

【表紙】

【提出書類】	公開買付届出書
【提出先】	関東財務局長
【提出日】	2025年9月12日
【届出者の氏名又は名称】	出光興産株式会社
【届出者の住所又は所在地】	東京都千代田区大手町一丁目2番1号
【最寄りの連絡場所】	東京都千代田区大手町一丁目2番1号
【電話番号】	03-3213-3113
【事務連絡者氏名】	執行役員 事業投資推進担当（兼）事業投資統括室長 尾沼 温隆
【代理人の氏名又は名称】	該当事項はありません
【代理人の住所又は所在地】	該当事項はありません
【最寄りの連絡場所】	該当事項はありません
【電話番号】	該当事項はありません
【事務連絡者氏名】	該当事項はありません
【縦覧に供する場所】	出光興産株式会社 （東京都千代田区大手町一丁目2番1号） 株式会社東京証券取引所 （東京都中央区日本橋兜町2番1号）

- （注1） 本書中の「公開買付者」とは、出光興産株式会社をいいます。
- （注2） 本書中の「対象者」とは、富士石油株式会社をいいます。
- （注3） 本書中の記載において計数が四捨五入又は切捨てされている場合、合計として記載される数値は計数の総和と必ずしも一致しません。
- （注4） 本書中の「法」とは、金融商品取引法（昭和23年法律第25号。その後の改正を含みます。）をいいます。
- （注5） 本書中の「令」とは、金融商品取引法施行令（昭和40年政令第321号。その後の改正を含みます。）をいいます。
- （注6） 本書中の「府令」とは、発行者以外の者による株券等の公開買付けの開示に関する内閣府令（平成2年大蔵省令第38号。その後の改正を含みます。）をいいます。
- （注7） 本書中の「株券等」とは、株式に係る権利をいいます。
- （注8） 本書中の記載において、日数又は日時の記載がある場合は、特段の記載がない限り、日本国における日数又は日時を指すものとします。
- （注9） 本書中の「営業日」とは、行政機関の休日に関する法律（昭和63年法律第91号。その後の改正を含みます。）第1条第1項各号に掲げる日を除いた日をいいます。
- （注10） 本書の提出に係る公開買付け（以下「本公開買付け」といいます。）は、日本で設立された会社である対象者の普通株式を対象としています。本公開買付けは、日本法で定められた手続及び情報開示基準を遵守して実施されますが、これらの手続及び基準は、米国における手続及び情報開示基準とは必ずしも同じではありません。特に米国1934年証券取引所法（Securities Exchange Act of 1934。その後の改正を含み、以下「米国1934年証券取引所法」といいます。）第13条(e)項又は第14条(d)項及び同条の下で定められた規則は本公開買付けには適用されず、本公開買付けはこれらの手続及び基準に沿ったものではありません。本書及び本書の参照書類の中に含まれる財務情報は、日本の会計基準に基づいた情報であり、当該会計基準は、米国その他の国における一般会計原則と大きく異なる場合があります。また、公開買付者は米国外で設立された法人であり、その役員の全部又は一部は米国居住者ではないため、米国の証券関連法を根拠として主張し得る権利を行使又は請求することが困難となる可能性があります。また、米国の証券関連法の違反を根拠として、米国外の法人及びその役員に対して、米国外の裁判所において法的手続を開始することができない可能性があります。さらに、米国外の法人並びに当該法人の関係会社について米国の裁判所の管轄が認められるとは限りません。
- （注11） 本公開買付けに関する全ての手続は、特段の記載がない限り、全て日本語において行われるものとします。本公開買付けに関する書類の全部又は一部については英語で作成されますが、当該英語の書類と日本語の書類との間に齟齬が存在した場合には、日本語の書類が優先するものとします。
- （注12） 本書又は本書の参照書類の記載には、米国1933年証券法（Securities Act of 1933。その後の改正を含みます。）第27A条及び米国1934年証券取引所法第21E条で定義された「将来に関する記述」（forward-looking statements）が含まれています。既知若しくは未知のリスク、不確実性又はその他の要因により、実際の結

果が「将来に関する記述」として明示的又は黙示的に示された予測等と大きく異なる可能性があります。公開買付者又はその関係者（affiliate）は、「将来に関する記述」として明示的又は黙示的に示された予測等が達成されることを保証するものではありません。本書又は本書の参照書類の中の「将来に関する記述」は、本書提出日時点で公開買付者が有する情報を基に作成されたものであり、法令で義務付けられている場合を除き、公開買付者又はその関係者は、将来の事象や状況を反映するために、その記述を変更又は修正する義務を負うものではありません。

- （注13） 公開買付者、公開買付者及び対象者の各財務アドバイザー並びに公開買付代理人（これらの関係会社を含みます。）は、それらの通常の業務の範囲のほか、日本の金融商品取引関連法規制及びその他適用ある法令上許容される範囲で、米国1934年証券取引所法規則14e - 5 (b)の要件に従い、対象者の普通株式を自己又は顧客の勘定で、本公開買付けの開始前、又は本公開買付けにおける買付け等の期間（以下「公開買付期間」といいます。）中に本公開買付けによらず買付け又はそれに向けた行為を行う可能性があります。そのような買付けは市場取引を通じた市場価格、若しくは市場外での交渉で決定された価格で行われる可能性があります。そのような買付けに関する情報が日本で開示された場合には、当該買付けを行った者の英文ウェブサイト（又はその他の公開開示方法）においても開示が行われます。
- （注14） 会社法に従って対象者の株主による単元未満株式買取請求権が行使された場合には、対象者は法令の手續に従い、公開買付期間中に自己の株式を買い取ることがあります。

第1【公開買付要項】

1【対象者名】

富士石油株式会社

2【買付け等をする株券等の種類】

普通株式

3【買付け等の目的】

(1) 本公開買付けの概要

公開買付者は、本書提出日現在、株式会社東京証券取引所（以下「東京証券取引所」といいます。）プライム市場に上場している対象者の普通株式（以下「対象者株式」といいます。）を17,035,520株（所有割合（注1）：22.06%）保有する対象者の筆頭株主であり、対象者を持分法適用関連会社としております。

（注1） 「所有割合」とは、対象者が2025年8月7日に公表した「2026年3月期第1四半期決算短信〔日本基準〕（連結）」（以下「対象者第1四半期決算短信」といいます。）に記載された2025年6月30日現在の対象者の発行済株式総数（78,183,677株）から、対象者第1四半期決算短信に記載された同日現在の対象者が保有する自己株式数（943,342株）を控除した株式数（77,240,335株、以下「本基準株式数」といいます。）に対する割合（小数点以下第三位を四捨五入。以下、所有割合の記載において同じとします。）をいいます。

今般、公開買付者は、2025年9月11日付の取締役会決議において、対象者株式の全て（但し、譲渡制限付株式報酬として対象者の取締役及び執行役員に付与された対象者の譲渡制限付株式（以下「本譲渡制限付株式」といいます。）を含み、公開買付者及び本不応募合意株主（以下に定義します。）が保有する対象者株式並びに対象者が保有する自己株式を除きます。）を取得し、対象者株式を非公開化することを目的とする取引（以下「本取引」といいます。）の一環として、本公開買付けを実施することを決定いたしました。

また、公開買付者は、2025年9月11日付で、対象者の第3位株主であるサウジアラビア王国政府（所有株式数：5,811,390株、所有割合：7.52%。以下「本不応募合意株主」といいます。）との間で本公開買付けへの不応募に関する契約（以下「本不応募契約」といいます。）を締結しており、本不応募合意株主が保有する対象者株式の全て（以下「本不応募合意株式」といいます。）について本公開買付けに応募しない旨、及び、本公開買付けが成立した場合には本臨時株主総会（下記「(4) 本公開買付け後の組織再編等の方針（いわゆる二段階買収に関する事項）」に定義します。以下同じです。）において本スクイズアウト手続（以下に定義します。以下同じです。）に関連する各議案に賛成する旨等を書面で合意しております。公開買付者は、本不応募合意株主が、対象者及び公開買付者グループ（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「本公開買付けの実施を決定するに至った背景、目的及び意思決定の過程」に定義します。以下同じです。）の石油精製事業を支える原油の安定供給元であり、本取引後も本不応募合意株主に対象者の株主として留まっていただくことで、本取引後の対象者を含む公開買付者グループが本不応募合意株主との間の良好な関係性を保ち、原油供給の安定性を維持することができ、ひいては地政学的リスクや国際的な原油市場の変動に対する対応力を強化し、長期的な原油供給の安定性や協力関係を持続的に構築するための基盤を確保することが可能となると考えたこと、並びに、このような株主構成は、安定した原油調達を通じて国内の石油精製事業及びエネルギー供給の信頼性を高めるだけでなく、企業価値の向上にも寄与すると判断したことから、本不応募契約を締結したものです。本不応募契約の概要については、下記「(6) 本公開買付けに係る重要な合意に関する事項」をご参照ください。

本公開買付けにおいて、公開買付者は、本基準株式数（77,240,335株）に3分の2を乗じた数（51,493,557株、小数点以下を切り上げ）から、本書提出日において公開買付者が保有する対象者株式数17,035,520株、本不応募合意株式数5,811,390株、後述する公開買付けへの応募を行わない投資家と考えられるパッシブ・インデックス運用ファンド（注2）が保有する828,800株並びに対象者の取締役及び執行役員が保有する本譲渡制限付株式の数（計124,300株）を減じた27,693,547株（所有割合：35.85%）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株券等（以下「応募株券等」といいます。）の総数が買付予定数の下限を満たさない場合は、応募株券等の全部の買付け等を行いません。他方、上記のとおり、公開買付者は、対象者株式の非公開化を企図しておりますので、買付予定数の上限は設けておらず、応募株券等の総数が買付予定数の下限以上の場合は、応募株券等の全部の買付け等を行います。

（注2） パッシブ・インデックス運用ファンドとは、株式をはじめとする投資対象資産の市場のベンチマークとなる株価指数等の指数（インデックス）と投資成果が連動することを目的として運用することにより、市場平均並みの収益率を確保することを目指すファンドを意味します。

買付予定数の下限を27,693,547株（所有割合：35.85%）に設定した理由については以下のとおりです。

まず、公開買付者は、2019年6月28日に経済産業省により制定された「公正なM&Aの在り方に関する指針」（以下「M&A指針」といいます。）において「特に近年の我が国の資本市場動向としてパッシブ・インデックス運用ファンドの規模が拡大しているところ、その中には、取引条件の適否にかかわらず、原則として公開買付けへの応募を行わない投資家も存在する」と指摘されているとおり、パッシブ・インデックス運用ファンドの中には、一般的に、公開買付けの条件の適否にかかわらず、原則として公開買付けへの応募は行わないものの、その後のスクイーズアウト手続における株主総会においては株式併合に係る議案に対して賛成の議決権行使を行う方針を有している者が存在すると認識しており、これは対象者株式を保有しているパッシブ・インデックス運用ファンドにおいても同様と認識しております。これらを背景に、2020年1月1日以降に実施された買付予定数の上限が定められていない公開買付けによる完全子会社化においてもパッシブ・インデックス運用ファンドが保有する一定の株式数を買付予定数の下限から控除した事例は複数存在しており、このうち、公開買付け成立後の公開買付者の議決権所有割合が3分の2未満でありながら、スクイーズアウト手続における株主総会において株式併合に係る議案が可決された事例が複数存在することを確認しております。

そして、公開買付者は、対象者株式を保有するパッシブ・インデックス運用ファンドについて、2025年5月21日に対象者より共有を受けた、対象者が実施した2025年3月末時点の対象者株主の株主判明調査の内容、及び、金融市場等のデータ提供サービスを行う情報ベンダーによる機関投資家のファンド別の株式保有状況に関するデータベース情報を確認し、公開買付者が2024年11月に実施を公表した公開買付け案件での機関投資家の応募状況の分析を行うとともに、当該ファンドを運用する国内機関投資家に対して公開買付けの応募に関する一般的な対応方針と公開買付け成立後の株主総会における議決権行使方針について本取引を直接言及せず匿名・一般論を前提とするヒアリングを行い、その一部から回答が得られた結果、2025年3月末時点で対象者株式を保有するパッシブ・インデックス運用ファンドの保有株式合計7,951,600株（所有割合：10.29%）のうち、合計828,800株（所有割合：1.07%）については、上記本取引を直接言及しない匿名・一般論を前提とするヒアリングにおいて、公開買付けには応募しないものの、その後のスクイーズアウト手続における株主総会においては株式併合に係る議案に対して原則として賛成の議決権行使を行う方針であると回答した機関投資家が保有していることが確認されたため、本公開買付けに応募せず、本臨時株主総会に関連する各議案に賛成する意向までは確認していないものの、本公開買付けへの応募は行われずに本株式併合（下記「(4) 本公開買付け後の組織再編等の方針（いわゆる二段階買収に関する事項）」に定義します。以下同じです。）に係る議案に賛成の議決権行使が行われることが合理的に見込まれると認識しております。

以上より、公開買付者は、本公開買付け成立後、公開買付者が保有する株式数（その場合想定される最低値は所有割合にして57.91%）・本不応募合意株式数（所有割合：7.52%）・上記のパッシブ・インデックス運用ファンドが保有する株式数（所有割合：1.07%）・対象者の取締役及び執行役員が保有する本譲渡制限付株式（注3）の数（所有割合：0.16%）を合計した株式数（所有割合：66.67%）に照らせば、本株式併合に係る議案の可決が可能な水準となると考えております。

（注3） 本譲渡制限付株式に関しては、譲渡制限が付されていることから本公開買付けに応募することができませんが、2025年9月11日開催の対象者取締役会において、上場廃止を前提とした本公開買付けに賛同する意見を表明することを決議しているとのことであり、当該決議に際しては、対象者の取締役11名のうち7名が審議及び決議に参加し、決議に参加した取締役全員が賛成の議決権を行使していること、また、当該審議及び決議に参加していない取締役4名は、いずれも本譲渡制限付株式を保有していないこと、さらに、取締役を兼務しない執行役員のうち本譲渡制限付株式を保有する執行役員は1名であるところ、当該執行役員1名（下記「(3) 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「対象者における独立した検討体制の構築」に記載のとおり、本取引に係る対象者のプロジェクトチームのメンバーであります。）より、本取引について賛同する旨の意向を受けていることから、対象者の取締役及び取締役を兼務しない執行役員のうち本譲渡制限付株式を保有する者は、いずれも本公開買付けが成立した場合には本株式併合に係る議案に賛成する見込みです。

以上のような考えの下、公開買付者は、対象者の非公開化という本公開買付けの目的を達成する可能性を最大化しつつ、対象者の一般株主の応募判断の結果を尊重すべく、本公開買付けの下限を27,693,547株（所有割合：35.85%）に設定いたしました。

公開買付者は、対象者の株主を公開買付者及び本不応募合意株主のみとする対象者株式の非公開化を目的としているため、本公開買付けにおいて対象者株式の全て（但し、本譲渡制限付株式を含み、公開買付者及び本不応募合意株主が保有する対象者株式並びに対象者が保有する自己株式を除きます。）を取得できなかった場合には、下記「(4) 本公開買付け後の組織再編等の方針（いわゆる二段階買収に関する事項）」に記載されている、対象者の株主を公開買付者及び本不応募合意株主のみとするための一連の手続（以下「本スクイーズアウト手続」といいます。）を実施することを予定しております。なお、公開買付者は、下記「(4) 本公開買付け後の組織再編等の方針（いわゆる二段階買収に関する事項）」に記載のとおり、本臨時株主総会を2025年12月頃を目処に開催することを

対象者に対して要請する予定であるため、対象者株式の非公開化は2026年1月乃至2月頃に完了すると考えております。

なお、本公開買付けにおいては、本公開買付けの成立後、公開買付者及び本不応募合意株主が保有する対象者の議決権の合計数が対象者の総株主の議決権の数の3分の2を下回る場合、本スクイズアウト手続として行われる本株式併合の議案が本臨時株主総会において承認されない可能性も完全には否定できません。しかし、仮に、当該承認が得られない場合であっても、公開買付者は、最終的に対象者株式の全て（但し、本譲渡制限付株式を含み、公開買付者及び本不応募合意株主が保有する対象者株式並びに対象者が保有する自己株式を除きます。）を取得することを目的とし、対象者株式の非公開化を行う方針であることから、本公開買付けにおける応募状況や当該時点における対象者の株主の所有状況及び属性並びに市場株価の動向も踏まえた上で、本株式併合に係る議案が対象者の株主総会において現実的に承認される水準（具体的な水準は本臨時株主総会における議決権行使比率や直近の対象者の株主構成を踏まえて決定いたします。）に至るまで、市場内での買付け又は市場外での相対取得の方法により、対象者株式を追加取得し、対象者株式の非公開化を目指す予定です。当該追加取得に関しては、公開買付者は、市場内取引の場合は市場価格により、市場内取引以外の方法による場合には、対象者株式に係る株式併合又は株式分割といった価格の調整を必要とする事象が生じない限り、本公開買付価格（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」に定義します。）と経済的に同等と評価される価格（対象者が株式併合又は株式分割等、支払う対価の調整を要する行為を行わない限り、1株あたり、本公開買付価格と同額）により、対象者株式を取得する方針です。このような追加取得の具体的な時期及び方法並びにその後の株主総会による本株式併合に係る議案の承認までに要する期間については、市況等の諸事情によるため現時点では決定することができませんが、公開買付者としては実務上可能な限り速やかに本株式併合が実施されるように最大限努めるものといたします。

また、対象者が2025年9月11日に公表した「その他の関係会社である出光興産株式会社による当社株式に対する公開買付けに関する賛同の意見表明及び応募推奨のお知らせ」（以下「対象者プレスリリース」といいます。）によれば、対象者は、2025年9月11日開催の取締役会において、本公開買付けに賛同する旨の意見を表明するとともに、対象者の株主の皆様に対して、本公開買付けへの応募を推奨することを決議したとのことです。

上記対象者取締役会決議の詳細は、対象者プレスリリース及び下記「(3) 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「対象者における利害関係を有しない取締役全員の承認及び監査役全員の異議がない旨の意見」をご参照ください。

(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

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

公開買付者並びに子会社181社及び関連会社58社（本書提出日現在）により構成される企業グループ（以下「公開買付者グループ」といいます。）は、燃料油事業（注4）、基礎化学品事業（注5）、高機能材料事業（注6）、電力・再生可能エネルギー事業（注7）、資源事業（注8）、その他の事業（注9）を行っております。公開買付者は、1911年6月、創業者の出光佐三氏の下で、出光商会として福岡県門司市（現・北九州市門司区）で創業し、関門地区を中心として石油販売を開始しました。1940年3月に、東京で、出光佐三氏が出光興産株式会社を設立し、1947年11月には出光商会を吸収合併消滅会社として出光興産株式会社と合併しました。なお、公開買付者は、2006年10月に東京証券取引所市場第一部に上場し、2022年4月4日付の東京証券取引所の市場区分の見直しにより、現在は東京証券取引所プライム市場に上場しております。

（注4）「燃料油事業」とは、原油・石油製品の輸送、石油の精製、石油関連製品の製造、石油製品・サービスステーション関連商品の販売、海外における原油等の売買、並びに石油製品の製造及び販売事業を指します。

（注5）「基礎化学品事業」とは、石油化学原料・製品の製造及び販売事業を指します。

（注6）「高機能材料事業」とは、潤滑油、エンジニアリングプラスチック・粘接着基材、電子材料、高機能アスファルト、化学農薬・生物農薬等の製造及び販売事業を指します。

（注7）「電力・再生可能エネルギー事業」とは、発電・電力の供給及び販売、再生可能エネルギー電源の開発及び運営事業を指します。

（注8）「資源事業」とは、石油・天然ガス・地熱資源の調査、探鉱、開発及び販売、石炭の生産、調達及び販売事業を指します。

（注9）「その他の事業」とは、保険代理店業等を指します。

一方、対象者は、2003年1月にアラビア石油株式会社（以下「アラビア石油」といいます。）と富士石油株式会社（以下「旧富士石油」といいます。）が共同して株式移転によりAOCホールディングス株式会社を設立したとのことです。2013年10月には、AOCホールディングスを存続会社として旧富士石油を吸収合併し、現在の富士石油株式会社に商号を変更したとのことです。2025年4月には対象者を存続会社としてアラビア石油を吸収合併し、2025年9月11日現在、対象者の連結対象会社は5社、関連会社は4社とのことです。また、対象者が発行す

る株式については、2003年1月に東京証券取引所市場第一部及び大阪証券取引所市場第一部に上場し、2004年4月には大阪証券取引所の上場を廃止したとのことです。また、2022年4月4日付の東京証券取引所の市場区分の見直しにより、現在は東京証券取引所プライム市場に上場しているとのことです。

対象者グループ（対象者並びに連結子会社5社及び関連会社4社（本書提出日現在）により構成される企業グループをいいます。以下同じです。）は、石油の精製、貯蔵、調達、売買及び原油・石油製品等の輸送・入出荷を主な事業内容としており、また、2050年に向けた長期的な経営の方向性を以下のとおり定めているとのことです。

