



2021年2月19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（反対）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2月10日開催の当社取締役会において、2021年2月4日に公表され、2021年2月5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2月10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2月19日開催の当社取締役会において、本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ので、お知らせいたします。

株主の皆様におかれましては、本公開買付けに応募されないよう強くお願い申し上げますとともに、既に本公開買付けに応募された株主の皆様におかれましては、速やかに本公開買付けに係る契約の解除を行っていただきますよう強くお願い申し上げます。

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2月5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 2,650,200 株（所有割合（注））

		9.65%) 所有しております。また、公開買付者の特別関係者である野村幸弘氏（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、公開買付者及び野村氏と併せて「公開買付者ら」といいます。）は当社株式を1,714,000株（所有割合：6.24%）所有しており、公開買付者ら合計で5,620,600株（所有割合：20.47%）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2020年11月11日に提出した第34期第2四半期報告書（以下「当社第2四半期報告書」といいます。）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、当社第2四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（890,200株）から同日現在の当社の株式給付信託（BBT）が所有する株式数（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。以下同じです。

## 2. 買付け等の価格

普通株式1株につき、1,210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

当社は、2021年2月19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」の根拠及び理由に基づき、本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。

株主の皆様におかれましては、本公開買付けに応募されないよう強くお願い申し上げますとともに、既に本公開買付けに応募された株主の皆様におかれましては、速やかに本公開買付けに係る契約の解除を行っていただきますよう強くお願い申し上げます。

なお、当該取締役会決議は、下記「(5)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 意見の根拠

当社は、2020年11月5日付で公表いたしました「MB0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」（その後に訂正及び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。）に記載のとおり、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。)全体としての中長期的かつ持続的な発展のためには、グリーン社提案取引(2020年11月5日付プレスリリースにおいて、「本取引」として定義されたものを指します。以下同じです。)を通じて当社株式を非公開化しつつ国際航業株式会社(以下「国際航業」といいます。)及びJAG国際エナジー株式会社(以下「JAG国際エナジー」といい、国際航業及びJAG国際エナジーを併せて「対象子会社」といいます。)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哲生氏(以下「山下氏」といいます。)及びカーライル・グループ(以下「カーライル」といいます。)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」といいます。))を含み、以下「JAG継続事業」といいます。)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、グリーンホールディングスエルピー(以下「グリーン社」といいます。)による当社株式に対する公開買付け(以下「グリーン社公開買付け」といいます。)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、グリーン社公開買付けへの応募を推奨してまいりました(なお、当社が2021年2月10日付で公表いたしました「グリーンホールディングスエルピーによる当社株式に対する公開買付けの結果及び子会社の異動を伴う株式譲渡の中止に関するお知らせ」(以下「グリーン社公開買付け結果プレスリリース」といいます。))に記載のとおり、グリーン社公開買付けは2021年2月9日に不成立となりました。))。

これに対し、公開買付者が、グリーン社公開買付けの公開買付期間中である2021年1月14日に、「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。))を公開したことを受け(なお、当社は、グリーン社公開買付けの開始後、公開買付者より、2020年11月16日付で、当社がグリーン社公開買付けに賛同し、かつ、当社の株主の皆様に対してグリーン社公開買付けに応募することを推奨する旨の意見を表明した理由等に関する質問を含む書簡を受領し、これに対する回答を含む書簡をシティ社に送付したことをはじめとして、その後、複数回にわたって書簡のやり取りを誠実に行ってまいりましたが、公開買付者による本公開買付け予告プレスリリースの公開は、当社に対して事前の協議又は提案もなく行われたものです。)、当社は、2021年1月15日付の当社取締役会において、当社が、グリーン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2020年8月17日付で設置した特別委員会(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。))に対して、(i)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。))の目的が合理的と認められるか(シティ社提案取引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)本公開買付けを含むシティ社提案取引に係る手続の公正性が確保されているか、(iii)シティ社提案取引の条件の妥当性が確保されているか、(iv)シティ社提案取引が当社の少数株主にとって不利益なものでないか、並びに、(v)当社取締役会が本公開買付けに賛同意見を表明し、当社の株主に対して本公開買付けへの応募を推奨することの是非の検討の前提として、まずは、シティ社提案取引が具体的かつ実現可能な真摯な提案であるかどうかの検討(以下「2021年1月15日付諮問事項」といいます。))を諮問いたしました(なお、当

社は、本特別委員会から、本諮問事項（以下に定義されます。以下同じです。）に係る諮問に対し、2021年2月18日付で本答申書（反対）（以下に定義されます。）の提出を受けており、本諮問事項の検討の前提となる2021年1月15日付諮問事項の諮問の独自の意義が失われたと判断したことから、2021年2月19日付の当社取締役会において、本特別委員会に対する2021年1月15日付諮問事項に係る諮問を撤回しております。）。

また、当社は、その後、2021年1月28日付の当社取締役会において、本特別委員会に対し、(i)シティ社提案取引の目的が合理的と認められるか（シティ社提案取引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)本公開買付けを含むシティ社提案取引に係る手続の公正性が確保されているか、(iii)シティ社提案取引の条件の妥当性が確保されているか、(iv)シティ社提案取引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)当社取締役会が本公開買付けに賛同意見を表明し、当社の株主に対して本公開買付けへの応募を推奨することの是非（以下、総称して「本諮問事項」といいます。）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嘱託いたしました。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、上記嘱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、(a)本公開買付けに係る公開買付価格その他のシティ社提案取引に係る取引条件等について買付者と交渉を行うこと、(b)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。）、並びに、(c)当社の役職員からシティ社提案取引の検討及び判断に必要な情報を受領することについての権限を付与することを決議いたしました。

なお、当社は、シティ社提案取引の内容について検討するにあたり、その公正性を担保すべく、当社、公開買付者ら、グリーン社、カーライル、山下氏及びグリーン社公開買付けに対する応募合意株主（以下、総称して「グリーン社公開買付け関連当事者」といいます。）並びにシティ社提案取引及びグリーン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。）及びGCAアドバイザーズ株式会社（以下「GCA」といいます。）、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て、本公開買付けを含むシティ社提案取引に関して慎重に検討いたしました。また、本特別委員会は、2021年1月18日付の会合において、プルータス・コンサルティング及びアンダーソン・毛利・友常法律事務所外国法共同事業につき、また、2021年1月29日付の会合において、GCA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・アドバイザーとして承認するとともに、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。さらに、本特別委員会は、本特別委員会がシティ社提案取引に係る取引条件等に関して公開買付者と交渉を行うことを確認しております。

本特別委員会は、2021年1月15日付諮問事項の諮問を受け、シティ社提案取引の内容について審議及び検討を開始し、2021年1月19日に、公開買付者に対し、本公開買付けの予告に至った経緯、本公開買付けの準備状況・開始の確実性、本公開買付けの条件及び本公開買付け後の当社グループの経営方針等に係る質問事項（以下「2021年1月19日付質問事項」といいます。なお、2021年1月19日付質問事項の内容につきましては、別紙1をご参照ください。）を送付いたしました。その

後、本特別委員会は、2021年1月27日に、公開買付者より、2021年1月19日付質問事項に対する回答（以下「2021年1月27日付回答」といいます。なお、2021年1月27日付回答の内容につきましては、別紙1をご参照ください。）とともに、公開買付者はグリーン社公開買付けにおける公開買付価格である1株当たり1,200円を上回る価格での公開買付けの実施も視野に入れていることから、当社は公開買付者に対してデュー・ディリジェンスの機会を与えるべきであるとの趣旨の書簡を受領いたしました。これに対し、本特別委員会は、2021年1月28日に、2021年1月27日付回答の内容につき、2021年1月19日付質問事項に対するものとしては十分でない点が多数含まれており、本特別委員会による当該デュー・ディリジェンスの実施の諾否の検討に必要な情報は得られていないと判断したことから、公開買付者に対し、追加の質問事項（以下「2021年1月28日付質問事項」といいます。なお、2021年1月28日付質問事項の内容につきましては、別紙2をご参照ください。）を送付いたしました。その後、同日、本特別委員会は、公開買付者から2021年1月28日付質問事項に対する回答（以下「2021年1月28日付回答」といいます。なお、2021年1月28日付回答の内容につきましては、別紙2をご参照ください。）を受領し、また、当社取締役会は、公開買付者から、公開買付者と、山下氏、当社取締役会及び本特別委員会との間の面談の実施についての希望が記載された書簡を受領いたしました。これに対し、本特別委員会は、2021年1月28日付回答の内容を踏まえても本特別委員会による当該デュー・ディリジェンスの実施の諾否の検討に必要な情報はなお得られていないと判断したことから、2021年1月29日、公開買付者に対し、①本公開買付け実行後のJAG継続事業（ザクティを除きます。）の経営方針、②本公開買付け実行後にグリーン社に対して国際航業及び／又はJAG国際エナジーの株式を譲渡できなかった場合の対応方針（国際航業及び／又はJAG国際エナジーの経営方針を含みます。）、③本公開買付け実行後に山下氏に対してザクティの株式を譲渡できなかった場合の対応方針（ザクティの経営方針を含みます。）、④本公開買付け実行後に当社の既存の取引金融機関から継続して支援を得られない状況に陥った場合の対応方針（資金調達の方法及び見込みを含みます。）、並びに、⑤本公開買付け実行後に株主還元を実施した場合の当社従業員その他の株主以外の利害関係人に与える影響の想定及び対応方針に係る質問事項（以下「2021年1月29日付質問事項」といい、2021年1月19日付質問事項及び2021年1月28日付質問事項と併せて「本質問事項」といいます。なお、2021年1月29日付質問事項の内容につきましては、別紙2をご参照ください。）とともに、本質問事項に係るヒアリングの場を設ける旨を記載した書簡を送付いたしました。その後、本特別委員会は、公開買付者から2021年1月30日付書簡（シティ社）（以下に定義されます。以下同じです。）を受領し、2021年1月31日、公開買付者の代表取締役である福島啓修氏（以下「福島氏」といいます。）並びに公開買付者の親会社の株主とされる村上世彰氏（以下「村上氏」といいます。）、当該親会社の代表取締役とされる村上絢氏及び当該親会社の職員とされる村上貴輝氏に対して約2時間にわたりヒアリング（以下「2021年1月31日付ヒアリング」といいます。）を実施いたしました。2021年1月30日付書簡（シティ社）及び2021年1月31日付ヒアリングにおいても、公開買付者からは、当社の企業価値を向上させる具体的な経営方針は示されず、本特別委員会は、2021年2月2日時点において、シティ社提案取引が具体的かつ実現可能性のある真摯な提案であることの確認ができませんでした。そのため、本特別委員会は、2021年2月2日の時点においては、公開買付者による当社に対するデュー・ディリジェンスの実施を許諾することは適当ではないものと判断しました。

なお、本特別委員会は、2021年2月2日付で、公開買付者に対し、本公開買付けにおける強圧性の可能性を排除し、当社の少数株主を保護する観点から、グリーン社公開買付けと実質的に同水準の買付予定数の下限を設定すること、又は、少なくとも本公開買付けの成立後に公開買付者及びそのグループが所有することになる当社の議決権数が当社の総議決権数の過半数となる買付予定数の下限を設定することを強く要望いたしました。すなわち、本公開買付けに買付予定数の下限が付されない場合、当社株式の上場が維持された上で、公開買付者が当社の支配株主となることが想定されますが、上記のとおり、公開買付者からは、当社の企業価値を向上させる具体的な経営方針は示されていなかったため、当社の企業価値への悪影響のおそれを懸念する株主が、本公開買付けに応募せざるを得ないと考える可能性があることと想定されることから、当社の少数株主保護の観点から、本特別委員会は、公開買付者に対し、本公開買付けの買付予定数の下限を設定することを要望しておりましたが、当該要望は受け入れられておりません。

また、本特別委員会は、当社が公開買付者の要請に基づき公表した、2021年2月4日付「株式会社シティインデックスイレブンスによる日本アジアグループ株式会社株券（証券コード：3751）に対する公開買付けの開始に関するお知らせ」に添付した「日本アジアグループ株式会社株券（証券コード：3751）に対する公開買付けの開始に関するお知らせ」（以下「シティ社プレスリリース」といいます。）及び本公開買付けに関して公開買付者が2021年2月5日に提出した公開買付届出書（以下「本公開買付届出書」といいます。）の内容その他の関連情報を直ちに精査し、慎重に評価・検討を進めてまいりましたが、シティ社プレスリリース及び本公開買付届出書においても、対象子会社の株式のグリーン社又は第三者への売却及びザクティの株式の山下氏又は第三者への売却を除き、本公開買付け後の当社の企業価値を向上させる具体的な経営方針に係る記載はありませんでした。

これらを受け、本特別委員会は、2021年2月9日までに収集した情報のみでは、本公開買付けを含むシティ社提案取引が当社の企業価値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、2021年2月9日に、当社取締役会に対し、本公開買付けを含むシティ社提案取引が当社の企業価値の向上に資するものであるかの慎重な検討を行うべく、金融商品取引法（昭和23年法律第25号。その後の改正を含みます。）に基づく意見表明報告書における公開買付者に対する質問の制度を用いて本公開買付け及び公開買付者に関する正確な情報収集を早期に実施すべきと判断し、当社意見表明プレスリリース（留保）の別紙に記載された質問（以下「本追加質問」といいます。）を公開買付者に提示すること及び本追加質問に対する公開買付者からの回答が得られるまでは、本公開買付けに対する意見の表明を留保することが妥当である旨の答申書（以下「本答申書（留保）」といいます。）を提出いたしました。

そこで、当社は、2021年2月10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ひいては株主の皆様の共同の利益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、公開買付者に対して、本追加質問を提示し、当該時点では当社の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。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、当社からの本追加質問を受けて、公開買付者は、2021年2月15日に、対質問回答報告書（以下「本対質問回答報告書」といいます。）を提出いたしました。本特別委員会は、本対質問回答報告書及びその別紙並びに当社が収集した本公開買付け及び公開買付者に関する情報をもとに、シティ社提案取引を詳細に評価及び検討いたしました。

そして、本特別委員会は、2021年2月18日付で、本公開買付けは、当社の企業価値ひいては株主の皆様のご共同の利益の向上に資するものではなく、当社が本公開買付けに対して反対の意見を表明することは適当である旨の答申書（以下「本答申書（反対）」といいます。）を提出いたしました（本答申書（反対）の概要については、下記「（5）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の設置」をご参照ください。）。当社は、本答申書（反対）の内容を踏まえ、2021年2月19日開催の当社取締役会において、本公開買付けに対して反対の意見を表明する旨を決議いたしました。なお、当該取締役会決議は、下記「（5）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 意見の理由

当社は、(i)公開買付者は、他社による公開買付けを阻止するために本公開買付けを開始しており、当社グループの事業内容及び当社のステークホルダーの皆様のご利益に対して関心がないこと、(ii)公開買付者から本公開買付け後の当社グループの具体的な経営方針が一切示されておらず、むしろ、本公開買付け後、公開買付者が当社の経営権を取得した場合には、当社の企業価値ないし株主の皆様のご共同の利益を毀損する可能性が否定できないこと、(iii)公開買付者が当社の経営権を取得することで既存の取引先との関係が悪化し、また、当社従業員の離職や労働意欲の低下により、当社の経営に重大な支障をきたす可能性があること並びに(iv)当社の少数株主は本公開買付けに応募することが事実上強制される懸念があること、及び、本公開買付け届出書記載のスクイーズ・アウト手続に係る公開買付者の姿勢は、少数株主の利益に対する配慮を欠くものであることから、本公開買付けは当社の企業価値を向上させるものではなく、当社の株主、顧客、取引先及び従業員その他のステークホルダーの皆様に対しても悪影響を及ぼす可能性が高いものと考え、本公開買付けに対して反対いたします。その具体的な内容については以下のとおりです。

(i) 公開買付者は、他社による公開買付けを阻止するために本公開買付けを開始しており、当社グループの事業内容及び当社のステークホルダーの皆様のご利益に対して関心がないこと

(a) 公開買付者は当社グループの事業に対して一切関心を有しておらず、公開買付者による当社の経営権の獲得は当社の全てのステークホルダーの皆様及び社会全体にとって望ましくないこと

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おらず、当社株式の全て（公開買付者らが所有する当社株式及び当社が所有する自己株式を除きます。以下同じです。）を取得する可能性があります（また、本公開買付け届出書によれば、公開買付者は、本公開買付けにより当社株式の全てを取得できなかった場合であっても、本株式併合（下記「（3）上場廃止となる見込み及びその事由」において定義されます。）により、当社株式の全てを取

得する可能性があるとのことです。)

一般的に、買付予定数の上限が設定されない公開買付けは、対象者の経営権を取得することを目的として実施されるものであるところ、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によれば、公開買付者が本公開買付けを予告及び開始した目的は「MBO 公開買付け（注：グリーン社公開買付けを指します。以下同じです。）の成立を阻止する」ためとのことです。すなわち、公開買付者は、買付予定数の上限が付されない公開買付けにおける本来の実施目的（経営権取得目的）を有しておらず、先行するグリーン社公開買付けの成立の阻止という特異な目的の下、本公開買付けの予告及び開始を決定しており、当社グループの事業に対して一切関心を有していないと考えられます（その証左として、公開買付者は、当社に対して、本公開買付け後の当社グループの具体的な経営方針を一切示していません。詳細は、下記「(ii)公開買付者から本公開買付け後の当社グループの具体的な経営方針が一切示されておらず、むしろ、本公開買付け後、公開買付者が当社の経営権を取得した場合には、当社の企業価値ないし株主の皆様の共同の利益を毀損する可能性が否定できないこと」の「(a)公開買付者から本公開買付け後における当社グループの具体的な経営方針が一切示されず、公開買付者による当社グループの経営の意思ひいては当社の企業価値の向上の意思が見受けられないこと」をご参照ください。)

