



2025年11月10日

各 位

会 社 名 富士石油株式会社
代表者名 代表取締役社長 山本 重人
(コード：5017、東証プライム市場)
問合せ先 経理部長 祖父江 高明
TEL：03 － 6277 － 2906
URL：<https://www.foc.co.jp/>

株式併合並びに単元株式数の定めの廃止及び定款の一部変更に関するお知らせ

当社は、本日開催の取締役会において、下記のとおり、株式併合並びに単元株式数の定めの廃止及び定款の一部変更について、2025 年 12 月 22 日開催予定の臨時株主総会（以下「本臨時株主総会」といいます。）に付議することを決議いたしましたので、お知らせいたします。

なお、当社の普通株式（以下「当社株式」といいます。）は、上記手続の過程において、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。）の有価証券上場規程に定める上場廃止基準に該当することとなります。これにより、当社株式は、2025 年 12 月 22 日から、2026 年 1 月 19 日まで整理銘柄に指定された後、2026 年 1 月 20 日をもって上場廃止となる予定です。上場廃止後は、当社株式を東京証券取引所プライム市場において取引することはできませんので、ご留意くださいますようお願いいたします。

記

I. 株式併合について

1. 株式併合の目的及び理由

当社が 2025 年 9 月 11 日に公表した「その他の関係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関する賛同の意見表明及び応募推奨のお知らせ」（以下「本意見表明プレスリリース」といいます。）においてお知らせいたしましたとおり、公開買付者である出光興産株式会社（以下「公開買付者」といいます。）は、東京証券取引所プライム市場に上場している当社株式の全て（但し、譲渡制限付株式報酬として当社の取締役及び執行役員に付与された当社の譲渡制限付株式（以下「本譲渡制限付株式」といいます。）を含み、公開買付者及び当社の株主であるサウジアラビア王国政府（以下「本不応募合意株主」といいます。）が保有する当社株式並びに当社の保有する自己株式を除きます。）を取得し、当社を非公開化することを目的とした取引（以下「本取引」といいます。）の一環として、2025 年 9 月 12 日から 2025 年 10 月 28 日までの 30 営業日を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。）とする当社株式に対する公開買付け（以下「本公開買付け」といいます。）を実施いたしました。

そして、当社が 2025 年 10 月 29 日に公表した「出光興産株式会社による当社株式に対する公開買付けの結果並びに親会社及びその他の関係会社の異動に関するお知らせ」に記載のとおり、公開買付者は、本公開買付けの結果、本公開買付けの決済の開始日である 2025 年 11 月 5 日付で、当社株式 57,951,478 株（所有割合（注）：75.03%）を所有するに至りました。

（注） 「所有割合」とは、当社が 2025 年 8 月 7 日に提出した 2026 年 3 月期第 1 四半期決算短信〔日本基準〕（連結）」（以下「当社第 1 四半期決算短信」といいます。）に記載された 2025 年 6 月 30 日

現在の当社の発行済株式総数（78,183,677 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保有する自己株式数（943,342 株）を控除した株式数（77,240,335 株、以下「本基準株式数」といいます。）に対する割合（小数点以下第三位を四捨五入。以下、所有割合の計算において同じです。）をいいます。

本公開買付け及び本株式併合（以下に定義します。）を含む本取引の目的及び背景の詳細は、本意見表明プレスリリースにおいてお知らせしたとおりですが、以下に改めてその概要を申し上げます。なお、以下の記載のうち公開買付者に関する記述は、公開買付者から受けた説明に基づくものです。

当社は、2025 年 5 月 13 日、公開買付者より、当社株式の全て（但し、当社が保有する自己株式を除きます。）を取得し、当社を公開買付者の完全子会社として当社を非公開化することに関する、法的拘束力を有しない初期的提案書を受領しました。これを受けて当社は、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「本公開買付け価格」といいます。）の公正性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、2025 年 5 月中旬に、当社グループ（当社並びに連結子会社及び関連会社により構成される企業グループをいいます。以下同じです。）及び公開買付者グループ（公開買付者並びに連結子会社及び関連会社により構成される企業グループをいいます。以下同じです。）並びに本取引の成否のいずれからも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株式会社（以下「みずほ証券」といいます。）を、また当社グループ及び公開買付者グループ並びに本取引の成否のいずれからも独立した法務アドバイザーとして岩田合同法律事務所（以下「岩田合同」といいます。）をそれぞれ選任しました。

その上で、当社は、本取引が当社の主要株主かつ筆頭株主による持分法適用関連会社の買収に該当し、公開買付者と当社又は当社の一般株主との間に構造的な利益相反及び情報の非対称性の問題が存することに鑑み、本取引に関する当社の意思決定に慎重を期し、当社取締役会の意思決定過程における恣意性及び利益相反のおそれを排除し、その公正性を担保することを目的として、2025 年 5 月 22 日開催の当社取締役会決議により、当社グループ及び公開買付者グループ並びに本取引の成否から独立した、佐藤良氏（当社社外取締役）、金井睦美氏（当社社外監査役、公認会計士）及び岩田合同より推薦を受けた企業法務弁護士としての豊富な知識と見識を有する森幹晴氏（弁護士、東京国際法律事務所代表パートナー）の 3 名によって構成される特別委員会（以下「本特別委員会」といいます。本特別委員会の設置等の経緯、検討の経緯及び判断内容については、下記「3. 株式併合に係る端数処理により株主に交付することが見込まれる金銭の額の根拠等」の「（3）本取引の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置」の「④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。）を設置しました。また、本特別委員会は、2025 年 6 月 11 日、その専門性・実績等や、当社グループ及び公開買付者グループ並びに本取引の成否から独立性を有していること等を踏まえ、本特別委員会独自の第三者算定機関としてブルータス・コンサルティング（以下「ブルータス」といいます。）を選任する旨を決定しております。加えて、当社は、下記「3. 株式併合に係る端数処理により株主に交付することが見込まれる金銭の額の根拠等」の「（3）本取引の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置」の「⑦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監査役全員の異議がない旨の意見」に記載のとおり、公開買付者グループ及び当社グループから独立した立場で、本公開買付けに係る検討、交渉及び判断を行う体制（本公開買付けの検討、交渉及び判断に関与する当社の役職員の範囲及びその職務を含みます。）を当社の社内に構築し、検討を進めてまいりました。

上記体制の整備後、本特別委員会は、みずほ証券及び岩田合同の助言を受けながら、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、当社の財務アドバイザーであるみずほ証券を通じて公開買付者との間で協議・交渉を行いました。

具体的には、当社及び本特別委員会は、2025 年 8 月 8 日に、公開買付者から、本不応募合意株主及びクウェート石油公社が本取引後も当社の株主として残ること等を前提とした上で、公開買付け価格を 1 株当たり 400 円（当該時点の東京証券取引所プライム市場における当社株式の終値 320 円に対して 25.00%（小数点以下第三位を四捨五入。以下、株価に対するプレミアム率の計算において同じです。）のプレミアム）とする旨及び買付予定数の下限を公開買付け成立後に公開買付者の所有割合が 35.05%となるように設定する旨を含む、本公開買付けに関する最初の提案を受けました。当該提案を受け、本特別委員会は、

①当該提案価格について、(a) みずほ証券及びブルーパスによる当社株式価値の DCF 法による分析結果（複数の評価方法が考えられる関係会社株式及び繰越欠損金の多角的な分析結果を含みます。）、(b) 本取引と類似する取引事例（具体的には、経済産業省が「公正な M&A の在り方に関する指針」（以下「M&A 指針」といいます。）を公表した 2019 年 6 月 28 日以降に公表されかつ成立した、持分法適用関連会社である上場会社の非公開化を企図した TOB 事例（但し、リーク報道があった事例を除きます。)) のプレミアム水準、(c) 当社株式の市場株価の推移、(d) 本取引の実行により実現することが期待されるシナジー効果等（事業上のシナジー効果に加え、公開買付者が本取引後に当社の減資を行う場合を想定した、繰越欠損金の更なる活用によるシナジー効果を含みます。）を踏まえて総合的に検討した結果、本取引の実行により実現することが期待される企業価値の増加分が当社の一般株主に公正に分配された価格として不十分な水準であると考え、また、②買付予定数の下限について、取引条件の公正性・妥当性及び手続の公正性の観点から、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。）水準を満たす下限設定がなされることが重要だと考えて（なお、ここでの MoM とは、本基準株式数（77,240,335 株）から、2025 年 9 月 11 日時点において公開買付者が保有する当社株式数 17,035,520 株、本不応募合意株主が保有する当社株式の全て（以下「本不応募合意株式」といいます。）の株式数 5,811,390 株及びクウェート石油公社が保有する当社株式数 5,811,390 株を減じた 48,582,035 株の過半数に相当する数（24,291,018 株）を上回る基準の株式数をいいます。）、2025 年 8 月 16 日に、公開買付者に対して、公開買付価格及び買付予定数の下限に関する提案内容の再検討を要請しました。

その後、当社及び本特別委員会は、2025 年 8 月 21 日に、公開買付者から、本不応募合意株主及びクウェート石油公社が本取引後も当社の株主として残ること等を前提とした上で、公開買付価格を 1 株当たり 425 円（当該時点の東京証券取引所プライム市場における当社株式の終値 327 円に対して 29.97%のプレミアム）とする旨及び引き続き買付予定数の下限を公開買付け成立後に公開買付者の所有割合が 35.05%となるように設定する旨の第 2 回目の提案を受けました。当該提案を受け、本特別委員会は、①当該提案価格について、上記 (a) 乃至 (d) を踏まえて総合的に検討した結果、本取引の実行により実現することが期待される企業価値の増加分が当社の一般株主に公正に分配された価格として不十分な水準であると考え、また、②買付予定数の下限について、取引条件の公正性・妥当性及び手続の公正性の観点から、上記の MoM 水準を満たす下限設定がなされることが重要だと考えて、2025 年 8 月 26 日に、公開買付者に対して、公開買付価格を含む提案内容の再検討を要請しました。

その後、当社及び本特別委員会は、2025 年 8 月 28 日に、公開買付者から、本不応募合意株主及びクウェート石油公社が本取引後も当社の株主として残ること等を前提とした上で、公開買付価格を 1 株当たり 450 円（当該時点の東京証券取引所プライム市場における当社株式の終値 337 円に対して 33.53%のプレミアム）とする旨及び引き続き買付予定数の下限を公開買付け成立後に公開買付者の所有割合が 35.05%となるように設定する旨の第 3 回目の提案を受けました。当該提案を受け、本特別委員会は、①当該提案価格について、上記 (a) 乃至 (d) を踏まえて総合的に検討した結果、本取引の実行により実現することが期待される企業価値の増加分が当社の一般株主に公正に分配された価格として不十分な水準であると考え、また、②買付予定数の下限について、取引条件の公正性・妥当性及び手続の公正性の観点から、上記の MoM 水準を満たす下限設定がなされることが重要だと考えて、2025 年 9 月 1 日に、公開買付者に対して、公開買付価格を含む提案内容の再検討を要請しました。

その後、当社及び本特別委員会は、2025 年 9 月 2 日に、公開買付者から、本不応募合意株主及びクウェート石油公社が本取引後も当社の株主として残ること等を前提とした上で、公開買付価格を 1 株当たり 470 円（当該時点の東京証券取引所プライム市場における当社株式の終値 341 円に対して 37.83%のプレミアム）とする旨及び買付予定数の下限を公開買付け成立後の公開買付者の所有割合が 48.05%となるように設定する旨並びに今後、公開買付価格の引き上げ及び買付予定数の下限の引き下げを行う予定はない旨の第 4 回目の提案を受けました。当該提案を受け、本特別委員会は、①当該提案価格について、上記 (a) 乃至 (d) を踏まえて総合的に検討した結果、本取引の実行により実現することが期待される企業価値の増加分が当社の一般株主に公正に分配された価格として不十分な水準であると考え、また、②買付予定数の下限について、取引条件の公正性・妥当性及び手続の公正性の観点から、上記の MoM 水準を満たす下限設定がなされることが重要だと考えて、2025 年 9 月 4 日に、公開買付者に対して、公開買付価格を

含む提案内容の再検討を要請しました。

その後、当社及び本特別委員会は、2025 年 9 月 5 日に、公開買付者から、本不応募合意株主が本取引後も当社の株主として残る（公開買付者によれば、同月上旬になり、クウェート石油公社から本取引を機に当社株式を売却する旨の方針が示され、その保有する当社株式の全て（5,811,390 株、所有割合：7.52%）について本公開買付けへの応募を行う意向である旨を確認したとのこと。）こと等を前提とした上で、公開買付価格を 1 株当たり 480 円（当該時点の東京証券取引所プライム市場における当社株式の終値 343 円に対して 39.94%のプレミアム）とする旨及び買付予定数の下限を公開買付け成立後の公開買付者の所有割合が 57.91%となるように設定する旨並びに本特別委員会からの指摘を最大限尊重した提案内容であり、公開買付者として公開買付者の株主への説明責任を果たすこと及び本取引の安定性の維持を図る必要があることから、今後、再提案を想定していない旨の第 5 回目の提案を受けました。当該提案を受け、本特別委員会は、①当該提案価格について本取引の実行により実現することが期待される企業価値の増加分が当社の一般株主に公正に分配された価格として妥当な水準であると考え、また、②買付予定数の下限について、MoM 水準を満たし（なお、ここでの MoM とは、本基準株式数（77,240,335 株）から、2025 年 9 月 11 日時点において公開買付者が保有する当社株式数 17,035,520 株及び本不応募合意株式数 5,811,390 株を減じた 54,393,425 株の過半数に相当する数（27,196,713 株）を上回る基準の株式数をいいます。）、取引条件の公正性・妥当性及び手続の公正性が確保されるものであると考えて、2025 年 9 月 7 日に、公開買付者に対して、2025 年 9 月 9 日に本公開買付けの開始公表が行われることを前提に、当社取締役会に対して、本取引を行うことが当社の一般株主にとって公正であると考えられる旨を含む答申を行うことを予定している旨を回答しました。

その後、当社及び本特別委員会は、2025 年 9 月 8 日に、公開買付者から、本公開買付けの開始公表を 2025 年 9 月 11 日とすることを検討しているとの連絡を受け、本特別委員会は、2025 年 9 月 10 日に公開買付者からの提案内容について改めて検討を行い、当社取締役会に対して、本取引を行うことが当社の一般株主にとって公正であると考えられる旨を含む答申を行うことを決定しました。

その上で、当社は、2025 年 9 月 11 日開催の当社取締役会において、みずほ証券から 2025 年 9 月 10 日付で取得した株式価値算定書（以下「当社株式価値算定書（みずほ証券）」といいます。）の内容、本特別委員会を通じて 2025 年 9 月 10 日付でブルータスから提出を受けた株式価値算定書（以下「本特別委員会株式価値算定書（ブルータス）」といいます。）の内容、法務アドバイザーである岩田合同から受けた本公開買付けを含む本取引に関する意思決定にあたっての留意点についての法的助言を踏まえつつ、本特別委員会から提出を受けた 2025 年 9 月 10 日付答申書（以下「本答申書」といいます。）の内容を最大限に尊重しながら、本取引について、企業価値向上を図ることができるか、本取引に関する諸条件は妥当なものか等の観点から慎重に協議及び検討を行いました。

その結果、以下の観点から本取引は、当社の企業価値の向上に資するものであると判断しております。

すなわち、当社は、本取引により、以下に掲げる (a) から (e) のシナジーが実現可能となると考えることから、本取引は、当社の企業価値の向上に資すると判断いたしました。

(a) 石油製品の生産体制最適化

当社が有している製油所は現状袖ヶ浦製油所のみであることから、他の製油所との間で原料油の融通を行うことが不可能であるものの、本取引の実行により、当社が公開買付者グループに加わることで、袖ヶ浦製油所において、装置トラブルや突発的な需給の変化が生じた場合において、公開買付者グループが有する 5 つの製油所との間で原料油の融通を行うことにより、迅速かつ効率的な対応が可能になると考えております。

(b) 長期的な視野に立った生産体制の構築による、エネルギーの安定供給基盤の構築

当社は公開買付者以外にも独自の販売先を抱えていることから、公開買付者においては供給体制の拡充を期待できるものと考えております。他方、当社においては、販売先が公開買付者に一本化し得

ることにより、販売価格及び生産性の向上に繋がるものと考えております。

(c) 定期修理工事の共同管理化

定期修理工事に要する費用は人件費をはじめ近年相当程度高騰しており、また、働き方改革により工事期間が伸长しており製油所を稼働できない期間も長期化しております。これらの事情を踏まえ、公開買付者との協業を更に推し進め、定期修理工事時期の最適化や定期修理工事期間の人員融通等の共同管理化を行うことで定期修理に伴うコスト削減や工事期間の短縮化等に繋がるものと考えております。

(d) 原料・資機材等調達の一元化による両社のコスト削減や当社の国内有数の大型栈橋をはじめとした設備の最大有効活用による両社の既存事業の発展

原料・資機材調達の一元化によるコスト削減に加えて、副資材調達の一元化によるコスト削減も期待できるものと考えております。また、当社は、これまで他製油所とのコスト比較が困難であったところ、複数製油所を有する公開買付者からの情報提供を通じて、当社袖ヶ浦製油所の強み・弱みの特定、延いては強化すべき点・改善すべき点の洗い出しを行うことで、更なる事業の発展に資する経営判断が可能になると考えております。

(e) 当社袖ヶ浦製油所と公開買付者千葉事業所において一体となって長期的な目線に立ち構造改革を行うことによる、低炭素エネルギー供給拠点への転換実現

当社袖ヶ浦製油所と公開買付者千葉事業所が近接していることから、一方は石油製品の供給を継続しつつ、もう一方が新たな燃料の供給拠点に転換することが可能と考えております。また、当社袖ヶ浦製油所、公開買付者千葉事業所等をパイプラインで繋ぎ、製品や原料の融通が可能な一大カーボンニュートラルセンターを構築することも期待できると考えています。

また、当社は、本公開買付価格について、上記の協議・交渉を踏まえ、以下(i)乃至(ix)の点等を踏まえ、本公開買付価格は妥当性を有し、当社の株主の皆様に対して、合理的な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。

- (i) 本公開買付価格は、下記「3. 株式併合に係る端数処理により株主に交付することが見込まれる金銭の額の根拠等」の「(3) 本取引の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置」の「②当社における独立した第三者算定機関からの株式価値算定書の取得」に記載されているみずほ証券による当社株式価値算定書（みずほ証券）における当社株式の株式価値算定結果によれば、市場株価法の算定結果の上限を上回っており、DCF法の算定結果のレンジの範囲内であり、当該中央値を上回る金額となっていること。
- (ii) 本公開買付価格は、下記「3. 株式併合に係る端数処理により株主に交付することが見込まれる金銭の額の根拠等」の「(3) 本取引の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置」の「③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本フェアネス・オピニオンの取得」に記載されているプルータスによる本特別委員会株式価値算定書（プルータス）における当社株式の株式価値算定結果によれば、市場株価法の算定結果の上限を上回っており、DCF法の算定結果のレンジの範囲内であり、当該中央値を上回る金額となっており、かつ、下記「3. 株式併合に係る端数処理により株主に交付することが見込まれる金銭の額の根拠等」の「(3) 本取引の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置」の「③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本フェアネス・オピニオンの取得」に記載されている本フェアネス・オピニオンにおいて、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480円が、当社の一般株主にとって財務的見地から公正であるとの意見が述べられていること。
- (iii) 本公開買付価格は、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2025年9月10日の東京証券取引所プライム市場における当社株式の終値及び過去の終値単純平均値に対し

てそれぞれ以下のプレミアムを加えた価格であるところ、かかるプレミアムの水準は、同種他社事例における平均的なプレミアム水準（具体的には、経済産業省が M&A 指針を公表した 2019 年 6 月 28 日から 2025 年 8 月 22 日までに公表されかつ成立した、持分法適用関連会社である上場会社の非公開化を企図した TOB 事例 21 件（但し、リーク報道があった事例を除きます。）のプレミアム水準の平均値及び中央値の水準 45.42%～59.37%（当該 21 件のプレミアム水準の平均値：公表日の前営業日の株価に対して 54.48%、公表日の前営業日までの過去 1 ヶ月間の終値単純平均値に対して 57.06%、公表日の前営業日までの過去 3 ヶ月間の終値単純平均値に対して 59.37%、公表日の前営業日までの過去 6 ヶ月間の終値単純平均値に対して 58.55%。当該 21 件のプレミアム水準の中央値：公表日の前営業日の株価に対して 45.42%、公表日の前営業日までの過去 1 ヶ月間の終値単純平均値に対して 50.64%、公表日の前営業日までの過去 3 ヶ月間の終値単純平均値に対して 53.19%、公表日の前営業日までの過去 6 ヶ月間の終値単純平均値に対して 54.32%））との比較において、遜色ない水準と考えられること。

（評価基準日：2025 年 9 月 10 日）

	基準日終値	終値単純平均値		
		過去 1 ヶ月間	過去 3 ヶ月間	過去 6 ヶ月間
市場株価	332 円	334 円	320 円	305 円
プレミアム	44.58%	43.71%	50.00%	57.38%

- (iv) 本公開買付価格は、(a) 2024 年 3 月 26 日に、公開買付者が、住友化学株式会社が当時保有していた当社株式の全て（5,051,600 株、当時の発行済株式総数の 6.46%）を市場外で取得した際の株式取得単価 330 円を上回り、かつ、(b) 2024 年 8 月 1 日に、公開買付者が、株式会社 JERA が当時保有していた当社株式の全て（6,839,920 株、当時の発行済株式総数の 8.75%）を市場外で取得した際の株式取得単価 360 円を上回る金額であること。
- (v) 当社の第 3 位株主であるクウェート石油公社は、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、そのような立場であるクウェート石油公社より、クウェート石油公社が保有する当社株式の全て（5,811,390 株、所有割合：7.52%）について、本公開買付けに応募する意向が示されていることは、本公開買付価格の公正さを裏付ける要素の一つであると言えること。
- (vi) 下記「3. 株式併合に係る端数処理により株主に交付することが見込まれる金銭の額の根拠等」の「(3) 本取引の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置」に記載されている MoM 水準を満たす買付予定数の下限設定がなされている等、当社の一般株主の利益への配慮がなされていると認められること。
- (vii) 本特別委員会において、みずほ証券及びブルータスによる当社株式価値の分析結果並びに岩田合同から受けた法的助言等を踏まえつつ、みずほ証券を通じて公開買付者との間で真摯かつ継続的な協議・交渉が行われ、公開買付者より、本公開買付価格の引き上げ予定がない旨を複数回主張される水準まで引き上げられた経緯の下で決定された価格であること。
- (viii) 本特別委員会において、買付予定数の上限・下限や撤回等の条件、二段階買収に関する事項等の本公開買付価格以外の本取引の諸条件についても、強圧性を生じないようにする配慮を欠く等、一般株主にとって不利となるような条件は設定されておらず、妥当である旨の意見を述べていること。
- (ix) 本公開買付価格は、当社の 2025 年 6 月末時点の連結簿価純資産額を基礎として算出した 1 株当たり連結簿価純資産額（882.62 円）を下回っているものの（本公開買付価格は当社の同時点の 1 株当たり連結簿価純資産額の 54.38%に相当）、1 株当たり連結簿価純資産額は、現時点で企業を解散・清算した場合に実現することが期待される価値（以下「清算価値」といいます。）について、企業が保有する資産及び負債の全てが帳簿価額で売却可能であることを前提とした場合の金額に相当すると考えられるところ、(a) 当社は、本取引後、公開買付者グ

