

## 【表紙】

【提出書類】	意見表明報告書
【提出先】	関東財務局長
【提出日】	2021年11月12日
【報告者の名称】	株式会社N I P P O
【報告者の所在地】	東京都中央区京橋一丁目19番11号
【最寄りの連絡場所】	東京都中央区京橋一丁目19番11号
【電話番号】	03 - 3563 - 6741
【事務連絡者氏名】	企画部長 新玉 克也
【縦覧に供する場所】	株式会社N I P P O (東京都中央区京橋一丁目19番11号) 株式会社東京証券取引所 (東京都中央区日本橋兜町2番1号)

- (注1) 本書中の「当社」とは、株式会社N I P P Oをいいます。
- (注2) 本書中の「公開買付者」とは、ロードマップ・ホールディングス合同会社をいいます。
- (注3) 本書中の「ENEOS」とは、ENEOSホールディングス株式会社をいいます。
- (注4) 本書中の「乃木坂ホールディングス」とは、合同会社乃木坂ホールディングスをいいます。
- (注5) 本書中の「エーテルホールディングス」とは、エーテルホールディングス合同会社をいいます。
- (注6) 本書中の「GSSPC」とは、乃木坂ホールディングス及びエーテルホールディングスを総称していいます。
- (注7) 本書中の記載において計数が四捨五入又は切捨てされている場合、合計として記載される数値は計数の総和と必ずしも一致しません。
- (注8) 本書中の「法」とは、金融商品取引法(昭和23年法律第25号。その後の改正を含みます。)をいいます。
- (注9) 本書中の「株券等」とは、株式に係る権利をいいます。
- (注10) 本書中の記載において、日数又は日時の記載がある場合は、特段の記載がない限り、日本国における日数又は日時を指すものとします。
- (注11) 本書中の「営業日」とは、行政機関の休日に関する法律(昭和63年法律第91号。その後の改正を含みます。)第1条第1項各号に掲げる日を除いた日をいいます。
- (注12) 本書の提出に係る公開買付け(以下「本公開買付け」といいます。)は、日本の金融商品取引法で定められた手続及び情報開示基準を遵守して実施されますが、これらの手続及び基準は、米国における手続及び情報開示基準とは必ずしも同じではありません。特に米国1934年証券取引所法(Securities Exchange Act of 1934。その後の改正を含み、以下「米国1934年証券取引所法」といいます。)第13条(e)項又は第14条(d)項及び同条の下で定められた規則は本公開買付けには適用されず、本公開買付けはこれらの手続及び基準に沿ったものではありません。
- (注13) 本書に含まれる全ての財務情報は日本会計基準(J-GAAP)に基づいており、米国の会計基準に基づくものではなく、したがって米国の財務情報と同等の内容とは限りません。また、公開買付者及び当社の取締役その他の役員の過半数は米国外の居住者であり、公開買付者、当社及びそれらの取締役その他の役員の資産のほとんどは米国外に存在するため、米国の連邦又は州の証券関連法の民事責任に関する規定を根拠とした米国の裁判所の判断又は日本国外の裁判所で取得された類似の判断に基づいて、公開買付者、当社及びそれらの取締役その他の役員に対する執行を行うことは困難である可能性があります。米国の連邦又は州の証券関連法のみを根拠とした民事責任は、日本の裁判所において訴訟を提起するか米国の裁判所の判断の執行を求めるかにかかわらず、日本の裁判所に認められない可能性があります。
- (注14) 本公開買付けに関する全ての手続は、特段の記載がない限り、全て日本語において行われるものとします。本公開買付けに関する書類の全部又は一部については英語で作成されますが、当該英語の書類と日本語の書類との間に齟齬が存した場合には、日本語の書類が優先するものとします。

- (注15) 本書中の記載には、「将来に関する記述」が含まれています。既知若しくは未知のリスク、不確実性又はその他の要因により、実際の結果が「将来に関する記述」として明示的又は黙示的に示された予測等と大きく異なることがあります。公開買付者又はその関連者は、「将来に関する記述」として明示的又は黙示的に示された予測等が結果的に正しくなることをお約束することはできません。本書中の「将来に関する記述」は、本書の日付の時点で公開買付者が有する情報を基に作成されたものであり、法令で義務付けられている場合を除き、公開買付者又はその関連者は、将来の事象や状況を反映するために、その記述を更新したり修正したりする義務を負うものではありません。
- (注16) 公開買付者、ENEOS及び当社の各ファイナンシャル・アドバイザー並びに公開買付代理人(これらの関連者を含みます。)は、それらの通常の業務の範囲において、日本の金融商品取引関連法規制及びその他適用ある法令上許容される範囲で、米国1934年証券取引所法規則14e - 5(b)の要件に従い、当社の株式を自己又は顧客の勘定で、本公開買付けの開始前、又は本公開買付けにおける買付け等の期間(以下「本公開買付期間」といいます。)中に本公開買付けによらず買付け又はそれに向けた行為を行う可能性があります。そのような買付けに関する情報が日本で開示された場合には、当該買付けを行った者のウェブサイト(又はその他の開示方法)においても英文で開示が行われます。

## 1 【公開買付者の氏名又は名称及び住所又は所在地】

名称 ロードマップ・ホールディングス合同会社  
所在地 東京都港区六本木六丁目10番1号六本木ヒルズ森タワー

## 2 【公開買付者が買付け等を行う株券等の種類】

普通株式

## 3 【当該公開買付けに関する意見の内容、根拠及び理由】

### (1) 本公開買付けに関する意見の内容

当社は、2021年11月11日開催の当社取締役会において、下記「(2) 本公開買付けに関する意見の根拠及び理由」に記載の根拠及び理由に基づき、本公開買付けに関して、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、本公開買付けに応募することを推奨することを決議いたしました。

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

なお、本公開買付けに関して、当社取締役会は、上記のとおり、当社の株主の皆様に対し、本公開買付けへの応募を推奨する旨の決議を行っております。しかしながら、当社株式の市場価格は、現在4,075円（本書提出時点における最終取引日である2021年11月11日の終値）前後で推移しており、本公開買付けに係る公開買付け価格（以下「本公開買付け価格」といいます。）である4,000円を上回っております。株主の皆様におかれましては、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ございません。

### (2) 本公開買付けに関する意見の根拠及び理由

本公開買付けに関する意見の根拠及び理由のうち、公開買付者、E N E O S 及び G S S P C（以下、これらを総称して「公開買付者関係者」といいます。）に関する記載については、公開買付者関係者から受けた説明に基づいております。

#### 本公開買付けの概要

公開買付者は、本公開買付けを通じて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。）市場第一部に上場している当社の普通株式を（以下「当社株式」といいます。）取得及び所有することを主な目的として、2021年8月6日に設立された合同会社であり、乃木坂ホールディングス及びエーテルホールディングス（注1）がそれぞれその持分の50%を保有しているとのことです。

（注1）乃木坂ホールディングス及びエーテルホールディングスは、ゴールドマン・サックス（以下に定義します。）によって投資の目的で日本法に基づき組成された合同会社であり、ザ・ゴールドマン・サックス・グループ・インク（以下、同社を中心とするグループを「ゴールドマン・サックス」といいます。）が間接的にその持分の全てを保有しているとのことです。ザ・ゴールドマン・サックス・グループ・インクは世界的に主要な投資銀行業務、証券業務、投資運用業務等を手がける銀行持株会社とのことです。ザ・ゴールドマン・サックス・グループ・インクは緊密かつ多様な顧客基盤をもとに投資銀行業務、機関投資家向けクライアント・サービス、投資及び貸付業務、投資運用業務といった広範なサービスを世界各地において提供しており、その対象は企業、金融機関、政府機関、個人と多岐に亘っているとのことです。1869年の設立以来、ザ・ゴールドマン・サックス・グループ・インクはニューヨークを本拠に、ロンドン、フランクフルト、東京、香港その他世界の金融市場において中心的な役割を有する都市にオフィスを設けているとのことです。

公開買付者関係者は、本基本契約（下記に定義します。）に基づき本取引（本基本契約に基づき公開買付者関係者において、当社株式の全て（但し、当社が所有する自己株式及びE N E O S が所有する当社株式を除きます。）を取得することにより、共同して当社を非公開化することを目的とした一連の取引をいいます。以下同じ。）を実施する予定であり、公開買付者は、2021年9月7日、欧州、中華人民共和国、大韓民国及びウクライナ（以下「競争法上届出対象地域」といいます。）の競争法に基づく必要な手続及び対応を終えることを含む以下の各条件（以下「本前提条件」といいます。）が充足されていること（又はG S S P C 及びE N E O S により放棄されていること。但し、本前提条件 及び については、自らこれに違反した者はこれを放棄することができません。）を条件

に、本取引の一環として、本公開買付けを実施することを決定していたとのことです。

当社に設置された特別委員会において、当社が本公開買付けに対して賛同すること及び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こと並びに本取引を行うことについて、肯定的な内容の答申が行われており、かつ、当該答申が撤回されていないこと

当社の取締役会において、ENEOSとの間で利害関係を有する又はそのおそれがある取締役を除く取締役全員の一致をもって、本公開買付けに対して賛同する旨及び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旨の取締役会決議を行い、かかる決議が公表されており、かつ、かかる意見表明を撤回する又はこれと矛盾する内容のいかなる決議も行われていないこと

法第27条の11第1項但書に定める当社若しくはその子会社の業務若しくは財産に関する重要な変更その他の本公開買付けの目的の達成に重大な支障となる事情が生じていないこと

司法・行政機関等に対して、本取引のいずれかを制限又は禁止することを求める旨のいかなる申立て、訴訟又は手続も係属しておらず、本取引のいずれかを制限又は禁止する旨のいかなる司法・行政機関等の判断等も存在しておらず、かつ、その具体的なおそれもないこと

本取引に関し、競争法上届出対象地域において、競争法上の許認可等(以下「本許認可等」といいます。)が取得され、(待機期間がある場合には)待機期間が経過(排除措置命令を行わない旨の通知を受領することを含みます。)していること。また、当該国又は地域の公正取引委員会その他の競争法に関する司法・行政機関等により、本取引の実行を妨げる措置又は手続がとられないことが合理的に見込まれていること

外国為替及び外国貿易法(昭和24年法律第228号。その後の改正を含みます。以下「外為法」といいます。)第27条第1項に定める届出につき、行政機関により本公開買付けの実行を妨げる措置又は手続が行われることなく同条第2項に定める期間(同項に従い短縮された場合は短縮された後の期間)が経過しているか又は本公開買付けに係る決済開始日までに経過することが合理的に見込まれていること

本株主間契約(下記「本公開買付け後の経営方針」に定義します。)、本ENEOS出資(下記に定義します。)に関するENEOS及び公開買付者との間の出資契約、並びに本GSSPC出資(下記に定義します。)に関するGSSPC及び公開買付者との間の出資契約が有効に締結され存続していること

GSSPC及びENEOSが、本基本契約に基づき本公開買付けの開始日までに履行又は遵守すべき義務が全て重要な点において履行又は遵守されていること(注2)

本基本契約に定めるENEOSの表明及び保証、乃木坂ホールディングスの表明及び保証、並びにエーテルホールディングスの表明及び保証が、いずれも重要な点において真実かつ正確であること(注2)

当社から、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(法第166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旨の確認が得られていること

(注2) 本基本契約に基づく義務、並びに表明及び保証に関する合意の具体的な内容及び詳細の詳細につきましては、下記「(7) 公開買付者と当社の株主との間における公開買付けへの応募に係る重要な合意に関する事項」をご参照ください。

そして今般、公開買付者は、競争法上届出対象地域のうち欧州において、欧州委員会から、2021年11月10日(現地時間)付で本公開買付けによる当社株式の取得(以下「本株式取得」という。)を承認する旨を決定する文書が発出され、2021年11月10日に当該文書を受領し、同日付で本株式取得の承認がなされたことを確認したことをもって、本前提条件がいずれも充足されたことを確認したことから、2021年11月11日、本公開買付けを2021年11月12日より開始することにしたとのことです。

公開買付者及びGSSPCは、本書提出日現在、当社株式を所有しておりませんが、ENEOSは、本書提出日現在、当社株式67,890,336株(所有割合(注3):57.01%)を所有し、当社を連結子会社としているとのことです。また、公開買付者は本公開買付期間の終了後、本公開買付けに係る決済開始日前に、以下のとおり、GSSPC及びENEOSからの出資(以下「本出資」といいます。)を受けることを予定しているとのことであり、本出資後はGSSPC及びENEOSが公開買付者の持分の全てを所有する予定とのことです。なお、その後の本組織変更(以下に定義します。)の結果、ENEOSが公開買付者の議決権の50.10%を取得し、GSSPCが公開買付者の議決権の49.90%を取得する予定とのことです。

(注3) 所有割合とは、当社が2021年11月11日に提出した「2022年3月期第2四半期報告書」(以下「当社四半期報告書」といいます。)に記載された2021年9月30日現在の発行済株式総数(119,401,836株)から、当社が2021年11月11日に公表した「2022年3月期第2四半期決算短信〔日本基準〕(連結)」(以下「当社四半期決算短信」といいます。)に記載された2021年9月30日現在の当社が所有する自己株式数(316,750株)を控除した株式数(119,085,086株)に対する割合(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とします。)をいいます。

なお、公開買付者関係者は、本取引として大要以下の各取引を実施することを予定しているとのことです。

<本取引の概要及びスキーム図>

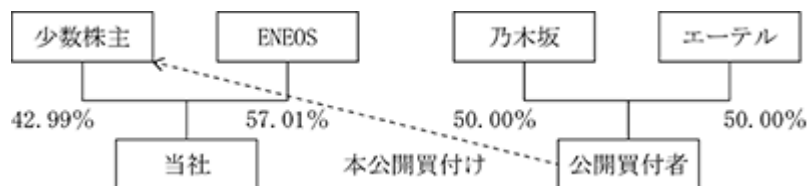
・本公開買付けの実施前

2021年11月11日時点において、ENEOSが当社株式67,890,336株(所有割合：57.01%)を所有しているとのことです。



・本公開買付け(2021年11月12日開始)

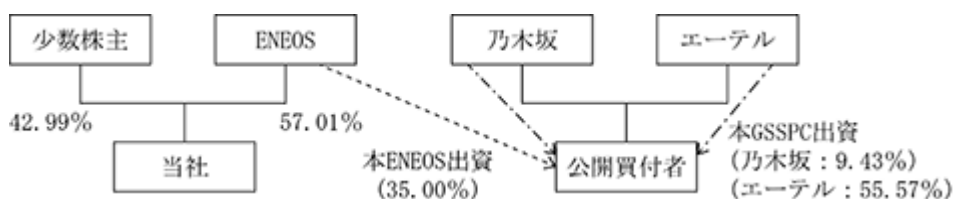
公開買付者は、当社株式の全て(但し、当社が所有する自己株式及びENEOSが所有する当社株式を除きます。)を対象に本公開買付けを実施するとのことです(当社株式1株当たりの本公開買付け価格は4,000円。)



・本公開買付けの実施後

本出資(2021年12月(予定))

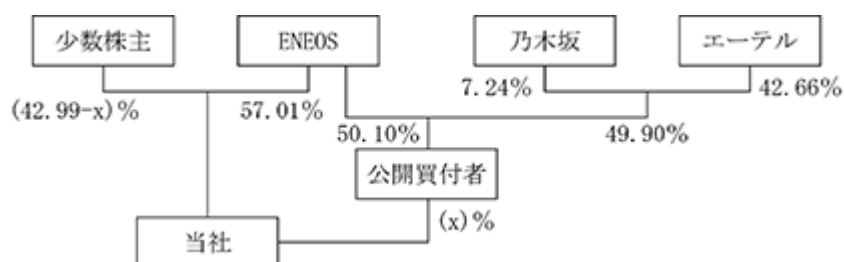
本公開買付け期間の末日後、本公開買付けの成立を条件として、本公開買付けに係る決済の開始までの間に本出資(以下、GSSPCによる公開買付者に対する出資を、「本GSSPC出資」、ENEOSによる公開買付者に対する出資を、「本ENEOS出資」といいます。なお、払込金額の総額は599億9900万円(そのうち、本GSSPC出資は総額389億9900万円、本ENEOS出資は総額210億円)であり、本出資及び本公開買付けの開始時点で既に公開買付者に対して出資済みの100万円も合算した本出資後におけるそれぞれの出資割合(小数点以下第三位を四捨五入。以下「本取引の概要及びスキーム図」における割合の計算において同じとのことです。)はGSSPC65.00%(そのうち、乃木坂ホールディングス9.43%、エーテルホールディングス55.57%)、ENEOS35.00%)を実施する予定であるとのことです。



本組織変更(2021年12月(予定))

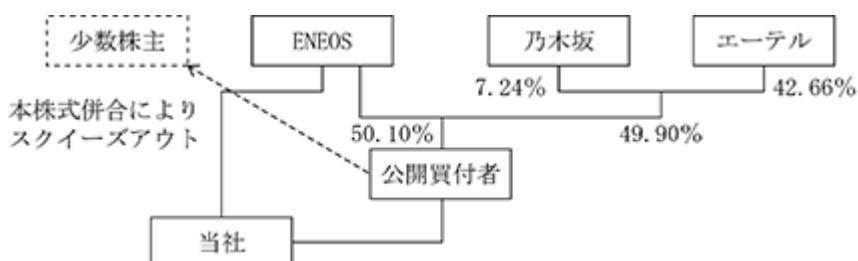
本公開買付けに係る決済の開始日後、本出資の実行を条件として公開買付者を合同会社から株式会社とする組織変更(以下「本組織変更」といいます。)を実施する予定であるとのことです。本組織変更においては、公開買付者は普通株式と同数の無議決権株式であるA種種類株式を発行し、GSSPC及びENEOSが、公開買付者の普通株式(持株割合：GSSPC49.90%(乃木坂ホールディングス7.24%、エーテルホールディングス42.66%)、ENEOS50.10%)及び無議決権株式であるA種種類株式(持株割合：GSSPC80.10%(乃木坂ホールディングス11.62%、エーテルホールディングス68.48%)、ENEOS19.90%)をそれぞれ取得し、その結果、ENEOSが保有する公開買付者の議決権割合は50.10%、GSSPCが保有する公開買付者の議決権割合は49.90%(乃木坂ホールディングス7.24%、エーテルホールディングス42.66%)となる予定であるとのことです。

なお、公開買付者又は当社が再上場を行うことを決定した場合、GSSPCは、ENEOSに対し、ENEOSが保有する公開買付者のA種種類株式の全部又は一部(発行済株式総数のうち最大9.95%に相当する数)を売り渡すことを請求できるとのことです(当該A種種類株式は、( )公開買付者若しくは当社が再上場を行うことを決定した場合、( )ENEOS若しくはGSSPCがその保有する公開買付者の普通株式を譲渡しようとする場合において、他方当事者(ENEOSにとってはGSSPC、GSSPCにとってはENEOSをいうとのことです。以下同じとのことです。)から当該普通株式を売り渡すよう請求を受けたとき、又は( )ENEOS若しくはGSSPCがその保有する公開買付者の普通株式を譲渡しようとする場合において、譲渡予定先との間で譲渡に係る契約を締結したときに、普通株式への転換が可能になるとのことです。そのため、公開買付者若しくは当社が再上場を行うことを決定した場合は、GSSPCは、公開買付者の発行済株式総数のうち最大9.95%に相当するA種種類株式をENEOSから買い取り、その後、A種種類株式を普通株式に1対1の割合で転換することができるとのことです。)



