



2021年6月18日

各 位

会 社 名 日本アジアグループ株式会社
代 表 者 名 代表取締役会長兼社長 山下 哲生
(コード番号：3751 東証第一部)
問 合 せ 先 総務人事部長 湊田 隆記
TEL (03) 4476-8000 (代表)

株式会社シティインデックスイレブンスによる当社株式に対する
公開買付けに関する意見表明（中立）のお知らせ

日本アジアグループ株式会社（以下「当社」といいます。）は、2021年5月14日開催の当社取締役会において、2021年4月27日より開始された株式会社シティインデックスイレブンス（以下「公開買付者」といいます。）による当社の普通株式（以下「当社株式」といいます。）に対する公開買付け（以下「本公開買付け」といいます。）に関して、2021年5月14日付「株式会社シティインデックスイレブンスによる当社株式に対する公開買付けに関する意見表明（留保）のお知らせ」（以下「当社意見表明プレスリリース（留保）」といいます。）のとおり、当該時点においては本公開買付けに対する意見の表明を留保する旨を決議しておりましたが、2021年6月18日開催の当社取締役会において、本公開買付けに対して中立の立場をとること、及び、当社の株主の皆様が本公開買付けに応募するか否かについては株主の皆様のご判断に委ねることを決議いたしましたので、お知らせいたします。

1. 公開買付者の概要

(1) 名 称	株式会社シティインデックスイレブンス
(2) 所 在 地	東京都渋谷区東三丁目22番14号
(3) 代表者の役職・氏名	代表取締役 福島 啓修
(4) 事 業 内 容	投資業等
(5) 資 本 金	100万円
(6) 設 立 年 月 日	2009年5月20日
(7) 大株主及び持株比率 (2021年4月27日現在)	株式会社レノ 50.00% 株式会社 ATRA 50.00%

(8) 当社と公開買付者の関係	
資本関係	公開買付者は、当社株式を4,213,200株（所有割合（注）：15.35%）所有しております。また、公開買付者の特別関係者（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、以下「法」といいます。）第27条の2第7項に規定する「特別関係者」をいいます。以下同じです。）である野村幸弘氏（以下「野村氏」といいます。）は当社株式を1,256,400株（所有割合：4.58%）、同じく株式会社エスグラントコーポレーション（以下「エスグラントコーポレーション」といいます。）は当社株式を1,714,000株（所有割合：6.24%）、同じく株式会社南青山不動産（以下「南青山不動産」といいます。）は当社株式を1,360,000株（所有割合：4.95%）所有しており、公開買付者及び特別関係者合計で当社株式を8,543,600株（所有割合：31.12%）所有しております。
人的関係	該当事項はありません。
取引関係	該当事項はありません。
関連当事者への該当状況	該当事項はありません。

(注)「所有割合」とは、当社が2021年2月12日に提出した第34期第3四半期報告書（以下「当社第3四半期報告書」といいます。）に記載された2020年12月31日現在の当社の発行済株式総数（27,763,880株）から、当社第3四半期報告書に記載された同日現在の当社が所有する自己株式数（314,485株）を控除した株式数（27,449,395株）に対する、当該株主が所有する当社株式の数の割合（小数点以下第三位を四捨五入）をいいます。なお、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。以下同じです。

2. 買付け等の価格

普通株式1株につき、960円

(注)2021年4月27日付で公開買付者が提出した本公開買付けに係る公開買付届出書（以下「本公開買付届出書」といいます。）の訂正届出書（2021年6月15日提出）によれば、公開買付者は、2021年6月15日に、本公開買付けに係る買付け等の価格（以下「本公開買付価格」といいます。）を、1株当たり910円から960円に変更したとのことです。

3. 本公開買付けに関する意見の内容、根拠及び理由

(1) 意見の内容

当社は、2021年6月18日開催の取締役会において、下記「(2)意見の根拠及び理由」の根拠及び理由に基づき、本公開買付けに対して中立の立場をとること、及び、当社の株主の皆様が本公開買付けに応募するか否かについては株主の皆様のご判断に委ねることを決議いたしました。

なお、当該取締役会決議は、下記「(6)公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するた

めの措置」の「③ 当社における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」の方法により決議されております。

(2) 意見の根拠及び理由

① 当社意思決定の過程及び理由

(i) 当社が本公開買付けに対する意見の表明を留保するまでの意思決定の過程及び理由

公開買付者は、2021年2月5日より、当社株式に対する公開買付け（以下「旧公開買付け」といいます。）を実施していましたが、当社が2021年2月19日付で公表いたしました「株式会社シティインデックスイレブンスによる当社株式に対する公開買付けに関する意見表明（反対）のお知らせ」（その後に訂正及び追加並びに変更された事項を含みます。以下「旧当社意見表明プレスリリース（反対）」といいます。）に記載のとおり、当社は2021年2月19日開催の当社取締役会において、旧公開買付けに対して反対の意見を表明することを決議いたしました（詳細につきましては、旧当社意見表明プレスリリース（反対）をご参照ください。）。

その後、公開買付者より2021年3月3日付で公開買付撤回公告がなされるとともに公開買付撤回届出書が提出され、当該公告時点をもって旧公開買付けは撤回されましたが、公開買付者は、2021年3月17日付で「日本アジアグループ株式会社（証券コード：3751）の株券等に対する公開買付けの開始予定に関するお知らせ」（以下「本公開買付け予告プレスリリース」といいます。）を公開し、本公開買付けの開始を予告し、その後、本公開買付届出書を提出し、本公開買付けを開始いたしました。当社は、旧公開買付けの撤回後の事情も踏まえた上で、本公開買付けに対する当社の意見を表明するために、本公開買付け予告プレスリリース及び本公開買付届出書の内容その他の関連情報を精査し、慎重に評価・検討を進めてまいりました。