ループにおいて継続して事業活動を行う予定であり、本取引後に当社を解散・清算することは想定しておらず、また、公開買付者からも、本取引後に当社を解散・清算する予定はないことを複数回にわたって確認していることから、継続企業である当社の株式価値の評価において1株当たり連結簿価純資産額を重視することは合理的でないと考えられることに加えて、(b) 清算価値について、本取引の取引条件の妥当性を検討することを唯一の目的として、複数の仮定を用いて、当社で試算を行ったところ、当社が保有する資産及び負債のうち、有形固定資産及び無形固定資産（土地を除きます。）については、機械装置を始めとして当社独自の規格になっており、帳簿価額での売却が困難と考えられること、また、土地については、時価に関する情報を踏まえ、帳簿価額での売却が困難と考えられること等に起因して、1株当たり清算価値が本公開買付価格を下回る試算結果が得られたこと。

なお、当社は2024年8月9日付「業績予想の修正に関するお知らせ」に記載のとおり、2025年3月期第2四半期累計期間及び通期の連結業績予想の下方修正を行っております。当該下方修正は、2024年7月下旬の落雷による装置の一時的な停止及び生産計画の見直しや、当時当社の連結子会社であった東京石油興業株式会社の全株式を売却したことに伴う売却損等を要因とするものであり、当社が意図的に当社株式の株価を下げる目的で当該下方修正を策定及び公表したものではありません。また、2024年11月8日付「業績予想の修正に関するお知らせ」に記載のとおり、再度、2025年3月期通期の連結業績予想の下方修正を行っております。当該下方修正は、2025年3月期上期末の棚卸資産評価損の計上に加えて、当時の市場動向を踏まえたドバイ原油価格の引き下げや為替レートの円高予想への修正等を要因とするものであり、当社が意図的に当社株式の株価を下げる目的で当該下方修正を策定及び公表したものではありません。

以上より、当社は、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ものであり、かつ本公開買付価格を含む本取引に係る諸条件は一般株主の利益を含む株主共同の利益に資するものであると判断したため、2025年9月11日開催の取締役会において、本公開買付けに賛同の意見を表明するとともに、当社の株主の皆様に対して、本公開買付けへの応募を推奨することを決議いたしました。

なお、上記取締役会決議の詳細は、下記「3. 株式併合に係る端数処理により株主に交付することが見込まれる金銭の額の根拠等」の「(3) 本取引の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置」の「⑦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監査役全員の異議がない旨の意見」をご参照ください。

その後、上記のとおり、本公開買付けが成立いたしました。当社株式の全て（但し、本譲渡制限付株式を含み、公開買付者及び本不応募合意株主が保有する当社株式並びに当社の保有する自己株式を除きます。）を保有するにいたらなかったため、本意見表明プレスリリースに記載のとおり、当社は、公開買付者からの要請により、2025年11月10日開催の当社取締役会において、本臨時株主総会において株主の皆様のご承認をいただくことを条件として、当社の株主を公開買付者及び本不応募合意株主のみとするために、下記「2. 株式併合の要旨」の「(2) 株式併合の内容」に記載のとおり、当社株式 5,811,390 株を1株に併合する株式併合（以下「本株式併合」といいます。）を実施することを本臨時株主総会に付議することを決議いたしました。

なお、本株式併合により、公開買付者及び本不応募合意株主以外の株主の皆様の所有する株式の数は、1株に満たない端数となる予定です。

2. 株式併合の要旨

(1) 株式併合の日程

臨時株主総会基準日公告日	2025年10月22日（水）
臨時株主総会基準日	2025年11月6日（木）
取締役会決議日	2025年11月10日（月）

臨時株主総会開催日	2025 年 12 月 22 日（月）（予定）
整理銘柄指定日	2025 年 12 月 22 日（月）（予定）
最終売買日	2026 年 1 月 19 日（月）（予定）
上場廃止日	2026 年 1 月 20 日（火）（予定）
本株式併合の効力発生日	2026 年 1 月 22 日（木）（予定）

（２）株式併合の内容

① 併合する株式の種類

普通株式

② 併合比率

当社株式について、5,811,390 株を 1 株に併合いたします。

③ 減少する株式数

77,395,189 株

④ 効力発生前における発行済株式総数

77,395,202 株

（注）当社は、2025 年 11 月 10 日開催の当社取締役会において、2026 年 1 月 21 日付で当社の自己株式 788,475 株（2025 年 10 月 31 日時点で当社が直接所有する自己株式の全部に相当します。）を消却することを決議しておりますので、「効力発生前における発行済株式総数」は、当該消却後の発行済株式総数を記載しております。なお、当該自己株式の消却は、本臨時株主総会において、本議案が原案どおり承認可決されることを条件としております。

⑤ 効力発生後における発行済株式総数

13 株

⑥ 効力発生日における発行可能株式総数

34 株

⑦ 1 株未満の端数が生じる場合の処理の方法並びに当該処理により株主に交付されることが見込まれる金銭の額

上記「１．株式併合の目的及び理由」に記載のとおり、本株式併合により、公開買付者及び本不応募合意株主以外の株主の皆様が保有する当社株式の数は、1 株に満たない端数となる予定です。

本株式併合の結果生じる 1 株未満の端数については、その合計数（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 235 条第 1 項の規定により、その合計数に 1 株に満たない端数がある場合にあっては、当該端数は切り捨てられます。）に相当する数の株式を売却し、その端数に応じて、その売却により得られた代金を株主の皆様へ交付します。

当該売却について、当社は、会社法第 235 条第 2 項の準用する同法第 234 条第 2 項の規定に基づき、裁判所の許可を得て公開買付者に売却することを予定しております。

この場合の売却額は、上記裁判所の許可が予定どおり得られた場合は、株主の皆様の保有する当社株式の数に、本公開買付価格と同額である 480 円を乗じた金額に相当する金銭を、株主の皆様へ交付できるような価格に設定する予定です。

3. 株式併合に係る端数処理により株主に交付することが見込まれる金銭の額の根拠等

(1) 端数処理により株主に交付することが見込まれる金銭の額の根拠及び理由

- ① 親会社等がある場合における当該親会社等以外の当社の株主の利益を害さないように留意した事項
- 本株式併合は、本取引の一環として、本公開買付け後のいわゆる二段階買収の二段階目の手続として行われるものであるところ、本公開買付けの公表日である2025年9月11日時点において、当社は公開買付者の子会社ではなく、本公開買付けは支配株主との取引等には該当いたしません。もっとも、公開買付者は、2025年9月11日時点において、当社株式を17,035,520株（所有割合22.06%）所有する当社の主要株主かつ筆頭株主であり、当社を持分法適用関連会社としていること、公開買付者は当社の非公開化を目的としていること、当社の役職員に公開買付者の出身者又は同社からの出向者がいること等から、本公開買付けを含む本取引において、公開買付者及び当社は、本公開買付けの段階から本取引の公正性を担保するとともに、本取引に関する当社の意思決定の恣意性を排除し、意思決定過程の公正性、透明性及び客観性を確保し、また利益相反の疑いを回避する観点から、下記「(3) 本取引の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置」に記載の措置を講じております。

- ② 1株未満の端数が生じる場合の処理の方法並びに当該処理により株主に交付されることが見込まれる金銭の額及び当該額の相当性に関する事項

(a) 会社法第235条第1項又は同条第2項において準用する同法第234条第2項のいずれの規定による処理を予定しているかの別及びその理由

上記「2. 株式併合の要旨」の「(2) 株式併合の内容」の「⑦ 1株未満の端数が生じる場合の処理の方法並びに当該処理により株主に交付されることが見込まれる金銭の額」に記載のとおり、本株式併合により、公開買付者及び本不応募合意株主以外の株主の皆様が保有する当社株式の数は、1株に満たない端数となる予定です。本株式併合の結果生じる1株未満の端数については、その合計数（会社法第235条第1項の規定により、その合計数に1株に満たない端数がある場合にあっては、当該端数は切り捨てられます。）に相当する数の株式を、会社法第235条その他の関係法令の規定に従って売却し、その売却により得られた代金を、端数が生じた株主の皆様に対して、その端数に応じて交付します。当該売却について、当社は、本株式併合が、当社の株主を公開買付者及び本不応募合意株主のみとすることを目的とした本取引の一環として行われるものであること、及び当社株式が2026年1月20日をもって上場廃止となる予定であり、市場価格のない株式となることから、競売によって買受人が現れる可能性は低いと考えられることに鑑み、会社法第235条第2項の準用する同法第234条第2項の規定に基づき、裁判所の許可を得て公開買付者（出光興産株式会社）に売却することを予定しております。

この場合の売却額につきましては、必要となる裁判所の許可が予定どおり得られた場合には、本株式併合の効力発生日の前日である2026年1月21日時点の当社の最終の株主名簿に記載又は記録された株主の皆様が所有する当社株式の数に本公開買付価格と同額である480円を乗じた金額に相当する金銭が、各株主の皆様へ交付されるような価格に設定する予定です。但し、裁判所の許可が得られない場合や計算上の端数調整が必要な場合においては、実際に交付される金額が上記金額と異なる場合もあります。

(b) 売却に係る株式を買い取る者となることが見込まれる者の氏名又は名称
公開買付者（出光興産株式会社）

(c) 売却に係る株式を買い取る者となることが見込まれる者が売却に係る代金の支払のための資金を確保する方法及び当該方法の相当性

公開買付者は、本株式併合により生じる端数の合計数に相当する当社株式の取得に係る資金を、当座預金により賄うことを予定しているとのことです。当社は、本取引の実行手続において、公開買付者が2025年9月12日に提出した公開買付届出書及びそれに添付された預金残高証明書を確認

することによって、公開買付者における資金が確保されていることを確認しております。また、公開買付者によれば、同日以降、本株式併合の結果生じる1株未満の端数の合計数に相当する当社株式の売却代金の支払に支障を及ぼす可能性のある事象は生じておらず、また今後発生する可能性も認識していないとのことです。

したがって当社は、公開買付者による1株に満たない端数の合計数に相当する当社株式の売却に係る代金の支払のための資金を確保する方法は相当であると判断しております。

(d) 売却する時期及び売却により得られた代金を株主に交付する時期の見込み

当社は、本株式併合の効力発生後、2026年2月上旬を目途に、会社法第235条第2項の準用する同法第234条第2項の規定に基づき、裁判所に対して、本株式併合の結果生じる1株未満の端数の合計数に相当する当社株式を公開買付者に売却することについて許可を求める申立てを行うことを予定しております。当該許可を得られる時期は裁判所の状況等によって変動し得ますが、当社は、当該裁判所の許可を得て、2026年3月上旬を目途に当該当社株式を公開買付者に売却し、その後、当該売却により得られた代金を株主の皆様に対して交付するために必要な準備を行った上で、2026年4月下旬を目途に当該売却代金を株主の皆様に対して交付することを見込んでおります。

当社は、本株式併合の効力発生日から売却に係る一連の手續に要する期間を考慮し、上記のとおり、それぞれの時期に、本株式併合の結果生じる1株未満の端数の合計数に相当する当社株式の売却が行われ、また、当該売却代金の株主への交付が行われるものと判断しております。

(e) 端数処理により株主に交付することが見込まれる金銭の額及び当該額の相当性に関する事項

本「(1) ② 1株未満の端数が生じる場合の処理の方法並びに当該処理により株主に交付されることが見込まれる金銭の額及び当該額の相当性に関する事項」の「(a) 会社法第235条第1項又は同条第2項において準用する同法第234条第2項のいずれの規定による処理を予定しているかの別及びその理由」に記載のとおり、端数処理により株主の皆様に交付することが見込まれる金銭の額は、本株式併合の効力発生日の前日である2026年1月21日時点の当社の最終の株主名簿に記載又は記録された株主の皆様が所有する当社株式の数に本公開買付価格と同額である480円を乗じた金額となる予定です。

上記「1. 株式併合の目的及び理由」に記載のとおり、当社は、本公開買付価格である480円は妥当性を有し、当社の株主の皆様に対して、合理的な株式売却の機会を提供するものであると判断いたしました。

また、当社は、2025年9月11日開催の取締役会において、本公開買付けに賛同の意見を表明するとともに、当社の株主の皆様に対して本公開買付けへの応募を推奨することを決議した後、本臨時株主総会の招集を決定した2025年11月10日開催の取締役会における決議時点に至るまでに、本公開買付価格に関する当社の判断の基礎となる諸条件に重大な変更が生じていないことを確認しております。

以上から、当社は、端数処理により株主の皆様に交付することが見込まれる金銭の額については、相当であると判断しております。

③ 当社において最終事業年度の末日後に生じた重要な財産の処分、重大な債務の負担その他の会社財産の状況に重要な影響を与える事象

(a) 本公開買付け

上記「1. 株式併合の目的及び理由」に記載のとおり、公開買付者は、2025年9月12日から2025年10月28日までの30営業日を公開買付期間とする本公開買付けを実施しました。本公開買付けの結果、2025年11月5日（本公開買付けの決済の開始日）をもって、公開買付者は当社株式57,951,478株（所有割合：75.03%）を保有するに至っております。

(b) 自己株式の消却

当社は、2025 年 11 月 10 日開催の当社取締役会において、2026 年 1 月 21 日付で当社の自己株式 788,475 株（2025 年 10 月 31 日時点で当社が直接所有する自己株式の全部に相当します。）を消却することを決議いたしました。なお、当該自己株式の消却は、本臨時株主総会において、本議案が原案どおり承認可決されることを条件としており、自己株式の消却後の当社の発行済株式総数は、77,395,202 株となります。

（２）上場廃止となる見込み

① 上場廃止

上記「１．株式併合の目的及び理由」に記載のとおり、当社は、当社の株主を公開買付者及び本不応募合意株主のみとするため、本臨時株主総会において株主の皆様からご承認いただくことを条件として、本株式併合を実施し、その結果、当社株式は東京証券取引所における上場廃止基準に従い、所定の手続を経て上場廃止となる予定です。

日程といたしましては、2025 年 12 月 22 日から 2026 年 1 月 19 日までの間、整理銘柄に指定された後、2026 年 1 月 20 日をもって上場廃止となる予定です。上場廃止後は、当社株式を東京証券取引所プライム市場において取引することはできません。

② 上場廃止を目的とする理由

上記「１．株式併合の目的及び理由」に記載のとおり、当社は、当社株式を非公開化することのリスクは限定的であり、今後当社の企業価値向上に資するとの結論に至ったためです。

③ 少数株主への影響及びそれに対する考え方

下記「（３）本取引の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置」の「④ 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」に記載のとおり、当社は 2025 年 9 月 10 日付で、本特別委員会より本取引が当社の一般株主にとって公正であると考えられる旨を内容とする本答申書の提出を受けております。

（３）本取引の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置

当社は、2025 年 9 月 11 日時点において公開買付者の子会社ではなく、本公開買付けは支配株主との取引等には該当いたしません。もっとも、公開買付者は、当社株式を 17,035,520 株（所有割合：22.06%）保有する当社のその他の関係会社であり、当社を持分法適用関連会社としていること、当社の取締役 11 名のうち、公開買付者の常務執行役員であった者が 1 名（前澤浩士氏）、公開買付者の常務執行役員を兼務している者が 1 名（山本順三氏）、本不応募合意株主から派遣されている者が 1 名（ムハンマド・シュブルーミー氏、なお、同氏については 2025 年 10 月 3 日付で当社の取締役を辞任しております。）、本公開買付けへの不応募に関する契約を公開買付者と締結する可能性があった株主（クウェート石油公社）から派遣されている者が 1 名（ハーリド・サバーハ氏）存在すること、その他当社の職員に公開買付者の出身者又は同社からの出向者がいること等から、本公開買付けを含む本取引において、公開買付者及び当社は、本公開買付けの段階から本公開買付けの公正性を担保するとともに、本取引に関する当社の意思決定の恣意性を排除し、意思決定過程の公正性、透明性及び客観性を確保し、また利益相反の疑いを回避する観点から、以下のとおり、本取引の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置を講じております。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。

なお、公開買付者は、本公開買付において、27,693,547 株（所有割合：35.85%）を買付予定数の下限として設定しており、公開買付者と利害関係を有さない当社の株主が保有する当社株式の数の過半数、いわゆる MoM（本基準株式数（77,240,335 株）から、2025 年 9 月 11 日において公開買付者が保有する当社株式数 17,035,520 株、本不応募合意株式数 5,811,390 株、を減じた 54,393,425 株の過半数に相当する数 27,196,713 株）水準を満たすものとすることです。

① 公開買付者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

公開買付者は、本公開買付価格の公正性を担保するため、本公開買付価格を決定するにあたり、公開買付者グループ及び当社グループから独立した第三者評価機関として、公開買付者の財務アドバイザーであるJPモルガン証券株式会社（以下「JPモルガン証券」といいます。）に対して、当社株式の株式価値の算定を依頼したとのことです。

JPモルガン証券は、複数の株式価値算定手法の中から当社株式の株式価値の算定手法を検討した結果、当社の市場株価の動向を勘案した市場株価平均法及び当社の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株式の株式価値の算定を行ったとのことです。公開買付者は、JPモルガン証券から、2025年9月10日付で株式価値算定書（以下「買付者算定書」といいます。）を取得したとのことです。なお、JPモルガン証券は、公開買付者及び当社の関連当事者に該当せず、本公開買付けを含む本取引に関して重要な利害関係を有していないとのことです。また、公開買付者は、本意見表明プレスリリース「3. 本公開買付けに関する意見の内容、根拠及び理由」の「（２）意見の根拠及び理由」の「② 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並びに本公開買付け後の経営方針」に記載の諸要素を総合的に考慮し、かつ当社及び本特別委員会との協議及び交渉を経て本公開買付価格を判断・決定しているため、JPモルガン証券から本公開買付価格の公正性に関する評価（フェアネス・オピニオン）を取得していないとのことです。

買付者算定書によれば、採用した手法及び当該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とのことです。

市場株価平均法：305円から334円

DCF法：335円から617円

市場株価平均法では、JPモルガン証券は、公開情報に基づき、2025年9月10日を基準日として、東京証券取引所プライム市場における当社株式の基準日終値332円、同日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値334円、同日までの過去3ヶ月間の終値単純平均値320円、同日までの過去6ヶ月間の終値単純平均値305円に基づき、当社株式の1株当たり株式価値の範囲を、305円から334円までと分析したとのことです。

DCF法では、JPモルガン証券は、JPモルガン証券が使用することについて公開買付者が了承した、2026年3月期から2031年3月期の当社の事業計画及び財務予測、当社の事業計画における収益や投資計画、公開買付者及び当社に対するインタビュー及びデュー・ディリジェンスの結果、並びにその他一般に公開された情報等の諸要素等に基づき、当社が2026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、一定のレンジにおける割引率により、現在価値に割り引いて株式価値を算出することを通じて、当社株式の1株当たり株式価値の範囲を、335円から617円までと分析したとのことです。

なお、JPモルガン証券がDCF法による分析において前提とした当社の事業計画及び財務予測には、対前年度比較で利益・フリー・キャッシュ・フローの大幅な増減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、2026年3月期、2028年3月期及び2030年3月期に、定期修理を行うために製油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より営業利益とフリー・キャッシュ・フローの大幅な減少が見込まれており、営業利益は2026年3月期、2028年3月期、2030年3月期にそれぞれ△17,021百万円、1,945百万円（前期比82.8%減少）、△5,904百万円（前期比146.9%減少）となることが見込まれているとのことです。フリー・キャッシュ・フローは2026年3月期と2030年3月期にそれぞれ△10,912百万円（前期比150.2%減少）、△5,208百万円（前期比151.5%減少）となることが見込まれているとのことです。また、JPモルガン証券がDCF法による算定にあたって前提とした当社の事業計画及び財務予測は本取引の実行を前提としており、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を見込んでいるとのことです。買付者算定書及びその基礎となる当社株式の株式価値の算定の前提条件、検討された事項及び検討上の制限に関する補足説明は（注）に記載のとおりとのことです。

（注） JPモルガン証券は、買付者算定書の基礎となる当社株式の株式価値の算定を行うにあたり、公開情報、公開買付者若しくは当社から提供を受けた情報、又は、公開買付者若しくは当社と協議した情報、及びJPモルガン証券が検討の対象とした、又はJPモルガン証券のために検討されたその他の情報等の一切が、正確かつ完全であることを前提としており、独自にその正確性及び完全性について検証を行っていないとのことです（また独自にその検証を行う責任も義務も負っていないとのことです。）。JPモ