本株式併合(2022年2～3月(予定))

本出資の実行並びに本公開買付けの成立及び決済の完了を条件として、当社の株主を公開買付者及びENEOSのみとすることを目的として、下記「(5) 本公開買付け後の組織再編等の方針(いわゆる二段階買収に関する事項)」に記載の株式併合(以下「本株式併合」といいます。)を実施する予定とのことです。

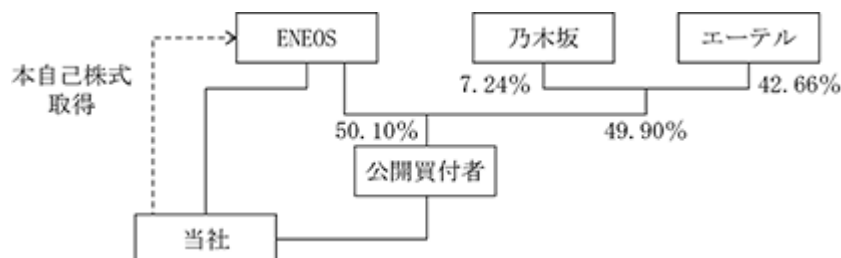


本自己株式取得(時期：未定)

本株式併合の完了後速やかにENEOSが所有する当社株式の全てを当社が取得する自己株式取得(以下「本自己株式取得」といいます。)を実施する予定とのことです(なお、本自己株式取得は、当社株式の上場廃止後に行われることとなり、この時点での当社株式は自社株公開買付け(法第27条の22の2)の対象となる「上場株券等」(法第24条の6第1項、金融商品取引法施行令(昭和40年政令第321号。その後の改正を含みます。)第4条の3)に該当しないため、公開買付けの方法によることなく実施される予定とのことです。)。本自己株式取得により、公開買付者が当社の全株式を所有し、当社を完全子会社化する予定とのことです。本自己株式取得における自己株式取得の対価(以下「本自己株式取得価格」といいます。)は、本株式併合前の1株当たり2,859円(本自己株式取得における自己株式取得の対価の総額は、194,098,470,624円とのことです。)とのことです。なお、本公開買付価格は4,000円ですが、本自己株式取得価格は、みなし配当の益金不算入規定が適用されることを考慮し、公開買付価格の最大化と株主間の公平性を両立させることができるとの検討結果を踏まえて、仮にENEOSが本公開買付価格による公開買付けに応募した場合の税引後手取り額と自己株式取得に応じた場合に得られる税引後手取り額が同等となる金額を基準にしたとのことです(注4)。

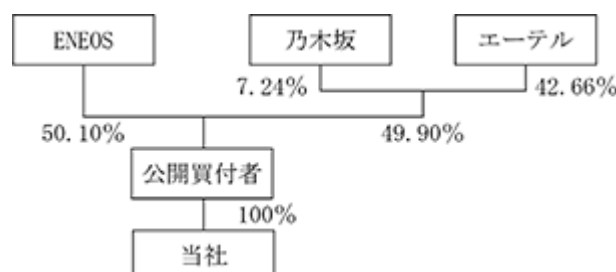
(注4) これらはENEOS及び当社の2021年3月期の財務数値等を参照した一定の前提に基づく2021年11月11日時点における試算であり、実際にENEOSが得られる税引後手取り額とは異なる可能性があるとのことです。また、当該試算は本自己株式取得価格の計算過程における端数処理等により誤差が生じ得るため、仮にENEOSが本公開買付価格による公開買付けに応募した場合の税引後手取り額と本自己株式取得に応じた場合に得られる税引後手取り額は完全に一致するとは限らないとのことです。

なお、本自己株式取得は、当社の分配可能額の範囲内で行われますが、公開買付者は、当社において本自己株式取得の対価として支払う現金の額及び当社の保有する現預金及び事業運営に要する現預金の水準等を勘案して、本公開買付けの成立後に、本自己株式取得に必要な資金を当社に貸し付ける予定とのことです。



本取引の実施後

以上の各取引の結果、当社は、公開買付者の完全子会社となるとのことです。



GSSPC及びENEOSは、本公開買付けの実施に際して、2021年9月7日付で、本取引に係る基本契約(以下「本基本契約」といいます。)を締結し、ENEOSが所有する当社株式の全て(67,890,336株、所有割合:57.01%、以下「本不応募株式」といいます。)について本公開買付けに応募しないこと、また、本株式併合の効力発生後に実施する予定の本自己株式取得に応じてENEOSが所有する当社株式の全てを売却すること等を合意しているとのことです。なお、本基本契約の詳細につきましては、下記「(7)公開買付者と当社の株主との間における公開買付けへの応募に係る重要な合意に関する事項」をご参照ください。なお、本取引においては、ENEOSに法人税法(昭和40年法律第34号。その後の改正を含みます。)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、当社の少数株主の皆様の利益を最大化させることを目的として、GSSPC及びENEOSは、本基本契約において、本不応募株式について、本株式併合の効力発生を条件として、当社によって実施される本自己株式取得によって売却することを合意したとのことです。

本公開買付けにおいて、公開買付者は、買付予定数の下限を11,499,700株(所有割合:(9.66%))と設定しており、本公開買付けに応じて応募された株券等(以下「応募株券等」といいます。)の総数が買付予定数の下限に満たない場合には、応募株券等の全部の買付けを行わないとのことです。他方、公開買付者は当社株式の非公開化を目的としていることから、買付予定数の上限は設定しておらず、応募株券等の総数が買付予定数の下限以上の場合には、応募株券等の全部の買付け等を行うとのことです。なお、買付予定数の下限は、当社四半期報告書に記載された2021年9月30日現在の当社の発行済株式総数(119,401,836株)から、当社四半期決算短信に記載された2021年9月30日現在の当社が所有する自己株式数(316,750株)を控除した株式数(119,085,086株)に係る議決権数(1,190,850個)の3分の2に係る議決権数である(793,900個)から、本不応募株式数(67,890,336株)に係る議決権数(678,903個)を控除した数である114,997個に、当社株式1単元(100株)を乗じた株式数(11,499,700株)に設定しているとのことです。これは、本取引において、公開買付者が当社を完全子会社化することを目的としており、本株式併合を実施する際には、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ているため、公開買付者及びENEOSが所有する当社株式によって当該要件を満たすことができるように設定したものであるとのことです。

公開買付者は、本公開買付けによって当社株式の全て(但し、当社が所有する自己株式及びENEOSが所有する当社株式を除きます。)を取得できなかった場合には、下記「(5)本公開買付け後の組織再編等の方針(いわゆる二段階買収に関する事項)」に記載のとおり、当社に対し、本公開買付けの成立後に、本取引の一環として本株式併合の実施を要請する予定とのことです。仮に公開買付者の所有する当社株式数を上回る数の当社株式を所有する株主が出現した場合には、公開買付者は、ENEOS等と協議の上、上記「本取引の実施後」に記載した本取引後の資本関係を実現すべく、対応する予定とのことです。なお、本株式併合の詳細につきましては、下記「(5)本公開買付け後の組織再編等の方針(いわゆる二段階買収に関する事項)」をご参照ください。

公開買付者は、本公開買付けに係る決済に要する資金を、株式会社みずほ銀行(以下「みずほ銀行」といいます。)、株式会社三井住友銀行、及び株式会社三菱UFJ銀行からの借入れ(以下「本公開買付決済資金借入れ」といいます。)並びに本出資により賄うことを予定しており、本公開買付けの成立等を条件として、本公開買付けに係る決済の開始日の前営業日までに、本公開買付決済資金借入れ及び本出資を受けることを予定しているとのことです。また、公開買付者は、本公開買付けが成立したものの本公開買付けにより当社株式の全てを取得できなかった場合には、当社に対し、本取引の一環として当社の株主を公開買付者及びENEOSのみとすることを目的として本株式併合の実施を要請する予定とのことです。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係る資金については、本公開買付決済資金借入れ及び本出資により賄うことを予定しているとのことです。

なお、本自己株式取得は、当社の分配可能額の範囲内で行われますが、公開買付者は、当社において本自己株式取得の対価として支払う現金の額及び当社の保有する現預金及び事業運営に要する現預金の水準等を勘案して、本公開買付けの成立後に、本自己株式取得に必要な資金を当社に貸し付ける予定であるとのことです。



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

( ) 当社の歴史

当社は、1934年2月、日本石油株式会社(現 E N E O S 株式会社)道路部と浅野物産株式会社道路部の事業を継承し、日本石油株式会社道路部の従業員及び両社道路部の機械装置類の一切を引継ぎ、資本金100万円をもって、「日本舗道株式会社」として、設立されました。当社株式は、1949年11月に東京証券取引所、1968年11月に証券会員制法人札幌証券取引所(以下「札幌証券取引所」といいます。)にそれぞれ上場し、本書提出日現在、東京証券取引所市場第一部及び札幌証券取引所にそれぞれ上場しております。

以降、逐次全国に支店、出張所を開設するなど社内体制の整備に努めるとともに、国土復興に伴う道路建設事業の一翼を担ってきました。特に1954年の第一次道路整備5箇年計画を契機に、以後事業所網の充実、技術力の向上、営業力の強化により舗装・土木及び製品販売の基幹事業の充実に努めました。1985年頃からは営業種目の拡大を図り、現在は、建築、不動産開発、環境並びにPFI事業等多方面にわたる積極的な営業活動を展開し、海外においても、中国、インド、タイ、ミャンマー、ベトナム、インドネシア、タンザニアに拠点を設けております。

2003年10月、商号を株式会社N I P P Oコーポレーションに変更し、新日石エンジニアリング株式会社の工事・エンジニアリング部門を吸収分割しました。また、2009年7月に商号を株式会社N I P P Oに変更し、2012年4月には、プラントエンジニアリング事業をJ Xエンジニアリング株式会社(現 レイズネクスト株式会社)に吸収分割して現在に至っております。

( ) 当事業の現況

当社は、現在、「わたしたちは確かなものづくりを通して豊かな社会の実現に貢献します」を企業理念として定め、これに基づき、株主や投資家、当社グループを取り巻くステークホルダーとの関係を築きつつ、「確かなものづくり」を通して社会基盤や、産業基盤等の形成に貢献するとともに、事業の発展と経営の安定を実現し、社会の信頼に応えられる企業経営を目指しております。

また、当社は、子会社235社、関連会社24社からなる企業グループとして建設事業、アスファルト合材等の製造・販売事業、開発事業及びその他の事業を展開しております。

(建設事業)

当社は、舗装土木工事及び建築工事を営んでおり、E N E O S 株式会社から工事の一部を受注しております。大日本土木株式会社(連結子会社)は建築・一般土木工事を、長谷川体育施設株式会社(連結子会社)は主としてスポーツ施設工事を、日舗建設株式会社(連結子会社)は一般土木工事を営んでおります。その他、連結子会社104社、非連結子会社19社、関連会社6社及び持分法適用会社1社が舗装・土木工事を営んでおります。当社を中心としつつ、各社とも独自の営業・施工を基本に事業展開しております。

(製造・販売事業)

当社は、国内全域のアスファルト合材、乳剤、その他舗装用材料の製造、販売を営んでおります。また、アスファルト合材の主材料であるアスファルトをE N E O S 株式会社から購入しております。株式会社フェアロードほか85社の連結子会社、その他の非連結子会社13社及び関連会社8社は、国内各地域を網羅する事業拠点として、アスファルト合材の製造、販売を営んでおります。

(開発事業)

当社はマンション分譲・賃貸等の不動産開発事業を営んでおります。芦ノ湖スカイライン株式会社(連結子会社)は自動車道運営事業を営んでおります。

(その他の事業)

当社は建設機械等のリース、ゴルフ場及びホテル事業、PFI事業及びその他の事業を営んでおります。株式会社MECX(連結子会社)及び関連会社2社は建設機械及び車両のリース、販売、製造、修理等を営んでおります。連結子会社1社はPFI事業、非連結子会社1社がゴルフ場及びホテルの運営、関連会社1社が土壌調査事業、非連結子会社5社及び関連会社6社がその他の事業を営んでおります。

( ) 当社の事業環境及び主な取り組み

2021年3月期の当社グループ業績は、売上高4,457億円(前期比103.9%)、経常利益468億円(前期比122.4%)、当期純利益311億円(前期比131.7%)となり、増収増益の決算となりました。具体的には、過年度における大型工事の受注案件が売上高増に繋がるなど各種の採算改善要因が反映された決算となりました。一方、昨年度来の新型コロナウイルス感染拡大による景気後退の影響は各方面に現れてきており、当社においても建設業における民間工事の発注延期が相次ぐなど影響を受けております。また、原油高による原材料価格上昇等もあり、厳しい事業環境に置かれております。

このような現下の事業環境の中、当社グループは、2018年5月に「中長期経営ビジョン」(2018年～2030年度)(注5)を策定し、これに従い、「将来にわたり安定的な成長」を目指した取組みを継続しております。「中長期経営ビジョン」においては、次の主要課題に注力することとしております。

(注5) 上記「中長期経営ビジョン」の内容につきましては、当社が2018年5月21日付で公表しました「『中長期経営ビジョン』説明会2018年度～2030年度」をご参照ください。

(a) 中核(舗装土木工事、製品)事業の国内収益基盤の一層の強化

国内建設市場の拡大が期待できない事業環境下にあっても、当社グループの最大収益部門である中核(舗装土木工事、製品)事業(以下「中核事業」といいます。)においては、日本全国に展開する事業拠点及びグループ会社を確実に機能させ、国内における収益力強化に努めます。

(b) 中核事業の海外(グローバル)への展開

「中長期経営ビジョン」においては、現在200億円規模の海外事業売上高を800億円にまで拡大させる計画としております。その中で、特に「東南アジア地域における製品事業」の展開に注力することとしております。具体的には、東南アジア地域における舗装工事は、今後成長が見込まれるため、各国各地域の舗装工事中心に経営している地元建設会社との提携を強化すること等により、中核事業の海外における事業展開の拡大に取り組んでおります。

( ) 公開買付者関係者による検討

ゴールドマン・サックスは、主要な業務の1つとして投資銀行業務を行っており、国内外の様々なクライアントに対して、M&A、資金調達、リスクマネジメント等のサービスを提供しているとのことです。2019年6月28日付で経済産業省より「グループ・ガバナンス・システムに関する実務指針」が公表されるなど、上場子会社のガバナンス体制の公正性・透明性がより一層要請される中で、ゴールドマン・サックスは、ENEOSと上場子会社である当社の株式のあり方について様々な意見交換をしたとのことです。当該意見交換の内容はENEOSによる当社の完全子会社化を含めて多岐にわたったとのことですが、下記のENEOSにおける当社株式を保有する意義との兼ね合いで、意見交換の域を越えず、議論は進展しなかったとのことです。同時に、ゴールドマン・サックスは、当社の事業内容や成長戦略、意向も把握すべく、当社とも意見交換を重ねてきたとのことです。なお、ゴールドマン・サックスによるENEOS及び当社との意見交換は、ゴールドマン・サックスの投資銀行部門の通常の営業活動の一環として行われたものであり、ゴールドマン・サックスはENEOS及び当社に対して何らアドバイスを提供していないとのことです。

ゴールドマン・サックスは、「One Goldman Sachs」という事業戦略のもと、部門間の連携を強化し、クライアントのニーズを最大限満たせるよう、より総合的なサービスを提供できる体制を整えているとのことです。そのような体制下、ENEOS及び当社を取り巻く経営環境を踏まえ、ゴールドマン・サックスは、投資銀行部門と投資業務及び資産運用業務等を提供するマーチャント・バンキング部門との連携により、ゴールドマン・サックスの資本参加を通して当社を非公開化した上で、ゴールドマン・サックスの持つグローバル・ネットワークや不動産開発事業におけるノウハウを提供することにより、より効果的に、海外事業や不動産開発事業の拡大等を含め、より中長期的な視点から柔軟かつ迅速な経営判断を行うことが当社の考えるビジョンの実現については当社の企業価値の向上に資するとの考えに至ったとのことです。

一方、ENEOSにおいては、上場子会社について、グループ全体の企業価値向上や資本効率性の観点から、上場子会社として維持することが最適であるか定期的に点検をすることとしており、親子上場に該当する当社との資本関係の在り方についても、中長期的な事業ポートフォリオ戦略及びガバナンス体制の強化の観点から、継続的にあるべき姿の検討を進めていたとのことです。

このような背景のもと、ゴールドマン・サックスは、2021年2月上旬にENEOSに対して当社の資本関係に関する戦略的な選択肢のひとつとして、ENEOSと当社の親子関係を維持しながら、ENEOSと共同で当社を非公開化する提案を行ったとのことです。なお、ゴールドマン・サックスは、それまでの様々な意見交換を通して、ENEOSによる当社保有持分を低下させ、経営資源を成長事業の育成に一層振り向ける一方で、当社の事業における公共性や当社従業員への配慮を含む経営の安定性の観点から、当社が非公開企業であり続ける間はENEOSが親会社であることが、ENEOSと当社の双方にとって意義を有すると認識するようになり、それらを考慮したスキームが肝要であるとの理解に至ったことから、前述のとおり、ENEOSと当社の親子関係を維持しながら、ENEOSと共同で当社を非公開化する提案を行ったとのことです。

ENEOSは、2019年5月に発表した「2040年グループ長期ビジョン」において、中長期的に育成・促進する成長事業として、石油化学品事業・素材事業・環境対応型事業・地域サービス事業・次世代型エネルギー供給事業の5つを掲げており、ゴールドマン・サックスからの提案を検討するにあたっては、これらの成長事業と当社の事業との間でのさらなる相乗効果の可能性や、他社との提携等による企業価値向上の可能性を見極めた上で、その判断を行うことが必要と考えていたとのことです。ENEOSは、環境対応型事業・地域サービス事業・次世代型エネルギー供給事業などの分野を中心に、さらなる相乗効果が期待できる事業の有無や、他社との提携の進捗等を確認してきましたが、大きな効果を期待できるテーマは存在しないと判断するに至ったとのことです。これに伴い、ENEOSは、当社との親子上場の解消について具体的な検討を進めることを判断したとのことです。

なお、ENEOSは、この判断に至るまでに、親子上場解消の手段として、完全子会社化の選択肢についても検討したとのことですが、ENEOSと当社との間には、アスファルト等の取引関係はあるものの、事業領域の重複が限定的であることに加え、当社の主たる事業である国内公共事業・インフラ工事業について、完全子会社化によるENEOS主導での当社の企業価値向上の実現は困難であると判断したとのことです。その中で、ENEOSは、複数の証券会社等より、当社に関する提案を非公式に受けてきたとのことですが、それらの提案内容は、いずれも当社の完全子会社化又は当社議決権の過半数の取得を前提としたものであり、ENEOSの利益と当社の価値向上とを同時に満たすものではなかったとのことです。一方、ゴールドマン・サックスの提案は、ENEOSの経営資源を成長事業の育成に一層振り向けながら、ENEOSと当社双方の持続的な成長を担保し、かつ親子上場に伴う親会社と少数株主の利益相反の可能性の回避、成長戦略の立案、経営陣の意思決定の柔軟化・迅速化に資するものであり、ENEOSとしても、ゴールドマン・サックスのグローバル・ネットワークや不動産開発に係る知見の活用等を通して、当社の更なる企業価値向上が可能になるものと考え、ゴールドマン・サックスとの対話を継続したとのことです。

