

【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】	2022年10月3日
【報告者の名称】	東亜石油株式会社
【報告者の所在地】	神奈川県川崎市川崎区水江町3番1号
【最寄りの連絡場所】	神奈川県川崎市川崎区水江町3番1号
【電話番号】	044(280)0614
【事務連絡者氏名】	取締役 執行役員 穴戸 康行
【縦覧に供する場所】	東亜石油株式会社 (神奈川県川崎市川崎区水江町3番1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、東亜石油株式会社をいいます。
- (注2) 本書中の「公開買付者」とは、出光興産株式会社をいいます。
- (注3) 本書中の記載において計数が四捨五入又は切捨てされている場合、合計として記載される数値は必ずしも計数の総和と一致しません。
- (注4) 本書中の「法」とは、金融商品取引法(昭和23年法律第25号。その後の改正を含みます。)をいいます。
- (注5) 本書中の「株券等」とは、株式に係る権利をいいます。
- (注6) 本書中の記載において、日数又は日時に記載がある場合は、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7) 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8) 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。また、当社及び公開買付者は米国外で設立された会社であり、その役員も米国居住者ではないため、米国の証券法に基づき発生する権利又は要求を行使することが困難となる可能性があります。米国の証券法の違反を根拠として、米国外の会社又はその役員に対して米国外の裁判所において提訴することができない可能性があります。加えて、米国外の会社及びその子会社・関連者(affiliate)をして米国の裁判所の管轄が認められるとは限りません。
- (注9) 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10) 本書中の記載には、米国1933年証券法(Securities Act of 1933)(その後の改正を含みます。)第27A条及び米国1934年証券取引所法第21E条で定義された「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。当社、公開買付者又はその関係会社を含む関係者は、「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、当社又はそれらの関係者は、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。

1 【公開買付者の氏名又は名称及び住所又は所在地】

名称 出光興産株式会社
所在地 東京都千代田区大手町一丁目2番1号

2 【公開買付者が買付け等を行う株券等の種類】

普通株式

3 【当該公開買付けに関する意見の内容、根拠及び理由】

(1) 本公開買付けに関する意見の内容

当社は、2022年9月30日開催の取締役会において、下記「(2) 本公開買付けに関する意見の根拠及び理由」の根拠及び理由に基づき、当社の支配株主(親会社)である公開買付者による当社の普通株式(以下「当社株式」といいます。)の全て(但し、公開買付者の所有する当社株式及び当社の所有する自己株式を除きます。以下同じです。)に対する本公開買付けに関して、賛同の意見を表明するとともに、当社の株主の皆様が本公開買付けに応募することを推奨する旨の決議をいたしました。

なお、上記当社の取締役会決議の詳細は、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「当社における利害関係を有しない取締役(監査等委員である者を含む)全員の承認」をご参照ください。

(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、公開買付者に関する記載については、公開買付者から受けた説明に基づいております。

本公開買付けの概要

公開買付者は、本書提出日現在、株式会社東京証券取引所(以下「東京証券取引所」といいます。)スタンダード市場(以下「東証スタンダード」といいます。)に上場している当社株式6,234,425株(所有割合(注1): 50.12%)を所有しており、当社を連結子会社としているとのことです。

(注1) 「所有割合」とは、当社が2022年8月8日に提出した「第150期第1四半期報告書」(以下「当社第1四半期報告書」といいます。)に記載された、2022年6月30日現在の当社株式の発行済株式総数(12,443,500株)から、当社が2022年7月29日に公表した「2023年3月期第1四半期決算短信〔日本基準〕(連結)」(以下「当社第1四半期決算短信」といいます。)に記載された、2022年6月30日現在の当社が所有する自己株式数(4,229株)を控除した当社株式(12,439,271株)に対する割合(小数点以下第三位を四捨五入。以下、所有割合の記載において同じとします。)をいいます。

下記「公開買付者が本公開買付けの実施を決定するに至った背景、目的及び意思決定の過程」のとおり、今般、公開買付者は、2022年9月30日開催の取締役会において、当社株式の全てを取得し、当社を公開買付者の完全子会社とすることを目的とする取引(以下「本取引」といいます。)の一環として、本公開買付けを実施することを決議したとのことです。

本公開買付けにおいて、公開買付者は、2,058,375株(所有割合：16.55%)を買付予定数の下限と設定しており、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を満たさない場合は、応募株券等の全部の買付け等を行わないとのことです。他方、上記のとおり、公開買付者は、当社株式の全てを取得することを企図しておりますので、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(2,058,375株)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、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)」の「株式併合」に記載の完全子会社化のために必要な株式併合の手続を実施する際には、会社法(平成17年法律第86号。その後の改正を含みます。以下同じです。)第309条第2項に規定する株主総会における特別決議が要件とされているため、公開買付者単独で当該要件を満たすことができるように設定したものととのことです。また、買付予定数の下限(2,058,375株)は、当社第1四半期報告書に記載された2022年6月30日現在の当社の発行済株式総数(12,443,500株)から、当社第1四半期決算短信に記載された同日現在の当社が所有する自己株式数(4,229株)を控除した株式数(12,439,271株)に係る議決権数(124,392個)の3分の2(82,928個)(小数点以下切り上げ)に、当社の単元株式数である100株を乗じた数を基礎として、これから公開買付者が本書提出日現在所有する当社株式(6,234,425株)を控除した数に設定しているとのことです。

本公開買付けに際して、公開買付者は、2022年9月30日付で、当社の主要株主に相当し、第2位株主に相当するCornwall Capital Management LP(所有株式数：3,918,100株、所有割合：31.50%(注2)、以下「Cornwall」といいます。)との間で、Cornwallがその運営するファンドを通じて実質的に所有する(投資一任契約その他の契約又は法律の規定に基づき、株式に投資をするのに必要な権限を有していることをいいます。以下同じです。)当社株式の全て(以下「本応募合意株式」といいます。)について本公開買付けに応募する旨の契約(以下「本応募契約」といいます。)を締結しているとのことです。当該契約の概要については、下記「(7)公開買付者と自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。

(注2) Cornwallが当社の主要株主に相当すること及びCornwallの株主順位は、公開買付者がCornwallから直接確認した、Cornwallが実質的に所有する株式数に基づくとのことです。

公開買付者は、当社を公開買付者の完全子会社とすることを目的としているため、本公開買付けにおいて当社株式の全て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)」のとおり、当社の株主を公開買付者のみとするための一連の手続を実施することにより、当社株式の全てを取得することを予定しているとのことです。

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、目的及び意思決定の過程

当社は、公開買付者から、公開買付者が本公開買付けの実施を決定するに至った背景、目的及び意思決定の過程につき、以下の説明を受けております。

2022年6月30日現在、公開買付者グループは、公開買付者並びに当社を含む子会社184社及び関連会社58社で構成され、燃料油事業、基礎化学品事業、高機能材事業、電力・再生可能エネルギー事業、資源事業、その他の事業を行っているとのことです。公開買付者は、1911年6月、創業者の出光佐三氏の下で、出光商会として福岡県門司市(現・北九州市門司区)で創業し、関門地区を中心として石油販売を開始したとのことです。1940年3月に、東京で、出光佐三氏が出光興産株式会社を設立し、1947年11月には出光商会は出光興産株式会社と合併したとのことです。なお、公開買付者は、2006年10月に東京証券取引所市場第一部に上場し、2022年4月4日付の東京証券取引所の市場区分の再編により、現在は東京証券取引所プライム市場に上場しているとのことです。

また、公開買付者は、2016年12月、ロイヤル・ダッチ・シェル ピーエルシーの子会社のザ・シェル・ペトロリウム・カンパニー・リミテッド及びザ・アングロ・サクソン・ペトロリウム・カンパニー・リミテッドから昭和シェル石油株式会社(以下「昭和シェル石油」といいます。)の株式117,761,200株(当時の発行済株式総数の31.3%に相当)を取得し、その後、2019年4月1日を効力発生日として、公開買付者を株式交換完全親会社、昭和シェル石油を株式交換完全子会社とする株式交換により、昭和シェル石油を公開買付者の完全子会社としたとのことです。その後、公開買付者は、同年7月1日を効力発生日として、公開買付者を吸収分割承継会社、昭和シェル石油を吸収分割会社とする吸収分割(以下「本吸収分割」といいます。)を行い、昭和シェル石油から同社の全事業を承継したとのことです。

一方、当社は、1924年2月に石油製品類の輸入販売を目的に日本重油株式会社として創立され、1942年4月に日本重油株式会社が日米礦油株式会社の営業財産の一部譲り受け、東亜石油株式会社と改称しました。そして、当社は、1950年5月に東京証券取引所に上場し、1955年7月に神奈川県川崎市にて製油所の建設と常圧蒸留装置の操業を開始し、石油精製業へ進出しました。なお、当社は、1953年1月に株式会社大阪証券取引所(以下「大阪証券取引所」といいます。)に上場し、1961年10月には株式会社名古屋証券取引所(以下「名古屋証券取引所」といいます。)へも上場しておりますが、2006年3月に当社の申請に基づき名古屋証券取引所より上場廃止となり、同年4月に当社の申請に基づき大阪証券取引所より上場廃止となっているため、現在は、2022年4月4日付の東京証券取引所の市場区分の再編により、東証スタンダードに上場(市場区分の再編前は東京証券取引所市場第二部に上場)しております。なお、当社は、東京証券取引所における市場区分の再編に関し、2021年12月13日付で、2022年4月の市場区分の再編に伴い、スタンダード市場を選択する旨の申請書を提出するとともに、「新市場区分の上場維持基準の適合に向けた計画書」(以下「本計画書」といいます。)を開示しておりますが、その後、2022年9月30日開催の当社取締役会において、上場廃止を前提とした本公開買付けに賛同する旨の意見を決議したことから、併せて、本計画書を撤回することも決議しております。

また、当社は1998年1月に東京電力株式会社と電力供給契約を締結し、原油の精製過程で発生する副生ガスと残渣油を燃料として効率的に発電し、電力を外部に供給する事業を開始しましたが、同社(現東京電力エナジーパートナー株式会社)との間の契約は2021年3月末をもって期間満了により終了しております。本書提出日現在、当社は専ら公開買付者から石油精製及び発電を受託しており、生産された各石油製品と電力を全量公開買付者に引き渡しております。当社は、東日本、とりわけ国内最大の需要地である首都圏への石油製品の供給を担う公開買付者グループの重要な基幹製油所運営者として、公開買付者との間の2018年5月31日付原油精製及び発電の業務委託に関する基本協定書に基づいて、原油・原料油を各種石油製品に加工する精製業務及び精製過程で発生する副生ガス・残渣油を利用した発電業務を行っております。当社の京浜製油所(神奈川県川崎市)は、重質油熱分解装置(注1)を始めとした設備により、残渣処理装置の装備率は99%(小数点以下を四捨五入しております。)となっております。当社はそうした設備を活用することで、重質原油及び原料油の精製に特化し、ガソリン、灯油、軽油といった付加価値の高い製品を効率的に精製するとともに、それに連携した発電設備を有効に活用して、製油所と発電所の一体運営を効率的に行い、高いエネルギー効率と資源の有効利用を実現していると考えております。

(注1) C重油基材やアスファルトの原料である減圧残渣油を高温で熱分解し、付加価値の高いガソリンや軽油の得率を高める装置をいいます。

公開買付者及び当社の資本関係については、1979年12月に、昭和石油株式会社が伊藤忠商事株式会社から当社株式24,806,250株(当時の当社の発行済株式総数の約25%に相当)を譲り受け、同社に代わって当社の筆頭株主となりました。その後、昭和石油株式会社とシェル石油株式会社とが合併して昭和シェル石油となり、昭和シェル石油の一層の資本参加による連携の強化並びに当社の株主資本の充実による財務体質の改善及び事業の持続的な発展を図ることを目的として、当社は、2005年10月に昭和シェル石油を割当先とする第三者割当増資(当時の当社の増資後の発行済株式総数の約20.26%に相当する25,210,000株を引受け)を実施しました。当該第三者割当増資により、昭和シェル石油が所有する当社株式は62,344,250株(当時の当社の発行済株式総数の約50.10%に相当)となり、当社は昭和シェル石油の連結子会社となりました。なお、取得時期、取得方法等は確認できないものの、昭和シェル石油は、当該第三者割当増資に先立ち、当社株式12,328,000株(当該第三者割当増資直前の当社の発行済株式総数の約12%に相当)を取得しております。その後、当社が、2018年10月1日を効力発生日として、普通株式10株につき1株の割合で行った株式併合により、昭和シェル石油の所有する当社株式は6,234,425株(当時の当社の発行済株式総数の約50.11%に相当)となりました。さらに、2019年7月1日を効力発生日とする本吸収分割により、昭和シェル石油が所有する当社株式の全てを公開買付者が承継し、当社が公開買付者の連結子会社となって現在に至っております。

() 前回公開買付けについて

2020年12月16日に公開買付者が提出した公開買付届出書(2020年12月21日及び2021年1月29日に公開買付者が提出した当該公開買付届出書の訂正届出書を含みます。)に記載のとおり、公開買付者は、2020年12月15日付取締役会決議に基づき、当社株式の全て(但し、公開買付者の所有する当社株式及び当社の所有する自己株式を除きます。以下同じです。)を取得し、当社を公開買付者の完全子会社とすることを目的とする取引(以下「前回取引」といいます。)の一環として、公開買付け(買付け等の期間を2020年12月16日から2021年2月15日、当社株式1株当たりの買付け等の価格(以下「前回公開買付価格」といいます。)を2,450円とした公開買付けで、以下「前回公開買付け」といいます。)を実施したとのことでしたが、2021年2月16日に公開買付者が提出した公開買付報告書に記載のとおり、前回公開買付けに応募された株券等の数の合計は470,668株となり買付予定数の下限(2,058,875株)に満たなかったため不成立となったとのことでした。前回公開買付けの実施に至る経緯は以下のとおりとのことでした。

公開買付者によれば、前回取引検討時、公開買付者及び当社が属する石油業界では、国内の石油製品需要は、1999年にピークアウトし、人口減少やエコカーの普及により漸減傾向にあったとのことでした。その後、その傾向は加速し、気候変動への対応としての脱炭素社会への動き、自動車の所有から共同利用への変化等が相まって、国際エネルギー機関(IEA: International Energy Agency)のシナリオによれば、2030年には、現状比2割から3割程度減少すると見込まれていたとのことでした(注2)。さらに、近時の新型コロナウイルス感染症の感染拡大に伴う原油価格の下落、自動車、航空機向けを中心とした石油製品需要の減少もあり、事業環境はさらに厳しさを増していたとのことでした。

(注2) Source: IEA (2020) World Energy Outlook. All rights reserved.

