠商事から独立した立場で、本両公開買付けに係る検討、交渉及び判断を行う体制（本両公開買付けの検討、交渉及び判断に関与する当社の役職員の範囲及びその職務を含みます。）を当社の社内に構築し、検討を進めてまいりました。

その上で、当社は、本取引の目的を含む本他社株公開買付けの概要、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、本特別委員会により事前に確認された交渉方針や交渉上重要な局面における意見、指示、要請等に基づいた上で、大原法律事務所及びC P Aパートナーズの助言を受けながら、本取引が当社の企業価値の向上に資するものか、また、本他社株公開買付価格を含む本取引における諸条件は妥当なものであるか等について検討してまいりました。

具体的には、本買付条件等変更前の他社株公開買付価格（以下「本買付条件等変更前他社株公開買付価格」といいます。）について、2024年4月10日、アイ・シグマ・キャピタルより、本買付条件等変更前他社株公開買付価格を1,610円とすることを含む本他社株公開買付けの条件等に関する提案書（以下「2024年4月10日付提案書」といいます。）を受領いたしましたが、当社としては、本他社株公開買付価格が本自社株公開買付価格を上回る場合、当社の少数株主にはより高い価格での売却機会を提供することができることを踏まえて、本取引について本件ストラクチャーを前提とすることは検討に値するものの、本取引の実行により将来的に実現することが期待される価値のしかるべき部分が当社の株主に適切に分配される価格水準としては十分とはいえないと考えました。それ以降、アイ・シグマ・キャピタルとの間で、本他社株公開買付価格を含む本取引に係る取引条件についても継続的に協議・交渉を行ってまいりました。具体的には、2024年4月16日、アイ・シグマ・キャピタルに対し、本取引の実行により将来的に実現することが期待される価値のしかるべき部分が当社の株主に適切に分配される価格水準としては十分とはいえないとの理由から、本買付条件等変更前他社株公開買付価格の再提案を要請する旨回答しました。2024年4月17日、アイ・シグマ・キャピタルは当社に対して、本買付条件等変更前他社株公開買付価格を1,780円とする提案を当社に行いましたが、2024年4月20日、当社より、当該提案価格は、本取引の実行により将来的に実現することが期待される価値のしかるべき部分が当社の株主に適切に分配された価格として未だ十分な水準ではないと考えられ、当社の少数株主の利益に配慮する観点から、再度見直し（引き上げ）を求める旨回答しました。2024年4月25日、アイ・シグマ・キャピタルは当社に対して、本買付条件等変更前他社株公開買付価格を1,860円とする提案を当社に行いましたが、2024年4月28日、当社より、当該提案価格は、未だ、本取引の実行により将来的に実現することが期待される価値のしかるべき部分が当社の株主に適切に分配された価格として十分な水準ではないと考えられ、当社の少数株主の利益に配慮する観点から、再度見直し（引き上げ）を求める旨回答しました。その後、アイ・シグマ・キャピタルは当該提案を踏ま

え、再度真摯に検討したもの、2024年4月25日に行った提案における1,860円という提案価格が、当社に対するデュー・ディリジェンスの結果に加え、足元及び中長期の当社株式の株価も踏まえて総合的に勘案して提示できる最大限の価格であることから、2024年5月1日に当社に対して、本買付条件等変更前他社株公開買付価格を1,860円とすることを再度提案したことですが、2024年5月4日、当社より、同様の理由により再度の引き上げ要請を行ったことにより、アイ・シグマ・キャピタルは慎重に再検討を行い、2024年5月7日、当社に対して、前回提案価格から引き上げた本買付条件等変更前他社株公開買付価格を1,994円とすることを再度提案しましたが、2024年5月8日、当社より、当該提案価格についても本取引の実行により将来的に実現することが期待される価値のしかるべき部分が当社の株主に適切に分配された価格として相当な水準であるとは考えるものの、当社株式の市場価格の動向、当社ビジネスの将来見通し等を総合的に勘案のうえ、更なる引き上げを要請しました。その後、アイ・シグマ・キャピタルは慎重に再検討を行ったものの、2024年5月7日に行った提案における1,994円という提案価格が、当社に関する情報や市場環境、これまでの当社との議論等を踏まえ勘案して提示できる最大限の価格であることから、2024年5月9日、当社に対して、本買付条件等変更前他社株公開買付価格を前回答と同額の1,994円とすることを再度提案し、アイ・シグマ・キャピタル及び当社は、2024年5月9日、本買付条件等変更前他社株公開買付価格を1株当たり1,994円とすることで合意に至りました。

以上の経緯のもとで、当社は、大原法律事務所から、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、必要な法的助言を受けるとともに、本特別委員会から2024年5月9日付で答申書（以下「本答申書」といいます。）の提出を受けました（本答申書の概要については、下記「II 会社法第180条第2項第1号及び第3号に掲げる事項についての定めの相当性に関する事項」の「2. 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」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、リーガル・アドバイザーである大原法律事務所から受けた法的助言、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C P Aパートナーズから取得した当社株式に係る株式価値算定報告書（以下「本株式価値算定報告書」といいます。）の内容を踏まえつつ、本特別委員会から提出された本答申書の内容を最大限尊重しながら、本取引が当社の企業価値の向上に資するものか、また、本他社株公開買付価格を含む本取引における諸条件は妥当なものであるか等の観点から慎重に協議・検討を行いました。

当社グループは上記のとおり、現中期経営計画で掲げる基本方針に基づく改革を推進してまいりましたが、一方で当社としても、当社グループを取り巻く経営環境を踏まえると、次の成長ステージへ踏み出すためには様々な課題を認識しております。近年、飲料受託製造業界においては、国内需要が底堅く推移しており、さらに、中国を含めたアジアの需要は拡大しており、当面の市況は高水準で推移するものと見込んでいるものの、中長期的な人口減少、それに伴う国内飲料市場の縮小が想定され、また、原材料費・燃料費を始めとした各種コストの高騰による製造コスト面では不安要素を抱えております。また、大手飲料メーカーによる内製化の動き、物流の2024年問題や環境問題への更なる対応など、当社を取り巻く事業環境の先行きは楽観を許さない状況にあります。そのため、上記の経営・事業環境において、当社グループが今後も持続的成長を実現していくためには、中長期的な経営基盤・収益基盤の強化が必要不可欠であると考えております。

そして、当社は、アイ・シグマ・キャピタルより、上記の協議・交渉の過程において、本取引後も、当社グループの事業、当社グループの商号・企業理念・経営ビジョン、現中期経営計画における基本方針及び成長戦略の取組みを尊重することを確認し、当社株式を非公開化し

た後は、当社グループがこれまで培ってきた経営資源を活かしつつ、新たにアイ・シグマ・キャピタル及び丸紅グループのリソース・ネットワークを活用することで、現中期経営計画で掲げる改革をサポートし、当社の企業価値をさらに向上させることができると考えている旨を伝達されました。具体的には、当社は、アイ・シグマ・キャピタルより受領した2024年4月10日付提案書において、「経営基盤の強化を通じた更なる事業成長支援」「丸紅グループとの協働」「商品開発提案力及び営業力の強化」「人材の育成と若手登用、人材支援」「当社によるM&Aの推進、経営統合の支援」を提示されました。当社としても、アイ・シグマ・キャピタルが考えるこのような方針・施策は、当社が目指す方向性と近いものであり、また、営業面でアイ・シグマ・キャピタル及び丸紅グループと協業することやアイ・シグマ・キャピタル及び丸紅グループが有するガバナンス・管理ノウハウを獲得することはメリットがあると考えました。