その後、ブロードストリートインベストメンツジャパン合同会社(注6)は、公開買付者関係者及び当社から独立したリーガル・アドバイザーとしてアンダーソン・毛利・友常法律事務所外国法共同事業(以下「アンダーソン・毛利・友常法律事務所」といいます。)を、公開買付者関係者及び当社から独立した会計・税務アドバイザーとして株式会社KPMG FAS及び株式会社KPMG税理士法人を、ENEOS及び当社から独立した財務アドバイザーとしてゴールドマン・サックス証券株式会社を2021年2月下旬にそれぞれ選任の上、本取引に関する具体的な検討を進めてきたとのことです。他方、ENEOSはゴールドマン・サックスからの提案を受けて、公開買付者関係者及び当社から独立した財務アドバイザーとして三菱UFJモルガン・スタンレー証券株式会社を2021年4月下旬に、公開買付者関係者及び当社から独立した法務アドバイザーとして西村あさひ法律事務所を2021年4月下旬に選任の上、当社の資本関係に関する戦略的選択肢について初期的検討を行ったとのことです。

(注6) ブロードストリートインベストメンツジャパン合同会社は、ゴールドマン・サックスによる投資の目的で日本法に基づき組成された合同会社であり、ザ・ゴールドマン・サックス・グループ・インクが間接的にその持分の全てを保有しているとのことです。

ENEOS及びゴールドマン・サックスは、2021年4月16日に、当社に対して本取引の可能性についての初期的な説明を行ったとのことです。さらに、上記のような検討を経て、ゴールドマン・サックスは、2021年6月22日に当社に対する初期的提案を行うことをENEOSに申し入れた(以下、かかる申入れを「本初期的提案申入れ」といいます。)とのことです。ゴールドマン・サックス及びENEOSは、当社の今後のさらなる成長及び企業価値向上を実現するためには、当社を共同で非公開化した上で、既存事業の収益力強化やスピードと規模を伴った事業拡大に加え、海外事業や不動産開発事業の拡大等を含めた、より中長期的な視点から柔軟かつ迅速な経営判断を行える環境を整えた上で、社内に限らず、社外の経営資源も活用しながら戦略的な施策を着実に実行できる体制を構築することが必要であるとの考えに至ったことから、本取引について具体的に検討を進めることに合意し、2021年6月28日に、当社に対して連名で初期的な提案書(以下「本初期的提案書」といいます。なお、本初期的提案書の内容は、本初期的提案申入れと同一の内容とのことです。)を提出したとのことです。本初期的提案書においては、GSSPCとENEOSが出資する特別目的会社による現金を対価とした公開買付け及びその後のスクイーズアウト、さらに当社によるENEOS保有の当社株式の自己株式取得を経て、当社をENEOS連結子会社のまま非公開化することを想定した取引手法を提案したとのことです。なお、当該取引手法に関し、本初期的提案書提出時においては自己株式取得価格自体について検証段階であったとのことです。ENEOSにおいてみなし配当の益金不算入規定が適用できることが見込まれていたため、上記のように自己株式取得を活用するスキームを採用することにより公開買付価格を高く設定し、当社の少数株主の皆様の利益拡大にも資することを考慮したとのことです。ゴールドマン・サックスは、自己株式取得を活用するスキームは同種事案において既に何度も活用されている手法であるところ、上記の2021年4月16日に当社に対して本取引の可能性についての初期的な説明を行うことに先立ち、かかる自己株式取得を用いたスキームのアイデアを一つの選択肢としてENEOSに提示したとのことです。その後ENEOSは、継続的に検討を進める中、本初期的提案申入れにも当該スキームが示されていたため、さらに検討を進めた結果、2021年7月26日に実施した当社への提案に際して自己株式取得を活用するスキームを採用することを決定したとのことです。

本初期的提案書の提出以降、ゴールドマン・サックス及びENEOSは、本取引に向けた具体的な検討を開始したとのことです。その一環として、本取引の実現可能性の精査のために、デュー・ディリジェンスを2021年6月30日から2021年8月6日まで実施するとともに、並行して、当社との間で、本取引や本取引後の経営体制・事業方針、その他本取引における諸条件等についての協議・検討を重ねてきたとのことです。なお、当該協議・検討の中には、本出資及び本組織変更に関する内容も含まれているとのことです。具体的には、本出資については、当社の非公開化後の運営と企業価値の向上を図る観点から、借入れ割合を踏まえた本出資の総額、当社とENEOSとの親子関係や当社の通常業務運営にも配慮したGSSPCとENEOSとの議決権割合、ENEOSとGSSPCの出資時期がゴールドマン・サックスとENEOSとの間で協議されたとのことです。また、将来において株式会社である当社と公開買付者の合併の可能性を確保するため、公開買付者を合同会社から株式会社に変更する本組織変更の必要性も確認されたとのことです。

その結果、公開買付者は、当社を非公開化することが、親子上場に伴う親会社と少数株主の利益相反の可能性の回避、成長戦略の立案、当社経営陣の意思決定の柔軟化・迅速化に資するものであり、当社を取り巻く事業環境の変化に対応し、当社の企業価値向上に資する最善の方策であるとの考えに至ったとのことです。具体的には、ゴールドマン・サックス及びENEOSは、当社が大きな事業戦略課題と認識する新たな成長の柱の構築に向けて、主に以下の2点において様々な支援を行うことにより、成長戦略を一段と加速させることを企図しているとのことです。

## (a) 海外事業

アスファルト合材において高い技術力を有する当社にとって、特に東南アジア地域におけるアスファルト合材市場への進出・拡大は、国内のアスファルト市場が縮小傾向にある中、新たな成長市場にビジネスを展開していくという点において重要な事業戦略の1つです。一方で、国内中心の当該事業基盤を海外に広げるためには、各海外市場における業界構造及び商慣習の把握、現地事業パートナーとの組み方や各種M&A戦略の検討等、検討する事項は多岐にわたります。ゴールドマン・サックス及びE N E O Sはグローバルにおける金融/投資/事業会社としてのネットワーク及び知見を最大限生かし、当社の成長戦略をサポートしていきます。特に、ゴールドマン・サックスは、グローバルにおける道路舗装・アスファルト関連事業への投資経験や世界トップのM&A実績を保有しており、当社の描く海外事業拡大の実現に向けて、強く後押しする予定です。

## (b) 不動産開発事業

当社の不動産開発事業は過去5年間会社全体の平均を上回る営業利益率で安定的に利益貢献する等堅調な業績を上げておりますが、アセットクラスの多様化や規模の拡大、資金調達方法の最適化といった、さらなる拡大・改善の余地があります。ゴールドマン・サックスは、不動産開発事業においてグローバルで30年以上において累計500億米ドル以上の投資実績があり、当社の事業拡大に向けて同業者としての知見・ノウハウ及び案件情報の共有を行う予定です。当社とゴールドマン・サックスは、ターゲットとするアセットクラスに大きな重複が無いため、補完関係があり、両社による共同投資や情報交換を通じた事業拡大等、当社の事業基盤強化に向けた連携を進めることが考えられています。

また、公開買付者関係者は、2021年7月下旬以降、本公開買付価格について、当社との間で、複数回にわたる協議・交渉を重ねてきたとのことです。具体的には、公開買付者関係者は、開示されている当社の財務情報等の資料及び当社に対して実施したデュー・ディリジェンスの結果、並びに公開買付者における当社の市場株価推移の分析、類似上場会社との比較分析等、本取引と類似の取引において一般的に採用される株式価値評価手法を用いた分析の結果を踏まえ、2021年7月26日に当社に対して、本公開買付価格を1株当たり3,600円とすること、また、本取引の対外公表日を2021年8月24日とすることを提案したとのことです。なお、2021年7月26日時点では、本自己株式取得価格については公開買付者関係者間で検証中であったことから、具体的な提案はしていなかったとのことです。

その後、公開買付者は、2021年8月3日に当社の特別委員会(下記「(6) 本公開買付価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置」の「当社における独立した特別委員会の設置」参照)から、当社の企業価値を十分に反映したものと評価できず、また、「公正なM&Aの在り方に関する指針」が公表された2019年6月28日以降の支配株主による非公開化を意図した公開買付事例におけるプレミアムの水準等に鑑み少数株主にとって十分な水準にあるとも評価できないものとして、公開買付価格の再考及び十分な協議・検討期間を確保することを目的とした本取引のスケジュールの再検討を要請されたことを踏まえ、2021年8月5日に本公開買付価格を1株当たり3,800円とすること、また、本取引の対外公表日を2021年9月7日とすることを再提案したとのことです。これに対して、2021年8月6日に特別委員会から、当社の企業価値及び少数株主の利益に鑑み十分な水準にあるとは評価できないことを理由に、公開買付価格の再検討を再度要請されたことを踏まえ、公開買付者は、2021年8月12日に本公開買付価格を1株当たり3,850円とすること、また、本自己株式取得価格については、みなし配当の益金不算入規定が適用されることを考慮し、仮にE N E O Sが本公開買付価格による公開買付けに応募した場合の税引後手取り額と自己株式取得に応じた場合に得られる税引後手取り額が同等となる金額を基準とすることを提案したとのことです。その後さらに、2021年8月18日に特別委員会から公開買付価格を含む提案内容の再検討を要請されたことを踏まえ、公開買付者は、2021年8月23日に本公開買付価格を1株当たり3,900円とすること、また、本自己株式取得価格については、2021年8月12日の提案時と同様の算定基準に則り、1株当たり2,790円とすることを提案したとのことです。これに対して、2021年8月26日に特別委員会から公開買付価格を1株当たり4,000円とすることの検討を要請されたことを踏まえ、公開買付者は2021年8月30日に本公開買付価格を1株当たり4,000円とすること、また、本自己株式取得価格については、2021年8月12日の提案時と同様の算定基準に則り、1株当たり2,859円とする旨の最終提案を行ったとのことです。なお、本公開買付価格(1株当たり4,000円)は、E N E O Sによる上場子会社に関する選択肢の検討についての観測報道があった2021年6月11日の前営業日である2021年6月10日の株価3,010円に対して32.9%、2021年6月10日までの過去1ヶ月間(2021年5月11日から2021年6月10日まで)の終値単純平均値2,921円に対して36.9%、過去3ヶ月間(2021年3月11日から2021年6月10日まで)の終値単純平均値2,984円に対して34.1%、過去6ヶ月間(2020年12月11日から2021年6月10日まで)の終値単純平均値2,885円に対して38.7%のプレミアムを加えた価格となっており、公開買付者は、これらのプ

レミアム水準も勘案した上で最終提案をしたとのことです。

当該協議・交渉の結果、公開買付者関係者及び当社は、2021年9月7日、本公開買付価格を1株当たり4,000円、本自己株式取得価格を1株当たり2,859円とすることで合意に至りました。なお、公開買付者によれば、本自己株式取得価格は、みなし配当の益金不算入規定が適用されることを考慮し、公開買付価格の最大化と株主間の公平性を両立させることができるとの検討結果を踏まえて、仮にENEOSが本公開買付価格による公開買付けに応募した場合の税引後手取り額と自己株式取得に応じた場合に得られる税引後手取り額が同等となる金額を基準としたとのことです。そこで、GSSPCとENEOSは2021年9月7日付で、本基本契約及び本株主間契約を締結し、本前提条件が充足されていること(又はGSSPC及びENEOSによって放棄されていること)を条件に、本取引の一環として、公開買付者が当社株式の全て(但し、当社が所有する自己株式及びENEOSが所有する当社株式を除きます。)を対象として本公開買付けを実施することを決定したとのことです。

そして今般、公開買付者は、競争法上届出対象地域のうち欧州において、欧州委員会から、2021年11月10日(現地時間)付で本株式取得を承認する旨を決定する文書が発出され、2021年11月10日に当該文書を受領し、同日付で本株式取得の承認がなされたことを確認したことをもって、本前提条件がいずれも充足されたことを確認したことから、2021年11月11日、本公開買付けを2021年11月12日より開始することにしたとのことです。

なお、2021年9月28日付でENEOSはオアシス・マネジメント・カンパニー・リミテッド(以下「オアシス」といいます。)から、パートナーの再考及び当社株式のためにより高い公開買付価格を要請する書簡(注7)を受領したとのことです。しかしながら、ENEOSとしては、ENEOSと当社にとっての企業価値向上の観点から既に十分な検討を行った上で本取引に係る合意・公表に至っており、ゴールドマン・サックスの持つグローバル・ネットワークや不動産開発事業におけるノウハウ提供による効果的な海外事業や不動産事業の拡大等を含め、より中長期的な視点から柔軟かつ迅速な経営判断を行うことが当社の考えるビジョンの実現、ひいては当社の企業価値向上に資するとの考えに至り、ゴールドマン・サックスが最適なパートナーであると判断したこと、また、ENEOSは売り手及び買い手の両方の側面を有しており、当社の少数株主のみならずENEOSの株主も含めて合理的な価格を検討する立場にある中で本公開買付価格を決定したことから、2021年10月中旬に再検討の必要はないと判断したとのことです。また、2021年10月25日付で公開買付者とENEOSは特別委員会からそれぞれ質問状を受領したとのことです。当該質問状において、ENEOSは、ゴールドマン・サックス以外の潜在的な候補先の検討状況について改めて確認を求められたとのことです。これに対し、ENEOSは、ゴールドマン・サックスの持つグローバル・ネットワークや不動産開発事業におけるノウハウ提供による効果的な海外事業や不動産事業の拡大等を含め、より中長期的な視点から柔軟かつ迅速な経営判断を行うことが当社のビジョンの実現、ひいては当社の企業価値向上に資するとの考えに至り、今回のスキームを提案したゴールドマン・サックスが最適なパートナーであると判断した旨を2021年10月27日付で回答したとのことです。ENEOSがこの考えに至った背景としては、当社事業の公共性等を踏まえれば、当面の間はENEOSが当社の親会社であることが当社の経営の安定性の観点からも望ましい一方で、ENEOSと当社の事業領域の重複は限定的であり、ENEOSが単独で当社の企業価値向上を実現することは難しいとの判断をしたことが挙げられるとのことです。ENEOSは、ゴールドマン・サックスから本初期的提案申入れを受けた2021年6月22日以前に、複数の証券会社等より、当社に関する完全子会社化又は議決権の過半数の取得の提案を非公式に受けたものの、いずれの提案も価格を含めた具体的な条件協議には至らなかったとのことです。また、それらの提案は、いずれもENEOSが直ちに当社の親会社ではなくなることを前提とするものだったため、ENEOSの利益と当社の企業価値向上とを同時に満たすものではなかったとのことです。一方、公開買付者は、当社の市場株価が本公開買付価格を上回って推移している中における本公開買付けの成立見込みや本公開買付価格の変更の有無、及びマジョリティ・オブ・マイノリティ条件の設定について、2021年9月7日にENEOSが公表した「子会社株式に対する公開買付け等に係る基本契約の締結に関するお知らせ」に記載のとおり、「マジョリティ・オブ・マイノリティの下限を設定すると、本公開買付けの成立を不安定なものとし、かえって本公開買付けに応募することを希望する少数株主の皆様の利益に資さない可能性もある」との判断に変更はないという理解でよいかについて確認を当社の特別委員会から求められたとのことです。当該特別委員会の質問は「現在、当社の市場株価が公開買付価格である4,000円を上回って推移している状況にあります。貴社としての公開買付けの成立見込みをご教示下さい。また、現状の想定として、公開買付価格に関して変更の予定がないかどうかご教示下さい。」というものだったとのことです。その後、公開買付者は、本公開買付価格は、上場以来の最高水準で推移している当社株式の株価に対して十分なプレミアムを付した価格であり、当社の少数株主に対して合理的かつ魅力的な株式売却の機会を与えることから少数株主の利益に資する点及び当該状況と当社の株主構成を踏まえて十分な応募が集まると考えている旨、並びにマジョリ

ティ・オブ・マイノリティ条件について、引き続き下限の設定は本公開買付けの成立を不安定なものとし、本公開買付けに応募することを希望する少数株主の皆様の利益に資さない可能性があると考えている旨の回答を2021年11月2日付で行い、双方協議をしたとのことです。その上で、当社の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への応募を推奨する旨の決議を行ったことを確認したため、本公開買付けの開始を決定するに至ったとのことです。

(注7) ENEOSがオアシスより受領した書簡において、一部報道にて言及された指摘(積極的なマーケット・チェックの未実施、マジョリティ・オブ・マイノリティ条件が設定されていないこと、独立社外取締役の独立性懸念、企業価値算定に関する問題点)を受けた事実はないとのことです。

#### 本公開買付け後の経営方針

これまで当社は、長年に亘り業界トップシェアを誇り、また、競争を凌ぐ技術力と信頼性の証左として、選定基準がより厳しい公共セクターの受注をより多く獲得するなど、国内において確固たる地位を築き上げてきました。本取引完了後、公開買付者関係者は、当社が業界屈指の技術力や事業基盤による実績や地位、並びに顧客との信頼関係等を活かしつつ、ゴールドマン・サックスが有するグローバルでのフランチャイズに基づくサポートの提供、具体的には当社が掲げる海外展開戦略において、主要市場の業界を俯瞰した上で海外現地企業の買収や業務提携に向けたサポート、また、ゴールドマン・サックスの開発・投資実績を活かし、不動産や物流施設、有料道路等大規模で多岐にわたるアセットクラスを対象とした開発サービスの提供等により、当社のさらなる企業価値向上を図っていくとのことです。

また、本取引後の適切な当社の経営体制を構築することを目的として、本株式併合後、新たに公開買付者関係者が指名する者を当社の取締役に就任させることを予定しているとのことです。具体的な取締役の候補者その他の経営体制の詳細については現時点では未定とのことです。今後当社と協議しながら、当社の取締役についてはENEOS及びGSSPCがそれぞれ4名ずつ指名する予定であるとのことです。

また、GSSPC及びENEOSは、本取引を通じて当社の企業価値向上が実現した後、当社株式の再上場を行うことを基本方針としているとのことです(再上場の時期や条件については、現時点では具体的な想定はなく、その目標や方針も未定とのことです)。

なお、下記「(7) 公開買付者と当社の株主との間における公開買付けへの応募に係る重要な合意に関する事項」の「本株主間契約」に記載のとおり、GSSPC及びENEOSは、2021年9月7日付で、株主間契約(以下「本株主間契約」といいます。)を締結しており、公開買付者の取締役の員数を2名とし、ENEOSとGSSPCがそれぞれ1名ずつ指名できること、及び、当社の取締役の員数を8名とし、ENEOSとGSSPCがそれぞれ4名ずつ指名できること、その他公開買付者及び当社の運営等に関する事項について同意しているとのことです。詳細については、下記「(7) 公開買付者と当社の株主との間における公開買付けへの応募に係る重要な合意に関する事項」の「本株主間契約」をご参照ください。