ルガン証券は、公開買付者又は当社のいかなる資産及び負債についての評価又は査定も行っておらず、また、そのような評価又は査定の提供も受けておらず、さらに、JPモルガン証券は、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公開買付者又は当社の信用力についての評価も行っていないとのことです。JPモルガン証券は、公開買付者及び当社から提出された、又はそれらに基づき算出された財務分析や予測に依拠するにあたっては、それらが、当該分析又は予測に関連する公開買付者及び当社の将来の業績や財務状況に関する公開買付者及び当社経営陣の買付者算定書の日付時点における最善の見積もりと判断に基づいて合理的に作成されていることを前提としているとのことです。JPモルガン証券は、かかる分析若しくは予測又はそれらの根拠となった前提については、何ら見解を表明するものではないとのことです。また、JPモルガン証券は、本公開買付けを含む公開買付者により意図される他の取引が、企図されたとおりに実行されること、及び、公開買付者から提供を受けた資料にて説明されたあらゆる効果があることを前提としているとのことです。JPモルガン証券は、法務、当局による規制、税務、会計等の事項に係る専門家ではなく、それらの点については公開買付者のアドバイザーの判断に依拠しているとのことです。さらに、JPモルガン証券は、本公開買付けの実行に必要な全ての重要な政府、規制当局その他の者の同意又は許認可が、公開買付者若しくは当社又は本公開買付けの実行により期待される利益に悪影響を与えることなく取得されることも前提としているとのことです。買付者算定書及びその基礎となる当社株式の株式価値の算定結果は、必然的に、買付者算定書の日付現在でJPモルガン証券が入手している情報及び同日現在の経済、市場、その他の状況に基づいているとのことです。同日より後の事象により、買付者算定書及びその基礎となる当社株式の株式価値の算定結果が影響を受けることがあります。JPモルガン証券はその分析を修正、変更又は再確認する義務を負わないとのことです。また、買付者算定書及びその基礎となる当社株式の株式価値の算定結果は、公開買付者又は公開買付者の取締役会に対し特定の買付価格について推奨するものではなく、また特定の買付価格が、唯一の適切な買付価格であることについて推奨するものでもないとのことです。JPモルガン証券は本公開買付けに関する公開買付者の財務アドバイザーであり、かかる財務アドバイザーとしての業務の対価として公開買付者から報酬を受領する予定ですが、当該報酬の一定部分は本公開買付けが実行された場合にのみ発生するとのことです。さらに、公開買付者は、かかる業務に起因して生じうる一定の債務についてJPモルガン証券を補償することに同意しております。買付者算定書の日付までの2年間において、JPモルガン証券及びその関係会社は、公開買付者又は当社のために重要な財務アドバイザリー業務、商業銀行業務又は投資銀行業務を行ったことはないとのことです。また、JPモルガン証券及びその関係会社は、自己勘定で公開買付者及び当社のそれぞれの発行済株式の1%未満を保有しているとのことです。JPモルガン証券及びJPモルガン証券の関係会社は、その通常の業務において、公開買付者又は当社が発行した債券又は株式の自己勘定取引又は顧客勘定取引を行うことがあり、したがって、JPモルガン証券及びJPモルガン証券の関係会社は随時、これらの有価証券の買持ちポジション又は売持ちポジションを保有する可能性があるとのことです。公開買付者が、JPモルガン証券による当社株式の株式価値の分析にあたって、JPモルガン証券が前提とした当社の財務予測（以下「本件財務予測」といいます。）は、JPモルガン証券が使用することについて公開買付者が了承したものであるとのことです。なお、公開買付者は、本件財務予測を、一般には公表しておらず、また、本件財務予測は一般に公開することを目的としては作成されていないとのことです。本件財務予測は、本質的に不確実であり、かつ公開買付者又は当社経営陣が管理あるいは統制できない多くの変数及び前提条件（一般経済、競争条件及び現行利子率に関する要因を含みますが、これらに限られません。）に依拠しているとのことです。そのため、実際の業績は、これらの財務予測と大幅に異なる可能性があるとのことです。上記の買付者算定書の基礎となる当社株式の株式価値の算定の結果及びその算定の手法の概要に係る記載は、JPモルガン証券が実施した分析又は参考にしたデータを全て記載するものではないとのことです。買付者算定書は複雑な過程を経て作成されているため、その分析結果の一部又は要約の記載は必ずしもその分析の内容全てを正確に表すものではないとのことです。JPモルガン証券の分析結果は全体として考慮される必要があり、その分析結果を全体として考慮することなくその一部又は要約のみを参考にした場合、JPモルガン証券の分析の基礎となる過程について必ずしも正確な理解を得ることができない可能性があるとのことです。JPモルガン証券は、その分析を行うにあたり、各分析及び要因を総体的かつ全体的に考慮しており、

特定の分析又は要因に特別な比重を置いておらず、また、個別に検討した各分析又は各要因についてそれぞれがJPモルガン証券の分析の根拠となったか、また、どの程度の根拠となったのかについての意見は述べていないとのことです。

公開買付者は、JPモルガン証券から取得した買付者算定書に記載された算定内容・結果を踏まえつつ、2025年6月中旬から同年9月初旬にかけて実施された当社に対するデュー・ディリジェンスの結果、当社取締役会による本公開買付けへの賛同の可否、過去1年間の当社株式の市場株価の動向（終値最高値382円、終値最安値242円）、当社の業績予想を含む国内外事業の将来の見通し及び本公開買付けに対する応募の見通し等を総合的に勘案し、かつ、当社及び本特別委員会との協議・交渉の結果等を踏まえ、2025年9月11日、本公開買付価格をDCFのレンジの内である1株当たり480円とすることを決定したとのことです。

なお、本公開買付価格である1株当たり480円は、本公開買付けの公表日の前営業日である2025年9月10日の当社株式の東京証券取引所プライム市場における終値332円に対して44.58%、同日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値334円に対して43.71%、同日までの過去3ヶ月間の終値単純平均値320円に対して50.00%、同日までの過去6ヶ月間の終値単純平均値305円に対して57.38%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。

② 当社における独立した第三者算定機関からの株式価値算定書の取得

当社は、当社グループ及び公開買付者グループ並びに本取引の成否から独立した第三者算定機関として、みずほ証券に対して、当社株式の株式価値の算定を依頼し、2025年9月10日に、当社株式価値算定書（みずほ証券）を取得いたしました。

当社がみずほ証券から取得した当社株式価値算定書（みずほ証券）の詳細については、本意見表明プレスリリースも併せてご参照ください。

③ 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本フェアネス・オピニオンの取得

本特別委員会は、当社グループ及び公開買付者グループ並びに本取引の成否から独立した第三者算定機関として、プルータスを選任し、プルータスに対して、当社株式の株式価値の算定を依頼し、2025年9月10日に、本特別委員会株式価値算定書（プルータス）及びフェアネス・オピニオン（以下「本フェアネス・オピニオン」といいます。）を取得いたしました。

本特別委員会がプルータスから取得した本特別委員会株式価値算定書（プルータス）及び本フェアネス・オピニオンの詳細については、本意見表明プレスリリースも併せてご参照ください。

④ 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

当社は、本取引に関する当社の意思決定に慎重を期し、当社取締役会の意思決定過程における恣意性及び利益相反のおそれを排除し、その公正性を担保することを目的として、2025年5月22日開催の当社取締役会決議により、当社グループ及び公開買付者グループ並びに本取引の成否から独立した、企業経営者としての豊富な経験と見識を有する佐藤良氏（当社社外取締役）、公認会計士としての豊富な経験と見識を有する金井睦美氏（当社社外監査役）に加え、M&A指針においてM&Aに関する専門性（手続の公正性や企業価値評価に関する専門的知見）を補うために社外役員に加えて委員として選任することが否定されないとされている社外有識者として、岩田合同より推薦を受けた企業法務弁護士としての豊富な知識と見識を有する森幹晴氏（弁護士、東京国際法律事務所代表パートナー）の3名から構成される本特別委員会を設置いたしました。なお、当社社外取締役のうち、公開買付者の常務執行役員を兼任している山本順三氏、公開買付者の出身者である前澤浩士氏、本不応募合意株主の関係者であるムハンマド・シュブルーミー氏、本公開買付けへの不応募に関する契約を公開買付者と締結する可能性があった株主（クウェート石油公社）の関係者である

ハーリド・サバーハ氏については、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可能性を排除する観点から、本特別委員会の委員には選定しておりません。また、本特別委員会の委員の報酬について成功報酬は採用しておりません。本特別委員会は、互選により、本特別委員会の委員長として、森幹晴氏を選定しております。当社は、本特別委員会の委員として設置当初からこの3名を選定しており、本特別委員会の委員を変更した事実はありません。

当社取締役会は、本特別委員会設置の決定に際し、本特別委員会に対し、(i) 本取引の目的の正当性・妥当性（本取引が当社の企業価値の向上に資するかを含む。）、(ii) 本公開買付けにおける公開買付価格を含む本取引の取引条件の公正性・妥当性、(iii) 本取引に係る手続の公正性、(iv) 本取引を行うことが当社の少数株主にとって不利益でないと考えられるか（注）、(v) 上記(i)乃至(iv)及びその他の事項を踏まえ、当社取締役会が本公開買付けに対して賛同意見を表明し、当社の株主に対して本公開買付けへの応募を推奨することを決定することの是非（以下「本諮問事項」と総称します。）について諮問いたしました。さらに、当社取締役会は、本取引に関する決定を行うに際して、本特別委員会の意見を最大限尊重し、本特別委員会が本取引の条件等について妥当でないと判断した場合には、本取引を実行する旨の意思決定（本公開買付けに対する当社の賛同及び応募推奨を内容とする意見表明を含みます。）を行わないことを併せて決議しております。

（注） 株式会社東京証券取引所（以下「東証」といいます。）における有価証券上場規程等の一部改正（MB0等に係る遵守事項に関する改正。以下「本上場規程等改正」といいます。）が2025年7月22日をもって施行されており、本取引は、本上場規程等改正の施行日後に決定する「公開買付者が…その他の関係会社…である公開買付け」（有価証券上場規程第441条第1項第2号）であるため、本上場規程等改正の適用を受けるところ、本上場規程等改正においては、「公開買付者が…その他の関係会社…である公開買付け」について、一般株主にとって公正であることに関する意見の入手が求められております。本諮問事項(iv)は本取引を行うことが当社の少数株主にとって不利益でないと考えられるかを諮問するものですが、本諮問事項の諮問は、本上場規程等改正の公表前の2025年5月22日付であり、当時の東証の上場規則を踏まえたものであることに鑑みれば、当社取締役会として本上場規程等改正を踏まえた答申をすることを想定しているものと考えられます。したがって、本特別委員会は、本諮問事項(iv)について、本上場規程等改正に照らし、本取引を行うことが当社の一般株主にとって公正であると考えられるかを答申するものとします。

加えて、当社取締役会は、本特別委員会に対し、(i) 当社の費用負担の下、本取引に係る調査（本取引に係る当社の役員若しくは従業員又は本取引に係る当社のアドバイザーに対し、本諮問事項の検討に必要な事項について質問を行い、説明又は助言を求めることを含みます。）を行うことができる権限、(ii) 当社に対し、(a) 本特別委員会としての提案その他の意見又は質問を公開買付者に伝達すること、及び(b) 本特別委員会自ら公開買付者（本取引に係る公開買付者のアドバイザーを含みます。）と協議・交渉する機会の設定を求めることができ、また、本特別委員会が当該機会の設定を求めない場合であっても、当社は、公開買付者と協議・交渉を行った場合にはその内容を速やかに本特別委員会に報告し、本特別委員会は、当該内容を踏まえ、公開買付者との協議・交渉の方針について、当社に対して意見を述べ、また、必要な指示・要請を行うことができる権限、(iii) 必要と認めるときは、当社の費用負担の下、本特別委員会独自の弁護士、算定機関、公認会計士その他のアドバイザーを選任することができる権限を付与いたしました。これを受けて、本特別委員会は、当社の第三者算定機関であり、かつ、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岩田合同につき、いずれも独立性及び専門性に問題がないことから、それぞれ、当社の第三者算定機関、財務アドバイザー及び法務アドバイザーとして承認し、また本特別委員会としても必要に応じて専門的助言を受けることができることを確認いたしました。

本特別委員会は、2025年5月29日より2025年9月10日までの間に合計18回開催され、本諮問事項についての協議及び検討が慎重に行われました。具体的には、本特別委員会は、(i) 公開買付者に対する、本取引の提案に至った背景及び経緯、本取引の実現によって生じるシナジー、公開

買付者による本取引後の経営方針、本取引の条件・想定ストラクチャー等に関するヒアリング、
(ii) 当社のプロジェクトチームのメンバーに対する、当社経営陣（但し、公開買付者グループ、本不応募合意株主及び本公開買付けへの不応募に関する契約を公開買付者と締結する可能性があった株主（クウェート石油公社）から独立した者に限ります。）による公開買付者からの提案内容に関する評価・検討状況等、公開買付者との間の協議の内容等、みずほ証券及びブルータスによる当社株式の株式価値算定の前提とした本事業計画（当社が現時点で合理的に予測可能な期間まで作成した 2026 年 3 月期から 2031 年 3 月期までの事業計画をいいます。以下同じです。）の内容及び作成方法に関するヒアリング、(iii) みずほ証券に対する、本取引の内容及び進捗状況等、当社株式価値算定の内容・方法等に関するヒアリング、(iv) ブルータスからの本特別委員会株式価値算定書（ブルータス）及び本フェアネス・オピニオンの取得、並びに、ブルータスに対する、当社株式価値算定の内容・方法等に関するヒアリング等、(v) 岩田合同に対する、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、本取引に係る本特別委員会の審議の方法並びに公開買付者との公開買付価格及びその他条件に関する交渉等についての助言を含む法的助言に関するヒアリング等を行っております。

本特別委員会は、以上の経緯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、2025 年 9 月 10 日、当社取締役会に対し、委員全員の一致で、本諮問事項につき添付の内容の本答申書を提出しております。本諮問事項に対する本特別委員会の意見の内容及びその理由については、本答申書の内容をご参照ください。

⑤ 当社における独立した法律事務所からの助言

当社は、当社取締役会の意思決定の公正性及び適正性を担保するために、当社グループ及び公開買付者グループ並びに本取引の成否から独立した法務アドバイザーとして、岩田合同を選任し、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、本取引に係る本特別委員会の審議の方法並びに公開買付者との公開買付価格及びその他条件についての交渉等に関する助言を含む法的助言を受けております。

なお、岩田合同は、当社グループ及び公開買付者グループの関連当事者に該当せず、本取引に関して重要な利害関係を有しておりません。岩田合同は当社にとって顧問法律事務所ではありますが、当社が岩田合同に法的助言の対価として支払った金額は当社の社外役員の独立性の基準を下回る少額のものであり、岩田合同の本取引に関する法的助言の公正性に疑いを抱かせる金額ではなく、本取引に係る岩田合同に対する報酬には、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。また、岩田合同は当社に限らず多数の依頼者に対してリーガル・サービスを提供する外部の法律事務所であり、当社も岩田合同の依頼者の一つとして岩田合同の取扱分野や専門性を踏まえて当社の事業や経営判断に関し法律相談を継続的に依頼し、外部の法律専門家として法的助言を受けるために法律顧問契約を締結しているものであって、かかる法律顧問契約を締結していることをもって当社からの独立性は害されないと判断しております。

⑥ 当社における独立した検討体制の構築

上記「1. 株式併合の目的及び理由」に記載のとおり、当社は、2025 年 5 月中旬に、岩田合同から受けた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、本取引に係る本特別委員会の審議の方法並びに公開買付者との公開買付価格及びその他条件についての交渉等に関する助言を含む法的助言を踏まえ、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株主共同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しました。

具体的には、当社は、本特別委員会の指示を受け、公開買付者による当社に対するデュー・ディリジェンスへの対応、本事業計画の検討及び作成、本取引後の当社の経営方針の検討といった当社

における本取引の検討、交渉及び判断に関しては、当社の山本孝彦専務執行役員、平野雅洋執行役員企画部長、中山元宏執行役員総務部長、疋田崇総務部課長その他当社の従業員7名の合計11名から構成されるプロジェクトチームを設置し、当該メンバーの選定においては、公開買付者を含む公開買付者グループ（当社を除きます。）の役職員を兼任・兼務する又は過去これらの役職員であった当社の役職員が含まれないよう留意して体制の構築を行いました。とりわけ、当社株式の株式価値算定の基礎となる本事業計画の作成に関しては、財務アドバイザーであるみずほ証券の助言を受け、また、みずほ証券、ブルータス及び本特別委員会との間で複数回に亘る質疑応答を実施し、加えてその作成に関与する役職員の独立性を含めて作成プロセスの公正性についても法務アドバイザーである岩田合同及び本特別委員会の確認を受けながら進めてまいりました。

また、下記「⑦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監査役全員の異議がない旨の意見」に記載の理由から、前澤浩士氏、山本順三氏、ムハンマド・シュブルーミー氏及びハーリド・サバーハ氏の4名は、当該体制からは外れており、2025年9月11日時点に至るまでかかる取扱いを継続しており、かつ前澤浩士氏、山本順三氏、ムハンマド・シュブルーミー氏及びハーリド・サバーハ氏の4名のいずれかが本取引に係る検討、交渉及び判断に関して当該体制に対する指示等を行った事実はありません（但し、本公開買付けの決済完了後においては、クウェート石油公社は当社の株主の地位を失っており、クウェート石油公社から派遣されているハーリド・ザバーハ氏について、本取引に関する当社の意思決定から排除する必要性に乏しいことから、本公開買付けの決済完了後においては、同氏について、当社取締役会における本取引の検討に関する議題の審議への参加を認めております。）。

これらの取扱いを含めて、当社における本取引の検討体制（本取引の検討、交渉及び判断に関する当社の役職員の範囲及びその職務を含みます。）の構築に際しては岩田合同の助言を踏まえており、かつ、独立性及び公正性の観点から問題がないことについて、本特別委員会から承認を得ております。

⑦ 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監査役全員の異議がない旨の意見

当社取締役会は、岩田合同から受けた法的助言及び当社株式価値算定書（みずほ証券）並びに本特別委員会株式価値算定書（ブルータス）及び本フェアネス・オピニオンの内容を踏まえつつ、本特別委員会から提出された本答申書の内容を最大限に尊重しながら、本取引に関して、当社の企業価値向上、本取引に関する諸条件の妥当性等の観点から慎重に協議及び検討を行いました。

その結果、上記「1. 株式併合の目的及び理由」に記載のとおり、当社は、本公開買付けを含む本取引は当社グループの企業価値の向上に資するとともに、本公開買付け価格は妥当性を有し、当社の株主の皆様に対して、合理的な株式の売却の機会を提供するものであると判断し、2025年9月11日開催の取締役会において、本公開買付けに賛同の意見を表明するとともに、当社株主の皆様に対し本公開買付けへの応募を推奨する旨を決議いたしました。

また、上記の取締役会には、当社の取締役11名のうち、前澤浩士氏、山本順三氏、ムハンマド・シュブルーミー氏及びハーリド・サバーハ氏の4名を除く取締役7名が審議及び決議に出席し、出席した取締役の全員の一致により決議されており、上記取締役会には、当社の監査役4名全員が出席し、出席した監査役はいずれも上記決議を行うことについて異議がない旨の意見を述べております。なお、利益相反の疑いを回避し、本取引の公正性を担保する観点から、当社の取締役のうち、公開買付者の常務執行役員を兼任している山本順三氏及び公開買付者の出身者である前澤浩士氏、本不応募合意株主の関係者であるムハンマド・シュブルーミー氏、本公開買付けへの不応募に関する契約を公開買付者と締結する可能性があった株主（クウェート石油公社）の関係者であるハーリド・サバーハ氏は、当社取締役会における本取引の検討に関する議題の審議には一切参加しておらず、当社の立場において本取引の検討、本取引に係る公開買付者との協議・交渉にも一切参加していません（但し、本公開買付けの決済完了後においては、クウェート石油公社は当社の株主の地位を失っており、クウェート石油公社から派遣されているハーリド・ザバーハ氏について、本取引

に関する当社の意思決定から排除する必要性に乏しいことから、本公開買付けの決済完了後においては、同氏について、当社取締役会における本取引の検討に関する議題の審議への参加を認めております。)

⑧ 他の買付者からの買付機会を確保するための措置

公開買付者と当社は、当社が公開買付者以外の買収提案者（以下「対抗的買収提案者」といいます。）と接触することを禁止するような取引保護条項を含む合意等、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。

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が 20 営業日であるところ、本公開買付けに係る公開買付期間を 30 営業日に設定しているとのことです。このように公開買付期間を法令に定められた最短期間より比較的長期に設定することにより、当社の株主の皆様は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、また、対抗的買収提案者による買収機会を確保しているものと考えているとのことです。

⑨ 強圧性が生じないための配慮

公開買付者は、本意見表明プレスリリース「3. 本公開買付けに関する意見の内容、根拠及び理由」の「(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、(i) 本公開買付けの決済完了後速やかに、本株式併合を行うこと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本臨時株主総会の開催を当社に要請することを予定しており、当社の株主の皆様に対して株式買取請求権又は価格決定請求権が確保されない手法は採用しないとのことであり、(ii) 株式併合をする際に、当社の株主（公開買付者、本不応募合意株主及び当社を除きます。）に対価として交付される金銭の額は、本公開買付価格に当該各株主が保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であることを明らかにしていることから、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し、上記 (i) 及び (ii) の措置の限りにおいて強圧性が生じないように配慮しているとのことです。

4. 今後の見通し

本株式併合の実施に伴い、上記「3. 株式併合に係る端数処理により株主に交付することが見込まれる金銭の額の根拠等」の「(2) 上場廃止となる見込み」の「① 上場廃止」に記載のとおり、当社株式は上場廃止となる予定です。

5. MBO 等に関する事項

(1) 支配株主との取引等の該当性及び少数株主の保護の方策に関する指針への適合状況

本株式併合は、本公開買付けの開始前は当社のその他の関係会社であった、当社の親会社である公開買付者が当社の非公開化を目的とした本取引の一環として行われるものであり、有価証券上場規程第 441 条に規定される「MBO 等に係る遵守事項」が適用されます。

当社は、2025 年 10 月 21 日に開示したコーポレート・ガバナンス報告書において、「支配株主との取引等を行う際における少数株主の保護の方策に関する指針」を定めておりませんが、支配株主との取引等を行う際には、一般的な取引条件と同等であるかなど取引内容の妥当性や経済合理性について確認し、支配株主との取引条件の決定については、少数株主の利益を害することのないよう適切な対応を行っております。

当社は、本公開買付けを含む本取引に関して、当社の意思決定の恣意性を排除し、意思決定過程の公正性、透明性及び客観性を確保し、また利益相反の疑いを回避する観点から、上記「3. 株式併合に係る端数処理により株主に交付することが見込まれる金銭の額の根拠等」の「(3) 本取引の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置」に記載のとおり、その公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置を講じており、かかる対応は上記方針に適合しているものと判断しております。

(2) 公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置に関する事項

上記「3. 株式併合に係る端数処理により株主に交付することが見込まれる金銭の額の根拠等」の「(3) 本取引の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置」をご参照ください。

(3) 本取引が少数株主にとって不利益なものではないことに関する、支配株主から独立性を有する者から入手した意見の概要

当社は2025年9月10日付で、本特別委員会より、本取引が当社の一般株主にとって公正であると考えられる旨を内容とする本答申書の提出を受けております。詳細は、上記「3. 株式併合に係る端数処理により株主に交付することが見込まれる金銭の額の根拠等」の「(3) 本取引の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置」の「④当社における独立した特別委員会の設置及び答申書の取得」をご参照ください。なお、本答申書は、本株式併合を含む本取引に関するものであることから、当社は、本株式併合を行うに際しては、支配株主と利害関係を有しない者からの意見を改めて取得していません。

II. 単元株式数の定め廃止について

1. 廃止の理由

本株式併合の効力が発生した場合には、当社の発行済株式総数は13株となり、単元株式数を定める必要がなくなるためです。

2. 廃止予定日

2026年1月22日（予定）

3. 廃止の条件

本臨時株主総会において、本株式併合に係る議案及び単元株式数の定め廃止に係る定款の一部変更に係る議案が原案どおり承認可決され、本株式併合の効力が発生することを条件といたします。