また、当社は約50年に亘り、伊藤忠商事のグループ会社として、同社の持つ知名度・ブランド力等を背景に、当社のサービスの信頼性・安全性をお客様に提供してまいりました。この点、本取引の実施により、伊藤忠商事は当社の株主ではなくなりますが、当社といたしましては、伊藤忠商事及びそのグループ会社との間で、独立当事者間取引と同様の一般的な取引条件の枠組みの中で国内外において相互に利益が得られる関係を築いてきたことから、現行の取引関係を本取引後も継続できると考えており、本取引により伊藤忠商事及びそのグループ会社を通じた当社の仕入れ環境が直ちに変化するとは見込まれないこと、及び、丸紅は東京証券取引所プライム市場に株式を上場する企業であり、総合商社として十分な知名度・ブランド力等を有していると考えており、本取引後は、かかる丸紅グループの知名度・ブランド力等を活用することができるようになることに加え、アイ・シグマ・キャピタルの経営リソースの最大限の活用とファンドとしてのこれまでの経験・知見等を踏まえた人的資本経営の更なる活性化が期待できること等を踏まえると、本取引後において伊藤忠商事が当社の株主でなくなることによる影響は限定的であると考えております。さらに、当社株式の非公開化を行った場合には、資本市場からのエクイティ・ファイナンスによる資金調達を行うことができなくなり、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及び取引先の拡大等に影響を及ぼす可能性が考えられます。しかしながら、当社グループの現在の財務状況や昨今の間接金融における環境等に鑑みると、当社は引き続き製造設備の新設や更新、社屋や工場建屋のは正（改善）に総額約39億円の資金を要するものの、安定的なキャッシュ・フロー創出力を有することから、これまでと同様に、エクイティ・ファイナンスの活用による大規模な資金調達の必要性は見込まれません。加えて、当社グループの社会的な信用力及び知名度は事業活動を通じて獲得される部分もあることに加え、当社はすでに飲料受託製造業界における有力な一社としてその地位を確立しており、上記のとおり本取引後は、丸紅グループの知名度・ブランド力等を活用することができるようになること等を踏まえると、当社の非公開化が人材確保及び取引先の拡大等に与える影響は大きくないと考えております。さらに、中長期的な視点で当社の事業継続・企業価値向上を図るために、主要事業での更なる利益創出のほか、当社ノウハウ・無形資産を活用した新たな収益の創造を実現させる必要があり、当社株式を非公開化することで、短期的な株式市場からの評価にとらわれない機動的で柔軟性の高い意思決定を可能とする運営体制が再構築できるものと考えているとのことです。他方で、当社がこれまで、100年企業を目指し品質経営を柱に上場会社として培ってきた、組織や業務運営におけるSDGs等サステナビリティへの重点的な取組みは当社内に行き渡っており、今後も継承されるものと考えているとのことです。なお、本取引により当社の上場が廃止され、公開買付者の子会社となることによる一部従業員のモチベーション低下や退職、人員の採用・確保への影響等が懸念されますが、当社は、アイ・シグマ・キャピタルとの間で、本取引後も、最重要経営資源であり、かつ、人的資本の要である従業員の雇用及び待遇を維持する方針であり、従業員全員について、原則として現状維持にて雇用を継続する

ことを予定していること、福利厚生面で現状制度をそのまま維持できない可能性があるものについては、アイ・シグマ・キャピタルのこれまでの知見も活用しつつ対応すること、将来的には更なるエンゲージメント向上策を検討することを確認の上、従業員に対するコミュニケーションプランの策定をはじめ、本取引に関する説明を当社の従業員に対して十分に行うとともに双方向のコミュニケーションを強化すること、また、必要により当社及び他社株公開買付者の間で十分な協議を行うことの方針を確認しております。

以上を踏まえ、2024年5月10日、当社取締役会は、本他社株公開買付けを含む本取引により、営業面でアイ・シグマ・キャピタル及び丸紅グループと協業することやアイ・シグマ・キャピタル及び丸紅グループが有するガバナンス・管理ノウハウを獲得することが、当社グループの中長期的な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。

上記のとおり、当社は、本他社株公開買付けを含む本取引が、当社グループの中長期的な企業価値の向上に資するものであると考えており、また、本買付条件等変更前他社株公開買付価格（1,994円）については、下記「II 会社法第180条第2項第1号及び第3号に掲げる事項についての定めの相当性に関する事項」の「2. 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」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報告書の取得」に記載されているCPAパートナーズによる当社株式の株式価値の算定結果（以下「当社株式価値算定結果」といいます。）のうち、市場株価基準法及び類似会社比準法（参考）による算定結果のレンジの上限値を上回るとともに、ディスカウンテッド・キャッシュ・フロー法（以下「DCF法」といいます。）による算定結果のレンジ内に位置する金額であること、本他社株公開買付けの公表日の前営業日である2024年5月9日の東京証券取引所スタンダード市場における当社株式の終値1,399円に対して42.53%、同日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値1,393円に対して43.14%、同日までの過去3ヶ月間の終値単純平均値1,423円に対して40.13%、同日までの過去6ヶ月間の終値単純平均値1,337円に対して49.14%のプレミアムをそれぞれ加えた価格であり、かかるプレミアムの水準は、同種他社事例における平均的なプレミアム水準（経済産業省が「公正なM&Aの在り方に関する指針」を公表した2019年6月28日から2024年5月8日までに公表された、非公開化を企図して成立した公開買付け事例（マネジメント・バイアウト(MBO)の事例及び自己株式のみを対象とした事例を除く。）194件のプレミアム水準の平均値（公表日の前営業日の株価に対して31.50%、公表日の前営業日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値に対して35.41%、公表日の前営業日までの過去3ヶ月間の終値単純平均値に対して38.42%、公表日の前営業日までの過去6ヶ月間の終値単純平均値に対して40.11%）と比しても当社株主にとって相当程度のプレミアムが付された価格であると考えられることから、当社の少数株主の皆様に本他社株公開買付けへの応募を推奨することができる水準に達していると判断いたしました。

また、上記の各取締役会の決議に加えて、当社は、2024年5月10日開催の取締役会において、(ア) 他社株公開買付者による非公開化の提案を受け入れることが当社の企業価値の最大化に資する手段であると考えられること、また、税務上の取扱い等のそれぞれの事情により本他社株公開買付けではなく本自社株公開買付けに応募の申込みを希望する当社の株主の皆様が存在し得ることにも配慮し、本自社株公開買付けに先立って、広く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といえる本他社株公開買付けが実施されることに加えて、当社の株主の皆様に対して当社株式の売却の機会をさらに広く提供する観点から、本自社株公開買付けを実施することは合理的であり、(イ)また、他社株公開買付者の買付総額に限度がある中で、税務上の取扱いが異なる点を踏まえて本買付条件等変更前自社株

公開買付価格を本買付条件等変更前他社株公開買付価格より 368 円低く設定することで、本取引における公開買付けが本他社株公開買付けのみで本自社株公開買付けは実施されない場合には、他社株公開買付者の提示した投資総額を前提とすると本買付条件等変更前他社株公開買付価格は 1,860 円となることから、当該価格と比較して本買付条件等変更前他社株公開買付価格が 134 円引き上げられていることになるため、株主の皆様の利益につながると考えられること、(ウ)本買付条件等変更前自社株公開買付価格は 1,626 円であり、市場価格よりも一定のプレミアムを加えた金額となっているものの、本自社株公開買付け終了後に、他社株公開買付者が当社が所有する自己株式を除く当社株式の全てを所有していなかった場合には、本買付条件等変更前他社株公開買付価格と同額での株式売渡請求又は株式併合の方法を用いた完全子会社化の手続を実施することが予定されており、かつ、本自社株公開買付けに関連し、本基本合意書においても、本自社株公開買付け終了後に、本買付条件等変更前他社株公開買付価格と同額での株式売渡請求又は株式併合の方法を用いた完全子会社化の手続を実施すること及び相互に協力する旨の合意がされていることから、当社の非公開化の実現が担保されているため、市場価格よりも一定のプレミアムが付された価格とすることも正当であると考えられること、また、(エ) 下記「II 会社法第 180 条第 2 項第 1 号及び第 3 号に掲げる事項についての定めの相当性に関する事項」の「2. 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」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、上記(イ)及び(ウ)に関して、本特別委員会からも同様の見解が示されていることから、当社が、本他社株公開買付けの実施後に本取引の一環として本買付条件等変更前自社株公開買付価格を 1,626 円とする本自社株公開買付けを実施することは、当社の株主の皆様の利益に鑑みても合理的であると判断し、本自社株公開買付前提条件の全てが充足されていることを条件として、本他社株公開買付けの実施に続く本取引の第二段階として、会社法第 165 条第 3 項の規定による当社定款の規定及び同法第 156 条第 1 項の規定に基づき、自己株式の取得及びその具体的な取得方法として本自社株公開買付価格を 1,626 円とする本自社株公開買付けを行う予定である旨を決議いたしました。

その後、他社株公開買付者から当社に対し、2024 年 6 月 17 日に、他社株公開買付者が、本他社株公開買付けの成立の確度を高めるため、本他社株公開買付価格を 1,994 円から 2,449 円に変更すること、及び、当社が 2024 年 6 月 24 日に第 48 期有価証券報告書を関東財務局長に提出する予定であることを踏まえ、法令に基づき、他社株公開買付期間を 2024 年 6 月 24 日から起算して 10 営業日を経過した日にあたる 2024 年 7 月 8 日まで延長し、公開買付期間を合計 41 営業日とすることを決定したとの連絡がありました。

これを受け、当社は、本買付条件等変更の公正性・妥当性について本特別委員会に諮問したところ、2024 年 6 月 20 日、本特別委員会から、(i) 本他社株公開買付価格は、当社株式価値算定結果のうち、DCF 法、市場株価基準法及び類似会社比準法（参考）による算定結果のレンジの上限値を上回っており、2024 年 5 月 9 日の当社株式の東京証券取引所スタンダード市場における終値 1,399 円に対して 75.05%、同日までの過去 1 ヶ月間の終値単純平均値 1,393 円に対して 75.81%、同日までの過去 3 ヶ月間の終値単純平均値 1,423 円に対して 72.10%、同日までの過去 6 ヶ月間の終値単純平均値 1,337 円に対して 83.17% のプレミアムをそれぞれ加えた価格となっており、かかるプレミアムの水準は、同種他社事例における平均的なプレミアム水準（経済産業省が「公正なM&A の在り方に関する指針」を公表した 2019 年 6 月 28 日から 2024 年 5 月 8 日までに公表された、非公開化を企図して成立した T O B 事例（マネジメント・バイアウト（MBO）の事例及び自己株式のみを対象とした事例を除く。）194 件のプレミアム水準の平均値（公表日の前営業日の株価に対して 31.50%、公表日の前営業日までの過去 1 ヶ月間の終値単純平均値に対して 35.41%、公表日の前営業日までの過去 3 ヶ月間の終値単純平均値に対して 38.42%、公表日の前営業日までの過去 6 ヶ月間の終値単純

