



2022年2月7日

各 位

会 社 名 名鉄運輸株式会社
 代表者名 代表取締役社長 内田 互
 (コード番号：9077)
 問合せ先責任者 財務部長 山本 貴之
 (TEL 052-935-5721)

支配株主である名古屋鉄道株式会社による当社株券に対する
 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

当社は、本日開催の取締役会において、下記のとおり、当社の支配株主（親会社）である名古屋鉄道株式会社（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。）に賛同の意見を表明するとともに、当社の株主の皆様に対して本公開買付けへの応募を推奨することを決議いたしましたので、下記のとおりお知らせいたします。

なお、上記取締役会決議は、公開買付者が本公開買付け及びその後の一連の手続を経て、当社の株主を公開買付者、及び当社の第二位株主であり「その他の関係会社」にあたる日本通運株式会社（以下「日本通運」といいます。）のみとすることを企図していること、並びに当社株式が上場廃止となる予定であることを前提として行われたものです。

記

1. 公開買付者の概要

(1) 名 称	名古屋鉄道株式会社	
(2) 所 在 地	名古屋市中村区名駅一丁目2番4号	
(3) 代表者の役職・氏名	代表取締役社長 高崎 裕樹	
(4) 事 業 内 容	交通事業、運送事業、不動産事業、レジャー・サービス事業、流通事業、航空関連サービス事業、その他の事業	
(5) 資 本 金	101,158百万円(2021年9月30日現在)	
(6) 設 立 年 月 日	1921年6月13日	
(7) 大株主及び持株比率 (2021年9月30日現在)	日本マスタートラスト信託銀行株式会社(信託口)	9.79%
	株式会社日本カストディ銀行(信託口)	4.42%
	日本生命保険相互会社	2.57%
	MSIP CLIENT SECURITIES (常任代理人 モルガン・スタンレーMUFG証券株式会社)	1.41%
	ジェーピー モルガン チェースバンク 385781 (常任代理人 株式会社みずほ銀行決済営業部)	1.29%
	株式会社日本カストディ銀行(信託口7)	1.26%
	株式会社三菱UFJ銀行	1.24%
	ステート ストリート バンク ウェスト クライアント トリーティ 505234 (常任代理人 株式会社みずほ銀行決済営業部)	1.04%
	東京海上日動火災保険株式会社	1.02%

	三井住友海上火災保険株式会社	0.94%
(8) 上場会社と公開買付者の関係		
資 本 関 係	公開買付者は、当社株式を 3,312,039 株 (所有割合 (注) : 51.09%) を所有しております。	
人 的 関 係	本日現在、当社の取締役 8 名のうち、2 名が公開買付者の取締役を兼任しており、1 名が公開買付者の出身です。また、当社の監査役 4 名のうち、1 名が公開買付者の取締役を兼任しています。 上記のほか、本日現在、公開買付者の従業員 8 名が、当社に出向しております。	
取 引 関 係	当社は、(ア) 公開買付者からシステムや公開買付者の商標の使用に関するライセンスを受けており、また (イ) 公開買付者の企業グループ会社との間で、資金の貸付・借入を行っております。	
関 連 当 事 者 へ の 該 当 状 況	公開買付者は当社の親会社であり、公開買付者と当社は相互に関連当事者に該当します。	

(注)「所有割合」については、下記「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」において定義します。

2. 買付け等の価格

当社株式 1 株につき、3,500 円

3. 本公開買付けに関する意見の内容、根拠及び理由

(1) 本公開買付けに関する意見の内容

当社は、本日開催の取締役会において、下記「(2) 本公開買付けに関する意見の根拠及び理由」に記載の根拠及び理由に基づき、本公開買付けに賛同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いたしました。

なお、当社の上記取締役会決議は、下記「(6) 本公開買付け価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置」の「⑦ 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」に記載の方法により決議されています。

(2) 本公開買付けに関する意見の根拠及び理由

本公開買付けに関する意見の根拠及び理由のうち、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。

① 本公開買付けの概要

公開買付者は、現在、当社株式 3,312,039 株 (注 1) (所有割合 (注 2) : 51.09%) を所有しており、当社を連結子会社としております。当社株式は、現在、株式会社名古屋証券取引所 (以下「名古屋証券取引所」といいます。) 市場第二部に上場しています。

この度、公開買付者は、本日開催の取締役会において、当社株式の全て (但し、公開買付者が所有する当社株式、本不応募株式 (注 3)、及び当社が所有する自己株式を除きます。) を取得し、当社の株主を公開買付者及び日本通運のみとなるように当社を非公開化することを目的とした取引 (以下「本取引」といいます。) の一環として、本公開買付けを実施することを決議したとのことです。

(注 1) 公開買付者は、1945 年 4 月に、当社の前身である一宮運輸株式会社 (以下「一宮運輸株式会社」といいます。) が、公開買付者が設立して株式を所有していた名岐運輸株式会社を吸収合併し、合併存続会社である一宮運輸株式会社の株式が名岐運輸株式会社の株主である公開買付者に対して交付されたことによって、当社株式を所有するに至りました。また、公開買付者は、当社が、2016 年 4 月 1 日に、当社を株式交換完全親会社、公開買付者が 6,971,449 株 (当時の所有割合 : 76.47%) を所有していた信州名鉄運輸株式会社を株式交換完全子会社とする株式交換 (当社は、信州名鉄運輸株式会社の普通株式 1 株に対し

て、当社株式を 1.1 株割当て交付) を実施したことで、当社は、信州名鉄運輸株式会社の株主であった公開買付者に対して、7,668,593 株 (当時の所有割合: 23.65%) の当社株式を交付し、公開買付者は当社株式 19,983,841 株 (当時の所有割合: 61.63%) を所有するに至りました。また、同日に、公開買付者が日本通運へ当社株式 3,423,645 株 (当時の所有割合: 10.56%) を売却した結果、公開買付者は、16,560,196 株 (当時の所有割合: 51.07%) の当社株式を所有するに至りました。その後、当社は、2017 年 10 月 1 日をもって、同年 9 月 30 日の最終の株主名簿に記録された当社の株主の所有株式数を基準に、株式併合 (5 株を 1 株に併合) を実施したため、本日現在、当社株式 3,312,039 株 (所有割合: 51.09%) を所有するに至っています。

(注 2) 「所有割合」とは、当社が 2022 年 2 月 4 日に提出した 2022 年 3 月期第 3 四半期決算短信〔日本基準〕(連結) (以下「当社第 3 四半期決算短信」といいます。) に記載された 2021 年 12 月 31 日現在の当社の発行済株式総数 6,509,301 株から、当社第 3 四半期決算短信に記載された同日現在の当社が所有する自己株式数 (26,948 株) を控除した株式数 (6,482,353 株) に対する割合 (小数点以下第三位を四捨五入しております。) をいいます。以下同じです。

(注 3) 「本不応募株式」とは、日本通運が所有する当社株式 1,301,873 株 (所有割合: 20.08%) を指します。当社は日本通運との間で 2015 年 12 月 25 日に資本業務提携契約 (以下「本資本業務提携契約」といいます。) を締結しましたが、その際に、日本通運は公開買付者ほか銀行等の当社の株主 7 名から、市場外の相対取引の方法により、当社株式 6,509,365 株 (2016 年 4 月 1 日当時の所有割合: 20.07%) を 2016 年 4 月 1 日付で取得しておりました。その後、当社は、2017 年 10 月 1 日をもって、同年 9 月 30 日の最終の株主名簿に記録された当社の株主の所有株式数を基準に、株式併合 (5 株を 1 株に併合) を実施したため、日本通運は本日現在、1,301,873 株の当社株式を所有しています。

本公開買付けの実施にあたり、公開買付者は、日本通運との間で、本日付で、本公開買付けに応募しない旨の契約 (以下「本不応募契約」といいます。) を締結しており、日本通運は、本不応募契約において、本不応募株式について、本公開買付けに応募しない旨を合意しているとのことです。詳細は、下記「4. 公開買付者と自社の株主との間における公開買付けへの応募に係る重要な合意に関する事項」をご参照ください。

公開買付者は、本公開買付けにおいては、下記「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」に記載のとおり、当社とさらに連携し、中長期的視点に立脚した当社グループ (下記「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」に定義されます。) の成長戦略を推進することが、当社グループを含む公開買付者グループ (下記「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」に定義されます。) 全体の更なる成長と発展に資すると判断したことから、当社の株主を公開買付者及び日本通運のみとなるように当社を非公開化することを目的としているため、買付予定数の上限を設定していないとのことです。また、公開買付者は、下記「(5) 本公開買付け後の組織再編等の方針 (いわゆる二段階買収に関する事項)」に記載されている一連の手続 (以下「本スクイーズアウト手続」といいます。) を実施することにより当社を非公開化する方針であり、下記「4. 公開買付者と自社の株主との間における公開買付けへの応募に係る重要な合意に関する事項」に記載のとおり、本不応募株式を所有する日本通運との間で本スクイーズアウト手続を実施する旨及び本臨時株主総会 (下記「(5) 本公開買付け後の組織再編等の方針 (いわゆる二段階買収に関する事項)」に定義されます。) において本スクイーズアウト手続に関連する本株式併合 (下記「(5) 本公開買付け後の組織再編等の方針 (いわゆる二段階買収に関する事項)」に定義されます。) を含む各議案に賛成する旨を合意しているとのことですが、本日現在、公開買付者が所有する当社株式は 3,312,039 株 (所有割合: 51.09%)、本不応募株式は 1,301,873 株 (所有割合: 20.08%) であり、その合計は 4,613,912 株 (所有割合: 71.17%、議決権割合: 71.35%) であることから、公開買付者は、本スクイーズアウト手続に関連する本株式併合が会社法 (平成 17 年法律第 86 号。その後の改正を含みます。以下「会社法」といいます。) 第 309 条第 2 項第 4 号に規定する