前回取引検討時、公開買付者においては、2019年11月14日付で策定・公表された中期経営計画の見直し(2020~2022年度)にて基本方針とした、どのように環境が変化しても柔軟且つ強靱に対応できる「レジリエントな事業ポートフォリオの実現」を目指し、長期的視野の下、燃料油事業等の収益基盤事業の構造改革、成長事業の拡大、次世代事業の創出を推進することで、企業価値の向上に努めていたとのことでした。また、当社においては、上記重質油熱分解装置や発電能力の活用や高い技術力の発揮、人材育成を通じて、企業価値の向上に努めておりました。もっとも、公開買付者と当社がともに上場会社として独立した事業運営を行っている状況では、当社の経営資源の有用性、取引としての客観的な公正性について当社の少数株主の利益をも考慮した慎重な検討を要することから、公開買付者グループの経営の最適化を図ることが必ずしも十分に実現できていないと認識していたとのことでした。

このような状況を踏まえ、公開買付者は、中期経営計画(2020～2022年度)を公表した2019年11月中旬からグループ戦略についての検討を開始したとのことでした。その検討の結果、2020年4月上旬、公開買付者の収益基盤である燃料油事業を強化し、公開買付者グループ全体の企業価値の最大化を実現するためには、国内最大の需要地である首都圏への石油製品の供給を担い、公開買付者グループにとって重要な基幹製油所を運営する当社について、上場会社としての独立性を維持するよりも、当社を完全子会社化し、公開買付者グループの一体経営により経営の効率化及び最適化、意思決定の柔軟化及び迅速化を図ることが必要不可欠であるとの認識に至ったとのことでした。すなわち、当社を完全子会社化することで、公開買付者グループの石油製品生産体制の最適化を目指しつつ、短期的な収益変動のリスクに必ずしもとらわれない、長期的な視野に立った経営判断を迅速に行うことを可能とした上で、公開買付者の協力の下、操業の効率化や経営環境の変化への迅速な対応が将来的な競争力の強化につながるのであればそれを果敢に実行することを可能とすることにより、ガソリンを中心とした国内石油製品需要の減少、脱炭素社会に向けた動きに対応していくことが必要不可欠であるとの認識に至ったとのことでした。また、公開買付者は、当社の完全子会社化により、国内製品需要の減少に対応して、公開買付者グループの石油製品生産及び石油精製設備投資における柔軟且つ迅速な対応が可能となり、また、気候変動対応においても公開買付者グループ全体で連携を強化し、温室効果ガスの削減に関わる取り組みの強化等が可能になるとの考えに至ったとのことでした。さらに、公開買付者グループ全体の石油製品生産、石油精製設備投資、人員配置等の最適化を図ることが可能となり、公開買付者及び当社両社の持続的な成長に繋げることが可能になると確信したとのことでした。公開買付者が当社を完全子会社化することによる、これらの効果の詳細については、下記「(イ)操業の効率化及び事業環境変化への迅速な対応」をご参照ください。

そこで、公開買付者は、2020年4月上旬に、完全子会社化に関わる初期的検討を開始し、その後、公開買付者及び当社を含む公開買付者グループから独立したリーガル・アドバイザーとして西村あさひ法律事務所を、公開買付者及び当社を含む公開買付者グループ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(以下「ゴールドマン・サックス」といいます。)をそれぞれ2020年8月中旬に選任の上、前回取引に関する具体的な検討を開始したとのことでした。公開買付者は、当社の公開買付者以外の株主に対して合理的な株式売却の機会を与えることが当社の公開買付者以外の株主の利益に資すると考えたため、前回取引の取引形態として公開買付けによることを前提に、2020年8月下旬から同年9月上旬にかけて前回取引の条件や手法等について検討を重ねてきたとのことでした。その結果、公開買付者は、前回取引は、公開買付者及び当社の両社にとって、企業価値向上に繋がる可能性があるとの考えを持つに至ったとのことでした。そして、公開買付者は、2020年9月2日、当社に対して前回取引の協議を開始したい旨の意向を伝え、同月9日、当社としても、前回取引について検討する旨の回答を当社から受領したとのことでした。その後、公開買付者が同年9月28日に当社に対して前回取引に関する提案書(以下「前回提案書」といいます。)を提出したとのことでした。これに対して、当社は、前回公開買付価格及びその他前回公開買付けを含む前回取引の公正性を担保すべく、公開買付者及び当社から独立したフィナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関として野村證券株式会社(以下「野村證券」といいます。)を、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(現：アンダーソン・毛利・友常法律事務所外国法共同事業。以下「アンダーソン・毛利・友常法律事務所」といいます。)を、それぞれ9月下旬に選任するとともに、2020年10月16日、公開買付者から独立した立場で前回取引について検討、交渉等を行うため、特別委員会(以下「前回特別委員会」といいます。)を設置いたしました。また、前回特別委員会は、当社において、フィナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関として野村證券を、リーガル・アドバイザーとしてアンダーソン・毛利・友常法律事務所を選任することを承認し、前回公開買付けに係る協議・交渉を行う体制を構築しました。

前回提案書の提出以降、公開買付者と当社は、前回取引に向けた具体的な協議・検討を開始いたしました。公開買付者は、前回取引の実現可能性の精査のためのデュー・ディリジェンスを2020年10月上旬から同年12月上旬まで実施するとともに、並行して、当社との間で、前回取引の意義及び目的に関するより詳細な協議・検討や、前回取引後の経営体制・事業方針、前回取引における諸条件等についての協議・検討を複数回にわたって重ねた結果、2020年12月11日、前回公開買付価格を1株当たり2,450円とすることで合意に至ったとのことでした。

2020年12月15日、公開買付者と当社は、当社を公開買付者の完全子会社とすることが公開買付者及び当社を取り巻く事業環境の変化に対応し、両社の企業価値向上に資する最善の方策であるとの考えで一致し、前回公開買付けを実施いたしました。具体的には、公開買付者は、公開買付者が当社を完全子会社化することにより、以下の効果が期待されるものと考えていたとのことでした。もっとも、前回公開買付けは、応募された株券等の数の合計が470,668株であり買付予定数の下限(2,058,875株)に満たなかったため、不成立となったとのことでした。

(イ) 操業の効率化及び事業環境変化への迅速な対応

まず、前回取引により、当社が非公開化されることで、公開買付者グループの石油製品生産体制の最適化を目指しつつ、短期的な収益変動のリスクに必ずしもとらわれない、長期的な視野に立った経営判断を迅速に行うことが可能となると考えていたとのことでした。

当社を取り巻く事業環境としては、ガソリンを中心とした国内の石油製品需要の減少が続き、製油所間の競争が激しくなることが想定されており、また、脱炭素社会への動きが強まり、二酸化炭素(CO₂)の排出削減等に対する社会的要請も強まると見込まれていたとのことでした。このことから、当社としては、国内製品需要が減少する中においても競争力を維持するため既存の製油所の操業をより効率化すること及びカーボンニュートラルへの取り組みの強化等、事業環境変化への迅速な対応が、将来に向けた重要な課題であると認識しておりました。公開買付者としても、当社が上場会社として存続し続ける場合、当社の少数株主の皆様への安定的な利益(株主の皆様に対する配当を含みます。)にも配慮する必要があるため、操業の効率化や経営環境変化への迅速な対応には限界があるものと考えていたとのことでした。しかし、前回取引により当社が非公開化されることで、公開買付者の協力の下、それが将来的な競争力の強化につながるのであれば、果断に実行することが可能になり、長期的には当社の企業価値の向上に寄与するものと考えていたとのことでした。

また、前回取引により、当社が公開買付者の完全子会社となった場合、公開買付者の資本力・信用力・人材をより活用することができ、当社単独では困難であった操業の効率化・事業環境変化への迅速な対応につながる戦略的・機動的な投資について、財務的な観点や、長期的な視点から当社の企業価値を向上することにつながるかどうかという経営判断の観点から、よりの確に検討することが可能になると考えていたとのことでした。

(ロ) 当社が公開買付者の完全子会社となることによる経営の安定化

前回取引は、上記のとおり内需減少が続く石油精製業界において、公開買付者が当社の資本比率を高める取引とのことでした。

公開買付者は、当社が本取引により公開買付者の完全子会社となることで、公開買付者グループの事業戦略と完全に合致した方向での経営に取り組むことができるようになることで、公開買付者グループの燃料油事業サプライチェーンの安定性を高めることができるものと判断していたとのことでした。

(ハ) グループ一体としての人材活用

公開買付者は従業員の雇用確保、人材の有効活用を重要な施策と考えていたとのことでした。前回取引後当面の間は、前回取引において前回公開買付け後に予定されていた当社を公開買付者の完全子会社とするための手続の完了時点における当社の従業員について、原則としてその雇用を継続することを予定していたとのことでした。また、人材の有効活用、従業員の成長の機会の提供等の観点から、当社を含む公開買付者グループ全体での人材交流を、燃料油事業及びその他の事業においてもこれまで以上に活発化させ、有限である人的資源を適材適所に配置することを考えていたとのことでした。これにより、公開買付者としても当社の人材を公開買付者グループの中で有効に活用することが可能となり、人材の確保、組織の活性化につながるものと考えていたとのことでした。

なお、当社の完全子会社化によるデメリットとしては、上場廃止によるデメリットである、エクイティ・ファイナンスにより資金調達を行うことが難しくなること、及び上場会社として当社が享受してきた知名度や社会的な信用力による優れた人材の確保等に影響を及ぼす可能性があることのほか、エネルギー需要の減少等により当社の経営成績が悪化した場合の公開買付者への負担の増大等があり得ますが、上記のとおり、当社の完全子会社化によって、上場廃止による上記のデメリットを上回る効果がある上に、公開買付者は既に当社を連結子会社としており、また、当社の取引先の9割は公開買付者であることから(当社が2020年6月24日に提出した「第147期有価証券報告書」13頁参照)、公開買付者は、既に、当社を完全子会社としている場合と同等の負担を負っているものといえ、公開買付者が当社を完全子会社化することによりデメリットは特段生じないものと考えていたとのことでした。

また、公開買付者は、前回公開買付価格についても、当社との間で、2020年11月中旬以降、複数回にわたる協議・交渉を重ねてきたとのことでした。具体的には、公開買付者は、親会社による連結上場子会社の完全子会社化の取引にて一般的に用いられている株式価値評価手法のうち、主に市場株価法、及びディスカунテッド・キャッシュ・フロー法(以下「DCF法」といいます。)に基づく財務アドバイザーの分析結果を参考とし、同時点における公正な株式価値として、2020年11月16日に、前回公開買付価格を1株当たり2,050円とする旨の初回提案を行ったとのことでした。公開買付者は、2020年11月18日に、当社から、当該提案価格(2,050円)は、過去の取引所市場における当社株式の取引価格を下回っており、近時の完全子会社化を目的とした上場子会社に対する公開買付取引におけるプレミアム水準と比較して低い水準にあることを理由に前回公開買付価格の引き上げの要請を受けたため、2020年11月24日に、前回公開買付価格を1株当たり2,150円とする第2回提案を行ったとのことでした。公開買付者は、2020年11月26日に、当社から、当該提案価格(2,150円)は、なお当社の企業価値を十分に評価していないと考えていることを理由に、当該提案価格の前提となる当社の株式価値評価及びプレミアム水準について質問を受けたことから、同年12月1日に公開買付者と当社双方の財務アドバイザー間で協議を行い、当該協議の結果も踏まえて、同年12月2日に、前回公開買付価格を1株当たり2,250円とする第3回提案を行ったとのことでした。公開買付者は、同月4日に、当社から、当該提案価格(2,250円)は、近時の完全子会社化を目的とした上場子会社に対する公開買付取引におけるプレミアム水準と比較して十分なプレミアムが付されていないと考えていることを理由に前回公開買付価格の引き上げの要請を受けたことを踏まえて検討し、同月8日に、前回公開買付価格を1株当たり2,400円とする第4回提案を行ったとのことでした。公開買付者は、同月9日に、当社から、当該提案価格(2,400円)からのさらなる引き上げの要請を受けたことを踏まえて検討し、同月10日に、前回公開買付価格を1株当たり2,450円とする第5回提案を行ったとのことでした。当該協議・交渉の結果、公開買付者と当社は、2020年12月11日、前回公開買付価格を1株当たり2,450円とすることで合意に至りました。以上の経緯の下で、公開買付者は、公開買付者が当社を完全子会社化することが、公開買付者グループ全体の企業価値向上に資するとの結論に至り、公開買付者は、2020年12月15日付取締役会決議に基づき、前回公開買付けを実施することを決定したとのことでした。

なお、前回公開買付けに際して、公開買付者は、Cornwallとの間で協議・交渉を行っておらず、Cornwallとの間で、Cornwallがその運営するファンドを通じて実質的に所有する当社株式の全てについて前回公開買付けに応募する旨の契約を締結していなかったとのことでした。

() 前回検討取引について

公開買付者は、前回公開買付けの終了後も公開買付者グループの戦略について検討を行っていましたが、前回公開買付けが不成立に終わったことを踏まえて、基本的には、従来と同様、当社の上場を維持した上で、公開買付者グループの企業価値向上を目指すこととしていたとのことです。もっとも、公開買付者の当社株式の所有割合及びCornwallの当社株式の実質的所有割合が併せて80%を超えている状況及び東京証券取引所の市場区分の再編に伴う上場維持基準の改正も踏まえて、公開買付者は、2021年9月下旬から、改めて、公開買付者グループの企業価値向上の手段の選択肢の一つとして公開買付者による当社の完全子会社化も念頭に置いて、公開買付者のグループ戦略を検討していたとのことです。そのような状況において、2022年2月中旬にCornwallから、「石油業界の構造改革の必要性を理解している」というコメントと共にその保有する当社株式の売却に関する協議の申入れを受けたとのことです。公開買付者は、当該申入れを踏まえ、再度公開買付けの検討を開始したとのことです。

公開買付者は、2022年2月下旬、Cornwallから、Cornwallが実質的に所有する当社株式の買取りに応じる意向があるか確認を求められたため、同月下旬、売却価格次第では、買取りに応じる意向がある旨を伝えたとのことです。その後、公開買付者は、2022年3月上旬、Cornwallから、公開買付者とCornwallとの間で売却価格について合意できるのであれば、Cornwallが実質的に所有する当社株式を売却することも検討可能である旨を伝えられ、2022年3月下旬には、Cornwallから、売却価格がCornwallが評価する価格以上である場合にはその実質的に所有する当社株式を公開買付者に売却する意向がある旨を伝えられたとのことです。この売却意向を伝えられたことを踏まえ、公開買付者は、当社株式の全てを取得し、当社を公開買付者の完全子会社とすることを目的とする取引(以下「前回検討取引」といいます。)に関する具体的な検討を開始し、2022年3月下旬に、当社に対して、前回公開買付けが不成立となった後初めて、前回検討取引実施に向けた協議開始の初期的な打診を行い、同月下旬に当社からも前回検討取引について検討する旨の回答を受けて、公開買付者における前回検討取引の条件や手法等のさらなる検討を経た後、同年4月6日に、当社に対して前回検討取引に関する提案書を提出したとのことです。

これに対して、当社は、前回検討取引における公開買付けの価格及びその他前回検討取引における公開買付けを含む前回検討取引の公正性を担保すべく、公開買付者及び当社から独立したフィナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関として野村證券を、リーガル・アドバイザーとしてアンダーソン・毛利・友常法律事務所を、それぞれ4月上旬に選任するとともに、2022年4月12日、公開買付者から独立した立場で本取引について検討、交渉等を行うため、特別委員会(以下「前回検討特別委員会」といいます。)を設置いたしました。また、前回検討特別委員会は、当社において、フィナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関として野村證券を、リーガル・アドバイザーとしてアンダーソン・毛利・友常法律事務所を選任することを承認し、前回検討取引における公開買付けに係る協議・交渉を行う体制を構築しました。

当該提案書の提出以降、公開買付者と当社は、前回検討取引に向けた具体的な協議・検討を開始いたしました。公開買付者は、前回検討取引の実現可能性の精査のためのデュー・ディリジェンスを2022年4月上旬から同年5月上旬まで実施するとともに、並行して、前回検討取引における公開買付けの価格についても、当社との間で、2022年4月上旬以降、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、公開買付者は、それまでのデュー・ディリジェンスの状況や、当社の市場株価推移の分析、類似上場会社との比較分析を勘案した上で、前回公開買付け開始以降、公開買付者とCornwallが当社株式の8割を超える持分を所有し流通株式比率が低下する中、公開買付者による完全子会社化が再開されるという思惑によって、株価が、前回公開買付け終了後の2021年2月16日から検討当時まで、2021年2月19日を除いて、前回公開買付け価格2,450円を一度も下回ることがなかったという事実についても考慮し、2022年4月12日に、前回検討取引における公開買付けの価格を1株当たり3,000円とする旨の初回提案を行ったとのことです。

その後、公開買付者は、2022年4月14日、当社から、少数株主の保護に関する公開買付者の考え方、Cornwallとの交渉状況等について質問を受けたとのことです。公開買付者は、2022年4月19日、当該質問に対して、少数株主の利益にも十分配慮することが必要であり少数株主に合理的な株式の売却の機会を与える本取引は、少数株主の利益に資すると考えていること、Cornwallとは交渉中である旨等を回答したとのことです。公開買付者は、2022年4月25日、当該回答に関して、前回検討取引特別委員会から、Cornwallとの交渉経緯を公開買付届出書等の開示文書に記載すること、及び初回提案価格は、2022年4月21日を基準とする直近3ヶ月間の東京証券取引所における当社株式の1株当たりの終値単純平均株価3,084円に対して2.7%のディスカウントであること等から、初回提案価格は切り口によっては当社株式の市場株価からディスカウントであると見られかねない条件であるところ、そのような条件では前回検討特別委員会として当社の少数株主に公開買付けへの応募を推奨することは難しいと考えているため公開買付け価格を引き上げを要請されたとのことです。