平均値に対して 40.11%) と比しても当社株主にとって相当程度のプレミアムが付された価格であると考えられること、(ii) 他社株公開買付期間は法令に定められた最短期間である 20 営業日を超える 41 営業日に設定されていること、(iii) 本他社株公開買付けと本自社株公開買付けを併せて実施することで当社を完全子会社化するというストラクチャーについて、本自社株公開買付けにおいては、法人株主に法人税法に定めるみなし配当の益金不算入規定が適用されることが見込まれることを踏まえて、本自社株公開買付価格を 1,944 円とし、本他社株公開買付価格より 505 円低く設定することで、本取引における公開買付けが本他社株公開買付けのみで本自社株公開買付けは実施されない場合に比べ、本他社株公開買付価格が引き上げられていることになるため、少数株主の利益につながると考えられることから、(iv) 本買付条件等変更は、当社の少数株主に不利益なものではなく、公正性・妥当性を有するものであり、当社が本他社株公開買付けに賛同する旨の意見を維持するとともに、当社の株主の皆様に対して本他社株公開買付けへの応募を推奨することが相当であるとの答申が得られましたので、2024 年 6 月 20 日開催の取締役会において、本他社株公開買付けに賛同する旨の意見を維持するとともに、当社の株主の皆様に対して、本他社株公開買付けへの応募を改めて推奨することを決議いたしました。

その後、当社は、2024 年 7 月 9 日に、他社株公開買付者から、本他社株公開買付けに当社株式 2,518,204 株(所有割合 : 52.22%) の応募があり、買付予定数の下限(1,459,800 株)以上となつたため、本他社株公開買付けが成立した旨の連絡を受けました。

当社は、他社株公開買付者から 2024 年 7 月 9 日に本他社株公開買付けが成立した旨の連絡を受けたこと、2024 年 6 月 24 日開催の本定時株主総会において別途積立金の取り崩しに係る議案が可決されたことを受けて、当社において、本自社株公開買付前提条件の充足を妨げる事情はないと判断したことから、2024 年 7 月 12 日開催の取締役会において、本他社株公開買付けの実施に続く本取引の第二段階として、伊藤忠商事及び伊藤忠食糧が所有する当社株式(所有株式数の合計 : 1,755,000 株、所有割合の合計 : 36.40%) 及び本自社株公開買付けへの応募を希望される株主の皆様が所有する当社株式の取得を目的として、会社法第 165 条第 3 項の規定により読み替えて適用される同法第 156 条第 1 項及び当社定款の規定に基づき、自己株式の取得及びその具体的な取得方法として本自社株公開買付けを実施することを決議いたしました。

上記の各取締役会決議の詳細は、下記「II 会社法第 180 条第 2 項第 1 号及び第 3 号に掲げる事項についての定めの相当性に関する事項」の「2. 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」の「④ 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。

2. 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

本株式併合は、本両公開買付けの実施に続く本取引の第二段階として行われるものであるところ、他社株公開買付者による本他社株公開買付けの開始に係る決議が行われた 2024 年 5 月 10 日現在、当社は他社株公開買付者の子会社ではなく、本他社株公開買付けは支配株主による公開買付けには該当せず、また、当社の経営陣の全部又は一部が他社株公開買付者に直接又は間接に出資することも予定されておらず、本両公開買付けを含む本取引は、いわゆるマネジメント・バイアウト取引にも該当いたしませんでしたが、他社株公開買付者が当社の親会社であった伊藤忠商事との間で、本基本契約を締結しており、また、本自社株公開買付けにおいて当社が伊藤忠商事から自己株式を取得することが予定されていたことから、伊藤忠商事と

当社の少数株主の利害が必ずしも一致しない可能性があることを踏まえ、本他社株公開買付価格及び本自社株公開買付価格の公正性を担保し利益相反を回避すべく、以下に記載の措置を実施いたしました。

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報告書の取得

当社は、アイ・シグマ・キャピタルから提示された本公開買付けの価格に関する当社における意思決定過程の恣意性を排除し、本公開買付けの価格の公正性を担保するために、当社及び伊藤忠商事並びに丸紅グループ、アイ・シグマ・キャピタル及び公開買付者から独立した第三者算定機関及びファイナンシャル・アドバイザーであるC P Aパートナーズに対し、当社株式の株式価値の算定を依頼し、2024年5月10日付で本株式価値算定報告書を取得いたしました。なお、当社は、当社及び他社株公開買付者において、本他社株公開買付価格及び本自社株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、当社の少数株主の利益に十分な配慮がなされていると考えていることから、C P Aパートナーズから、本他社株公開買付価格及び本自社株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）は取得しておりません。

なお、C P Aパートナーズは、当社及び伊藤忠商事並びに丸紅グループ、アイ・シグマ・キャピタル及び他社株公開買付者の関連当事者には該当せず、本取引に関して重要な利害関係を有しております。また、本特別委員会は、第1回の本特別委員会において、C P Aパートナーズの専門性及び独立性に問題がないことを確認した上で、当社のファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関として承認しております。

C P Aパートナーズは、複数の株式価値算定手法の中から、当社株式の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もと、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判断に基づき、当社株式が東京証券取引所スタンダード市場に上場しており市場株価が存在することから市場株価基準法を、将来の事業活動の状況を算定に反映するためD C F法を算定手法として用いて、当社株式の株式価値を算定いたしました。また、事業内容及び事業規模等の観点から当社の株式価値を比準できるほど当社と類似する上場会社は見受けられなかったものの、市場株価基準法及びD C F法による算定結果と比較検討する目的で、当社の事業と同様の事業を1つの事業として営む上場会社の市場株価や収益性を示す財務指標との比較を通じて当社の株式価値を分析し、類似会社比準法を算定手法として用いて当社株式の株式価値の参考値を算定いたしました。

当該各手法を用いて算定された当社株式の1株当たりの株式価値の範囲は、以下のとおりです。

| | |
|-------------|-------------------|
| 市場株価基準法 | : 1,337 円～1,423 円 |
| D C F法 | : 1,638 円～2,198 円 |
| 類似会社比準法(参考) | : 1,452 円～1,550 円 |

市場株価基準法では、2024年5月9日を算定基準日として、東京証券取引所スタンダード市場における当社株式の基準日終値1,399円、直近1ヶ月間の終値単純平均値1,393円、直近3ヶ月間の終値単純平均値1,423円及び直近6ヶ月間の終値単純平均値1,337円を基に、当社株式の1株当たりの株式価値の範囲を1,337円～1,423円と算定しております。

D C F法では、当社が作成した2025年3月期から2031年3月期までの事業計画を前提として、当社が2025年3月期以降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や株式価値を計算し、当社株式の1株

当たりの株式価値の範囲を1,638円～2,198円と算定しております。なお、C P AパートナーズがD C F法による算定に用いた当社作成の事業計画は、本取引の実行を前提としたものではありませんが、各財務予測数値について、前事業年度と比較して30%を超える増加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、上記「1. 株式併合を行う目的及び理由」に記載のとおり、当社において今後実施することを検討している将来措置を含む本是正（改善）による利益率の改善等により、2028年3月期の営業利益が前事業年度比70.4%増加、経常利益が前事業年度比59.4%増加することが見込まれ、フリー・キャッシュ・フローについては、設備投資等の影響により、2026年3月期は前事業年度比206.3%減少、2027年3月期は前事業年度比192.5%増加、2030年3月期は前事業年度比279.7%減少、2031年3月期は前事業年度比151.6%増加することが見込まれています。また、当該事業計画は、当社が公表した2024年3月21日付プレスリリース「通期連結業績予想の修正（上方修正）に関するお知らせ」記載の当社の2024年3月期の連結業績予想の上方修正を勘案しております。なお、当該事業計画の策定に伊藤忠商事は関与しておらず、また、本取引の実行により実現することが期待されるシナジー効果については、現時点において見積もることが困難であるため、当該事業計画には加味しておりません。

類似会社比準法では、事業内容及び事業規模等の観点から当社の株式価値を比準できるほど当社と類似する上場会社は見受けられなかったものの、市場株価基準法及びD C F法による算定結果と比較検討する目的で、当社の事業と同様の事業を1つの事業として営む上場会社の市場株価や収益性を示す財務指標との比較を通じて当社の株式価値を分析し、当社株式1株当たりの株式価値の範囲を1,452円～1,550円までと分析し参考値としております。

