



2021年1月26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)

**(変更)「MBOの実施及び応募の推奨並びに子会社の異動を伴う株式譲渡に関するお知らせ」の  
一部変更について**

日本アジアグループ株式会社（以下「当社」又は「対象者」といいます。）が、2020年11月5日付で公表いたしました「MBOの実施及び応募の推奨並びに子会社の異動を伴う株式譲渡に関するお知らせ」（当社が2020年11月24日付で公表いたしました「(訂正)「MBOの実施及び応募の推奨並びに子会社の異動を伴う株式譲渡に関するお知らせ」の一部訂正について」により訂正された事項、2020年12月21日付で公表いたしました「(変更)「MBOの実施及び応募の推奨並びに子会社の異動を伴う株式譲渡に関するお知らせ」の一部変更について」により変更された事項、及び、2021年1月14日付で公表いたしました「(変更)「MBOの実施及び応募の推奨並びに子会社の異動を伴う株式譲渡に関するお知らせ」の一部変更について」により変更された事項を含みます。以下「2020年11月5日付プレスリリース」といいます。)につきまして、その内容の一部に変更すべき事項（当該変更を以下「本変更」といいます。）がありましたので、下記のとおりお知らせいたします。

本変更は、グリーンホールディングスエルピー（以下「公開買付者」といいます。）による金融商品取引法施行令第30条第1項第4号に基づく要請により当社が公表いたしました2021年1月26日付「グリーンホールディングスエルピーによる日本アジアグループ株式会社株式（証券コード3751）に対する公開買付けの買付条件等の変更に関するお知らせ」において記載したとおり、公開買付者が、公開買付者による当社の普通株式（以下「当社株式」といいます。）の全て（ただし、当社が所有する自己株式を除きます。）に対する公開買付け（以下「本公開買付け」といいます。）における本公開買付け価格変更（注1）を含む本買付条件等変更（注1）を決定したことを受け、当社が、2021年1月26日開催の取締役会において、(ア)2020年11月5日付プレスリリースにおいて既にお知らせしております、本公開買付けに賛同する旨の意見、及び、当社の株主の皆様に対して本公開買付けに応募することを推奨する旨の意見を維持することを決議したこと、並びに、(イ)本対象子会社株式取得（以下に定義します。以下同じです。）において、当社が公開買付者に譲渡する対象子会社（以下に定義します。）の株式に関して、国際航業株式会社（以下「国際航業」といいます。）については同社の発行済株式（自己株式を除きます。）の80%に相当する株式から97.5%に相当する株式に、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、国際航業及びJAG国際エネルギーを併せて「対象子会社」といいます。）

す。)については同社の発行済株式(自己株式を除きます。)の70%に相当する株式から95%に相当する株式に、それぞれ変更することを決議したことに伴い生じたものです。

当社といたしましても、下記のとおり(注2)、当社グループ(注1)全体としての中長期的かつ持続的な発展のためには、本取引(注1)を通じて当社株式を非公開化しつつ対象子会社の独立性を高め、当社の代表取締役会長兼社長である山下氏(注1)及びカーライル(注1)が相互の協力関係の下で各々の専門性や経営資源を最大限に活用してJAG 継続事業(注1)及び対象子会社の事業に注力するというパートナーシップ関係の構築が最善であると考えております。

なお、変更箇所には下線を付しております。

(注1) 下記「I MB0の実施及び応募の推奨について」の「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「①本公開買付けの概要」において定義します。以下同じです。

(注2) 詳細につきましては、下記「I MB0の実施及び応募の推奨について」の「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「③本公開買付けに賛同するに至った意思決定の過程及び理由」をご参照ください。

## 記

### I MB0の実施及び応募の推奨について

#### 2. 買付等の価格

(変更前)

普通株式1株につき、600円(以下「本公開買付価格」といいます。)

(変更後)

普通株式1株につき、1,200円(以下「本公開買付価格」といいます。)

#### 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

(変更前)

当社は、2020年11月5日開催の当社取締役会において、下記「(2) 意見の根拠及び理由」に記載の根拠及び理由に基づき、本公開買付けに賛同する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、当該取締役会決議は、下記「(6) 本公開買付価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置」の「④当社における利害関係を有しない取締役全員の承認及び監査役全員の異議がない旨の意見」に記載の方法により決議されております。

(変更後)

当社は、2020年11月5日開催の当社取締役会において、下記「(2) 意見の根拠及び理由」に記載の根拠及び理由に基づき、本公開買付けに賛同する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。

その後、公開買付者は、本公開買付け開始後の当社株式の市場取引の状況、当社の株主の皆様による本公開買付けへの応募状況、今後の応募の見通し及び本公開買付けの成立の確度を高める必要性等を総合的に考慮して、慎重に検討を行った結果、2021年1月26日、本公開買付け価格変更を含む本買付条件等変更を決定したとのことです。

当社は、2021年1月26日開催の当社取締役会において、本株式価値算定書（下記「(2) 意見の根拠及び理由」の「③本公開買付けに賛同するに至った意思決定の過程及び理由」において定義します。以下同じです。）及び本フェアネス・オピニオン（下記「(2) 意見の根拠及び理由」の「③本公開買付けに賛同するに至った意思決定の過程及び理由」において定義します。以下同じです。）の内容、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法的助言、本特別委員会（下記「(2) 意見の根拠及び理由」の「③本公開買付けに賛同するに至った意思決定の過程及び理由」において定義します。以下同じです。）から入手した本答申書（下記「(2) 意見の根拠及び理由」の「③本公開買付けに賛同するに至った意思決定の過程及び理由」において定義します。以下同じです。）及び2021年1月25日付答申書（下記「(2) 意見の根拠及び理由」の「③本公開買付けに賛同するに至った意思決定の過程及び理由」において定義します。以下同じです。）その他の関連資料を踏まえ、本買付条件等変更について慎重かつ真摯に協議及び検討を行った結果、本買付条件等変更後の本公開買付けを含む本取引（下記「(2) 意見の根拠及び理由」の「①本公開買付けの概要」において定義します。以下同じです。）について、(i)本買付条件等変更後の本公開買付けを含む本取引によって、下記「(2) 意見の根拠及び理由」の「③本公開買付けに賛同するに至った意思決定の過程及び理由」のとおり、当社の企業価値が向上すると見込まれるとともに、(ii)本買付条件等変更後の本公開買付けを含む本取引に係る諸条件は当社の株主の皆様にとって妥当であり、本公開買付けは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の考えに変わりはないことから、本公開買付けに賛同する旨の意見、及び、当社の株主の皆様に対して本公開買付けに応募することを推奨する旨の意見を維持することを決議いたしました。

なお、上記の各取締役会決議は、下記「(6) 本公開買付け価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置」の「④当社における利害関係を有しない取締役全員の承認及び監査役全員の異議がない旨の意見」に記載の方法により決議されております。

## (2) 意見の根拠及び理由

本「(2) 意見の根拠及び理由」の記載のうち、公開買付者に関する記載については、公開買付者から受けた説明に基づいております。

### ① 本公開買付けの概要

(変更前)

<前略>

その後、公開買付者は、当社株式の市場株価が本公開買付け価格を上回って推移していることを踏

まえ、当社の株主の皆様判断機会を提供し、本公開買付けの成立可能性を高めるため、2020年12月21日、公開買付期間（以下に定義します。）を2021年1月14日まで延長（以下「第1回延長」といいます。）し、さらに、同様の理由から、2021年1月14日、公開買付期間を延長することを決定し、当該延長後の公開買付期間の末日については、後記の株式会社シティインデックスイレブンス（以下「シティ社」といいます。）（注3の3）との協議の実施に伴う公開買付届出書の訂正届出書の提出により、法令に基づき、公開買付期間を当該訂正届出書の提出日である2021年1月14日より起算して10営業日を経過した日にあたる2021年1月28日まで延長する必要があることも踏まえ、2021年1月28日とすることを決定したとのことです。なお、公開買付者は、第1回延長を決定した2020年12月21日及び2021年1月14日現在のいずれの時点においても、本公開買付価格の変更は検討していないとのことです。

加えて、公開買付者は、シティ社から2021年1月10日付及び同月12日付の各書簡及びその後のシティ社との協議において、①当社が保有する国際航業株式会社及びJAG国際エナジー株式会社の株式の全てを公開買付者に売却した場合における当社の純資産額と同等の価値を当社株主に提供する公開買付価格（なお、具体的な公開買付価格の提案は受けていないとのことです。）への変更、又は、②当社の非公開化において、シティ社を含む一定割合以上の当社株式を保有する当社の株主（なお、具体的な割合及び株主の提案は受けていないとのことです。）が非公開化後も当社の株主として残ることができるスキームへの変更の提案を受け、併せて、一定の保全の下で当社に対して必要な資金を提供する用意がある旨の申し出を受け、公開買付者及び山下氏は、これを真摯に検討したとのことです。しかしながら、上記①の提案については、本取引後におけるJAG継続事業の収益性、資金繰り及び有利子負債の状況等を改めて精査の上で、継続企業である当社の株式価値を算定するにあたりその純資産額を参照することは適切でないと考えられることに加え、公開買付価格の引き上げによる更なる株主還元やJAG継続事業の継続のために必要な資金を追加的な借入等により手当てする場合、JAG継続事業において弁済が困難な有利子負債の水準となることを見込まれることから、また、上記②の提案については、本公開買付けの枠組み及び時間的な制限の中で、本公開買付けの開始後に新たな当社の株主との間でパートナーシップの構築を検討することは困難であることから、いずれの提案についても応諾し難いものと判断し、公開買付者は、その旨をシティ社に対して回答したとのことです。

<中略>

（注3の3）シティ社が2021年1月8日付で提出した当社株式に係る大量保有報告書の変更報告書No.10によれば、シティ社は、2020年12月28日時点において、当社株式2,650,200株（株券等保有割合：9.55%）を所有しており、また、その共同保有者である野村幸弘氏（所有する当社株式数：1,256,400株、株券等保有割合：4.53%）及び株式会社エスグラントコーポレーション（所有する当社株式数：1,383,400株、株券等保有割合：4.98%）と併せて当社株式5,290,000株（株券等保有割合：19.05%）を所有しているとのことです。

公開買付者は、本公開買付けの実施にあたり、2020年11月5日付で、当社株式493,230株（所有割合：1.80%）を所有する山下氏との間で本公開買付けに応募する旨の合意を含む本取引契約（以下に定義します。）を締結するとともに、山下氏が支配する資産管理会社であって、当社の第2位株主として当社株式2,624,800株（所有割合：9.56%）を所有するJAPAN ASIA HOLDINGS LIMITED（以

下「JA Holdings」といいます。)、山下氏が支配する資産管理会社であって、当社の第5位株主として当社株式673,600株(所有割合:2.45%)を所有するJA PARTNERS LTD(以下「JA Partners」といいます。)、並びに当社株式3,448,760株(所有割合:12.56%)を所有し、当社の筆頭株主、かつ、主要株主である藍澤証券株式会社(以下「藍澤証券」といいます。))との間で、それぞれ本公開買付けの応募に関する契約(総称して、以下「応募契約」といいます。))を締結し、応募合意株主(山下氏、JA Holdings、JA Partners及び藍澤証券を個別に又は総称していいます。以下同じです。))が所有する当社株式の全て(合計7,240,390株、所有割合:26.37%)を本公開買付けに応募する旨を合意しているとのことです。応募契約の詳細については、下記「4. 本公開買付けに関する重要な合意」の「② 応募契約」をご参照ください。

本公開買付けにおいて、公開買付者は、当社株式を非公開化することを目的としているため、18,303,000株(所有割合:66.67%)を買付予定数の下限と設定しており、本公開買付けに応募された当社株式(以下「応募株券等」といいます。))の合計が買付予定数の下限に満たない場合は、応募株券等の全ての買付け等を行わないとのことです。なお、買付予定数の下限(18,303,000株)は、当社四半期決算短信に記載された2020年9月30日現在の当社の発行済株式総数(27,763,880株)から、当社四半期決算短信に記載された同日現在の当社が所有する自己株式数(890,200株)から同日現在の当社の株式給付信託(BBT)の所有分(580,800株)を除いた株式数(309,400株)を控除した株式数(27,454,480株)に係る議決権数(274,544個)の3分の2以上となるよう設定したとのことです。

<中略>

なお、本公開買付けに関連して、当社並びに山下氏、山下氏がその発行済株式の全てを所有するグリーンプロジェクト株式会社(以下「グリーンプロジェクト社」といいます。))及び公開買付者は、山下氏による当社のマネジメント・バイアウト(MBO)並びに当社の完全子会社である国際航業及びJAG 国際エナジーに係るパートナーシップ関係の構築のため、本公開買付け及び本スクイーズアウト手続による当社株式の非公開化(以下「本非公開化取引」といいます。))を実施した後、以下の一連の取引(以下「本後続取引」といい、本非公開化取引と併せて、以下「本取引」といいます。))を実施することを合意しております。

- ① 山下氏及びグリーンプロジェクト社を引受先とする当社の第三者割当増資の方法により、山下氏及びグリーンプロジェクト社が当社に再出資(なお、再出資に係る1株当たりの払込金額は1株当たりの本公開買付け価格と同額とし、山下氏については総額600万円、グリーンプロジェクト社については総額5400万円を出資します。))を行うこと(以下「本再出資」といいます。))
- ② 当社による自己株式取得及び子会社株式譲渡の方法により、公開買付者が本非公開化取引を通じて取得した当社株式の全て(その価額は本公開買付け価格に基づき金164億7268万8000円相当)及び現金(金205億2731万2000円)と引き換えに、公開買付者が(i)国際航業の発行済株式(自己株式を除きます。))の80%に相当する株式(以下「本国際航業株式」といいます。))、及び、(ii)JAG 国際エナジーの発行済株式(自己株式を除きます。))の70%に相当する株式(以下「本JAG 国際エナジー株式」といい、本国際航業株式と併せて、以下「本対象子会社株式」といいます。))を取得すること(以下「本対象子会社株式取得」

といたします。) (注4) (注5) (注6)

(注4) 具体的には、当社において、(i) 公開買付者が本非公開化取引を通じて取得した当社株式の全て(その価額は本公開買付価格に基づき金 164 億 7268 万 8000 円相当)について、下記(注5)の方法により定める数量の対象子会社の株式を対価として、公開買付者から自己株式取得(以下「本自己株式取得」といいます。)を実施し、同時に、(ii) 現金(金 205 億 2731 万 2000 円)を対価として、対象子会社の株式を追加で公開買付者に譲渡し、(i) 及び(ii)を通じて、最終的に公開買付者が(a) 国際航業の発行済株式(自己株式を除きます。)の 80%に相当する株式及び(b) JAG 国際エナジーの発行済株式(自己株式を除きます。)の 70%に相当する株式を取得することを予定しております。