#### 当社が本公開買付けに賛同するに至った意思決定の過程及び理由

##### ( ) 検討体制の構築の経緯

当社は、2021年4月16日にENEOS及びゴールドマン・サックスから本取引の可能性についての初期的な説明を受け、その後、2021年6月28日にENEOS及びゴールドマン・サックス証券株式会社から本初期的提案書を受領しました。これらを受けて、当社は、複数の財務アドバイザー及び法務アドバイザーの候補者の専門性・実績等を検討の上、2021年5月下旬には当社の財務アドバイザーとしてみずほ証券株式会社(以下「みずほ証券」という。)を、2021年6月上旬には当社の法務アドバイザーとして森・濱田松本法律事務所をそれぞれ選任する方針で検討を開始し、2021年7月5日開催の当社取締役会において、これらのアドバイザーを特別委員会の承認を得ること等を条件として選任する旨決議いたしました。そして、当社はENEOSの連結子会社であり、本基本契約に基づき行われる本公開買付けに対する意見表明を含む本取引が支配株主との重要な取引等に該当し得ること、また、本取引には構造的な利益相反の問題及び情報の非対称性の問題が典型的に存し得ることに鑑み、本取引の公正性を担保するため、森・濱田松本法律事務所の助言を踏まえ、直ちに、公開買付者関係者及び当社から独立した立場で、当社の企業価値の向上及び当社の少数株主の皆様利益の確保の観点から、本取引の是非並びにその取引条件の妥当性及び手続の公正性に係る検討及び判断を行うための体制の構築を開始いたしました。

具体的には、当社は、下記「(6) 本公開買付けの公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置」の「当社における独立した特別委員会の設置」に記載のとおり、2021年6月下旬から当社の独立社外取締役から構成される特別委員会の設置に向けた準

備を進めました。その上で、2021年6月28日付でE N E O S及びゴールドマン・サックスから本初期的提案書を受領した後速やかに開催した2021年7月5日の当社取締役会における決議により、木村孟(当社独立社外取締役、独立行政法人大学改革支援・学位授与機構顧問)、上田宗央(当社独立社外取締役、株式会社プロフェッショナルバンク代表取締役会長等)、及び柏原孝(当社独立社外取締役、株式会社内田洋行特別顧問)の3名から構成される特別委員会(当該特別委員会の設置等の経緯、検討の経緯及び判断内容等については、下記「(6)本公開買付価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置」の「当社における独立した特別委員会の設置」をご参照ください。)を設置し、特別委員会に対し、当社の企業価値の向上に資するか否かの観点から、本取引の目的は合理的であるか、当社の少数株主の利益を図る観点から、本取引は、(a)取引条件の妥当性及び(b)手続の公正性が確保されているか、上記及びの検討・判断の結果も踏まえ、当社取締役会に対し、本取引の実施に係る決定を行うことを勧告するか、並びに上記及びの検討・判断の結果も踏まえ、当社(当社取締役会を含みます。)が本取引の実施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ないか(以下、これらを総称して「本諮問事項」といいます。)について諮問し、当社取締役会に意見を述べるよう要請いたしました。なお、当該決議においては、本取引の実施に係る決定には、( )本公開買付けに賛同の意見を表明し、当社株主に対して本公開買付けへの応募を推奨する旨の決定、及び( )本取引の一環として本公開買付け後に行われる当社の非公開化の手続に係る決定を含むものとされており、

また、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すること、及び特別委員会が本公開買付けを含む本取引の目的又は取引条件若しくは手続が妥当でないとして判断した場合には、本取引の実施に係る決定をしないこととすることを決議しております。加えて、当社取締役会は、特別委員会に対し、( )公開買付者との間で行う交渉の過程に実質的に関与すること(当該交渉の状況の報告を受け、必要に応じて、公開買付者との交渉方針に関して指示又は要請を行うこと、及び自ら公開買付者と交渉を行うことを含むものとされており、)、( )本諮問事項について検討するにあたり、当社の財務又は法務等に関するアドバイザーを指名又は承認(事後承認を含むものとされており、)すること、また、必要に応じて、特別委員会自らの財務又は法務等に関するアドバイザーを選任すること(この場合の費用は当社が負担するものとされており、)、( )当社の役職員から本取引に関する検討及び判断に必要な情報を受領することについて権限を付与すること、並びに( )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について権限を付与する旨を決議しております(当該取締役会における決議の方法については、下記「(6)本公開買付価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置」の「当社における独立した特別委員会の設置」をご参照ください。)

特別委員会は、下記「(6)本公開買付価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置」の「当社における独立した特別委員会の設置」に記載のとおり、上記の権限に基づき、当社の財務アドバイザー及び第三者算定機関であるみずほ証券並びに当社の法務アドバイザーである森・濱田松本法律事務所について、その独立性及び専門性に問題がないことを確認の上、その選任を承認しております。また、特別委員会は、下記「(6)本公開買付価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置」の「当社における独立した特別委員会の設置」に記載のとおり、上記の権限に基づき、2021年7月20日、その独立性及び専門性を確認の上、独自の財務アドバイザー兼第三者算定機関として山田コンサルティンググループ株式会社(以下「山田コンサル」といいます。)を選任する旨を決定しております。

なお、当社は、下記「(6)本公開買付価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置」の「当社における独立した検討体制の構築」に記載のとおり、公開買付者関係者から独立した立場で、本取引に係る検討、交渉及び判断を行うための体制(本取引に係る検討、交渉及び判断に関与する当社の役職員の範囲及びその職務を含みます。)を当社の社内に構築するとともに、かかる検討体制に独立性の観点から問題がないことについて特別委員会の承認を受けております。

#### ( )検討・交渉の経緯並びに判断内容

上記( )の検討体制を構築した上で、当社は、みずほ証券から当社株式の価値算定結果に関する報告、公開買付者関係者との交渉方針に関する助言その他の財務的見地からの助言を受けるとともに、森・濱田松本法律事務所から本取引における手続の公正性を確保するための対応についてのガイダンスその他の法的助言を受け、これらを踏まえ、本取引の是非及び取引条件の妥当性について慎重に検討を行ってまいりました。

特別委員会は、下記「(6)本公開買付価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措



置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置」の「 当社における独立した特別委員会の設置」の「( )本答申書提出までの検討の経緯及び判断内容」のとおり、2021年7月26日にゴールドマン・サックス及びE N E O Sから本公開買付け価格を1株当たり3,600円とすることを含む最初の提案を受領して以降、公開買付け関係者との間で、本公開買付け価格を含む本取引に係る取引条件について継続的に協議及び交渉を行ってまいりました。具体的には、特別委員会は、上記2021年7月26日の提案に対し、2021年8月3日、公開買付け価格の引上げを要請するとともに、当社の企業価値の向上及び少数株主の利益保護の観点から十分な検討期間を確保するため本取引のスケジュールを再検討するよう要請しました。そして、これを受け、公開買付け関係者は、2021年8月5日に本公開買付け価格を1株当たり3,800円とすること、また、本取引の対外公表日を2021年9月7日とすることを再提案しました。これに対し、特別委員会は、同月6日、改めて公開買付け価格の再検討を要請したところ、公開買付け関係者は、同月12日には本公開買付け価格を1株当たり3,850円とする旨の再提案を行いました。さらに、特別委員会は、同月18日、本自己株式取得の取得価格との関係やマジョリティ・オブ・マイノリティ条件の設置の意向を確認しつつ、公開買付け価格の再検討を改めて要請しました。これを受け、公開買付け関係者は、同月23日、本公開買付け価格を1株当たり3,900円とすること、また、本自己株式取得価格については、みなし配当の益金不算入規定が適用されることを考慮し、仮にE N E O Sが公開買付けに応募した場合の税引後手取り額と自己株式取得に応じた場合に得られる税引後手取り額が同等となる金額を基準として、1株当たり2,790円とすることを提案しました(詳細については、上記「(2)本公開買付けに関する意見の根拠及び理由」の「 本公開買付けの概要」の(注4)をご参照ください。)。特別委員会は、かかる提案を受けてもなお、少数株主の利益の観点からはさらに交渉を尽くすべきであると判断し、同月26日、公開買付け関係者に対し、同日時点の市場価格その他の市場環境等を前提に、本公開買付け価格を1株当たり4,000円として再提案を行うよう、公開買付け関係者に対して要請しました。そして、特別委員会は、同月30日、公開買付け関係者から本公開買付け価格を1株当たり4,000円、本自己株式取得価格を1株当たり2,859円とする旨の提案を受領し、その時点において、当該価格は少数株主の利益の観点からも妥当と認めるものと判断するに至りました。

かかる交渉の過程において、特別委員会は、山田コンサル、みずほ証券、及び森・濱田松本法律事務所から受けた各種助言を踏まえて少数株主の利益の観点から慎重に検討を重ね、自ら交渉方針を決定しております。

そして、当社は、2021年9月7日、特別委員会から、 当社の企業価値の向上に資するか否かの観点から、本取引の目的は合理的であるとする旨、 当社の少数株主の利益を図る観点から、本取引は、(a)取引条件の妥当性及び(b)手続の公正性が確保されているとする旨、 当社取締役会に対し、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し、当社株主に対して本公開買付けへの応募を推奨する旨の決定、及び( )本取引の一環として本公開買付け後に行われる当社の非公開化の手続に係る決定を行うべきであるとする旨、 当社(当社取締役会を含みます。)が本取引の実施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ないとする旨の答申書(以下「本答申書」といいます。)の提出を受けました(本答申書の概要については、下記「(6)本公開買付け価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置」の「 当社における独立した特別委員会の設置」をご参照ください。)。また、当社は、本答申書と併せて、特別委員会から、2021年9月6日付で特別委員会が山田コンサルから提出を受けた当社株式の価値算定結果に関する株式価値算定書(以下「本株式価値算定書(山田コンサル)」)といいます。)及び本公開買付け価格である1株当たり4,000円が当社株式の株主(公開買付け者及びE N E O Sを除きます。)にとって財務的見地から公正である旨のフェアネス・オピニオン(以下「本フェアネス・オピニオン(山田コンサル)」)といいます。)の提出も受けております(本株式価値算定書(山田コンサル)及び本フェアネス・オピニオン(山田コンサル)の概要については、下記「(3)算定に関する事項」の「 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」をご参照ください。)

以上の経緯の下で、当社は、2021年9月7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法的助言、みずほ証券から受けた財務的見地からの助言並びに2021年9月6日付で提出を受けた当社株式の価値算定結果に関する株式価値算定書(以下「本株式価値算定書(みずほ証券)」)といひます。)並びに特別委員会を通じて提出を受けた本株式価値算定書(山田コンサル)及び本フェアネス・オピニオン(山田コンサル)の内容を踏まえつつ、本答申書において示された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否か、及び本公開買付け価格を含む本取引に係る取引条件が妥当なものか否かについて、慎重に協議及び検討を行いました。

その結果、以下のとおり、当社としても、本取引によって、当社が公開買付け者の完全子会社となり、E N E O Sにおいてその議決権の50.10%を、ゴールドマン・サックスにおいてその議決権の49.90%を保有する資本構造の会社となることは、当社の中核事業における安定的な維持拡大を行いつつ、海外事業の拡大や不動産開発事業の成長等を見込むことができ、当社の企業価値の向上に資するとの結論に至りました。

本取引により期待される企業価値向上効果のうち、まず、海外事業の拡大については、当社のアスファルト合材に係る優れた技術力は海外市場においても高い競争力を持つものの、海外における事業基盤の拡大にあたっては、現地パートナーとの連携及び協業による販路拡大等が必要となります。この点、当社におきましては、ゴールドマン・サックスは、国際的に定評のある金融・投資会社として、グローバルに良質なネットワークを有しており、そのネットワークを活用することで、当社にとって最適な現地パートナーとの間で協力関係を構築し、海外市場における事業展開の拡大が期待されるものと判断しました。

次に、不動産開発事業の成長については、当社においても従来より一定の事業基盤を備え、堅調な業績を上げてきた事業領域ではある一方で、当該事業の成長には、新規の案件情報への豊富かつ迅速なアクセスが最も重要であるところ、当社単独では、かかる情報へのアクセスが質・量ともに必ずしも十分とは言えず、事業の拡大に制約が生じています。この点、ゴールドマン・サックスは、不動産事業においてグローバルで30年以上において累計500億米ドル以上もの豊富な投資実績があり、長期にわたって不動産市場において高いプレゼンスを有していることから、多数の新規案件情報が集まる状況にあると考えられます。当社としても、ゴールドマン・サックスに集まる案件情報のうち、ゴールドマン・サックスでは手掛けない案件について、当社が情報提供を受けることで、当社不動産開発事業の成長が促進されることが期待されるものと考えておりました。

さらに、本取引においては、ゴールドマン・サックスの資本参加を得る形で非公開化を行い、E N E O Sが50.10%、ゴールドマン・サックスが49.90%の当社議決権を直接又は間接に保有することが予定されております。当社は、このような資本構造の下で非公開化(親子上場の解消)が達成された後は、( )長年にわたり親会社として当社の経営を支援してきた実績があり、当社経営への理解の深いE N E O Sの傘下で、当社の中核事業の安定的な維持拡大に継続して取り組みつつ、( )ゴールドマン・サックス及びE N E O S(とりわけゴールドマン・サックス)の支援を受けながら、海外事業の拡大や不動産開発事業の成長等に向け、非公開会社として柔軟、迅速かつ果敢な戦略的判断を行うことが可能となると考えておりました。

また、当社は、本取引として、本自己株式取得を組み合わせた方法が提案されたことから、当該方法についても検討を行いました。公開買付け者によれば、本自己株式取得価格は、本株式併合前の1株当たり2,859円となることですが、当該価格は、E N E O Sを除く少数株主の経済的利益を最大化することを目的として、本公開買付け価格は4,000円であるところ、E N E O Sが本自己株式取得に応じた場合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によりE N E O Sが理論上享受し得る税務メリットを最大限考慮した場合においても、E N E O Sが本公開買付けに応募する場合と本自己株式取得に応じる場合とで税引後の手取り金額が同等となる金額を基準として設定されているとのこと(詳細については、上記「(2) 本公開買付けに関する意見の根拠及び理由」の「 本公開買付けの概要」の(注4)をご参照ください。)。当社におきましても、外部の税務アドバイザーの助言も踏まえ、E N E O Sの当該説明の合理性について検証を行った結果、E N E O S及び当社の2021年3月期の財務数値等を参照した一定の前提に基づいた場合、現行税制上、E N E O Sが理論上享受し得る税務メリットを考慮しても、本自己株式取得によってE N E O Sが当社株式の対価として得る経済的利益が、本公開買付けによって当社の少数株主が当社株式の対価として得る経済的利益を上回ることはないものと評価しております。その上で、本自己株式取得を組み合わせるスキームを採用することで、E N E O Sが本公開買付けにより当社株式を売却する場合と比較して少数株主が応募する本公開買付けの公開買付け価格を高額に設定することができることから、本自己株式取得を用いる本取引の方法は、E N E O Sを除く少数株主の利益の最大化に資するものといえらるると評価しておりました。

また、当社は、以下の点等から、本公開買付け価格である1株当たり4,000円は当社の少数株主の皆様が享受すべき利益が確保された妥当な価格であり、本公開買付けは、当社の少数株主の皆様に対して適切なプレミアムを付した価格での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。

- ( )当該価格が、下記「(6) 本公開買付価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置」に記載の本公開買付価格を含む本取引に係る取引条件の公正さを担保するための措置が十分に講じられた上で、特別委員会の実質的な関与の下、公開買付者関係者との間で十分な交渉を重ねた結果合意された価格であること。
- ( )当該価格が、下記「(3) 算定に関する事項」の「 当社における独立した第三者算定機関からの株式価値算定書の取得」に記載の本株式価値算定書(みずほ証券)におけるみずほ証券による当社株式の価値算定結果のうち、市場株価基準法及び類似企業比較法による算定結果の範囲を上回っており、また、DCF法による算定結果の範囲内であること。
- ( )当該価格が、下記「(3) 算定に関する事項」の「 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」に記載の本株式価値算定書(山田コンサル)における山田コンサルによる当社株式の価値算定結果のうち、市場株価法及び類似会社比較法による算定結果の範囲を上回っており、また、DCF法による算定結果の範囲内であること。また、下記「(3) 算定に関する事項」の「 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」に記載のとおり、山田コンサルから、本公開買付価格である1株当たり4,000円が当社株式の株主にとって財務的見地から公正である旨の本フェアネス・オピニオン(山田コンサル)が発行されていること。
- ( )当該価格が、本公開買付けの実施についての公表日の前営業日である2021年9月6日の東京証券取引所市場第一部における当社株式の終値3,515円に対して、13.80%(小数点以下第三位を四捨五入しております。以下、プレミアム率の計算において同じです。)、2021年9月6日から直近1ヶ月間の終値単純平均値3,128円(小数点以下を四捨五入しております。以下、終値単純平均値の計算において同じです。)に対して27.88%、同直近3ヶ月間の終値単純平均値3,122円に対して28.12%、同直近6ヶ月間の終値単純平均値3,055円に対して30.93%のプレミアムが加算されたものであること。また、当該価格が、ENEOSにおいて当社を含む上場子会社との親子上場の解消について検討中である旨の憶測報道があった日(2021年6月11日)以降の市場価格への影響を考慮しないこととする場合、その前営業日である2021年6月10日の東京証券取引所市場第一部における当社株式の終値3,010円に対して、32.89%、2021年6月10日から直近1ヶ月間の終値単純平均値2,921円に対して36.94%、同直近3ヶ月間の終値単純平均値2,984円に対して34.05%、同直近6ヶ月間の終値単純平均値2,885円に対して38.65%のプレミアムが加算されたものであること。本公開買付けの実施についての公表日の前営業日である2021年9月6日を基準日としたプレミアムの水準については、過去の類似事例(支配株主による上場子会社の非公開化を目的とした公開買付け)におけるプレミアム水準に比して必ずしも十分とはいえない水準にあるとも評価し得るが、2021年8月30日から2021年9月6日にかけて、当社株式の市場価格は大きく上昇しているところ、かかる上昇は、当該期間における株式市場全体の推移及び同業他社の株価平均の推移のいずれとも乖離しており(なお、当該期間の直前又は当該期間中に、当社においては特段重要な情報開示を行っておりません。)、また2021年6月11日の憶測報道後においても、当社株式の市場価格が株式市場全体の推移及び同業他社の株価平均の推移に比して上昇傾向にあったものと見受けられること。これらに鑑みれば、過去の類似事例におけるプレミアムの水準との比較に際しては、上記憶測報道日の直前取引日を基準日としたプレミアムの水準を特に勘案すべきものと考えられ、本公開買付価格は、それらの過去事例におけるプレミアムの水準に照らしても遜色なく、妥当なものと認められること。
- ( )当該価格は、下記「(6) 本公開買付価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置」の「 当社における独立した特別委員会の設置」に記載のとおり、特別委員会から取得した本答申書においても、妥当であると認められると判断されていること。
- ( )上記「 本公開買付けの概要」のとおり、公開買付者は、当社をして本自己株式取得を実施させる予定であるところ、本自己株式取得価格は、上記のとおり、ENEOSが本自己株式取得に応じた場合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によりENEOSが理論上享受し得る税務メリットを最大限考慮した場合においても、ENEOSが本公開買付けに応募する場合と本自己株式取得に応じる場合とで税引後の手取り金額が同等となる金額を基準に設定されていること。

