

【表紙】

【提出書類】	意見表明報告書
【提出先】	関東財務局長
【提出日】	2020年11月6日
【報告者の名称】	日本アジアグループ株式会社
【報告者の所在地】	東京都千代田区丸の内三丁目1番1号
【最寄りの連絡場所】	東京都千代田区丸の内三丁目1番1号
【電話番号】	(03)4476 - 8000(代表)
【事務連絡者氏名】	総務人事部長 淵田 隆記
【縦覧に供する場所】	日本アジアグループ株式会社 (東京都千代田区丸の内三丁目1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「当社」又は「対象者」とは、日本アジアグループ株式会社をいいます。
- (注2) 本書中の「公開買付者」とは、グリーン ホールディングス エルピーをいいます。
- (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必ずしも計数の総和と一致しません。
- (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「株券等」とは、株式に係る権利をいいます。
- (注6) 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7) 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、法で定められた手続及び情報開示基準に従い実施されるものです。
- (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。

1 【公開買付者の氏名又は名称及び住所又は所在地】

名称 グリーン ホールディングス エルピー
(Green Holdings, L.P.)

所在地 ケイマン諸島、グランド・ケイマン、KY1-9008、ジョージ・タウン、ホスピタル・ロード 27、ケイマン・コーポレート・センター、ウォーカー・コーポレート・リミテッド(Walkers Corporate Limited, Cayman Corporate Centre, 27 Hospital Road, George Town, Grand Cayman KY1-9008, Cayman Islands)

2 【公開買付者が買付け等を行う株券等の種類】

普通株式

3 【当該公開買付けに関する意見の内容、根拠及び理由】

(1) 本公開買付けに関する意見の内容

当社は、2020年11月5日開催の当社取締役会において、下記「(2) 意見の根拠及び理由」に記載の根拠及び理由に基づき、本公開買付けに賛同する意見を表明するとともに、当社の株主の皆様に対して、本公開買付けへの応募を推奨することを決議いたしました。

なお、当該取締役会決議は、下記「(6) 本公開買付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「当社における利害関係を有しない取締役全員の承認及び監査役全員の異議がない旨の意見」に記載の方法により決議されております。

(2) 意見の根拠及び理由

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

本公開買付けの概要

公開買付者は、後述のカーライル・グループに属する投資ファンドによって保有・運営されており、本公開買付けを通じた当社の普通株式(以下「当社株式」といいます。)の取得等を目的として、2020年1月23日にケイマン諸島法に基づき組成されたりミテッド・パートナーシップとのことです。本書提出日現在、公開買付者は、当社株式を所有していないとのことです。

カーライル・グループ(以下「カーライル」といいます。)は、グローバルに展開する投資会社であり、2020年6月末現在、129の独自ファンド及び260のファンド・オブ・ファンズを運用し、運用総額は約2,213億ドル、世界6大陸の31拠点において1,800名以上の社員がおり、「コーポレート・プライベート・エクイティ」、「リアルアセット」、「グローバル・クレジット」及び「インベストメント・ソリューションズ」の4つの分野(注1)で投資活動を行っているとのことです。このうち、企業への投資活動を行う「コーポレート・プライベート・エクイティ」においては、1987年の設立以来、累計656件のバイアウト実績を有しているとのことです。また、日本国内でも、2000年に活動を開始して以来、株式会社ツパキ・ナカシマ、株式会社ソラスト、株式会社おやつカンパニー、アルヒ株式会社、日立機材株式会社(現センクシア株式会社)、及びオリオンビール株式会社等に対して累計26件の投資実績を有しているとのことです。「リアルアセット」においては、運用総額約402億ドル、「グローバル・クレジット」においては、運用総額約500億ドル、「インベストメント・ソリューションズ」においては、運用総額約469億ドルの資産を運用しているとのことです。

(注1) 本取引(以下に定義します。)の目的の一つであるマネジメント・バイアウト(MBO)(注2)、グロース・キャピタル、戦略的マイノリティ出資(少数持分投資)などで投資活動を実施する「コーポレート・プライベート・エクイティ」、不動産、インフラ、エネルギー(再生可能・持続可能エネルギーを含みます。)を投資対象とする「リアルアセット」、ローン担保証券、メザニン等、主に債券への投資を行う「グローバル・クレジット」、及びプライベート・エクイティ・ファンドや不動産ファンドに投資を行うファンド・オブ・ファンズの運営を行う「インベストメント・ソリューションズ」の4分野とのことです。

(注2) 「マネジメント・バイアウト(MBO)」とは、公開買付者が対象者の役員である公開買付け(公開買付者が対象者の役員の依頼に基づき公開買付けを行う者であって対象者の役員と利益を共通にする者である公開買付けを含みます。)をいいます(株式会社東京証券取引所(以下「東京証券取引所」といいます。))の有価証券上場規程第441条参照)。

今般、公開買付者は、後述する当社の代表取締役会長兼社長である山下哲生氏(以下「山下氏」といいます。所有株式：492,030株、所有割合：1.79%(注3))によるマネジメント・バイアウト(MBO)の一環として、山下氏の依頼に基づき、東京証券取引所市場第一部に上場している当社株式の全て(ただし、当社が所有する自己株式(当社の株式給付信託(BBT)の所有分は含まれません。以下同じです。)を除きます。以下、本「本公開買付けの概要」において同じです。)の取得を目的とした本公開買付けを2020年11月6日から開始することを決定したとのことです。

(注3) 「所有割合」とは、当社が2020年11月5日に公表した「2021年3月期第2四半期決算短信〔日本基準〕(連結)」(以下「当社四半期決算短信」といいます。)に記載された2020年9月30日現在の当社の発行済株式総数(27,763,880株)から、当社四半期決算短信に記載された同日現在の当社が所有する自己株式数(890,200株)から同日現在の当社の株式給付信託(BBT)の所有する株式数(580,800株)を除いた株式数(309,400株)を控除した株式数(27,454,480株)に対する、当該株主が所有する当社株式の数の割合(小数点以下第三位を四捨五入)をいいます。以下、所有割合の記載において同じです。

公開買付者は、本公開買付けの実施にあたり、2020年11月5日付で、当社株式492,030株(所有割合：1.79%)を所有する山下氏との間で本公開買付けに応募する旨の合意を含む本取引契約(以下に定義します。)を締結するとともに、山下氏が支配する資産管理会社であって、当社の第2位株主として当社株式2,624,800株(所有割合：9.56%)を所有するJAPAN ASIA HOLDINGS LIMITED(以下「JA Holdings」といいます。)、山下氏が支配する資産管理会社であって、当社の第5位株主として当社株式673,600株(所有割合：2.45%)を所有するJA PARTNERS LTD(以下「JA Partners」といいます。)、並びに当社株式3,448,760株(所有割合：12.56%)を所有し、当社の筆頭株主、かつ、主要株主である藍澤證券株式会社(以下「藍澤証券」といいます。)との間で、それぞれ本公開買付けの応募に関する契約(総称して、以下「応募契約」といいます。)を締結し、応募合意株主(山下氏、JA Holdings、JA Partners及び藍澤証券を個別に又は総称していいます。以下同じです。)が所有する当社株式の全て(合計7,239,190株、所有割合：26.37%)を本公開買付けに応募する旨を合意しているとのことです。応募契約の詳細については、下記「(7) 本公開買付けに関する重要な合意」の「応募契約」をご参照ください。

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

一方、公開買付者は、当社株式の全てを取得することにより、当社株式を非公開化することを目的としているため、買付予定数の上限を設定しておらず、応募株券等の総数が買付予定数の下限以上の場合、応募株券等の全ての買付け等を行うとのことです。

公開買付者は、本公開買付けにより、公開買付者が当社株式の全てを取得できなかった場合には、下記「(5) 本公開買付け後の組織再編等の方針(いわゆる二段階買収に関する事項)」の一連の手続を実施することを予定しているとのことです。

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

山下氏及びグリーンプロジェクト社を引受先とする当社の第三者割当増資の方法により、山下氏及びグリーンプロジェクト社が当社に再出資(なお、再出資に係る1株当たりの払込金額は本公開買付けにおける当社株式1株当たりの買付け等の価格(以下「本公開買付価格」といいます。))と同額とし、山下氏については総額600万円、グリーンプロジェクト社については総額5400万円を出資します。)を行うこと(以下「本再出資」といいます。)

当社による自己株式取得及び子会社株式譲渡の方法により、公開買付者が本非公開化取引を通じて取得した当社株式の全て(その価額は本公開買付価格に基づき金164億7268万8000円相当)及び現金(金205億2731万2000円)と引き換えに、公開買付者が()国際航業の発行済株式(自己株式を除きます。)の80%に相当する株式(以下「本国際航業株式」といいます。)、及び、()JAG国際エナジーの発行済株式(自己株式を除きます。)の70%に相当する株式(以下「本JAG国際エナジー株式」といい、本国際航業株式と併せて、以下「本対象子会社株式」とす。)を取得すること(以下「本対象子会社株式取得」といいます。)(注4)(注5)(注6)

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

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

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

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

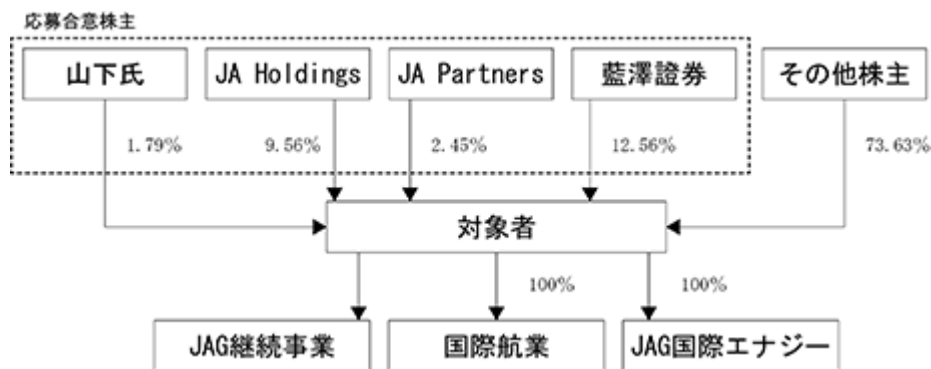
本取引は、当社の代表取締役会長兼社長である山下氏及びグリーンプロジェクト社が、本取引を通じて最終的に当社株式の全てを所有すること(具体的には、山下氏が当社株式(自己株式を除きます。)の10%、グリーンプロジェクト社が当社株式(自己株式を除きます。)の90%を所有すること)を予定しているとともに、山下氏が、本取引の実行後も継続して当社の経営にあたることを予定しており、公開買付者は、山下氏の依頼に基づいて本公開買付けを行うものであるため、いわゆるマネジメント・バイアウト(MBO)に該当いたします。なお、山下氏及び当社の取締役である西田信一氏(以下「西田氏」といいます。)は引き続き当社の取締役として従事する一方、当社の取締役である呉文繡氏(以下「呉氏」といいます。)につきましては、呉氏が代表取締役会長を務める国際航業の経営に専念するため、当社の取締役を退任することが見込まれているとのことです。

当社並びに山下氏、グリーンプロジェクト社及び公開買付者は、2020年11月5日付で、本公開買付けを含む本取引の実施につき、MBOの実施等に関する契約(以下「本取引契約」といいます。)を締結しております。本取引契約の詳細につきましては、下記「(7) 本公開買付けに関する重要な合意」の「本取引契約」をご参照ください。

