株 主 各 位

証券コード 1884
2025年８月27日
(電子提供措置の開始日 2025年８月20日)
東京都港区芝浦一丁目２番３号
日本道路株式会社
代表取締役社長 **石井　敏行**

臨時株主総会招集ご通知

拝啓　平素は格別のご高配を賜り厚くお礼申し上げます。
　さて、当社臨時株主総会を下記のとおり開催いたしますので、ご通知申し上げます。
　本株主総会の招集に際しては、株主総会参考書類等の内容である情報（電子提供措置事項）について電子提供措置をとっており、インターネット上の当社ウェブサイトに「臨時株主総会招集ご通知」として掲載しておりますので、以下の当社ウェブサイトにアクセスのうえ、ご確認くださいますようお願い申し上げます。

当社ウェブサイト
https://www.nipponroad.co.jp/ir/stock/meeting/

　電子提供措置事項は、当社ウェブサイトのほか、東京証券取引所（東証）のウェブサイトにも掲載しておりますので、以下の東証ウェブサイト（東証上場会社情報サービス）にアクセスしていただき、「銘柄名（会社名）」に「日本道路」または「コード」に当社証券コード「1884」を入力・検索し、「基本情報」、「縦覧書類／ＰＲ情報」を選択のうえ、「縦覧書類」にある「株主総会招集通知/株主総会資料」欄よりご確認くださいますようお願い申し上げます。

東京証券取引所ウェブサイト（東証上場会社情報サービス）
https://www2.jpx.co.jp/tseHpFront/JJK010010Action.do?Show=Show

　なお、当日ご出席されない場合は、インターネットまたは書面（郵送）により議決権を行使することができますので、お手数ながら株主総会参考書類をご検討のうえ、2025年９月11日（木曜日）午後５時30分までに議決権をご行使くださいますようお願い申し上げます。

敬　具

記

1 日　　時	**2025年9月12日(金曜日)午前10時（受付開始：午前9時）**
2 場　　所	東京都港区芝浦一丁目２番３号 シーバンスＳ館１階 大ホール (会場が第120回定時株主総会時の会場と異なっておりますので、ご来場の際は、末尾の「臨時株主総会会場ご案内図」をご参照ください。)
3 目的事項	**決議事項**　第１号議案　株式併合の件 第２号議案　定款一部変更の件
4 招集にあたっての決定事項	1. 書面（郵送）により議決権を行使された場合の議決権行使書において、議案に対する賛否の表示がない場合は、賛成の表示があったものとしてお取り扱いいたします。 2. インターネットにより複数回、議決権を行使された場合は、最後に行われた議決権行使を有効なものとしてお取り扱いいたします。 3. インターネットと書面（郵送）により重複して議決権を行使された場合は、到着日時を問わず、インターネットによる議決権行使を有効なものとしてお取り扱いいたします。

以　上

＜株主の皆様へのお願い＞

- 当日ご出席の際は、議決権行使書用紙を会場受付にご提出くださいますようお願い申し上げます。
- 電子提供措置事項に修正が生じた場合は、前記インターネット上の当社ウェブサイト及び東京証券取引所ウェブサイトにおいて、修正内容を掲載させていただきます。
- 本株主総会においては、書面交付請求の有無にかかわらず、一律に電子提供措置事項を記載した書面をお送りいたします。
- お身体が不自由なまたは障がいのある株主様で、会場でのサポートが必要な方は、事前にお電話でご連絡ください。

日本道路株式会社　管理本部総務部
電話：０３－４２１８－４８９１（代表）
（平日８：３０～１７：３０）

議決権行使についてのご案内

株主の皆様におかれましては「株主総会参考書類」をご検討のうえ、議決権をご行使くださいますようお願い申し上げます。
議決権のご行使には、以下の３つの方法がございます。

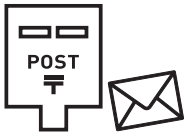
株主総会にご出席

議決権行使書用紙をご持参いただき、**会場受付にご提出**ください。

株主総会開催日時

9月**12**日（金曜日）
午前**10**時
（受付開始：午前９時）

議決権行使書用紙をご郵送

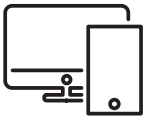


議決権行使書用紙に各議案に対する賛否をご表示のうえご返送ください。

行使期限

9月**11**日（木曜日）
午後 **5** 時**30**分到着

インターネット等によるご行使



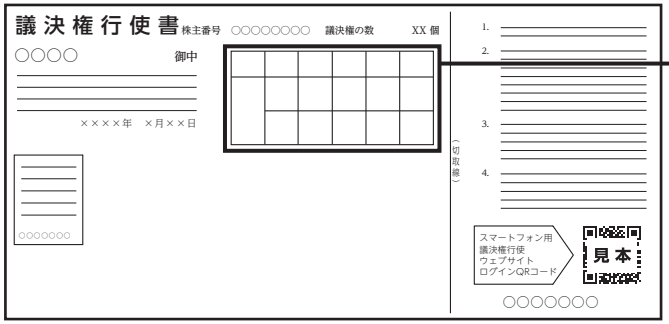
当社指定の議決権行使ウェブサイトにて各議案に対する賛否をご入力ください。

行使期限

9月**11**日（木曜日）
午後 **5** 時**30**分まで

▶ 詳細は次頁をご確認ください。

議決権行使書用紙のご記入方法のご案内



※議決権行使書はイメージです。

こちらに議案の賛否をご記入ください。

第１、２号議案

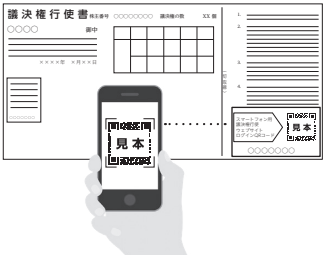
- **賛成の場合** ≫ 「賛」の欄に○印
- **反対する場合** ≫ 「否」の欄に○印

インターネット等による議決権行使のご案内

ログインQRコードを読み取る方法「スマート行使」

議決権行使コード及びパスワードを入力することなく議決権行使ウェブサイトにログインすることができます。

1　議決権行使書用紙右下に記載のQRコードを読み取ってください。



※「QRコード」は株式会社デンソーウェーブの登録商標です。

2　以降は画面の案内に従って賛否をご入力ください。

「スマート行使」での議決権行使は**1回のみ。**

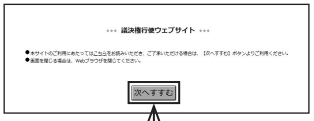
議決権行使後に行使内容を変更する場合は、お手数ですがPC向けサイトへアクセスし、議決権行使書用紙に記載の「議決権行使コード」・「パスワード」を入力してログイン、再度議決権行使をお願いいたします。

※QRコードを再度読み取っていただくと、PC向けサイトへ遷移できます。

議決権行使コード・パスワードを入力する方法

議決権行使ウェブサイト　**https://soukai.mizuho-tb.co.jp/**

1　議決権行使ウェブサイトにアクセスしてください。



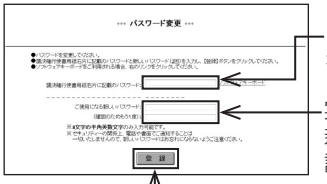
「次へすすむ」をクリック

2　議決権行使書用紙に記載された「議決権行使コード」をご入力ください。

「議決権行使コード」を入力

「次へ」をクリック

3　議決権行使書用紙に記載された「パスワード」をご入力ください。



「初期パスワード」を入力

実際にご使用になる新しいパスワードを設定してください

「登録」をクリック

4　以降は画面の案内に従って賛否をご入力ください。

※操作画面はイメージです。

インターネット等による議決権行使でパソコンやスマートフォン、携帯電話の操作方法などがご不明な場合は、右記にお問い合わせください。

みずほ信託銀行　証券代行部　インターネットヘルプダイヤル
0120-768-524
(受付時間　9：00～21：00)

機関投資家の皆様は、事前のご利用申込みにより株式会社ICJの運営する機関投資家向け議決権電子行使プラットフォームをご利用いただけます。

株主総会参考書類

第1号議案　株式併合の件

本議案は、当社の支配株主（親会社）である清水建設株式会社（以下「公開買付者」といいます。）による当社の普通株式（以下「当社株式」といいます。）に対する公開買付け（以下「本公開買付け」といいます。）の結果を受け、当社の株主を公開買付者のみとするため、2025年10月15日を効力発生日として、当社株式について5,200,000株を１株に併合する旨の当社株式の併合（以下「本株式併合」といいます。）を行うことにつき、ご承認をお願いするものであります。

１．株式併合を行う理由

当社が2025年５月14日に公表した「当社親会社である清水建設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「本意見表明プレスリリース」といいます。）においてお知らせいたしましたとおり、公開買付者は、当社の株主を公開買付者のみとして当社を完全子会社化することを目的とする一連の手続（以下「本取引」といいます。）の一環として、当社株式の全てを対象として、2025年５月15日から2025年６月25日までを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。）とする公開買付け（以下「本公開買付け」といいます。）を実施しました。

そして、当社が2025年６月26日に公表した「当社親会社である清水建設株式会社による当社普通株式に対する公開買付けの結果に関するお知らせ」においてお知らせいたしましたとおり、本公開買付けの結果、公開買付者は、本公開買付けの決済の開始日である2025年７月２日をもって、本公開買付けに応募された当社株式16,796,643株を取得し、その結果、公開買付者は、当社の所有株券等に係る議決権の数（注１）388,146個（所有割合（注２）88.33%）を所有するに至りました。

（注１）「所有株券等に係る議決権の数」には、2025年３月31日現在公開買付者が所有する株券等（22,018,000株）に買付け等を行う株券等（16,796,643株）を加えた株式数（38,814,643株）に係る議決権の数を記載しております。

（注２）「所有割合」の計算においては、当社が2025年６月26日に提出した第120期有価証券報告書（以下「当社有価証券報告書」といいます。）に記載された2025年３月31日現在の発行済株式総数（43,946,340株）から、当社有価証券報告書に記載された同日現在の当社が所有する自己株式数（3,826株）を控除した株式数（43,942,514株）に係る議決権の数（439,425個）を分母として計算しております（小数点以下第三位を四捨五入しております。）。

本取引の目的及び背景の詳細は、本意見表明プレスリリースにおいてお知らせしたとおりですが、以下改めてその概要を申し上げます。なお、以下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。

(i) 検討体制の構築の経緯

当社は、公開買付者から、2025年１月９日に本取引の実施に向けた検討を開始した旨の通知を受けました。これを受けて、当社は、2025年１月28日に当社においても本取引の実施に向けた検討を開始する旨の回答をするとともに、本取引の検討並びに公開買付者との本取引に係る協議及び交渉を行うにあたり、公開買付者が当社株式の50.11％を所有する当社の支配株主（親会社）であり、本公開買付けを含む本取引が支配株主との重要な取引等に該当し、また、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類型的に存在する取引に該当することに鑑み、これらの問題に対応し、本取引の公正性を担保するため、2025年２月上旬に、公開買付者グループ（公開買付者並びにその連結子会社及び持分法適用関連会社を総称していいます。以下同じです。）及び当社グループ（当社並びにその連結子会社及び持分法適用関連会社を総称していいます。以下同じです。）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としてみずほ証券株式会社（以下「みずほ証券」といいます。）を、リーガル・アドバイザーとして外苑法律事務所をそれぞれ選任いたしました。その後、当社は、公開買付者から改めて2025年２月７日に本取引に関する意向表明書を受領しております。当該提案を受けて、当社は、本取引の公正性を担保するため、外苑法律事務所の助言を踏まえ、直ちに、公開買付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いたしました。具体的には、当社は、下記「３．併合の割合についての定めの相当性に関する事項（会社法第180条第２項第１号及び第３号に掲げる事項についての定めの相当性に関する事項）」の「（４）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」の「③当社における独立した特別委員会の設置及び特別委員会からの答申書の取得」に記載のとおり本特別委員会の設置に向けた準備を進めた上で、2025年２月７日に公開買付者から意向表明書を受領した後の同月21日開催の取締役会決議により、森村望氏（当社独立社外取締役）、松本拓生氏（当社独立社外取締役）及び小棹ふみ子氏（当社独立社外取締役）の３名から構成される特別委員会（以下「本特別委員会」といいます。本特別委員会の委員長には、委員の互選により森村望氏が就任しており、本特別委員会の委員は設置当初から変更しておりません。本特別委員会の検討の経緯及び判断内容等については、下記「３．併合の割合についての定めの相当性に関する事項（会社法第180条第２項第１号及び第３号に掲げる事項についての定めの相当性に関する事項）」の「（４）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」の「③当社における独立した特別委員会の設置及び特別委員会からの答申書の取得」をご参照ください。）を設置し、本特別委員会に対し、（１）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向上に資するかを含みます。）、（２）本取引に係る交渉過程及び意思決定に至る手続の公正性が確保されているか、（３）本取引の条件（本公開買