これと並行して、当社は、2021年5月5日以降、複数回にわたって、公開買付者及び当社の第3位株主である藍澤証券株式会社（以下「藍澤証券」といいます。）等との間で、本公開買付けに関する事項及び本公開買付け後の当社グループ（当社、その子会社及び関連会社を総称していいます。以下同じです。）の経営方針等について、議論を重ねてまいりました。しかしながら、当社意見表明プレスリリース（留保）の公表日時点において、これらの事項に係る議論が未だ十分になされている状況にはなく、当社は公開買付者と引き続き協議を行う必要があると考えておりました。

当社は、2021年3月1日開催の当社取締役会において、当社グループの新たな経営方針を含む当社の企業価値の向上及び株主還元に係る施策（以下「企業価値向上施策」といいます。）を公表いたしました（当社の企業価値の向上及び株主還元に係る施策の詳細につきましては、当社が同日付で公表いたしました「当社の企業価値の向上及び株主還元に係る施策等に関するお知らせ」（以下「企業価値向上等プレスリリース」といいます。）をご参照ください。）、当社が当社意見表明プレスリリース（留保）の公表日時点までに収集した情報では、公開買付者における本公開買付け後の当社の企業価値向上施策に対する考え方等が確認できておらず、また、当該時点においては、公開買付者及びその関係者との間で本公開買付け後の当社の企業価値向上施策に係る議論も未だ十分になされていなかったことから、本公開買付け及びその後の当社

の非公開化（以下「シティ社提案取引」といいます。）が当社の企業価値の向上に資するものであるかの確認が十分に行えたとはいえないと考えておりました。したがって、当社は、2021年5月14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の全員一致で、本公開買付けが当社の企業価値の向上に資するものであるかという点について更なる評価・検討を行うべく、当該時点においては、本公開買付けに対する意見の表明を留保する旨を決議いたしました。

(ii) 当社が本公開買付けに対して中立の立場をとるに至った意思決定の過程及び理由

(ア) 公開買付者及び藍澤証券等との協議の過程（2021年5月5日から同月28日まで）

当社は、公開買付者及び藍澤証券等との間で、2021年5月5日から同月28日までの間に合計20回にわたって協議を行い、本公開買付けに関する事項、JAG国際エネルギー株式会社（以下「JAG国際エネルギー」といいます。）及び国際航業株式会社（以下「国際航業」といいます。）、JAG国際エネルギーと併せて「対象子会社」といいます。）の売却、対象子会社の株式の売却資金を原資とする当社の株主の皆様に対する還元策並びに本公開買付け後の当社の経営方針等について、議論を重ねてまいりました。

当社は、対象子会社の売却により得られた資金を原資として、当社の株主の皆様に対する大幅な株主還元を行う方針を決定していたことから（詳細は、企業価値向上等プレスリリースをご参照ください。）、当該方針に基づき、公開買付者に対して、当社による自己株式の取得を通じて、当社の株主の皆様全員（当社の代表取締役会長兼社長である山下哲生氏（以下「山下氏」といいます。）及び山下氏が支配権を有する会社を除き、公開買付者ら（公開買付者、野村氏、エスグラントコーポレーション及び南青山不動産を総称していいます。以下同じです。）を含みます。以下同じです。）に対して当社株式の売却の機会を提供することを検討している旨を伝えました。当社といたしましては、当該時点における対象子会社の売却に係る選定プロセスにおいて売却候補者の皆様から示された対象子会社の株式価値評価に関する見解を踏まえ、当社による対象子会社の株式の売却資金を原資とした自己株式の取得は、公開買付者らを含む当社の株主の皆様全員にとって十分に魅力的な株主還元の機会となりうるものと考え、当社株式の売却機会をご案内差し上げました。しかしながら、公開買付者からは、2021年5月19日に、自己株式の取得に応じた売却は、公開買付者の親会社の株主とされる村上世彰氏と関係を有する者が過去に実施したことがある投資回収手法と類似し、自己株式の取得に応じることは批判される可能性があることから、あくまでも本公開買付け及びその後の一連のを通じた当社の完全子会社化を実行したい旨の返答を受けました。そこで、当社は、当社による対象子会社の株式の売却資金を原資とする自己株式の取得に代わり、当社の株主の皆様に対する同程度に魅力的な大幅な株主還元の実行（具体的には、公開買付者による本公開買付価格の引上げ）の可否も含めて公開買付者と協議を行うことといたしました。具体的には、当社は、以下の2点（以下「当社要望事項」といいます。）を達成できる枠組みについて、2021年5月20日以降、公開買付者及び藍澤証券等と協議を重ねてまいりました。なお、当社要望事項に関する当社並びに公開買付者及び藍澤証券等との協議に際しては、藍澤証券より、可能な限りの株主還元を公正かつ平等に行うべきであるとの意見が繰り返し示されており、藍澤証

券による当該意見は、当社が企業価値向上等プレスリリースにおいて公表した、当社グループの企業価値向上と両立する範囲において最大限の株主還元を実施するとの方針とも合致するものであったため、当社は、当社要望事項を達成できる枠組みの構築に際しては、藍澤証券による当該意見も十分に達成できる内容とするように検討いたしました。

<当社要望事項の内容>

- A) ①対象子会社の株式の売却資金を原資とした当社による当社の株主の皆様全員に対する自己株式の取得の提案に公開買付者らが応じること、又は、②当社の株主の皆様に対し、当社による対象子会社の株式の売却資金を原資とする自己株式の取得に代わる同程度に魅力的な大幅な株主還元が実行されること（具体的には、公開買付者による本公開買付価格の引上げ）
- B) （仮に公開買付者による当社の完全子会社化がなされた場合においても）(a)対象子会社の株式を、それぞれが直面する経営課題の解決が期待できる、信頼できるパートナーに売却すること、及び、(b)対象子会社の株式を売却した後の当社グループの事業（以下「JAG 継続事業」といいます。）の抜本的改革を実行し、当社に企業価値向上等プレスリリースに記載の「第二の創業」へチャレンジする機会が確保されること