本取引のスキーム図

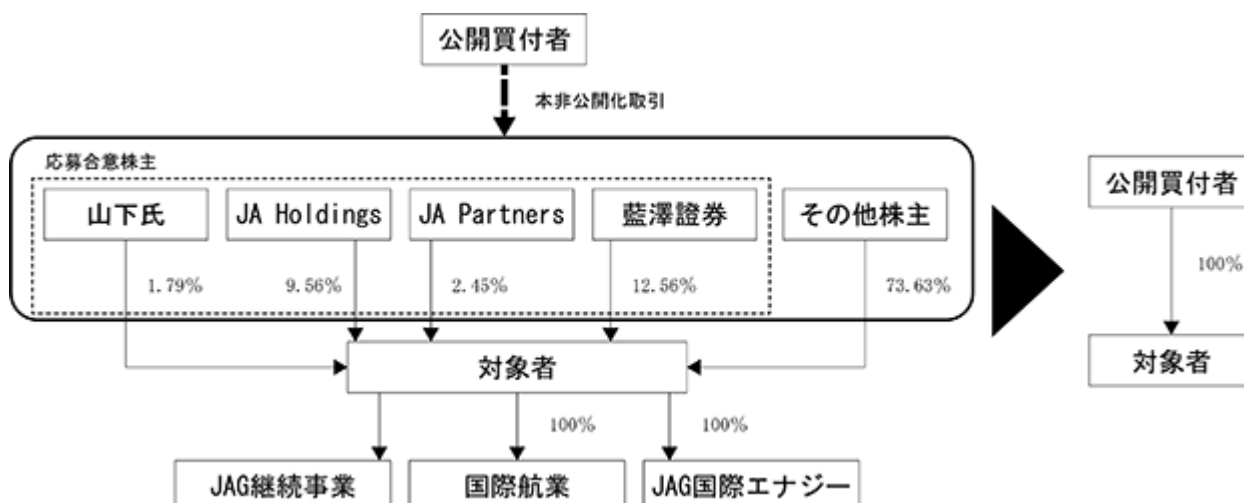
1. 現状(2020年11月6日)

- 当社の発行済株式総数(自己株式を除きます。)の1.79%を山下氏、9.56%をJA Holdings、2.45%をJA Partners、12.56%を藍澤證券(応募合意株主の持分合計：26.37%)、及び73.63%をその他の株主が所有



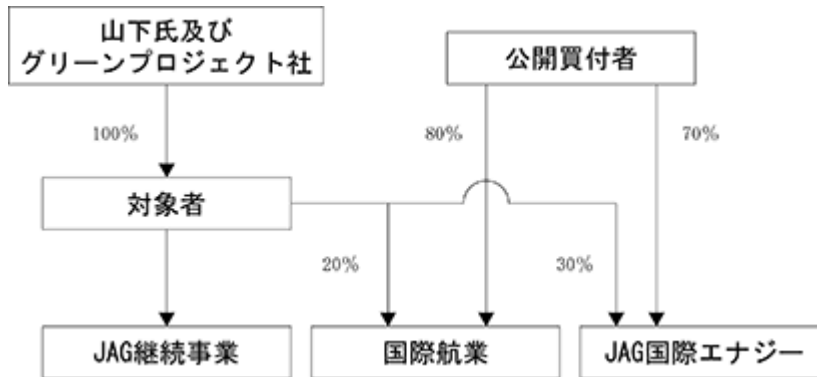
2. 公開買付者による本公開買付け

- 公開買付者が当社株式の全て(自己株式を除きます。)を対象とする本公開買付けを実施
- 本公開買付けにより公開買付者が当社株式の全て(自己株式を除きます。)を取得できなかった場合には、株式売渡請求又は株式併合の手法による本スクイズアウト手続を実施
- 本非公開化取引の完了後、公開買付者が当社株式の全て(自己株式を除きます。)を所有



3. 本後続取引の実施

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



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

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

当社グループは、2020年3月31日現在、当社、連結子会社99社及び持分法適用関連会社3社により構成され、主に空間情報事業、グリーン・エネルギー事業及び森林活性化事業を展開しています。当社は、1988年3月に株式会社日星地所として設立され、不動産売買・仲介事業を開始いたしました。1989年3月に商号を株式会社ジー・イー・ニッセイに変更した後、1991年4月には商号を株式会社ジー・エフ・シーに変更し、全自動テレマーケティングシステムの開発・販売事業を開始いたしました。1998年3月には商号を株式会社ジー・エフに変更し、2004年10月に東京証券取引所マザーズに上場いたしました。その後、2008年6月に会社分割による純粋持株会社化を行い株式会社ジー・エフグループに商号を変更し、2009年2月には旧日本アジアグループ株式会社及び旧株式会社モスインスティテュートを消滅会社とする吸収合併の実施により、山下氏及び呉氏が代表取締役を務めていた日本アジアホールディングズ株式会社の子会社化等が行われるとともに、日本アジアグループ株式会社に商号が変更され、2015年5月に東京証券取引所市場第一部に指定を受けました。

当社は、「安心で安全、そして持続可能なまちづくりで社会に貢献」とのミッション及び「技術革新を先取りし金融との融合を通じて成長する社会企業グループ」とのビジョンの実現を通じ、技術革新が開く新たな社会、市場を先見し、その革新を支援、加速することによって、地球と地域の持続性を高めることを当社グループの責務と位置づけ、安心・安全で持続可能なまちづくり「グリーン・コミュニティの創造」を基本方針として事業を進めています。

また、上記基本方針の下、「世界規模の“グリーン・コミュニティ創造会社”としてSDGs(注)行動の強化を通じて企業価値向上と社会課題の解決を実現」を中期的な経営目標と定め、その実現に向け、収益性(ROE(Return on Equity、自己資本当期純利益率))の向上を図り、中長期的なEPS(Earnings Per Share、1株当たり当期純利益)の成長を経営指標として掲げ、企業価値の一層の向上と株主価値の最大化に努めることを目標としています。

(注) 「SDGs」とは、Sustainable Development Goals の略で、2015年に国連で採択された国際社会が環境や社会、経済活動を未来に向けて持続可能とするための世界共通の開発目標のことです。

空間情報事業は、主に国際航業とザクティによって構成されます。国際航業においては、空間情報を活用した国土保全、防災・災害復興、行政支援等の事業を軸とし、社会インフラの整備・構築や民間ビジネスの業務効率化に取り組むとともに、激甚化する自然災害への対策として喫緊の対応が求められる国土強靱化や社会インフラの老朽化問題に対応すべく、最先端のドローン(無人飛行機)技術の活用や新たなリモートセンシング(遠隔監視)技術の開発を積極的に進める等、新技術の開発と活用に取り組んでいます。2018年4月にはイメージソリューション事業を手掛けるザクティを買収し完全子会社化することで、自社開発による業務用ウェアラブルカメラの市場開拓を推進しており、ロボットやFA(ファクトリー・オートメーション)、マシンビジョン(産業用カメラ)など今後成長が見込まれる「社会の眼」としての役割、Digital-Eyes(ウェアラブルデバイスやドローン等の次世代デジタルデバイスのカメラを通じて、空間や画像等のあらゆる事象を人の目に代わり認識する機能)のニーズにも照準を当てた新技術・新製品・新ソリューションの開発に取り組む方針です。

グリーン・エネルギー事業は、JAG国際エナジーを中心に、太陽光に代表される再生可能エネルギー発電施設を自社開発し、主にFIT(固定買取価格制度)を通して発電した電力を販売するとともに、エネルギー事業のノウハウや当社が保有する顧客ネットワークを活かし、自治体、工場等に電力を供給する電力小売事業も手掛けています。電力開発事業においては、引き続き太陽光発電施設の開発を積極的に進めるほか、風力、バイオマス、地熱発電といったその他の再生可能エネルギー発電施設への多様化にも取り組むとともに、電力小売事業では、再生可能エネルギーの分散型電源という強みを活かし、自治体と協力した再生可能エネルギーの活用による電力を介した地域経済の活性化に取り組む方針です。

森林活性化事業は、主に森林の経営及び売買、並びに木材等の生産、加工及び販売等の事業を手掛けるJAGフォレスト株式会社(以下「JAGフォレスト」といいます。)と地域に適した環境配慮型の住宅の設計、施工、及び分譲等を行う上場会社である株式会社KHC(以下「KHC」といいます。)によって構成されます。JAGフォレストにおいては、単に林業生産を行うことにとどまらず、製材・プレカット加工、木材建築(川上から川下)までのソリューションビジネスの事業化を進めています。さらには、2019年4月に施行された森林経営管理法を受け、リモートセンシング(遠隔監視)技術を活用した情報化林業の開発に取り組むとともに、情報化や機械化によるコスト削減と流通経費等の低減の検討により生産効率を見直し、林業生産から製材加工、木材建築までの直接的な結びつきを構築・育成することで事業の付加価値向上に取り組む方針です。

SDGsの開発目標を多く含み、山下氏及び公開買付者として社会的意義が高いと認識している事業群によって構成される当社グループが、それぞれの事業において上記の施策を進める一方、山下氏としては、新型コロナウイルス感染症の感染拡大の影響による国内需要の減退やマクロ経済の不確実性の増大もあり、多岐に亘る各事業が異なる経営課題に直面していると認識しているとのことです。具体的には、まず、財務・資金面に関する課題として、当社グループ全体が抱える有利子負債が膨らみ、また、ザクティが連結業績を押し下げている現下の状況を踏まえ、当社が、財務的見地から、金融機関からさらなる資金調達を受けることは困難と判断しているとのことです。他方で、JAG国際エナジーを中心とするグリーン・エネルギー事業に関しては、再生可能エネルギー需要の高まりとともに、成長資金を投下できる数多くの事業機会が存在している一方で、主力の太陽光発電事業では、FITの導入からしばらく経過し、国レベルで一定量の太陽光発電所が建設されたことによって、新設の需要が当初より低減してきており、今後成長が見込まれるバイオマス発電、陸上・洋上風力発電等の新たな再生可能エネルギーへの積極的な投資の必要性を認識しており、再生可能エネルギー発電施設の開発なくしては成長が困難であるという事業の性質上、当社グループとして成長資金の投入に困難が生じていることが事業にとって重大な課題であると認識しているとのことです。また、国際航業については、社会的課題として、省人化やそれにこたえるDX(デジタル・トランスフォーメーション)化が進展する中、空間情報事業に対する社会の要請も、従来の測量をベースとした事業の他、国際航業に蓄積されたデータやその解析を通じたソリューションの提供がより求められてきており、そのような事業環境の中で、新たな技術の獲得のため、M&Aを通じた新規技術の取り込みも経営の選択肢として検討が必要となり得ると考えているとのことです。さらに、ザクティに関しては、前述の「社会の眼」としての役割が、同じく前述の空間情報需要の高まりとともに、精度の高いデータの入手という側面から飛躍的に増大すると考える一方、足元のデジタルカメラ需要の低減により、抜本的なコスト構造の見直し等に取り組むためには、十分な資金を獲得した上で、変革に臨む必要があると考えているとのことです。また、森林活性化事業においては、同じく社会的課題として、林業従事者に中小企業が多く、それらを束ねる国内木材の商流構造は必ずしも強固でなく、現状は国策により支えられている産業との課題認識の下で立ち上げた事業ではあったものの、当社グループにおける他の事業との兼ね合いで十分な経営リソースを割くことができず、結果として事業規模を十分に拡大することができない状況にあるところ、十分な資金を獲得することで、その潜在性を発揮した事業展開が可能になるものと考えているとのことです。

また、山下氏としては、現状のグループ経営の下においては、各事業に推進すべき戦略に即した組織経営の構築、そのための人財補強に関する課題や、事業ごとに有する成長可能性に対して正面から取り組み、成果を上げるために必要かつ十分な経営資源(ヒト・モノ・カネ)を同時投入することの困難性を認識しているとのことです。具体的には、当社グループにおける事業の多角化の中で経営資源の分散が生じてしまっていること、また、各事業において想定する計画を実行に移していくための人的・組織的な体制が十分でないことを認識しているとのことです。また、空間情報事業のうち、国際航業においては、現状は堅調に収益を積み増す一方で、日々変容を遂げる社会課題に対して、より付加価値の高いソリューションを提供するべく、その強みの源泉である技術力や人財力についてさらに磨き上げることで、中長期的な成長のための事業基盤を整える必要性(上記のとおり国際航業の企業価値の源泉は技術者を含む人財力であるところ、例えば、全社的な目標の共有や適切なインセンティブの付与を通じた一体感の醸成の必要性や、次なる成長を担う人財の採用の困難性、人財の均一化に関する課題など)を認識しているとのことです。そのために、まずは足元の収益性の向上により新たな経営資源を獲得し、それらを技術力の向上や人財の育成・採用等に循環させていくことが第一歩と考える一方、現行の経営体制ではその実現を確実にするために十分なガバナンスや改革の推進力が不足していると感じており、これらの課題解決が可能な知見、経営資源及び実行力を有する新たなパートナーによる資本参加を受け入れ、協働することによって、経営体制や事業基盤をさらに強化し、さらには経営陣・従業員に対する適切な動機付けも伴うことによって、実行力を担保していく必要があると認識しているとのことです。また、JAG国際エナジーにおいては、経営人財の不足(具体的には、上記のとおり、太陽光発電所に対する新設の需要がFIT導入時ほどではなくなり、今後成長が見込まれるバイオマス発電、陸上・洋上風力発電等の新たな再生可能エネルギーへ進出が必要になる中で、それに対応した経営人財の確保が必要となっていること)、次なる成長を担う人財の採用の困難性などの課題を認識しているとのことです。