株主総会における特別決議により実施できるため、本スクイズアウト手続が確実に実行可能であると考えているとのことです。また、公開買付者は、下記「(6) 本公開買付価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置」に記載のとおり、本日現在、当社株式 3,312,039 株（所有割合：51.09%）を既に所有しているため、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少数株主の皆様の利益に資さない可能性もあるものと考え、買付予定数の下限を設定しておらず、本公開買付けに応募された当社株式の全ての買付け等を行うとのことです。また、公開買付者は、本公開買付けにより当社株式の全て（但し、公開買付者が所有する当社株式、本不応募株式及び当社が所有する自己株式を除きます。）を取得できなかった場合には、下記「(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）」に記載されている本スクイズアウト手続を実施することにより、当社を非公開化する予定とのことです。

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

当社は、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につき、公開買付者より以下の説明を受けております。

公開買付者は、1894 年に設立免許された愛知馬車鉄道株式会社（同社は、1896 年にその商号を名古屋電気鉄道株式会社に変更しております。）を祖としており、名古屋電気鉄道株式会社が地方鉄道部の事業を譲り受けるため、1921 年 6 月に名古屋鉄道株式会社が設立されたとのことです。その後、公開買付者は、1930 年 8 月に美濃電気軌道株式会社と合併し、同年 9 月に商号を名岐鉄道株式会社に変更し、1935 年 8 月に愛知電気鉄道株式会社を合併した際に、商号を名古屋鉄道株式会社に変更し、現在に至るとのことです。また、公開買付者は、1949 年 5 月に証券会員制法人名古屋証券取引所（現、名古屋証券取引所）市場へ、1954 年 12 月に証券会員制法人東京証券取引所（現、株式会社東京証券取引所（以下「東京証券取引所」といいます。)) 市場へ上場しているとのことです。その後、公開買付者は、1961 年の株式市場第二部開設に伴い、東京証券取引所第一部及び名古屋証券取引所第一部へ上場し、現在に至っているとのことです。

公開買付者は、本日現在において、当社を含む子会社 116 社及び関連会社 22 社を有し（以下、公開買付者並びにその子会社及び関連会社を総称して「公開買付者グループ」といいます。）、公開買付者グループの事業は、交通、運送、不動産、レジャー・サービス、流通、航空関連サービス及びその他の事業から構成されているとのことです。交通分野では鉄軌道、バス及びタクシー事業を、運送分野ではトラック及び海運事業を、それぞれ営んでいるとのことです。また、不動産分野では不動産分譲業、不動産賃貸業及び不動産管理業を、レジャー・サービス分野ではホテル業、観光施設事業、旅行業及び広告代理業を、流通事業では百貨店業及び物品販売等をそれぞれ営んでおり、航空関連サービス分野では機内食の提供や物資輸送、ドクターヘリの運航等を行っているとのことです。その他の分野では、情報処理業や建設業等を手がけているとのことです。

公開買付者グループは、人口減少・少子高齢化の加速及び技術革新の進展等、公開買付者グループを取り巻く環境が変化する中においても持続的な成長を目指すため、2018 年 3 月に、長期ビジョン「VISION2030～未来への挑戦～」を策定し、事業基盤の拡大や収益力強化に取り組んでいるとのことです。2021 年 3 月には、2023 年度を最終年度とする中期経営計画「Turn-Over 2023 ～反転攻勢に向けて～」(以下「本中期経営計画」といいます。)を策定し、「地域価値の向上に努め、永く社会に貢献し続けるため、コロナ後の新たな社会経済情勢に対応して事業を変革し、強靱な企業グループに再生を図ることにより、次の成長に繋がる基盤を構築する」ことを基本方針に定め経営に取り組んでいるとのことです。また、本中期経営計画では、公開買付者グループ全体として、「事業構造改革」と「成長基盤構築」を掲げ、新型コロナウイルス感染症の拡大によって影響を受けた事業の変革・再生及び次の成長に繋がる基盤の構築を図り、「地域価値の向上に努め、永く社会に貢献する」という使命を達成するために、街と街、人と人をつなぐことで人々の豊かな生活の実現を目指しているとのことです。

一方、当社は、1943 年 6 月に愛知県一宮市において一宮運輸株式会社として設立され、1945 年 4 月に

公開買付者が設立した名岐運輸株式会社を吸収合併して、その際に商号を蘇東運輸株式会社に変更しました。その後、当社は、1960年4月には現在の名鉄運輸株式会社に商号を変更し、1976年8月には名古屋証券取引所市場第二部へ上場し、1992年5月には本社を現在の名古屋市東区に移転しています。

当社は、2015年12月25日に貨物自動車運送事業において相互輸送に係る取引関係を有していた日本通運との間で本資本業務提携契約を締結し、混載事業（注1）及び引越事業における連携や、鉄道コンテナ利用などの物流ネットワークを強化し、物流ネットワークの相互利用、オペレーションの効率化を通じた競争力強化などの協業を推進しております。

（注1）複数の顧客からの貨物を積み合わせて輸送を行う事業を指します。

当社は、本日現在、子会社19社と関連会社1社を有し（以下、当社並びにその子会社及び関連会社を総称して「当社グループ」といいます。）、当社グループは、親会社である公開買付者グループに属しております。当社グループは、当社グループに属するそれぞれの会社が事業地域及び事業分野を複合的に分担の上、変わりゆく物流ニーズの需要に対してグループが一体となって貨物運送事業を主力とする総合的な物流関連事業を展開しております。具体的には、当社は、本日時点において仙台市から岡山市までの全国66箇所に事業所を構え、全国を東北支社、北関東支社、東京支社、名古屋支社、大阪支社の5つの支社がそれぞれ管轄する5つのエリアに分ける体制を採用し、日本全国をカバーするネットワークを構築しております。また、当社グループのうち、例えば、名鉄ゴールデン航空株式会社においては、航空会社と代理店契約を締結し、国内の航空貨物輸送を行っているほか、貨物輸送にかかわる保管業務及び流通加工業務や納品代行業務を行うなどの総合的な物流サービスも提供しております。

このように社会インフラ・ライフラインのひとつである輸送サービスを展開している当社グループは、物流という視点から豊かな生活を実現することを通じて地域の皆様に信頼される「信頼のトップブランド」を目指しています。具体的には、当社グループは、「We're Koguma」のキャッチフレーズを掲げ、グループ一丸となって、最高品質のロジスティクスサービスを「こぐま品質」との名称の下に提供することを経営の基本方針としております。

一方で、当社グループを取り巻く事業環境は、人口減少などによる国内貨物需要の頭打ち、ネット社会・電子商取引の拡大、新しい生活様式の浸透、AIを活用した自動運転・ドローン配送などの技術革新、持続可能な社会の実現へ向けた意識の高まりなどが変化してきております。これらの環境下においても、当社グループが持続的な成長を目指すためには、自動運転・DX（デジタルトランスフォーメーション）の活用を含め、従来からの領域に捉われない事業展開が必要であり、また、ESG・SDGsをより重視した経営が求められていると考えており、2021年3月に、2030年に向けた長期ビジョン「Koguma Sustainable 2030」を策定するとともに、本年度を初年度とする3ヵ年計画「名鉄運輸グループ中期経営計画2023」を策定しております。当社グループ長期ビジョン「Koguma Sustainable 2030」においては、当社グループが培ってきた「こぐま品質」と、地域に密着した当社グループ各社の強み（すなわち、当社グループの各会社が、それぞれ所在する地域の顧客のニーズに対応したサービス提供ができる強み）を結集したグループ総合力及び事業基盤を強化し、当社の区域事業（注2）、倉庫事業、3PL（注3）などの事業を拡大するほか、特積事業（注4）のコスト構造の抜本的改革を進め、労働生産性の向上を図り、2030年度には売上高1,500億円を目指すものとしています（なお、当社グループの2021年3月期における売上高は約1,120億円です。）。

（注2）特定の地域・区域内における配送業務、及び顧客指定ルートによる配送業務を指します。

（注3）3PLとは、サードパーティ・ロジスティクスの略称であり、顧客の物流機能の全部又は一部の業務を当社が受託するサービスを指します。

（注4）複数の顧客からの貨物を1台の車両でまとめて運ぶ「積合せ運送」の一形態を指します。

また、「名鉄運輸グループ中期経営計画2023」においては、「Connect（繋げる）、Support（支えあう）& Innovate（革新する）」をスローガンとして掲げています。当社グループは、「名鉄運輸グループ中期経営計画2023」において、この3ヵ年に係る期間をコロナ禍からの回復期と位置づけ、3つの重点テーマである「特積事業の融合化モデルへの進化・DXによる労働生産性向上」、「人事制度・職場環境の改善」、

「持続的な物流ネットワークの構築」の取り組みを進め、労働生産性(一人当たり付加価値)を高めることで、中長期的な成長・存在価値向上を実現してまいります。

公開買付者グループは、交通、レジャー及び百貨店等、事業展開地域における人々の生活に根差したサービスを提供しており、特に主たる事業である交通事業は、インバウンド旅行客の利用増加に伴う旅客収入の増加や、製造業の生産拠点が集積する線区の通勤定期輸送人員の増加等により業績は堅調に推移していましたが、国立社会保障・人口問題研究所の「日本の地域別将来推計人口(平成30年推計)」によれば、公開買付者グループが事業の基盤とする中部地方(新潟県、富山県、石川県、福井県、山梨県、長野県、岐阜県、静岡県及び愛知県)の総人口は2025年から2030年にかけて3.0%、2035年から2040年にかけて3.5%減少するなど、中長期的に減少することが示唆されており、これは公開買付者グループの主力事業における将来的な収益獲得機会の逡減を意味するものと捉えているとのことです。加えて、足元では新型コロナウイルス感染症の拡大に伴う移動の制限により、インバウンド需要・旅行需要の減少、EC需要の顕著な増加及びテレワークの普及に伴う都市部から郊外への居住エリアの移転等、消費者の行動・生活様式がコロナ禍の影響を受ける前の2019年度から変化しているとのことです。公開買付者グループのコア事業である交通事業は、コロナ禍において2019年度から設備投資額を34.6%抑制した2020年度においても、設備投資額の総額の35.2%となる168億円を設備投資に費やしており、線路や車両等への一定額の投資を要するなど固定費率が高いことから、一定以上の収入を確保する必要があるところ、2019年度から2020年度にかけて1,635億円から1,049億円に減収したことで、営業利益が215億円の黒字から178億円の赤字に転じ、移動需要の減少及びサービス消費の低迷に伴う売上減少による収益性の悪化に直面しているほか、消費者の新たな生活様式が定着しつつあることからそのトレンドは長期化するものと予想され、公開買付者グループにとっては今後も厳しい事業環境が継続するものと見込んでいるとのことです。