以上より、当社は、2021年9月7日開催の当社取締役会において、同日における当社の意見として、本公開買付けが実施された場合には、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、( )当社が設置した特別委員会に対し、本公開買付けが開始される際には、特別委員会が2021年9月7日付で当社取締役会に対して答申した内容に変更がないか否かを検討し、当社取締役会に対し、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答申内容を述べるよう諮問すること、及び( )当社取締役会は、かかる答申内容を踏まえ、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ておりました。

2021年9月中旬以降、当社は、公開買付者に対して随時本許認可等の手続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、特別委員会においても、2021年9月7日以降、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、公開買付者関係者との協議、交渉等の方針を指示しました(なお、この間の当社と公開買付者関係者との協議、交渉等の過程や特別委員会における本取引の検討状況については、下記「(6) 本公開買付価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置」の「当社における独立した特別委員会の設置」をご参照ください。)

そして、当社は、2021年11月11日、公開買付者から、本許認可等が取得され待機期間が満了したこと、並びに外為法に基づく必要な手続及び対応を終えたことから、本公開買付けが開始可能な状態になったと判断し、2021年11月12日から本公開買付けを開始したい旨の連絡を受け、これを特別委員会に共有いたしました。これを受け、特別委員会は、2021年9月7日以降、2021年11月11日までの事情を勘案しても、本答申書の答申の内容について、いずれも変更すべき事情は見当たらないことを確認し、2021年11月11日付で、当社取締役会に対し、本答申書における意見に変更がない旨の追加答申書(以下「追加答申書」といいます。)を提出しました。なお、特別委員会は、追加答申書の提出に際し、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への応募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、当社株式の市場価格が、同書提出時点における最終取引日である2021年11月10日の終値において本公開買付価格を上回っていることから、その点について株主の皆様に対して当社と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す。追加答申書の内容その他特別委員会の意見については、下記「(6) 本公開買付価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置」の「当社における独立した特別委員会の設置」をご参照ください。

また、当社取締役会におきましても、上記( )乃至( )に加え、( )本公開買付けの公表日である2021年9月7日以降、すでに2ヶ月を超える期間が経過しているところ、公開買付者関係者による本取引の提案と比較して、公開買付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存在しないこと、( )本取引公表後の当社株式の市場価格は、本取引の存在を前提に、現時点で実際にはなされていない対抗提案への期待など本取引に対する様々な思惑の影響を受けて形成されたものであると推測されること、並びに( )本公開買付けは、全ての少数株主の皆様に対し、市場における株価又は取引数量に左右されることなく、同一の価格にて市場外での売却機会を提供するものであること等を踏まえ、引き続き、本公開買付価格である1株当たり4,000円は当社の少数株主の皆様が享受すべき利益が確保された妥当な価格であるとともに、本公開買付けは当社の少数株主の皆様に対して適切なプレミアムを付した価格での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。

これらを踏まえ、当社取締役会は、追加答申書の内容を最大限に尊重しながら、本公開買付けに関する諸条件について改めて慎重に協議及び検討を行った結果、2021年11月11日、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、上記の当社取締役会では、当社が2021年11月11日付で公表した「ロードマップ・ホールディングス合同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「本プレスリリース」といいます。)において、当社の少数株主の皆様に対し、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す。

なお、上記の両当社取締役会の決議の詳細については、下記「(6) 本公開買付価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置」の「当社における利害関係を有しない取締役全員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。

## (3) 算定に関する事項

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

## ( )算定機関の名称並びに当社及び公開買付者関係者との関係

当社は、本公開買付価格を含む本取引に係る取引条件の妥当性についての検討、交渉及び判断を行うにあたり、当該取引条件の公正性を担保するために、当社及び公開買付者関係者から独立した財務アドバイザー及び第三者算定機関であるみずほ証券に対し、当社株式の価値算定及び付随する財務分析を依頼し、2021年9月6日付で、本株式価値算定書(みずほ証券)を取得いたしました。

みずほ証券は、当社及び公開買付者関係者の関連当事者には該当しておりません。なお、みずほ証券のグループ企業であるみずほ銀行は、公開買付者に対して買付資金等に係る融資を行うことを予定しております。もっとも、みずほ証券によれば、金融商品取引法第36条第2項及び金融商品取引業等に関する内閣府令第70条の4等の適用法令に従い、みずほ証券とみずほ銀行間の情報隔壁措置等の適切な利益相反管理体制を構築し、かつ実施しており、みずほ銀行の貸付人の地位とは独立した立場で当社株式の株式価値算定を行っているとのことです。特別委員会は、みずほ証券の算定機関としての実績に加え、みずほ証券とみずほ銀行との間において適切な弊害防止措置が講じられていること等に鑑み、本取引における財務アドバイザー及び第三者算定機関として職務を行うにあたり十分な独立性が確保されており、当社がみずほ証券に対して当社株式の株式価値算定を依頼することに関し、特段の問題はないと判断しております。かかる判断を踏まえ、当社は、みずほ銀行が公開買付者に対して買付資金等に係る融資を行うことが決定された後も、当社の財務アドバイザー及び第三者算定機関としてみずほ証券を引き続き起用することといたしました。また、本取引に係るみずほ証券に対する報酬には、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。なお、当社は、みずほ証券から本公開買付価格の公正性に関する意見(フェアネス・オピニオン)を取得しておりません。

## ( )当社株式に係る算定の概要

みずほ証券は、当社の財務状況、当社株式の市場株価の動向等について検討を行った上で、多面的に評価することが適切であると考え、複数の株式価値算定手法の中から採用すべき算定手法を検討した結果、当社株式が東京証券取引所市場第一部及び札幌証券取引所に上場しており、市場株価が存在することから市場株価基準法、当社と比較的類似する事業を営む上場会社が複数存在し、類似企業との比較による株式価値の類推が可能であることから類似企業比較法及び当社の将来の事業活動の状況を算定に反映させるためにDCF法の各手法を用いて当社株式の価値算定を行いました。上記各手法にお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それぞれ以下のとおりです。

市場株価基準法：3,055円から3,515円

類似企業比較法：2,219円から2,856円

DCF法：3,402円から4,466円

市場株価基準法では、本公開買付けの公表日の前営業日である2021年9月6日を基準日として、東京証券取引所市場第一部における当社株式の基準日終値(3,515円)、同日までの直近1ヶ月間(2021年8月10日から2021年9月6日まで)の終値単純平均値(3,128円)、同日までの直近3ヶ月間(2021年6月7日から2021年9月6日まで)の終値単純平均値(3,122円)及び同日までの直近6ヶ月間(2021年3月8日から2021年9月6日まで)の終値単純平均値(3,055円)を基に、当社株式1株当たりの株式価値の範囲を3,055円から3,515円と算定しております。

類似企業比較法では、当社と比較的類似する事業を営む上場会社として、日本道路株式会社、世紀東急工業株式会社及び東亜道路工業株式会社を選定した上で、株式価値に対する当期純利益の倍率及び株式価値に対する純資産額の倍率を用いて、当社株式の株式価値を算定し、当社株式1株当たりの株式価値の範囲を2,219円から2,856円と算定しております。

DCF法では、当社が作成した2022年3月期から2024年3月期までの3期分の事業計画(以下「本事業計画」といいます。)における財務予測及び投資計画、一般に公開された情報等の諸要素を前提として、将来フリー・キャッシュ・フローを一定の割引率で現在価値に割り引くことによって、当社の企業価値や株式価値を算定し、当社株式1株当たりの株式価値の範囲を3,402円から4,466円と算定しております。なお、割引率は5.61%~6.61%を使用しており、継続価値の算定にあたっては永久成長率法を採用し、永久成長率を-0.50%~0.50%としております。

みずほ証券がDCF法で算定の前提とした当社財務予測(連結)の具体的な数値は以下のとおりです。なお、当該財務予測においては、対前年度比較において大幅な増減益を見込んでいる事業年度は含まれておりません。当

該財務予測については、当社と特別委員会との間で質疑応答を行うとともに、特別委員会がその内容や前提条件等の合理性を確認しております。また、当該財務予測は、本取引の実行を前提としておりません。

(単位：百万円)

	2022年3月期 (9ヶ月間)	2023年3月期	2024年3月期
売上高	376,042	470,000	480,000
営業利益	37,848	43,500	45,000
EBITDA	44,658	54,526	56,023
フリー・キャッシュ・フロー	35,891	22,725	19,491

(注8) みずほ証券が定義する上記フリー・キャッシュ・フローは、株式価値算定における一般的な実務に従い、当社が本事業計画に関して2021年5月11日に公表した「新経営三カ年計画(21三計：2021年度～2023年度)」(以下「中期経営計画」といいます。)に示したフリー・キャッシュ・フローに対して次のような調整が行われております。みずほ証券が定義するフリー・キャッシュ・フローでは、中期経営計画で示したフリー・キャッシュ・フローと異なり、当社が内部留保として確保してきた現預金を含めておりません。中期経営計画で示したフリー・キャッシュ・フローは、利益項目として、当期純利益を採用しておりますが、みずほ証券が定義するフリー・キャッシュ・フローは利益項目として営業利益に定常的に発生する収支(定常的な営業外損益等)を調整し、税金を控除した調整後かつ税引き後営業利益を採用しております。中期経営計画で示したフリー・キャッシュ・フローは2016年12月の国土交通省通達「下請契約及び下請代金支払の適正化」に伴う支払変更対応に係る260億円のみをフリー・キャッシュ・フローから控除しておりますが、みずほ証券の定義するフリー・キャッシュ・フローは、将来期間において当社の運転資金に影響を与え得るその他の項目についても考慮しております。

なお、2022年3月期(9ヶ月間)のフリー・キャッシュ・フローの数値がマイナスとなっておりますが、これは、当社のフリー・キャッシュ・フローは、事業の性質上、毎年、第1四半期に大きなプラスが計上される一方、残り3四半期間におけるフリー・キャッシュ・フローの数値はマイナスとなるなど第1四半期を含めた場合と比較して低い水準となる傾向にあるためです。みずほ証券は、2022年3月期の第1四半期におけるフリー・キャッシュ・フローの実績等も勘案して当社株式の価値算定を行っております。

(注9) みずほ証券は、上記計画期間後の継続価値の算定に際しては、計画期間中の一時的な要素が影響を与えることを避けるために、( )設備投資については、計画期間の最終年度における一時的な設備投資を除く定常的な設備投資額を採用し、( )減価償却費については、当社が将来にわたって永続的に存続することを前提に、定常的な設備投資額と同額(すなわち( )と同額)として、フリー・キャッシュ・フローの調整を行っております。

(注10) みずほ証券の算定において、当社又は当社子会社が保有する賃貸等不動産(但し、一部の遊休不動産を除きます。)、政策保有株式等の資産については、事業用資産として、当該資産を活用して生じることが見込まれるキャッシュフローを踏まえ、その価値を当社株式の価値算定に織り込んでいるとことです。

みずほ証券は、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、それらの情報等が全て正確かつ完全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。加えて当社及びその関係会社の財務予測その他の将来に関する情報(将来の収益及び費用に関する予想、費用節減の見通し並びに事業計画を含みます。)については、当社の経営陣により2021年9月7日時点で得られる最善かつ誠実な予測及び判断に基づき合理的に準備又は作成されたことを前提としており、独自にそれらの実現可能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・負債(金融派生商品、簿外資産及び負債その他の偶発債務を含みます。)又は引当について、個別の資産及び負債の分析及び評価を含め、独自に評価、鑑定又は査定を行っておらず、第三者機関への評価、鑑定又は査定の依頼も行っておりません。みずほ証券の算定は、2021年9月6日までにみずほ証券が入手した情報及び経済条件を反映したものです。なお、みずほ証券の算定は、当社取締役会が本公開買付価格を検討するための参考に資することを唯一の目的としております。

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

( )算定機関の名称並びに当社及び公開買付者関係者との関係

特別委員会は、本諮問事項について検討するにあたり、本公開買付価格を含む本取引に係る取引条件の公正性を担保するために、当社及び公開買付者関係者から独立した独自の財務アドバイザー及び第三者算定機関である山田コンサルに対し、当社株式の価値算定及び付随する財務分析、並びに本公開買付価格の財務的な観点からの公正性に関する意見(フェアネス・オピニオン)の表明を依頼し、2021年9月6日付で、本株式価値算定書(山田コンサル)及び本フェアネス・オピニオン(山田コンサル)を取得いたしました。

なお、当社取締役会は、上記「(2) 本公開買付けに関する意見の根拠及び理由」の「当社が本公開買付けに賛同するに至った意思決定の過程及び理由」に記載のとおり、2021年9月6日、特別委員会から本答申書の提出を受けた際、併せて本株式価値算定書(山田コンサル)及び本フェアネス・オピニオン(山田コンサル)の提出を受けており、これらの内容も踏まえて、下記「(6) 本公開買付価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置」の「当社における利害関係を有しない取締役全員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ております。

山田コンサルは、当社及び公開買付者関係者の関連当事者には該当せず、本公開買付けを含む本取引に関して重要な利害関係を有しておりません。下記「(6) 本公開買付価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置」の「当社における独立した特別委員会の設置」に記載のとおり、特別委員会は、複数の財務アドバイザー及び第三者算定機関の候補者の独立性及び専門性・実績等を検討の上、山田コンサルを独自の財務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、本取引に係る山田コンサルの報酬は、本取引の成否にかかわらず支払われる固定報酬のみであり、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。

( )当社株式に係る算定の概要

山田コンサルは、本公開買付けにおいて、複数の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下、当社株式の株式価値について多面的に評価することが適切であるとの考えに基づき、当社株式が東京証券取引所市場第一部及び札幌証券取引所に上場しており、市場株価が存在することから市場株価法を、当社と比較可能な上場類似会社が複数存在し、類似会社比較による株式価値の類推が可能であることから類似会社比較法を、将来の事業活動の状況を反映するためにDCF法を採用して、当社株式の株式価値の算定を行っております。

本株式価値算定書(山田コンサル)において、上記手法に基づいて算定された当社株式の1株当たりの株式価値は以下のとおりです。

市場株価法	: 3,055円から3,515円
類似会社比較法	: 1,969円から2,402円
DCF法	: 3,319円から4,685円

市場株価法では、2021年9月6日を基準日として、東京証券取引所市場第一部における当社株式の基準日の終値3,515円、直近1ヶ月間の終値の単純平均値3,128円、直近3ヶ月間の終値の単純平均値3,122円及び直近6ヶ月間の終値の単純平均値3,055円を基に、当社株式の1株当たりの株式価値の範囲を3,055円~3,515円と算定しております。類似会社比較法では、当社と類似する事業を営む上場会社として日本道路株式会社、東亜道路工業株式会社、世紀東急工業株式会社を選定し、市場株価や収益性を示す財務指標との比較を行い、当社株式の1株当たりの株式価値の範囲を1,969円~2,402円と算定しております。DCF法では、本事業計画に基づく収益予測や投資計画、一般に公開された情報等の諸要素を前提として、当社が2022年3月期第2四半期以降創出すると見込まれるフリー・キャッシュ・フローを基に、一定の割引率で現在価値に割り引いて、当社の企業価値や株式価値を算定し、当社の1株当たり株式価値の範囲を3,319円~4,685円と算定しております。なお、割引率は、5.40%~6.40%を採用しており、継続価値の算定にあたっては永久成長率法を採用し、成長率を-0.50%~0.50%として当社株式の1株当たり株式価値を算定しております。

山田コンサルがDCF法による分析において前提とした財務予測は以下のとおりであり、大幅な増減益を見込んでいる事業年度はありません。また、本取引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、2021年9月7日時点において具体的に見積もることが困難であるため、以下の財務予測には加味しておりません。なお、当該財務予測は本事業計画に基づいており、山田コンサルが当社との間で複数の質疑応答を行いその内容を分析及び検討しており、また下記「(6) 本公開買付価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置」の「当社における独立した特別

委員会の設置」に記載のとおり、特別委員会がその内容及び作成経緯等の合理性を確認しております。

(単位：百万円)

	2022年3月期 (9ヶ月間)	2023年3月期	2024年3月期
売上高	376,042	470,000	480,000
営業利益	37,848	43,500	45,000
EBITDA	45,495	54,589	55,924
フリー・キャッシュ・フロー	49,730	27,356	19,100

- (注11) 山田コンサルが定義する上記フリー・キャッシュ・フローは、株式価値算定における一般的な実務に従い、中期経営計画に示したフリー・キャッシュ・フローに対して次のような調整が行われております。山田コンサルが定義するフリー・キャッシュ・フローでは、中期経営計画で示したフリー・キャッシュ・フローと異なり、当社が内部留保として確保してきた現預金を含めておりません。中期経営計画で示したフリー・キャッシュ・フローは、利益項目として、当期純利益を採用しておりますが、山田コンサルが定義するフリー・キャッシュ・フローは利益項目として営業利益に定常的に発生する収支(定常的な営業外損益等)を調整し、税金を控除した調整後かつ税引き後営業利益を採用しております。中期経営計画で示したフリー・キャッシュ・フローは2016年12月の国土交通省通達「下請契約及び下請代金支払の適正化」に伴う支払変更対応に係る260億円のみをフリー・キャッシュ・フローから控除しておりますが、山田コンサルの定義するフリー・キャッシュ・フローは、将来期間において当社の運転資金に影響を与え得るその他の項目についても考慮しております。
- なお、2022年3月期(9ヶ月間)のフリー・キャッシュ・フローの数値がマイナスとなっておりますが、これは、当社のフリー・キャッシュ・フローは、事業の性質上、毎年、第1四半期に大きなプラスが計上される一方、残り3四半期間におけるフリー・キャッシュ・フローの数値はマイナスとなるなど第1四半期を含めた場合と比較して低い水準となる傾向にあるためです。山田コンサルは、2022年3月期の第1四半期におけるフリー・キャッシュ・フローの実績等も勘案して当社株式の価値算定を行っております。
- (注12) 山田コンサルは、上記計画期間後の継続価値の算定に際しては、計画期間中の一時的な要素が影響を与えることを避けるために、( )設備投資については、計画期間の最終年度における一時的な設備投資を除く定常的な設備投資額を採用し、( )減価償却費については、当社が将来にわたって永続的に存続することを前提に、定常的な設備投資額と同額(すなわち( )と同額)として、フリー・キャッシュ・フローの調整を行っております。
- (注13) 山田コンサルの算定において、当社又は当社子会社が保有する賃貸等不動産(但し、一部の遊休不動産を除きます。)、政策保有株式等の資産については、事業用資産として、当該資産を活用して生じることが見込まれるキャッシュフローを踏まえ、その価値を当社株式の価値算定に織り込んでいるとのことです。