(注5) 本自己株式取得の方法により公開買付者が取得する国際航業の株式及び JAG 国際エナジーの株式の各数量は、法令等に適合する範囲で、(i) 公開買付者が本非公開化取引を通じて取得した当社株式の全ての価額(当該価額は本公開買付価格に基づき金 164 億 7268 万 8000 円相当)を、(ii) 本対象子会社株式取得の対価の総額(金 370 億円相当)に占める各本対象子会社株式の価額の割合に応じて按分して得られる額を基準として、それぞれ割付けることを予定しております(ただし、当社及び公開買付者は、その合意により、かかる割付けを変更する可能性があります。)。なお、当社、山下氏及び公開買付者は、本公開買付価格を定めるにあたり、本対象子会社株式取得の対価の総額について合意をしておりますが、本公開買付けの開始から本対象子会社株式取得の実行までには相当程度の期間を要することから、その内訳(すなわち、本対象子会社株式ごとの価額)については現時点で定めておらず、本対象子会社株式取得の実行までに、別途協議の上決定することとしております。

(注6) 本対象子会社株式取得の対価の総額として合意された価額は、公開買付者が本非公開化取引を通じて取得する当社株式の価額を上回っておりますが、これは、(i) 下記「②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」の「(i) 本公開買付けの実施を決定するに至った背景、目的及び意思決定の過程」のとおり、当社グループ(当社、その子会社及び関連会社をいいます。以下同じです。)が営む事業は多岐に亘るところ、現状、対象子会社以外の当社グループの事業(株式会社ザクティホールディングス(以下「ザクティ」)と申します。)を含み、以下「JAG 継続事業」と申します。)の収益性が対象子会社の事業の収益性に比して低いこと、(ii) 当社グループの運営にあたり当社が負担している有利子負債が相当額存在し(2020年3月31日現在当社単体において約207億円)、また、これに加えて当社以外の JAG 継続事業についての有利子負債も存在すること、(iii) 本対象子会社株式取得の実行に伴い、現状、当社に対して対象子会社が負担している経営管理料(当社グループ運営のための支出)が解消されるところ、その価値が対象子会社の株式価値として認識されること等によるものであります。

<中略>

本後続取引の結果、当社株式については、山下氏及びグリーンプロジェクト社がその全て(自己株式を除きます。)を所有することとなり、国際航業の株式については、当社がその発行済株式(自己株式を除きます。)の 20%及び公開買付者がその発行済株式(自己株式を除きます。)の 80%を、JAG 国際エナジーの株式については、当社がその発行済株式(自己株式を除きます。)の 30%及び公開買付者がその発行済株式(自己株式を除きます。)の 70%を、それぞれ所有することになる予定で

す。

<中略>

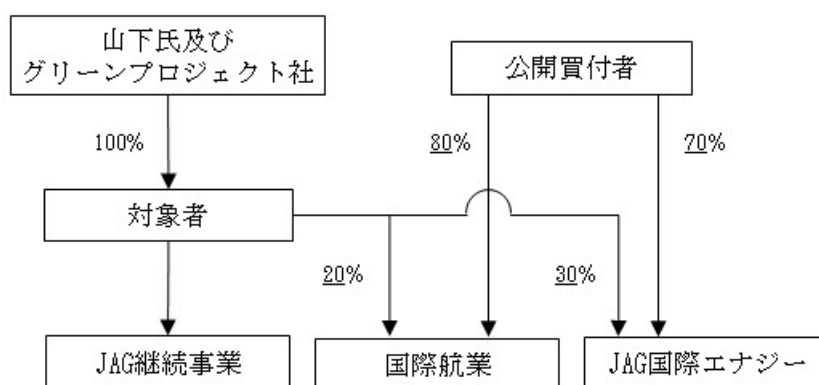
当社並びに山下氏、グリーンプロジェクト社及び公開買付者は、2020年11月5日付で、本公開買付けを含む本取引の実施につき、MBOの実施等に関する契約（以下「本取引契約」といいます。）を締結しております。本取引契約の詳細につきましては、下記「4. 本公開買付けに関する重要な合意」の「① 本取引契約」をご参照ください。

<中略>

### 3. 本後続取引の実施

- 山下氏及びグリーンプロジェクト社を引受先とする当社による第三者割当増資の方法により、山下氏及びグリーンプロジェクト社が当社に再出資（なお、山下氏については総額600万円、グリーンプロジェクト社については総額5400万円を出資する。）
- 当社による自己株式取得及び子会社株式譲渡の方法により、公開買付者が、本非公開化取引を通じて取得した当社株式の全て（当該価額は本公開買付価格に基づき金164億7268万8000円相当）及び現金（金205億2731万2000円）と引き換えに、公開買付者が(i)本国際航業株式及び(ii)本JAG国際エネルギー株式を取得（注）

（注）上記のとおり、当社において、(i) 本自己株式取得を実施し、同時に、(ii) 現金を対価として、対象子会社の株式を追加で公開買付者に譲渡し、(i) 及び(ii) を通じて、最終的に公開買付者が(a) 国際航業の発行済株式（自己株式を除きます。）の80%に相当する株式及び(b) JAG国際エネルギーの発行済株式（自己株式を除きます。）の70%に相当する株式を取得することを予定しております。



（変更後）

<前略>

その後、公開買付者は、当社株式の市場株価が本公開買付価格変更前の本公開買付価格を上回って推移していることを踏まえ、当社の株主の皆様判断機会を提供し、本公開買付けの成立可能性を高めるため、2020年12月21日、公開買付期間（以下に定義します。以下同じです。）を2021年1月14日まで延長（以下「第1回延長」といいます。）し、さらに、同様の理由から、2021年1月14日、公開買付期間を延長することを決定し、当該延長後の公開買付期間の末日については、後記の株式会社シティインデックスイレブンス（以下「シティ社」といいます。）（注3の3）との協議の実施に伴う公開買付届出書の訂正届出書の提出により、法令に基づき、公開買付期間を当該訂正届

出書の提出日である 2021 年 1 月 14 日より起算して 10 営業日を経過した日にあたる 2021 年 1 月 28 日まで延長する必要があることも踏まえ、2021 年 1 月 28 日とすることを決定したとのことです。なお、公開買付者は、第 1 回延長を決定した 2020 年 12 月 21 日及び 2021 年 1 月 14 日現在のいずれの時点においても、本公開買付価格の変更は検討していないとのことです。

加えて、公開買付者は、シティ社から 2021 年 1 月 10 日付及び同月 12 日付の各書簡及びその後のシティ社との協議において、①当社が保有する国際航業及び JAG 国際エナジーの株式の全てを公開買付者に売却した場合における当社の純資産額と同等の価値を当社株主に提供する公開買付価格（なお、具体的な公開買付価格の提案は受けていないとのことです。）への変更、又は、②当社の非公開化において、シティ社を含む一定割合以上の当社株式を保有する当社の株主（なお、具体的な割合及び株主の提案は受けていないとのことです。）が非公開化後も当社の株主として残ることができるスキームへの変更の提案を受け、併せて、一定の保全の下で当社に対して必要な資金を提供する用意がある旨の申し出を受け、公開買付者及び山下氏は、これを真摯に検討したとのことです。しかしながら、上記①の提案については、本取引後における JAG 継続事業の収益性、資金繰り及び有利子負債の状況等を改めて精査の上で、継続企業である当社の株式価値を算定するにあたりその純資産額を参照することは適切でないと考えられることに加え、公開買付価格の引き上げによる更なる株主還元や JAG 継続事業の継続のために必要な資金を追加的な借入等により手当てする場合、JAG 継続事業において弁済が困難な有利子負債の水準となることを見込まれることから、また、上記②の提案については、本公開買付けの枠組み及び時間的な制限の中で、本公開買付けの開始後に新たな当社の株主との間でパートナーシップの構築を検討することは困難であることから、いずれの提案についても応諾し難いものと判断し、公開買付者は、その旨をシティ社に対して回答したとのことです。

シティ社は、2021 年 1 月 14 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「シティ社プレスリリース」といいます。）を公表いたしました。シティ社プレスリリースによれば、シティ社は、一定の前提条件が充足された場合には、公開買付価格を 1 株当たり 840 円（予定）で当社株式に対する公開買付け（以下「シティ社予告公開買付け」といいます。）を開始する予定であることを決定したものとされております（詳細は、当社が 2021 年 1 月 15 日付で公表した「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の開始予定に係るお知らせ」に添付のシティ社プレスリリースをご確認ください。）。

その後も、山下氏及び公開買付者は、2021 年 1 月 10 日付及び同月 12 日付の各書簡並びにその後の 2021 年 1 月 13 日までに実施したシティ社との協議における、シティ社及びシティ社側として当該協議に参加した村上世彰氏からの当社の株主の皆様に対する更なる還元を求める旨の提案や、シティ社プレスリリースにおいて記載されている指摘について真摯に受け止め、本取引の意義及び目的、非公開化の必要性、全ての事業における事業永続性や持続的成長の実現可能性、社会的意義等について再考するとともに、本取引後における JAG 継続事業の収益性、資金繰り及び有利子負債の状況等を踏まえ、本取引の経済的条件についても改めて検討を行ったとのことです。

山下氏及び公開買付者は、JAG 継続事業の抜本的改革及び対象子会社の更なる企業価値の向上を通じて当社グループの全事業、総体としての中長期的な発展及びその永続性を確保するためには、本取引を通じて当社株式を非公開化しつつ対象子会社の独立性を高め、山下氏及びカーライルが相



互の協力関係の下で各々の専門性や経営資源を最大限に活用して JAG 継続事業及び対象子会社の事業に注力するというパートナーシップ関係の構築が最善かつ不可欠であるとの認識に変わりがないことを再確認するとともに、公開買付者においては、JAG 継続事業の抜本的改革を実現するという山下氏の不退転の決意を最大限尊重し、できる限りの支援を行うこととしたとのことです。

その上で、本取引の経済条件を振り返ったところ、まず、山下氏及び公開買付者としては、本公開買付けを開始するにあたり、本取引後において当社に残る価値（当社が継続保有する対象子会社の株式の価値を含みます。）は、収益性やキャッシュフローに基づく評価においては大幅なマイナスであると考えられる JAG 継続事業の価値と相殺され、1株当たりの公開買付価格を 600 円とする本非公開化取引（以下に定義します。以下同じです。）は、当社の株主の皆様に対して、当社株式の株主価値を全て還元するものであると考えていたとのことです。しかしながら、本公開買付け開始後において当社株式の市場株価が本公開買付価格変更前の本公開買付価格を大幅に上回って推移したこと及び当社の株主の皆様による本公開買付けへの応募状況に加え、シティ社からの提案や指摘を受け、山下氏及び公開買付者は、本取引について当社の株主の皆様のご理解とご賛同をいただき、本取引の遂行に不可欠な本公開買付けを成立させるためには、さらなる株主還元が必要であると判断したとのことです。

そこで、山下氏及び公開買付者は、当初、当社が運転資金として継続保有することを想定しておりました現預金に加えて、同じく継続保有することを想定しておりました対象子会社の株式についても、本取引後における当社及び公開買付者の間での対象子会社に係るパートナーシップ関係の構築という本取引の趣旨・目的を損なわない限度において、最大限、その価値を実現させ、上記の現預金と合わせて本公開買付価格に振り向けることにより、山下氏及び公開買付者としてご提供することができると見込まれる最終の価格まで本公開買付価格を引き上げ、もって当社の株主の皆様に対して出来る限りの株主還元を行うこととしたとのことです。なお、山下氏及び公開買付者としては、当社が継続保有することを予定しておりました対象子会社の株式が減少したとしても、上記に述べたパートナーシップ関係を堅持し、引き続き必要かつ十分な連携を取っていく方針とのことです（山下氏及び公開買付者のパートナーシップ関係に基づく連携については、下記「②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」の「(i)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」及び「(ii)本公開買付け後の経営方針」をご参照ください。）。また、公開買付者としても、上記のとおり、取得する対象子会社の株式の数量の増加により、追加的なリスク・キャピタルを投下することで、出来る限りの株主還元を実現する一助となればと判断したとのことです。

さらに、山下氏及びグリーンプロジェクト社は、上記により不足することが見込まれる JAG 継続事業の抜本的改革に必要な運転資金について、当社に対する再出資の金額を引き上げることを通じてこれを賄うこととしたとのことです（山下氏によれば、当該再出資額の引上げに要する資金は、山下氏、JA Holdings（以下に定義します。）及び JA Partners（以下に定義します。）がその保有する当社株式を本公開買付けに応募することにより得られる資金を含む山下氏の手元資金により賄われるとのことです。）。加えて、再出資金額の増額を前提に、当社の取引金融機関とも綿密に再協議を重ねた上で、当社が継続保有する現預金や資産の価値が本公開買付けを開始した 2020 年 11 月 6 日当初の想定より減少する中においても、JAG 継続事業に対して引き続きご支援をいただける旨の意向を確認したとのことです。結果として、当初継続保有を想定していた現預金や対象子会社株式

を活用して、最大限、株主還元に向けたととしても、JAG 継続事業において直ちに運転資金が不足してしまう状況を回避する枠組みを確保したとのことです。

以上の検討を踏まえ、山下氏及び公開買付者は、当社とも協議の上、2021 年 1 月 26 日、本取引の経済的条件につき、以下の変更（以下「本買付条件等変更」といいます。）を行うことを決定したとのことです。また、公開買付者は、本買付条件等変更後における本取引の経済的条件を最終的なものとし、今後、本公開買付価格を一切変更しないことを併せて決定したとのことです。

- ① 本対象子会社株式取得において公開買付者が取得する対象子会社の株式を、国際航業について、同社の発行済株式（自己株式を除きます。）の 80%に相当する株式から 97.5%に相当する株式に、JAG 国際エナジーについて、同社の発行済株式（自己株式を除きます。）の 70%に相当する株式から 95%に相当する株式に、それぞれ引き上げること。また、これに伴い、本対象子会社株式取得の対価の総額を金 370 億円から金 480 億円に引き上げること。
- ② 本公開買付価格を 600 円から 1,200 円に引き上げること（以下「本公開買付価格変更」といいます。）。
- ③ 本公開買付価格変更により本非公開化取引を通じて取得する当社株式の全ての価額が金 164 億 7268 万 8000 円相当から金 329 億 4537 万 6000 円相当に増加することに伴い、対象子会社株式取得の対価の総額のうち現金部分を、金 205 億 2731 万 2000 円から金 150 億 5462 万 4000 円に減額すること（注 3 の 4）。
- ④ 本再出資（以下に定義します。）の額を、山下氏について、総額 600 万円から総額 2 億 4960 万円、グリーンプロジェクト社について、総額 5400 万円から総額 22 億 4640 万円に、それぞれ引き上げること（なお、本再出資に係る 1 株当たりの払込金額は 1 株当たりの本公開買付価格と同額とする点に変更はないとのことです。）。