しかし、4月27日に、当社から、当社の京浜製油所で過去に生産された石油製品について、揮発油等の品質の確保等に関する法律及び同製品の販売を担当する公開買付者との取決めに従った製品試験項目を一部実施していなかったこと(以下「本不適切行為」といいます。)が判明したとの報告を受けたとのことです。なお、当社は、2022年5月6日付「当社 京浜製油所における製品試験に関する不適切行為について」と題するプレスリリースにおいて、本不適切行為の概要を公表しております。

公開買付者は、前回検討取引の実施に当たり、当社における本不適切行為の事実関係の調査、原因究明、及び再発防止策の策定等の対応が当社に与える財務上、経営上の影響を精査する必要があると考えたことから、2022年5月2日に前回検討取引の検討を中止したとのことです。なお、公開買付者は、2022年5月上旬に、Cornwallに対しても、前回検討取引の検討を中止した旨を伝えているとのことです。

() 本公開買付けについて

前回検討取引の検討の中止後、当社において、当社の2022年5月18日付「特別調査委員会の設置について」と題するプレスリリース記載のとおり、本不適切行為の事実関係の調査、原因究明、及び再発防止策の策定等を目的とする特別調査委員会が設置され、特別調査委員会の調査を実施しております。公開買付者は、2022年5月下旬以降随時、子会社である当社から、特別調査委員会の調査の進捗等について報告を受けていましたが、2022年7月下旬、本不適切行為に関する当社への財務上、経営上の影響が限定的であるとの見通しが立つに至ったとのことです。なお、当社は、2022年9月22日付「当社における製品試験の不適切行為に関する調査結果および今後の対応について」と題するプレスリリース(以下「調査結果プレスリリース」といいます。)において、当該特別調査委員会の調査結果を公表しておりますとあり、監督官庁である経済産業省や品質認証機関である一般財団法人日本品質保証機構及びLRQAリミテッドから当社の操業停止に至るような指導や措置等が出ておらず、生産活動を継続できると判断していることから、本不適切行為が当社の業績に与える影響は軽微と判断しております。

また、公開買付者は、2022年7月下旬、Cornwallに対し、公開買付者が当社株式の全てを取得し、当社を公開買付者の完全子会社とすることを目的とする取引を再度実施する場合の対応方針を確認したところ、引き続き、売却価格がCornwallが評価する価格以上であれば、その実質的に所有する当社株式を公開買付者に売却する意向に変わりはないことを確認したとのことです。

公開買付者は、前回検討取引の検討の中止後も、公開買付者が当社を完全子会社化することが、公開買付者及び当社を取り巻く事業環境の変化に対応し、両社の企業価値向上に資する最善の方策であると考えておりましたが、監督官庁である経済産業省や品質認証機関である一般財団法人日本品質保証機構及びLRQAリミテッドから当社の操業停止に至るような指導や措置等が出ておらず、生産活動を継続できると判断の上、本不適切行為に関する当社への財務上、経営上の影響が限定的であるとの見通しが立つに至ったこと、本不適切行為に関する品質管理体制を含めた、当社のコンプライアンス、内部統制の強化を図る必要性を認識したこと、及び上記のとおりCornwallの意向に変わりはないことが確認できたことを踏まえ、2022年7月下旬、改めて、法務、財務等の観点から、完全子会社化に関わる初期的検討を開始したとのことです。

その後、公開買付者は、公開買付者及び当社を含む公開買付者グループから独立したリーガル・アドバイザーとして西村あさひ法律事務所を、公開買付者及び当社を含む公開買付者グループから独立した財務アドバイザーとしてゴールドマン・サックスをそれぞれ2022年7月下旬に選任の上、本取引に関する具体的な検討を開始したとのことです。公開買付者は、2022年7月下旬、当社に対して、本不適切行為の調査の進捗等に関する報告も踏まえ、改めて本取引に向けた協議を開始したい旨の意向を伝え、同月下旬、当社から、当社としても本取引について検討する旨の回答を受けたとのことです。そして、当社としても公開買付者との間における当該協議に応じることにいたしました。その後、公開買付者は、2022年8月4日に、当社に対して、本取引に関する提案書(以下「提案書」といいます。)を提出したとのことです。なお、公開買付者は、提案書提出時点においては、Cornwallとの間で、本応募契約について、締結するか否かも含めて内容に関し交渉中であったため、本応募契約を締結することを本取引実施の前提とすることを提案していないとのことです。

これに対して、当社は、本公開買付けにおける当社株式1株当たりの買付け等の価格(以下「本公開買付価格」といいます。)及びその他本公開買付けを含む本取引の公正性を担保すべく、公開買付者及び当社から独立したフィナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関として野村證券を、リーガル・アドバイザーとしてアンダーソン・毛利・友常法律事務所を、それぞれ2022年8月上旬に選任するとともに、同月5日、公開買付者から独立した立場で本取引について検討、交渉等を行うため、特別委員会(以下「本特別委員会」といいます。本特別委員会の構成及び具体的な活動内容等については、下記「(6) 本公開買付価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置」の「当社における独立した特別委員会の設置及び特別委員会からの答申書の取得」をご参照ください。)を設置いたしました。また、本特別委員会は、当社において、フィナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関として野村證券を、リーガル・アドバイザーとしてアンダーソン・毛利・友常法律事務所を選任することを承認し、本公開買付けに係る協議・交渉を行う体制を構築いたしました。

提案書の提出以降、公開買付者と当社は、本取引に向けた具体的な協議・検討を開始いたしました。公開買付者は、本取引の実現可能性の精査のためのデュー・ディリジェンスを2022年8月上旬から同年9月下旬まで実施するとともに、並行して、2022年9月2日に当社との間で本取引の意義及び目的、本取引後の経営体制・事業方針、並びに本取引における買付け等の期間や買付予定の株券等の数等の諸条件等について前回取引から重要な変動が生じていないことを確認したとのことです。

その結果、前回取引と同様の諸条件で行うこととし、2022年9月30日、公開買付者と当社は、当社を公開買付者の完全子会社とすることにより、公開買付者及び当社を取り巻く事業環境の変化に対応し、品質管理体制を含めた、当社のコンプライアンス、内部統制の強化を行うことが、両社の企業価値向上に資する最善の方策であるとの考えで一致しました。具体的には、公開買付者は、公開買付者が当社を完全子会社化することにより、上記「() 前回公開買付けについて」の「(イ) 操業の効率化及び事業環境変化への迅速な対応」乃至「(ハ) グループ一体としての人材活用」に記載のとおり、前回公開買付けにおいて公開買付者が期待していた効果と同様の効果が期待されるものと考えているとのことです。また、公開買付者が当社を完全子会社化することによるデメリットについても、上記「() 前回公開買付けについて」に記載のとおり、前回公開買付けと同様に、特段生じないものと考えているとのことです。

公開買付者は、本公開買付価格についても、改めて、当社との間で、2022年8月上旬以降、公開買付者その株主・ステークホルダーにとっての利益、並びにCornwallを含む当社の一般株主・ステークホルダーにとっての利益を踏まえて、当社による本公開買付けへの賛同・応募推奨の可否及び本公開買付けの成立の見通しについて総合的に検討してきたとのことです。その中で、公開買付者は、当社の2022年8月23日までの過去52週高値(終値ベースで3,295円)及び過去52週安値(終値ベースで2,160円)、並びに、前回公開買付け開始以降、公開買付者とCornwallが当社株式の8割を超える持分を所有し流通株式比率が大きく低下する中、公開買付者による完全子会社化が再開されるという思惑によって、株価が、前回公開買付け終了後の2021年2月16日から本不適切行為の概要が公表された2022年5月6日までの間、2021年2月19日を除いて、前回公開買付価格2,450円を一度も下回ることがなかったという事実についても考慮し、2022年8月16日に当社から受領した2023年3月期から2026年3月期の事業計画(以下「当事業計画」といいます。)における当社の最新の状況を踏まえた将来予測及び事業戦略・方針についても確認した上で、2022年8月23日までの時点で、2022年8月上旬より開始したデュー・ディリジェンスにより本公開買付けの検討の継続に重大な影響を与える事項が発見されていなかったことも踏まえて、2022年8月24日に、本公開買付価格を1株当たり3,000円とする旨の初回提案を行ったとのことです。なお、初回提案における当該公開買付価格は、初回提案の日の前営業日である2022年8月23日の東証スタンダードにおける当社株式の終値2,160円に対して38.89%(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。)、2022年8月23日から直近1ヶ月間の株価単純平均値2,353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27.50%、同直近3ヶ月間の終値単純平均値2,442円に対して22.85%、同直近6ヶ月間の終値単純平均値2,659円に対して12.82%のプレミアムを加えた価格とのことです。

当該提案を受けて、当社は、公開買付者に対し、2022年8月25日に、初回提案における当該公開買付価格は、2022年8月24日終値及び2022年8月24日を基準日とする1ヶ月間・3ヶ月間・6ヶ月間の終値単純平均値(小数点以下四捨五入)に対して、13.0%~38.1%のプレミアムが加算されているところ、当該プレミアム水準は、当社が賛同の意見表明及び応募推奨を決議した、前回公開買付けの際に加算されたプレミアム(2020年12月14日終値及び2020年12月14日を基準日とする1ヶ月間、3ヶ月間、6ヶ月間の終値単純平均値に対して23.1%~39.0%)と比較して、著しく劣る水準ではないと考えている旨を伝えると共に、本公開買付けの成立のためには、当社の大株主の動向が非常に重要と考えていることから、当社及び本特別委員会における検討に当たり公開買付者と当該大株主との応募契約締結に向けた協議状況を注視したいこと、及び当該協議状況を共有することを要請しました。

その後も、公開買付者は、当社との間で、当社のフィナンシャル・アドバイザーを通じて、継続的に協議・交渉を行ったとのことです。また、公開買付者は、上記のとおり2022年7月下旬に売却価格がCornwallが評価する価格以上であれば、その実質的に所有する当社株式を公開買付者に売却する意向に変わりはないことを確認した後、2022年8月29日付で、Cornwallから、本公開買付価格を1株当たり3,150円とした本公開買付けが実施されるのであれば、Cornwallがその運営するファンドを通じて実質的に所有する当社株式の全てについて本公開買付けに応募する意向がある旨のLetter of Intent(以下「本LOI」といいます。)を受領したとのことです。

公開買付者は、初回提案における本公開買付価格の検討の際の考慮要素に加えて、本LOIにおいて示されたCornwallの意向も踏まえ、2022年9月22日、当社に対して、最終提案として、本公開買付価格を1株当たり3,150円とする提案を行ったとのことです。これに対し、公開買付者は、当該協議・交渉の結果、公開買付者は、同月26日、当社から本公開買付価格を1株当たり3,150円とすることを受諾する旨を伝えられたとのことです。

以上の経緯の下で、公開買付者は、公開買付者が当社を完全子会社化することが、公開買付者グループ全体の企業価値向上に資するとの結論に至り、2022年9月30日付取締役会決議に基づき、本公開買付けを実施することを決定したとのことです。また、公開買付者は、同日付で、Cornwallとの間で本応募契約を締結したとのことです。

本公開買付け後の経営方針

当社及び公開買付者は、本公開買付け後の経営方針について、上記「公開買付者が本公開買付けの実施を決定するに至った背景、目的及び意思決定の過程」のとおり、2022年8月上旬に公開買付者から当社に対して提案書を提出して以降、2022年8月上旬から同年9月下旬までの間、協議を重ねてまいりました。公開買付者は、上記「公開買付者が本公開買付けの実施を決定するに至った背景、目的及び意思決定の過程」の「() 前回公開買付けについて」の「(イ) 操業の効率化及び事業環境変化への迅速な対応」、「(ロ) 当社が公開買付者の完全子会社となることによる経営の安定化」及び「(ハ) グループ一体としての人材活用」の内容について当社取締役会及び本特別委員会に対して説明を行い、その後、当社においても公開買付者と共通の認識を持つに至りました。

公開買付者による当社の完全子会社化後の当社及び公開買付者グループの具体的な事業戦略については、当社及び公開買付者が今後協議の上、決定していくこととなりますが、公開買付者の中期経営計画の柱の一つである国内事業基盤の強化の一環として、当社の石油事業においては、当社の事業を公開買付者グループの燃料油事業サプライチェーンの中に完全に組み込むほか、資金の融通、技術・ノウハウの共有、人材交流や適材適所の活用により、当社を含む公開買付者グループが一体となって、競争力を強化し、今後の厳しい事業環境に対処していくことを基本方針と考えているとのことです。また、当社の電気事業に関しても、既設の石油精製設備からの副生ガスや残渣油を用いた発電所の運営・管理を基本としながらも、当社における電気事業の知見を基に、社会が求める多様なエネルギーについての取組みについても、当社及び公開買付者グループの経営資源を組み合わせることで強化していく考えとのことです。さらに、脱炭素化に向けた取り組み等についても当社を含む公開買付者グループが一体となって対応していく予定とのことです。

なお、9月30日現在、当社取締役会は、社外取締役を含む8名で構成されておりますが、そのうち1名が2020年6月23日まで公開買付者の執行役員であり、1名が公開買付者の執行役員を兼務しております。公開買付者による当社の完全子会社化後の経営体制につきましては、9月30日現在未定であります。当社と協議の上で、最適な体制の構築を検討していく予定とのことです。

当社が本公開買付けに賛同するに至った意思決定の過程及び理由

() 前回公開買付けについて

当社が2020年12月15日に公表した「当社親会社である出光興産株式会社による当社株式に対する公開買付けに係る賛同の意見表明及び応募推奨に関するお知らせ」及び2021年1月29日に公表した「『当社親会社である出光興産株式会社による当社株式に対する公開買付けに係る賛同の意見表明及び応募推奨に関するお知らせ』の一部変更に関するお知らせ」に記載のとおり、当社は、2020年9月2日、公開買付者から前回取引の協議を開始したい旨の意向を伝えられたことから、同月9日、当社としても前回取引について検討する旨を公開買付者に回答しました。そして、公開買付者との間における当該協議に応じることとし、同月28日、公開買付者から前回提案書を受領しました。当該提案を契機として、当社は、前回取引に関して、公開買付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・友常法律事務所を、公開買付者及び当社から独立したフィナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関として野村證券を、それぞれ9月下旬に選任しました。そして、当社は、当社が公開買付者の連結子会社であり、前回取引が構造的な利益相反の問題が類型的に存する取引に該当することに鑑み、これらの問題に対応し、前回取引の公正性を担保するため、アンダーソン・毛利・友常法律事務所の助言を踏まえ、直ちに、公開買付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前回取引に係る検討、交渉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、2020年9月下旬から、当社の独立社外取締役及び社外有識者から構成される前回特別委員会の設置に向けた準備を進めました。その上で、同年10月16日開催の取締役会における決議により、中村 新氏(当社の独立社外取締役(監査等委員)、銀座南法律事務所 弁護士)、木村 滋氏(当社の独立社外取締役(監査等委員)、イーレックス株式会社社外取締役)、久保 恵一氏(当社の独立社外取締役(監査等委員)、公認会計士久保恵一事務所 公認会計士)、長谷川 臣介氏(長谷川公認会計士事務所 公認会計士)及び高橋 明人氏(高橋・片山法律事務所 弁護士)の5名から構成される前回特別委員会を設置し、前回特別委員会に対し、(ア)前回取引の目的が合理的と認められるか(前回取引が当社の企業価値向上に資するかという点を含む。)、(イ)前回取引に係る手続きの公正性が確保されているか、(ウ)前回取引の条件(前回公開買付価格を含む。)の妥当性が確保されているか、(エ)上記(ア)から(ウ)を踏まえて、前回取引が当社の少数株主にとって不利益なものではないと考えられるか、(オ)当社取締役会が前回公開買付けに賛同の意見を表明するとともに、当社の株主に対して前回公開買付けに応募することを推奨する旨の決議を行うことの是非について諮問しました。また、当社取締役会は、前回特別委員会の設置にあたり、前回取引に関する当社取締役会の意思決定は、前回特別委員会の判断内容を最大限尊重して行われるものとし、特に前回特別委員会が前回取引に関する取引条件を妥当でないと判断したときには、当社取締役会は当該取引条件による前回取引に賛同しないこと、並びに、前回特別委員会が必要と認める場合には、自らのフィナンシャル・アドバイザー及びリーガル・アドバイザー等のアドバイザーを選任する(その場合の合理的な費用は当社が負担する。)、又は、当社のアドバイザーを承認する権限、当社の役職員その他前回特別委員会が必要と認める者から前回取引の検討及び判断に必要な情報を受領する権限、並びに、前回特別委員会が必要と認める場合には、公開買付者との間で前回取引の取引条件等の協議及び交渉を行う権限を付与すること等を決議しておりました。