また、当社は、「安心で安全、そして持続可能なまちづくりで社会に貢献」とのミッション及び「技術革新を先取りし金融との融合を通じて成長する社会企業グループ」とのビジョンの実現を通じ、技術革新が開く新たな社会、市場を先見し、その革新を支援、加速することによって、地球と地域の持続性を高めることを当社グループの責務と位置づけ、安心・安全で持続可能なまちづくり「グリーン・コミュニティの創造」を基本方針として事業を遂行しており、当社の顧客、取引先及び従業員をはじめとする全てのステークホルダーの皆様にも、上記の当社のミッション及びビジョンの実現に向けて日々ご協力、ご尽力いただいております。

他方、公開買付者が「MBO 公開買付けの成立を阻止する」という特異な目的の下に公開買付けを予告及び開始したこと、並びに、公開買付者から本公開買付け成立後における当社グループの具体的な経営方針が全く示されていないこと（下記「(ii)公開買付者から本公開買付け後の当社グループの具体的な経営方針が一切示されておらず、むしろ、本公開買付け後、公開買付者が当社の経営権を取得した場合には、当社の企業価値ないし株主の皆様の共同の利益を毀損する可能性が否定できないこと」の「(a)公開買付者から本公開買付け後における当社グループの具体的な経営方針が一切示されず、公開買付者による当社グループの経営の意思ひいては当社の企業価値の向上の意思が見受けられないこと」をご参照ください。）からすると、公開買付者が、上記の当社の事業内容ひいては当社のミッション及びビジョンに一切関心を有しておらず、理解もしていないことは明らかです。

当社の事業内容ひいては当社のミッション及びビジョンに関心・理解を全く有していない者が当社の経営権を取得した場合、当該ミッション及びビジョンがないがしろにされることが容易に想定されます。そのような事態は、当社グループの顧客、取引先及び従業員をはじめとする全てのステークホルダーの皆様、さらには当社の実現してきた社会的利益に対する



重大な悪影響を与える可能性があります（また、公開買付者を含む村上氏と関係を有する者による過去の投資事例を踏まえ、本公開買付けが当社グループの全てのステークホルダーの皆様への利益の向上は期待したいと考えられることについては、下記「(ii)公開買付者から本公開買付け後の当社グループの具体的な経営方針が一切示されておらず、むしろ、本公開買付け後、公開買付者が当社の経営権を取得した場合には、当社の企業価値ないし株主の皆様への共同の利益を毀損する可能性が否定できないこと」の「(b)村上氏と関係を有する者による過去の投資事例を踏まえると、本公開買付けによって、当社の企業価値ひいては株主の皆様への共同の利益の向上は期待したいこと」をご参照ください。).

- (b) グリーン社提案取引は不当なものではなく、その成立を阻止すると本公開買付けの目的は正当ではないこと

公開買付者は、本対質問回答報告書別紙において、グリーン社公開買付けの条件につき、「本件 MBO（注：グリーン社提案取引を指します。）は、当初の条件下においては、本来は株主が受け取るべきはずの約 160 億円…を株主から奪い、これを山下氏に無償で与えようとするものであったことを対象者（注：当社を指します。以下同じです。）取締役会及び対象者特別委員会の皆様がお認めになったものである」旨主張しております。しかし、公開買付者の当該主張は、明らかな事実の誤認・歪曲に基づく主張であって、当社の株主その他のステークホルダーの皆様に対して誤解を生じさせるものです。

公開買付者は、グリーン社提案取引後における当社の純資産額の数値をもって、山下氏が当社への再出資によって手に入れる株主価値であるかのような主張をしておりますが、純資産額は企業の将来の収益性を反映するものではないため、今後も引き続き事業を継続していくことを想定している企業である当社の企業価値の把握のための指標としては適切ではありません。また、純資産額の数値はあくまで当社の貸借対照表上の資産及び負債の額の差額に過ぎず、実際に当社が清算される場合に株主の皆様の手元に残る資産の金額と必ずしも一致するものでもありません。

企業財務理論及び企業評価実務においては、企業が継続する前提における株主価値は、将来の予想キャッシュフローを基礎として計算される企業価値から、純有利子負債額を控除することで求めることが一般的です。かかる一般的な考え方にに基づき、①足元の業績が赤字（2020年3月期当期純損失：▲1,645百万円）であるザクティにつき業績回復の見通しが定かでないこと、②JAG 継続事業全体でも足元で営業損失が約 2,500 百万円（ただし、内部取引等について、一定の条件を設定した上での概算数値）を計上していること、また、③グリーン社提案取引の実行に伴い、対象子会社が現時点において当社に対して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）が解消されること等を考慮すれば、グリーン社提案取引後の当社の企業価値は、大幅なマイナスの評価額となることが見込まれます。さらに、当社が 2021 年 1 月 26 日に公表した「(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」（以下「グリーン社公開買付け買付条件等変更プレスリリース」といいます。）記載の買付け等の条件変更前の 1 株当たり公開買付け価格を 600 円としたグリーン社公開買付けを含むグリーン社提案取引により、当社がグリーン社から対象子会社株式（2020 年 11 月 5 日付プレスリリースにおいて定義された意味

を有します。以下同じです。)の一部の譲渡対価として受領する予定であった金銭約 20,527 百万円(売却益課税考慮後の金額は 17,612 百万円)をもってしても、JAG 継続事業に係る純有利子負債額 23,006 百万円(2020 年 9 月 30 日時点の金融機関からの借入金金額は 33,216 百万円、2020 年 9 月 30 日時点の JAG 継続事業各社の現金及び預金の合計金額は 10,210 百万円です。ただし、当該金額は監査法人による監査を経て算出した数値ではありません。)を相殺することはできず(当社がグリーン社より対象子会社株式の一部の譲渡対価として受領する予定であった金銭の額(売却益課税考慮後の金額である 17,612 百万円)と JAG 継続事業に係る純有利子負債額の差額は▲5,394 百万円です。)、当社が継続保有する予定であった対象子会社の株式の価値(評価額は約 13,000 百万円)を考慮しても、グリーン社提案取引後の当社の株主価値の観点において、純資産額に相当するような評価額を見積もることは困難と言えます。

すなわち、グリーン社公開買付け買付条件等変更プレスリリース記載の買付け等の条件変更前の 1 株当たり公開買付価格を 600 円としたグリーン社公開買付けは、JAG 継続事業に取り組む各社の従業員の雇用を守り、ザクティの収益化に向けた抜本的改革のための投資を含む運転資金(約 2,000 百万円を見込んでおります。)を確保する必要性があったことを考慮すれば、当社の株主価値を株主の皆様全てに還元するに等しいものであったと評価できるものでした。公開買付者は、上記の事実関係を認識し、企業が継続する前提における株主価値の算定手法についても当然に理解していると考えられるにもかかわらず、グリーン社提案取引後における当社の純資産額のみをことさら強調し、「山下氏が無償で約 210 億円～約 220 億円の純資産を有する当社を取得する」などと主張しており、これは、事実の曲解及び意図的な歪曲に基づく、極めて不適切かつ不当な行為と言わざるを得ません。なお、公開買付者が約 210 億円～約 220 億円と主張する純資産額は、当社が公表したのではなく、その主張の根拠も明らかではありません。

また、公開買付者は、グリーン社公開買付け買付条件等変更プレスリリース記載のとおり、グリーン社公開買付けにおける 1 株当たり公開買付価格が 1,200 円に引き上げられたことを根拠として、「当初の条件下においては、本来は株主が受け取るべきはずの約 160 億円…を株主から奪い、これを山下氏に無償で与えようとするものであった」と主張しているように見受けられますが、当該公開買付価格の変更は、当社が対象子会社株式の譲渡の対価としてグリーン社から受け取る資金をもって、山下氏が JAG 継続事業の抜本的改革に注力する環境を整備するとの方策の下、当社が抜本的改革のための運転資金として想定していた現預金を減額し、継続保有することを想定していた対象子会社の株式についても、当社及びグリーン社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趣旨・目的を損なわない限度において、最大限、当該株式の価値を実現させてグリーン社公開買付けにおける公開買付価格に振り向けることで、提供することができる最大限かつ最終の価格まで公開買付価格を引き上げ、もってできる限りの株主還元を行うこととした結果によるものです。なお、かかるグリーン社公開買付けにおける公開買付価格の変更及び株主還元は、山下氏及びグリーン社が、当社の取引金融機関とも綿密に協議を重ねた上で、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、株主還元に向けられたとしても、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できたことにより、はじ

めて可能となったものであると認識しております。

上記のとおり、グリーン社公開買付けを含むグリーン社提案取引は、その条件においても山下氏が株主の皆様の犠牲の下に利益を得るといった内容のものではなく、およそ不当な取引とは言えません。そのため、グリーン社公開買付けの成立を阻止するとの本公開買付けの目的自体が、正当性を欠くものであることは明らかです。

- (c) 先行するグリーン社公開買付けは既に不成立となっており、本公開買付けはその実施目的を失っていること

上記「(a)公開買付者は当社グループの事業に対して一切関心を有しておらず、公開買付者による当社の経営権の獲得は当社の全てのステークホルダーの皆様及び社会全体にとって望ましくないこと」のとおり、公開買付者による本公開買付けの予告及び開始の目的は「MBO 公開買付けの成立を阻止する」ことであるところ、グリーン社公開買付け結果プレスリリースに記載のとおり、グリーン社公開買付けは2021年2月9日に不成立となりました。そのため、公開買付者が本公開買付けを実施する目的は既に達成されているはずであり、当該目的が達成された現時点において、公開買付者が本公開買付けを実施する意義は明らかではありません。

本公開買付けが開始された以上、グリーン社公開買付けの成立の阻止という目的の達成のみを理由として本公開買付けを撤回することはできませんが、目的を達成したにもかかわらず、本公開買付けを継続しなければならないこと自体が、これを目的として本公開買付けを実行したことの不当性を示しています。

なお、この点に関して、2021年1月31日付ヒアリングにおいて、公開買付者の代表取締役である福島氏及び公開買付者の親会社の株主として参加した村上氏は、公開買付者がグリーン社公開買付けに応募しない以上、先行するグリーン社公開買付けが成立する可能性はない旨を何度も指摘していました。両氏が言及するとおりであるならば、公開買付者がグリーン社公開買付けの成立の阻止を目的として本公開買付けを予告ないしは開始する必要はないはずであり、特に、本公開買付け予告プレスリリースの公開については、公開買付者が、スキームを変更して公開買付価格を引き上げるという方法も考えられると伝えたとされるカーライルとの協議の打ち切り直後に行われたとの経緯からも、グリーン社公開買付けの成立を阻止するというより、グリーン社公開買付けの公開買付価格の吊り上げ目的ではないかとの疑いを禁じ得ません。

- (ii) 公開買付者から本公開買付け後の当社グループの具体的な経営方針が一切示されておらず、むしろ、本公開買付け後、公開買付者が当社の経営権を取得した場合には、当社の企業価値ないし株主の皆様の共同の利益を毀損する可能性が否定できないこと

- (a) 公開買付者から本公開買付け後における当社グループの具体的な経営方針が一切示されず、公開買付者による当社グループの経営の意思ひいては当社の企業価値の向上の意思が見受けられないこと

ア 公開買付者から当社の企業価値の向上に向けた具体的な経営方針が一切示されていないこと

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おらず、かつ、買付予定数の下限も設定していないことから、(公開買付者による本公開買付けの実施の目的は「MBO 公開買付けの成立を阻止する」ことのみであるもの) 本公開買付けは、公開買付者が当社の支配株主となり当社の経営権を取得することを目指すものであり、また、本公開買付け後、公開買付者は当社の経営権を取得しつつも、当社は上場会社であり続ける可能性があります。当社の経営権を取得しようとする公開買付者がいかなる経営方針を有するかは、当社の企業価値の向上に大きな影響を有し、当社グループの顧客、取引先及び従業員等のステークホルダーの皆様にとっても重大な影響を与える事項です。よって、公開買付者が本公開買付けを開始するにあたっては、公開買付者が考える当社グループの具体的な経営方針が示されてしかるべきです。特に、公開買付者は、本公開買付届出書及び本対質問回答報告書別紙において、「上場会社は社会の公器として、従業員、取引先、ビジネスパートナー、そして株主といった全てのステークホルダーに対する責任がある」旨を自ら述べていますが、そうであるならば、当然ながら、社会の公器である上場会社(当社)の経営権の取得を目指す者も全てのステークホルダーの皆様に対して同様の責任を負担するべきです。本公開買付け後の当社グループの経営方針については当社経営陣と協議を行った上で決定したいとの空虚な回答を繰り返すことに終始し、当社グループのステークホルダーの皆様に対して当社グループの具体的な経営方針の提示を一切行っていないことは、矛盾と言わざるを得ません。

なお、公開買付者は、本対質問回答報告書別紙において、「対象者の経営方針及び経営体制について、対象者の企業価値をさらに向上させる観点から、対象者に対するデュー・ディリジェンスを行い、対象者経営陣と真摯に協議を行った上で決定したい」旨述べる等、繰り返し当社に対するデュー・ディリジェンスの実施を求めており、「公開買付者による対象者をとりまく全てのステークホルダーの更なる価値向上の観点に基づく経営方針を具体的に検討しお伝えすることが、困難となって」いる旨述べ、当該デュー・ディリジェンスが実施できなかったことを当社グループの具体的な経営方針の提示を行わない理由としております。

そもそも、支配権の取得を伴う取引の提案をする場合には、一般に開示された情報や調査会社によって取得可能な情報を精査し、対象企業の情報の把握・分析を行い、ビジネスコンサルタント等の専門家の意見も考慮の上、取引条件や、企業価値の向上のための施策を含む取引実行後の経営方針などに関する初期的な提案を行うことが一般的であるところ、以下のとおり、公開買付者からは、当該初期的な提案として求められる程度の当社グループの具体的な経営方針の提示さえなされておられません。公開買付者は、本対質問回答報告書別紙において、「対象者がデュー・ディリジェンスを拒否する中でもできる限りの調査・検討を行っております」と主張しておりますが、本対質問回答報告書別紙の記載内容は当社グループの各社の事業内容を表面的になぞったものに過ぎず、当社グループの経営方針に関する具体的な提案は一切述べられていません。本対質問回答報告書別紙の内容からも、公開買付者が当社グループの経営方針に関する具体的な提案を行うために当社グループの事業内容につき真摯に調査・検討を行った形跡

はおおよそ見受けられません。さらに、以下に述べるとおり、公開買付者がわずか1日という極めて短期間の検討のみで本公開買付けの実施を決定した経緯に鑑みれば、このように初期的な提案としても具体性及び真摯性を全く欠く買収提案を行う公開買付者に対してデュー・ディリジェンス実施の機会を与えることは、真摯な買収提案につながるものがおおよそ期待できないばかりか、非公開の営業秘密を含む当社グループの情報を開示することによって将来の当社の事業遂行に悪影響を与えることも強く懸念されるため、当社が公開買付者に対してデュー・ディリジェンス実施の機会を与えなかったことは当社の企業価値の維持にとって必要かつ相当な対応でした。

上記のような経緯に鑑みれば、公開買付者が当社に対するデュー・ディリジェンスを実施できなかったことは、当社グループの具体的な経営方針の提示を行わないことを正当化する理由とはおおよそ認められません。そもそも、公開買付者は、本公開買付けの実施の目的を「MBO 公開買付けの成立を阻止する」ことであるとしており、当社グループの事業に対して一切関心を有しておらず、当社グループの経営方針については何ら持ち合わせていないことがうかがわれるため、公開買付者が当社グループの具体的な経営方針の提示を行わないことと当社が公開買付者に対してデュー・ディリジェンス実施の機会を与えなかったこととの間には何らの関係もないと考えております。

本特別委員会は、公開買付者に対して送付した本質問事項において、本公開買付け実行後の当社グループ（対象子会社及びザクティを除きます。）の経営方針について、再三にわたって確認してまいりました。しかし、公開買付者からは、2021年1月27日付回答、2021年1月28日付回答及び公開買付者から本特別委員会に対する2021年1月30日付書簡（以下「2021年1月30日付書簡（シティ社）」といいます。2021年1月30日付書簡（シティ社）における記載の内容については、別紙2をご参照ください。）において、「貴社経営陣には、貴社の企業価値向上と貴社の全ての株主の株主価値向上のために、最善の経営判断を行って頂きたいと考えております。弊社も株主として貴社経営陣と真摯に協議を行うなど協力を惜しまない所存です。」、「対象子会社及びザクティ以外の当社（注：原文ママ）事業の経営方針に関しては、デュー・ディリジェンス実施後に、貴社経営陣の皆様のご意見を伺いながら、決定したいと考えております」、「現在貴社に帰属する従業員数、資産等の多数を占める対象子会社2社及びザクティについては基本的には売却する方針です。売却後の貴社の継続事業は極めて小さくなると考えておりますので、貴社経営陣と協議の上、最善の対応を採りたいと考えております」といった極めて抽象的かつ一切の具体的な提案を含まない回答がなされるのみであり、2021年1月31日付ヒアリングにおける回答を含め、公開買付者からは、当社の企業価値を向上させる具体的な経営方針は一切示されませんでした（上記の本特別委員会による質問事項及び公開買付者による回答の詳細については、別紙1及び別紙2をご参照ください。）。また、公開買付者は、本公開買付け届出書においても、対象子会社の株式をカーライル又は第三者に対して売却すること、並びに、ザクティの全株式の取得を山下氏及び同氏の資産管理会社であるグリーンプロジェクト株式会社（以下、総称して「山下氏ら」といいます。）に申し入れること並びに山下氏らに売却できないときは第三者への売却を検討するこ