III. 定款の一部変更について

1. 定款変更の目的

- (1) 本株式併合に係る議案が本臨時株主総会において原案どおり承認可決され、本株式併合の効力が発生した場合には、会社法第182条第2項の定めに従って、当社株式の発行可能株式総数は34株に減少することとなります。この点を明確にするため、本株式併合の効力が発生することを条件として、定款第5条（発行可能株式総数）を変更するものであります。
- (2) 本株式併合に係る議案が本臨時株主総会において原案どおり承認可決され、本株式併合の効力が発生した場合には、当社の発行済株式総数は13株となり、単元株式数を定める必要がなくなります。そこで、本株式併合の効力が発生することを条件として、現在1単元100株となっている当社株式の単元株式数の定めを廃止するため、定款第6条（単元株式数）の全文を削除し、当該変更に伴う条数の繰上げを行うものであります。
- (3) 本株式併合に係る議案が本臨時株主総会において原案どおり承認可決され、本株式併合の効力が発生

した場合には、1株以上の当社株式を所有する者は公開買付者及び本不応募合意株主のみとなり、定時株主総会の基準日に関する規定はその必要性を失うことになります。そこで、本株式併合の効力が発生することを条件として、定款第7条（基準日）の全文を削除し、当該変更に伴う条数の繰上げを行うものであります。

- (4) 本株式併合に係る議案が本臨時株主総会において原案どおり承認可決され、本株式併合の効力が発生した場合には、1株以上の当社株式を所有する者は公開買付者及び本不応募合意株主のみとなり、また、本株式併合の実施に伴い当社株式は上場廃止となるため、株主総会資料の電子提供制度に係る規定はその必要性を失うことになります。そこで、本株式併合の効力が発生することを条件として、定款第12条（電子提供措置等）の全文を削除し、当該変更に伴う条数の繰上げを行うものであります。

2. 定款変更の内容

変更の内容は、次のとおりです。

（下線部は変更部分を示します。）

現行定款	変更案
第1条～第4条（条文省略）	第1条～第4条（現行どおり）
（発行可能株式総数） 第5条 当社の発行可能株式総数は、<u>2億株とする。</u> （单元株式数） 第6条 当社の单元株式数は、<u>100株とする。</u> （基準日） 第7条 当社は、毎年3月31日の最終の株主名簿に記録された議決権を有する株主をもって、その事業年度に関する定時株主総会において権利を行使することができる株主とする。 ② 前項のほか、必要あるときは、<u>取締役会の決議により予め公告して臨時に基準日を定めることができる。</u> 第8条～第11条（条文省略）	（発行可能株式総数） 第5条 当社の発行可能株式総数は、<u>34株とする。</u> （削除） （削除） 第6条～第9条（現行どおり）
（電子提供措置等） 第12条 当社は、株主総会の招集に際し、株主総会参考書類等の内容である情報について、<u>電子提供措置をとるものとする。</u> ② <u>当社は、電子提供措置をとる事項のうち法務省令で定めるものの全部または一部について、</u>	（削除）

<u>議決権の基準日までに書面交付 請求した株主に対して交付する 書面に記載しないことができ る。</u>	
第<u>13</u>条～第<u>44</u>条（条文省略）	第<u>10</u>条～第<u>41</u>条（現行どおり）

3. 定款変更の日程

2026 年 1 月 22 日（予定）

4. 定款変更の条件

本臨時株主総会において、本株式併合に係る議案が原案どおり承認可決され、本株式併合の効力が発生することを条件といたします。

以上

（参考）

本答申書（別添）

答 申 書

富士石油株式会社 特別委員会

2025 年 9 月 10 日

2025年9月10日

富士石油株式会社 御中

当委員会は、2025年5月22日付で当社取締役会から諮問を受けた事項について答申を行うべく、本答申書を提出いたします。

富士石油株式会社 特別委員会

委員長： 森 幹晴 ⑩

(弁護士、東京国際法律事務所代表パートナー)

委員： 佐藤 良 ⑩

(富士石油株式会社 独立社外取締役)

委員： 金井 睦美 ⑩

(富士石油株式会社 独立社外監査役、公認会計士)

目次

目次

第1	はじめに	5
第2	本諮問事項	5
第3	当委員会の構成.....	6
第4	検討の経緯及び方法.....	6
1.	本検討資料の調査・検討.....	6
2.	当社の取締役等からの聴取.....	8
3.	公開買付者からの聴取.....	9
4.	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による説明等.....	10
5.	当委員会独自の第三者算定機関による説明等.....	10
6.	当社のリーガル・アドバイザーによる説明等.....	10
第5	前提事項	10
第6	答申の内容	11
1.	本諮問事項(1)について.....	11
2.	本諮問事項(2)について.....	11
3.	本諮問事項(3)について.....	11
4.	本諮問事項(4)について.....	11
5.	本諮問事項(5)について.....	11
第7	答申の理由	11
1.	本取引の目的の正当性・妥当性（本諮問事項(1)）について.....	11
(1)	公開買付者が本取引の検討に至った経緯及び公開買付者による本取引の目的.....	12
(2)	当社の認識する経営課題及び本取引の目的.....	14
(3)	本取引による当社のデメリット.....	16
(4)	本取引による当社グループの従業員への影響.....	17
(5)	本取引以外の代替手段の有無.....	17
(6)	結論	20
2.	本取引の取引条件の公正性・妥当性（本諮問事項(2)）について.....	20
(1)	当社の第三者算定機関からの株式価値算定書の取得.....	20
(2)	当委員会独自の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	24
(3)	プレミアムの確保.....	27
(4)	下方修正開示について.....	28
(5)	公開買付者との交渉.....	29
(6)	本公開買付価格と1株当たり連結簿価純資産額との比較.....	32
(7)	公開買付者による過去の当社株式の取得価格.....	32
(8)	クウェート石油公社の本公開買付けへの応募の意向.....	33
(9)	本取引に係る本公開買付価格以外の取引条件.....	33

(10) 結論	34
3. 本取引に係る手続の公正性（本諮問事項(3)）について.....	34
(1) 当委員会の設置及び審議等.....	34
(2) 当社における審議.....	36
(3) 独立した外部の専門家アドバイザーによる助言.....	37
(4) 他の買付者からの買付機会を確保するための措置（マーケット・チェック）..	39
(5) 当社の一般株主に対する適切な情報提供.....	40
(6) MoMを上回る買付予定数の下限の設定	40
(7) 強圧性の排除.....	41
(8) 結論	45
4. 本取引を行うことが当社の一般株主にとって公正であると考えられるか（本諮問 事項(4)）について.....	45
5. 当社取締役会が本公開買付けに対して賛同意見を表明し、当社の株主に対して本 公開買付けへの応募を推奨することを決定することの是非（本諮問事項(5)）につ いて	45
第8 留保事項及び利用制限.....	45
1. 留保事項	45
2. 利用制限	46

第1 はじめに

当特別委員会（以下「当委員会」という。）は、出光興産株式会社（以下「公開買付者」という。）による富士石油株式会社（以下「当社」という。）の発行済普通株式（以下「当社株式」という。）に対する公開買付け（以下「本公開買付け」という。）及びその後のスクイズアウト手続（以下「本スクイズアウト手続」という。）を含む当社株式を非公開化するための一連の手続（以下、総称して「本取引」という。）に関し、当社の取締役会が当委員会に対して諮問した後記第2記載の諮問事項（以下「本諮問事項」という。）について、以下のとおり答申する。

第2 本諮問事項

本諮問事項は、下記のとおりである。

記

- (1) 本取引の目的の正当性・妥当性（本取引が当社の企業価値の向上に資するかを含む。）
- (2) 本公開買付けにおける公開買付価格を含む本取引の取引条件の公正性・妥当性
- (3) 本取引に係る手続の公正性
- (4) 本取引を行うことが当社の少数株主にとって不利益でないと考えられるか
- (5) 上記(1)乃至(4)及びその他の事項を踏まえ、当社取締役会が本公開買付けに対して賛同意見を表明し、当社の株主に対して本公開買付けへの応募を推奨することを決定することの是非

なお、株式会社東京証券取引所（以下「東証」という。）における有価証券上場規程等の一部改正（MB0等に係る遵守事項に関する改正。以下「本上場規程等改正」という。）が2025年7月22日をもって施行されているところ、本取引は、本上場規程等改正の施行日後に決定する「公開買付者が…その他の関係会社…である公開買付け」（有価証券上場規程第441条第1項第2号）であるため、本上場規程等改正の適用を受けるものである。本上場規程等改正においては、「公開買付者が…その他の関係会社…である公開買付け」について、一般株主にとって公正であることに関する意見の入手が求められている。

本諮問事項(4)は本取引を行うことが当社の少数株主にとって不利益でないと考えられるかを諮問するものであるが、本諮問事項の諮問は、本上場規程等改正の公表前の同年5月22日付であり、当時の東証の上場規則を踏まえたものであることに鑑みれば、当社取締役会として本上場規程等改正を踏まえた答申をすることを想定しているものと考えられる。

したがって、当委員会は、本諮問事項(4)について、本上場規程等改正に照らし、本取引を行うことが当社の一般株主にとって公正であると考えられるかを答申するものとする。

第3 当委員会の構成

当委員会は、下記の3名から構成される。下記の3名はいずれも、当社グループ（当社並びに連結対象会社5社及び関連会社4社（本答申書提出日現在）により構成される企業グループをいう。以下同じ。）及び公開買付者グループ（公開買付者並びに子会社181社及び関連会社58社（本答申書提出日現在）により構成される企業グループをいう。以下同じ。）並びに本取引の成否から独立性を有している。

記

弁護士、東京国際法律事務所代表パートナー	森 幹晴（委員長）
当社独立社外取締役	佐藤 良
当社独立社外監査役、公認会計士	金井 睦美

第4 検討の経緯及び方法

当委員会は、本諮問事項の検討のため、2025年5月29日から同年9月10日までの間に合計18回、合計約42時間にわたり会合を開催した（以下、当委員会の会合を総称して又は個別に「委員会会合」という。）。また、各委員会会合外においても電子メール等を通じて、意見表明や情報交換、情報収集等を行い、必要に応じて随時協議を行う等して、本諮問事項に関して、慎重に検討及び協議を行った。

なお、当社がフィナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関として選任したみずほ証券株式会社（以下「みずほ証券」という。）並びにリーガル・アドバイザーとして選任した岩田合同法律事務所（以下「岩田合同」という。）について、当委員会としては、それぞれ十分な専門性・実績等を有し、また、当社グループ及び公開買付者グループ並びに本取引の成否から独立性を有していること等を踏まえ、みずほ証券及び岩田合同の選任を承認するとともに、必要に応じて、みずほ証券及び岩田合同から専門的助言を受けることを確認した。また、当委員会は、同年6月11日、その専門性・実績等や、当社グループ及び公開買付者グループ並びに本取引の成否から独立性を有していること等を踏まえ、当委員会独自の第三者算定機関として株式会社プルータス・コンサルティング（以下「プルータス」という。）を選任した。

当委員会における本諮問事項に関する具体的な検討の方法は、以下のとおりである。

1. 本検討資料の調査・検討

当委員会は、主に下記の資料及び公表資料（以下「本検討資料」という。）につき、調査・検討を行った。

記

- (1) 公開買付者による初期的提案に係る提案書(公開買付者作成に係る 2025 年 5 月 13 日付「ご提案書」。以下「本初期的提案書」という。)
- (2) 当委員会から公開買付者への質問状(当委員会作成に係る 2025 年 6 月 11 日付「ご質問事項」。以下「2025 年 6 月 11 日付質問状」という。)
- (3) (2)に対する公開買付者の回答書(公開買付者作成に係る 2025 年 6 月 21 日付「2025 年 6 月 11 日付『ご質問事項』につきまして」。以下「2025 年 6 月 21 日付回答書」という。)
- (4) 当委員会から当社への質問状(当委員会作成に係る 2025 年 7 月 2 日付「特別委員会から Suruga へのご質問事項」。以下「2025 年 7 月 2 日付質問状」という。)
- (5) (3)に対する当委員会から公開買付者への追加質問状(当委員会作成に係る 2025 年 7 月 4 日付「第 2 回ご質問事項」。以下「2025 年 7 月 4 日付質問状」という。)
- (6) (5)に対する公開買付者の回答書(公開買付者作成に係る 2025 年 7 月 9 日付「2025 年 7 月 4 日付『第 2 回ご質問事項』につきまして」。以下「2025 年 7 月 9 日付回答書」という。)
- (7) (6)に対する当委員会から公開買付者への追加質問状(当委員会作成に係る 2025 年 7 月 24 日付「第 3 回ご質問事項」。以下「2025 年 7 月 24 日付質問状」という。)
- (8) 当社の事業計画(当社作成に係る 2025 年 7 月 29 日付「事業計画(自 2026 年 3 月期至 2031 年 3 月期)」。以下「本事業計画」という。)
- (9) (7)に対する公開買付者の回答書(公開買付者作成に係る 2025 年 7 月 31 日付「2025 年 7 月 24 日付『第 3 回ご質問事項』につきまして」。以下「2025 年 7 月 31 日付回答書」という。)
- (10) 公開買付者による公開買付価格及びその他条件の提案書(公開買付者作成に係る 2025 年 8 月 8 日付「公開買付価格およびその他諸条件のご提案」。以下「2025 年 8 月 8 日付価格等提案書」という。)
- (11) (10)に対する当委員会から公開買付者への公開買付価格及びその他条件の再検討の要請に関する書面(当委員会作成に係る 2025 年 8 月 16 日付「ご提案に対する回答」。以下「2025 年 8 月 16 日付提案回答書」という。)
- (12) (11)に対する公開買付者による公開買付価格及びその他条件の提案書(公開買付者作成に係る 2025 年 8 月 21 日付「公開買付価格に関するご提案および 2025 年 8 月 16 日付『ご提案に対する回答』に対するご回答」。以下「2025 年 8 月 21 日付価格等提案書」という。)
- (13) (12)に対する当委員会から公開買付者への公開買付価格及びその他条件の再検討の要請に関する書面(当委員会作成に係る 2025 年 8 月 26 日付「第 2 回ご提案に対する回答」。以下「2025 年 8 月 26 日付提案回答書」という。)
- (14) (13)に対する公開買付者による公開買付価格及びその他条件の提案書(公開買付者作成に係る 2025 年 8 月 28 日付「公開買付価格に関するご提案および 2025 年 8 月 26 日付『第 2 回ご提案に対する回答』に対するご回答」。以下「2025 年

8月28日付価格等提案書」という。)

- (15) (14)に対する当委員会から公開買付者への公開買付価格及びその他条件の再検討の要請に関する書面(当委員会作成に係る2025年9月1日付「第3回ご提案に対する回答」。以下「2025年9月1日付提案回答書」という。)
- (16) (15)に対する公開買付者による公開買付価格及びその他条件の提案書(公開買付者作成に係る2025年9月2日付「公開買付価格に関するご提案および2025年9月1日付『第3回ご提案に対する回答』に対するご回答」。以下「2025年9月2日付価格等提案書」という。)
- (17) (16)に対する当委員会から公開買付者への公開買付価格及びその他条件の再検討の要請に関する書面(当委員会作成に係る2025年9月4日付「第4回ご提案に対する回答」。以下「2025年9月4日付提案回答書」という。)
- (18) (17)に対する公開買付者による公開買付価格及びその他条件の提案書(公開買付者作成に係る2025年9月5日付「公開買付価格及び下限に関する最終提案」。以下「2025年9月5日付価格等提案書」という。)
- (19) (18)に対する当委員会から公開買付者への回答書(当委員会作成に係る2025年9月7日付「最終提案に対する回答」。以下「2025年9月7日付提案回答書」という。)
- (20) (19)に対する公開買付者による回答書(公開買付者作成に係る2025年9月8日付「確認事項へのご回答」。以下「2025年9月8日付回答書」という。)
- (21) みずほ証券による株式価値の算定結果に関する資料(みずほ証券作成に係る2025年9月10日付「株式価値算定書」。以下「当社株式価値算定書(みずほ証券)」という。)
- (22) プルータスによる株式価値の算定結果に関する資料(プルータス作成に係る2025年9月10日付「株式価値算定書」。以下「当委員会株式価値算定書(プルータス)」という。)
- (23) プルータスによる公開買付価格に関するフェアネス・オピニオン(プルータス作成に係る2025年9月10日付「意見書」。以下「本フェアネス・オピニオン」という。)
- (24) 本公開買付けに係る当社の意見表明プレスリリース案(以下「本プレスリリース」という。)

2. 当社の取締役等からの聴取

当委員会は、各委員会会合において、随時、当社のプロジェクトチームのメンバーに対して、当社経営陣(但し、公開買付者グループ及び本大株主(後記第7・1(5)にて定義する。以下同じ。))から独立した者に限る。)による公開買付者からの提案内容に関する評価・検討状況等、公開買付者との間の協議の内容等、みずほ証券及びプルータスによる当社株式の価値算定の前提とした本事業計画の内容及び作成方法について、ヒアリングを行った。

また、当委員会は、2025年6月10日の委員会会合において、当社の代表取締役社長

である山本重人氏（以下「山本重人氏」という。）から、当社の事業環境や本取引が当社の企業価値に与える影響に関する評価・検討状況等について説明を受けるとともに、質疑応答を行った。さらに、当委員会は、当社に対し、2025年7月2日付質問状により、当社の事業環境や本取引が当社の企業価値に与える影響に関する評価・検討状況等を踏まえた、公開買付者から受領した2025年6月21日付回答書の内容に対する当社の考え等について質問を行い、2025年7月2日の委員会会合において、山本重人氏から、かかる質問に対する回答を得るとともに、山本重人氏との間でかかる回答内容に関する質疑応答を行った。

3. 公開買付者からの聴取

当委員会は、2025年6月11日付質問状により、公開買付者に対して、本取引の提案に至った背景及び経緯、本取引の実現によって生じるシナジー、公開買付者による本取引後の経営方針、本取引の条件・想定ストラクチャー等について質問を行い、公開買付者から、2025年6月21日付回答書により、かかる質問に対する回答を受領した。かかる回答を踏まえ、当委員会は、2025年7月4日付質問状により、公開買付者に対して、本取引の提案に至った背景及び経緯、本取引の実現によって生じるシナジー、公開買付者による本取引後の経営方針、本取引の条件・想定ストラクチャー等について追加の質問を行い、公開買付者から、2025年7月9日付回答書により、かかる質問に対する回答を受領した。

また、当社及び当委員会は、2025年7月14日の委員会会合において、公開買付者の常務執行役員である前田健也氏らの現地参加の下、公開買付者との間で2025年7月9日付回答書の内容について質疑応答（以下「2025年7月14日付インタビュー」という。）を行い、本取引の提案に至った背景及び経緯、本取引の実現によって生じるシナジー、公開買付者による本取引後の経営方針等について説明を受けた。

さらに、かかる説明及び2025年7月9日付回答書による回答を踏まえ、当委員会は、2025年7月24日付質問状により、公開買付者に対して、本取引における本大株主の取扱い、本取引における公開買付けの買付予定数の下限設定、競争法の許認可取得のスケジュール、1株当たり純資産額に対する本取引における公開買付価格の水準等について追加の質問を行い、公開買付者から、2025年7月31日付回答書により、かかる質問に対する回答を受領した。

加えて、当社及び当委員会が、公開買付者から、2025年8月8日付価格等提案書により、公開買付価格及びその他条件に関する最初の提案を受けて以降、当委員会は、2025年8月16日付提案回答書、2025年8月26日付提案回答書、2025年9月1日付提案回答書及び2025年9月4日付提案回答書により、公開買付者に対し、公開買付者の提示する公開買付価格及びその他条件について再提案を要請し、公開買付者から、2025年8月21日付価格等提案書、2025年8月28日付価格等提案書、2025年9月2日付価格等提案書及び2025年9月5日付価格等提案書により、かかる要請に対する回答を受領し、これらの提案、要請及び回答の内容を確認又は承認した。その上で、当委員会は、公開買付者に対し、2025年9月7日付提案回答書を送付して、公開買付者との間で公

開買付価格及びその他条件について事実上の合意に至った。

4. 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による説明等

当委員会は、随時、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みずほ証券より、本取引の内容及び進捗状況等、当社株式の価値算定の内容・方法等、公開買付者のフィナンシャル・アドバイザーである JP モルガン証券株式会社（以下「JP モルガン証券」という。）との間の協議・交渉等の状況に関して説明を受けるとともに、質疑応答を行った。

5. 当委員会独自の第三者算定機関による説明等

当委員会は、随時、当委員会独自の第三者算定機関であるブルータスより、当社株式の価値算定の内容・方法等に関して説明を受けるとともに、質疑応答を行った。

6. 当社のリーガル・アドバイザーによる説明等

当委員会は、随時、当社のリーガル・アドバイザーである岩田合同より、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、本取引に係る当委員会の審議の方法並びに公開買付者との公開買付価格及びその他条件についての交渉等に関する助言を含む法的助言を受けるとともに、質疑応答を行った。

第5 前提事項

本答申書は、下記の各事項を前提とする。

記

- (1) 本取引の手続が、当社及び公開買付者のそれぞれにおいて、会社法（平成 17 年法律第 86 号。その後の改正を含む。以下同じ。）、金融商品取引法（昭和 23 年法律第 25 号。その後の改正を含む。以下同じ。）、有価証券上場規程その他の適用法令等を遵守して履践されていること。
- (2) 本検討資料の内容、並びに、当委員会が当社、みずほ証券、ブルータス、岩田合同、公開買付者、JP モルガン証券及び公開買付者のリーガル・アドバイザーである西村あさひ法律事務所・外国法共同事業（以下「西村あさひ」という。）から説明を受けた情報が、本答申書提出日現在において、真実、正確かつ完全であり、誤解を与えないために必要な情報が省略されておらず、また、本答申書提出日現在もこれらの内容に変更がないこと。また、これらの資料の内容及び情報以外に、当委員会の答申の内容に影響を及ぼす可能性のある重要な事実又は情報は存在しないこと。

第6 答申の内容

当委員会は、本諮問事項に対して、以下のとおり答申する（かかる答申の内容を、以下「本答申内容」という。）。

1. 本諮問事項(1)について

本取引は、当社の企業価値の向上に資するものであり、その目的は正当性・妥当性を有すると認められる。

2. 本諮問事項(2)について

本公開買付けにおける公開買付価格を含め、本取引の取引条件の公正性・妥当性は確保されていると考えられる。

3. 本諮問事項(3)について

本取引に係る手続の公正性は確保されていると考えられる。

4. 本諮問事項(4)について

本取引を行うことが当社の一般株主にとって公正であると考えられる。

5. 本諮問事項(5)について

前記1乃至4その他の事項を踏まえ、当社取締役会が本公開買付けに対して賛同意見を表明し、当社の株主に対して本公開買付けへの応募を推奨することを決定することは、妥当であると考えられる。