また、当社は、前回特別委員会において、当社のフィナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関である野村證券並びに当社のリーガル・アドバイザーであるアンダーソン・毛利・友常法律事務所について、その独立性及び専門性に問題がないことを確認の上、その選任の承認を受けておりました。

以上の経緯の下で、当社は、アンダーソン・毛利・友常法律事務所から受けた前回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及び野村證券から受けた当社株式の価値算定結果に関する報告、公開買付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踏まえつつ、前回公開買付けを含む前回取引が当社の企業価値向上に資するか否か、及び前回公開買付価格を含む前回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ってまいりました。

なお、当社における協議及び検討並びに公開買付者との交渉過程において、前回特別委員会は、適宜、当社や当社のアドバイザーから報告を受け、確認及び意見の申述等を行ってまいりました。当社のフィナンシャル・アドバイザーは、公開買付者との交渉にあたっては、事前に当社内で検討し、前回特別委員会の意見を踏まえた交渉方針に従って対応を行っており、また、公開買付者から前回公開買付価格についての提案を受領した際には、その都度、直ちに前回特別委員会に対して報告を行い、その助言を踏まえて当社内にて検討を行い、対応を行ってまいりました。

そして、当社は、2020年12月14日、前回特別委員会から、(ア)前回公開買付けを含む前回取引の目的は合理的なものである(前回取引が当社の企業価値向上に資するものである)と考える旨、(イ)前回取引において、公正な手続を通じた当社の株主の利益への十分な配慮がなされていると考える旨、(ウ)前回取引の条件(前回公開買付価格を含む。)の妥当性・公正性が確保されていると考える旨、(エ)上記(ア)乃至(ウ)を踏まえると、前回取引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旨、(オ)上記(ア)乃至(エ)を踏まえれば、現時点において、当社取締役会が前回公開買付けに賛同意見を表明し、当社の株主に対して前回公開買付けへの応募を推奨する旨の決定を行うことは相当であるとする旨の答申書(以下「前回答申書」といいます。)の提出を受けました。

その結果、以下のとおり、当社としても、2020年12月15日、公開買付者の完全子会社となることにより、シナジーの創出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(なお、以下の記載は2020年12月15日時点の情報です。)

当社は、公開買付者から石油精製を受託し、原油・原料油を各種石油製品に加工する「石油事業」と、石油精製の過程で発生する副生ガス・残渣油を利用した発電を行う「電気事業」の2本柱で事業を行ってまいりました。石油事業においては重質油熱分解装置という競争力のある設備を有しており、当社は一般的な製油所と比較し、上流の設備に対して分解設備の能力が高く、単位当たりの付加価値も高くなってまいりました。加えて、分解の過程で発生するカロリーの低いガスを発電ボイラーに用いることで発電も行ってまいりました。

その一方で、石油製品の需要は、供給過剰の傾向が強く、省エネルギー社会等を背景として今後も減少傾向が継続すると想定されており、加えてコロナ禍もあり、現在も想定以上に製品需要が減退してまいりました。当社としては重質油を軽質の製品に分解して利益を得ており、重質油と軽質油の価格差が大きいほど収益が上がるようになってきているとのことでしたが、価格差が想定よりも開いていないことも当社の競争力及び足元の業績に影響してまいりました。

そのような状況下でも当社として事業展開を推進していくためには、当社と公開買付者が一体となることによって、オペレーション面での連携を強化することが必要だと考えてまいりました。すなわち、公開買付者グループ内で視点を統一し、意思決定の迅速化を進めることによって、変化の激しい事業環境への柔軟な対応が可能となり、当社事業所の設備のさらなる有効活用を実現させ、さらに現在上場会社として組織が重くなっている中で、日々のオペレーションに集中することで、より効率的な経営が望めるという考えに至りました。

また、脱炭素化社会へ向けた動向、ESG経営実行への要請等の事業環境の変化に迅速、且つ適切に対応するためには、石油精製事業に専ら依存している当社単独では限界があることから、公開買付者の完全子会社となり、公開買付者グループの資産、技術、資本等を活用していくことを望んでまいりました。

さらに、当社としては事業規模と人的資源の不足の問題等が将来に向けた事業の構築に対する大きな制約となることを懸念しており、公開買付者との一層の連携を通じた戦略的・機動的な投資の実行、優秀な人材の採用及び多彩な事業に精通した人材の育成を望んでまいりました。

また、これまで当社は上場会社として、当社の少数株主の利益を尊重し、当社としての独立性の確保に努めてまいりました。このため、公開買付者グループの経営インフラを共通活用することについては、公開買付者グループと少数株主との利益相反の懸念、当社としての独立性の確保のため、迅速且つ円滑にその推進を行うことに多大な労力を要しておりました。前回取引後においては、公開買付者の完全子会社になることで、そのような公開買付者グループと少数株主の間の利益相反や独立性確保のための制約を回避しつつ、中長期的な成長の観点から必要な公開買付者グループとの連携及び経営資源の効率的活用を迅速且つ円滑に行いながら、当社を含む公開買付者グループの中長期的な企業価値向上に資することができると考えておりました。

また、前回公開買付価格に係る交渉経緯に関し、2020年11月16日、当社は、公開買付者から、前回公開買付価格を1株当たり2,050円とすることを含む最初の提案を受領して以降、公開買付者との間で、前回公開買付価格を含む前回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、公開買付者から、同月24日に前回公開買付価格を1株当たり2,150円とする旨の提案を、同年12月2日に前回公開買付価格を1株当たり2,250円とする旨の提案を、同月8日に前回公開買付価格を1株当たり2,400円とする旨の提案を受領しておりました。その後も公開買付者との間で、当社のフィナンシャル・アドバイザーを通じて、継続的に協議及び交渉を行い、その結果、当社は、2020年12月10日、公開買付者から、前回公開買付価格を1株当たり2,450円とすることを含む最終提案を受けるに至りました。前回公開買付価格に関し、当社は、以下の点等から、前回公開買付価格である1株当たり2,450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、前回公開買付けは、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ておりました。

- (a) 当該価格が、前回公開買付価格を含む前回取引に係る取引条件の公正性を担保するための措置が十分に講じられた上で、前回特別委員会の実質的な関与の下、公開買付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。
- (b) 当該価格が、野村證券から2020年12月14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における野村證券による当社株式の価値算定結果のうち、市場株価平均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。
- (c) 当該価格が、前回公開買付けの実施についての公表日の前営業日である2020年12月14日の東証二部における当社株式の終値1,991円に対して23.05%、2020年12月14日から直近1ヶ月間の終値単純平均値1,807円に対して35.58%、同直近3ヶ月間の終値単純平均値1,762円に対して39.05%、同直近6ヶ月間の終値単純平均値1,818円に対して34.76%のプレミアムが加算されたものであり、親会社による上場子会社の完全子会社化を目的とした過去の公開買付けの事例におけるプレミアムの水準に照らしても、合理的な水準の範囲内にあるものと認められること。
- (d) 当該価格は、前回特別委員会から取得した前回答申書においても、妥当であると認められると判断されていること。

以上から、当社は、前回取引が当社の企業価値の向上に資するものであるとともに、前回公開買付価格を含む前回取引に係る取引条件は妥当なものであると判断し、2020年12月15日開催の当社取締役会において、前回公開買付けに賛同する旨の意見を表明するとともに、当社の株主の皆様に対し、前回公開買付けへの応募を推奨することを決議しておりました。

() 前回検討取引について

当社は、2022年3月下旬、公開買付者から前回検討取引の協議を開始したい旨の意向を伝えられたことから、同月下旬、当社としても前回検討取引について検討する旨を公開買付者に回答しました。そして、当社としても公開買付者との間における当該協議に応じることとし、同年4月6日に、公開買付者から、前回検討取引に関する提案書を受領しました。その後、同月12日、公開買付者から、前回検討取引における公開買付け価格を1株当たり3,000円とする旨の初回提案を受領しました。当該提案を契機として、当社は、前回検討取引に関して、公開買付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・友常法律事務所を、公開買付者及び当社から独立したフィナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関として野村證券を、それぞれ4月上旬に選任いたしました。そして、当社は、当社が公開買付者の連結子会社であり、前回取引と同様、前回検討取引が構造的な利益相反の問題が典型的に存する取引に該当することに鑑み、これらの問題に対応し、前回検討取引の公正性を担保するため、アンダーソン・毛利・友常法律事務所の助言を踏まえ、直ちに、公開買付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前回検討取引に係る検討、交渉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、2022年4月上旬から、公開買付者から独立した立場で前回検討取引について検討、交渉等を行うため、当社の独立社外取締役及び社外有識者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、同月12日開催の取締役会における決議により、中村 新氏(当社の独立社外取締役(監査等委員)、銀座南法律事務所 弁護士)、木村 滋氏(当社の独立社外取締役(監査等委員)、イーレックス株式会社社外取締役)、久保 恵一氏(当社の独立社外取締役(監査等委員)、公認会計士久保恵一事務所 公認会計士)、長谷川 臣介氏(長谷川公認会計士事務所 公認会計士)及び高橋 明人氏(高橋・片山法律事務所 弁護士)の5名から構成される前回検討特別委員会を設置いたしました。また、当社取締役会は、前回検討特別委員会の設置にあたり、前回検討取引に関する当社取締役会の意思決定は、前回検討特別委員会の判断内容を最大限尊重して行われるものとし、特に前回検討特別委員会が前回検討取引に関する取引条件を妥当でないと判断したときには、当社取締役会は当該取引条件による前回検討取引に賛同しないこと、並びに、前回検討特別委員会が必要と認める場合には、自らのフィナンシャル・アドバイザー及びリーガル・アドバイザー等のアドバイザーを選任する(その場合の合理的な費用は当社が負担する。)、又は、当社のアドバイザーを承認する権限、

当社の役職員その他前回検討特別委員会が必要と認める者から前回検討取引の検討及び判断に必要な情報を受領する権限、並びに、前回検討特別委員会が必要と認める場合には、公開買付者との間で前回検討取引の取引条件等の協議及び交渉を行う権限を付与すること等を決議いたしました。

また、当社は、前回検討特別委員会において、当社のフィナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関である野村證券並びに当社のリーガル・アドバイザーであるアンダーソン・毛利・友常法律事務所について、その独立性及び専門性に問題がないことを確認の上、その選任の承認を受けております。

その後、当社は、2022年4月14日、公開買付者に対し、少数株主の保護に関する公開買付者の考え方、Cornwallとの交渉状況等について質問をいたしました。当社は、公開買付者から、2022年4月19日、当該質問に対して、少数株主の利益にも十分配慮することが必要であり少数株主に合理的な株式の売却の機会を与える前回検討取引は、少数株主の利益に資すると考えていること、Cornwallとは交渉中である旨等の回答を受領いたしました。前回検討特別委員会は、公開買付者に対して、2022年4月25日、当該回答に関して、Cornwallとの交渉経緯を公開買付届出書等の開示文書に記載すること、及び初回提案価格は、2022年4月21日を基準とする直近3か月間の東京証券取引所における当社株式の1株当たりの終値単純平均株価3,084円に対して2.7%のディスカウントであること等から、初回提案価格は切り口によっては当社株式の市場株価からディスカウントであると見られかねない条件であるところ、そのような条件では前回検討特別委員会として当社の少数株主に公開買付けへの応募を推奨することは難しいと考えているため公開買付価格を引き上げることを要請しました。

当社は、前回検討取引の協議中であつた4月27日に、公開買付者に対し、本不適切行為が判明したとの報告を行っております。なお、当社は、2022年5月6日付「当社 京浜製油所における製品試験に関する不適切行為について」と題するプレスリリースにおいて、本不適切行為の概要を公表しております。

当社は、2022年5月2日に、公開買付者より、前回検討取引の実施に当たり、当社における本不適切行為の事実関係の調査、原因究明、及び再発防止策の策定等の対応が当社に与える財務上、経営上の影響を精査する必要があったことから、前回検討取引の検討を中止する旨の連絡を受け、当社においても、前回検討取引の検討を中止しております。

() 本公開買付けに向けた検討体制の構築の経緯と判断内容

前回検討取引の検討の中止後、当社において、当社の2022年5月18日付「特別調査委員会の設置について」と題するプレスリリース記載のとおり、本不適切行為の事実関係の調査、原因究明、及び再発防止策の策定等を目的とする特別調査委員会が設置され、特別調査委員会の調査が実施されました。当社は、親会社である公開買付者に対し、2022年5月下旬以降随時、特別調査委員会の調査の進捗等について報告してはりましたが、2022年7月下旬、本不適切行為に関する当社への財務上、経営上の影響が限定的であるとの見通しが立つに至りました。なお、当社は、調査結果プレスリリースにおいて、当該特別調査委員会の調査結果を公表しておりますとあり、監督官庁である経済産業省や品質認証機関である一般財団法人日本品質保証機構及びLRQAリミテッドから当社の操業停止に至るような指導や措置等が出ておらず、生産活動を継続できると判断していることから、本不適切行為が当社の業績に与える影響は軽微と判断しております。

当社は、2022年7月下旬、公開買付者から、本不適切行為の調査の進捗等に関する報告も踏まえ、改めて本取引に向けた協議を開始したい旨の意向を伝えられたことから、同月下旬、当社としても本取引について検討する旨を公開買付者に回答いたしました。そして、当社としても公開買付者との間における当該協議に応じることとし、2022年8月4日、公開買付者から本取引に関する提案書を受領いたしました。当該提案を契機として、当社は、本取引に関して、公開買付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・友常法律事務所を、公開買付者及び当社から独立したフィナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関として野村證券を、それぞれ8月上旬に選任いたしました。そして、当社は、当社が公開買付者の連結子会社であり、本取引が構造的な利益相反の問題が典型的に存する取引に該当することに鑑み、これらの問題に対応し、本取引の公正性を担保するため、アンダーソン・毛利・友常法律事務所の助言を踏まえ、直ちに、公開買付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の構築を開始いたしました。

具体的には、当社は、2022年8月上旬から、当社の独立社外取締役及び社外有識者から構成される本特別委員会の設置に向けた準備を進めました。その上で、同月5日開催の取締役会における決議により、久保 恵一氏(当社の独立社外取締役(監査等委員)、公認会計士久保恵一事務所 公認会計士)、角田 和好氏(当社の独立社外取締役(監査等委員))、高橋 明人氏(当社の独立社外取締役(監査等委員)、高橋・片山法律事務所 弁護士)及び長谷川 臣介氏(長谷川公認会計士事務所 公認会計士)の4名から構成される本特別委員会(本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及び特別委員会からの答申書の取得」の「() 本特別委員会設置等の経緯」乃至「() 判断内容」をご参照ください。)を設置し、本特別委員会に対し、本公開買付けに賛同の意向を表明するとともに、当社の株主に対して本公開買付けに応募することを推奨することが、当社の少数株主にとって不利益なものではないか、すなわち、(ア)本取引の目的が合理的と認められるか(本取引が当社の企業価値向上に資するかという点を含む。)、(イ)本取引に係る手続の公正性が確保されているか、(ウ)本取引の条件(本公開買付けにおける買付価格を含む。)の妥当性が確保されているか、(エ)上記(ア)から(ウ)を踏まえて、本取引が当社の少数株主にとって不利益なものではないと考えられるか、(オ)当社取締役会が本公開買付けに賛同の意見を表明するとともに、当社の株主に対して本公開買付けに応募することを推奨する旨の決議を行うことの是非(以下、これらを総称して「本諮問事項」といいます。)について諮問いたしました。また、当社取締役会は、本特別委員会の設置にあたり、本取引に関する当社取締役会の意思決定は、本特別委員会の判断内容を最大限尊重して行われるものとし、特に本特別委員会が本取引に関する取引条件を妥当でないと判断したときには、当社取締役会は当該取引条件による本取引に賛同しないこと、並びに 本特別委員会が必要と認める場合には、自らのフィナンシャル・アドバイザー及びリーガル・アドバイザー等のアドバイザーを選任する(その場合の合理的な費用は当社が負担する。)、又は、当社のアドバイザーを承認(事後承認を含む。)する権限、 当社の役職員その他本特別委員会が必要と認める者から本取引の検討及び判断に必要な情報を受領する権限、並びに、 本特別委員会が必要と認める場合には、公開買付者との間で本取引の取引条件等の協議及び交渉を行う権限を付与すること等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及び特別委員会からの答申書の取得」の「() 本特別委員会設置等の経緯」をご参照ください。)