なお、当社といたしましては、当該時点においては、当社要望事項を満たす枠組みについて公開買付者との間で合意ができた場合には、（本特別委員会（下記「(ウ) 当社における独立した特別委員会からの意見を踏まえた当社から公開買付者への要望書及びそれに対する公開買付者の回答」において定義されます。）からの答申内容次第であるものの）本公開買付けに対して賛同する余地があるとも考えておりました。他方で、公開買付者からは、仮に当社が本公開買付けに賛同するのであれば、本公開買付けに対する賛同意見の表明とともに、本公開買付け後に公開買付者が予定している会社法（平成 17 年法律第 86 号。その後の改正を含みます。）第 180 条に基づく当社株式の併合（以下「本株式併合」といいます。）について、当社が自らその株主総会に付議することも同時に決定すべきとの要請を受けました。当社といたしましては、本公開買付け後の公開買付者らにおける株券等所有割合を確認し、当社の判断で本株式併合に係る議案を株主総会に付議することは実務上一般的ではなく、あくまでも本公開買付けにおいて当社の株主の皆様の多数の応募があって初めて本株式併合につき株主総会への付議を行うべきであると考え、当該要請には応じないことといたしました。

当社並びに公開買付者及び藍澤証券等は、当社要望事項に関して複数回にわたり協議を行いました。当社が対象子会社それぞれの最適な売却先を慎重に検討していたこと、また、売却候補者との間で売却条件について交渉中であることに伴い対象子会社の売却先が決定しておらず、その結果、2021 年 5 月 28 日までは対象子会社の株式の譲渡価額の合計見込金額が確定しなかったこともあり、公開買付者から、2021 年 5 月 28 日に、当該時点の協議状況を前提とすると、本公開買付けに係る公開買付期間（以下「公開買付期間」といいます。）中に当社要望事項に関する方針の合意に至ることは難しいとの判断から、公開買付期間が終了するまでの間、当社との協議を一旦打ち切りたい旨の連絡を受けました。

(公開買付者は、当社に対して上記の意向を表明した後、2021年6月2日付で本公開買付届出書の訂正届出書を提出し、2021年5月28日をもって当社との協議を一旦終了すること、本公開買付け終了後に本公開買付けの結果を受けて、改めて当社と協議を行うこと等を公表いたしました。)。なお、当該協議期間中に、当社は、公開買付者から、JAG国際エナジーの株式の売却については、当社における売却益に係る課税負担を低減させるために、全株式を一括して譲渡するのではなく、当社の2会計年度にわたって分割して譲渡すべきとの提案(具体的には、本会計年度にJAG国際エナジーの総議決権の65%に相当する株式を譲渡し、翌会計年度に同社の総議決権の35%に相当する株式を譲渡すべきとの提案)を受領いたしました(以下、当該提案を「JAG国際エナジー分割譲渡提案」といいます。)。当該提案を受け、当社は、JAG国際エナジーの各売却候補者に対し、JAG国際エナジー分割譲渡提案の応諾可否を確認いたしましたが、いずれの売却候補者からも、JAG国際エナジー分割譲渡提案を応諾することはできない旨の回答を得たため、当社は、公開買付者に対し、その旨を伝えております。

(イ) 公開買付者及び藍澤証券等との協議の過程(2021年6月4日から同月11日まで)

当社は、上記協議の打ち切り後、2021年5月31日付で、対象子会社の株式の売却に係る選定プロセスにおいて売却候補者の皆様から対象子会社の株式の譲渡価額等の条件を含む法的拘束力を有する最終意向表明書(対象子会社2社の株式の譲渡価額の合計見込金額は585億円)を受領し(注)、その結果、①当社による対象子会社の株式の売却資金を原資とした自己株式の取得によって、公開買付者らを含む当社の株主の皆様全員にとって、十分に魅力的な株主還元の機会を提供できる可能性が高まったこと、また、②当該自己株式の取得の可能性があるにもかかわらず、それを当社の株主の皆様に対して一切伝えることなく、本公開買付けへの意見表明を行うことは、当社の株主の皆様の利益につながらない可能性があると考えたことから、当社は、2021年6月2日に、公開買付者に対して、協議の再開をしたい旨の強い希望を表明いたしました。

(注) 売却候補者から受領した法的拘束力を有する最終意向表明書(対象子会社2社の株式の譲渡価額の合計見込金額は585億円)においては、価格調整や分割支払等の条件は付されていないものの、最終的に締結される株式譲渡契約書においては、一般的な補償等に係る条項は規定される予定であり、当社が当該株式譲渡契約の規定に基づき金銭的な出捐をする可能性は否定できません。

公開買付者は、当社の希望を受けて、協議の再開に応じる旨の意向を示されたため、当社は、2021年6月4日以降、公開買付者及び藍澤証券等との協議を再開いたしました。

再開後の協議においては、当社は、公開買付者等に対して、対象子会社の売却に関する選定プロセスの実施は公開買付者等の意向及び指摘をも踏まえて実施されたものであるところ、当該選定プロセスの結果、対象子会社の株式の譲渡価額は、2020年11月5日に当社が公表した当社のMB0(マネジメント・バイアウト)(以下「本件MB0」といいます。)の一環として企図していた対象子会社の株式の譲渡価額(以下「旧対象子会社株式譲渡価額」といいます。)に比べて増額が見込まれることについて、率直に感謝するとともに、複数の

売却候補者を招聘の上、透明性及び公正性が担保された選定プロセスを実施することの重要性について再認識したことを伝えました。

その上で、当社要望事項の A) に関連して、当社は、公開買付者らが当社による対象子会社の株式の売却資金を原資とした自己株式の取得に応じていただくよう、改めて打診を行いました。その際、当社は、公開買付者に対し、公開買付者らが当社の提案する自己株式の取得に応じない場合、本公開買付けの成立後、公開買付者らが当社の支配権を有する状態で JAG 継続事業の運営が行われる可能性があるところ、その場合には、当社の取引先との取引関係の継続や金融機関からの継続的な支援を受けることが困難となる可能性が高いことを伝え、当社の懸念を表明いたしました。