<対象者グループの2050年に向けた長期的な経営の方向性>

- ・袖ヶ浦製油所は、エネルギーの安定供給の使命を果たし続けるための重要な価値創造拠点（注10）として在り続ける。
 - ・低炭素・循環型社会への貢献は、企業としての社会的責務かつ対象者の未来のための最重要経営課題であると捉え、低炭素化した石油及びカーボンニュートラルなエネルギーを供給する企業となる。
- （注10） 社会的変化に伴いその形を変えつつ、社会が必要とするエネルギーの供給を通じ、株主、顧客、地域社会、従業員など全てのステークホルダーに対し、金銭的価値だけでなく、低炭素・循環型社会へ貢献するといった社会的価値・環境価値をも創出する拠点。即ち、袖ヶ浦製油所を、第三次中期事業計画に掲げた「長期的経営の方向性」を踏まえて設定した「2つの基本方針」に基づく「重点課題」＝既存ビジネス（石油精製事業）と新規事業（再生可能エネルギー供給事業等）の両利き経営に取り組んでいくための中核的経営資源・中長期的な成長拠点と位置づけ、企業価値の向上を目指しています。

この方向性に沿った取り組みを推進するために、2021～2024年度の4年間を対象とする第三次中期事業計画においては、収益の安定的拡大と環境負荷低減の両立を図るため、石油精製事業の更なる基盤強化及び脱炭素社会に向けた取組強化を基本方針とし、稼働信頼性の維持・強化、コスト競争力の強化、競争優位の確立、製油所の徹底した環境負荷低減、脱炭素ビジネスの追求に注力してきたとのことです。

公開買付者は、2019年7月1日に、公開買付者を吸収分割承継会社、昭和シェル石油株式会社を吸収分割会社とする会社分割により昭和シェル石油株式会社の全事業を承継したことにより、同社から対象者株式5,144,000株（当時の発行済株式総数の6.58%）を承継いたしました。その後、2024年3月26日、公開買付者は、住友化学株式会社が保有していた対象者株式の全てである5,051,600株（当時の発行済株式総数の6.46%）を、市場外で取得いたしました。これにより、公開買付者は対象者株式10,195,600株（当時の発行済株式総数の13.04%）を保有するに至り、対象者の主要株主である筆頭株主となりました。

そして、2024年4月16日、公開買付者と対象者は、資本業務提携に関する合意書を締結し、当該資本業務提携の一環として、公開買付者は、2024年8月1日付で、株式会社JERAが保有していた対象者株式の全てである6,839,920株（当時の発行済株式総数の8.75%）を市場外で取得いたしました。これにより、公開買付者は、当時保有していた対象者株式10,195,600株（当時の発行済株式総数の13.04%）と合わせ、17,035,520株（当時の発行済株式総数の21.79%）を保有するに至り、対象者を持分法適用関連会社といたしました。

公開買付者は、次期中期経営計画作成の一環として、2025年3月下旬より、石油製品について想定される環境条件及びそれを踏まえた供給体制に関する検討を開始しました。その中で、国内燃料油需要は漸減しているものの、国土交通省観光庁が2024年3月に公表した「明日の日本を支える観光ビジョン」において、2019年時点で3188万人であった訪日外国人旅行者数を、2030年には6000万人まで増加させる目標が掲げられ、目標達成に向けて航空機便数の増加が見込まれることから、国内でのJET燃料（注11）は需要が大きく増加する見込みであり、FACTS GLOBAL ENERGY（注12）が2024年に公表した、各国の政策・経済状況を踏まえた燃料油の需要予測レポートによれば、海外においても特にアジア環太平洋において、中長期的な燃料油需要の増加が想定されており、需要は堅調に推移する見込みであること、一方で、製油所における設備トラブルへの対応や働き方改革により定期修理に要する期間は長期化する傾向にあることから、将来的にエネルギーの安定供給という社会的責任を果たすためにも、石油製品の供給体制を強化することが重要という結論に至りました。これらの検討を踏まえ、公開買付者は、対象者を完全子会社化して意思決定の柔軟化及び迅速化を図り、公開買付者グループ及び対象者が一体となって長期的な視野に立った生産体制を構築することにより、エネルギーの安定供給基盤を構築することが必要不可欠であるとの認識に至りました。そこで、公開買付者は、2025年4月中旬、対象者に対して、供給体制の強化を大きな目的とした本取引の検討を開始した旨を初期的に伝達しました。

（注11） 「JET燃料」とは、ガソリンや軽油と同じく原油を精製して作られる液体燃料の一種であり、航空機のジェットエンジンを動かす燃料を指します。

(注12) 「FACTS GLOBAL ENERGY」とは、石油、ガス/LNG、NGL市場に関する主要な独立した調査、分析、コンサルティング、アドバイザリーサービスを提供する英国のグローバルエネルギーコンサルタント会社を指します。

また、公開買付者は、本取引に関して検討を進めるにあたり、2025年3月下旬、公開買付者グループ及び対象者グループから独立した法務アドバイザーとして西村あさひ法律事務所・外国法共同事業を、同年4月中旬、公開買付者グループ及び対象者グループから独立した財務アドバイザー及び第三者算定機関としてJPモルガン証券株式会社（以下「JPモルガン証券」といいます。）をそれぞれ選任いたしました。

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

石油製品の生産体制最適化

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

長期的な視野に立ったエネルギーの安定供給基盤の構築

栈橋やタンクの有効活用などグループ全体にて設備投資や相互活用を行うことで、より効果的にエネルギーの安定供給の基盤を構築することが見込まれます。

両社の機能やインフラの相互活用や一元化によるコスト競争力の強化

原料や資機材調達、工事関連資材の調達を一元化することで更なるコスト削減が期待できます。また、対象者の国内有数の大型栈橋を活用することにより効率的な輸出入により競争力の強化が期待できます。

低炭素エネルギーの供給体制の構築

対象者袖ヶ浦製油所と公開買付者千葉事業所が一体となって長期的な目線に立ち構造改革を行うことにより、低炭素エネルギーの供給拠点の構築を検討してまいります。

以上より、2025年5月13日、対象者に対して、対象者株式の全て（但し、対象者が保有する自己株式を除きます。）を取得し、対象者を公開買付者の完全子会社として対象者を非公開化することに関する、法的拘束力を有しない初期的提案書（以下「本初期的提案書」といいます。）を提示いたしました。

なお、一般に株式の非公開化によるデメリットとしては、資金調達力の低下、取引先その他のステークホルダーへの影響や従業員のモチベーション低下が挙げられますが、対象者は既に社会のステークホルダーから高い信用力を獲得しており、本取引の実行後に対象者は、公開買付者とのシナジーの実現を通じたグループレベルでの企業価値の向上を図るとともに、公開買付者グループの資金力、知名度・ブランド力及び社会的な信用を活用できることから、本取引を通じて株式の非公開化を行うデメリットは限定的であると考えています。

公開買付者は、当初、対象者を完全子会社化することを提案していましたが、その後、公開買付者は、シナジーの最大化及び対象者グループの企業価値向上に向けた検討を進める中で、本不応募合意株主及び対象者の第3位株主であるクウェート石油公社（所有株式数：5,811,390株、所有割合：7.52%）については、公開買付者グループの石油精製事業を支える原油の安定供給元であり、両者との関係を維持・強化して本取引実行後の対象者を含む公開買付者グループへの原油供給の安定性を維持する観点から、対象者株式の非公開化後も対象者の株主として留まっていたことが最適であるとの考えに至り、本不応募合意株主との間では2025年7月上旬より、クウェート石油公社との間では同年6月上旬より、協議を開始し、両株主にはその保有する対象者株式について本公開買付けに応募いたadaず、本取引後も対象者株主として留まっていたことを想定している旨を説明し、その後も協議を継続しました。そして、その後具体的な契約内容について協議を進め、公開買付者は、2025年9月11日、本不応募合意株主との間で本不応募契約を締結いたしました。一方、公開買付者は、クウェート石油公社とも具体的な契約内容について協議を進めていましたが、2025年9月上旬になり同社から、本取引を機に対象者株式を売却したい旨の意向が示されました。これを受けて、公開買付者は、クウェート石油公社が保有する対象者株式の全てについて、本公開買付けに応募する意向である旨を確認しております（応募合意に係る契約については、締結しておりません。）。

加えて、公開買付者は、2025年6月中旬から9月上旬にかけて、対象者に対するデュー・ディリジェンスを実施いたしました。

そして、公開買付者は、本公開買付けにおける対象者株式1株当たりの買付け等の価格（以下「本公開買付価格」といいます。）を含む本取引の諸条件等の検討を進めた結果、2025年8月8日、対象者及び本特別委員会（下記「対象者が本公開買付けに賛同するに至った意思決定の過程及び理由」）に定義します。以下同じです。）に対して、（ ）同日の東京証券取引所プライム市場における対象者株式の終値320円、過去1ヶ月間の終値の単純平均値325円（小数点以下を四捨五入。以下、終値の単純平均値の計算において同じです。）、過去3ヶ月間の終値の単純平均値304円、過去6ヶ月間の終値の単純平均値303円を上回っていること、（ ）同日の東

京証券取引所プライム市場における対象者株式の終値320円に対して25.00%（小数点以下第三位を四捨五入。以下、株価に対するプレミアム率の計算において同じです。）、過去3ヶ月間の終値の単純平均値304円に対して31.58%、過去6ヶ月間の終値の単純平均値303円に対して32.01%のプレミアムが付与されていることを総合的に勘案し、本公開買付価格を400円とする初回提案を行いました。また、公開買付者は、当該初回提案において、対象者及び本特別委員会に対して、本取引後も本不応募合意株主及びクウェート石油公社に対象者の株主として留まっていただく想定であること、本公開買付け成立後に公開買付者の所有割合が35.05%となるように本公開買付けの買付予定数の下限を設定する想定であること等を提案いたしました。その後、公開買付者は、2025年8月16日、本特別委員会から、（ ）対象者のフィナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関であるみずほ証券株式会社（以下「みずほ証券」といいます。）並びに本特別委員会の第三者算定機関である株式会社ブルータス・コンサルティング（以下「ブルータス」といいます。）による株式価値算定結果、（ ）本取引と類似する取引事例（具体的には、経済産業省がM&A指針を公表した2019年6月28日以降に公表された、持分法適用関連会社である上場会社の非公開化を企図して成立した公開買付け事例（但し、リーク報道があった事例を除きます。）のプレミアム水準、（ ）対象者株式の市場株価の推移（2024年6月14日における対象者株式の終値565円を含みます。）、及び（ ）本取引の実行により実現することが期待されるシナジー効果等を踏まえて総合的に検討した結果、当該提案価格は本取引の実行により実現することが期待される企業価値の増加分が対象者の一般株主に公正に分配された価格として不十分な水準であると判断したため、本公開買付価格について再検討すべき旨の要請を受けました。また、公開買付者は、本特別委員会から、現状対象者において本不応募合意株主及びクウェート石油公社との間で原油取引がないこと、一般株主への説明の観点及び対象者の企業価値向上の観点等を踏まえて、公開買付者が全ての対象者株式を取得することが本取引において重要と考えているため、本不応募合意株主及びクウェート石油公社の取扱いについて再検討すべき旨、取引条件の妥当性及び手続の公正性（一般株主に対する強圧性排除を含みます。）の観点から、本株式併合に係る議案の可決が確実に可能な水準（本公開買付け後の公開買付者の議決権比率3分の2以上）及びいわゆる「マジョリティ・オブ・マイノリティ」（Majority of Minority）（以下「MoM」といいます。）水準のいずれをも満たす下限を設定することが重要だと考えているため、買付予定数の下限についても再検討すべき旨の要請を受けました。

公開買付者は、2025年8月21日、対象者及び本特別委員会に対して、（ ）同月20日の東京証券取引所プライム市場における対象者株式の終値320円、過去1ヶ月間の終値の単純平均値327円、過去3ヶ月間の終値の単純平均値309円、過去6ヶ月間の終値の単純平均値302円を上回っていること、（ ）同日の東京証券取引所プライム市場における対象者株式の終値320円に対して32.81%、過去3ヶ月間の終値の単純平均値309円に対して37.54%、過去6ヶ月間の終値の単純平均値302円に対して40.73%のプレミアムが付与されていることから、公開買付者としては、対象者の株主にとっても合理的な価格での売却機会を提供するものであると考えたため、本公開買付価格を425円とする第2回提案を行いました。また、公開買付者は、当該第2回提案において、対象者及び本特別委員会に対して、現状、対象者において大株主との原油取引はないものの将来的な本不応募合意株主及びクウェート石油公社からの原油調達を通じた調達先の多様化余地を残しておくことは対象者の原油調達の安定性を高めることや競争力強化の観点で企業価値にとってもプラスに働く可能性があると考えていること、公開買付者としても本不応募合意株主及びクウェート石油公社との既存の取引関係を活用し良好な関係を維持する中で対象者とのシナジーが創出されることを期待していること、本不応募合意株主及びクウェート石油公社は産油国の政府又は国営の石油公社であるため、対象者の一般株主とは性質の異なる株主であることは一般株主にも説明可能であること等から、本取引後も本不応募合意株主及びクウェート石油公社に対象者の株主として留まっていただく必要があることを提案いたしました。さらに、公開買付者は、当該第2回提案において、対象者及び本特別委員会に対して、パッシブ・インデックス運用ファンドが保有する株式数や対象者の直近5期の定時株主総会における議決権行使比率、株式併合議案を諮る臨時株主総会においては議決権行使比率が通常の株主総会と比べて低下する傾向があること等を踏まえて、本公開買付けの成立の安定性を高めて対象者の一般株主の皆様合理的な売却機会を提供しつつ、本株式併合の議案が承認される水準にするという観点から、本公開買付け成立後に公開買付者の所有割合が35.05%となるように本公開買付けの買付予定数の下限を設定することが必要かつ適切であると考えていることを提案いたしました。

その後、公開買付者は、2025年8月26日、本特別委員会から、（ ）対象者のフィナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関であるみずほ証券並びに本特別委員会の第三者算定機関であるブルータスによる株式価値算定結果、（ ）本取引と類似する取引事例（具体的には、経済産業省がM&A指針を公表した2019年6月28日以降に公表された、持分法適用関連会社である上場会社の非公開化を企図して成立した公開買付け事例（但し、リーク報道があった事例を除きます。）のプレミアム水準）、（ ）対象者株式の市場株価の推移（2024年6月14日における対象者株式の終値565円を含みます。）、及び（ ）本取引の実行により実現することが期待されるシナジー効果等を踏まえて総合的に検討した結果、当該提案価格は本取引の実行により実現することが期待される企業価値の増加分が対象者の一般株主に公正に分配された価格として未だ不十分な水準であると判断したため、本公開買付価格について再検討すべき旨の要請を受けました。また、公開買付者は、本特別委員会から、現状対象者において本不応募合意株主及びクウェート石油公社との間で原油取引がないこと、一般株主への説明の観点及び対象者の企業価値向上の観点等を踏まえて、公開買付者が全ての対象者株式を取得することが本取引において重要と考えているため、本不応募合意株主及びクウェート石油公社の取扱いについて再検討すべき旨、取引条件の妥当

性及び手続の公正性（一般株主に対する強圧性排除を含みます。）の観点から、本株式併合に係る議案の可決が確実に可能な水準（本公開買付け後の公開買付者の議決権比率3分の2以上）及びMoM水準のいずれをも満たす下限を設定することが重要だと考えているため、買付予定数の下限についても再検討すべき旨の要請を受けました。

公開買付者は、2025年8月28日、対象者及び本特別委員会に対して、（ ）同月27日の東京証券取引所プライム市場における対象者株式の終値338円、過去1ヶ月間の終値の単純平均値332円、過去3ヶ月間の終値の単純平均値313円、過去6ヶ月間の終値の単純平均値303円を上回っていること、（ ）同日の東京証券取引所プライム市場における対象者株式の終値338円に対して33.14%、過去1ヶ月間の終値の単純平均値332円に対して35.54%、過去3ヶ月間の終値の単純平均値313円に対して43.77%、過去6ヶ月間の終値の単純平均値303円に対して48.51%のプレミアムが付与されていることから、公開買付者としては、対象者の株主にとっても合理的な価格での売却機会を提供するものであると考えたため、本公開買付価格を450円とする第3回提案を行いました。また、公開買付者は、当該第3回提案において、対象者及び本特別委員会に対して、現状、対象者において大株主との原油取引はないものの将来的な本不応募合意株主及びクウェート石油公社からの原油調達を通じた調達先の多様化余地を残しておくことは対象者の原油調達の安定性を高めることや競争力強化の観点で企業価値にとってもプラスに働く可能性があると考えていること、公開買付者としても本不応募合意株主及びクウェート石油公社との既存の取引関係を活用し良好な関係を維持する中で対象者とのシナジーが創出されることを期待していること等から、本取引後も本不応募合意株主及びクウェート石油公社に対象者の株主として留まっていただく必要があることを提案いたしました。さらに、公開買付者は、当該第3回提案において、対象者及び本特別委員会に対して、MoM水準を満たす下限を設定することはかえって本公開買付けによる対象者株式の売却を希望する対象者の一般株主の売却機会を阻害することに繋がると考えられること等を踏まえて、本公開買付けの成立の安定性を高める観点から、本公開買付け成立後に公開買付者の所有割合が35.05%となるように本公開買付けの買付予定数の下限を設定することが適切であると考えていることを提案いたしました。その後、公開買付者は、2025年9月1日、本特別委員会から、（ ）対象者のフィナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関であるみずほ証券並びに本特別委員会の第三者算定機関であるブルータスによる株式価値算定結果、（ ）本取引と類似する取引事例（具体的には、経済産業省がM&A指針を公表した2019年6月28日以降に公表された、持分法適用関連会社である上場会社の非公開化を企図して成立した公開買付け事例（但し、リーク報道があった事例を除きます。）のプレミアム水準）、（ ）対象者株式の市場株価の推移（2024年6月14日における対象者株式の終値565円を含みます。）、及び（ ）本取引の実行により実現することが期待されるシナジー効果等を踏まえて総合的に検討した結果、当該提案価格は本取引の実行により実現することが期待される企業価値の増加分が対象者の一般株主に公正に分配された価格として未だ不十分な水準であると判断したため、本公開買付価格について再検討すべき旨の要請を受けました。また、公開買付者は、本特別委員会から、本取引後も本不応募合意株主及びクウェート石油が対象者の株主として留まることにより、一般株主が、本不応募合意株主及びクウェート石油が本公開買付価格を不十分と判断したとの疑念を抱くおそれがあること等を踏まえて、本不応募合意株主及びクウェート石油公社の取扱いについて再検討すべき旨、取引条件の妥当性及び手続の公正性（一般株主に対する強圧性排除を含みます。）の観点から、本株式併合に係る議案の可決が確実に可能な水準（本公開買付け後の公開買付者の議決権比率3分の2以上）及びMoM水準のいずれをも満たす下限を設定することが重要だと考えているため、買付予定数の下限についても再検討すべき旨の要請を受けました。

公開買付者は、2025年9月2日、対象者及び本特別委員会に対して、（ ）同月1日の東京証券取引所プライム市場における対象者株式の終値336円、過去1ヶ月間の終値の単純平均値333円、過去3ヶ月間の終値の単純平均値315円、過去6ヶ月間の終値の単純平均値304円を上回っていること、（ ）同日の東京証券取引所プライム市場における対象者株式の終値336円に対して39.88%、過去1ヶ月間の終値の単純平均値333円に対して41.14%、過去3ヶ月間の終値の単純平均値315円に対して49.21%、過去6ヶ月間の終値の単純平均値304円に対して54.61%のプレミアムが付与されていることから、公開買付者としては、対象者の株主にとっても合理的な価格での売却機会を提供するものであると考えたため、本公開買付価格を470円とする第4回提案を行いました。また、公開買付者は、当該第4回提案において、対象者及び本特別委員会に対して、本取引後も本不応募合意株主及びクウェート石油公社に対象者の株主として留まっていただく必要があることを引き続き提案いたしました。さらに、公開買付者は、当該第4回提案において、本公開買付けの買付予定数の下限について、対象者及び本特別委員会に対して、本公開買付け成立後に公開買付者の所有割合が48.05%となるように本公開買付けの買付予定数の下限を設定すること（対象者の発行済株式総数から対象者が保有する自己株式数を控除した株式数の3分の2を乗じた数から、公開買付者が保有する株式数、本不応募合意株主及びクウェート石油公社が保有する株式数、最大限保守的に見積もったパッシブ・インデックス運用ファンドが保有する株式数、対象者の取締役及び執行役員が保有する譲渡制限付株式の株を除いた株式数にすること）を提案いたしました。その後、公開買付者は、2025年9月4日、本特別委員会から、（ ）対象者のフィナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関であるみずほ証券並びに本特別委員会の第三者算定機関であるブルータスによる株式価値算定結果、（ ）本取引と類似する取引事例（具体的には、経済産業省がM&A指針を公表した2019年6月28日以降に公表された、持分法適用関連会社である上場会社の非公開化を企図して成立した公開買付け事例（但し、リーク報道があった事例を除きます。）のプレミアム水準、（ ）対象者株式の市場株価の推移（2024年6月14日における対象者株式の終値565円

を含みます。)、及び()本取引の実行により実現することが期待されるシナジー効果等を踏まえて総合的に検討した結果、当該提案価格は本取引の実行により実現することが期待される企業価値の増加分が対象者の一般株主に公正に分配された価格として未だ不十分な水準であると判断したため、本公開買付価格について再検討すべき旨の要請を受けました。また、公開買付者は、本特別委員会から、本取引後も本不応募合意株主が対象者の株主として留まることにより、一般株主が、本不応募合意株主が本公開買付価格を不十分と判断したとの疑念を抱くおそれがあること等を踏まえて、本不応募合意株主の取扱いについて再検討すべき旨(クウェート石油公社は2025年9月上旬に本公開買付けへの応募を行う方針となり、公開買付者は、当該方針を尊重することいたしました。)、取引条件の妥当性及び手続の公正性(一般株主に対する強圧性排除を含みます。)の観点から、本株式併合に係る議案の可決が確実に可能な水準(本公開買付け後の公開買付者の議決権比率3分の2以上)及びMoM水準のいずれをも満たす下限を設定することが重要だと考えているため、買付予定数の下限についても再検討すべき旨の要請を受けました。