また、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特別委員会の設置及び特別委員会からの答申書の取得」の「() 本取引検討の経緯」に記載のとおり、本特別委員会において、当社のフィナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関である野村證券並びに当社のリーガル・アドバイザーであるアンダーソン・毛利・友常法律事務所について、その独立性及び専門性に問題がないことを確認の上、その選任の承認を受けております。

以上の経緯の下で、当社は、アンダーソン・毛利・友常法律事務所から受けた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及び野村證券から受けた当社株式の価値算定結果に関する報告、公開買付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踏まえつつ、本公開買付けを含む本取引が当社の企業価値向上に資するか否か、及び本公開買付価格を含む本取引に係る取引条件が妥当なものか否かについて、慎重に協議及び検討を行ってまいりました。

なお、当社における協議及び検討並びに公開買付者との交渉過程において、本特別委員会は、適宜、当社や当社のアドバイザーから報告を受け、確認及び意見の申述等を行ってきております。当社のフィナンシャル・アドバイザーは、公開買付者との交渉にあたっては、事前に当社内で検討し、本特別委員会の意見を踏まえた交渉方針に従って対応を行っており、また、公開買付者から本公開買付価格についての提案を受領した際には、その都度、直ちに本特別委員会に対して報告を行い、その助言を踏まえて当社内にて検討を行い、対応を行っております。

また、本公開買付価格に係る交渉経緯に関し、2022年8月24日、当社は、公開買付者から、本公開買付価格を1株当たり3,000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、当社は、公開買付者に対し、同月25日に、初回提案における当該公開買付価格は、2022年8月24日終値及び2022年8月24日を基準日とする1ヶ月間・3ヶ月間・6ヶ月間の終値単純平均値(小数点以下四捨五入)に対して、13.0%~38.1%のプレミアムが加算されているところ、当該プレミアム水準は、当社が賛同の意見表明及び応募推奨を決議した、前回公開買付けの際に加算されたプレミアム(2020年12月14日終値及び2020年12月14日を基準日とする1ヶ月間、3ヶ月間、6ヶ月間の終値単純平均値に対して23.1%~39.0%)と比較して、著しく劣る水準ではないと考えている旨を伝えると共に、本公開買付けの成立のためには、当社の大株主の動向が非常に重要と考えていることから、当社及び本特別委員会における検討に当たり公開買付者と当該大株主との応募契約締結に向けた協議状況を注視したいこと、及び当該協議状況を共有することの要請をいたしました。その後も公開買付者との間で、当社のフィナンシャル・アドバイザーを通じて、継続的に協議及び交渉を行い、その結果、当社は、2022年9月22日、公開買付者から、最終提案として、本公開買付価格を1株当たり3,150円とする提案を受けるに至りました。これに対し、当社は、同月26日、本公開買付価格を1株当たり3,150円とすることを受諾する旨を公開買付者に伝えました。本公開買付価格に関し、当社は、以下の点等から、本公開買付価格である1株当たり3,150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。

- (a) 当該価格が、当社において、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の措置が十分に講じられた上で、本特別委員会の実質的な関与の下、公開買付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。
- (b) 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フィナンシャル・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」の野村證券から2022年9月29日付で提出を受けた当社株式の価値算定結果に関する株式価値算定書(以下「本株式価値算定書」といいます。)における野村證券による当社株式の価値算定結果のうち、市場株価平均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。
- (c) 当社は、2022年5月6日付「当社 京浜製油所における製品試験に関する不適切行為について」において本不適切行為を公表し、同月18日「特別調査委員会の設置について」において特別調査委員会の設置を公表し、その後2022年9月22日に「当社における製品試験の不適切行為に関する調査結果および今後の対応について」において特別調査委員会による調査結果の公表をしているところ、これらの公表後、当社の市場株価は一定の反応を示しているとも言い得る一方で、株価の変動は単独の事象のみに起因するものではなく、また当該不適切行為に関する各外部公表について、当社が市場株価に何らかの影響を及ぼすことを企図して行われたことを窺わせる事情を本特別委員会において見出していないことから、本公開買付価格の妥当性・公正性が損なわれるものではないと考えられること。また、2022年7月29日付で業績予想の下方修正を公表しているところ、当該業績予想の修正及び開示については当社において合理的な方法及び手順で策定されたものであり、当該業績予想の修正及び開示の内容及びタイミングについて当社が意図的に当社株式の市場株価を下げる意図で策定及び公表したものである等の事実を窺わせる事情を本特別委員会において見出していないことから、本公開買付価格の妥当性・公正性が損なわれるものではないと考えられること。

- (d) 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2022年9月29日の東証スタンダードにおける当社株式の終値2,273円に対して38.58%、2022年9月29日から直近1ヶ月間の終値単純平均値2,281円に対して38.10%、同直近3ヶ月間の終値単純平均値2,348円に対して34.16%、同直近6ヶ月間の終値単純平均値2,505円に対して25.75%のプレミアムが加算されたものであること。また、前回公開買付けの公表後において、当社株式の市場価格が国内の株式市場全体の株価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に鑑みれば、前回公開買付けの公表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べきものと考えられるところ、前回公開買付けの実施について公表された2020年12月15日以前の市場価格と比較すると、当該価格は、その前営業日である2020年12月14日の東京証券取引所市場第二部における当社株式の終値1,991円に対して58.21%、2020年12月14日から直近1ヶ月間の終値の単純平均値1,807円に対して74.32%、同直近3ヶ月間の終値の単純平均値1,762円に対して78.77%、同直近6ヶ月間の終値の単純平均値1,818円に対して73.27%のプレミアムが加算されたものであること。これらに鑑みれば、前回公開買付けの公表日の直前取引日を基準日としたプレミアムの水準は、2019年以降に公表され、公開買付けが成立している45件の上場子会社の完全子会社化事例におけるプレミアム水準(公表日の前営業日の終値に対して44.8%、公表日の前営業日までの過去1ヶ月間の終値の単純平均値に対して45.7%、同過去3ヶ月間の終値の単純平均値に対して45.1%、同過去6ヶ月間の終値の単純平均値に対して43.2%)に照らしても遜色なく、また、本公開買付けの公表日の直前取引日を基準日としてもいずれもプレミアムが加算された価格であることから、本公開買付け価格は、妥当なものと認められること。
- (e) 当該価格は、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及び特別委員会からの答申書の取得」の「() 判断内容」に記載のとおり、本特別委員会から取得した本答申書(次段落において定義します。)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。

そして、当社は、2022年9月29日、本特別委員会から、(ア)本公開買付けを含む本取引の目的は合理的なものである(本取引が当社の企業価値向上に資するものである)と考える旨、(イ)本取引において、公正な手続を通じた当社の株主の利益への十分な配慮がなされていると考える旨、(ウ)本取引の条件(本公開買付け価格を含む。)の妥当性・公正性が確保されていると考える旨、(エ)上記(ア)乃至(ウ)を踏まえると、本取引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旨、(オ)上記(ア)乃至(エ)を踏まえれば、現時点において、当社取締役会が本公開買付けに賛同意見を表明し、当社の株主に対して本公開買付けへの応募を推奨する旨の決定を行うことは相当である(すなわち、当該意見表明等の決定が、当社の少数株主にとって不利益なものではない)と考える旨の答申書(以下「本答申書」といいます。)の提出を受けております(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及び特別委員会からの答申書の取得」の「() 判断内容」をご参照ください。)

その結果、以下のとおり、当社としても、9月30日、公開買付け者の完全子会社となることにより、前回公開買付けにおいて当社が期待していたシナジーと同様のシナジーの創出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。

当社は、公開買付け者から石油精製を受託し、原油・原料油を各種石油製品に加工する「石油事業」と、石油精製の過程で発生する副生ガス・残渣油を利用した発電を行う「電気事業」の2本柱で事業を行っております。石油事業においては重質油熱分解装置という競争力のある設備を有しており、当社は一般的な製油所と比較し、上流の設備に対して分解設備の能力が高く、単位当たりの付加価値も高くなっております。加えて、分解の過程で発生するカロリーの高いガスを発電ボイラーに用いることで発電も行っております。

その一方で、石油製品の需要は、供給過剰の傾向が強く、省エネルギー社会等を背景として今後も減少傾向が継続すると想定されます。当社としては、重質油を軽質の製品に分解して利益を得ており、重質油と軽質油の価格差が大きいほど収益が上がるようになっておりますが、価格差が想定よりも開いていないことによって当社の競争力及び足元の業績に影響が生じております。

そのような状況下でも当社として事業展開を推進していくためには、当社と公開買付者が一体となることによって、オペレーション面での連携を強化することが必要だと考えております。すなわち、公開買付者グループ内で視点を統一し、意思決定の迅速化を進めることによって、変化の激しい事業環境への柔軟な対応が可能となり、当社事業所の設備のさらなる有効活用を実現させ、さらに現在上場会社として組織が重くなっている中で、日々のオペレーションに集中することで、より効率的な経営が望めるという考えに至りました。

また、脱炭素化社会へ向けた動向、ESG経営実行への要請等の事業環境の変化に迅速、且つ適切に対応するためには、石油精製事業に専ら依存している当社単独では限界があることから、公開買付者グループの完全子会社となり、グループの資産、技術、資本等を活用していくことを望んでおります。

さらに、当社としては事業規模と人的資源の不足の問題等が将来に向けた事業の構築に対する大きな制約となることを懸念しており、公開買付者との一層の連携を通じた戦略的・機動的な投資の実行、優秀な人材の採用及び多彩な事業に精通した人材の育成を望んでおります。

また、これまで当社は上場会社として、当社の少数株主の利益を尊重し、当社としての独立性の確保に努めてまいりました。このため、公開買付者グループの経営インフラを共通活用することについては、公開買付者グループと少数株主との利益相反の懸念、当社としての独立性の確保のため、迅速且つ円滑にその推進を行うことに多大な労力を要しておりました。本取引後においては、公開買付者の完全子会社になることで、そのような公開買付者グループと少数株主の間の利益相反や独立性確保のための制約を回避しつつ、中長期的な成長の観点から必要な公開買付者グループとの連携及び経営資源の効率的活用を迅速且つ円滑に行いながら、当社を含む公開買付者グループの中長期的な企業価値向上に資することができると考えております。

以上から、当社は、本取引が当社の企業価値の向上に資するものであるとともに、本公開買付価格を含む本取引に係る取引条件は妥当なものであると判断し、9月30日開催の当社取締役会において、本公開買付けに賛同する旨の意見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ことを決議いたしました。

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「当社における利害関係を有しない取締役(監査等委員である者を含む)全員の承認」をご参照ください。

(3) 算定に関する事項

本公開買付けに関する意見の根拠及び理由のうち、公開買付者に関する記載については、公開買付者から受けた説明に基づいております。

当社における独立したフィナンシャル・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

() 算定機関の名称並びに当社及び公開買付者との関係

当社は、本公開買付価格に関する意見表明を行うにあたり、公開買付者から提示された本公開買付価格に対する意思決定の公正性を担保するために、公開買付者及び当社から独立したフィナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関である野村證券に対し、当社株式価値の算定を依頼し、2022年9月29日付で、本株式価値算定書を取得いたしました。野村證券は、当社及び公開買付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いません。また、本特別委員会は、初回の会合において、野村證券の独立性及び専門性に問題がないことを確認した上で、当社のフィナンシャル・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。なお、当社は、公開買付者及び当社において、本公開買付価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置が講じられており、本取引に係る公正性が十分に担保されていると判断したことから、野村證券から本公開買付価格の公正性に関する意見書(フェアネス・オピニオン)を取得していません。

また、本取引に係る野村証券に対する報酬には、本取引の成立等を条件に支払われる成功報酬が含まれております。当社は、同種の取引(親会社が上場子会社の株式の全てを取得し、完全子会社とすることを目的とする取引)における一般的な実務慣行及び本取引が不成立となった場合に当社に相応の金銭負担が生じる報酬体系の是非等も勘案すれば、本公開買付けの完了を条件に支払われる成功報酬が含まれることを以って独立性が否定されるわけではないと判断のうえ、上記の報酬体系により野村証券を当社のフィナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関として選任しております。

() 当社株式に係る算定の概要

野村証券は、本公開買付けにおいて、複数の算定手法の中から当社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、当社株式が東証スタンダードに上場していることから市場株価平均法を、将来の事業活動の状況を算定に反映するためにDCF法を算定手法として用いて、当社の株式価値の算定を行い、当社は野村証券から2022年9月29日付で本株式価値算定書を取得しております。

本株式価値算定書において、上記各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の範囲は以下のとおりです。

市場株価平均法： 2,273円から2,505円
DCF法： 2,629円から3,578円

市場株価平均法では、2022年9月29日を算定基準日として、東証スタンダード(2022年4月1日までは東京証券取引所市場第二部)における当社株式の基準日の終値2,273円、直近5営業日の終値の単純平均値2,343円、直近1ヶ月間の終値の単純平均値2,281円、直近3ヶ月間の終値の単純平均値2,348円及び直近6ヶ月間の終値の単純平均値2,505円を基に、当社株式の1株当たりの株式価値の範囲を2,273円~2,505円と算定しております。

DCF法では、当社が作成した事業見通しを基に、2023年3月期から2026年3月期までの4期分の事業見通しにおける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2023年3月期第2四半期以降に創出する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算定し、当社株式の1株当たり株式価値の範囲を2,629円~3,578円と算定しております。なお、割引率は3.25%~3.75%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モデルを採用し、永久成長率は0.25%~0.25%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。

野村証券がDCF法による算定に用いた当社作成の事業見通しにおいては、大幅な増減益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、2023年3月期に、定期修繕を行うために製油所及び発電所の操業を一定期間停止することが予定されていることに加え、足元の一部石油製品と原油・原油料の価格差の縮小した状況が継続せずに価格差が拡大するものと想定していることから、2024年3月期は、その前事業年度となる2023年3月期に比べて大幅な増益となることを見込まれております。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、現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、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す。石油事業、電気事業共に、当該予測数値は前回公開買付け以降の市場環境の変化を反映した数値となっております。また、設備投資の金額及び時期についても最新の見込みを反映しております。

(単位：百万円)

	2023年 3月期 (9ヶ月)	2024年 3月期	2025年 3月期	2026年 3月期
売上高	23,564	32,979	30,189	29,933
営業利益	669	3,316	3,935	4,082
EBITDA	3,375	8,139	8,691	8,751
フリー・キャッシュ・ フロー	5,593	-12,361	6,399	10,486

(注) 野村證券は、当社株式の株式価値の算定に際して、公開情報及び当社から提供を受けた一切の情報が正確且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についての検証は行っておりません。当社及びその関係会社の資産又は負債(金融派生商品、簿外資産及び負債、その他の偶発債務を含みます。)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、第三者機関への鑑定又は査定の依頼も行っておりません。当社の事業見通しについては、当社の経営陣により現時点で得られる最善且つ誠実な予測及び判断に基づき合理的に検討又は作成されたことを前提としております。野村證券の算定は、2022年9月29日までに野村證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、野村證券の算定は、当社の取締役会が当社株式の株式価値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。