と以外には、「本公開買付け終了後の経営方針及び経営体制の具体的な内容について、今後、対象者と協議を行った上で決定したいと考えて」いる旨を述べるにとどまっており、やはり、当社の企業価値を向上させる具体的な経営方針は一切示されておりません。

このように、本特別委員会からの再三の要求にもかかわらず、本公開買付け後の当社グループの具体的な経営方針を一切示そうとしない公開買付者の姿勢からは、当社の企業価値の向上の意思はおよそ有ることがえられません。

上記に加え、公開買付者は、2021年1月28日付回答において、本公開買付け後におけるJAG継続事業（ザクティを除きます。）、対象子会社及びザクティの経営方針等に係る本特別委員会からの質問を「枝葉末節」なものと言及しております（公開買付者による当該回答の詳細については、別紙1及び別紙2をご参照ください）。企業経営において経営方針が枝葉末節なものであるということはおよそ考えられず、このような公開買付者の態度からも、公開買付者が、JAG継続事業（ザクティを除きます。）、対象子会社及びザクティの企業価値を向上させる意思をおよそ有していないことは明らかです。

また、公開買付者は、2021年1月31日付ヒアリングにおいて、JAG国際エネルギーにつき、「太陽光発電事業は一種の金融商品である」との趣旨の発言をしており、また、本対質問回答報告書別紙においても、対象子会社及びザクティの株式売却後の当社グループとの間のシナジー効果の喪失につき、「対象者経営陣と協議の上、最善の方策を取りたい」と述べるのみであり、具体的な検討・分析を全く行っていないことを自認しております。JAG国際エネルギーを単なる金融商品として捉え、その事業の当社グループにおける位置付けや社会的意義を鑑みず、また、ザクティを除くJAG継続事業と対象子会社及びザクティとの間の事業上のシナジーについてもおよそ検討することなく、対象子会社及びザクティを売却することのみを執拗に主張する公開買付者の姿勢からは、当社の企業価値を向上させる意思が皆無であることは明白であり、下記「(b)村上氏と関係を有する者による過去の投資事例を踏まえると、本公開買付けによって、当社の企業価値ひいては株主の皆様の共同の利益の向上は期待しがたいこと」のとおり、公開買付者は、会社の企業価値を高めるよりも、株主還元による自らの投資回収を実現することを目的としている懸念があることから、その売却で得られた資金を利用した株主還元による、投資の回収のみを目指していること、いわば、公開買付者による本公開買付けが会社資産の切り売りによる株主還元を目的とした解体的買収であることも強く推認されます。

さらに、本公開買付け届出書にも記載のとおり、公開買付者は、当社に対して、2020年11月16日付の書簡をはじめとして、複数回にわたり、グリーン社公開買付け実施後に当社が保有すると想定される純資産額に係る質問を記載した書簡を送付しております。しかし、純資産額は会社の将来の収益性を反映するものではないため、今後も引き続き事業を継続していくことを想定している企業である当社の企業価値の把握のための指標としては適切ではありません。公開買付者が当社の純資産額に執拗に拘っていることは、当社を継続企業ではなく、切り売り可能な資産と見ていると考えていることの現れ

であり、この点からも、公開買付者が、当社の企業価値の向上についての関心を有していないことは明らかであり、やはり解体的買収目的であることが強く推認されます。

なお、公開買付者から本公開買付け後の当社グループの具体的な経営方針が示されないことに加え、公開買付者が、2021年1月27日付回答において、「弊社グループ（注：公開買付者のグループを指します。以下同じです。）は、「空間情報事業」「グリーン・エネルギー事業」「森林活性化事業」といった事業分野の企業経営の実績はありません」と自認していることをあわせ考慮すれば（公開買付者による当該回答の詳細については、別紙1及び別紙2をご参照ください。）、公開買付者が当社グループを適切に経営する能力を有するかにつき重大な疑念があり、公開買付者による当社の経営権取得後の当社の企業価値向上はおよそ達成できないことは明らかです。とりわけ、（山下氏ら又は第三者に売却できなかった場合には当社グループとして存続することとなる）ザクティについては、業績回復の見通しが定かでなく、その収益化のためには抜本的改革が必要であり、事業再生及び企業価値向上は容易ではありません。ザクティの事業領域において企業経営実績を有しない公開買付者が、その事業再生及び企業価値向上を達成することは、当社グループのその他の事業領域における事業経営と比べても一層困難であると考えられます。

以上のように、公開買付者は、本公開買付け後において、当社の経営権を取得することを目指している（少なくとも当社の経営権を取得する可能性がある）にもかかわらず、本公開買付け後における当社グループの具体的な経営方針を一切示しておらず、当社の企業価値の向上に向けた意思を有していないことは明らかです。そのため、公開買付者が当社の経営権を取得した場合には、当社の企業価値の向上に向けた適切な施策がなされることは到底期待できず、かえって、当社グループの事業及び日常業務にも著しい支障が生じることも容易に想定されます。これにより、当社の取引先、顧客及び従業員並びに（本公開買付け後も当社株式が引き続き株式会社東京証券取引所（以下「東京証券取引所」といいます。）市場第一部に上場される場合には）株主その他のステークホルダーの皆様に対して損害を与えることが容易に想定され、当社の企業価値ひいては株主の皆様との共同の利益をも毀損する可能性は否定できないと考えられます。

なお、経済産業省が2019年6月28日に策定した「公正なM&Aの在り方に関する指針」14頁においては、M&Aにおいて尊重されるべき原則として「企業価値の向上」が挙げられ、「望ましいM&Aか否かは、企業価値を向上させるか否かを基準に判断されるべきである」とされています。本公開買付けが当社の「企業価値の向上」につながらないことは、上記のとおりであり、当該指針に定める原則に照らしても、本公開買付けが望ましいM&Aでないことは明らかです。

イ 公開買付者はわずか1日という極めて短期間の検討のみで本公開買付けの実施を決定しており、真摯に当社グループの経営を行う意思がないと考えられること

本公開買付け予告プレスリリース及び2021年1月27日付回答によれば、公開買付者は、2021年1月13日にカーライルとの協議を打ち切った後、本公開買付けの実施の検討を開始し、その翌日である2021年1月14日に本公開買付けの実施を決定したとのことです。

上記の経緯に照らせば、公開買付者は、わずか1日という極めて短期間の検討のみで、本公開買付けの実施を決定しており、公開買付者が本公開買付け後に当社の経営権を取得した場合の当社グループの具体的な経営方針については当社の企業価値の向上に向けた施策について、真摯な検討がなされたとは到底考えられません。わずか1日という極めて短期間の検討のみで、本公開買付けの実施を決定したという事実は、本公開買付けが当社の経営権の取得を目指すものであることに鑑みると驚愕すべきこと、信じがたいことであると同時に、当社の企業価値の向上を行う目的、当社グループの各ステークホルダーの皆様への利益への顧慮はおおよそ有していないことの明確かつ端的な証左として看過しえないものと考えております。

このように、当社の企業価値の向上を行う目的をおおよそ有しない公開買付者による当社グループの経営への関与は、当社の企業価値については株主の皆様への共同の利益をも毀損する可能性が否定できないと考えられます。

ウ 当社の経営陣との間でも信頼関係の醸成がなされておらず、当社の経営陣との協力の下、当社グループの経営を継続していくことも困難であること

上記「ア 公開買付者から当社の企業価値の向上に向けた具体的な経営方針が一切示されていないこと」のとおり、公開買付者は、当社グループの経営方針について一切の具体的な提案を行っておらず、当社の経営陣と協議の上、今後の対応を決定したい旨述べております。

当社は、「安心で安全、そして持続可能なまちづくりで社会に貢献」とのミッション及び「技術革新を先取りし金融との融合を通じて成長する社会企業グループ」とのビジョンの実現を通じ、技術革新が開く新たな社会、市場を先見し、その革新を支援、加速することによって、地球と地域の持続性を高めることを当社グループの責務と位置づけ、安心・安全で持続可能なまちづくり「グリーン・コミュニティの創造」を基本方針として、当社の株主の皆様、顧客、取引先及び従業員の全てのステークホルダーの皆様への利益の実現に向けて事業を遂行しています。当社は、当社グループの経営方針について株主の皆様のご意見を伺い、誠実に対話を重ねた上で経営を行うことは、当社の中長期的な企業価値の向上及び持続的な発展のために不可欠と考えておりますが、当社の企業価値の向上及び全てのステークホルダーの皆様への利益の実現に向けて取り組む意思を有しない株主や買収者との対話・協力は、当社の企業価値及びその他のステークホルダーの皆様への利益を害する可能性があり、困難であると考えております。

また、当社は、公開買付者が、当社グループ会社に対して、一斉に、2021年2月12日付で、当社に対して事前に通知等を行うことなく、当社グループ会社の従業員に対する本公開買付けに係る説明の機会の提供を求める書簡を直接送付している事実を把握し



ております。当社グループ会社各社は、公開買付者からの当該書簡を突然受領し、大変に困惑し、その役職員の間にも動揺が広がっており、日常の事業遂行にも支障が生じています。当社としても、当社が本公開買付けに関して慎重なる評価及び検討を行っている最中に、当社に対する事前の通知及び相談なく、突如かかる書簡を当社グループ会社に一斉に直接送付するという非常識な行動を確認し、かかる非常識な行動を平然と実行する公開買付者が、当社の経営権を取得する可能性が存することに強い不安を覚えています。

そのため、当社の経営陣が、上記「ア 公開買付者から当社の企業価値の向上に向けた具体的な経営方針が一切示されていないこと」のとおり、当社の企業価値の向上を行う目的をおよそ有さず、また、非常識な行動をとる公開買付者との間で信頼関係を醸成し、建設的に経営方針について協議・実行することは困難であり、公開買付者の主張する形での経営方針の決定は不可能であると考えております。

- (b) 村上氏と関係を有する者による過去の投資事例を踏まえると、本公開買付けによって、当社の企業価値ひいては株主の皆様の共同の利益の向上は期待しがたいこと

本公開買付届出書によれば、公開買付者は、「株主価値向上に貢献してきた投資実績」を有するとのことですが、下表の村上氏関係会社及び村上氏関係者（注）による投資事例の実態は、「多額の借入によって調達した資金を原資としてなされる自己株式取得を通じて、自身の保有する株式を売り抜ける方針」を採用してきたものと言わざるを得ません。

(注)「村上氏関係会社」とは、公開買付者、オフィスサポート、レノ、エスグラントコーポレーション、株式会社C&I Holdings、株式会社シティインデックスホスピタリティ、株式会社南青山不動産、株式会社リビルト及びその他の村上氏が関係する会社（それらの会社の役員を含みます。）のいずれかを指し、「村上氏関係者」とは、野村絢氏、野村氏及びその代理人弁護士のいずれかを指します。

<村上氏関係会社及び村上氏関係者による投資事例（投資回収事例）>

	投資事例（投資回収事例）	概要
1.	黒田電気株式会社による自己株公開買付け（2017年12月22日公表）	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 同社の2017年12月22日付のプレスリリースによれば、自己株式の取得に要する資金は約301億円であったところ、その一部（約230億円）を、MBKパートナーズが運営する特別目的会社から借り入れることで実現</li> <li>■ 同社の2017年12月22日付のプレスリリースによれば、村上氏関係会社及び村上氏関係者は、所有割合約24.6%に相当する株式を応募する旨の合意を締結</li> </ul>
2.	三信電気株式会社による自己株公開買付け（2018年5月14日公表）	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 同社の2018年5月14日付のプレスリリースによれば、自己株式の取得に要する資金は約198億円であったと</li> </ul>

	投資事例（投資回収事例）	概要
	日公表)	<p>ころ、自己株公開買付けの公表の前に約 100 億円の借入を実施しており、自己株式の取得の後においても手元流動性は十分確保できる旨を公表</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>■ 同社の 2018 年 5 月 14 日付のプレスリリースによれば、自己株公開買付けに係る買付予定数は、同社の発行済株式の約 31%に相当する株式数</li> <li>■ 株式会社 C&amp;I Holdings が提出した 2018 年 7 月 10 日付の大量保有報告書の変更報告書によれば、村上氏関係会社及び村上氏関係者は当該自己株公開買付けへの応募を行い、株券等保有割合にして約 25.6%に相当する株式を売却</li> </ul>
3.	新明和工業株式会社による自己株公開買付け（2019 年 1 月 21 日公表）	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 同社の 2019 年 1 月 21 日付及び 2019 年 3 月 7 日付のプレスリリースによれば、自己株式の取得に要する資金は約 400 億円であったところ、これを負債（変動金利）により調達</li> <li>■ 同社の 2019 年 1 月 21 日付のプレスリリースによれば、自己株公開買付けに係る買付予定数は、同社の発行済株式の約 28%に相当する株式数</li> <li>■ 同社の 2019 年 1 月 21 日付のプレスリリースによれば、村上氏関係会社からの自己株公開買付けに応じる意向を踏まえて、同社は自己株公開買付けの具体的な検討を開始（レノが提出した 2019 年 1 月 4 日付の大量保有報告書の変更報告書によれば、村上氏関係会社は、株券等保有割合約 22.88%に相当する株式を保有）</li> <li>■ レノが提出した 2019 年 3 月 20 日付の大量保有報告書の変更報告書によれば、村上氏関係会社は、自己株公開買付けにより株券等保有割合約 19%に相当する株式を売却</li> </ul>
4.	株式会社フージャースホールディングスによる自己株公開買付け（2021 年 1 月 28 日公表）	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 同社の 2021 年 1 月 28 日付のプレスリリースによれば、自己株式の取得に要する資金は約 148 億円であったところ、そのうち約 69 億円を同社の連結子会社が負債性資本により調達予定であることを公表</li> <li>■ 同社の 2021 年 1 月 28 日付のプレスリリースによれば、自己株公開買付けに係る買付予定数は、同社の発行済株式の約 37.69%に相当する株式数</li> <li>■ 同社の 2021 年 1 月 28 日付のプレスリリースによれば、</li> </ul>

	投資事例（投資回収事例）	概要
		<p>負債性資本は、発行価額に固定優先配当率を乗じた金額の支払が求められる</p> <p>■ 同社の2021年1月28日付のプレスリリースによれば、当該自己株公開買付けは、公開買付者からの取得を想定したもの（同社は、当該公開買付けの買付予定数の約99.69%に相当する同社の株式を所有していた公開買付者及びエスグラントコーポレーションとの間で応募契約を締結済と公表）</p>

一般的に、自己株式の取得は、手元の余剰資金を用いて行うことにより、ROE（Return on Equity）を向上させることを目的とするものであるところ、上表のとおり、村上氏関係会社及び村上氏関係者が投資先の会社に対して自己株式取得の形で自らの保有する株式を売却する場合においては、手元の余剰資金の活用ではなく、金利負担の発生する多額の負債による調達資金を原資の一部とするという特異な事象が連続して発生しています。このような手法は、会社の財務状況を危うくする可能性のあるものであって、会社の株主、顧客、取引先及び従業員等のステークホルダーの皆様に対して悪影響を与える可能性のあるものです。

以上を踏まえますと、公開買付者は、投資先企業である当社の企業価値を高めることで株主価値を高めるという手法ではなく、当社に多額の借入を行わせた上で、当該資金による自己株式の取得によって、自らの投資の回収を実現しようと考えていることの懸念を否定できないものと指摘せざるを得ません。なお、公開買付者は本対質問回答報告書別紙において、「数百億円という多額の投資をしてにおいて、投資先企業の事業経営に関心がないなどということがあり得るでしょうか。」との主張をしておりますが、以上のとおり、村上氏関係会社及び村上氏関係者は、投資先企業に高額な投資をしながら、その投資先企業においては金利負担の発生する多額の負債による資金調達を行った上で、自らの保有する株式をその投資先企業に売却する手法によって、自らの投資回収を実現した投資事例があり、公開買付者の投資額が多額であることが、公開買付者に企業価値を高める意思があることを基礎づける理由とはならないと考えられます。

(iii) 公開買付者が当社の経営権を取得することで既存の取引先との関係が悪化し、また、当社従業員の離職や労働意欲の低下により、当社の経営に重大な支障をきたす可能性があること

当社は、公開買付者による本公開買付け予告プレスリリースの公開後、当社グループの既存の取引先（取引金融機関を含みます。）に対して、本公開買付けに係る状況の説明等を行っております。その際、複数の取引先から、本公開買付け後に公開買付者が当社の経営権を取得した場合における経営方針への不安を伝えられており、また、一部の取引先からは、本公開買付け後に公開買付者が当社の経営権を取得した場合には、既存の取引関係を継続することは難しい可能性がある旨告げられております。当該取引先に限らず、本公開買付け後に公開買付者が当

社の経営権を取得した場合には、当社グループの重要な取引先との間でも同様に取引の継続が困難になる可能性があることは容易に想像されます。

また、当社には、公開買付者による本公開買付け予告プレスリリースの公開後、当社グループの従業員から、公開買付者が当社の経営権を取得する可能性があることに対する不安・動揺を示す多くの声が寄せられています。当社グループの従業員は、当社のミッション及びビジョンの実現に向けて日々尽力しておりますが、当社の事業内容並びに当社のミッション及びビジョンに関心を全く有していない公開買付者が当社の経営権を取得した場合、当該ミッション及びビジョンがないがしろにされることが容易に想定されるところであり、その場合、当社グループの従業員の離職や労働意欲の低下が強く懸念されます。