第7 答申の理由

本答申内容に至った理由は、以下のとおりである。

1. 本取引の目的の正当性・妥当性（本諮問事項(1)）について

当委員会は、本取引が当社の企業価値の向上に資するものか、その目的が正当性・妥当性を有するかについて、以下のとおり検討を行い、総合的に勘案した結果、①公開買付者による本取引の目的と当社の認識する本取引の目的の間に齟齬はなく、また、公開買付者による本取引の目的に照らせば、本取引により、当社の認識する経営課題（後記(2)にて定義する。以下同じ。）の改善が期待できると考えることは合理的であると評価

できること、②本取引による当社のデメリットについては、仮に存在するとしても、本取引の実行に当たり特段の支障にはならないと評価できること、③本取引と同様の効果を生じさせることが期待できる本取引以外の代替手段も想定されないと考えられること等から、本取引は、当社の企業価値の向上に資するものであり、その目的は正当性・妥当性を有すると認められるとの結論に至った。

(1) 公開買付者が本取引の検討に至った経緯及び公開買付者による本取引の目的

公開買付者は、2019年7月1日に、公開買付者を吸収分割承継会社、昭和シェル石油株式会社を吸収分割会社とする会社分割により昭和シェル石油株式会社の全事業を承継したことにより、同社から当社株式5,144,000株（同日時点の発行済株式総数の6.58%）を承継したとのことである。その後、2024年3月26日、公開買付者は、住友化学株式会社が保有していた当社株式の全てである5,051,600株（同日時点の発行済株式総数の6.46%）を、市場外で取得したとのことである。これにより、公開買付者は、当社株式10,195,600株（同日時点の発行済株式総数の13.04%）を保有するに至り、当社の主要株主である筆頭株主となったとのことである。

そして、同年4月16日、公開買付者と当社は、資本業務提携に関する合意書を締結し（以下「本資本業務提携」という。）、本資本業務提携の一環として、公開買付者は、同年8月1日付で、株式会社JERAが保有していた当社株式の全てである6,839,920株（同日時点の発行済株式総数の8.75%）を、市場外で取得したとのことである。これにより、公開買付者は、保有していた当社株式10,195,600株と合わせて、17,035,520株（同日時点の発行済株式総数の21.79%）を保有するに至り、当社を持分法適用関連会社としたとのことである。

その後、公開買付者は、次期中期経営計画作成の一環として、2025年3月下旬より、石油製品について想定される環境条件及びそれを踏まえた供給体制に関する検討を開始したとのことである。その中で、国内燃料油需要は漸減しているものの、国土交通省観光庁が2024年3月に公表した「明日の日本を支える観光ビジョン」において、2019年時点で3,188万人であった訪日外国人旅行者数を、2030年には6000万人まで増加させる目標が掲げられ、目標達成に向けて航空機便数の増加が見込まれることから、国内でのJET燃料¹は需要が大きく増加する見込みであり、FACTS GLOBAL ENERGY²が2024年に公表した、各国の政策・経済状況を踏まえた燃料油の需要予測レポートによれば、海外においても特にアジア環太平洋において、中長期的な燃料油需要の増加が想定されており、需要は堅調に推移する見込みであること、一方で、製油所における設備トラブルへの対応が増加傾向にあることや働き方改革により定期修理に要する期間が長期化する傾向にあることから、将来的にエネルギーの安定供給

¹ 公開買付者によれば、ガソリンや軽油と同じく原油を精製して作られる液体燃料の一種であり、航空機のジェットエンジンを動かす燃料を指すとのことである。

² 公開買付者によれば、石油、ガス/LNG、NGL 市場に関する主要な独立した調査、分析、コンサルティング、アドバイザーサービスを提供する英国のグローバルエネルギーコンサルタント会社を指すとのことである。

という社会的責任を果たすためにも、石油製品の供給体制を強化することが重要という結論に至ったとのことである。

そして、公開買付者は、2025 年 4 月中旬頃に、持分法適用会社という出資形態にて上場会社として独立した事業運営を行っている当社の現状では、両社がそれぞれ個別の経営方針のもと、精製設備などの事業基盤や人材・情報などの相互活用が十分にできずシナジーの創出には一定の限界があると考え、当社を非公開化し、同一の企業組織・同一の経営方針の下で事業活動を行うことによって、一層踏み込んだ協業体制を実現し、意思決定の柔軟化及び迅速化も図られ、当社を持分法適用会社化した際よりも、以下ア乃至エのような一層のシナジーを追求することを通じて両社の既存燃料油事業を更に発展させることができると考えているとのことである。

ア 石油製品の生産体制最適化

公開買付者は、突発的な装置トラブルを含む様々な需給変化に対し、両社間で迅速な製品・原料油の相互融通を実施することで、迅速かつ効率的な石油製品の供給を実施できると考えているとのことである。

イ 長期的な視野に立ったエネルギーの安定供給基盤の構築

公開買付者は、栈橋やタンクの有効活用などグループ全体にて設備投資や相互活用を行うことで、より効果的にエネルギーの安定供給の基盤を構築することを見込んでいるとのことである。

ウ 両社の機能やインフラの相互活用や一元化によるコスト競争力の強化

公開買付者は、原料や資機材調達、工事関連資材の調達を一元化することで更なるコスト削減が期待でき、また、当社の国内有数の大型栈橋を活用することで効率的な輸出入により競争力の強化が期待できると考えているとのことである。

エ 低炭素エネルギーの供給体制の構築

公開買付者は、当社袖ヶ浦製油所と公開買付者千葉事業所が一体となって長期的な目線に立ち構造改革を行うことにより、低炭素エネルギーの供給拠点の構築を検討していくとのことである。

以上の検討を踏まえ、公開買付者は、2025 年 5 月 13 日、当社に対して、本取引に係る法的拘束力を有しない本初期的提案書を提示したとのことである。

(2) 当社の認識する経営課題及び本取引の目的

当社によれば、当社においては、(i)国内燃料油需要の漸減、JET 燃料の需要の増加、海外（特にアジア環太平洋）における需要の堅調な推移、ガソリン・灯油の需要の低下等様々な変化が見込まれる状況の中で、安定して石油製品を供給できる体制を構築すること、(ii)老朽化による製油所の設備トラブルが増加傾向にある中で、人件費の高騰や働き方改革による工事期間の伸長により増加傾向にある製油所の定期修理工事に要する費用を削減すること、(iii)物価の高騰によって増加傾向にある、原料・資機材の調達コストを削減すること、及び(iv)長期的な目線に立ってカーボンニュートラル化に対応することが、それぞれ必要となると考えられるところ、当社が保有している製油所は袖ヶ浦製油所のみであるとの事情も踏まえ、どのように上記(i)乃至(iv)を実現していくかが経営課題であると認識しているとのことである（以下、上記(i)乃至(iv)を総称して「当社の認識する経営課題」という。）。

そして、当社によれば、当社は、当社の認識する経営課題に対応すべく、公開買付者との間で、本資本業務提携に基づき、両社の協業深化による石油製品の製造・供給の効率化・競争力強化、次世代カーボンニュートラル燃料の旗艦供給拠点としての機能発揮に向けた協業に取り組み、一定の成果を得ることができたと認識しているとのことである。もっとも、当社は独立した上場会社であるため、公開買付者との協業においても、一般株主の利益に配慮した事業運営を行う必要があることや、当社と公開買付者における協業体制の構築（定期修理工事の共同管理化を含む。）に際し、公開買付者から公開買付者の保有する製油所に関する情報その他の経営資源・ノウハウ・営業上の秘密情報について共有を受けることに一定の制約があることなどから、本資本業務提携に基づく協業の更なる深化は困難であったところ、本取引により当社が公開買付者グループに加わることで、以下ア乃至オ記載のシナジーを実現することができ、当社の認識する経営課題の改善が期待できると考えているとのことである。

ア 石油製品の生産体制最適化

当社によれば、当社が有している製油所は現状袖ヶ浦製油所のみであることから、他の製油所との間で原料油の融通を行うことが不可能であるが、本取引により当社が公開買付者グループに加わることで、袖ヶ浦製油所において装置トラブルや突発的な需給の変化が生じた場合に、公開買付者グループが有する 5 つの製油所との間で原料油の融通を行うことにより、迅速かつ効率的な対応が可能になると考えているとのことである。

以上から、当社は、本取引により、石油製品の生産体制を最適化することが可能となり、当社の認識する経営課題のうち(i)の改善が期待できるものと考えているとのことである。

イ 長期的な視野に立ったエネルギーの安定供給基盤の構築

当社によれば、当社は公開買付者以外にも独自の販売先を抱えていることから、公開買付者においては供給体制の拡充を期待できる一方、当社においては販売先が公開買付者に一本化し得ることにより、石油製品の販売価格及び生産性の向上に繋がるものと考えているとのことである。なお、当社は、2025年7月14日付インタビューにより、公開買付者から、本取引の実行後、石油製品の需要が減少し、当社袖ヶ浦製油所と公開買付者千葉事業所の両方を併存してフル稼働させることが困難となるまでの間は、当社袖ヶ浦製油所について現在と同様にフル稼働させ、石油製品の生産を行わせることを想定している旨の回答を得ている。

また、当社は、2025年6月21日付回答書により、公開買付者から、仮に大幅に石油製品の需要が減少した場合に、当社及び公開買付者が一体となって生産量の調整を行うことで、石油製品の過剰生産及び供給過多による製品価格の下落を防ぐことが可能になり得る旨の回答を得ている。

以上から、当社は、本取引により、公開買付者に対して一定のマージンが発生する価格でより多くの石油製品を安定的に販売し、大幅な需要減少時にも収益を維持しながら石油製品を販売することが可能となり、当社の認識する経営課題のうち(i)の改善が期待できるものと考えているとのことである。

ウ 定期修理工事の共同管理化

当社によれば、定期修理工事に要する費用は人件費をはじめ近年相当程度高騰しており、また、働き方改革により工事期間が伸長しており製油所を稼働できない期間も長期化しているとのことである。これらの事情を踏まえ、公開買付者との協業を更に推し進め、定期修理工事時期の最適化や定期修理工事期間の人員融通等の共同管理化を行うことで、定期修理に伴うコスト削減や工事期間の短縮化等に繋がるものと考えているとのことである。

以上から、当社によれば、本取引により、定期修理に伴うコストを軽減し、かつ定期修理実施年度における石油製品の製造量を増加させることが可能となり、当社の認識する経営課題のうち(i)及び(ii)の改善が期待できるものと考えているとのことである。

エ 原料・資機材等調達の一元化による両社のコスト削減や当社の国内有数の大型栈橋をはじめとした設備の最大有効活用による両社の既存事業の発展

当社によれば、原料・資機材調達の一元化によるコスト削減に加えて、副資材調達の一元化によるコスト削減も期待でき、また、当社は、これまで他製油所とのコスト比較が困難であったところ、複数製油所を有する公開買付者からの情報提供を通じて、当社袖ヶ浦製油所の強み・弱みの特定、延いては強化すべき点・改善すべき点の洗い出しを行うことで、更なる事業の発展に資する経営判断が可能にな

ると考えているとのことである。

また、当社は、2025年6月21日付回答書及び2025年7月14日付インタビューにより、公開買付者から、当社の大型栈橋を有効活用することで効率的な輸出入も可能である旨の回答を得ている。

以上から、当社は、本取引により、原料・資機材等調達に伴うコストを軽減し、かつ公開買付者からの情報提供及び輸出入の効率化を通じて国内外にわたり石油製品の生産体制を強化することが可能となり、当社の認識する経営課題のうち（i）及び（iii）の改善が期待できるものと考えているとのことである。

オ 当社袖ヶ浦製油所と公開買付者千葉事業所において一体となって長期的な目線に立ち構造改革を行うことによる、低炭素エネルギー供給拠点への転換実現

当社によれば、当社袖ヶ浦製油所と公開買付者千葉事業所が近接していることから、一方は石油製品の供給を継続しつつ、もう一方を新たに石油製品に代わるカーボンニュートラル燃料の供給拠点に転換することが可能であり、また、当社袖ヶ浦製油所、公開買付者千葉事業所等をパイプラインで繋ぎ、製品や原料の融通が可能な一大カーボンニュートラルセンターを構築することも期待できると考えているとのことである。

以上から、当社は、本取引により、長期的に石油製品の需要が減少し、当社袖ヶ浦製油所と公開買付者千葉事業所の両方の稼働が困難となった場合においては、カーボンニュートラル燃料の供給拠点に転換してカーボンニュートラル燃料を供給することが可能となり、当社の認識する経営課題のうち（iv）の改善が期待できるものと考えているとのことである。

カ 小括

前記（1）及び本（2）より、公開買付者による本取引の目的と当社の認識する本取引の目的の間に齟齬はなく、また、公開買付者による本取引の目的に照らせば、本取引により、当社の認識する経営課題の改善が期待できると考えることは合理的であると評価できる。

（3）本取引による当社のデメリット

本取引により当社に生じ得るデメリットとして、本取引により当社が上場廃止することに伴う資金又は資本調達及び社会的信用力や人材採用力への影響が想定される。

この点、当社によれば、事業資金を調達する手段として、主に金融機関からの借入を利用しているとのことであり、そうだとすれば、当社は現状、資本市場へのアクセスという上場会社としてのメリットを十分に享受していない状況にあるとも考えられる。

また、公開買付者によれば、本取引後において、公開買付者の利用するキャッシュマネジメントシステム等を通じた公開買付者の資金調達力・財務基盤の活用が想定されるとのことであるが、当社によれば、当社と公開買付者の信用力格差に鑑み、有利な資金調達が期待できると考えているとのことである。このように、当社において公開買付者の信用力を反映した利率で適時適切な額の資金を調達することが可能となることは、当社の事業運営上のメリットに繋がると考えられる。

さらに、社会的信用力や人材採用力については、公開買付者は上場会社であり高い社会的信用及び認知度を有していると考えられることから、本取引により当社が上場廃止したとしても対外的な信用力を補完することが可能であり、むしろ社会的信用力や人材採用力の更なる維持・向上が図られると考えることも可能である。

以上より、本取引による当社のデメリットについては、仮に存在するとしても、本取引の実行に当たり特段の支障にはならないと評価できる。

(4) 本取引による当社グループの従業員への影響

当委員会としては、本取引の実行後の従業員の処遇に関し、当社の企業価値の維持・向上の観点から、当社グループの従業員の有する知見及び経験が当社の運営に当たり必要不可欠であり、また、適切な雇用条件の設定による従業員のモチベーション維持も必要であることから、本取引を行うに当たり公開買付者が当社グループの従業員の雇用を継続することや、雇用条件を維持（又は向上）すること等は重要であると考えている。

この点、公開買付者によれば、本取引の実行後、少なくとも、長期的に石油製品の需要が減少し、当社袖ヶ浦製油所と公開買付者千葉事業所の両方の稼働が困難となるまでの間は、当社の石油精製事業を原則として継続することを予定しているとのことである。また、本取引の実行後の経営体制は、当社グループの従業員の雇用を維持することを前提としており、雇用条件における大きな変更は想定していないとのことである。

以上を踏まえると、公開買付者は、当社グループの従業員の取扱いについて当社の企業価値の維持・向上の観点から適切な方針を有しているといえ、本取引の実行後においてかかる方針が実行される限り、本取引は、当社の企業価値の維持・向上に資するものであると評価できる。

(5) 本取引以外の代替手段の有無

前記(1)のとおり、本取引は、公開買付者による本取引の目的を実現するための手段として採用されたスキームであるとともに、前記(2)のとおり、本取引により、当社の認識する経営課題の改善が期待できると考えることは合理的であると評価できる。

そして、これらの目的を実現するために本取引以外の代替手段が存在するか否かについて検討すると、当社を上場会社としたまま、公開買付者との本資本業務提携を

強化し、又は公開買付者から更なる出資を受けるという代替手段が考えられる。もっとも、これらの手段については、当社が独立した上場会社であり、一般株主の利益にも配慮した事業運営を行う必要があることや、当社と公開買付者における協業体制の構築（定期修理工事の共同管理化を含む。）にあたっての、公開買付者の保有する製油所に関する情報その他の経営資源・ノウハウ・営業上の秘密情報の共有に一定の制約があることなどから、公開買付者との提携による効果を最大化するという観点からは、望ましい選択肢ではないと考えられる。

以上を踏まえると、本取引と同様の効果を生じさせることが期待できる本取引以外の代替手段は想定されないと考えられる。

なお、公開買付者は、本初期的提案書を提示した段階では、当社に対し、当社の第3位株主であるサウジアラビア王国政府（以下「本不応募合意株主」という。）（所有株式数：5,811,390株、所有割合³：7.52%）及び同じく当社の第3位株主であるクウェート石油公社（所有株式数：5,811,390株、所有割合：7.52%）（以下、本不応募合意株主及びクウェート石油公社を総称して「本大株主」という。）の保有する当社株式を含む、当社株式の全て（譲渡制限付株式報酬として当社の取締役及び執行役員に付与された当社の譲渡制限付株式（以下「本譲渡制限付株式」という。）を含み、公開買付者が保有する当社株式及び当社の保有する自己株式を除く。）を取得し、当社を公開買付者の完全子会社とするスキーム（以下「完全子会社化スキーム」という。）を提案していたが、その後、シナジーの最大化及び当社グループの企業価値向上に向けた検討を進める中で、本大株主については、当社及び公開買付者グループの石油精製事業を支える原油の安定供給元であり、両者との関係を維持・強化して本取引の実行後の当社を含む公開買付者グループへの原油供給の安定性を維持する観点から、当社株式の非公開化後も、少なくとも一定期間は当社の株主として留まる形とすることが最適であるとの考えに至ったとして、当委員会に対し、本大株主との間で本公開買付けへの不応募に関する契約を締結し、本大株主についてはその保有する当社株式について本公開買付けに応募せず、本取引後も当社の株主として留まるスキーム（以下「本大株主不応募スキーム」という。）を想定している旨を説明するに至った。

当委員会は、公開買付者に対し、公開買付者において完全子会社化スキームにより本取引を実行した後で公開買付者が本大株主から出資を受ける方法等も考えられるとして、完全子会社化スキームを採用することを要請した。しかしながら、当委員会からの当該要請に対し、公開買付者からは、本大株主は外国政府又は外国石油公社であり、完全子会社化スキームにより本取引を実行した後で公開買付者が出資を受けることは実現性が必ずしも高くなく、また本大株主は当社及び公開買付者グループの石油精製事業を支える原油の安定供給元であり、本取引後も本大株主に当社の株

³ 「所有割合」とは、当社が2025年8月7日に提出した「2026年3月期第1四半期決算短信〔日本基準〕（連結）」（以下「当社第1四半期決算短信」という。）に記載された2025年6月30日現在の当社の発行済株式総数（78,183,677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保有する自己株式数（943,342株）を控除した株式数（77,240,335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。）をいう。以下同じ。

主として留まってもらうことで、本取引後の当社を含む公開買付者グループが本大株主との間の良好な関係性を保ち、原油供給の安定性を維持することができ、ひいては地政学的リスクや国際的な原油市場の変動に対する対応力を強化し、長期的な原油供給の安定性や協力関係を持続的に構築するための基盤を確保することが可能となるとともに、このような株主構成は、安定した原油調達を通じて国内の石油精製事業及びエネルギー供給の信頼性を高めるだけでなく、当社の企業価値の向上にも寄与すると判断したとの回答がなされた。

当該回答を受け、当委員会において、完全子会社化スキームではなく本大株主不応募スキームにより本取引を実行することの適否を検討した。この点、当社によれば、①現状当社において本大株主との原油取引はないものの、将来的には、その時点における本大株主の原油販売価格も踏まえた上で、当社が本大株主から原油の供給を受けることも想定し得るため、本取引後も本大株主が当社の株主として留まることには、当社にとっても潜在的なメリットがあるとの見方も成り立つとのことであり、②本取引後も本大株主が当社の株主として留まり、本大株主が当社に対して取締役の派遣を継続する場合であっても、当社の迅速な意思決定が損なわれることは想定されないとのことであった。

以上を踏まえ、当委員会としては、本取引後に本大株主が当社の株主として留まることは、必ずしも当社の企業価値の向上を阻害するとはいえず、本取引のスキームとして、完全子会社化スキームではなく、本大株主不応募スキームを採用することも許容し得るとの判断に至った。

その後、公開買付者は、2025年9月5日付価格等提案書において、当委員会に対し、本大株主のうちクウェート石油公社から当社株式の売却意思が示されたことを受け、長期的な公開買付者グループと同公社との良好な関係性維持のためにも同公社の売却意思を尊重することとした旨を説明し、2025年9月8日付回答書において、同公社と応募契約を締結する予定はなく、一般株主と同様に本公開買付けへの応募を受ける想定であり、同公社が本公開買付けへの応募の意向を示していることを開示資料に明記する旨を説明するに至った。そこで、当委員会において、完全子会社化スキームではなく、本大株主のうち本不応募合意株主との間でのみ本公開買付けへの不応募に関する契約を締結し⁴、本取引後に本大株主のうち本不応募合意株主のみが当社の株主として留まるスキームにより本取引を実行することの適否を検討した。

その結果、上記①及び②より、当委員会としては、本取引後に本大株主のうち本不応募合意株主のみが当社の株主として留まるスキームもまた、必ずしも当社の企業価値の向上を阻害するとはいえず、本取引のスキームとして、完全子会社化スキームではなく、当該スキームを採用することも許容し得るとの判断に至った。

⁴ 公開買付者によれば、公開買付者は本不応募合意株主との間で、その保有する当社株式の全てについて、2025年9月11日付で、本プレスリリースの4に記載の概要の不応募契約を締結する予定とのことである。

(6) 結論

以上より、本取引は、当社の企業価値の向上に資するものであり、その目的は正当性・妥当性を有すると認められる。

2. 本取引の取引条件の公正性・妥当性（本諮問事項(2)）について

本取引の取引条件の公正性・妥当性が確保されているかについて、以下のとおり検討を行い、総合的に勘案した結果、本公開買付けにおける公開買付価格（以下「本公開買付価格」という。）である 1 株当たり 480 円は、①当社の第三者算定機関であるみずほ証券による株式価値算定の結果との関係で妥当な範囲内であること、②当委員会独自の第三者算定機関であるブルータスによる株式価値算定の結果との関係で妥当な範囲内であること、③当委員会独自の第三者算定機関であるブルータスのフェアネス・オピニオンにおいて、当社の一般株主にとって財務的見地から公正である旨の意見が述べられていること、④そのプレミアム水準からみても、本取引により当社に実現される株式価値が相当程度反映されたものと認められること、⑤当委員会が専門性の高い当社のフィナンシャル・アドバイザーであるみずほ証券を通じて公開買付者との間で行った真摯な交渉によって決定された価格であることなどからすれば、公正性・妥当性を有するものと評価でき、かつ、本取引に係る本公開買付価格以外の取引条件についても、公正性・妥当性が確保されていることを踏まえれば、本公開買付けにおける公開買付価格を含め、本取引の取引条件の公正性・妥当性は確保されていると考えられる。