公開買付者における独立した財務アドバイザーからの株式価値算定書の取得

() 財務アドバイザーの名称並びに当社及び公開買付者との関係

公開買付者は、本公開買付価格を決定するにあたり、公開買付者の財務アドバイザーであるゴールドマン・サックスに対し、当社株式の価値に係る財務分析を依頼し、これに関してゴールドマン・サックスが作成した2022年9月30日付の株式価値算定書(以下「GS算定書」といいます。)を受領したとのことです(注)。なお、ゴールドマン・サックスは、公開買付者及び当社の関連当事者には該当せず、本公開買付けに関して重要な利害関係を有していないとのことです。また、公開買付者は、公開買付者及び当社において本公開買付価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置(具体的には、下記「(6) 本公開買付価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置」における「当社における独立した特別委員会の設置及び特別委員会からの答申書の取得」乃至「他の買付者からの買付機会を確保するための措置」に記載の措置)を実施し、当社の少数株主の利益に十分配慮されていると考えられることから、ゴールドマン・サックスから本公開買付価格又は本公開買付けの公正性に関する意見(フェアネス・オピニオン)を取得しておらず、ゴールドマン・サックスはかかる意見を一切表明していないとのことです。

() 算定書の概要

ゴールドマン・サックスは、上記のGS算定書において、市場株価法及びDCF法(注)を用いた分析を行っております。なお、DCF法については本財務予測((注)に定義します。)に基づいているとのことです。各手法の分析結果として、当社の1株当たり価値として下記のレンジが示されているとのことです。

1. 市場株価法 2,157円～3,295円

市場株価法については、ゴールドマン・サックスは、2022年9月29日を基準日とし、過去52週間における当社の株価終値を検討しているとのことです。かかる検討に基づき、ゴールドマン・サックスは、当社株式の1株当たり価値の範囲を2,157円から3,295円までと算出しているとのことです。

2. DCF法 1,850円～3,287円

DCF法については、ゴールドマン・サックスは、本財務予測に織り込まれた一定の前提に基づく当社の将来のフリー・キャッシュ・フローを現在価値に割り引いて当社株式の価値を分析しているとのことです。ゴールドマン・サックスは、DCF法に基づく当社株式の1株当たり価値の範囲を1,850円から3,287円までと算出しているとのことです。ゴールドマン・サックスがDCF法に用いた本財務予測は、2023年3月期から2027年3月期を対象とする5事業年度で構成されているとのことです。ゴールドマン・サックスがDCF法に用いた2023年3月期から2027年3月期を対象とする本財務予測には、大幅な増減益を見込んでいる事業年度が含まれているとのことです。具体的には、2023年3月期には、定期修繕を行うために、製油所及び発電所の操業を一定期間停止することが予定されていることから、その前事業年度に比べて大幅な減益となることを見込まれているとのことです。また、2024年3月期に、定期修繕からの定常化によって、その前事業年度に比べて大幅な増益となることを見込まれているとのことです。なお、本財務予測は、当社単独のものであり、また、本取引により実現することが期待できるシナジー効果を現時点において具体的に見積もることが困難であることから、当該シナジーを織り込んでいないとのことです。

(注) ゴールドマン・サックスによる当社株式に関する財務分析及びGS算定書の作成を行うにあたっての前提条件、手続、考慮事項及び分析における制約事項に関する補足説明は以下のとおりとのことです。ゴールドマン・サックス及びその関連会社(以下「ゴールドマン・サックス・グループ」と総称します。)は、様々な個人及び法人顧客のために、アドバイザリー、証券引受及びファイナンス、自己勘定投資、セールス・トレーディング、リサーチ、投資顧問その他の金融及び非金融の業務及びサービスに従事しているとのことです。ゴールドマン・サックス・グループ及びその従業員、並びにこれらが管理する又は(共同若しくは単独で)投資若しくはその他の経済的利益を有するファンドその他の事業体が、公開買付者、当社及びそのいずれかの関係する会社並びに第三者(当社の大株主であるCornwallを含みます。)の証券、デリバティブ、ローン、コモディティ、通貨、クレジット・デフォルト・スワップその他の金融商品又は本公開買付けに係るいずれかの通貨及びコモディティにつき、常時、売買し、買い持ち若しくは売り持ちのポジションを取り、これらのポジションに対する議決権を行使し又は投資する場合があるとのことです。ゴールドマン・サックスは、本公開買付けに関し公開買付者の財務アドバイザーを務め、本取引の交渉に一定の関与をしたとのことです。ゴールドマン・サックスは、本取引に関するゴールドマン・サックスのサービスに対して報酬を受領する予定であるほか(報酬の全額は本公開買付けの完了を条件としています。)、公開買付者は、ゴールドマン・サックスが要した一定の実費を負担すること及び財務アドバイザー業務に起因する一定の債務を補償することに同意しているとのことです。ゴールドマン・サックスは、これまで公開買付者及び/又はその関係する会社に対して、前回公開買付けに関する公開買付者の財務アドバイザーを務めるなど、一定の財務アドバイザー及び/又は証券引受業務を提供しており、ゴールドマン・サックスの投資銀行部門はそれらのサービスに関して報酬を受領しており、また、受領する可能性があるとのことです。また、ゴールドマン・サックスは、将来、公開買付者、当社、Cornwall及びそれらの関係する会社に対して、財務アドバイザー及び/又は証券引受業務を提供する可能性があり、ゴールドマン・サックスの投資銀行部門はそれらのサービスに関して報酬を受領する可能性があるとのことです。加えて、ゴールドマン・サックス・グループは、2022年3月31日時点の当社の株主名簿上同日時点において、当社の普通株式の1.433%に相当する株式を保有しているとのことです。さらに、ゴールドマン・サックス・グループにおいて、Cornwall及びその関係する会社を含む当社の関係する会社(その各関係する会社を含みます。)との共同投資及び/又はCornwall及びその関係する会社を含む当社の関係する会社のリミテッド・パートナーシップ持分への投資を行っている可能性があり、また、将来においてこれらの投資を行う可能性もあるとのことです。GS算定書の作成にあたり、ゴールドマン・サックスは、当社の2022年3月31日、2021年3月31日及び2020年3月31日に終了した3会計年度の有価証券報告書及び2018年12月31日までに終了した3会計年度の有価証券報告書、2022年6月30日までの第1四半期報告書、その他の当社による当社の株主に対する一定のコミュニケーション、当社の経営陣が作成し、公開買付者による一定の調整を織り込み、ゴールドマン・サックスによる使用につき公開買付者の了承を得た、当社の一定の内部財務分析及び予測(以下「本財務予測」といいます。)等について検討したとのことです。また、ゴールドマン・サックスは、当社の過去及び現在の事業・財務状況並びに将来の見通しに関する評価について公開買付者及び当社の経営陣と協議をし、公開買付者の過去及び現在の事業・財務状況並びに将来の見通しに関する評価、並びに本公開買付けの戦略的意義及び潜在的利益について公開買付者の経営陣と協議をし、また、当社株式の市場価格及び取引状況を検討し、当社の一定の財務情報及び株式市場に関する情報を他の公開会社の類似の情報と比較したほか、ゴールドマン・サックスが適切と思量するその他の調査と分析を実施し、その他の要因を考慮したとのことです。

財務分析の実施並びにGS算定書の作成にあたり、ゴールドマン・サックスは、ゴールドマン・サックスに対して提供され、ゴールドマン・サックスが聴取し又はゴールドマン・サックスが検討した財務、法務、規制、税務、会計その他の情報全ての正確性及び完全性について、公開買付者の同意に基づき、これに依拠し、また、これを前提としており、これらについて何ら独自の検証を行う責任を負うものではないとのことです。ゴールドマン・サックスは、公開買付者の同意に基づき、本財務予測が、公開買付者の経営陣による現時点で得られる最善の予測及び判断に基づき合理的に作成されたものであることを前提としているとのことです。ゴールドマン・サックスは、当社又は当社の子会社の資産及び負債(偶発的なもの、派生的なもの又はその他の貸借対照表に計上されていない資産及び負債を含みます。)について独自の評価又は鑑定を行っておらず、かかる評価書又は鑑定書も入手していないとのことです。

GS算定書は、本取引を行うに際しての公開買付者の経営上の意思決定や公開買付者がとりうる他の戦略的手段と比較した場合における本取引の利点について見解を述べるものではなく、法務、規制、税務又は会計に関する事項についていかなる見解を述べるものでもないとのことです。ゴールドマン・サックスは、本取引に関するいかなる条件又は側面、あるいは本取引において企図され又は本取引に関連して合意又は修正されるその他の合意又は法律文書に関するいかなる条件又は側面(当社の各種種類の証券の保有者、当社の債権者又はその他の関係者にとっての本公開買付けの公正性及びこれらの者が本公開買付けに関連して受領した対価の公正性を含みます。)についても、考察を述べるものではなく、また、ゴールドマン・サックスは、当社の役員、取締役、従業員等に対して本公開買付けに関連して支払われる又は支払うべきあらゆる報酬の金額や性質の公正性及びこれらの者の階級についての見解を示すものではないとのことです。また、ゴールドマン・サックスは、当社株式の将来の取引価格や、クレジット市場、金融市場、コモディティ市場又は株式市場の変動が当社又は公開買付者に与える潜在的な影響、本公開買付けの影響による公開買付者又は当社の支払能力や存続性、公開買付者又は当社のそれぞれの債務についてその支払期日における弁済能力についての意見を一切表明するものではないとのことです。GS算定書は、必然的に、その時点の経済環境、金融環境及びその他の状況、並びに当該日時点においてゴールドマン・サックスに提供された情報のみに基づいており、ゴールドマン・サックスは、当該日以降に発生するいかなる事情、変化又は事由に基づいても、GS算定書を更新し、改訂し又は再確認する責任を負うものではないとのことです。ゴールドマン・サックスのアドバイザー・サービス及びGS算定書は、公開買付者の取締役会が本公開買付けを検討するにあたっての情報提供及びかかる検討の補佐のみを目的として提供されたものとのことです。ゴールドマン・サックスは、特定の公開買付価格を公開買付者に対して推奨したことはなく、また、特定の公開買付価格を唯一適切なものとして推奨したこともないとのことです。GS算定書を全体として考慮することなく一部又はその要約を選択することは、GS算定書が依拠するプロセスについての不完全な理解をもたらすおそれがあるとのことです。ゴールドマン・サックスはいずれの要素又は実施したいずれの分析に対しても特に重点的に依拠をするものではないとのことです。

なお、本公開買付価格である1株当たり3,150円は、公開買付者による本公開買付けの公表日の前営業日である2022年9月29日の東京証券取引所スタンダード市場における当社株式の終値2,273円に対して38.58%、直近1ヶ月間(2022年8月30日から2022年9月29日)の終値単純平均値2,281円に対し38.10%、直近3ヶ月間(2022年6月30日から2022年9月29日)の終値単純平均値2,348円に対して34.16%、直近6ヶ月間(2022年3月30日から2022年9月29日)の終値単純平均値2,505円に対して25.75%のプレミアムをそれぞれ加えた金額となるとのことです。

(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、東証スタンダードに上場されておりますが、公開買付者は、本公開買付けにおいて買付予定数の上限を設定していないため、本公開買付けの結果次第では、当社株式は、東京証券取引所の上場廃止基準に従い、所定の手続を経て上場廃止となる可能性があります。また、本公開買付けの成立時点では当該基準に該当しない場合でも、本公開買付けの成立後に、下記「(5) 本公開買付け後の組織再編等の方針(いわゆる二段階買収に関する事項)」のとおり、公開買付者にて、当社株式の全ての取得を目的とした手続を実施することを予定しておりますので、その場合、当社株式は東京証券取引所の上場廃止基準に従い、所定の手続を経て上場廃止となります。なお、上場廃止後は当社株式を東証スタンダードにおいて取引することはできません。

(5) 本公開買付け後の組織再編等の方針(いわゆる二段階買収に関する事項)

公開買付者は、上記「(2) 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」のとおり、当社を公開買付者の完全子会社とする方針であり、本公開買付けにおいて公開買付者が当社株式の全てを取得できなかった場合には、本公開買付け成立後、以下の方法により、当社株式の全ての取得を目的とした手続(以下「本完全子会社化取引」といいます。)を実施することを予定しているとのことです。

株式売渡請求

公開買付者は、本公開買付けの成立により、公開買付者の所有する当社の議決権の合計数が当社の総株主の議決権の数の90%以上となり、公開買付者が会社法第179条第1項に規定する特別支配株主となる場合には、本公開買付けの決済の完了後速やかに、会社法第2編第2章第4節の2の規定に基づき、当社の株主(公開買付者及び当社を除きます。)の全員に対し、その所有する当社株式の全部を売り渡すことを請求(以下「株式売渡請求」といいます。)する予定とのことです。株式売渡請求においては、当社株式1株当たりの対価として、本公開買付価格と同額の金銭を当社の株主(公開買付者及び当社を除きます。)に対して交付することを定める予定とのことです。この場合、公開買付者は、その旨を当社に通知し、当社に対して株式売渡請求の承認を求めるとのことです。当社が取締役会の決議により株式売渡請求を承認した場合には、関係法令の定める手続に従い、当社の株主の個別の承諾を要することなく、公開買付者は、株式売渡請求において定めた取得日をもって、当社の株主全員(公開買付者及び当社を除きます。)からその所有する当社株式の全部を取得するとのことです。そして、当該各株主の所有していた当社株式1株当たりの対価として、公開買付者は、当該各株主に対し、本公開買付価格と同額の金銭を交付する予定とのことです。当社は、公開買付者より株式売渡請求をしようとする旨及び会社法第179条の2第1項各号の事項について通知を受けた場合には、当社取締役会にてその株式売渡請求を承認する予定です。株式売渡請求に関連する少数株主の権利保護を目的とした会社法上の規定として、会社法第179条の8その他の関係法令の定めに従って、当社の株主は、裁判所に対して、その有する当社株式の売買価格の決定の申立てを行うことができる旨が定められているとのことです。

株式併合

他方で、本公開買付けの成立後、公開買付者の所有する当社の議決権の合計数が当社の総株主の議決権の数の90%未満である場合には、公開買付者は、会社法第180条に基づき当社株式の併合(以下「株式併合」といいます。)を行うこと及び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。)を開催することを、本公開買付けの決済の完了後速やかに当社に要請する予定とのことです。なお、公開買付者は、当社の企業価値向上の観点から、本臨時株主総会を可能な限り早期に開催することが望ましいと考えており、本公開買付けの決済の開始日後の近接する日(本書提出日現在においては、2022年11月24日を予定しております。)が本臨時株主総会の基準日となるように、本公開買付けにおける買付け等の期間(以下「公開買付期間」といいます。)中に基準日設定公告を行うこと、本臨時株主総会を同年2023年1月中旬乃至下旬月を目途に開催することを当社に対して要請する予定とのことです。なお、公開買付者は、本臨時株主総会において上記各議案に賛成する予定とのことです。

本臨時株主総会において株式併合の議案についてご承認をいただいた場合には、株式併合がその効力を生ずる日において、当社の株主は、本臨時株主総会においてご承認をいただいた株式併合の割合に応じた数の当社株式を所有することとなるとのことです。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(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。以下同じです。)に相当する当社株式を当社又は公開買付者に売却すること等によって得られる金銭が交付されることになるとのことです。当該端数の合計数に相当する当社株式の売却価格については、当該売却の結果、本公開買付けに応募しなかった当社の株主(公開買付者及び当社を除きます。)に交付される金銭の額が、本公開買付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設定した上で、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。また、当社株式の併合の割合は、本書提出日現在において未定ですが、公開買付者のみが当社株式の全てを所有することとなるよう、本公開買付けに応募しなかった当社の株主(公開買付者及び当社を除きます。)の所有する当社株式の数が1株に満たない端数となるように決定される予定とのことです。

株式併合に関連する少数株主の権利保護を目的とした会社法上の規定として、株式併合がなされた場合であつて、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部を公正な価格で買い取ることを請求することができる旨及び裁判所に対して当社株式の価格の決定の申立てを行うことができる旨が定められているとのことです。上記のとおり、株式併合においては、本公開買付けに応募しなかった当社の株主(公開買付者及び当社を除きます。)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ので、株式併合に反対する当社の株主は、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、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、本公開買付けは、本臨時株主総会における当社の株主の皆様の賛同を勧誘するものではないとのことです。

