

## 【表紙】

【提出書類】	臨時報告書の訂正報告書
【提出先】	関東財務局長
【提出日】	平成30年10月17日
【会社名】	出光興産株式会社
【英訳名】	Idemitsu Kosan Co.,Ltd.
【代表者の役職氏名】	代表取締役社長 木藤 俊一
【本店の所在の場所】	東京都千代田区丸の内三丁目1番1号
【電話番号】	03(3213)3150
【事務連絡者氏名】	執行役員 経理部長 酒井 則明
【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(3213)3150
【事務連絡者氏名】	執行役員 経理部長 酒井 則明
【縦覧に供する場所】	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)

## 1【臨時報告書の訂正報告書の提出理由】

当社は、昭和シェル石油株式会社（以下、「昭和シェル」といいます。）との間で、当社の株式を昭和シェルの株主に交付し、当社が昭和シェルの発行済株式の全部を取得する株式交換（以下、「本株式交換」といいます。）による経営統合（以下、「本経営統合」といいます。）に関し、平成30年7月10日開催の取締役会において経営統合に関する合意書（以下、「本統合合意書」といいます。）の締結を決議し、同日付で本統合合意書を締結したことから、同日、金融商品取引法第24条の5第4項及び企業内容等の開示に関する内閣府令第19条第2項第6号の2の規定に基づき、臨時報告書を提出いたしました。

今般、当社は、平成30年10月16日開催の取締役会において本株式交換に関する株式交換契約（以下、「本株式交換契約」といいます。）を締結することを決議し、同日付で本株式交換契約を締結いたしましたので、金融商品取引法第24条の5第5項の規定に基づき、臨時報告書の訂正報告書を提出するものであります。

## 2【訂正事項】

- (2) 本株式交換の目的
- (3) 本株式交換の方法、本株式交換に係る割当ての内容その他の株式交換契約の内容  
本株式交換の方法  
本株式交換に係る割当ての内容  
その他の株式交換契約の内容
- (4) 本株式交換に係る割当ての内容の算定根拠
- (5) 本株式交換の後の株式交換完全親会社となる会社の商号、本店の所在地、代表者の氏名、資本金の額、純資産の額、総資産の額及び事業の内容

## 3【訂正内容】

訂正内容は\_\_\_を付して表示しております。

（訂正前）

- (2) 本株式交換の目的

（前略）

そこで、両社は、本日開催の取締役会において、本株式交換を行うことにより、平成31年4月1日に本経営統合を実現することを決定しました。昭和シェル及び当社は、本経営統合の実施を通じて、短期的にはシナジー創出を最大化し屈指の競争力を持つ企業体を目指しつつ、中長期的には事業構成や環境・社会・ガバナンスへの取り組み等を総合して真に持続可能な企業体への進化を本格化することを図り、もって両社の企業価値を向上させることを目的としています。

- (3) 本株式交換の方法、本株式交換に係る割当ての内容その他の株式交換契約の内容

本株式交換の方法

両社は、平成30年12月を目途に開催予定の両社の臨時株主総会における承認を前提として、本株式交換を行います。

両社は、以下のスケジュールを目途として、本経営統合を進めてまいります。但し、国内外の競争当局における手続等の関係当局等への届出、登録、許認可の取得その他の本経営統合に向けた準備の進捗又はその他の理由により変更の必要が生じた場合には、両社で協議し、合意の上、これを変更・公表します。

株式交換契約締結（株式交換比率の合意）	平成30年10月（予定）
昭和シェル及び当社の臨時株主総会	平成30年12月（予定）
上場廃止日（昭和シェル）	平成31年3月29日（予定）
本株式交換の効力発生	平成31年4月1日（予定）

平成31年3月末日までに本株式交換に係る株式交換契約（以下、「本株式交換契約」といいます。）が締結されなかった場合又は昭和シェル若しくは当社のいずれかの臨時株主総会において本株式交換契約の承認議案が否決された場合には、本統合合意書はその効力を失う旨合意されています。

本株式交換に係る割当ての内容

本株式交換に係る株式交換比率は、昭和シェル及び当社が相互に行うデュー・ディリジェンスの結果並びに両社の株主の利益等を踏まえ、昭和シェル及び当社のそれぞれの株価を主たる基準として、両社の合意により公正に決定する予定です。

その他の株式交換契約の内容

現状未定であり、今後、両社で協議の上、決定いたします。

(4) 本株式交換に係る割当ての内容の算定根拠

現時点では確定しておりません。

(5) 本株式交換の後の株式交換完全親会社となる会社の商号、本店の所在地、代表者の氏名、資本金の額、純資産の額、総資産の額及び事業の内容

商号	出光興産株式会社
本店の所在地	東京都千代田区丸の内三丁目1番1号
代表者の氏名	現時点では確定しておりません。
資本金の額	現時点では確定しておりません。
純資産の額	現時点では確定しておりません。
総資産の額	現時点では確定しておりません。
事業内容	現時点では確定しておりません。

なお、本株式交換に必要な事項は、今後両社で協議の上、決定いたします。未定の事項については、決定次第、臨時報告書の訂正報告書を提出いたします。

以上

(訂正後)

(2) 本株式交換の目的

(前略)

そこで、両社は、平成30年7月10日開催の取締役会において、本株式交換を行うことにより、平成31年4月1日に本経営統合を実現することを決定した上で、その後も協議を重ね、平成30年10月16日に本株式交換に係る株式交換契約（以下、「本株式交換契約」といいます。）を締結致しました。昭和シェル及び当社は、本経営統合の実施を通じて、短期的にはシナジー創出を最大化し屈指の競争力を持つ企業体を目指しつつ、中長期的には事業構成の最適化や環境・社会・ガバナンスへの取組み等を推進し、レジリエントな企業体への進化を図り、もって両社の企業価値を向上させることを目的としています。

(3) 本株式交換の方法、本株式交換に係る割当ての内容その他の株式交換契約の内容

本株式交換の方法

両社は、平成30年12月18日に開催予定の両社の臨時株主総会における承認を前提として、本株式交換を行います。

両社は、以下のスケジュールを目途として、本経営統合を進めてまいります。但し、国外の競争当局における手続等の関係当局等への届出、登録、許認可の取得その他の本経営統合に向けた準備の進捗又はその他の理由により変更の必要が生じた場合には、両社で協議し、合意の上、これを変更・公表します。

経営統合に関する合意書締結	平成30年7月10日
株式交換契約締結の承認に係る両社の取締役会決議	平成30年10月16日
株式交換契約締結（株式交換比率の合意）	平成30年10月16日
両社の臨時株主総会の基準日公告	平成30年10月17日
両社の臨時株主総会の基準日	平成30年11月1日（予定）
昭和シェル及び当社の臨時株主総会	平成30年12月18日（予定）
最終売買日（昭和シェル）	平成31年3月26日（予定）
上場廃止日（昭和シェル）	平成31年3月27日（予定）
本株式交換の効力発生	平成31年4月1日（予定）

平成31年3月末日までに昭和シェル又は当社のいずれかの臨時株主総会において本株式交換契約の承認議案が否決された場合には、本統合合意書及び本株式交換契約はその効力を失う旨合意されています。

#### 本株式交換に係る割当ての内容

	当社	昭和シェル
株式交換比率	1	0.41

#### （注1）株式の割当比率

昭和シェルの普通株式1株に対して当社の普通株式0.41株を割当交付します。但し、上記株式交換比率は、昭和シェル又は当社の財産状態又は経営成績に重大な変動が発生し又は判明した場合等においては、両社協議の上、変更することがあります。

#### （注2）本株式交換により交付する株式数

当社は、本株式交換に際して、本株式交換により当社が昭和シェルの発行済株式の全部を取得する時点の直前時（以下、「基準時」といいます。）における昭和シェルの株主（下記の昭和シェルの自己株式の消却後の株主をいい、昭和シェル及び当社を除きます。）に対して、当社の普通株式105百万株（予定）を割当交付する予定です。なお、当社は、割当交付に際し当社が保有する自己株式を充当する予定ですが、充当する株式数は現時点では未定です。

また、昭和シェルは、本株式交換の効力発生日（以下、「本効力発生日」といいます。）の前日までに開催する昭和シェルの取締役会の決議により、基準時において保有する全ての自己株式（本株式交換に関して行使される会社法第785条第1項に定める反対株主の株式買取請求に応じて昭和シェルが取得する株式を含みます。）を基準時において消却する予定です。本株式交換により割当交付する株式数については、昭和シェルの自己株式の数の変動により、今後変更が生じる可能性があります。

なお、当社は、平成30年7月10日付のプレスリリース「自己株式取得に係る事項の決定に関するお知らせ」に記載のとおり、当社株式1,200万株及び550億円を上限として自己株式取得を継続しており、その取得期間は、平成30年12月28日までを予定しております。

#### （注3）単元未満株式の取扱い

本株式交換に伴い、当社の単元未満株式（100株未満の株式）を保有する株主の新たな発生が見込まれますが、金融商品取引所市場において当該単元未満株式を売却することはできません。

当社の単元未満株式を保有することとなる株主は、本効力発生日以降、以下の制度を利用できます。

（ ）単元未満株式の買取制度（単元未満株式の売却）

会社法第192条第1項の規定に基づき、当社に対し、保有する単元未満株式の買取りを請求することができます。

（ ）単元未満株式の買増制度（1単元への買増し）

会社法第194条第1項及び当社の定款の規定に基づき、保有する単元未満株式の数とあわせて1単元株式数(100株)となる数の株式を当社から買い増すことができます。

(注4) 1株に満たない端数の処理

本株式交換により昭和シエルの株主に交付する当社の普通株式の数に1株に満たない端数が生じた場合には、会社法第234条その他関連法令の定めに従い、当該株主に1株に満たない端数部分に応じた金額をお支払いします。

その他の株式交換契約の内容

昭和シエル及び当社が締結した本株式交換契約の内容は、「別紙1 株式交換契約書」のとおりであります。

(4) 本株式交換に係る割当ての内容の算定根拠

割当ての内容の根拠及び理由

昭和シエル及び当社は、それぞれ、第三者算定機関による株式交換比率の算定結果を参考に、両社が相互に実施したデュー・ディリジェンスの結果及び両社の株主の利益等を踏まえ、両社の株価状況を主たる基準として、両社で株式交換比率について慎重に協議を重ねた結果、最終的に上記(3)に記載の株式交換比率が適切であるとの判断に至り、合意・決定いたしました。

算定に関する事項

( ) 算定機関の名称及び両社との関係

本株式交換の株式交換比率については、それぞれの株主にとっての公正性を確保するため、昭和シエルは株式会社ラザードフレール(以下、「ラザード」といいます。)及びみずほ証券株式会社(以下、「みずほ証券」といいます。)を、当社はJPモルガン証券株式会社、ゴールドマン・サックス証券株式会社及び大和証券株式会社を、株式交換比率の算定に関する第三者算定機関としてそれぞれ選定いたしました。なお、昭和シエル及び当社は、みずほ証券のグループ銀行から融資を受けておりますが、みずほ証券及びそのグループ銀行では、適用法令に従い、適切な利益相反管理体制を構築し、実施しております。昭和シエルは、株式交換比率の算定にあたり適切な弊害防止措置が講じられていると判断し、みずほ証券を第三者算定機関として選定いたしました。その他の、昭和シエル及び当社がそれぞれ選定した第三者算定機関は、本株式交換に関して記載すべき重要な利害関係を有しません。

( ) 算定の概要

各第三者算定機関の算定結果の概要については、「別紙2 株式交換比率に関する各第三者算定機関の算定概要」をご参照ください。

上場廃止となる見込み及びその事由

本株式交換の結果、本効力発生日である平成31年4月1日をもって、当社は昭和シエルの発行済株式の全部を取得する予定です。それに先立ち、昭和シエルの普通株式は、東京証券取引所市場第一部の上場廃止基準に従い、所定の手続を経て平成31年3月27日に上場廃止(最終売買日は平成31年3月26日)となる予定です。上場廃止後は、東京証券取引所市場第一部において昭和シエルの普通株式を取引することはできなくなりますが、昭和シエルの株主の皆様には、本株式交換契約に従い、上記(3)に記載のとおり、当社の普通株式が割り当てられます。