(注) C P Aパートナーズは、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、当社及びその関係会社の資産及び負債（薄外資産及び負債、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、当社の経営陣による現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。また、当該財務予測については、本特別委員会が当社との間で質疑応答を行うとともに、その内容や前提条件等の合理性を確認しております。

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法的助言を得るため、当社及び伊藤忠商事並びに丸紅グループ、アイ・シグマ・キャピタル及び他社株公開買付者から独立したリーガル・アドバイザーとして大原法律事務所を選任し、同法律事務所から、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、必要な法的助言を受けております。

なお、大原法律事務所は、当社及び伊藤忠商事並びに丸紅グループ、アイ・シグマ・キャピタル及び他社株公開買付者の関連当事者には該当せず、本取引に関する重要な利害関係を有しております。また、本特別委員会は、第1回の本特別委員会において、大原法律事務所の専門性及び独立性に問題がないことを確認した上で、当社のリーガル・アドバイザーとして承認しております。

③ 当社における独立した特別委員会の設置及び答申書の取得

当社は、本取引に関する当社の意思決定に慎重を期し、当社取締役会の意思決定過程に

おける恣意性及び利益相反のおそれを排除し、その公正性を担保することを目的として、2023年10月13日に、松浦強氏（当社社外取締役）、渥美央二郎氏（弁護士、紀尾井町法律事務所）及び山田和弘氏（公認会計士）の3名から構成される、当社、伊藤忠商事、丸紅グループ、アイ・シグマ・キャピタル及び他社株公開買付者並びに本取引の成否のいずれからも独立した本特別委員会を設置いたしました（なお、本特別委員会の委員の報酬については、固定額となっており、成功報酬は採用しておりません。また、当社は、本特別委員会の委員として設置当初からこの3名を選定しており、本特別委員会の委員を変更した事実はありません。）。互選により本特別委員会の委員長として松浦強氏を選定しております。

当社取締役会は、本特別委員会設置の決定に際し、本特別委員会に対し、(i) 本取引の目的の合理性に関する事項（本取引は当社企業価値の向上に資するかを含む。）、(ii) 本取引に係る手続の公正性に関する事項（いかなる公正性担保措置をどの程度講じるべきかの検討を含む。）、(iii) 本取引の取引条件の公正性・妥当性に関する事項（本取引の実施方法や対価の種類の妥当性を含む。）、(iv) 上記(i)乃至(iii)を踏まえ、本取引（本取引における公開買付けに係る意見表明の内容を含む。）が少数株主に不利益でないこと、及び(v) 上記(i)乃至(iv)を踏まえた本取引の是非（以下「本諮問事項」と総称します。）について諮問いたしました。さらに、当社取締役会は、本取引に関する決定を行うに際して、本特別委員会の意見を最大限尊重し、本特別委員会が本取引の条件について妥当でないと判断した場合には、本取引を実行する旨の意思決定を行わないことを併せて決議しました。

また、併せて、当社は、本特別委員会に対し、(a) 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やリーガル・アドバイザー（以下「アドバイザー等」といいます。）を選任し、又は、当社のアドバイザー等を本特別委員会のアドバイザー等として指名若しくは承認（事後承認を含む。）する権限、(b) 当社の取締役、従業員その他本特別委員会が必要と認める者に本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権限、(c) 本取引の取引条件等の当社による交渉について事前に方針を確認し、適時にその状況の報告を受け、重要な局面で意見を述べ、指示や要請を行うこと等により、本取引の取引条件等の交渉過程に実質的に関与する権限を付与することを、当社取締役会にて決議しております。なお、本特別委員会は、本特別委員会独自のアドバイザーを選任しておりません。

本特別委員会は、2023年10月10日より2024年5月9日までの間に合計17回開催され、本諮問事項についての協議及び検討が慎重に行われました。具体的には、まず、第1回の本特別委員会において、当社のリーガル・アドバイザーである大原法律事務所、及びファイナンシャル・アドバイザー、かつ第三者算定機関であるCPAパートナーズにつき、いずれも専門性及び独立性に問題がないことから、それぞれを当社のリーガル・アドバイザー、並びにファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関として承認し、本特別委員会としても必要に応じて専門的助言を受けることができることを確認いたしました。

その上で、本特別委員会は、第2回以降の本特別委員会において、本取引の検討を開始するに至った背景及び経緯、アイ・シグマ・キャピタルの提案内容、本取引によって見込まれる事業への影響、事業計画の概要等について当社から説明を受け、これらに関する質疑応答を行い、事業計画の合理性を確認いたしました。

また、本特別委員会は、当社を通じて、アイ・シグマ・キャピタルから、アイ・シグマ・キャピタル及び丸紅グループの概要、本取引を提案するに至った背景、本取引の目的、シナジー、本件ストラクチャー、本取引後の経営方針等について説明を受けました。

本特別委員会は、当社の第三者算定機関及びファイナンシャル・アドバイザーであるCPAパートナーズから、本取引の条件等についてのアイ・シグマ・キャピタル及び伊藤忠

商事との協議・交渉内容、並びに当社の株式価値算定等についての説明を受けるとともに、当社のリーガル・アドバイザーである大原法律事務所から、本取引の手続面における公正性を担保するための措置並びに本取引に係る当社取締役会の意思決定の方法及び過程その他の利益相反を回避するための措置の内容について説明を受け、これらに関しても質疑応答を行っております。

さらに、本特別委員会は、当社がアイ・シグマ・キャピタルから本買付条件等変更前他社株公開買付価格を1,610円とする旨の提案が含まれた2024年4月10日付提案書を受領して以降、当社の第三者算定機関及びファイナンシャル・アドバイザーであるCPAパートナーズからアイ・シグマ・キャピタルにおける交渉過程の状況につき適時に報告を受けた上で、CPAパートナーズから受けた当社の株式価値の算定結果やアイ・シグマ・キャピタルとの交渉方針等を含めた財務的な助言及び大原法律事務所からの法的助言も踏まえて審議・検討して交渉方針を決定し、当社に対し提言を行い、当社はその提言に従い延べ5回にわたりアイ・シグマ・キャピタルとの間で交渉を行いました。

また、本特別委員会は、当社が開示予定又は提出予定のプレスリリース及び意見表明報告書の各ドラフト、並びに他社株公開買付者が提出予定の本他社株公開買付けに係る公開買付届出書の内容について説明を受け、本取引に関する充実した情報開示がなされる予定であることを確認しております。

以上の経緯で、本特別委員会は、本諮問事項について慎重に協議・検討を重ねた結果、2024年5月9日、当社取締役会に対し、本諮問事項につき大要以下を内容とする本答申書を提出しております。

(i) 本取引の目的の合理性（本取引は当社企業価値の向上に資するかを含む。）

近年、飲料受託製造業界においては、国内需要が底堅く推移しており、さらに、中国を含めたアジアの需要は拡大しており、当面の市況は高水準で推移するものと見込んでいるものの、当社グループを取り巻く経営環境を踏まえると、次の成長ステージへ踏み出すためには様々な課題を認識しており、中長期的な人口減少、それに伴う国内飲料市場の縮小が想定され、原材料費・燃料費を始めとした各種コストの高騰による製造コスト面では不安要素を抱えていることや、大手飲料メーカーによる内製化の動き、物流の2024年問題や環境問題への更なる対応など、当社を取り巻く事業環境の先行きは楽観を許さない状況であるという当社の認識には合理的な根拠が認められる。また、当社は、上記の経営環境において、当社グループが今後も持続的に成長を実現していくためには、中長期的な経営基盤・収益基盤の強化が必要不可欠であると認識している。

アイ・シグマ・キャピタルからの、当社グループがこれまで培ってきた経営資源を活かしつつ、新たにアイ・シグマ・キャピタル及び丸紅グループのリソース・ネットワークを活用することで、現中期経営計画で掲げる改革をサポートし、当社の企業価値をさらに向上させることができると考えている旨の提案、具体的には、2024年4月10日提案書における「経営基盤の強化を通じた更なる事業成長支援」「丸紅グループとの協働」「商品開発提案力及び営業力の強化」「人材の育成と若手登用、人材支援」「当社によるM&Aの推進、経営統合の支援」という方針・施策は、上記の当社の経営課題の解決に資するものと評価し得る。なお、これらの施策には、当社が丸紅グループと取引を行うことにより創出されるシナジーが含まれるところ、当該取引は、丸紅グループと当社グループの双方にメリットがある場合に実現するものとのことであり、現時点では必ずしもその実現は約束されていないものの、アイ・シグマ・キャピタルの提案や投資実績、アイ・シグマ・キャピタルが当社の企業価値向上により利益を得る立場であること、当社とアイ・シグマ・キャピタルとの協議の過程において当該シナジーの実現が困難であることを窺わせる事情は特段見当たっていないこと等を踏まえると、当該シナジーの実現可能性について一定の期待をす