公開買付者は、2025年9月5日、対象者及び本特別委員会に対して、()同月4日の東京証券取引所プライム市場における対象者株式の終値340円、過去1ヶ月間の終値の単純平均値334円、過去3ヶ月間の終値の単純平均値317円、過去6ヶ月間の終値の単純平均値305円を上回っていること、()同日の東京証券取引所プライム市場における対象者株式の終値340円に対して41.18%、過去1ヶ月間の終値の単純平均値334円に対して43.71%、過去3ヶ月間の終値の単純平均値317円に対して51.42%、過去6ヶ月間の終値の単純平均値305円に対して57.38%のプレミアムが付与されていることから、公開買付者としては、対象者の株主にとっても合理的な価格での売却機会を提供するものであると考えたため、本公開買付価格を480円とする最終提案を行いました。また、公開買付者は、当該最終提案において、対象者及び本特別委員会に対して、本公開買付け成立後に公開買付者の所有割合が57.91%となるように本公開買付けの買付予定数の下限を設定すること(対象者の発行済株式総数から対象者が保有する自己株式数を控除した株式数の3分の2を乗じた数から、公開買付者が保有する株式数、本不応募合意株主が保有する株式数、公開買付者がヒアリングを実施した結果、公開買付けには応募しないものの、その後のスクイズアウト手続における株主総会においては株式併合に係る議案に対して原則として賛成の議決権行使を行う方針であると回答したバッシブ・インデックス運用ファンドが保有する株式数、対象者の取締役及び執行役員が保有する譲渡制限付株式の株を除いた株式数にすること)を提案いたしました。その後、公開買付者は、2025年9月7日、本特別委員会から、2025年9月9日に本公開買付けの開始公表が行われることを前提に、対象者取締役会に対して、本取引を行うことが対象者の一般株主にとって公正であると考えられる旨の答申書を提出することを予定している旨の回答を受けました。その後、公開買付者は、2025年9月8日、対象者及び本特別委員会に対し、本公開買付けの開始公表を2025年9月11日とすることを検討しているとの連絡を行い、本特別委員会から、2025年9月10日に公開買付者からの提案内容について改めて検討を行い、対象者取締役会に対して、本取引を行うことが対象者の一般株主にとって公正であると考えられる旨を含む答申を行うことを決定したとの連絡を受けました。なお、本公開買付価格は、対象者の2025年6月末時点の連結簿価純資産額を基礎として算出した1株当たり連結簿価純資産額(882.62円)を下回っているものの、1株当たり連結簿価純資産額は、現時点で企業を解散・清算した場合に実現することが期待される価値(以下「清算価値」といいます。)について、企業が保有する資産及び負債の全てが帳簿価額で売却可能であることを前提とした場合の金額に相当すると考えられるところ、(a)公開買付者は、本取引後も継続して対象者に事業活動を行ってもらう予定であり、対象者を解散・清算することは想定していないことから、継続企業である対象者の株式価値の評価において1株当たり連結簿価純資産額を重視することは合理的でないと考えられることに加えて、(b)対象者においては例えば汎用性が乏しい対象者独自の規格となっている機械装置や運搬具について処分に伴う相当な減価等が発生するため、簿価純資産額をそのまま清算価値として換価することは適切ではないと考えられること等に起因して、1株当たり清算価値は本公開買付価格を下回る可能性があると考えております。

以上の経緯の下で、公開買付者は、2025年9月11日付の取締役会決議において、本公開買付価格を480円とし、本公開買付けを実施することを決定いたしました。

対象者が本公開買付けに賛同するに至った意思決定の過程及び理由

対象者プレスリリースによれば、上記「本公開買付けの実施を決定するに至った背景、目的及び意思決定の過程」に記載のとおり、対象者は、2025年5月13日、本初期提案書を受領したとのことです。これを受けて対象者は、本公開買付価格の公正性その他本公開買付けを含む本取引の公正性を担保すべく、2025年5月中旬に、公開買付者グループ及び対象者グループ並びに本取引の成否のいずれからも独立したフィナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関としてみずほ証券を、また公開買付者グループ及び対象者グループ並びに本取引の成否のいずれからも独立したリーガル・アドバイザーとして岩田合同法律事務所(以下「岩田合同」といいます。)をそれぞれ選任したとのことです。

その上で、対象者は、本取引が対象者の主要株主かつ筆頭株主による持分法適用関連会社の買収に該当し、公開買付者と対象者又は対象者の一般株主との間に構造的な利益相反及び情報の非対称性の問題が存することに鑑み、本取引に関する対象者の意思決定に慎重を期し、対象者取締役会の意思決定過程における恣意性及び利益相反のおそれを排除し、その公正性を担保することを目的として、2025年5月22日開催の対象者取締役会決議により、公開買付者グループ及び対象者グループ並びに本取引の成否から独立した、佐藤良氏(対象者社外取締

役)、金井睦美氏(対象者社外監査役、公認会計士)及び岩田合同より推薦を受けた企業法務弁護士としての豊富な知識と見識を有する森幹晴氏(弁護士、東京国際法律事務所代表パートナー)の3名によって構成される特別委員会(以下「本特別委員会」といいます。本特別委員会の設置等の経緯、検討の経緯及び判断内容については、下記「(3)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「対象者における独立した特別委員会の設置及び特別委員会からの答申書の取得」をご参照ください。)を設置したとのことです。また、本特別委員会は2025年6月11日、その専門性・実績等や、公開買付者グループ及び対象者グループ並びに本取引の成否から独立性を有していること等を踏まえ、本特別委員会独自の第三者算定機関としてブルータスを選任する旨を決定したとのことです。加えて、対象者は、下記「(3)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「対象者における利害関係を有しない取締役全員の承認及び監査役全員の異議がない旨の意見」に記載のとおり、公開買付者グループ及び対象者グループから独立した立場で、本公開買付けに係る検討、交渉及び判断を行う体制(本公開買付けの検討、交渉及び判断に關与する対象者の役職員の範囲及びその職務を含むとのことです。)を対象者の社内に構築し、検討を進めてきたとのことです。

上記体制の整備後、本特別委員会は、みずほ証券及び岩田合同の助言を受けながら、本公開買付価格を含む本取引に係る取引条件について、対象者のフィナンシャル・アドバイザーであるみずほ証券を通じて公開買付者との間で協議・交渉を行ったとのことです。

具体的には、対象者及び本特別委員会は、2025年8月8日に、公開買付者から、本不応募合意株主及びクウェート石油公社が本取引後も対象者の株主として残ること等を前提とした上で、公開買付価格を1株当たり400円(当該時点の東京証券取引所プライム市場における対象者株式の終値320円に対して25.00%のプレミアム)とする旨及び買付予定数の下限を公開買付け成立後に公開買付者の所有割合が35.05%となるように設定する旨を含む、本公開買付けに関する最初の提案を受けたとのことです。当該提案を受け、本特別委員会は、当該提案価格について、(a)みずほ証券及びブルータスによる対象者株式価値のDCF法による分析結果(複数の評価方法が考えられる関係会社株式及び繰越欠損金の多角的な分析結果を含むとのことです。)、(b)本取引と類似する取引事例(具体的には、経済産業省がM&A指針を公表した2019年6月28日以降に公表されかつ成立した、持分法適用関連会社である上場会社の非公開化を企図したTOB事例(但し、リーク報道があった事例を除く。))のプレミアム水準、(c)対象者株式の市場株価の推移、(d)本取引の実行により実現することが期待されるシナジー効果等(事業上のシナジー効果に加え、公開買付者が本取引後に対象者の減資を行う場合を想定した、繰越欠損金の更なる活用によるシナジー効果を含むとのことです。)を踏まえて総合的に検討した結果、本取引の実行により実現することが期待される企業価値の増加分が対象者の一般株主に公正に分配された価格として不十分な水準であると考え、また、買付予定数の下限について、取引条件の公正性・妥当性及び手続の公正性の観点から、いわゆるMoM水準を満たす下限設定がなされることが重要だと考えて(なお、ここでのMoMとは、本基準株式数(77,240,335株)から、本書提出日において公開買付者が保有する対象者株式数17,035,520株、本不応募合意株式数5,811,390株及びクウェート石油公社が保有する対象者株式数5,811,390株を減じた48,582,035株の過半数に相当する数(24,291,018株)を上回る基準の株式数をいいます。)、2025年8月16日に、公開買付者に対して、公開買付価格及び買付予定数の下限に関する提案内容の再検討を要請したとのことです。

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

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

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

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

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

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

その結果、以下の観点から本取引は、対象者の企業価値の向上に資するものであると判断しているとのことです。

すなわち、対象者は、本取引により、以下に掲げる(a)から(e)のシナジーが実現可能となると考えることから、本取引は、対象者の企業価値の向上に資すると判断したとのことです。

(a) 石油製品の生産体制最適化

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

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

対象者は公開買付者以外にも独自の販売先を抱えていることから、公開買付者においては供給体制の拡充を期待できるものと考えているとのことです。他方、対象者においては、販売先が公開買付者に一本化し得ることにより、販売価格及び生産性の向上に繋がるものと考えているとのことです。

(c) 定期修理工事の共同管理化

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

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

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

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

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

また、対象者は、本公開買付価格について、上記の協議・交渉を踏まえ、以下()乃至()の点等を踏まえ、本公開買付価格は妥当性を有し、対象者の株主の皆様に対して、合理的な株式の売却の機会を提供するものであると判断したとのことです。

- () 本公開買付価格は、下記「(3) 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「 対象者における独立した第三者算定機関からの株式価値算定書の取得」に記載されているみずほ証券による対象者株式価値算定書（みずほ証券）における対象者株式の株式価値算定結果によれば、市場株価法の算定結果の上限を上回っており、DCF法の算定結果のレンジの範囲内であり、当該中央値を上回る金額となっていること。
- () 本公開買付価格は、下記「(3) 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「 特別委員会における独立した第三者算定機関からの株式価値算定書及び本フェアネス・オピニオンの取得」に記載されているブルータスによる本特別委員会株式価値算定書（ブルータス）における対象者株式の株式価値算定結果によれば、市場株価法の算定結果の上限を上回っており、DCF法の算定結果のレンジの範囲内であり、当該中央値を上回る金額となっており、かつ、下記「(3) 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「 特別委員会における独立した第三者算定機関からの株式価値算定書及び本フェアネス・オピニオンの取得」に記載されている本フェアネス・オピニオンにおいて、対象者株式の価値算定結果等に照らして、本公開買付価格である1株当たり480円が、対象者の一般株主にとって財務的見地から公正であるとの意見が述べられていること。
- () 本公開買付価格は、本公開買付けの実施についての公表日の前営業日である2025年9月10日の東京証券取引所プライム市場における対象者株式の終値及び過去の終値単純平均値に対してそれぞれ以下のプレミアムを加えた価格であるところ、かかるプレミアムの水準は、同種他社事例における平均的なプレミアム水準（具体的には、経済産業省がM&A指針を公表した2019年6月28日から2025年8月22日までに公表されかつ成立した、持分法適用関連会社である上場会社の非公開化を企図したTOB事例21件（但し、リーク報道があった事例を除く。）のプレミアム水準の平均値及び中央値の水準45.42%～59.37%（当該21件のプレミアム水準の平均値：公表日の前営業日の株価に対して54.48%、公表日の前営業日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値に対して57.06%、公表日の前営業日までの過去3ヶ月間の終値単純平均値に対して59.37%、公表日の前営業日までの過去6ヶ月間の終値単純平均値に対して58.55%。当該21件のプレミアム水準の中央値：公表日の前営業日の株価に対して45.42%、公表日の前営業日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値に対して50.64%、公表日の前営業日までの過去3ヶ月間の終値単純平均値に対して53.19%、公表日の前営業日までの過去6ヶ月間の終値単純平均値に対して54.32%））との比較において、遜色ない水準と考えられること。

（評価基準日：2025年9月10日）

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

- () 本公開買付価格は、(a)2024年3月26日に、公開買付者が、住友化学株式会社が当時保有していた対象者株式の全て(5,051,600株、当時の発行済株式総数の6.46%)を市場外で取得した際の株式取得単価330円を上回り、かつ、(b)2024年8月1日に、公開買付者が、株式会社JERAが当時保有していた対象者株式の全て(6,839,920株、当時の発行済株式総数の8.75%)を市場外で取得した際の株式取得単価360円を上回る金額であること。
- () 対象者の第3位株主であるクウェート石油公社は、公開買付者から独立した当事者の関係にあると考えられるところ、そのような立場であるクウェート石油公社より、クウェート石油公社が保有する対象者株式の全て(5,811,390株、所有割合:7.52%)について、本公開買付けに応募する意向が示されていることは、本公開買付価格の公正さを裏付ける要素の一つであると言えること。
- () 下記「(3) 本公開買付価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置」に記載されているMoM水準を満たす買付予定数の下限設定がなされている等、対象者の一般株主の利益への配慮がなされていると認められること。
- () 本特別委員会において、みずほ証券及びブルータスによる対象者株式価値の分析結果並びに岩田合同から受けた法的助言等を踏まえつつ、みずほ証券を通じて公開買付者との間で真摯かつ継続的な協議・交渉が行われ、公開買付者より、本公開買付価格の引き上げ予定がない旨を複数回主張される水準まで引き上げられた経緯の下で決定された価格であること。
- () 本特別委員会において、買付予定数の上限・下限や撤回等の条件、二段階買収に関する事項等の本公開買付価格以外の本取引の諸条件についても、強圧性を生じないようにする配慮を欠く等、一般株主にとって不利となるような条件は設定されておらず、妥当である旨の意見を述べていること。
- () 本公開買付価格は、対象者の2025年6月末時点の連結簿価純資産額を基礎として算出した1株当たり連結簿価純資産額(882.62円)を下回っているものの(本公開買付価格は対象者の同時点の1株当たり連結簿価純資産額の54.38%に相当)、1株当たり連結簿価純資産額は、現時点で企業を解散・清算した場合に実現することが期待される価値(以下「清算価値」といいます。)について、企業が保有する資産及び負債の全てが帳簿価額で売却可能であることを前提とした場合の金額に相当すると考えられるところ、(a)対象者は、本取引後、公開買付者グループにおいて継続して事業活動を行う予定であり、本取引後に対象者を解散・清算することは想定しておらず、また、公開買付者からも、本取引後に対象者を解散・清算する予定はないことを複数回にわたって確認していることから、継続企業である対象者の株式価値の評価において1株当たり連結簿価純資産額を重視することは合理的でないと考えられることに加えて、(b)清算価値について、本取引の取引条件の妥当性を検討することを唯一の目的として、複数の仮定を用いて、対象者で試算を行ったところ、対象者が保有する資産及び負債のうち、有形固定資産及び無形固定資産(土地を除きます。)については、機械装置を始めとして対象者独自の規格になっており、帳簿価額での売却が困難と考えられること、また、土地については、時価に関する情報を踏まえ、帳簿価額での売却が困難と考えられること等に起因して、1株当たり清算価値が本公開買付価格を下回る試算結果が得られたこと。

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

以上より、対象者は、本公開買付けを含む本取引が対象者の企業価値向上に資するものであり、かつ本公開買付価格を含む本取引に係る諸条件は一般株主の利益を含む株主共同の利益に資するものであると判断したため、2025年9月11日開催の取締役会において、本公開買付けに賛同の意見を表明するとともに、対象者の株主の皆様に対して、本公開買付けへの応募を推奨することを決議したとのことです。

なお、上記取締役会決議の詳細は、下記「(3) 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「 対象者における利害関係を有しない取締役全員の承認及び監査役全員の異議がない旨の意見」をご参照ください。

本公開買付け後の経営方針

公開買付者による対象者株式の非公開化後の公開買付者グループ及び対象者グループの具体的な事業戦略については、公開買付者及び対象者が今後協議の上、決定していくことになりますが、一層踏み込んだ協業体制を実現し、意思決定の柔軟化及び迅速化を図ることで、石油製品の生産体制最適化を目指すことを基本方針と考えております。さらに、対象者及び公開買付者グループが一体となって長期的な視野に立った生産体制を構築することにより、エネルギーの安定供給基盤を構築し、日本のエネルギーセキュリティへ貢献してまいります。

また、公開買付者は、本取引後の対象者の経営体制については、本不応募契約において、本不応募合意株主との間で本不応募合意株主が対象者の社外取締役 1 名を指名する権利を有する旨を合意しているものの、それ以外の事項については今後対象者と協議の上、決定していく予定です。公開買付者は、現在非常勤取締役 2 名を対象者に派遣しておりますが、本取引後、一定数の取締役を対象者に派遣することを想定しており、これによりさらなる協業体制の強化を図ることを想定しております。なお、本取引後の経営体制は、対象者グループの従業員の雇用を維持することを前提としており、雇用条件における大きな変更は想定しておりません。

(3) 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

本書提出日現在、対象者は公開買付者の子会社ではなく、本公開買付けは支配株主による公開買付けには該当いたしません。また、対象者の経営陣の全部又は一部が公開買付者に直接又は間接に出資することも予定されておらず、本公開買付けを含む本取引は、いわゆるマネジメント・バイアウト（MBO）にも該当いたしません。

もっとも、()公開買付者は、対象者株式を17,035,520株（所有割合：22.06%）保有する対象者のその他の関係会社であり、対象者を持分法適用関連会社としていること、()対象者の取締役11名のうち、公開買付者の常務執行役員であった者が1名（前澤浩士氏）、公開買付者の常務執行役員を兼務している者が1名（山本順三氏）、本不応募合意株主から派遣されている者が1名（ムハンマド・シュブルーミー氏）、本公開買付けへの不応募に関する契約を公開買付者と締結する可能性があった株主（クウェート石油公社）から派遣されている者が1名（ハーリド・サバーハ氏）存在すること、その他対象者の職員に公開買付者の出身者又は同社からの出向者がいること等から、本公開買付けを含む本取引において、対象者及び公開買付者は、本公開買付けの段階から本公開買付価格の公正性を担保するとともに、本取引に関する意思決定の恣意性を排除し、意思決定過程の公正性、透明性及び客観性を確保し、また利益相反の疑いを回避する観点から、以下のとおり、本取引の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置を講じております。

なお、公開買付者は、本公開買付けにおいて、27,693,547株（所有割合：35.85%）を買付予定数の下限として設定しており、公開買付者と利害関係を有さない対象者の株主が保有する対象者株式の数の過半数、いわゆるMoM水準（本基準株式数（77,240,335株）から、本書提出日において公開買付者が保有する対象者株式数17,035,520株及び本不応募合意株式数5,811,390株を減じた54,393,425株の過半数に相当する数27,196,713株）を満たすものとなります。なお、以下の記載のうち、対象者において実施した措置等については、対象者から受けた説明に基づくものです。

公開買付者における独立した第三者算定機関からの株式価値算定書の取得

公開買付者は、本公開買付価格の公正性を担保するため、本公開買付価格を決定するにあたり、公開買付者グループ及び対象者グループから独立した第三者算定機関であるJPモルガン証券に対象者株式の価値算定を依頼いたしました。

詳細につきましては、下記「4 買付け等の期間、買付け等の価格及び買付予定の株券等の数」の「(2) 買付け等の価格」の「算定の基礎」をご参照ください。

対象者における独立した第三者算定機関からの株式価値算定書の取得

() 算定機関の名称並びに対象者及び公開買付者との関係

対象者プレスリリースによれば、対象者は、公開買付者グループ及び対象者グループ並びに本取引の成否から独立した第三者算定機関として、みずほ証券に対して、対象者株式の株式価値の算定を依頼し、2025年9月10日に、対象者株式価値算定書（みずほ証券）を取得したとのことです。なお、みずほ証券は、公開買付者グループ及び対象者グループの関連当事者にも該当せず、本取引に関して重要な利害関係を有していないとのことです。なお、みずほ証券は、株式会社みずほ銀行（以下「みずほ銀行」といいます。）及びみずほ信託銀行株式会社（以下「みずほ信託銀行」といいます。）と同じ株式会社みずほフィナンシャルグループの一員であり、みずほ銀行は、対象者及び公開買付者の株主たる地位を有しているほか、公開買付者及び対象者に対して通常の銀行取引の一環としての融資取引等を行っており、またみずほ信託銀行は対象者に対し通常の銀行取引の一環としての融資取引等を行っているとのことです。また、みずほ証券は、法第36条及び金融商品取引業等に関する内閣府令（平成19年内閣府令第52号。その後の改正を含みます。）第70条の4の適用法令に従い、みずほ証券とみずほ銀行及びみずほ信託銀行間の情報隔壁措置等の適切な利益相反管理体制を構築し、かつ実施しており、みずほ銀行及びみずほ信託銀行の株主及び貸付人の地位とは独立した立場で、対象者の株式価値の算定を行っているとのことです。対象者は、対象者の株式価値算定にあたり、みずほ証券において適切な利益相反管理体制が構築され、かつ実施されていると判断し、みずほ証券を第三者算定機関に選定したとのことです。なお、対象者は、本「(3) 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」記載のとおり、公開買付者及び対象者において、本公開買付価格の公正性を担保するための措置並びに利益相反を回避するための措置を実施していることから、対象者の一般株主の利益には十分な配慮がなされていると考え、みずほ証券から本公開買付けの価格の公正性に関する意見書（フェアネス・オピニオン）を取得していないとのことです。また、本取引に係るみずほ証券に対する報酬には、本取引の成立等を条件に支払われる成功報酬が含まれていないとのことです。