(1) 当社の第三者算定機関からの株式価値算定書の取得

当社は、本公開買付けに関する意見表明を行うにあたり、公開買付者から提示された本公開買付価格に対する意思決定の過程における公正性を担保するために、当社グループ及び公開買付者グループ並びに本取引の成否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みずほ証券に対して、当社株式の株式価値の算定を依頼し、2025 年 9 月 10 日付で当社株式価値算定書（みずほ証券）を取得した。

ア 当社株式価値算定書（みずほ証券）の算定結果

みずほ証券は、本公開買付けにおける算定手法を検討した結果、当社が継続企業であるとの前提の下、当社株式の価値について多面的に評価することが適切であるとの考えに基づき、当社株式が東証プライム市場に上場しており、市場株価が存在することから市場株価法を、当社の将来の事業活動の状況を算定に反映するためにディスカунテッド・キャッシュ・フロー法（以下「DCF 法」という。）を、それぞれ用いて、当社株式 1 株当たりの株式価値の算定を行ったとのことである。

みずほ証券によれば、上記の手法に基づいて算定した当社株式 1 株当たりの株

式価値の範囲は、以下のとおりである。

市場株価法	305 円から 334 円
DCF 法	217 円から 638 円

市場株価法では、算定基準日を 2025 年 9 月 10 日として、東証プライム市場における当社株式の基準日終値 332 円、直近 1 ヶ月間の終値の単純平均値 334 円、直近 3 ヶ月間の終値の単純平均値 320 円及び直近 6 ヶ月間の終値の単純平均値 305 円を基に、当社株式 1 株当たりの株式価値の範囲を 305 円から 334 円と算定しているとのことである。

DCF 法では、当社が現時点で合理的に予測可能な期間まで作成した 2026 年 3 月期から 2031 年 3 月期までの事業計画(本事業計画)における収益予測や投資計画、当社の 2026 年 3 月期第 1 四半期における財務情報、一般に公開された情報等の諸要素を前提として、当社が 2026 年 3 月期第 2 四半期以降に生み出すと見込まれるフリー・キャッシュ・フローを一定の割引率で現在価値に割り引いて当社の企業価値及び株式価値を算定し、当社株式 1 株当たりの株式価値の範囲を 217 円から 638 円と算定しているとのことである。割引率は加重平均資本コストとし、2.75%～3.25%を採用しており、また、継続価値の算定にあたっては永久成長法を採用し、永久成長法では外部環境等を総合的に勘案した上で永久成長率を $\Delta 0.25\%$ ～ 0.25% として、継続価値を 125,919～157,651 百万円と算定しているとのことである。継続価値の算定にあたっては、4 年に 1 度の大規模定期修理及びその中間年度に小規模定期修理が実施されるという当社のビジネスサイクルに鑑み、本事業計画の最終年度である 2031 年 3 月期の財務数値のみではなく、2028 年 3 月期から 2031 年 3 月期の 4 ヶ年の財務情報を考慮しているとのことである。

なお、本事業計画の策定においては、石油精製ビジネス等、現状の当社の事業内容の継続を前提としており、大幅な事業内容の変化は見込んでいないとのことである。また、カーボンニュートラル等、当社を取り巻く外部環境等を踏まえ、将来的にバイオ燃料の供給等の新規事業を具体的に検討する可能性はあるものの、現時点において具体的に実施を予定している新規事業はないことから収益影響を具体的に見積もることが困難であるため、本事業計画には加味していないとのことである。そして、当社は 4 年に 1 度の大規模定期修理及びその中間年度に小規模定期修理を実施するというビジネスサイクルが存在することから、本事業計画においても、当該ビジネスサイクルが継続することを前提としているとのことである。

また、本事業計画は、本取引の取引条件の妥当性を検討することを目的として、公開買付者グループから独立した当社の従業員で組成されたチームが作成しており、作成過程において公開買付者グループ(公開買付者の出身者又は公開買付者からの出向者を含む。)が関与した事実はないとのことである。また、当委員会は、当社が本取引のために本事業計画を作成するにあたり、事業計画案の内容及び重要な前提条件等について質疑応答を行うとともに、最終的な本事業計画の内容、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、承認をしている。

みずほ証券が DCF 法で算定の前提とした本事業計画に基づく財務予測は以下のとおりであり、当該財務予測には、対前年度比較で利益とフリー・キャッシュ・フローの大幅な増減を見込んでいる事業年度が含まれるとのことである。具体的には、2026 年 3 月期及び 2030 年 3 月期に大規模定期修理を、2028 年 3 月期に小規模定期修理を行うために、製油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、及び設備投資額の増加見込みにより、営業利益は、2026 年 3 月期に対前年度比較で 10,048 百万円の減少、2027 年 3 月期に対前年度比較で 29,330 百万円の増加、2028 年 3 月期に対前年度比較で 10,602 百万円の減少、2029 年 3 月期に対前年度比較で 10,162 百万円の増加、2030 年 3 月期に対前年度比較で 16,557 百万円の減少、2031 年 3 月期に対前年度比較で 14,831 百万円の増加となることが見込まれており、フリー・キャッシュ・フローは、2026 年 3 月期に対前年度比較で 38,532 百万円の減少、2027 年 3 月期に対前年度比較で 8,928 百万円の増加、2028 年 3 月期に対前年度比較で 10,424 百万円の増加、2029 年 3 月期に対前年度比較で 10,621 百万円の増加、2030 年 3 月期に対前年度比較で 40,703 百万円の減少、2031 年 3 月期に対前年度比較で 40,057 百万円の増加となることが見込まれているとのことである。

また、本取引の実行により実現することが期待されるシナジー効果については、当社が上場廃止になることによる上場維持費用の削減を除き、現時点において収益に与える影響を具体的に見積もることが困難であるため、本事業計画における財務予測には加味されておらず、これを算定の基礎としたみずほ証券による算定にも盛り込まれていないとのことである。

(単位：百万円)

	2026 年 3 月期 (9 ヶ月)	2027 年 3 月期	2028 年 3 月期	2029 年 3 月期	2030 年 3 月期	2031 年 3 月期
売上高	504,439	787,333	693,000	787,024	631,213	786,484
営業利益	△2,195	13,713	3,111	13,273	△3,284	11,547
EBITDA	3,038	21,646	11,516	21,195	5,668	21,172
フリー・ キャッシュ・ フロー	△16,762	△3,714	6,710	17,332	△23,372	16,686

みずほ証券が当社株式の株式価値の算定に際して分析・検討を実施した資料・情報の内容及び前提とした事項の内容については、本プレスリリースの 3(3)①(Ⅱ)の(注 13)に記載のとおりである。

イ 当社株式価値算定書（みずほ証券）の信頼性

本公開買付価格の公正性・妥当性の前提として、当社株式価値算定書（みずほ証券）の信頼性について検討すると、まず、当社は、みずほ証券が、当社グループ及び公開買付者グループの関連当事者に該当せず、本取引に関して重要な利害関係を有していない（みずほ証券は、株式会社みずほ銀行（以下「みずほ銀行」という。）及びみずほ信託銀行株式会社（以下「みずほ信託銀行」という。）と同じ株式会社みずほフィナンシャルグループの一員であり、みずほ銀行は、当社及び公開買付者の株主たる地位を有しているほか、当社及び公開買付者に対して通常の銀行取引の一環としての融資取引等を行っており、また、みずほ信託銀行は当社に対し通常の銀行取引の一環としての融資取引等を行っているが、本取引に関して記載すべき重要な利害関係を有していない）と判断しているとのことである。また、みずほ証券は、金融商品取引法第 36 条及び金融商品取引業等に関する内閣府令第 70 条の 4 の適用法令に従い、みずほ証券とみずほ銀行及びみずほ信託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、みずほ銀行及びみずほ信託銀行の株主及び貸付人の地位とは独立した立場で、当社の株式価値の算定を行っているとのことであり、当社は、当社の株式価値算定にあたり、みずほ証券において適切な利益相反管理体制が構築され、かつ実施されていると判断しているとのことである。

これらの当社の判断に不合理な点は認められず、かつ、当社によれば、本取引に係るみずほ証券に対する報酬には本取引の成立等を条件に支払われる成功報酬が含まれていないとのことであり、みずほ証券の第三者算定機関としての適格性に問題はないと評価できるところ、このようなみずほ証券による当社株式 1 株当たりの株式価値の各算定方法は、いずれも一般的な算定方法と認められる。また、市場株価を基準とする市場株価法と将来キャッシュフローの現在価値を評価に織り込む DCF 法という評価手法の組み合わせは、企業評価の標準的アプローチに沿った妥当なものであり、みずほ証券がそれぞれの算定方法を採用した理由に不合理な点は認められない。

当該各算定方法に基づく算定結果は、経験豊富な第三者算定機関であるみずほ証券により算定されたものであり、当社株式 1 株当たりの株式価値の算定結果にも不合理な点は認められない。さらに、上記算定方法及びその結果の前提となる財務予測や前提条件等についても、いずれも不合理な点は認められない。

以上より、当社株式価値算定書（みずほ証券）には信頼性が認められると評価できる。

ウ 本公開買付価格の公正性・妥当性

本公開買付価格である 1 株当たり 480 円は、当社株式価値算定書（みずほ証券）における市場株価法による算定結果のレンジの上限を上回っており、また、当社株式価値算定書（みずほ証券）における DCF 法による算定結果のレンジの中央値を上

回っていることからすれば、本公開買付価格は当社株式価値算定書（みずほ証券）における株式価値算定の結果との関係で妥当な範囲内にあると評価できる。

(2) 当委員会独自の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

当委員会は、本諮問事項について検討するにあたり、公開買付者から提示された本公開買付価格に係る取引条件の妥当性を確保するために、当社グループ及び公開買付者グループ並びに本取引の成否から独立した第三者算定機関であるプルータスに対して、当社株式の株式価値の算定及び本公開買付価格の公正性に関する意見（フェアネス・オピニオン）の表明を依頼し、2025年9月10日付で当委員会株式価値算定書（プルータス）及び本公開買付価格が当社の一般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・オピニオンを取得した。

ア 当委員会株式価値算定書（プルータス）の算定結果

プルータスは、本公開買付けにおける算定手法を検討した結果、当社が継続企業であるとの前提の下、当社株式の価値について多面的に評価することが適切であるとの考えに基づき、当社株式が東証プライム市場に上場しており、市場株価が存在することから市場株価法を、当社の将来の事業活動の状況を算定に反映するためにDCF法を、それぞれ用いて、当社株式1株当たりの株式価値の算定を行ったとのことである。

プルータスによれば、上記の手法に基づいて算定した当社株式1株当たりの株式価値の範囲は、以下のとおりである。

市場株価法	305 円から 334 円
DCF 法	265 円から 618 円

市場株価法では、算定基準日を2025年9月10日として、東証プライム市場における当社株式の基準日終値332円、直近1ヶ月間の終値の単純平均値334円、直近3ヶ月間の終値の単純平均値320円及び直近6ヶ月間の終値の単純平均値305円を基に、当社株式1株当たりの株式価値の範囲を305円から334円と算定しているとのことである。

DCF法では、本事業計画における収益予測や投資計画、当社の2026年3月期第1四半期における財務情報、一般に公開された情報等の諸要素を前提として、当社が2026年3月期第2四半期以降に生み出すと見込まれるフリー・キャッシュ・フローを一定の割引率で現在価値に割り引いて当社の企業価値及び株式価値を算定し、当社株式1株当たりの株式価値の範囲を265円から618円と算定しているとのことである。割引率は加重平均資本コストとし、3.1%～3.8%を採用しており、また、継続価値の算定にあたっては永久成長法を採用し、永久成長法では理論上想

定される長期的な環境等を踏まえ永久成長率を 0.0%として、継続価値を 120,357～147,364 百万円と算定しているとのことである。継続価値の算定にあたっては、4 年に 1 度の大規模定期修理及びその中間年度に小規模定期修理がそれぞれ実施されるという当社のビジネスサイクルに鑑み、本事業計画の最終年度である 2031 年 3 月期の財務数値のみではなく、2028 年 3 月期から 2031 年 3 月期の 4 ヶ年の財務情報を考慮しているとのことである。

なお、本事業計画の策定においては、石油精製ビジネス等、現状の当社の事業内容の継続を前提としており、大幅な事業内容の変化は見込んでいないとのことである。また、カーボンニュートラル等、当社を取り巻く外部環境等を踏まえ、将来的にバイオ燃料の供給等の新規事業を具体的に検討する可能性はあるものの、現時点において具体的に実施を予定している新規事業はないことから収益影響を具体的に見積もることが困難であるため、本事業計画には加味していないとのことである。そして、当社は 4 年に 1 度の大規模定期修理及びその中間年度に小規模定期修理を実施するというビジネスサイクルが存在することから、本事業計画においても、当該ビジネスサイクルが継続することを前提としているとのことである。

また、前記(1)アのとおり、本事業計画は、本取引の取引条件の妥当性を検討することを目的として、公開買付者グループから独立した当社の従業員で組成されたチームが作成しており、作成過程において公開買付者グループ（公開買付者の出身者又は公開買付者からの出向者を含む。）が関与した事実はないとのことである。また、当委員会は、当社が本取引のために本事業計画を作成するにあたり、事業計画案の内容及び重要な前提条件等について質疑応答を行うとともに、最終的な本事業計画の内容、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、承認をしている。

プルータスが DCF 法の算定の前提とした本事業計画に基づく財務予測は以下のとおりであり、当該財務予測には、対前年度比較で利益やフリー・キャッシュ・フローの大幅な増減を見込んでいる事業年度が含まれるとのことである。具体的には、2026 年 3 月期及び 2030 年 3 月期に大規模定期修理を、2028 年 3 月期に小規模定期修理を行うために、製油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、及び設備投資額の増加見込みにより、営業利益は、2026 年 3 月期に対前年度比較で 10,048 百万円の減少、2027 年 3 月期に対前年度比較で 29,330 百万円の増加、2028 年 3 月期に対前年度比較で 10,602 百万円の減少、2029 年 3 月期に対前年度比較で 10,162 百万円の増加、2030 年 3 月期に対前年度比較で 16,557 百万円の減少、2031 年 3 月期に対前年度比較で 14,831 百万円の増加となることが見込まれており、フリー・キャッシュ・フローは、2026 年 3 月期に対前年度比較で 42,137 百万円の減少、2027 年 3 月期に対前年度比較で 11,006 百万円の増加、2028 年 3 月期に対前年度比較で 9,947 百万円の増加、2029 年 3 月期に対前年度比較で 11,653 百万円の増加、2030 年 3 月期に対前年度比較で 42,135 百万円の減少、2031 年 3 月期に対前年度比較で 41,494 百万円の増加となることが見込まれているとのことである。

また、本取引の実行により実現することが期待されるシナジー効果については、現時点において収益に与える影響を具体的に見積もることが困難であるため、本事業計画における財務予測には加味されておらず、これを算定の基礎としたプルータスによる算定にも盛り込まれていないとのことである。

(単位：百万円)

	2026 年 3 月期 (9 ヶ月)	2027 年 3 月期	2028 年 3 月期	2029 年 3 月期	2030 年 3 月期	2031 年 3 月期
売上高	504,439	787,333	693,000	787,024	631,213	786,484
営業利益	△2,195	13,713	3,111	13,273	△3,284	11,547
EBITDA	3,441	21,781	11,664	21,354	5,829	21,336
フリー・ キャッシュ・フロー	△17,664	△2,676	7,271	18,925	△23,211	18,283

プルータスが当社株式の株式価値の算定に際して前提とした事項の内容その他留保事項等については、本プレスリリースの 3(3)②(Ⅲ)の末尾に記載のとおりである。なお、プルータスは、算定の基礎とした本事業計画については、当社との間で質疑応答を行い、その内容を分析及び検討しているとのことである。

イ 本フェアネス・オピニオンの概要

本フェアネス・オピニオンは、プルータスが、当社が作成した本事業計画に基づく株式価値算定の結果等に照らして、本公開買付価格である 1 株当たり 480 円が、当社の一般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ある。

本フェアネス・オピニオンは、プルータスが、当社から当社の事業の現状や本事業計画等の開示を受けるとともに、それらに関する説明を受けた上で実施した当社の株式価値算定の結果に加えて、本公開買付けの概要、背景及び目的に係る当社との質疑応答、プルータスが必要と認めた範囲内での当社の事業環境、経済、市場及び金融情勢等についての検討並びにプルータスにおけるエンゲージメントチームとは独立した審査会におけるレビュー手続を経て、発行されたとのことである（その他、本フェアネス・オピニオンの作成に際して前提とした事項の内容その他留保事項等については、本プレスリリースの 3(3)②(Ⅲ)の（注 14）に記載のとおりである。）。

ウ 当委員会株式価値算定書（プルータス）及び本フェアネス・オピニオンの信頼性

本公開買付価格の公正性・妥当性の前提として、当委員会株式価値算定書（プルータス）及び本フェアネス・オピニオンの信頼性について検討すると、当委員会は、プルータスが、当社グループ及び公開買付者グループの関連当事者に該当せず、本取引に関して重要な利害関係を有していないと判断している。

かかる当委員会の判断に加え、当社によれば、本取引に係るプルータスに対する報酬には本取引の成立等を条件に支払われる成功報酬が含まれていないとのことであることからすれば、プルータスの第三者算定機関としての適格性に問題はないと評価できるところ、このようなプルータスによる当社株式 1 株当たりの株式価値の各算定方法は、いずれも一般的な算定方法と認められる。また、市場株価を基準とする市場株価法と将来キャッシュフローの現在価値を評価に織り込む DCF 法という評価手法の組み合わせは、企業評価の標準的アプローチに沿った妥当なものであり、プルータスがそれぞれの算定方法を採用した理由に不合理な点は認められない。

当該各算定方法に基づく算定結果は、経験豊富な第三者算定機関であるプルータスにより算定されたものであり、当社株式 1 株当たりの株式価値の算定結果にも不合理な点は認められない。さらに、上記算定方法及びその結果の前提となる財務予測や前提条件等についても、いずれも不合理な点は認められない。

また、本フェアネス・オピニオンの発行手続及び内容についても、不合理な点は認められない。

以上より、当委員会株式価値算定書（プルータス）及び本フェアネス・オピニオンには信頼性が認められると評価できる。

エ 本公開買付価格の公正性・妥当性

本公開買付価格である 1 株当たり 480 円は、当委員会株式価値算定書（プルータス）における市場株価法による算定結果のレンジの上限を上回っており、また、当委員会株式価値算定書（プルータス）における DCF 法による算定結果のレンジの中央値を上回っていることからすれば、本公開買付価格は当委員会株式価値算定書（プルータス）における株式価値算定の結果との関係で妥当な範囲内にあると評価できる。

また、本フェアネス・オピニオンにおいて、本公開買付価格が当社の一般株主にとって財務的見地から公正である旨の意見が述べられており、これによっても本公開買付価格の公正性・妥当性が裏付けられるものと考えられる。

(3) プレミアムの確保

本公開買付価格は、本公開買付けの公表日の前営業日である 2025 年 9 月 10 日の東証プライム市場における当社株式の終値及び過去の終値単純平均値に対してそれ

ぞれ以下のプレミアムを加えた価格である。

(評価基準日：2025 年 9 月 10 日)

	基準日終値	終値単純平均値		
		過去 1 ヶ月間	過去 3 ヶ月間	過去 6 ヶ月間
市場株価	332 円	334 円	320 円	305 円
プレミアム	44.58%	43.71%	50.00%	57.38%

以上のプレミアム水準は、みずほ証券によれば、同種他社事例における平均的なプレミアム水準（具体的には、経済産業省が「公正な M&A の在り方に関する指針－企業価値の向上と株主利益の確保に向けて－」（以下「M&A 指針」という。）を公表した 2019 年 6 月 28 日から 2025 年 8 月 22 日までに公表されかつ成立した、持分法適用関連会社である上場会社の非公開化を企図した TOB 事例 21 件（但し、リーク報道があった事例を除く。）のプレミアム水準の平均値及び中央値の水準 45.42%～59.37%（当該 21 件のプレミアム水準の平均値：公表日の前営業日の株価に対して 54.48%、公表日の前営業日までの過去 1 ヶ月間の終値単純平均値に対して 57.06%、公表日の前営業日までの過去 3 ヶ月間の終値単純平均値に対して 59.37%、公表日の前営業日までの過去 6 ヶ月間の終値単純平均値に対して 58.55%。当該 21 件のプレミアム水準の中央値：公表日の前営業日の株価に対して 45.42%、公表日の前営業日までの過去 1 ヶ月間の終値単純平均値に対して 50.64%、公表日の前営業日までの過去 3 ヶ月間の終値単純平均値に対して 53.19%、公表日の前営業日までの過去 6 ヶ月間の終値単純平均値に対して 54.32%。）との比較において、遜色ない水準と考えられるとのものであり、かかる水準のプレミアムが確保されていることからすれば、本公開買付価格は、本取引の実行によって当社に実現される株式価値が相当程度反映されたものであると評価できる。

(4) 下方修正開示について

当社は、2024 年 8 月 9 日付「業績予想の修正に関するお知らせ」（以下「下方修正開示①」という。）に記載のとおり、2025 年 3 月期第 2 四半期累計期間及び通期の連結業績予想の下方修正を行っている。当社によれば、当該下方修正は、2024 年 7 月下旬の落雷による装置の一時的な停止及び生産計画の見直しや、当時当社の連結子会社であった東京石油興業株式会社の全株式を売却したことに伴う売却損等を要因とするものであり、当社が意図的に当社株式の株価を下げる目的で当該下方修正を策定及び公表したものではないとのことである。

また、当社は、2024 年 11 月 8 日付「業績予想の修正に関するお知らせ」（以下「下方修正開示②」という。）に記載のとおり、再度、2025 年 3 月期通期の連結業績予想の下方修正を行っている。当社によれば、当該下方修正は、2025 年 3 月期上期末の棚卸資産評価損の計上に加えて、当時の市場動向を踏まえたドバイ原油価格の引き下げや為替レートの円高予想への修正等を要因とするものであり、当社が意図的に

当社株式の株価を下げる目的で当該下方修正を策定及び公表したものではないとのことである。

公開買付者によれば、公開買付者が、次期中期経営計画作成の一環として、石油製品について想定される環境条件及びそれを踏まえた供給体制に関する検討を開始したのは2025年3月下旬とのことであり、下方修正開示①及び下方修正開示②は、公開買付者が本取引に関する検討を開始する以前に行われたものである。