なお、本買付条件等変更に係る公開買付届出書の訂正届出書の提出により、本公開買付けの公開買付期間は、法令の規定に従い、当該訂正届出書の提出日である 2021 年 1 月 26 日より起算して 10 営業日を経過した日にあたる 2021 年 2 月 9 日まで延長されることとなります。

<中略>

（注 3 の 3）シティ社が 2021 年 1 月 18 日付で提出した当社株式に係る大量保有報告書の変更報告書 No. 11 によれば、シティ社は、2021 年 1 月 8 日時点において、当社株式 2,650,200 株（株券等保有割合：9.55%）を所有しており、また、その共同保有者である野村幸弘氏（所有する当社株式数：1,256,400 株、株券等保有割合：4.53%）及び株式会社エスグラントコーポレーション（所有する当社株式数：1,714,000 株、株券等保有割合：6.17%）と併せて当社株式 5,620,600 株（株券等保有割合：20.24%）を所有しているとのことです。

（注 3 の 4）以下に述べるとおり、本対象子会社株式取得は、自己株式取得及び子会社株式譲渡の方法により、本対象子会社株式取得の対価（本買付条件等変更後において総額金 480 億円）は、(i) 本非公開化取引を通じて取得する当社株式の全て、及び、(ii) 現金によって構成されるところ、本公開買付価格変更により、(i) 本非公開化取引を通じて取得する当社株式の全ての価額が金 164 億 7268 万 8000 円相当から金 329 億 4537 万 6000 円相当に増加することに伴い、本対象子会社株式取得の対価のうち(ii) 現金部分は、本買付条件等変更後の本対象子会社株式取得の対価の総額である金 480 億円から金 329 億 4537 万 6000 円を控除して得られる金 150 億 5462 万 4000 円に減額さ

れたものであるとのことです。

公開買付者は、本公開買付けの実施にあたり、2020年11月5日付で、当社株式493,230株（所有割合：1.80%）を所有する山下氏との間で本公開買付けに応募する旨の合意を含む本取引契約（以下に定義します。）を締結するとともに、山下氏が支配する資産管理会社であって、当社の第2位（2020年11月5日時点）株主として当社株式2,624,800株（所有割合：9.56%）を所有するJAPAN ASIA HOLDINGS LIMITED（以下「JA Holdings」といいます。）、山下氏が支配する資産管理会社であって、当社の第5位株主（2020年11月5日時点）として当社株式673,600株（所有割合：2.45%）を所有するJA PARTNERS LTD（以下「JA Partners」といいます。）、並びに当社株式3,448,760株（所有割合：12.56%）を所有し、当社の筆頭株主（2020年11月5日時点）、かつ、主要株主である藍澤証券株式会社（以下「藍澤証券」といいます。）との間で、それぞれ本公開買付けの応募に関する契約（総称して、以下「応募契約」といいます。）を締結し、応募合意株主（山下氏、JA Holdings、JA Partners 及び藍澤証券を個別に又は総称していいます。以下同じです。）が所有する当社株式の全て（合計7,240,390株、所有割合：26.37%）を本公開買付けに応募する旨を合意しているとのことです。応募契約の詳細については、下記「4. 本公開買付けに関する重要な合意」の「② 応募契約」をご参照ください。

本公開買付けにおいて、公開買付者は、当社株式を非公開化することを目的としているため、17,915,800株（所有割合：65.26%）を買付予定数の下限と設定しており、本公開買付けに応募された当社株式（以下「応募株券等」といいます。）の合計が買付予定数の下限に満たない場合は、応募株券等の全ての買付け等を行わないとのことです。なお、買付予定数の下限（17,915,800株）は、当社四半期決算短信に記載された2020年9月30日現在の当社の発行済株式総数（27,763,880株）から、当社四半期決算短信に記載された同日現在の当社が所有する自己株式数（890,200株）（当該自己株式数（890,200株）には同日現在の当社の株式給付信託（BBT）の所有分（580,800株）が含まれます。）を控除した株式数（26,873,680株）に係る議決権数（268,736個）の3分の2以上となるよう設定したとのことです。なお、公開買付者は、買付予定数の下限を18,303,000株（所有割合：66.67%）として本公開買付けを開始しておりましたが、当社の株式給付信託（BBT）の所有分（580,800株）については、本公開買付けへの応募が想定されず、かつ、本臨時株主総会（下記「（5）本公開買付け後の組織再編等の方針（いわゆる二段階買収に関する事項）」の「② 株式併合」において定義します。以下同じです。）において議決権を行使することが想定されない（したがって、本公開買付けの成立後に本スクイズアウト手続が確実に実施されることを担保するためには、上記のとおり、公開買付者が、本公開買付けにより、当社の発行済株式総数から自己株式及び当社の株式給付信託（BBT）の所有分を控除した株式数に係る議決権の3分の2以上となるように買付予定数の下限を設定すれば足りる。）ことを踏まえ、本公開買付けの成立の確度を高めるため、2021年1月26日、買付予定数の下限を17,915,800株（所有割合：65.26%）まで引き下げることにしたとのことです。

<中略>

なお、本公開買付けに関連して、当社並びに山下氏、山下氏がその発行済株式の全てを所有するグリーンプロジェクト社及び公開買付者は、山下氏による当社のマネジメント・バイアウト（MBO）並びに当社の完全子会社である国際航業及びJAG 国際エネルギーに係るパートナーシップ関係の構築

のため、本公開買付け及び本スクイーズアウト手続（下記「(4) 上場廃止となる見込み及びその事由」において定義します。以下同じです。）による当社株式の非公開化（以下「本非公開化取引」といいます。）を実施した後、以下の一連の取引（以下「本後続取引」といい、本非公開化取引と併せて、以下「本取引」といいます。）を実施することを合意しております。

- ① 山下氏及びグリーンプロジェクト社を引受先とする当社の第三者割当増資の方法により、山下氏及びグリーンプロジェクト社が当社に再出資（なお、再出資に係る1株当たりの払込金額は1株当たりの本公開買付価格と同額とし、山下氏については総額2億4960万円、グリーンプロジェクト社については総額22億4640万円を出資します。）を行うこと（以下「本再出資」といいます。）
- ② 当社による自己株式取得及び子会社株式譲渡の方法により、公開買付者が本非公開化取引を通じて取得した当社株式の全て（その価額は本公開買付価格に基づき金329億4537万6000円相当）及び現金（金150億5462万4000円）と引き換えに、公開買付者が(i)国際航業の発行済株式（自己株式を除きます。）の97.5%に相当する株式（以下「本国際航業株式」といいます。）、及び、(ii)JAG国際エナジーの発行済株式（自己株式を除きます。）の95%に相当する株式（以下「本JAG国際エナジー株式」といい、本国際航業株式と併せて、以下「本対象子会社株式」といいます。）を取得すること（以下「本対象子会社株式取得」といいます。）（注4）（注5）（注6）

（注4）具体的には、当社において、(i) 公開買付者が本非公開化取引を通じて取得した当社株式の全て（その価額は本公開買付価格に基づき金329億4537万6000円相当）について、下記（注5）の方法により定める数量の対象子会社の株式を対価として、公開買付者から自己株式取得（以下「本自己株式取得」といいます。）を実施し、同時に、(ii) 現金（金150億5462万4000円）を対価として、対象子会社の株式を追加で公開買付者に譲渡し、(i) 及び(ii) を通じて、最終的に公開買付者が(a) 国際航業の発行済株式（自己株式を除きます。）の97.5%に相当する株式及び(b) JAG国際エナジーの発行済株式（自己株式を除きます。）の95%に相当する株式を取得することを予定しております。

（注5）本自己株式取得の方法により公開買付者が取得する国際航業の株式及びJAG国際エナジーの株式の各数量は、法令等に適合する範囲で、(i) 公開買付者が本非公開化取引を通じて取得した当社株式の全ての価額（当該価額は本公開買付価格に基づき金329億4537万6000円相当）を、(ii) 本対象子会社株式取得の対価の総額（金480億円相当）に占める各本対象子会社株式の価額の割合に応じて按分して得られる額を基準として、それぞれ割付けることを予定しております（ただし、当社及び公開買付者は、その合意により、かかる割付けを変更する可能性があります。）。なお、当社、山下氏及び公開買付者は、本公開買付価格を定めるにあたり、本対象子会社株式取得の対価の総額について合意をしておりますが、本公開買付けの開始から本対象子会社株式取得の実行までには相当程度の期間を要することから、その内訳（すなわち、本対象子会社株式ごとの価額）については現時点で定めておらず、本対象子会社株式取得の実行までに、別途協議の上決定することとしております。

（注6）本対象子会社株式取得の対価の総額として合意された価額は、公開買付者が本非公開化取引を通じて取得する当社株式の価額を上回っておりますが、これは、(i) 下記「②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」の「(i) 本公開買付けの実施を決定するに至った背景、目的及び意思決定の過程」のとおり、当社グループ（当社、その子会社及び関連会社をいいます。以下同じです。）が営む事業は多岐に亘るところ、現状、対象子会社以外の当社グループの事業（ザクティを含み、以下「JAG 継続事業」といいます。）の収益性が対象子会社の事業の収益性に比して低いこと、(ii) 当社グループの運営にあたり当社が負担している有利子負債が相当額存在し（2020年3月31日現在当社単体において約207億円）、また、これに加えて当社以外のJAG 継続事業についての有利子負債も存在すること、(iii) 本対象子会社株式取得の実行に伴い、現状、当社に対して対象子会社が負担している経営管理料（当社グループ運営のための支出）が解消されるところ、その価値が対象子会社の株式価値として認識されること等によるものであります。

<中略>

本後続取引の結果、当社株式については、山下氏及びグリーンプロジェクト社がその全て（自己株式を除きます。）を所有することとなり、国際航業の株式については、当社がその発行済株式（自己株式を除きます。）の2.5%及び公開買付者がその発行済株式（自己株式を除きます。）の97.5%を、JAG 国際エナジーの株式については、当社がその発行済株式（自己株式を除きます。）の5%及び公開買付者がその発行済株式（自己株式を除きます。）の95%を、それぞれ所有することになる予定です。

<中略>

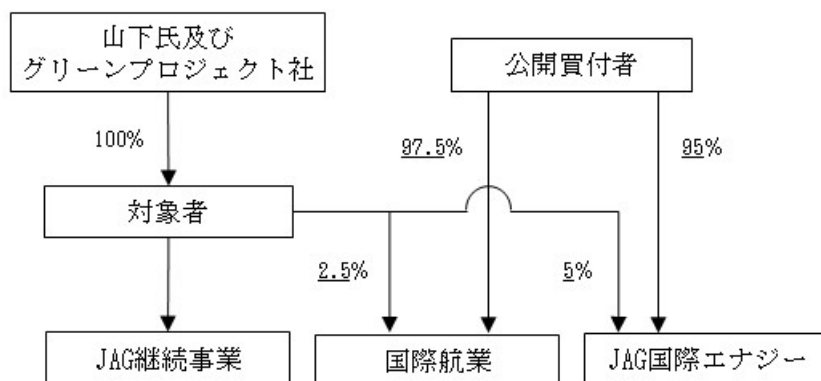
当社並びに山下氏、グリーンプロジェクト社及び公開買付者は、2020年11月5日付で、本公開買付けを含む本取引の実施につき、MBOの実施等に関する契約（以下「本取引契約」といいます。）を締結し、また、2021年1月26日付で、本買付条件等変更に伴い、「MBOの実施等に関する契約変更契約書」（以下「本取引契約変更契約」といいます。）を締結しております。本取引契約及び本取引契約変更契約の詳細につきましては、下記「4. 本公開買付けに関する重要な合意」の「① 本取引契約及び本取引契約変更契約」をご参照ください。

<中略>

### 3. 本後続取引の実施

- 山下氏及びグリーンプロジェクト社を引受先とする当社による第三者割当増資の方法により、山下氏及びグリーンプロジェクト社が当社に再出資（なお、山下氏については総額2億4960万円、グリーンプロジェクト社については総額22億4640万円を出資する。）
- 当社による自己株式取得及び子会社株式譲渡の方法により、公開買付者が、本非公開化取引を通じて取得した当社株式の全て（当該価額は本公開買付価格に基づき金329億4537万6000円相当）及び現金（金150億5462万4000円）と引き換えに、公開買付者が(i) 本国際航業株式及び(ii) 本JAG 国際エナジー株式を取得（注）

（注）上記のとおり、当社において、(i) 本自己株式取得を実施し、同時に、(ii) 現金を対価として、対象子会社の株式を追加で公開買付者に譲渡し、(i) 及び(ii) を通じて、最終的に公開買付者が(a) 国際航業の発行済株式（自己株式を除きます。）の97.5%に相当する株式及び(b) JAG 国際エナジーの発行済株式（自己株式を除きます。）の95%に相当する株式を取得することを予定しております。



② 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

(i) 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

(変更前)

<前略>

その後、カーライルは、2020年8月下旬から2020年10月上旬までの間、本取引の実現可能性の精査のため当社に対するデュー・ディリジェンスを実施するとともに、並行して、山下氏との間で、本取引の諸条件についての協議を続けたとのことです。具体的には、山下氏及びカーライルは、2020年9月24日、当社に対して、本公開買付価格を1株当たり520円とする旨の初回の価格提案を行ったとのことです。その後、2020年9月25日に本特別委員会（下記「③本公開買付けに賛同するに至った意思決定の過程及び理由」において定義します。以下同じです。）から本公開買付価格の引き上げの要請を受けたため、2020年9月29日、本公開買付価格を1株当たり560円とする旨の再提案を行ったとのことです。2020年10月1日に本特別委員会から再度本公開買付価格の引き上げの要請を受けたため、2020年10月13日に、本公開買付価格を1株当たり580円とする旨の再提案を行ったとのことです。その後、2020年10月21日、さらに本特別委員会から本公開買付価格の引き上げを要請されたことから、山下氏及びカーライルは、2020年10月27日、本公開買付価格を1株当たり600円とする旨の再提案を行ったとのことです。かかる協議及び交渉を重ねた上で、山下氏及びカーライルは、2020年11月5日、本公開買付価格を1株当たり600円とし、本取引の一環として公開買付者を通じて本公開買付けを開始することを決定したとのことです。また、山下氏及びカーライルは、2020年7月下旬ころから、本後続取引後の対象子会社の保有比率についての協議を重ね、上記の当社グループの経営課題の解決のために対象子会社を当社グループの連結から外す必要があること、他方で、これまで当社グループ内での連携が、例えば、官公庁・都道府県・市区町村ネットワーク等の活用を通じて各事業に貢献してきたこと、先見性をもって再生可能エネルギー事業に取り組んできた当社がJAG国際エネルギーの株主として残る意義があること、及び、国際航業に関してもザクティを含むJAG継続事業と事業上の関連性が強いことを踏まえて対象者が一定の有意な資本上の関係を継続する意義があること、並びに、本取引後においてJAG継続事業に要する資金の水準等を勘案する必要があることについて共通認識を有するに至ったとのことです。この共通認識の下、山下氏から、カーライルに対し、本後続取引後の対象子会社の保有比率と