付けにおける買付け等の価格を含みます。）の妥当性が確保されているか、（4）本取引（当社取締役会が本取引に関する決定を行うことを含みます。）が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か、（5）当社取締役会が本公開買付けに対して賛同表明をすること及び当社株主に対して本公開買付けへの応募を推奨する旨の決議を行うことの是非（以下これらを総称して「本諮問事項」といいます。）について諮問いたしました。また、当社取締役会は、本特別委員会の設置にあたり、（ⅰ）当社取締役会の意思決定は、本特別委員会の判断内容を最大限尊重して行われるものとすること、及び（ⅱ）本特別委員会が本取引に関する取引条件が妥当でないと判断した時には、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ものとすることを決議するとともに、本特別委員会に対し、（ⅰ）当社の役職員その他本特別委員会が必要と認める者から、本取引の検討及び判断に必要な情報の提供を求めること、（ⅱ）必要に応じ、財務若しくは法務等に関する本特別委員会独自のアドバイザーを選任し（この場合の費用は当社が負担します。）、当社の財務若しくは法務等に関するアドバイザーを指名若しくは承認する（事後承認を含みます。）こと（なお、本特別委員会は、当社のアドバイザーに対して専門的助言を求めることができます。）、（ⅲ）本取引の取引条件等に関する当社による交渉について事前に方針を確認し、適時にその状況の報告を受け、意見を述べ、指示や要請を行うこと等により、本取引の取引条件等に関する交渉過程に実質的に関与するとともに、本特別委員会が必要と認める場合には、自ら直接本取引の取引条件等の協議及び交渉を行うこと、及び（ⅳ）その他本取引に関する検討及び判断に際して必要と本特別委員会が認める事項について権限を付与することを決議しております（当該取締役会における決議の方法については、下記「3．併合の割合についての定めの相当性に関する事項（会社法第180条第2項第1号及び第3号に掲げる事項についての定めの相当性に関する事項）」の「（4）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」の「③当社における独立した特別委員会の設置及び特別委員会からの答申書の取得」をご参照ください。）。

なお、本特別委員会は、下記「3．併合の割合についての定めの相当性に関する事項（会社法第180条第2項第1号及び第3号に掲げる事項についての定めの相当性に関する事項）」の「（4）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」の「③当社における独立した特別委員会の設置及び特別委員会からの答申書の取得」に記載のとおり、2025年3月5日、上記の権限に基づき、公開買付者グループ及び当社グループから独立した独自の第三者算定機関として株式会社プルータス・コンサルティング（以下「プルータス・コンサルティング」といいます。）を、独自のリーガル・アドバイザーとしてＴＭＩ総合法律事務所をそれぞれ選任する旨を決定しております。

また、当社は、下記「3．併合の割合についての定めの相当性に関する事項（会社法第180条第2項第1号及び第3号に掲げる事項についての定めの相当性に関する事項）」の「（4）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」の「③当社における独立した特別委員会の設置及び特別委員会からの答申書の取得」に記載のとおり、本特別委員会において、当社のフィナンシャル・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当社のリーガル・アドバイザーである外苑法律事務所につい

て、公開買付者グループ及び当社グループからの独立性及び専門性・実績等に問題がないことを確認の上、その選任の承認を受けております。

さらに、当社は、下記「3．併合の割合についての定めの相当性に関する事項（会社法第180条第２項第１号及び第３号に掲げる事項についての定めの相当性に関する事項）」の「（4）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」の「⑦当社における独立した検討体制の構築」に記載のとおり、公開買付者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ための体制（本取引に係る検討、交渉及び判断に関与する当社の役職員の範囲及びその職務を含みます。）を当社の社内に構築するとともに、かかる検討体制に独立性・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の承認を受けております。

(ii) 検討・交渉の経緯

その上で、当社は、みずほ証券から公開買付者との交渉方針に関する助言その他の財務的見地からの助言及び当社株式の価値算定結果に関する報告を受けるとともに、外苑法律事務所から本取引における手続の公正性を確保するための対応についての助言その他の法的助言を受け、これらを踏まえ、本特別委員会の意見の内容を最大限尊重しながら、本取引の是非及び取引条件の妥当性について慎重に協議及び検討を行ってまいりました。

また、当社は、公開買付者から、2025年２月７日に本取引に関する意向表明書を受領して以降、公開買付者との間で、本取引に向けた具体的な協議及び交渉を行ってまいりました。

具体的には、本特別委員会は、2025年３月13日に公開買付者に対し、本取引の提案の背景、本取引の目的（本取引によって創出が見込まれるシナジー効果を含む。）、本取引の想定ストラクチャー、本取引後の当社の経営方針、本取引における公正性担保措置、その他本公開買付けの諸条件等に関して書面による質問をしたところ、2025年３月19日に、公開買付者から当該質問事項について書面による回答を受けるとともに、同日開催の本特別委員会において、公開買付者から当該質問事項への回答に関する説明を受け、これに対する質疑応答を行いました。

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。）については、当社は、2025年４月初旬以降、公開買付者との間で複数回にわたる協議・交渉を重ねてまいりました。具体的には、当社は、同月８日、公開買付者が当社グループに対して実施したデュー・ディリジェンスにより得られた情報、当該情報を前提としてフィナンシャル・アドバイザーである野村證券株式会社（以下「野村證券」といいます。）が実施した初期的な当社株式価値分析等を総合的に勘案した結果として、公開買付者から、本公開買付価格を2,200円（前営業日時点の東京証券取引所プライム市場における当社株式の株価終値1,780円に対して23.60%のプレミアム、同日までの過去１ヶ月間の終値単純平均値1,892円（小数点以下を四捨五入。以下、終値単純平均値の計算において同じとします。）に対して16.28%のプレミアム、同日までの過去３ヶ月間の終値単純平均値1,861円に対して18.22%のプレミアム、同日までの過去６

ヶ月間の終値単純平均値1,775円に対して23.94%のプレミアム）とすることを含んだ本取引に関する提案を受けました。しかし、本特別委員会は、2025年４月10日、本公開買付価格は当社の少数株主の利益に対して十分な配慮がなされた水準とは認められないとして本公開買付価格の再検討を要請しました。これを受けて、公開買付者から、2025年４月17日に、本公開買付価格を2,320円（前営業日時点の東京証券取引所プライム市場における当社株式の株価終値1,950円に対して18.97%のプレミアム、同日までの過去１ヶ月間の終値単純平均値1,898円に対して22.23%のプレミアム、同日までの過去３ヶ月間の終値単純平均値1,878円に対して23.54%のプレミアム、同日までの過去６ヶ月間の終値単純平均値1,789円に対して29.68%のプレミアム）とする再提案を受けました。しかし、本特別委員会は、2025年４月21日に、本公開買付価格は、当社の少数株主の利益に対して十分な配慮がなされた水準とは認められないとして本公開買付価格の再検討を改めて要請しました。これを受けて、公開買付者から、2025年４月24日に、本公開買付価格を2,420円（前営業日時点の東京証券取引所プライム市場における当社株式の株価終値1,984円に対して21.98%のプレミアム、同日までの過去１ヶ月間の終値単純平均値1,912円に対して26.57%のプレミアム、同日までの過去３ヶ月間の終値単純平均値1,893円に対して27.84%のプレミアム、同日までの過去６ヶ月間の終値単純平均値1,805円に対して34.07%のプレミアム）とする再提案を受けました。しかし、本特別委員会は、2025年４月29日、本公開買付価格は当社の少数株主の利益に対して十分な配慮がなされた水準とは認められないとして本公開買付価格の再検討を改めて要請しました。これを受けて、公開買付者から、2025年５月７日に、本公開買付価格を2,490円（前営業日時点の東京証券取引所プライム市場における当社株式の株価終値1,945円に対して28.02%のプレミアム、同日までの過去１ヶ月間の終値単純平均値1,919円に対して29.76%のプレミアム、同日までの過去３ヶ月間の終値単純平均値1,906円に対して30.64%のプレミアム、同日までの過去６ヶ月間の終値単純平均値1,826円に対して36.36%のプレミアム）とする再提案を受けました。しかし、本特別委員会は、2025年５月９日に、本公開買付価格は、当社の少数株主の利益に対して十分な配慮がなされた水準とは認められないとして本公開買付価格の再検討を改めて要請しました。これを受けて、公開買付者から、2025年５月12日に、本公開買付価格を2,520円（前営業日時点の東京証券取引所プライム市場における当社株式の株価終値2,056円に対して22.57%のプレミアム、同日までの過去１ヶ月間の終値単純平均値1,963円に対して28.37%のプレミアム、同日までの過去３ヶ月間の終値単純平均値1,916円に対して31.52%のプレミアム、同日までの過去６ヶ月間の終値単純平均値1,837円に対して37.18%のプレミアム）とする最終提案を受けました。これに対して、本特別委員会は、2025年５月13日、下記「３．併合の割合についての定めの相当性に関する事項（会社法第180条第２項第１号及び第３号に掲げる事項についての定めの相当性に関する事項）」の「（４）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」の「③当社における独立した特別委員会の設置及び特別委員会からの答申書の取得」の「（iii）判断内容」の「(b)答申理由」のiiiに記載の各事項を総合的に勘案し、本公開買付価格を2,520円とすることに応諾する旨の回答を行い、合意に至りました。

以上の検討・交渉過程において、当社は、本公開買付価格に関する公開買付者との協議及び交渉にあたり、本特別委員会から聴取した意見並びにみずほ証券及び外苑法律事務所からの助言を踏まえて検討を行っており、その際、本特別委員会においては、随時、本特別委員会のリーガル・アドバイザーであるＴＭＩ総合法律事務所から助言を受けるとともに、当社や当社のアドバイザーとの意見交換を行い、適宜、確認・承認を行ってまいりました。具体的には、当社が公開買付者に対して提示し、また、みずほ証券及びプルータス・コンサルティングが当社株式の価値算定において基礎とする本事業計画（以下に定義します。以下同じです。）の内容、重要な前提条件及び作成経緯等の合理性について、事前に本特別委員会の確認を経て、その承認を受けております。また、当社のフィナンシャル・アドバイザーであるみずほ証券は、公開買付者との交渉にあたっては、事前に本特別委員会において審議の上決定した交渉方針に従って対応を行っており、公開買付者から本公開買付価格についての提案を受領した際には、その都度、直ちに本特別委員会に対して報告を行い、公開買付者との交渉方針等について本特別委員会から意見、指示、要請等を受け、これに従って対応を行っております。

そして、当社は、2025年５月13日付で、本特別委員会から、①本取引は当社の企業価値向上に資すると認められ、本取引の目的は合理的である旨、②本取引においては適切な公正性担保措置が講じられており、本取引に係る交渉過程及び意思決定に至る手続は公正である旨、③本公開買付けにおける買付け等の価格も含め、本取引の条件は公正でありかつ妥当である旨、④本取引は当社の少数株主にとって不利益なものでなく、当社の一般株主にとって公正であるといえる旨、⑤当社の取締役会が本公開買付けに対して賛同表明をすること及び当社株主に対して本公開買付けへの応募を推奨する旨の決議を行うことについては、首肯できる旨の答申書（以下「本答申書」といいます。）の提出を受けております（本答申書の概要については、下記「３．併合の割合についての定めの相当性に関する事項（会社法第180条第２項第１号及び第３号に掲げる事項についての定めの相当性に関する事項）」の「（４）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」の「③当社における独立した特別委員会の設置及び特別委員会からの答申書の取得」をご参照ください。）。なお、本特別委員会は、2025年５月13日付でプルータス・コンサルティングから当社株式に係る株式価値算定書（以下「本株式価値算定書（プルータス・コンサルティング）」といいます。）及び本公開買付価格である１株当たり2,520円が当社の一般株主にとって財務的見地から公正である旨のフェアネス・オピニオン（以下「本フェアネス・オピニオン」といいます。）の提出を受けております（本株式価値算定書（プルータス・コンサルティング）及び本フェアネス・オピニオンの概要については、下記「３．併合の割合についての定めの相当性に関する事項（会社法第180条第２項第１号及び第３号に掲げる事項についての定めの相当性に関する事項）」の「（４）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」の「④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フェアネス・オピニオンの取得」をご参照ください。）。

(iii) 判断内容

以上の経緯の下で、当社は、2025年５月14日開催の取締役会において、フィナンシャル・アドバイザーであるみずほ証券から受けた財務的見地からの助言、リーガル・アドバイザーである外苑法律事務所から受けた法的助言並びに2025年５月13日付でみずほ証券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（みずほ証券）」といいます。）の内容を踏まえつつ、本答申書において示された本特別委員会の判断内容を最大限尊重しながら、本公開買付けを含む本取引が当社の企業価値の向上に資するか否か、及び本公開買付価格を含む本取引に係る取引条件が妥当なものか否かについて、慎重に協議・検討を行いました。

その結果、以下のとおり、当社としても、公開買付者による本公開買付けを含む本取引を通じた当社の完全子会社化が当社の企業価値の向上に資するとの結論に至りました。

当社グループが置かれている国内道路舗装業界を巡る状況については、2025年４月１日付国土強靭化推進本部（第22回）の資料である「第１次国土強靱化実施中期計画（素案）」によると、政府が2025年６月の策定を目指している「国土強靭化実施中期計画」（2026年度から2030年度）において、「防災・減災、国土強靭化のための５か年加速化対策」（2021年度から2025年度）の予算である15兆円を上回る、20兆円強の予算が確保される見通しもあり、今後５年間（2029年度まで）は、外部環境に変化はないものと認識しており、また、2023年10月31日に国土交通省社会資本整備審議会道路分科会国土幹線道路部会によって「高規格道路ネットワークのあり方　中間とりまとめ」が公表されたことを受けて国土交通省が掲げた「ＷＩＳＥＮＥＴ２０５０」に基づくシームレスネットワークの構築や自動物流道路の整備、防衛力抜本的強化における施設の強靭化計画等が期待されます。当社の業績も同様に５年後まではある程度の予測は可能であるものの、少子高齢化に伴う人口減少の影響で日本の財政状態は今後厳しくなり、公共投資の先行きは減少傾向になる可能性があること、原油価格上昇やインフレ基調の継続による原材料の高騰により利益が圧迫される可能性があること等から、10年、20年後の市場環境は不透明な状況であり、当社としては、10年、20年後の市場環境に適応するために、事業領域の拡大と収益性の向上を行っていく必要があると考えております。また、技術者や労働者不足の常態化に対応する生産性向上や省力化・省人化への対応が急務であり、さらに近年の時代の潮流に沿った品質の確保、コンプライアンスの徹底、働き方改革による職場環境改善及びＤＥ＆Ｉの推進が必要であると認識しているところです。