公正性を担保するための措置

( ) 独立した第三者算定機関からの算定書・意見書の取得

昭和シエルは、上記( )に記載の昭和シエルが選定した独立した第三者算定機関から本株式交換に係る株式交換比率算定書の提出を受け、また、それぞれ、当該意見書の日付現在において、「別紙2 株式交換比率に関する各第三者算定機関の算定概要」に記載の前提条件その他一定の条件のもとに、本株式交換における株式交換比率が財務的見地から妥当又は公正である旨の意見書(フェアネス・オピニオン)を取得しております。

当社は、上記( )に記載の当社が選定した独立した第三者算定機関から本株式交換に係る株式交換比率算定書の提出を受け、また、それぞれ、当該意見書の日付現在において、「別紙2 株式交換比率に関する各第三者算定

機関の算定概要」に記載の前提条件その他一定の条件のもとに、本株式交換における株式交換比率が当社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）を取得しております。

（ ）独立した法律事務所からの助言の取得

昭和シェルは、本経営統合の法務アドバイザーとして、森・濱田松本法律事務所より、デュー・ディリジェンスの実施及び本経営統合の諸手続等について法的な観点から助言を得ております。

当社は、本経営統合の法務アドバイザーとして、西村あさひ法律事務所より、デュー・ディリジェンスの実施及び本経営統合の諸手続等について法的な観点から助言を得ております。

（ ）独立した会計・税理士事務所からの助言の取得

昭和シェルは、本経営統合の税務・財務アドバイザーとして、EYトランザクション・アドバイザー・サービス株式会社及びEY税理士法人より、デュー・ディリジェンスの実施にあたり助言を得ております。

当社は、本経営統合の会計・税務アドバイザーとして、デロイトトーマツファイナンシャルアドバイザー合同会社より、デュー・ディリジェンスの実施にあたり助言を得ております。

（ ）昭和シェルにおける特別委員会の設置及び答申書の取得

昭和シェルの取締役会は、当社との経営統合について、その意思決定プロセスの透明性や公正性を確保するため、昭和シェルの独立役員を委員とする特別委員会を設置し、特別委員会に対し、(a)本株式交換が企業価値を向上させるものと特別委員会が合理的に判断できるか、(b)本株式交換が株主にとって公正な手続を通じて行われるものであり、株主利益への配慮がなされていると、特別委員会が合理的に判断できるか、(c)本株式交換が少数株主にとって不利益でないかについて諮問し、特別委員会から(A)本株式交換は、(a)昭和シェルの企業価値を向上させるものと合理的に判断でき、且つ、(b)株主にとって公正な手続を通じて行われるものであり、株主利益への配慮がなされているものと合理的に判断できることから、昭和シェルの取締役会が本株式交換の実施を決定することは合理的である旨、及び(B)本株式交換は昭和シェルの少数株主にとって不利益ではないと合理的に判断できる旨の答申書の提出を受けております。詳細は、下記「利益相反を回避するための措置」の「（ ）昭和シェルにおける特別委員会の設置及び答申書の取得」の項目をご参照ください。

（ ）昭和シェルの特別委員会における独自の独立した財務アドバイザーからの算定書・意見書の取得

昭和シェルの特別委員会は、独自に、野村證券株式会社（以下、「野村證券」といいます。）を、特別委員会の独立した財務アドバイザー兼第三者算定機関として指名し、野村證券から、本株式交換に関する留意点等に係る助言を受けるとともに、本株式交換に係る株式交換比率算定書の提出を受け、また、当該意見書の日付現在において、「別紙3 株式交換比率に関する特別委員会の算定概要」に記載の前提条件その他一定の条件のもとに、本株式交換における株式交換比率が、当社以外の昭和シェルの株主にとって財務的見地より妥当である旨の意見書（フェアネス・オピニオン）を取得しております。

（ ）昭和シェルの特別委員会における独自の独立した法務アドバイザーからの助言の取得

昭和シェルの特別委員会は、独自に、中村・角田・松本法律事務所を、特別委員会の独立した法務アドバイザーとして指名し、同法律事務所より、本株式交換に係る特別委員会の審議の方法及びその過程、本株式交換に関する留意点等について、法的な観点から助言を受けております。

利益相反を回避するための措置

昭和シェルにおいては、当社が昭和シェルの発行済株式の31.25%に相当する117,761,200株を所有し、本経営統合について利害関係を有することから、本株式交換契約の締結に関し、意思決定プロセスの透明性や公平性を確保するため、以下の措置を実施しております。

（ ）昭和シェルにおける特別委員会の設置及び答申書の取得

昭和シェルの取締役会は、平成27年2月10日、当社との経営統合について、その意思決定プロセスの透明性や公正性を確保するため、その時点における昭和シェルの独立役員を委員とする特別委員会を設置しました。特別委員会は、平成30年3月28日からは、昭和シェルの社外取締役であり、東京証券取引所に独立役員として届け出ている

大塚紀男氏及び安田結子氏並びに昭和シエルの社外監査役であり東京証券取引所に独立役員として届け出ている宮崎緑氏及び山岸憲司氏の4名を委員として、本経営統合の是非及び本経営統合に係る意思決定プロセスについての情報収集、検討等を行ってまいりました。また、昭和シエルの取締役会は、株式交換の方法により本経営統合を実現することを決定した後の平成30年9月6日、特別委員会に対する諮問事項を具体化し、本株式交換を検討するにあたって、特別委員会に対し、(a)本株式交換が企業価値を向上させるものと特別委員会が合理的に判断できるか、(b)本株式交換が株主にとって公正な手続を通じて行われるものであり、株主利益への配慮がなされていると、特別委員会が合理的に判断できるか、(c)本株式交換が少数株主にとって不利益でないかについて、諮問しました。

特別委員会は、平成30年3月28日から平成30年10月16日までに、会合を合計16回開催したほか、個別に又は独自のアドバイザーを通じるなどして情報収集を行うとともに、会日の間にも、適宜電子メール等を用いて、随時協議を行う等して、本経営統合に関し、慎重に検討を行いました。特別委員会は、かかる検討にあたり、昭和シエルから、本経営統合の目的、本経営統合後の経営体制等、本経営統合による統合シナジー、本株式交換を検討するに際して実施したデュー・ディリジェンスの結果、本株式交換比率の算定の基礎資料となる事業計画の内容及び策定手続並びに本株式交換の条件等についての説明を受けました。また、本株式交換における株式交換比率に関する交渉方針について協議を行うとともに、交渉の状況について逐一情報共有を受け、独自の財務アドバイザーである野村證券及び独自の法務アドバイザーである中村・角田・松本法律事務所からの助言等に基づき、株式交換比率に関する意見の表明及び交換等を行い、本株式交換における株式交換比率に関する交渉に実質的に関与しました。また、特別委員会は、答申にあたっては、昭和シエルの第三者算定機関であるみずほ証券及びラザードに加え、野村證券から本株式交換における株式交換比率などに関し、財務的見地から助言等を受けております。さらに、特別委員会は、昭和シエルの法務アドバイザーである森・濱田松本法律事務所から本株式交換に係る昭和シエルの取締役会の意思決定の方法、その過程や留意点等に関する法務的見地からの助言を、特別委員会が昭和シエルとは別に選任した法務アドバイザーである中村・角田・松本法律事務所からは本株式交換に係る特別委員会の審議の方法、その過程や留意点等に関する法務的見地からの助言を、それぞれ受けております。

その結果、特別委員会は、平成30年10月16日付で、昭和シエルの取締役会に対し、大要以下の内容の答申書を提出しております。

(A) 昭和シエルが所属する石油元売業界では、経営統合を通じた競争力強化が喫緊の課題となっているところ、本経営統合によりシナジーが最大600億円まで増加すると合理的に見込まれていること等から、本株式交換を行うことは昭和シエルの企業価値の向上に資すると合理的に判断できる。

(B) (a)本株式交換については適切な情報開示がなされる予定であること、(b)本株式交換について特別委員会の判断を尊重する体制が確保されていること、(c)利害関係を有する取締役を除く取締役全員の承認及び監査役全員の異議がない旨の意見を得る予定であること、(d)複数の独立した財務アドバイザー及び法務アドバイザーの助言を取得していること、(e)複数の独立した第三者算定機関（昭和シエルの財務アドバイザー2社及び独立委員会独自の独立した財務アドバイザー1社、合計3社）から株式交換比率算定書及びフェアネス・オピニオンを取得していること、(f)本株式交換の株式交換比率は、昭和シエルの第三者算定機関であるみずほ証券及びラザード並びに特別委員会の第三者算定機関である野村證券の算定結果の評価レンジの範囲内であり、直近の類似事例のプレミアムの中央値を上回るプレミアムが付されていること、(g)当社との真摯な交渉の結果合意されたものであることに加え、(h)本株式交換によりシナジーが最大600億円まで増加すると合理的に見込まれており、昭和シエルの株主は本株式交換後も当社の株主として残ることによりそれを享受できること等からすれば、本株式交換においては、公正な手続を通じた株主利益への配慮がなされていると合理的に判断できる。

(C) 上記(A)及び(B)から、昭和シエル取締役会が本株式交換の実施を決定することは合理的である。

(D) 上記(A)及び(B)のとおり、本株式交換は昭和シエルの企業価値の向上に資するものと合理的に判断でき、且つ、公正な手続を通じた株主利益への配慮がなされていると合理的に判断できることからすれば、本株式交換は昭和シエルの少数株主にとって不利益ではないと合理的に判断できる。

( ) 昭和シエルにおける利害関係を有する取締役を除く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  
昭和シエルの取締役会における本株式交換契約の締結に関する議案は、昭和シエルの全取締役（過去に当社の取締役であったため、利害関係を有するおそれのある関大輔氏及び齊藤勝美氏を除きます。）の全員一致により承認

可決されており、且つ、昭和シェル全監査役は、本株式交換を行うことにつき異議がない旨の意見を述べております。

なお、関大輔氏及び齊藤勝美氏は、いずれも利益相反を回避する観点から、昭和シェルの取締役会における本株式交換に関する議案の審議及び決議には参加せず、昭和シェルの立場において当社との本株式交換に係る協議及び交渉にも参加していません。

- (5) 本株式交換の後の株式交換完全親会社となる会社の商号、本店の所在地、代表者の氏名、資本金の額、純資産の額、総資産の額及び事業の内容

商号	出光興産株式会社
本店の所在地	東京都千代田区丸の内三丁目1番1号
代表者の氏名(予定)	代表取締役 月岡 隆(現出光興産株式会社代表取締役会長) 代表取締役 亀岡 剛(現昭和シェル石油株式会社代表取締役 社長 執行役員CEO) 代表取締役 木藤 俊一(現出光興産株式会社代表取締役社長) 代表取締役 岡田 智典(現昭和シェル石油株式会社代表取締役 副社長 執行役員)
資本金の額	168,351百万円
純資産の額	現時点では確定していません。
総資産の額	現時点では確定していません。
事業内容	石油精製並びに油脂製造、販売 石油化学製品の製造、販売 石油・石炭資源の開発、生産、販売 電子材料・農業薬品の開発、製造販売 等

以上



## 株式交換契約書

出光興産株式会社（以下「甲」という。）及び昭和シェル石油株式会社（以下「乙」という。）は、両社の株式交換について、以下の通り株式交換契約（以下「本契約」という。）を締結する。

### 第1条（本株式交換）

甲及び乙は、本契約の定めに従い、甲を株式交換完全親会社とし、乙を株式交換完全子会社として、株式交換（以下「本株式交換」という。）を実施する。

### 第2条（株式交換完全親会社及び株式交換完全子会社の商号及び住所）

本株式交換に係る株式交換完全親会社及び株式交換完全子会社の商号及び住所は、それぞれ次の各号の通りである。

#### （1）株式交換完全親会社

商号：出光興産株式会社  
住所：東京都千代田区丸の内三丁目1番1号

#### （2）株式交換完全子会社

商号：昭和シェル石油株式会社  
住所：東京都港区台場二丁目3番2号

### 第3条（本株式交換に際して交付する株式及びその割当てに関する事項）

1. 甲は、本株式交換に際して、本株式交換により甲が乙の発行済株式の全部を取得する時点の直前時（以下「本基準時」という。）における乙の株主（第11条に基づく乙の自己株式の消却後の株主をいうものとし、甲を除く。）に対し、乙の普通株式に代わり、その有する乙の普通株式の数の合計に0.41を乗じて得た数の甲の普通株式を交付するものとし、その有する乙の普通株式1株につき、甲の株式0.41株の割合をもって、甲の普通株式を割り当てる。
2. 前項の規定に従って割り当てる甲の普通株式の数に1株に満たない端数がある場合には、甲は会社法第234条の規定に従い処理する。