して、国際航業の株式については、当社がその発行済株式（自己株式を除きます。）の20%及び公開買付者がその発行済株式（自己株式を除きます。）の80%を、JAG 国際エナジーの株式については、当社がその発行済株式（自己株式を除きます。）の30%及び公開買付者がその発行済株式（自己株式を除きます。）の70%を、それぞれ所有するという提案が示され、カーライルとしても上記の共通認識を全て充たす当該提案は応諾可能なものであったことから、山下氏及びカーライルは、2020年8月中旬ころ、当社に対して上記の保有比率を提案するに至ったとのことです。また、本対象子会社株式取得の対価についても、山下氏、当社及びカーライルの協議の結果、2020年11月5日、当該保有比率と併せて、対価の総額を金370億円相当（具体的には、本非公開化取引を通じて取得した当社株式の全ての価額を本公開買付価格に基づき金164億7268万8000円相当、及び、現金を金205億2731万2000円）と合意いたしました。なお、JAG 継続事業の抜本的改革に要する資金は子会社株式取得の対価として当社に支払われる資金をもって賄うことができるため、本取引の目的達成のために当社において多額の追加出資を受けることを要しないこと等を勘案の上、本再出資の額については、当社、山下氏及びカーライル間において、2020年11月5日、山下氏については金600万円、グリーンプロジェクト社については金5400万円と合意しております。

<後略>

(変更後)

<前略>

その後、カーライルは、2020年8月下旬から2020年10月上旬までの間、本取引の実現可能性の精査のため当社に対するデュー・ディリジェンスを実施するとともに、並行して、山下氏との間で、本取引の諸条件についての協議を続けたとのことです。具体的には、山下氏及びカーライルは、2020年9月24日、当社に対して、本公開買付価格を1株当たり520円とする旨の初回の価格提案を行ったとのことです。その後、2020年9月25日に本特別委員会から本公開買付価格の引き上げの要請を受けたため、2020年9月29日、本公開買付価格を1株当たり560円とする旨の再提案を行ったとのことです。2020年10月1日に本特別委員会から再度本公開買付価格の引き上げの要請を受けたため、2020年10月13日に、本公開買付価格を1株当たり580円とする旨の再提案を行ったとのことです。その後、2020年10月21日、さらに本特別委員会から本公開買付価格の引き上げを要請されたことから、山下氏及びカーライルは、2020年10月27日、本公開買付価格を1株当たり600円とする旨の再提案を行ったとのことです。かかる協議及び交渉を重ねた上で、山下氏及びカーライルは、2020年11月5日、本公開買付価格を1株当たり600円とし、本取引の一環として公開買付者を通じて本公開買付けを開始することを決定したとのことです。また、山下氏及びカーライルは、2020年7月下旬ころから、本後続取引後の対象子会社の保有比率についての協議を重ね、上記の当社グループの経営課題の解決のために対象子会社を当社グループの連結から外す必要があること、他方で、これまで当社グループ内での連携が、例えば、官公庁・都道府県・市区町村ネットワーク等の活用を通じて各事業に貢献してきたこと、先見性をもって再生可能エネルギー事業に取り組んできた当社がJAG 国際エナジーの株主として残る意義があること、及び、国際航業に関してもザクティを含むJAG 継続事業と事業上の関連性が強いことを踏まえて当社が一定の有意な資本上の関係を継続する意義があること、並びに、本取引後においてJAG 継続事業に要する資金の水準等を勘

案する必要があることについて共通認識を有するに至ったとのことです。この共通認識の下、山下氏から、カーライルに対し、本後続取引後の対象子会社の保有比率として、国際航業の株式については、当社がその発行済株式（自己株式を除きます。）の20%及び公開買付者がその発行済株式（自己株式を除きます。）の80%を、JAG 国際エナジーの株式については、当社がその発行済株式（自己株式を除きます。）の30%及び公開買付者がその発行済株式（自己株式を除きます。）の70%を、それぞれ所有するという提案が示され、カーライルとしても上記の共通認識を全て充たす当該提案は応諾可能なものであったことから、山下氏及びカーライルは、2020年8月中旬ころ、当社に対して上記の保有比率を提案するに至ったとのことです。また、本対象子会社株式取得の対価についても、山下氏、当社及びカーライルの協議の結果、2020年11月5日、当該保有比率と併せて、対価の総額を金370億円相当（具体的には、本非公開化取引を通じて取得した当社株式の全ての価額を本公開買付価格に基づき金164億7268万8000円相当、及び、現金を金205億2731万2000円）と合意いたしました。なお、JAG 継続事業の抜本的改革に要する資金は子会社株式取得の対価として当社に支払われる資金をもって賄うことができるため、本取引の目的達成のために当社において多額の追加出資を受けることを要しないこと等を勧案の上、本再出資の額については、当社、山下氏及びカーライル間において、2020年11月5日、山下氏については金600万円、グリーンプロジェクト社については金5400万円と合意しております。

その後、公開買付者は、2020年11月6日から本公開買付けを開始いたしましたが、本公開買付け開始後における当社株式の市場取引の状況及び当社の株主の皆様による本公開買付けへの応募状況に加え、シティ社からの提案や指摘を受け、山下氏及び公開買付者は、本取引について当社の株主の皆様のご理解とご賛同をいただき、本取引の遂行に不可欠な本公開買付けを成立させるためには、さらなる株主還元が必要であると判断し、当社とも協議の上、2021年1月26日、本買付条件等変更を行うことについて合意したとのことです。なお、公開買付者は、本買付条件等変更後の本取引の経済的条件を最終的なものとし、今後、本公開買付価格を含む本公開買付けの経済的条件を一切変更しないことを決定しているとのことです。

<後略>

③ 本公開買付けに賛同するに至った意思決定の過程及び理由  
(変更前)

<前略>

このような状況において、当社は、上記「②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」の「(i) 本公開買付けの実施を決定するに至った背景、目的及び意思決定の過程」のとおり、2020年8月14日、山下氏及びカーライルから、本取引、本取引の一環としての本公開買付けに関する概要及び本取引後の経営方針等について正式な提案を受けたため、当該提案の内容について検討するにあたり、本公開買付価格を含む本取引における諸条件の公正性を担保すべく、2020年8月17日付の当社取締役会において、当社、公開買付者、カーライル、山下氏、グリーンプロジェクト社及び応募合意株主（以下、総称して「公開買付関連当事者」といいます。）並びに本取引の成否から独立したファイナンシャル・アドバイザーとして株式会社ブルータス・



コンサルティング（以下「プルータス・コンサルティング」といいます。）を、リーガル・アドバイザーとしてアンダーソン・毛利・友常法律事務所をそれぞれ選任し、第三者算定機関であるプルータス・コンサルティングに対し、当社の株式価値算定及び本公開買付価格が当社の少数株主にとって財務的見地から公正なものである旨の意見書（フェアネス・オピニオン）の提出を依頼しました。なお、プルータス・コンサルティング及びアンダーソン・毛利・友常法律事務所の報酬は、本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、本取引の成立を条件とする成功報酬は含まれておりません。

<中略>

本特別委員会は、当該提案について、プルータス・コンサルティングからさらに意見を聴取するとともに、2020年11月4日付でプルータス・コンサルティングから提出を受けた当社株式に係る株式価値算定書（以下「本株式価値算定書」といいます。）及び本公開買付価格は当社の少数株主にとって財務的見地から公正なものである旨の意見書（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。）等も考慮し、2020年11月4日付答申書（以下「本答申書」といいます。）を作成し、当社取締役会は、同日付で、本特別委員会から本答申書の提出を受けました（本答申書の概要については、下記「(6)本公開買付価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置」の「③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。）。

<中略>

その結果、当社としても、当社がグループとして中長期的にさらなる成長、企業価値の向上を実現するためには、各事業におけるベストな経営体制及び経営資源を獲得し、各事業ひいては当社の持続的成長を目指すべきであると考えに至りました。また、JAG 継続事業のみでは、当社が2020年5月8日に公表した中期経営計画の定性的目標を維持することが困難となり、少なくとも短期的には JAG 継続事業の抜本的改革を優先する中で、上場会社として安定的な株主還元の継続にコミットできない可能性があること、その一方で、山下氏及びカーライルから提案を受けた本公開買付価格である1株当たり600円は、(i)下記「(6)本公開買付価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置」の本公開買付価格を含む本取引に係る取引条件の公正さを担保する措置が十分に講じられた上で、特別委員会が山下氏及びカーライルとの間で十分な交渉を重ねた結果合意された価格であること、(ii)プルータス・コンサルティングによる当社株式の価値算定結果のうち、(a)市場株価法における評価レンジの上限値を上回り、また、(b)ディスカунテッド・キャッシュ・フロー法（以下「DCF法」といいます。）の算定結果のレンジの範囲内にあり、かつ、その中央値（DCF法による算定の基礎となる割引率について、その感応度分析において用いた数値の中央値を使用して算出され当社株式の1株当たりの株式価値をいいます。）を超える水準であること、(iii)プルータス・コンサルティングから、当該価格が当社の少数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・オピニオンが発行されていること、(iv)公開買付者が本公開買付けの開始を決定した日の前営業日である2020年11月4日の東京証券取引所市場第一部における当社株式の終値342円に対して75.44%（小数点以下第三位を四捨五入しております。以下、プレミアムの算出において同じです。）、直近1ヶ月間（2020年10月5日から2020年11月4日まで）の終値単純平均値（小数点以下を四捨五入しております。以下、終値単純平均値の算出において同じです。）321円に対して86.92%、直近3ヶ月間（2020年8月5日から2020年11月4日まで）の終値単純平均値

307円に対して95.44%、直近6ヶ月間(2020年5月7日から2020年11月4日まで)の終値単純平均値298円に対して101.34%のプレミアムを加えた価格であること、(v)特別委員会から取得した本答申書において、妥当な価格と判断されていることなどから、当社の株主の皆様に対して合理的な価格により株式の売却機会を提供するものと考えられること、並びに、JAG継続事業がリスクの伴う戦略的な意思決定を柔軟かつスピード感をもって行っていくために、本取引を通じて当社株式を非公開化するとともに、本後続取引における山下氏及びグリーンプロジェクト社の当社への再出資に係る現金(総額6000万円)並びに公開買付者が国際航業及びJAG国際エナジーの株式を取得する対価である現金(金205億2731万2000円)を原資として、当社の有利子負債を弁済することにより、又は、(本取引完了後直ちに有利子負債の全額を弁済しない場合であっても)今後の新型コロナウイルス感染症の感染拡大等を中心とした経済動向の変化に対応しつつ有利子負債を弁済できる程度の現金を保持することにより、JAG継続事業の資本構成を抜本的に改善し、JAG継続事業の成長に不可欠な人財補強、組織体制の構築及び必要資金といった経営資源(ヒト・モノ・カネ)を確保した上で、山下氏が当社の経営により注力できる状況を作り出すことが、当社の経営改革の実現に向けて有効かつ不可欠な手段であることとの結論に至りました。なお、山下氏が当社の経営により注力できる状況の策定方法については、上記の当社グループの経営課題の解決のために対象子会社を当社グループの連結から外す必要がある一方で、これまで当社グループ内での連携が各事業に貢献してきたこと、また、先見性をもって再生可能エネルギー事業に取り組んできた当社がJAG国際エナジーの株主として残ることの意義、及び、本取引後においてJAG継続事業に要する資金の水準等を勘案し、本後続取引後の対象子会社の保有比率(具体的には、国際航業の株式については、当社がその発行済株式(自己株式を除きます。)の20%及び公開買付者がその発行済株式(自己株式を除きます。)の80%を、JAG国際エナジーの株式については、当社がその発行済株式(自己株式を除きます。)の30%及び公開買付者がその発行済株式(自己株式を除きます。)の70%を、それぞれ所有すること)が望ましいとの結論に至りました。

なお、本公開買付価格は、当社の2020年9月30日現在の1株当たり純資産額を下回っているものの、純資産額は、会社の清算価値を示すものであり、将来の収益性を反映するものではないため、継続企業である当社の企業価値の算定においては重視することは合理的ではないと考えております。

以上より、当社は、2020年11月5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、本公開買付けに賛同する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、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、利益相反のおそれを回避し、本取引の公正性を担保する観点から、当社取締役5名のうち、まず、(ア)山下氏、呉氏及び西田氏を除く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しております。

<中略>

他方で、西田氏は、本取引に係る正式提案の前からカーライル及び山下氏とともに、本取引を実施する可能性についての協議を行っていたものの、その他にカーライル及び山下氏との関係で利益相反のおそれを生じさせる事情は存在しないことから、同氏が当社取締役会の審議及び決議に参加した場合

であっても、本取引における構造的な利益相反の問題を生じさせるおそれは相対的に小さいものと判断しております。そのため、西田氏は、上記のとおり 2020 年 11 月 5 日開催の当社取締役会において、定足数を確保する観点から二段階目の審議及び決議に参加しております。他方で、構造的な利益相反の問題による影響を受けるおそれを可能な限り排除する観点から、同氏は、当該二段階目の審議及び決議以外の本取引に関する全ての議案における当社取締役会の審議及び決議には一切参加しておらず、また、当社の立場において公開買付者（山下氏及びカーライルを含みます。）との協議及び交渉にも一切参加しておりません。

（変更後）

<前略>

このような状況において、当社は、上記「②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」の「(i) 本公開買付けの実施を決定するに至った背景、目的及び意思決定の過程」のとおり、2020 年 8 月 14 日、山下氏及びカーライルから、本取引、本取引の一環としての本公開買付けに関する概要及び本取引後の経営方針等について正式な提案を受けたため、当該提案の内容について検討するにあたり、本公開買付価格を含む本取引における諸条件の公正性を担保すべく、2020 年 8 月 17 日付の当社取締役会において、当社、公開買付者、カーライル、山下氏、グリーンプロジェクト社及び応募合意株主（以下、総称して「公開買付関連当事者」といいます。）並びに本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・コンサルティング」といいます。）を、リーガル・アドバイザーとしてアンダーソン・毛利・友常法律事務所をそれぞれ選任し、第三者算定機関であるプルータス・コンサルティングに対し、当社の株式価値算定及び本公開買付価格変更前の本公開買付価格が当社の少数株主にとって財務的見地から公正なものである旨の意見書（フェアネス・オピニオン）の提出を依頼しました。なお、プルータス・コンサルティング及びアンダーソン・毛利・友常法律事務所の報酬は、本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、本取引の成立を条件とする成功報酬は含まれておりません。

<中略>

本特別委員会は、当該提案について、プルータス・コンサルティングからさらに意見を聴取するとともに、2020 年 11 月 4 日付でプルータス・コンサルティングから提出を受けた当社株式に係る株式価値算定書（以下「本株式価値算定書」といいます。）及び本公開買付価格変更前の本公開買付価格は当社の少数株主にとって財務的見地から公正なものである旨の意見書（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。）等も考慮し、2020 年 11 月 4 日付答申書（以下「本答申書」といいます。）を作成し、当社取締役会は、同日付で、本特別委員会から本答申書の提出を受けました（本答申書の概要については、下記「(6) 本公開買付価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置」の「③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。）。