## ( )本フェアネス・オピニオン(山田コンサル)の概要

特別委員会は、2021年9月6日付で、山田コンサルから、本公開買付価格である1株当たり4,000円が当社の株主(公開買付者及びE N E O Sを除きます。)にとって財務的見地から公正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(注14)。本フェアネス・オピニオンは、本事業計画に基づく当社株式の価値算定結果等に照らして、本公開買付価格である1株当たり4,000円が、当社の株主にとって財務的見地から公正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、山田コンサルが、当社から、当社グループの事業の現状、事業見通し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価値算定結果に加えて、特別委員会との質疑応答、山田コンサルが必要と認めた範囲内での当社グループの事業環境、経済、市場及び金融情勢等についての検討並びに山田コンサルにおけるエンゲージメントチームとは独立したフェアネス・オピニオンに対する検証を経て発行されております。

(注14) 山田コンサルは、本フェアネス・オピニオンの作成及び提出並びにその基礎となる株式価値の算定を行うに際して、すでに公開されている情報又は当社によって提供され入手した情報について、それらが正確かつ完全であること、当社株式の株式価値の分析・算定に重大な影響を与える可能性がある事実で山田コンサルに対して未開示の事実はないことを前提としてこれらに依拠しており、独自にそれらの調査、検証を実施しておらず、その調査、検証を実施する義務も負っておりません。

また、山田コンサルは、個別の資産及び負債の分析及び評価を含め、当社の資産及び負債(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、倒産、支払停止又はそれらに類似する事項に関する適用法令の下での当社の信用力についての評価も行っておりません。また、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おりません。

山田コンサルが、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は、作成日現在における最善の予測と判断に基づき当社の経営陣によって合理的に作成されていることを前提としており、山田コンサルは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、何ら見解を表明していません。

本フェアネス・オピニオンは、本公開買付価格が当社の株主(公開買付者及びE N E O Sを除きます。)にとって財務的見地から公正であるか否かについて、その作成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、その作成日までに山田コンサルが入手している情報に基づいてその作成日時点における意見を述べたものであり、その後の状況の変化により本フェアネス・オピニオンの内容に影響を受けることがありますが、山田コンサルは、そのような場合であっても本フェアネス・オピニオンの内容を修正、変更又は補足する義務を負いません。また、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。

本フェアネス・オピニオンは、本公開買付価格が当社の株主(公開買付者及びE N E O Sを除きます。)にとって財務的見地から不利益なものではなく公正なものであることについて意見表明するとともに、本公開買付けの実行の是非及び本公開買付けに関する応募その他の行動について意見表明や推奨を行うものではなく、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、いかなる意見を述べるものではありません。

## (4) 上場廃止となる見込み及びその事由

当社株式は、本書提出日現在、東京証券取引所市場第一部及び札幌証券取引所に上場されていますが、公開買付者は、本公開買付けにおいて買付け等を行う株券等の数に上限を設定していないため、本公開買付けの結果次第では、東京証券取引所及び札幌証券取引所の定める上場廃止基準に従って、当社株式は、所定の手続きを経て上場廃止となる可能性があります。また、本公開買付けの成立時点では当該基準に該当しない場合でも、本公開買付けの成立後に、下記「(5) 本公開買付け後の組織再編等の方針(いわゆる二段階買収に関する事項)」に記載の手續に従って、当社株主を公開買付者及びE N E O Sのみとし当社を非公開化することとなった場合には、当社株式は、東京証券取引所及び札幌証券取引所の上場廃止基準に該当し、所定の手続きを経て上場廃止となります。なお、上場廃止後は、当社株式を東京証券取引所及び札幌証券取引所において取引することができなくなります。

## (5) 本公開買付け後の組織再編等の方針(いわゆる二段階買収に関する事項)

公開買付者は、上記「(2) 本公開買付けに関する意見の根拠及び理由」の「 本公開買付けの概要」に記載のとおり、本公開買付けにおいて公開買付者が当社株式の全て(但し、当社が所有する自己株式及びE N E O Sが所有する本不応募株式を除きます。)を取得できなかった場合には、本公開買付け成立後、当社において以下の手續を実施し、当社株主を公開買付者及びE N E O Sのみとするための一連の手續を実施することを予定しているとのことです。

具体的には、本公開買付けの成立後、公開買付者は、本株式併合及び本株式併合の効力発生を条件として単元株式数の定めを廃止する旨の定款変更を行うことを付議議案に含む臨時株主総会(以下「本臨時株主総会」といいます。)を速やかに開催することを当社に要請する予定とのことであり(なお、当社は、公開買付者からかかる要請を受けた場合には、直ちに本臨時株主総会を実施する予定です。)、公開買付者及びE N E O Sは、本臨時株主総会において当該議案に賛成する予定とのことです。

本臨時株主総会において本株式併合の議案についてご承認いただいた場合には、当社の株主の皆様は、本株式併合がその効力を生じる日において、本臨時株主総会においてご承認いただいた本株式併合の割合に応じた数の当社株式を所有することになります。本株式併合をすることにより株式の数に1株に満たない端数が生じるときは、当該端数の株式を有する当社の株主に対して、会社法第235条その他の関係法令の定める手続に従い、当該端数の合計数(但し、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。以下同じとします。)に相当する当社株式を公開買付者に売却すること等によって得られる金銭が交付されることとなります。当該端数の合計数に相当する当社株式の売却価格については、当該売却の結果、本公開買付けに応募されなかった当社の株主(但し、公開買付者、E N E O S及び当社を除きます。)の皆様が交付される金銭の額が、本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算定した上で、裁判所に対して任意売却許可の申立てを行うことを当社に要請する予定とのことです。なお、本株式併合の割合は、本書提出日現在において未定ですが、公開買付者及びE N E O Sのみが当社株式の全て(但し、当社が所有する自己株式を除きます。)を所有することとなるよう、本公開買付けに応募されなかった当社の株主の皆様(但し、公開買付者、E N E O S及び当社を除きます。)の所有する当社株式の数が1株に満たない端数となるように決定される予定とのことです。

また、本株式併合に関連する少数株主の権利保護を目的とした会社法上の規定として、株式併合がなされた場合であって、株式併合をすることにより株式の数に1株に満たない端数が生じるときは、会社法第182条の4及び第182条の5その他の関係法令の定めに従い、当社の株主は、当社に対し、自己の所有する株式のうち1株に満たない端数となるものの全てを公正な価格で買い取ることを請求することができる旨及び裁判所に対して当社株式の価格決定の申立てを行うことができる旨が定められています。上記のとおり、本株式併合においては、本公開買付けに応募されなかった当社の株主(但し、公開買付者、E N E O S及び当社を除きます。)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とのことであり、本株式併合に反対する当社の株主の皆様は、価格決定の申立てを行うことができることになる予定とのことです。なお、上記申立てがなされた場合の買取価格は、最終的には裁判所が判断することになります。

上記各手続については、関係法令の改正や、関係法令についての当局の解釈等の状況、本公開買付け後の公開買付者及びE N E O Sの株券等所有割合及び公開買付者以外の当社の株主の当社株式の所有状況等によっては、実施に時間を要し、又はそれと概ね同等の効果を有するその他の方法に変更する可能性があるとのことです(仮に公開買付者の所有する当社株式数を上回る数の当社株式を所有する株主が出現した場合には、公開買付者は、E N E O S等と協議の上、上記「(2) 本公開買付けに関する意見の根拠及び理由」の「 本公開買付けの概要」の「 . 本取引の実施後」に記載した本取引後の資本関係を実現すべく対応する予定とのことです。)。但し、その場合でも、本公開買付けに応募されなかった当社の各株主(但し、公開買付者、E N E O S及び当社を除きます。)に対しては、最終的に金銭を交付する方法が採用される予定であり、その場合に当該各株主に交付される金銭の額については、本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になるよう算定する予定とのことです。以上の場合における具体的な手続及びその実施時期等については、決定次第、当社が速やかに公表する予定とのことです。本臨時株主総会を開催する場合には2022年2月頃を目処に開催されることを見込んでいるとのことです。

なお、本公開買付けは、本臨時株主総会における当社の株主の皆様のご賛同を勧誘するものではありません。加えて、本公開買付けへの応募又は上記の各手続における税務上の取扱いについては、当社の株主の皆様が自らの責任にて税理士等の専門家にご確認いただきますようお願いいたします。

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

当社は、本公開買付けは当社の支配株主(親会社)であるE N E O Sが当事者となる本基本契約に基づき、本公開買付けの決済開始日後にE N E O Sの子会社となる予定の公開買付者によって行われるものであることなど、本公開買付けに関する意見表明を含む本取引が支配株主との重要な取引等に該当し得ること、また、本取引には構造的な利益相反の問題及び情報の非対称性の問題が典型的に存し得ることに鑑み、これらの問題に対応し、本公開買付価格を含む本取引に係る取引条件の公正さを担保するため、以下の措置を講じております。

なお、公開買付者関係者は、本書提出日現在、当社株式を合計67,890,336株(所有割合:57.01%)所有しているた

め、本公開買付けにおいて、いわゆる「マジョリティ・オブ・マイノリティ(Majority of Minority)」の下限を設定すると、本公開買付けの成立を不安定なものとし、かえって本公開買付けに応募することを希望する少数株主の皆様の利益に資さない可能性もあるものと考え、本公開買付けにおいて、いわゆる「マジョリティ・オブ・マイノリティ(Majority of Minority)」の下限を設定しておりませんが、公開買付者関係者及び当社において下記 乃至の措置を講じていることから、当社の少数株主の皆様の利益には十分な配慮がなされていると考えているとのことです。また、以下の記載のうち、公開買付者において実施した措置については、公開買付者から受けた説明に基づくものです。

#### 当社における独立した特別委員会の設置

##### ( )設置等の経緯

上記「(2) 本公開買付けに関する意見の根拠及び理由」の「 当社が本公開買付けに賛同するに至った意思決定の過程及び理由」に記載のとおり、当社は、2021年7月5日に開催された当社取締役会における決議により、特別委員会を設置いたしました。かかる特別委員会の設置に先立ち、当社は、特別委員会の委員の候補となる当社の独立社外取締役及び独立社外監査役の独立性及び適格性等についても確認を行いました。その上で、当社は、当社及び公開買付者関係者からの独立性を有すること、並びに本取引の成否に関して少数株主の皆様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、木村孟(当社独立社外取締役、独立行政法人大学改革支援・学位授与機構顧問)、上田宗央(当社独立社外取締役、株式会社プロフェッショナルバンク代表取締役会長等)、及び柏原孝(当社独立社外取締役、株式会社内田洋行特別顧問)の3名を特別委員会の委員の候補として選定いたしました(なお、特別委員会の委員は設置当初から変更しておりません。)。また、当社は、並行して2021年6月下旬から、公開買付者関係者から独立した立場で、当社の企業価値の向上及び当社の少数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ための体制を構築するため、森・濱田松本法律事務所の助言も得つつ、木村孟氏、上田宗央氏及び柏原孝氏に対して、ENEOS及びゴールドマン・サックスから本取引についての初期的な打診を受けた旨、並びに本取引が構造的な利益相反の問題及び情報の非対称性の問題が類型的に存する取引に該当するため、本取引に係る検討・交渉等を行うにあたっては、特別委員会の設置をはじめとする本取引に係る取引条件の公正さを担保するための措置を十分に講じる必要がある旨等を個別に説明いたしました。

その上で、当社は、上記「(2) 本公開買付けに関する意見の根拠及び理由」の「 当社が本公開買付けに賛同するに至った意思決定の過程及び理由」に記載のとおり、2021年6月28日付でENEOS及びゴールドマン・サックスから本取引に係る提案書を受領した後速やかに開催した2021年7月5日の当社取締役会における決議により特別委員会を設置するとともに、特別委員会に対し、本諮問事項を諮問いたしました。また、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すること、及び特別委員会が本公開買付けを含む本取引の目的又は取引条件若しくは手続が妥当でないと判断した場合には、本取引の実施に係る決定をしないこととすることを決議しております。さらに、当社取締役会は、特別委員会に対し、( )公開買付者との間で行う交渉の過程に実質的に関与すること(当該交渉の状況の報告を受け、必要に応じて、公開買付者との交渉方針に関して指示又は要請を行うこと、及び自ら公開買付者と交渉を行うことを含むものとされており)、( )本諮問事項について検討するにあたり、当社の財務又は法務等に関するアドバイザーを指名又は承認(事後承認を含むものとされており)すること、また、必要に応じ、特別委員会自らの財務又は法務等に関するアドバイザーを選任すること(この場合の費用は当社が負担するものとされており)、( )当社の役職員から本取引に関する検討及び判断に必要な情報を受領することについて権限を付与すること、並びに( )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について権限を付与する旨を決議しております。

上記の当社取締役会においては、当社の取締役のうち有重哲氏及び当社の監査役のうち立木達氏は、過去にENEOS及びその子会社の従業員及び取締役としての地位を有していたことから、当社取締役会における審議及び決議が本取引における構造的な利益相反の問題及び情報の非対称性の問題による影響を受けるおそれを排除する観点から、両氏は関連する議案の審議及び決議に参加しておりません。

なお、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、1ヶ月当たり定額の報酬を支払うものとされております。

( )本答申書提出までの検討の経緯及び判断内容

特別委員会は、2021年7月13日より2021年9月6日までの間に合計13回にわたって開催されたほか、各会日間においても頻繁に電子メールを通じて報告・情報共有、審議及び意思決定等を行うなどして、本諮問事項に係る職務を遂行いたしました。

具体的には、当社は、上記「(2) 本公開買付けに関する意見の根拠及び理由」の「 当社が本公開買付けに賛同するに至った意思決定の過程及び理由」の「 検討体制の構築の経緯」のとおり、当社は、2021年4月16日にENEOS及びゴールドマン・サックスから本取引の可能性についての初期的な説明を受け、その後、2021年6月28日にENEOS及びゴールドマン・サックスから本初期の提案書を受領しました。これらを受けて、当社は、当社の財務アドバイザーとしてみずほ証券を、当社の法務アドバイザーとして森・濱田松本法律事務所を選任する方針で検討し、2021年7月5日開催の当社取締役会において、これらのアドバイザーを特別委員会の承認を得ること等を条件として選任いたしました。

その後、特別委員会は、当社の財務アドバイザーであるみずほ証券及び当社の法務アドバイザーである森・濱田松本法律事務所について、それぞれの独立性の程度、専門性及び実績等を確認した上でこれらの選任を承認しました。なお、上記「(3) 算定に関する事項」の「 当社における独立した第三者算定機関からの株式価値算定書の取得」のとおり、みずほ証券に関しては、グループ企業であるみずほ銀行が公開買付者に対して買付資金等に係る融資を行うことを予定しておりますが、特別委員会は、みずほ証券の独立性及び専門性等に鑑み、同社を当社の第三者算定機関として起用することを承認しております。

以上に加えて、特別委員会は、複数の財務アドバイザー及び第三者算定機関の候補者につきその独立性、専門性及び実績等の検討を行い、その上で、公開買付者関係者及び当社並びに本取引から独立した特別委員会独自の財務アドバイザー及び第三者算定機関として、山田コンサルを選任しました。

さらに、特別委員会は、当社が社内に構築した本取引の検討体制(本取引に係る検討、交渉及び判断に関与する当社の役職員の範囲及びその職務を含みます。)に独立性の観点から問題がないことを確認の上、承認しております。

その上で、特別委員会は、森・濱田松本法律事務所から聴取した意見を踏まえ、本取引において手続の公正性を確保するために講じるべき措置、本取引の諸手続並びに本取引に係る当社の意思決定の方法及びその過程等について検討を行っております。

また、特別委員会は、当社が本公開買付けにおける買付価格の交渉の前提とすべき事業計画として、本事業計画について当社からその作成経緯及び前提条件等の説明を受け、また、山田コンサル及びみずほ証券から意見を聴取しております。また、特別委員会は、2021年3月期中から本事業計画について継続的に検討を重ねた上で、当社が本取引の可能性を認識した同年4月16日以前に収集した各種バックデータを基に策定されていることを確認しております。その上で、特別委員会は、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、本取引の存在を念頭に置いたものとはいえないと認められる点も含め、公開買付価格の妥当性の検証に際して株式価値算定等に用いる事業計画として合理性があることを確認し、公開買付価格の交渉の前提とすることを承認しております。

特別委員会は、ゴールドマン・サックス及びENEOSに対して、本取引を提案するに至った背景及びその理由、本取引後の当社の事業運営等の方針、本取引の実行による企業価値向上効果及び事業上の悪影響の有無、本株主間契約の内容、本取引後のGSSPC及びENEOSにおける当社株式の保有・処分の方針、並びに本取引の手続・条件等について、書面による質問を送付し、これらの事項について、特別委員会においてゴールドマン・サックス及びENEOSから直接説明を受け、質疑応答を行っております。

また、特別委員会は、当社の吉川芳和代表取締役社長及び橋本祐司代表取締役兼専務執行役員に対して特別委員会への出席を求め、本取引に関する検討経緯及び本取引の目的、本取引後の当社の事業運営等の方針、当社の経営課題、本取引の実行による企業価値向上効果及び事業上の悪影響の有無、本取引後の当社の経営方針その他の事項等について書面による質問を送付し、これらの事項について当社経営陣としての見解及び関連する情報を聴取するとともに、これらの事項について質疑応答を行っております。

加えて、特別委員会は、山田コンサル及びみずほ証券から受けた財務的見地からの助言も踏まえつつ、本事業計画の内容、重要な前提条件及び作成経緯等について合理性を確認しております。その上で、上記「(3) 算定に関する事項」の「 当社における独立した第三者算定機関からの株式価値算定書の取得」及び「 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」に記載のとおり、山田コンサル及びみずほ証券は、本事業計画を前提として当社株式の価値算定を実施しておりますが、特別委員会は、山田コンサル及びみずほ証券から、それぞれが実施した当社株式の価値算定に係る算定方法、当該算定方法を採用した理由、各算定方法による算定内容及び重要な前提条件(継続価値算定の前提としたフリー・キャッシュ・フローを含む株式価値算定の前提となる計画値、DCF法における割引率の計算根拠及び類似会社比較法又は類似企業比較法における類似会社の選定理由を含みます。)について説明を受け、質疑応答及び審議・検討を行った上で、その合理性を確認しております。さらに、上記「(3) 算定に関する事項」の「 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」に記載のとおり、特別委員会は、山田コンサルにおけるフェアネス・オピニオンの発行手続なども確認した上で、2021年9月6日付で、山田コンサルから本フェアネス・オピニオン(山田コンサル)の提出を受けております。

また、特別委員会は、外部アドバイザー(税務専門家)の助言も踏まえ、本自己株式取得価格は、E N E O S が本自己株式取得に応じた場合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によりE N E O S が理論上享受し得る税務メリットを最大限考慮した場合においても、E N E O S が本公開買付けに応募する場合と本自己株式取得に応じる場合とで税引後の手取り金額が同等となる金額を基準として設定されていることについて、確認しております。