() 算定の概要

みずほ証券は、本公開買付けにおける算定手法を検討した結果、対象者が継続企業であるとの前提の下、対象者株式の株式価値について多面的に評価することが適切であるとの考えに基づき、対象者株式が東京証券取引所プライム市場に上場しており、市場株価が存在することから市場株価法を、対象者の将来の事業活動の状況を算定に反映するためDCF法を、それぞれ用いて、対象者株式の1株当たりの株式価値算定を行っているとのことです。

みずほ証券が上記の手法に基づいて算定した対象者株式1株当たりの株式価値の範囲は以下のとおりとのことです。

市場株価法：305円から334円
DCF法：217円から638円

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

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

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

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

みずほ証券がDCF法の算定の前提とした本事業計画に基づく財務予測は以下のとおりとのことです。当該財務予測には、対前年度比較で利益とフリー・キャッシュ・フローの大幅な増減を見込んでいる事業年度が含まれるとのことです。具体的には、2026年3月期及び2030年3月期に大規模定期修理を、2028年3月期に小規模定期修理を行うために、製油所の操業を一定期間停止することが予定されていること、及び設備投資額の増加見込みにより、営業利益は、2026年3月期に対前年度比較で10,048百万円の減少、2027年3月期に対前年度比較で29,330百万円の増加、2028年3月期に対前年度比較で10,602百万円の減少、2029年3月期に対前年度比較で10,162百万円の増加、2030年3月期に対前年度比較で16,557百万円の減少、2031年3月期に対前年度比較で14,831百万円の増加となることが見込まれており、フリー・キャッシュ・フローは、2026年3月期に対前年度比較で38,532百万円の減少、2027年3月期に対前年度比較で8,928百万円の増加、2028年3月期に対前年度比較で10,424百万円の増加、2029年3月期に対前年度比較で10,621百万円の増加、2030年3月期に対前年度比較で40,703百万円の減少、2031年3月期に対前年度比較で40,057百万円の増加となることが見込まれているとのことです。

また、本取引の実行により実現することが期待されるシナジー効果については、対象者が上場廃止になることによる上場維持費用の削減を除き、現時点において収益に与える影響を具体的に見積もることが困難であるため、本事業計画における財務予測には加味されておらず、これを算定の基礎としたみずほ証券による算定にも盛り込まれていないとのことです（注13）。

(単位：百万円)

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

(注13) みずほ証券は、対象者株式の株式価値の算定に際し、以下の資料・情報の分析・検討を実施したとのことです。なお、以下の資料等には、対象者の子会社・関連会社（財務諸表等の用語、様式及び作成方法に関する規則（昭和38年大令第59号）第8条の定義によります。以下、総称して「関係会社」といいます。）にかかるものも含まれるとのことです。

- (1) 対象者の有価証券報告書、四半期報告書その他により公表された財務情報
- (2) 対象者が準備・作成し、みずほ証券に対して開示された事業・財務状況にかかる諸資料
- (3) 対象者が準備・作成し、みずほ証券に対して開示された財務見通しにかかる諸資料（本事業計画を含むとのことです。）
- (4) 対象者の事業・財務状況に関する実績・見通しにかかる、対象者の経営陣へのインタビュー結果及び関係各部署から受領したQ&Aリストの回答
- (5) 対象者の普通株式の株価及び株式売買状況
- (6) その他みずほ証券が、対象者から受領し又はみずほ証券による一般的な調査を通じて入手した、みずほ証券が必要かつ適切であると考え各種資料

また、みずほ証券は、対象者株式の株式価値の算定に際し以下の事項を前提としているとのことです。

- (1) 上記のみずほ証券が検討したすべての公開情報及び対象者からみずほ証券に提供され又はみずほ証券が対象者と協議した財務その他の情報で算定における実質的な根拠となった情報（以下「本件情報」といいます。）の全てが正確かつ完全であることに依拠し、それを前提としているとのことです。みずほ証券は、本件情報の正確性及び完全性につき独自に検証は行っており、また、これらを独自に検証する責任又は義務を負わないとのことです。従って、本件情報について、かかる情報を重大な誤りとする事項があった場合、又は算定基準日時点で開示されていない事実や状況若しくは算定基準日時点以降に発生した事実や状況（算定基準日時点において潜在的に存在した事実で、その後明らかになった事実を含むとのことです。）があった場合には、算定結果が異なる可能性があるとのことです。なお、みずほ証券は対象者の経営陣が、対象者からみずほ証券に提供され又はみずほ証券が対象者と協議した財務その他の情報について、不完全若しくは誤解を招くようなものとするような事実を一切認識していないことを前提としているとのことです。
- (2) みずほ証券が提供を受けた財務予測その他の将来に関する情報（将来の収益及び費用に関する予想、費用節減の見通し並びに本事業計画を含むとのことです。）については、対象者及び対象者の関係会社の将来の経営成績及び財務状況に関し現時点で得られる最善の予測及び判断に基づき、対象者の経営陣によって合理的に準備、作成されたことを前提とし、かつ、みずほ証券は、かかる財務予測及び事業計画の実現可能性について独自に検証することなく、これらの財務予測及び事業計画に依拠し、対象者株式価値算定書（みずほ証券）で言及される分析若しくは予想又はそれらの基礎となる仮定に関して何らの見解も表明していないとのことです。なお、本取引による対象者及び公開買付者のシナジー効果については、対象者が上場廃止になることによる上場維持費用の削減を除き、みずほ証券は対象者株式価値算定書（みずほ証券）の交付時点において価値算定に重要な影響を及ぼす可能性を定量的に評価できる事項は認識しておらず、また、対象者株式価値算定書（みずほ証券）における価値算定では対象者が上場廃止になることによる上場維持費用の削減以外のシナジー効果を盛り込んでいないとのことです。
- (3) 対象者株式価値算定書（みずほ証券）作成にあたってみずほ証券が要求した情報のうち、対象者から情報の提供又は開示を受けられず、又は提供若しくは開示を受けたもののそれが対象者の企業価値に及ぼす影響が現時点においては不確定なものの、又はその他の方法によってもみずほ証券が評価の基礎として使用できなかったものについては、みずほ証券は、対象者の同意の下で、みずほ証券が合理的及び適切と考える仮定を用いているとのことです。みず

ほ証券のかかる仮定が重要な点において事実と異なることが明らかになった場合に、評価結果が異なる可能性があるとのことです。

- (4) 本取引は、日本の法人税法上、対象者につき課税されない取引であること、及び本取引に関するその他の課税関係が対象者株式の株式価値に影響を及ぼさないことを前提としているとのことです。また、みずほ証券は、独自に検証を行うことなく、本取引が適時に完了すること、並びに対象者又は本取引で期待される利益に何らの悪影響を及ぼすことなく、本取引の完了に必要なすべての重要な、政府、規制当局その他の同意及び承認（法令又は契約に基づくものであるか否かを問わないとのことです。）を得ることができること、また、かかる同意及び承認の内容が対象者株式の株式価値に影響を及ぼさないこと、対象者に対し規制当局その他により発令若しくは課された命令、措置その他の処分がある場合には、対象者から開示を受けたものを除き、それが対象者の今後の業績に与える影響が存在しないか又は今後も発生しないことを前提としているとのことです。みずほ証券は、法律、規制又は会計・税務関連の専門家ではなく、かかる事項については、対象者の外部専門家が行った評価に依拠しているとのことです。
- (5) みずほ証券は対象者又はその関係会社の資産・負債（デリバティブ取引、簿外資産・負債その他の偶発債務を含むとのことです。）又は引当につき独自の評価・査定を行っておらず、その会計上・税務上の評価額の妥当性ないし会計処理・税務処理の適正性について分析しておらず、いかなる評価、査定又は分析についても、独自に第三者から提供を受けたことはなく、第三者に要求していないとのことです。みずほ証券は、対象者又はその関係会社の財産又は施設を検査する義務を負っておらず、倒産、破産等に関する法律に基づいて対象者又はその関係会社の株主資本又は支払能力についての評価を行っていないとのことです。
- (6) 対象者並びにその関係会社のいずれも、対象者株式の株式価値に重大な影響を及ぼすような契約、合意その他一切の書面を過去に締結しておらず、かつこのような決定を行っていないこと、また、将来も締結若しくは決定を行わないこと、及び本取引の実行により、将来、対象者又はその関係会社が当事者として拘束される重要な合意に違反することとならず、かつ、かかる重要な合意を解除する権利又はかかる合意に基づき不履行を宣言し若しくは救済手段を行使する権利を生じさせないことを前提としているとのことです。
- (7) みずほ証券は、本件情報において開示を受けたものを除き、対象者及びその関係会社の訴訟若しくは紛争その他に関する偶発債務又は環境、税務若しくは知的財産権等に関する簿外債務は存在しないこと、並びに対象者の事業に関する現在の保険加入額が事業運営上十分であることを前提としているとのことです。

特別委員会における独立した第三者算定機関からの株式価値算定書及び本フェアネス・オピニオンの取得

() 算定機関の名称並びに対象者及び公開買付者との関係

対象者プレスリリースによれば、本特別委員会は、公開買付者グループ及び対象者グループ並びに本取引の成否のいずれからも独立した第三者算定機関としてブルータスを選任し、ブルータスに対して、対象者株式の株式価値の算定及び本公開買付価格の公正性に関する意見（フェアネス・オピニオン）の表明を依頼し、2025年9月10日に、本特別委員会株式価値算定書（ブルータス）を取得したとのことです。なお、ブルータスは、公開買付者及び対象者の関連当事者に該当せず、本公開買付けを含む本取引に関して重要な利害関係を有していないとのことです。なお、本特別委員会は、本「(3) 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」記載のとおり、公開買付者及び対象者において、本公開買付価格の公正性を担保するための措置並びに利益相反を回避するための措置を実施していることから、対象者の一般株主の利益には十分な配慮がなされていると考え、ブルータスからフェアネス・オピニオン（以下「本フェアネス・オピニオン」といいます。）を取得したとのことです。また、本取引に係るブルータスに対する報酬には、本取引の成立等を条件に支払われる成功報酬が含まれていないとのことです。

() 算定の概要

ブルータスは、本公開買付けにおける算定手法を検討した結果、対象者が継続企業であるとの前提の下、対象者株式の株式価値について多面的に評価することが適切であるとの考えに基づき、対象者株式が東京証券取引所プライム市場に上場しており、市場株価が存在することから市場株価法を、また対象者の将来の事業活動の状況を算定に反映するためDCF法を、それぞれ用いて、対象者株式の1株当たりの株式価値算定を行っているとのことです。

ブルータスが上記の手法に基づいて算定した対象者株式1株当たりの株式価値の範囲は以下のとおりとのことです。

市場株価法：305円から334円

DCF法 : 265円から618円

市場株価法では、算定基準日を2025年9月10日として、東京証券取引所プライム市場における対象者株式の基準日終値332円、直近1ヶ月間の終値の単純平均値334円、直近3ヶ月間の終値の単純平均値320円及び直近6ヶ月間の終値の単純平均値305円を基に、対象者株式の1株当たりの株式価値の範囲を305円から334円と算定しているとのことです。DCF法では、対象者が作成した2026年3月期から2031年3月期までの事業計画における収益予測や投資計画、対象者の2026年3月期第1四半期における財務情報、一般に公開された情報等の諸要素を前提として、対象者が2026年3月期第2四半期以降に生み出すと見込まれるフリー・キャッシュ・フローを一定の割引率で現在価値に割り引いて対象者の企業価値及び株式価値を算定し、対象者株式の1株当たりの株式価値の範囲を265円から618円と算定しているとのことです。割引率は加重平均資本コストとし、3.1%～3.8%を採用しているとのことです。また、継続価値の算定にあたっては永久成長法を採用し、永久成長法では理論上想定される長期的な環境等を踏まえ永久成長率を0.0%として、継続価値を120,357～147,364百万円と算定しているとのことです。継続価値の算定にあたっては、4年に1度の大規模定期修理及びその中間年度に小規模定期修理がそれぞれ実施されるという対象者のビジネスサイクルに鑑み、本事業計画の最終年度である2031年3月期の財務数値のみではなく、2028年3月期から2031年3月期の4ヶ年の財務情報を考慮しているとのことです。

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

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

ブルータスがDCF法の算定の前提とした本事業計画に基づく財務予測は以下のとおりとのことです。当該財務予測には、対前年度比較で利益やフリー・キャッシュ・フローの大幅な増減を見込んでいる事業年度が含まれるとのことです。具体的には、2026年3月期及び2030年3月期に大規模定期修理を、2028年3月期に小規模定期修理を行うために、製油所の操業を一定期間停止することが予定されていること、及び設備投資額の増加見込みにより、営業利益は、2026年3月期に対前年度比較で10,048百万円の減少、2027年3月期に対前年度比較で29,330百万円の増加、2028年3月期に対前年度比較で10,602百万円の減少、2029年3月期に対前年度比較で10,162百万円の増加、2030年3月期に対前年度比較で16,557百万円の減少、2031年3月期に対前年度比較で14,831百万円の増加となることが見込まれており、フリー・キャッシュ・フローは2026年3月期に対前年度比較で42,137百万円の減少、2027年3月期に対前年度比較で11,006百万円の増加、2028年3月期に対前年度比較で9,947百万円の増加、2029年3月期に対前年度比較で11,653百万円の増加、2030年3月期に対前年度比較で42,135百万円の減少、2031年3月期に対前年度比較で41,494百万円の増加となることが見込まれているとのことです。

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

(単位：百万円)

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

() 本フェアネス・オピニオンの概要

本特別委員会は、2025年9月10日、ブルータスから、本公開買付価格である1株当たり480円は対象者の一般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たとのことです。本フェアネス・オピニオンは、対象者が作成した本事業計画に基づく株式価値算定の結果等に照らし、本公開買付価格である1株当たり480円が、対象者の一般株主にとって財務的見地から公正であることを意見表明するものであるとのことです。なお、本フェアネス・オピニオンは、ブルータスが、対象者から、対象者の事業の現状、本事業計画等の開示を受けるとともに、それらに関する説明を受けた上で実施した対象者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対象者との質疑応答、ブルータスが必要と認めた範囲内での対象者の事業環境、経済、市場及び金融情勢等についての検討並びにブルータスにおけるエンゲージメントチームとは独立した審査会におけるレビュー手続を経て発行されているとのことです(注14)。

(注14) ブルータスは、本フェアネス・オピニオンを作成するに当たって対象者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、並びに対象者から聴取した情報が正確かつ完全であることを前提としており、また、その正確性、完全性について、独自の調査、検証を実施しておらず、その義務を負うものではないため、これらの資料の不備や重要事実の不開示に起因する責任を負わないとのことです。

ブルータスは、本フェアネス・オピニオンの基礎資料として用いた本事業計画その他の資料が、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、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、何ら見解を表明するものではないとのことです。

ブルータスは、法律、会計又は税務の専門機関ではないため、本公開買付けに関する法律、会計又は税務上の問題に関して何らかの見解を述べるものでもなければ、その義務を負うものでもないとのことです。

ブルータスは、個別の資産及び負債の分析及び評価を含め、対象者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いないため、対象者及びその関係会社の支払能力についての評価も行っていないとのことです。

本フェアネス・オピニオンは、対象者が本公開買付けに関する意見を表明するに際しての検討に供する目的で、本公開買付価格の公正性に関する意見を財務的見地から表明したものであるため、本公開買付けの代替的な選択肢となり得る取引との優劣、本公開買付けの実施によりもたらされる便益、及び本公開買付け実行の是非について、何らの意見を述べるものではないとのことです。

本フェアネス・オピニオンは、対象者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、いかなる意見も述べるものではないため、ブルータスは本フェアネス・オピニオンに依拠した株主及び第三者の皆様に対して何らの責任も負わないとのことです。

ブルータスは、対象者への投資等を勧誘するものではなく、その権限も有していないため、本フェアネス・オピニオンは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ないとのことです。

本フェアネス・オピニオンは、本公開買付価格が、対象者の一般株主にとって財務的見地から公正か否かについて、本フェアネス・オピニオンの提出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、同日までにブルータスに供され又はブルータスが入手した情報に基づいて、同日時点における意見を述べたものであり、今後の状況の変化によりこれらの前提が変化しても、ブルータスはその意見を修正、変更又は補足する義務を負わないとのことです。

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、示唆するものではないとのことです。

ブルータスは、対象者株式の株式価値の算定に際し、対象者から提供を受けた情報及び一般に公開された情報等を原則としてそのまま採用し、それらの資料及び情報等が、全て正確かつ完全なものであることを前提としており、独自にそれらの正確性及び完全性の検証を行っていないとのことです。また、対象者及びその関係会社の資産及び負債（簿外資産及び負債、その他偶発債務を含むとのことです。）に関して独自の評価又は査定を行っておらず、第三者機関への鑑定又は査定の依頼も行っていないとのことです。加えて、対象者の財務予測に関する情報については、対象者経営陣による現時点で得られる最善の予測と判断に基づき合理的に作成されたことを前提としているとのことです。当該財務予測については、本特別委員会が対象者との間で質疑応答を行うとともに、その内容や前提条件等の合理性を確認しているとのことです。なお、ブルータスは、算定の基礎とした本事業計画については、対象者との間で質疑応答を行い、その内容を分析及び検討しているとのことです。

対象者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

対象者プレスリリースによれば、対象者は、本取引に関する対象者の意思決定に慎重を期し、対象者取締役会の意思決定過程における恣意性及び利益相反のおそれを排除し、その公正性を担保することを目的として、2025年5月22日開催の対象者取締役会決議により、公開買付者グループ及び対象者グループ並びに本取引の成否から独立した、企業経営者としての豊富な経験と見識を有する佐藤良氏（対象者社外取締役）、公認会計士としての豊富な経験と見識を有する金井睦美氏（対象者社外監査役）に加え、M&A指針において特別委員としてM&Aに関する専門性（手続の公正性や企業価値評価に関する専門的知見）を補うために社外役員に加えて委員として選任することが否定されないとされている社外有識者として、岩田合同より推薦を受けた企業法務弁護士としての豊富な知識と見識を有する森幹晴氏（弁護士、東京国際法律事務所代表パートナー）の3名から構成される本特別委員会を設置したとのことです。なお、対象者社外取締役のうち、公開買付者の常務執行役員を兼任している山本順三氏、公開買付者の出身者である前澤浩士氏、本不応募合意株主の関係者であるムハンマド・シュブルーミー氏、本公開買付けへの不応募に関する契約を公開買付者と締結する可能性があった株主（クウェート石油公社）の関係者であるハーリド・サバーハ氏については、本取引における構造的な利益相反の問題による影響を受ける可能性を排除する観点から、本特別委員会の委員には選定していないとのことです。また、本特別委員会の委員の報酬について成功報酬は採用していないとのことです。本特別委員会は、互選により、本特別委員会の委員長として、森幹晴氏を選定しているとのことです。対象者は、本特別委員会の委員として設置当初からこの3名を選定しており、本特別委員会の委員を変更した事実はないとのことです。

対象者取締役会は、本特別委員会設置の決定に際し、本特別委員会に対し、（ ）本取引の目的の正当性・妥当性（本取引が対象者の企業価値の向上に資するかを含むとのことです。）、（ ）本公開買付けにおける公開買付価格を含む本取引の取引条件の公正性・妥当性、（ ）本取引に係る手続の公正性、（ ）本取引を行うことが対象者の少数株主にとって不利益でないと考えられるか（注15）、（ ）上記（ ）乃至（ ）及びその他の事項を踏まえ、対象者取締役会が本公開買付けに対して賛同意見を表明し、対象者の株主に対して本公開買付けへの応募を推奨することを決定することの是非（以下「本諮問事項」と総称します。）について諮問したとのことです。さらに、対象者取締役会は、本取引に関する決定を行うに際して、本特別委員会の意見を最大限尊重し、本特別委員会が本取引の条件等について妥当でないと判断した場合には、本取引を実行する旨の意思決定（本公開買付けに対する対象者の賛同及び応募推奨を内容とする意見表明を含むとのことです。）を行わないことを併せて決議しているとのことです。

（注15） 東京証券取引所における有価証券上場規程等の一部改正（MB0等に係る遵守事項に関する改正。以下「本上場規程等改正」といいます。）が2025年7月22日をもって施行されており、本取引は、本上場規程等改正の施行日後に決定する「公開買付者が...その他の関係会社...である公開買付け」（有価証券上場規程第441条第1項第2号）であるため、本上場規程等改正の適用を受けるところ、本上場規程等改正においては、「公開買付者が...その他の関係会社...である公開買付け」について、一般株主にとって公正であることに関する意見の入手が求められているとのことです。本諮問事項（ ）は本取引を行うことが対象者の少数株主にとって不利益でないと考えられるかを諮問するものですが、本諮問事項の諮問は、本上場規程等改正の公表前の2025年5月22日付であり、当時の東京証券取引所の上場規則を踏まえたものであることに鑑みれば、対象者取締役会として本上場規程等改正を踏まえた答申をすることを想定しているものと考えられるとのことです。したがって、本特別委員会は、本諮問事項（ ）について、本上場規程等改正に照らし、本取引を行うことが対象者の一般株主にとって公正であると考えられるかを答申するものとしたとのことです。

加えて、対象者取締役会は、本特別委員会に対し、（ ）対象者の費用負担の下、本取引に係る調査（本取引に係る対象者の役員若しくは従業員又は本取引に係る対象者のアドバイザーに対し、本諮問事項の検討に必要