当社は、上記の当社グループを取り巻く経営環境を踏まえ、本取引を通じて当社が公開買付者の完全子会社となることにより、公開買付者と当社の少数株主との間の構造的な利益相反関係を解消し、公開買付者による当社グループへの更なる経営資源の投入が可能となり、以下のような各施策を実施し、シナジーを実現することができると考えました。

(a) インフラ更新工事案件における協働での取り組み強化による受注拡大

公開買付者の連結子会社となって以降、当社は、公開買付者と共同企業体（ＪＶ）を組成し、造成工事や

インフラ更新工事に取り組んでまいりました。しかしながら、当社と公開買付者それぞれが上場会社としての独立性を保って経営を行っている現状においては、案件や顧客等の営業情報を両社間で連携・情報共有することにより、これらの情報が当社グループ外に流出することになるため、提供の可否を判断し又は提供可能な情報の範囲を策定するにあたっては慎重とならざるを得ない等の一定の制約が存在することから、両社の方向性の相互理解や意思決定のスピードに課題があり、受注機会の喪失に繋がっておりました。完全子会社化によりそのような制約がなくなることに加え、決裁権限等の見直しをすることで、緊密かつ迅速なコミュニケーションが強化され、共同企業体（ＪＶ）の組成を通じた受注機会の拡大に繋がると考えております。

(b) 中長期的な成長戦略の共有の下での事業基盤強化・研究開発における協業

海外事業については、上記の(a)インフラ更新工事案件における協働での取り組み強化による受注拡大同様、両社間の連携や情報共有の制約を主要因として、当社がタイ・マレーシアの日系企業を中心に展開してきた海外事業活動に対する日系企業以外の顧客の獲得及び新規国開拓、ＯＤＡをはじめとした事業領域拡大の検討が十分にできませんでしたが、完全子会社化により公開買付者との案件情報の共有や、協働での顧客営業を一層強化することが可能となり、これらの事業領域拡大を図ることが可能になると考えております。また、M&Aについても、完全子会社化により情報共有が強化され、公開買付者の資金調達やM&Aに関するリソース及びノウハウを活用することが可能となり、当社グループの成長に繋がる事業基盤を有する企業をスピード感をもって買収することで、当社グループの効果的かつ急速な成長を実現することが可能になると考えております。これらの取り組みにより、公開買付者との情報共有を通じて民間営業網の活用の幅が広がり、民間顧客からの直接受注に向けた営業を強化することで当社グループの受注・売上高の増加が想定され、質の良い直接受注の増加により当社グループ全体の収益性の向上が見込まれます。

官庁工事の入札においては、独立性の観点から積算ノウハウや技術提案ノウハウの十分な連携ができず、高い競争力を持った提案が困難であることから受注機会の喪失に繋がっておりましたが、完全子会社化により公開買付者の持つ官庁積算・技術提案ノウハウの習得が可能となり、受注機会の創出に繋がると考えております。また、資材調達においては、公開買付者と独立した購買体制とする必要があったため、原則として当社の単独購買となっていたところ、完全子会社化により公開買付者の購買体制の活用が可能となり、現状よりもロットが増加することによる低単価での仕入を通じて、工事原価のコスト削減に繋げていくことができると考えております。

研究開発においては、今後、省力化・省人化、効率化、高耐久化、環境負荷低減に積極的に取り組んでいく必要があるところ、情報共有に制約がある中では共同研究の範囲が十分に拡大できず、当社グループ単独での推進には限界がありましたが、完全子会社になることで、公開買付者の経営資源（案件や顧客等の営業情報、ＤＸ・環境・生産プロセス等におけるノウハウ・技術等）を活用し、より踏み込んでテーマを共有して研究開発を推進することが可能となり、2050年のカーボンニュートラルの達成、省力化・省人化を含むコスト削減及び働きがい改革に繋がると考えております。

(c) コーポレートガバナンス及び一体運営の強化

完全子会社化により親子上場問題が解消されることで、迅速な意思決定とコーポレートガバナンスの向上を図ることが可能になると考えております。また、一体運営という観点からは、人財確保において、公開買付者ブランドを活用し、公開買付者と協働で新卒採用やキャリア採用の取り組みが可能になると考えております。

そして、働きがい改革及びＤＥ＆Ｉの推進の観点では、従来より、2024年問題をターゲットとして、残業時間の短縮や休日の確保について働き方改革を進め、2025年４月より多様性・公平性への配慮、女性活躍推進を目的に人事制度改革を実施したところです。完全子会社化することで、公開買付者の持つ最先端のＤＸやＡＩ技術を活用した業務のさらなる効率化、さらに、公開買付者が積極的に推進しているＤＥ＆Ｉの方針に基づく多様性や公平性の教育を通して、よりスピード感をもって新しい働き方を確立するとともに、働きがいを感じられる企業を目指すことが可能になると考えております。

(d) 上場維持コストや業務負荷の削減・資金調達の効率化

上場維持コストや業務負荷の削減という観点では、完全子会社化により、上場維持に伴う各種費用（上場料、開示書類の作成費用、株式事務代行機関への委託費用、監査費用、決算説明会費用等）や少数株主への対応等を含めた業務負荷が削減され、繁忙な生産拠点への人員配置を含め、最適な人員配置とコスト削減が可能となります。

資金調達の観点では、必要に応じて、公開買付者のグループファイナンスを活用することで、より低コストでの資金調達が可能になると考えております。

なお、当社は、本取引を通じて非公開化されることによる、上場企業としてのブランド力の低下に伴う取引先その他のステークホルダーを含む外部からの信用力への影響、従業員のモチベーション低下の可能性、人財確保が困難になる可能性、資本市場からのエクイティ・ファイナンスによる資金調達ができなくなるといったデメリットについても検討いたしました。

公開買付者及び当社はいずれも業界内において既に一定の知名度を確立しており、かつ、上場会社として社会的信用を確立していることから、本取引により当社が公開買付者の完全子会社となることが当社の取引先その他のステークホルダーを含む外部からの信用力に悪影響を与える可能性は低いと考えております。また、当社の現在の財務状況等を考慮すると、エクイティ・ファイナンスの活用による資金調達の必要性は当面見込まれない上、公開買付者グループにおけるグループファイナンスを活用することも可能であるため、資金調達が困難になることはないと考えております。また、公開買付者は、本取引後の当社の経営体制について、当社の社名は変更せず、当社の経営の独立性を尊重する現状の運営・経営方針を継続しつつ、今後当社と協議の上で、非上場化に伴う組織体制・諸機能のほか、報告・連絡体制の見直し等を含めて、諸施策の実行や経営基盤のさらなる強化に向けた最適な体制を検討していく予定であること、本公開買付け後の当社従業員の雇用は維持する予定であり、待遇は原則現状維持を予定していること等を踏まえ、当社としては、

完全子会社化されることについて、当社グループの取引先、従業員、その他のステークホルダーにおいて受け入れられると考えております。

また、当社は、下記「3．併合の割合についての定めの相当性に関する事項（会社法第180条第2項第1号及び第3号に掲げる事項についての定めの相当性に関する事項）」の「（3）端数処理により株主に交付することが見込まれる金銭の額及び当該額の相当性に関する事項」に記載の理由から、本公開買付価格及び本公開買付けに係るその他の諸条件（いわゆるマジョリティ・オブ・マイノリティ（Majority of Minority）が設定されていないこと、公開買付期間など）は妥当であり、本公開買付けは、当社の株主の皆様に対して合理的なプレミアムを付した価格及び合理的な諸条件により当社株式の売却の機会を提供するものであると判断いたしました。

以上より、当社は、本取引が当社の企業価値の向上に資するものであるとともに、本公開買付価格を含む本取引に係る取引条件は妥当なものであると判断し、2025年5月14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、当社の株主の皆様に対し、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。

当該取締役会における決議の方法については、下記「3．併合の割合についての定めの相当性に関する事項（会社法第180条第2項第1号及び第3号に掲げる事項についての定めの相当性に関する事項）」の「（4）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」の「⑧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利害関係を有しない監査役全員の異議がない旨の意見」をご参照ください。

その後、上記のとおり、本公開買付けが成立いたしましたが、公開買付者は、本公開買付けにより当社株式の全てを取得するに至らなかったことから、当社は、公開買付者からの要請を受け、2025年7月29日開催の取締役会の決議により、当社の株主を公開買付者のみとするために、本臨時株主総会において株主の皆様のご承認をいただくことを条件として、本株式併合を実施することとし、本株式併合に係る議案を本臨時株主総会に付議することを決議いたしました。

なお、本株式併合により、公開買付者以外の株主の皆様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です。

2．株式併合の内容(会社法第180条第２項各号に掲げる事項の内容)

（１）本株式併合の割合

当社株式5,200,000株を１株に併合いたします。

（２）本株式併合がその効力を生ずる日（効力発生日）

2025年10月15日

（３）効力発生日における発行可能株式総数

32株

3．併合の割合についての定めの相当性に関する事項（会社法第180条第２項第１号及び第３号に掲げる事項についての定めの相当性に関する事項)

本株式併合における併合の割合は、当社株式について5,200,000株を１株に併合するものです。当社は、上記「１．株式併合を行う理由」に記載のとおり、本株式併合は、当社の株主を公開買付者のみとすることを目的として行われるものであること、上記「１．株式併合を行う理由」に記載の経緯を経て本取引の一環として行われた本公開買付けが成立したこと、及び以下の各事項から本株式併合における併合の割合は相当であると判断しております。

（１）親会社等がある場合における当該親会社等以外の株主の利益を害さないように留意した事項

本株式併合は、本公開買付けの成立後、当社の株主を公開買付者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。）として行われるものであるところ、公開買付者及び当社は、当社が公開買付者の子会社であり、本取引が支配株主との重要な取引等に該当し、また、本取引が公開買付者と当社の少数株主との間に構造的な利益相反の問題及び情報の非対称性の問題が類型的に存在する取引に該当することに鑑み、これらの問題に対応し、本公開買付けの公正性を担保するため、下記「（４）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」に記載の措置を講じております。

（２）１株に満たない端数の処理をすることが見込まれる場合における当該処理の方法

(i) 会社法第235条第１項又は同条第２項において準用する同法第234条第２項のいずれの規定による処理を予定しているかの別及びその理由

上記「１．株式併合を行う理由」に記載のとおり、本株式併合により、公開買付者以外の株主の皆様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です。

本株式併合の結果生じる１株未満の端数については、その合計数（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235条第１項の規定により、その合計数に１株に満たない端数がある場合にあっては、当該端数は切り捨てられます。）に相当する数の株式を、会社法第235条その他の関係

法令の規定に従って売却し、その端数に応じて、その売却により得られた代金を、端数が生じた株主の皆様に交付いたします。当該売却について、当社は、本株式併合が、本取引の一環として、当社の株主を公開買付者のみとすることを目的とするものであること、また、当社株式が2025年10月10日をもって上場廃止となる予定であり、市場価格のない株式となることから、競売によって買受人が現れる可能性は低いと考えられることに鑑み、会社法第235条第２項の準用する同法第234条第２項の規定に基づき、裁判所の許可を得て、当該端数の合計数に相当する当社株式を公開買付者に売却することを予定しております。

この場合の売却額につきましては、必要となる裁判所の許可が予定どおり得られた場合は、本株式併合の効力発生日の前日である2025年10月14日の最終の当社の株主名簿に記載又は記録された株主の皆様が所有する当社株式の数に本公開買付価格と同額である2,520円を乗じた金額に相当する金銭が交付されるような価格に設定することを予定しております。ただし、裁判所の許可が得られない場合や計算上の端数調整が必要な場合においては、実際に交付される金額が上記金額と異なる場合もあります。

(ii) 売却に係る株式を買い取る者となると見込まれる者の氏名又は名称

清水建設株式会社

(iii) 売却に係る株式を買い取る者となると見込まれる者が売却に係る代金の支払のための資金を確保する方法及び当該方法の相当性

公開買付者は、本株式併合により生じる端数の合計数に相当する当社株式の取得に要する資金を、原則として自己資金により賄う予定です。

当社は、公開買付者が、本株式併合により生じる端数の合計数に相当する当社株式の取得に関する資金を確保できることを、公開買付者が2025年６月27日に提出した第123期有価証券報告書に記載された2025年３月31日時点の現金及び現金同等物の残高並びに公開買付者が本公開買付けに係る公開買付届出書に添付して提出した2025年５月13日時点の預金残高証明書によって確認しております。また、公開買付者によれば、2025年３月末日以降、公開買付者の財務状況に著しい変動を生じさせる事由など、本株式併合の結果生じる１株未満の端数の合計数に相当する当社株式の売却代金の支払に支障を及ぼす事象は発生しておらず、今後発生する可能性も認識していないとのことです。

したがって、当社は、公開買付者による本株式併合の結果生じる１株に満たない端数の合計数に相当する当社株式の売却に係る代金の支払のための資金を確保する方法は相当であると判断しております。

(iv) 売却する時期及び売却により得られた代金を株主に交付する時期の見込み

当社は、本株式併合の効力発生後、2025年10月下旬を目処に、会社法第235条第２項の準用する同法第234条第２項の規定に基づき、裁判所に対して、本株式併合の結果生じる１株に満たない端数の合計数に相当する当社株式を公開買付者に売却することについて許可を求める申立てを行うことを予定しております。

当該許可を得られる時期は裁判所の状況等によって変動し得ますが、当社は、当該裁判所の許可を得て、2025年11月上旬から12月上旬を目処に当社株式を公開買付者に売却し、その後、当該売却により得られた代金を株主の皆様に交付するために必要な準備を行った上で、2025年12月下旬から2026年１月上旬を目処に、当該代金を株主の皆様に交付することを見込んでおります。