さらに、特別委員会は、2021年7月26日にゴールドマン・サックス及びE N E O S から本公開買付価格を1株当たり3,600円とすることを含む最初の提案を受領して以降、公開買付者関係者との間で、本公開買付価格を含む本取引に係る取引条件について継続的に協議及び交渉を行ってまいりました。具体的には、特別委員会は、上記2021年7月26日の提案に対し、2021年8月3日、公開買付価格の引上げを要請するとともに、当社の企業価値の向上及び少数株主の利益保護の観点から十分な検討期間を確保するため本取引のスケジュールを再検討するよう要請しました。そして、これを受け、公開買付者関係者は、2021年8月5日に本公開買付価格を1株当たり3,800円とすること、また、本取引の対外公表日を2021年9月7日とすることを再提案しました。これに対し、特別委員会は、同月6日、改めて公開買付価格の再検討を要請したところ、公開買付者関係者は、同月12日には本公開買付価格を1株当たり3,850円とする旨の再提案を行いました。さらに、特別委員会は、同月18日、本自己株式取得の取得価格との関係やマジョリティ・オブ・マイノリティ条件の設定の意向を確認しつつ、公開買付価格の再検討を改めて要請しました。これを受け、公開買付者関係者は、同月23日、本公開買付価格を1株当たり3,900円とすること、また、本自己株式取得価格については、みなし配当の益金不算入規定が適用されることを考慮し、仮にE N E O S が公開買付けに応募した場合の税引後手取り額と自己株式取得に応じた場合に得られる税引後手取り額が同等となる金額を基準として、1株当たり2,790円とすることを提案しました。特別委員会は、かかる提案を受けてもなお、少数株主の利益の観点からはさらに交渉を尽くすべきであると判断し、同月26日、公開買付者関係者に対し、同日時点の市場価格その他の市場環境等を前提に、本公開買付価格を1株当たり4,000円として再提案を行うよう、公開買付者関係者に対して要請しました。その結果、特別委員会は、同月30日、公開買付者関係者から本公開買付価格を1株当たり4,000円、本自己株式取得価格を1株当たり2,859円とする旨の提案を受領し、原則として当該価格は少数株主の利益の観点からも妥当というものと判断するに至りました。その結果、当社は、2021年9月7日、公開買付者関係者から、本公開買付価格を1株当たり4,000円、本自己株式取得価格を1株当たり2,859円とすることを含む提案を受け、結果として、最初の提案価格との対比では、11.11%の価格の引上げを受けるに至っております。

かかる交渉の過程において、特別委員会は、山田コンサル、みずほ証券、及び森・濱田松本法律事務所から受けた各種助言を踏まえて少数株主の利益の観点から慎重に検討を重ね、自ら交渉方針を決定しております。具体的には、まず、当社が本公開買付けにおける買付価格の交渉の前提とすべき事業計画として、本事業計画について当社からその作成経緯及び前提条件等の説明を受けております。また、公開買付者関係者との交渉にあたっては、特別委員会において各アドバイザーから必要な助言を得て審議の上、特別委員会において内容を確認した書面により特別委員会の意向を公開買付者関係者に伝達する方法をとっております。

さらに、特別委員会は、森・濱田松本法律事務所から、複数回、当社が公表又は提出予定の本公開買付けに係る本プレスリリースのドラフト、並びに公開買付者が2021年11月11日に公表した「株式会社N I P P O(証券コード：1881)の株券等に対する公開買付けの開始に関するお知らせ」及び公開買付届出書の各ドラフトの内容についての説明を受け、その内容を検証しております。これらのドラフトでは、本取引による企業価値向上効

果、本自己株式取得の価格を含む本取引の取引条件の内容等、本取引後の当社の経営方針、E N E O S 及びゴールドマン・サックスによる公開買付け及び当社の株式の保有及び処分の方針や、公開買付け関係者間で締結される予定の各契約の内容等が記載されているところ、これらについては、特別委員会においても、E N E O S 及びゴールドマン・サックス並びに当社のそれぞれに対して当委員会への出席を求め、関係事項の説明を受けるとともに、不明点を質問するなどして情報の入手に努めました。

特別委員会は、以上の経緯の下で、森・濱田松本法律事務所から受けた法的助言、並びにみずほ証券及び山田コンサルから受けた財務的見地からの助言並びに2021年9月6日付で提出を受けた本株式価値算定書(みずほ証券)及び本株式価値算定書(山田コンサル)並びに本フェアネス・オピニオン(山田コンサル)の内容を踏まえつつ、本諮問事項について慎重に協議及び検討を重ねた結果、2021年9月7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しております。

#### (a) 答申内容

特別委員会から当社取締役会に対する2021年9月7日時点の答申内容は以下のとおりである。

- ・ 当社の企業価値の向上に資するか否かの観点から、本取引の目的は合理的であると思料する。
- ・ 当社の少数株主の利益を図る観点から、本取引は、(a)取引条件の妥当性及び(b)手続の公正性が確保されていると思料する。
- ・ 当社取締役会に対し、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し、当社株主に対して本公開買付けへの応募を推奨する旨の決定、及び( )本取引の一環として本公開買付け後に行われる当社の非公開化の手続に係る決定を行うことを勧告する。
- ・ 当社(当社取締役会を含む。)が本取引の実施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ないと思料する。

(注15) 本取引の実施に係る決定には、( )本公開買付けに賛同の意見を表明し、当社株主に対して本公開買付けへの応募を推奨する旨の決定、及び( )本株式併合の実施に係る決定その他の本取引の一環として本公開買付け後に行われる当社の非公開化の手続に係る決定を含む。

#### (b) 答申理由

- ・ 以下の各事項を含む関係事情を考慮した結果、特別委員会は本取引の目的は合理的であり、本取引は当社の企業価値の向上に資すると判断するに至った。
  - ・ 本取引の主たる目的は、当社を非公開化することによって、親子上場に伴う利益相反の可能性を回避しつつ、成長戦略の立案や意思決定の柔軟化・迅速化を図ることで、当社を取り巻く事業環境の変化に対応し、当社の企業価値向上効果を実現すること(より具体的には、当社を非公開化することにより、海外事業の拡大や不動産開発事業の成長等による企業価値向上効果を実現すること)にあること
  - ・ 本取引後のゴールドマン・サックス及びE N E O S の支援の下で、海外事業の拡大や不動産開発事業の成長等の企業価値向上効果を達成していくことは合理的に実現可能と見込まれるとともに、E N E O S の連結子会社という立場を当面維持しながら、ゴールドマン・サックスによる資本参加を得て非公開化する場合、E N E O S の傘下で当社の中核事業の安定的な維持拡大に継続して取り組みつつ、非公開会社として柔軟かつ迅速な経営判断を行うことで、上記企業価値向上効果の最大化も期待されること
  - ・ 本取引に伴う事業上の悪影響の可能性について、( )ゴールドマン・サックスという外国投資家による資本参加の影響、( )本公開買付けに係る決済資金のために調達された借入れの返済等の負担の影響、( )当社が保有する許認可、入札資格の維持等への影響、( )当社又は当社子会社の採用活動その他人材管理への影響等を検討したが、特段重要な悪影響はないか、これが存したとしても合理的な対応策がとられていること
  - ・ 特別委員会としては、E N E O S 及び当社経営陣との間で、( )E N E O S が保有する当社株式を第三者に売却すること若しくは( )E N E O S が当社を完全子会社化すること、又は( )E N E O S がゴールドマン・サックス以外のパートナーと組むことも含め、他の選択肢の検討状況についても検証を行ったものの、E N E O S とゴールドマン・サックスの共同による本取引は実務上最も現実的かつ合理性が高い選択であると認めたこと
- ・ 以下の各事項を含む関係事情を考慮した結果、特別委員会は、当社の少数株主の利益を図る観点か

ら、本取引の取引条件の妥当性は確保されていると判断するに至った。

- ・本取引の方法は少数株主の利益を損なうものではないこと
    - ・本取引においては、本公開買付け時点では、公開買付者はあくまでゴールドマン・サックスが100%出資(間接出資)する合同会社であって、E N E O Sとの間に資本関係は存在しないものの、公開買付者関係者は、本取引が公表される2021年9月7日付で本基本契約を締結し、E N E O Sによる不応募を含め、本公開買付け、本出資、本組織変更、本株式併合、並びに本自己株式取得といった一連の取引を順次実施することについて合意しており、かかる取引手法をとることで少数株主の利益が損なわれるものではないと認められること
    - ・本自己株式取得を行うことについても、下記のとおり、その取得価格が少数株主にとって不利とならないように設定されていると評価できること
  - ・本公開買付け価格は少数株主の利益の観点から妥当であること
    - ・本株式価値算定書(みずほ証券)及び本株式価値算定書(山田コンサル)におけるDCF法による算定の基礎とされている本事業計画はその策定手続及び内容について、特に不合理な点は認められないこと
    - ・本株式価値算定書(山田コンサル)は、算定方法及び算定内容について特に不合理な点は認められず、信用できるものと判断されるところ、本公開買付け価格は、本株式価値算定書(山田コンサル)の市場株価法及び類似会社比較法の算定結果の上限値を超え、かつ、DCF法の算定結果の中央値を上回る(中心値に近い)こと
    - ・本フェアネス・オピニオン(山田コンサル)は発行手続及び内容に不合理な点は認められず、信用できるものと判断されるところ、同オピニオンにおいて、本公開買付け価格は、当社の株主(公開買付者及びその関係会社を除く。)にとって財務的見地より妥当なものとされていること
    - ・本株式価値算定書(みずほ証券)は、算定方法及び算定内容について特に不合理な点は認められず、信用できるものと判断されるところ、本公開買付け価格は、本株式価値算定書(みずほ証券)の市場株価基準法及び類似企業比較法の算定結果の上限値を超え、かつ、DCF法の算定結果の中央値(及び中心値)を上回ること
    - ・市場株価に対する本公開買付け価格のプレミアム水準は、2021年6月11日の憶測報道の直後及び2021年8月30日から2021年9月6日にかけての当社株式の市場価格が株式市場全体の推移や同業他社の株価平均の推移を超えて特異に上昇していること等も考慮し、本公開買付けの公表日の直前の取引日を基準日としたプレミアムの水準に加え、上記憶測報道日の直前取引日を基準日としたプレミアムの水準も勘案すれば、本取引の類似の取引事例である支配株主による上場子会社の非公開化を目的とした公開買付けにおけるプレミアム水準に照らしても必ずしも遜色なく、妥当なものであると認められること
    - ・本公開買付け価格は、本取引による当社の企業価値増加効果の適正な配分という観点でもみて妥当と評価できること
  - ・本自己株式取得価格は少数株主の利益の観点から妥当であること
    - ・本自己株式取得価格は本自己株式取得に応じた場合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によりE N E O Sが理論上享受し得る税務メリットを最大限考慮した場合においても、E N E O Sが本公開買付けに応募する場合と本自己株式取得に応じる場合を比較したとき、税引後の手取り金額において、後者が前者を上回らない範囲で同等となるように設定されていること
  - ・その他の条件も少数株主の利益を損なうものとは認められないこと
    - ・公開買付者が2021年9月7日に公表した「株式会社N I P P O(証券コード:1881)の株券等に対する公開買付けの開始予定に関するお知らせ」に記載された本基本契約及び本株主間契約の内容を含め、本公開買付け価格及び本自己株式取得価格以外の本取引の取引条件に関しても、当社の少数株主の犠牲のもとに、公開買付者関係者が不当に利益を得るものと認めるべき事由は確認されておらず、本取引の取引条件の妥当性を害する事情は見当たらないこと
- 以下の各事項を含む関係事情を考慮した結果、特別委員会は、当社の少数株主の利益を図る観点から、本取引の手続には公正性が認められると判断するに至った。
- ・当社取締役会は、当社及び公開買付者関係者から独立した特別委員会を設置しており、かつ、特別委員会が公開買付者関係者との交渉に実質的に関与できる体制が確保され、公開買付者関係者との交渉は、特別委員会が主導して行われたものと評価できること

- ・特別委員会は特別委員会独自の財務アドバイザー兼第三者算定機関である山田コンサルから株式価値算定書及びフェアネス・オピニオンを取得していること
  - ・当社は当社における独立した法務アドバイザーである森・濱田松本法律事務所から法的助言を受けていること
  - ・当社は当社における独立した財務アドバイザー兼第三者算定機関であるみずほ証券から株式価値算定書を取得していること
  - ・本取引に関しては、公表後に他の潜在的な買収者が対抗提案を行うことが可能な環境が確保されており、いわゆる間接的なマーケット・チェックが行われており、また、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手続の公正性を損なうものではないこと
  - ・マジョリティ・オブ・マイノリティ条件を設定しないことについては、仮に同条件を設定する場合には本公開買付けの成立を不安定なものとし、かえって本公開買付けに応募することを希望する少数株主の利益に資さない可能性もあることに加え、本取引においては他に十分な公正性担保措置が講じられていると認められること
  - ・本取引に関しては、特別委員会としても公開買付者関係者から情報収集に努め、その上で充実した開示を行い、少数株主による十分な情報に基づく適切な判断の機会が確保される予定であること
  - ・本公開買付けが成立した場合には可及的速やかに本株式併合を行うとともに、本株式併合をする際に、当社の株主に交付される金銭の額が、本公開買付け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算定されることを明らかとしているなど、強圧性が生じないように配慮がなされていること
  - ・その他本取引に係る協議、検討及び交渉の過程において、当社が公開買付者関係者より不当な影響を受けたことを推認させる事実は認められないこと
- 以上の乃至に述べたところを考慮し、特別委員会は、本答申書作成日時点の状況を前提に、当社取締役会に対し、本公開買付けが開始される場合には、本公開買付けに対する賛同表明等を含めて本取引を実施することを勧告するとともに、当社(当社取締役会を含む。)が本取引の実施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ないと思料する。

( )本答申書提出後の検討の経緯及び判断内容

そして、当社取締役会は、2021年9月7日、( )当社が設置した特別委員会に対し、本公開買付けが開始される際には、特別委員会が2021年9月7日付で当社の取締役会に対して答申した内容に変更がないか否かを検討し、当社取締役会に対し、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答申内容を述べるよう諮問すること、及び( )当社取締役会は、かかる答申内容を踏まえ、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決議しました。

特別委員会は、かかる取締役会決議を受け、2021年9月7日以降も、当社から本許認可等の手続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(対抗的な買収提案の有無を含みます。)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、特別委員会は、2021年9月7日以降も計6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、2021年9月7日付の上記答申書の内容を変更すべき事情があるか否かについて真摯に検討を重ねました。

具体的には、特別委員会は、まず当社の一部の株主から、当社株式の価値算定の前提(特にフリー・キャッシュ・フローの設定)についてより詳細に開示すべきである旨、本取引に関し、より積極的にゴールドマン・サックスに代わる潜在的買収者の探索(マーケットチェック)を行うべきである旨、本取引の実行に際し、マジョリティ・オブ・マイノリティ条件を設定すべきである旨の意見が提出されたことについて検討を行いました。

上記について、特別委員会は、各第三者算定機関が当社株式の価値算定の前提としたフリー・キャッシュ・フロー等について、より詳細な説明を行うことが適切であると判断し、当社に対して具体的な開示の方針について指示いたしました。かかる指示を受けた具体的な開示の内容については、上記「(3)算定に関する事項」の「当社における独立した第三者算定機関からの株式価値算定書の取得」の注8から注13をご参照ください。

また上記について、特別委員会は、2021年10月25日、ENEOSに対し、ゴールドマン・サックス以外の潜在的な候補先の検討状況について改めて確認を行いました。これに対し、ENEOSからは、当社事業の公共性等を踏まえれば、当面の間はENEOSが当社の親会社であることが当社の経営の安定性の観点からも望



ましい一方で、E N E O Sと当社の事業領域の重複は限定的であり、E N E O Sが単独で当社の企業価値向上を実現することは難しいとの判断を前提に、複数の証券会社等より、当社に関する完全子会社化又は当社議決権の過半数の取得の提案を非公式に受けたものの、それらの提案は、いずれもE N E O Sが直ちに当社の親会社ではなくなることを前提とするものであり、E N E O Sの利益と当社の企業価値向上とを同時に満たすものではなかったとの説明がなされました。特別委員会は、かかる説明を踏まえれば、E N E O Sにおいて、ゴールドマン・サックスと共同して行う本取引こそが、E N E O Sと当社の双方の持続的な成長を担保し、かつ親子上場に伴う利益相反の可能性の回避、成長戦略の立案、経営陣の意思決定の柔軟化・迅速化に資するものであると判断したことは合理的であると評価いたしました。また、特別委員会においては、本公開買付けは、2021年9月7日に開始予告がなされてから2021年11月11日に至るまで、他の候補者から当社に対して対抗的な買収提案がなされていないことから、支配株主であるE N E O Sの意向がある中においても一定のマーケット・チェックがなされたものと評価できると判断するに至りました。

さらに上記について、特別委員会は、2021年10月25日、公開買付者に対し、改めて、マジョリティ・オブ・マイノリティ条件の設定の意向の有無を質問いたしました。これに対し、公開買付者は、マジョリティ・オブ・マイノリティ条件について、従前と同様に、本公開買付けの成立を不安定なものとし、本公開買付けに応募することを希望する少数株主の皆様の利益に資さない可能性があると考えている旨回答いたしました。この点、特別委員会は、マジョリティ・オブ・マイノリティ条件は公正性担保に資する側面もある一方で、本取引においては、公開買付けの開始予定の段階で公表がなされ、公表後、公開買付け終了までの期間が長く、過去の支配株主が存在する上場会社を対象とする公開買付けに比しても、少数の当社株式の取得による取引の阻害のリスクは高いものと評価いたしました。そして、特別委員会は、本取引に関しては、特別委員会が独自に独立した第三者算定機関として選定した山田コンサルによるフェアネス・オピニオンが取得されていることや、特別委員会として本公開買付価格その他の条件について独立した立場から真摯に交渉を尽くしたことに鑑みれば、マジョリティ・オブ・マイノリティ条件が設定されていなくとも、全体として取引条件の公正性が担保されているものと判断いたしました。

以上の他、特別委員会においては、2021年9月7日の本取引の公表後(特に、2021年9月下旬に一部株主により本取引に関する意見の公表等がなされて以降)、当社の市場株価が公開買付価格を上回って推移していることについても、慎重に検討を行いました。特別委員会は、2021年10月25日、公開買付者に対し、そのような市場価格の推移が続く状況下において本公開買付けが成立する見込みの有無、及び、本公開買付価格を変更する意向の有無を質問いたしました。これに対し、公開買付者は、本公開買付価格は、2021年9月7日の本取引の公表前の時点で上場以来の最高水準で推移していた当社の市場株価に対して十分なプレミアムを付した価格であり、当社の少数株主に対して合理的かつ魅力的な株式売却の機会を与えるものであると考えており、当社の株主構成を踏まえても、本公開買付けには十分な応募が集まるものと想定しており、公開買付価格を変更する予定はない旨の回答を行いました。

この点に関して、特別委員会は、上述の2021年9月7日付の本答申書において当社の少数株主の利益を図る観点から本公開買付価格を含む本取引の取引条件の妥当性が確保されていると判断した理由に加え、本取引公表後の当社株式の市場価格は、本取引の存在を前提に、現時点で実際にはなされていない対抗提案への期待など本取引に対する様々な思惑の影響を受けて形成されたものであると推測されること、及び、本公開買付けは、全ての少数株主の皆様に対し、市場における株価又は取引数量に左右されることなく、同一の価格により市場外で売却する機会を提供するものであること等を踏まえれば、引き続き、公開買付価格を1株当たり4,000円とする本公開買付けは当社の少数株主の皆様に対して適切なプレミアムを付した価格で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。