以上のとおり、公開買付者が当社の経営権を取得する場合、当社グループの事業遂行が阻害され、当社の基本方針である「グリーン・コミュニティの創造」の実現も困難になり、当社の企業価値ひいては当社の基本方針に共感し、ご協力、ご尽力いただいている株主、顧客、取引先及び従業員その他のステークホルダーの皆様に対して多大な悪影響を与える可能性があります。

(iv) 当社の少数株主は本公開買付けに応募することが事実上強制される懸念があること、及び、本公開買付届出書記載のスクイーズ・アウト手続に係る公開買付者の姿勢は、少数株主の利益に対する配慮を欠くものであること

(a) 当社の少数株主は本公開買付けに応募することが事実上強制される懸念があること

本公開買付けには買付予定数の下限が設定されていないことから、当社株式の上場が維持された上で、公開買付者が当社の支配株主となることが想定されます。その一方で、上記「(ii) 公開買付者から本公開買付け後の当社グループの具体的な経営方針が一切示されておらず、むしろ、本公開買付け後、公開買付者が当社の経営権を取得した場合には、当社の企業価値ないし株主の皆様のご利益を毀損する可能性が否定できないこと」の「(a) 公開買付者から本公開買付け後における当社グループの具体的な経営方針が一切示されず、公開買付者による当社グループの経営の意思ひいては当社の企業価値の向上の意思が見受けられないこと」のとおり、公開買付者からは、当社の企業価値を向上させる具体的な経営方針は示されていないため、当社の企業価値への悪影響のおそれを懸念する株主は、本公開買付けに応募せざるを得ないと考える可能性があるとして想定されます。さらに、上記「(ii) 公開買付者から本公開買付け後の当社グループの具体的な経営方針が一切示されておらず、むしろ、本公開買付け後、公開買付者が当社の経営権を取得した場合には、当社の企業価値ないし株主の皆様のご利益を毀損する可能性が否定できないこと」の「(b) 村上氏と関係を有する者による過去の投資事例を踏まえると、本公開買付けによって、当社の企業価値ひいては株主の皆様のご利益の向上は期待しがたいこと」のとおり、村上氏と関係を有する者による過去の投資手法に照らせば、本公開買付けの成立後、当社は、多額の借入を強いられる懸念を否定できず、当該事態をおそれた当社の少数株主は、本公開買付けに応募することをより強く強制される懸念もあります。

本特別委員会は、2021年2月2日付で、公開買付者に対し、本公開買付けにおける強圧性の可能性を排除し、当社の少数株主を保護する観点から、グリーン社公開買付けと実質的に同水準の買付予定数の下限を設定すること、又は、少なくとも本公開買付けの成立後に公開買付者及びそのグループが所有することになる当社の議決権数が当社の総議決権数の過半数となる買付予定数の下限を設定することを強く要望いたしました。当該要望は受け入れられないまま、買付予定数の下限のない本公開買付けが開始されました。

以上より、当社は、本公開買付けは強圧性の懸念が存在する、不当な条件設定がなされたものと考えております。

- (b) 本公開買付届出書記載のスクイーズ・アウト手続に係る公開買付者の姿勢は、少数株主の利益に対する配慮を欠くものであること

本公開買付届出書によれば、公開買付者は、公開買付者らの所有する当社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、株式併合等議案（下記「(3) 上場廃止となる見込み及びその事由」において定義されます。以下同じです。）を付議議案に含む本臨時株主総会（下記「(3) 上場廃止となる見込み及びその事由」において定義されます。）の開催を当社に要請し、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。しかし、少数株主の保有する株式を一方的に取得し、投資機会を奪うこととなるスクイーズ・アウトの手続については、少数株主の利益に配慮し、実務上、発行会社の総議決権の3分の2以上の議決権を取得した場合にはじめて行うことが一般的な取扱いであり、議決権行使比率を考慮し、株主総会において事実上可決される可能性があることを理由に、過半数にも満たない議決権の取得にとどまる状況にもかかわらず、スクイーズ・アウト手続を行おうとする公開買付者の姿勢は、少数株主の利益に対する配慮を欠くものであって、本公開買付け及びその後に予定されている手続は、かかる観点からも適切ではありません（なお、上記「(a) 当社の少数株主は本公開買付けに応募することが事実上強制される懸念があること」のとおり、当社は、本公開買付けは、強圧性の懸念が存在する不当な条件設定がなされたものと考えており、仮に株式併合等議案が、株主総会において、本公開買付けによって取得した当社株式を含めて出席株主の総議決権の3分の2以上の賛同を得たとしても、そもそも本公開買付けは強圧性の懸念が存在する不当な条件の下で行われていることから、当社の株主の皆様がシティ社提案取引に真に賛同したと言うことはおよそできないと考えております。）。

- (v) 結論

以上のとおり、当社は、(i) 公開買付者は、他社による公開買付けを阻止するために本公開買付けを開始しており、当社グループの事業内容及び当社のステークホルダーの皆様利益に対して関心がないこと、(ii) 公開買付者から本公開買付け後の当社グループの具体的な経営方針が一切示されておらず、むしろ、本公開買付け後、公開買付者が当社の経営権を取得した場合には、当社の企業価値ないし株主の皆様利益の共同利益を毀損する可能性が否定できないこと、(iii) 公開買付者が当社の経営権を取得することで既存の取引先との関係が悪化し、また、当社従業員の離職や労働意欲の低下により、当社の経営に重大な支障をきたす可能性があること及び(iv) 当社の少数

株主は本公開買付けに応募することが事実上強制される懸念があること、及び、本公開買付け届出書記載のスクイズ・アウト手続に係る公開買付者の姿勢は、少数株主の利益に対する配慮を欠くものであることから、本公開買付けは当社の企業価値を向上させるものではなく、当社の株主、顧客、取引先及び従業員その他のステークホルダーの皆様に対しても悪影響を及ぼす可能性が高いものと考え、本公開買付けに対して反対いたします。

### (3) 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、公開買付者らの所有する当社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、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（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、公開買付者らの所有する当社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。

### (4) 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、公開買付者らの所有する当社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。

### (5) 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、公開買付者ら及びグリーン社公開買付け関連当事者並びにシティ社提案取引及びグリーン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プルータス・コンサルティング及びGCA、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、プルータス・コンサルティング、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、公開買付者ら及びグリーン社公開買付け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シティ社提案取引及びグリーン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、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。

本特別委員会は、プルータス・コンサルティング、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の独立性及び専門性に問題がないことを確認した上で、当社の外部アドバイザーとして承認しております。

## ② 当社における独立した特別委員会の設置

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、公開買付者ら及びグリーン社公開買付け関連当事者から独立した、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、(a)本公開買付けに係る公開買付価格その他のシティ社提案取引に係る取引条件等について買付者と交渉を行うこと、(b)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。）、並びに、(c)当社の役職員からシティ社提案取引の検討及び判断に必要な情報を受領することについての権限を付与することを決議いたしました。本特別委員会は、プルータス・コンサルティング、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・アドバイザーとして承認するとともに、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。さらに、本特別委員会は、本特別委員会がシティ社提案取引に係る取引条件等に関して公開買付者と交渉を行うことを確認しております。

本特別委員会は、2021年1月18日から2021年1月15日付諮問事項の審議を開始し、その後、本諮問事項の審議も含め、2021年2月18日までの間に合計18回、合計28時間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2月9日までに収集した情報のみでは、本公開買付けを含む

シティ社提案取引が当社の企業価値向上に資するものであるかの確認が十分に行えたとは言えないと考え、同日に、当社取締役会に対し、本公開買付けを含むシティ社提案取引が当社の企業価値の向上に資するものであるかの慎重な検討を行うべく、本追加質問を公開買付者に提示すること及び当該質問に対する公開買付者からの回答が得られるまでは、本公開買付けに対する意見の表明を留保することが妥当である旨の本答申書（留保）を提出いたしました。また、その後、本特別委員会は、公開買付者から提出された本対質問回答報告書別紙の内容等を踏まえた上で、本諮問事項の協議及び検討を実施いたしました。

そして、本特別委員会は、2021年2月18日付で、本公開買付けは、当社の企業価値ひいては株主の皆様の共同の利益の向上に資するものではなく、当社が本公開買付けに対して反対の意見を表明することは妥当である旨の本答申書（反対）を提出いたしました。本答申書（反対）の概要は以下のとおりです。

(a) 本公開買付けを含むシティ社提案取引の目的が合理的と認められないこと（シティ社提案取引が当社の企業価値（ひいては株主共同の利益）の向上に資するとは認められないこと）

- ・ 本特別委員会は、シティ社提案取引に関して、(i) 公開買付者は、他社による公開買付けを阻止するために本公開買付けを開始しており、当社グループの事業内容及び当社のステークホルダーの利益に対して関心がないのではないかと、(ii) 公開買付者から本公開買付け後の当社グループの具体的な経営方針が一切示されておらず、むしろ、本公開買付け後、公開買付者が当社の経営権を取得した場合には、当社グループの企業価値ないし株主の共同の利益を毀損するおそれがあるのではないかと、(iii) 公開買付者が当社の経営権を取得することで既存の取引先との関係が悪化し、また、当社従業員の離職や労働意欲の低下により、当社の経営に重大な支障をきたすおそれがあるのではないかと懸念を抱いていたため、当社取締役会に対し、本追加質問を公開買付者に提示すること及び当該質問に対する公開買付者からの回答が得られるまでは、本公開買付けに対する意見の表明を留保することが妥当である旨の本答申書（留保）を提出した。
- ・ 公開買付者は、本対質問回答報告書別紙においても、「公開買付者が公開買付けを開始する旨の予告を行った上で、本公開買付けを準備することによって、上記のように極めて不当な MBO 公開買付けの成立を阻止することができました。」「公開買付者グループは、日本にコーポレートガバナンスを浸透させるために継続して活動しており、このように不当な MBO 公開買付けを見逃すことはできませんでした。」との主張を繰り返していること（その主張が当社の「純資産額」のみに着目したものであり、当社の事業継続を前提とするものではないことを含む。）からすれば、(i) 公開買付者は、他社による公開買付けを阻止するために本公開買付けを開始しており、当社グループの事業内容及び当社のステークホルダーの利益に対して関心がないと評価せざるを得ないものとする。
- ・ 公開買付者の説明によれば、公開買付者は、2021年1月13日にカーライルとの協議を打ち切った後、わずか1日という極めて短期間の検討のみで本公開買付けの実施を決定したとのことであるが、その後、本特別委員会からの本公開買付け後の当社グループの経営方針についての再三に亘る質問に対しても、当社グループの企業価値を向上させる具体的な経営方針を一切示していない。この点について、公開買付者は、本対質問回答



報告書別紙において、デュー・ディリジェンス又は当社取締役との協議を実施できていないことを理由として挙げるが、公開買付者が、当社の「純資産が何億円程度になるのか」という点に固執した主張を繰り返し、かつ、JAG 国際エネルギーについて「太陽光事業は一種の金融商品である」との趣旨の発言（2021年1月31日付ヒアリング）を述べていることからしても、公開買付者には、当社の事業継続を前提とする企業価値の向上策の検討を目的としたデュー・ディリジェンスや当社取締役との建設的な協議を実施する真摯な態度を期待することもできない。かかる状況に鑑みれば、(ii) 公開買付者から本公開買付け後の当社グループの具体的な経営方針が一切示されておらず、むしろ、本公開買付け後、公開買付者が当社の経営権を取得した場合には、当社グループの企業価値ないし株主の共同の利益を毀損するおそれがあると評価せざるを得ないものと考え

- ・ 公開買付者は、本対質問回答報告書別紙において、過去の投資事例に関する説明を行うことを拒絶している。本特別委員会が、2021年2月2日に、公開買付者によるデュー・ディリジェンスの実施を許諾することが適当ではないと判断した背景には、公開買付者が、当社のミッション（「安心で安全、そして持続可能なまちづくりで社会に貢献」）及びビジョン（「技術革新を先取りし金融との融合を通じて成長する社会企業グループ」）に対して何らの関心も示さないことに対する大きな懸念が存在していたところ、現実には、当社が、複数の取引先から、本公開買付け後に公開買付者が当社の経営権を取得した場合には、既存の取引関係を継続することは難しい可能性がある旨を告げられており、かつ、当社グループの従業員からも公開買付者が当社の経営権を取得する可能性があることに対する不安・動揺を示す多くの声が寄せられているところからすれば、(iii) 公開買付者が当社の経営権を取得することで既存の取引先との関係が悪化し、また、当社従業員の離職や労働意欲の低下により、当社の経営に重大な支障をきたすおそれがあると評価せざるを得ないものと考え

(b) シティ社提案取引が当社の少数株主にとって不利益なものではないと認めることができないこと

- ・ 本特別委員会は、シティ社提案取引に関して、(iv) 当社の少数株主は本公開買付けに応募することが事実上強制されるのではないかと懸念を抱いていたため、当社は、本答申書（留保）記載の意見に従って、公開買付者に対して、本追加質問において、本公開買付けに買付予定数の下限が付されない場合、（公開買付者からは、当社の企業価値を向上させる具体的な経営方針は示されないままに）当社株式の上場が維持された上で、公開買付者が当社の支配株主となることがあるため、その場合に、当社の企業価値への悪影響が生じることを懸念する株主が本公開買付けに応募せざるを得ない可能性があることへの懸念を示した上で、当社の少数株主の保護のための分析・検討を行ったかどうかの質問を行うように、当社取締役会に対し、本答申書（留保）を提出した。
- ・ 公開買付者は、上記質問に対して、本対質問回答報告書別紙において、グリーン社公開買付けを含むグリーン社提案取引の不当性を繰り返し主張するのみであり、本公開買付けにおける少数株主に対する強圧性の排除の必要性について何らの問題意識を有して

いない態度を明らかにしていることからすれば、(iv) 当社の少数株主は本公開買付けに応募することが事実上強制される懸念があると評価せざるを得ないものとする。

以上を踏まえれば、本諮問事項の他の事項について判断するまでもなく、当社取締役会が本公開買付けに対して反対の意見を表明することは適当である。

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、プルータス・コンサルティング、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、本特別委員会から受領した本答申書（留保）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2月10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ひいては株主の皆様の共同の利益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、公開買付者に対して、本追加質問を提示し、現時点では当社の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。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。

また、当社は、当社の各アドバイザーからの助言、公開買付者から提出された本対質問回答報告書の内容、本特別委員会から受領した本答申書（反対）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2月19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反対の意見を表明することを決議いたしました。

2021年2月10日開催の当社取締役会及び2021年2月19日開催の当社取締役会においては、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、山下氏は、グリーン社公開買付けは不成立となり終了したものの、グリーン社公開買付けが成立した場合には、グリーン社提案取引を通じて最終的に当社株式の全て（ただし、当社が所有する自己株式を除きます。）を所有することを予定していたとともに、グリーン社提案取引後も継続して当社の経営にあたることを予定していたことを踏まえ、グリーン社提案取引と両立しなかった本公開買付けについて客観的かつ公正な判断ができないおそれが否定できないことに鑑み、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らず、また、当社の立場において公開買付者との協議及び交渉にも一切参加しておりません。また、呉氏は、グリーン社公開買付けは不成立となり終了したものの、グリーン社と応募契約を締結していた JA PARTNERS LTD の Director であるとともに、グリーン社提案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、グリーン社提案取引を実施する可能性についての協議を行っていたことから、グリーン社提案取引と両立しなかつ

た本公開買付けにおける利益相反の問題による影響を受けるおそれを可及的に排除する観点から、当社取締役会におけるこれまでのシティ社提案取引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らず、また、当社の立場において公開買付者との協議及び交渉にも一切参加していません。

他方で、西田氏は、グリーン社公開買付けは不成立となり終了したものの、グリーン社提案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、グリーン社提案取引を実施する可能性についての協議を行っていたところ、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、同氏がグリーン社提案取引と両立しなかった本シティ社提案取引に関する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、シティ社提案取引における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、2021年2月10日開催の当社取締役会及び2021年2月19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及的に排除する観点から、同氏は、当該二段階目の審議及び決議以外のシティ社提案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との協議及び交渉にも一切参加していません。

#### 4. 本公開買付けに関する重要な合意

公開買付者は、2021年1月14日、野村氏及びエスグラントコーポレーション（以下「不応募株主」といいます。）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：2,970,400株、所有割合の合計：10.82%）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とす。

#### 5. 公開買付者又はその特別関係者による利益供与の内容

該当事項はありません。

#### 6. 会社の支配に関する基本方針に係る対応方針

該当事項はありません。

#### 7. 公開買付者に対する質問

該当事項はありません。

#### 8. 公開買付期間の延長請求

該当事項はありません。

以 上

(別紙1)

### 2021年1月19日付質問事項及び2021年1月27日付回答の内容

2021年1月19日付質問事項及び2021年1月27日付回答の内容は以下のとおりです。

なお、以下の記載は、当社が、2021年1月19日付質問事項に、2021年1月27日付回答における回答内容を統合したものです（注記の追加等、明示の上、修正をしている箇所があります。）。冒頭に■が付されているものは当社による質問事項（2021年1月19日付質問事項）、●が付されているものは公開買付者による回答内容（2021年1月27日付回答）です。