当社は、本株式併合の効力発生日から売却に係る一連の手続に要する期間を考慮し、上記のとおり、それぞれの時期に、本株式併合の結果生じる１株未満の端数の合計数に相当する当社株式の売却が行われ、また、当該売却代金の株主の皆様への交付が行われるものと判断しております。

（３）端数処理により株主に交付することが見込まれる金銭の額及び当該額の相当性に関する事項

端数処理により株主の皆様に交付することが見込まれる金銭の額は、上記「（２）１株に満たない端数の処理をすることが見込まれる場合における当該処理の方法」の「(i) 会社法第235条第１項又は同条第２項において準用する同法第234条第２項のいずれの規定による処理を予定しているかの別及びその理由」に記載のとおり、株主の皆様が所有する当社株式の数に本公開買付価格と同額である2,520円を乗じた金額となる予定です。

当社は、以下の点等から、本公開買付価格及び本公開買付けに係るその他の諸条件（いわゆるマジョリティ・オブ・マイノリティ（Majority of Minority）が設定されていないこと、公開買付期間など）は妥当であり、本公開買付けは、当社の株主の皆様に対して合理的なプレミアムを付した価格及び合理的な諸条件により当社株式の売却の機会を提供するものであると判断いたしました。

（ア）下記「（４）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」の「②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の取得」に記載のとおり、みずほ証券による当社株式に係る株式価値算定結果において、市場株価基準法に基づく算定結果の上限を上回っており、また、類似企業比較法に基づく算定結果のレンジの範囲内であり、かつ、ディスカウンテッド・キャッシュ・フロー法（以下「ＤＣＦ法」といいます。）に基づく算定結果の範囲内の価格であること。

（イ）下記「（４）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」の「④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フェアネス・オピニオンの取得」に記載のとおり、プルータス・コンサルティングによる当社株式に係る株式価値算定結果において、市場株価法に基づく算定結果の上限を上回っており、また、類似会社比較法に基づく算定結果のレンジの範囲内であり、かつ、ＤＣＦ法に基づく算定結果の中央値を超える価格であること。また、本特別委員会がプルータス・コンサルティングから、本公開買付価格である１株当たり2,520円が、当社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ていること。

（ウ）本公開買付価格である１株当たり2,520円は、当社株式の2025年５月13日の東京証券取引所プライム市場における終値2,169円に対して16.18％（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

ムの数値（%）において同様とする。）、直近１ヶ月間の終値単純平均値1,990円に対して26.63%、直近３ヶ月間の終値単純平均値1,926円に対して30.84%、直近６ヶ月間の終値単純平均値1,845円に対して36.59%のプレミアムをそれぞれ加えた金額であって、そのプレミアムは類似案件75件（経済産業省によって「公正なM&Aの在り方に関する指針」が公表された2019年６月28日以降の支配株主による完全子会社化を意図した公開買付け事例（ただし、ＭＢＯ事例、ＴＯＢ後に少数株主排除措置を行わない事例、２段階ＴＯＢ事例を除く。））（公表の前営業日を基準日として、同日の終値並びに同日までの過去１ヶ月間、同過去３ヶ月間及び同過去６ヶ月間の終値単純平均値におけるそれぞれのプレミアム率の中央値（それぞれ、41.40%、43.00%、40.00%、38.77%）と比較した場合、いずれも下回る水準にある。もっとも、プレミアム水準の評価については、次のようなことを考慮すべきであると考えられる。 (i) ①当社の株価変動率は、直近１ヶ月間において12.97%であるところ、その直前の６ヶ月間（2024年10月から2025年３月まで）における当社の月ごとの株価変動率の平均値は6.80%であるため、直近１ヶ月の株価変動率は非常に高いといえる。また、②公表日直前の４営業日の間において当社の市場株価は9.82%急激に上昇しているところ、当該期間の市場における当社株式の取引数量は１日平均187,225株である。これに対し、当社の直近１年間の１日当たりの取引数量の平均は60,129株であることから、公表日直前の４営業日において市場における取引数量が大幅に増加しており、この期間に当社が新たに適時開示を行った情報はないことからすると、当該期間において何らかの投機的な思惑により通常の取引数量を超える取引が行われ、それにより当社の市場株価が急激に上昇したことが合理的に推測される。上記①②からすれば、短期的な市場株価、特に、公表日の前営業日における市場株価や直近１ヶ月平均の市場株価や、当該水準の影響が反映されやすい３ヶ月平均の市場株価との比較を過度に重視すべきではなく、より長期の指標である過去６ヶ月間の終値単純平均値との比較を重視することが適切であると考えられる。そして、類似案件における過去６ヶ月間の終値単純平均値におけるプレミアム率の中央値は38.77%であるのに対して、本公開買付価格は直近６ヶ月間の終値の単純平均値1,845円に対して36.59%のプレミアムをそれぞれ加えた金額であるところ、その乖離幅（2.18%）は小さいと言える。 (ii) ①日経平均株価及び当社株式は2025年４月７日以降大きく上昇しているところ（具体的には、日経平均株価は、2025年４月７日の終値（31,136円）と公表の前営業日の2025年５月13日の終値（38,183円）の比較で7,047円（22.63%）、当社株式は2025年４月７日の終値（1,780円）と公表の前営業日の2025年５月13日の終値（2,169円）の比較で389円（21.85%）の上昇が認められる）、②新聞等で報道されているところによれば、当該株価の上昇は米国において相互関税を導入すること及びその後の停止の公表の影響を受けたものである可能性が高いと考えられる。そして、③2025年４月７日以降当社が新たに適時開示を行った情報はなく、当該当社株式の株価変動は少なくとも当社の特定の公表を反映したものではないことを考慮すると、当社株式の公表の前営業日時点の株価や過去１ヶ月間の数値については、上記の相互関税に関連する公表の影響を受けた一時的なものである可能性がある。そこで、かかる株価上昇の直前の営業日である2025年４月４日を基準日としたプレミアム率も参照すると、同日の終値並びに同日までの過去１ヶ月間、

同過去３ヶ月間及び同過去６ヶ月間の終値単純平均値におけるそれぞれのプレミアム率はそれぞれ、39.23%、32.49%、35.48%、41.97%であり、過去６ヶ月間の終値単純平均値におけるプレミアム率は類似案件における過去６ヶ月間の終値単純平均値におけるプレミアム率の中央値を上回っている。以上のことから、本公開買付価格には上記の類似案件と比較しても遜色のないプレミアムが付されていると考えられること。

（エ）当社の上場来最高値である2,410円（2024年１月４日の取引時間中の最高値）を上回る水準であること。

（オ）下記「（４）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」に記載の本公開買付けの公正性を担保するための措置が講じられており、当社の少数株主の皆様の利益が確保されていると認められること。

（カ）当該措置が講じられた上で、当社グループ及び公開買付者グループから独立した本特別委員会の実質的な関与の下、公開買付者との間で真摯に交渉を重ね、当初の公開買付者からの提案価格である2,200円から引上げられた価格であること。

（キ）当社における独立した本特別委員会から取得した本答申書において、下記「（４）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」の「③当社における独立した特別委員会の設置及び特別委員会からの答申書の取得」に記載のとおり、本公開買付けにおける買付け等の価格も含め、本取引の条件は公正でありかつ妥当であると判断されていること

加えて、当社は、下記「（４）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」に記載のとおり、本公開買付けにおいて、いわゆる「マジョリティ・オブ・マイノリティ」（Majority of Minority）に該当する買付予定数の下限が設定されていないものの、その他の本公開買付価格の公正性を担保するための措置が十分に講じられていると解されることに鑑みると、マジョリティ・オブ・マイノリティ条件が設定されていないことのみをもって、適切な公正性担保措置が講じられていないと評価されるものではないと考えており、また、下記「（４）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」の「⑩当社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するための措置」に記載のとおり、公開買付期間について、法令に定められた最短期間が20営業日であるところ、30営業日としていること等に鑑みれば、本取引に係る本公開買付価格以外の取引条件についても、本公開買付けの公正性の担保に配慮したものであり、妥当なものであると考えています。

以上より、当社は、本取引が当社の企業価値の向上に資するものであるとともに、本公開買付価格を含む本取引に係る取引条件は妥当なものであると判断し、2025年５月14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、当社の株主の皆様に対し、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。

当該取締役会における決議の方法については、下記「（4）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」の「⑧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利害関係を有しない監査役全員の異議がない旨の意見」をご参照ください。

また、当社は、2025年５月14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、当社の株主の皆様が本公開買付けに応募することを推奨する旨の決議をした後、本臨時株主総会の招集を決議した2025年７月29日開催の取締役会の決議時点に至るまでに、本公開買付価格の算定の基礎となる諸条件に重大な変更が生じていないことを確認しております。

以上のことから、当社は、端数処理により株主の皆様に交付することが見込まれる金銭の額については、相当であると判断しております。

（4）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

本株式併合は、本公開買付けの成立後、本スクイーズアウト手続として行われるものであるところ、公開買付者及び当社は、当社が公開買付者の子会社であり、本取引が支配株主との重要な取引等に該当し、また、本取引が公開買付者と当社の少数株主との間に構造的な利益相反の問題及び情報の非対称性の問題が類型的に存在する取引に該当することに鑑み、これらの問題に対応し、本公開買付けの公正性を担保するため、以下の措置を講じております。

なお、本意見表明プレスリリース「３．本公開買付けに関する意見の内容、根拠及び理由」の「（2）本公開買付けに関する意見の根拠及び理由」の「①本公開買付けの概要」に記載のとおり、公開買付者は、2025年５月14日現在、当社株式を22,018,000株（所有割合：50.11％）所有しているため、本公開買付けにおいて、いわゆる「マジョリティ・オブ・マイノリティ」（Majority of Minority）の買付予定数の下限を設定すると、本公開買付けの成立を不安定なものとし、かえって本公開買付けに応募することを希望する当社の少数株主の利益に資さない可能性もあるものと考え、本公開買付けにおいて、いわゆる「マジョリティ・オブ・マイノリティ」（Majority of Minority）の買付予定数の下限は設定していないとのことです。もっとも、公開買付者及び当社において、本公開買付価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置として、以下の①ないし⑩の措置を講じていることから、当社の少数株主の利益には十分な配慮がなされていると考えているとのことです。また、本特別委員会は、本答申書において、他の公正性担保措置が十分に講じられていると解されること等に鑑みると、マジョリティ・オブ・マイノリティ条件が設定されていないことのみをもって、適切な公正性担保措置が講じられていないと評価されるものではないと考えられる旨判断しており、当社としても同様に判断しております。

また、以下の記載のうち公開買付者において実施した措置等については、公開買付者から受けた説明に基づくものです。

① 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

(i) 算定機関の名称並びに当社及び公開買付者との関係

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、公開買付者及び当社から独立した第三者算定機関として、公開買付者のフィナンシャル・アドバイザーである野村證券に対して、当社の株式価値の算定を依頼したとのことです。

なお、野村證券は公開買付者及び当社の関連当事者には該当せず、本公開買付けに関して、重要な利害関係を有していないとのことです。

(ii) 算定の概要

野村證券は、複数の株式価値算定手法の中から当社株式の価値算定にあたり採用すべき算定手法を検討の上、市場株価が存在することから市場株価平均法を、当社と比較可能な上場会社が複数存在し、類似会社比較による当社株式の株式価値の類推が可能であることから類似会社比較法を、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株式の価値の算定を行い、公開買付者は、野村證券から2025年５月13日付で株式価値算定書（以下「本買付者側株式価値算定書」といいます。）を取得したとのことです（注）。

なお、公開買付者は、本意見表明プレスリリース「３．本公開買付けに関する意見の内容、根拠及び理由」の「（2）本公開買付けに関する意見の根拠及び理由」の「②公開買付者が本公開買付けの実施を決定するに至った背景、目的及び意思決定の過程」及び本株主総会参考書類「（４）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」に記載の諸要素を総合的に考慮し、当社の少数株主の利益には十分な配慮がなされていると考えていることから、野村證券から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）を取得していないとのことです。

野村證券により上記各手法において算定された当社株式１株当たりの株式価値の範囲は、それぞれ以下のとおりとのことです。

市場株価平均法　：1,845円から2,169円
類似会社比較法　：1,987円から3,065円
ＤＣＦ法　　：1,851円から3,021円

市場株価平均法では、2025年５月13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当社株式の基準日終値2,169円、直近５営業日の終値単純平均値2,086円、直近１ヶ月間の終値単純平均値1,990円、直近３ヶ月間の終値単純平均値1,926円及び直近６ヶ月間の終値単純平均値1,845円を基に、当社株式１株当たりの株式価値の範囲を1,845円から2,169円と算定しているとのことです。

類似会社比較法では、当社と類似する事業を営む上場会社の市場株価や収益性等を示す財務指標との比

較を通じて当社の株式価値を算定し、当社株式１株当たりの株式価値の範囲を1,987円から3,065円までと算定しているとのことです。

ＤＣＦ法では、当社より受領し、公開買付者による確認の上、野村證券に提供された2025年３月期から2030年３月期までの６期分の事業計画（当社から受領した事業計画にフリー・キャッシュ・フローは含まれていないとのことです。）における収益や投資計画、直近までの業績の動向、一般に公開された情報等の諸要素を考慮した2025年３月期第４四半期以降の当社の将来の収益予想に基づき、当社が将来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当社の企業価値や株式価値を分析評価し、当社株式１株当たりの株式価値の範囲を1,851円から3,021円と算定しているとのことです。なお、野村證券がＤＣＦ法の前提とした本事業計画について、大幅な増減益及びフリー・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は含まれていないとのことです。また、当該事業計画は、本取引の実行を前提としたものではなく、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については、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、当該事業計画には加味されていないとのことです。

公開買付者は、野村證券から取得した本買付者側株式価値算定書における当社の株式価値の算定結果に加え、2025年３月上旬から同年４月上旬まで実施した当社グループに対するデュー・ディリジェンスの結果、当社取締役会による本公開買付けへの賛同の可否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、当社との協議・交渉の結果等を踏まえ、最終的に2025年５月13日、本公開買付価格を2,520円と決定したとのことです。