このように、公開買付者グループにとって先行き不透明な状況が予測される中、公開買付者グループが更なる成長を遂げるためには、コロナ禍でも堅調な運送事業や航空事業を競争力のある事業と捉え収益力の強化を図り、収益構成の見直しを行っていくことが必須であると認識していたとのことです。

他方、当社グループの主たる事業である運送事業は、国土交通省の「トラック輸送情報」によれば、特別積合せ貨物の輸送トン数は、2018年度において65,833,010トン、2019年度において64,182,180トン、そして2020年度においては63,875,481トンと、コロナ禍においても足元では物販系分野のEC市場規模の拡大に支えられ横ばいで推移しているものの、将来的には人口減少に伴う国内貨物輸送量の減少が予測されると公開買付者は考えているとのことです。また、運送業界全体として慢性的な人材不足が続いており、今後も少子高齢化によりその傾向はより顕著になることが見込まれ、人件費の高騰が一層加速することが懸念されるほか、新型コロナウイルス感染症の拡大により2020年3月から6月にかけて下落した燃料価格が経済活動の回復に伴って2020年度下期より上昇に転じるなど、燃料費の動向も先行きが見通せない厳しい事業環境に置かれていると公開買付者は考えているとのことです。加えて、近年は業界全体として、ESG・SDGsやコンプライアンスを重視した経営が求められており、DXの活用・推進による労働生産性の改善及びモーダルシフト(注5)への取り組み等を通じた持続可能な物流ネットワークの構築等の推進が急務であると公開買付者は考えていたとのことです。

(注5)「モーダルシフト」とは、トラック等の自動車で行われている貨物輸送を環境負荷の小さい鉄道や船舶の利用へと転換することをいいます。

このような事業環境の中、公開買付者グループ及び当社グループが持続的な成長を遂げるためには、公開買付者グループと当社グループがより連携を強化し、交通事業等が過半を占めている公開買付者グループの収益構造から今後成長が見込まれる当社が展開している貨物運送事業等の収益力強化を図り、先端技術の活用・DXの推進による生産性の向上やイノベーションの創出及び戦略的な投資や新たなビジネス領域への挑戦といった施策に取り組むことが必要であると考えたとのことです。また、公開買付者は、2021年10月下旬、これらの取り組みにより、公開買付者グループ全体としての更なる企業価値向上、ひいては公開買付者グループが掲げている「地域価値の向上に努め、永く社会に貢献する」使命を達成することに繋がると考えていたとのことです。

公開買付者としては、当社とより一層連携を深めることにより、以下のようなシナジーの実現を目指すとのことです。

(i) 公開買付者グループのノウハウを活かした、不動産の再開発、当社の物流施設の新設及び維持・更新に係る投資

不動産の再開発や物流施設への投資は、中長期的な事業展望の観点からは実施すべきものであったとしても、一時的には当社の財務体質を悪化させる場合もあり、当社の少数株主の皆様の期待に沿えない可能性や短期的には資本市場から十分な評価が得られないことによる株価の不安定化のリスクを伴うことから、積極的に推進することはできなかつたと公開買付者は考えているとのことです。また、公開買付者が有する不動産情報を、当社の事業のために活用することが望ましいと考えられる場合において、公開買付者及び当社がいずれも上場会社である現状では、少数株主保護の観点から機動的な行動をとることができず、実現に至らない局面もあったとのことです。公開買付者は、当社の非公開化を通じて、親子上場に伴う親会社と当社の少数株主の利益相反を回避することで機動的な経営体制を構築でき、公開買付者及び当社が中長期的視点に立脚した当社グループの成長戦略を推進することや、長期的な視野に立った投資やリソース配分に向けた行動をとることが可能となり、当社が有する物流ネットワークをより強化し、更なる競争力向上を図るため、当社の物流施設の新設及び維持・更新へ戦略的に投資するほか、公開買付者グループのノウハウを活用した不動産開発を推進するなど、公開買付者が取り得る経営戦略上の選択肢の幅が広がると考えているとのことです。具体的には、輸送力強化のための当社物流施設の新設、改良及び老朽化した拠点の整備等に係る資金面での支援、公開買付者グループが保有している不動産情報の有効活用、公開買付者グループの知見を活かした物流不動産開発並びに公開買付者グループによる当社物流施設跡地の再開発等の取り組みが可能になると考えているとのことです。また、公開買付者グループが保有している施設を当社の物流施設へ建替えるなど再開発する可能性についても模索していくとのことです。

(ii) M&A 等も含めたグループ再編による効率的な組織体制構築及び事業拡大

当社は公開買付者の連結子会社であるものの、上場会社であることから、公開買付者から独立した経営を行ってきたとのことです。しかしながら、公開買付者グループの中には、例えば太平洋フェリー株式会社の貨物輸送や名鉄観光サービス株式会社の国際貨物事業のように、当社と同種の事業を運営している企業が複数存在しているとのことです。本取引を通じて当社を非公開化し、親子上場に伴う独立性確保の制約を回避することで、公開買付者と当社がより連携を強化し、それら事業について、公開買付者グループ及び当社グループの運送事業の中心である当社が、同種の事業を運営している企業で重複している業務を合理化することで、事業運営の効率化を図ることが最適であると考えられるほか、効率的な組織体制構築に関する知見を有する公開買付者が、当社の経営に対してコミットを高められるようになり、ヒト・モノ・カネの経営資源のグループ内での最適配分が可能となるため、当社グループのコア事業である運送事業をはじめ、公開買付者グループ及び当社グループの注力事業に対し経営資源を集中することや、当社グループの事業規模・業容を拡大させるために公開買付者が M&A 等の成長戦略を支援するなど、公開買付者グループ全体の再編による効率的な事業体制の構築及び事業拡大による更なる成長促進を実現していくことができると考えているとのことです。

また、DXの推進による生産性の向上という観点においては、公開買付者グループはDXに関する知見を有する部門を中心として、公開買付者グループのDXを推進しているものの、少数株主保護の観点から、公開買付者グループのナレッジや経営資源について、独立した経営を行う当社グループに集中して活用できない局面があったことから、当社グループだけでは既存の枠組み・発想を超える新たなシステム開発等が推進できていなかったとのことです。公開買付者は、本取引を通じて当社を非公開化し、公開買付者と当社の少数株主との間にある構造的な利益相反を回避することで、公開買付者グループの経営資源を当社グループの企業価値向上に活用できるようになり、その結果、当社のDXの推進を加速させることが可能となると考えているとのことです。具体的には、労務管理や営業管理等、公開買付者グループ及び当社グループがそれぞれ独立して使用している情報システムの統一をはじめ、両グループで協働してDXを推進することが可能となり、省人化及び業務の自動化・効率化を通じた事業遂行のスピードアップやコスト削減等、グループ全体の生産性向上が実現できると考えているとのことです。

(iii) 公開買付者グループ及び当社グループの人材リソースの活用

上記のとおり、当社は公開買付者の連結子会社であるため、当社が上場を維持した状態では、公開買付者グループから当社グループへの役職員の派遣等は独立性維持のために最低限に留める必要があるところ、当社を非公開化することにより、公開買付者から当社に対しての人材派遣や当社の注力事業である区域事業、倉庫事業、3PLなどの事業への異動など、公開買付者グループ及び当社グループ間での人材交流の促進や、グループ内での柔軟な人材配置が可能になり、当社の構造的な人材不足等の課題解決及び経営効率の向上が実現できると考えているとのことです。具体的には、当社は、注力事業において新規事業開発・販売促進等を推進できる人材が不足していること等の課題を有しているため、当該分野における知見を有した公開買付者グループの人材を派遣することで課題解決を図っていくとのことです。また、グループ内の配置転換を通じて、当社のドライバー不足の解消に取り組んでいくとのことです。

また、上記以外にも、シナジーが見込まれる事業領域として、大型車両・燃料の共同購買によるスケールメリットの獲得及び車両のEV化等が考えられるとのことです。

公開買付者は、当社株式の持分比率を高めつつ、当社を非公開化することで、親子上場に伴う親会社と当社の少数株主の将来的な利益相反の回避及びグループ経営戦略における意思決定の迅速化等、機動的なグループ経営体制の構築が可能となり、また、上場会社としての独立性維持の観点で制約があった、公開買付者と当社の間での顧客基盤、事業基盤、財務基盤等の経営資源の相互活用を通じ、経営の効率化及び当社の主力事業である運送事業への戦略的な投資等を実現させることで、上記のシナジー効果が得られると考えたとのことです。公開買付者は、2021年10月下旬、このように、公開買付者と当社がより連携を強化し、中長期的視点に立脚した当社グループの成長戦略を推進することが、当社グループを含む公開買付者グループ全体の更なる成長と発展に資すると判断し、そのためには当社の非公開化が最善の選択であると判断したとのことです。