<中略>

その結果、当社としても、当社がグループとして中長期的にさらなる成長、企業価値の向上を実現するためには、各事業におけるベストな経営体制及び経営資源を獲得し、各事業ひいては当社の持続的成長を目指すべきであると考えに至りました。また、JAG 継続事業のみでは、当社が 2020 年 5 月 8

日に公表した中期経営計画の定性的目標を維持することが困難となり、少なくとも短期的には JAG 継続事業の抜本的改革を優先する中で、上場会社として安定的な株主還元の継続にコミットできない可能性があること、その一方で、山下氏及びカーライルから提案を受けた本公開買付価格である 1 株当たり 600 円は、(i) 下記「(6) 本公開買付価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置」の本公開買付価格を含む本取引に係る取引条件の公正さを担保する措置が十分に講じられた上で、特別委員会が山下氏及びカーライルとの間で十分な交渉を重ねた結果合意された価格であること、(ii) プルータス・コンサルティングによる当社株式の価値算定結果のうち、(a) 市場株価法における評価レンジの上限値を上回り、また、(b) ディスカウンテッド・キャッシュ・フロー法（以下「DCF 法」といいます。）の算定結果のレンジの範囲内にあり、かつ、その中央値（DCF 法による算定の基礎となる割引率について、その感応度分析において用いた数値の中央値を使用して算出され当社株式の 1 株当たりの株式価値をいいます。）を超える水準であること、(iii) プルータス・コンサルティングから、当該価格が当社の少数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・オピニオンが発行されていること、(iv) 公開買付者が本公開買付けの開始を決定した日の前営業日である 2020 年 11 月 4 日の東京証券取引所市場第一部における当社株式の終値 342 円に対して 75.44%（小数点以下第三位を四捨五入しております。以下、プレミアムの算出において同じです。）、直近 1 ヶ月間（2020 年 10 月 5 日から 2020 年 11 月 4 日まで）の終値単純平均値（小数点以下を四捨五入しております。以下、終値単純平均値の算出において同じです。）321 円に対して 86.92%、直近 3 ヶ月間（2020 年 8 月 5 日から 2020 年 11 月 4 日まで）の終値単純平均値 307 円に対して 95.44%、直近 6 ヶ月間（2020 年 5 月 7 日から 2020 年 11 月 4 日まで）の終値単純平均値 298 円に対して 101.34%のプレミアムを加えた価格であること、(v) 特別委員会から取得した本答申書において、妥当な価格と判断されていることなどから、当社の株主の皆様に対して合理的な価格により株式の売却機会を提供するものと考えられること、並びに、JAG 継続事業がリスクの伴う戦略的な意思決定を柔軟かつスピード感をもって行っていくために、本取引を通じて当社株式を非公開化するとともに、本買付条件等変更前の本後続取引における山下氏及びグリーンプロジェクト社の当社への再出資に係る現金（総額 6000 万円）並びに公開買付者が国際航業及び JAG 国際エナジーの株式を取得する対価である現金（金 205 億 2731 万 2000 円）を原資として、当社の有利子負債を弁済することにより、又は、（本取引完了後直ちに有利子負債の全額を弁済しない場合であっても）今後の新型コロナウイルス感染症の感染拡大等を中心とした経済動向の変化に対応しつつ有利子負債を弁済できる程度の現金を保持することにより、JAG 継続事業の資本構成を抜本的に改善し、JAG 継続事業の成長に不可欠な人財補強、組織体制の構築及び必要資金といった経営資源（ヒト・モノ・カネ）を確保した上で、山下氏が当社の経営により注力できる状況を作り出すことが、当社の経営改革の実現に向けて有効かつ不可欠な手段であることとの結論に至りました。なお、山下氏が当社の経営により注力できる状況の策定方法については、上記の当社グループの経営課題の解決のために対象子会社を当社グループの連結から外す必要がある一方で、これまで当社グループ内での連携が各事業に貢献してきたこと、また、先見性をもって再生可能エネルギー事業に取り組んできた当社が JAG 国際エナジーの株主として残ることの意義、及び、本取引後において JAG 継続事業に要する資金の水準等を勘案し、本買付条件等変更前の本後続取引後の対象子会社の保有比率（具体的には、国際航業の株式については、当社がその発行済株式（自己株式を除きます。）の 20%及び公開買付者がその発行済株式（自己株式を除きます。）の 80%を、JAG 国際エナジーの株式については、当社がその発行済株式（自己株式を除きます。）

の30%及び公開買付者がその発行済株式（自己株式を除きます。）の70%を、それぞれ所有することが望ましいとの結論に至りました。

なお、本公開買付価格変更前の本公開買付価格は、当社の2020年9月30日現在の1株当たり純資産額を下回っているものの、純資産額は、会社の清算価値を示すものであり、将来の収益性を反映するものではないため、継続企業である当社の企業価値の算定においては重視することは合理的ではないと考えております。

以上より、当社は、2020年11月5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、本公開買付けに賛同する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、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。

その後、当社は、2021年1月22日、山下氏及びカーライルから、本買付条件等変更について提案を受け、2021年1月26日開催の当社取締役会において、本株式価値算定書及び本フェアネス・オピニオンの内容、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法的助言、本特別委員会から入手した本答申書及び2021年1月25日付答申書その他の関連資料を踏まえ、本買付条件等変更について慎重かつ真摯に協議及び検討を行った結果、本買付条件等変更後の本公開買付けを含む本取引について、(i)本買付条件等変更後の本公開買付けを含む本取引によって、当社の企業価値が向上すると見込まれるとともに、(ii)本買付条件等変更後の本公開買付けを含む本取引に係る諸条件は当社の株主の皆様にとって妥当であり、本公開買付けは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の考えに変わりはないことから、本公開買付けに賛同する旨の意見、及び、当社の株主の皆様に対して本公開買付けに応募することを推奨する旨の意見を維持することを決議いたしました。その理由は以下のとおりです。

- ① 山下氏及びカーライルから提案を受けた本公開買付価格変更後の本公開買付価格である1株当たり1,200円は、(i)プルータス・コンサルティングによる当社株式の価値算定結果のうち、市場株価法及びDCF法における評価レンジ及び算定レンジの上限値を上回っていること、(ii)公開買付者が本公開買付けの開始を決定した日の前営業日である2020年11月4日の東京証券取引所市場第一部における当社株式の終値342円に対して250.88%、直近1ヶ月間（2020年10月5日から2020年11月4日まで）の終値単純平均値（小数点以下を四捨五入しております。以下、終値単純平均値の算出において同じです。）321円に対して273.83%、直近3ヶ月間（2020年8月5日から2020年11月4日まで）の終値単純平均値307円に対して290.88%、直近6ヶ月間（2020年5月7日から2020年11月4日まで）の終値単純平均値298円に対して302.68%のプレミアムを加えた価格であり、また、公開買付者が本買付条件等変更を決定した日の前営業日である2021年1月25日の当社株式の終値である877円に対して36.83%のプレミアムを加えた価格であること、(iii)特別委員会から取得した2021年1月25日付答申書（下記「(6)本公開買付価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置」の「③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」において定義します。）において、妥当な価格と判断されていることなどから、当社の株主の皆様に対して合理的な価格により株式の売却機会を提供するものと考えられること。

- ② (i) これまで当社グループ内での連携が JAG 継続事業並びに国際航業及び JAG 国際エネルギーが営む事業の成長に貢献してきたこと、また、先見性をもって再生可能エネルギー事業に取り組んできた当社が JAG 国際エネルギーの株主として残ることの意義、並びに、本取引後において JAG 継続事業に要する資金の水準等を勘案し、本後続取引後に当社として国際航業及び JAG 国際エネルギーと一定の資本関係を維持することが望ましいと考えている点については変わらず、当社グループ全体としての中長期的かつ持続的な発展のためには、本取引を通じて当社株式を非公開化しつつ対象子会社の独立性を高め、山下氏及びカーライルが相互の協力関係の下で各々の専門性や経営資源を最大限に活用して JAG 継続事業及び対象子会社の事業に注力するというパートナーシップ関係の構築が最善であると考えていること、また、(ii) 対象子会社に係るパートナーシップ関係の構築という本取引の趣旨・目的を損なわない限度において、予定されている本後続取引後の対象子会社の当社保有比率を引き下げ、その価値を本公開買付価格に振り向けるという山下氏及び公開買付者からの提案は合理的であるといえること。
- ③ 本買付条件等変更に伴い、当社が運転資金として継続保有することを想定していた現預金、及び、同じく継続保有することを想定していた対象子会社の株式の保有割合が当初より減少することにはなるものの、(i) 山下氏及びグリーンプロジェクト社による再出資金額が増額（合計 6000 万円から合計 24 億 9600 万円に増額）され、また、(ii) 当社の取引金融機関からは、本買付条件等変更後においても、引き続き支援をいただける意向を確認できており、JAG 継続事業の運営を継続し、その抜本的改革に必要な資金の手当てはできているといえること。
- ④ 本買付条件等変更に伴い、本公開買付けに係る買付予定数の下限は、18,303,000 株から 17,915,800 株に引き下げられているところ、当該引き下げは、当社の株式給付信託 (BBT) の所有分 (580,800 株) については、本公開買付けへの応募が想定されず、かつ、本臨時株主総会において議決権を行使することが想定されないことを理由とするものであり、不合理な理由に基づくものとはいえず、また、本買付条件等変更後においても、マジョリティ・オブ・マイノリティ (MOM) に相当する数を上回る買付予定数の下限が設定されていることから、本買付条件等変更後においても、本取引において、公正な手続が確保されていると考えられること。

なお、当社取締役会は、2021 年 1 月 15 日付で、本特別委員会に対し、シティ社が、2021 年 1 月 14 日付でシティ社プレスリリースを公表したことを受け、(i) シティ社予告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」といいます。）の目的が合理的と認められるか（シティ社提案が当社の企業価値の向上に資するかという点を含みます。）、(ii) シティ社予告公開買付けを含むシティ社提案に係る手続の公正性が確保されているか、(iii) シティ社提案の条件の妥当性が確保されているか、(iv) シティ社提案が当社の少数株主にとって不利益なものでないか、及び、(v) 当社取締役会がシティ社予告公開買付けに賛同意見を表明し、当社の株主に対してシティ社予告公開買付けへの応募を推奨することの是非の検討の前提として、まずは、シティ社提案が具体的かつ実現可能な真摯な提案であるかどうかを諮問しました。これを受けて、本特別委員会は、2021 年 1 月 18 日に、シティ社提案の内容について審議及び検討を開始し、2021 年 1 月 19 日に、シティ社に対し、シティ社予告公開買付けの予告に至った経緯、シティ社予告公開買付けの準備状況・開始の確

実性、シティ社予告公開買付けの条件及びシティ社予告公開買付け後の方針等に係る質問事項を送付いたしました。上記のとおり、当社は、2021年1月26日開催の当社取締役会において、本公開買付けに賛同する旨の意見、及び、当社の株主の皆様に対して本公開買付けに応募することを推奨する旨の意見を維持することを決議いたしました。が、(i)現時点までに当社が入手することができた情報のみでは、シティ社がシティ社予告公開買付けの予告に至った経緯、シティ社予告公開買付けの準備状況・開始の確実性、シティ社予告公開買付けの条件及びシティ社予告公開買付け後の方針等の詳細は明らかではなく、シティ社提案が具体的かつ実現可能性のある真摯なものであるか等の確認ができていないこと、並びに、(ii)本公開買付価格変更後の本公開買付価格が、シティ社プレスリリースに記載されているシティ社予告公開買付けにおける公開買付価格（1株当たり840円（予定））を上回ることから、シティ社提案が公開されたことは、かかる決議を妨げるものではないと考えております。当社は、引き続き、シティ社提案が具体的かつ実現可能性のある真摯なものであるかどうか等を含め、シティ社提案に係る内容を精査し、慎重に検討をした上で、シティ社予告公開買付けに係る当社の意見を公表する予定です。

上記の2020年11月5日及び2021年1月26日開催の各取締役会においては、利益相反のおそれを回避し、本取引の公正性を担保する観点から、当社取締役5名のうち、まず、(ア)山下氏、呉氏及び西田氏を除く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。

<中略>

他方で、西田氏は、本取引に係る正式提案の前からカーライル及び山下氏とともに、本取引を実施する可能性についての協議を行っていたものの、その他にカーライル及び山下氏との関係で利益相反のおそれを生じさせる事情は存在しないことから、同氏が当社取締役会の審議及び決議に参加した場合であっても、本取引における構造的な利益相反の問題を生じさせるおそれは相対的に小さいものと判断しております。そのため、西田氏は、上記のとおり2020年11月5日開催の当社取締役会及び2021年1月26日開催の当社取締役会において、定足数を確保する観点から二段階目の審議及び決議に参加しております。他方で、構造的な利益相反の問題による影響を受けるおそれを可能な限り排除する観点から、同氏は、当該二段階目の審議及び決議以外の本取引に関する全ての議案における当社取締役会の審議及び決議には一切参加しておらず、また、当社の立場において公開買付者（山下氏及びカーライルを含みます。）との協議及び交渉にも一切参加しておりません。

### (3) 算定に関する事項

#### ① 算定機関の名称及び公開買付関連当事者との関係

(変更前)

当社は、本公開買付けに関する意見表明を行うにあたり、公開買付関連当事者及び本取引の成否から独立した第三者算定機関として、ファイナンシャル・アドバイザーであるプルータス・コンサルティングに対して、当社の株式価値の算定及び本公開買付価格は当社の少数株主にとって財務的見地から公正なものである旨の意見（フェアネス・オピニオン）の表明を依頼し、2020年11月4日に本株式価値算定書及び本フェアネス・オピニオンを受領いたしました。なお、プルータス・コンサ

ルティングは、公開買付関連当事者の関連当事者には該当せず、本公開買付けを含む本取引に関して、重要な利害関係を有しておりません。

(変更後)

当社は、本公開買付けに関する意見表明を行うにあたり、公開買付関連当事者及び本取引の成否から独立した第三者算定機関として、ファイナンシャル・アドバイザーであるプルータス・コンサルティングに対して、当社の株式価値の算定及び本公開買付価格変更前の本公開買付価格は当社の少数株主にとって財務的見地から公正なものである旨の意見（フェアネス・オピニオン）の表明を依頼し、2020年11月4日に本株式価値算定書及び本フェアネス・オピニオンを受領いたしました。

また、当社は、本買付条件等変更後の本公開買付けに関する意見表明を行うにあたり、プルータス・コンサルティングから2020年11月4日付で取得した本株式価値算定書及び本フェアネス・オピニオンにおいて前提とした当社の事業の現状及び将来の見通し等の情報に重大な変更がないことから、新たに当社株式の価値に関する株式価値算定書及びフェアネス・オピニオンは取得しておりません。