なお、本公開買付価格である2,520円は、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５月13日の東京証券取引所プライム市場における当社株式の終値2,169円に対して16.18%、同日までの過去１ヶ月間の終値単純平均値1,990円に対して26.63%、同日までの過去３ヶ月間の終値単純平均値1,926円に対して30.84%、同日までの過去６ヶ月間の終値単純平均値1,845円に対して36.59%のプレミアムをそれぞれ加えた価格となるとのことです。

公開買付者は、買付予定数の上限及び下限を2,220,200株、当社株式１株当たりの買付け等の価格を10,000円、買付け等の期間を2022年２月10日から2022年３月22日までとして実施した公開買付け（以下「2022年公開買付け」といいます。）により、当社株式2,220,200株（2023年10月１日に、当社が行った当社株式１株を５株に分割する株式分割（以下「本株式分割」といいます。）後ベース：11,101,000株）（当時所有割合：25.26%）を１株当たり10,000円（本株式分割後ベース：2,000円）で取得しているとのことです。本株式分割後ベースの当該取得価格2,000円と本公開買付価格2,520円との間に520円の差異が生じているものの、これは、当該取得価格は、2022年公開買付けの公表日の前営業日である2022年２月８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8,390円（本株式分割後ベース：1,678円）に対して19.19%のプレミアムを加えた金額であるのに対し、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５月13日の東京証券取引所プライム市場にお

ける当社株式の終値2,169円に対して16.18%のプレミアムを加えた金額であり、また、2025年５月13日の東京証券取引所プライム市場における当社株式の終値2,169円が、2022年２月８日の東京証券取引所市場第一部における本株式分割後ベースの当社株式の終値1,678円より29.26%上昇していることによるものであるとのことです。

（注）野村證券は、当社の株式価値の算定に際して、公開情報及び野村證券に提供された一切の情報が正確かつ完全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についての検証は行っていないとのことです。当社及びその関係会社の資産又は負債（金融派生商品、簿外資産及び負債、その他の偶発債務を含みます。）について、個別の資産及び負債の分析及び評価を含め、独自に評価、鑑定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。当社の財務予測（利益計画その他の情報を含みます。）については、公開買付者の経営陣により現時点で得られる最善かつ誠実な予測及び判断に基づき合理的に検討又は作成されたことを前提としているとのことです。野村證券の算定は、2025年５月13日までに野村證券が入手した情報及び経済条件を反映したものとのことです。なお、野村證券の算定は、公開買付者の取締役会が当社の株式価値を検討するための参考に資することを唯一の目的としているとのことです。

②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の取得

(i) 算定機関の名称並びに当社及び公開買付者との関係

当社は、本公開買付けを含む本取引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関する意思決定の過程における公正性を担保するために、当社及び公開買付者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、当社株式の価値の算定を依頼し、2025年５月13日付で、本株式価値算定書（みずほ証券）を取得いたしました。

なお、みずほ証券は、当社及び公開買付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。なお、みずほ証券のグループ企業である株式会社みずほ銀行（以下「みずほ銀行」といいます。）は公開買付者の株主たる地位を有しているほか、当社及び公開買付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実施しており、また、みずほ証券のグループ企業である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。）は、当社及び公開買付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実施しておりますが、本公開買付けを含む本取引に関して当社及び公開買付者との利益相反に係る重要な利害関係は有しておりません。なお、みずほ証券によれば、みずほ証券は金融商品取引法（昭和23年法律第25号。その後の改正を含みます。）第36条第２項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、みずほ銀行の株主及び貸付人の地位、並びにみずほ信託銀行の貸付人の地位とは独立した立場で当社の株式価値の算定を行っているとのことです。当社は、みずほ証券

とみずほ銀行及びみずほ信託銀行との間において適切な弊害防止措置が講じられていること、当社とみずほ証券は一般取引先と同様の取引条件での取引を実施しているため本取引におけるフィナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関としての職務を行うにあたり十分な独立性が確保されていること、みずほ証券は過去の同種事案の第三者算定機関としての実績を有していること等を踏まえ、当社がみずほ証券に対して当社株式の株式価値算定を依頼することに関し、特段の問題はないと判断しております。また、本取引に係るみずほ証券の報酬は、本取引の成否にかかわらず支払われる固定報酬のみであり、本取引の公表や成立等を条件とする成功報酬は含まれておりません。また、2025年２月21日開催の本特別委員会において、みずほ証券の独立性及び専門性に特段の問題がないことを確認した上で、当社のフィナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関として選任することを承認しております。

(ii) 算定の概要

みずほ証券は、複数の株式価値算定手法の中から採用すべき算定手法を検討した結果、当社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基準法、当社と比較的類似する事業を営む上場会社が複数存在し、類似企業との比較による株式価値の類推が可能であることから類似企業比較法及び当社の将来の事業活動の状況を算定に反映させるためにＤＣＦ法の各手法を用いて当社株式１株当たりの価値算定を行い、当社は、2025年５月13日付でみずほ証券より本株式価値算定書（みずほ証券）を取得しました。なお、当社は、下記「③当社における独立した特別委員会の設置及び特別委員会からの答申書の取得」及び「④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フェアネス・オピニオンの取得」に記載した措置等、十分な公正性担保措置が取られていることも踏まえ、みずほ証券から本公開買付価格が当社の公開買付者以外の当社の株主にとって財務的見地から公正である旨の意見書（フェアネス・オピニオン）は取得しておりません。

本株式価値算定書（みずほ証券）によると、上記各手法に基づいて算定された当社株式１株当たりの株式価値の範囲は以下のとおりです。

市場株価基準法　：1,845円から2,169円
類似企業比較法　：2,491円から3,099円
ＤＣＦ法　　：1,996円から3,135円

市場株価基準法では、本公開買付けの公表日の前営業日である2025年５月13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当社株式の基準日の終値2,169円、同日までの過去１ヶ月間の終値の単純平均値1,990円（円未満を四捨五入。以下、単純平均値の計算において同じとします。）、同日までの過去３ヶ月間の終値の単純平均値1,926円、同日までの過去６ヶ月間の終値の単純平均値1,845円を基に、当社株式１株当たりの株式価値の範囲を1,845円から2,169円までと算定しております。

類似企業比較法では、当社と比較的類似する事業を営む類似上場会社として、東亜道路工業株式会社及び世紀東急工業株式会社を選定した上で、企業価値に対するＥＢＩＴＤＡの倍率を用いて当社株式の株式価値の算定を行い、当社株式１株当たりの株式価値の範囲を2,491円から3,099円までと算定しております。

ＤＣＦ法では、当社が作成した当社の2025年３月期から2030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2025年３月期第４四半期以降において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くことにより当社の企業価値や株式価値を算定し、当社株式１株当たりの株式価値の範囲を1,996円から3,135円までと算定しております。なお、割引率については、6.3%から7.3%を採用しております。また、継続価値の算定にあたっては、永久成長法及びＥＸＩＴマルチプル法を採用し、永久成長法では永久成長率を-0.5%から0.5%、ＥＸＩＴマルチプル法では企業価値に対するＥＢＩＴＤＡの倍率を6.1倍から8.1倍としております。

ＤＣＦ法による分析において前提とした財務予測値は以下のとおりであり、大幅な増減益を見込んでいる事業年度は含まれていないものの、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ております。2025年３月期においては、複合施設の設備投資の減少及び運転資本の増加幅の減少により、同事業年度のフリー・キャッシュ・フローについては、前年度から11,551百万円の増加を見込んでおります。

また、本取引の実行により実現することが期待される相乗効果については、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、当該財務予測には加味しておらず、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おりません。なお、当該財務予測については、本特別委員会が、その内容及び作成経緯等について当社との間で質疑応答を行い、当社の少数株主の利益に照らして不合理な点がないことを確認しております。

（単位：百万円）

	2025年3月期（3ヶ月）	2026年3月期	2027年3月期	2028年3月期	2029年3月期	2030年3月期
売上高	42,457	167,000	169,000	172,500	177,000	180,000
営業利益	2,480	9,400	10,100	10,800	12,000	13,000
ＥＢＩＴＤＡ	3,850	13,538	13,835	14,328	15,400	16,220
フリー・キャッシュ・フロー	▲1,228	4,760	5,747	4,204	5,251	6,121

みずほ証券は、当社株式の株式価値の算定に際し、当社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、それらの情報等がすべて正確かつ完全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おりません。加えて当社及びその関係会社の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事業計画を含みます。）については、当社の経営陣により現時点で得られる最善かつ誠実な予測及び判断に基づき合理的に準備又は作成されたことを前提としており、独自にそれらの実現可能性の検証を行っておりません。また、当社及びその関係会社の資産及び負債（金融派生商品、簿外資産及び負債その他の偶発債務を含みます。）又は引当について、個別の資産及び負債の分析及び評価を含め、独自の評価、鑑定又は査定を行っておらず、第三者機関への評価、鑑定又は査定の依頼も行っておりません。みずほ証券の算定は、2025年５月13日までにみずほ証券が入手した情報及び経済条件（ただし、財務情報については、2024年12月末（第３四半期）まで）を反映したものです。なお、みずほ証券の算定は、当社取締役会が本公開買付価格を検討するための参考に資することを唯一の目的としております。

③当社における独立した特別委員会の設置及び特別委員会からの答申書の取得

(i) 設置等の経緯

上記「１．株式併合を行う理由」に記載のとおり、当社は、公開買付者から本取引の実施に向けた検討を開始した旨の通知を受けた2025年１月９日以降、同年２月13日及び17日に、本特別委員会の設置に先立ち、公開買付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を構築するため、外苑法律事務所の助言も得つつ、その時点の当社の独立社外取締役を含む取締役及び監査役の全員に対して、公開買付者から本公開買付けを通じた公開買付者による当社の完全子会社化への協議を申し入れること並びに本取引に係るシナジー、スキーム及びスケジュールを記載した意向表明書を受領した旨、並びに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類型的に存在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、本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。また、当社は、並行して、外苑法律事務所の助言を得つつ、本特別委員会の委員の候補となる当社の独立社外取締役の独立性及び適格性等についても確認を行いました。その上で、当社は、公開買付者グループ及び当社グループからの独立性を有すること（森村望氏、松本拓生氏及び小椋ふみ子氏と公開買付者グループ又は当社グループとの間に重要な利害関係は存在しないことを確認しております。）、及び本取引の成否に関して少数株主の皆様とは異なる重要な利害関係を有していないことを確認した上で、外苑法律事務所の助言を得て、本特別委員会全体としての知識・経験・能力のバランスを確保しつつ適正な規模をもって本特別委員会を構成するべく、ＴＯＴＯ株式会社における代表取締役副社長執行役員としての豊富な経験・見識及び事業経営に関して相当の知見

を有する森村望氏（当社独立社外取締役）、弁護士としての豊富な経験・幅広い見識を有する松本拓生氏（当社独立社外取締役）、税理士としての豊富な経験を有し、ガバナンス等に関する知見を有している小棹ふみ子氏（当社独立社外取締役）の３名を本特別委員会の委員の候補として選定いたしました（なお、本特別委員会の委員長には、委員の互選により森村望氏が就任しており、本特別委員会の委員は設置当初から変更しておりません。）。その上で、当社は、上記「１．株式併合を行う理由」に記載のとおり、2025年２月21日開催の取締役会における決議により本特別委員会を設置するとともに、本特別委員会に対し、本諮問事項について諮問いたしました。また、当社取締役会は、本特別委員会の設置にあたり、本特別委員会を当社取締役会から独立した合議体として位置付け、本取引に関する意思決定を行うに際して、（ⅰ）当社取締役会の意思決定は、本特別委員会の判断内容を最大限尊重して行われるものとすること、及び（ⅱ）本特別委員会が本取引に関する取引条件が妥当でないと判断した時には、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ものとすることを決議するとともに、本特別委員会に対し、（ⅰ）当社の役職員その他本特別委員会が必要と認める者から、本取引の検討及び判断に必要な情報の提供を求めること、（ⅱ）必要に応じ、財務若しくは法務等に関する本特別委員会独自のアドバイザーを選任し（この場合の費用は当社が負担します。）、当社の財務若しくは法務等に関するアドバイザーを指名若しくは承認する（事後承認を含みます。）こと（なお、本特別委員会は、当社のアドバイザーに対して専門的助言を求めることができます。）、（ⅲ）本取引の取引条件等に関する当社による交渉について事前に方針を確認し、適時にその状況の報告を受け、意見を述べ、指示や要請を行うこと等により、本取引の取引条件等に関する交渉過程に実質的に関与するとともに、本特別委員会が必要と認める場合には、自ら直接本取引の取引条件等の協議及び交渉を行うこと、及び（ⅳ）その他本取引に関する検討及び判断に際して必要と本特別委員会が認める事項について権限を付与すること等を決議しております。

なお、本特別委員会の各委員に対しては、その職務の対価として、答申内容にかかわらず固定額の報酬を支払うものとされており、当該報酬には、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。

(ii) 検討の経緯

本特別委員会は、2025年２月21日から2025年５月13日までの間に合計12回、合計約14時間にわたって開催されたほか、各会日間においても必要に応じて都度電子メールやＷｅｂ会議を通じて報告・情報共有、審議及び意思決定等を行うなどして、本諮問事項に係る職務を遂行いたしました。

具体的には、本特別委員会は、まず、その独立性及び専門性・実績等を検討の上、2025年３月５日、公開買付者グループ及び当社グループから独立した独自のリーガル・アドバイザーとしてＴＭＩ総合法律事務所を、公開買付者グループ及び当社グループから独立した独自の第三者算定機関としてプルータス・コンサルティングを選任する旨を決定いたしました。