#### A 予告公開買付者グループの詳細

- ※ 「貴社」又は「予告公開買付者」とは「株式会社シティインデックスイレブンス」を指し、「予告公開買付者グループ」とは「①予告公開買付者の当社の株券等に関する金融商品取引法上の共同保有者及び特別関係者、②予告公開買付者の親会社、子会社、関連会社、予告公開買付者と直接又は間接に資本関係を有する者、並びに、③予告公開買付者に対して実質的な影響力を行使できる個人や親族のグループ」を指します。
- ※ 「貴社予告公開買付け」とは貴社による当社の普通株式（以下「当社株式」といいます。）に対する予告公開買付けを、「グリーン社公開買付け」とはグリーンホールディングス エルピー（以下「グリーン社」といいます。）による当社株式に対する公開買付けを指します。

No.	項目	2021年1月19日付質問事項及び2021年1月27日付回答
1.	予告公開買付者グループの概要	<ul style="list-style-type: none"><li>■ 予告公開買付者及び予告公開買付者の特別関係者とされる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。）について以下の事項をご教示ください。</li><li>■ 事業内容<ul style="list-style-type: none"><li>● 【予告公開買付者】弊社は、投資業、経営コンサルティング、不動産の仲介及び売買並びに不動産賃貸業等を目的としていますが、そのうち、有価証券に対する投資業を主な事業として取り組んでおります。</li><li>● 【エスグラントコーポレーション】エスグラントは、投資業、経営コンサルティング、不動産の仲介及び売買並びに不動産賃貸業等を目的としていますが、そのうち、有価証券に対する投資業を主な事業として取り組んでおります。</li></ul></li><li>■ 組織概要及び従業員数</li></ul>

No.	項目	2021年1月19日付質問事項及び2021年1月27日付回答
		<ul style="list-style-type: none"> <li>● 【予告公開買付者】弊社は、設立準拠法を日本とした法人です。本店所在地は、東京都渋谷区東三丁目 22 番 14 号です。従業員は雇用しておらず、役員のみで運営されています。代表者は、福島啓修氏が務めております。</li> <li>● 【エスグラントコーポレーション】弊社は、設立準拠法を日本とした法人です。本店所在地は、東京都渋谷区東三丁目 22 番 14 号です。従業員は雇用しておらず、役員のみで運営されています。代表者は、池田龍哉氏が務めています。</li> </ul> <p>■ 株主構成・株式保有比率</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>● 【予告公開買付者】株式会社レノ及び株式会社 ATRA が各 50%の株主です。</li> <li>● 【エスグラントコーポレーション】株式会社オフィスサポートが完全親会社です。</li> </ul> <p>■ 子会社及び関連会社（名称、所在地、事業内容、持分の保有比率、代表者の役職及び氏名、従業員数及び事業上の関係の詳細）</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>● 【予告公開買付者】子会社及び関連会社については、回答を控えさせていただきます。</li> <li>● 【エスグラントコーポレーション】子会社及び関連会社については、回答を控えさせていただきます。</li> </ul> <p>■ 外国為替及び外国貿易法第 26 条第 1 項に規定される「外国投資家」への該当性の有無及びその根拠となる情報（予告公開買付者又はエスグラントコーポレーションの直接・間接保有者の状況及び役員の内日本国内における住所・居所の有無を含みます。）</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>● 【予告公開買付者】外国投資家に該当します。該当する根拠についての回答は控えさせていただきます。</li> <li>● 【エスグラントコーポレーション】外国投資家に該当します。該当する根拠についての回答は控えさせていただきます。</li> </ul>
2.	予告公開買付者グループの概要	<p>■ 予告公開買付者の特別関係者とされる野村幸弘氏について以下の事項をご教示ください。</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 住所</li> <li>➢ 過去 10 年間の経歴</li> </ul>

No.	項目	2021年1月19日付質問事項及び2021年1月27日付回答
		<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ 取締役、執行役又は監査役として経営に関与している全ての会社の名称、所在地、事業内容、株主構成・株式保有比率（社員構成・持分保有比率）、代表者の役職・氏名、従業員数、野村幸弘氏が同社の経営に関与するに至った経緯</li> <li>● 個人情報につき、回答を控えさせていただきます。</li> </ul>
3.	予告公開買付者グループの関係性	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 予告公開買付者、エスグラントコーポレーション及び野村幸弘氏の相互間の関係性（資本関係、取引関係、人的関係その他の関係の有無及び内容）について具体的にご教示ください。</li> <li>● 弊社は、エスグラントと親会社を共通にしています。また、弊社、エスグラント及び野村幸弘氏の間には、貴社株式について共同して取得し、議決権を行使する旨の合意があります。</li> </ul>
4.	予告公開買付者グループの投資方針等	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 予告公開買付者グループの当社以外の投資先、投資方針の詳細についてご教示ください。</li> <li>■ また、過去10年間における投資活動の詳細（投資先、投資額、投資後の状況等）についてご教示ください。</li> <li>■ 予告公開買付者グループに属する者による公開買付けを通じた上場会社の株券等の取得後における、当該株券等についての継続保有期間及び売却状況をご教示ください。</li> <li>● 金融商品取引法に基づく有価証券報告書等の開示書類に関する電子開示システム（以下「EDINET」といいます。）で開示している大量保有報告書（変更報告書を含みます。以下同じ。）の記載内容をご参照ください。</li> <li>● 弊社グループは、日本の上場企業のあるべき姿を追求すること、コーポレート・ガバナンスの理解を日本の上場企業に浸透させることを掲げ、これまで数多くの上場企業に投資し、一定の株主価値向上に寄与してきた実績を有しています。具体的には、上場企業は社会の公器として、従業員、取引先、ビジネスパートナー、そして株主といった全てのステークホルダーに対する責任がある中で、株主に対しては、事業の競争力の強化や資産効率の向上を通して資本コストを上回るROE（Return on Equity、自己資本当期純利益率）を上げ、自社の株価を中長期にわたり上昇させていく必要があると考えております。具体的には、株式会社アコーディア・ゴルフ、黒田電気株式会社、株式会社東栄リーフライン、出光興産株式会社、新明和工業株式会社、株式会社UKCホールディングス、日本郵船株式会社、中国塗料株式会社、三信電気株式会社、株式会社廣濟堂、株式会社エクセル等が挙げられ、資本政策の改善による株主価値の向上を目指すことにとどまらず、経営統合による業界の再編、経営者や従業員が株主と同じ目線に立つことのできるインセンティブの付与等の数々の価値向上施策を、投資先の経営陣と共に議論し、実行に導くことで、一定の株主価値向上に貢献してきた投資実績を有しています。</li> </ul>

No.	項目	2021年1月19日付質問事項及び2021年1月27日付回答
5.	予告公開買付者グループの企業経営実績等	<p>■ 予告公開買付者グループにおいて、当社の属する業界における企業経営の実績、その他予告公開買付者グループの経営能力及び事業運営能力を示す事実があればその詳細をご教示ください。</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>● 弊社グループは、「空間情報事業」「グリーン・エネルギー事業」「森林活性化事業」といった事業分野の企業経営の実績はありません。弊社グループは、これまで、投資先企業の事業運営については、株主として、基本的には投資先企業の経営陣に委ねることを基本方針としており、その上で、経営陣に対し助言や支援を行うことで、企業価値向上及び全ての株主の株主価値向上を企図して参りました。弊社グループとしては、今後も、貴社を含めて投資先企業の経営陣と協力しながら、企業価値向上及び全ての株主の株主価値向上に寄与する貢献をしていきたいと考えています。また、貴社の経営陣のみならず、必要に応じて、コンサルティングファームや、業界関係者等の協力も仰ぎながら、貴社の企業価値向上及び全ての株主の株主価値向上に貢献すべく努力する所存です。</li> <li>● なお、弊社の代表取締役である福島啓修は、マンションの開発・分譲事業を営む会社の代表取締役を務めております（太陽光関連事業を扱った実績もあります。）。</li> </ul>
6.	予告公開買付者の当社グループの事業に対する理解	<p>■ 当社グループ（当社、その子会社及び関連会社をいいます。）の事業に関する業界の見通し、当該業界における当社の位置づけに関する貴社の考えについて具体的にご説明ください。</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>● 貴社の3つのセグメントにおける見通し、及び貴社の位置づけについては下記のように考えております。</li> <li>● なお、本予告公開買付のリリースにも記載の通り、空間情報事業を営む国際航業、グリーン・エネルギー事業を営むJAG エナジーは、本件MBOにおいてカーライルと貴社との間で貴社からカーライルに対して譲渡されることになっており、カーライルとしてはこれら子会社の株式の取得を希望していると考えられること、カーライルはこれら子会社に対するデューディリジェンス及び当該取得のための外為法上の事前届出の手続きも済ませていることから、カーライルに売却することが取引上及び手続上円滑であると予想されるので、カーライルと協議の上、同社に売却したいと考えております。また、株式会社ザクティについては、カーライルとの協議の際に山下氏がその経営に強い意欲を持っていると聞いておりますので、山下氏に対してその全株式の買取りを求める協議を申し入れる予定です。</li> </ul> <p>( i ) 空間情報事業：</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>● 国土強靱化計画が延長される運びであることにも象徴される通り、国内の住環境やインフラの整備状況およびその管理体制は、多発化・激甚化する自然災害に対する備えとして十分なレベルにはありません。加えて、道路・橋梁などインフラの老朽化は急速に進んでいることや、復旧が必要となるような過去の被災現場も増加していることから、求められる対応は質・量ともに急増していると認識しています。一方で、地方自治体においてはこれに対応する人的・知的・技術的リソースを急に増加させることはできないのが</li> </ul>



No.	項目	2021年1月19日付質問事項及び2021年1月27日付回答
		<p>現実です。従ってこの周辺事業においては、今後も更なる市場の拡大が見込まれると考えております。特に、国際航業においては、防災・災害復興、行政支援、国土安全等の社会インフラの整備・構築や民間の業務効率化という今後需要が大きく見込まれる分野であり、参入障壁もあることから、この市場において一定以上のポジションを維持していると考えております。ただし、MB0 公開買付けにおいては、国際航業はカーライルに売却される予定となっておりますが、弊社においても、本公開買付け終了後にカーライルと協議の上、貴社からカーライルへの売却を実現したいと考えております。また、ザクティについては、本件 MB0 において空間情報事業の主力として位置づけられ、デジタルカメラの OEM、ODM 生産を通じて培った技術と生産能力を競争力の源泉とし、今後は建設・作業現場等に活用できる強力な手振れ補正機能を備えた業務用ウェアブルカメラ、及び視聴者に見る楽しみを提供するスポーツ向けのストリーミングカメラ等、デジタルアイの領域において事業機会を見出していると記載されておりますが、弊社はデジタルカメラ需要の減少に伴う事業環境の変化に対して自社製品の開発と市場の創出を企図することは、容易ではないと考えております。</p> <p>( ii ) グリーン・エネルギー事業：</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>● 国内外において長期的には再生可能エネルギーが主役となっていくことは明らかですが、直近では日本でも「2050 年までの温室効果ガス排出ゼロ」や「2030 年代でのガソリン車販売廃止」など具体的な目線が提示され始め、その変化の時間軸は短縮されてきているように認識しています。換言すれば市場拡大のペースが速まっていると捉えています。また発電分野における具体的な市場拡大の方向性として、太陽光発電の更なる促進、太陽光洋上・陸上風力発電の本格化、バイオマス・地熱・小水力など分散型電源の地産地消、などが主要なテーマと見ておりますが、貴社はこれまでの約 100 箇所に及ぶ太陽光発電の開発・運営のノウハウ蓄積や、グループ全体の知見・ネットワークの蓄積により、これら主要テーマの全域に亘ってビジネスを拡大できる機会を豊富に有しているものと見ております。ただし、本件 MB0 においては、グリーン・エネルギー事業のほとんどがカーライルに売却されるものと考えており、弊社も、本公開買付け終了後にカーライルと協議の上、貴社からカーライルへの売却を実現したいと考えております。</li> </ul> <p>( iii ) 森林活性化事業：</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>● 上記 2 事業にも関連しますが、災害予防やインフラ保全そしてエネルギー循環など、各種課題解決が進展し、根源的などころまで突き詰められていけば、森林そのものの価値、および森林の管理と有効活用のノウハウの価値は自ずと向上していくものと見ております。よって市場が一定以上の規模として確立されるまでの時間軸としては比較的長いものになると認識しておりますが、貴社グループにおいては既に川上から川中そして川下まで一貫したバリューチェーンが構築されつつある上、リモートセンシングなどの技術や自治体や地域とのネットワークなどグループ資産を活かした発展も十分に可能であり、これらにより事業として十分に回るような水準を維持しながら経験を蓄積し、何れ業界をリードする存在となることが可</li> </ul>



No.	項目	2021年1月19日付質問事項及び2021年1月27日付回答
		能と考えております。
7.	予告公開買付者グループの株主名簿上の記載	<p>■ 予告公開買付者グループに属する者の保有株券等に係る当社株主名簿上の株主の名義、これらの者の株主名簿上の株式の数、これらの者がいかなる契約その他の関係に基づき株主名簿上の株主となっているか及び株主名簿上の株主の名義を変更する予定がある場合は変更予定先の名称についてご教示ください。</p> <p>● いずれも2020年9月末日現在では貴社株主ではなかったため、現時点では株主名簿には記載されていないものと思われま。</p>
8.	予告公開買付者グループの取引状況	<p>■ 予告公開買付者グループに属する者による直近60日間における当社株式の取引状況について主体ごとにご教示ください。</p> <p>● EDINETで開示している大量保有報告書をご参照ください。</p>

## B 貴社予告公開買付けの予告に至った経緯等

No.	項目	2021年1月19日付質問事項及び2021年1月27日付回答
1.	貴社予告公開買付けの予告に至った経緯	<p>■ 貴社予告公開買付けの予告背景を具体的にご教示ください。貴社が、2021年1月14日に公開した「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「予告公表文」といいます。）によれば、グリーン社との協議を打ち切った後に、「日本アジアの株主の皆様は株式売却の機会を提供することを検討いたしました」とのことですが、貴社が貴社予告公開買付けの検討を開始されたのは2021年1月13日という理解でよろしいでしょうか（同日から貴社予告公開買付けの検討を開始された場合には、予告公表文の公開に至るまでの検討期間が極めて短時間であるためお伺いする次第です。）</p> <p>また、①単にグリーン社公開買付けに反対する見解を表明すること（又は当社の株主の皆様に対してグリーン社公開買付けに応募しないよう求める見解を表明すること）や、②グリーン社公開買付け成立後における株式売渡請求に関する売買価格の決定の申立て又は株式併合についての株式買取請求に関する価格決定の申立てを行うことにとどまらず、貴社予告公開買付けの予告をされた判断の検討過程をご教示ください。</p> <p>● 2021年1月13日のカーライルとの協議が始まるまでは、それまでの協議におけるカーライルの発言などからMBO公開買付けが公正な内容に変更されるものと考えていました（協議内容も前向きなものだったと理解しています。）。同日の協議において、カーライルが山下氏や貴社の意向も踏まえた上でこれを拒絶したことに非常に驚いた次第です。弊社は、これを受けて、MBO公開買付け期間の満了が迫っていたことから、MBO公開買付けの成立を阻止するために、弊社自ら公開買付けを行うことを検討し、14日に公表するに至ったものです。公開買付者は、非公開会社であり、株主も少数であるため、迅速な意思決定が可能ですし、MBO公開買付けの公開買付け期間の満了が迫っている中では、迅速な検討・決定が必要でした。また、カーライルや山下氏が不正なMBOに固執している状況では、①又は②では、貴社株主の利益は守られません。弊社自ら公開買付けを開始するしかないと判断いたしました。</p>
2.	貴社予告公開買付けの予告に至った経緯	<p>■ 貴社は、2021年1月14日に予告公表文を公開しておりますが、同日に予告公表文を公開した理由（グリーン社公開買付けとの関係を含みます。）を具体的にご説明ください。</p> <p>● 前記1に対するご回答のとおり、1月14日に公開買付けを実施することを決定した一方、MBO公開買付けの公開買付け期間満了が迫っていたため、迅速な公表が必要であると判断いたしました。</p>
3.	株主等との協議	<p>■ 貴社予告公開買付けを予告するに際して、当社の株主、その他のステークホルダーの皆様との事前の接触、協議又は合意を行っていますでしょうか。行っている場合にはその具体的な内容をご説明ください。また、今後接触、協議又は合意（応募契約を含みますが、これに限られません。）を行う予定があれば、そのご</p>

No.	項目	2021年1月19日付質問事項及び2021年1月27日付回答
		<p>予定の内容を具体的にご教示ください。  さらに、当社の既存の株主に対する貴社予告公開買付けへの応募の勧誘の状況（今後の予定を含みます。）についてご教示ください。</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>● 貴社の株主、その他のステークホルダーの皆様との事前の接触、協議又は合意の有無につきましては、回答を控えさせていただきます。必要に応じて、公開買付け届出書への記載等の対応をいたします。</li> </ul>
4.	当社株式の取得経緯	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 予告公開買付け者グループ（予告公開買付け者、野村幸弘氏及びエスグラントコーポレーションを含みますが、その他の予告公開買付け者グループに含まれる主体も含みます。）のそれぞれが当社株式を初めて取得した具体的な日付、その際の取得株式数をご説明ください。  また、予告公開買付け者グループに属する主体がいかなる意図をもって当社株式を取得したのかについてもご説明ください。</li> <li>● 弊社、エスグラント、野村幸弘氏が貴社株式を初めて買い付けた日付は、それぞれ2020年11月10日、同月26日、同月11日です。その際の取得株式数は、EDINETで開示している大量保有報告書をご参照ください。</li> <li>● 弊社、エスグラント及び野村幸弘氏は、MBO公開買付けの公表資料を拝見し、山下氏が、本件MBOにより、わずか6,000万円の出資で100億円以上の純資産を保有する貴社株式の全てを所有することになるのではないかと考え、本件MBOは、本来であれば得られるはずの貴社株主の利益を犠牲に山下氏が不当に過大な利益を得ようとするスキームではないかと危惧いたしました。そこで、貴社及びカーライルに対し、MBO公開買付けの成立を阻止するために、貴社株式の買付けを開始しました。</li> </ul>