な事項について質問を行い、説明又は助言を求めることを含むとのことです。)を行うことができる権限、()対象者に対し、(a)本特別委員会としての提案その他の意見又は質問を公開買付者に伝達すること、及び(b)本特別委員会自ら公開買付者(本取引に係る公開買付者のアドバイザーを含むとのことです。)と協議・交渉する機会の設定を求めることができ、また、本特別委員会が当該機会の設定を求めない場合であっても、対象者は、公開買付者と協議・交渉を行った場合にはその内容を速やかに本特別委員会に報告し、本特別委員会は、当該内容を踏まえ、公開買付者との協議・交渉の方針について、対象者に対して意見を述べ、また、必要な指示・要請を行うことができる権限、()必要と認めるときは、対象者の費用負担の下、本特別委員会独自の弁護士、算定機関、公認会計士その他のアドバイザーを選任することができる権限を付与したとのことです。これを受けて、本特別委員会は、対象者の第三者算定機関であり、かつ、フィナンシャル・アドバイザーであるみずほ証券、及び対象者のリーガル・アドバイザーである岩田合同につき、いずれも独立性及び専門性に問題がないことから、それぞれ、対象者の第三者算定機関、フィナンシャル・アドバイザー及びリーガル・アドバイザーとして承認し、また本特別委員会としても必要に応じて専門的助言を受けることができることを確認したとのことです。

本特別委員会は、2025年5月29日より2025年9月10日までの間に合計18回開催され、本諮問事項についての協議及び検討が慎重に行われたとのことです。具体的には、本特別委員会は、()公開買付者に対する、本取引の提案に至った背景及び経緯、本取引の実現によって生じるシナジー、公開買付者による本取引後の経営方針、本取引の条件・想定ストラクチャー等に関するヒアリング、()対象者のプロジェクトチームのメンバーに対する、対象者経営陣(但し、公開買付者グループ、本不応募合意株主及び本公開買付けへの不応募に関する契約を公開買付者と締結する可能性があった株主(クウェート石油公社)から独立した者に限るとのことです。)による公開買付者からの提案内容に関する評価・検討状況等、公開買付者との間の協議の内容等、みずほ証券及びプルータスによる対象者株式の株式価値算定の前提とした本事業計画の内容及び作成方法に関するヒアリング、()みずほ証券に対する、本取引の内容及び進捗状況等、対象者株式価値算定の内容・方法等に関するヒアリング、()プルータスからの本特別委員会株式価値算定書(プルータス)及び本フェアネス・オピニオンの取得、並びに、プルータスに対する、対象者株式価値算定の内容・方法等に関するヒアリング等、()岩田合同に対する、本取引において手続の公正性を確保するために講じるべき措置、本取引の諸手続、本取引に係る本特別委員会の審議の方法並びに公開買付者との公開買付価格及びその他条件に関する交渉等についての助言を含む法的助言に関するヒアリング等を行っているとのことです。

本特別委員会は、以上の経緯で本諮問事項について慎重に協議及び検討を重ねた結果、2025年9月10日、対象者取締役会に対し、委員全員の一致で、本諮問事項につき大要以下の内容の本答申書を提出しているとのことです。

() 答申内容

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

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

本取引に係る手続の公正性は確保されていると考えられる。

本取引を行うことが対象者の一般株主にとって公正であると考えられる。

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

() 答申の理由

本取引の目的の正当性・妥当性

(公開買付者が本取引の検討に至った経緯及び公開買付者による本取引の目的)

- ・公開買付者は、2024年3月26日対象者株式10,195,600株(同日時点の発行済株式総数の13.04%)を保有するに至り、対象者の主要株主である筆頭株主となったとのことである。同年4月16日、公開買付者と対象者は、資本業務提携に関する合意書を締結し、17,035,520株(同日時点の発行済株式総数の21.79%)を保有するに至り、対象者を持分法適用関連会社としたとのことである。
- ・公開買付者は、2025年3月下旬より、石油製品について想定される環境条件及びそれを踏まえた供給体制に関する検討を開始し、その中で、将来的にエネルギーの安定供給という社会的責任を果たすためにも、石油製品の供給体制を強化することが重要という結論に至ったとのことである。
- ・公開買付者は、2025年4月中旬頃に、持分法適用会社という出資形態にて上場会社として独立した事業運営を行っている対象者の現状では、両社がそれぞれ個別の経営方針のもと、精製設備などの事業基盤や人材・情報などの相互活用が十分にできずシナジーの創出には一定の限界があると考え、対象者を非公開化し、同一の企業組織・同一の経営方針の下で事業活動を行うことによって、一層踏み込んだ協業体制を実現し、意思決定の柔軟化及び迅速化も図られ、対象者を持分法適用会社化した際よりも、石油製品の生産体制最適化、長期的な視野に立ったエネルギーの安定供給基盤の構築、両社の機能やインフラの相互活用や一元化によるコスト競争力の強化、低炭素エネルギーの供給体制の構築のよう

な一層のシナジーを追求することを通じて両社の既存燃料油事業を更に発展させることができると考え、公開買付者は、2025年5月13日、対象者に対して、本初期提案書を提示したとのことである。

(対象者の認識する経営課題及び本取引の目的)

- ・対象者においては、()国内燃料油需要の漸減、JET燃料の需要の増加、海外(特にアジア環太平洋)における需要の堅調な推移、ガソリン・灯油の需要の低下等様々な変化が見込まれる状況の中で、安定して石油製品を供給できる体制を構築すること、()老朽化による製油所の設備トラブルが増加傾向にある中で、人件費の高騰や働き方改革による工事期間の伸長により増加傾向にある製油所の定期修理工事に要する費用を削減すること、()物価の高騰によって増加傾向にある、原料・資機材の調達コストを削減すること、及び()長期的な目線に立ってカーボンニュートラル化に対応することが、それぞれ必要となると考えられるとのことである(以下、上記()乃至()を総称して「対象者の認識する経営課題」という。)。
- ・対象者によれば、対象者は、対象者の認識する経営課題に対応すべく、本取引により対象者が公開買付者グループに加わることで、石油製品の生産体制最適化、長期的な視野に立ったエネルギーの安定供給基盤の構築、定期修理工事の共同管理化、原料・資機材等調達の一元化による両社のコスト削減や対象者の国内有数の大型栈橋をはじめとした設備の最大有効活用による両社の既存事業の発展、対象者袖ヶ浦製油所と公開買付者千葉事業所において一体となって長期的な目線に立ち構造改革を行うことによる、低炭素エネルギー供給拠点への転換実現といったシナジーを実現することができ、対象者の認識する経営課題の改善が期待できると考えているとのことである。
- ・以上を踏まえれば、公開買付者による本取引の目的と対象者の認識する本取引の目的の間に齟齬はなく、また、公開買付者による本取引の目的に照らせば、本取引により、対象者の認識する経営課題の改善が期待できると考えることは合理的であると評価できる。

(本取引による対象者のデメリット)

- ・本取引により対象者に生じ得るデメリットとして、対象者が上場廃止することに伴う資金又は資本調達及び社会的信用力や人材採用力への影響が想定される。
- ・対象者によれば、対象者は現状、資本市場へのアクセスという上場会社としてのメリットを十分に享受していない状況にあるとも考えられる。
- ・公開買付者によれば、本取引後において、公開買付者の利用するキャッシュマネジメントシステム等を通じた公開買付者の資金調達力・財務基盤の活用が想定されるところであり、対象者において公開買付者の信用力を反映した利率で適時適切な額の資金を調達することが可能となることは、対象者の事業運営上のメリットに繋がると考えられる。
- ・公開買付者は上場会社であり高い社会的信用及び認知度を有していると考えられることから、本取引により対象者が上場廃止したとしても、むしろ社会的信用力や人材採用力の更なる維持・向上が図られると考えることも可能である。
- ・以上より、本取引による対象者のデメリットについては、仮に存在するとしても、本取引の実行に当たり特段の支障にはならないと評価できる。

(本取引による対象者グループの従業員への影響)

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

(本取引以外の代替手段の有無)

- ・本取引以外の代替手段が存在するか否かについて検討すると、対象者を上場会社としたまま、公開買付者との本資本業務提携を強化し、又は公開買付者から更なる出資を受けるという代替手段が考えられる。もっとも、これらの手段については、対象者が独立した上場会社であり、一般株主の利益にも配慮した事業運営を行う必要があることや、公開買付者の保有する製油所に関する情報その他の経営資源・ノウハウ・営業上の秘密情報の共有に一定の制約があることなどから、公開買付者との提携による効果を最大化するという観点からは、望ましい選択肢ではないと考えられる。
- ・本取引と同様の効果を生じさせることが期待できる本取引以外の代替手段は想定されないと考えられる。

(結論)

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

本取引の取引条件の公正性・妥当性

(対象者の第三者算定機関からの株式価値算定書の取得)

- ・対象者は、本公開買付けに関する意見表明を行うにあたり、公開買付者から提示された本公開買付価格に対する意思決定の過程における公正性を担保するために、公開買付者グループ及び対象者グループ並びに本取引の成否から独立したフィナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関であるみずほ証券に

対して、対象者株式の株式価値の算定を依頼し、2025年9月10日付で対象者株式価値算定書（みずほ証券）を取得した。

- ・本公開買付価格の公正性・妥当性の前提として、対象者株式価値算定書（みずほ証券）の信頼性について検討すると、まず、みずほ証券は、市場株価法及びDCF法を用いて、対象者株式の株式価値の算定を行っているところ、各算定方法はいずれも一般的な算定方法と認められる。また、市場株価を基準とする市場株価法と将来キャッシュフローの現在価値を評価に織り込むDCF法という評価手法の組み合わせは、企業評価の標準的アプローチに沿った妥当なものであり、みずほ証券がそれぞれの算定方法を採用した理由に不合理な点は認められない。当該各算定方法に基づく算定結果は、経験豊富な第三者算定機関であるみずほ証券により算定されたものであり、対象者株式1株当たりの株式価値の算定結果にも不合理な点は認められない。さらに、上記算定方法及びその結果の前提となる財務予測や前提条件等についても、いずれも不合理な点は認められない。なお、本事業計画は、本取引の取引条件の妥当性を検討することを目的として、公開買付者グループから独立した対象者の従業員で組成されたチームが作成しており、作成過程において公開買付者グループ（公開買付者の出身者又は公開買付者からの出向者を含む。）が関与した事実はないとのことである。また、本特別委員会は、対象者が本取引のために本事業計画を作成するにあたり、事業計画案の内容及び重要な前提条件等について質疑応答を行うとともに、最終的な本事業計画の内容、重要な前提条件及び作成経緯等について合理性を確認し、承認をしている。以上より、対象者株式価値算定書（みずほ証券）には信頼性が認められると評価できる。
 - ・本公開買付価格である1株当たり480円は、対象者株式価値算定書（みずほ証券）における市場株価法による算定結果のレンジの上限を上回っており、また、対象者株式価値算定書（みずほ証券）におけるDCF法による算定結果のレンジの中央値を上回っていることからすれば、本公開買付価格は対象者株式価値算定書（みずほ証券）における株式価値算定の結果との関係で妥当な範囲内にあると評価できる。
- （本特別委員会独自の第三者算定機関からの株式価値算定書及びフェアネス・オピニオンの取得）
- ・本特別委員会は、本諮問事項について検討するに当たり、公開買付者から提示された本公開買付価格に係る取引条件の妥当性を確保するために、公開買付者グループ及び対象者グループ並びに本取引の成否から独立した第三者算定機関であるブルータスに対して、対象者株式の株式価値の算定及び本公開買付価格の公正性に関する意見（フェアネス・オピニオン）の表明を依頼し、2025年9月10日付で当委員会株式価値算定書（ブルータス）及び本公開買付価格が対象者の一般株主にとって財務的見地から公正である旨の本フェアネス・オピニオンを取得した。
 - ・本公開買付価格の公正性・妥当性の前提として、当委員会株式価値算定書（ブルータス）の信頼性について検討すると、まず、ブルータスは、市場株価法及びDCF法を用いて、対象者株式の株式価値の算定を行っているところ、各算定方法は、いずれも一般的な算定方法と認められる。また、市場株価を基準とする市場株価法と将来キャッシュフローの現在価値を評価に織り込むDCF法という評価手法の組み合わせは、企業評価の標準的アプローチに沿った妥当なものであり、ブルータスがそれぞれの算定方法を採用した理由に不合理な点は認められない。当該各算定方法に基づく算定結果は、経験豊富な第三者算定機関であるブルータスにより算定されたものであり、対象者株式1株当たりの株式価値の算定結果にも不合理な点は認められない。さらに、上記算定方法及びその結果の前提となる財務予測や前提条件等についても、いずれも不合理な点は認められない。なお、本事業計画は、本取引の取引条件の妥当性を検討することを目的として、公開買付者グループから独立した対象者の従業員で組成されたチームが作成しており、作成過程において公開買付者グループ（公開買付者の出身者又は公開買付者からの出向者を含む。）が関与した事実はないとのことである。また、本特別委員会は、対象者が本取引のために本事業計画を作成するにあたり、事業計画案の内容及び重要な前提条件等について質疑応答を行うとともに、最終的な本事業計画の内容、重要な前提条件及び作成経緯等について合理性を確認し、承認をしている。以上より、当委員会株式価値算定書（ブルータス）には信頼性が認められると評価できる。
 - ・本フェアネス・オピニオンは、ブルータスが、対象者が作成した本事業計画に基づく株式価値算定の結果等に照らして、本公開買付価格である1株当たり480円が、対象者の一般株主にとって財務的見地から公正であることを意見表明するものである。本フェアネス・オピニオンは、ブルータスが、対象者から対象者の事業の現状や本事業計画等の開示を受けるとともに、それらに関する説明を受けた上で実施した対象者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対象者との質疑応答、ブルータスが必要と認めた範囲内での対象者の事業環境、経済、市場及び金融情勢等についての検討並びにブルータスにおけるエンゲージメントチームとは独立した審査会におけるレビューを経て、発行されたとのことであり、その発行手続及び内容について不合理な点は認められない。以上より、本フェアネス・オピニオンには信頼性が認められると評価できる。
 - ・本公開買付価格である1株当たり480円は、当委員会株式価値算定書（ブルータス）における市場株価法による算定結果のレンジの上限を上回っており、また、当委員会株式価値算定書（ブルータス）におけるDCF法による算定結果のレンジの中央値を上回っていることからすれば、本公開買付価格は当委員会株式価値算定書（ブルータス）における株式価値算定の結果との関係で妥当な範囲内にあると評価できる。また、本フェアネス・オピニオンにおいて、本公開買付価格が対象者の一般株主にとって財務的

見地から公正である旨の意見が述べられており、これによっても本公開買付価格の公正性・妥当性が裏付けられるものと考えられる。

(プレミアムの確保)

- ・本公開買付価格のプレミアム水準は、みずほ証券によれば、同種他社事例における平均的なプレミアム水準（具体的には、経済産業省がM&A指針を公表した2019年6月28日から2025年8月22日に公表されかつ成立した、持分法適用関連会社である上場会社の非公開化を企図したTOB事例21件のプレミアム水準の平均値及び中央値の水準45.42%～59.37%（当該21件のプレミアム水準の平均値：公表日の前営業日の株価に対して54.48%、公表日の前営業日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値に対して57.06%、公表日の前営業日までの過去3ヶ月間の終値単純平均値に対して59.37%、公表日の前営業日までの過去6ヶ月間の終値単純平均値に対して58.55%。当該21件のプレミアム水準の中央値：公表日の前営業日の株価に対して45.42%、公表日の前営業日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値に対して50.64%、公表日の前営業日までの過去3ヶ月間の終値単純平均値に対して53.19%、公表日の前営業日までの過去6ヶ月間の終値単純平均値に対して54.32%。））との比較において、遜色ない水準と考えられるとのことであり、かかる水準のプレミアムが確保されていることからすれば、本公開買付価格は、本取引の実行によって対象者に実現される株式価値が相当程度反映されたものであると評価できる。

(下方修正開示について)

- ・下方修正開示及び下方修正開示は、意図的に対象者株式の株価を下げる目的で行われたものではないと考えることは合理的であり、上記のみずほ証券による市場株価法の算定及び上記のブルータスによる市場株価法の算定並びに上記のプレミアム水準の判断において、下方修正開示及び下方修正開示以降の対象者株式の株価も考慮の対象とすることに問題はないと考えられる。

(公開買付者との交渉)

- ・本特別委員会は、本公開買付価格について、2025年8月8日以降、(a)対象者のフィナンシャル・アドバイザー兼第三者算定機関であるみずほ証券及び本特別委員会独自の第三者算定機関であるブルータスによる対象者株式価値のDCF法による分析結果（複数の評価方法が考えられる関係会社株式及び繰越欠損金の多角的な分析結果を含む。）、(b)本取引と類似する取引事例（具体的には、経済産業省がM&A指針を公表した2019年6月28日以降に公表されかつ成立した、持分法適用関連会社である上場会社の非公開化を企図したTOB事例）のプレミアム水準、(c)対象者株式の市場株価の推移、(d)本取引の実行により実現することが期待されるシナジー効果等（事業上のシナジー効果に加え、公開買付者が本取引後に対象者の減資を行う場合を想定した、繰越欠損金の更なる活用によるシナジー効果を含む。）を踏まえ、公正かつ妥当な価格及びMoM水準等を踏まえた下限設定を確保できるまでは交渉する（本不応募合意株主及びクウェート石油公社が保有する対象者株式の全てについても本公開買付けへの応募を求めつつ、仮に本不応募合意株主及びクウェート石油公社が本取引後も対象者の株主として残るのであれば、その点も踏まえて価格及び下限設定に関する交渉を行う。）という方針の下、専門性の高い対象者のフィナンシャル・アドバイザーであるみずほ証券を通じて、公開買付者との間で、複数回にわたり協議及び交渉を重ねた。その結果、本特別委員会と公開買付者とは、対象者の正式な意思決定は対象者取締役会決議で承認されるという前提の下、公開買付価格（1株当たり480円）及びその他条件について合意に至った。
- ・以上の本取引に係る交渉経過等において透明性や公正性を疑わせるような事情は認められず、本公開買付価格及びその他条件は、本特別委員会が専門性の高い対象者のフィナンシャル・アドバイザーであるみずほ証券を通じて公開買付者との間で複数回にわたって行った協議・交渉の結果として合意されたものであるとともに、本公開買付価格は、公開買付者の最初の提案額（1株当たり400円）から1株当たり480円と大幅に増額されたものであって、真摯な交渉によって決定された価格であると評価できる。

(本公開買付価格と1株当たり連結簿価純資産額との比較)

- ・対象者によれば、(a)対象者は、本取引後、公開買付者グループにおいて継続して事業活動を行う予定であり、本取引後に対象者を解散・清算することは想定しておらず、また、公開買付者からも、本取引後に対象者を解散・清算する予定はないことを複数回にわたって確認しているため、継続企業である対象者の株式価値の評価において1株当たり連結簿価純資産額を重視することは合理的でないと考えていることに加えて、(b)清算価値について、本取引の取引条件の妥当性を検討することを唯一の目的として、複数の仮定を用いて対象者で試算を行ったところ、対象者が保有する資産及び負債のうち、有形固定資産及び無形固定資産（土地を除く。）については、機械装置を始めとして対象者独自の規格になっており、帳簿価額での売却が困難と考えられること、また、土地については、時価に関する情報を踏まえ、帳簿価額での売却が困難と考えられること等に起因して、1株当たり清算価値が本公開買付価格を下回る試算結果が得られたとのことである。
- ・以上の対象者の説明等に不合理な点は認められず、本公開買付価格である1株当たり480円が、対象者の2025年6月末時点の連結簿価純資産額を基礎として算出した1株当たり連結簿価純資産額（882.62円）を下回っていることをもって、本公開買付価格の公正性・妥当性を否定する理由にはならないものと考えられる。

(公開買付者による過去の対象者株式の取得価格)

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

(クウェート石油公社の本公開買付けへの応募の意向)

- ・公開買付者グループから独立したクウェート石油公社が本公開買付けへの応募を行う意向を示したことから、本公開買付価格を含む本取引の取引条件の公正性・妥当性が裏付けられるものと考えられる。

(本取引に係る本公開買付価格以外の取引条件)

- ・その他、本取引に係る本公開買付価格以外の条件についても、同種・同規模の取引条件と比較して不合理なものではないと考えられ、取引条件が公正性・妥当性を欠くものとは認められない。

(結論)

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

本取引に係る手続の公正性

(本特別委員会の設置及び審議等)

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

(対象者における審議)

- ・対象者は、公開買付者及び本不応募合意株主、クウェート石油公社から独立した立場で、本取引に係る検討、交渉及び判断を行う体制を構築しているものといえ、かかる体制は、本取引に係る手続の公正性を確保するものであり、公正性担保措置として有効に機能していると評価できる。

(独立した外部の専門家アドバイザーによる助言)

- ・対象者のフィナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関としてみずほ証券が、本特別委員会独自の第三者算定機関としてブルータスが、対象者のリーガル・アドバイザーとして岩田合同が、それぞれ選任されているところ、これらのアドバイザーの選任及び助言は、本取引に係る手続の公正性を確保するものであり、公正性担保措置として有効に機能していると評価できる。

(他の買付者からの買付機会を確保するための措置(マーケット・チェック))

- ・公開買付者が、公開買付期間を、法令に定められた最短期間が20営業日であるところ、30営業日に設定していること、公開買付者及び対象者は、公開買付者以外の買収提案者が対象者との間で接触することを制限するような内容の合意を行っていないこと等を踏まえると、対抗的な買付け等の機会が確保されているといえ、本取引における間接的なマーケット・チェックは相応に機能するものと評価できる。

(対象者の一般株主に対する適切な情報提供)

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

(MoMを上回る買付予定数の下限の設定)