### 第4条（株式交換完全親会社の資本金及び準備金の額に関する事項）

本株式交換により増加する甲の資本金、資本準備金及び利益準備金の額は次の通りとする。

- （1）資本金：金0円
- （2）資本準備金：会社計算規則第39条に定める株主資本等変動額
- （3）利益準備金：金0円

### 第5条（効力発生日）

本株式交換がその効力を生ずる日（以下「本効力発生日」という。）は、2019年4月1日とする。但し、本株式交換の手續の進行に応じて必要な場合には、甲及び乙は、相互に協議し合意の上でこれを変更することができる。

### 第6条（株主総会の承認）

甲及び乙は、2018年12月18日（但し、本株式交換の手續の進行に応じて必要な場合には、甲及び乙は、相互に協議し合意の上でこれを変更することができる。）に、それぞれ臨時株主総会（以下それぞれを「甲臨時株主総会」及び「乙臨時株主総会」という。）を開催し、本契約の承認を付議するものとする。

### 第7条（定款変更）

1. 甲は、甲臨時株主総会において、以下の事項の内容の定款変更に係る議案を付議するものとする。なお、当該定款変更は、本株式交換の効力発生を停止条件とし、本効力発生日をもって効力を生じるものとする。

定款変更案（下線部が変更部分）

変更前	変更後
<p>(招集権者及び議長)</p> <p>第14条 株主総会は、<u>取締役社長</u>がこれを招集し、議長となる。</p> <p>2 <u>取締役社長</u>に事故があるときは、取締役会においてあらかじめ定めた順序に従い、他の取締役が株主総会を招集し、議長となる。</p> <p>(代表取締役及び役付取締役)</p> <p>第21条(省略)</p> <p>2 取締役会は、その決議によって取締役会長、取締役社長各1名、取締役副社長、専務取締役、常務取締役各若干名を定めることができる。</p> <p>(取締役会の招集権者及び議長)</p> <p>第22条 取締役会は、法令に別段の定めがある場合を除き、<u>取締役社長</u>がこれを招集し、議長となる。</p> <p>2 <u>取締役社長</u>に事故があるときは、取締役会においてあらかじめ定めた順序に従い、他の取締役が取締役会を招集し、議長となる。</p> <p>(取締役の責任免除)</p> <p>第27条(省略)</p> <p>2 当社は、会社法第427条第1項の規定により、<u>社外取締役</u>との間に、任務を怠ったことによる損害賠償責任を限定する契約を締結することができる。ただし、当該契約に基づく責任の限度額は、法令が規定する額とする。</p> <p>(監査役の責任免除)</p> <p>第35条(省略)</p> <p>2 当社は、会社法第427条第1項の規定により、<u>社外監査役</u>との間に、任務を怠ったことによる損害賠償責任を限定する契約を締結することができる。ただし、当該契約に基づく責任の限度額は、法令が規定する額とする。</p>	<p>(招集権者及び議長)</p> <p>第14条 株主総会は、<u>取締役会</u>において定めた<u>取締役</u>がこれを招集し、議長となる。</p> <p>2 <u>前項の取締役</u>に事故があるときは、取締役会においてあらかじめ定めた順序に従い、他の取締役が株主総会を招集し、議長となる。</p> <p>(代表取締役及び役付取締役)</p> <p>第21条(省略)</p> <p>2 取締役会は、その決議によって取締役会長、取締役社長各1名、取締役副社長、専務取締役、常務取締役その他の<u>役付取締役</u>各若干名を定めることができる。</p> <p>(取締役会の招集権者及び議長)</p> <p>第22条 取締役会は、<u>取締役会</u>において定めた<u>取締役</u>がこれを招集し、議長となる。</p> <p>2 <u>前項の取締役</u>に事故があるときは、取締役会においてあらかじめ定めた順序に従い、他の取締役が<u>取締役会</u>を招集し、議長となる。</p> <p>(取締役の責任免除)</p> <p>第27条(省略)</p> <p>2 当社は、会社法第427条第1項の規定により、<u>取締役(業務執行取締役等である者を除く。)</u>との間に、任務を怠ったことによる損害賠償責任を限定する契約を締結することができる。ただし、当該契約に基づく責任の限度額は、法令が規定する額とする。</p> <p>(監査役の責任免除)</p> <p>第35条(省略)</p> <p>2 当社は、会社法第427条第1項の規定により、<u>監査役</u>との間に、任務を怠ったことによる損害賠償責任を限定する契約を締結することができる。ただし、当該契約に基づく責任の限度額は、法令が規定する額とする。</p>

2. 乙は、乙臨時株主総会において、以下の事項の内容の定款変更に係る議案を付議するものとする。なお、当該定款変更は、本契約が効力を失っていないことを効力発生の停止条件として、2019年3月30日をもって効力を生じるものとする。

定款変更案（下線部が変更部分）

変更前	変更後
<p>(定時株主総会の基準日)</p> <p>第15条 当社は、毎年3月31日最終の株主名簿に記載または記録された株主をもって、その事業年度に関する定時株主総会において権利を行使することができる株主とする。</p> <p>第16条～第39条(条文省略)</p> <p>附則</p>	<p>(削除)</p> <p>第15条～第38条(条文省略)</p> <p>附則</p>

第1条 第14条の規定の変更は、平成30年7月1日からその効力を生じる。	(削除)
第2条 第15条および第37条の規定の変更は、平成30年4月1日からその効力を生じる。	(削除)
第3条 第22条の規定にかかわらず、平成30年3月28日開催の第106回定時株主総会において選任された取締役の任期は、第107期事業年度に関する定時株主総会の終結の時までとする。	第1条 第21条の規定にかかわらず、平成30年3月28日開催の第106回定時株主総会において選任された取締役の任期は、第107期事業年度に関する定時株主総会の終結の時までとする。
第4条 第36条の規定にかかわらず、第107期事業年度は、平成30年1月1日から平成31年3月31日までの15ヶ月間とする。	第2条 第35条の規定にかかわらず、第107期事業年度は、平成30年1月1日から平成31年3月31日までの15ヶ月間とする。
第5条 第38条の規定の変更は、平成30年10月1日からその効力を生じる。	(削除)
第6条(省略)	第3条(省略)
第7条(省略)	第4条(省略)

第8条(甲臨時株主総会における取締役及び監査役選任、補欠監査役の被補欠者の特定並びに本効力発生日時点の代表取締役)

1. 甲は、甲臨時株主総会において、亀岡剛、岡田智典、新留加津昭、出光正和、久保原和也、大塚紀男及び安田結子を甲の取締役候補者とし、本株式交換の効力が発生することを停止条件として、当該候補者が本効力発生日付で甲の取締役に就任する内容の取締役選任議案を付議するものとする。但し、甲臨時株主総会までの間に、これらの者に事故がある場合その他必要がある場合には、甲及び乙は、相互に協議し合意の上でこれを変更することができる。
2. 甲は、甲臨時株主総会において、高橋研児及び山岸憲司を甲の監査役候補者とし、本株式交換の効力が発生することを停止条件として、当該候補者が本効力発生日付で甲の監査役に就任する内容の監査役選任議案を付議するものとする。但し、甲臨時株主総会までの間に、これらの者に事故がある場合その他必要がある場合には、甲及び乙は、相互に協議し合意の上でこれを変更することができる。
3. 甲は、甲臨時株主総会において、甲の補欠監査役である甲斐順子を、甲の監査役である伊藤大義及び前項の監査役選任議案が承認され、本効力発生日付で山岸憲司が甲の監査役に就任した場合の山岸憲司の補欠の監査役とする内容の補欠監査役の被補欠者の特定に関する議案を付議するものとする。但し、甲臨時株主総会までの間に、甲の補欠監査役に事故がある場合その他必要がある場合には、甲及び乙は、相互に協議し合意の上でこれを変更することができる。
4. 甲は、月岡隆、亀岡剛、木藤俊一及び岡田智典(但し、第1項に従い、甲臨時株主総会で取締役候補者として付議される者については、本効力発生日付で甲の取締役に就任することを停止条件とする。)が本効力発生日に甲の代表取締役に選定されるために必要な取締役会決議その他の手続を取るものとする。但し、本効力発生日までの間に、これらの者に事故がある場合その他必要がある場合には、甲及び乙は、相互に協議し合意の上でこれを変更することができる。
5. 甲は、本効力発生日の前日までの間に、丹生谷晋、丸山和夫、鷲島敏明、本間潔、横田絵理、伊藤亮介、平野栄及び庭山正一郎より本効力発生日の前日付で甲の取締役又は監査役を辞任する旨の辞任届を取得するものとする。

第9条(剰余金の配当及び自己株式取得)

1. 甲は、以下の剰余金の配当を行うことができる。
  - (1) 2018年9月30日の最終の株主名簿に記録された株主又は登録株式質権者に対する、1株当たり50円、総額104億円を限度とする剰余金の中間配当
  - (2) 2019年3月31日の最終の株主名簿に記録された株主又は登録株式質権者に対する、1株当たり50円、総額104億円を限度とする剰余金の期末配当
2. 甲は、2018年7月10日開催の取締役会において決議した以下の内容の自己株式取得のうち、本契約締結日以後に実施される自己株式取得を行うことができる。
  - (1) 取得する株式の種類 : 甲普通株式
  - (2) 取得する株式の総数 : 1200万株(上限)

- (3) 株式の取得価額の総額 : 550億円(上限)  
(4) 取得期間 : 2018年7月17日～2018年12月28日  
(5) 取得方法 : 投資一任方式による市場買付

3. 乙は、2019年3月31日の最終の株主名簿に記録された株主又は登録株式質権者に対し、1株当たり85円、総額319億円を限度として剰余金の期末配当を行うことができる。
4. 甲及び乙は、前各項に定める場合を除き、本契約締結後、本効力発生日より前の日を基準日とする剰余金の配当の決議を行ってはならず、また、本効力発生日より前の日を取得日とする自己株式の取得(適用法令に従い株主の権利行使に応じて自己株式の取得を行わなければならない場合を除く。)の決議を行ってはならないものとする。

#### 第10条(会社財産の管理等)

甲及び乙は、本契約締結後、本効力発生日までの間、善良なる管理者の注意をもって自らの業務執行並びに財産の管理及び運営を行うこととし、本契約に定めるもの及び両社間で別途合意したものを除き、その財産又は権利義務に重大な影響を及ぼすおそれのある行為については、あらかじめ相手方と協議の上、これを実行する。

#### 第11条(自己株式の消却)

乙は、本効力発生日の前日までの間に開催される乙の取締役会の決議により、本基準時において保有する全ての自己株式(本株式交換に関して行使される会社法第785条第1項に定める反対株主の株式買取請求に応じて乙が取得する株式を含む。)を本基準時において消却する。

#### 第12条(甲の2019年度定時株主総会における議決権行使)

甲は、本効力発生日までの間に、本株式交換に際して甲の普通株式の割当交付を受ける乙の株主に対し、会社法第124条第4項に基づき、第7条第2項の定款変更が効力を生じること、及び、本株式交換が効力を生じることが停止条件として、甲の2019年6月開催予定の定時株主総会において、当該割当交付を受ける甲の普通株式に係る議決権を付与する旨の取締役会決議を行うものとする。

#### 第13条(本株式交換の条件変更及び本株式交換の中止)

本契約締結後、本効力発生日に至るまでの間に、甲又は乙の財産状態又は経営成績に重大な変動が発生し又は判明した場合、本契約に従った本株式交換の実行に重大な支障となりうる事象が発生し又は判明した場合その他本株式交換の目的の達成が困難となった場合には、甲及び乙は、誠実に協議の上、本契約を変更し又は解除することができる。