なお、当社が自己株式の取得を実施する場合の 1 株当たりの買付価格（なお、対象子会社 2 社の株式の売却が実行されること、分配可能額が存在すること等を前提とします。）については、当社の最新の経営状況を踏まえ最大限可能な株主還元額を試算した結果、①公開買付者らが当社による自己株式の取得に応じる場合には、対象子会社を売却した後の当社グループの事業である JAG 継続事業に対し、金融機関からの一定程度の支援が得られる見込みであることから、JAG 継続事業のために留保すべき金額のうちの一部を自己株式の取得資金に活用することができるため、1 株当たり 1,050 円を、②公開買付者らが当社による自己株式の取得に応じない場合には、JAG 継続事業に対し、金融機関からの支援が得られない見込みであることから、JAG 継続事業のために必要な一定の資金を留保する必要があるため、1 株当たり 950 乃至 980 円をそれぞれ想定しておりました。なお、当該自己株式の取得を実施する場合の 1 株当たりの買付価格は、対象子会社の株式の譲渡価額から、当該株式譲渡に伴う売却益に対する予想課税額、当社単体の純有利子負債額、JAG 継続事業のために留保すべき金額及び 2021 年 4 月 28 日開催の当社の臨時株主総会で承認された特別配当額を控除した金額を原資とし、当社の株主の皆様全員を対象に、自己株式の取得を実施することを前提としています。また、対象子会社の株式の譲渡価額の合計見込金額は、旧対象子会社株式譲渡価額から増額されているものの、上記の自己株式の取得原資の算出に際しては、(i) 使用可能な繰越欠損金の減少による税負担の増加、(ii) 子会社の経営状態悪化に基づく当社からのグループ内貸付の増加及び回収可能性の低下等による純有利子負債額の増加、(iii) 金融機関からの支援が得られる見込みが確実でないことや新型コロナウイルス感染症の拡大による JAG 継続事業の業績への影響による JAG 継続事業のために留保すべき金額の増加の各見込みを加味しています。

これに対し、公開買付者からは、(i) JAG 国際エネルギー分割譲渡提案が受け入れられない場合は JAG 国際エネルギーの株式を売却することは許容できないこと、(ii) 自己株式の取得に応じた売却は、公開買付者の親会社の株主とされる村上世彰氏と関係を有する者が過去に実施したことがある投資回収手法と類似し、自己株式の取得に応じることは批判される可能性があることから、当社による自己株式の取得に応じることはできないことの回答が繰り返しなされたため、再度、当社は、当社による対象子会社の株式の売却資金を原資とする自己株式の取得に代わり、当社の株主の皆様に対する同程度に魅力的な大幅な株主還元の実行（具体的には、公開買付者による本公開買付価格の引上げ）の可否も含めて公開買付者と協議を行いました。なお、当社は、対象子会社の株式の売却と併せて、自己株式

の取得の実施の当否についても株主総会の付議議案とすることを提案したものの、公開買付者からの協力は得られませんでした。そこで、当社は、2021年6月10日に、公開買付者に対し、当社が考える株主還元策である自己株式の取得を実施していれば当社の株主の皆様に対する株主還元として実現できたであろう金額（上記の金融機関からの支援が得られない見込みであることを前提とした金額を想定）と同等以上の1株当たり本公開買付価格への引上げを要請いたしました。また、当社と公開買付者との協議においては、当社が、山下氏が所有する会社に対して、JAG 継続事業に係る権利義務を会社分割により承継させる案（以下「JAG 継続事業承継案」といいます。）についても議論がされました。

しかしながら、公開買付者から、公開買付期間中においては、当社による自己株式の取得に応じるか否か及びその他の協議事項について合意に至ることはできない旨の確定的な意向が表明され、また、当社も、当該期間中において、極めて慎重な判断を要する JAG 継続事業承継案に係る決定を行うことは困難である旨の意向を表明したことから、2021年6月11日付で、当社と公開買付者等との協議は再度休止されました。

(ウ) 当社における独立した特別委員会からの意見を踏まえた当社から公開買付者への要望書及びそれに対する公開買付者の回答書

当社は、2021年6月10日付で、当社が旧公開買付けに係る事項について答申を受け、かつ、本公開買付けに係る本諮問事項（下記「(オ) 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」において定義されます。）について諮問を行った特別委員会（以下「本特別委員会」といいます。本特別委員会は、外部の有識者である西田章氏（西田法律事務所 弁護士）、当社社外取締役兼独立役員である田辺孝二氏、当社社外取締役兼独立役員である八杉哲氏、当社社外監査役兼独立役員である小林一男氏及び当社社外監査役兼独立役員である吉本清志氏の5名から構成されます。）から、以下の3つの条件が満たされた場合のように、本公開買付けが、当社の少数株主の利益を損なうものではなく、かつ、当社の企業価値の向上に反するものではないと認めるべき事情が生じた場合には、本特別委員会は、当社が本公開買付けに対して反対する根拠が除去されたものと判断するべきと考えたとの見解の表明を受けました。これを受け、当社は、2021年6月11日付で、公開買付者に対し、当該3つの条件（以下「本条件」といいます。）の応諾可否に係る回答を求めました。

- ① 公開買付者が、当社が実施した公正な入札手続により優先交渉権を付与された、対象子会社の企業価値向上の実現を合理的に期待できる売却候補者に対し、売却候補者が合理的に受け入れることができる条件（入札手続において提案された条件を含みますがこれに限られません。）に基づいて対象子会社の株式を売却する手続に協力することに合意していること
- ② 公開買付者が、本公開買付価格を、企業価値向上等プレスリリース記載の「第二の創業」に関する施策を実施していれば株主還元策として実現できたであろう適切な金額（注）と同等以上の価格とすること

- ③ 公開買付者が、当社との間で、対象子会社の株式の売却後の当社グループの事業の継続を通じた、当社グループの企業価値の中長期的な向上を図ることについて合意していること