C 貴社予告公開買付けの準備状況・開始の確実性

No.	項目	2021年1月19日付質問事項及び2021年1月27日付回答
1.	貴社予告公開買付けの開始時期	<p>■ 予告公表文によれば、貴社は、2021年2月上旬を目途に貴社予告公開買付けを開始することを目指しているのですが、2月上旬を目指している具体的な理由をご教示ください。2月上旬までに、予告公表文の「&lt;本公開買付前提条件&gt;」に記載された4つの前提条件が充足される見通しがあるのであれば、前提条件ごとに、かかる見通しを持つに至った具体的な理由をご教示ください。</p> <p>● 前提条件①については、関東財務局の事前協議を既に開始しておりますので、順調にいけば、遅くとも2月上旬（早ければ1月下旬）には充足されると考えております。前提条件②については、既に関係官庁との間で事前相談を開始しており、また、MBO公開買付けにおいても、外為法の対内直接投資に対する規制に基づく事前届出を行い、貴社株式取得が認められていることから、順調にいえば、2月上旬には充足されると考えております（予告公表文に記載したとおり、公開買付開始を先行させる可能性もあります）。前提条件③及び④については、充足される可能性が高いのではないかと現時点では考えております。</p>
2.	<p>貴社予告公開買付けの前提条件①※</p> <p>※ 予告公表文の「&lt;本公開買付前提条件&gt;」に記載された4つの前提条件に付された番号を記載しています。以下同じです。</p>	<p>■ 貴社予告公開買付けの準備状況に関して、以下の事項についてご回答ください。</p> <p>■ 貴社がご準備されている貴社予告公開買付けに係る公開買付届出書のドラフト（以下「貴社公開買付届出書ドラフト」といいます。）及び関東財務局に共有をしている貴社予告公開買付けに関する概要書をご共有ください。</p> <p>● 公開買付届出書について関東財務局とのやりとりをしているところですので、上記の共有は控えさせていただきます。</p> <p>■ 貴社公開買付届出書ドラフトの関東財務局に対する送付時期をご教示ください。</p> <p>● 既に送付を済ませています。</p> <p>■ 貴社公開買付届出書ドラフトへの関東財務局からの主たるコメントの内容をご教示ください。</p> <p>● 関東財務局のコメントについては、弊社と関東財務局とのやり取りなので、回答を控えさせていただきます。</p>

No.	項目	2021年1月19日付質問事項及び2021年1月27日付回答
		<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 予告公表文の記載からは、予告公表文の内容については関東財務局による確認を経ていないものと推察していますが、同局による確認を経ることなく貴社予告公開買付けに関する予告の公表を行ったことに対して、関東財務局からの指摘・要望・質問等があれば、その内容をご教示ください。</li> <li>● 関東財務局に対して予告公表文を送付しておりますが、問題があるといったような指摘はございません。</li> </ul>
3.	貴社予告公開買付けの前提条件②	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 貴社による当社株式の取得のためには、外国為替及び外国貿易法上の対内直接投資に係る事前届出（以下「外為法事前届出」といいます。）が必要とのことですが、以下の事項についてご回答ください。</li> <li>■ 貴社による外為法事前届出に関する届出書（以下「貴社外為法事前届出書」といいます。）のドラフトをご共有ください。 <ul style="list-style-type: none"> <li>● 外為法事前届出書につきましては、開示を予定する文書ではないことから、共有は控えさせていただきます。</li> </ul> </li> <li>■ 貴社による当社株式の取得のために、外為法事前届出が必要と考慮される根拠についてご教示ください。なお、貴社による芝浦機械株式会社（当時の商号は東芝機械株式会社）の株式に対する公開買付けにおいて、貴社が2020年2月4日に提出した対質問回答報告書（別紙の質問番号⑩）によれば、貴社は、「外国投資家には該当しません。役員は全員が居住者であり、公開買付者の直接の親会社及びさらにその直接の親会社はいずれも内国法人に該当します（外為法26条1項参照）」と回答されている点との整合性にも言及しつつ、ご説明をお願いいたします。 <ul style="list-style-type: none"> <li>● 芝浦機械に対する公開買付けの時点では、弊社は、外国投資家に該当しませんでしたでしたが、その後の法改正と弊社の資本構成の変更により、現時点では外国投資家に該当します。</li> </ul> </li> <li>■ これまでの貴社による当社株式の取得に関し、外為法事前届出を不要と判断されていた理由をご教示ください。 <ul style="list-style-type: none"> <li>● 事前届出の一般免除制度の適用を受ける取得だったからです。</li> </ul> </li> <li>■ 貴社外為法事前届出書による事前届出に関する日程（日本銀行又は所管官公庁に対する事前相談をご予定されている場合はその時期等）をご教示ください。特に、当社株式の取得が可能となる時期のご想定について明示の上、その具体的な根拠をご教示ください。</li> </ul>

No.	項目	2021年1月19日付質問事項及び2021年1月27日付回答
		<ul style="list-style-type: none"> <li>● 既に事前相談を開始しているので、順調にいけば、2月上旬には貴社株式の取得が可能となると考えております。</li> <li>■ 「本公開買付けを開始し、同規制によって予定通りの取得ができない見込みとなったときに本公開買付けを撤回する」との記載がありますが、「予定通りの取得」の意味を具体的にご教示ください。また、かかる撤回の法的根拠についてご説明ください。</li> <li>● 「予定通りの取得」とは、予告公表文に記載した買付けの予定通りの取得を指します。撤回の法的根拠は、金融商品取引法施行令14条1項4号です。</li> <li>■ 貴社外為法事前届出書ドラフトへの当局からの質問やコメントの内容をご教示ください。</li> <li>● 当局からの質問やコメントの内容につきましては、開示を予定するものではないことから、回答を控えさせていただきます。</li> </ul>
4.	貴社予告公開買付けの前提条件③	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 予告公表文によれば、「法第27条の11第1項但書に定める公開買付けの撤回が認められる事由又はこれに準じる事由が生じておらず、かつ、生じる蓋然性が高くないこと」が貴社予告公開買付けの開始の前提条件とされていますが、「蓋然性が高くないこと」の具体的な意味及び想定されている具体的な場面をご教示ください。</li> <li>● 文字通りの意味であり、現時点で具体的な場面は特に想定しておりません。</li> </ul>
5.	貴社予告公開買付けの前提条件(その他)	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 予告公表文には、「当社が本公開買付前提条件を放棄した場合」には貴社予告公開買付けを開始する可能性があることが記載されています。予告公表文に記載されている各前提条件のうち、貴社が放棄する可能性のある前提条件はどの条件かについてご教示ください。また、貴社による当該前提条件の放棄がなされる蓋然性についてもご教示ください。</li> <li>● ②については、但し書き記載のとおりです。緊急事態宣言期間中ということもあり、官庁の対応がどこまで順調に進むのか判然としないため、蓋然性についてはコメントいたしかねます。③については、現時点では具体的に何か想定しているわけではないので、放棄する可能性もあるとしか申し上げられません。</li> </ul>

No.	項目	2021年1月19日付質問事項及び2021年1月27日付回答
6.	貴社予告公開買付けの前提条件 (その他)	<p>■ 予告公表文には、「記載の条件等は、今後、事情の変更等によって変更となる場合があります」との記載がありますが、「事情の変更等」の具体例をご教示ください。</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>● 現時点で具体的に想定しているわけではありません。</li> </ul> <p>■ 予告公表文には、「その他本公開買付けの開始を取りやめることに合理性が認められる場合」には貴社予告公開買付けを開始しない可能性があることが記載されています。「その他本公開買付けの開始を取りやめることに合理性が認められる場合」の具体例をご教示ください。</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>● 現時点で具体的に想定しているわけではありません。</li> </ul> <p>■ 「公開買付けを実際に行う合理的な根拠がないにもかかわらず、公開買付けを実施する可能性がある旨を公表するような場合、風説の流布（金融商品取引法第158条）や相場操縦行為（金融商品取引法第159条第2項第2号）等に該当する場合もあり得る」（金融庁の公表に係る「株券等の公開買付けに関するQ&amp;A」問47ご参照）ことから、公開買付けの予告に係る公表文においては、前提条件は明確かつ限定的に記載されることが実務上一般的と理解していますが、上記の記載がなされたこと背景（かかる記載によって風説の流布や相場操縦行為に該当することとなるかどうかの評価・検討を行ったか、行った場合にはその結果及びその理由を含みます。）をご教示ください。</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>● 弁護士にも相談の上、全く問題ないと判断いたしました。</li> </ul>
7.	アドバイザーの選任状況	<p>■ 貴社予告公開買付けに関して、貴社は法務・財務・税務等のアドバイザーを選任していますか。選任している場合にはその名称をご教示ください。また、公開買付代理人となる予定の証券会社の名称もご教示ください。</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>● 公開買付代理人は、三田証券株式会社です。それ以外の専門家については、公表情報ではないので、回答を控えさせていただきます。必要に応じて、弁護士などの専門家に相談しております。</li> </ul>
8.	許認可の調査	<p>■ 貴社予告公開買付けを実施する上で、私的独占の禁止及び公正取引の確保に関する法律第10条第2項に基づく公正取引委員会への届出（以下「独禁法届出」といいます。）の可否をご教示ください（既に当該届出を実施されていりましたらその旨ご教示ください。）。また、その可否についての具体的な理由をご教示ください。</p>



No.	項目	2021年1月19日付質問事項及び2021年1月27日付回答
		<ul style="list-style-type: none"> <li>● 届出を必要とする要件に該当していないので、届出は不要です。</li> </ul>
9.	許認可の調査	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 貴社予告公開買付けを実施する上で必要な許認可（独禁法届出に係るクリアランス及び外為法事前届出により当社株式の取得が可能となることを除き、「その他許認可」といいます。）があれば、その許認可、これを取得するために必要な期間、その取得が必要となる理由をご教示ください。また、その他許認可の要否について、どのように確認されたかをご教示ください。</li> <li>● 弁護士などの専門家と相談の上、その他許認可は必要ないと判断しております。</li> </ul>
10.	資金調達	<p>予告公表文によれば、公開買付価格は1株当たり 840 円であり、買付予定の当社株式数の上限を付さないこととされていることから、買付予定の当社株式の全てを取得するためには約 183.4 億円の金銭が必要となります。貴社予告公開買付けに要する資金に関し、以下の事項についてご教示又はご開示ください。</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>● 貴社予告公開買付けに要する資金の調達方法</li> <li>● EDINET で開示している大量保有報告書で弊社グループの投資実績をご覧いただければ、弊社グループが上記資金を容易に準備できる資産規模を有していることを十分ご理解頂けるものと存じます。</li> <li>■ 貴社予告公開買付けに要する資金の存在を示すに足る以下の書面をご開示ください。 <ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 同資金の全部又は一部が手元資金である場合、当該手元資金を保有していることを証する資料（預金の現金残高証明書等）</li> <li>➢ 同資金の全部又は一部が金融機関からの借入金である場合、当該金融機関から借入れを受けることができることを証する資料（融資証明書等）</li> <li>➢ 同資金の全部又は一部が金融機関以外の資金提供者からの借入金である場合、当該資金提供者から借入れを受けることができることを証する資料（融資証明書等）</li> </ul> </li> <li>● 前記9に対するご回答のとおりですので、資金を容易に準備できることは十分ご理解いただけると思いません。</li> <li>■ 同資金の全部又は一部が金融機関以外の資金提供者からの借入金である場合、当該資金提供者の名称及び資本関係、当該借入金に係る貸出しをすることができることを証する資料（預金の現金残高証明書等）、資金提供後の担保又は誓約事項の有無及び関連取引の内容についてご教示又はご開示ください。また、返済原資及びその</li> </ul>



No.	項目	2021年1月19日付質問事項及び2021年1月27日付回答
		返済計画について具体的にご教示ください  ● 弊社グループ内の資金で賄えるので、外部からの借入等は必要ありません。

#### D 貴社予告公開買付けの条件について

No.	項目	2021年1月19日付質問事項及び2021年1月27日付回答
1.	公開買付価格	<p>■ 貴社が、貴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）を決定されるにあたって勘案した要素の具体的な内容及び参考にされた資料並びにこれらに基づく検討及び判断の具体的な内容等を詳細にご説明ください（予告公表文の「&lt;本公開買付価格&gt;」によれば、当社の1株当たり自己資本額（連結）及びグリーン社公開買付けを参照の上、決定されているとのことですが、貴社予告公開買付けによるシナジーその他考慮した要素の有無・内容を含め、ご説明ください。貴社は当社に対してデューディリジェンスは実施しておられませんが、具体的な公開買付価格を決定した上で貴社予告公開買付けを予告されていますので、具体的な検討に基づき当該公開買付価格を決定されたと思料しております。）。</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>● 予告公表文の「&lt;本公開買付価格&gt;」によれば、貴社は、グリーン社公開買付けの公開買付価格に対して40%のプレミアムを付した金額を公開買付価格とされたとのことですが、当該プレミアムが適切であると判断された理由を具体的にご説明ください。</li> <li>● 本公開買付けの公開買付価格は840円であり、貴社が適正であると判断されたMBO公開買付価格（600円）に対して40%のプレミアムを加えたものであり、連結の1株当たり自己資本の額とほぼ同等です。上記プレミアム率（40%）は、過去の非公開化を前提とする類似の公開買付け事例のプレミアム水準、MBO公開買付けが開始された後（具体的には2020年11月6日以降）における市場株価の推移及び取引状況を踏まえた本公開買付けに対する応募数の見通し等を総合的に勘案して決定しております。</li> <li>● 貴委員会及び貴社取締役会が適正であると判断したMBO公開買付けの公開買付価格を40%上回る金額であることに加え、連結の1株当たり自己資本の額とほぼ同等であり、デューディリジェンスを経ていない本公開買付けの公開買付価格としては、前記1に対するご回答のとおり、総合的な勘案のもとに適正であると判断いたしました。</li> </ul>
2.	買付予定数の上限及び下限	<p>■ 貴社は、貴社予告公開買付けにおいて、買付予定数の上限及び下限のいずれも設定されないものと理解していますが、以下の点につきご説明ください。</p> <p>■ 貴社予告公開買付けにおいては買付予定数の下限が設定されておらず、貴社予告公開買付け終了後の貴社の株券等所有割合が66.6%未満となった場合には、当社株式の上場は維持され、貴社（予告公開買付者グループ等を含みます。）による当社株式の大量保有により、当社株式の流動性・当社の株主数・流通株式数・流通株式時価総額の低下が生じる可能性があります。当該状況が、①市場における当社株式の適正な株価の形成機能に生じる影響、②当社株式の上場市場の変更・上場維持に生じる影響、③当社に対する潜在的な投資家（機関投資家）の投資意欲に与える影響、④その他当社の企業価値及び株主利益に与える影響に関する考え方につき、具体的にご説明ください。</p>

No.	項目	2021年1月19日付質問事項及び2021年1月27日付回答
		<ul style="list-style-type: none"> <li>● <u>①、③及び④について</u></li> <li>● 貴社株式の株価は、市場参加者の行動により形成されるものですが、貴社が企業価値向上及び全ての株主の株主価値向上の施策を実行し、それが株主と市場に正しく理解されるよう努めれば、その施策への評価が株価に反映され上昇が期待されると考えます。従って、適正な株価の形成機能に生じる悪影響はないと考えます。適正な株価は、貴社の今後の施策、その株主と市場への真摯な説明努力に基づき、市場参加者により市場で決められるものです。</li> <li>● <u>②について</u></li> <li>● 予告公表文に記載のとおり、貴社株式は上場廃止となる可能性があります。</li> </ul> <p>■ 予告公表文の「&lt;買付予定の株券等の数&gt;」によれば、貴社は、貴社予告公開買付けによって、株券等所有割合が66.6%以上となった場合にはスクイズアウトを行うご想定とのことですが、上限を設定し、貴社が当社の大株主として一定の発言権を有した上で当社株式の上場を維持することとせず、当社株式の全てを取得することとした理由につきご説明ください。</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>● 公開買付けを実施する以上は可能な限り強圧性を排除することが望ましく、かつ、MBO 公開買付けも上限を設けていないことから、全株主に売却の機会を付与するのが適切であると考えたからです。また、対抗的公開買付けが開始された場合の取締役会の賛同意見の撤回・変更やカーライルと応募契約を結んでいる株主が対抗的公開買付けに応募するための条件として、対抗的公開買付けが全部買付けであることが掲げられています。</li> </ul> <p>■ 予告公表文の「&lt;買付予定の株券等の数&gt;」によれば、貴社は、貴社予告公開買付け終了後に株券等所有割合が66.6%未満となった場合であっても、その後の当社株式の追加取得や自己株式取得等を通じて、当社の株主を貴社のみとするための一連の手続を実施することを目指すとのことですが、追加取得等に係る具体的な手段及び時期をご説明ください。</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>● 再度の公開買付け又は市場内外での市場買付けにより追加取得を行うことや貴社に自己株式取得を促すことを予定しております。</li> </ul> <p>■ 貴社予告公開買付けによって取得した当社の株式の数が僅少にとどまる場合であっても、上記手続を実施する</p>