#### 第14条(本契約の効力)

次の各号の一に該当する場合、本契約は、その効力を失う。

- (1) 本効力発生日の前日までの間に、甲臨時株主総会又は乙臨時株主総会において、第6条に定める本契約の承認が得られない場合
- (2) 本効力発生日の前日までの間に、法令(外国の法令を含む。)に基づき、本株式交換に関し必要な関係官庁等からの承認等が得られていない場合

#### 第15条(管轄裁判所)

本契約に関する一切の紛争については、東京地方裁判所を第一審の専属的合意管轄裁判所とする。

#### 第16条(誠実協議)

本契約に定めるもののほか、本株式交換に関し必要な事項は、本契約の趣旨に従い、甲及び乙で誠実に協議する。

[本頁以下余白] 本契約を証するため、本書2通を作成し、各自記名押印の上、各1通を保有する。

2018年10月16日

甲： 東京都千代田区丸の内三丁目1番1号  
出光興産株式会社  
代表取締役社長 木藤 俊一

乙： 東京都港区台場二丁目3番2号  
昭和シェル石油株式会社  
代表取締役社長執行役員CEO 亀岡 剛

## 株式交換比率に関する各第三者算定機関の算定概要

### 1. 昭和シェルの各第三者算定機関による分析概要 (ラザード)

ラザードは、分析にあたり、昭和シェル及び出光興産の公開された財務情報並びに昭和シェル及び出光興産それぞれから提供された財務情報を分析するとともに、本株式交換の諸条件を分析いたしました。ラザードは、昭和シェル及び出光興産それぞれについて、ディスカунテッド・キャッシュ・フロー法（以下、「DCF法」）を採用して算定を行うとともに、両社の株式がともに取引所に上場しており、市場株価が存在することから各社について市場株価分析を行いました。ラザードが実施した評価に基づく、出光興産株式の1株当たりの株式価値を1とした場合の各算定方法の算定結果は、以下のとおりとなります。

評価方法	株式交換比率の評価レンジ
DCF法	0.34 ~ 0.47
市場株価分析	0.39 ~ 0.41

なお、DCF法については、昭和シェル及び出光興産の経営陣により提示された両社のスタンド・アローンベースの事業計画（出光興産の事業計画については、昭和シェルにより一定の調整が加えられたもの）に基づいており、本経営統合によるシナジー効果を織り込んでおりません。ラザードがDCF法による算定の前提とした2019年3月期から2023年3月期までの出光興産の事業計画については、大幅な増減益を見込んでいる事業年度はありません。一方、ラザードが、DCF法による算定の前提とした昭和シェルの2019年3月期から2023年3月期までの昭和シェルの事業計画については、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、2019年3月期に石油事業の収益改善により対前年度比較で大幅な増益、2020年3月期には石油製品市況要因や製油所の定期修繕の影響により対前年度比較で大幅な減益、2021年3月期には規制環境の変化に伴う海外石油製品市況の変化や製油所の定期修繕の一巡による利益改善効果等により対前年度比較で大幅な増益となることを見込んでおります。また、市場株価分析については、2018年10月15日を算定基準日として、算定基準日の株価、算定基準日から遡る1ヵ月間、3ヵ月間及び6ヵ月間の東京証券取引所における各社の株価終値の平均値を算定の基礎としております。

また、上記のラザードによる財務分析は、同社が下記の意見書の作成に関連して実施した財務分析の一部の要旨であり、当該意見書に関連してラザードが実施した財務分析を網羅するものではありません。意見書の作成に関連して実施する財務分析は、各財務分析手法に関する様々な判断を要求し、全体として考慮される必要があります。

ラザードは、昭和シェル取締役会からの依頼に基づき、2018年10月16日付にて合意された株式交換比率が、以下の前提条件その他一定の条件のもとに、昭和シェルの普通株式の株主（株式買取請求権を行使した株主及び出光興産を除きます。以下同様。）にとって財務的見地から公正である旨の意見書（「本意見書」）を、昭和シェルの取締役会に対して提供しております。

ラザードは、本意見書の提出及びその基礎となる一株あたり株式価値分析の実施に際し、その適切と判断するところに従って昭和シェル及び出光興産それぞれから提供された情報及び公開情報を分析しましたが、当該情報につき独自の分析を行うことなく、それらが正確且つ完全であることを前提とし、それらに依拠しております。なお、当該情報には、昭和シェル及び出光興産の経営陣が本経営統合により発生すると見込んでいる想定シナジーその他の便益を含みます。また、ラザードは、昭和シェル及び出光興産の資産又は負債（偶発的なものであるかどうかを問いません。）、支払能力若しくは適正価値のいずれについても独自の評価や鑑定を行っておらず、かかる評価や鑑定の提供も受けておりません。ラザードが分析にあたって用いた事業計画並びに昭和シェル及び出光興産の経営陣より本経営統合により発生すると見込まれているシナジーその他の便益については、昭和シェルの了解のもと、これが昭和シェル及び出光興産の将来の財務成績に関する現時点で入手可能な最善の予測及び判断を反映した前提条件のもとに合理的に作成されたものであることを前提といたしました。ラザードは、かかる予測及びそれらの前提について何らの義務・責任を負わず、何らの意見を表明するものでもありません。

本意見書は、その性質上当然に、本意見書の日付現在の経済、金融、市場その他の状況、及び同日までにラザードに提供された情報を前提としたものです。本意見書の日付以後の状況や事象に関連して本意見書を更新又は改訂する義務をラザードは負いません。また、ラザードは、本経営統合が公表された後の昭和シェル普通株式又は出光興産普通株式の株価

につき、何らの意見を表明するものでもありません。ラザードは、本経営統合に関する役務提供に関連し、第三者に対して昭和シェルとの潜在的な取引に関する意向表明を要請する権限は付与されておらず、またそのような要請もしていません。さらに、本意見書は、昭和シェルが選択しうる他の取引や事業戦略との比較における本経営統合の利点や、本経営統合を実施することとした昭和シェルの決定の是非について、何らの意見を表明するものでもありません。

本意見書の提供にあたり、ラザードは、昭和シェルの了解のもと、本経営統合が本株式交換契約に定める条件に従い、重要な条件が放棄又は変更されることなく実行されることを前提といたしました。ラザードは、昭和シェルの了解のもと、本経営統合に関連する政府機関、監督機関その他の第三者からの許認可や同意等の取得が昭和シェル、出光興産又は本経営統合に悪影響を及ぼすことはないことを前提といたしました。ラザードは、さらに、昭和シェルの了解のもと、本経営統合が日本の租税法上、昭和シェル普通株式の株主に対して非課税の取引に該当することを前提といたしました。なお、ラザードは、本経営統合により生じうる課税関係その他の影響について意見を表明するものではなく、また、法務、税務、規制又は会計の分野における事項については昭和シェルが必要に応じて自らの判断で専門家から助言を受けていると理解しております。本意見書に明示された範囲での交換比率に関する意見を除き、ラザードは、本経営統合の条件や他の側面（本経営統合の形態又はストラクチャー及び本経営統合に関連して締結され（若しくは本経営統合が企図する）契約又は取り決めを含みますが、これらに限られません。）について、何らの見解又は意見を表明するものでもありません。加えて、ラザードは、交換比率に関連した又はその他の方法による本経営統合の当事者の役員、取締役若しくは従業員、又はこれらの者の属する集団の報酬の金額、性質その他の側面に関する公正性について、何らの意見を表明するものでもありません。

ラザードは、本経営統合において昭和シェルのフィナンシャル・アドバイザーとして役務を提供し、当該役務の対価として手数料を受領します。手数料の主要部分は本経営統合の進捗に応じて支払われます。ラザードは、今後、昭和シェル若しくは出光興産又はその関係会社に対して投資銀行業務を提供し、報酬を受領する可能性があります。また、ラザード及びその企業グループに属する他の会社並びにラザード及びそれらの会社の従業員は、昭和シェル若しくは出光興産又はその関係会社の株式その他の証券について、通常業務の一環として、自己又は顧客の名義で取引を行う可能性があり、したがって、かかる証券につきロング又はショートのポジションを保有する可能性があるほか、昭和シェル若しくは出光興産又はその関係会社のために証券を取引し又は保有する可能性があります。

ラザードの本件における役務及び本意見書において表明された意見は昭和シェル取締役会の便益のためのみに行われるものであり、ラザードの意見は昭和シェル取締役会による本経営統合の検討に関連して昭和シェル取締役会に対して提供されるものです。ラザードの本件における役務及び意見は昭和シェル若しくは出光興産の株主その他の者の便益のために行われるものではなく、それらの者に何ら権利や救済を与えることを企図したものでもありません。ラザードの意見は、ラザードの書面による事前同意なしに、第三者に開示され又は第三者とのやり取りのなかで言及されてはならず、第三者が使用又は依拠することもできません。

#### （みずほ証券）

みずほ証券は、昭和シェル及び出光興産の普通株式の株式交換比率について、両社の普通株式が東京証券取引所に上場し、市場株価が存在していることから市場株価法による算定を行うとともに、両社の将来の事業活動の状況を算定に反映する目的からディスカунテッド・キャッシュ・フロー法（以下、DCF法）を採用して算定を行いました。出光興産株式の1株当たりの株式価値を1とした場合の各算定方法の算定結果は、以下のとおりとなります。

評価方法	株式交換比率の評価レンジ
市場株価法	0.39～0.41
DCF法	0.31～0.46

市場株価法では、2018年10月15日を算定基準日とし、東京証券取引所における両社それぞれの普通株式の算定基準日の株価終値、算定基準日までの1か月間、3か月間及び6か月間における終値単純平均株価を採用しています。

なお、みずほ証券がDCF法による算定の前提とした2019年3月期から2023年3月期までの出光興産の事業計画については、大幅な増減益を見込んでいない事業年度はありません。一方、みずほ証券が、DCF法による算定の前提とした昭和シェルの2019年3月期から2023年3月期までの昭和シェルの事業計画については、大幅な増減益を見込んでいない事業年度が含まれております。具体的には、2019年3月期に石油事業の収益改善により対前年度比較で大幅な増益、2020年3月期には石油製品市況要因や製油所の定期修繕の影響により対前年度比較で大幅な減益、2021年3月期には規制環境の変化に伴う

海外石油製品市況の変化や製油所の定期修繕の一巡による利益改善効果等により対前年度比較で大幅な増益となることを見込んでおります。

また、みずほ証券は、2018年10月16日に株式交換比率（以下、「本比率」）が昭和シェルの普通株主にとって財務的見地から妥当である旨の意見書（いわゆる「フェアネス・オピニオン」。以下「本書」）を出状しておりますが、以下の点を前提条件としております。

みずほ証券は、本書における意見表明にあたり、みずほ証券が検討した全ての公開情報及び各社からみずほ証券に提供され又はみずほ証券が各社と協議した財務その他の情報で本書における分析の実質的な根拠となった情報（以下、「本件情報」という。）の全てが、正確かつ完全であることに依拠し、それを前提としております。みずほ証券は、本件情報の正確性及び完全性につき独自に検証は行っており、また、これらを独自に検証する責任又は義務を負いません。従って、本書で表明される結論は、本件情報について、かかる情報を重大な誤りとする事項があった場合、又は本書交付時点で開示されていない事実や状況若しくは本書交付時点以降に発生した事実や状況（本書交付時点において潜在的に存在した事実で、その後明らかになった事実を含む。）があった場合には、異なる可能性があります。なお、みずほ証券は昭和シェルの経営陣が、各社からみずほ証券に提供され又はみずほ証券が昭和シェルと協議した財務その他の情報について、不完全若しくは誤解を招くようなものとするような事実を一切認識していないことを前提としています。

みずほ証券が提供を受けた財務予測その他の将来に関する情報（将来の収益及び費用に関する予想、費用節減の見直し、各社の事業計画及びみずほ証券が昭和シェルと協議して一定の調整を加えた財務予測及び事業計画（以下「事業計画」と総称する。）を含みます。）については、各社及び各社の関係会社の将来の経営成績及び財務状況に関し現時点で得られる最善の予測及び判断に基づき、各社の経営陣によって合理的に準備、作成され、かつ昭和シェルの経営陣によって合理的判断に基づき調整若しくは協議したことを前提とし、かつ、みずほ証券は、かかる財務予測及び事業計画の実現可能性について独自に検証することなく、これらの財務予測及び事業計画に依拠し、本書で言及される分析若しくは予想又はそれらの基礎となる仮定に関して何らの見解も表明しておりません。なお、本取引を通じて新たに発生すると両社が見込むシナジー効果については、みずほ証券は本書の交付時点において意見表明に重要な影響を及ぼす可能性を定量的に評価できる事項は認識しており、本書における検討ではこれを盛り込んでおりません。