ることができると考えることも合理的である。また、アイ・シグマ事業支援ファンド4号には丸紅グループ以外の投資家も存在するため、アイ・シグマ・キャピタルが当社の利益より丸紅グループの利益を優先することは想定されないことや、当社グループと丸紅グループとの取引は双方にメリットがある場合に実現するものであるため、数年後に他社株公開買付者が当社株式を売却したとしても直ちにシナジーが喪失することはないというアイ・シグマ・キャピタルの説明に特段不合理な点は認められない。以上を踏まえると、本取引により生じるシナジー及び本取引後の企業価値向上施策には合理性があり、当社の企業価値向上に資するものと認められる。

当社は約50年に亘り、伊藤忠商事のグループ会社として事業活動を行っており、同社の持つ知名度・ブランド力が競争力の源泉の1つであると考えられるが、本取引の実施により、伊藤忠商事は当社の株主ではなくなることにより当社の企業価値の毀損が生じないかが問題となる。この点、(a) 当社自身が東京証券取引所スタンダード市場に上場して伊藤忠商事から独立した経営がなされており、当社グループと伊藤忠商事グループとの取引は独立当事者間の取引条件と同等の条件で行われており、当社が伊藤忠商事のグループ会社であることを唯一又は最大の理由とする取引は存在しないことであること、(b) 当社と伊藤忠商事及びそのグループ会社との間の現行の取引関係を本取引後も維持・継続することによって、本取引により伊藤忠商事及びそのグループ会社を通じた当社の仕入れ環境が直ちに変化するとは見込まれないこと、(c) 丸紅は東京証券取引所プライム市場に株式を上場する企業であり、総合商社として十分な知名度・ブランド力等を有していると考えており、本取引後は、かかる丸紅グループの知名度・ブランド力等を活用することができるようになること等を踏まえると、本取引後において伊藤忠商事が当社の株主でなくなることによる影響は限定的であるといえる。さらに、当社株式の非公開化を行った場合には、資本市場からのエクイティ・ファイナンスによる資金調達を行うことができなくなり、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及び取引先の拡大等に影響を及ぼす可能性が考えられるが、当社グループの現在の財務状況や昨今の間接金融における環境等に鑑みると、これまでと同様、エクイティ・ファイナンスの活用による大規模な資金調達の必要性は見込まれず、加えて、当社グループの社会的な信用力及び知名度は事業活動を通じて獲得される部分もあることに加え、上記のとおり本取引後は、丸紅グループの知名度・ブランド力等を活用することができるようになること等を踏まえると、当社の非公開化が人材確保及び取引先の拡大等に与える影響は大きくないと考えられる。

以上を踏まえると、本取引は、当社の企業価値向上に資するものと認められ、その目的は合理性を有するものであると考えられる。

(ii) 本取引に係る手続の公正性（いかなる公正性担保措置をどの程度講じるべきかの検討を含む。）

(a) 特別委員会の設置

本取引においては、本取引に係る取引条件等の形成過程の初期段階から特別委員会が設置され、アドバイザー等の選任権限が付与された上、当社において、本特別委員会の答申内容について最大限尊重し、本特別委員会が本取引の条件について妥当でないと判断した場合には、本取引を実行する旨の意思決定を行わないこととする旨決議がされているところ、本特別委員会の独立性、専門性・属性などの構成、アドバイザーなどの検討体制についても特段の問題は認められない。

(b) 当社による検討方法

当社は、本他社株公開買付価格及び本自社株公開買付価格の公正性の担保、本取引の実施を決定するに至る意思決定の過程における恣意性の排除及び利益相反の回避の観点から、

本取引について検討するにあたっては、当社及び伊藤忠商事並びに丸紅グループ、アイ・シグマ・キャピタル及び他社株公開買付者のいずれからも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C P Aパートナーズ、並びにリーガル・アドバイザーである大原法律事務所から助言・意見等を得ながら、当社の企業価値向上ひいては株主共同の利益の観点、並びに当社株主に対する合理的な条件での売却機会の提供の観点から、本他社株公開買付価格及び本自社株公開買付価格をはじめとする本両公開買付けの買付条件の妥当性及び本取引の一連の手続の公正性といった点について慎重に検討及び協議を行っている。

また、本特別委員会としても必要に応じてC P Aパートナーズ及び大原法律事務所より専門的助言を受けることができるることを確認し、現に助言・意見等を得ている。

(c) 当社による協議・交渉

当社は、本特別委員会から提示された交渉方針及び助言に沿って、本他社株公開買付価格及び本自社株公開買付価格について、少数株主の利益保護の観点からその公正性を確保するための実質的な協議・交渉を他社株公開買付者との間で複数回にわたって行っている。

具体的には、当社は、延べ5回にわたり、本特別委員会から提示された交渉方針及び助言に従い、他社株公開買付者に対して本他社株公開買付価格の引上げを求め、最終的に、他社株公開買付者から、これ以上買付け等の価格を引き上げることはできない旨の意向が示されるまで交渉を行った。

そして、かかる交渉により、他社株公開買付者から提示される価格を引き上げた結果として、1株当たり1,994円という本買付条件等変更前他社株公開買付価格、1株当たり1,626円という本買付条件等変更前自社株公開買付価格が決定されている。

(d) 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報告書の取得

当社は、本他社株公開買付けに関する意見を決定するにあたり、C P Aパートナーズに対して、当社の株式価値の算定を依頼し、2024年5月10日付で同社から本株式価値算定書報告書を取得している。

(e) 本取引の交渉過程及び意思決定過程における特別利害関係人の不関与

当社の立場で本取引を検討・交渉する取締役には、本取引に特別な利害関係を有する者は含まれておらず、その他、本取引に係る協議、検討及び交渉の過程で、他社株公開買付者及び伊藤忠商事その他の本取引に特別な利害関係を有する者が当社側に不当な影響を与えたことを推認させる事実は認められない。

なお、伊藤忠商事の上席執行理事食料カンパニー生鮮食品部門長であり当社の取締役である阿部邦明氏、伊藤忠商事の食料カンパニー生鮮食品部門生鮮食品第三部長であり当社の取締役である都築貴将氏及び伊藤忠商事の食料事業統括室長であり現在は不二製油グループ本社株式会社（同社の米国事業会社である Blommer Chocolate Company）に出向中の当社の監査役である魚住峰司氏は、本取引の検討に関する議題に係る当社取締役会及びその審議には一切参加しておらず、当社の立場において本取引の検討、本取引に係る公開買付者との協議・交渉にも一切参加していない。

(f) マジョリティ・オブ・マイノリティ条件

2024年5月9日現在、伊藤忠商事及び伊藤忠食糧は、当社株式1,755,000株（所有割合：36.39%）を所有しているが、他社株公開買付者によると、本他社株公開買付けにおいていわゆる「マジョリティ・オブ・マイノリティ」（Majority of Minority）の買付予定数の下限を設定すると、本他社株公開買付けの成立を不安定なものとし、かえって本他社株公開買付けに応募することを希望する少数株主の利益に資さない可能性もあるものと考えられることから、「マジョリティ・オブ・マイノリティ」（Majority of Minority）の買付予定数の下限を設定していないことである。もっとも、本両公開買付けにおいては、他社株公開買付者及び当社において適切な公正性担保措置が実施されていることから、「マジョリ

ティ・オブ・マイノリティ」(Majority of Minority)に相当する下限が設定されていないことのみをもって、適切な公正性担保措置が講じられていないと評価されるものではないと考えられる。

(g) 対抗的な買付け等の機会を確保していること

本基本合意書においては、当社が他社株公開買付者以外の者（以下「対抗的買収提案者」といいます。）と接触することを制限するような取引保護条項を含む合意が含まれている一方で、対抗的買収提案者から具体的な提案があった場合には、必要な範囲で情報提供又は協議若しくは交渉することは許容される旨の例外が設けられるとともに、他社株公開買付期間が法令に定められた最短期間である20営業日を超える30営業日に設定されていることから、対抗的な買付けの機会が確保されることにより、両公開買付けの公正性の担保について配慮されている。

(h) 適切な情報開示

本取引においては、本他社株公開買付けが成立した場合に、その後に実施される予定の本自社株公開買付け及び本スクイーズアウト手続について、他社株公開買付者が提出する公開買付届出書、当社が公表するプレスリリース等において、十分な開示がなされることが予定されている。

なお、両公開買付け後に株式売渡請求又は株式併合を行う場合、両公開買付けに応募しなかった当社の株主に交付される金銭の額が、株式売渡請求の場合においては、当社株式1株当たりの対価として、本他社株公開買付価格と同額の金銭を交付することを定める予定である旨が、株式併合の場合においては、本他社株公開買付価格に当該各株主が所有していた当社株式の数を乗じた価格と同一となるよう株式併合により生じる端数の合計数の売却代金が算定される予定である旨が、プレスリリース等で明示される予定であると認められ、両公開買付けに応募することの強圧性が低減される適切な措置が採られているといえる。