No.	項目	2021年1月19日付質問事項及び2021年1月27日付回答
		<p>ことを目指すご想定でしょうか。その場合の追加取得等に係る具体的な手段及び時期をご説明ください。</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>● 特別関係者と合わせて議決権割合が40%に達した場合は、株式併合等を決議するための臨時株主総会の開催を要請する予定です。また、これに達しなかった場合や上記総会で議案が否決された場合は、前記のとおり、貴社株式の追加取得や貴社に自己株式取得を促すことを予定しております。</li> <li>■ グリーン社公開買付けにおいては、その公正性を担保するための措置として、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を設定していますが、貴社予告公開買付けにおいて、同様の条件を設定しない理由をご教示ください。</li> <li>● MBO 公開買付けと異なり、本公開買付けはMBO ではないので、同様の条件は必須ではないと考えます。</li> <li>■ 予告公表文の「&lt;本公開買付けを実施する理由及び、実施に至る経緯について&gt;」によれば、貴社は、グリーン社公開買付けに関し、グリーン社に対して、当社を非公開化する場合でも一定割合以上を保有する大株主が当社の株主として残ることが可能なスキームに変更することを提案されておりますが、貴社予告公開買付けにおいて、当該スキームを採用しなかった理由につきご説明ください。</li> <li>● カーライルに依拠していただけず、結果的に貴社にも依拠していただけなかったため、当該スキームの実現は困難であると判断しております。</li> </ul>
3.	株券等の追加取得・継続保有に関する方針	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 予告公表文の「&lt;買付予定の株券等の数&gt;」において、貴社予告公開買付けの後の貴社の株券等所有割合が66.6%未満の場合には、「その後の対象者株式の追加取得や自己株式取得などを通じて、対象者の株主を当社のみとするための一連の手続を実施することを目指します」と記載されておりますが、完全子会社化のために自己株式取得という手法を採用されることの理由をご教示ください。また、その場合の自己株式取得の対価と貴社予告公開買付けの公開買付価格の関係性のご想定についてご教示ください。さらに、特定の株主のために自己株式取得を実現することによる当社に与える財務的なインパクトについてご検討されている場合はその内容をご教示ください。</li> <li>● 自己株式取得を必ず実施すると申し上げているわけではありません。自己株式取得が適切であると判断した場合に貴社に対して実施を要請いたします。自己株式取得の対価は、原則として本公開買付けの公開買付価格と同額であるべきだと考えております。</li> </ul>

No.	項目	2021年1月19日付質問事項及び2021年1月27日付回答
4.	公開買付期間	<p>■ 予告公表文においては、貴社予告公開買付けに係る公開買付期間の記載がございませんが、公開買付期間の想定及び当該期間を設定する理由につきご説明ください。</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>● 公開買付期間については、現時点では、標準的な30営業日を想定しています。</li> </ul>
5.	応募状況等	<p>■ 貴社予告公開買付け終了後の貴社の株式等所有割合が66.6%以上となることを達成するための具体的な取組みをご教示ください。</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>● 現時点で具体的な検討はしておりません。</li> </ul>

## E 貴社予告公開買付け後の方針

No.	項目	2021年1月19日付質問事項及び2021年1月27日付回答
1.	経営方針について（一般）	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 予告公表文の「&lt;本公開買付け終了後の経営方針&gt;」に関して、以下の事項についてご教示ください。</li> <li>■ 「具体的な経営方針及び経営体制については、本日以降、両社の企業価値をさらに向上させる観点から対象者と協議を行った上で決定したいと考えております」と記載がありますが、「両社」とは当社とどの会社を指していますでしょうか。 <ul style="list-style-type: none"> <li>● 公開買付け開始の検討、決定から予告公表文の公表まで時間が限られたため、「貴社」と書くべきところを「両社」と書き誤ってしまいました。訂正いたします。</li> </ul> </li> <li>■ 貴社から当社への取締役の派遣を行うことをご検討されているとのことですが、派遣される取締役の人数及びそれらの方の経歴をご教示ください。 <ul style="list-style-type: none"> <li>● 現時点で決定した事項はありません。</li> </ul> </li> <li>■ ブランドの変更について言及されていますが、「当社のブランド」とは何を指すかについてご教示ください。 <ul style="list-style-type: none"> <li>● 貴社のブランドは、貴社企業理念にも記載されている Mission「安心で安全、そして持続可能なまちづくりで社会に貢献」・Vision「技術革新を先取りし金融との融合を通じて成長する社会企業グループ」・Value「Integrity×Imagination×Entrepreneurship」であると考えております。</li> </ul> </li> </ul>
2.	経営方針について（子会社の売却）	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 予告公表文の「&lt;本公開買付け終了後の経営方針&gt;」に関して、以下の事項についてご教示ください。</li> <li>■ 国際航業株式会社及び JAG 国際エナジー株式会社（以下、総称して「対象子会社」といいます。）の株式についてはグリーン社への売却を、株式会社ザクティ（以下「ザクティ」といいます。）については山下氏への売却をそれぞれご希望されています。かかる経営方針を実現するためには、グリーン社・山下氏の双方が承諾されることが必須となりますが、両者の承諾を得た後、貴社予告公開買付けを開始するという方法を採用しない理由をご教示ください（当社としましては、両者の承諾がなされるかどうか不明な状態にて貴社予告公開買付けが開始されることで、当社グループの事業や従業員に与える悪影響を非常に懸念しています。）。</li> <li>● 貴社及びカーライルとの交渉経過と MBO 公開買付けの公開買付け期間の満了までの時間を考慮すると、その</li> </ul>

No.	項目	2021年1月19日付質問事項及び2021年1月27日付回答
		<p data-bbox="768 229 1733 256">ような手順を経る余裕はありませんし、そのような懸念は杞憂であると考えます。</p> <ul style="list-style-type: none"> <li data-bbox="656 331 1944 359">■ 対象子会社の株式及びザクティの株式の売却の譲渡代金をいくらとする想定かについてご教示ください。 <ul style="list-style-type: none"> <li data-bbox="712 400 2022 499">● 対象子会社の株式の譲渡代金については、現時点では、MBO で予定されているカーライルに対する譲渡代金を前提に考えております。また、ザクティの譲渡代金は、ザクティについて精査した上で、山下氏との協議により決定したいと考えております。</li> </ul> </li> <li data-bbox="656 576 2022 639">■ 上記に関連して、対象子会社の株式及びザクティの株式の売却の対価についてどのように活用することを想定しているかをご教示ください。 <ul style="list-style-type: none"> <li data-bbox="712 681 2022 745">● 全てのステークホルダーの利益を尊重しつつ、貴社の株主価値の最大化に資するための活用を検討したいと考えております。</li> </ul> </li> <li data-bbox="656 821 2022 987">■ 対象子会社の売却に関して、一方又は双方がこれを謝絶した場合において、当社の経営をどのように行う予定かを、それぞれの場合（グリーン社のみと売却合意ができた場合、山下氏のみと売却合意ができた場合、双方ともに売却合意ができなかった場合）ごとにご教示ください。特に、当社グループに対象子会社、ザクティが引き続き属する場合において、対象子会社各社、ザクティの事業についてどのように経営をするご想定かご説明ください。 <ul style="list-style-type: none"> <li data-bbox="712 1029 1547 1056">● 貴社経営陣と協議の上、最善の対応を採りたいと考えております。</li> </ul> </li> <li data-bbox="656 1133 2022 1197">■ 当社グループにおける対象子会社及びザクティ以外の事業は、いずれにしても、引き続き当社グループに属することになると思われませんが、どのように経営をするご想定かご説明ください。 <ul style="list-style-type: none"> <li data-bbox="712 1238 2022 1337">● 貴社経営陣には、貴社の企業価値向上と貴社の全ての株主の株主価値向上のために、最善の経営判断を行って頂きたいと考えております。弊社も株主として貴社経営陣と真摯に協議を行うなど協力を惜しまない所存です。</li> </ul> </li> </ul>

No.	項目	2021年1月19日付質問事項及び2021年1月27日付回答
		<ul style="list-style-type: none"> <li>■ グリーン社及び山下氏への対象子会社及びザクティの株式の譲渡以外に、当社について、増資・減資・合併・事業譲渡・譲受け・株式交換・株式移転・株式交付・会社分割その他の類する行為、重要な財産の処分等の提案を行う予定はありますでしょうか。該当するものがあれば、その具体的な内容及び実施時期についてご教示ください。</li> <li>● 現時点では検討しておりません。</li> </ul>
3.	経営方針について（資金供与）	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 予告公表文の「&lt;本公開買付けを実施する理由及び、実施に至る経緯について&gt;」によれば、貴社はグリーン社に対して、今後、当社においてザクティの立て直しや価値向上に資金需要がある場合には、貴社グループにおいて100億円までのコミットメントライン等の資金調達に応じる用意があると伝えたとされています。貴社予告公開買付けの後においても、コミットメントライン等を通じた当社に対する資金提供は想定されていますでしょうか。また、今後金融機関からの支援が得られない状況に陥った場合等、当社にさらなる資金需要が生じたときには、当該資金需要に応じた対応（100億円を超えるコミットメントラインの設定等）をすることは想定されていますでしょうか。かかるご想定をお持ちの場合には、当社向けの融資証明書等（貸付け等が相当程度の確度をもって実行されることを裏付けるものを指します。）をご提供ください。</li> <li>● 100億円超の資金提供は行わないというわけではありません。貴社経営陣と必要性や有効性について真摯に協議を行う所存です。なお、弊社グループは前記のような資産規模を有していることから、100億円超の資金需要であっても十分応じることが可能です。</li> <li>● そもそも、当該融資については、貴社取締役会からの要請もなく、融資条件についての協議の申し入れもありません。そのような中で融資証明書等を提供せよというのは、おかしい話ではないでしょうか。</li> </ul>
4.	経営方針について（従業員の雇用）	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 予告公表文の「&lt;本公開買付け終了後の経営方針&gt;」に関して、以下の事項についてご教示ください。</li> <li>■ 「対象者の従業員の雇用及び雇用条件の変更を行う予定は特段ございません」とありますが、特に、対象子会社の株式をグリーン社に売却した場合、抜本的改革が必要な事業が当社グループに残ることになりますが、当社グループの従業員の雇用及び雇用条件の変更はされないという理解でよろしいでしょうか。</li> <li>● 予告公表文に記載のとおり、現時点において、貴社の商号やブランドを変更する予定や、対象者の従業員の雇用及び雇用条件の変更を行う予定は特段ございません。</li> <li>● なお、貴委員会によると、対象子会社の株式をカーライルに売却した場合、抜本的改革が必要な事業が貴社グループに残るとのことですが、貴委員会は、貴社グループの従業員の雇用及び雇用条件の変更を行う予定はあるか、山下氏に確認されているのでしょうか。その場合、その確認内容について、取締役会に公</li> </ul>



No.	項目	2021年1月19日付質問事項及び2021年1月27日付回答
		表を勧告していただきたいと存じます。貴社公表資料からは、そのような内容を確認できませんので、よろしくお願ひ申し上げます。
5.	資本政策に関する方針	<p>■ 貴社予告公開買付け後における、当社の資本政策及び配当政策の方針並びにそのような資本政策及び配当政策を採用した場合に当社の中長期的な企業価値に与える影響について、具体的にご説明ください。</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>● 資本政策及び配当政策の方針について、現時点で具体的に検討している事項はありませんが、適切な株主還元を実施することが望ましいと考えております。</li> </ul>
6.	株券等の追加取得・継続保有に関する方針	<p>■ 当社株式の保有方針、処分（投資回収）方針（具体的な方法、内容及び条件並びに投資回収を予定している時期）を具体的にご説明ください。また、（貴社が想定されているグリーン社及び山下氏への当社の子会社の株式の売却が実現しない場合にも）当社グループの事業を切り売りすることで、投資を回収されることを想定されているかについてご教示ください。</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>● 貴社株式の保有方針、処分方針については、現時点で具体的に決定したものではありません（弊社は、ファンドではありませんので、処分を急ぐ必要はありません）。</li> <li>● 貴社グループの事業の譲渡等について、前述のものを除いて、具体的に検討している事項はありません。</li> </ul>
7.	株券等の追加取得・継続保有に関する方針	<p>■ 貴社予告公開買付けにおいて取得を予定する当社株式に関して締結する予定の担保契約等がある場合には、担保契約等の相手方、担保契約等の対象となる当社株式の数、担保契約等の具体的内容をご説明ください。</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>● そのような契約はありません。</li> </ul>

(別紙2)

## 2021年1月28日付質問事項、2021年1月28日付回答、2021年1月29日付質問事項及び2021年1月30日付書簡（シティ社）における記載の内容

2021年1月28日付質問事項、2021年1月28日付回答、2021年1月29日付質問事項及び2021年1月30日付書簡（シティ社）における記載の内容（以下「本質問事項及び回答等」といいます。）は以下のとおりです。

なお、以下の記載は、当社が、2021年1月28日付質問事項に、2021年1月28日付回答、1月29日付質問事項及び2021年1月30日付書簡（シティ社）における記載の内容を統合したものです（注記の追加等、明示の上、修正をしている箇所があります。）。冒頭に■が付されているものは当社による質問事項（2021年1月28日付質問事項及び2021年1月29日付質問事項）、●が付されているものは公開買付者による回答内容（2021年1月28日付回答及び2021年1月30日付書簡（シティ社）における記載の内容）です。

- ※ 「貴社」又は「予告公開買付者」とは「株式会社シティインデックスイレブンス」を指し、「予告公開買付者グループ」とは「①予告公開買付者の当社の株券等に関する金融商品取引法上の共同保有者及び特別関係者、②予告公開買付者の親会社、子会社、関連会社、予告公開買付者と直接又は間接に資本関係を有する者、並びに、③予告公開買付者に対して実質的な影響力を行使できる個人や親族のグループ」を指します。
- ※ 「貴社予告公開買付け」とは貴社による当社の普通株式（以下「当社株式」といいます。）に対する予告公開買付けを、「グリーン社公開買付け」とはグリーンホールディングス エルピー（以下「グリーン社」といいます。）による当社株式に対する公開買付けを指します。
- ※ 「1月19日付質問」とは本特別委員会が貴社に対してご回答を依頼した2021年1月19日付「貴社による予告公開買付けに係るご質問」を指します。
- ※ 本書にて使用される用語は、特段の記載がない限り、1月19日付質問にて定義された意味を有します。

### (ア) 貴社予告公開買付け後の方針

No.	項目	本質問事項及び回答等における記載の内容
1.	経営方針について (JAG 継続事業の経営方針)	■ 1月19日付質問のE2において、対象子会社及びザクティ以外の事業経営に関するご想定をご質問しましたが、「最善の経営判断を行って頂きたいと考えております。弊社も株主として貴社経営陣と真摯に協議を行うなど協力を惜しまない所存です」とのご回答をいただいております。対象子会社及びザクティ以外の事業の経営は、グリーン社・山下氏による対象子会社・ザクティの株式取得の承諾の有無にかかわらず、当社が取り組むべき基本的な課題となります。貴社は当社の完全親会社となるご意向がある以上、当社の経営に関する方向性や事業計画の概要を示していただく必要があるものと考えております。つきましては、対象子会社及びザクティ以外の当社事業の経営方針に関して、具体的にご説明ください。貴社として具体的な経営方針はお持ちでないとのことであれば、どのような形で当社事業の拡大・発展に寄与されるご想定かご説明ください。

No.	項目	本質問事項及び回答等における記載の内容
		<ul style="list-style-type: none"> <li>● 対象子会社及びザクティ以外の当社事業の経営方針に関しては、デュー・ディリジェンス実施後に、貴社経営陣の皆様のご意見を伺いながら、決定したいと考えております。</li> <li>■ 上記の質問に対して、改めてご確認、ご回答ください。貴社は、当社の経営権の取得を企図されているにも関わらず、現時点において、対象子会社及びザクティ以外の当社事業の経営方針に関して具体的なご想定は一切ないとの理解でよろしいでしょうか。</li> <li>● (注：回答なし)</li> </ul>
2.	経営方針について (子会社の売却の可能性)	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 1月19日付質問のE2において、グリーン社から対象子会社の株式の取得の承諾が、山下氏からザクティの株式の取得の承諾がなされるかどうか不明な状態にて貴社予告公開買付けが開始されることで、当社グループの事業や従業員に与える悪影響を非常に懸念している旨をお伝えしましたが、1月27日付回答において、貴社は、当該懸念を「杞憂」と評価されています。「杞憂」というのは、グリーン社及び山下氏が、対象子会社及びザクティの株式をそれぞれ取得する旨の承諾をすることは確実であると考えておられるとの理解でよろしいでしょうか。つきましては、グリーン社及び山下氏が、貴社から対象子会社及びザクティの株式をそれぞれ取得する旨の承諾をすることの見込みにつき、そのように判断する根拠とともに、具体的にご教示ください。</li> <li>● カーライルの提出した公開買付届出書より、カーライルは対象子会社を取得する強い意思を有していると判断しました（カーライルが弊社から取得する旨の承諾をすることの見込みについてのご質問ですが、弊社の公開買付けによっても、対象子会社は、弊社からではなく、貴社からの取得になります。本件MBOとは貴社の株主構成が違うだけです。）。ザクティは、山下氏が経営に強い意欲を持っていると伺っておりますので、山下氏が取得を希望されるものと考えております。</li> <li>■ 1月14日の貴社予告公開買付けの公表後、本日に至るまで、貴社とグリーン社・山下氏の間では、貴社が企図されている対象子会社及びザクティの株式の売却に向けた交渉は一切行われておらず、グリーン社及び山下氏の意味確認はされていないとの理解でよろしいでしょうか。</li> <li>● (注：回答なし)</li> </ul>
3.	経営方針について	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 1月19日付質問のE2において、対象子会社及びザクティの株式の売却に関して、グリーン社・山下氏から承</li> </ul>