上記及びの各手続については、関係法令についての改正、施行及び当局の解釈等の状況等によっては、実施に時間を要し、又は実施の方法に変更が生じる可能性があるとのことです。但し、その場合でも、本公開買付けが成立した場合には、本公開買付けに応募しなかった当社の株主(公開買付者及び当社を除きます。)に対しては、最終的に金銭を交付する方法が採用される予定であり、その場合に当該当社の株主に交付される金銭の額については、本公開買付け価格に当該当社の株主が所有していた当社株式の数を乗じた価格と同一になるよう算定する予定とのことです。もっとも、株式売渡請求に関する売買価格の決定の申立て又は株式併合についての株式買取請求に関する価格の決定の申立てがなされた場合において、当社株式の売買価格又は株式買取請求に関する価格は、最終的に裁判所が判断することになるとのことです。

以上の各場合における具体的な手続及びその実施時期等については、当社と協議の上、決定次第、当社が速やかに公表する予定とのことです。なお、本公開買付けへの応募又は上記の各手続における税務上の取扱いについては、当社の株主の皆様が自らの責任にて税務専門家にご確認ください。

(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

当社における独立した特別委員会の設置及び特別委員会からの答申書の取得

() 本特別委員会設置等の経緯

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」の「() 本公開買付けに向けた検討体制の構築の経緯と判断内容」に記載のとおり、当社は、2022年8月5日に開催された取締役会における決議により、本特別委員会を設置いたしました。当社は、アンダーソン・毛利・友常法律事務所の助言を得つつ、本特別委員会の委員の候補となる当社の独立社外取締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、公開買付者からの独立性を有すること(久保 恵一氏、角田 和好氏、高橋 明人氏及び長谷川 臣介氏と公開買付者又は当社との間に重要な利害関係は存在しないことを確認しております。)、及び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、アンダーソン・毛利・友常法律事務所の助言を得て、本特別委員会全体としての知識・経験・能力のバランスを確保しつつ適正な規模をもって本特別委員会を構成すべく、公認会計士としての経験を通じて培った財務及び会計に関する知見を有する久保 恵一氏(当社の独立社外取締役(監査等委員)、公認会計士久保恵一事務所 公認会計士)、長年にわたり事業会社にて、執行・監督双方の責任者を務め、経営及び監査の豊富な経験を有する角田 和好氏(当社の独立社外取締役(監査等委員))、長年にわたり企業法務をはじめとした法律に関する職務に携わり、その経歴を通じて培った専門家としての豊富な経験、知見を有する高橋 明人氏(当社の独立社外取締役(監査等委員)、高橋・片山法律事務所 弁護士)、及び公認会計士としての経験を通じて培った財務及び会計に関する知見を有する社外有識者である長谷川 臣介氏(長谷川公認会計士事務所 公認会計士)の4名を本特別委員会の委員の候補として選定いたしました。本特別委員会の委員のうち、角田 和好氏は、前回検討特別委員会の設置時点においては当社の社外取締役ではなかったものの、2022年6月28日開催の定時株主総会の承認を経て社外取締役に就任しており、新たに本特別委員会の委員となっております。中村 新氏及び木村 滋氏は、当社の社外取締役の退任に伴い、本特別委員会の委員とはなっておりません。また、本特別委員会は、委員間の互選により、本特別委員会の委員長として、高橋 明人氏を選定しております。また、本特別委員会の各委員に対しては、その職務の対価として、答申内容にかかわらず、固定額の報酬を支払うものとされております。

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」のとおり、本特別委員会に対し、本諮問事項について諮問しております。また、当社取締役会は、本特別委員会の設置にあたり、本取引に関する当社取締役会の意思決定は、本特別委員会の判断内容を最大限尊重して行われるものとし、特に本特別委員会が本取引に関する取引条件を妥当でないと判断したときには、当社取締役会は当該取引条件による本取引に賛同しないこと、並びに、本特別委員会が必要と認める場合には、自らのフィナンシャル・アドバイザー及びリーガル・アドバイザー等のアドバイザーを選任する(その場合の合理的な費用は当社が負担する。)、又は、当社のアドバイザーを承認(事後承認を含む。)する権限、 当社の役職員その他本特別委員会が必要と認める者から本取引の検討及び判断に必要な情報を受領する権限、並びに、 本特別委員会が必要と認める場合には、公開買付者との間で本取引の取引条件等の協議及び交渉を行う権限を付与すること等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8名のうち、原田 和久氏は過去に公開買付者の執行役員を務めていたこと及び山本 順三氏は公開買付者の執行役員を兼務していることに鑑み、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による影響を受けるおそれを排除し、本取引の公正性を担保する観点から、上記2氏を除く6名の取締役(監査等委員である者を含みます。)において審議の上、全員一致により上記の決議を行っております。

() 本取引検討の経緯

本特別委員会は、2022年8月16日から同年9月29日までの間に合計6回、合計約6時間にわたって開催されたほか、各会日間においても電子メールを通じて報告・情報共有、審議及び意思決定を行い、本諮問事項に係る協議及び検討を行いました。

具体的には、本特別委員会は、初回の会合において、当社のフィナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関である野村證券並びに当社のリーガル・アドバイザーであるアンダーソン・毛利・友常法律事務所について、その独立性及び専門性に問題がないことを確認の上、その選任を承認し、本特別委員会も必要に応じてその専門的助言を受けることができることを確認しております。

その上で、本特別委員会は、アンダーソン・毛利・友常法律事務所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について検討を行っております。

本特別委員会は、公開買付者に対して、本取引を実施する目的・理由等、この時期に本取引を行うことを選択した背景・目的、本取引後の当社の経営方針・ガバナンス等、本取引のデメリット、本取引の手続・条件等について、取締役会を通じて書面による質問を送付し、これらの事項について、本特別委員会において公開買付者から直接説明を受け、質疑応答を行っております。

加えて、本特別委員会は、当社が作成した事業見通しについて、当社からその内容及び作成経緯等について説明を受けるとともに、これらの事項について合理性を確認いたしました。そして、上記「(3) 算定に関する事項」の「当社における独立したフィナンシャル・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」のとおり、野村證券は、当社が作成した事業見通しを基礎として、当社株式の価値算定を実施しておりますが、本特別委員会は、野村證券から、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の内容及び重要な前提条件について説明を受けるとともに、質疑応答及び審議・検討を行った上で、これらの事項について合理性を確認しております。

また、本特別委員会は、当社の公開買付者との交渉について、随時、当社及び野村證券から報告を受けて審議・検討を行い、当社の交渉方針につき、適宜、必要な意見を述べました。具体的には、本特別委員会は、当社より、2022年8月24日に公開買付者から本公開買付価格を1株当たり3,000円とすることを含む最初の提案を受領した旨の報告を受けて以降、野村證券から対応方針及び公開買付者との交渉方針等についての意見を聴取した上で、アンダーソン・毛利・友常法律事務所から聴取した意見を踏まえて検討を行いました。その上で、本特別委員会は当社に対し、公開買付者に対し本公開買付価格の再検討を要請することとしたいとの当社の意向について異議がない旨の意見を述べるとともに、当社としての本取引の意義・目的を達するために公開買付者との間で協議すべき事項について意見を述べる等、当社と公開買付者との間の本公開買付価格を含む本取引の条件に関する協議・交渉過程の全般において関与いたしました。

さらに、本特別委員会は、アンダーソン・毛利・友常法律事務所から、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の内容について説明を受け、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。

() 判断内容

本特別委員会は、以上の経緯の下で、本諮問事項について慎重に協議及び検討を重ねた結果、2022年9月29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。

なお、下記「(b) 答申理由」の「(ウ)「本取引の条件(本公開買付価格を含む。)の妥当性が確保されているか」について」に記載のとおり、本特別委員会においては、前回特別委員会とは異なり、当社による不適切行為に起因した株価の変動及び公開買付者とCornwallとの間の本公開買付価格についての交渉を踏まえた本公開買付価格の妥当性・公正性についても判断がなされているものの、本取引の条件(本公開買付価格を含む。)の妥当性・公正性が確保されているとの答申内容には相違ございません。

(a) 答申内容

(ア) 本公開買付けを含む本取引の目的は合理的なものである(本取引が当社の企業価値向上に資するものである)と考える。

(イ) 本取引において、公正な手続を通じた当社の株主の利益への十分な配慮がなされていると考える。

(ウ) 本取引の条件(本公開買付価格を含む。)の妥当性・公正性が確保されていると考える。

(エ) 上記(ア)乃至(ウ)を踏まえると、本取引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。

(オ) 上記(ア)乃至(エ)を踏まえれば、現時点において、当社取締役会が本公開買付けに賛同意見を表明し、当社の株主に対して本公開買付けへの応募を推奨する旨の決定を行うことは相当である(すなわち、当該意見表明等の決定が、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。

(b) 答申理由

(ア) 「本取引の目的が合理的と認められるか(本取引が当社の企業価値向上に資するかという点を含む。)」について

- ・ 当社から説明を受けた、(a) 本取引の目的及び必要性・背景事情、並びに(b) 本公開買付けを経て行われる本取引のメリットについて、当社の現在の事業内容及び経営状況、さらには当社の属する業界の今後の見通し及び想定される課題等を前提とした具体的なものであると考えられること
- ・ 上記(a)及び(b)について、当社の属する業界及び市場の環境として一般に説明されている内容とも整合すると考えられること
- ・ 同じく上記(a)及び(b)について、当社における将来の競争力強化に向けた現実的なものであると考えられること
- ・ 当社と公開買付者との間で、当社の属する市場環境や将来における動向予想等も踏まえて本取引の必要性及びメリットの検討を行っているといえること
- ・ 当社から説明を受けた当社の今後の事業見通し及び成長見通し並びに本取引後に実施を検討している施策等について、当社の事業内容及び経営状況を前提とした上で、公開買付者の経営方針をも踏まえたものといえ、加えて当社の属する業界及び市場における今後の課題等を踏まえたものといえ、想定される今後の激しい事業環境の変化の中で当社の企業価値の維持、さらには向上に資するものとして、いずれも不合理なものとは認められないこと

(イ) 「本取引に係る手続の公正性が確保されているか」について

- ・ 当社は本取引への対応を検討するに当たり、当社における検討及び意思決定の過程に対する公開買付者の影響を排除するべく、当社及び公開買付者のいずれからも独立した本特別委員会を設置していること
- ・ 本特別委員会の委員全4名の過半数となる3名はそれぞれ当社の社外取締役であり、残る1名は外部の専門家である公認会計士であること
- ・ さらに当該社外取締役のうち1名が本特別委員会委員の互選により同委員会の委員長に選定されていること
- ・ 当社は、本取引への対応を検討するに当たり、本公開買付けの条件とりわけ本公開買付価格の公正性を確保すべく、当社株式に係る株式価値の算定を、当社及び公開買付者のいずれからも独立した第三者算定機関である野村證券へ依頼した上で、所定の株式価値算定書を取得していること、また野村證券の上記独立性に関し本特別委員会においても必要な説明を受けた上で当該独立性を確認していること
- ・ また本取引に関する法的助言を得るべく、当社及び公開買付者のいずれからも独立したリーガル・アドバイザーとして、アンダーソン・毛利・友常法律事務所を選任していること、またアンダーソン・毛利・友常法律事務所の上記独立性に関し本特別委員会においても必要な説明を受けた上で当該独立性を確認していること
- ・ 今般の本完全子会社化取引を含む本取引は、当社の支配株主(親会社)である公開買付者との間で実施されるものであることから、構造的かつ典型的な利益相反性が生じる可能性があり得るところ、当社においては、上記の体制のもと、本取引についてより慎重に条件の妥当性・公正性を担保する必要がある旨を認識して、当社から公開買付者に対して協議過程の早い段階から少数株主の利益に十分配慮した取引条件を要請してきたと言えること
- ・ 当社と公開買付者との間の協議及び交渉の方針に関して、当社及び当社のフィナンシャル・アドバイザーでもある野村證券から本特別委員会に対して交渉方針等の説明が行われた上で、本特別委員会において確認された当該交渉方針の下に公開買付者との交渉が進められたこと

- ・ 当社と公開買付者との間の協議及び交渉の具体的な状況についても、適時に本特別委員会への報告が行われてきており、かつ特に本公開買付価格に関する協議及び交渉の局面においては、当該報告の内容を踏まえ本特別委員会から当社及び当社のフィナンシャル・アドバイザーに対して意見を述べるとともに、必要と考えられる提言及び要請等を行うなど、本公開買付けの条件とりわけ本公開買付価格の交渉過程に本特別委員会が実質的に関与可能な体制が確保されていること
- ・ その上で、条件の妥当性及び公正性並びに現実性といった事情について、当社において全般的な検証を重ねた上で、公開買付者との複数回に及び協議を経て、特に本公開買付価格に関して公開買付者とCornwallとの間で実施された交渉の経過や状況等の説明を求めた上で、それらも踏まえて本公開買付価格の妥当性についての検討を行い、今般取締役会決議が予定されている価格についての最終的な調整が進められたこと
- ・ その後、最終的に当社及び公開買付者間で本公開買付価格を含む本取引の条件について合意するに至り、当社において、当該合意された価格をもって、取締役会で決議を予定している本公開買付価格となったこと
- ・ さらに、いわゆる二段階買収等に関しても、早期かつ詳細な開示及び説明を行う予定とのことであり、当社株主の適切な判断機会の確保に努めていると言えること、その他公開買付者及び当社が作成し開示する予定の各開示書類において、当社株主(とりわけ少数株主)が本公開買付けを含む本取引の各条件の妥当性等を判断するために必要かつ相当と考えられる情報が開示される予定となっていること
- ・ 公開買付者の出身者である取締役については、意思決定過程における公正性、透明性及び客観性を高めるために、当社における本取引の検討に加わっておらず、今後開催される本取引に関する取締役会の審議及び決議にも参加しない予定であることなど、意思決定過程における恣意性の排除に努めていると言えること
- ・ なお、本公開買付けにおいては、いわゆる「マジョリティ・オブ・マイノリティ」(Majority of Minority)(以下「MoM」といいます。)の条件設定は行われていないものの、公開買付者は当社の支配株主(親会社)であり既に相当数の当社株式を所有しており、MoMはかえって本公開買付けの成立を不安定なものとする可能性があり得るところである(すなわち、支配株主(親会社)である公開買付者が当社完全子会社化の意向を示した以上、仮に今回本公開買付けが成立しなかったとしても、将来のいずれかの時点において再度同様の取引が実施される可能性があり、少数株主が不安定な立場に置かれる可能性もあり得ると言える)。加えて、MoMは本公開買付けへの応募を希望する少数株主(すなわち、当社株式の売却機会を希望する株主)の利益に資さない可能性もあり得るところである。そのため、他のいわゆる公正性担保措置について相当程度の配慮が行われていると言えること等を踏まえると、形式的にMoMが無いことを特に注視しなければならない状況には無いものと考えられる
- ・ 本公開買付けにおいて、その買付期間は30営業日と法令上の最短期間である20営業日よりも長期の期間が設定される予定であること、また当社は公開買付者との間で、当社が対抗的買収提案者と接触することを禁止するようないわゆる取引保護条項を含む合意等、当該対抗的買収提案者と接触することを制限するような内容の合意を行っていないこと等から、いわゆるマーケット・チェックの観点において特段不合理な状況には無いものと考えられること。なお、市場における潜在的な買収者の有無を調査・検討する、いわゆる積極的なマーケット・チェックに関しては、情報管理の観点等から実務上その実施は必ずしも容易とは言えず、従って本件においてもそのような対応が行われていないことのみをもって、マーケット・チェックの点で不合理な状況が生じるものではないと考えられること