さらに、山下氏としては、JAG継続事業の抜本的改革を実施する際には、上場会社として安定的な株主還元
の継続にコミットできない可能性がある中で、JAG継続事業がリスクの伴う戦略的な意思決定を柔軟かつスピー
ド感をもって行っていくために、当社株式を非公開化するとともに、JAG継続事業の資本構成を抜本的に改善し、
成長に不可欠な経営資源を確保した上で、山下氏が当社の経営により注力できる状況を作り出すことが、当社
の経営改革の実現に向けて有効かつ不可欠と考えているとのこと。

このような事業環境及び経営環境の中、山下氏は、呉氏及び西田氏を交えて、2019年10月下旬ころから、上
記の経営課題の解決のために資本政策を含め様々な検討を行う中で、金融機関から紹介を受けたカーライルと
の間で、当社の成長可能性や中長期的な経営環境の見通しを踏まえた当社の経営施策、さらには各々の経営課
題や最適な資本構成等について種々意見交換や協議を重ねたとのことです(なお、山下氏は、カーライル以外の
プライベート・エクイティ・ファンドとも過去に事業上の接点がありましたが、以下に述べるとおり、カーラ
イルとの意見交換や協議を重ねる過程で信頼関係が深まった結果、本取引についてはカーライルと協議を行う
こととしたとのことです。)。その中で、当初、(対象子会社の株式譲渡を伴わない)当社グループ全体としての
マネジメント・バイアウト(MBO)の方策による抜本的な経営改善策についても意見交換や協議が行われました
が、他方で、山下氏においては、ザクティを含むJAG継続事業について支配権をもってその経営に注力するとい
う意向(すなわち、上記に述べたJAG継続事業における経営課題を山下氏自身が主導して、かつ、その責任の下
で解決するとともに、ロボットやFA(ファクトリー・オートメーション)、マシンビジョン(産業用カメラ)など
「社会の眼」としての役割が期待される新技術・新製品・新ソリューションの可能性を追求する意向)が明確で
あったことから、カーライルがザクティを含むJAG継続事業について支配権を取得することとなる当社グループ
全体としてのマネジメント・バイアウト(MBO)では、ザクティを含むJAG継続事業についても山下氏が資本構成
を含めて主導的役割を担うという目的を達成することができず、2020年2月上旬ころ、一旦、協議が中断され
ることとなったとのことです。その後、新型コロナウイルス感染症の感染拡大に伴う緊急事態宣言が解除され
た後の2020年6月中旬ころから、改めて協議が再開され、当社の成長可能性や中長期的な経営環境の見通しを
踏まえた当社の経営施策、さらには、ザクティを含むJAG継続事業及び各対象子会社がそれぞれ抱える経営課題
やその解決のために最適な資本構成等について議論を深める中で、上記の山下氏の意向を踏まえつつ、JAG継続
事業及び各対象子会社のそれぞれの事業について最善と考えられる資本構成を個別に用意するという方策が妥
当であるとの認識を山下氏及びカーライルが共有するに至ったとのことです。具体的には、山下氏及びカーラ
イルが行った初期的な分析を踏まえ、カーライルがスポンサーとして当社のマネジメント・バイアウト(MBO)を
行って当社の非公開化を実現しつつ、非公開化取引によりカーライルが取得した当社株式の全て及び現金を対
価として、対象子会社の株式の一部を公開買付者が取得することにより対象子会社を当社グループの連結から
外して独立した会社とした上で、カーライルが対象子会社の事業に注力してその経営課題の解決等による企業
価値の向上を目指すとともに(なお、対象子会社においては、当社グループから独立した会社となることによ
り、資金調達にあたり資金使途やその引当てとなる収益が明確化し、その資金調達が円滑化するとともに、調
達余力も改善することが見込まれているとのことです。)、公開買付者が対象子会社の株式の一部を取得する
ことにより対象子会社を当社グループの連結から外す際に当社が当該取得の対価として受け取る資金をもって、
山下氏がJAG継続事業の抜本的改革に注力する環境を整備するという方策が合理性を有するという認識が共有さ
れ、当該方策について山下氏及びカーライルの間でさらに議論を重ねる中で、相互の信頼関係が深まるととも
に、2020年7月下旬ころに、本取引を実行することにより、山下氏とカーライルのパートナーシップの下、各
事業における最適な経営体制及び経営資源を獲得し、各事業ひいては当社の持続的成長を目指すことが最良
の選択であることを共通認識とするに至ったとのことです。

そこで、山下氏及びカーライルは、改めて呉氏及び西田氏を交えて、上記を達成するための手段として本取
引を実施する可能性について本格的な協議に入り、2020年8月14日、当社に対して、本取引、本取引の一環と
しての本公開買付けに関する概要及び本取引後の経営方針等について正式な提案を行ったとのことです。

その後、カーライルは、2020年8月下旬から2020年10月上旬までの間、本取引の実現可能性の精査のため当社に対するデュー・ディリジェンスを実施するとともに、並行して、山下氏との間で、本取引の諸条件についての協議を続けたとのことです。具体的には、山下氏及びカーライルは、2020年9月24日、当社に対して、本公開買付価格を1株当たり520円とする旨の初回の価格提案を行ったとのことです。その後、2020年9月25日に本特別委員会(下記「本公開買付けに賛同するに至った意思決定の過程及び理由」において定義します。以下同じです。)から本公開買付価格の引き上げの要請を受けたため、2020年9月29日、本公開買付価格を1株当たり560円とする旨の再提案を行ったとのことです。2020年10月1日に本特別委員会から再度本公開買付価格の引き上げの要請を受けたため、2020年10月13日に、本公開買付価格を1株当たり580円とする旨の再提案を行ったとのことです。その後、2020年10月21日、さらに本特別委員会から本公開買付価格の引き上げを要請されたことから、山下氏及びカーライルは、2020年10月27日、本公開買付価格を1株当たり600円とする旨の再提案を行ったとのことです。かかる協議及び交渉を重ねた上で、山下氏及びカーライルは、2020年11月5日、本公開買付価格を1株当たり600円とし、本取引の一環として公開買付者を通じて本公開買付けを開始することを決定したとのことです。また、山下氏及びカーライルは、2020年7月下旬ころから、本後続取引後の対象子会社の保有比率についての協議を重ね、上記の当社グループの経営課題の解決のために対象子会社を当社グループの連結から外す必要があること、他方で、これまで当社グループ内での連携が、例えば、官公庁・都道府県・市区町村ネットワーク等の活用を通じて各事業に貢献してきたこと、先見性をもって再生可能エネルギー事業に取り組んできた当社がJAG国際エナジーの株主として残る意義があること、及び、国際航業に関してもザクティを含むJAG継続事業と事業上の関連性が強いことを踏まえて対象者が一定の有意な資本上の関係を継続する意義があること、並びに、本取引後においてJAG継続事業に要する資金の水準等を勘案する必要があることについて共通認識を有するに至ったとのことです。この共通認識の下、山下氏から、カーライルに対し、本後続取引後の対象子会社の保有比率として、国際航業の株式については、当社がその発行済株式(自己株式を除きます。)の20%及び公開買付者がその発行済株式(自己株式を除きます。)の80%を、JAG国際エナジーの株式については、当社がその発行済株式(自己株式を除きます。)の30%及び公開買付者がその発行済株式(自己株式を除きます。)の70%を、それぞれ所有するという提案が示され、カーライルとしても上記の共通認識を全て充たす当該提案は応諾可能なものであったことから、山下氏及びカーライルは、2020年8月中旬ころ、当社に対して上記の保有比率を提案するに至ったとのことです。また、本対象子会社株式取得の対価についても、山下氏、当社及びカーライルの協議の結果、2020年11月5日、当該保有比率と併せて、対価の総額を金370億円相当(具体的には、本非公開化取引を通じて取得した当社株式の全ての価額を本公開買付価格に基づき金164億7268万8000円相当、及び、現金を金205億2731万2000円)と合意いたしました。なお、JAG継続事業の抜本的改革に要する資金は子会社株式取得の対価として当社に支払われる資金をもって賄うことができるため、本取引の目的達成のために当社において多額の追加出資を受けることを要しないこと等を勘案の上、本再出資の額については、当社、山下氏及びカーライル間において、2020年11月5日、山下氏については金600万円、グリーンプロジェクト社については金5400万円と合意しております。

なお、当社、山下氏及び公開買付者の間で、対象子会社の株式を当社が買い戻す旨の合意はなく、カーライルにおいては対象子会社の株式等の売却等(エグジット)について現時点で決定している事項はありません。

() 本公開買付け後の経営方針

本取引は、いわゆるマネジメント・バイアウト(MBO)に該当し、本取引の完了後も引き続き当社の経営にあたる山下氏及び公開買付者は、下記の経営施策を推進する予定とのことです。また、山下氏及び西田氏は引き続き当社の取締役として従事する一方、呉氏につきましては、代表取締役会長を務める国際航業の経営に専念するため、当社の取締役を退任することが見込まれているとのことです。さらに、本スクイーズアウト手続後、山下氏及びグリーンプロジェクト社は、本再出資を実施することを予定しているとのことです。

(a) 空間情報事業

国際航業について、公開買付者は、2018年12月に閣議決定された「国土強靱化基本計画」に基づく防災・減災・国土強靱化に係るニーズや日本社会全体における人口減少や少子化などに起因する省人化やデジタル化のニーズが高まる中、日本の社会インフラを支える上で不可欠な企業であると考えているとのことです。そして、国際航業の企業価値の源泉は、様々な場所や物に位置情報を付加する地理空間情報の領域において、情報データを正確に把握する技術力、並びに豊富な経験を有し、得られた情報データを様々な課題に応じて分析及びソリューションの提供に役立て、顧客のニーズを的確に捉え付加価値を提供する人財力にあると考えており、次世代への技術ノウハウの発展的な継承及び省人化やデジタル化など新たなニーズに対応したソリューションの展開に向けた適正な人的リソースの配置、及び重点領域への積極的な投資を通じて、企業価値を向上させられると考えているとのことです。また、祖業である測量領域に加えて、建設コンサルティング領域にも独自の強みを有する中で、メンテナンス需要等の増大により、特に今後ますますニーズが増していくことが見込まれる「測量×建設コンサルティング」の領域において、地理空間情報のデータの収集から、得られた情報を最大限に活用したまちづくりや社会インフラの整備まで一貫して手掛ける事業体制を整備することにより、顧客のニーズを捉え、さらなる成長を実現していくことが可能になるものと考えているとのことです。さらには、公開買付者として、当社の経営基盤には、生産現場から経営まで一体となって経営目標の達成に取り組む効率的な組織体制や経営指標の策定等において改善や補強が可能であると考えており、成長戦略の策定・実行支援、経営の「見える化」による収益性の改善等に対して、知見及び経営資源を最大限に投入することで、国際航業の企業価値向上に貢献できるものと考えているとのことです。

また、空間情報事業の主力事業であるザクティについて、山下氏は、デジタルカメラのOEM、ODM生産を通じて培った高い開発技術と生産能力を競争力の源泉として捉えており、今後は建設・作業現場等に活用できる強力な手振れ補正機能を備えた業務用ウェアラブルカメラ、及び視聴者に「見る楽しみ」を提供するスポーツ向けのストリーミングカメラ等、Digital-Eyesの領域において様々な事業機会を見出しているとのことです。また、あおり運転の社会問題化により注目が集まる高性能のドライブレコーダー需要も確実に捕捉していくとのことです。喫緊の課題として、デジタルカメラ需要の減少に伴う事業環境の変化に対して、抜本的な事業構造の改革を断行することにより、成長ニーズが見込まれる領域に照準を合わせ、独自性を強みとした自社製品の開発と市場の創出に注力することで、ザクティの企業価値向上を追求できると考えているとのことです。