なお、2015年12月25日に当社と本資本業務提携契約を締結し、2016年4月1日に当社の第二位株主となり、現在に至るまで当社の重要なビジネスパートナーたる日本通運が、当社の非公開化後においても引き続き当社の株主としての立場を保持することで、当社及び日本通運との資本関係が維持されることにより、当社及び日本通運の取引関係及び本資本業務提携に基づく提携関係が中長期的に維持及び強化されることが見込まれ、継続して混載事業における両社の輸送連携を進めることで、当社の事業基盤の維持・拡大に繋がり、ひいては、当社の持続的な企業価値の向上に資することが期待されることから、2021年10月下旬、公開買付者としては、本公開買付けを通じた当社の非公開化においては公開買付者のみならず日本通運も当社の株主としてその立場を維持することが必要であるとの結論に至ったとのことです。また、公開買付者は、2021年10月下旬、本公開買付けにおいては、当社の株主を公開買付者及び日本通運のみとなるように当社を非公開化することを目的としているところ、2021年9月末時点において、公開買付者は当社株式3,312,039株（所有割合：51.09%）を既に所有し、日本通運は当社株式1,301,873株（所有割合：20.08%）を既に所有していた（本日現在においても、公開買付者及び日本通運が所有する株式数は同じです。）ため、日本通運からの賛同が得られれば、本公開買付けを行うことなく、当社に会社法第180条に基づく当社株式の併合の実施を要請すること等により、当社を非公開化することも可能と考えていたとのことです。もっとも、公開買付者は、2021年10月下旬、本公開買付けを前置することにより、本取引に関して適切な情報開示を行うことで、当社の株主の皆様に対して本取引につき適切な判断機会を確保し、もって本取引の公正性を担保することを企図して、本公開買付けを実施するのが適切であると判断したとのことです。

そして、公開買付者は、かかる判断を踏まえ、2021年10月下旬に、当社に対して、当社を非公開化し、株主を公開買付者と日本通運の2社のみとすることについて初期的な打診を行ったところ、当社から、当該打診について応じるかどうかの検討を行う旨の回答を得たとのことです。また、公開買付者は、2021年11月15日、日本通運に対して、当社を非公開化し、株主を公開買付者及び日本通運のみとすることを企図しており、今後も協議させてほしい旨を伝えたと、同日、日本通運から前向きに検討する

旨の回答を電子メールで受領したとのことです。また、2021年12月10日、公開買付者は日本通運に対して、本取引について説明を行い、本公開買付けへの不応募及び本スクイーズアウト手続に関連する本株式会社併合を含む各議案に賛成する旨への賛同を依頼したところ、同日、公開買付者及び日本通運は、これまで取り組んできた共同配送や共同幹線輸送など経営資源の有効活用及び業務の効率化を加速化させることが、当社グループの持続的な成長に資するとの認識を共有するに至り、その後、具体的な契約内容について協議を進め、2021年12月下旬、本不応募契約の内容について合意し、本日付で、本不応募契約を締結したとのことです。

公開買付者は、2021年7月上旬より、上記のとおり、当社の非公開化に関する検討を進めており、2021年10月下旬に、当社に対して、当社を非公開化し、株主を公開買付者と日本通運の2社のみとする事について初期的な打診を行ったところ、当社から、当該打診について応じるかどうかの検討を行う旨の回答を得たとのことです。その後、2021年11月24日、公開買付者は、当社に対して、本取引に関する協議を開始したい旨の正式な提案書を送付したところ、2021年11月26日、当社から本取引について検討を進める旨の回答を口頭で受領した上で、本取引を実施する場合における公表日などの各種日程について当社と確認し、以下のとおり、本取引に関して複数回にわたり当社と協議・検討を重ねてきたとのことです。

公開買付者は、公開買付者、当社及び日本通運から独立したファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関として大和証券株式会社（以下「大和証券」といいます。）を、リーガル・アドバイザーとして麻布霞山法律事務所を2021年11月17日に選任し、2021年12月上旬から2022年1月上旬にかけて当社に対するデュー・ディリジェンスを実施したとのことです。また、公開買付者は、2022年1月6日に本特別委員会（下記「④ 当社が本公開買付けに賛同するに至った意思決定の過程及び理由」の「(i) 公開買付者からの提案及び検討体制の構築の経緯」に定義されます。）から本取引に関する質問を受領したため、2022年1月13日に、当社及び本特別委員会に対して、非公開化に関するより詳細な説明を行い、同年1月14日に追加回答を行うなど、同年2月1日に至るまで、公開買付者及び当社のシナジーの創出に向けた具体的な施策や、本公開買付けにおける買付け等の価格（以下「本公開買付価格」といいます。）を含む本取引の諸条件等について本格的な協議・検討を進めてきたとのことです。

具体的には、公開買付者は、当社の過去の市場株価終値ベースでの最高水準や推移等の情報、デュー・ディリジェンスを通じて本取引の実現可能性が確認できたこと及び大和証券による当社株式の算定結果を総合的に考慮の上、過去5年間の終値ベースの最高値（2,700円）に着目し、2022年1月12日に本公開買付価格を2,700円としたい旨の提案を行ったとのことです（なお、公開買付者は、本公開買付価格を2,700円とする提案が、2019年7月から2021年11月に行われた本公開買付けと同種の発行者以外の者による株券等の公開買付けの事例（親会社による上場子会社の非公開化を前提とした公開買付けの事例26例）において観測されたプレミアム水準（平均値は、公表日直前が42.2%、直近1ヶ月間が44.5%、直近3ヶ月間が46.5%、直近6ヶ月間が45.2%であり、中央値は、公表日直前が41.5%、直近1ヶ月間が43.0%、直近3ヶ月間が42.3%、直近6ヶ月間が43.6%）と比較すると、2022年1月11日の終値（2,339円）に対するプレミアムは約13%にとどまるものの、上記のとおり、過去5年間の終値ベースの最高値（2,700円）に着目しているため、当社株主にとって経済合理性があると判断していたとのことです。）。しかし、公開買付者は、同年1月14日、当社より、本公開買付価格を2,700円とする提案に対して、当社のファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関である株式会社三菱UFJ銀行コーポレート情報営業部財務開発室（以下、株式会社三菱UFJ銀行を「三菱UFJ銀行」といい、株式会社三菱UFJ銀行コーポレート情報営業部財務開発室を「三菱UFJ銀行財務開発室」といいます。）が試算した当社理論株価の算定レンジを踏まえると、当社の少数株主にとって十分な価格であるとはいえないとして提案内容の再検討を要請されたとのことです。その後、公開買付者は、同年1月12日の価格提案時と同様の理由及び当社から価格の再検討を要請されたことを踏まえ、同年1月18日に、初回提案価格（2,700円）と当社株式の初回提案日の直近取引成立日である同年1月11日の終値（2,339円）の差額である361円を超える370円を初回提案価格に対して上乗せした3,070円を本公開買付価格としたい旨の提案を行ったとのことです。同年1月21日、当社より、本公開買付価格を3,070円とする提案に対して、三菱UFJ銀行財務開発室が試算した当社理論株価の算定レンジを踏まえると、未だ賛同意見及び

応募推奨意見を表明できる水準には達していないとの理由で、本公開買付価格を3,900円に引き上げるよう求める旨の提案を受領したとのことです。これに対して、公開買付者は、当社の過去の市場株価終値ベースでの最高水準や推移等の情報、デュー・ディリジェンスを通じて本取引の実現可能性が確認できたこと及び大和証券による当社株式の算定結果に加え、当社に賛同及び応募推奨意見を表明いただくため、分かりやすい判断材料である市場株価に対するプレミアムを重視する必要があると考え、上記の本公開買付けと同種の事例において観測されたプレミアム水準（平均値は、公表日直前が42.2%、直近1ヶ月間が44.5%、直近3ヶ月間が46.5%、直近6ヶ月間が45.2%であり、中央値は、公表日直前が41.5%、直近1ヶ月間が43.0%、直近3ヶ月間が42.3%、直近6ヶ月間が43.6%）を総合的に考慮し、同年1月25日に本公開買付価格を3,300円としたいとの提案を行ったとのことですが、同年1月27日、当社より、同年1月21日と同様の理由から、本公開買付価格を3,700円に引き上げるよう求める旨の提案を受領したとのことです。その後、公開買付者は、同年1月25日の価格提案時と同様の理由から、同年1月31日に本公開買付価格を3,500円としたいとの提案を行い、同年2月1日、当社から、本公開買付価格を3,500円とする提案は、当社の一般株主の皆様が享受すべき利益が確保された妥当な価格であり、当社の一般株主の皆様に対して適切なプレミアムを付した価格での合理的な当社株式の売却の機会を提供するものであると判断し、同年2月1日に本公開買付けを3,500円とすることについて同意する旨の回答を受領したとのことです（当社が本公開買付価格を3,500円とすることに同意した理由の詳細は、下記「④ 当社が本公開買付けに賛同するに至った意思決定の過程及び理由」の「(iii) 当社の意思決定の内容」をご参照ください。).