本書作成にあたってみずほ証券が要求した情報のうち、各社から情報の提供又は開示を受けられず、又は提供若しくは開示を受けたもののそれが各社の企業価値に及ぼす影響が現時点においては不確定なもの、又はその他の方法によってもみずほ証券が評価の基礎として使用できなかったものについては、みずほ証券は、昭和シェルの同意の下で、みずほ証券が合理的及び適切と考える仮定を用いています。みずほ証券のかかる仮定が重要な点において事実と異なることが明らかになった場合に、評価結果が異なる可能性があります。分析に使用された予測及び同分析から導かれる評価レンジには重大な不確実性が伴われるものであり、それが各社の株式価値に関するみずほ証券の見解を示すものと解釈されるべきではありません。

本取引は、日本の法人税法上、両社につき課税されない取引であること、及び本取引に関するその他の課税関係が本比率に影響を及ぼさないことを前提としています。また、みずほ証券は、独自に検証を行うことなく、本取引が適時に完了すること、並びに両社又は本取引で期待される利益に何らの悪影響を及ぼすことなく、本取引の完了に必要なすべての重要な、政府、規制当局その他の同意及び承認（法令又は契約に基づくものであるか否かを問わない。）を得ることができ、また、かかる同意及び承認の内容が本比率に影響を及ぼさないこと、各社に対し規制当局その他により発令若しくは課された命令、措置その他の処分がある場合には、各社から開示を受けたものを除き、それが各社の今後の業績に与える影響が存在しないか又は今後も発生しないことを前提としています。みずほ証券は、法律、規制又は会計・税務関連の専門家ではなく、かかる事項については、両社の外部専門家が行った評価に依拠しております。みずほ証券は両社の事業分野に関する石油、ガス、石炭等の価格、資源量、埋蔵量の評価・査定に必要とされる専門家ではなく、これらの資産については独自の検証は行わず、昭和シェル経営陣による概算や予測を前提としてこれに依拠しており、かつ、当該資産の価格変動の可能性並びに係る価格変動が本取引に及ぼす影響について検討しておりません。

みずほ証券は各社又はその関係会社の資産・負債（デリバティブ取引、簿外資産・負債その他の偶発債務を含む。）又は引当につき独自の評価・査定を行っており、その会計上・税務上の評価額の妥当性ないし会計処理・税務処理の適正性について分析しており、いかなる評価、査定又は分析についても、独自に第三者から提供を受けたことはなく、第三者に要求しておりません。みずほ証券は、各社又はその関係会社の財産又は施設を検査する義務を負っており、倒産、破産等に関する法律に基づいて各社又はその関係会社の株主資本又は支払能力についての評価を行っておりません。昭和シェルの外部専門家は、法務、財務及び税務、並びに石油及び石炭の権益評価の調査に関し、昭和シェルと予め合意した事項及び範囲において出光興産に対する各デュー・ディリジェンスを実施しており、みずほ証券はかかるデュー・ディリジェンスの対象事項及び範囲について独自に検証を行っており、またその義務を負うものではありません。

各社並びにその関係会社のいずれも、本比率に重大な影響を及ぼすような契約、合意その他一切の書面を過去に締結しており、かつこのような決定を行っていないこと、また、将来も締結若しくは決定を行わないこと、及び本取引の実行により、将来、各社又はその関係会社が当事者として拘束される重要な合意に違反することとならず、かつ、かかる重要な合意を解除する権利又はかかる合意に基づき不履行を宣言し若しくは救済手段を行使する権利を生じさせないことを前提としています。また、みずほ証券は本取引が条件通りに、その重要な条項、合意についての権利放棄、変更又は改定がなく実施されること、かつ本取引に関する両者の契約、合意の最終条件がみずほ証券が検討した契約、合意内容から重



大な変更がなく、係る契約、合意内容の条件に従って完了することを前提としています。みずほ証券は、本件情報において開示を受けたものを除き、各社及びその関係会社の訴訟若しくは紛争その他に関する偶発債務又は環境、税務若しくは知的財産権等に関する簿外債務は存在しないこと、並びに各社の事業に関する現在の保険加入額が事業運営上十分であることを前提としています。

本書は、本書の日付現在存在し、評価できる財務、経済、市場その他の状況を前提としており、かつ、本書の日付現在みずほ証券が入手している情報に依拠しています。なお、本書の日付現在みずほ証券が入手している情報若しくはかかる情報に潜在的に含まれている事実についても、本書の日付現在においてかかる情報・事実が各社の企業価値に及ぼす影響が必ずしも明らかではないものについては、みずほ証券は検討の対象としていません。また、現在及び将来において、各社が現在想定している事業・財務等の見通しに著しく影響を与える可能性のある技術革新、その他の事象は存在しないことを前提としています。従って、本書の日付以降に本書における検討の前提とした事実に変更若しくは影響が発生した場合、又は前記のような潜在的な事実が判明したことによる企業価値への影響が明らかになった場合等において、みずほ証券の意見が影響を受ける可能性があります。みずほ証券は本書を変更、更新、補足又は再確認する責任を一切負いません。

みずほ証券は、本取引に関連し昭和シエルの財務アドバイザーとして、そのサービスの対価である手数料（本取引の完了を条件とする成功報酬を含みます。）を昭和シエルから受領する予定です。みずほ証券及びその関係会社には、過去に両社並びに両社の関係会社に対してフィナンシャル・アドバイス、資金調達等に関するサービスを提供し、その対価として手数料を受取っているものがあります。昭和シエルは、本書の提出に関連するものを含め、みずほ証券の関与によりみずほ証券に生じる一定の債務について、みずほ証券に対し補償することに合意しています。さらに、通常の業務過程において、又は、本取引に関連して、みずほ証券及びみずほ証券を構成員とするみずほフィナンシャルグループ各社は、自己の勘定又は顧客の勘定で、両社のいずれか又はその関係会社の発行する一定の株式、債券その他の証券を含む各種の金融商品を引き受け、保有し又は売却することがあり、随時これらの金融商品のポジションを保有する可能性、並びに両社のいずれか若しくはその関係会社又はこれらの会社の発行する各種の金融商品に係るデリバティブ取引を行う可能性があります。また、みずほ証券及びみずほ証券を構成員とするみずほフィナンシャルグループ各社は、通常の業務過程において、又は、本取引に関連して、両社のいずれか又はその関係会社と融資その他の取引関係を有し、かかる行為について対価を受領する可能性があります。

みずほ証券は、本取引を進め、又はこれを実行することの前提となる昭和シエルの経営上の意思決定に関し意見を提出することは要請されておらず、みずほ証券の意見はいかなる面においてもかかる事項を対象としていません。本比率は、両社間の交渉を経て決定され、昭和シエルの取締役会により承認されるものであり、みずほ証券の意見は、昭和シエルが本取引を検討するに際して考慮された多くの要因の一つにすぎません。したがって、昭和シエルの取締役会の本取引又は本比率についての見解を決定付ける要因と捉えることはできません。また、みずほ証券は、本取引以外の取引又は本取引と他の取引との優劣に関し意見を提出することを依頼されておらず、本書においてかかる意見を表明しておりません。みずほ証券は、昭和シエル又は昭和シエル取締役会に対し、本取引に関連して第三者による関心を募るよう勧誘する義務を負っておらず、かつかかる勧誘を行っておりません。

みずほ証券の意見は、本比率が本書の日付現在の昭和シエルの普通株主にとって財務的見地から妥当であるか否かに限定されており、昭和シエルのいかなる種類の証券保有者、債権者その他の関係者にとっての本比率の妥当性について意見を表明するものではありません。また、昭和シエル普通株主が本取引に関し、議決権行使その他の行為をいかに行うべきかについて意見を表明するものではありません。みずほ証券は、本取引の形態、ストラクチャー等を含む本取引の諸条件（本比率を除きます。）について意見を表明しておらず、また、両社のいずれかの取締役、執行役員若しくは従業員又はそれらに相当する者に対する、本取引に関連する報酬の額若しくはその性質、又はかかる報酬の妥当性に関する意見も表明しておりません。

## 2. 出光興産の各第三者算定機関による分析概要

### （J.P. モルガン）

J.P. モルガンは、出光興産及び昭和シエルの株式の価額について、市場株価平均法による算定を行うとともに、両社からJ.P. モルガンに対して提出された、両社の経営陣により作成されたそれぞれの財務予測に基づくDCF（ディスカунテッド・キャッシュ・フロー）法による算定を行いました。そして、各手法による算定の結果、本件株式交換については以下の株式交換比率の算定レンジが示されました。なお、以下の株式交換比率の算定レンジは、昭和シエルの普通株式1株に対して割り当てられる出光興産の普通株式の株式数の算定レンジを記載したものです。

なお、市場株価平均法については、2018年10月15日（以下「基準日」）を算定基準日として、基準日における両社の東京証券取引所市場における普通株式の普通取引の終値、並びに基準日から遡る1ヵ月間、3ヵ月間及び6ヵ月間の両社のかかる終値の単純平均値を算定の基礎としております。

J.P. モルガンが、DCF法による算定の前提とした2019年3月期から2023年3月期までの出光興産の事業計画については、大幅な増減益を見込んでいる事業年度はありません。一方、J.P. モルガンが、DCF法による算定の前提とした昭和シエル

の2019年3月期から2023年3月期までの昭和シェルの事業計画については、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、2019年3月期に石油事業の収益改善により対前年度比較で大幅な増益、2020年3月期には石油製品市況要因や製油所の定期修繕の影響により対前年度比較で大幅な減益、2021年3月期には規制環境の変化に伴う海外石油製品市況の変化や製油所の定期修繕の一巡による利益改善効果等により対前年度比較で大幅な増益となることを見込んでおります。

	採用手法	株式交換比率の算定レンジ
1	市場株価平均法	0.39 ~ 0.41
2	DCF法	0.39 ~ 0.45

また、J.P. モルガンは、2018年10月16日付で、本件株式交換で使用される株式交換比率（以下「本株式交換比率」といいます。）が出光興産にとって当該日付現在において財務的見地から公正である旨の意見書を出光興産の取締役会に提出しております。

当該意見書は、出光興産の取締役会による本件株式交換の評価に関連し、かつかかる評価を行う際の参考として用いられることを目的として出光興産の取締役会に提出されたものです。なお、当該意見書は、本件株式交換その他の事項に関して、出光興産の株主に対して、どのように議決権を行使すべきかの推奨を行うものではありません。

J.P. モルガンは、当該意見書に記載された意見及びその基礎となる本件株式交換における株式交換比率の算定を行うにあたり、公開情報、出光興産若しくは昭和シェルから提供を受けた情報又は出光興産若しくは昭和シェルと協議した情報及びJ.P. モルガンが検討の対象とした又はJ.P. モルガンのために検討されたその他の情報等の一切が正確かつ完全であることを前提としており、独自にその正確性及び完全性について検証を行ってはありません（また、J.P. モルガンは独自にその検証を行う責任も義務も負っていません。）。J.P. モルガンは、出光興産又は昭和シェルのいかなる資産及び負債についての評価又は査定も行っており、また、そのような評価又は査定の提供も受けておらず、さらに、J.P. モルガンは、倒産、支払停止又はそれらに類似する事項に関する適用法令の下での出光興産又は昭和シェルの信用力についての評価も行っておりません。J.P. モルガンは、出光興産及び昭和シェルから提出された又はそれらに基づき算出された財務分析又は予測に依拠するにあたっては、それらが、当該分析や予測に関連する出光興産及び昭和シェルの将来の業績や財務状況に関する経営陣の現時点での最善の見積もりと判断に基づいて合理的に作成されていることを前提としております。そして、J.P. モルガンは、かかる分析若しくは予測又はそれらの根拠となった前提については、何ら見解を表明するものではありません。また、J.P. モルガンは、本件株式交換及び本株式交換契約により意図される他の取引が、日本の法人税法上、非課税組織再編として適格であること、及び本件株式交換契約に規定されたとおりに実行されること、並びに本件株式交換契約の最終版がJ.P. モルガンに提出されていたその案文といかなる重要な点においても相違しないことを前提としております。J.P. モルガンは、本件株式交換契約及びこれに関連する契約において出光興産及び昭和シェルが行った表明と保証が、J.P. モルガンの分析にとって重要なあらゆる点において現在及び将来に亘り真実かつ正確であることを前提としております。J.P. モルガンは、法務、当局による規制、税務、会計等の事項にかかる専門家ではなく、それらの点については出光興産のアドバイザーの判断に依拠してしております。さらに、J.P. モルガンは、本件株式交換の実行に必要な全ての重要な政府、規制当局その他の者の同意又は許認可が、出光興産若しくは昭和シェル又は本件株式交換の実行により期待される利益に悪影響を与えずに取得されることも前提としております。また、出光興産の了承の下、J.P. モルガンは、2018年7月10日に公表された出光興産による普通株式の自己株買いが公表通りに実施されることを前提としております。