(注) 当該金額につき、本特別委員会によれば、金融機関からの支援が得られる可能性が高いならば、当該支援額を織り込んだ上での株主還元の最大化を追求したシミュレーションで算出された金額（1株当たり1,050円）と同等の金額が望ましいものの、金融機関の支援が得られる見込みが立っていない現状においては、かかる金融機関の支援が得られない場合を想定した、山下氏以外の当社株主を対象とする自己株式の取得に係るシミュレーションで算出された金額と推計される、本公開買付価格（1株当たり910円）を50円程度引き上げた価格であっても、当社の一般株主の利益を損なうものではないと考えられると判断したとのことです。

これに対し、同日付で、公開買付者から、当該条件に対し、以下の内容の回答書を受領いたしました（以下の回答書の内容は原文ママ）。

- ① 株主価値向上に資するものであって、買い手候補者が合理的に受け入れられる内容で（JAG国際エネルギー株式の分割譲渡提案（注：JAG国際エネルギー分割譲渡提案を指します。）につきましては、買い手候補者に受け入れられるものであると考えております。）、対象子会社株式を売却する手続きに協力することに合意する用意があります。
- ② ご要望に従い、960円（注：本公開買付価格である1株当たりの金額を指します。）とさせていただきます。
- ③ 対象子会社株式売却後の貴社グループ（継続事業）（注：JAG継続事業を指します。）の企業価値の向上については当然に貴社（注：当社を指します。）並びに弊社（注：公開買付者を指します。）の望むところであり、その点についての合意は実質的に既になされていると考えております。その実現方法の一つとして、継続事業の会社分割についても合意の用意があります。

(エ) 公開買付者及びその関係者との継続的な協議にもかかわらず、旧公開買付けにおいて当社が反対した理由を十分に払拭することが依然としてできていないこと

当社は、上記「(ア) 公開買付者及び藍澤証券等との協議の過程（2021年5月5日から同月28日まで）」及び「(イ) 公開買付者及び藍澤証券等との協議の過程（2021年6月4日から同月11日まで）」のとおり、公開買付者及び藍澤証券等との間で、①2021年5月5日から2021年5月28日までの間に合計20回にわたって、また、②2021年6月4日から2021年6月11日までの間に合計7回にわたって、当社要望事項を実現できる枠組み等について協議を行ってりましたが、本日時点において公開買付者と当該枠組みに係る合意には至っておりません。

そのため、当社と公開買付者とは建設的な議論ができる関係が構築されているものの、当社が旧公開買付けに対して反対の理由として掲げた各事項については、本日時点において十分に払拭することができておりません。

すなわち、当社は、特に、公開買付者から、旧公開買付け後の当社グループの具体的な経営方針の詳細を確認することができなかったことから、旧公開買付け後の当社グループの経営の不透明性を理由に、旧公開買付けが当社の企業価値を毀損する可能性が否定できないと考え、旧公開買付けに反対をしておりました。仮に当社要望事項を実現できる枠組みについて公開買付者と合意できた場合には、本公開買付けに対して反対をする理由について事情変更が生じた結果、賛同意見を表明することも検討し得るところでした。しかしながら、(i)公開買付者は、売却候補者から JAG 国際エナジー分割譲渡提案を応諾することはできない旨の回答を得ているにもかかわらず、なおも JAG 国際エナジー分割譲渡提案の意向を維持していることから、当社が JAG 国際エナジーの株式を売却できる見込みが立っておらず、また、(ii) JAG 継続事業承継案の実施の当否及び条件について公開買付者と当社との間で合意に至っていないことから、本公開買付け後の JAG 継続事業の抜本的改革を実行するための機会も確保されていないため、本日時点において当社要望事項を達成できる合意内容の形成に至っておりません。そのため、当社といたしましては、本公開買付けによって公開買付者らが当社の支配権を取得した後の当社グループの経営の不透明性は依然として十分に払拭できていないと考えています。

他方で、公開買付者には、当社との間の一連の協議において、当社要望事項も含めて、様々な検討課題を前向きに検討いただいたことから、当社は、本公開買付け後の公開買付者による当社グループの経営の不透明性は相対的に減少し、また、今後の建設的な議論において、JAG 継続事業承継案を含む当社グループの経営方針に係る合意に至ることも不可能ではないと考えています。そのため、本公開買付けに対して反対の意見を表明することで生じうる公開買付者との関係の悪化を回避し、当社のステークホルダーの皆様からの当社グループの今後の経営方針に対する早期確定の要請にお応えする観点から、本公開買付けに対して中立の立場をとることが最善であると判断いたしました。

なお、当社としましては、公開買付者らに、公開買付者ら自身が過去に批判された投資回収手法を回避するとの理由で、株主の皆様全員に対する 1 株当たり 1,050 円の自己株式の取得に応じていただけなかったことについては非常に残念であるとは思っているものの、本公開買付価格を 1 株当たり 910 円から 960 円に引き上げられたことは、2021 年 6 月 11 日に当該事実について公表がされる前の当社株式の株価が 1 株当たり 907 円（2021 年 6 月 11 日の株式会社東京証券取引所（以下「東京証券取引所」といいます。）市場第一部における終値）であったことや、本公開買付価格が 1 株当たり 910 円であった時点の本公開買付けに対して第三者から対抗的な提案がなされていなかったことを考慮すれば、当社の株主の皆様からも、最善ではないものの、一定の評価はされるべきと考えております。

なお、当社は、JAG 継続事業に関する経営方針についても公開買付者等と合意できるよう、今後も公開買付者等と協議をしていきたいと考えています。

(オ) 当社における独立した特別委員会からの答申書の取得

当社は、公開買付者による本公開買付けの開始を受け、本特別委員会に対して、(i)本公開買付けに対し、当社取締役会がいかなる意見を表明することが妥当か、及び、(ii)