公開買付者は、2022年1月13日に実施した当社及び本特別委員会との面談において、2022年1月6日に本特別委員会から書面により受領した質問に対する説明や当社及び本特別委員会との協議を実施し、同年1月14日の本特別委員会に対する書面による追加回答、上記の公開買付価格に関する当社及び本特別委員会との間の提案・協議を通じて、同年2月1日に、当社との間で、公開買付者が企図する企業価値向上策は、その短期的な収益へのネガティブなインパクトや、そもそも失敗するリスクがあることからすれば、こうした企業価値向上策に取り組む前提として、本取引による上場廃止を経ることもやむを得ないと考えられることや、本取引が公開買付者及び当社にとって、現実的に採り得る最善の手段であり、本取引は、企業価値向上の観点から、他の現実的にあり得る手段と比較しても優位性を有する取引であると考えられることなどについて共通の認識に至り、本公開買付価格について合意したため、本日開催の取締役会決議により、当社の非公開化を目的とした本取引の一環として、本公開買付けを開始することを決定したとのことです。

これに対して、当社は、公開買付者から本取引に関する初期的な打診を2021年10月下旬に受け、その際、公開買付者に対して当該打診について応じるかどうかの検討を行う旨を回答しました。当社は上記初期的な打診を受けたことを契機として、公開買付者との間で協議を開始することや本取引の実施の是非等を含めて検討を開始しました。そして、当社は、公開買付者との間で交渉するため、当社、公開買付者及び日本通運から独立したファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関として三菱UFJ銀行財務開発室を2021年11月中旬に選任し、また、当社、公開買付者及び日本通運から独立したリーガル・アドバイザーとしてアンダーソン・毛利・友常法律事務所外国法共同事業及び弁護士法人アンダーソン・毛利・友常法律事務所（以下、総称して「アンダーソン・毛利・友常法律事務所」といいます。）を2021年11月下旬に選任しました。

また、当社は、2021年12月17日、公開買付者及び日本通運から独立した立場で本取引について検討、交渉等を行うため、独立社外取締役、独立社外監査役及び社外有識者によって構成される本特別委員会を設置いたしました。そして、本特別委員会は、当社において、ファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関として三菱UFJ銀行財務開発室を、リーガル・アドバイザーとしてアンダーソン・毛利・友常法律事務所を選任することをそれぞれ承認いたしました。また、本特別委員会において、当社、公開買付者及び日本通運から独立した財務アドバイザーとして高野総合コンサルティング株式会社（以下「高野総合コンサルティング」といいます。）を独自に選任し、本公開買付けに係る協議・交渉を行う体制を構築いたしました。

その上で、公開買付者と当社は、2022年1月13日に、本取引に向けた具体的な協議・交渉を開始いた

しました。

具体的には、公開買付者は、当社の過去の市場株価終値ベースでの最高水準や推移等の情報、デュー・ディリジェンスを通じて本取引の実現可能性が確認できたこと及び大和証券による当社株式の算定結果を総合的に考慮の上、過去5年間の終値ベースの最高値(2,700円)に着目し、2022年1月12日に本公開買付価格を2,700円としたい旨の提案を行ったとのことです(なお、公開買付者は、本公開買付価格を2,700円とする提案が、2019年7月から2021年11月に行われた本公開買付けと同種の発行者以外の者による株券等の公開買付けの事例(親会社による上場子会社の非公開化を前提とした公開買付けの事例26例)において観測されたプレミアム水準(平均値は、公表日直前が42.2%、直近1ヶ月間が44.5%、直近3ヶ月間が46.5%、直近6ヶ月間が45.2%であり、中央値は、公表日直前が41.5%、直近1ヶ月間が43.0%、直近3ヶ月間が42.3%、直近6ヶ月間が43.6%)と比較すると、2022年1月11日の終値(2,339円)に対するプレミアムは約13%にとどまるものの、上記のとおり、過去5年間の終値ベースの最高値(2,700円)に着目しているため、当社株主にとって経済合理性があると判断していたとのことです。)。当社は、2022年1月12日、本公開買付価格を2700円とする提案に対して、三菱UFJ銀行財務開発室が試算した当社理論株価の算定レンジを踏まえると、当社の少数株主にとって十分な価格であるとはいえないとして提案内容の再検討を要請いたしました。その後、公開買付者は、同年1月12日の価格提案時と同様の理由及び当社から価格の再検討を要請されたことを踏まえ、同年1月18日に、初回提案価格(2,700円)と当社株式の初回提案日の直近取引成立日である同年1月11日の終値(2,339円)の差額である361円を超える370円を初回提案価格に対して上乗せした3,070円を本公開買付価格としたい旨の提案を行ったとのことですが、同年1月21日、当社は、本公開買付価格を3,070円とする提案に対して、三菱UFJ銀行財務開発室が試算した当社理論株価の算定レンジを踏まえると、未だ賛同意見及び応募推奨意見を表明できる水準には達していないとの理由で、本公開買付価格を3,900円に引き上げるよう求める旨の提案を行いました。これに対して、公開買付者は、当社の過去の市場株価終値ベースでの最高水準や推移等の情報、デュー・ディリジェンスを通じて本取引の実現可能性が確認できたこと及び大和証券による当社株式の算定結果に加え、当社に賛同及び応募推奨意見を表明いただくため、分かりやすい判断材料である市場株価に対するプレミアムを重視する必要があると考え、上記の本公開買付けと同種の事例において観測されたプレミアム水準(平均値は、公表日直前が42.2%、直近1ヶ月間が44.5%、直近3ヶ月間が46.5%、直近6ヶ月間が45.2%であり、中央値は、公表日直前が41.5%、直近1ヶ月間が43.0%、直近3ヶ月間が42.3%、直近6ヶ月間が43.6%)を総合的に考慮し、同年1月25日に本公開買付価格を3,300円としたいとの提案を行ったとのことですが、同年1月27日、当社は、同年1月21日と同様の理由から、本公開買付価格を3,700円に引き上げるよう求める旨の提案を行いました。その後、公開買付者は、同年1月25日の価格提案時と同様の理由から、同年1月31日に本公開買付価格を3,500円としたいとの提案を行ったとのことですが、当社は、本公開買付価格を3,500円とする提案は、当社の一般株主の皆様が享受すべき利益が確保された妥当な価格であり、当社の一般株主の皆様に対して適切なプレミアムを付した価格での合理的な当社株式の売却の機会を提供するものであると判断し、同年2月1日に本公開買付けを3,500円とすることについて同意する旨の回答を行いました(当社が本公開買付価格を3,500円とすることに同意した理由の詳細は、下記「④ 当社が本公開買付けに賛同するに至った意思決定の過程及び理由」の「(iii) 当社の意思決定の内容」をご参照ください。)

③ 本公開買付け後の経営方針

本日現在、当社の取締役8名及び監査役4名のうち取締役2名及び監査役1名は公開買付者の役員を兼務しておりますが、公開買付者は、本取引を通じて、当社の株主を公開買付者及び日本通運のみとした後の当社の経営体制については、現時点で具体的な変更は予定していないとのことです。当社を含む公開買付者グループの経営資源をこれまで以上に集約することにより、公開買付者グループ一体となり、更なる企業価値向上に向けて邁進していくとのことです。

④ 当社が本公開買付けに賛同するに至った意思決定の過程及び理由

(i) 公開買付者からの提案及び検討体制の構築の経緯

当社は、上記「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」に記載のとおり、公開買付者から本取引に関する初期的な打診を 2021 年 10 月下旬に受け、その際、公開買付者に対して当該打診について応じるかどうかの検討を行う旨を回答しました。当社は上記初期的な打診を受けたことを契機として、公開買付者との間で協議を開始することや本取引の実施の是非等を含めて検討を開始しました。そして、当社は、公開買付者との間で交渉するため、当社、公開買付者及び日本通運から独立したファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関として三菱UFJ銀行財務開発室を 2021 年 11 月中旬に選任し、また、当社、公開買付者及び日本通運から独立したリーガル・アドバイザーとしてアンダーソン・毛利・友常法律事務所を 2021 年 11 月下旬に選任しました。

そして、当社は、当社が公開買付者の連結子会社であり、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、アンダーソン・毛利・友常法律事務所の助言を踏まえ、直ちに、公開買付者及び日本通運から独立した立場で、当社の企業価値の向上及び当社の一般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、2021 年 11 月下旬から当社の独立社外取締役、独立社外監査役及び外部有識者から構成される特別委員会の設置に向けた準備を進めました。その上で、同年 12 月 17 日開催の取締役会における決議により、井上尚司氏（当社の独立社外取締役）、安井秀樹氏（当社の独立社外監査役）、平林一美氏（当社の独立社外監査役）、及び仁科秀隆氏（弁護士、中村・角田・松本法律事務所）の 4 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。本特別委員会の設置等の経緯、検討の経緯及び判断内容等については、下記「（6）本公開買付価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置」の「② 当社における独立した特別委員会の設置」をご参照ください。）を設置し、本特別委員会に対し、(i) 本取引の目的は正当性・合理性を有するか（本取引が当社の企業価値向上に資するかを含む。）、(ii) 本取引の条件（本公開買付価格を含む。）の公正性・妥当性が確保されているか、(iii) 本取引において、公正な手続を通じた当社の株主の利益への十分な配慮がなされているか、(iv) 上記 (i) 乃至 (iii) のほか、本取引は少数株主にとって不利益でないと考えられるか、(v) 当社取締役会が本公開買付けに賛同し、当社の株主に応募を推奨する旨の意見表明を行うことの是非（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、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、本特別委員会の意見を最大限尊重し、特に本特別委員会が本取引に関する取引条件を妥当でないと判断したときには、当社取締役会は当該取引条件による本取引に賛同しないものとする、本特別委員会に対して、本取引に係る公開買付けにおける買付け等の価格その他の取引条件等について公開買付者と交渉を行う権限を付与すること、並びに本諮問事項の検討にあたって、本特別委員会は、当社の株式価値評価及び本取引に係るフェアネス・オピニオンの提供その他本特別委員会が必要と判断する事項を第三者機関等に委託することができるものとし、その場合の当該委託に係る合理的な費用は当社が負担すること等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「（6）本公開買付価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置」の「② 当社における独立した特別委員会の設置」をご参照ください。）。なお、本特別委員会は、下記「（6）本公開買付価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置」の「② 当社における独立した特別委員会の設置」に記載のとおり、上記の権限に基づき、2022 年 1 月 20 日、独自の財務アドバイザーとして高野総合コンサルティングを選任しております。

また、当社は、下記「（6）本公開買付価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置」の「② 当社における独立した特別委員会の設置」に記載のとおり、本特別委員会において、当社のファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関である三菱UFJ銀行財務開発室並びに当社のリーガル・アドバイザーであるアン