- ・公開買付者は、本公開買付けにおいて、27,693,547株(所有割合:35.85%)を買付予定数の下限として設定しており(以下「本件下限設定」という。)、当該下限については、当該下限を満たす場合、実質的に、公開買付者と重要な利害関係を共通にしない株主、すなわち一般株主が保有する株式の過半数の応募があることにもなるから、当該下限の設定は、実質的にMoMに相当する買付予定数の下限の設定として、本取引に係る手続の公正性を確保するものであり、公正性担保措置として有効に機能していると評価できる。

(強圧性の排除)

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

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

(結論)

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

本取引を行うことが対象者の一般株主にとって公正であると考えられるか

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

対象者取締役会が本公開買付けに対して賛同意見を表明し、対象者の株主に対して本公開買付けへの応募を推奨することを決定することの是非

前記のとおり、本取引は、対象者の企業価値の向上に資するものであり、その目的は正当性・妥当性を有すると認められること、本公開買付けにおける公開買付価格を含め、本取引の取引条件の公正性・妥当性は確保されていると考えられること、本取引に係る手続の公正性は確保されていると考えられること、

本取引を行うことが対象者の一般株主にとって公正であると考えられることからすると、対象者取締役会が本公開買付けに対して賛同意見を表明し、対象者の株主に対して本公開買付けへの応募を推奨することを決定することは、妥当であると考えられる。

対象者における独立した法律事務所からの助言の取得

対象者プレスリリースによれば、対象者は、対象者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、公開買付者グループ及び対象者グループ並びに本取引の成否から独立したリーガル・アドバイザーとして、岩田合同を選任し、本取引において手続の公正性を確保するために講じるべき措置、本取引の諸手続、本取引に係る本特別委員会の審議の方法並びに公開買付者との公開買付価格及びその他条件についての交渉等に関する助言を含む法的助言を受けているとのことです。

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

対象者における独立した検討体制の構築

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「対象者が本公開買付けに賛同するに至った意思決定の過程及び理由」に記載のとおり、対象者は、2025年5月中旬に、岩田合同から受けた本取引において手続の公正性を確保するために講じるべき措置、本取引の諸手続、本取引に係る本特別委員会の審議の方法並びに公開買付者との公開買付価格及びその他条件についての交渉等に関する助言を含む法的助言を踏まえ、公開買付者から独立した立場で、対象者の企業価値の向上及び対象者の株主共同の利益の確保の観点から、本取引に係る検討、交渉及び判断を行うための体制の構築を開始したとのことです。

具体的には、対象者は、本特別委員会の指示を受け、公開買付者による対象者に対するデュー・ディリジェンスへの対応、本事業計画の検討及び作成、本取引後の対象者の経営方針の検討といった対象者における本取引の検討、交渉及び判断に関しては、対象者の山本孝彦専務執行役員、平野雅洋執行役員企画部長、中山元宏執行役員総務部長、疋田崇総務部課長その他対象者の従業員7名の合計11名から構成されるプロジェクトチームを設置し、当該メンバーの選定においては、公開買付者を含む公開買付者グループ（対象者を除くとのことです。）の役職員を兼任・兼務する又は過去これらの役職員であった対象者の役職員が含まれないよう留意して体制の構築を行ったとのことです。とりわけ、対象者株式の株式価値算定の基礎となる本事業計画の作成に関しては、フィナンシャル・アドバイザーであるみずほ証券の助言を受け、また、みずほ証券、ブルータス及び本特別委員会との間で複数回に亘る質疑応答を実施し、加えてその作成に関与する役職員の独立性を含めて作成プロセスの公正

性についてもリーガル・アドバイザーである岩田合同及び本特別委員会の確認を受けながら進めていたとのこと
です。

また、下記「対象者における利害関係を有しない取締役全員の承認及び監査役全員の異議がない旨の意見」に記載の理由から、前澤浩士氏、山本順三氏、ムハンマド・シュブルーミー氏及びハーリド・サバーハ氏の4名は、当該体制からは外れており、本書提出日に至るまでかかる取扱いを継続しており、かつ前澤浩士氏、山本順三氏、ムハンマド・シュブルーミー氏及びハーリド・サバーハ氏の4名のいずれかが本取引に係る検討、交渉及び判断に関して当該体制に対する指示等を行った事実はないとのこと。

これらの取扱いを含めて、対象者における本取引の検討体制（本取引の検討、交渉及び判断に關与する対象者の役職員の範囲及びその職務を含むとのこと。）の構築に際しては岩田合同の助言を踏まえており、かつ、独立性及び公正性の観点から問題がないことについて、本特別委員会から承認を得ているとのこと。

対象者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

対象者プレスリリースによれば、対象者取締役会は、岩田合同から受けた法的助言及び対象者株式価値算定書（みずほ証券）並びに本特別委員会株式価値算定書（プルータス）及び本フェアネス・オピニオンの内容を踏まえつつ、本特別委員会から提出された本答申書の内容を最大限に尊重しながら、本取引に関して、対象者の企業価値向上、本取引に関する諸条件の妥当性等の観点から慎重に協議及び検討を行ったとのこと。

その結果、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「対象者が本公開買付けに賛同するに至った意思決定の過程及び理由」に記載のとおり、対象者は、本公開買付けを含む本取引は対象者グループの企業価値の向上に資するとともに、本公開買付け価格は妥当性を有し、対象者の株主の皆様に対して、合理的な株式の売却の機会を提供するものであると判断し、2025年9月11日開催の取締役会において、本公開買付けに賛同の意見を表明するとともに、対象者株主の皆様に対し公開買付けへの応募を推奨する旨を決議したとのこと。

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

他の買付者からの買付機会を確保するための措置

公開買付者は、対象者との間で、対象者が公開買付者以外の買収提案者（以下「対抗的買収提案者」といいます。）と接触することを禁止するような取引保護条項を含む合意等、対抗的買収提案者が対象者との間で接触することを制限するような内容の合意を行っておりません。また、公開買付者は、公開買付期間について、法令に定められた最短期間である20営業日より長い30営業日に設定しております。公開買付者は、公開買付期間を法令に定められた最短期間より長期に設定することにより、対象者の株主の皆様には本公開買付けに対する応募について適切な判断機会を確保するとともに、対象者株式について公開買付者以外の者にも対抗的な買付け等を行う機会を確保することにより、本公開買付価格の適正性を担保することを企図しております。

強圧性が生じないための配慮

公開買付者は、下記「(4) 本公開買付け後の組織再編等の方針（いわゆる二段階買収に関する事項）」に記載のとおり、() 本公開買付けの決済完了後速やかに、本株式併合を行うこと及び本株式併合の効力発生を条件として単元株式数の定めを廃止する旨の定款変更を行うことを付議議案に含む本臨時株主総会の開催を対象者に要請することを予定しており、対象者の株主の皆様に対して株式買取請求権又は価格決定請求権が確保されない手法は採用しないとのことであり、() 株式併合をする際に、対象者の株主（公開買付者、本不応募合意株主及び対象者を除きます。）に対価として交付される金銭の額は、本公開買付価格に当該各株主が保有していた対象者株式の数を乗じた価格と同一となるよう設定した上で、裁判所に対して任意売却許可の申立てを行うことを対象者に要請する予定であることを明らかにしていることから、対象者の株主が本公開買付けに応募するか否かについて適切に判断を行う機会を確保し、上記() 及び() の措置の限りにおいて強圧性が生じないように配慮しております。

(4) 本公開買付け後の組織再編等の方針（いわゆる二段階買収に関する事項）

公開買付者は、上記「(1) 本公開買付けの概要」のとおり、本公開買付けにおいて公開買付者が対象者株式の全て（但し、本譲渡制限付株式を含み、公開買付者及び本不応募合意株主が保有する対象者株式並びに対象者が保有する自己株式を除きます。）を取得できなかった場合には、本公開買付け成立後、以下の方法により、当該対象者株式の全ての取得を目的として本スクイズアウト手続を実施することを予定しております。

具体的には、本公開買付けの成立後、公開買付者は、会社法第180条に基づき対象者株式の併合（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変更を行うことを付議議案に含む臨時株主総会（以下「本臨時株主総会」といいます。）を開催することを、本公開買付けの決済の完了後速やかに対象者に要請する予定です。なお、公開買付者は、対象者の企業価値向上の観点から、本臨時株主総会を可能な限り早期に開催することが望ましいと考えており、本公開買付けの決済の開始日後の近接する日が本臨時株主総会の基準日となるように、公開買付期間中に基準日設定公告を行うこと、本臨時株主総会を2025年12月頃を目途に開催することを対象者に対して要請する予定です。対象者プレスリリースによれば、対象者は、公開買付者からかかる要請を受けた場合には、かかる要請に応じる予定とのことです。なお、公開買付者及び本不応募合意株主は、本臨時株主総会において上記各議案に賛成する予定です。

本臨時株主総会において本株式併合の議案についてご承認をいただいた場合には、本株式併合がその効力を生ずる日において、対象者の株主は、本臨時株主総会においてご承認をいただいた本株式併合の割合に応じた数の対象者株式を保有することとなります。本株式併合をすることにより株式の数に1株に満たない端数が生じるときは、対象者の株主に対して、会社法第235条その他の関係法令の定める手続に従い、当該端数の合計数（合計した数に1株に満たない端数がある場合には、当該端数は切り捨てられます。以下同じです。）に相当する対象者株式を公開買付者又は対象者に売却すること等によって得られる金銭が交付されることになります。当該端数の合計数に相当する対象者株式の売却価格については、当該売却の結果、本公開買付けに応募しなかった対象者の株主（公開買付者、本不応募合意株主及び対象者を除きます。）に交付される金銭の額が、本公開買付価格に当該各株主が保有していた対象者株式の数を乗じた価格と同一となるよう設定した上で、裁判所に対して任意売却許可の申立てを行うことを対象者に要請する予定です。また、対象者株式の併合の割合は、本書提出日現在において未定ですが、公開買付者及び本不応募合意株主のみが対象者株式の全て（但し、対象者が保有する自己株式を除きます。）を保有することとなるよう、本公開買付けに応募しなかった対象者の株主（公開買付者、本不応募合意株主及び対象者を除きます。）の保有する対象者株式の数が1株に満たない端数となるように決定するよう要請する予定です。

株式併合に関連する一般株主の権利保護を目的とした会社法上の規定として、株式併合がなされた場合であって、株式併合をすることにより株式の数に1株に満たない端数が生じるときは、会社法第182条の4及び第182条の5その他の関係法令の定めに従い、対象者の株主は、対象者に対し、自己の保有する株式のうち1株に満たない端数となるものの全部を公正な価格で買い取ることを請求することができる旨及び裁判所に対して対象者株式の価格の決定の申立てを行うことができる旨が定められております。上記のとおり、本株式併合においては、本公開買付けに応募しなかった対象者の株主（公開買付者、本不応募合意株主及び対象者を除きます。）の保有する対象者株式の数は1株に満たない端数となる予定ですので、株式併合に反対する対象者の株主は、会社法第182条の4及び第182条の5その他の関係法令の定めに従い、価格決定の申立てを行うことができることになる予定です。なお、

上記申立てがなされた場合の買取価格は、最終的には裁判所が判断することとなります。また、本公開買付けは、本臨時株主総会における対象者の株主の皆様の賛同を勧誘するものではありません。

上記の手續については、関係法令についての改正、施行及び当局の解釈等の状況等によっては、実施に時間を要し、又は実施の方法に変更が生じる可能性があります。但し、その場合でも、本公開買付けが成立した場合には、本公開買付けに応募しなかった対象者の株主（公開買付者、本不応募合意株主及び対象者を除きます。）に対しては、最終的に金銭を交付する方法が採用される予定であり、その場合に当該対象者の株主に交付される金銭の額については、本公開買付価格に当該対象者の株主が保有していた対象者株式の数を乗じた価格と同一になるよう算定する予定です。

なお、本譲渡制限付株式については、本譲渡制限付株式に係る割当契約書において、(a)譲渡制限期間中に、株式併合（当該株式併合により本譲渡制限付株式の割当者の有する本譲渡制限付株式が1株に満たない端数のみとなる場合に限り、）に関する事項が対象者の株主総会で承認された場合（但し、株式併合の効力発生日が譲渡制限期間の満了時より前に到来するときに限り、）には、対象者の取締役会の決議により、当該承認の日において割当者が保有する本譲渡制限付株式の全てについて、株式併合の効力発生日の前営業日の直前時をもって、譲渡制限を解除するとされ、(b)上記(a)に規定する場合には、対象者は、当該株式併合の効力発生日の前営業日をもって、同日において割当者が保有する譲渡制限が解除されていない本譲渡制限付株式の全てを無償で取得するとされており、上記割当契約書の(a)の規定に従い、本譲渡制限付株式は、本株式併合の効力発生日の前営業日の直前時をもって譲渡制限が解除される想定であることから、本株式併合の対象とする予定です。

以上の具体的な手續及びその実施時期等については、対象者と協議の上、決定次第、対象者が速やかに公表する予定です。なお、本公開買付けへの応募又は上記の手續における税務上の取扱いについては、対象者の株主の皆様が自らの責任にて税務専門家にご確認ください。

(5) 上場廃止となる見込み及びその事由

対象者株式は、本書提出日現在、東京証券取引所プライム市場に上場していますが、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、東京証券取引所の定める上場廃止基準に従い、対象者株式は、所定の手続を経て上場廃止となる可能性があります。また、本公開買付けの成立時点では当該基準に該当しない場合でも、本公開買付けの成立後に、上記「(4) 本公開買付け後の組織再編等の方針（いわゆる二段階買収に関する事項）」に記載のとおり、公開買付者にて、対象者株式の全て（但し、本譲渡制限付株式を含み、公開買付者及び本不応募合意株主が保有する対象者株式並びに対象者が保有する自己株式を除きます。）の取得を目的とした手續を実施することを予定しておりますので、その場合、東京証券取引所の上場廃止基準に従い、対象者株式は、所定の手続を経て上場廃止となります。上場廃止後は、対象者株式を東京証券取引所プライム市場において取引することはできません。なお、上場廃止を目的とする理由並びに一般株主への影響及びそれに対する考え方につきましては、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」及び上記「(4) 本公開買付け後の組織再編等の方針（いわゆる二段階買収に関する事項）」に記載のとおりです。

(6) 本公開買付けに係る重要な合意に関する事項

公開買付者は、本不応募合意株主との間で、その保有する対象者株式の全てについて、2025年9月11日付で以下の概要の本不応募契約を締結しております。なお、本不応募契約を除いて、公開買付者と本不応募合意株主との間で本取引に関する合意は締結されておられません。

- (ア) 本不応募合意株主は、公開買付者の事前の書面による同意がない限り、その保有する対象者株式の全部又は一部を直接又は間接に本公開買付けに応募してはならず、当該株式が本公開買付けに応募される結果となるような契約の締結、取引の実施又は合意をしてはならない。
- (イ) 本不応募合意株主は、本不応募契約の締結日から本スクイズアウト手続完了までの間、公開買付者の事前の書面による同意がない限り、その保有する対象者株式の全部又は一部を譲渡、担保設定、その他処分してはならず、対象者株式又は対象者株式に関連する権利を取得してはならず、これらの行為を行う合意又は契約を締結してはならない。
- (ウ) 本不応募合意株主は、本不応募契約の締結日から本スクイズアウト手続完了までの間、本不応募契約において認められる場合、適用法令により要求される場合又は公開買付者の事前の書面による同意がある場合を除き、対象者の株主総会の招集請求権又は株主提案権を行使してはならず、本公開買付けを妨げる又は遅延させることを意図したいかなる行為も行わない。
- (エ) 上記(イ)及び(ウ)の規定は、本公開買付けが成立しなかった場合、公開買付者が適用法令に基づき本公開買付けを撤回した場合又は本不応募契約が後記(ク)に基づき終了した場合のいずれか早い時点で効力を失う。
- (オ) 本不応募合意株主は、本株式併合を妨げる又は遅延させることを意図したいかなる行為も行わず、対象者の取締役会が本株式併合の承認を目的とした臨時株主総会の招集にあたって対象者の取締役が反対するよう指示し又は促してはならず、本臨時株主総会において株式併合に関する提案（対象者の定款を本株式併合に合わせて修正する提案を含む。）に賛成の議決権を行使しなければならない。

- (カ) 本株式併合の効力発生後、本不応募合意株主は、本スクイズアウト手続完了後、本スクイズアウト手続完了時点における対象者の発行済株式総数に対する保有株式割合を下回らない限り、対象者の社外取締役1名を指名する権利を有する。
- (キ) 本株式併合の効力発生後、本不応募合意株主及び公開買付者は、本株式併合後における対象者の株主としての相互関係を規律する条件を定める契約を締結することについて誠実に協議する。
- (ク) 本不応募契約は、契約締結日から1年経過後に終了する。但し、両当事者が書面により合意した場合、又は、契約締結日から6ヶ月以内に本公開買付けが成立せず、一方当事者が相手方当事者に通知した場合には、その時点で終了する。

4【買付け等の期間、買付け等の価格及び買付予定の株券等の数】

(1)【買付け等の期間】

【届出当初の期間】

買付け等の期間	2025年9月12日（金曜日）から2025年10月28日（火曜日）まで（30営業日）
公告日	2025年9月12日（金曜日）
公告掲載新聞名	電子公告を行い、その旨を日本経済新聞に掲載します。 電子公告アドレス (https://disclosure2.edinet-fsa.go.jp/)

【対象者の請求に基づく延長の可能性の有無】

該当事項はありません。

【期間延長の確認連絡先】

該当事項はありません。

(2) 【買付け等の価格】

株券	1株につき金480円
新株予約権証券	
新株予約権付社債券	
株券等信託受益証券 ()	
株券等預託証券 ()	
算定の基礎	<p>公開買付者は、本公開買付価格の公正性を担保するため、本公開買付価格を決定するにあたり、公開買付者グループ及び対象者グループから独立した第三者評価機関として、公開買付者の財務アドバイザーであるJPモルガン証券に対して、対象者株式の株式価値の算定を依頼いたしました。</p> <p>JPモルガン証券は、複数の株式価値算定手法の中から対象者株式の株式価値の算定手法を検討した結果、対象者の市場株価の動向を勘案した市場株価平均法及び対象者の将来の事業活動の状況を算定に反映するためにDCF法を算定手法として用いて対象者株式の株式価値の算定を行いました。公開買付者は、JPモルガン証券から、2025年9月10日付で株式価値算定書（以下「買付者算定書」といいます。）を取得いたしました。なお、JPモルガン証券は、公開買付者及び対象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。また、公開買付者は、下記「算定の経緯」に記載の諸要素を総合的に考慮し、かつ対象者との協議及び交渉を経て本公開買付価格を判断・決定しているため、JPモルガン証券から本公開買付価格の公正性に関する評価（フェアネス・オピニオン）を取得しておりません。</p> <p>買付者算定書によれば、採用した手法及び当該手法に基づいて算定された対象者株式の1株当たりの株式価値の範囲は以下のとおりです。</p> <p>市場株価平均法：305円～334円 DCF法：335円～617円</p> <p>市場株価平均法では、JPモルガン証券は、公開情報に基づき、2025年9月10日を基準日として、東京証券取引所プライム市場における対象者株式の基準日終値332円、同日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値334円、同日までの過去3ヶ月間の終値単純平均値320円、同日までの過去6ヶ月間の終値単純平均値305円に基づき、対象者株式の1株当たり株式価値の範囲を、305円から334円までと分析しております。</p> <p>DCF法では、JPモルガン証券は、JPモルガン証券が使用することについて公開買付者が了承した、2026年3月期から2031年3月期の対象者の事業計画及び財務予測、対象者の事業計画における収益や投資計画、公開買付者及び対象者に対するインタビュー及びデュー・ディリジェンスの結果、並びにその他一般に公開された情報等の諸要素等に基づき、対象者が2026年3月期第2四半期以降に創出すると見込まれるフリー・キャッシュ・フローを、一定のレンジにおける割引率により、現在価値に割り引いて株式価値を算出することを通じて、対象者株式の1株当たり株式価値の範囲を、335円から617円までと分析しております。</p> <p>なお、JPモルガン証券がDCF法による分析において前提とした対象者の事業計画及び財務予測には、対前年度比較で利益やフリー・キャッシュ・フローの大幅な減益を見込んでいる事業年度が含まれております。具体的には、2026年3月期、2028年3月期及び2030年3月期に、定期修繕を行うために製油所の操業を一定期間停止することが予定されていることにより営業利益とフリー・キャッシュ・フローの大幅な減少が見込まれており、営業利益は2026年3月期、2028年3月期、2030年3月期にそれぞれ 17,021百万円、1,945百万円（前期比82.8%減少）、5,904百万円（前期比146.9%減少）となることが見込まれております。フリー・キャッシュ・フローは2026年3月期と2030年3月期にそれぞれ 10,912百万円（前期比150.2%減少）、5,208百万円（前期比151.5%減少）となることが見込まれております。また、JPモルガン証券がDCF法による算定にあたって前提とした対象者の事業計画及び財務予測は本取引の実行を前提としており、本取引実行により実現することが期待されるシナジー効果を見込んでおります。買付者算定書及びその基礎となる対象者株式の株式価値の算定の前提条件、検討された事項及び検討上の制限に関する補足説明は（注）に記載のとおりです。</p>