本公開買付けにつき、本プラン（下記「6. 会社の支配に関する基本方針に係る対応方針」において定義されます。以下同じです。）に基づく対抗措置を発動することが妥当か（以下、総称して「本諮問事項」といいます。）について諮問し、これらの点についての答申を当社取締役会に提出することを囑託いたしました。また、併せて、当社取締役会は、シティ社提案取引に関する当社取締役会の意思決定は、上記囑託に基づく本特別委員会の判断内容を最大限尊重して行われることを決議するとともに、本特別委員会に対し、本諮問事項に関する答申を行うに際し、必要に応じ、自らのファイナンシャル・アドバイザー及びリーガル・アドバイザー等を選任すること（この場合の費用は当社が負担するものとされています。）についての権限を付与することを決議いたしました。これを受け、本特別委員会は、本諮問事項について検討するにあたり、当社のファイナンシャル・アドバイザーであるGCAアドバイザーズ株式会社（以下「GCA」といいます。）及びリーガル・アドバイザーであるアンダーソン・毛利・友常法律事務所外国法共同事業とは別に、独自に、当社、公開買付者ら及びシティ社提案取引の成否から独立したリーガル・アドバイザーである柴田・鈴木・中田法律事務所を選任し、その助言を受けております。なお、柴田・鈴木・中田法律事務所の報酬は、固定報酬又は稼働時間に時間単位を乗じて算出するものとされており、成功報酬は含まれておりません。

本特別委員会は、本公開買付け予告プレスリリース及び本公開買付け届出書（本公開買付け届出書の訂正届出書によって訂正された事項を含みます。）の内容その他の関連情報を精査し、また、当社から報告を受けた公開買付者等との協議状況を踏まえ、慎重に本諮問事項に係る検討を実施いたしました。その結果、本特別委員会は、2021年6月17日付で、当社取締役会に対し、(i)本公開買付けに対して中立の立場をとること、及び、当社の株主が本公開買付けに応募するか否かについては当社の株主の判断に委ねることが相当である旨、並びに、(ii)本プランに基づく対抗措置を発動すべきではない旨の答申書（以下「本答申書」といいます。）を提出いたしました（本答申書の概要については、下記「(6) 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特別委員会からの答申書の取得」をご参照ください。）。

当社は、本答申書の内容を踏まえ、2021年6月18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の全員一致で、本公開買付けに対して中立の立場をとること、及び、当社の株主の皆様が本公開買付けに応募するか否かについては株主の皆様のご判断に委ねることを決議いたしました。

（3）算定に関する事項

当社は、本公開買付けに関し、第三者算定機関から算定書を取得しておりません。

（4）上場廃止となる見込み及びその事由

当社株式は、本日現在、東京証券取引所市場第一部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、公開買付者は、①本公開買付けの成立後に公開買付者らが所有する当社株式の議決権が当社の総株主の議決権の3分の2以上となり、かつ公開買付者が当社株式の全てを取得できなかった場合、又は、②本公開買付け成立後に、公開買付者らが所有する当社株式の議決権が当社の総株主の議決権の3分の2未満であっても、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の一部変更を行うことを付議議案（以下「株式併合等議案」といいます。）に含む当社の臨時株主総会（以下「本臨時株主総会」といいます。）において、当該議案が可決できる見通しとなった場合（具体的には、公開買付者らが所有する当社株式の議決権が当社の総株主の議決権の40%以上となった場合）には、公開買付者は、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いるとのことです。したがって、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る可能性があります。上場廃止後は、当社株式を東京証券取引所において取引することはできません。

（5）本公開買付け成立後の公開買付者による当社株式の追加取得の予定

公開買付者は、本公開買付けにおいて当社株式の全ての取得を目的としており、本公開買付けの成立後、公開買付者らが所有する当社株式の議決権が当社の総株主の議決権の40%未満となり本臨時株主総会が開催されない場合や、当該議決権が40%以上となり本臨時株主総会が開催された上で株式併合等議案が否決された場合であっても、公開買付者は、当該議案が否決されるに至った賛成割合の不足分を補うに足りるだけの当社株式の議決権を、当社株式を追加取得することや当社に自己株式取得を働きかけ、公開買付者らの議決権を増加させる等によって、当該議案が当社の株主総会において可決されるまで、当社株式の追加取得等をする予定とのことです。なお、公開買付者による当社株式を対象とする追加取得の具体的な時期や方法については、本公開買付け届出書の提出日現在において決定している事項はないとのことです。公開買付者は、非公開会社であり、かつ、ファンドでもないため、投資期間に制限がなく、投資回収は中長期にわたるものであっても差し支えないとのことであり、当社株式の売却という手段だけでなく、配当や自己株式取得による投資回収も考えられるとのことです。

（6）公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置

① 外部アドバイザーからの助言の取得

当社は、シティ社提案取引に係る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、公開買付者ら及びシティ社提案取引の成否から独立したファイナンシャル・アドバイザーであるGCA及びリーガル・アドバイザーであるアンダーソン・毛利・友常法律事務所外国法共同事業による助言を踏まえ、シティ社提案取引について慎重に評価及び検討しております。

なお、GCA及びアンダーソン・毛利・友常法律事務所外国法共同事業は、当社及び公開買付者らの関連当事者には該当せず、本公開買付けを含むシティ社提案取引に関して、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・友常法律事務所外国法共同事業の報酬は、シティ社提案取引の成否にかかわらず、稼働時間に時間単位を乗じて算出するものとされており、成功報酬は含まれておりません。また、GCAの報酬には、成功報酬が含まれておりますが、

当社は、同種の取引における一般的な実務慣行等も勘案の上、当該報酬体系により GCA を当社のファイナンシャル・アドバイザーとして選任いたしました。

② 当社における独立した特別委員会からの答申書の取得

当社は、シティ社提案取引に係る当社の意思決定の恣意性を排除し、公正性、透明性及び客観性のある意思決定過程を確立することを目的として、当社取締役会において、当社、公開買付者ら及びシティ社提案取引の成否から独立した、外部の有識者である西田章氏（西田法律事務所 弁護士）、当社社外取締役兼独立役員である田辺孝二氏、当社社外取締役兼独立役員である八杉哲氏、当社社外監査役兼独立役員である小林一男氏及び当社社外監査役兼独立役員である吉本清志氏の5名（なお、本特別委員会の委員の報酬は固定金額であり、成功報酬は採用しておりません。）から構成される本特別委員会に対し本諮問事項を諮問し、これらの点についての答申を当社取締役会に提出することを囑託しています。