- ・ 本取引においては、当社株式の非公開化のために、いわゆる二段階買収の手続が予定されている(現状、本公開買付けの結果次第で、株式売渡請求又は株式併合のいずれかの手続によることが予定されている)が、株式売渡請求に関連する少数株主(一般株主)の権利保護を目的とした会社法上の規定として、裁判所に対して売買価格の決定の申立てを行うことが可能とされていること。また、株式併合に関連する少数株主(一般株主)の権利保護を目的とした会社法上の規定として、所定の条件のもと、当社の株主は、当社に対し、自己の所有する普通株式のうち一株に満たない端数となるものの全部を公正な価格で買い取ることを請求することができる旨及び裁判所に対して当社普通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ること。かかる申立てが行われた場合の価格の決定は、最終的には裁判所が判断することとなり、当社の少数株主(一般株主)においては、かかる手続を通じて経済的な利益の確保を図ることが可能とされていること
 - ・ 以上の通り、本完全子会社化取引の条件の公正性の担保に向けた客観的状況の確保等の諸点について、具体的な対応が行われているものと考えられ、公正な手続を通じた当社株主の利益への十分な配慮がなされていると考えられること
- (ウ) 「本取引の条件(本公開買付価格を含む。)の妥当性が確保されているか」について
- ・ 当社において、本取引の条件、とりわけ本公開買付けにおける当社普通株式に係る本公開買付価格の公正性・妥当性を確保するために、その検討及び判断に際して、当社株式の株式価値の算定のための独立の第三者算定機関(以下「本第三者算定機関」と言います。)として野村證券を選任し、本第三者算定機関から株式価値算定書を取得した上で、当該株式価値算定書を参考としていること
 - ・ 本第三者算定機関作成の株式価値算定書の結論に至る計算過程について、その算定手法は現在の実務に照らして一般的、合理的な手法であると考えられること
 - ・ 上記算定の内容についても現在の実務に照らして妥当なものであると考えられること、また当該算定の前提となっている当社の事業見通しの内容に関する当社及び本第三者算定機関から本特別委員会に対する説明を踏まえ、本特別委員会においても、当社の事業見通しの作成経緯及び当社の現状を把握した上で、それらに照らし不合理な点がないかという観点から事業見通しの合理性を確認しており、結論として石油事業と電気事業を当社事業の2本柱とする当該事業見通しを合理的なものであると考えていること
 - ・ これらを踏まえ、本第三者算定機関作成の株式価値算定書について、特段不合理な点あるいは著しい問題などは認められないと考えられること
 - ・ また、当該株式価値算定書を基礎として当社においても本取引の必要性及びメリット、当社の今後の事業への影響といった事情等を全般的に考慮した上で、本公開買付価格の検討を行ってきたと言えること
 - ・ 当社において、本第三者算定機関を経験豊富なフィナンシャル・アドバイザーとして起用し、公開買付者との間で、本公開買付価格を含む本取引全般の条件交渉を複数回にわたり実施したと言えること
 - ・ 当社取締役会において最終的に決議を予定している本公開買付価格について、当社の直近5年ほどの市場株価を検討した場合、(1)ここ数年のコロナ禍の状況下での不透明性もひとまず落ち着き既に当社株価に織り込み済みと考えられること、(2)また当社株式に対するいわゆるTOB期待を背景とした当社株価の乱高下についてもCornwallによる当社株式の買増しが行われなくなったことと相まって沈静化していると言えること、(3)さらに今般の当社における不適切行為に関する特別調査委員会の調査結果が本取引の実施に先立ち公表されたことで、当該不適切行為に対する市場関係者による評価について当社株価に反映された状況にあると考えられること、以上を踏まえると当社の直近に至る株価は株式市場において適切に価格形成が行われた状況にあると考えられ、かかる当社の市場株価との関係で本公開買付価格のプレミアムを検討すると、本件において相応のプレミアムが付された価格であると言えること

- ・ なお、今般の当社における不適切行為に関連して、2022年5月6日付で不適切行為の判明について、また同月18日付で特別調査委員会の設置について、さらに同年9月22日付で特別調査委員会の調査結果について、それぞれ当社による外部公表が行われている。これらの公表の後、当社の市場株価は一定の反応を示しているとも言い得る一方で、株価の変動は単独の事象のみに起因するものでは無いと考えられる。また当該不適切行為に関する各外部公表について、当社において当社の市場株価に何らかの影響を及ぼすことを企図して行われたことを伺わせる事情も特段見当たらない。これらを踏まえると、今般の不適切行為に関する当社の外部公表、またその後の株価変動等の一連の状況により、本公開買付価格の妥当性・公正性が損なわれるものでは無いと考えられること
 - ・ さらに当社は2022年7月29日付で業績予想の修正に関する開示を行っているところ、当該業績予想の修正及び開示は、いずれも当社における合理的な業績予想プロセスを経て行われたものと理解される。この点、当該業績予想の修正及び開示の内容及びタイミングについて、当社において当社の市場株価に何らかの影響を及ぼすことを企図して行われたことを伺わせる事情は特段見当たらず、従って、当該業績予想の修正及び開示、またその後の株価変動等の一連の状況により、本公開買付価格の妥当性・公正性が損なわれるものでは無いと考えられること
 - ・ また、本公開買付価格に関する当社と公開買付者との合意に先立ち、公開買付者はCornwallとの間で当該価格についての交渉を行っている。この点、Cornwallは公開買付者から独立した当事者の関係にあると考えられるところ、このようないわゆる独立当事者間での交渉が本公開買付価格に関して行われたとの点は、本公開買付価格の妥当性・公正性確保に向けた重要な要素の一つであると言えること
 - ・ これらの当社における対応は、本公開買付けを含む本取引の条件とりわけ本公開買付価格の公正性・妥当性を確保し、またこれらに関する当社の判断及び意思決定について、その過程から恣意性を排除するための方法として合理性・相当性を有するものと考えられること
 - ・ さらに、当社からの説明によれば、本完全子会社化取引の条件に関しても、今後特段の事情が無い限り、本公開買付価格と同一の価格を基準として算定、決定する予定であること
 - ・ この点、本完全子会社化取引は、本公開買付けの後、本公開買付けに続く手続として行われることが予定されているもの(いわゆる二段階買収としての手続)であり、時間的に近接した両手続における取引条件が同一のものとなるようにすることは合理的と考えられること
- (エ) 「上記(ア)から(ウ)を踏まえて、本取引が当社の少数株主にとって不利益なものではないと考えられるか」について
- ・ 上記(ア)乃至(ウ)までにおいて検討した諸事項以外の点に関して、本特別委員会において、本公開買付けを含む本取引が当社の少数株主にとって不利益なものであると考える事情は現時点において特段見あらず、したがって、本取引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
- (オ) 「当社取締役会が本公開買付けに賛同の意見を表明するとともに、当社の株主に対して本公開買付けに応募することを推奨する旨の決議を行うことの是非」について
- ・ これまでに述べたとおり、(ア)本公開買付けを含む本取引の目的は合理的なものである(本取引が当社の企業価値向上に資するものである)と考えられること、(イ)本取引において、公正な手続を通じた当社の株主の利益への十分な配慮がなされていると考えられること、(ウ)本取引の条件(本公開買付価格を含む。)の妥当性・公正性が確保されていると考えられること、(エ)上記(ア)乃至(ウ)を踏まえると、本取引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られることからすると、現時点において、当社取締役会が本公開買付けに賛同意見を表明し、当社の株主に対して本公開買付けへの応募を推奨する旨の決定を行うことは相当である(すなわち、当該意見表明等の決定が、当社の少数株主にとって不利益なものではない)と考えられ、これに反する事情は現時点において特段見当たらない

当社における独立したリーガル・アドバイザーからの助言の取得

当社は、上記「当社における独立した特別委員会の設置及び特別委員会からの答申書の取得」のとおり、前回公開買付け同様、公開買付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、アンダーソン・毛利・友常法律事務所は、公開買付者及び当社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。また、アンダーソン・毛利・友常法律事務所に対する報酬には、本取引の成立等を条件に支払われる成功報酬は含まれておりません。本特別委員会は、初回の会合において、アンダーソン・毛利・友常法律事務所の独立性及び専門性に問題がないことを確認した上で、当社のリーガル・アドバイザーとして承認しております。

当社における独立したフィナンシャル・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及び特別委員会からの答申書の取得」のとおり、公開買付者及び当社から独立したフィナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関として野村證券を選任し、当社株式の価値算定、公開買付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、2022年9月29日付で本株式価値算定書を取得しております。本株式価値算定書の概要については、上記「(3) 算定に関する事項」の「当社における独立したフィナンシャル・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」をご参照ください。

なお、野村證券は、公開買付者及び当社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検討体制の構築

当社は、公開買付者から独立した立場で、本取引に係る検討、交渉及び判断を行う体制を当社の社内に構築いたしました。具体的には、当社は、2022年7月下旬に、公開買付者から当社の完全子会社化に関する検討を開始したい旨の初期的申入れを受けた時点以降の、当社と公開買付者との間の本公開買付価格を含む本取引に係る取引条件に関する交渉過程、及び当社株式の価値評価の基礎となる事業見通しの作成過程において、構造的な利益相反の問題を排除する観点から、当社における本取引の検討体制に、現に当社グループ(当社及び当社の連結子会社である東亜テックス株式会社をいいます。)以外の公開買付者グループ各社の役職員を兼任する当社の役職員を関与させないこととした上で、公開買付者から独立した取締役2名、並びに当社の従業員6名の総勢8名からなる検討体制を構築しております。

当社における利害関係を有しない取締役(監査等委員である者を含む)全員の承認

本公開買付けにおいて、上記「(2) 本公開買付けに関する意見の根拠及び理由」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」のとおり、当社は、アンダーソン・毛利・友常法律事務所から受けた法的助言、野村證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の内容を踏まえつつ、本答申書において示された本特別委員会の判断内容を最大限尊重しながら、本公開買付けを含む本取引が当社の企業価値の向上に資するか否か、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、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」のとおり、本取引が当社の企業価値の向上に資するものであるとともに、本公開買付価格を含む本取引に係る取引条件は妥当なものであると判断し、2022年9月30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(監査等委員である者を含みます。)の全員一致(当社の取締役8名のうち審議及び決議に参加した6名の全員一致)で、本公開買付けに賛同する旨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ことを決議いたしました。

なお、原田 和久氏は過去に公開買付者の執行役員を務めていたこと、及び山本 順三氏は公開買付者の執行役員を兼務していることに鑑み、本取引における構造的な利益相反の問題による影響を受けるおそれを排除し、本取引の公正性を担保する観点から、上記2022年9月30日開催の取締役会を含む当社取締役会におけるこれまでの全ての議案において、その審議及び決議には一切参加しておらず、また、当社の立場において公開買付者との協議及び交渉にも一切参加していません。

他の買付者からの買付機会を確保するための措置

公開買付者は、当社との間で、当社が対抗的買収提案者と接触することを禁止するような取引保護条項を含む合意等、当該対抗的買収提案者が当社との間で接触することを制限するような内容の合意を行っておりません。

また、公開買付者は、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、比較的長期である30営業日としております。公開買付者は、公開買付期間を比較的長期に設定することにより、当社の株主の皆様の本公開買付けに対する応募について適切な判断機会を確保しつつ、公開買付者以外の者にも対抗的な買付け等を行う機会を確保し、もって本公開買付価格の適正性を担保することを企図しているとのことです。

なお、公開買付者は、本書提出日現在、当社株式6,234,425株(所有割合：50.12%)を既に所有しているため、本公開買付けにおいてMoMの買付予定数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利益に資さない可能性もあるものと考え、そのような下限は設定していないとのことです。公開買付者及び当社において上記の措置を講じていることから、当社の少数株主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。

(7) 公開買付者と自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

上記「(2) 本公開買付けに関する意見の根拠及び理由」の「 公開買付者が本公開買付けの実施を決定するに至った背景、目的及び意思決定の過程」の「() 本公開買付けについて」に記載のとおり、本応募契約の締結に先立ち、2022年2月中旬から、公開買付者とCornwallは、公開買付者の当社に対する長期計画及び公開買付者の石油精製ポートフォリオ全体について協議してきたとのことでした。かかる協議を踏まえ、本公開買付けに際して、公開買付者は、2022年9月30日付で、Cornwallとの間で、Cornwallがその運営するファンドを通じて実質的に所有する本応募合意株式会社について、本公開買付けに係る公開買付届出書提出日から遅くとも10営業日以内に本公開買付けに応募する旨の本応募契約を締結しているとのことです。本応募契約において、公開買付者及びCornwallは、公開買付者が石油製品供給体制の効率化及び安定化を目的して当社の完全子会社化を企図し、Cornwallが日本の石油供給体制の安定化及びエネルギーセキュリティの向上とこれらの取組みに貢献することをも考慮の上で本公開買付けに応募する旨を確認しているとのことです。本応募契約においては、Cornwallによる応募の前提条件として、当社の取締役会が本公開買付けに賛同の意見を表明する旨の決議を行い、且つ当該決議が変更又は撤回されていないこと、 公開買付者の表明保証(注1)が不実又は不正確でないこと、 公開買付者が、本公開買付けの開始日において、本応募契約上の自らの義務及び誓約を全て重要な点において履行又は遵守していること、及び 当社において、「公表」(法第166条第4項に定める意味を有します。)されていない「業務等に関する重要事実」(法第166条第2項に定める意味を有します。)が存在しないことが規定されているとのことです。なお、本応募契約上、Cornwallは、その任意の裁量により、当該前提条件を放棄の上、本公開買付けに応募することは禁止又は制限されていないとのことです。また、当社の取締役会が本公開買付けに賛同の意見を表明する旨の決議を変更又は撤回した場合は、Cornwallは本公開買付けへの応募を撤回できる旨が規定されているとのことです。

その他、本応募契約においては、 Cornwallの表明保証(注2)が真実且つ正確であること、 各当事者が、自らの表明保証が不実若しくは不正確であったこと、又は自らの義務若しくは誓約の不履行若しくは不遵守があったことに起因又は関連して相手方当事者に生じた損害等を補償すること、 2022年10月31日又は両当事者が合意した期日までに本公開買付けが開始されない場合、相手方当事者に対する書面による通知により本応募契約を終了できること、及び 本公開買付けの開始後は、各当事者が本応募契約を解除できず、且ついかなる理由によっても本応募契約が終了しないこと等を合意しているとのことです。なお、本応募契約以外に、本公開買付けに関する契約又は合意は存在しないとのことです。

- (注1) 本応募契約では、公開買付者の表明保証事項として、公開買付者の適法且つ有効な設立及び存続、本応募契約の締結及び履行、本応募契約の義務の履行並びに本応募契約により企図される取引の履行に必要な権能及び権限の存在、本応募契約が適法且つ有効に締結され、公開買付者により履行されること並びに本応募契約は公開買付者の有効且つ法的拘束力ある義務を構成し、その条項に従って公開買付者に強制執行可能であること、並びに、定款、関係当局の命令、又は法令等への違反の不存在が規定されているとのことです。
- (注2) 本応募契約では、Cornwallの表明保証事項として、Cornwallの適法且つ有効な設立及び存続、本応募契約の締結及び履行、本応募契約の義務の履行並びに本応募契約により企図される取引の履行に必要な権能及び権限の存在、本応募契約が適法且つ有効に締結され、Cornwallにより履行されること並びに本応募契約はCornwallの有効且つ法的拘束力ある義務を構成し、その条項に従ってCornwallに強制執行可能であること、社内規則、関係当局の命令、又は法令等への違反の不存在、並びに、Cornwallによる本応募合意株式の取得及び保有の適法性及び有効性(法に規定される公開買付規制、インサイダー取引規制の遵守を含む。)、並びに本応募合意株式に対する抵当権の不存在が規定されているとのことです。

加えて、本応募契約においては、各当事者は、上記のほか、秘密保持義務及び本応募契約に定めのない事項についての誠実協議義務を負担しているとのことです。

4 【役員が所有する株券等の数及び当該株券等に係る議決権の数】

氏名	役職名	所有株式数(株)	議決権の数(個)
原田 和久	代表取締役 社長執行役員	1,759	17
穴戸 康行	取締役 執行役員	2,702	27
佐脇 昭一	取締役 執行役員	1,919	19
山本 順三	取締役	-	-
小川 宗一	取締役 常勤監査等委員	989	9
久保 恵一	社外取締役 監査等委員	2,074	20
角田 和好	社外取締役 監査等委員	-	-
高橋 明人	社外取締役 監査等委員	-	-
計		9,443	92

(注1) 役職名、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 久保 恵一氏、角田 和好氏及び高橋 明人氏は社外取締役であります。

(注3) 所有株式数及び議決権の数は、それぞれ当社役員持株会を通じた所有株式数(小数点以下切り捨て)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。

以上