また、本特別委員会は、当社のフィナンシャル・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当社のリーガル・アドバイザーである外苑法律事務所について、その独立性及び専門性・実績等に問

題がないことを確認の上、その選任を承認するとともに、本特別委員会としても、必要に応じてこれらのアドバイザーから専門的助言を受けることに異議がないことを確認しております。

さらに、本特別委員会は、当社が社内に構築した本取引の検討体制（本取引に係る検討、交渉及び判断に関与する当社の役職員の範囲及びその職務を含みます。）について、独立性及び公正性の観点から問題がないことを確認の上、承認しております。

その上で、本特別委員会は、ＴＭＩ総合法律事務所から受けた法的助言及び外苑法律事務所から聴取した意見を踏まえ、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について検討を行いました。

本特別委員会は、公開買付者に対して、本取引の提案の背景、本取引の目的、本取引の想定ストラクチャー、本取引後の当社の経営方針、本取引における公正性担保措置、その他本公開買付けの諸条件等について、書面による質問を送付し、これらの事項について、書面での回答を受領するとともに、本特別委員会において公開買付者から直接説明を受け、質疑応答を行っております。詳細は、上記「１．株式併合を行う理由」の「（ii）検討・交渉の経緯」をご参照ください。

本特別委員会は、当社執行陣に対して、2025年３月25日付で、本取引の背景・目的やシナジーについて書面による質問をしたところ、同年３月28日に、当社執行陣から当該質問事項について書面による回答を受けました。また、2025年３月31日開催の本特別委員会において、当社執行陣から当該質問事項について説明を受け、質疑応答を行っております。

加えて、公開買付者との交渉の基礎となり、また、みずほ証券及びプルータス・コンサルティングによる当社株式の価値評価の基礎ともなる本事業計画の内容、重要な前提条件及び作成経緯等について、当社から説明を受け、質疑応答を行った上で、これらの合理性を確認し、承認しております。その上で、上記「②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の取得」及び下記「④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フェアネス・オピニオンの取得」に記載のとおり、みずほ証券及びプルータス・コンサルティングは、本事業計画の内容を前提として当社株式の価値算定を実施しておりますが、本特別委員会は、みずほ証券及びプルータス・コンサルティングから、それぞれが実施した当社株式の価値算定に係る算定方法、当該算定方法を採用した理由、各算定方法による算定の内容及び重要な前提条件について説明を受けるとともに、質疑応答及び審議・検討を行った上で、これらについて合理性を確認しております。

また、下記「④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フェアネス・オピニオンの取得」に記載のとおり、本特別委員会はプルータス・コンサルティングから本フェアネス・オピニオンの提出を受けておりますが、本特別委員会は、プルータス・コンサルティングから、本フェアネス・オピニオンの発行手続等について説明を受け、質疑応答を行っております。

本特別委員会は、2025年４月８日に当社が公開買付者から最初の本公開買付価格の提案を受領して以降、当社が公開買付者から本公開買付価格についての提案を受領する都度、当社のフィナンシャル・アド

バイザーであるみずほ証券から適時にその内容及び交渉経過等について報告を受け、みずほ証券から受けた助言も踏まえてその内容を審議・検討するとともに、みずほ証券から公開買付者との交渉方針案及び公開買付者に対する回答書案について事前に説明を受け、必要に応じて意見を述べ、質疑応答を行った上で承認し、公開買付者との交渉を担当するみずほ証券に対して指示・要請を行う等しております。

本特別委員会は、本意見表明プレスリリース等のドラフトについて、本特別委員会のリーガル・アドバイザーであるＴＭＩ総合法律事務所の助言等を受けつつ、当社のリーガル・アドバイザーである外苑法律事務所及び当社のフィナンシャル・アドバイザーであるみずほ証券から説明を受け、質疑応答を行い、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。

(iii) 判断内容

本特別委員会は、以上の経緯の下で、ＴＭＩ総合法律事務所から受けた法的助言、みずほ証券から受けた財務的見地からの助言、2025年５月13日付で提出を受けた本株式価値算定書（みずほ証券）並びに2025年５月13日付で提出を受けた本株式価値算定書（プルータス・コンサルティング）及び本フェアネス・オピニオンの内容を踏まえつつ、本諮問事項について慎重に協議及び検討を重ねた結果、同日付で、当社取締役会に対し、委員全員の一致で、大要以下の内容の本答申書を提出しております。

(a) 答申内容

i 本取引は当社の企業価値向上に資すると認められ、本取引の目的は合理的である。

ii 本取引においては適切な公正性担保措置が講じられており、本取引に係る交渉過程及び意思決定に至る手続は公正である。

iii 本公開買付けにおける買付け等の価格も含め、本取引の条件は公正でありかつ妥当である。

iv 上記i乃至iiiを踏まえ、本取引は当社の少数株主にとって不利益なものでなく、当社の一般株主にとって公正であるといえる。

v 上記i乃至ivを踏まえ、当社の取締役会が本公開買付けに対して賛同表明をすること及び当社株主に対して本公開買付けへの応募を推奨する旨の決議を行うことについては、首肯できる。

(b) 答申理由

i 以下の点より、本取引は当社の企業価値の向上に資することを企図するものであると認められ、本取引の目的は合理的であると判断するに至った。

・ 本特別委員会は、当社を巡る経営環境その他の事項を踏まえた本取引の目的の具体的な内容の当否・合理性、本取引が当社の従業員や取引先等に与える影響、及びこれらを踏まえた当社の企業価値向上の可能性等について、詳細な検討を実施した。具体的には、現在の当社が置かれた経営環境の中、公開買付者グループがいかなる企業価値向上の施策案を構想し、それがどの程度具体的で実践的か、それを実行

に移すために本取引を実施する必要性はあるのか、本取引の実施が当社の事業上どのようなメリットをもたらし、他方でデメリットの有無、程度はどのように想定されるか等を含めて、総合的に検証を行った。その結果、本意見表明プレスリリース「3．本公開買付けに関する意見の内容、根拠及び理由」の「（2）本公開買付けに関する意見の根拠及び理由」の「②公開買付者が本公開買付けの実施を決定するに至った背景、目的及び意思決定の過程」及び「④当社における意思決定の経緯並びにその内容及び理由」に記載の当社及び公開買付者が想定している本公開買付けを含む本取引の意義及び目的には、特に不合理な点はなく、合理的な検討の結果と認められることから、本取引は当社の企業価値向上を目的として行われるものといえ、当社が想定している各施策を実現する必要があるとの当社の判断に特段不合理な点は認められないと判断するに至った。

- また、公開買付者及び当社との質疑応答の内容等を踏まえると、公開買付者は当社の経営の独立性を尊重する方針であり、また、公開買付者が本取引を通じて当社を完全子会社化することによって、特に以下のとおり、当社が公開買付者の連結子会社に留まる場合には実現することが困難であったシナジー及びメリットが期待できる一方、上場を維持する必要性及び非上場化によるデメリットは限定的であると考えるに至った。
  - a　当社の事業環境として、長期的な政府による建設関係投資動向の見通しが困難な状況にあるため、官庁工事だけでなく民間工事の受注も拡大する必要があるところ、公開買付者の完全子会社となることにより、見積精度の向上、共同購買網の構築による取引対価の低減、共同技術開発による生産性向上などが見込まれ、これらにより民間工事の更なる受注確保が期待できること。
  - b　道路舗装業界は、上場会社としての社会的な信用力や知名度よりも、地域のつながりを維持した働き方を目指して就職する者が多いため、当社株式の非公開化による人材確保のデメリットは限定的である一方、本取引により、公開買付者グループとしてのブランドを活かしたグループ全体での採用活動の強化により、更なる人材確保が期待できること。
  - c　上場維持コストの削減により、経営資源の更なる有効活用を図ることも可能になると考えられること。
  - d　一般的には当社株式の非公開化を理由に既存の取引関係が損なわれる可能性が考えられるものの、当社は既に公開買付者の連結子会社として取引先に認識されており、実際に公開買付者以外の取引先との間でも十分な取引関係を構築しているため、公開買付者の完全子会社となることにより既存の取引関係が損なわれる可能性は限定的であること。
  - e　一般的には当社株式の非公開化により、当社従業員のモチベーションの低下等の可能性が考えられるものの、本取引後も当社の社名は変更されず、公開買付者は当社の経営の独立性を尊重する方針であることからすれば、当社従業員のモチベーションの維持は十分に可能と考えられること。
  - f　一般的には当社株式の非公開化を行った場合には、資本市場からのエクイティ・ファイナンスによる資金調達を行うことができなくなる可能性が考えられるものの、当社は従来、エクイティ・ファイナンスによる資金調達を行っておらず、今後もその必要性は見込まれないこと。

g　当社の社会的な信用力及び知名度は事業活動を通じて獲得・維持されている部分が大きいこと等を踏まえると、上場を維持する必要性及び非上場化によるデメリットは限定的であると考えられること。

ii　以下の点より、本取引においては適切な公正性担保措置が講じられており、本取引に係る交渉過程及び意思決定に至る手続は公正であると判断するに至った。

(ア) 特別委員会の設置

・　当社は、本取引に関する当社の意思決定に慎重を期し、当社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、森村望氏（当社独立社外取締役）、松本拓生氏（当社独立社外取締役）及び小棹ふみ子氏（当社独立社外取締役）の３名から構成される本特別委員会を設置している。

・　当社は、本取引に係る決定を行うに際しては、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について妥当でないと判断した場合には、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ものとすることとしている。なお、本特別委員会の委員は、設置当初から変更されていない。また、本特別委員会の各委員の報酬は、答申内容にかかわらず支給される固定金額のみとしており、本取引の成立等を条件とする成功報酬は採用していない。

(イ) 当社による検討方法

・　当社が本取引について検討するにあたっては、公開買付者グループ及び当社グループ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及びリーガル・アドバイザーである外苑法律事務所から助言・意見等を得ながら、当社の企業価値向上及び株主共同の利益の観点から、本公開買付価格をはじめとする本公開買付けの買付条件の妥当性及び本取引の一連の手続の公正性といった点について慎重に検討及び協議を行っている。

・　本特別委員会は、みずほ証券及び外苑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、当社のフィナンシャル・アドバイザー、第三者算定機関及びリーガル・アドバイザーとして承認している。

・　本特別委員会は、本特別委員会独自の第三者算定機関であるプルータス・コンサルティング及びリーガル・アドバイザーであるＴＭＩ総合法律事務所より助言・意見等を得ている。

(ウ) 当社による協議・交渉

・　当社は、本特別委員会から事前に助言を受けた交渉方針に従い、また、当社のフィナンシャル・アドバイザーであるみずほ証券及びリーガル・アドバイザーである外苑法律事務所の専門的な助言を受けながら、本公開買付価格について、少数株主の利益保護の観点からその公正性を確保するための実質的な協議・交渉を公開買付者グループとの間で複数回にわたって行っている。具体的には、当社はみずほ証券を通じて、複数回にわたり本特別委員会での質疑応答及び意見交換の内容を尊重した上で、公開買付者のフィナンシャル・アドバイザーである野村證券を介して価格交渉を実施した。その交渉の結果として、１株当たり2,520円という本公開買付価格の決定に至るまでには、当社株式１株当たり2,200円とする公開買付者の当初の提案より、合計で320円の価格引上げを引き出している。

(エ) 特別委員会における独立したリーガル・アドバイザーからの助言の取得

・ 本特別委員会は、本取引に関し、当社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ための措置の一環として、公開買付者グループ及び当社グループから独立したリーガル・アドバイザーとしてＴＭＩ総合法律事務所を選任し、同事務所から、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、本取引の諸手続並びに本取引に係る当社の意思決定の方法及びその過程等に関する助言を含む法的助言を受けている。

・ ＴＭＩ総合法律事務所は、公開買付者グループ及び当社グループ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いない。

(オ) 当社における独立したリーガル・アドバイザーからの助言の取得

・ 当社は、本取引に関し、当社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ための措置の一環として、公開買付者グループ及び当社グループから独立したリーガル・アドバイザーとして外苑法律事務所を選任し、同事務所から、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、本取引の諸手続並びに本取引に係る当社の意思決定の方法及びその過程等に関する助言を含む法的助言を受けている。

・ 外苑法律事務所は、公開買付者グループ及び当社グループ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いない。

(カ) 取引保護条項の不存在

・ 当社及び公開買付者は、当社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当社との間で接触することを制限するような内容の合意を一切行っておらず、対抗的な買付け等の機会を妨げないこととすることにより、本公開買付けの公正性の担保に配慮している。

(キ) 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、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。公開買付期間を法定の最短期間より長期に設定することにより、当社の株主に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しつつ、公開買付者以外にも当社株式の買付け等を行う機会を確保し、もって本公開買付価格の公正性を担保することを企図している。

(ク) 適切な情報開示

・ 本取引においては、本公開買付けが成立した場合に、その後に実施される予定の本スクイーズアウト手続について、公開買付者が提出する公開買付届出書、当社が公表するプレスリリース等において、十分な開示がなされることが予定されている。

・ 本公開買付け後に本スクイーズアウト手続を行う場合、本公開買付けに応募しなかった当社の株主に交付される金銭の額が、株式売渡請求の場合においては、当社株式１株当たりの対価として、本公開買付価格と同額の金銭を交付することを定める予定である旨が、株式併合の場合においては、本公開買付価

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となるよう株式併合により生じる端数の合計数の売却代金が算定される予定である旨が、プレスリリース等で明示される予定であると認められ、本公開買付けに応募することの強圧性が低減される適切な措置が採られているといえる。