(i) 小括

以上のような点を踏まえ、本特別委員会において、慎重に協議・検討した結果、本取引においては適切な公正性担保措置が講じられており、本取引に係る手続は公正であると考えられる。

(iii) 本取引の取引条件の公正性・妥当性（本取引の実施方法や対価の種類の妥当性を含む。）

(a) CPAパートナーズによる本株式価値算定報告書

当社株式価値算定報告書によれば、当社株式の1株当たり株式価値は、市場株価基準法によると1,337円から1,423円、DCF法によると1,638円から2,198円、類似会社比準法（参考）によると1,452円から1,550円と算定されているところ、本買付条件等変更前他社株公開買付価格は、1,994円であり、市場株価基準法及び類似会社比準法（参考）による算定結果のレンジの上限値を上回るとともに、DCF法による算定結果の範囲内に位置する金額である。

そして、本特別委員会は、CPAパートナーズから株式価値評価に用いられた算定方法等について詳細な説明を受けるとともに、CPAパートナーズ及び当社に対して評価手法の選択、算定の基礎となる当社の事業計画に基づく財務予測を含む前提条件等に関する質疑応答を行った上で検討した結果、一般的な評価実務に照らして不合理な点は認められなかった。

(b) 本買付条件等変更前他社株公開買付価格の市場株価に対するプレミアム水準

本他社株公開買付けの公表日の前営業日である2024年5月9日の東京証券取引所スタンダード市場における当社株式の終値1,399円に対して42.53%、同日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値1,393円に対して43.14%、同日までの過去3ヶ月間の終値単純平均

値 1,423 円に対して 40.13%、同日までの過去 6 ヶ月間の終値単純平均値 1,337 円に対して 49.14% のプレミアムをそれぞれ加えた価格であり、かかるプレミアムの水準は、同種他社事例における平均的なプレミアム水準（経済産業省が「公正なM&Aの在り方に関する指針」を公表した 2019 年 6 月 28 日から 2024 年 5 月 8 日までに公表された、非公開化を企図して成立した公開買付け事例（マネジメント・バイアウト(MBO) の事例及び自己株式のみを対象とした事例を除く。）194 件のプレミアム水準の平均値（公表日の前営業日の株価に対して 31.50%、公表日の前営業日までの過去 1 ヶ月間の終値単純平均値に対して 35.41%、公表日の前営業日までの過去 3 ヶ月間の終値単純平均値に対して 38.42%、公表日の前営業日までの過去 6 ヶ月間の終値単純平均値に対して 40.11%）と比して当社株主にとって相当程度のプレミアムが付された価格であることを確認した。

(c) 交渉過程の手続の公正性

上記「(ii) 本取引に係る手続の公正性」記載のとおり、本両公開買付けを含む本取引に係る交渉過程の手續は公正であると認められるところ、「(ii) 本取引に係る手続の公正性」の「(c) 当社による協議・交渉」記載のとおり、かかる交渉により、実際に他社株公開買付者が提示した価格を引き上げており、本他社株公開買付価格は、そのような交渉を経て決定されたものであると認められる。

(d) 本取引の実施方法等

本取引の実施方法等について、本件ストラクチャーが提案されたことから、当社は、本件ストラクチャーについても検討を行っているところ、①税務上の取扱い等のそれぞれの事情により本他社株公開買付けではなく本自社株公開買付けへの応募の申込みを希望する当社の株主が存在し得ることにも配慮し、当社の株主に対して当社株式の売却の機会を広く提供する観点から、本自社株公開買付けを実施することは合理的であること、②他社株公開買付者の買付総額に限度がある中で、税務上の取扱いが異なる点を踏まえて本自社株公開買付価格を本他社株公開買付価格より 368 円低く設定することで、本取引における公開買付けが本他社株公開買付けのみで本自社株公開買付けは実施されない場合には、他社株公開買付者の提示した投資総額を前提とすると本買付条件等変更前他社株公開買付価格は 1,860 円となることから、当該価格と比較して本他社株公開買付価格が 134 円引き上げられていることになるため、少数株主の利益につながると考えられること、③本買付条件等変更前自社株公開買付価格は 1,626 円であり、市場価格よりも一定のプレミアムをえた金額となっているものの、本自社株公開買付け終了後に、他社株公開買付者が、当社が所有する自己株式を除く当社株式の全てを所有していなかった場合には、本買付条件等変更前他社株公開買付価格と同額での株式売渡請求又は株式併合の方法を用いた完全子会社化の手続を実施することが予定されており、かつ、本自社株公開買付けに関連し、本基本合意書においても、本自社株公開買付け終了後に、株式売渡請求又は株式併合の方法を用いた完全子会社化の手続を実施すること及び相互に協力する旨の合意がされることが予定されていることから、当社の非公開化の実現が担保されているため、市場価格よりも一定のプレミアムが付された価格とすることも正当であると考えられることが確認された。

(e) 対価の種類

本取引の対価は、本両公開買付け及びその後に実施される予定の本スクイーズアウト手続を通じて、現金であることが予定されているところ、他社株公開買付者の株式を対価とする取引と比較して、当社の株主においては、他社株公開買付者の株式の市場株価の変動リスクに曝されることなく、確実に、上記の優位なプレミアムを享受することができる。

(f) 小括

以上のような点を踏まえ、本特別委員会において、慎重に協議及び検討した結果、本取引の取引条件は妥当であると判断するに至った。

(iv) 上記（i）乃至（iii）を踏まえ、本取引（本取引における他社株公開買付けに係る意見表明の内容を含む。）が少数株主に不利益でないことについて

上記（i）乃至（iii）を踏まえれば、本取引は当社の企業価値向上に資するものと認められ、本取引の目的は合理性を有すると考えられるため、本他社株公開買付けに対して当社取締役会が賛同意見を表明することは相当である。

また、当社の少数株主の利益を図る観点から、手続の公正性及び取引条件の公正性は認められ、本他社株公開買付価格及び本自社株公開買付価格は、当社の少数株主に投資回収機会を提供する観点では一定の合理性があることから、当社株主に対して本他社株公開買付けへの応募を推奨する旨の決定をすること、本他社株公開買付け後に、当社が自己株式の取得及びその具体的な取得方法として本自社株公開買付けを実施することを決定すること、及び、本取引の一環として本両公開買付け後に行う株式売渡請求又は株式併合に係る決定を行うことは、当社の少数株主にとって不利益なものではないと考える。

(v) 上記（i）乃至（iv）を踏まえた本取引の是非について

上記を踏まえ慎重に検討した結果、本取引を実施することは相当であると判断するに至った。

その後、他社株公開買付者から当社に対し、2024年6月17日に、他社株公開買付者が、本他社株公開買付けの成立の確度を高めるため、本他社株公開買付価格を1,994円から2,449円に変更すること、及び、当社が2024年6月24日に第48期有価証券報告書を関東財務局長に提出することを踏まえ、法令に基づき、他社株公開買付期間を2024年6月24日から起算して10営業日を経過した日にあたる2024年7月8日まで延長し、他社株公開買付期間を合計41営業日とする決定したとの連絡がありました。これを受け、当社は、本買付条件等変更の公正性・妥当性について本特別委員会に諮問したところ、2024年6月20日、本特別委員会から、(i) 本買付条件等変更後の本他社株公開買付価格は、当社株式価値算定結果のうち、DCF法、市場株価基準法及び類似会社比準法（参考）による算定結果のレンジの上限値を上回っており、2024年5月9日の当社株式の東京証券取引所スタンダード市場における終値1,399円に対して75.05%、同日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値1,393円に対して75.81%、同日までの過去3ヶ月間の終値単純平均値1,423円に対して72.10%、同日までの過去6ヶ月間の終値単純平均値1,337円に対して83.17%のプレミアムをそれぞれ加えた価格となっており、かかるプレミアムの水準は、同種他社事例における平均的なプレミアム水準（経済産業省が「公正なM&Aの在り方に関する指針」を公表した2019年6月28日から2024年5月8日までに公表された、非公開化を企図して成立したTOB事例（マネジメント・バイアウト(MBO)の事例及び自己株式のみを対象とした事例を除く。）194件のプレミアム水準の平均値（公表日の前営業日の株価に対して31.50%、公表日の前営業日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値に対して35.41%、公表日の前営業日までの過去3ヶ月間の終値単純平均値に対して38.42%、公表日の前営業日までの過去6ヶ月間の終値単純平均値に対して40.11%）と比しても当社株主にとって相当程度のプレミアムが付された価格であると考えられること、(ii) 本買付条件等変更後の他社株公開買付期間は法令に定められた最短期間である20営業日を超える41営業日に設定されていること、(iii) 本他社株公開買付けと本自社株公開買付けを併せて実施することで当社を完全子会社化するというストラクチャーについて、本自社株公開買付けにおいては、法人株主に法人税法に定めるみなし配当の益金不算入規定が適用されることが見込まれることを踏まえて、本自社株公開買付価格を1,944円とし、本他社株公開買付価格より505円低く設定することで、本取引における公開買付けが本他社株公開買付け