(b) グリーン・エネルギー事業

JAG国際エネルギーについて、公開買付者は、パリ協定(COP21)等の枠組みに基づく気候変動対策としての再生可能エネルギー導入が全世界的に進む一方、日本のエネルギー全体に占める再生可能エネルギーの普及率は先進国レベルに比較すると見劣りしており、日本の再生可能エネルギー普及において非常に重要な役割を担っていると考えているとのことです。また、FITの変遷等、日本の再生可能エネルギー事業を取り巻く環境が変化していく中、今後さらなる成長が見込まれるバイオマス発電や陸上風力発電に加えて、FIT後も睨んだ中長期的な取組みの必要性を認識しているとのことです。主に自社開発プロセスを通じて蓄積した事業オペレーターとしての従来の強みに加えて、今後は、電力小売事業を拡大することで供給のみならず需要も押さえ、電力供給・需要のプラットフォーム構築を行うことにより企業価値を向上させられると考えているとのことです。公開買付者としては、グローバルインフラファンド・再生可能エネルギーファンドの知見、特に再生可能エネルギーにおいて日本より先行する欧州での投資実績や業界知見を参考に、一歩先を見据えた成長戦略の策定、さらなる資金調達力の獲得、堅牢な組織体制の構築支援等を通じて、JAG国際エネルギーの企業価値向上に貢献できるものと考えているとのことです。

(c) 森林活性化事業

森林活性化事業について、山下氏は、2019年4月に施行された森林経営管理法の下で直接林業経営に注力するとともに、森林不動産市場への対応や地方自治体が進める森林管理事業の支援等に幅を広げ、次世代の収益事業に育てる計画とのことです。積極的な森林整備による二酸化炭素吸収拡大など気候変動対策の「緩和策」に寄与することを通じて、温暖化問題を中心とした社会的課題の解決に取り組むとともに、製材・プレカット加工、木造建築までの一貫したバリューチェーン戦略に基づくソリューションビジネスの事業化を通じて同事業の拡大に取り組む方針とのことです。

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

当社グループは、「安心で安全、そして持続可能なまちづくりで社会に貢献」とのミッション及び「技術革新を先取りし金融との融合を通じて成長する社会企業グループ」とのビジョンの実現を通じ、技術革新が開く新たな社会、市場を先見し、その革新を支援、加速することによって、地球と地域の持続性を高めることを当社グループの責務と位置づけ、安心・安全で持続可能なまちづくり「グリーン・コミュニティの創造」を基本方針として事業を進めております。

また、上記基本方針の下、「世界規模の“グリーン・コミュニティ創造会社”としてSDGs行動の強化を通じて企業価値向上と社会課題の解決を実現」を中期的な経営目標と定め、その実現に向け、収益性(ROE(Return on Equity、自己資本当期純利益率))の向上を図り、中長期的なEPS(Earnings Per Share、1株当たり当期純利益)の成長を経営指標として掲げ、企業価値の一層の向上と株主価値の最大化に努めることを目標としております。

当社グループを取り巻く環境は、公共事業関係の順調な予算確保及び2018年7月3日に閣議決定された第5次エネルギー基本計画においても主力電源化に向けた取組みの対象となることが明記された再生可能エネルギーのさらなる開発の期待等、良好な要素も存在します。他方、新型コロナウイルス感染症の感染拡大の影響により、我が国における一般消費者の消費マインドの低下に伴い、民間企業からのOEM/ODM製品等の大幅な需要減少や当該製品等の出荷停滞及び部材不足による納品の遅れ、国内外の各事業への投資の先送りなど、関連事業が受ける影響は今後も拡大することが予想されます。

このように先行き不透明な状況の中、当社グループは事業ごとに有する成長可能性に対して正面から取り組み、成果を上げるために必要な経営資源(ヒト・モノ・カネ)の投入が必要であると認識しており、特にクリーン・エネルギー事業を中心に旺盛な資金需要がある中、当社が健全な存続と持続的成長を継続し、中長期的な企業価値の向上を図るためには、継続的な投資及び収益力の確保・財務健全性の確保が不可欠であると認識しております。

しかしながら、新型コロナウイルス感染症の感染拡大による一般消費者の消費マインドの低下に伴い、民間企業からのOEM/ODM製品等の大幅な需要減少や当該製品等の出荷停滞及び部材不足による納品の遅れ、海外業務の停滞等が当社グループの収益にインパクトを与えた結果、直接金融及び間接金融を通じた資金調達による成長分野への円滑な資金供給に影響が生じてきており、経営資源の分散による事業の停滞を認識しております。

また、当社グループの各事業における個別の課題としては、空間情報事業のうち、国際航業においては、激甚災害が増加等する中、被害を最小限にとどめ、迅速に回復させるために2018年12月14日に閣議決定された国土強靱化計画に基づく公共投資の増加により堅調に収益を積み増す一方、建設関連業界における将来の担い手不足に加え、前述の激甚災害対策等、日々変容を遂げる社会課題への対応策として、省人化/デジタル化といったニーズが日本国内において求められており、測量に加え、空間情報に紐づいた事業領域分野でもデジタル化の重要性が増してくると予想しております。このようなニーズに対し付加価値の高いソリューションを提供するべく、その強みの源泉である技術力を高める必要性を認識しております。他方、国際航業は顧客要望にこたえる形で、様々な事業に複合的に取り組んできたことから、事業構造が複雑化しております。その中で、収益管理を含めた経営の見える化やそれを実現/管理する経営人財の育成、また、同社の強みの源泉である技術力及び人財力をさらに磨き上げることで、中長期的な成長のための事業基盤を整える必要があると認識しております。

また、ザクティにおいては、マシン・アイ等の「社会の眼」の役割はますます増していくことが見込まれる一方、足元のデジタルカメラ需要の低迷を受けて、抜本的な改革を成し遂げる必要があると認識しております。具体的には、これまで製造業として培ってきた技術力を活用し、ドローン搭載カメラ/ウェアラブルカメラ、また自社ブランドの業務用製品等の新たな市場開拓が急務であると認識しております。

JAG国際エナジーを中心とするグリーン・エネルギー事業においては、主力の太陽光発電事業でFIT制度開始当初ほどの高い採算性が期待しにくい市場環境ではあるものの、今後成長が見込まれるバイオマス発電、陸上・洋上風力発電等の新たな再生可能エネルギーへの積極的な投資の必要性を認識しています。また、FIT制度終了を見据え、将来的には建設した発電事業所の活用検討も必要であり、当社グループの電力小売事業はその活用方法の一つとなり得ると考えており、電力小売事業の早期拡大の重要性を認識しております。

しかしながら、当社は近年負債比率が高止まりしている状態が続き、また、過去の企業買収等を通じて有利子負債残高が増加傾向にある中で、旺盛な資金需要に対応することが困難となっており、当社の資本構成に課題を認識しております。

JAGフォレストやKHCを中心とする森林活性化事業では、低い労働生産性や高い労働災害率といった林業特有の課題に対し、空間情報で培ってきた技術を生かしたスマート林業の事業化の促進や、森林経営管理法の施行に伴う事業環境の変化への対応とともに、森林不動産市場への対応や地方自治体が進める森林管理事業の支援等に幅を広げ、収益化を実現する必要性を認識しております。また、積極的な森林整備による二酸化炭素吸収拡大など気候変動対策の「緩和策」に取り組み、社会的課題への貢献に向けた事業整備やグループ内企業の連携による製材・プレカット加工、木造建築までの一貫したバリューチェーン戦略に基づくソリューションビジネスの規模拡大といった課題を認識しております。

このような状況において、当社は、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、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」のとおり、2020年8月14日、山下氏及びカーライルから、本取引、本取引の一環としての本公開買付けに関する概要及び本取引後の経営方針等について正式な提案を受けたため、当該提案の内容について検討するにあたり、本公開買付け価格を含む本取引における諸条件の公正性を担保すべく、2020年8月17日付の当社取締役会において、当社、公開買付者、カーライル、山下氏、グリーンプロジェクト社及び応募合意株主(以下、総称して「公開買付関連当事者」といいます。)並びに本取引の成否から独立したファイナンシャル・アドバイザーとして株式会社ブルー・タス・コンサルティング(以下「ブルー・タス・コンサルティング」といいます。)を、リーガル・アドバイザーとしてアンダーソン・毛利・友常法律事務所をそれぞれ選任し、第三者算定機関であるブルー・タス・コンサルティングに対し、当社の株式価値算定及び本公開買付け価格が当社の少数株主にとって財務的見地から公正なものである旨の意見書(フェアネス・オピニオン)の提出を依頼しました。なお、ブルー・タス・コンサルティング及びアンダーソン・毛利・友常法律事務所の報酬は、本取引の成否にかかわらず、稼働時間単位を乗じて算出するものとされており、本取引の成立を条件とする成功報酬は含まれておりません。

また、当社は、2020年8月17日付の当社取締役会において、本取引に係る当社の意思決定の恣意性を排除し、公正性、透明性及び客観性のある意思決定過程を確立することを目的として、特別委員会(特別委員会の委員の構成及び具体的な活動内容等については、下記「(6)本公開買付け価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置」の「当社における独立した特別委員会の設置及び特別委員会からの答申書の取得」をご参照ください。以下「本特別委員会」といいます。)を設置する旨を決議し、当社取締役会は、同日付で、本特別委員会に対して、()本公開買付けを含む本取引の目的が合理的と認められるか(本取引が当社の企業価値の向上に資するかという点を含みます。)、()本公開買付けを含む本取引に係る手続の公正性が確保されているか、()本取引の条件の妥当性が確保されているか、()本取引が当社の少数株主にとって不利益なものでないか、及び、()当社取締役会が本公開買付けに賛同意見を表明し、当社の株主に対して本公開買付けへの応募を推奨することの是非(総称して、以下「本諮問事項」といいます。)を諮問し、これらの点についての答申を当社取締役会に提出することを囑託いたしました。また、併せて、当社は、2020年8月17日付の当社取締役会において、本取引に関する当社取締役会の意思決定は、上記囑託に基づく本特別委員会の判断内容を最大限尊重して行われること、特に本特別委員会が本取引に関する取引条件を妥当でないと判断したときには、当社取締役会は当該取引条件による本取引に賛同しないこととすることを決議するとともに、本特別委員会に対し、(a)本公開買付けに係る公開買付け価格その他の本取引に係る取引条件等について山下氏及びカーライルと交渉を行うこと、(b)本諮問事項に関する答申を行うに際し、必要に応じ、自らのファイナンシャル・アドバイザー及びリーガル・アドバイザー等を選任すること(この場合の費用は当社が負担するものとされています。)、並びに、(c)当社の役職員から本取引の検討及び判断に必要な情報を受領することについての権限を付与することを決議いたしました。

これを受けて、本特別委員会は、2020年8月20日、当社のファイナンシャル・アドバイザーであるプルータス・コンサルティング及びリーガル・アドバイザーであるアンダーソン・毛利・友常法律事務所につき、いずれも独立性及び専門性に問題がないことから、それぞれ当社のファイナンシャル・アドバイザー及びリーガル・アドバイザーとして承認するとともに、本特別委員会としても必要に応じて専門的助言を受けることができることを確認いたしました。また、本特別委員会は、本特別委員会が本公開買付けに係る公開買付価格その他の本取引に係る取引条件等に関して山下氏及びカーライルと交渉を行うことを確認しております。

かかる体制の下で、本特別委員会は、本取引に係る山下氏及びカーライルの提案内容を踏まえ、当社の事業、事業環境及び既存の事業計画の内容等について当社と協議を行い、本取引の意義及び目的、本取引後の経営体制・事業方針、本取引における諸条件等について、プルータス・コンサルティング及びアンダーソン・毛利・友常法律事務所の助言を受けながら、本諮問事項について検討いたしました。また、本特別委員会は、山下氏及びカーライルと直接面談を行い、本取引が当社の企業価値に与える影響の検討を重ねました。

また、本公開買付価格について、本特別委員会は、2020年9月24日に、山下氏及びカーライルから本公開買付けの買付価格を1株当たり520円とする提案を受けた後、プルータス・コンサルティングから受けた当社の株式価値算定に係る試算結果の報告内容を踏まえた上で、2020年9月25日に公開買付価格の引き上げの要請をいたしました。その後、2020年9月29日、山下氏及びカーライルから、公開買付価格を1株当たり560円とする旨の再提案を受けましたが、2020年10月1日に再度公開買付価格の引き上げの要請を行ったところ、2020年10月13日に、公開買付価格を1株当たり580円とする旨の再提案を受けました。その後、2020年10月21日、さらに本特別委員会から公開買付価格の引き上げを要請したところ、本特別委員会は、2020年10月27日に、山下氏及びカーライルから、以下に記載するとおり当社の株主の皆様に対して合理的な価格により株式の売却機会を提供するものと当社が判断する、本公開買付価格を1株当たり600円とする提案を受けるに至りました。