J.P. モルガンによる当該意見書に記載された意見及びその基礎となる本件株式交換における株式交換比率の算定は、必然的に、2018年10月16日現在でJ.P. モルガンが入手している情報及び同日現在の経済、市場その他の状況に基づいております。同日より後の事象により、当該意見が影響を受けることがあります。J.P. モルガンは当該算定の結果及び当該意見の内容を修正、変更又は再確認する義務は負いません。当該意見書は、本株式交換比率が出光興産にとって財務的見地から公正であることについての意見を述べることにとどまり、出光興産のいかなる種類の有価証券の保有者、債権者、その他の構成員にとって本件株式交換が公正であることについての意見を述べるものではなく、また、本件株式交換を実行するという出光興産の決定の是非について意見を述べるものではありません。さらに、J.P. モルガンは、本件株式交換のいかなる当事者の役員、取締役若しくは従業員、又はいかなる役職につく関係者についても本件株式交換における株式交換比率に関連する報酬の金額又は性質に関して意見を述べるものではなく、又は当該報酬が公正であることに関して意見を述べるものではありません。J.P. モルガンは、将来において取引される出光興産の普通株式又は昭和シェルの普通株式の価格に関し、意見を述べるものではありません。

出光興産及び昭和シェルからJ.P. モルガンに対して提出された両社の各財務予測は、それぞれ両社の経営陣により作成されております。なお、出光興産及び昭和シェルのいずれも、J.P. モルガンによる本件株式交換の分析に関連してJ.P. モルガンに提出した内部財務予測を、一般には公表しておらず、また、これらの財務予測は一般に公開することを目的としては作成されておられません。これらの財務予測は、本質的に不確定であり、かつ両社の経営陣が制御できない多くの変数及び前提条件（一般経済、競争条件及び現行利子率に係る要因を含みますが、これらに限られません。）に依拠しております。そのため、実際の業績は、これらの財務予測と大幅に異なる可能性があります。

上記の本件株式交換における株式交換比率の算定の結果及びその算定の手法の概要は、J.P. モルガンによる分析又はデータを全て記載したものではありません。当該意見書は複雑な過程を経て作成されており、その分析結果の一部又は要約の記載は必ずしも適切ではありません。J.P. モルガンの分析結果は全体として考慮される必要があり、その分析結果を全体として考慮することなく、その一部又は要約を選択することは、J.P. モルガンの分析及び意見の基礎となる過程について不完全な理解をもたらす恐れがあります。J.P. モルガンは、その意見を述べるにあたり、ある限られた分析又は要因を特別に重視することなく、また、個別に検討したそれぞれの分析又は（プラス若しくはマイナスの）要因がJ.P. モルガンの意見を裏付けたか又は裏付けることができなかつたかについての意見は述べておりません。むしろ、J.P. モルガンは、意見を述べるにあたり、その分析及び要因を全体的に考慮いたしました。上記分析に際して比較対象として検討されたいかなる会社も、出光興産又は昭和シェルの事業部門又は子会社と同一ではありません。但し、比較対象として検討された会社は、J.P. モルガンによる分析の目的上、（場合により）出光興産又は昭和シェルとそれぞれ類似すると考えられる事業に従事する公開会社であるという理由により選択されたものです。なお、J.P. モルガンによる分析は、出光興産又は昭和シェルとの比較対象として検討された会社の財務及び事業上の特性の相違、並びにこれらの会社に影響を及ぼす可能性のあるその他の要因に関する、複雑な検討及び判断を必然的に伴います。

J.P. モルガンは、本件株式交換に関する出光興産のファイナンシャル・アドバイザーであり、かかるファイナンシャル・アドバイザーとしての業務の対価として出光興産から報酬を受領する予定です。さらに、出光興産は、かかる業務に起因して生じ得る一定の債務についてJ.P. モルガンを補償することに同意しております。当該意見の日付までの2年間に於いて、J.P. モルガン及びその関係会社は、出光興産のために商業銀行業務又は投資銀行業務を行い、J.P. モルガン及びその関係会社は通常の報酬を受領しました。当該期間中、J.P. モルガンは、出光興産によるロイヤル・ダッチ・シェルからの昭和シェルの株式取得（2016年12月に実行）における出光興産のファイナンシャル・アドバイザー及び出光興産による普通株式のグローバルオファリングによる発行（2017年7月に実行）におけるジョイント・グローバル・コーディネーターを務めております。また、J.P. モルガン及びその関係会社は、自己勘定で、出光興産又は昭和シェルのそれぞれの発行済み普通株式の1%未満を保有しております。J.P. モルガン及びその関係会社は、その通常の業務において、出光興産又は昭和シェルが発行した債券、株式又はその他の金融商品（デリバティブ、銀行融資又はそのほかの債務を含みます）の自己勘定取引又は顧客勘定取引を行うことがあり、したがって、J.P. モルガン及びその関係会社は随時、これらの有価証券の買持ちポジション又は売持ちポジションを保有する可能性があります。

#### （ゴールドマン・サックス）

ゴールドマン・サックス証券株式会社及びその関連会社（以下「ゴールドマン・サックス」と総称します。）は、2.（4）「公正性を担保するための措置」記載の意見書（いわゆる「フェアネス・オピニオン」）の作成過程において、市場株価分析及びDCF分析を行いました。なお、DCF分析については、公開情報、またその使用につき出光興産の了承を得た、出光興産の経営陣により本分析のために作成された、出光興産に関する一定の内部財務分析及び財務予測、並びに昭和シェルに関する一定の内部財務分析及び財務予測に基づいております。各手法における算定結果は以下のとおりです。下記の株式交換比率の算定レンジは、昭和シェルの普通株式（以下「昭和シェル株式」といいます。）1株に対して割当交付される出光興産の普通株式（以下「出光興産株式」といいます。）の株式数に関するものです。なお、市場株価分析については、2018年10月15日を基準日とし、出光興産により2017年7月3日付「公募による新株式発行に関するお知らせ」にて公表された同社の公募による新株式発行が完了した2017年7月20日から上記基準日までの期間における出光興産株式及び昭和シェル株式の終値に基づく株式交換比率を参照しております。出光興産の経営陣が作成し、ゴールドマン・サックスに提供され、出光興産の了承のもとでゴールドマン・サックスがDCF分析による算定の前提とした2019年3月期から2023年3月期までの出光興産の事業計画については、大幅な増減益を見込んでいる事業年度はありません。一方、出光興産の経営陣が作成し、ゴールドマン・サックスに提供され、出光興産の了承のもとでゴールドマン・サックスがDCF分析による算定の前提とした昭和シェルの2019年3月期から2023年3月期までの昭和シェルの事業計画については、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、2019年3月期に石油事業の収益改善により対前年度比較で大幅な増益、2020年3月期には石油製品市況要因や製油所の定期修繕の影響により対前年度比較で大幅な減益、2021年3月期には規制環境の変化に伴う海外石油製品市況の変化や製油所の定期修繕の一巡による利益改善効果等により対前年度比較で大幅な増益となることを見込んでおります。

ゴールドマン・サックスは、出光興産に対し、下記の前提を含む一定の条件に基づき、2018年10月16日現在、本株式交換契約に基づく株式交換比率が、出光興産にとって財務的見地から公正である旨の意見書（当該意見書はゴールドマン・サックスのフェアネス・コミッティーで承認されています。）を提供しました。ゴールドマン・サックスは、出光興産の取締役会が本株式交換を検討するにあたり、情報を提供し、支援する目的のみのために財務アドバイザーを務め、意見書及び株式交換比率に関する算定書（以下「GS株式交換比率算定書」といいます。）を提供しており、当該意見書及びGS株式交換比率算定書のいずれも、本株式交換その他の一切の事項に関する出光興産株主の議決権行使について推奨を行うものではありません。ゴールドマン・サックスは、出光興産又は出光興産の取締役会に対して特定の株式交換比率を推奨したことはなく、また、特定の株式交換比率を唯一適切なものとして推奨したこともありません。分析に関する前提条件、手続、考慮事項及び制約の詳細については、下記の注をご参照ください。

手法	株式交換比率の算定レンジ
市場株価分析	0.34 ~ 0.47
DCF分析	0.21 ~ 0.46

また、ゴールドマン・サックスは、貢献度分析及び将来株価現在価値分析も実施しております。ゴールドマン・サックスは、意見書作成にあたって当該分析を全体として考慮し、当該分析において考慮された特定の要素又は分析を特段重視することはしていません。ゴールドマン・サックスの財務分析（GS株式交換比率算定書を含みます。）及び意見書は、必然的に、2018年10月16日における経済環境、金融環境、市場環境その他の状況、及び当該日現在においてゴールドマン・サックスが取得可能な情報に基づいており、ゴールドマン・サックスは、当該日以降に発生するいかなる事情、変化又は事由に基づき、その財務分析（GS株式交換比率算定書を含みます。）又は意見書を更新し、改訂し又は再確認する責任を負うものではありません。ゴールドマン・サックスは、出光興産の同意を得て、出光興産及び昭和シェルに関する一定の内部財務分析及び財務予測並びに出光興産及び昭和シェルにより作成された本株式交換による一定の事業シナジー予測が、出光興産経営陣による現時点で得られる最善の予測及び判断に基づき合理的に作成されたものであることを前提としております。なお、別途明記されている場合を除き、ゴールドマン・サックスがその財務分析（GS株式交換比率算定書を含みます。）において使用した定量的情報のうち市場データに基づくものは、2018年10月15日以前の市場データに基づいており、必ずしも現在の市場の状況を示すものではありません。

（注）

ゴールドマン・サックスは、様々な個人及び法人顧客のために、アドバイザー、証券引受及びファイナンス、自己勘定投資、セールス・トレーディング、リサーチ、投資顧問その他の金融及び非金融の業務及びサービスに従事しています。ゴールドマン・サックス及びその従業員、並びにこれらが管理する又は（共同若しくは単独で）投資若しくはその他の経済的利益を有するファンドその他の事業体が、出光興産、昭和シェル及びそのいずれかの関係会社並びに第三者（昭和シェルの大株主であるサウジアラビアン・オイル・カンパニー（以下「サウジアラムコ」といいます。）及び（サウジアラビア王国（その当局及び機関と併せ、以下「サウジアラビア王国」と総称します。）を含む）その関係会社を含みます。）の証券、デリバティブ、ローン、コモディティ、通貨、クレジット・デフォルト・スワップその他の金融商品、又は本株式交換に係るいずれかの通貨及びコモディティにつき、常時、売買し、買い持ち若しくは売り持ちのポジションを取り、これらのポジションに対する議決権を行使し、又は投資する場合があります。ゴールドマン・サックスは、本株式交換に関し出光興産の財務アドバイザーを務め、本株式交換の交渉に一定の関与をいたしました。ゴールドマン・サックスは、本株式交換に関するゴールドマン・サックスのサービスに対して報酬を受領する予定であるほか（報酬の大半は本株式交換の実行を条件としています。）、出光興産は、ゴールドマン・サックスが要した一定の実費を負担すること、及び財務アドバイザー業務に起因する一定の債務を補償することに同意しています。また、ゴールドマン・サックスは、出光興産及び/又は出光興産の関係会社に対して、2016年12月の昭和シェル株式117,761,200株の取得に関連した出光興産財務アドバイザー及び2017年7月の出光興産株式41,739,200株のグローバル・オフリングに関する共同主幹事など、一定の財務アドバイザー及び/又は証券引受業務を提供したことがあり、ゴールドマン・サックスの投資銀行部門は、過去に提供したこれらのサービスに関して報酬を受領しており、また、将来においても受領する可能性があります。さらに、ゴールドマン・サックスは、サウジアラムコ及び/又はその関係会社に対して、2017年10月のマースフラクテ石油ターミナルに対するグンボル石油ロッテルダム持分の取得に関連したサウジアラムコの財務アドバイザーなど、一定の財務アドバイザー及び/又は証券引受業務を提供したことがあり、ゴールドマン・サックスの投資銀行部門は、過去に提供したこれらのサービスに関して報酬を受領しており、また、将来においても受領する可能性があります。加えて、ゴールドマン・サックスは、サウジアラビア王国及びその関係会社に対して、一定の財務アドバイザー及び/又は証券引受業務を提供したことがあり、ゴールドマン・サックスの投資銀行部門は、過去に提供したこれらのサービスに関して報酬を受領しており、また、将来においても受領する可能性があります。さらに、ゴールドマン・サックスは、将来、出光興産、昭和シェル、サウジアラムコ、サウジアラビア王国及びそれらの関係会社に対して、財務アドバイザー及び/又は証券引受業務を提供する可能性があります、またそれらのサービスに関して報酬を受領する可能性があります。