ダーソン・毛利・友常法律事務所について、その独立性及び専門性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「(6) 本公開買付価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置」の「⑥ 当社における独立した検討体制の構築」に記載のとおり、公開買付者及び日本通運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及び公正性の観点から問題がないことについて本特別委員会の承認を受けております。

(ii) 検討・交渉の経緯

当社は、2021年11月24日、公開買付者から本取引に関する協議を開始したい旨の正式な提案書を受領しましたが、それ以前から、公開買付者から本取引に関する初期的な打診を2021年10月下旬に受けたことを契機として、公開買付者との間で協議を開始することや本取引の実施の是非等を含めて検討を開始しました（なお、初期的な打診を受けた際に、当社は公開買付者に対して当該打診について応じるかどうかの検討を行う旨を回答しました。また、当社は、公開買付者からの正式な提案書の受領後である2021年11月26日に、当社にて本取引について本格的な検討を進めるという意向を公開買付者に口頭で伝えた上で、本取引を実施する場合における公表日などの各種日程について公開買付者と確認をしました。）。そして、当社は、公開買付者との間で交渉するため、当社、公開買付者及び日本通運から独立したファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関として三菱UFJ銀行財務開発室を2021年11月中旬に選任し、また、当社、公開買付者及び日本通運から独立したリーガル・アドバイザーとしてアンダーソン・毛利・友常法律事務所を2021年11月下旬に選任しました。

その後、当社は、三菱UFJ銀行財務開発室から当社株式の価値算定結果に関する報告、公開買付者との交渉方針に関する助言を受けるとともに、アンダーソン・毛利・友常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等についての法的助言を受け、これらを踏まえ、本取引の是非及び取引条件の妥当性について慎重に検討を行ってまいりました。

具体的には、公開買付者は、当社の過去の市場株価終値ベースでの最高水準や推移等の情報、デュー・ディリジェンスを通じて本取引の実現可能性が確認できたこと及び大和証券による当社株式の算定結果を総合的に考慮の上、過去5年間の終値ベースの最高値（2,700円）に着目し、2022年1月12日に本公開買付価格を2,700円としたい旨の提案を行ったとのことです（なお、公開買付者は、本公開買付価格を2,700円とする提案が、2019年7月から2021年11月に行われた本公開買付けと同種の発行者以外の者による株券等の公開買付けの事例（親会社による上場子会社の非公開化を前提とした公開買付けの事例26例）において観測されたプレミアム水準（平均値は、公表日直前が42.2%、直近1ヶ月間が44.5%、直近3ヶ月間が46.5%、直近6ヶ月間が45.2%であり、中央値は、公表日直前が41.5%、直近1ヶ月間が43.0%、直近3ヶ月間が42.3%、直近6ヶ月間が43.6%）と比較すると、2022年1月11日の終値（2,339円）に対するプレミアムは約13%にとどまるものの、上記のとおり、過去5年間の終値ベースの最高値（2,700円）に着目しているため、当社株主にとって経済合理性があると判断していたとのことです。）。当社は、2022年1月12日、本公開買付価格を2700円とする提案に対して、三菱UFJ銀行財務開発室が試算した当社理論株価の算定レンジを踏まえると、当社の少数株主にとって十分な価格であるとはいえないとして提案内容の再検討を要請いたしました。その後、公開買付者は、同年1月12日の価格提案時と同様の理由及び当社から価格の再検討を要請されたことを踏まえ、同年1月18日に、初回提案価格（2,700円）と当社株式の初回提案日の直近取引成立日である同年1月11日の終値（2,339円）の差額である361円を超える370円を初回提案価格に対して上乗せした3,070円を本公開買付価格としたい旨の提案を行ったとのことです。同年1月21日、当社は、本公開買付価格を3,070円とする提案に対して、三菱UFJ銀行財務開発室が試算した当社理論株価の算定レンジを踏まえると、未だ賛同意見及び応募推奨意見を表明できる水準には達していないとの理由で、本公開買付価格を3,900円に引

き上げるよう求める旨の提案を行いました。これに対して、公開買付者は、当社の過去の市場株価終値ベースでの最高水準や推移等の情報、デュー・ディリジェンスを通じて本取引の実現可能性が確認できたこと及び大和証券による当社株式の算定結果に加え、当社に賛同及び応募推奨意見を表明いただくため、分かりやすい判断材料である市場株価に対するプレミアムを重視する必要があると考え、上記の本公開買付けと同種の事例において観測されたプレミアム水準（平均値は、公表日直前が 42.2%、直近 1 ヶ月間が 44.5%、直近 3 ヶ月間が 46.5%、直近 6 ヶ月間が 45.2%であり、中央値は、公表日直前が 41.5%、直近 1 ヶ月間が 43.0%、直近 3 ヶ月間が 42.3%、直近 6 ヶ月間が 43.6%）を総合的に考慮し、同年 1 月 25 日に本公開買付価格を 3,300 円としたいとの提案を行ったのですが、同年 1 月 27 日、当社は、同年 1 月 21 日と同様の理由から、本公開買付価格を 3,700 円に引き上げるよう求める旨の提案を行いました。その後、公開買付者は、同年 1 月 25 日の価格提案時と同様の理由から、同年 1 月 31 日に本公開買付価格を 3,500 円としたいとの提案を行ったのですが、当社は、本公開買付価格を 3,500 円とする提案は、当社の一般株主の皆様が享受すべき利益が確保された妥当な価格であり、当社の一般株主の皆様に対して適切なプレミアムを付した価格での合理的な当社株式の売却の機会を提供するものであると判断し、同年 2 月 1 日に本公開買付けを 3,500 円とすることについて同意する旨の回答を行いました（当社が本公開買付価格を 3,500 円とすることに同意した理由の詳細は、下記「(iii) 当社の意思決定の内容」をご参照ください。）。

以上の検討・交渉過程において、本特別委員会は、適宜、当社や当社のアドバイザーから報告を受け、確認及び意見の申述等を行っております。具体的には、当社は、当社が作成した 2022 年 3 月期から 2026 年 3 月期までの事業計画（以下「本事業計画」といいます。）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本特別委員会の確認を受け、その承認を受けております。また、当社のファイナンシャル・アドバイザーは、公開買付者との交渉にあたっては、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、また、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、その指示に従って対応を行っております。加えて、本特別委員会は、その独自の財務アドバイザーとして高野総合コンサルティングを選任した上で、高野総合コンサルティングに対して、三菱UFJ 銀行財務開発室が 2022 年 2 月 4 日付で提出を受けた当社株式の価値算定結果に関する株式価値算定書（以下「本株式価値算定書」といいます。）の草案の検討を行わせ、三菱UFJ 銀行財務開発室との間で質疑応答をさせることで、本株式価値算定書の内容を検証させました。なお、本特別委員会は、2022 年 2 月 4 日に高野総合コンサルティングから当該検証結果に関する意見の提出を受けています。

そして、当社は、2022 年 2 月 4 日、本特別委員会から、当社取締役会が本公開買付けに賛同し、当社の株主に応募を推奨することは合理的と考えられる旨の答申書（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「(6) 本公開買付価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置」の「② 当社における独立した特別委員会の設置」をご参照ください。）。

(iii) 当社の意思決定の内容

以上の経緯のもとで、当社は、本日開催の当社取締役会において、アンダーソン・毛利・友常法律事務所から受けた法的助言、三菱UFJ 銀行財務開発室から受けた助言及び本株式価値算定書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、慎重に検討・協議を行いました。

その結果、当社は、以下のとおり、本取引は当社の企業価値の向上に資するとの結論に至りました。

すなわち、当社は、当社が上場している状態にあつては、当社の少数株主の皆様を囲いつつも、公開買付者グループとの連携深化、長期的な視点からの設備投資、公開買付者グループとの

人材リソースの活用等について限界が存在すると考えておりますが、公開買付者による本取引の実行により、これらの限界を取り除くことが可能となると考えています（これらの限界の内容及び、本取引の実行によりこれらの限界が取り除かれると当社が考えている背景については、下記（a）ないし（c）をご参照ください。）。そして、当社は、これらの限界を除くことで、当社において、迅速かつ機動的な経営体制の構築が可能となること、長期的な視点から企業価値向上に資する設備投資の実行が可能となること、公開買付者グループとの人材リソースの活用が促進されることから、当社グループを含む公開買付者グループ全体の更なる成長と発展に資すると判断し、当社の企業価値の向上にとって最善であると、本日、判断いたしました。

加えて、当社は、当社の非公開化に際しては、下記（a）に記載のとおり、本取引の実行により、当社と日本通運との混載事業における更なる連携による企業価値向上も見込めることから、公開買付者のみを株主とするのではなく、公開買付者に加えて日本通運も当社の非公開化後の株主としてあり続けることが望ましいと、本日、判断いたしました。

当社が本取引によって実現可能と考える具体的なシナジーは、以下のとおりです。

（a） 公開買付者グループ及び日本通運グループとの連携深化

当社グループは、公開買付者グループと、グループ全体の企業価値向上のため、企業理念や経営戦略を共有し、名古屋鉄道ブランドによる事業展開をしております。また、当社グループは、日本通運グループとも、2015年12月25日の本資本業務提携契約の締結以後、共同配送や共同幹線輸送など経営資源の有効活用及び業務の効率化を継続的に進めております。