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

その上で、当社は、アンダーソン・毛利・友常法律事務所から得た本取引に関する意思決定過程、意思決定方法その他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並びに本株式価値算定書及び本フェアネス・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、本公開買付価格を含む本取引に係る取引条件等は妥当なものであるか等について、当社の企業価値向上の観点から慎重に協議及び検討を行いました。

その結果、当社としても、当社がグループとして中長期的にさらなる成長、企業価値の向上を実現するためには、各事業におけるベストな経営体制及び経営資源を獲得し、各事業ひいては当社の持続的成長を目指すべきであると考えに至りました。また、JAG継続事業のみでは、当社が2020年5月8日に公表した中期経営計画の定性的目標を維持することが困難となり、少なくとも短期的にはJAG継続事業の抜本的改革を優先する中で、上場会社として安定的な株主還元の継続にコミットできない可能性があること、その一方で、山下氏及びカーライルから提案を受けた本公開買付価格である1株当たり600円は、()下記「(6)本公開買付価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置」の本公開買付価格を含む本取引に係る取引条件の公正さを担保する措置が十分に講じられた上で、特別委員会が山下氏及びカーライルとの間で十分な交渉を重ねた結果合意された価格であること、()プルータス・コンサルティングによる当社株式の価値算定結果のうち、(a)市場株価法における評価レンジの上限値を上回り、また、(b)ディスカунテッド・キャッシュ・フロー法(以下「DCF法」といいます。)の算定結果のレンジの範囲内にあり、かつ、その中央値(DCF法による算定の基礎となる割引率について、その感応度分析において用いた数値の中央値を使用して算出され当社株式の1株当たりの株式価値をいいます。)を超える水準であること、()プルータス・コンサルティングから、当該価格が当社の少数株主にとって財務的見地から公正である旨の本フェアネス・オピニオンが発行されていること、()公開買付者が本公開買付けの開始を決定した日の前営業日である2020年11月4日の東京証券取引所市場第一部における当社株式の終値342円に対して75.44%(小数点以下第三位を四捨五入しております。以下、プレミアムの算出において同じです。)、直近1ヶ月間(2020年10月5日から2020年11月4日まで)の終値単純平均値(小数点以下を四捨五入しております。以下、終値単純平均値の算出において同じです。)321円に対して86.92%、直近3ヶ月間(2020年8月5日から2020年11月4日まで)の終値単純平均値307円に対して95.44%、直近6ヶ月間(2020年5月7日から2020年11月4日まで)の終値単純平均値298円に対して101.34%のプレミアムを加えた価格であること、()特別委員会から取得した本答申書において、妥当な価格と判断されていることなどから、当社の株主の皆様に対して合理的な価格により株式の売却機会を提供するものと考えられること、並びに、JAG継続事業がリスクの伴う戦略的な意思決定を柔軟かつスピード感をもって行っていくために、本取引を通じて当社株式を非公開化するとともに、本後続取引における山下氏及びグリーンプロジェクト社の当社への再出資に係る現金(総額6000万円)並びに公開買付者が国際航業及びJAG国際エナジーの株式を取得する対価である現金(金205億2731万2000円)を原資として、当社の有利子負債を弁済することにより、又は、(本取引完了後直ちに有利子負債の全額を弁済しない場合であっても)今後の新型コロナウイルス感染症の感染拡大等を中心とした経済動向の変化に対応しつつ有利子負債を弁済できる程度の現金を保持することにより、JAG継続事業の資本構成を抜本的に改善し、JAG継続事業の成長に不可欠な人材補強、組織体制の構築及び必要資金といった経営資源(ヒト・モノ・カネ)を確保した上で、山下氏が当社の経営により注力できる状況を作り出すことが、当社の経営改革の実現に向けて有効かつ不可欠な手段であることとの結論に至りました。なお、山下氏が当社の経営により注力できる状況の策定方法については、上記の当社グループの経営課題の解決のために対象子会社を当社グループの連結から外す必要がある一方で、これまで当社グループ内での連携が各事業に貢献してきたこと、また、先見性をもって再生可能エネルギー事業に取り組んできた当社がJAG国際エナジーの株主として残ることの意義、及び、本取引後においてJAG継続事業に要する資金の水準等を助案し、本後続取引後の対象子会社の保有比率(具体的には、国際航業の株式については、当社がその発行済株式(自己株式を除きます。)の20%及び公開買付者がその発行済株式(自己株式を除きます。)の80%を、JAG国際エナジーの株式については、当社がその発行済株式(自己株式を除きます。)の30%及び公開買付者がその発行済株式(自己株式を除きます。)の70%を、それぞれ所有すること)が望ましいとの結論に至りました。

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

以上より、当社は、2020年11月5日開催の当社取締役会において、審議及び決議に参加した当社の取締役の全員一致で、本公開買付けに賛同する意見を表明するとともに、当社の株主の皆様に対して、本公開買付けへの応募を推奨することを決議いたしました。なお、当該取締役会には、当社の全ての監査役である監査役3名が出席し、出席した監査役はいずれも上記決議を行うことに異議がない旨の意見を述べております。

当該取締役会においては、利益相反のおそれを回避し、本取引の公正性を担保する観点から、当社取締役5名のうち、まず、(ア)山下氏、呉氏及び西田氏を除く2名の取締役において審議の上、全員一致により上記の決議を行い、さらに、当社取締役会の定足数を確保する観点から、(イ)西田氏を加えた3名の取締役において改めて審議の上、全員一致により上記の決議を行うという二段階の手続を経ております。

なお、山下氏は、本非公開化取引を実施した後、本再出資を行い、山下氏及びグリーンプロジェクト社が、本取引を通じて最終的に当社株式の全て(ただし、当社が所有する自己株式を除きます。)を所有することを予定しているとともに、本取引の実施後も継続して当社の経営にあたることを予定していることから、特別利害関係取締役として、当社取締役会におけるこれまでの本取引に関する全ての議案において、その審議及び決議には一切参加しておらず、また、当社の立場において公開買付者(カーライルを含みます。)との協議及び交渉にも一切参加しておりません。また、呉氏は、応募契約を締結しているJA PartnersのDirectorであるとともに、本取引に係る正式提案の前からカーライル及び山下氏とともに、本取引を実施する可能性についての協議を行っていたため、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おそれを可能な限り排除する観点から、当社取締役会におけるこれまでの本取引に関する全ての議案において、その審議及び決議には一切参加しておらず、また、当社の立場において公開買付者(山下氏及びカーライルを含みます。)との協議・交渉にも一切参加しておりません。

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

(3) 算定に関する事項

算定機関の名称及び公開買付関連当事者との関係

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

算定の概要

ブルータス・コンサルティングは、複数の株式価値算定手法の中から、当社の株式価値算定にあたり採用すべき算定手法を検討の上、当社が継続企業であるとの前提の下、当社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、当社株式が東京証券取引所市場第一部に上場しており、市場株価が存在することから市場株価法を、当社の将来の事業活動の状況を算定に反映するためにDCF法を算定手法として用いて、当社の株式価値の分析を行いました。当社は、2020年11月4日付でブルータス・コンサルティングより本株式価値算定書及び本フェアネス・オピニオンを取得しました。

上記各手法に基づいて算定された当社の1株当たりの株式価値の範囲は以下のとおりです。

市場株価法 : 298円から342円
DCF法 : 440円から723円

市場株価法では、2020年11月4日を算定基準日として、当社株式の東京証券取引所市場第一部における普通取引の基準日の終値342円、直近1ヶ月間の終値単純平均株価321円、直近3ヶ月間の終値単純平均株価307円及び直近6ヶ月間の終値単純平均株価298円を基に、当社の1株当たりの株式価値の範囲を298円～342円と算定しております。

DCF法では、当社が作成した事業計画を基に、2021年3月期から2023年3月期までの3期分の事業計画における収益や投資計画、一般に公開された情報等の諸要素を前提として、当社が2021年3月期第2四半期以降創出すると見込まれるフリー・キャッシュ・フローを一定の割引率で現在価値に割り引いて当社の企業価値や株式価値を分析し、当社の1株当たりの株式価値の範囲を440円～723円と算定しております。なお、割引率は4.85%～5.25%を採用しており、残存価値の算定にあたっては永久成長率モデルを採用し、永久成長率は0%として算定しております。

プルータス・コンサルティングがDCF法による分析に用いた当社作成の事業計画においては、大幅な増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、当該事業計画においては、2021年3月期について、空間情報事業のうちイメージソリューション事業における抜本的な構造改革及び高性能ドライブレコーダー需要の拡大等による大幅な業績改善、並びに、グリーン・エネルギー事業の成長による営業利益及び経常利益の大幅な増益を見込んでいるものの、2020年3月期において賃貸等不動産の売却益及び固定資産の減損損失を計上したこと等による反動から、親会社株主に帰属する当期純利益において大幅な減益を見込んでおります。また、2022年3月期から2023年3月期においては、空間情報事業のうちイメージソリューション事業の構造改革による収益力改善やグリーン・エネルギー事業の着実な成長、さらには森林活性化事業における製材・プレカット加工、木材建築までの川上から川下までのソリューションビジネスの強化により、営業利益、経常利益及び親会社株主に帰属する当期純利益に大幅な増益を見込んでおります。また、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については、上場維持コストの削減効果を除き、現時点において具体的に見積もることが困難であるため、以下の財務予測には加味しておりません。

プルータス・コンサルティングがDCF法で算定の前提とした当社財務予測の具体的な数値は以下のとおりです。なお、当該事業計画については、プルータス・コンサルティングが当社との間で複数回質疑応答を行う等してその内容を分析及び検討しており、また、下記「(6) 本公開買付価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置」の「当社における独立した特別委員会の設置及び特別委員会からの答申書の取得」のとおり、本特別委員会がその内容及び作成経緯等の合理性について確認しております。

(単位：百万円)

	2021年3月期 (9ヶ月)	2022年3月期	2023年3月期
売上高	75,139	111,814	118,197
営業利益	3,307	5,547	7,344
EBITDA	6,758	10,855	12,837
フリー・キャッシュ・フロー	8,812	2,041	6,313

(注) EBITDAは、営業利益に上場維持コストの削減効果、のれん償却費及び減価償却費を加算することで計算し、フリー・キャッシュ・フローは当該EBITDAを基に算出しています。

本フェアネス・オピニオンの概要

本特別委員会は、2020年11月4日、ブルータス・コンサルティングから、本公開買付価格である1株当たり600円は当社の少数株主にとって財務的見地から公正なものである旨の本フェアネス・オピニオンを取得しております。本フェアネス・オピニオンは、当社が作成した事業計画に基づく株式価値算定の結果等に照らして、本公開買付価格である1株当たり600円が、当社の少数株主にとって財務的見地から公正であることを意見表明するものです。なお、本フェアネス・オピニオンは、ブルータス・コンサルティングが、当社から、当社の事業の現状、将来の事業計画等の開示を受けるとともに、それらに関する説明を受けた上で実施した当社の株式価値算定の結果に加えて、本公開買付けの概要、背景及び目的に係る当社との質疑応答、ブルータス・コンサルティングが必要と認めた範囲内での当社の事業環境、経済、市場及び金融情勢等についての検討並びにブルータス・コンサルティングにおけるエンゲージメントチームとは独立した審査会におけるレビュー手続を経て発行されております。

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

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

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

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

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

(4) 上場廃止となる見込み及びその事由

当社株式は、本書提出日現在、東京証券取引所市場第一部に上場されておりますが、公開買付者は、本公開買付けにおいて買付予定数の上限を設定していないため、本公開買付けの結果次第では、当社株式は、東京証券取引所の上場廃止基準に従い、所定の手続を経て上場廃止となる可能性があります。また、本公開買付けの成立時点では当該基準に該当しない場合でも、本公開買付けの成立後、下記「(5) 本公開買付け後の組織再編等の方針(いわゆる二段階買収に関する事項)」のとおり、公開買付者は、本スクイーズアウト手続を実施することを予定しているとのことです。その場合、当社株式は東京証券取引所の上場廃止基準に従い、所定の手続を経て上場廃止となります。上場廃止後は、当社株式を東京証券取引所において取引することはできません。