のみで本自社株公開買付けは実施されない場合に比べ、本他社株公開買付価格が引き上げられていることになるため、少数株主の利益につながると考えられることから、(iv) 本買付条件等変更は、当社の少数株主に不利益なものではなく、公正性・妥当性を有するものであり、当社が本他社株公開買付けに賛同する旨の意見を維持するとともに、当社の株主の皆様に対して本他社株公開買付けへの応募を推奨することが相当であるとの答申を得ております。

④ 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、C P Aパートナーズより取得した本株式価値算定報告書、大原法律事務所から得た法的助言を踏まえつつ、本特別委員会（本特別委員会の構成及び具体的な活動内容等については、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」をご参照ください。）から提出を受けた本答申書の内容を最大限に尊重しながら、本取引の諸条件について慎重に検討を行いました。

その結果、上記「1. 株式併合を行う目的及び理由」に記載のとおり、当社取締役会は、
(a) 本両公開買付けを含む本取引により、営業面でアイ・シグマ・キャピタル及び丸紅グループと協業することやアイ・シグマ・キャピタル及び丸紅グループが有するガバナンス・管理ノウハウを獲得することが、当社グループの中長期的な企業価値の向上に資すると考えられるが、(b) 本買付条件等変更前他社株公開買付価格である 1,994 円は、当社の少数株主に投資回収機会を提供する観点では一定の合理性があると判断し、2024 年 5 月 10 日開催の取締役会において、本基本合意書の締結を承認するとともに、本他社株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他社株公開買付けへの応募を推奨する旨の決議をいたしました。

また、上記の決議に加えて、当社は、上記「1. 株式併合を行う目的及び理由」に記載のとおり、2024 年 5 月 10 日開催の取締役会において、当社が、本他社株公開買付けの実施後に本取引の一環として本買付条件等変更前自社株公開買付価格（1,626 円）を買付け等の価格とする本自社株公開買付けを実施することは、当該価格が当社の分配可能額のほか、株主の皆様によっては税務上の取扱いが異なる点をも踏まえたうえで、本他社株公開買付けではなく本自社株公開買付けに応募の申込みを希望する当社の株主の皆様に対しても広く当社株式の売却の機会を提供することができる金額水準であると考えられること等から、当社の株主の皆様の利益に鑑みても合理的であると判断し、本自社株公開買付前提条件の全てが充足されていることを条件として、本他社株公開買付けの実施に続く本取引の第二段階として、会社法第 165 条第 3 項の規定による当社定款の規定及び同法第 156 条第 1 項の規定に基づき、自己株式の取得及びその具体的な取得方法として本買付条件等変更前自社株公開買付価格を 1,626 円とする本自社株公開買付けを行う予定である旨を決議いたしました。

その後、当社は、2024 年 6 月 17 日に、他社株公開買付者から、本他社株公開買付けの成立の確度を高めるため、本他社株公開買付価格を 1,994 円から 2,449 円に変更すること、及び、当社が 2024 年 6 月 24 日に第 48 期有価証券報告書を関東財務局長に提出する予定であることを踏まえ、法令に基づき、他社株公開買付期間を 2024 年 6 月 24 日から起算して 10 営業日を経過した日にあたる 2024 年 7 月 8 日まで延長し、公開買付期間を合計 41 営業日とすることを決定したとの連絡を受けたため、本買付条件等変更の公正性・妥当性について本特別委員会に諮詢したところ、2024 年 6 月 20 日、本特別委員会から、(i) 本他社株公開買付価格は、当社株式価値算定結果のうち、D C F 法、市場株価基準法及び類似会社比準法（参考）による算定結果のレンジの上限値を上回っており、2024 年 5 月 9 日の当社株式の東京証券取引所スタンダード市場における終値 1,399 円に対して 75.05%、同

日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値1,393円に対して75.81%、同日までの過去3ヶ月間の終値単純平均値1,423円に対して72.10%、同日までの過去6ヶ月間の終値単純平均値1,337円に対して83.17%のプレミアムをそれぞれ加えた価格となっており、かかるプレミアムの水準は、同種他社事例における平均的なプレミアム水準（経済産業省が「公正なM&Aの在り方に関する指針」を公表した2019年6月28日から2024年5月8日までに公表された、非公開化を企図して成立したTOB事例（マネジメント・バイアウト(MBO)）の事例及び自己株式のみを対象とした事例を除く。）194件のプレミアム水準の平均値（公表日の前営業日の株価に対して31.50%、公表日の前営業日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値に対して35.41%、公表日の前営業日までの過去3ヶ月間の終値単純平均値に対して38.42%、公表日の前営業日までの過去6ヶ月間の終値単純平均値に対して40.11%）と比しても当社株主にとって相当程度のプレミアムが付された価格であると考えられること、(ii)他社株公開買付期間は法令に定められた最短期間である20営業日を超える41営業日に設定されていること、(iii)本他社株公開買付けと本自社株公開買付けを併せて実施することで当社を完全子会社化するというストラクチャーについて、本自社株公開買付けにおいては、法人株主に法人税法に定めるみなし配当の益金不算入規定が適用されることが見込まれることを踏まえて、本自社株公開買付価格を1,944円とし、本他社株公開買付価格より505円低く設定することで、本取引における公開買付けが本他社株公開買付けのみで本自社株公開買付けは実施されない場合に比べ、本他社株公開買付価格が引き上げられていることになるため、少数株主の利益につながると考えられることから、(iv)本買付条件等変更は、当社の少数株主に不利益なものではなく、公正性・妥当性を有することから、当社が本他社株公開買付けに賛同する旨の意見を維持するとともに、当社の株主の皆様に対して本他社株公開買付けへの応募を推奨することが相当であるとの答申が得られましたので、2024年6月20日開催の取締役会において、本他社株公開買付けに賛同する旨の意見を維持するとともに、当社の株主の皆様に対して、本他社株公開買付けへの応募を改めて推奨することを決議いたしました。

そして、2024年7月9日に他社株公開買付者から本他社株公開買付けが成立した旨の連絡を受けたこと、2024年6月24日開催の本定時株主総会において別途積立金の取り崩しに係る議案が可決されたことを受けて、当社において、本自社株公開買付前提条件の充足を妨げる事情はないと判断したことから、2024年7月12日開催の取締役会において、本他社株公開買付けの実施に続く本取引の第二段階として、本自社株公開買付けを実施することを決議いたしました。

上記各取締役会決議は、いずれも、当社取締役6名のうち、阿部邦明氏及び都築貴将氏を除く4名全員の一致により決議されております。なお、上記取締役会には当社の監査役のうち魚住峰司氏を除く2名が参加し、出席した監査役はいずれも上記決議に異議がない旨の意見を述べております。なお、利益相反の疑いを回避し、本取引の公正性を担保する観点から、伊藤忠商事の上席執行理事食料カンパニー生鮮食品部門長であり当社の取締役である阿部邦明氏、伊藤忠商事の食料カンパニー生鮮食品部門生鮮食品第三部長であり当社の取締役である都築貴将氏及び伊藤忠商事の食料事業統括室長であり現在は不二製油グループ本社株式会社（同社の米国事業会社であるBlommer Chocolate Company）に出向中の当社の監査役である魚住峰司氏は、本取引の検討に関する議題に係る当社取締役会及びその審議には一切参加しておらず、当社の立場において本取引の検討、本取引に係る公開買付者との協議・交渉にも一切参加しておりません。

なお、当社の代表取締役である細井富夫氏は、1980年から2011年まで伊藤忠商事に在籍しておりましたが、2011年の退職以降は、当社以外の、伊藤忠商事又はそのグループ会社の役職員の地位を有していたことはなく、現時点において、当社又は当社の少数株主と利益が相反し、又は利益が相反するおそれがある事情はございません。また、当社の監査

役である長友晃氏は、1975 年から 2014 年まで伊藤忠商事及びそのグループ会社に在籍しておりましたが、2014 年の退職以降は、当社以外の、伊藤忠商事又はそのグループ会社の役職員の地位を有していたことはなく、現時点において、当社又は当社の少数株主と利益が相反し、又は利益が相反するおそれがある事情はございません。

⑤ 本他社株公開買付けの公正性を担保する客観的状況の確保

本基本合意書においては、当社が対抗的買収提案者と接触することを禁止するような取引保護条項を含む合意が含まれている一方で、対抗的買収提案者から具体的な提案があつた場合には、必要な範囲で情報提供又は協議若しくは交渉することは許容される旨の例外が設けられるとともに、他社株公開買付者は、他社株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 41 営業日としたとのことです。

3. 1 株に満たない端数の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. 株式併合を行う目的及び理由」に記載のとおり、本株式併合により、他社株公開買付者以外の株主の皆様が保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（合計した数に 1 株に満たない端数がある場合には、当該端数は切り捨てられます。）に相当する数の株式を売却し、その端数に応じて、その売却により得られた代金を株主の皆様に交付します。