意見書及びGS株式交換比率算定書を作成するにあたり、ゴールドマン・サックスは、本株式交換契約、出光興産及び昭和セルのそれぞれ2018年3月31日及び2017年12月31日に終了した会計年度までの5会計年度の有価証券報告書及び年次報告書並びに出光興産及び昭和セルの一定の中間報告書及び四半期報告書、その他の出光興産及び昭和セルによるそれぞれの株主に対する一定のコミュニケーション、出光興産及び昭和セルに関する公表されているリサーチ・アナリストレポート、昭和セルの経営陣が作成した一定の昭和セルの内部財務分析及び予測、出光興産の経営陣が作成した一定の出光興産及び昭和セルに関する内部財務分析及び予測（それぞれゴールドマン・サックスの使用について出光興産の了承を得ています。以下「本件財務予測」といいます。）並びに出光興産及び昭和セルの経営陣により作成され、本株式交換による事業シナジーの予測（ゴールドマン・サックスの使用について出光興産の了承を得ています。以下「本件シナジー予測」といいます。）等について検討しました。また、ゴールドマン・サックスは、昭和セル及び出光興産の過去及び現在の事業・財務状況並びに将来の見通しに関する評価、並びに本株式交換の戦略的根拠及び潜在的な利益について、出光興産の経営陣と協議をしました。さらに、ゴールドマン・サックスは、出光興産株式及び昭和セル株式の市場価格及び取引状況を検討し、出光興産及び昭和セルの一定の財務情報及びマーケット情報を他の公開会社に係る類似の情報と比較し、石油精製業界その他の業界における最近の経営統合案件の事例について財務条件を検討し、ゴールドマン・サックスが適切と思料するその他の調査と分析を実施し、その他の要因を考慮しました。

意見書及びGS株式交換比率算定書を提供するにあたり、ゴールドマン・サックスは、ゴールドマン・サックスに対して提供され、ゴールドマン・サックスが聴取し、又はゴールドマン・サックスが検討した財務、法務、規制、税務、会計その他の情報全ての正確性及び完全性について、出光興産の同意に基づき、これに依拠し、またこれを前提としており、これらについて何ら独自の検証を行う責任を負うものではありません。ゴールドマン・サックスは、出光興産の同意に基づき、本件財務予測及び本件シナジー予測が、出光興産の経営陣による現時点で得られる最善の予測及び判断に基づき合理的に作成されたものであることを前提としています。ゴールドマン・サックスは、出光興産若しくは昭和セル又はこれらの子会社の資産及び負債（偶発的なもの、派生的なもの又は貸借対照表に計上されていない資産及び負債を含みます。）について独自の評価あるいは鑑定を行っておらず、かかる評価書又は鑑定書も入手していません。ゴールドマン・サックスは、本株式交換を完了するために必要な全ての政府、監督機関その他の許認可が、出光興産若しくは昭和セル又は本株式交換から予期される利益に対して（ゴールドマン・サックスの分析に何らかの有意な影響を及ぼす）重大な悪影響を生じさせることなく取得されることを前提としています。ゴールドマン・サックスは、本株式交換は、本株式交換契約に規定された取引条件に基づいて完了し、ゴールドマン・サックスの分析に何らかの有意な影響を及ぼす取引条件の放棄又は修正がないことを前提としています。

ゴールドマン・サックスの意見書及びGS株式交換比率算定書は、本株式交換を行うに際しての出光興産の経営上の意思決定や出光興産がとりうる他の戦略的手段と比較した場合における本株式交換の利点について見解又は財務分析を提供するものではありません。また、法務、規制、税務又は会計に関する事項についていかなる見解を述べるものでもありません。当該意見書は、同意意見書の日付現在、本株式交換契約における株式交換比率が出光興産にとって財務的見地から公正であることのみを述べています。ゴールドマン・サックスは、本株式交換契約又は本株式交換に関するその他のいずれの条件又は側面、あるいは本株式交換契約において企図され又は本株式交換に関連して合意若しくは修正されるその他の合意又は法律文書に関するいずれの条件又は側面（出光興産の証券の保有者、出光興産の債権者又はその他の関係者にとっての本株式交換の公正性、及びこれらの者が本株式交換に関連して受け取った対価の公正性を含みます。）に関して意見又は考察を述べるものではなく、また本株式交換契約における株式交換比率に関連するか否かを問わず、出光興産又は昭和セルの役員、取締役、従業員等に対して本株式交換に関連して支払われる報酬の金額や性質の公正性に関する意見又は考察を含むものでもありません。ゴールドマン・サックスは、出光興産株式のいかなる時点の取引価格、又は本株式交換が出光興産若しくは昭和セルの支払能力や存続能力、期限の到来した債務の弁済能力に対して与える影響についても一切見解を述べるものではありません。ゴールドマン・サックスの意見書及びGS株式交換比率算定書は、必然的に当該意見書又はGS株式交換比率算定書の日付現在における経済状況、金融環境、市場状況、その他の状況、及び当該日現在においてゴールドマン・サックスが取得可能な情報のみに基づいており、ゴールドマン・サックスは、当該日以降に発生するいかなる事象、変化又は事由に基づき、当該意見書又はGS株式交換比率算定書を更新、改訂又は再確認する責任を負うものではありません。ゴールドマン・サックスのアドバイザー・サービス、当該意見書及びGS株式交換比率算定書は、出光興産の取締役会が本株式交換を検討するに際して、情報を提供し支援するためにのみ提供されるものであり、当該意見書及びGS株式交換比率算定書のいずれも、出光興産の株主による本株式交換又はその他の事項に関する議決権行使に対して何らかの推奨を行うものではありません。なお、当該意見書はゴールドマン・サックスのフェアネス・コミッティーの承認を得ています。

（大和証券）

大和証券は、出光興産及び昭和シェルの財務情報及び本株式交換の諸条件を分析した上で、両社について、両社の株式がともに取引所に上場しており、市場株価が存在することから市場株価法を、また将来の事業活動の状況を評価に反映するため、ディスカунテッド・キャッシュ・フロー法（以下、DCF法）による分析を行いました。出光興産株式の1株当たりの株式価値を1とした場合の各算定方法の算定結果は、以下のとおりとなります。

採用手法	株式交換比率の評価レンジ
市場株価法	0.39～0.41
DCF法	0.32～0.48

なお、市場株価法については、2018年10月15日を算定基準日として、東京証券取引所における算定基準日の終値、算定基準日から遡る過去1ヵ月間、過去3ヵ月間及び過去6ヵ月間の各期間の終値平均値を採用して算定を行いました。

出光興産は、大和証券から2018年10月16日付にて、上記の前提条件その他一定の前提条件のもとに、合意された本株式交換比率が出光興産にとって財務的見地から公正である旨の意見書（以下、「本フェアネス・オピニオン」といいます。）を取得しています。

大和証券は、本フェアネス・オピニオン記載の意見を述べるにあたり、株式交換比率の分析及び検討を行っておりますが、当該分析及び検討においては、出光興産及び昭和シェルから提供を受けた資料及び情報、一般に公開された情報を原則としてそのまま使用し、分析及び検討の対象とした全ての資料及び情報が正確かつ完全であることを前提としており、これらの資料及び情報の正確性又は完全性に関し独自の検証を行っておらず、またその義務を負うものではありません。大和証券は、出光興産及び昭和シェル並びにそれらの関係会社（財務諸表等の用語、様式及び作成方法に関する規則第8条第8項に定義される「関係会社」をいいます。以下、同じとします。）の全ての資産又は負債（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が、これらに限られません。）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、また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。さらに、本フェアネス・オピニオンに記載された意見に影響を与える可能性のある出光興産及び昭和シェル並びにこれらの関係会社の実事（偶発債務及び訴訟等を含みます。）については、現在及び将来にわたり大和証券に対して未開示の事実が無いことを前提としています。大和証券は、破産、支払不能又はこれらに類似する事項に関するいかなる適用法令の下における出光興産及び昭和シェル並びにそれらの関係会社の支払能力又は信用力についても評価を行っておりません。大和証券は、出光興産及び昭和シェル並びにそれらの関係会社のいかなる財産又は設備の実地の見分を行っておらず、またその義務を負うものではありません。出光興産の法務及び税務・財務の各アドバイザーは、出光興産と予め合意した事項及び範囲において昭和シェルに対する各デュー・ディリジェンスを実施しており、大和証券は、かかるデュー・ディリジェンスの対象事項及び範囲について独自に検証を行っておらず、またその義務を負うものではありません。

大和証券は、本フェアネス・オピニオンの意見を述べるにあたり、大和証券に提供された事業計画、財務予測その他将来に関する情報が、出光興産及び昭和シェルそれぞれの経営陣による現時点で得られる最善の予測と判断に基づき、合理的にかつ適正な手続に従って作成されたことを前提としており、大和証券は、当該事業計画の正確性、妥当性及び実現可能性について独自の検証を行っておらず、その義務または責任を負うものではありません。

なお、大和証券は出光興産から、両社それぞれの事業計画、財務予測その他将来に関する情報の提供を受け、これをDCF法による算定の前提としております。大和証券が、DCF法による算定の前提とした2019年3月期から2023年3月期までの出光興産の事業計画については、大幅な増減益を見込んでいる事業年度はありません。一方、大和証券が、DCF法による算定の前提とした2019年3月期から2023年3月期までの昭和シェルの事業計画については、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、2019年3月期に石油事業の収益改善により対前年度比較で大幅な増益、2020年3月期には石油製品市況要因や製油所の定期修繕の影響により対前年度比較で大幅な減益、2021年3月期には規制環境の変化に伴う海外石油製品市況の変化や製油所の定期修繕の一巡による利益改善効果等により対前年度比較で大幅な増益となることを見込んでおります。

大和証券は、大和証券が検討した本株式交換契約書案と実質的に同一内容を有する本株式交換契約書が適法かつ有効に締結され、本株式交換が本株式交換契約書に記載された条件に従って適法かつ有効に実行されること、及び本株式交換契約書に記載された重要な条件又は合意事項の放棄、修正又は変更なく、本株式交換が本株式交換契約書の条件に従って完了することを前提としています。また、大和証券は、本株式交換が適法かつ有効に実施されること、本株式交換の税務上の効果が両社から提示された想定と相違ないこと、本株式交換の実行に必要な全ての政府、規制当局その他の者の同意又は許認可が、本株式交換によりもたらされると期待される利益を何ら損なうことなく取得されることも前提としており、

これらについて独自の調査を行う義務を負うものではありません。大和証券は、本株式交換の実行に関する出光興産の意思決定、あるいは本株式交換と他の戦略的選択肢の比較評価を検討することを出光興産から依頼されておらず、また検討しておりません。大和証券は、法律、会計及び税務のいずれの専門家でもなく、本株式交換に関するいかなる事項の適法性及び有効性並びに会計及び税務上の処理の妥当性について独自に分析及び検討を行っておらず、それらの義務を負うものでもありません。大和証券は、出光興産より提示された本株式交換にかかる税務上の想定される効果を実現することを前提としています。