(5) 本公開買付け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「(2) 意見の根拠及び理由」の「本公開買付けの概要」のとおり、本公開買付けにおいて当社株式の全て(ただし、当社が所有する自己株式を除きます。以下、本「(5) 本公開買付け後の組織再編等の方針(いわゆる二段階買収に関する事項)」において同じです。)を取得できなかった場合には、本公開買付けの成立後、以下の方法により、本スクイズアウト手続を実施することを予定しているとのことです。

株式売渡請求

公開買付者は、本公開買付けの成立により、公開買付者が所有する当社の議決権の合計数が当社の総株主の議決権の数の90%以上となり、公開買付者が会社法(平成17年法律第86号。その後の改正を含みます。以下同じです。)第179条第1項に規定する特別支配株主となる場合には、本公開買付けの決済の完了後速やかに、会社法第2編第2章第4節の2の規定に基づき、当社の株主(公開買付者及び当社を除きます。以下、本「株式売渡請求」において同じです。)の全員に対し、その所有する当社株式の全部を売り渡すことを請求(以下「株式売渡請求」といいます。)する予定とのことです。株式売渡請求においては、当社株式1株当たりの対価として、1株当たりの本公開買付価格と同額の金銭を当社の株主に対して交付することを定める予定とのことです。この場合、公開買付者は、その旨を当社に通知し、当社に対して株式売渡請求の承認を求めるとのことです。当社が取締役会の決議により株式売渡請求を承認した場合には、関係法令の定める手続に従い、当社の株主の個別の承認を要することなく、公開買付者は、株式売渡請求において定めた取得日をもって、当社の株主全員からその所有する当社株式の全部を取得します。そして、当該各株主の所有していた当社株式1株当たりの対価として、公開買付者は、当該各株主に対し、1株当たりの本公開買付価格と同額の金銭を交付する予定とのことです。なお、当社は、公開買付者から株式売渡請求をしようとする旨及び会社法第179条の2第1項各号の事項について通知を受けた場合には、当社取締役会にてかかる株式売渡請求を承認する予定です。株式売渡請求がなされた場合については、会社法第179条の8その他の関係法令の定めに従って、当社の株主は、裁判所に対して、その有する当社株式の売買価格の決定の申立てを行うことができます。

株式併合

他方で、本公開買付けの成立により、公開買付者が所有する当社の議決権の合計数が当社の総株主の議決権の90%以上を所有するに至らなかった場合には、公開買付者は、会社法第180条に基づき当社株式の併合(以下「本株式併合」といいます。)を行うこと及び本株式併合の効力発生を条件として単元株式数の定めを廃止する旨の定款の一部変更を行うことを付議議案に含む臨時株主総会(以下「本臨時株主総会」といいます。)を2021年2月下旬ころを目途に開催することを、本公開買付けの決済の完了後速やかに当社に要請する予定とのことです。また公開買付者は、本臨時株主総会において上記各議案に賛成する予定とのことです。

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、株式併合がその効力を生ずる日において、当社の株主は、本臨時株主総会においてご承認をいただいた株式併合の割合に応じた数の当社株式を所有することとなります。株式併合をすることにより株式の数に1株に満たない端数が生じるときは、当社の株主に対して、会社法第235条その他の関係法令の定める手続に従い、当該端数の合計数(合計した数に1株に満たない端数がある場合には、当該端数は切り捨てられます。)に相当する当社株式(以下「本端数合計株式」といいます。)を当社又は公開買付者に売却することによって得られる金銭が交付されることとなります。本端数合計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されなかった当社の株主(公開買付者を除きます。)に交付される金銭の額が、1株当たりの本公開買付価格に当該当社の株主が所有していた当社株式の数を乗じた価格と同一となるよう算定した上で、裁判所に対して任意売却許可の申立てが行われる予定とのことです。また、当社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、公開買付者が当社株式の全てを所有することとなるよう、本公開買付けに応募されなかった当社の株主(公開買付者を除きます。)の所有する当社株式の数が1株に満たない端数となるように決定される予定とのことです。この場合の具体的な手続については、決定次第、当社が速やかに公表する予定です。

株式併合に関連する少数株主の権利保護を目的とした会社法上の規定としては、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その他の関連法令の定めに従い、株式併合に反対する当社の株主は、当社に対し、自己の所有する株式のうち1株に満たない端数となるものの全て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当社株式の価格の決定の申立てを行うことができる旨が会社法上定められています。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されなかった当社の株主(公開買付者を除きます。)の所有する当社株式の数は1株に満たない端数となる予定とのことです。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になります。

上記及びの各手続については、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るとのことです。ただし、その場合でも、本公開買付けに応募されなかった当社の株主(公開買付者を除きます。)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とのことであり、その場合に当該各株主に交付される金銭の額については、1株当たりの本公開買付け価格に当該各株主が所有していた当社株式の数を乗じた価格と同一になるよう算定する予定とのことです。もっとも、株式売渡請求に関する売買価格の決定の申立て又は株式併合についての株式買取請求に関する価格決定の申立てがなされた場合において、当社株式の売買価格又は株式買取請求に関する価格は、最終的に裁判所が判断することになります。

以上の各場合における具体的な手続及びその実施時期等については、当社と協議の上、決定次第、当社が速やかに公表する予定です。

本公開買付けは、本臨時株主総会における当社の株主の皆様への賛同を勧誘するものではないとのことです。また、本公開買付けへの応募又は上記各手続における税務上の取扱いについては、株主の皆様において自らの責任にて税理士等の専門家にご確認いただきますようお願いいたします。

(6) 本公開買付け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

公開買付け及び当社は、本公開買付けがいわゆるマネジメント・バイアウト(MBO)の一環として行われるものであり、構造的な利益相反状態が生じ得ること等を踏まえ、本公開買付けの公正性の担保、本公開買付けの実施を決定するに至る意思決定の過程における恣意性の排除及び利益相反の回避の観点から、本公開買付けを含む本取引の公正性を担保するため、以下の措置を実施いたしました。

以下の記載のうち、公開買付けにおいて実施した措置に関する記載については、公開買付けから受けた説明に基づいております。

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

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

なお、ブルータス・コンサルティングは、公開買付け関連当事者の関連当事者には該当せず、本公開買付けを含む本取引に関して、重要な利害関係を有しておりません。また、本特別委員会は、初回の会合において、ブルータス・コンサルティングの独立性及び専門性に問題がないことを確認した上で、当社のファイナンシャル・アドバイザーとして承認しております。

本株式価値算定書及び本フェアネス・オピニオンの概要については、上記「(3) 算定に関する事項」の「算定の概要」及び「本フェアネス・オピニオンの概要」をご参照ください。

当社における独立した法律事務所からの助言

当社は、本取引に係る当社取締役会の意思決定の公正性及び適正性を担保するために、公開買付関連当事者及び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アンダーソン・毛利・友常法律事務所を選任し、本取引に関する諸手続を含む当社取締役会の意思決定の方法及び過程その他の意思決定にあたっての留意点に関する法的助言を受けております。

なお、アンダーソン・毛利・友常法律事務所は、公開買付関連当事者の関連当事者には該当せず、本公開買付けを含む本取引に関して、重要な利害関係を有しておりません。また、本特別委員会は、初回の会合において、アンダーソン・毛利・友常法律事務所の独立性及び専門性に問題がないことを確認した上で、当社のリーガル・アドバイザーとして承認しております。

当社における独立した特別委員会の設置及び特別委員会からの答申書の取得

上記「(2) 意見の根拠及び理由」の「 本公開買付けに賛同するに至った意思決定の過程及び理由」のとおり、当社は、2020年8月17日付の当社取締役会決議により本特別委員会を設置いたしました。かかる特別委員会の設置に先立ち、公開買付関連当事者から独立した立場で当社の企業価値の向上及び当社の少数株主の皆様の利益確保の観点から、本取引に係る検討、交渉及び判断を行うための体制を構築するため、アンダーソン・毛利・友常法律事務所の助言も得つつ、当社の社外取締役兼独立役員及び社外監査役兼独立役員の全員に対して、本取引が構造的な利益相反の問題及び情報の非対称性の問題が典型的に存する取引に該当するため、本取引に係る検討・交渉等を行うにあたっては、特別委員会の設置をはじめとする本取引に係る取引条件の公正性を担保するための措置を十分に講じる必要がある旨等を説明いたしました。その上で、当社取締役会は、本取引がいわゆるマネジメント・バイアウト(MBO)の一環として行われるものであり、上記のとおり当社における本取引の検討・交渉等において、構造的な利益相反の問題及び情報の非対称性の問題が生じ得ること等に鑑み、2020年8月17日付の当社取締役会において、本取引に係る当社の意思決定の恣意性を排除し、公正性、透明性及び客観性のある意思決定過程を確立することを目的として、公開買付関連当事者及び本取引の成否から独立した、外部の有識者である西田章氏(西田法律事務所 弁護士)、当社社外取締役兼独立役員である田辺孝二氏、当社社外取締役兼独立役員である八杉哲氏、当社社外監査役兼独立役員である小林一男氏及び当社社外監査役兼独立役員である吉本清志氏の5名から構成される本特別委員会を設置することを決議いたしました(なお、当社は、本特別委員会の委員として設置当初からこの5名を選定しており、本特別委員会の委員を変更した事実はありません。また、本特別委員会の委員の報酬は固定金額であり、成功報酬は採用しておりません。)

当社取締役会は、本特別委員会に対し本諮問事項を諮問し、これらの点についての答申を当社取締役会に提出することを囑託いたしました。また、併せて、当社取締役会は、本取引に関する当社取締役会の意思決定は、上記囑託に基づく本特別委員会の判断内容を最大限尊重して行われること、特に本特別委員会が本取引に関する取引条件を妥当でないと判断したときには、当社取締役会は当該取引条件による本取引に賛同しないこととすることを決議するとともに、本特別委員会に対し、(a)本公開買付けに係る公開買付価格その他の本取引に係る取引条件等について買付者と交渉を行うこと、(b)本諮問事項に関する答申を行うに際し、必要に応じ、自らのファイナンシャル・アドバイザー及びリーガル・アドバイザー等を選任すること(この場合の費用は当社が負担するものとされています。)、並びに、(c)当社の役職員から本取引の検討及び判断に必要な情報を受領することについての権限を付与することを決議いたしました。

本特別委員会は、2020年8月20日より2020年11月4日までの間に合計11回、合計20時間にわたって開催され、本諮問事項についての協議及び検討を行いました。具体的には、本特別委員会は、初回の会合において、当社が選任したファイナンシャル・アドバイザーであるブルータス・コンサルティング及びリーガル・アドバイザーであるアンダーソン・毛利・友常法律事務所につき、いずれも独立性及び専門性に問題がないことから、それぞれ当社のファイナンシャル・アドバイザー及びリーガル・アドバイザーとして承認し、本特別委員会としても必要に応じて専門的助言を受けることができることを確認いたしました。また、本特別委員会は、本特別委員会が、本公開買付けに係る公開買付価格その他の本取引に係る取引条件等に関して山下氏及びカーライルと交渉を行うことを確認しております。

その後の具体的な審議内容として、本特別委員会は、カーライルに対して質問事項を提示し、カーライルから、本取引の目的及び背景、本取引後の経営方針等についてインタビュー形式により質疑応答を実施し、別の会合において、山下氏に対して質問事項を提示し、山下氏から、本取引の目的及び背景、本取引後の経営方針等についてインタビュー形式により質疑応答を実施しております。

また、本特別委員会は、当社が作成した事業計画について、当社からその内容及び作成経緯等について説明を受けるとともに、これらの事項について合理性を確認しております。そして、上記「当社における独立した第三者算定機関からの株式価値算定書及びフェアネス・オピニオンの取得」のとおり、プルートス・コンサルティングは、当社が作成した事業計画を基礎として当社の株式価値算定を実施しておりますが、本特別委員会は、プルートス・コンサルティングから、当該事業計画を基礎として行った株式価値算定の内容、及びDCF法における割引率の計算根拠を含む重要な前提条件について説明を受け、これらの事項について合理性を確認しております。加えて、上記「当社における独立した第三者算定機関からの株式価値算定書及びフェアネス・オピニオンの取得」のとおり、当社は、2020年11月4日にプルートス・コンサルティングから本フェアネス・オピニオンを取得しておりますが、本特別委員会は、プルートス・コンサルティングから、本フェアネス・オピニオンの内容及び重要な前提条件について説明を受け、これを確認しております。