No.	項目	本質問事項及び回答等における記載の内容
	(対象子会社及び/又はザクティの売却ができなかった場合の経営方針)	<p>諾を得られない場合における、当社グループの経営についてご質問を差し上げましたが、「貴社経営陣と協議の上、最善の対応を採りたい」とご回答をいただいています。貴社予告公開買付け後の当社グループの経営方針は、貴社の支配が及ばない事象（すなわち、第三者（グリーン社・山下氏）による承諾）に大きく依存しており、両者からの承諾が得られない可能性がある以上、その場合における当社グループの経営方針について具体的にご検討いただき、対応策をご提案いただく必要があると考えています。したがって、この場合の当社グループの経営方針（対象子会社及びザクティそれぞれの経営方針を含みます。）及び対応策に関して、詳細にご教示ください。</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>● 貴社経営陣と協議の上、最善の対応を採りたいと考えております。ご質問の内容は、貴社のデュー・ディリジェンスの結果を踏まえて回答します。</li> <li>■ 上場会社の買収を検討される場合、買収者は、一般の公開情報により分析を行った上で、初期的な経営方針をご提案いただくことが一般的であるものと存じます。その点をご認識いただいた上で、上記の質問に対してご回答ください。貴社において、一般の公開情報による分析は行っておらず、デュー・ディリジェンスの完了前に初期的な提案を行うご想定はないとのことであれば、その旨ご回答ください。</li> <li>● 貴社において圧倒的な割合を占める資産は、JAG 国際エネルギーであり、JAG 国際エネルギーについては、弊社に対して、すでに数社から興味を持った問い合わせが来ており、たとえカーライルに売却することができなくとも、売却先は多数存在すると考えております。この場合、貴社経営陣と協議の上、最善の対応を採りたいと考えておりますが、基本的には第三者に売却する方針です。</li> <li>● 国際航業及びザクティについては、カーライルや山下氏に譲渡できなかった場合は、貴社経営陣と協議の上、最善の対応を採りたいと考えておりますが、基本的には第三者に売却する方針です。</li> </ul>
4.	経営方針について（当社が、当社の既存の取引金融機関から継続して支援を得ることが得られない状況に陥った場合の対応方針）	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 1月19日付質問のE3において、コミットメントライン等の資金供与に関するご質問を差し上げましたが、貴社が想定されるコミットメントラインに係る貸付条件（金利・返済期限等）をご教示ください。また、貴社予告公開買付け後の貴社の株券等所有割合が50%に満たない場合にあっては、貸付けを行う意思はございませんでしょうか（貸金業法等の関係で、融資ができないといった事情があればご教示ください。）。さらに、貴社予告公開買付け後、資本構成の変更等を理由に、当社の既存の取引金融機関から継続して支援を得られない状況に陥ることを危惧しております。かかる事態となった場合における対応方針（資金調達の方法及び見込みを含みます。）を具体的にご教示ください。</li> <li>● 所有割合が50%に満たない場合であっても、大株主であることには変わりがないので、貴社に対する貸付</li> </ul>

No.	項目	本質問事項及び回答等における記載の内容
		<p>けについて、貴社の状況を踏まえて、貴社経営陣と真摯に協議を行う所存です。</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>■ 貴社予告公開買付け後の貴社の株券等所有割合が 50%に満たない場合における、貴社からの当社に対する貸付方法について、当該貸付を法令等に違反しない形で行うための具体的なストラクチャーにつき、ご説明ください。また、上記質問のとおり、本特別委員会は、貴社予告公開買付け後、資本構成の変更等を理由に、当社の既存の取引金融機関から継続して支援を得られない状況に陥ることを危惧しておりますので（この点、グリーン社公開買付けにおいては、グリーン社公開買付け実行後の当社の資金手当てはなされていると考えております。）、かかる事態となった場合の貴社グループからの資金提供の確約又は第三者からの支援の確保をいただきたいと考えております。改めて、かかる事態となった場合の対応方針のご回答をお願いいたします。（注：回答なし）</li> <li>● 弊社及び関連会社は、EDINET に提出されている大量保有報告書及び変更報告書をご覧いただければわかる通り、上場株式だけで弊社グループ外からは無借金で 1,000 億円以上を保有しております。ご心配頂く必要はありません。</li> <li>■ ご回答の趣旨につきご説明ください。貴社から当社に対する貸付に必要な場合には、貴社グループが所有されている上場株式を処分の上、当社に対する貸付資金を捻出することをご確約いただけるとの理解でよろしいでしょうか。また、上場株式の処分については、その処分が容易ではない又は処分に一定程度の時間を要する場合もあるものと存じますが、その場合の当社に対する貸付資金の捻出方法についてもご教示ください（貴社グループが所有されている上場株式については上記のようなおそれは一切ないとのことであれば、その具体的な理由とともにご回答ください。）。</li> <li>● 弊社及び関連会社は、EDINET に提出されている大量保有報告書及び変更報告書をご覧いただければわかる通り、上場株式だけで弊社グループ外からは無借金で 1,000 億円以上を保有しております。本件については面談の場において、詳細な質問をしていただければと考えております。</li> </ul>
5.	経営方針について (利害関係人（従業員の雇用を含む))	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 1月19日付質問のE4において、従業員の雇用に関するご質問を差し上げましたが、「現時点において」従業員の雇用及び雇用条件の変更を行う予定は特段ないとお答えいただきました。対象子会社の株式をグリーン社に売却し、かつ、当社の株主様に売却益の還元を行った後における当社の資産状況・収益状況をご検討いただいた上で、当社の従業員その他の株主以外の利害関係人に与える影響の想定及び対応方針（従業員の雇用や雇用条件の変更を行う必要性の有無を含みますが、これらに限られません。）に関するお考えをご教示ください。</li> </ul>

No.	項目	本質問事項及び回答等における記載の内容
		<ul style="list-style-type: none"> <li>● ご質問の内容は、貴社のデュー・ディリジェンスの結果を踏まえて回答します。</li> <li>■ 上記（ア）の3に追記した事項をご確認の上で、上記の質問に対してお答えください。</li> <li>● 上記の通り、現在貴社に帰属する従業員数、資産等の多数を占める対象子会社2社及びザクティについては基本的には売却する方針です。売却後の貴社の継続事業は極めて小さくなると考えておりますので、貴社経営陣と協議の上、最善の対応を採りたいと考えております。本件については面談の場において、詳細な質問をしていただければと考えております。</li> </ul>
6.	<p>経営方針について （対象子会社及びザクティ株式売却代金の利用）</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 1月19日付質問のE2において、対象子会社の株式及びザクティの株式の売却の対価については、「全てのステークホルダーの利益を尊重しつつ、貴社の株主価値の最大化に資するための活用を検討」とご回答いただきましたが、具体的にはどのような用途をご想定かご説明ください。具体的な用途のご想定がない場合、当該ご想定がないにもかかわらず、対象子会社及びザクティの株式を売却することが当社の株主価値の最大化及び全てのステークホルダーの利益につながると考えられた根拠につきご説明ください。</li> <li>● 貴委員会及び貴社取締役会は、対象子会社を売却することが、貴社の株主価値の最大化及びステークホルダーの利益につながると考えたため、MBO 公開買付けに賛同及び応募の推奨をされたものと理解しています。この点、弊社も同意見です。ザクティについては、ザクティの経営について熟知し、ザクティの経営を希望されている山下氏に譲渡するのが適切であると判断しました。</li> <li>■ 売却代金の用途についてもご回答ください。グリーン社公開買付けにおける対象子会社の株式の売却の対価の用途と貴社のご想定売却の対価の用途は必ずしも同一ではないものと存じますが、貴社のご想定売却の用途の場合であっても、貴社が「当社の株主価値の最大化及びステークホルダーの利益につながる」と考えている理由を具体的にご教示ください。</li> <li>● （注：回答なし）</li> </ul>
7.	<p>買付数の上限及び下限 （追加取得・自己株式取得等の予定）</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 1月19日付質問のD2において、貴社予告公開買付け終了後に貴社による当社の株券等所有割合が66.6%未満となった場合であっても、再度の公開買付け等により追加取得を行うこと等を予定している旨ご回答いただきましたが、当該対応を行うことを予定している時期につきご説明ください。当該質問につきましては、当社の</li> </ul>



No.	項目	本質問事項及び回答等における記載の内容
		<p>少数株主の個々の投資判断の観点からも重要と考えておりますので、ご回答をお願いいたします。</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>● 現時点で、追加取得の具体的な時期や方法は決定しておりません。</li> <li>■ 1月19日付質問D3において、自己株式取得が適切であると判断した場合に当社に要請を行う旨ご回答いただきましたが、具体的にどのような場合に要請を行う又は行わないことをご想定かご説明ください。 <ul style="list-style-type: none"> <li>● 現時点で具体的にどのような場合に要請を行うかは決定しておりません。ただし、それが適切と判断した場合にのみ行います。</li> </ul> </li> <li>■ 上記につき、当社が自己株式取得を行う場合、当社からの資金の流出・資本の減少が生じることとなりますが、その際に貴社において当社からの増資を引き受ける等して当社の資本増強・資金需要に対応することが可能かご説明ください。 <ul style="list-style-type: none"> <li>● 自己株式取得の可否を含め、貴社の財務状況に応じて、判断させていただきます</li> </ul> </li> <li>■ 本ご質問は自己株式取得に係るご質問ですので、ご質問内容につきご確認いただいた上でご回答ください。 <ul style="list-style-type: none"> <li>● (注：回答なし)</li> </ul> </li> </ul>
8.	継続保有に関する方針等	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 1月19日付質問のE6において、株券等の継続保有に関する方針のご質問を差し上げましたが、処分を急ぐ必要はないとのご回答をいただいています。この点に関して、芝浦機械株式会社（当時の商号は東芝機械株式会社）が2020年2月12日に公表した「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に関する意見表明（反対）及び株主意思確認総会の開催のお知らせ」（<a href="https://www.shiba-machine.co.jp/documents/jp/ir/library/kohyo/2020/20200212_1.pdf">https://www.shiba-machine.co.jp/documents/jp/ir/library/kohyo/2020/20200212_1.pdf</a>）の10頁「(c) 村上氏の影響下にある法人による過去の投資行動を踏まえると、当社に対する本公開買付け及び公開買付者グループ株主価値向上案は当社の企業価値を棄損する可能性が高いこと」という表題の下で、予告公開買付者及び予告公開買付者グループの投資行動について、①株式会社アコーディアゴルフ、②黒田電気株式会社、③株式会社ヨロズ等の投資事例について言及がなされています。上記プレスリリースに記載された各事例における事実関係の真否についてご教示ください。加えて、これらの投資事例において、予告公開買付者及び予告公開買付者グループが、ア</li> </ul>

No.	項目	本質問事項及び回答等における記載の内容
		<p>コーディアゴルフ・黒田電気・ヨロズの企業価値の向上にどのように貢献されたのかもご教示ください。</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>● 弊社の東芝機械株式会社（現・芝浦機械株式会社）株式に対する公開買付けの公開買付届出書と対質問回答報告書をご参照ください。</li> </ul>



(イ) 予告公開買付者グループの詳細

No.	項目	本質問事項及び回答等における記載の内容
1.	子会社及び関連会社（名称、所在地、事業内容、持分の保有比率、代表者の役職及び氏名、従業員数及び事業上の関係の詳細）	<p>■ 1月19日付質問のA1において、予告公開買付者及びエスグランドコーポレーションの子会社・関係会社についてのご質問を差し上げましたが、理由の明示なくご回答いただけませんでした。貴社予告公開買付けにより、当社グループが貴社の完全子会社になる可能性があるため（すなわち、貴社グループに属することになるため）、予告公開買付者グループがどのような企業集団なのかを確認するべく、予告公開買付者及びエスグランドコーポレーションの子会社・関係会社について、改めてご回答をお願いいたします。</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>● 子会社及び関係会社については、回答を控えさせていただきます。</li> </ul> <p>■ 回答を控えられる理由をご教示ください。</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>● （注：回答なし）</li> </ul>

(ウ) 貴社予告公開買付けの予告に至った経緯等

No.	項目	本質問事項及び回答等における記載の内容
1.	貴社予告公開買付けの予告に至った経緯	<p>■ 1月19日付質問のB1において、貴社予告公開買付けの予告背景のご質問を差し上げましたが、「MBO 公開買付けの成立の阻止」をするために検討を開始したとされています。すなわち、貴社は、グリーン社公開買付けの成立の阻止のために、当社を貴社の完全子会社とすることも視野に入れて貴社予告公開買付けを公表されたことですが、当社の支配権を取得する可能性があるにもかかわらず（また、当社の完全親会社となる可能性があるにもかかわらず）、当社の企業価値の向上や経営に関する検討は、貴社予告公開買付けの公表に至るまでに検討されることはなかったのでしょうか。</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>● 極めて不当な MBO 公開買付けを阻止することが重要であると判断いたしました。弊社が上記の判断をしなければ、貴社株主は、600円という極めて不当に低額な価格（現在の MBO 公開買付価格の半額です。）で貴社株主を手放さざるを得なくなるところでした。</li> <li>● 、経営がどうか。（注：原文ママ）</li> </ul>

No.	項目	本質問事項及び回答等における記載の内容
		<ul style="list-style-type: none"> <li>■ ご回答途中のようですので、改めてご回答ください。</li> <li>● (注：回答なし)</li> </ul>

**(エ) 貴社予告公開買付けの準備状況・開始の確実性**

No.	項目	本質問事項及び回答等における記載の内容
1.	貴社予告公開買付けの前提条件②	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 1月19日付質問のC3において、貴社外為法事前届出書のドラフトのご共有のお願いをいたしました、「開示を予定する文書ではない」と回答をいただいています。貴社予告公開買付けを行う上で、貴社外為法事前届出書は開示されない予定でしょうか（開示書類の添付資料としての開示を含みます。）。改めてご検討ください。</li> <li>● 開示は義務づけられておらず、開示を行う予定はございません。</li> <li>■ 貴社外為法事前届出書は公開買付届出書の添付書類として提出されることもご想定でないとの理解でよろしいでしょうか。</li> <li>● (注：回答なし)</li> </ul>
2.	許認可の調査	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 1月19日付質問のC8において、独禁法届出についてご質問を差し上げましたが、必要とする要件に該当しないとご回答いただきました。どの要件にどのような理由で該当しないこととなるのかご教示ください。</li> <li>● 弊社は該当しないと申し上げているのですから、要件に該当するのではないかとおっしゃるのであれば、貴委員会からご指摘ください。</li> <li>■ 貴社において該当しないと判断された分析過程・根拠についてご教示ください。詳細な分析が未了とのことであればその旨ご回答ください。</li> <li>● (注：回答なし)</li> </ul>

No.	項目	本質問事項及び回答等における記載の内容
3.	資金調達	<p>■ 1月19日付質問のC10において、貴社予告公開買付けに要する資金の調達方法についてご質問を差し上げましたが、貴社の投資実績をもって資金的に問題がないとご回答をいただきました。公開買付けを開始する上では、融資証明書や預金の現金残高証明書等の公開買付けに要する資金の存在を示すに足る書面が公開買付届出書に添付されることとなっており、投資実績について記載することでは不十分と考えられます（1月19日付質問のC1に対するご回答によれば、貴社は、貴社予告公開買付けに関し、関東財務局に対する事前相談を行っているとのことですので、当該書面も関東財務局にご提示されていると推察しており、ご準備に時間を要するものではないと認識しています。）。つきましては、現金残高証明書等の貴社予告公開買付けの決済の裏付け書類をご共有ください。</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>● 前述のとおり、弊社には豊富な資金があることは明らかなので、共有は不要であると考えます。</li> </ul> <p>■ 公開買付届出書の添付書類としても現金残高証明書等の公開買付けに要する資金の存在を示すに足る書面を開示されることとはご想定でないとの理解でよろしいでしょうか。現時点では現金残高証明書等の貴社予告公開買付けの決済を裏付ける書類は存在しないとのことであれば、その旨ご回答ください。</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>● （注：回答なし）</li> </ul>

(オ) 貴社予告公開買付けの条件について

No.	項目	本質問事項及び回答等における記載の内容
1.	買付予定数の下限の設定可能性及び当社株式が上場維持された場合の影響に関する考え方	<p>■ 予告公開買付者グループに属すると理解しております株式会社南青山不動産による株式会社廣済堂の普通株式への公開買付けにおいては、株式会社南青山不動産は、株式会社廣済堂からの買付予定数に下限を設定してほしいとの要望を踏まえて、買付予定数の下限を設定したとされています(株式会社南青山不動産が提出した2019年3月22日付公開買付届出書)。仮に、当社から要望があった場合には、買付予定数の下限を設定されますでしょうか。</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>● 仮定のお話には、お答えできません。貴社は、そのように要望されるということでしょうか。</li> </ul> <p>■ 1月19日質問のD2において、貴社予告公開買付け終了後に当社株式の上場が維持された場合の、③当社に対する潜在的な投資家（機関投資家）の投資意欲に与える影響、及び、④その他当社の企業価値及び株主利益に与える影響については、明確にご回答いただけていないものと存じますが、貴社の考え方につき、具体的にご説明ください。</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>● 質問の意図がよく分かりませんが、機関投資家を含めた潜在的な投資家は、個々の投資判断により投資を行います。</li> <li>● 弊社による公開買付けは、上下限がなく、既存株主の皆様等に等しく、MBO 公開買付けよりも高い価格での売却機会を提供いたします。</li> </ul>