なお、プルータス・コンサルティングは、公開買付関連当事者の関連当事者には該当せず、本公開買付けを含む本取引に関して、重要な利害関係を有しておりません。

### ③ 本フェアネス・オピニオンの概要

(変更前)

本特別委員会は、2020年11月4日、プルータス・コンサルティングから、本公開買付価格である1株当たり600円は当社の少数株主にとって財務的見地から公正なものである旨の本フェアネス・オピニオンを取得しております。本フェアネス・オピニオンは、当社が作成した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600円が、当社の少数株主にとって財務的見地から公正であることを意見表明するものです。なお、本フェアネス・オピニオンは、プルータス・コンサルティングが、当社から、当社の事業の現状、将来の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・コンサルティング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・コンサルティング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を経て発行されております。

(注) プルータス・コンサルティングは、本フェアネス・オピニオンの作成及び提出並びにその基礎となる株式価値の算定を行うに際して、当社から提供を受けた基礎資料及び一般に公開されている資料、並びに当社から聴取した情報が正確かつ完全であること、当社の株式価値の分析・算定に重大な影響を与える可能性がある事実でプルータス・コンサルティングに対して未開示の事実はないことを前提としてこれらに依拠しており、上記の手続を除く調査、検証を実施しておらず、その調査、検証を実施する義務も負っておりません。

また、プルータス・コンサルティングは、個別の資産及び負債の分析及び評価を含め、当社及びその関係会社の資産及び負債（簿外資産及び負債、その他の偶発債務を含みます。）に関して独自



の評価又は鑑定を行っておらず、これらに関していかなる評価書や鑑定書の提出も受けておりません。また、倒産、支払停止又はそれらに類似する事項に関する適用法令の下での当社の信用力についての評価も行っておりません。

プルータス・コンサルティングが、本フェアネス・オピニオンの基礎資料として用いた当社の事業計画その他の資料は、当社の経営陣により当該資料の作成時点における最善の予測と判断に基づき合理的に作成されていることを前提としており、プルータス・コンサルティングはその実現可能性を保証するものではなく、これらの作成の前提となった分析若しくは予測又はそれらの根拠となった前提条件については、何ら見解を表明していません。

本フェアネス・オピニオンは、本公開買付価格が当社の少数株主にとって財務的見地から公正であるか否かについて、その作成日現在の金融及び資本市場、経済状況並びにその他の情勢を前提に、また、その作成日までにプルータス・コンサルティングに供され又はプルータス・コンサルティングが入手した情報に基づいて、その作成日時点における意見を述べたものであり、その後の状況の変化によりこれらの前提が変化しても、プルータス・コンサルティングは本フェアネス・オピニオンの内容を修正、変更又は補足する義務を負いません。また、本フェアネス・オピニオンは、本フェアネス・オピニオンに明示的に記載された事項以外、又は本フェアネス・オピニオンの提出日以降に関して、何らの意見を推論させ、示唆するものではありません。本フェアネス・オピニオンは、本公開買付価格が当社の少数株主にとって財務的見地から公正なものであることについて意見表明するにとどまり、当社の発行する有価証券の保有者、債権者、その他の関係者に対し、いかなる意見を述べるものではなく、当社の株主の皆様に対して本公開買付けに関する応募その他のいかなる行動も推奨するものではありません。

また、本フェアネス・オピニオンは、本公開買付価格に関する当社取締役会及び本特別委員会の判断の基礎資料として使用することを目的としてプルータス・コンサルティングから提供されたものであり、他のいかなる者もこれに依拠することはできません。

(変更後)

本特別委員会は、2020年11月4日、プルータス・コンサルティングから、本公開買付価格変更前の本公開買付価格である1株当たり600円は当社の少数株主にとって財務的見地から公正なものである旨の本フェアネス・オピニオンを取得しております。本フェアネス・オピニオンは、当社が作成した事業計画に基づく株式価値算定の結果等に照らして、本公開買付価格変更前の本公開買付価格である1株当たり600円が、当社の少数株主にとって財務的見地から公正であることを意見表明するものです。なお、本フェアネス・オピニオンは、プルータス・コンサルティングが、当社から、当社の事業の現状、将来の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・コンサルティング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・コンサルティング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ております。

(注) プルータス・コンサルティングは、本フェアネス・オピニオンの作成及び提出並びにその基礎となる株式価値の算定を行うに際して、当社から提供を受けた基礎資料及び一般に公開され

ている資料、並びに当社から聴取した情報が正確かつ完全であること、当社の株式価値の分析・算定に重大な影響を与える可能性がある事実でプルータス・コンサルティングに対して未開示の事実はないことを前提としてこれらに依拠しており、上記の手続を除く調査、検証を実施しておらず、その調査、検証を実施する義務も負っておりません。

また、プルータス・コンサルティングは、個別の資産及び負債の分析及び評価を含め、当社及びその関係会社の資産及び負債（簿外資産及び負債、その他の偶発債務を含みます。）に関して独自の評価又は鑑定を行っておらず、これらに関していかなる評価書や鑑定書の提出も受けておりません。また、倒産、支払停止又はそれらに類似する事項に関する適用法令の下での当社の信用力についての評価も行っておりません。

プルータス・コンサルティングが、本フェアネス・オピニオンの基礎資料として用いた当社の事業計画その他の資料は、当社の経営陣により当該資料の作成時点における最善の予測と判断に基づき合理的に作成されていることを前提としており、プルータス・コンサルティングはその実現可能性を保証するものではなく、これらの作成の前提となった分析若しくは予測又はそれらの根拠となった前提条件については、何ら見解を表明していません。

本フェアネス・オピニオンは、本公開買付価格変更前の本公開買付価格が当社の少数株主にとって財務的見地から公正であるか否かについて、その作成日現在の金融及び資本市場、経済状況並びにその他の情勢を前提に、また、その作成日までにプルータス・コンサルティングに供され又はプルータス・コンサルティングが入手した情報に基づいて、その作成日時点における意見を述べたものであり、その後の状況の変化によりこれらの前提が変化しても、プルータス・コンサルティングは本フェアネス・オピニオンの内容を修正、変更又は補足する義務を負いません。また、本フェアネス・オピニオンは、本フェアネス・オピニオンに明示的に記載された事項以外、又は本フェアネス・オピニオンの提出日以降に関して、何らの意見を推論させ、示唆するものではありません。本フェアネス・オピニオンは、本公開買付価格変更前の本公開買付価格が当社の少数株主にとって財務的見地から公正なものであることについて意見表明するにとどまり、当社の発行する有価証券の保有者、債権者、その他の関係者に対し、いかなる意見を述べるものではなく、当社の株主の皆様に対して本買付条件等変更前の本公開買付けに関する応募その他のいかなる行動も推奨するものではありません。

また、本フェアネス・オピニオンは、本公開買付価格変更前の本公開買付価格に関する当社取締役会及び本特別委員会の判断の基礎資料として使用することを目的としてプルータス・コンサルティングから提供されたものであり、他のいかなる者もこれに依拠することはできません。

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

<前略>

② 株式併合

他方で、本公開買付けの成立により、公開買付者が所有する当社の議決権の合計数が当社の総株主の議決権の90%以上を所有するに至らなかった場合には、公開買付者は、会社法第180条に基づき当社株式の併合（以下「本株式併合」といいます。）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に含む臨時

株主総会（以下「本臨時株主総会」といいます。）を2021年3月下旬ころを目途に開催することを、本公開買付けの決済の完了後速やかに当社に要請する予定とのことです。また公開買付者は、本臨時株主総会において上記各議案に賛成する予定とのことです。

<後略>

(変更後)

<前略>

## ② 株式併合

他方で、本公開買付けの成立により、公開買付者が所有する当社の議決権の合計数が当社の総株主の議決権の90%以上を所有するに至らなかった場合には、公開買付者は、会社法第180条に基づき当社株式の併合（以下「本株式併合」といいます。）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に含む臨時株主総会（以下「本臨時株主総会」といいます。）を2021年4月上旬ころを目途に開催することを、本公開買付けの決済の完了後速やかに当社に要請する予定とのことです。また公開買付者は、本臨時株主総会において上記各議案に賛成する予定とのことです。

<後略>

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

(変更前)

<前略>

### ① 当社における独立した第三者算定機関からの株式価値算定書及びフェアネス・オピニオンの取得

上記「(3) 算定に関する事項」の「②算定の概要」のとおり、当社は、本公開買付けに関する意見表明を行うにあたり、公開買付関連当事者及び本取引の成否から独立した第三者算定機関として、ファイナンシャル・アドバイザーであるプルータス・コンサルティングに対して、当社の株式価値の算定及び本公開買付価格は当社の少数株主にとって財務的見地から公正なものである旨の意見（フェアネス・オピニオン）の表明を依頼し、2020年11月4日に本株式価値算定書及び本フェアネス・オピニオンを取得いたしました。

<後略>

(変更後)

<前略>

### ① 当社における独立した第三者算定機関からの株式価値算定書及びフェアネス・オピニオンの取得

上記「(3) 算定に関する事項」の「②算定の概要」のとおり、当社は、本公開買付けに関する意見表明を行うにあたり、公開買付関連当事者及び本取引の成否から独立した第三者算定機関として、ファイナンシャル・アドバイザーであるプルータス・コンサルティングに対して、当社の株式価値の算定及び本公開買付価格変更前の本公開買付価格は当社の少数株主にとって財務的見地から公正

なものである旨の意見（フェアネス・オピニオン）の表明を依頼し、2020年11月4日に本株式価値算定書及び本フェアネス・オピニオンを取得いたしました。

<後略>

③ 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  
(変更前)

<前略>

(iii) 以下の点より、本取引の条件の妥当性は確保されていると考えられる。

- ・ 本株式価値算定書は、独立性を有した定評ある評価機関であるプルータス・コンサルティングが、評価実務において妥当と認められた評価手法に則って作成したものであり、算定手法として、市場株価法とDCF法を採用したことは合理的であると認められる。
- ・ 本株式価値算定書におけるDCF法に関しては、その算定方法及び算定内容（算定の基礎とされている事業計画の客観性、割引率及び継続価値の算定方法を含むがこれに限らない）は合理的であると認められるところ、本公開買付価格は、DCF法による算定結果の範囲内であり、かつ、その中央値を超えている。
- ・ 本公開買付価格は、本株式価値算定書における市場株価法の算定結果の上限値を超えており、かつ、本公開買付けの実施についての公表日の前営業日の終値に対して75.44%、直近1ヶ月間の終値の単純平均値に対して86.92%、直近3ヶ月間の終値の単純平均値に対して95.44%、直近6ヶ月間の終値の単純平均値に対して101.34%のプレミアムを加えた価格であり、かかるプレミアム水準は、本取引と類似の取引事例におけるプレミアム水準を超えるものである。
- ・ 本公開買付価格は、本特別委員会が、公開買付者からの提案に対して、第三者算定機関であるプルータス・コンサルティングの価値算定の結果を参照しながら、アンダーソン・毛利・友常法律事務所の法的助言を受けて、公開買付者との対面における交渉も経て、複数回にわたり、価格が引き上げられた結果として形成された価格である。
- ・ プルータス・コンサルティングが作成した本フェアネス・オピニオンにおいて、本公開買付価格は、当社の少数株主にとって財務的見地から公正なものとされている。

<中略>

(v) 以上を踏まえて、当社の取締役会が、本公開買付けに関して、賛同意見を表明し、当社の株主に対して本公開買付けに応募することを推奨することは相当であると考えられる。

(変更後)

<前略>

(iii) 以下の点より、本取引の条件の妥当性は確保されていると考えられる。

- ・ 本株式価値算定書は、独立性を有した定評ある評価機関であるプルータス・コンサルティングが、評価実務において妥当と認められた評価手法に則って作成したものであり、算定手法として、市場株価法とDCF法を採用したことは合理的であると認められる。
- ・ 本株式価値算定書におけるDCF法に関しては、その算定方法及び算定内容（算定の基礎とされている事業計画の客観性、割引率及び継続価値の算定方法を含むがこれに限らない）は合

理的であると認められるところ、本公開買付価格変更前の本公開買付価格は、DCF 法による算定結果の範囲内であり、かつ、その中央値を超えている。

- ・ 本公開買付価格変更前の本公開買付価格は、本株式価値算定書における市場株価法の算定結果の上限値を超えており、かつ、本公開買付けの実施についての公表日の前営業日の終値に対して 75.44%、直近 1 ヶ月間の終値の単純平均値に対して 86.92%、直近 3 ヶ月間の終値の単純平均値に対して 95.44%、直近 6 ヶ月間の終値の単純平均値に対して 101.34%のプレミアムを加えた価格であり、かかるプレミアム水準は、本取引と類似の取引事例におけるプレミアム水準を超えるものである。
- ・ 本公開買付価格変更前の本公開買付価格は、本特別委員会が、公開買付者からの提案に対して、第三者算定機関であるプルータス・コンサルティングの価値算定の結果を参照しながら、アンダーソン・毛利・友常法律事務所の法的助言を受けて、公開買付者との対面における交渉も経て、複数回にわたり、価格が引き上げられた結果として形成された価格である。
- ・ プルータス・コンサルティングが作成した本フェアネス・オピニオンにおいて、本公開買付価格変更前の本公開買付価格は、当社の少数株主にとって財務的見地から公正なものとされている。

<中略>

- (v) 以上を踏まえて、当社の取締役会が、本公開買付けに関して、賛同意見を表明し、当社の株主に対して本公開買付けに応募することを推奨することは相当であると考えられる。

その後、当社は、2021年1月22日、山下氏及びカーライルから、本買付条件等変更について提案を受けたことから、2021年1月22日付の取締役会において、本特別委員会に対し、本買付条件等変更後の本公開買付けに関して、本公開買付けに賛同する旨の意見、及び、当社の株主の皆様に対して本公開買付けに応募することを推奨する旨の意見をそれぞれ維持することの是非（以下「本買付条件等変更後諮問事項」といいます。）について諮問いたしました。本特別委員会は、2021年1月22日から2021年1月25日までの間、毎日開催され（合計4回）、合計6時間にわたって、本買付条件等変更について、慎重に協議及び検討を行いました（加えて、会合の間においても、電子メールを通じた協議及び検討が断続的に行われました。）。具体的には、本特別委員会は、2021年1月22日に、本買付条件等変更後の本公開買付価格その他の本取引に係る取引条件等について山下氏及びカーライルから直接説明を受け、本買付条件等変更の背景、本買付条件等変更後の本取引の内容その他本買付条件等変更後諮問事項の検討のために必要な事項に係る質疑応答をインタビュー形式により実施し、その後の会合においても、本買付条件等変更について、プルータス・コンサルティングによる財務的見地からの助言及びアンダーソン・毛利・友常法律事務所外国法共同事業による法的助言を得て、本買付条件等変更後諮問事項について慎重に協議及び検討を行いました。