さらに、本特別委員会は、アンダーソン・毛利・友常法律事務所から、本取引の手續面における公正性を担保するための措置並びに本取引に係る当社の取締役会の意思決定の方法及び過程その他の利益相反を回避するための措置の内容について助言を受けており、本取引において手續の公正性を確保するために講じるべき措置について審議・検討を行っております。

また、本特別委員会は、2020年9月24日に、山下氏及びカーライルから本公開買付けの買付価格を1株当たり520円とする旨の初回の価格提案を受けた後、プルートス・コンサルティングから受けた当社の株式価値算定に係る試算結果の報告内容を踏まえた上で、2020年9月25日に公開買付価格の引き上げの要請をいたしました。その後、2020年9月29日、山下氏及びカーライルから、公開買付価格を1株当たり560円とする旨の再提案を受けましたが、2020年10月1日に再度公開買付価格の引き上げの要請を行ったところ、2020年10月13日に、公開買付価格を1株当たり580円とする旨の再提案を受けました。その後、2020年10月21日、さらに本特別委員会から公開買付価格の引き上げを要請したところ、2020年10月27日に、山下氏及びカーライルから、本公開買付価格を1株あたり600円とする提案を受けるに至りました。したがって、結果として、本特別委員会は、計4回、当初の本公開買付けの買付価格の提案から15.38%（小数点以下第三位を四捨五入しております。）の価格の引き上げを受けるに至っております。さらに、本特別委員会は、アンダーソン・毛利・友常法律事務所から、複数回、当社が公表予定の本公開買付けに係るプレスリリースのドラフトその他の本取引に係る開示書類のドラフトの内容について説明を受け、充実した情報開示がなされる予定であることを確認しております。また、本特別委員会は、本取引契約の内容についても検討を行っております。

以上の経緯で、特別委員会は、2020年11月4日に、当社取締役会に対し、本諮問事項につき大要以下を内容とする本答申書を提出しております。

() 以下の点より、本取引は、当社の企業価値の向上を目的として行われるものであり、本取引の目的は合理的である。

- ・ 山下氏の説明によれば、新型コロナウイルス感染症の感染拡大の影響による国内需要の減退やマクロ経済の不確実性の増大もあり、多岐に亘る当社グループの各事業が異なる経営課題に直面する中、現在のグループ経営では、事業ごとに有する成長可能性に対して正面から取り組み、成長を上げるために必要かつ十分な経営資源(ヒト・モノ・カネ)を同時投入することは困難であり、当社は、近年負債比率が高止まりしている状態が続き、また過去の企業買収等を通じて有利子負債残高が増加傾向にある中で、当社の資本構成に課題があると認識しているとのことであるが、そのような認識に特段不合理な点は認められない。

- ・ 公開買付者の説明によれば、空間情報事業に関して、当社の経営基盤には、生産現場から経営まで一体となって経営目標の達成に取り組む効率的な組織体制や経営指標の策定等において改善や補強が可能であるとされており、成長戦略の策定・実行支援、経営の「見える化」による収益性の改善等に対して、知見及び経営資源を最大限に投入することで、国際航業の企業価値向上に貢献できるものと考えているとのことであり、また、グリーン・エネルギー事業に関して、グローバルインフラファンド・再生可能エネルギーファンドの知見、特に再生可能エネルギーにおいて日本より先行する欧州での投資実績や業界知見を参考に、一歩先を見据えた成長戦略の策定、及び堅牢な組織体制の構築支援等を通じて、JAG国際エナジーの企業価値向上に貢献できるものと考えているとのことであるが、公開買付者が本後続取引において支払う対価は、国際航業及びJAG国際エナジーの企業価値が向上することを織り込んで設定されたものであることが推認されることからすれば、公開買付者の提案が実現可能であると期待するのも不合理ではない。
 - ・ 山下氏の説明によれば、空間情報事業の主力事業であるザクティについて、喫緊の課題として、デジタルカメラ需要の減少に伴う事業環境の変化に対して、抜本的な事業構造の改革を断行することにより、成長ニーズが見込まれる領域に積極的に照準を合わせ、独自性を強みとした自社製品の開発と市場の創出に注力することで、ザクティの企業価値向上を追求できると考えているとのことであり、また、森林活性化事業については、2019年4月に施行された森林経営管理法の下で直接林業経営に注力するとともに、森林不動産市場への対応や地方自治体が進める森林管理事業の支援等に幅を広げ、次世代の収益事業を育てる計画であるとのことであるが、本後続取引を実行することにより、当社の財務状態が大幅に改善することを前提とすれば、山下氏の提案が実現可能であると期待するのも不合理ではない。
 - ・ 山下氏及び公開買付者の説明によればJAG継続事業の抜本的改革を実施する際には、上場会社として安定的な株主還元継続にコミットできない可能性がある中で、JAG継続事業がリスクの伴う戦略的な意思決定を柔軟かつスピード感をもって行っていくために、当社株式を非公開化するとともに、JAG継続事業の資本構成を抜本的に改善し、成長に不可欠な経営資源を確保した上で、山下氏が当社の経営により注力できる状況を作り出すことが、当社の経営改革の実現に向けて有効かつ不可欠な手段であるとの認識であるとのことであるが、そのような認識に特段不合理な点は認められない。
- () 以下の点より、本取引において、公正な手続は確保されていると考えられる。
- ・ 当社取締役会は、公開買付者及び当社並びに本取引から独立した本特別委員会を設置し、かつ、本公開買付けの価格その他の本取引に係る取引条件等について公開買付者と交渉を行う権限を本特別委員会に付与したところ、本特別委員会は、山下氏に加えて、利益相反の可能性が生じうる当社取締役(西田氏及び呉氏)の関与が排除された状況が確保された中で、かかる権限を行使して、公開買付者との交渉を行った。
 - ・ 本特別委員会は、当社のリーガル・アドバイザーであるアンダーソン・毛利・友常法律事務所から必要な法的助言を受けている。
 - ・ 本特別委員会は、当社のファイナンシャル・アドバイザーであるブルータス・コンサルティングに対して、当社の株式価値算定業務を依頼し、公開買付者との交渉において、ブルータス・コンサルティングによる株式価値算定結果を参照している。
 - ・ 本取引においては、当社の一般株主は、本公開買付けに応募するか否かにあたって、仮に本公開買付けに応募しなかった場合に、不利に扱われることが予想される状況に陥らないような配慮がなされており、強圧性を生じさせず、かつ、公開買付期間が最短期間である20営業日より長い期間(31営業日)に設定されており、適切な判断機会を確保するための措置が講じられていると評価できる。
 - ・ 本取引においては、マジョリティ・オブ・マイノリティ(MOM)に相当する数を上回る買付予定数の下限を設定することが予定されている。

- ・ 本取引においては、市場における潜在的な買収者の有無を調査・検討する、いわゆる積極的なマーケット・チェック(本取引の公表前における入札手続等を含む。)は予定されていないが、対抗買収提案者による公開買付けがなされた場合において、当社の取締役会には、一定の条件の下に、本取引への賛同表明を撤回する権利が認められており、当社の取締役会に対して、過度な制限が課されているとはいえない。いわゆる積極的なマーケット・チェック(本取引の公表前における入札手続等を含む。)については、本公開買付けを含む本取引の公正性を担保するために実施された各種措置の内容、その他本取引における具体的な状況に鑑みて、これを実施しなくとも特段、本取引の公正性が阻害されることはない。

() 以下の点より、本取引の条件の妥当性は確保されていると考えられる。

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

() 上記()、()及び()のとおり、本取引の目的は合理的であり、本取引において公正な手続は確保されており、また、本取引の条件の妥当性は確保されていると考えられるところ、本取引には、本後続取引を含めて、当社の株主共同の利益に反すると評価すべき特段の事情は認められないことから、本取引は、当社の少数株主にとって不利益なものではないと考えられる。

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

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

当社は、アンダーソン・毛利・友常法律事務所から得た法的助言、本株式価値算定書及び本フェアネス・オピニオンの内容、本特別委員会から入手した本答申書その他の関連資料を踏まえ、山下氏及びカーライルによる本公開買付けに関する諸条件の内容について慎重に協議及び検討を行った結果、上記「(2) 意見の根拠及び理由」の「本公開買付けに賛同するに至った意思決定の過程及び理由」のとおり、2020年11月5日開催の当社取締役会において、審議及び決議に参加した当社の取締役の全員一致で、本公開買付けに賛同する意見を表明するとともに、当社の株主の皆様に対して、本公開買付けへの応募を推奨することを決議いたしました。なお、当該取締役会には、当社の全ての監査役である監査役3名が出席し、出席した監査役はいずれも上記決議を行うことに異議がない旨の意見を述べております。

当該取締役会においては、利益相反のおそれを回避し、本取引の公正性を担保する観点から、当社取締役5名のうち、まず、(ア)山下氏、呉氏及び西田氏を除く2名の取締役において審議の上、全員一致により上記の決議を行い、さらに、当社取締役会の定足数を確保する観点から、(イ)西田氏を加えた3名の取締役において改めて審議の上、全員一致により上記の決議を行うという二段階の手続を経ております。

なお、山下氏は、本非公開化取引を実施した後、本再出資を行い、山下氏及びグリーンプロジェクト社が、本取引を通じて最終的に当社株式の全て(ただし、当社が所有する自己株式を除きます。)を所有することを予定しているとともに、本取引後も継続して当社の経営にあたることを予定していることから、特別利害関係取締役として、当社取締役会におけるこれまでの本取引に関する全ての議案において、その審議及び決議には一切参加しておらず、また、当社の立場において公開買付者(カーライルを含みます。)との協議及び交渉にも一切参加しておりません。また、呉氏は、応募契約を締結しているJA PartnersのDirectorであるとともに、本取引に係る正式提案の前からカーライル及び山下氏とともに、本取引を実施する可能性についての協議を行っていたことから、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おそれを可能な限り排除する観点から、当社取締役会におけるこれまでの本取引に関する全ての議案において、その審議及び決議には一切参加しておらず、また、当社の立場において公開買付者(山下氏及びカーライルを含みます。)との協議及び交渉にも一切参加しておりません。

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

本公開買付けの公正性を担保する客観的状況の確保

公開買付者は、上記「(5) 本公開買付け後の組織再編等の方針(いわゆる二段階買収に関する事項)」のとおり、()本公開買付けの決済の完了後速やかに、公開買付者が本公開買付けの成立により取得する株式数に応じて、当社株式の全て(ただし、当社が所有する自己株式を除きます。)の株式売渡請求をすること又は本株式併合及び本株式併合の効力発生を条件として単元株式数の定めを廃止する旨の定款の一部変更を行うことを付議議案に含む本臨時株主総会の開催を当社に要請することを予定しており、当社の株主の皆様に対して株式買取請求権又は価格決定請求権が確保されない手法は採用しないこと、並びに、()株式売渡請求又は本株式併合をする際に、当社の株主の皆様に対価として交付される金銭は1株当たりの本公開買付価格に当該各株主(公開買付者を除きます。)の所有する当社株式の数に乗じた価格と同一になるように算定されることを明らかにしていることから、当社の株主の皆様が本公開買付けに応募するか否かについて適切に判断を行う機会を確保し、これをもって強圧性が生じないように配慮しています。

また、公開買付者は、法令に定められた公開買付けに係る買付け等の最短期間は20営業日であるところ、本公開買付けにおける買付け等の期間(以下「公開買付期間」といいます。)を31営業日としております。公開買付期間を比較的長期にすることにより、当社の株主の皆様に対して本公開買付けに対する応募につき適切な判断機会を確保しています。

さらに、公開買付者と当社は、当社が対抗的買収提案者と接触することを禁止するような取引保護条項を含む合意等、当該対抗的買収提案者が当社との間で接触等を行うことを不合理に制限するような内容の合意は一切行っておりません。このように上記公開買付期間の設定と併せ、対抗的な買付けの機会が確保されることにより、本公開買付けの公正性の担保に配慮しているとのことです。

なお、上記「当社における独立した特別委員会の設置及び特別委員会からの答申書の取得」のとおり、本特別委員会は、市場における潜在的な買収者の有無を調査・検討する、いわゆる積極的なマーケット・チェック(本取引の公表前における入札手続等を含みます。)については、本公開買付けを含む本取引の公正性を担保するために実施された各種措置の内容、その他本取引における具体的な状況に鑑みて、これを実施しなくとも特段、本取引の公正性が阻害されることはない旨を判断しております。