	<p>公開買付者は、JPモルガン証券から取得した買付者算定書に記載された算定内容・結果を踏まえつつ、2025年6月中旬から同年9月初旬にかけて実施された対象者に対するデュー・ディリジェンスの結果、対象者取締役会による本公開買付けへの賛同の可否、過去1年間の対象者株式の市場株価の動向（終値最高値382円、終値最安値242円）、対象者の業績予想を含む国内外事業の将来の見通し及び本公開買付けに対する応募の見通し等を総合的に勘案し、かつ、対象者との協議・交渉の結果等を踏まえ、2025年9月11日、本公開買付価格をDCFのレンジ内である1株当たり480円とすることを決定いたしました。</p> <p>なお、本公開買付価格である1株当たり480円は、本公開買付けの公表日の前営業日である2025年9月10日の対象者株式の東京証券取引所プライム市場における終値332円に対して44.58%、同日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値334円に対して43.71%、同日までの過去3ヶ月間の終値単純平均値320円に対して50.00%、同日までの過去6ヶ月間の終値単純平均値305円に対して57.38%のプレミアムをそれぞれ加えた金額となります。また、本公開買付価格は、本書提出日の前営業日である2025年9月11日の対象者株式の東京証券取引所プライム市場における終値333円に対して44.14%のプレミアムを加えた金額となります。</p>
算定の経緯	<p>（本公開買付価格の決定に至る経緯）</p> <p>公開買付者は、上記「3 買付け等の目的」の「(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「 本公開買付けの実施を決定するに至った背景、目的及び意思決定の過程」に記載の経緯の下で、2025年9月11日付の取締役会決議において、本公開買付価格を480円とし、本公開買付けを実施することを決定いたしました。</p> <p>（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）</p> <p>上記「3 買付け等の目的」の「(3) 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」をご参照ください。</p>

（注） JPモルガン証券は、買付者算定書の基礎となる対象者株式の株式価値の算定を行うにあたり、公開情報、公開買付者若しくは対象者から提供を受けた情報、又は、公開買付者若しくは対象者と協議した情報、及びJPモルガン証券が検討の対象とした、又はJPモルガン証券のために検討されたその他の情報等の一切が、正確かつ完全であることを前提としており、独自にその正確性及び完全性について検証を行っていないとのことです（また独自にその検証を行う責任も義務も負っていないとのことです）。JPモルガン証券は、公開買付者又は対象者のいかなる資産及び負債についての評価又は査定も行っておらず、また、そのような評価又は査定の提供も受けておらず、さらに、JPモルガン証券は、倒産、支払停止又はそれらに類似する事項に関する適用法令の下での公開買付者又は対象者の信用力についての評価も行っていないとのことです。JPモルガン証券は、公開買付者及び対象者から提出された、又はそれらに基づき算出された財務分析や予測に依拠するにあたっては、それらが、当該分析又は予測に関連する公開買付者及び対象者の将来の業績や財務状況に関する公開買付者及び対象者の経営陣の買付者算定書の日付時点における最善の見積もりと判断に基づいて合理的に作成されていることを前提としているとのことです。JPモルガン証券は、かかる分析若しくは予測又はそれらの根拠となった前提については、何ら見解を表明するものではないとのことです。また、JPモルガン証券は、本公開買付けを含む公開買付者により意図される他の取引が、企図されたとおりに実行されること、及び、公開買付者から提供を受けた資料にて説明されたあらゆる効果があることを前提としているとのことです。JPモルガン証券は、法務、当局による規制、税務、会計等の事項に係る専門家ではなく、それらの点については公開買付者のアドバイザーの判断に依拠しているとのことです。さらに、JPモルガン証券は、本公開買付けの実行に必要な全ての重要な政府、規制当局その他の者の同意又は許認可が、公開買付者若しくは対象者又は本公開買付けの実行により期待される利益に悪影響を与えることなく取得されることも前提としているとのことです。買付者算定書及びその基礎となる対象者株式の株式価値の算定結果は、必然的に、買付者算定書の日付現在でJPモルガン証券が入手している情報及び同日現在の経済、市場、その他の状況に基づいているとのことです。同日より後の事象により、買付者算定書及びその基礎となる対象者株式の株式価値の算定結果が影響を受けることがあります。JPモルガン証券はその分析を修正、変更又は再確認する義務を負わないとのことです。また、買付者算定書及びその基礎となる対象者株式の株式価値の算定結果は、公開買付者又は公開買付者の取締役会に対し特定の買付価格について推奨するものではなく、また特定の買付価格が、唯一の適切な買付価格であることについて推奨するものでもないとのことです。JPモルガン証券は本公開買付けに関する公開買付者の財務アドバイザーであり、かかる財務アドバイザーとしての業務の対価として公開買付者から報酬を受領する予定ですが、当該報酬の一定部分は本公開買付けが実行された場合にのみ発生するとのことです。さらに、公開買付者は、かかる業務に起因して生じうる一定の債務についてJPモルガン証券を補償することに同意しております。買付者算定書の日付までの2年間に、JPモルガン証券及びその関係会社は、公開買付者又は対象者のために重要な財務アドバイザリー業務、商業銀行業務又は投資銀行業務を行ったことはないとのことです。

また、JPモルガン証券及びその関係会社は、自己勘定で公開買付者及び対象者のそれぞれの発行済株式の1%未満を保有しているとのことです。JPモルガン証券及びJPモルガン証券の関係会社は、その通常の業務において、公開買付者又は対象者が発行した債券又は株式の自己勘定取引又は顧客勘定取引を行うことがあり、したがって、JPモルガン証券及びJPモルガン証券の関係会社は随時、これらの有価証券の買持ちポジション又は売持ちポジションを保有する可能性があるとのことです。公開買付者が、JPモルガン証券による対象者株式の株式価値の分析にあたって、JPモルガン証券が前提とした対象者の財務予測（以下「本件財務予測」といいます。）は、JPモルガン証券が使用することについて公開買付者が了承したものです。なお、公開買付者は、本件財務予測を、一般には公表しておらず、また、本件財務予測は一般に公開することを目的としては作成されておりません。本件財務予測は、本質的に不確定であり、かつ公開買付者又は対象者の経営陣が管理あるいは統制できない多くの変数及び前提条件（一般経済、競争条件及び現行利子率に関係する要因を含みますが、これらに限られません。）に依拠しております。そのため、実際の業績は、これらの財務予測と大幅に異なる可能性があります。上記の買付者算定書の基礎となる対象者株式の株式価値の算定の結果及びその算定の手法の概要に係る記載は、JPモルガン証券が実施した分析又は参考にしたデータを全て記載するものではないとのことです。買付者算定書は複雑な過程を経て作成されているため、その分析結果の一部又は要約の記載は必ずしもその分析の内容全てを正確に表すものではないとのことです。JPモルガン証券の分析結果は全体として考慮される必要があり、その分析結果を全体として考慮することなくその一部又は要約のみを参考にした場合、JPモルガン証券の分析の基礎となる過程について必ずしも正確な理解を得ることができない可能性があるとのことです。JPモルガン証券は、その分析を行うにあたり、各分析及び要因を総体的かつ全体的に考慮しており、特定の分析又は要因に特別な比重を置いておらず、また、個別に検討した各分析又は各要因についてそれぞれがJPモルガン証券の分析の根拠となったか、また、どの程度の根拠となったのかについての意見は述べていないとのことです。

（３）【買付予定の株券等の数】

株券等の種類	買付予定数	買付予定数の下限	買付予定数の上限
普通株式	54,393,425（株）	27,693,547（株）	（株）
合計	54,393,425（株）	27,693,547（株）	（株）

- （注１） 応募株券等の総数が買付予定数の下限（27,693,547株）に満たない場合は、応募株券等の全部の買付け等を行いません。応募株券等の総数が買付予定数の下限（27,693,547株）以上の場合は、応募株券等の全部の買付け等を行います。
- （注２） 本公開買付けにおいては、買付予定数の上限を設定しておりませんので、買付予定数は本公開買付けにより公開買付者が買付け等を行う対象者株式の最大数（54,393,425株）を記載しております。買付予定数は、本基準株式数（77,240,335株）から、本書提出日現在の公開買付者が保有する対象者株式の数（17,035,520株）及び本不応募合意株式数（5,811,390株）を控除したものになります。
- （注３） 単元未満株式も本公開買付けの対象としております。なお、会社法に従って対象者の株主による単元未満株式買取請求権が行使された場合には、対象者は法令の手に従い、公開買付期間中に自己の株式を買い取ることがあります。
- （注４） 本公開買付けを通じて、対象者が保有する自己株式を取得する予定はありません。

5【買付け等を行った後における株券等所有割合】

区分	議決権の数
買付予定の株券等に係る議決権の数(個)(a)	543,934
aのうち潜在株券等に係る議決権の数(個)(b)	-
bのうち株券の権利を表示する株券等信託受益証券及び株券等預託証券に係る議決権の数(個)(c)	-
公開買付者の所有株券等に係る議決権の数(2025年9月12日現在)(個)(d)	170,355
dのうち潜在株券等に係る議決権の数(個)(e)	-
eのうち株券の権利を表示する株券等信託受益証券及び株券等預託証券に係る議決権の数(個)(f)	-
特別関係者の所有株券等に係る議決権の数(2025年9月12日現在)(個)(g)	59,108
gのうち潜在株券等に係る議決権の数(個)(h)	-
hのうち株券の権利を表示する株券等信託受益証券及び株券等預託証券に係る議決権の数(個)(i)	-
対象者の総株主等の議決権の数(2025年3月31日現在)(個)(j)	772,071
買付予定の株券等に係る議決権の数の総株主等の議決権の数に占める割合(a/j)(%)	70.42
買付け等を行った後における株券等所有割合 ($(a + d + g) / (j + (b - c) + (e - f) + (h - i)) \times 100$)(%)	100.00

(注1) 「買付予定の株券等に係る議決権の数(個)(a)」は、本公開買付けにおける買付予定の株券等の数に係る議決権の数を記載しております。

(注2) 「特別関係者の所有株券等に係る議決権の数(2025年9月12日現在)(個)(g)」は、各特別関係者(但し、特別関係者のうち法第27条の2第1項各号における株券等所有割合の計算において府令第3条第2項第1号に基づき特別関係者から除外される者を除きます。)が所有する株券等に係る議決権の数の合計を記載しております。但し、特別関係者が所有する株券等(但し、本不応募合意株式及び対象者が保有する自己株式を除きます。)についても本公開買付けの対象としていることから、「買付け等を行った後における株券等所有割合」の計算においては、「特別関係者の所有株券等に係る議決権の数(2025年9月12日現在)(個)(g)」のうち本不応募合意株式に係る議決権数(58,113個)のみを分子に加算しております。公開買付者は、本書提出後に特別関係者の所有する対象者の株券等を確認の上、本書の訂正が必要になった場合には、本書に係る訂正届出書を提出する予定です。

(注3) 「対象者の総株主等の議決権の数(2025年3月31日現在)(個)(j)」は、対象者が2025年6月25日に提出した第23期有価証券報告書に記載された2025年3月31日現在の総株主の議決権の数(1単元の株式数を100株として記載されたもの)です。但し、単元未満株式も本公開買付けの対象としているため、「買付予定の株券等に係る議決権の数の総株主等の議決権の数に占める割合」及び「買付け等を行った後における株券等所有割合」の計算においては、本基準株式数(77,240,335株)に係る議決権の数(772,403個)を「対象者の総株主等の議決権の数(2025年3月31日現在)(個)(j)」として計算しております。

(注4) 「買付予定の株券等に係る議決権の数の総株主等の議決権の数に占める割合」及び「買付け等を行った後における株券等所有割合」については、小数点以下第三位を四捨五入しております。

6 【株券等の取得に関する許可等】

(1) 【株券等の種類】

普通株式

(2) 【根拠法令】

私的独占の禁止及び公正取引の確保に関する法律

公開買付者は、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。）第10条第2項に基づき、公正取引委員会に対し、本公開買付けによる対象者株式の取得（以下「本株式取得」といいます。）に関する計画を予め届け出なければならず（当該届出を以下「事前届出」といいます。）、同条第8項により、原則として、事前届出が受理された日から30日（短縮される場合もあります。）を経過するまでは本株式取得をすることはできません（本株式取得が禁止される当該期間を以下「取得禁止期間」といいます。）。

また、独占禁止法第10条第1項は、一定の取引分野における競争を実質的に制限することとなる他の会社の株式の取得行為を禁止しており、公正取引委員会はこれに違反する行為を排除するために必要な措置を命ずることができます（同法第17条の2第1項。以下「排除措置命令」といいます。）。公正取引委員会は、排除措置命令を発令するときは、当該排除措置命令の名宛人となるべき者について意見聴取を行わなければならない（同法第49条）、その意見聴取を行うにあたっては、予定する排除措置命令の内容等を名宛人に通知しなければなりません（同法第50条第1項。以下「排除措置命令の事前通知」といいます。）、事前届出に係る株式取得に関する計画に対する排除措置命令の事前通知は、一定の期間（上記事前届出が受理された日から原則30日間ですが、延長又は短縮される場合もあります。以下「措置期間」といいます。）内に行うこととされています（同法第10条第9項）。なお、公正取引委員会は、排除措置命令の事前通知をしないこととした場合、その旨の通知（以下「排除措置命令を行わない旨の通知」といいます。）をするものとされており（私的独占の禁止及び公正取引の確保に関する法律第9条から第16条までの規定による認可の申請、報告及び届出等に関する規則（昭和28年公正取引委員会規則第1号。その後の改正を含みます。）第9条）。

公開買付者は、本株式取得に関して、2025年7月24日付で公正取引委員会に対して事前届出を行い、当該事前届出は同日付で受理されております。その後、公開買付者は、公正取引委員会より2025年8月8日付「排除措置命令を行わない旨の通知書」を同日に受領したため、同日をもって措置期間は終了しております。また、公開買付者は、公正取引委員会から取得禁止期間を30日間から15日間に短縮する旨の2025年8月8日付「禁止期間の短縮の通知書」を同日に受領したため、同日の経過をもって取得禁止期間は終了しております。

(3) 【許可等の日付及び番号】

許可等の日付 2025年8月8日（排除措置命令を行わない旨の通知及び禁止期間の短縮の通知を受けたことによる）

許可等の番号 公経企第920号（排除措置命令を行わない旨の通知書の番号）
公経企第921号（禁止期間の短縮の通知書の番号）

7【応募及び契約の解除の方法】

(1)【応募の方法】

公開買付代理人

大和証券株式会社 東京都千代田区丸の内一丁目9番1号

本公開買付けに係る株券等の買付け等の申込みに対する承諾又は売付け等の申込みをする方（以下「応募株主等」といいます。）は、以下の(1)又は(2)の手続に従って、応募してください。

(1) オンライントレード（公開買付代理人に口座をお持ちのお客様専用のオンラインサービス）にて公開買付期間末日の16時までに手続を行ってください。なお、オンライントレードによる応募（<https://www.daiwa.jp/onlinetrade/>）には、応募株主等が公開買付代理人に設定した応募株主等名義の口座（以下「応募株主等口座」といいます。）におけるオンライントレードのご利用申込（注）が必要です。

なお、オンライントレードによる応募は個人の場合に限り、法人の場合はご利用いただけません。また、オンライントレードでは単元株のみ申込可能です。単元未満株を含めてお申込みの場合は、公開買付代理人の本店又は全国各支店（以下、公開買付代理人にて既に口座をお持ちの場合には、お取引支店といたします。）での受付になります。

（注） オンライントレードのご利用には、お申込みが必要です。

- ・ダイワ・カードをお持ちの場合：オンライントレードのログイン画面より新規申込を受付しております。お申込日の翌営業日からご利用いただけます。
- ・ダイワ・カードをお持ちでない場合：お取引支店又は大和証券コンタクトセンターまでご連絡ください。

(2) 郵送若しくは公開買付代理人の本店又は全国各支店での応募受付をご希望される場合（オンライントレードによる応募をご利用できない場合を含みます。）においては、所定の公開買付応募申込書に所要事項を記載し、公開買付代理人の本店又は全国各支店に公開買付応募申込書を郵送又は来店の上、公開買付期間末日の16時までに応募してください。但し、郵送の場合は、公開買付応募申込書が公開買付期間末日の16時までに到達することを条件とします。また、本店又は全国各支店によって営業時間が異なりますので、予めご確認の上、応募してください。

公開買付代理人では、サービス品質向上のため、ご来店の際は事前のご予約をお願いしております。詳しくは、公開買付代理人のホームページ（<https://www.daiwa.jp/doc/230313.html>）をご確認ください。

本公開買付けに係る株券等の応募に際しては、応募株主等が公開買付代理人に開設した応募株主等口座に、応募する予定の株券等が記載又は記録されている必要があります。そのため、応募する予定の株券等が、公開買付代理人以外の金融商品取引業者等に開設された口座に記載又は記録されている場合（対象者の株主名簿管理人であるみずほ信託銀行株式会社に開設された特別口座に記載又は記録されている場合を含みます。）は、応募に先立ち、公開買付代理人に開設した応募株主等口座への振替手続を完了していただく必要があります。なお、本公開買付けにおいては、公開買付代理人以外の金融商品取引業者等を経由した応募の受付は行われません。

応募の際に個人番号（法人の場合は法人番号）及び本人確認書類が必要となる場合があります。（注1）（注2）

外国の居住者である株主等（法人の株主等を含みます。以下「外国人株主等」といいます。）の場合、日本国内の常任代理人を通じて応募して下さい（常任代理人より、外国人株主等の委任状又は契約書の原本証明付きの「写し」をいただきます。）。

個人の株主等の場合、買付けられた株券等に係る売却代金と取得費との差額は、株式等の譲渡所得等に関する申告分離課税の適用対象となります。（注3）

対象者の株主名簿管理人であるみずほ信託銀行株式会社に開設された特別口座に記載又は記録されている株券等を応募する場合の具体的な振替手続（応募株主口座への振替手続）については、公開買付代理人にご相談いただくか、又は口座管理機関であるみずほ信託銀行株式会社にお問い合わせ下さい。（注4）

（注１） 本人確認書類について

公開買付代理人に新規に口座を開設して応募される場合、次の個人番号及び本人確認書類が必要になります（法人の場合は、法人番号及び法人本人の本人確認書類に加え、「現に取引に当たる担当者（取引担当者）」についての本人確認書類及び取引担当者が当該法人のために取引の任にあたっていることの確認が必要になります。）。なお、本人確認書類等の詳細につきましては、公開買付代理人にお尋ね下さい。

・個人の場合

下記、Ａ～Ｃいずれかの書類をご提出ください。（店頭での口座開設の場合は、本人確認書類の原本のご提示が必要になります。郵送での口座開設の場合は、本人確認書類のコピー（但し、「住民票の写し」は原本）をご提出ください。）。

	個人番号確認書類	本人確認書類
A	個人番号カード（裏）	個人番号カード（表） 郵送及びオンライン経由での口座開設の場合は a 又は b のうち追加で 1 種類
B	通知カード	a のいずれか 1 種類、又は b のうち 2 種類 （但し、「住民票の写し」と「住民票の記載事項証明書」で 2 種類とすることはできません。） 郵送又はオンライン経由での口座開設の場合は、a 又は b のうち、いずれか 2 種類（但し、「住民票の写し」と「住民票の記載事項証明書」で 2 種類とすることはできません。）
C	個人番号記載のある住民票の写し 又は住民票の記載事項証明書	a 又は b のうち、「住民票の写し」「住民票の記載事項証明書」以外の 1 種類

a 顔写真付の本人確認書類

・有効期間内の原本のコピーの提出が必要

パスポート（住所記載欄のない新型パスポート（2020年2月4日以降に発給申請し交付されたパスポート）は、本人確認書類としてご利用いただけません。別途本人確認書類のご用意をお願いいたします。）、運転免許証、運転経歴証明書、各種福祉手帳、在留カード、特別永住者証明書

b 顔写真のない本人確認書類

・発行から 6 ヶ月以内の原本又はコピーの提出が必要

住民票の写し、住民票の記載事項証明書、印鑑証明書

・有効期間内の原本のコピーの提出が必要

各種健康保険証、国民年金手帳（氏名・住所・生年月日の記載があるもの）、各種福祉手帳等

・法人の場合

下記 A ～ C の確認書類をご提出ください。

A	法人番号確認書類	・法人番号指定通知書又は ・法人番号印刷書類
B	法人のお客さまの本人確認書類	・登記事項証明書又は ・官公庁から発行された書類等 （名称、本店又は主たる事務所の所在地及び事業の内容を確認できるもの）
C	お取引担当者の本人確認書類	・個人番号カード（表）又は ・上記個人の場合の本人確認書類（a のいずれか 1 種類、又は b のうち 2 種類）

・外国人（居住者を除きます。）、外国に本店又は主たる事務所を有する法人の場合

日本国政府の承認した外国政府又は権限ある国際機関の発行した書類その他これに類するもので、居住者の本人確認書類に準じるもの等（自然人の場合は、氏名、住所、生年月日の記載のあるものに、法人の場合は、名称、本店又は主たる事務所の所在地及び事業の内容の記載のあるものに限ります。）

(注2) 取引関係書類の郵送について

本人確認を行ったことをお知らせするために、当該本人確認書類に記載された住所地に取引関係書類を郵送させていただきます。

(注3) 株式等の譲渡所得等に対する申告分離課税について(個人の株主等の場合)

個人の株主等の方につきましては、株式等の譲渡には、申告分離課税が適用されます。税務上の具体的な質問等は税理士等の専門家にご相談いただき、ご自身でご判断いただきますようお願い申し上げます。

(注4) 特別口座からの振替手続

上記に記載のとおり、応募に際しては、特別口座で記載又は記録されている株券等は、公開買付代理人に開設した応募株主口座への振替手続をお取りいただく必要があります。

(2) 【契約の解除の方法】

応募株主等は、公開買付期間中においては、いつでも本公開買付けに係る契約を解除することができます。契約の解除をする場合は、公開買付期間末日の16時までに、下記「11 その他買付け等の条件及び方法」の「(4) 応募株主等の契約の解除権についての事項」に従って、以下の 又は の手続により、契約の解除を行ってください。