以上を踏まえれば、下方修正開示①及び下方修正開示②は、意図的に当社株式の株価を下げる目的で行われたものではないと考えることは合理的であり、前記(1)記載のみずほ証券による市場株価法の算定及び前記(2)記載のプルータスによる市場株価法の算定並びに前記(3)記載のプレミアム水準の判断において、下方修正開示①及び下方修正開示②以降の当社株式の株価も考慮の対象とすることに問題はないと考えられる。

(5) 公開買付者との交渉

当委員会は、本公開買付価格について、2025年8月8日以降、(a) 当社のフィナンシャル・アドバイザー兼第三者算定機関であるみずほ証券及び当委員会独自の第三者算定機関であるプルータスによる当社株式価値のDCF法による分析結果（複数の評価方法が考えられる関係会社株式及び繰越欠損金の多角的な分析結果を含む。）、

(b) 本取引と類似する取引事例（具体的には、経済産業省がM&A指針を公表した2019年6月28日以降に公表されかつ成立した、持分法適用関連会社である上場会社の非公開化を企図したTOB事例（但し、リーク報道があった事例を除く。））のプレミアム水準、(c) 当社株式の市場株価の推移、(d) 本取引の実行により実現することが期待されるシナジー効果等（事業上のシナジー効果に加え、公開買付者が本取引後に当社の減資を行う場合を想定した、繰越欠損金の更なる活用によるシナジー効果を含む。）を踏まえ、公正かつ妥当な価格及びMoM（下記に定義する。）水準等を踏まえた下限設定を確保できるまでは交渉する（本大株主が保有する当社株式の全てについても本公開買付けへの応募を求めつつ、仮に本大株主が本取引後も当社の株主として残るのであれば、その点も踏まえて価格及び下限設定に関する交渉を行う）という方針の下、専門性の高い当社のフィナンシャル・アドバイザーであるみずほ証券を通じて、公開買付者との間で、複数回にわたり協議及び交渉を重ねた。

具体的には、当社及び当委員会は、2025年8月8日に、公開買付者から、本大株主が本取引後も当社の株主として残ること等を前提とした上で、公開買付価格を1株当たり400円（当該時点の東証プライム市場における当社株式の終値320円に対して25.00%のプレミアム）とする旨及び買付予定数の下限を公開買付け成立後に公開買付者の所有割合が35.05%となるように設定する旨を含む、本公開買付けに関する最初の提案を受けた。当該提案を受け、当委員会は、①当該提案価格について、上記

(a)乃至(d)を踏まえて総合的に検討した結果、本取引の実行により実現することが期待される企業価値の増加分が当社の一般株主に公正に分配された価格として不十分な水準であると考え、また、②買付予定数の下限について、取引条件の公正性・

妥当性及び手続の公正性の観点から、いわゆる「マジョリティ・オブ・マイノリティ」(Majority of Minority) (以下「MoM」という。)水準を満たす下限設定がなされることが重要だと考えて(なお、ここでの MoM とは、本基準株式数⁵(77,240,335 株)から、本答申書提出日において公開買付者が保有する当社株式数 17,035,520 株、本不応募合意株主が保有する当社株式数 5,811,390 株及びクウェート石油公社が保有する当社株式数 5,811,390 株を減じた 48,582,035 株の過半数に相当する数(24,291,018 株)を上回る基準の株式数をいう。)、同月 16 日に、公開買付者に対して、公開買付価格及び買付予定数の下限に関する提案内容の再検討を要請した。

その後、当社及び当委員会は、同月 21 日に、公開買付者から、本大株主が本取引後も当社の株主として残ること等を前提とした上で、公開買付価格を 1 株当たり 425 円(当該時点の東証プライム市場における当社株式の終値 327 円に対して 29.97%のプレミアム)とする旨及び引き続き買付予定数の下限を公開買付け成立後に公開買付者の所有割合が 35.05%となるように設定する旨の第 2 回目の提案を受けた。当該提案を受け、当委員会は、①当該提案価格について、上記 (a) 乃至 (d) を踏まえて総合的に検討した結果、本取引の実行により実現することが期待される企業価値の増加分が当社の一般株主に公正に分配された価格として不十分な水準であると考え、また、②買付予定数の下限について、取引条件の公正性・妥当性及び手続の公正性の観点から、上記の MoM 水準を満たす下限設定がなされることが重要だと考えて、同月 26 日に、公開買付者に対して、公開買付価格を含む提案内容の再検討を要請した。

その後、当社及び当委員会は、同月 28 日に、公開買付者から、本大株主が本取引後も当社の株主として残ること等を前提とした上で、公開買付価格を 1 株当たり 450 円(当該時点の東証プライム市場における当社株式の終値 337 円に対して 33.53%のプレミアム)とする旨及び引き続き買付予定数の下限を公開買付け成立後に公開買付者の所有割合が 35.05%となるように設定する旨の第 3 回目の提案を受けた。当該提案を受け、当委員会は、①当該提案価格について、上記 (a) 乃至 (d) を踏まえて総合的に検討した結果、本取引の実行により実現することが期待される企業価値の増加分が当社の一般株主に公正に分配された価格として不十分な水準であると考え、また、②買付予定数の下限について、取引条件の公正性・妥当性及び手続の公正性の観点から、上記の MoM 水準を満たす下限設定がなされることが重要だと考えて、同年 9 月 1 日に、公開買付者に対して、公開買付価格を含む提案内容の再検討を要請した。

その後、当社及び当委員会は、同月 2 日に、公開買付者から、本大株主が本取引後も当社の株主として残ること等を前提とした上で、公開買付価格を 1 株当たり 470 円(当該時点の東証プライム市場における当社株式の終値 341 円に対して 37.83%のプレミアム)とする旨及び買付予定数の下限を公開買付け成立後の公開買付者の所有割合が 48.05%となるように設定する旨並びに今後公開買付価格の引き上げ及び買付予定数の下限の引き下げを行う予定はない旨の第 4 回目の提案を受けた。当該提案を受け、当委員会は、①当該提案価格について、上記 (a) 乃至 (d) を踏まえて

⁵ 当社第 1 四半期決算短信に記載された 2025 年 6 月 30 日現在の当社の発行済株式総数(78,183,677 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保有する自己株式数(943,342 株)を控除した株式数(77,240,335 株)をいう。以下同じ。

総合的に検討した結果、本取引の実行により実現することが期待される企業価値の増加分が当社の一般株主に公正に分配された価格として不十分な水準であると考え、また、②買付予定数の下限について、取引条件の公正性・妥当性及び手続の公正性の観点から、上記の MoM 水準を満たす下限設定がなされることが重要だと考えて、同月 4 日に、公開買付者に対して、公開買付価格を含む提案内容の再検討を要請した。

その後、当社及び当委員会は、同月 5 日に、公開買付者から、本不応募合意株主のみが本取引後も当社の株主として残る（公開買付者によれば、同月上旬になり、クウェート石油公社から本取引を機に当社株式を売却する旨の方針が示され、その保有する当社株式の全て（5,811,390 株、所有割合：7.52%）について本公開買付けへの応募を行う意向である旨を確認したとのことである。前記 1(5)も参照。）こと等を前提とした上で、公開買付価格を 1 株当たり 480 円（当該時点の東証プライム市場における当社株式の終値 343 円に対して 39.94%のプレミアム）とする旨及び買付予定数の下限を公開買付け成立後の公開買付者の所有割合が 57.91%となるように設定する旨並びに当委員会からの指摘を最大限尊重した提案内容であり、公開買付者として公開買付者の株主への説明責任を果たすこと及び本取引の安定性の維持を図る必要性があることから、今後再提案を想定していない旨の第 5 回目の提案を受けた。当該提案を受け、当委員会は、①当該提案価格について本取引の実行により実現することが期待される企業価値の増加分が当社の一般株主に公正に分配された価格として妥当な水準であると考え、また、②買付予定数の下限について、MoM 水準を満たし（なお、ここでの MoM とは、本基準株式数（77,240,335 株）から、本答申書提出日において公開買付者が保有する当社株式数 17,035,520 株及び本不応募合意株主が保有する当社株式数 5,811,390 株を減じた 54,393,425 株の過半数に相当する数（27,196,713 株）を上回る基準の株式数をいう。）、取引条件の公正性・妥当性及び手続の公正性が確保されるものであると考えて、同月 7 日に、公開買付者に対して、同月 9 日に本公開買付けの開始公表が行われることを前提に、当社取締役会に対して、本取引を行うことが当社の一般株主にとって公正であると考えられる旨を含む答申を行うことを予定している旨を回答した。

その後、当社及び当委員会は、同月 8 日に、公開買付者から、本公開買付けの開始公表を同月 11 日とすることを検討しているとの連絡を受けた。これを受け、当委員会は、同月 10 日に公開買付者からの提案内容について改めて検討を行い、当社取締役会に対して、本取引を行うことが当社の一般株主にとって公正であると考えられる旨を含む答申を行うことを決定した。その結果、当委員会と公開買付者とは、当社の正式な意思決定は当社取締役会決議で承認されるという前提の下、公開買付価格（1 株当たり 480 円）及びその他条件について合意に至った。

以上の本取引に係る交渉経過等において透明性や公正性を疑わせるような事情は認められず、本公開買付価格及びその他条件は、当委員会が専門性の高い当社のフィナンシャル・アドバイザーであるみずほ証券を通じて公開買付者との間で複数回にわたって行った協議・交渉の結果として合意されたものであるとともに、本公開買付価格は、公開買付者の最初の提案額（1 株当たり 400 円）から 1 株当たり 480 円と大幅に増額されたものであって、真摯な交渉によって決定された価格であると評価で

きる。

(6) 本公開買付価格と1株当たり連結簿価純資産額との比較

本公開買付価格である1株当たり480円は、当社の2025年6月末時点の連結簿価純資産額を基礎として算出した1株当たり連結簿価純資産額(882.62円)の54.38%に相当し、これを下回っている。

この点、当社によれば、1株当たり連結簿価純資産額は、現時点で企業を解散・清算した場合に実現することが期待される価値(清算価値)について、企業が保有する資産及び負債の全てが帳簿価額で売却可能であることを前提とした場合の金額に相当すると考えられるところ、(a)当社は、本取引後、公開買付者グループにおいて継続して事業活動を行う予定であり、本取引後に当社を解散・清算することは想定しておらず、また、公開買付者からも、本取引後に当社を解散・清算する予定はないことを複数回にわたって確認しているため、継続企業である当社の株式価値の評価において1株当たり連結簿価純資産額を重視することは合理的でないと考えていることに加えて、(b)清算価値について、本取引の取引条件の妥当性を検討することを唯一の目的として、複数の仮定を用いて当社で試算を行ったところ、当社が保有する資産及び負債のうち、有形固定資産及び無形固定資産(土地を除く。)については、機械装置を始めとして当社独自の規格になっており、帳簿価額での売却が困難と考えられること、また、土地については、時価に関する情報を踏まえ、帳簿価額での売却が困難と考えられること等に起因して、1株当たり清算価値が本公開買付価格を下回る試算結果が得られたとのことである。

以上の当社の説明等に不合理な点は認められず、本公開買付価格である1株当たり480円が、当社の2025年6月末時点の連結簿価純資産額を基礎として算出した1株当たり連結簿価純資産額(882.62円)を下回っていることをもって、本公開買付価格の公正性・妥当性を否定する理由にはならないものと考えられる。

(7) 公開買付者による過去の当社株式の取得価格

公開買付者は、2024年3月26日、住友化学株式会社が保有していた当社株式の全てである5,051,600株(同日時点の当社の発行済株式総数の6.46%)を、市場外で330円で取得したとのことであり、その後、本資本業務提携の一環として、同年8月1日付で、株式会社JERAが保有していた当社株式の全てである6,839,920株(同日時点の当社の発行済株式総数の8.75%)を、市場外で360円で取得したとのことである。

以上のとおり、公開買付者が過去に当社株式を取得した際の1株当たりの取得価格(330円及び360円)は、本公開買付価格である1株当たり480円を大きく下回る金額であり、この点でも本公開買付価格に不合理な点はないと考えられる。

(8) クウェート石油公社の本公開買付けへの応募の意向

当社の第3位株主であるクウェート石油公社は、前記(5)のとおり、その保有する当社株式の全て(5,811,390株、所有割合:7.52%)について本公開買付けへの応募を行う意向とのことである。

このように、公開買付者グループから独立したクウェート石油公社が上記意向を示したことから、本公開買付価格を含む本取引の取引条件の公正性・妥当性が裏付けられるものと考えられる。

(9) 本取引に係る本公開買付価格以外の取引条件

ア 本取引のスキームの妥当性

本取引のスキームは、前記1(5)のとおり本取引と同様の効果を生じさせることが期待できる本取引以外の代替手段は想定されないと考えられることに鑑みても、また、当社の一般株主にとって適切な投資回収の機会を与えるという意味からも、合理的なものであると評価できる。

イ 本スクイーズアウト手続

後記3(7)記載のとおり、公開買付者は、本公開買付けが成立したものの、本公開買付けにおいて当社株式の全て(但し、本譲渡制限付株式を含み、公開買付者及び本不応募合意株主が保有する当社株式並びに当社が保有する自己株式を除く。)を取得することができなかった場合には、本公開買付けの成立後、株式併合の方法により、本スクイーズアウト手続を実施することを予定しているとのことである。当該方法は、対象会社の非公開化を企図する取引において一般的に採用されている方法であり、当社の非公開化を企図する本取引の方法として妥当であると考えられる。

また、公開買付者及び当社によれば、(i)本公開買付けが成立した場合には速やかに本スクイーズアウト手続が行われる予定である旨、及び(ii)本スクイーズアウト手続時の価格は本公開買付価格と同一の価格を基準にする旨が、本プレスリリースその他開示資料において明らかにされる予定とのことである。この点、上記(i)のとおり、本スクイーズアウト手続は、本公開買付けに続く手続として本公開買付けと時間的に近接した時期に実施することが予定されていることからすれば、上記(ii)のとおり、時間的に近接した両手続において交付される対価について同一の価格を基準として設定することは合理的であると考えられる。

ウ その他の取引条件

その他、本取引に係る本公開買付価格以外の条件についても、同種・同規模の取

引条件と比較して不合理なものではないと考えられ、取引条件が公正性・妥当性を欠くものとは認められない。

(10) 結論

以上より、本公開買付けにおける公開買付価格を含め、本取引の取引条件の公正性・妥当性は確保されていると考えられる。

3. 本取引に係る手続の公正性（本諮問事項(3)）について

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、以下のとおり検討を行い、総合的に勘案した結果、本取引に係る手続の公正性は確保されていると考えられる。

(1) 当委員会の設置及び審議等

ア 当委員会の設置

当社は、本取引が当社の主要株主かつ筆頭株主による持分法適用関連会社の買収に該当し、公開買付者と当社又は当社の一般株主との間に構造的な利益相反及び情報の非対称性の問題が存することに鑑み、本取引に関する当社の意思決定に慎重を期し、当社取締役会の意思決定過程における恣意性及び利益相反のおそれを排除し、その公正性を担保することを目的として、2025年5月22日開催の取締役会決議に基づき、当委員会を設置した。

当委員会は、企業経営者としての豊富な経験と見識を有する佐藤良氏（当社社外取締役）、公認会計士としての豊富な経験と見識を有する金井睦美氏（当社社外監査役）に加え、M&A指針においてM&Aに関する専門性（手続の公正性や企業価値評価に関する専門的知見）を補うために社外役員に加えて委員として選任することが否定されないとされている社外有識者として、岩田合同より推薦を受けた企業法務弁護士としての豊富な経験と見識を有する森幹晴氏（弁護士、東京国際法律事務所代表パートナー）の合計3名で構成されている。なお、当社によれば、当社社外取締役のうち、公開買付者の常務執行役員を兼任している山本順三氏、公開買付者の出身者である前澤浩士氏、本不応募合意株主の関係者であるムハンマド・シュブルーミー氏及び公開買付者との間で本公開買付けへの不応募に関する契約を締結する可能性があった株主（クウェート石油公社）の関係者であるハーリド・サバーハ氏については、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可能性を排除する観点から、当委員会の委員には選定していないとのことである。

当委員会の委員はいずれも、当社グループ及び公開買付者グループ並びに本取引の成否から独立性を有している。また、当委員会の委員の報酬について成功報酬は採用されておらず、当委員会の委員は、本取引に関して重要な利害関係を有していない。

以上に加え、当社は、当委員会の設置を決議した取締役会において、当委員会に対して本諮問事項に対する答申を依頼するとともに、本取引に関する決定を行うに際して、当委員会の意見を最大限尊重し、当委員会が本取引の条件等について妥当でないと判断した場合には、本取引を実行する旨の意思決定（本公開買付けに対する当社の賛同及び応募推奨を内容とする意見表明を含む。）を行わないことを決議した。さらに、当委員会は、当社取締役会から、（i）当社の費用負担の下、本取引に係る調査（本取引に係る当社の役員若しくは従業員又は本取引に係る当社のアドバイザーに対し、本諮問事項の検討に必要な事項について質問を行い、説明又は助言を求めることを含む。）を行うことができる権限、（ii）当社に対し、（a）当委員会としての提案その他の意見又は質問を公開買付者に伝達すること、及び（b）当委員会自ら公開買付者（本取引に係る公開買付者のアドバイザーを含む。）と協議・交渉する機会の設定を求めることができ、また、当委員会が当該機会の設定を求めない場合であっても、当社は、公開買付者と協議・交渉を行った場合にはその内容を速やかに当委員会に報告し、当委員会は、当該内容を踏まえ、公開買付者との協議・交渉の方針について、当社に対して意見を述べ、また、必要な指示・要請を行うことができる権限、（iii）必要と認めるときは、当社の費用負担の下、当委員会独自の弁護士、算定機関、公認会計士その他のアドバイザーを選任することができる権限の各権限を付与されている。

したがって、当委員会は、特別委員として適格な者により構成され、適切な判断をすることが可能な設計とされており、かつ、当社における本取引に関する意思決定に実質的に関与できる機会が確保されているといえる。

イ 当委員会における審議等

当委員会は、前記アの構成・設計の下、前記第4のとおり、本検討資料について調査・検討を行い、山本重人氏から当社の事業環境や本取引が当社の企業価値に与える影響に関する評価・検討状況等について説明を受けるとともに、質疑応答を行い、当社に対し、当社の事業環境や本取引が当社の企業価値に与える影響に関する評価・検討状況等について質問を行って、山本重人氏からかかる質問に対する回答を得るとともに、山本重人氏との間にかかる回答内容に関する質疑応答を行った。また、公開買付者に対しても、本取引の提案に至った背景及び経緯、本取引の実現によって生じるシナジー、公開買付者による本取引後の経営方針、本取引の条件・想定ストラクチャー等について、3回にわたり書面による質問を行い、いずれについても公開買付者から書面による回答を受領し、委員会会合において、公開買付者との間で回答書の内容に関する質疑応答を行った。

さらに、当委員会は、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みずほ証券から、本取引の内容及び進捗状況等、当社株式価値算定書（みずほ証券）の内容等、公開買付者のフィナンシャル・アドバイザーであるJPモルガン証券との間の協議・交渉等の状況に関して説明を受け、これらの点に関する質疑応答を行い、また、当委員会独自の第三者算定機関であるプルートラスから、当委員

会株式価値算定書（プルータス）及び本フェアネス・オピニオンの内容等に関して説明を受け、これらの点に関する質疑応答を行うとともに、当社のリーガル・アドバイザーである岩田合同から、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、本取引に係る当委員会の審議の方法並びに公開買付者との公開買付価格及びその他条件についての交渉等に関する助言を含む法的助言を受け、これらの点に関する質疑応答を行った。

以上のとおり、当委員会における審議は慎重かつ適切に行われていたものといえる。

ウ 当委員会による専門性の高い当社のフィナンシャル・アドバイザーを通じた公開買付者との交渉

当委員会は、本公開買付価格を含む本取引に係る取引条件について、公開買付者との間で、専門性の高い当社のフィナンシャル・アドバイザーであるみずほ証券を通じて交渉を行った。

エ 小括

以上のとおり、当委員会は、特別委員として適格な者により構成され、適切な判断をすることが可能な設計とされており、かつ、当社における本取引に関する意思決定に実質的に関与できる機会が確保されている上に、実際にも、当委員会における審議は慎重かつ適切に行われ、さらに、専門性の高い当社のフィナンシャル・アドバイザーを通じて公開買付者と本取引に係る取引条件について自ら交渉を行っていたのであるから、当委員会の設置及び審議等については、本取引に係る手続の公正性を確保するものであり、公正性担保措置として有効に機能していると評価できる。

(2) 当社における審議

当社は、本公開買付けにおいて、岩田合同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、並びにみずほ証券から提出を受けた当社株式価値算定書（みずほ証券）の内容を踏まえつつ、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等について、慎重に協議・検討を行っていたとのことである。

また、当社は、当委員会の指示を受け、公開買付者による当社に対するデュー・ディリジェンスへの対応、本事業計画の検討及び作成、本取引後の当社の経営方針の検討といった当社における本取引の検討、交渉及び判断に関しては、当社の山本孝彦専務執行役員、平野雅洋執行役員企画部長、中山元宏執行役員総務部長、疋田崇総務部課長その他当社の従業員 7 名の合計 11 名から構成されるプロジェクトチームを設置し、当該メンバーの選定においては、公開買付者グループ（当社を除く。）の役職員

を兼任・兼務する又は過去これらの役職員であった当社の役職員が含まれないよう留意して体制の構築を行っていた。とりわけ、当社株式の株式価値算定の基礎となる本事業計画の作成に関しては、フィナンシャル・アドバイザーであるみずほ証券の助言を受け、また、みずほ証券、ブルータス及び当委員会との間で複数回に亘る質疑応答を実施し、加えてその作成に関与する役職員の独立性を含めて作成プロセスの公正性についてもリーガル・アドバイザーである岩田合同及び当委員会の確認を受けながら進めていた。

そして、当社の取締役のうち、公開買付者の常務執行役員を兼任している山本順三氏、公開買付者の出身者である前澤浩士氏、本不応募合意株主の関係者であるムハンマド・シュブルーミー氏、及び公開買付者との間で本公開買付けへの不応募に関する契約を締結する可能性があった株主（クウェート石油公社）の関係者であるハーリド・サバーハ氏は、利益相反の疑いを回避し、本取引の公正性を担保する観点から、当該体制からは外れており、本答申書提出日に至るまでかかる取扱いを継続しており、かつ、前澤浩士氏、山本順三氏、ムハンマド・シュブルーミー氏及びハーリド・サバーハ氏の 4 名のいずれかが本取引に係る検討、交渉及び判断に関して当該体制に対する指示等を行った事実はないとのことである。