また、併せて、当社取締役会は、シティ社提案取引に関する当社取締役会の意思決定は、上記囑託に基づく本特別委員会の判断内容を最大限尊重して行われることを決議するとともに、本特別委員会に対し、本諮問事項に関する答申を行うに際し、必要に応じ、自らのファイナンシャル・アドバイザー及びリーガル・アドバイザー等を選任すること（この場合の費用は当社が負担するものとされています。）についての権限を付与することを決議いたしました。これを受け、本特別委員会は、本諮問事項について検討するにあたり、当社のファイナンシャル・アドバイザーである GCA 及びリーガル・アドバイザーであるアンダーソン・毛利・友常法律事務所外国法共同事業とは別に、独自に、当社、公開買付者ら及びシティ社提案取引の成否から独立したリーガル・アドバイザーである柴田・鈴木・中田法律事務所を選任し、その助言を受けております。なお、柴田・鈴木・中田法律事務所の報酬は、固定報酬又は稼働時間に時間単位を乗じて算出するものとされており、成功報酬は含まれておりません。

本特別委員会は、2021年5月18日から本諮問事項の審議を開始し、2021年6月17日までの間に合計13回にわたって開催され、本諮問事項についての協議及び検討を行いました。そして、本特別委員会は、2021年6月17日付で、(i)本公開買付けに対して中立の立場をとること、及び、当社の株主が本公開付けに応募するか否かについては当社の株主の判断に委ねることが相当である旨、並びに、(ii)本プランに基づく対抗措置を発動すべきではない旨の本答申書を提出いたしました。本答申書の概要は以下のとおりです。

I. 本公開買付けに対し、当社取締役会がいかなる意見を表明することが妥当か

1. 本公開買付けに対する賛同意見の是非について

以下の事情を踏まえれば、本公開買付けによって公開買付者らが当社の支配権を取得した後の当社グループの経営の不透明性は依然として十分に払拭できておらず、当社は本公開買付けに対し賛同の意見を表明するべきではない。

- ① 公開買付者は、JAG 国際エナジーの株式の売却について、当社における売却益に係る課税負担を低減させるために、全株式を一括して譲渡するのではなく、当社の2会計年度にわたって分割して譲渡すべきとの JAG 国際エナジー分割譲渡提案を提案しているとこ

ろ、売却候補者からは、JAG 国際エネルギー分割譲渡提案を応諾することはできない旨の回答を得ているにもかかわらず、公開買付者はなお JAG 国際エネルギー分割譲渡提案の意向を維持している。そのため、公開買付者は、売却候補者が合理的に受け入れることができる条件に基づいて対象子会社の株式を売却する手続に協力することに合意していると評価できず、本条件①を現時点では充足しているとは認められない。

- ② 当社と公開買付者は、JAG 継続事業を継続させ当社グループの企業価値を向上させる具体的な方法については、公開買付者が当社に対して提案している、当社が、山下氏が所有する会社に対して、JAG 継続事業に係る権利義務を会社分割により承継させる JAG 継続事業承継案の実施の可否及び条件も含め、なお、合意に至っておらず、本公開買付け後の JAG 継続事業の抜本的改革を実行するための機会も確保されていない。そのため、本条件③を現時点では充足しているとは認められない。
- ③ 公開買付者による、JAG 国際エネルギー分割譲渡提案及び JAG 継続事業承継案は、いずれも、その主張する課税負担の軽減というメリットも含めて、当社グループの企業価値向上に向けた合理的な要求とは認められない。
- ④ 当社が企図する自己株式の取得は、山下氏及び山下氏が支配権を有する会社を除く当社株主に対する最も高額な株主還元を可能とし、その結果、山下氏及び山下氏が支配権を有する会社並びに公開買付者グループ（下記「6. 会社の支配に関する基本方針に係る対応方針」において定義されます。）を除く当社の一般株主に最も大きな利益をもたらす方法であったが、公開買付者からは、公開買付者ら自身が過去に批判された投資回収手法を回避するとの理由で、当社による自己株式の取得に応じなかったという経緯を踏まえれば、公開買付者は、対象子会社を含む当社グループの企業価値及び株主価値の向上について、当社の現経営陣と同等以上に配慮しているとは評価できない。

2. 中立的意見・反対意見の是非について

本公開買付けに対し賛同意見を行うべきでないとして、中立又は反対のいずれの立場をとるべきかについて検討するにあたっては、各意見を行うことの必要性及び許容性をそれぞれ検討の上、これらを総合的に考慮するべきである。

(1) 中立的意見の必要性が認められること及び反対意見の許容性が認められないこと

以下の事情を踏まえれば、当社が本公開買付けに対し反対の意見を表明することは最善とはいえないと考える。

- ① 公開買付者と当社との間で、2021年5月5日から2021年5月28日までの間に合計20回、2021年6月4日から2021年6月11日までの間に合計7回にわたり協議が行われたことにより、本公開買付け後の公開買付者による当社グループの経営の不透明性は相対的に減少していること。
- ② 公開買付者は、本公開買付け後において、本条件①及び③に関する当社との協議を予定しており、本条件①及び③について合意に至る可能性があること。
- ③ 本公開買付けに対して反対の意見を表明すると、公開買付者との関係が不合理に悪化するおそれがあるところ、かかる本条件①及び③の早期合意のためには、これを回避

する必要があること。

- ④ かかる本条件①及び③の早期合意は、当社のステークホルダーからの当社グループの今後の経営方針に対する早期確定の要請に資するものであること。

(2) 反対意見の必要性が高くないこと及び中立的意見の許容性が認められること

以下の事情を踏まえれば、本公開買付けは、株主に大幅な株主還元の機会を提供するものであり、当社の株主価値を害するものではなく、当社が本公開買付けに対し中立の意見を表明することには許容性が認められる。