オンライントレード上の操作により契約を解除する場合は、当該画面上に記載される方法に従い、公開買付期間末日の16時までに解除手続を行ってください。

なお、オンライントレード取扱銘柄については、お取引支店で応募された契約の解除も、オンライントレード上の操作による解除手続を行うことが可能です。但し、単元未満株を含めて契約の解除をお申込みの場合は、お取引支店での受付になります。

郵送若しくは公開買付代理人の本店又は全国各支店で契約を解除する場合は、所定の解除書面に所要事項を記載し、応募受付をした公開買付代理人の本店又は全国各支店に解除書面を郵送又は来店の上、公開買付期間末日の16時までに契約を解除してください。但し、郵送の場合は、解除書面が公開買付期間末日の16時までに到達することを条件とします。また、本店又は全国各支店によって営業時間が異なりますので、予めご確認の上、解除してください。

なお、オンライントレードで応募された契約の解除も、解除書面の郵送又は来店による解除手続を行うことが可能です。

公開買付代理人では、サービス品質向上のため、ご来店の際は事前のご予約をお願いしております。詳しくは、公開買付代理人のホームページ(<https://www.daiwa.jp/doc/230313.html>)をご確認ください。

解除書面を受領する権限を有する者：

大和証券株式会社 東京都千代田区丸の内一丁目9番1号
(その他の大和証券株式会社全国各支店)

(3) 【株券等の返還方法】

上記「(2) 契約の解除の方法」に記載の方法により、応募株主等が公開買付けに係る契約の解除を申し出た場合には、解除手続終了後速やかに下記「10 決済の方法」の「(4) 株券等の返還方法」に記載の方法により応募株券等を返還します。

(4) 【株券等の保管及び返還を行う金融商品取引業者・銀行等の名称及び本店の所在地】

大和証券株式会社 東京都千代田区丸の内一丁目9番1号

8【買付け等に要する資金】

(1)【買付け等に要する資金等】

買付代金(円)(a)	26,108,844,000
金銭以外の対価の種類	
金銭以外の対価の総額	
買付手数料(b)	110,000,000
その他(c)	10,748,650
合計(a)+(b)+(c)	26,229,593,650

(注1) 「買付代金(円)(a)」欄には、買付予定数(54,393,425株)に本公開買付価格(480円)を乗じた金額を記載しております。

(注2) 「買付手数料(b)」欄には、公開買付代理人に支払う手数料の見積額を記載しております。

(注3) 「その他(c)」欄には、本公開買付けに関する公告及び公開買付説明書その他必要書類の印刷費その他諸費用につき、その見積額を記載しております。

(注4) その他公開買付代理人に支払われる諸経費及び弁護士報酬等がありますが、その額は未定です。

(注5) 上記金額には消費税等は含まれておりません。

(2)【買付け等に要する資金に充当しうる預金又は借入金等】

【届出日の前々日又は前日現在の預金】

種類	金額(千円)
当座預金	34,915,220
計(a)	34,915,220

【届出日前の借入金】

イ【金融機関】

	借入先の業種	借入先の名称等	借入契約の内容	金額(千円)
1				
2				
計				

ロ【金融機関以外】

借入先の業種	借入先の名称等	借入契約の内容	金額(千円)
計			

【届出日以後に借入れを予定している資金】

イ【金融機関】

	借入先の業種	借入先の名称等	借入契約の内容	金額(千円)
1				
2				
計(b)				

口【金融機関以外】

借入先の業種	借入先の名称等	借入契約の内容	金額（千円）
計(c)			

【その他資金調達方法】

内容	金額（千円）
計(d)	

【買付け等に要する資金に充当しうる預金又は借入金等の合計】

34,915,220千円（(a) + (b) + (c) + (d)）

（３）【買付け等の対価とする有価証券の発行者と公開買付者との関係等】

該当事項はありません。

９【買付け等の対価とする有価証券の発行者の状況】

該当事項はありません。

１０【決済の方法】

（１）【買付け等の決済をする金融商品取引業者・銀行等の名称及び本店の所在地】

大和証券株式会社 東京都千代田区丸の内一丁目９番１号

（２）【決済の開始日】

2025年11月５日（水曜日）

（３）【決済の方法】

公開買付期間終了後遅滞なく、本公開買付けによる買付け等の通知書を応募株主等の住所又は所在地（外国人株主等の場合はその常任代理人の住所）宛に郵送します。

買付けは現金にて行います。買付け等を行った株券等に係る売却代金は応募株主等の指示により、決済の開始日以後遅滞なく、公開買付代理人から応募株主等（外国人株主等の場合はその常任代理人）の指定した場所へ送金するか（送金手数料がかかる場合があります。）、公開買付代理人の応募受付をした応募株主等の口座へお支払いします。

（４）【株券等の返還方法】

下記「11 その他買付け等の条件及び方法」の「（１）法第27条の13第４項各号に掲げる条件の有無及び内容」及び「（２）公開買付けの撤回等の条件の有無、その内容及び撤回等の開示の方法」に記載の条件に基づき株券等の全部の買付け等を行わないこととなった場合には、返還することが必要な株券等は、公開買付期間末日の翌々営業日（公開買付けの撤回等を行った場合は撤回等を行った日）以降遅滞なく、応募が行われた時の公開買付代理人に開設した応募株主口座の状態に戻すことにより返還します。

1 1 【その他買付け等の条件及び方法】

(1) 【法第27条の13第4項各号に掲げる条件の有無及び内容】

応募株券等の総数が買付予定数の下限（27,693,547株）に満たない場合は、応募株券等の全部の買付け等を行いません。応募株券等の総数が買付予定数の下限（27,693,547株）以上の場合は、応募株券等の全部の買付け等を行います。

(2) 【公開買付けの撤回等の条件の有無、その内容及び撤回等の開示の方法】

令第14条第1項第1号イ乃至ヌ及びワ乃至ネ、第3号イ乃至チ及びヌ、並びに同条第2項第3号乃至第6号に定める事項のいずれかが生じた場合は、本公開買付けの撤回等を行うことがあります。なお、令第14条第1項第3号ヌに定める「イからリまでに掲げる事実に基づき事実」とは、対象者が過去に提出した法定開示書類について、重要な事項につき虚偽の記載があり、又は記載すべき重要な事項の記載が欠けていることが判明し、かつ、公開買付者が当該虚偽記載等があることを知らず、かつ、相当な注意を用いたにもかかわらず知ることができなかった場合、及び対象者の重要な子会社に同号イ乃至トに掲げる事実が発生した場合をいいます。

撤回等を行おうとする場合は、電子公告を行い、その旨を日本経済新聞に掲載します。但し、公開買付期間末日までに公告を行うことが困難である場合は、府令第20条に規定する方法により公表し、その後直ちに公告を行います。

(3) 【買付け等の価格の引下げの条件の有無、その内容及び引下げの開示の方法】

法第27条の6第1項第1号の規定により、公開買付期間中に対象者が令第13条第1項に定める行為を行った場合には、府令第19条第1項の規定に定める基準に従い、買付け等の価格の引下げを行うことがあります。買付け等の価格の引下げを行おうとする場合は、電子公告を行い、その旨を日本経済新聞に掲載します。但し、公開買付期間末日までに公告を行うことが困難である場合は、府令第20条に規定する方法により公表し、その後直ちに公告を行います。買付け等の価格の引下げがなされた場合、当該公告が行われた日以前の応募株券等についても、引下げ後の買付け等の価格により買付け等を行います。

(4) 【応募株主等の契約の解除権についての事項】

応募株主等は、公開買付期間中においては、いつでも本公開買付けに係る契約を解除することができます。契約の解除の方法については、上記「7 応募及び契約の解除の方法」の「(2) 契約の解除の方法」に記載の方法によるものとします。

なお、公開買付者は、応募株主等による契約の解除があった場合においても、損害賠償又は違約金の支払いを応募株主等に請求することはありません。また、応募株券等の返還に要する費用も公開買付者の負担とします。解除を申し出られた場合には、応募株券等は当該解除の申出に係る手続終了後速やかに上記「10 決済の方法」の「(4) 株券等の返還方法」に記載の方法により返還します。

(5) 【買付条件等の変更をした場合の開示の方法】

公開買付者は、公開買付期間中、法第27条の6第1項及び令第13条により禁止される場合を除き、買付条件等の変更を行うことがあります。

買付条件等の変更を行おうとする場合は、その変更の内容等につき電子公告を行い、その旨を日本経済新聞に掲載します。但し、公開買付期間末日までに公告を行うことが困難である場合は、府令第20条に規定する方法により公表し、その後直ちに公告を行います。買付条件等の変更がなされた場合、当該公告が行われた日以前の応募株券等についても、変更後の買付条件等により買付け等を行います。

(6) 【訂正届出書を提出した場合の開示の方法】

訂正届出書を関東財務局長に提出した場合（但し、法第27条の8第11項但書に規定する場合を除きます。）は、直ちに、訂正届出書に記載した内容のうち、公開買付開始公告に記載した内容に係るものを、府令第20条に規定する方法により公表します。また、直ちに公開買付説明書を訂正し、かつ、既に公開買付説明書を交付している応募株主等に対しては訂正した公開買付説明書を交付して訂正します。但し、訂正の範囲が小範囲に止まる場合には、訂正の理由、訂正した事項及び訂正後の内容を記載した書面を作成し、その書面を応募株主等に交付する方法により訂正します。

(7) 【公開買付けの結果の開示の方法】

本公開買付けの結果については、公開買付期間末日の翌日に、令第9条の4及び府令第30条の2に規定する方法により公表します。

第2【公開買付者の状況】

1【会社の場合】

(1)【会社の概要】

【会社の沿革】

【会社の目的及び事業の内容】

【資本金の額及び発行済株式の総数】

【大株主】

年 月 日現在

氏名又は名称	住所又は所在地	所有株式数 (千株)	発行済株式(自己 株式を除く。)の 総数に対する所有 株式数の割合 (%)
計			

【役員の職歴及び所有株式の数】

年 月 日現在

役名	職名	氏名	生年月日	職歴	所有株式数 (千株)
計					

(2)【経理の状況】

【貸借対照表】

【損益計算書】

【株主資本等変動計算書】

(3) 【継続開示会社たる公開買付者に関する事項】

【公開買付者が提出した書類】

イ【有価証券報告書及びその添付書類】

事業年度 第110期 (自 2024年 4 月 1 日 至 2025年 3 月31日)
2025年 6 月19日関東財務局長に提出

ロ【半期報告書】

該当事項はありません。

ハ【訂正報告書】

該当事項はありません。

【上記書類を縦覧に供している場所】

出光興産株式会社
(東京都千代田区大手町一丁目 2 番 1 号)
株式会社東京証券取引所
(東京都中央区日本橋兜町 2 番 1 号)

2 【会社以外の団体の場合】

該当事項はありません。

3 【個人の場合】

該当事項はありません。

第3【公開買付者及びその特別関係者による株券等の所有状況及び取引状況】

1【株券等の所有状況】

(1)【公開買付者及び特別関係者による株券等の所有状況の合計】

(2025年9月12日現在)

	所有する株券等の数	令第7条第1項第2号に該当する株券等の数	令第7条第1項第3号に該当する株券等の数
株券	229,463(個)	(個)	(個)
新株予約権証券			
新株予約権付社債券			
株券等信託受益証券()			
株券等預託証券()			
合計	229,463		
所有株券等の合計数	229,463		
(所有潜在株券等の合計数)	()		

(注1) 特別関係者である対象者は、2025年6月30日現在、対象者株式943,342株を保有しておりますが、全て自己株式であるため、議決権はありません。

(注2) 公開買付者は、本書提出後に特別関係者の所有する対象者の株券等を確認の上、本書の訂正が必要になった場合には、本書に係る訂正届出書を提出する予定です。

(2)【公開買付者による株券等の所有状況】

(2025年9月12日現在)

	所有する株券等の数	令第7条第1項第2号に該当する株券等の数	令第7条第1項第3号に該当する株券等の数
株券	170,355(個)	(個)	(個)
新株予約権証券			
新株予約権付社債券			
株券等信託受益証券()			
株券等預託証券()			
合計	170,355		
所有株券等の合計数	170,355		
(所有潜在株券等の合計数)	()		

(3) 【特別関係者による株券等の所有状況（特別関係者合計）】

(2025年 9 月12日現在)

	所有する株券等の数	令第7条第1項第2号に該当する株券等の数	令第7条第1項第3号に該当する株券等の数
株券	59,108 (個)	(個)	(個)
新株予約権証券			
新株予約権付社債券			
株券等信託受益証券 ()			
株券等預託証券 ()			
合計	59,108		
所有株券等の合計数	59,108		
(所有潜在株券等の合計数)	()		

(注 1) 特別関係者である対象者は、2025年 6 月30日現在、対象者株式943,342株を保有しておりますが、全て自己株式であるため、議決権はありません。

(注 2) 公開買付者は、本書提出後に特別関係者の所有する対象者の株券等を確認の上、本書の訂正が必要になった場合には、本書に係る訂正届出書を提出する予定です。

(4) 【特別関係者による株券等の所有状況（特別関係者ごとの内訳）】

【特別関係者】

(2025年 9 月12日現在)

氏名又は名称	富士石油株式会社
住所又は所在地	東京都品川区北品川六丁目 7 番29号
職業又は事業の内容	原油の輸入、石油の精製並びに石油製品及び石油化学基礎製品の製造、加工、貯蔵、輸出入及び売買等
連絡先	連絡者 富士石油株式会社 経理部長 祖父江 高明 連絡場所 東京都品川区北品川六丁目 7 番29号 電話番号 03(6277)2891
公開買付者との関係	公開買付者が特別資本関係を有する法人である対象者

(2025年 9 月12日現在)

氏名又は名称	山本 重人
住所又は所在地	東京都品川区北品川六丁目 7 番29号 (対象者所在地)
職業又は事業の内容	対象者 代表取締役社長
連絡先	連絡者 富士石油株式会社 経理部長 祖父江 高明 連絡場所 東京都品川区北品川六丁目 7 番29号 電話番号 03(6277)2891
公開買付者との関係	公開買付者が特別資本関係を有する法人である対象者の役員

(2025年 9 月12日現在)

氏名又は名称	サウジアラビア王国政府
住所又は所在地	SAUDI ARABIA
職業又は事業の内容	国家政府
連絡先	連絡者 Dr. Mohammed Al Shubrumi 連絡場所 3895 Nakhel Neighbourhood, 6744 Riaydh 21382, Kingdom of Saudi Arabia 電話番号 00966114787777
公開買付者との関係	公開買付者との間で、本公開買付け成立後において共同して対象者の株主としての議決権その他の権利を行使することを合意している者

【所有株券等の数】
富士石油株式会社

(2025年 9 月12日現在)

	所有する株券等の数	令第7条第1項第2号に該当する株券等の数	令第7条第1項第3号に該当する株券等の数
株券	0 (個)	(個)	(個)
新株予約権証券			
新株予約権付社債券			
株券等信託受益証券 ()			
株券等預託証券 ()			
合計	0		
所有株券等の合計数	0		
(所有潜在株券等の合計数)	()		

(注) 特別関係者である対象者は、2025年 6 月30日現在、対象者株式943,342株を保有しておりますが、全て自己株式であるため、議決権はありません。

山本 重人

(2025年 9 月12日現在)

	所有する株券等の数	令第7条第1項第2号に該当する株券等の数	令第7条第1項第3号に該当する株券等の数
株券	995 (個)	(個)	(個)
新株予約権証券			
新株予約権付社債券			
株券等信託受益証券 ()			
株券等預託証券 ()			
合計	995		
所有株券等の合計数	995		
(所有潜在株券等の合計数)	()		

サウジアラビア王国政府

(2025年 9 月12日現在)

	所有する株券等の数	令第7条第1項第2号に該当する株券等の数	令第7条第1項第3号に該当する株券等の数
株券	58,113 (個)	(個)	(個)
新株予約権証券			
新株予約権付社債券			
株券等信託受益証券 ()			
株券等預託証券 ()			
合計	58,113		
所有株券等の合計数	58,113		
(所有潜在株券等の合計数)	()		

2 【株券等の取引状況】

(1) 【届出日前60日間の取引状況】

該当事項はありません。

3 【当該株券等に関して締結されている重要な契約】

該当事項はありません。

4 【届出書の提出日以後に株券等の買付け等を行う旨の契約】

該当事項はありません。

第4【公開買付者と対象者との取引等】

1【公開買付者と対象者又はその役員との間の取引の有無及び内容】

(1) 公開買付者と対象者との間の取引の有無及び内容

公開買付者の最近の3事業年度における公開買付者と対象者との間の重要な取引の内容及び取引金額は以下のとおりです。

(単位: 百万円)

取引の概要	第108期 (自 2022年4月1日 至 2023年3月31日)	第109期 (自 2023年4月1日 至 2024年3月31日)	第110期 (自 2024年4月1日 至 2025年3月31日)
対象者から公開買付者に対する 石油製品等の販売等	601,564	471,601	557,385
対象者から公開買付者に対する 配当金の支払い	43	43	129

(2) 公開買付者と対象者の役員との間の取引の有無及び内容

該当事項はありません。

2【公開買付者と対象者又はその役員との間の合意の有無及び内容】

(1) 公開買付者と対象者との間の合意の有無及び内容

対象者プレスリリースによれば、対象者は、2025年9月11日開催の取締役会において、本公開買付けに賛同する旨の意見を表明するとともに、対象者の株主の皆様に対して、本公開買付けへの応募を推奨することを決議したとのことです。

詳細については、対象者プレスリリース及び上記「第1 公開買付要項」の「3 買付け等の目的」の「(3) 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「対象者における利害関係を有しない取締役全員の承認及び監査役全員の異議がない旨の意見」をご参照ください。

(2) 公開買付者と対象者の役員との間の合意の有無及び内容

該当事項はありません。

第 5 【対象者の状況】

1 【最近 3 年間の損益状況等】

(1) 【損益の状況】

決算年月			
売上高			
売上原価			
販売費及び一般管理費			
営業外収益			
営業外費用			
当期純利益（当期純損失）			

(2) 【1 株当たりの状況】

決算年月			
1 株当たり当期純損益			
1 株当たり配当額			
1 株当たり純資産額			

2 【株価の状況】

（単位：円）

金融商品取引所名 又は認可金融商品 取引業協会名	東京証券取引所プライム市場（注）						
月別	2025年 3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月
最高株価	336	312	301	330	338	349	344
最低株価	304	238	272	278	293	310	332

（注） 2025年 9 月については、同月11日までのものです。

3 【株主の状況】

(1) 【所有者別の状況】

年 月 日現在

区分	株式の状況（ 1 単元の株式数 株 ）								単元未満株式の状況 （ 株 ）
	政府 及び 地方公共団体	金融機関	金融商品取引業者	その他の法人	外国法人等		個人その他	計	
					個人以外	個人			
株主数（人）									
所有株式数 （単位）									
所有株式数の割合 （％）									

(2) 【大株主及び役員の所有株式の数】

【大株主】

年 月 日現在

氏名又は名称	住所又は所在地	所有株式数 (株)	発行済株式 (自己 株式を除く。) の 総数に対する所有 株式数の割合 (%)
計			

【役員】

年 月 日現在

氏名	役名	職名	所有株式数 (株)	発行済株式 (自己 株式を除く。) の 総数に対する所有 株式数の割合 (%)
計				

4 【継続開示会社たる対象者に関する事項】

(1) 【対象者が提出した書類】

【有価証券報告書及びその添付書類】

事業年度 第22期 (自 2023年 4 月 1 日 至 2024年 3 月31日)

2024年 6 月26日関東財務局長に提出

事業年度 第23期 (自 2024年 4 月 1 日 至 2025年 3 月31日)

2025年 6 月25日関東財務局長に提出

【半期報告書】

該当事項はありません。

【臨時報告書】

該当事項はありません。

【訂正報告書】

訂正有価証券報告書 (上記 の第23期有価証券報告書の訂正報告書)

2025年 8 月20日関東財務局長に提出

(2) 【上記書類を縦覧に供している場所】

富士石油株式会社

(東京都品川区北品川六丁目 7 番29号)

株式会社東京証券取引所

(東京都中央区日本橋兜町 2 番 1 号)

5【伝達を受けた公開買付け等の実施に関する事実の内容等】

該当事項はありません。

6【その他】

(1)「2026年3月期 第1四半期決算短信〔日本基準〕(連結)」の公表

対象者は、2025年8月7日付で対象者第1四半期決算短信を公表しております。当該公表に基づく対象者第1四半期決算短信の概要は以下のとおりです。詳細については、当該公表の内容をご参照ください。

2026年3月期 第1四半期決算短信〔日本基準〕(連結)の概要

() 損益の状況(連結)

(単位:百万円)

会計期間	2026年3月期 (第1四半期連結累計期間)
売上高	63,705
営業利益	13,422
経常利益	13,703
親会社株主に帰属する四半期純利益	14,585

() 1株当たりの状況(連結)

(単位:円)

会計期間	2026年3月期 (第1四半期連結累計期間)
1株当たり四半期純利益	188.83
1株当たり配当額	

(2)「2026年3月期期末配当予想の修正(無配)に関するお知らせ」の公表

対象者は、2025年9月11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、2026年3月期の期末配当予想を修正し、2026年3月期の期末配当を行わないことを決議したとのことです。詳細については、対象者が2025年9月11日に公表した「2026年3月期期末配当予想の修正(無配)に関するお知らせ」をご参照ください。