以上の経緯で、本特別委員会は、プルータス・コンサルティングから受けた財務的見地からの助言及びアンダーソン・毛利・友常法律事務所外国法共同事業から受けた法的助言を踏まえつつ、本買付条件等変更後諮問事項について慎重に協議及び検討をした結果、2020年1月25日に、当社取締役会に対し、大要以下を内容とする答申書（以下「2021年1月25日付答申書」といいます。）を提出しております。

以下の点より、本買付条件等変更後の本公開買付けに関して、本公開買付けに賛同する旨の意見、及び、当社の株主に対して本公開買付けに応募することを推奨する旨の意見をそれぞれ維持することは相当である。

(a) 公開買付価格

- ・ 公開買付価格の変更は、本取引の条件の妥当性が確保されているかどうかの判断に影響を与える可能性があるものであるところ、①本買付条件等変更は、公開買付価格を引き上げる内容を含むものであること、②当社が、プルータス・コンサルティングより、2020年11月4日付けで本株式価値算定書を取得して以降、その前提とした当社の事業の現状及び将来の見通し等の情報に重大な変更がない中で、本公開買付価格変更後の本公開買付価格は、本株式価値算定書におけるDCF法による算定結果の上限値を上回るものであること、③本公開買付価格変更後の本公開買付価格は、公開買付者が本買付条件等変更を決定する予定である日の前営業日の当社株式の終値に対しても十分なプレミアムを加えた価格であることからすれば、本買付条件等変更は、当社の少数株主に利益をもたらすものであると評価することができるから、本取引の条件の妥当性が確保されているとの判断は維持されるべきである。
- ・ なお、念のため付言すると、本買付条件等変更後の本公開買付価格を含む本取引の条件の妥当性を認めることは、本答申書において、本公開買付価格変更前の本公開買付価格を前提としていた本取引に対して、条件の妥当性を認めた判断を覆すことを意味するものではない。本買付条件等変更における公開買付価格の引上げは、本買付条件等変更前においては当社の財務状態の抜本的な改善のために必要なものとして当社に継続保有させることを想定していた現預金と対象子会社株式の一部を取り崩して、これを本公開買付価格に振り向けることによって実現したものであるが、かかる取引条件の変更は、山下氏及び公開買付者が、本取引後における当社及び対象子会社に係るパートナーシップ関係を、対象子会社に係る当社の持分比率が下がった場合においても維持する方向で協議し、かつ、当社の取引金融機関が、当社が継続保有する現預金や資産の価値が本買付条件等変更前に想定されていたより減少する中でも、JAG継続事業に対する支援の意向を維持する方向で検討することで初めて実現可能性を見いだすことができた取決めである。その合意形成には、本公開買付け開始後における当社株式の市場の状況及び当社株主による本公開買付けへの応募状況等を踏まえて関係当事者が綿密な協議を重ねるという過程を経ることが不可欠であった。かかる経緯からすれば、公開買付者に対して、本公開買付けの開始当初より、本公開買付価格変更後の本公開買付価格の設定を求めるという選択肢が存在していたものとは解することはできない。

(b) 買付予定数の下限

- ・ 買付予定数の下限については、もし、公開買付者がこれを恣意的に大幅に変更することがあれば、当社の少数株主による判断機会の確保についての判断に影響を与えるおそれがあるものであるところ、①本買付条件等変更における買付予定数の下限の引下げは、当社の株式給付信託（BBT）所有分については、本公開買付けへの応募が想定されず、かつ、本公開買付けに続くスクイーズアウト手続に係る当社の株主総会において議決権を行使することが想定されないことを理由とするものであり、不合理な動機に基づくものとは言え

ないこと、及び、②本買付条件等変更後においても、マジョリティ・オブ・マイノリティ (MOM) に相当する数を上回る買付予定数の下限が設定されていることからすれば、本買付条件等変更後においても、本取引において、公正な手続が確保されているとの判断を変更する必要は認められない。

(c) 本後続取引の条件変更

- ・ 本買付条件等変更は、本取引完了後における国際航業及び JAG 国際エナジーの株式の保有割合を変更し、かつ、当社が JAG 継続事業の運営のために保有する現預金を（本買付条件等変更前におけるスキームに比して）減少させる内容を含むものであるため、本取引が、当社の企業価値の向上に資するかどうかの判断に影響を与える可能性がある。
- ・ この点、本買付条件等変更前に合意されていた本取引完了後における JAG 継続事業と国際航業及び JAG 国際エナジーとの間のパートナーシップ関係については、山下氏及び公開買付者より、本買付条件等変更に基づく国際航業及び JAG 国際エナジーの株式の保有割合の変更後においても、何ら変わるものではないとの確約が得られている。
- ・ また、本取引完了後に想定される当社の財務状態については、本買付条件等変更に基づいて本後続取引で当社が受領する現金が減少することにより、本取引後における JAG 継続事業の資金繰りに問題がないかどうかを確認することが必要となるが、当社の取引金融機関からも、当社の株主への最大限の還元を目指すという本買付条件等変更の趣旨への理解を得ることにより、JAG 継続事業に対する引き続きの支援の意向を確認できていることからすれば（支援の意向を引き出す前提条件として、本買付条件等変更には、山下氏及びグリーンプロジェクト社による当社への再出資額の増額が盛り込まれている。）、本買付条件等変更後においても、本取引完了後の JAG 継続事業についての資金繰り上の深刻な問題は認められない。
- ・ 以上のとおり、山下氏、公開買付者及び当社の取引金融機関が、当社の株主に還元する資金を最大限に捻出するための本買付条件等変更の協議を整えることに成功したことにより、本買付条件等変更前と同じ水準でのパートナーシップ関係及び継続的支援が維持されていることを考慮すれば、本買付条件等変更後においても、本取引が、当社の企業価値の向上に資するという判断を変更する必要は認められない。

(d) シティ社予告公開買付けとの関係

- ・ 当社株式に対しては、別途、2021 年 1 月 14 日付けで、シティ社予告公開買付けが公表されているため、もし、シティ社予告公開買付けが、本買付条件等変更後の本公開買付けの条件よりも、当社の企業価値の向上及び当社の少数株主の利益に資するものであるならば、本買付条件等変更後の本公開買付けに関する上記判断を見直す必要があるかどうかを検討しなければならないため、本特別委員会は、シティ社及び当社又は本特別委員会との間で交わした文書の内容についても精査しているが、シティ社予告公開買付けに係る提案に関しては、まだこれを具体的かつ実現可能性がある真摯な買収提案であると評価するに足る資料を得られてはいない。本公開買付価格変更後の本公開買付価格がシティ社予告公開買付けにおいて示されている価格を上回ることも考慮すると、現状においては、シティ社予告公開買付けが公表されていることを理由として、上記判断を示すことを差し控える必要はないものと考える。

④ 当社における利害関係を有しない取締役全員の承認及び監査役全員の異議がない旨の意見  
(変更前)

当社は、アンダーソン・毛利・友常法律事務所から得た法的助言、本株式価値算定書及び本フェアネス・オピニオンの内容、本特別委員会から入手した本答申書その他の関連資料を踏まえ、山下氏及びカーライルによる本公開買付け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、上記「(2) 意見の根拠及び理由」の「③本公開買付けに賛同するに至った意思決定の過程及び理由」のとおり、2020年11月5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、本公開買付けに賛同する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、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、利益相反のおそれを回避し、本取引の公正性を担保する観点から、当社取締役5名のうち、まず、(ア) 山下氏、呉氏及び西田氏を除く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。

<中略>

他方で、西田氏は、本取引に係る正式提案の前からカーライル及び山下氏とともに、本取引を実施する可能性についての協議を行っていたものの、その他にカーライル及び山下氏との関係で利益相反のおそれを生じさせる事情は存在しないことから、同氏が当社取締役会の審議及び決議に参加した場合であっても、本取引における構造的な利益相反の問題を生じさせるおそれは相対的に小さいものと判断しております。そのため、西田氏は、上記のとおり2020年11月5日開催の当社取締役会において、定足数を確保する観点から二段階目の審議及び決議に参加しております。他方で、構造的な利益相反の問題による影響を受けるおそれを可能な限り排除する観点から、同氏は、当該二段階目の審議及び決議以外の本取引に関する全ての議案における当社取締役会の審議及び決議には一切参加しておらず、また、当社の立場において公開買付者(山下氏及びカーライルを含みます。)との協議及び交渉にも一切参加しておりません。

(変更後)

当社は、アンダーソン・毛利・友常法律事務所から得た法的助言、本株式価値算定書及び本フェアネス・オピニオンの内容、本特別委員会から入手した本答申書その他の関連資料を踏まえ、山下氏及びカーライルによる本公開買付け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、上記「(2) 意見の根拠及び理由」の「③本公開買付けに賛同するに至った意思決定の過程及び理由」のとおり、2020年11月5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、本公開買付けに賛同する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。

その後、当社は、2021年1月22日、山下氏及びカーライルから、本買付条件等変更について提案を受け、2021年1月26日開催の当社取締役会において、本株式価値算定書及び本フェアネス・オピ



ニオンの内容、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法的助言、本特別委員会から入手した本答申書及び2021年1月25日付答申書その他の関連資料を踏まえ、本買付条件等変更について慎重かつ真摯に協議及び検討を行った結果、本買付条件等変更後の本公開買付けを含む本取引について、(i)本買付条件等変更後の本公開買付けを含む本取引によって、当社の企業価値が向上すると見込まれるとともに、(ii)本買付条件等変更後の本公開買付けを含む本取引に係る諸条件は当社の株主の皆様にとって妥当であり、本公開買付けは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の考えに変わりはないことから、本公開買付けに賛同する旨の意見、及び、当社の株主の皆様に対して本公開買付けに応募することを推奨する旨の意見を維持することを決議いたしました。

なお、上記の2020年11月5日及び2021年1月26日開催の各取締役会には、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。当該各取締役会においては、利益相反のおそれを回避し、本取引の公正性を担保する観点から、当社取締役5名のうち、まず、(ア)山下氏、呉氏及び西田氏を除く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。

<中略>

他方で、西田氏は、本取引に係る正式提案の前からカーライル及び山下氏とともに、本取引を実施する可能性についての協議を行っていたものの、その他にカーライル及び山下氏との関係で利益相反のおそれを生じさせる事情は存在しないことから、同氏が当社取締役会の審議及び決議に参加した場合であっても、本取引における構造的な利益相反の問題を生じさせるおそれは相対的に小さいものと判断しております。そのため、西田氏は、上記のとおり2020年11月5日開催の当社取締役会及び2021年1月26日開催の当社取締役会において、定足数を確保する観点から二段階目の審議及び決議に参加しております。他方で、構造的な利益相反の問題による影響を受けるおそれを可能な限り排除する観点から、同氏は、当該二段階目の審議及び決議以外の本取引に関する全ての議案における当社取締役会の審議及び決議には一切参加しておらず、また、当社の立場において公開買付者（山下氏及びカーライルを含みます。）との協議及び交渉にも一切参加しておりません。

⑤ 本公開買付けの公正性を担保する客観的状況の確保  
(変更前)

<前略>

また、公開買付者は、法令に定められた公開買付けに係る買付け等の最短期間は20営業日であるところ、本公開買付けにおける買付け等の期間（以下「公開買付期間」といいます。）を54営業日としております。公開買付期間を比較的長期にすることにより、当社の株主の皆様に対して本公開買付けに対する応募につき適切な判断機会を確保しています。

<後略>

(変更後)

<前略>

また、公開買付者は、法令に定められた公開買付けに係る買付け等の最短期間は20営業日であるところ、本公開買付けにおける買付け等の期間（以下「公開買付期間」といいます。）を62営業日としております。公開買付期間を比較的長期にすることにより、当社の株主の皆様に対して本公開買付けに対する応募につき適切な判断機会を確保しています。

<後略>

⑥ マジョリティ・オブ・マイノリティ (majority of minority) に相当する数を上回る  
買付予定数の下限の設定

(変更前)

公開買付者は、本公開買付けにおいて、買付予定数の下限を 18,303,000株 (所有割合：66.67%) と設定しており、応募株券等の数の合計が買付予定数の下限 (18,303,000株) に満たない場合には、応募株券等の全部の買付け等を行いません。他方、上記のとおり、公開買付者は、本公開買付けにおいて、当社株式の全て（ただし、当社が所有する自己株式を除きます。）を取得することを企図しているため、買付予定数の上限を設定しておらず、応募株券等の合計が買付予定数の下限 (18,303,000株) 以上の場合、応募株券等の全部の買付けを行います。なお、買付予定数の下限である 18,303,000株 は、当社四半期決算短信に記載された2020年9月30日現在の当社の発行済株式総数 (27,763,880株) から、当社四半期決算短信に記載された同日現在の当社が所有する自己株式数 (890,200株) から同日現在の当社の株式給付信託 (BBT) の所有する株式数 (580,800株) を除いた株式数 (309,400株) を控除した株式数 (27,454,480株) に係る議決権数 (274,544個) に3分の2を乗じた数 (小数点以下を切り上げ、183,030個) に100を乗じた数としております。買付予定数の下限である 18,303,000株 は、当社四半期決算短信に記載された2020年9月30日現在の当社の発行済株式総数 (27,763,880株) から、当社四半期決算短信に記載された同日現在の当社が所有する自己株式数 (890,200株) から当社の株式給付信託 (BBT) の所有する株式数 (580,800株) を除いた株式数 (309,400株)、及び、応募予定株式の合計 7,240,390株を控除した株式数 (20,214,090株) の過半数に相当する株式数 (10,107,046株) すなわち、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、いわゆる「マジョリティ・オブ・マイノリティ (majority of minority)」に相当する数に、応募予定株式の合計 (7,240,390株) を加算した株式数 (17,347,436株) を上回るものとなります。これにより、公開買付者の利害関係者以外の当社の株主の皆様の過半数の賛同が得られない場合には、本公開買付けを含む本取引を行わないこととしております。

(変更後)

公開買付者は、本公開買付けにおいて、買付予定数の下限を 17,915,800株 (所有割合：65.26%) と設定しており、応募株券等の数の合計が買付予定数の下限 (17,915,800株) に満たない場合には、応募株券等の全部の買付け等を行いません。他方、上記のとおり、公開買付者は、本公開買付けにおいて、当社株式の全て（ただし、当社が所有する自己株式を除きます。）を取得することを企図しているため、買付予定数の上限を設定しておらず、応募株券等の合計が買付予定数の下限 (17,915,800株) 以上の場合、応募株券等の全部の買付けを行います。なお、買付予定数の下限である 17,915,800株 は、当社四半期決算短信に記載された2020年9月30日現在の当社の発行済株式総数 (27,763,880株) から、当社四半期決算短信に記載された同日現在の当社が所有する自己株式数 (890,200株) を