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

公開買付者は、本公開買付けにおいて、買付予定数の下限を18,303,000株(所有割合:66.67%)と設定しており、応募株券等の数の合計が買付予定数の下限(18,303,000株)に満たない場合には、応募株券等の全部の買付け等を行いません。他方、上記のとおり、公開買付者は、本公開買付けにおいて、当社株式の全て(ただし、当社が所有する自己株式を除きます。)を取得することを企図しているため、買付予定数の上限を設定しておらず、応募株券等の合計が買付予定数の下限(18,303,000株)以上の場合、応募株券等の全部の買付けを行います。なお、買付予定数の下限である18,303,000株は、当社四半期決算短信に記載された2020年9月30日現在の当社の発行済株式総数(27,763,880株)から、当社四半期決算短信に記載された同日現在の当社が所有する自己株式数(890,200株)から同日現在の当社の株式給付信託(BBT)の所有する株式数(580,800株)を除いた株式数(309,400株)を控除した株式数(27,454,480株)に係る議決権数(274,544個)に3分の2を乗じた数(小数点以下を切上げ。183,030個)に100を乗じた数としております。買付予定数の下限である18,303,000株は、当社四半期決算短信に記載された2020年9月30日現在の当社の発行済株式総数(27,763,880株)から、当社四半期決算短信に記載された同日現在の当社が所有する自己株式数(890,200株)から当社の株式給付信託(BBT)の所有する株式数(580,800株)を除いた株式数(309,400株)、及び、応募予定株式の合計7,239,190株を控除した株式数(20,215,290株)の過半数に相当する株式数(10,107,646株)すなわち、公開買付者と利害関係を有さない当社の株主が所有する当社株式の数の過半数、いわゆる「マジョリティ・オブ・マイノリティ(majority of minority)」に相当する数に、応募予定株式の合計(7,239,190株)を加算した株式数(17,346,836株)を上回るものとなります。これにより、公開買付者の利害関係者以外の当社の株主の皆様の過半数の賛同が得られない場合には、本公開買付けを含む本取引を行わないこととしております。

(7) 本公開買付けに関する重要な合意

本取引契約

当社、山下氏、グリーンプロジェクト社及び公開買付者は、2020年11月5日付で本取引契約を締結し、本取引の実施について、()公開買付者が、山下氏による当社のマネジメント・バイアウト(MBO)等の一環として、その依頼に基づき、本公開買付けを開始した場合、山下氏は、自ら並びにJA Holdings及びJA Partnersをして、その所有する当社株式の全て(山下氏につき492,030株(所有割合:1.79%)、JA Holdingsにつき2,624,800株(所有割合:9.56%)、JA Partnersにつき673,600株(所有割合:2.45%))を本公開買付けに応募し、又は応募させること、()当社は、公開買付者が本公開買付けにおいて当社株式の全て(自己株式を除きます。)を取得できなかった場合、本公開買付けの成立を条件として、実務上可能な限り速やかに、本スクイーズアウト手続を実施し、公開買付者は本スクイーズアウト手続の円滑な遂行に必要な事項につき誠実に協力すること、()当社、山下氏及びグリーンプロジェクト社は、本スクイーズアウト手続の完了(本スクイーズアウト手続が株式売渡請求の方法により行われる場合には株式売渡請求の効力発生を、本スクイーズアウト手続が株式併合の方法により行われる場合には本端数合計株式の公開買付者への売却の完了を、それぞれいいます。以下同じです。)及び本クリアランス手続(本取引の実行に際して必要となる私的独占の禁止及び公正取引の確保に関する法律(昭和22年法律第54号。その後の改正を含みます。以下「独占禁止法」といいます。))及び外国為替及び外国貿易法(昭和24年法律第228号。その後の改正を含みます。以下「外為法」といいます。)上の手続をいいます。以下同じです。)の完了を条件として、当該完了から5営業日後の日(又は、当該完了から5営業日以内の日であって当社及び公開買付者が別途合意する日)において、本再出資(なお、本再出資に係る1株当たりの払込金額は1株当たりの本公開買付価格と同額とし、山下氏に対して当社株式10,000株を、グリーンプロジェクト社に対して90,000株をそれぞれ割当てます。)を実行すること(注1)、()本再出資の完了を条件として、本再出資の実行日(又は本スクイーズアウト手続の完了及び本クリアランス手続の完了から5営業日以内の日かつ本再出資の実行日後の日であって当社及び公開買付者が別途合意する日)において、自己株式取得及び子会社株式譲渡の方法により、当社は、その所有する国際航業の発行済株式(自己株式を除きます。)の80%に相当する株式及びJAG国際エナジーの発行済株式(自己株式を除きます。)の70%に相当する株式を公開買付者に取得させ、公開買付者は、対価として、本非公開化取引において公開買付者が取得する当社株式の全て(当該価額は本公開買付価格に基づき金164億7268万8000円相当)及び金205億2731万2000円を当社に対して交付し(注2)(注3)、当該対象子会社の株式を取得することについて合意しております。

- (注1) 本スクイーズアウト手続が株式併合の方法により行われる場合、当社は、本スクイーズアウト手続の完了後速やかに(ただし、本再出資の実行までに)、当社の発行済株式総数が当該株式併合の効力発生直前の発行済株式総数と同一となる割合による株式分割を行うことを合意しております。
- (注2) 具体的には、当社において、()本自己株式取得を実施し、同時に、()現金を対価として、対象子会社の株式を追加で公開買付者に譲渡し、(i)及び()を通じて、最終的に公開買付者が(a)国際航業の発行済株式(自己株式を除きます。)の80%に相当する株式及び(b)JAG国際エナジーの発行済株式(自己株式を除きます。)の70%に相当する株式を取得することを予定しております。
- (注3) 本対象子会社株式取得の対価の総額として合意された価額は、公開買付者が本非公開化取引を通じて取得する当社株式の価額を上回っておりますが、これは、()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、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」のとおり、当社グループが営む事業は多岐に亘るところ、現状、JAG継続事業の収益性が対象子会社の事業の収益性に比して低いこと、()当社グループの運営にあたり当社が負担している有利子負債が相当額存在し(2020年3月31日現在当社単体において約207億円)、また、これに加えて当社以外のJAG継続事業についての有利子負債も存在すること、()本対象子会社株式取得の実行に伴い、現状、当社に対して対象子会社が負担している経営管理料(当社グループ運営のための支出)が解消されるところ、その価値が対象子会社の株式価値として認識されること等によるものであります。

また、本取引契約において、当社は、公開買付期間が満了するまでの間、本特別委員会が当社取締役会に対して本賛同表明(以下に定義します。)を行うことは相当である旨の答申を行っており、かかる答申が撤回又は変更されていないことを条件に、本公開買付けに賛同する意見を表明するとともに、当社の株主の皆様に対して、本公開買付けへの応募を推奨すること(以下「本賛同表明」といいます。)を維持し、これを撤回又は変更しないことに合意しておりますが、公開買付期間が満了するまでの間に第三者による当社株式の全部(ただし、自己株式を除きます。)を対象とする公開買付けが開始された場合であって、当社取締役会が、外部弁護士(本公開買付けにつき当社取締役会又は本特別委員会に対して法的助言を行った外部弁護士とします。)の意見を得た上で、本賛同表明を維持することが当社の取締役の善管注意義務違反を構成する可能性があるとして合理的に判断する場合、当社は、本賛同表明を撤回又は変更することができるとされています。さらに、本取引契約において、当社は、本賛同表明を撤回又は変更しない限り、本取引と実質的に矛盾若しくは抵触し、又は本取引の実行を困難にする具体的なおそれのある取引(以下「抵触取引」といいます。)を、自ら積極的に提案又は勧誘せず、本賛同表明を撤回又は変更する場合を除き、抵触取引に関連する契約を締結し、又はこれに賛同しないものとされておりますが、当社が、かかる義務に違反せず、第三者から抵触取引に係る提案を受けた場合に、善管注意義務を履行するために、情報提供、交渉、協議等を行うことは妨げられないとされております。

応募契約

公開買付者は、2020年11月5日付で、山下氏を除く各応募合意株主との間で、それぞれ応募契約を締結し、JA Holdingsが所有する当社株式2,624,800株(所有割合：9.56%)、JA Partnersが所有する当社株式673,600株(所有割合：2.45%)及び藍澤証券が所有する当社株式3,448,760株(所有割合：12.56%)について本公開買付けに応募する旨の合意をしているとのことです。なお、これらの合意に基づく山下氏を除く各応募合意株主による応募予定株式及び本取引契約に基づく山下氏による応募予定株式を併せて、応募予定株式の合計は、当社株式7,239,190株であり、所有割合の合計は26.37%となるとのことです。

藍澤証券と公開買付者との間の応募契約においては、公開買付期間中に第三者が当社株式の全て(ただし、自己株式を除きます。)に対して公開買付け(以下「対抗公開買付け」といいます。)を開始した場合で、その買付価格が本公開買付価格(買付け等の条件の変更により本公開買付けの買付価格が引き上げられた場合には、引き上げられた後の本公開買付けの買付価格)を5%以上上回る場合、藍澤証券は本公開買付けへの応募を行わず、また、当該応募を行っている場合には当該応募の結果成立した応募対象株式の買付けに係る契約を解除して、対抗公開買付けに応募することができるものとされているとのことです。藍澤証券は、本公開買付けと実質的に矛盾若しくは抵触し、又は本公開買付けの実行を困難にする具体的なおそれのある取引について、自ら提案又は勧誘せず、上記に基づき対抗公開買付けに応募する場合を除き、当該取引に関連する合意をせず、これに応じないものとされているとのことです。藍澤証券が、かかる義務に違反せず、第三者から当該取引に係る提案を受けた場合に、取締役の善管注意義務を履行するために、情報提供、交渉、協議等を行うことは妨げられないとされているとのことです。

なお、上記の他、各応募合意株主との間の応募契約においては、各応募合意株主による応募の前提条件は存在しないとのことです。

覚書

山下氏及び公開買付者は、2020年11月5日付で、覚書を締結し、()山下氏及び公開買付者のパートナーシップの下、本取引の完了後における対象子会社の円滑な運営を確保するために、本後続取引の完了に先立ち、又はこれと同時に、当社及び公開買付者との間において対象子会社に係る株主間契約を締結すること、()山下氏は、本取引の完了後も、対象子会社の現在の経営陣幹部が対象子会社の経営に専念することになるよう最大限努力することを合意しているとのことです。

上記の株主間契約においては、(a)対象子会社の運営に関する協力事項として、(ア)本取引の完了後における対象子会社の新たな経営体制への移行及びその後の対象子会社の円滑な運営の維持・継続のための当社及び公開買付者の協力義務、(イ)当社の競業避止義務・引抜禁止に関する事項、(b)対象子会社の株式に関する事項として、(ア)当社及び公開買付者が対象子会社の中長期的な発展に資する資本構成について誠実に検討すること、(イ)対象子会社の株主総会の開催に関する当社の協力義務、(ウ)対象子会社の募集株式の発行等による増資の場合の当社の優先引受権に関する事項、(エ)当社による対象子会社の株式の譲渡及びその制限に関する事項、(オ)対象子会社の株式を金融商品取引所に上場する際の協力に関する事項、(カ)公開買付者が対象子会社の株式を第三者に譲渡する場合の共同売却請求権に関する事項について合意する予定とのことです。

(8) その他

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

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

4 【役員が所有する株券等の数及び当該株券等に係る議決権の数】

氏名	役職名	所有株式数(株)	議決権の数(個)
山下 哲生	代表取締役会長兼社長	492,030	4,920
呉 文 繡	取締役	37,720	377
西田 信一	取締役財務部長	2,800	28
田辺 孝二	取締役	9,240	92
八杉 哲	取締役		
有働 達夫	監査役	8,090	80
小林 一男	監査役	12,870	128
吉本 清志	監査役		
計		562,750	5,625

(注1) 役職名、所有株式数及び議決権の数は本書提出日現在のものです。

(注2) 取締役の田辺孝二氏及び八杉哲氏は、社外取締役であります。

(注3) 監査役の小林一男氏及び吉本清志氏は、社外監査役であります。

(注4) 所有株式数には、株式累積投資における持分に相当する株式の数(小数点以下切捨て。)を含めております。

5 【公開買付者又はその特別関係者による利益供与の内容】

該当事項はありません。

6 【会社の支配に関する基本方針に係る対応方針】

該当事項はありません。

7 【公開買付者に対する質問】

該当事項はありません。

8 【公開買付期間の延長請求】

該当事項はありません。

以 上