これらの検討経緯を経て、特別委員会は、2021年9月7日以降、2021年11月11日までに生じた事象等を勘案しても、本答申書の答申の内容について、いずれも変更する必要はないことを確認し、2021年11月11日付で、当社取締役会に対し、本答申書における意見に変更がない旨の追加答申書を提出しました。もっとも、特別委員会は、当社株式の市場価格が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への応募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、少数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す。

特別委員会における独立した財務アドバイザー及び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

特別委員会は、上記「当社における独立した特別委員会の設置」に記載のとおり、当社及び公開買付者関

係者から独立した独自の財務アドバイザー及び第三者算定機関として山田コンサルを選任し、当社株式の価値算定、公開買付者関係者との交渉方針に関する助言を含む財務的見地からの助言を受けるとともに、2021年9月6日付で本株式価値算定書(山田コンサル)を取得しております。また、特別委員会は、山田コンサルから、本公開買付価格である1株当たり4,000円が当社株式の株主(ENEOSを除きます。)にとって財務的見地から公正である旨の本フェアネス・オピニオン(山田コンサル)も取得しております。本株式価値算定書(山田コンサル)及び本フェアネス・オピニオン(山田コンサル)の概要については、上記「(3) 算定に関する事項」の「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」をご参照ください。

なお、山田コンサルは、当社及び公開買付者関係者の関連当事者には該当せず、本公開買付けを含む本取引に関して重要な利害関係を有しておりません。その他、山田コンサルの独立性については、上記「当社における独立した特別委員会の設置」の「( )本答申書提出までの検討の経緯及び判断内容」をご参照ください。

#### 当社における独立した財務アドバイザーからの助言の取得

当社は、上記「当社における独立した特別委員会の設置」に記載のとおり、公開買付者関係者及び当社から独立した財務アドバイザーとして森・濱田松本法律事務所を選任し、本取引において手続の公正性を確保するために講じるべき措置、本取引の諸手続並びに本取引に係る当社の意思決定の方法及びその過程等に関する助言を含む法的助言を受けております。

なお、森・濱田松本法律事務所は、当社及び公開買付者関係者の関連当事者には該当せず、本公開買付けを含む本取引に関して重要な利害関係を有しておりません。

#### 当社における独立した財務アドバイザー及び第三者算定機関からの株式価値算定書の取得

当社は、上記「当社における独立した特別委員会の設置」に記載のとおり、当社及び公開買付者関係者から独立した財務アドバイザー及び第三者算定機関としてみずほ証券を選任し、当社株式の価値算定、公開買付者関係者との交渉方針に関する助言を含む財務的見地からの助言及び補助を受けるとともに、2021年9月6日付で本株式価値算定書(みずほ証券)を取得しております。本株式価値算定書(みずほ証券)の概要については、上記「(3) 算定に関する事項」の「当社における独立した第三者算定機関からの株式価値算定書の取得」をご参照ください。

なお、みずほ証券は、当社及び公開買付者関係者の関連当事者には該当しておりません。また、上記「(3) 算定に関する事項」の「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」のとおり、みずほ証券のグループ企業であるみずほ銀行が公開買付者に対して買付資金等に係る融資を行うことを予定しておりますが、特別委員会は、みずほ証券の独立性及び専門性等に鑑み、同社を当社の第三者算定機関として起用することを承認しております。その他、みずほ証券の独立性については、上記「(3) 算定に関する事項」の「当社における独立した第三者算定機関からの株式価値算定書の取得」をご参照ください。

#### 当社における独立した検討体制の構築

当社は、上記「(2) 本公開買付けに関する意見の根拠及び理由」の「当社が本公開買付けに賛同するに至った意思決定の過程及び理由」に記載のとおり、公開買付者関係者から独立した立場で、当社の企業価値の向上及び当社の少数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ための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、2021年6月下旬から、当社と公開買付者関係者との間の本取引の取引条件に関する協議・交渉には、構造的な利益相反の影響を受けるおそれを排除する観点から、ENEOS又はGSSPCの役職員を現に兼務し又は過去に兼務していた当社の役職員は関与しないこととし、本書提出日に至るまでかかる取扱いを継続しております。また、当社の社内に構築した本取引の検討体制に独立性等の観点から問題がないことについては、特別委員会の承認を得ております。

#### 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

当社取締役会は、上記「(2) 本公開買付けに関する意見の根拠及び理由」の「当社が本公開買付けに賛同するに至った意思決定の過程及び理由」に記載のとおり、森・濱田松本法律事務所から受けた法的助言、みずほ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(みずほ証券)の内容、並びに特別委員会を通じて提出を受けた本株式価値算定書(山田コンサル)及び本フェアネス・オピニオン(山田コンサル)の内容を踏まえつつ、本答申書において示された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否か、及び本公開買付価格を含む本取引に係る取引条件が妥当なものか否かについて、慎重に協議・検討いたしました。

その結果、当社は、2021年9月7日開催の当社取締役会において、上記「(2) 本公開買付けに関する意見の根拠及び理由」に記載のとおり、( )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ものであるとともに、( )本公開買付価格を含む本取引に係る取引条件は当社の少数株主の皆様が享受すべき利益が確保された妥当なものであり、本公開買付けは当社の少数株主の皆様に対して適切なプレミアムを付した価格での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し、2021年9月7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全員一致で、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、本公開買付けに応募することを推奨することを決議いたしました。

その後、当社取締役会は、特別委員会より提出を受けた追加答申書の内容を最大限に尊重しながら、本公開買付けに関する諸条件について改めて慎重に協議及び検討を行いました。その結果、2021年11月11日、引き続き、本公開買付価格である1株当たり4,000円は当社の少数株主の皆様が享受すべき利益が確保された妥当な価格であり、本公開買付けは当社の少数株主の皆様に対して適切なプレミアムを付した価格での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し(かかる判断の理由については、上記「(2) 本公開買付けに関する意見の根拠及び理由」の「当社が本公開買付けに賛同するに至った意思決定の過程及び理由」をご参照ください。)、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、本公開買付けへの応募を推奨する旨の決議をいたしました。

上記の両当社取締役会においては、当社取締役のうち有重哲氏及び当社監査役のうち立木達氏は、過去にE N E O S及び子会社の従業員及び取締役としての地位を有していたことから、取締役会における審議及び決議が本取引における構造的な利益相反の問題及び情報の非対称性の問題による影響を受けるおそれを排除する観点から、関連する議案の審議及び決議に参加していません。上記決議は、有重哲氏を除く取締役の全員において審議の上、全員一致により行われており、また、立木達氏を除く監査役の全員が異議はない旨の意見を述べております。

なお、当社取締役のうち有重哲氏は、本取引における構造的な利益相反の問題及び情報の非対称性の問題による影響を受けるおそれを排除する観点から、上記の両当社取締役会を含む本取引に係る当社取締役会の審議及び決議には参加しておらず、かつ、当社の立場において、本取引に係る検討並びに公開買付者関係者との協議及び交渉に参加していません。

また、当社監査役である立木達氏は、本取引における構造的な利益相反の問題及び情報の非対称性の問題による影響を受けるおそれを排除する観点から、上記の取締役会の審議には一切参加しておらず、上記の両取締役会の決議に対して意見を述べることを差し控えております。

#### 取引保護条項の不存在

当社及び公開買付者関係者は、当社が対抗的買収提案者と接触することを禁止するような取引保護条項を含む合意等、対抗的買収提案者が当社との間で接触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することにより、本公開買付けの公正性の担保に配慮しております。

さらに、当社及び公開買付者は、本公開買付けは、公開買付者が公表した2021年9月7日付「ロードマップ・ホールディングス合同会社による当社株式に対する公開買付けの開始予定に関する意見表明のお知らせ」により公表されており、2021年11月11日時点で、当該公表から既に2ヶ月超が経過していることも踏まえると、公開買付者以外の者による当社株式に対する対抗的な買付け等の機会には既に十分に設けられていたと考えております。

#### 当社の株主が本公開買付けに応募するか否かについて適切に判断を行う機会を確保するための措置

公開買付者は、上記「(5) 本公開買付け後の組織再編等の方針(いわゆる二段階買収に関する事項)」に記載のとおり、本公開買付けの成立後、本株式併合及び本株式併合の効力発生を条件として単元株式数の定めを廃止する旨の定款変更を行うことを付議議案に含む臨時株主総会を速やかに開催することを当社に要請する予定であるとのことであり、本株式併合をする際に、当社の株主の皆様へ交付される金銭の額が、本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算定されることを明らかとしていることから、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適切に判断を行う機会を確保し、これをもって強圧性が生じないように配慮しているとのことです。

また、公開買付者は、法令に定められた公開買付けに係る買付け等の最短期間は20営業日であるところ、公開買付期間を30営業日としているとのことです。公開買付期間を比較的長期にすることにより、当社の株主の皆様

が本取引の是非や本公開買付価格の妥当性について熟慮し、本公開買付けに応募するか否かについて適切な判断を行うための期間を確保しているとのことです。また、公開買付者としては、上記のとおり、本公開買付けは、2021年9月7日の公表から既に2ヶ月超が経過していることも踏まえ、当社の株主様の検討期間は、通常よりも長期間が確保されていたものとも評価できると考えているとのことです。

(7) 公開買付者と当社の株主との間における公開買付けへの応募に係る重要な合意に関する事項

本基本契約

GSSPC及びENEOSは、2021年9月7日付で本取引の諸条件に関する以下の内容を含む本基本契約を締結しているとのことです。

- ( ) GSSPCは、以下の本前提条件が充足されていること(又はGSSPC及びENEOSにより放棄されていること。但し、本前提条件 及び については、自らこれに違反した者はこれを放棄することができません。)を条件に、本取引の一環として、公開買付者をして、本基本契約に定める買付条件に従い、本公開買付けを開始させること

当社に設置された特別委員会において、当社が本公開買付けに対して賛同すること及び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こと並びに本取引を行うことについて、肯定的な内容の答申が行われており、かつ、当該答申が撤回されていないこと

当社取締役会において、ENEOSとの間で利害関係を有する又はそのおそれがある取締役を除く取締役全員の一致をもって、本公開買付けに対して賛同する旨及び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旨の取締役会決議を行い、かかる決議が公表されており、かつ、かかる意見表明を撤回する又はこれと矛盾する内容のいかなる決議も行われていないこと

法第27条の11第1項但書に定める当社若しくはその子会社の業務若しくは財産に関する重要な変更その他の本公開買付けの目的の達成に重大な支障となる事情が生じていないこと

司法・行政機関等に対して、本取引のいずれかを制限又は禁止することを求める旨のいかなる申立て、訴訟又は手続も係属しておらず、本取引のいずれかを制限又は禁止する旨のいかなる司法・行政機関等の判断等も存在しておらず、かつ、その具体的なおそれもないこと

本取引に関し、競争法上届出対象地域において、本許認可等が取得され、(待機期間がある場合には)待機期間が経過(排除措置命令を行わない旨の通知を受領することを含みます。)していること。また、当該国又は地域の公正取引委員会その他の競争法に関する司法・行政機関等により、本取引の実行を妨げる措置又は手続がとられないことが合理的に見込まれていること

外為法第27条第1項に定める届出につき、行政機関により本公開買付けの実行を妨げる措置又は手続が行われることなく同条第2項に定める期間(同項に従い短縮された場合は短縮された後の期間)が経過しているか又は本公開買付けに係る決済開始日までに経過することが合理的に見込まれていること

本株主間契約、本ENEOS出資に関するENEOS及び公開買付者との間の出資契約、並びに本GSSPC出資に関するGSSPC及び公開買付者との間の出資契約が有効に締結され存続していること

GSSPC及びENEOSが、本基本契約に基づき本公開買付けの開始日までに履行又は遵守すべき義務が全て重要な点において履行又は遵守されていること

本基本契約に定めるENEOSの表明及び保証、乃木坂ホールディングスの表明及び保証、並びにエーテルホールディングスの表明及び保証が、いずれも重要な点において真実かつ正確であること

当社から、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(法第166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旨の確認が得られていること

- ( ) ENEOSは、本不応募株式について本公開買付けに応募しないこと
- ( ) GSSPC及びENEOSは、本公開買付けの成立後、本取引の一連の各取引(本出資、本組織変更、本株式併合、並びに本自己株式取得)を順次実施すること(本取引の実施のために必要となる公開買付者及び当社における議決権の行使等を行うことを含むとのことです。)
- ( ) ENEOSは、本自己株式取得に応じてENEOSが所有する当社株式の全てを売却すること
- ( ) GSSPC及びENEOSが本株主間契約を締結すること
- ( ) 各当事者の表明及び保証に関する事項(表明及び保証に関する事項の具体的な内容として、概略、( )法人の設立及び存続の有効性、( )本基本契約の適法かつ有効な締結及び履行に必要な権限及び権能の存在、そのために必要な手続の適法な履践、( )本基本契約の強制執行可能性、( )法令等との抵触の不存在、

( )許認可等の取得及び履践、( )ENEOSによる当社株式の適法かつ有効な所有、( )反社会的勢力との取引の不存在、( )倒産手続等の不存在、並びに( )個人情報に関する規制の遵守及び個人情報の適切な管理・取得について規定しているとのことです。)

加えて、本基本契約において、GSSPC及びENEOSは、義務の不履行又は表明及び保証の違反に関する補償義務・損害軽減義務、契約の解除・終了、秘密保持義務、契約上の地位及び権利義務の譲渡その他の処分・承継禁止義務、契約に定めのない事項又は契約の条項に疑義が生じた場合の誠実協議義務について合意しているとのことです。

#### 本株主間契約

GSSPC及びENEOSは、上記の「(2)本公開買付けの実施を決定するに至った背景、理由及び意思決定の過程並びに本公開買付け後の経営方針」の「本公開買付け後の経営方針」のとおり、2021年9月7日付で、本取引後の公開買付者及び当社の運営、株式の取扱いに関する以下の内容を含む本株主間契約を締結しているとのことです。

- ( )公開買付者の取締役の員数を2名とし、ENEOSとGSSPCがそれぞれ1名ずつ指名できること、及び、当社の取締役の員数を8名とし、ENEOSとGSSPCがそれぞれ4名ずつ指名できること
- ( )当社の代表取締役は2名とし、ENEOSとGSSPCがそれぞれ1名ずつ指名すること
- ( )当社の代表取締役2名及びGSSPCが別途指名した委員2名の計4名から構成される経営委員会を当社において設置すること
- ( )公開買付者の監査役は1名(ENEOSが指名)とし、当社の監査役は3名(ENEOSが指名)とすること
- ( )公開買付者と当社の会計監査人はENEOSとGSSPCの合意に基づき選定すること
- ( )当社の株主総会の決議を要する 資本金・準備金の額の増加・減少、役員報酬の決定・変更、配当その他の利益処分、計算書類の承認、並びに 自己株式の取得(但し、年次予算又は事業計画において予定されるものを除く。)については、GSSPCの意向を事前に確認の上、GSSPCの承認を得て実施すること。
- ( )公開買付者又は当社が再上場を行うことを決定した場合、GSSPCは、ENEOSに対し、ENEOSが保有する公開買付者のA種種類株式の全部又は一部(発行済株式総数のうち最大9.95%に相当する数)を売り渡すことを請求できること(当該A種種類株式は、( )公開買付者若しくは当社が再上場を行うことを決定した場合、( )ENEOS若しくはGSSPCがその保有する公開買付者の普通株式を譲渡しようとする場合において、他方当事者から当該普通株式を売り渡すよう請求を受けたとき、又は( )ENEOS若しくはGSSPCがその保有する公開買付者の普通株式を譲渡しようとする場合において、譲渡予定先との間で譲渡に係る契約を締結したときに普通株式への転換が可能となるとのことです。そのため、公開買付者又は当社が再上場を行うことを決定した場合は、GSSPCは、公開買付者の発行済株式総数のうち最大9.95%に相当するA種種類株式をENEOSから買い取り、その後、A種種類株式を普通株式に1対1の割合で転換することができるとのことです。)

( )各当事者の表明及び保証に関する事項(表明及び保証に関する事項の具体的な内容として、概略、( )法人の設立及び存続の有効性、( )本株主間契約の適法かつ有効な締結及び履行に必要な権限及び権能の存在、そのために必要な手続の適法な履践、( )本株主間契約の強制執行可能性、( )法令等との抵触の不存在、( )倒産手続等の不存在、並びに( )個人情報に関する規制の遵守及び個人情報の適切な管理・取得について規定しているとのことです。)

加えて、本株主間契約において、GSSPC及びENEOSは、義務の不履行又は表明及び保証の違反に関する補償義務・損害軽減義務、契約の解除・終了、秘密保持義務、契約上の地位及び権利義務の譲渡その他の処分・承継禁止義務、契約に定めのない事項又は契約の条項に疑義が生じた場合の誠実協議義務について合意しているとのことです。

なお、具体的な取締役の候補者その他の経営体制の詳細については現時点では未定とのことです。GSSPC及びENEOSは、今後当社と協議しながら、当社の取締役を4名ずつ指名するとのことです。

#### (8) その他

当社は、2022年3月期の年間配当予想に関し、2021年9月7日付で、「2022年3月期配当予想の修正(無配)に関するお知らせ」を公表しております。当社は、同日、本公開買付けが成立することを条件として、当社の配当予想を以下のとおり修正することを決定しております。詳細については、当該公表内容をご参照ください。

また、当社は、2021年11月11日付で「2022年3月期第2四半期決算短信〔日本基準〕(連結)」及び「2022年3月期第2四半期報告書」を公表しております。詳細については、当該公表内容をご参照ください。

#### 4 【役員が所有する株券等の数及び当該株券等に係る議決権の数】

普通株式

氏名	役名	職名	所有株式数(株)	議決権の数(個)
吉川 芳和	代表取締役	代表取締役社長	4,000	40
有重 哲	代表取締役	-	1,000	10
橋本 祐司	代表取締役	-	2,000	20
宮崎 匡弘	取締役	-	2,400	24
沼尻 理	取締役	-	1,000	10
中田 尚行	取締役	-	1,000	10
木村 孟	取締役	-	1,000	10
上田 宗央	取締役	-	2,000	20
柏原 孝	取締役	-	1,000	10
伊東 昭一郎	監査役 (常勤)	-	-	-
飯塚 直久	監査役 (常勤)	-	-	-
立木 達	監査役 (常勤)	-	-	-
石田 祐幸	監査役	-	-	-
苫米地 邦男	監査役	-	-	-
計	-	-	15,400	154

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

(注2) 取締役木村孟、上田宗央及び柏原孝は社外取締役です。また、常勤監査役立木達、監査役石田祐幸及び苫米地邦男は社外監査役です。

(注3) 所有株式数及び議決権の数は、それぞれ株式累積投資における持分に相当する株式の数(小数点以下切捨て)及びそれらに係る議決権の数を含めた数を記載しております。

#### 5 【公開買付者又はその特別関係者による利益供与の内容】

該当事項はありません。

#### 6 【会社の支配に関する基本方針に係る対応方針】

該当事項はありません。

#### 7 【公開買付者に対する質問】

該当事項はありません。

#### 8 【公開買付期間の延長請求】

該当事項はありません。