大和証券の親会社である株式会社大和証券グループ本社を中心に構成されている大和証券グループは、主たる事業として有価証券関連業を中心とした投資・金融サービス業を行っており、過去、現在及び将来において、出光興産及び昭和シェル並びにそれらの関係会社に対して、有償で、有価証券関連サービスを含む投資・金融サービスを提供し又は今後提供することがあります。出光興産は、本株式交換以外の案件に関し、大和証券又はその関係会社が、現在又は将来、昭和シェル及びそれらの関係会社に対して手数料を得て役務提供をし、又はする可能性があることについて了知し、当該役務提供を行うことについて予め異議なく承諾しています。また、大和証券及びその関係会社は、出光興産及び昭和シェル並びにそれらの関係会社の有価証券及び金融派生商品を含む金融商品を、自己若しくは顧客の勘定で取引若しくは保有することがあります。

本フェアネス・オピニオンは、大和証券が出光興産からの依頼に基づいて出光興産が本株式交換比率を検討するための参考情報を出光興産の取締役会に提供することを唯一の目的（以下、「本フェアネス・オピニオン作成目的」といいます。）として作成されたものです。従って、大和証券は、本フェアネス・オピニオンが本フェアネス・オピニオン作成目的以外の目的で使用されることに起因又は関連して一切の責任を負うものではありません。また、出光興産は、大和証券の書面による事前の同意なく、本フェアネス・オピニオンを第三者に開示、伝達又は参照させること及び第三者のために使用すること（以下、総称して「本件開示」といいます。）はできません。大和証券の事前の了承を得てなされる本フェアネス・オピニオンの第三者に対する本件開示の場合においても、唯一出光興産が責任を負うものとし、大和証券は責任を負うものではありません。大和証券は、出光興産以外の第三者に対して本フェアネス・オピニオンの記載内容又は本株式交換に関連して、一切の責任を負うものではなく、かつ、本フェアネス・オピニオンが本フェアネス・オピニオン作成目的以外の目的で使用されることに起因又は関連して一切の責任を負うものではありません。さらに、本フェアネス・オピニオンに記載された大和証券の意見は、出光興産の普通株主に対して本株式交換に関する議決権等の株主権の行使（反対株主の買取請求権の行使を含みます。）、出光興産株式の譲渡又は譲受けその他の関連する事項について何らの推奨又は勧誘を行うものではありません。

大和証券は、本フェアネス・オピニオンにおいて、出光興産の普通株主にとって本株式交換比率が財務的見地から公正であるか否かについてのみ意見を述べるものであり、大和証券は、出光興産の普通株主以外の第三者にとって公正であるか否か又はその他の事項についての意見を求められておらず、かつ、意見を述べておりません。大和証券は、本フェアネス・オピニオンにおいて、本株式交換比率の決定の基礎となる各前提事実若しくは仮定、又は出光興産の本株式交換に関する意思決定について意見を述べるものではありません。また、大和証券は、本フェアネス・オピニオンにおいて、本フェアネス・オピニオンの日付以降に取引される出光興産又は昭和シェルの普通株式の価格について、いかなる意見を述べるものではありません。大和証券は、本株式交換比率に関して、本株式交換に関わるいかなる役員、取締役又は従業員、又はこれらと同様の者が受け取る予定のいかなる報酬の額や性質が公正であるか否かについて、意見を述べるものではありません。

本フェアネス・オピニオンに記載された大和証券の意見は、日本において一般に公正妥当と認められる会計原則等に従って作成された財務情報に依拠しており、当該財務情報が国際財務報告基準に従って作成された場合に生じ得る差異については考慮に入れておりません。また、本フェアネス・オピニオンに記載された大和証券の意見は、本フェアネス・オピニオンの日付現在における金融、経済、市場その他の状況も前提としており、当該日付現在までに大和証券が入手可能な情報に依拠していますが、入手し得る資料及び情報に制約があるため、本株式交換における株式交換比率の検討に使用した資料及び情報の中には、当該日付と異なる時点の資料及び情報も含まれております。また、本フェアネス・オピニオンに記載された大和証券の意見は今後の状況の変化に伴い影響を受ける可能性があります。大和証券はその意見を修正、変更、更新、補足又は再確認する義務を一切負いません。

## 株式交換比率に関する特別委員会の算定概要

野村證券は、昭和シェルおよび出光興産の財務情報および本株式交換の諸条件を分析した上で、両社について、両社の株価がともに取引所に上場しており、市場株価が存在することから市場株価平均法を、また、将来の事業活動の状況を評価に反映するため、ディスカунテッド・キャッシュ・フロー法（以下「DCF法」）を採用して算定を行いました。なお、市場株価平均法については、昭和シェルおよび出光興産による「経営統合に関する合意書の締結のお知らせ」の公表日である2018年7月10日の前営業日の2018年7月9日を算定基準日（以下「算定基準日」）として、算定基準日の終値、算定基準日から遡る1週間、1ヶ月間、3ヶ月間および6ヶ月間の終値平均株価、ならびに2018年10月15日を算定基準日（以下「算定基準日」）として、算定基準日の終値、算定基準日から遡る1週間、1ヶ月間、3ヶ月間および6ヶ月間の終値平均株価を採用いたしました。

出光興産株式の1株当たりの株式価値を1とした場合の各算定方法の算定結果は、以下のとおりとなります。

評価方法	株式交換比率の評価レンジ
市場株価平均法（算定基準日）	0.38 ~ 0.43
市場株価平均法（算定基準日）	0.39 ~ 0.41
DCF法	0.38 ~ 0.47

野村證券は、株式交換比率の算定に際して、野村證券が検討した公開情報および野村證券に提供された財務、法務、規制、税務、会計に関する情報その他一切の情報については、それらがいずれも正確かつ完全であることを前提としており、独自にその正確性および完全性についての検証は行っていません。また、両社とそれらの関係会社の資産または負債（金融派生商品、簿外資産および負債、その他の偶発債務を含みます。）について、個別の資産および負債の分析および評価を含め、独自に評価、鑑定または査定を行っておらず、また、第三者機関への評価、鑑定または査定の依頼も行っておりません。加えて、野村證券が提供を受けた両社の財務予測その他将来に関する情報については、両社の経営陣により現在可能な最善かつ誠実な予測と判断に基づき合理的に作成または検討されたこと、それらの予測に従い株式交換後の会社の財務状況が推移することを前提としており、独自の調査をすることなくかかる財務予測その他将来に関する情報に依拠しております。

また、野村證券がDCF法による算定の前提とした昭和シェルおよび出光興産の事業計画には、本経営統合によるシナジー効果は織り込んでおりません。なお、野村證券が、DCF法による算定の前提とした2019年3月期から2023年3月期までの出光興産の事業計画については、大幅な増減益を見込んでいる事業年度はありません。一方、野村證券が、DCF法による算定の前提とした昭和シェルの2019年3月期から2023年3月期までの昭和シェルの事業計画については、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、2019年3月期に石油事業の収益改善により対前年度比較で大幅な増益、2020年3月期には石油製品市況要因や製油所の定期修繕の影響により対前年度比較で大幅な減益、2021年3月期には規制環境の変化に伴う海外石油製品市況の変化や製油所の定期修繕の一巡による利益改善効果等により対前年度比較で大幅な増益となることを見込んでおります。

### 野村證券によるフェアネス・オピニオンの前提条件および免責事項等

野村證券は、フェアネス・オピニオン（以下「本意見書」といいます。）の作成にあたり野村證券が検討した公開情報および野村證券に提供された財務、法務、規制、税務、会計に関する情報その他一切の情報については、それらがいずれも正確かつ完全であることを前提としており、独自にその正確性および完全性についての検証は行っておらず、また検証の義務を負うものではありません。野村證券は、昭和シェルおよび出光興産とそれらの関係会社の資産または負債（金融派生商品、簿外資産および負債、その他の偶発債務を含みます。）について、個別の資産および負債の分析および評価を含め、独自に評価、鑑定または査定を行っておらず、また、第三者機関への評価、鑑定または査定の依頼も行っておりません。昭和シェルおよび出光興産の財務予測その他将来に関する情報については、両社の経営陣により現在可能な最善かつ誠実な予測と判断に基づき合理的に作成または検討されたこと、それらの予測に従い株式交換後の会社の財務状況が推移することを前提としており、野村證券は、本意見書の作成にあたり、独自の調査をすることなくかかる財務予測その他将来に関する情報に依拠しております。野村證券は、かかる財務予測等の実現可能性につき一切の保証をするものではありません。野村證券は、本株式交換が本株式交換についての契約（以下「本契約書」といいます。）に記載された条件に従って適法かつ有効に実行されること、本株式交換の税務上の効果が野村證券に提示された想定と相違ないこと、本株式交換の実行に必要な全ての政府、監督官庁その他による同意または許認可が、本株式交換によりもたらされると期待される利益を何ら損なうことなく取得されること、および本契約書に記載された重要な条件または合意事項の放棄、修正また



は変更なく本株式交換が本契約書の条件に従って完了することを前提としており、これらについて独自の調査は行っており、またその義務を負うものではありません。野村證券は、昭和シェルまたは昭和シェルが本株式交換の実施にかかり設置した特別委員会（以下「特別委員会」といいます。）により本株式交換以外の取引またはその相対的評価についての検討を要請されておらず、かかる検討は行っておりません。野村證券は、昭和シェル、昭和シェルの取締役会または特別委員会に対して、本株式交換に関する第三者の意思表明を勧誘する義務を負っており、またそのような勧誘を行っておりません。

野村證券は、本株式交換に関して、特別委員会の財務アドバイザーを務めており、そのサービスの対価として、昭和シェルから本意見書提出を支払条件とするものを含む手数料を受領する予定です。また、野村證券は、野村證券およびその関係会社に生じた一定の費用の払い戻しを昭和シェルから受領する予定です。本意見書提出にあたっては昭和シェルと野村證券との契約に規定する免責・補償条項が適用されます。野村證券およびその関係会社は、昭和シェル、出光興産またはそれらの関係会社に対して、投資銀行業務、その他の金融商品取引関連業務およびローン業務等を行いまは将来において行い、報酬を受領する可能性があります。また、野村證券およびその関係会社は、通常の業務の過程において、昭和シェル、出光興産またはそれらの関係会社の有価証券および金融派生商品を含む各種金融商品を自己の勘定または顧客の勘定において随時取引しまたは所有することがあります。

本意見書に記載された野村證券の意見（以下「本意見」といいます。）は、特別委員会が昭和シェルと出光興産との間における株式交換比率（以下「本株式交換比率」といいます。）を検討するために参考となる情報を提供することを目的としています。かかる意見は、本意見書に記載された条件および前提のもとで、本株式交換比率の財務的見地からの妥当性について述べられたものに留まり、野村證券は、本株式交換比率の決定の基礎となる各前提事実もしくは仮定について意見を述べることも、または昭和シェルが本株式交換を実行するという経営上の判断について賛否を含む何らの意見を述べることも要請されておらず、本意見書においてもかかる意見を述べておりません。また、本意見は、昭和シェルの株主に対して、本株式交換に関する議決権等の株主権の行使、株式の取引その他の関連する事項について何らの推奨を行うものではなく、さらに、本意見書は、昭和シェルおよび出光興産の普通株式の株価水準について、過去、現在または将来に係る何らの意見を述べるものでもありません。なお、野村證券は、本株式交換に関して、法務、規制、税務、会計または環境に関連するアドバイスを独自に行うものではなく、これらの事項については、昭和シェルまたはその外部専門家の判断に依拠しております。

本意見書の内容は、別途昭和シェルと野村證券との契約において特別に認められている場合を除き、第三者に開示されず、または目的外に使用されないことを前提としており、昭和シェルおよび特別委員会は、野村證券の事前の書面による同意なく、本意見書の全部または一部を問わず、これを開示、参照、伝達または使用することはできません。

本意見は、本意見書の日付現在における金融、経済、市場、事業環境その他の状況を前提とし、また当該日付現在で野村證券が入手している情報に依拠しております。今後の状況の推移または変化により、本意見が影響を受けることがありますが、野村證券はその意見を修正、変更または補足する義務を負いません。