控除した株式数 (26,873,680 株) に係る議決権数 (268,736 個) に 3 分の 2 を乗じた数 (小数点以下を切上げ。179,158 個) に 100 を乗じた数としております。買付予定数の下限である 17,915,800 株 は、当社四半期決算短信に記載された 2020 年 9 月 30 日現在の当社の発行済株式総数 (27,763,880 株) から、当社四半期決算短信に記載された同日現在の当社が所有する自己株式数 (890,200 株)、及び、応募予定株式の合計 7,240,390 株を控除した株式数 (19,633,290 株) の過半数に相当する株式数 (9,816,646 株) すなわち、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、いわゆる「マジョリティ・オブ・マイノリティ (majority of minority)」に相当する数に、応募予定株式の合計 (7,240,390 株) を加算した株式数 (17,057,036 株) を上回るものとなります。これにより、公開買付者の利害関係者以外の当社の株主の皆様の過半数の賛同が得られない場合には、本公開買付けを含む本取引を行わないこととしております。

#### 4. 本公開買付けに関する重要な合意

(変更前)

##### ① 本取引契約

当社、山下氏、グリーンプロジェクト社及び公開買付者は、2020 年 11 月 5 日付で本取引契約を締結し、本取引の実施について、(i) 公開買付者が、山下氏による当社のマネジメント・バイアウト (MBO) 等の一環として、その依頼に基づき、本公開買付けを開始した場合、山下氏は、自ら並びに JA Holdings 及び JA Partners をして、その所有する当社株式の全て (山下氏につき 493,230 株 (所有割合 : 1.80%)、JA Holdings につき 2,624,800 株 (所有割合 : 9.56%)、JA Partners につき 673,600 株 (所有割合 : 2.45%)) を本公開買付けに応募し、又は応募させること、(ii) 当社は、公開買付者が本公開買付けにおいて当社株式の全て (自己株式を除きます。) を取得できなかった場合、本公開買付けの成立を条件として、実務上可能な限り速やかに、本スクイーズアウト手続を実施し、公開買付者は本スクイーズアウト手続の円滑な遂行に必要な事項につき誠実に協力すること、(iii) 当社、山下氏及びグリーンプロジェクト社は、本スクイーズアウト手続の完了 (本スクイーズアウト手続が株式売渡請求の方法により行われる場合には株式売渡請求の効力発生を、本スクイーズアウト手続が株式併合の方法により行われる場合には本端数合計株式の公開買付者への売却の完了を、それぞれいいます。以下同じです。) 及び本クリアランス手続 (本取引の実行に際して必要となる私的独占の禁止及び公正取引の確保に関する法律 (昭和 22 年法律第 54 号。その後の改正を含みます。以下「独占禁止法」といいます。) 及び外国為替及び外国貿易法 (昭和 24 年法律第 228 号。その後の改正を含みます。以下「外為法」といいます。) 上の手続をいいます。以下同じです。) の完了を条件として、当該完了から 5 営業日後の日 (又は、当該完了から 5 営業日以内の日であって当社及び公開買付者が別途合意する日) において、本再出資 (なお、本再出資に係る 1 株当たりの払込金額は 1 株当たりの本公開買付価格と同額とし、山下氏に対して当社株式 10,000 株 を、グリーンプロジェクト社に対して 90,000 株 をそれぞれ割当てます。) を実行すること (注 1)、(iv) 本再出資の完了を条件として、本再出資の実行日 (又は本スクイーズアウト手続の完了 及び本クリアランス手続の完了から 5 営業日以内の日かつ本再出資の実行日後の日であって当社及び公開買付者が別途合意する日) において、自己株式取得及び子会社株式譲渡の方法により、当社は、その所有する国際航業の発行済株式 (自己株式を除きます。) の 80% に相当する株式及び JAG 国際エナジーの発行済株式 (自己株式を除きます。) の 70% に相当する株式を公開買付者に取得させ、公開買付者は、対価として、本非

公開化取引において公開買付者が取得する当社株式の全て（当該価額は本公開買付価格に基づき金 164 億 7268 万 8000 円相当）及び金 205 億 2731 万 2000 円を当社に対して交付し（注2）（注3）、当該対象子会社の株式を取得することについて合意しております。

<中略>

（注2）具体的には、当社において、(i) 本自己株式取得を実施し、同時に、(ii) 現金を対価として、対象子会社の株式を追加で公開買付者に譲渡し、(i) 及び(ii) を通じて、最終的に公開買付者が(a) 国際航業の発行済株式（自己株式を除きます。）の 80%に相当する株式及び(b) JAG 国際エナジーの発行済株式（自己株式を除きます。）の 70%に相当する株式を取得することを予定しております。

<後略>

（変更後）

① 本取引契約及び本取引契約変更契約

当社、山下氏、グリーンプロジェクト社及び公開買付者は、2020年11月5日付で本取引契約を、2021年1月26日付で本取引契約変更契約を締結し、本取引の実施について、(i) 公開買付者が、山下氏による当社のマネジメント・バイアウト (MBO) 等の一環として、その依頼に基づき、本公開買付けを開始した場合、山下氏は、自ら並びに JA Holdings 及び JA Partners をして、その所有する当社株式の全て（山下氏につき 493,230 株（所有割合：1.80%）、JA Holdings につき 2,624,800 株（所有割合：9.56%）、JA Partners につき 673,600 株（所有割合：2.45%））を本公開買付けに応募し、又は応募させること、(ii) 当社は、公開買付者が本公開買付けにおいて当社株式の全て（自己株式を除きます。）を取得できなかった場合、本公開買付けの成立を条件として、実務上可能な限り速やかに、本スクイーズアウト手続を実施し、公開買付者は本スクイーズアウト手続の円滑な遂行に必要な事項につき誠実に協力すること、(iii) 当社、山下氏及びグリーンプロジェクト社は、本スクイーズアウト手続の完了（本スクイーズアウト手続が株式売渡請求の方法により行われる場合には株式売渡請求の効力発生を、本スクイーズアウト手続が株式併合の方法により行われる場合には本端数合計株式の公開買付者への売却の完了を、それぞれいいます。以下同じです。）本クリアランス手続（本取引の実行に際して必要となる私的独占の禁止及び公正取引の確保に関する法律（昭和22年法律第54号。その後の改正を含みます。以下「独占禁止法」といいます。）及び外国為替及び外国貿易法（昭和24年法律第228号。その後の改正を含みます。以下「外為法」といいます。）上の手続をいいます。以下同じです。）の完了及び当社株式に係る有価証券報告書提出義務の中断を条件として、当該完了から5営業日後の日（又は、当該完了から5営業日以内の日であって当社及び公開買付者が別途合意する日）において、本再出資（なお、本再出資に係る1株当たりの払込金額は1株当たりの本公開買付価格と同額とし、山下氏に対して当社株式 208,000 株を、グリーンプロジェクト社に対して 1,872,000 株をそれぞれ割当てます。）を実行すること（注1）、(iv) 本再出資の完了を条件として、本再出資の実行日（又は本スクイーズアウト手続の完了、本クリアランス手続の完了及び当社株式に係る有価証券報告書提出義務の中断から5営業日以内の日かつ本再出資の実行日後の日であって当社及び公開買付者が別途合意する日）において、自己株式取得及び子会社株式譲渡の方法により、当社は、その所有する国際航業の発行済株式（自己株式を除きます。）の 97.5%に相当する株式及び JAG 国際エナジーの発行済株式（自己株式を除きます。）の 95%に相当する株式

を公開買付者に取得させ、公開買付者は、対価として、本非公開化取引において公開買付者が取得する当社株式の全て（当該価額は本公開買付価格に基づき金 329 億 4537 万 6000 円相当）及び金 150 億 5462 万 4000 円を当社に対して交付し（注2）（注3）、当該対象子会社の株式を取得することについて合意しております。

<中略>

（注2）具体的には、当社において、(i) 本自己株式取得を実施し、同時に、(ii) 現金を対価として、対象子会社の株式を追加で公開買付者に譲渡し、(i) 及び(ii) を通じて、最終的に公開買付者が(a) 国際航業の発行済株式（自己株式を除きます。）の 97.5%に相当する株式及び(b) JAG 国際エナジーの発行済株式（自己株式を除きます。）の 95%に相当する株式を取得することを予定しております。

<後略>

## 10. その他

（変更前）

当社は、2020年11月5日付で公表した「2021年3月期配当予想の修正（無配）及び株主優待制度廃止に関するお知らせ」に記載のとおり、本日開催の取締役会において、本公開買付けが成立することを条件に、当社が2020年5月7日に公表いたしました2021年3月期の配当予想を修正し、2021年3月期の期末配当を行わないこと及び株主優待制度を廃止することを決議いたしました。詳細については、当社の当該公表内容をご参照ください。

また、当社は、2020年11月5日付で公表した「2021年3月期業績予想の公表に関するお知らせ」に記載のとおり、本日開催の取締役会において、当社が2020年5月7日に公表した「2020年3月期決算短信〔日本基準〕（連結）」にて未定としておりました2021年3月期の通期連結業績予想を公表いたしました。詳細については、当社の当該公表内容をご参照ください。

（変更後）

当社は、2020年11月5日付で公表した「2021年3月期配当予想の修正（無配）及び株主優待制度廃止に関するお知らせ」に記載のとおり、2020年11月5日開催の取締役会において、本公開買付けが成立することを条件に、当社が2020年5月7日に公表いたしました2021年3月期の配当予想を修正し、2021年3月期の期末配当を行わないこと及び株主優待制度を廃止することを決議いたしました。詳細については、当社の当該公表内容をご参照ください。

また、当社は、2020年11月5日付で公表した「2021年3月期業績予想の公表に関するお知らせ」に記載のとおり、2020年11月5日開催の取締役会において、当社が2020年5月7日に公表した「2020年3月期決算短信〔日本基準〕（連結）」にて未定としておりました2021年3月期の通期連結業績予想を公表いたしました。詳細については、当社の当該公表内容をご参照ください。

## II 子会社の異動を伴う株式譲渡について

### 1. 譲渡の理由

（変更前）

上記「I MBOの実施及び応募の推奨について」の「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「①本公開買付けの概要」のとおり、当社は、本公開買付けに関連して、本取引の一環として、本スクイーズアウト手続及び本再出資の完了を条件として、公開買付者に対し、(i)当社の完全子会社である国際航業の発行済株式（自己株式を除きます。）の80%に相当する株式（普通株式 30,525,682 株）、及び、(ii)当社の完全子会社である JAG 国際エナジーの発行済株式（自己株式を除きます。）の70%に相当する株式（普通株式 2,100 株）（以下「本譲渡対象株式」といいます。）を譲渡することを決議いたしました（JAG 国際エナジー株式の譲渡に伴い、T・JAG グリーンエナジー投資事業有限責任組合（JAG 国際エナジーの出資比率は 59.70%）も当社の特定子会社でなくなります。）。当該株式譲渡を実施するに至った理由については、上記「I MBOの実施及び応募の推奨について」の「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「③本公開買付けに賛同するに至った意思決定の過程及び理由」をご参照ください。

（変更後）

上記「I MBOの実施及び応募の推奨について」の「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「①本公開買付けの概要」のとおり、当社は、本公開買付けに関連して、本取引の一環として、本スクイーズアウト手続及び本再出資の完了を条件として、公開買付者に対し、(i)当社の完全子会社である国際航業の発行済株式（自己株式を除きます。）の97.5%に相当する株式（普通株式 37,203,175 株）、及び、(ii)当社の完全子会社である JAG 国際エナジーの発行済株式（自己株式を除きます。）の95%に相当する株式（普通株式 2,850 株）（以下「本譲渡対象株式」といいます。）を譲渡することを決議いたしました（JAG 国際エナジー株式の譲渡に伴い、T・JAG グリーンエナジー投資事業有限責任組合（JAG 国際エナジーの出資比率は 59.70%）も当社の特定子会社でなくなります。）。当該株式譲渡を実施するに至った理由については、上記「I MBOの実施及び応募の推奨について」の「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「③本公開買付けに賛同するに至った意思決定の過程及び理由」をご参照ください。

4. 譲渡株式数、譲渡価額及び譲渡前後の所有株式の状況

（変更前）

(1) 国際航業

|               |                     |  |
|---------------|---------------------|--|
| (1) 譲渡前の所有株式数 | 38,157,103 株        | (議決権の数 38,157 個)<br>(議決権所有割合 100%)               |
| (2) 譲渡株式数     | <u>30,525,682</u> 株 | (議決権の数 <u>30,525</u> 個)<br>(議決権所有割合 <u>80%</u> ) |
| (3) 譲渡後の所有株式数 | <u>7,631,421</u> 株  | (議決権の数 <u>7,631</u> 個)<br>(議決権所有割合 <u>20%</u> )  |

(2) JAG 国際エナジー

|               |         |                 |
|---------------|---------|-----------------|
| (1) 譲渡前の所有株式数 | 3,000 株 | (議決権の数 3,000 個) |
|---------------|---------|-----------------|

|               |                |   |
|---------------|----------------|---|
|               |                | (議決権所有割合 100%)                                  |
| (2) 譲渡株式数     | <u>2,100</u> 株 | (議決権の数 <u>2,100</u> 個)<br>(議決権所有割合 <u>70</u> %) |
| (3) 譲渡後の所有株式数 | <u>900</u> 株   | (議決権の数 <u>900</u> 個)<br>(議決権所有割合 <u>30</u> %)   |

(注) 本譲渡対象株式の譲渡に係る譲渡価額は、当社株式の全て（その価額は本公開買付価格に基づき金 164 億 7268 万 8000 円相当）及び現金（金 205 億 2731 万 2000 円）です。

(変更後)

(1) 国際航業

|               |                     |  |
|---------------|---------------------|--|
| (1) 譲渡前の所有株式数 | 38,157,103 株        | (議決権の数 <u>38,156</u> 個)<br>(議決権所有割合 100%)          |
| (2) 譲渡株式数     | <u>37,203,175</u> 株 | (議決権の数 <u>37,203</u> 個)<br>(議決権所有割合 <u>97.5</u> %) |
| (3) 譲渡後の所有株式数 | <u>953,928</u> 株    | (議決権の数 <u>953</u> 個)<br>(議決権所有割合 <u>2.5</u> %)     |

(2) JAG 国際エナジー

|               |                |   |
|---------------|----------------|---|
| (1) 譲渡前の所有株式数 | 3,000 株        | (議決権の数 3,000 個)<br>(議決権所有割合 100%)               |
| (2) 譲渡株式数     | <u>2,850</u> 株 | (議決権の数 <u>2,850</u> 個)<br>(議決権所有割合 <u>95</u> %) |
| (3) 譲渡後の所有株式数 | <u>150</u> 株   | (議決権の数 <u>150</u> 個)<br>(議決権所有割合 <u>5</u> %)    |

(注) 本譲渡対象株式の譲渡に係る譲渡価額は、当社株式の全て（その価額は本公開買付価格に基づき金 329 億 4537 万 6000 円相当）及び現金（金 150 億 5462 万 4000 円）です。

以 上