以上より、当社は、公開買付者及び本大株主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構築しているものといえ、かかる体制は、本取引に係る手続の公正性を確保するものであり、公正性担保措置として有効に機能していると評価できる。

(3) 独立した外部の専門家アドバイザーによる助言

ア 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

当社は、本取引に関して、フィナンシャル・アドバイザーとしてみずほ証券を選任し、本取引の諸手続や本公開買付価格を含む本取引の条件等の公正性・妥当性を確保するため、財務的見地から必要かつ十分な助言を得ている。また、第三者算定機関としてもみずほ証券を選任した上で、みずほ証券に当社株式の株式価値の算定を依頼し、みずほ証券から 2025 年 9 月 10 日付で当社株式価値算定書（みずほ証券）を取得している。

当社によれば、みずほ証券は、当社グループ及び公開買付者グループの関連当事者に該当せず、本取引に関して重要な利害関係を有しておらず（前記 2(1)イのとおり、みずほ証券は、みずほ銀行及びみずほ信託銀行と同じ株式会社みずほフィナンシャルグループの一員であるが、本取引に関して記載すべき重要な利害関係を有しておらず）、本取引に係るみずほ証券に対する報酬には本取引の成立等を条件に支払われる成功報酬が含まれていないとのことである。

また、前記 2(1)イのとおり、当社は、当社の株式価値算定にあたり、みずほ証券において適切な利益相反管理体制が構築され、かつ実施されていると判断しているとのことである。

そして、当委員会としても、みずほ証券の独立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、本取引の諸手続や本公開買付価格を含む本取引の条件等の公正性・妥当性を確保するため、みずほ証券から財務的見地からの必要かつ十分な助言を得ている。

したがって、みずほ証券の選任及び承認並びにこれによる助言は、本取引に係る手続の公正性を確保するものであり、公正性担保措置として有効に機能していると評価できる。

なお、当社によれば、本3に記載のとおり、当社及び公開買付者において、本公開買付価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置を実施していることから、当社の一般株主の利益には十分な配慮がなされていると考え、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）を取得していないとのことであるが、かかる当社の判断にも不合理な点は認められない。

イ 当委員会独自の第三者算定機関

当委員会は、本諮問事項について検討するにあたり、公開買付者から提示された本公開買付価格を含む本取引に係る取引条件の妥当性を確保するために、当委員会独自の第三者算定機関としてプルータスを選任した上で、プルータスに当社株式の株式価値の算定及び本公開買付価格の公正性に関する意見（フェアネス・オピニオン）の表明を依頼し、プルータスから2025年9月10日付で当委員会株式価値算定書（プルータス）及び本フェアネス・オピニオンを取得するとともに、当該算定結果や公開買付者との交渉方針等を踏まえた助言も得ている。

プルータスは、当社グループ及び公開買付者グループの関連当事者に該当せず、本取引に関して重要な利害関係を有しておらず、本取引に係るプルータスに対する報酬には本取引の成立等を条件に支払われる成功報酬が含まれていない。

なお、当委員会は、複数の第三者算定機関の候補者の独立性及び専門性・実績等を比較検討の上、プルータスの独立性に問題がないことを確認して、プルータスを独自の第三者算定機関として選任している。

したがって、プルータスの選任及びこれによる助言は、本取引に係る手続の公正性を確保するものであり、公正性担保措置として有効に機能していると評価できる。

ウ 当社のリーガル・アドバイザー

当社は、本取引に関して、リーガル・アドバイザーとして岩田合同を選任し、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、本取引に係る当社の意思決定の方法並びに公開買付者との公開買付価格及びその他条件についての交渉等に関する助言を含む法的助言を受けている。

岩田合同は、当社グループ及び公開買付者グループの関連当事者に該当せず、本

取引に関して重要な利害関係を有していないとのことである。岩田合同は当社にとって顧問法律事務所ではあるが、当社が岩田合同に法的助言の対価として支払った金額は当社の社外役員の独立性の基準を下回る少額のものであり、岩田合同の本取引に関する法的助言の公正性に疑いを抱かせる金額ではなく、本取引に係る岩田合同に対する報酬には本取引の成立等を条件に支払われる成功報酬が含まれていないとのことである。また、岩田合同は当社に限らず多数の依頼者に対してリーガル・サービスを提供する外部の法律事務所であり、当社も岩田合同の依頼者の一つとして岩田合同の取扱分野や専門性を踏まえて当社の事業や経営判断に関し法律相談を継続的に依頼し、外部の法律専門家として法的助言を受けるために法律顧問契約を締結しているものであって、かかる法律顧問契約を締結していることをもって当社からの独立性は害されないと判断しているとのことである。

そして、当委員会としても、岩田合同の独立性に問題がないことを確認した上で、当社のリーガル・アドバイザーとして承認し、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、本取引に係る当委員会の審議の方法並びに公開買付者との公開買付価格及びその他条件についての交渉等に関して、岩田合同から法務的見地からの必要かつ十分な助言を得ている。なお、岩田合同が十分な専門的知見及び経験並びに独立性を有しており、当委員会として独自にリーガル・アドバイザーを選任すべき特段の事情がないことに鑑みると、当委員会が独自のリーガル・アドバイザーを選任していないことにより、本取引に係る手続の公正性が損なわれるものではないといえる。

以上からすると、岩田合同の選任及び承認並びにこれによる助言は、本取引に係る手続の公正性を確保するものであり、公正性担保措置として有効に機能していると評価できる。

(4) 他の買付者からの買付機会を確保するための措置（マーケット・チェック）

公開買付者は、公開買付期間を、法令に定められた最短期間が20営業日であるところ、30営業日に設定しているとのことである。これは、公開買付期間を法令に定められた最短期間より比較的長期に設定することにより、当社の株主に本公開買付けに対する応募について適切な判断機会を確保するとともに、公開買付者以外の買収提案者（以下「対抗的買収提案者」という。）にも対抗的な買付け等を行う機会を確保するという、いわゆる間接的なマーケット・チェックを行い、これをもって、本公開買付けの公正性を担保することを企図するものといえる。

また、公開買付者及び当社は、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を行っていないとのことである。

これらの措置等を踏まえると、対抗的な買付け等の機会が確保されているといえ、本取引における間接的なマーケット・チェックは相応に機能するものと評価できる。

なお、市場における潜在的な対抗的買収提案者の有無を調査・検討するという、いわゆる積極的なマーケット・チェックは実施されていないが、情報管理の観点等から

実務上その実施は必ずしも容易ではないところ、本件においては、公開買付者が当社株式 17,035,520 株（所有割合：22.06%）を保有しており、公開買付者と当社との間で本資本業務提携に基づく協業体制が構築されている関係にあることを踏まえれば、本取引以外の現実的な選択肢が存在せず、積極的なマーケット・チェックを実施する意義は乏しいと考えられる。そして、本件においては、本 3 記載の各公正性担保措置が講じられていることを踏まえれば、積極的なマーケット・チェックを講じていないとしても、全体として取引条件の公正さが手続的に担保されているといえる。

(5) 当社の一般株主に対する適切な情報提供

本取引における当社の開示資料（本プレスリリース等）では、当委員会に関する情報（各委員の独立性、当委員会に付与された権限、当委員会における検討経緯、当委員会の答申内容及びその理由等）や、本取引に関する情報（本取引の目的、本取引を実施するに至った経緯、本取引に関する取締役会の審議の状況等）等が具体的かつ詳細に開示される予定である。

以上のとおり、本取引では、当社の一般株主が本取引について評価・判断するに当たり、適切な情報が提供される予定であると認められるところ、かかる情報提供は、本取引に係る手続の公正性を確保するものであり、公正性担保措置として有効に機能していると評価できる。

(6) MoM を上回る買付予定数の下限の設定

公開買付者は、本公開買付けにおいて、27,693,547 株（所有割合：35.85%）を買付予定数の下限として設定しており、応募株券等の数の合計が買付予定数の下限に満たない場合には、応募株券等の全部の買付け等を行わないとのことである。かかる買付予定数の下限（27,693,547 株）は、公開買付者と利害関係を有さない当社の株主が所有する当社株式の数の過半数、すなわち、MoM（なお、ここでの MoM とは、本基準株式数（77,240,335 株）から、本答申書提出日において公開買付者が保有する当社株式数 17,035,520 株及び本不応募合意株主が保有する当社株式数 5,811,390 株を減じた 54,393,425 株の過半数に相当する数（27,196,713 株）を上回る基準の株式数をいう。）水準を満たすものといえる。

すなわち、当該下限については、当該下限を満たす場合、実質的に、公開買付者と重要な利害関係を共通にしない株主、すなわち一般株主が保有する株式の過半数の応募があることにもなる（換言すれば、一般株主が保有する株式の過半数の応募がない限り、当該下限を満たさない。）から、当該下限の設定は、実質的に MoM に相当する買付予定数の下限の設定として、本取引に係る手続の公正性を確保するものであり、公正性担保措置として有効に機能していると評価できる。

(7) 強圧性の排除

ア 本スクイーズアウト手続の内容

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 27,693,547 株（所有割合：35.85%）と設定し、応募株券等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等を行わないとのことである。また、公開買付者は、当社株式の全て（但し、本譲渡制限付株式を含み、公開買付者及び本不応募合意株主が保有する当社株式並びに当社が保有する自己株式を除く。）を取得することにより、当社株式を非公開化することを目的としているため、買付予定数の上限を設定せず、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ある。そして、本公開買付けが成立したものの、本公開買付けにおいて当社株式の全て（但し、本譲渡制限付株式を含み、公開買付者及び本不応募合意株主が保有する当社株式並びに当社が保有する自己株式を除く。）を取得することができなかった場合には、公開買付者は、本公開買付けの成立後、株式併合の方法により、本スクイーズアウト手続を実施することを予定しているとのことである。

具体的には、本公開買付けの成立後、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「本株式併合」という。）を行うこと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」という。）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ある。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、当社に対して、本公開買付けの決済の開始日後の近接する日が本臨時株主総会の基準日となるように、公開買付期間中に基準日設定公告を行うこと、本臨時株主総会を 2025 年 12 月頃を目途に開催することを要請する予定とのことであり、当社は、公開買付者からかかる要請を受けた場合には応じる予定とのことである。なお、公開買付者及び本不応募合意株主は、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ある。

公開買付者によれば、①本臨時株主総会において本株式併合の議案が承認された場合には、本株式併合がその効力を生ずる日において、当社の株主は、本株式併合の割合に応じた数の当社株式を保有することとなり、②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る。以下同じ。）に相当する当社株式を公開買付者又は当社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り、③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、本不応募合意株主及び当社を除く。）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保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であり、④当社株式の併合の割合は、本答申書提出日現在において未定であるが、公開買付者及び本不応募合意株主のみが当社株式の全て（但し、当社が保有する自己株式を除く。）を保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、本不応募合意株主及び当社を除く。）の保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するよう要請される予定とのことである。

イ 公開買付者の主張する本件下限設定の理由

公開買付者によれば、買付予定数の下限を 27,693,547 株（所有割合：35.85%）に設定した（以下「本件下限設定」という。）理由は以下のとおりとのことである。

まず、公開買付者は、M&A 指針において「特に近年の我が国の資本市場動向としてパッシブ・インデックス運用ファンドの規模が拡大しているところ、その中には、取引条件の適否にかかわらず、原則として公開買付けへの応募を行わない投資家も存在する」と指摘されているとおり、パッシブ・インデックス運用ファンドの中には、一般的に、公開買付けの条件の適否にかかわらず、原則として公開買付けへの応募は行わないものの、その後のスクイーズアウト手続における株主総会においては株式併合に係る議案に対して賛成の議決権行使を行う方針を有している者が存在すると認識しており、これは当社株式を保有しているパッシブ・インデックス運用ファンドにおいても同様と認識しているとのことである。これらを背景に、2020 年 1 月 1 日以降に実施された買付予定数の上限が定められていない公開買付けによる完全子会社化においてもパッシブ・インデックス運用ファンドが保有する一定の株式数を買付予定数の下限から控除した事例は複数存在しており、このうち、公開買付け成立後の公開買付者の議決権所有割合が 3 分の 2 未満でありながら、スクイーズアウト手続における株主総会において株式併合に係る議案が可決された事例が複数存在することを確認しているとのことである。

そして、公開買付者は、当社株式を保有するパッシブ・インデックス運用ファンドについて、2025 年 5 月 21 日に対象者より共有を受けた、対象者が実施した同年 3 月末時点の当社株主の株主判明調査の内容、及び、金融市場等のデータ提供サービスを行う情報ベンダーによる機関投資家のファンド別の株式保有状況に関するデータベース情報を確認し、公開買付者が 2024 年 11 月に実施を公表した公開買付け案件での機関投資家の応募状況の分析を行うとともに、当該ファンドを運用する国内機関投資家に対して公開買付けの応募に関する一般的な対応方針と公開買付け成立後の株主総会における議決権行使方針について本取引を直接言及せず匿名・一般論を前提とするヒアリングを行い、その一部から回答が得られた結果、2025 年 3 月末時点で当社株式を保有するパッシブ・インデックス運用ファンドの保有株式合計 7,951,600 株（所有割合：10.29%）のうち、合計 828,800 株（所有割合：1.07%）については、上記の本取引を直接言及しない匿名・一般論を前提とするヒアリングにおいて、公開買付けには応募しないものの、その後のスクイーズ

アウト手続における株主総会においては株式併合に係る議案に対して原則として賛成の議決権行使を行う方針であると回答した機関投資家が保有していることが確認されたため、本公開買付けへの応募は行われずに本株式併合に係る議案に賛成の議決権行使が行われることが合理的に見込まれると認識しているとのことである。

以上より、公開買付者は、本公開買付け成立後、公開買付者が保有する株式数（その場合想定される最低値は所有割合にして 57.91%）・本不応募合意株主が保有する株式数（所有割合：7.52%）・上記のパッシブ・インデックス運用ファンドが保有する株式数（所有割合：1.07%）・当社の取締役及び執行役員が保有する本譲渡制限付株式の数（所有割合：0.16%）を合計した株式数（所有割合：66.67%）に照らせば、本株式併合に係る議案の可決が可能な水準となると考えているとのことである。以上を踏まえて検討するに、公開買付者の説明によれば、上記の合計 828,800 株（所有割合：1.07%）を保有するパッシブ・インデックス運用ファンドは、「原則的に」との留保付きではあるものの、公開買付けに応募しないで臨時株主総会でのスクイーズアウト議案に対して賛成すると回答しているとのことであり、当該パッシブ・インデックス運用ファンドが本公開買付けに応募せず、本臨時株主総会において賛成の議決権行使を行うことが見込まれると考えることには一定の合理性が認められる。

ウ 強圧性が生じないように配慮されていると認められること

本公開買付けにおいて、強圧性が生じないように配慮を行うためには、本基準株式数に 3 分の 2 を乗じた数（51,493,557 株、小数点以下を切り上げ）から、本答申書提出日において公開買付者が保有する当社株式数（17,035,520 株）、本不応募合意株主の保有する株式数（5,811,390 株）⁶、並びに、当社の取締役及び執行役員が保有する本譲渡制限付株式の数（計 124,300 株）⁷を減じた 28,522,347 株（所有割合：36.93%）を買付予定数の下限と設定することが考えられるところ、本公開買付者が提案する本件下限設定（27,693,547 株（所有割合：35.85%））は、これに満たない。

もっとも、本件下限設定は、上記下限設定（28,522,347 株（所有割合：36.93%））を僅かに下回る程度であること、及び、前記イに記載するとおり、上記の合計 828,800 株（所有割合：1.07%）を保有するパッシブ・インデックス運用ファンドについては、本公開買付けに応募せず、本臨時株主総会において賛成の議決権行使

⁶ 公開買付者によれば、公開買付者は、本不応募合意株主との間で、本不応募合意株主は、本株式併合を妨げる又は遅延させることを意図したいかなる行為も行わず、当社の取締役会が本株式併合の承認を目的とした臨時株主総会の招集に当たって当社の取締役が反対するよう指示し又は促してはならず、本臨時株主総会において株式併合に関する提案（当社の定款を本株式併合に合わせて修正する提案を含む。）に賛成の議決権を行使しなければならない旨を合意する予定とのことである。

⁷ 当社によれば、本公開買付けが成立した場合、当社の取締役及び取締役を兼務しない執行役員のうち本譲渡制限付株式を保有する者は、本臨時株主総会において本株式併合に係る議案に賛成する見込みとのことである。

を行うことが見込まれると考えることには一定の合理性が認められるところ、当該パッシブ・インデックス運用ファンドがそのように行動することを前提とすれば、本件下限設定を行うことにより、本株式併合に係る議案の可決が可能な水準が確保されていることになることからすれば、本件下限設定を行うことにより本株式併合に係る議案が可決される蓋然性が認められると考えられる。

また、公開買付者によれば、本株式併合に係る議案が可決されない場合であっても、公開買付者は、最終的に当社株式の全て（但し、本譲渡制限付株式を含み、公開買付者及び本不応募合意株主が保有する当社株式並びに当社が保有する自己株式を除く。）を取得することを目的とし、当社株式の非公開化を行う方針であることから、本公開買付けにおける応募状況や当該時点における当社の株主の所有状況及び属性並びに市場株価の動向も踏まえた上で、本株式併合に係る議案が当社の株主総会において現実的に承認される水準（具体的な水準は本臨時株主総会における議決権行使比率や直近の当社の株主構成を踏まえて決定することである。）に至るまで、市場内での買付け又は市場外での相対取得の方法により、当社株式を追加取得し、当社株式の非公開化を目指す予定とのことである。当該追加取得に関しては、公開買付者は、市場内取引の場合は市場価格により、市場内取引以外の方法による場合には、当社株式に係る株式併合又は株式分割といった価格の調整を必要とする事象が生じない限り、本公開買付価格と経済的に同等と評価される価格（当社が株式併合又は株式分割等、支払う対価の調整を要する行為を行わない限り、1株あたり、本公開買付価格と同額）により、当社株式を取得する方針とのことである。このような追加取得の具体的な時期及び方法並びにその後の株主総会による本株式併合に係る議案の承認までに要する期間については、市況等の諸事情によるため現時点では決定することができないものの、公開買付者としては実務上可能な限り速やかに本株式併合が実施されるように最大限努めるとのことである。

エ 小括

前記ア乃至ウを踏まえれば、①本取引においては、本公開買付け後の本スクイーズアウト手続は本株式併合により行うことが予定されているところ、②（i）本件下限設定を行うことにより本株式併合に係る議案が可決される蓋然性が認められ、かつ、（ii）公開買付者によれば、公開買付者は、本株式併合に係る議案が可決されない場合であっても、本公開買付けにおける応募状況や当該時点における当社の株主の所有状況及び属性並びに市場株価の動向も踏まえた上で、本株式併合に係る議案が当社の株主総会において現実的に承認される水準に至るまで、市場内での買付け又は市場外での相対取得の方法により、当社株式を追加取得し、当社株式の非公開化を目指す予定とのことであること等からすれば、実質的にみて、本取引に反対する株主に株式買取請求権又は価格決定請求権が確保されないスキームは採用されておらず、③（i）本公開買付けが成立した場合には速やかに本スクイーズアウト手続が行われる予定である旨、及び（ii）本スクイーズアウト手続時の

価格は本公開買付価格と同一の価格を基準にする旨が、本プレスリリースその他開示資料において明らかにされる予定であることを踏まえれば、一般株主は、本公開買付けに応募するか否かにあたって、仮に応募しなかった場合に不利に取り扱われることが予想される状況には陥らないような配慮がなされているといえ、本取引においては、一般株主に対する強圧性を生じさせないような配慮がなされていると認められる。

(8) 結論

本取引においては、以上の各公正性担保措置が講じられており、本取引に係る手続の公正性は確保されていると考えられる。

4. 本取引を行うことが当社の一般株主にとって公正であると考えられるか（本諮問事項(4)）について

前記 1 乃至 3 のとおり、①本取引は、当社の企業価値の向上に資するものであり、その目的は正当性・妥当性を有すると認められること（前記 1）、②本公開買付けにおける公開買付価格を含め、本取引の取引条件の公正性・妥当性は確保されていると考えられること（前記 2）、③本取引に係る手続の公正性は確保されていると考えられること（前記 3）からすると、本取引を行うことが当社の一般株主にとって公正であると考えられる。

5. 当社取締役会が本公開買付けに対して賛同意見を表明し、当社の株主に対して本公開買付けへの応募を推奨することを決定することの是非（本諮問事項(5)）について

前記 1 乃至 4 のとおり、①本取引は、当社の企業価値の向上に資するものであり、その目的は正当性・妥当性を有すると認められること（前記 1）、②本公開買付けにおける公開買付価格を含め、本取引の取引条件の公正性・妥当性は確保されていると考えられること（前記 2）、③本取引に係る手続の公正性は確保されていると考えられること（前記 3）、④本取引を行うことが当社の一般株主にとって公正であると考えられること（前記 4）からすると、当社取締役会が本公開買付けに対して賛同意見を表明し、当社の株主に対して本公開買付けへの応募を推奨することを決定することは、妥当であると考えられる。

第 8 留保事項及び利用制限

1. 留保事項

本答申書は、本答申書中に記載された事項に限定して解釈されなければならない、本答申書において明示的に述べられていないいかなる事項についても、類推又は拡大解釈

されてはならない。

また、本答申書は、本検討資料の内容、並びに、当委員会が当社、みずほ証券、プルータス、岩田合同、公開買付者、JP モルガン証券及び西村あさひから説明を受けた情報が、本答申書提出日現在において、真実、正確かつ完全であり、誤解を与えないために必要な情報が省略されておらず、また、本答申書提出日現在もこれらの内容に変更がないこと、また、これらの資料の内容及び情報以外に、当委員会の答申の内容に影響を及ぼす可能性のある重要な事実又は情報は存在しないことを前提としており、当委員会は、それらの真実性、正確性、完全性等について、独自の検証を一切行っていない。

さらに、本答申書は、裁判所、行政機関又は自主規制機関等における解釈又は判断を保証するものではない。

なお、当委員会が本答申書で用いる用語は、当社が日本に上場している株式会社として直接的に適用を受ける日本の法令において用いられる意味で用いるものである。

2. 利用制限

本答申書は、当社に対する本諮問事項への答申のみを目的とし、かつ、当社が本答申書の内容について厳に秘密を保持することを前提として作成されたものである。したがって、当社は、本答申書の内容について、当委員会の全委員の書面による承諾を得ない限り、上記以外の目的で利用してはならず、また、法令上又は証券取引所規則上の義務として規定されている場合を除き、いかなる第三者に対しても利用させてはならない。

なお、当委員会の各委員が、自らの権利又は利益の保護のために、正当な理由に基づき本答申書を利用することは妨げられないものとする。

以 上