(ケ) マジョリティ・オブ・マイノリティ条件

・ 本取引においては、公開買付者は、2025年５月13日現在、当社株式を22,018,000株（所有割合：50.11％）所有しているため、本公開買付けにおいて、いわゆる「マジョリティ・オブ・マイノリティ」（Majority of Minority）の買付予定数の下限を設定すると、本公開買付けの成立を不安定なものとし、かえって本公開買付けに応募することを希望する当社の一般株主の利益に資さない可能性もあるものと考え、本公開買付けにおいて、いわゆる「マジョリティ・オブ・マイノリティ」（Majority of Minority）の買付予定数の下限は設定されていない。もっとも、その他の本公開買付価格の公正性を担保するための措置が十分に講じられていると解されることに鑑みると、マジョリティ・オブ・マイノリティ条件が設定されていないことのみをもって、適切な公正性担保措置が講じられていないと評価されるものではない。

(コ) 交渉過程の手続の公正性

・ 本公開買付けを含む本取引に係る交渉過程の手続は公正であると認められるところ、本公開買付価格は、かかる交渉の結果も踏まえて決定されたものであると認められる。また、実際に、交渉の結果として、当社株式１株当たり2,200円とする公開買付者の当初の提案より、合計で320円の価格引上げを引き出している。

iii 以下の点より、本公開買付けにおける買付け等の価格も含め、本取引の条件は公正でありかつ妥当であると判断するに至った。

(ア) みずほ証券による株式価値算定書

・ 本株式価値算定書（みずほ証券）によれば、当社株式の１株当たり株式価値は、市場株価基準法によると1,845円から2,169円、類似企業比較法によると2,491円から3,099円、ＤＣＦ法によると1,996円から3,135円とされているところ、本公開買付価格である2,520円は、市場株価基準法による算定結果の上限値を上回るとともに、類似企業比較法及びＤＣＦ法による算定結果の範囲内の金額である。

・ 本特別委員会は、みずほ証券から株式価値算定に用いられた算定方法等について、みずほ証券及び当社から、評価手法の選択、ＤＣＦ法による算定の基礎となる当社の事業計画の作成方法・作成過程及び内容、割引率の算定根拠等について説明を受けるとともに、質疑応答を行った上で検討した結果、一般的な評価実務に照らして不合理な点は認められなかった。

(イ) プルータス・コンサルティングによる株式価値算定書及びフェアネス・オピニオン

・ 本株式価値算定書（プルータス・コンサルティング）によれば、当社株式の１株当たり株式価値は、市場株価法によると1,845円から2,169円、類似会社比較法によると2,222円から2,961円、ＤＣＦ法によ

ると2,097円から2,821円とされているところ、本公開買付価格である2,520円は、市場株価法による算定結果の上限値を上回るとともに、類似会社比較法による算定結果の範囲内であり、また、ＤＣＦ法による算定結果の中央値を超える金額である。

・ 本特別委員会は、プルータス・コンサルティングから株式価値算定に用いられた算定方法等について、プルータス・コンサルティング及び当社から、評価手法の選択、ＤＣＦ法による算定の基礎となる当社の事業計画の作成方法・作成過程及び内容、割引率の算定根拠等について説明を受けるとともに、質疑応答を行った上で検討した結果、一般的な評価実務に照らして不合理な点は認められなかった。

・ 本特別委員会がプルータス・コンサルティングから取得した本フェアネス・オピニオンによれば、当社が作成した事業計画に基づく当社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2,520円が、当社の一般株主にとって財務的見地から公正であるとされている。

(ウ) 類似事例とのプレミアム水準の比較等

・ 本公開買付価格は、当社株式の2025年５月13日の東京証券取引所プライム市場における終値2,169円に対して16.18％（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の数値（％）において同様とする。）、直近１ヶ月間の終値の単純平均値1,990円に対して26.63％、直近３ヶ月間の終値の単純平均値1,926円に対して30.84％、直近６ヶ月間の終値の単純平均値1,845円に対して36.59％のプレミアムをそれぞれ加えた金額であって、そのプレミアムは類似案件75件（経済産業省によって「公正なＭ＆Ａの在り方に関する指針」が公表された2019年６月28日以降の支配株主による完全子会社化を意図した公開買付け事例（ただし、ＭＢＯ事例、ＴＯＢ後に少数株主排除措置を行わない事例、２段階ＴＯＢ事例を除く。））（公表の前営業日を基準日として、同日の終値並びに同日までの過去１ヶ月間、同過去３ヶ月間及び同過去６ヶ月間の終値単純平均値におけるそれぞれのプレミアム率の中央値（それぞれ、41.40％、43.00％、40.00％、38.77％）と比較した場合、いずれも下回る水準にある。もっとも、プレミアム水準の評価については、次のようなことを考慮すべきであると考えられる。 (i) ①当社の株価変動率は、直近１ヶ月間において12.97％であるところ、その直前の６ヶ月間（2024年10月から2025年３月まで）における当社の月ごとの株価変動率の平均値は6.80％であるため、直近１ヶ月の株価変動率は非常に高いといえる。また、②公表日直前の４営業日の間において当社の市場株価は9.82％急激に上昇しているところ、当該期間の市場における当社株式の取引数量は１日平均187,225株である。これに対し、当社の直近１年間の１日当たりの取引数量の平均は60,129株であることから、公表日直前の４営業日において市場における取引数量が大幅に増加しており、この期間に当社が新たに適時開示を行った情報はないことからすると、当該期間において何らかの投機的な思惑により通常の取引数量を超える取引が行われ、それにより当社の市場株価が急激に上昇したことが合理的に推測される。上記①②からすれば、短期的な市場株価、特に、公表日の前営業日における市場株価や直近１ヶ月平均の市場株価や、当該水準の影響が反映されやすい３ヶ月平均の市場株価との比較を過度に重視すべきではなく、より長期の指標である過去６ヶ月間の終値単純平均値との比較を重視することが適切であ

ると考えられる。そして、類似案件における過去６ヶ月間の終値単純平均値におけるプレミアム率の中央値は38.77％であるのに対して、本公開買付価格は直近６ヶ月間の終値の単純平均値1,845円に対して36.59％のプレミアムをそれぞれ加えた金額であるところ、その乖離幅（2.18％）は小さいと言える。（ii）①日経平均株価及び当社株式は2025年４月７日以降大きく上昇しているところ、（具体的には、日経平均株価は、2025年４月７日の終値（31,136円）と公表の前営業日の2025年５月13日の終値（38,183円）の比較で7,047円（22.63％）、当社株式は2025年４月７日の終値（1,780円）と公表の前営業日の2025年５月13日の終値（2,169円）の比較で389円（21.85％）の上昇が認められる）、②新聞等で報道されているところによれば、当該株価の上昇は米国において相互関税を導入すること及びその後の停止の公表の影響を受けたものである可能性が高いと考えられる。そして、③2025年４月７日以降当社が新たに適時開示を行った情報はなく、当該当社株式の株価変動は少なくとも当社の特定の公表を反映したものではないことを考慮すると、当社株式の公表の前営業日時点の株価や過去１ヶ月間の数値については、上記の相互関税に関連する公表の影響を受けた一時的なものである可能性がある。そこで、かかる株価上昇の直前の営業日である2025年４月４日を基準日としたプレミアム率も参照すると、同日の終値並びに同日までの過去１ヶ月間、同過去３ヶ月間及び同過去６ヶ月間の終値単純平均値におけるそれぞれのプレミアム率はそれぞれ、39.23％、32.49％、35.48％、41.97％であり、過去６ヶ月間の終値単純平均値におけるプレミアム率は類似案件における過去６ヶ月間の終値単純平均値におけるプレミアム率の中央値を上回っている。以上のことから、本公開買付価格には上記の類似案件と比較して遜色のないプレミアムが付されていると考えられる。

(エ) 本公開買付け後の手続の合理性

・ 本公開買付けに応募しなかった少数株主は、本公開買付けの後に実施される予定の本スクイーズアウト手続において、最終的に金銭が交付されることになるところ、当該手続において交付される金銭の額については、本公開買付価格に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される予定である旨が、プレスリリース等で明示される予定であると認められる。

iv 上記i乃至iiiまでにおいて検討した諸事項以外の点に関して、本特別委員会において、本公開買付けを含む本取引が当社の少数株主にとって不利益なものであると考えられる事情は特段見当たらず、したがって当社の取締役会が、本公開買付けへの賛同意見の表明及び当社の株主に対して応募推奨することを含め、本取引の実施を決定することは当社の少数株主にとって公正であると判断するに至った。

v 上記i乃至ivを踏まえ、当社の取締役会が本公開買付けに対して賛同表明をすること及び当社株主に対して本公開買付けへの応募を推奨する旨の決議を行うことについては、首肯できる。

④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フェアネス・オピニオンの取得

(i) 算定機関の名称並びに当社及び公開買付者との関係

本特別委員会は、本諮問事項の検討を行うにあたり、本公開買付価格を含む本取引に係る取引条件の公正性を担保するために、公開買付者グループ及び当社グループから独立した独自の第三者算定機関であるプルータス・コンサルティングに対し、当社株式の価値算定及び付随する財務分析、並びに本公開買付価格の公正性に関する意見（本フェアネス・オピニオン）の表明を依頼し、2025年５月13日付で、本株式価値算定書（プルータス・コンサルティング）及び本フェアネス・オピニオンを取得いたしました。

プルータス・コンサルティングは、公開買付者グループ及び当社グループ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。上記「③当社における独立した特別委員会の設置及び特別委員会からの答申書の取得」に記載のとおり、本特別委員会は、複数の第三者算定機関の候補者の独立性及び専門性・実績等を検討の上、プルータス・コンサルティングを独自の第三者算定機関として選任しております。また、本取引に係るプルータス・コンサルティングの報酬は、本取引の成否にかかわらず支払われる固定報酬のみであり、本公開買付けを含む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おりません。

(ii) 算定の概要

プルータス・コンサルティングは、複数の算定手法の中から当社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、当社株式の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、当社の市場株価の動向を勘案した市場株価法、当社と比較可能な上場会社が複数存在し、類似会社比較による当社株式の株式価値の類推が可能であることから類似会社比較法を、当社業績の内容や予想等を評価に反映するためにＤＣＦ法を算定方法として用いて当社の１株当たりの株式価値の分析及び株式価値の算定を行い、本特別委員会は、2025年５月13日付でプルータス・コンサルティングより本株式価値算定書（プルータス・コンサルティング）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。

市場株価法	：1,845円から2,169円
類似会社比較法	：2,222円から2,961円
ＤＣＦ法	：2,097円から2,821円

市場株価法では、2025年５月13日を算定基準日として、当社株式の東京証券取引所プライム市場における基準日の終値2,169円、直近１ヶ月間（2025年４月14日から2025年５月13日まで）の終値単純平均値1,990円、直近３ヶ月間（2025年２月14日から2025年５月13日まで）の終値単純平均値1,926円及び直近６ヶ月間（2024年11月14日から2025年５月13日まで）の終値単純平均値1,845円を基に、当社株式の１株当たりの価値の範囲を1,845円～2,169円と算定しております。

類似会社比較法では、当社と類似性があると判断される類似上場会社として、東亜道路工業株式会社、世紀東急工業株式会社、ニチレキグループ株式会社を選定した上で、企業価値に対するＥＢＩＴ及びＥＢＩＴＤＡの倍率を用いて算定を行い、当社株式の１株当たりの価値の範囲を2,222円～2,961円までと算定しております。

ＤＣＦ法では、本事業計画を基に、2025年３月期から2030年３月期までの本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2025年３月期第４四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、当社株式の１株当たりの価値の範囲を2,097円～2,821円までと算定しております。なお、割引率は7.7%～10.8%を採用しており、継続価値の算定にあたっては永久成長率法及び倍率法を採用しております。永久成長率は０%とし、倍率はＥＢＩＴ及びＥＢＩＴＤＡの倍率を採用し、それぞれ8.3倍及び6.0倍として株式価値を算定しております。

ＤＣＦ法による分析において前提とした財務予測は以下のとおりであり、大幅な増減益を見込んでいる事業年度は含まれておりませんが、フリー・キャッシュ・フローについては大幅な増減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2027年３月期においては運転資本が増加、2028年３月期においては運転資本が減少及び設備投資額が増加、2029年３月期においては設備投資額が減少することにより、各事業年度でフリー・キャッシュ・フローについては大幅な増減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。

（単位：百万円）

	2025年3月期（3ヶ月）	2026年3月期	2027年3月期	2028年3月期	2029年3月期	2030年3月期
売上高	42,457	167,000	169,000	172,500	177,000	180,000
営業利益	2,480	9,400	10,100	10,800	12,000	13,000
ＥＢＩＴＤＡ	3,850	13,576	13,873	14,366	15,438	16,258
フリー・キャッシュ・フロー	▲950	4,823	2,749	3,997	5,752	5,686

(iii) 本フェアネス・オピニオンの概要

本特別委員会は、2025年５月13日付で、プルータス・コンサルティングから、本公開買付価格である１株当たり2,520円が当社の株主（公開買付者及び当社を除きます。）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ております。本フェアネス・オピニオンは、本事業計画に基づく当社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2,520円が、当社の一般株主

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す。なお、本フェアネス・オピニオンは、プルータス・コンサルティングが、当社から、当社グループの事業の現状、事業見通し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株式の価値算定結果に加えて、本公開買付けの概要、背景及び目的に係る当社との質疑応答、プルータス・コンサルティングが必要と認めた範囲内での当社グループの事業環境、経済、市場及び金融情勢等についての検討並びにプルータス・コンサルティングにおけるエンゲージメントチームとは独立した審査会におけるレビュー手続を経て発行されております。

（注）プルータス・コンサルティングは、本フェアネス・オピニオンを作成するに当たっ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いません。

プルータス・コンサルティングは、本フェアネス・オピニオンの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ありません。