一方で、当社の大株主である両グループとの取引関係については、当社の少数株主の皆様の利益になるかといった観点から当社における取締役会を始めとした各会議体において慎重な検討プロセスを経る必要があるため、当社は、上場会社としての当社と両グループとの間の連携について保守的に考える結果その採用を見送ることや、両グループとの間の連携を採用する場合にあっても迅速に検討を行うことについての限界があると考えています。当社は、本取引により公開買付者及び日本通運のみが当社の株主となり非公開化することによって、少数株主との間の利益相反や独立性確保のための制約がなくなり、迅速かつ機動的な経営体制の構築が可能となることで、当社と両グループとの事業戦略を推進することができ、これにより、両グループとの全体最適化へ向けた連携深化を図ることが可能になると考えています。そして、当社は、両グループとの全体最適化へ向けた連携深化は、当社グループの持続的な成長に資するものと考えております。なお、日本通運との連携については、上記のとおり、当社は、これまで共同配送や共同幹線輸送など経営資源の有効活用及び業務の効率化に取り組んでまいりましたが、本取引後においては、いまだ整備途上にある共同輸送体制の構築を加速化させることにより、混載事業における更なる連携に向けて検討を進めます。

（b） 長期的な視点からの設備投資による競争力強化

当社グループが、現在推進している3ヵ年計画「名鉄運輸グループ中期経営計画 2023」では、中長期的な事業拡大を実現するため、当社グループのコアである特積事業の人的資源及び輸送能力を有効活用することで、特積事業と、区域事業、倉庫事業及び3PLとの融合を目指しており、具体的には、当社グループの輸送ネットワーク強化、拠点を複合施設へリニューアルするなど次世代物流拠点の整備を進めております。

これらの設備投資に際しては、公開買付者グループとの共同実施も選択肢の一つとなることから、当社の少数株主の皆様の利益になるかといった観点から慎重な精査も必要となることから、特に長期的な視点からの設備投資案件についての協調には限界があると考えていました。当社は、本取引により公開買付者及び日本通運のみが当社の株主となり非公開化することによって、少数株主との間の利益相反や独立性確保のための制約がなくなり、より長期的な視点から企業価値向上に資する設備投資の実行、当社グループを含む公開買付者グループが保有する資産の総合的な活

用を推進することが可能になると考えています。そして、当社は、長期的な視点からの企業価値向上に資する設備投資の実行や、当社グループを含む公開買付者グループが保有する資産の総合的な活用の推進が、グループ全体の競争力強化に繋がるものとも考えております。

(c) 公開買付者グループとの人材リソースの活用

当社グループを取り巻く事業環境、今後の事業拡大においては、人材面での強化は喫緊の課題であります。当社は上場会社として独立した事業運営を行っていることから、役職員について、公開買付者グループへ全面的に依存することはできず、公開買付者からの出向者の人数などを限定的なものとしております。当社は、本取引により公開買付者及び日本通運のみが当社の株主となり非公開化することによって、少数株主との間の利益相反や独立性確保のための制約がなくなることから、公開買付者グループからの人材派遣や増強事業への受け入れを今以上に行うことが可能になると考えています。そして、当社は、人材交流の促進により、公開買付者グループの人材リソースを活用することができるものと考えています。また、当社は、公開買付者グループの人材リソースの活用を通じて、当社グループの従業員の育成にも繋がるものと考えております。

(d) 上場維持コスト及び管理部門における業務負担軽減

当社株式の上場を維持するための体制については、近年の新市場区分における上場維持基準への対応やコーポレートガバナンス・コードの改訂など年々強化することが求められています。これらに対応するための上場維持コストは年々増大しており、本取引により公開買付者及び日本通運のみが当社の株主となり非公開化することによって、上場維持コスト及び上場維持のための業務負担を軽減できるものと考えております。

また、当社は、以下の点から、本公開買付価格である1株当たり3,500円は当社の一般株主の皆様が享受すべき利益が確保された妥当な価格であり、本公開買付けは、当社の一般株主の皆様に対して適切なプレミアムを付した価格での合理的な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) 当該価格が、当社において、下記「(6) 本公開買付価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置」に記載の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の措置が十分に講じられた上で、本特別委員会の実質的な関与の下、公開買付者との間で十分な交渉を重ねた結果合意された価格であること。

(イ) 当該価格が、下記「(3) 算定に関する事項」の「① 当社における独立したファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関からの株式価値算定書の取得」に記載の本株式価値算定書における三菱UFJ銀行財務開発室による当社株式の価値算定結果のうち、市場株価分析による算定結果を上回っており、また、ディスカунテッド・キャッシュ・フロー（以下「DCF」といいます。）分析による算定結果の範囲内にあること。また、本特別委員会の財務アドバイザーである高野総合コンサルティングにより、本株式価値算定書に係る株式価値算定等に関する合理性の検証がなされており、特段、不合理な点は見当たらなかったこと。

(ウ) 当該価格が、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2022年2月4日を基準日として、基準日の直近取引成立日である2022年2月1日の名古屋証券取引所市場第二部における当社株式の終値2,300円に対して52.17%（小数点以下第三位を四捨五入しております。以下、プレミアム率の計算において同じです。）、基準日までの直近1ヶ月間の取引成立日の終値単純平均値2,316円に対して51.13%、同直近3ヶ月間の取引成立日の終値単純平均値2,359円に対して48.35%、同直近6ヶ月間の取引成立日の終値単純平均値2,397円に対して46.03%のプレミアムが加算されたものであり、本取引が親会社による上場子会社の非公開化を目的とした取引であるところ、経済産業省による「公正なM&A

の在り方に関する指針「企業価値の向上と株主利益の確保に向けて」(以下「M&A 指針」といいます。)の公表日である2019年6月28日以降の親会社による上場子会社の非公開化を目的とした他の公開買付けの事例34件における、公表日の前営業日の終値、直近1ヶ月間の終値単純平均値、直近3ヶ月間の終値単純平均値及び直近6ヶ月間の終値単純平均値に対する各種プレミアムの平均値により算出したプレミアム水準(公表日の前営業日の終値に対して43.4%、直近1ヶ月間の終値単純平均値に対して44.8%、直近3ヶ月間の終値単純平均値に対して44.3%及び直近6ヶ月間の終値単純平均値に対して42.6%)に照らしてもすべての参照値を上回っていることから、他の類似事例と比べても遜色なく、合理的な水準のプレミアムが付されていること。なお、本公開買付価格は、当社の2021年12月31日現在の簿価純資産から算出した1株当たり純資産額(6,553円(小数点以下を四捨五入))を下回っているものの、純資産額は会社の清算価値を示すものであり、将来の収益性を反映するものではないため、継続企業である当社の企業価値算定において重視することは合理的でないと考えられること。

- (エ) 当該価格は、下記「(6) 本公開買付価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置」の「② 当社における独立した特別委員会の設置」に記載のとおり、本特別委員会から取得した本答申書においても、妥当であると認められると判断されていること。

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、本日開催の当社取締役会において、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、本公開買付けに応募すること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「(6) 本公開買付価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置」の「⑦ 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。

(3) 算定に関する事項

- ① 当社における独立したファイナンシャル・アドバイザー及び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上場会社及び公開買付者との関係

当社は、本公開買付価格に関する意見表明を行うにあたり、公開買付者から提示された本公開買付価格に対する意思決定の公正性を担保するために、公開買付者、日本通運及び当社から独立したファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関である三菱UFJ銀行財務開発室に対し、当社株式価値の算定を依頼し、2022年2月4日付で、本株式価値算定書を取得いたしました。三菱UFJ銀行は、当社、日本通運、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、法人としての三菱UFJ銀行は、公開買付者の株主(2021年9月30日現在において公開買付者の第七位株主(持株比率1.24%))であり、また、公開買付者に対して融資(2021年9月30日現在における公開買付者の借入額は25,200百万円です。)を行っており、公開買付者と重要な利害関係を有していると考えられるものの、同行は、銀行法(昭和56年法律第59号。その後の改正を含みます。)第13条の3の2第1項及び銀行法施行規則(昭和57年大蔵省令第10号。その後の改正を含みます。)第14条の11の3の3等の適用法令に従った法的義務として、行内における情報隔壁措置等、適切な利益相反管理体制を構築し、かつ、実施しており、ファイナンシャル・アドバイザーとしての三菱UFJ銀行財務開発室は、出資及び貸付を行う同行の別部署とは独立した立場から、当社株式の株式価値の分析を行うことができる体制を構築しているものと考えられるので、当社は、当社株式の株式価値の分析にあたっては、三菱UFJ銀行において適切な弊害防止措置が講じられているものと判断し、三菱UFJ銀行財務開発

室による過去の同種事案の第三者算定機関としての実績等を踏まえ、三菱UFJ銀行財務開発室を当社及び公開買付者から独立した第三者算定機関に選定いたしました。

また、本特別委員会は、初回の会合において、三菱UFJ銀行の独立性及び専門性に問題がないことを確認した上で、当社のファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関として承認しております。なお、当社は、公開買付者及び当社において、少数株主の利益に配慮して、下記「(6)本公開買付価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置」に記載した本公開買付けの公正性を担保するための措置を実施していることから、三菱UFJ銀行財務開発室からフェアネス・オピニオンを取得していません。

また、本取引に係る三菱UFJ銀行に対する報酬には、本取引の成立等を条件に支払われる成功報酬が含まれております。当社は、同種の取引における一般的な実務慣行等も勘案の上、本公開買付けの完了を条件に支払われる成功報酬が含まれていることをもって独立性が否定されるわけではないとの判断から、上記の報酬体系により三菱UFJ銀行財務開発室を当社のファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関として選任いたしました。