当該売却について、当社は、当社株式が 2024 年 10 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ほとんど期待できること、本株式併合が、当社の株主を他社株公開買付者のみとし、当社株式を非公開化するために行われるものであり、かかる目的との関係では他社株公開買付者が端数相当株式の買受人となるのが整合的であること、及び当社において自己株式を増加させる必要も存しないことなどを踏まえて、会社法第 235 条第 2 項の準用する同法第 234 条第 2 項の規定に基づき、裁判所の許可を得て公開買付者に売却することを予定しております。

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

JAF 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

他社株公開買付者は、本株式併合により生じる端数の合計数に相当する当社株式の取得にかかる資金については、現預金により賄うことを予定しているとのことです。

本意見表明プレスリリースの「3. 本両公開買付けに関する意見の内容、根拠及び理由」の「(2) 意見の根拠及び理由」の「① 本両公開買付けの概要」に記載のとおり、他社株公開買付者は、本他社株公開買付けが成立した場合、本他社株公開買付けの決済の開始日の 1 営業日前までに、アイ・シグマ事業支援ファンド 4 号から出資を受ける（以下「本ファンド出資」といいます。）とともに、株式会社あおぞら銀行（以下「あおぞら銀行」といいます。）から合計 13,350,000 千円を上限として借り入れ（以下「本銀行融資」といいます。）により賄うことを予定していたところ、当社は、本ファンド出資に関する出資証明書及び本銀行融資に関する融資証明書を確認することによって、本他社株公開買付者の資金確保の方法を確認しております。

なお、他社株公開買付者によれば、本銀行融資に係る融資条件の詳細は、あおぞら銀行と別途協議の上、本銀行融資に係る融資契約において定めることとされているとのことです。が、本銀行融資に係る融資契約では、他社株公開買付者が本取引により取得する当社株式が担保に供されるほか、当社の株主を他社株公開買付者のみとするための一連の手続（以下「本スクイーズアウト手続」といいます。）の完了後は、当社の一定の資産等が担保に供される予定とのことです。

また、他社株公開買付者によれば、本株式併合の結果生じる1株未満の端数の合計数に相当する当社株式の売却代金の支払いについても、これらの資金から賄うことを予定しており、当該支払いに支障を及ぼす可能性のある事象は発生しておらず、今後発生する可能性も現在認識していないとのことです。

したがって、他社株公開買付者による端数相当株式の売却に係る代金の支払いのための資金を確保する方法は相当であると判断しております。

④ 売却する時期及び売却により得られた代金を株主に交付する時期の見込み

当社は、2024年11月中旬を目途に会社法第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株未満の端数の合計数に相当する当社株式を他社株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。当社は、当該裁判所の許可を得て、2024年12月上旬から2024年12月中旬を目途に当該当社株式を他社株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に交付するために必要な準備を行ったうえで、2025年2月下旬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株未満の端数の合計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。

4. 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、株主の皆様が保有する当社株式の数に、本他社株公開買付価格と同額である2,449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。

まず、当社は、本買付条件等変更前他社株公開買付価格1,994円は、下記「II 会社法第180条第2項第1号及び第3号に掲げる事項についての定めの相当性に関する事項」の「2. 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」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報告書の取得」に記載されているCPAパートナーズによる当社株式の株式価値の算定結果のうち、市場株価基準法及び類似会社比準法（参考）による算定結果のレンジの上限値を上回るとともに、DCF法による算定結果のレンジ内に位置する金額であること、本他社株公開買付けの公表日の前営業日である2024年5月9日の東京証券取引所スタンダード市場における当社株式の終値1,399円に対して42.53%、同日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値1,393円（小数点以下を四捨五入。以下、終値単純平均値の計算において同じです。）に対して43.14%、同日までの過去3ヶ月間の終値単純平均値1,423円に対して40.13%、同日までの過去6ヶ月間の終値単純平均値1,337円に対して49.14%のプレミアムをそれぞれ加えた価格であり、かかるプレミアムの水準は、同種他社事例における平均的なプレミアム水準（経済産業省が「公正なM&Aの在り方に関する指針」を公表した2019年6月28日から2024年5月8日までに公表され

た、非公開化を企図して成立した公開買付け事例（マネジメント・バイアウト(MBO)の事例及び自己株式のみを対象とした事例を除く。）194件のプレミアム水準の平均値（公表日の前営業日の株価に対して31.50%、公表日の前営業日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値に対して35.41%、公表日の前営業日までの過去3ヶ月間の終値単純平均値に対して38.42%、公表日の前営業日までの過去6ヶ月間の終値単純平均値に対して40.11%）と比しても当社株主にとって相当程度のプレミアムが付された価格であると考えられることから、当社の少数株主の皆様に本他社株公開買付けへの応募を推奨することができる水準に達していると判断いたしました。

そして、その後、2024年6月17日に、他社株公開買付者から当社に対し、他社株公開買付者が、本他社株公開買付けの成立の確度を高めるため、本他社株公開買付価格を1,994円から2,449円に変更するとの連絡がありました。これを受け、当社は、本買付条件等変更の公正性・妥当性について本特別委員会に諮問したところ、2024年6月20日、本特別委員会から、本買付条件等変更後の本他社株公開買付価格については、当社株式価値算定結果のうち、DCF法、市場株価基準法及び類似会社比準法（参考）による算定結果のレンジの上限値を上回っており、2024年5月9日の当社株式の東京証券取引所スタンダード市場における終値1,399円に対して75.05%、同日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値1,393円に対して75.81%、同日までの過去3ヶ月間の終値単純平均値1,423円に対して72.10%、同日までの過去6ヶ月間の終値単純平均値1,337円に対して83.17%のプレミアムをそれぞれ加えた価格となっており、かかるプレミアムの水準は、同種他社事例における平均的なプレミアム水準（経済産業省が「公正なM&Aの在り方に関する指針」を公表した2019年6月28日から2024年5月8日までに公表された、非公開化を企図して成立したTOB事例（マネジメント・バイアウト(MBO)の事例及び自己株式のみを対象とした事例を除く。）194件のプレミアム水準の平均値（公表日の前営業日の株価に対して31.50%、公表日の前営業日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値に対して35.41%、公表日の前営業日までの過去3ヶ月間の終値単純平均値に対して38.42%、公表日の前営業日までの過去6ヶ月間の終値単純平均値に対して40.11%）と比しても当社株主にとって相当程度のプレミアムが付された価格であると考えられ、本買付条件等変更は、当社の少数株主に不利益なものではなく、公正性・妥当性を有するものであり、当社が本他社株公開買付けに賛同する旨の意見を維持するとともに、当社の株主の皆様に対して本他社株公開買付けへの応募を推奨することが相当であるとの答申が得られましたので、同日開催の取締役会において、本他社株公開買付けに賛同する旨の意見を維持するとともに、当社の株主の皆様に対して、本他社株公開買付けへの応募を改めて推奨することを決議いたしました。

また、当社は、本他社株公開買付けに賛同し、株主の皆様に対して応募することを推奨する旨の意見を表明した後、2024年8月16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、本他社株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に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。

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

（1）本他社株公開買付け

上記「II 会社法第180条第2項第1号及び第3号に掲げる事項についての定めの相当性に関する事項」の「1. 株式併合を行う目的及び理由」に記載のとおり、他社株公開買付者は、2024年5月13日から2024年7月8日まで当社株式に対する本他社株公開買付けを

実施し、その結果、他社株公開買付者は、2024年7月12日（本他社株公開買付けの決済の開始日）をもって、当社株式2,518,204株（所有割合：52.22%）を保有するに至りました。

（2）配当の不実施

当社は、2024年5月10日付「剩余金の配当（無配）及び株主優待制度の廃止に関するお知らせ」でお知らせいたしましたとおり、同日開催の取締役会において、本他社株公開買付けが成立することを条件に、当社が2024年2月7日付で公表しました2024年3月期の配当予想を修正し、2024年3月期の期末配当を行わないこと、及び、2025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。詳細については、当該公表内容をご参照ください。

（3）本自社株公開買付け

上記「II 会社法第180条第2項第1号及び第3号に掲げる事項についての定めの相当性に関する事項」の「1. 株式併合を行う目的及び理由」に記載のとおり、当社は、2024年7月16日から2024年8月13日まで当社株式に対する本自社株公開買付けを実施し、伊藤忠商事及び伊藤忠食糧からその所有する当社株式の全てである1,755,000株について応募があり、その結果、当社は、2024年9月4日（本自社株公開買付けの決済の開始日）をもって、当社株式1,755,000株（発行済株式総数（5,100,000株）に対する割合34.41%、買付総額3,411,720,000円）を取得することとなりました。

（4）自己株式の消却

当社は、2024年8月16日開催の取締役会において、2024年10月16日付で当社の自己株式2,032,946株（2024年6月30日現在の当社の自己株式及び本自社株公開買付けの決済開始日に当社が取得することとなる当社株式の全部）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、3,067,054株となります。

以上