- ① 公開買付者が、本公開買付届出書の訂正届出書（2021年6月15日提出）において、本公開買付価格を、1株当たり910円から960円に変更することを公表しており、かかる変更後の公開買付価格は、本条件②を充足すると認められること。
- ② 2021年6月11日に、当社と公開買付者等との間で実施された協議に係る事実について公表がされる前の当社株式の株価が1株当たり907円（2021年6月11日の株式会社東京証券取引所市場第一部における終値）であり、また、本公開買付価格が1株当たり910円であった時点の本公開買付けに対して第三者から対抗的な提案がなされていなかったことを考慮すれば、かかる変更後の本公開買付価格は、実質的にも、当社株主共同の利益を損なうものではなく、当社株主の本公開買付けへの応募をその判断に委ねることも合理的と認められること。

(3) 小括

以上、(1)及び(2)を総合的に考慮すると、当社は、本公開買付けに対する意見として、反対ではなく中立の立場、及び、当社株主が本公開買付けに応募するか否かについては当社株主の判断に委ねることを表明するべきである。

3. 結論

以上のとおり、当社は本公開買付けに対して中立の立場をとることが相当である。

なお、本特別委員会としては、本公開買付け後における本条件①及び③の実現等に関する公開買付者との協議において、当社が当社グループの企業価値向上を実現させるべく可能な限り努力することを期待するものである。

II. 本公開買付けにつき、本プランに基づく対抗措置を発動することが妥当か

本特別委員会は、上記「I. 本公開買付けに対し、当社取締役会がいかなる意見を表明することが妥当か」のとおり、当社が本公開買付けに対して中立の立場をとることが相当であると考え、また、当社と公開買付者が本公開買付け後に当社グループの企業価値の向上について協議を続けることが妥当であると考えことから、当然に、本公開買付けに対し本プランに基づく対抗措置を発動すべきではないと考える。

③ 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

当社は、GCA 及びアンダーソン・毛利・友常法律事務所外国法共同事業から得た助言その他の関連資料を踏まえ、本公開買付けを含むシティ社提案取引に関する諸条件の内容について慎重に協議及び検討を行った結果、2021 年 5 月 14 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の全員一致で、本公開買付けが当社の企業価値の向上に資するものであるかという点について更なる評価・検討を行うべく、当該時点においては、本公開買付けに対する意見の表明を留保する旨を決議いたしました。

また、当社は、当社の各アドバイザーからの助言、本特別委員会から受領した本答申書及びその他の関連資料を踏まえ、本公開買付けを含むシティ社提案取引に関する諸条件の内容について慎重に協議及び検討を行った結果、2021 年 6 月 18 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の全員一致で、本公開買付けに対して中立の立場をとること、及び、当社の株主の皆様が本公開買付けに応募するか否かについては株主の皆様のご判断に委ねることを決議いたしました。

なお、当該取締役会には、当社の全ての監査役である監査役 3 名が出席し、出席した監査役はいずれも上記決議を行うことに異議がない旨の意見を述べております。

当該取締役会においては、旧公開買付けにおける手続に倣い、利益相反のおそれを回避する観点から、当社取締役 5 名のうち、まず、(ア) 山下氏、呉文繡氏（以下「呉氏」といいます。）及び西田信一氏（以下「西田氏」といいます。）を除く 2 名の取締役において審議の上、全員一致により上記の決議を行い、さらに、当社取締役会の定足数を確保する観点から、(イ) 西田氏を加えた 3 名の取締役において改めて審議の上、全員一致により上記の決議を行うという二段階の手続を経ております。

なお、山下氏及び呉氏は、当社取締役会の意思決定における公正性、透明性及び客観性を高め、利益相反を可及的に回避する観点から、当社取締役会におけるこれまでの本公開買付けに関する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りません。

4. 本公開買付けに関する重要な合意

公開買付者は、2021 年 3 月 17 日、野村氏、エスグラントコーポレーション及び南青山不動産（以下「不応募株主」と総称します。）との間で、不応募株主が所有する当社株式（所有株式数の合計：4,330,400 株、所有割合の合計：15.78%）について、前提条件が付されることなく本公開買付けに応募しない旨を口頭で合意しているとのことです。

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

当社は、2021 年 3 月 9 日付で公表いたしました「株式会社シティインデックスイレブンスらによる当社株式を対象とする大量買付行為の具体的かつ切迫した懸念に基づく当社の財務及び事業の方針の決定を支配する者の在り方に関する基本方針及び当社株式の大量買付行為への対応方針（買収防衛策）の導入に関するお知らせ」（以下「本プランプレスリリース」といいます。）に記載のとおり

り、当社の財務及び事業の方針の決定を支配する者の在り方に関する基本方針（会社法施行規則（平成18年法務省令第12号。その後の改正を含みます。以下同じです。）第118条第3号。以下「本基本方針」といいます。）を決定し、さらに本基本方針に照らして不適切な者によって当社の財務及び事業の方針の決定が支配されることを防止するための取組み（会社法施行規則第118条第3号ロ（2））として、①具体的かつ切迫した懸念のある公開買付者並びにその特別関係者及び共同保有者（法第27条の23第5項に規定する「共同保有者」をいい、同条第6項に基づき共同保有者とみなされる者を含みます。以下同じです。）（公開買付者並びにその特別関係者及び共同保有者を総称して、以下「公開買付者グループ」といいます。）による当社株式を対象とする大量買付行為（本プランプレスリリースに定義されます。以下同じです。）及び②公開買付者グループによる当社株式を対象とする大量買付行為の具体的かつ切迫した懸念が継続している状況下において企図されるに至ることがあり得る他の大量買付行為への対応方針（以下「本プラン」といいます。）を導入しているところ、2021年6月18日開催の当社取締役会において、本公開買付けについて、本プランに基づく対抗措置を発動しないこととする旨を決議いたしました。

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。

9. 今後の見通し

上記「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」及び「（4）上場廃止となる見込み及びその事由」をご参照ください。

10. その他

該当事項はありません。

以 上