プルータス・コンサルティングは、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はありません。

プルータス・コンサルティングは、個別の資産及び負債の分析及び評価を含め、当社及びその関係会社の資産及び負債（簿外資産及び負債、その他の偶発債務を含みます。）に関して独自の評価又は鑑定を行っておらず、これらに関していかなる評価書や鑑定書の提出も受けていないため、当社及びその関係会社の支払能力についての評価も行っておりません。

本フェアネス・オピニオンは、当社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ありません。

本フェアネス・オピニオンは、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、いかなる意見も述べるものではないため、プルータス・コンサルティングは本フェアネス・オピニオン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いません。

プルータス・コンサルティングは、当社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、同日までにプルータス・コンサルティングに供され又はプルータス・コンサルティングが入手した情報に基づいて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、プルータス・コンサルティングはその意見を修正、変更又は補足する義務を負いません。
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。

⑤特別委員会における独立した法律事務所からの助言

上記「③当社における独立した特別委員会の設置及び特別委員会からの答申書の取得」に記載のとおり、本特別委員会は、公開買付者グループ及び当社グループから独立した独自のリーガル・アドバイザーとしてＴＭＩ総合法律事務所を選任し、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、並びに本取引に係る本特別委員会の審議の方法及びその過程等に関する助言を含む法的助言を受けております。

なお、ＴＭＩ総合法律事務所は、公開買付者グループ及び当社グループ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、ＴＭＩ総合法律事務所の報酬には、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。

⑥当社における独立した法律事務所からの助言

当社は、上記「１．株式併合を行う理由」に記載のとおり、公開買付者グループ及び当社グループから独立したリーガル・アドバイザーとして外苑法律事務所を選任し、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、本取引の諸手続並びに本取引に係る当社の意思決定の方法及びその過程等に関する助言を含む法的助言を受けております。

なお、外苑法律事務所は、公開買付者グループ及び当社グループ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、外苑法律事務所の報酬には、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。

⑦当社における独立した検討体制の構築

上記「１．株式併合を行う理由」に記載のとおり、当社は、当社グループ以外の公開買付者グループから独立した立場で、本取引に関する検討、交渉及び判断を行う体制を当社の社内に構築いたしました。具体的には、当社は、2025年１月９日に、公開買付者から本取引に関する初期的な意向を受けた時点以降、当社と公開買付者との間の本公開買付価格を含む本取引に係る取引条件に関する交渉過程、及び当社株式の価値評価の基礎となる本事業計画の作成過程において、役職員17名（河西俊彦氏、長田浩二氏及び海保稔氏並びに職員14名）からなる検討チームを立ち上げ、それ以降、当該検討チームが、本特別委員会とともに、当社と公開買付者との間の本取引

に係る取引条件に関する交渉過程及び当社株式の価値評価の基礎となる本事業計画の作成過程に関与してきたとのことです。なお、構造的な利益相反の問題を排除する観点から、岸洋平氏を含む現に当社グループ以外の公開買付者グループ各社の役職員を兼任する当社の役職員や、兵藤政和氏を含む過去10年間において当社グループ以外の公開買付者グループ各社の役職員であった当社の役職員は関与させておりません。

当社の社内に構築した本取引の検討体制（本取引の検討、交渉及び判断に関与する当社の役職員の範囲及びその職務を含みます。）は外苑法律事務所の助言を踏まえたものであり、独立性・公正性の観点から問題がないことについて、本特別委員会の承認を得ております。

⑧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利害関係を有しない監査役全員の異議がない旨の意見

当社取締役会は、上記「１．株式併合を行う理由」に記載のとおり、外苑法律事務所から受けた法的助言、みずほ証券から受けた財務的見地からの助言及び本株式価値算定書（みずほ証券）の内容を踏まえつつ、本答申書において示された本特別委員会の判断内容を最大限尊重しながら、本公開買付けを含む本取引が当社の企業価値の向上に資するか否か、及び本公開買付価格を含む本取引に係る取引条件が妥当なものか否かについて、慎重に協議・検討いたしました。

その結果、当社は、上記「１．株式併合を行う理由」の「（ⅲ）判断内容」に記載のとおり、本取引が当社の企業価値の向上に資するものであるとともに、本公開買付価格を含む本取引に係る取引条件は妥当なものであると判断し、2025年５月14日開催の当社取締役会において、当社の取締役８名のうち、兵藤政和氏を除き、審議及び決議に参加した当社の取締役７名の全員一致で、本公開買付けに賛同する旨の意見を表明するとともに、当社の株主の皆様に対し、本公開買付けへの応募を推奨する旨を決議いたしました。

上記2025年５月14日開催の当社取締役会においては、兵藤政和氏を除く７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っております。兵藤政和氏は2023年３月まで公開買付者の執行役員を務めていたことに鑑み、取締役会における審議及び決議が本取引における構造的な利益相反の問題及び情報の非対称性の問題による影響を受けるおそれを排除する観点から、上記2025年５月14日開催の当社取締役会を含む本取引に係る当社取締役会の審議及び決議には参加しておらず、かつ、当社の立場において、本取引に係る公開買付者との協議及び交渉に参加しておりません。

また、上記2025年５月14日開催の当社取締役会においては、岸洋平氏を除く出席した監査役４名全員が上記決議に異議がない旨の意見を述べております。岸洋平氏は、公開買付者グループである清水建設不動産投資顧問株式会社の非常勤監査役を兼務していることに鑑み、取締役会における審議及び決議が本取引における構造的な利益相反の問題及び情報の非対称性の問題による影響を受けるおそれを排除する観点から、上記2025年５月14日開催の当社取締役会を含む本取引に係る当社取締役会の審議及び決議には参加しておらず、これらの取締役会の決議に際して意見を述べることを差し控えております。

⑨取引保護条項の不存在

当社及び公開買付者は、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、対抗的買収提案者が当社との間で接触することを制限するような内容の合意は一切行っておらず、対抗的な買付け等の機会を妨げないこととすることにより、本公開買付けの公正性の担保に配慮しております。

⑩当社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するための措置

公開買付者は、本意見表明プレスリリース「3．本公開買付けに関する意見の内容、根拠及び理由」の「(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）」に記載のとおり、（ア）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、当社株式の全ての株式売渡請求をすること又は本株式併合を行うこと及び本株式併合の効力発生を条件として単元株式数の定めを廃止する旨の定款の一部変更を行うことを付議議案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申立権が確保されない手法は採用しないこと、（イ）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本公開買付価格に当該各株主（公開買付者及び当社を除きます。）の所有する当社株式の数を乗じた価格と同一と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るとのことです。

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が20営業日であるところ、30営業日としているとのことです。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も長期間に設定することにより、当社の株主の皆様に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しつつ、公開買付者以外にも当社株式の買付け等を行う機会を確保し、もって本公開買付価格の公正性を担保することを企図しているとのことです。

4．当社において最終事業年度の末日後に生じた重要な財産の処分、重大な債務の負担その他の会社財産の状況に重要な影響を与える事象

(i) 本公開買付け

上記「1．株式併合を行う理由」に記載のとおり、公開買付者は、本公開買付けの決済の開始日である2025年7月2日をもって、本公開買付けに応募された当社株式16,796,643株を取得し、その結果、公開買付者は、当社の所有株券等に係る議決権の数388,146個（所有割合88.33%）を所有するに至りました。

(ii) 自己株式の消却

当社は、2025年7月29日開催の取締役会において、2025年10月14日時点で当社が保有する全ての自己株式を消却することを決議いたしました。なお、当該自己株式の消却は、本臨時株主総会において、本株式併合に関する議案が原案どおり承認可決されることを条件としております。

第2号議案　定款一部変更の件

1．提案の理由

（1）第１号議案が原案どおり承認可決され、本株式併合の効力が発生した場合には、会社法第182条第２項の定めに従って、当社株式の発行可能株式総数は32株に減少することとなります。かかる点を明確にするため、本株式併合の効力が発生することを条件として、定款第６条（発行可能株式総数）を変更するものであります。

（2）第１号議案が原案どおり承認可決され、本株式併合の効力が発生した場合には、当社の発行済株式総数は８株となり、単元株式数を定める必要性がなくなります。そこで、本株式併合の効力が発生することを条件として、現在１単元100株となっている当社株式の単元株式数に関する規定を廃止するため、定款第７条（単元株式数）及び第８条（単元未満株式についての権利）の全文を削除し、当該変更に伴う条数の繰上げを行うものであります。

（3）第１号議案が原案どおり承認可決され、本株式併合の効力が発生した場合には、当社株式は上場廃止となるとともに１株以上の当社株式を所有する者は公開買付者のみとなるため、定時株主総会の基準日に関する規定及び株主総会資料の電子提供制度に係る規定はその必要性を失うことになります。そこで、本株式併合の効力が発生することを条件として、定款第12条（定時株主総会の基準日）及び第13条（電子提供措置等）の全文を削除し、当該変更に伴う条数の繰上げを行うものであります。

2．定款変更の内容

変更の内容は、次のとおりであります。なお、本議案に係る定款変更は、本臨時株主総会において第１号議案が原案どおり承認可決され、本株式併合の効力が発生することを条件として、本株式併合の効力発生日である2025年10月15日に効力が発生するものといたします。

（下線は変更部分を示します。）

現　行　定　款	変　　更　　案
（発行可能株式総数） 第６条 当会社の発行可能株式総数は、1億7,500万株とする。	（発行可能株式総数） 第６条 当会社の発行可能株式総数は、32株とする。
（単元株式数） 第７条 当会社の単元株式数は、100株とする。	（削除）

現 行 定 款	変 更 案
（単元未満株式についての権利） 第８条 当会社の株主は、その有する単元未満株式について、次に掲げる権利以外の権利を行使することができない。 1．会社法第189条第２項各号に掲げる権利 2．会社法第166条第１項の規定による請求をする権利 3．株主の有する株式数に応じて募集株式の割当て及び募集新株予約権の割当てを受ける権利	（削除）
第９条～第11条　（条文省略）	第７条～第９条　（現行どおり）
（定時株主総会の基準日） 第12条 当会社の定時株主総会の議決権の基準日は、毎年３月31日とする。	（削除）
（電子提供措置等） 第13条 当会社は、株主総会の招集に際し、株主総会参考書類等の内容である情報について電子提供措置をとる。 当会社は、電子提供措置をとる事項のうち法務省令で定めるものの全部又は一部について、議決権の基準日までに書面交付請求をした株主に対して交付する書面に記載することを要しないものとする。	（削除）
第14条～第35条　（条文省略）	第10条～第31条　（現行どおり）

以　上

臨時株主総会会場ご案内図

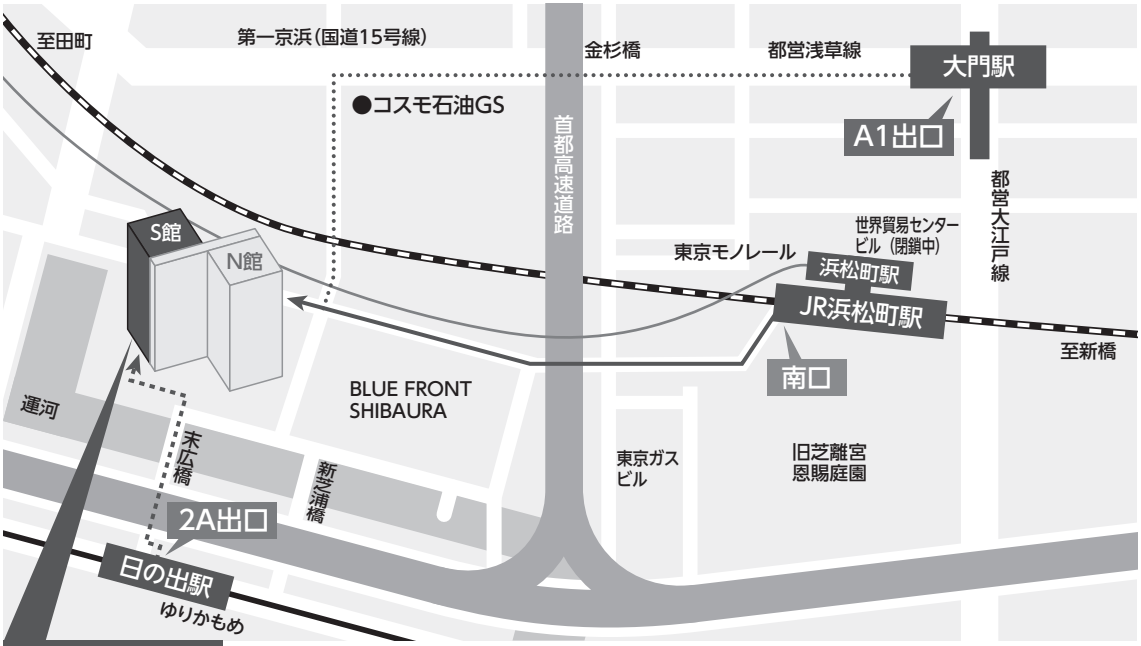
会場

東京都港区芝浦一丁目２番３号

シーバンスＳ館１階 大ホール　電話番号　03(4218)4891（代）

交通

■JR・モノレール	浜松町駅	南口より	徒歩約10分	→ 会場
■都営地下鉄大江戸線・浅草線	大門駅	A1出口より	徒歩約15分	⇢ 会場
■ゆりかもめ	日の出駅	2A出口より	徒歩約５分	⇢ 会場



シーバンスＳ館 １階 大ホール

※駐車場の用意はいたしておりませんので、お車での来場はご遠慮くださいますようお願い申し上げます。

ECO FIRST 1+
環境大臣認定
エコ・ファースト企業
環境先進企業として
持続可能な地球環境の実現
に取り組んでいます

FSC ミックス
紙｜責任ある森林管理を支えています
www.fsc.org FSC® C013080

VEGETABLE OIL INK

UD FONT
見やすく読みまちがえにくい
ユニバーサルデザインフォント
を採用しています。