(注) 三菱UFJ銀行財務開発室は、株式価値算定書の作成にあたり、その基礎とされている資料及び情報が全て正確かつ完全なものであることを前提とし、その正確性及び完全性に関して独自の検証は行っておらず、その義務及び責任を負うものではなく、提供された情報が不正確又は誤解を招くようなものであるとする事実又は状況等につき当社において一切認識されていないことを前提としております。三菱UFJ銀行財務開発室は、株式価値算定書の作成にあたり使用する情報の中に含まれる財務予測等の予測値は当社による最善の予測と判断に基づき合理的に作成されたものであるとの前提に立ち、使用情報をそのまま採用しています。三菱UFJ銀行財務開発室は、かかる財務予測等の正確性・妥当性及び実現可能性等について責任を負うものではなく、当該財務予測等及びその前提について意見を述べるものでもありません。三菱UFJ銀行財務開発室は、当社及びその関係会社の資産又は負債（簿外資産及び負債、その他偶発債務を含みます。）に関して、独自に評価、鑑定又は査定を行っておらず、第三者機関に対する評価、鑑定又は査定の依頼も行っておりません（これらの資料及び情報の正確性及び完全性に問題が認められた場合には、算定結果は大きく異なる可能性があります。）。株式価値算定書で使用している事業計画等は、算定基準日における最善の予測及び判断に基づき、当社により合理的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ます。株式価値算定書において、三菱UFJ銀行財務開発室が提供された資料及び情報に基づき提供された仮定をおいて分析を行っている場合には、提供された資料、情報及び仮定が正確かつ合理的であることを前提としております。三菱UFJ銀行財務開発室は、これらの前提に関し、正確性、妥当性及び実現性について独自の検証は行っておらず、その義務及び責任を負うものではありません。株式価値算定書の作成にあたり使用する情報の真実性・正確性等、あるいは今後入手し得る追加情報の内容次第では評価の前提条件が異なり、したがって株式価値算定書の内容も大きく変わる可能性があります。株式価値算定書は、当社及びその関係会社に関する未開示の訴訟、紛争、環境、税務等に関する債権債務その他の偶発債務・簿外債務並びに株式価値算定書に重大な影響を与えるその他の事実については存在しないことを前提としております。株式価値算定書は、本取引が適法かつ有効に実施されること、及び本取引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、本取引によってもたらされると期待される利益を何ら損うことなく取得されることを前提としており、三菱UFJ銀行財務開発室はこれらについて独自の検証を行う義務を負うものではありません。

(ii) 算定の概要

三菱UFJ銀行財務開発室は、複数の株式価値分析手法の中から当社株式の株式価値の分析にあたって採用すべき算定手法を検討の上、当社が継続企業との前提の下、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、当社株式が名古屋証券取引所市場第二部に上場しており、市場株価が存在することから市場株価分析と、当社の将来の事業活動の状況を評価に適切に反映するために DCF 分析をそれぞれ用いて、当社の 1 株当たりの株式価値の分析を行い、当

社は、2022年2月4日付で三菱UFJ銀行財務開発室より本株式価値算定書を取得しました。

本株式価値算定書において、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。

市場株価分析	:	2,300円～2,397円
DCF分析	:	2,274円～4,983円

市場株価分析においては、2022年2月4日を基準日として、名古屋証券取引所市場第二部における当社株式の基準日の直近取引成立日である2022年2月1日の終値2,300円、基準日までの直近1ヶ月間の取引成立日の終値単純平均値2,316円、同直近3ヶ月間の取引成立日の終値単純平均値2,359円、同直近6ヶ月間の取引成立日の終値単純平均値2,397円を基に、当社株式の1株当たりの株式価値の範囲を2,300円から2,397円までと分析しております。

DCF分析では、当社が作成した本事業計画、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当社の将来の収益予想に基づき、当社が2022年3月期以降に生み出すと見込まれるフリー・キャッシュ・フローを一定の割引率で現在価値に割り引いて、当社の企業価値や株式価値を計算し、当社株式の1株当たりの株式価値の範囲を2,274円から4,983円までと算定しております。なお、割引率は4.5%から5.5%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を採用し、永久成長率を-0.25%から0.25%として算定しております。

DCF分析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す。本事業計画については、三菱UFJ銀行財務開発室が当社との間でインタビューを行いその内容を分析及び検討しており、また、下記「(6) 本公開買付価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置」の「② 当社における独立した特別委員会の設置」に記載のとおり、本特別委員会がその内容、重要な前提条件及び作成経緯等の合理性を確認しております。なお、以下の財務予測には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。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、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)

	2022年3月期	2023年3月期	2024年3月期	2025年3月期	2026年3月期
売上高	115,000	116,186	118,769	121,084	124,027
営業利益	4,000	3,992	4,576	5,120	5,525
EBITDA	9,553	9,450	10,196	10,869	11,469
フリー・ キャッシュ・ フロー	337	98	1,737	2,330	4,897

② 公開買付者における独立したファイナンシャル・アドバイザー及び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上場会社及び公開買付者との関係

公開買付者は、本公開買付価格を決定するに際して、公開買付者、当社及び日本通運から独立した第三者算定機関としてのファイナンシャル・アドバイザーである大和証券に対し、当社株式の株式価値の算定を依頼したとのことです。なお、大和証券は、公開買付者、当社及び日本通運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ないとのことです。

(ii) 算定の概要

大和証券は、複数の算定手法の中から当社株式の株式価値算定にあたり採用すべき算定手法を検討の上、当社が継続企業であるとの前提のもと、当社株式の価値を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及び将来の事業活動の状況を

算定に反映するために DCF 法を採用して、当社株式の株式価値を算定し、公開買付者は、大和証券から 2022 年 2 月 4 日付で株式価値算定書（以下「公開買付者株式価値算定書」といいます。）を取得しているとのことです。なお、公開買付者は、大和証券から本公開買付価格の公正性に関する意見書（フェアネス・オピニオン）を取得していないとのことです。

公開買付者株式価値算定書によると、採用した手法及び当該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それぞれ以下のとおりとのことです。

市場株価法	:	2,300 円から 2,397 円
DCF 法	:	2,584 円から 4,951 円

市場株価法では、2022 年 2 月 4 日を算定基準日として、名古屋証券取引所市場第二部における当社株式の基準日の直近取引成立日である 2022 年 2 月 1 日の終値 2,300 円、直近 1 ヶ月間（2022 年 1 月 5 日から同年 2 月 4 日まで）の終値単純平均値 2,316 円（小数点以下を四捨五入。以下、終値単純平均値について同じです。）、直近 3 ヶ月間（2021 年 11 月 5 日から 2022 年 2 月 4 日まで）の終値の単純平均値 2,359 円及び直近 6 ヶ月間（2021 年 8 月 5 日から 2022 年 2 月 4 日まで）の終値の単純平均値 2,397 円を基に、当社株式の 1 株当たり株式価値の範囲を 2,300 円から 2,397 円までと算定しているとのことです。

DCF 法では、当社が作成した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考慮して、2022 年 3 月期第 4 四半期以降に当社が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算定し、当社株式の 1 株当たり株式価値の範囲を 2,584 円から 4,951 円までと算定しているとのことです。なお、大和証券が DCF 法において前提とした本事業計画においては、大幅な増減益を見込んでいないとのことです。また、本取引の実行により実現することが期待されるシナジー効果については、現時点において見積もることが困難であるため、本事業計画は、本取引の実行を前提としていないとのことです。

公開買付者は、当社取締役会による本公開買付けへの賛同の可否、2019 年 7 月から 2021 年 11 月に行われた本公開買付けと同種の発行者以外の者による株券等の公開買付けの事例（親会社による上場子会社の非公開化を前提とした公開買付けの事例 26 例）において観測されたプレミアム水準（平均値は、公表日直前が 42.2%、直近 1 ヶ月間が 44.5%、直近 3 ヶ月間が 46.5%、直近 6 ヶ月間が 45.2%であり、中央値は、公表日直前が 41.5%、直近 1 ヶ月間が 43.0%、直近 3 ヶ月間が 42.3%、直近 6 ヶ月間が 43.6%）、当社の過去の市場株価終値ベースでの最高水準や推移等の情報、公開買付者において実施した当社に対するデュー・ディリジェンスを通じて本取引の実現可能性が確認できたこと、本公開買付けに対する応募の見通し及び大和証券から取得した公開買付者株式価値算定書の算定結果においてその算定範囲に含まれること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、最終的に本日に、本公開買付価格を 1 株当たり 3,500 円とすることを決定したとのことです。

なお、本公開買付価格である 3,500 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 2022 年 2 月 4 日の直近取引成立日である 2022 年 2 月 1 日の名古屋証券取引所市場第二部における当社株式の終値 2,300 円に対して 52.17%のプレミアムを加えた価格、直近 1 ヶ月間の終値単純平均値 2,316 円に対して 51.13%のプレミアムを加えた価格、直近 3 ヶ月間の終値単純平均値 2,359 円に対して 48.35%のプレミアムを加えた価格、直近 6 ヶ月間の終値単純平均値 2,397 円に対して 46.03%のプレミアムを加えた価格とのことです。

（4）上場廃止となる見込み及びその事由

当社株式は、本日現在、名古屋証券取引所市場第二部に上場されておりますが、公開買付者は、本公開買付けにおいて買付予定数の上限を設定していないため、本公開買付けの結果次第では、名古屋証券取引所の上場廃止基準に従って、当社株式は、所定の手続を経て上場廃止となる可能性があります。

また、本公開買付けの成立時点では当該基準に該当しない場合でも、公開買付者は、本公開買付けの

成立後に、下記「(5) 本公開買付け後の組織再編等の方針 (いわゆる二段階買収に関する事項)」に記載のとおり、当社株式の全て (但し、公開買付者が所有する当社株式、本不応募株式、及び当社が所有する自己株式を除きます。) の取得を目的とした手続の実行を予定しておりますので、その場合、当社株式は名古屋証券取引所の上場廃止基準に従い、所定の手続を経て上場廃止となります。なお、当社株式が上場廃止となった後は、当社株式を名古屋証券取引所市場第二部において取引することはできません。

(5) 本公開買付け後の組織再編等の方針(いわゆる二段階買収に関する事項)

公開買付者は、上記「(2) 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、当社を非公開化する方針であり、本公開買付けにより、公開買付者が当社株式の全て (但し、公開買付者が所有する当社株式、本不応募株式、及び当社が所有する自己株式を除きます。) を取得できなかった場合には、本公開買付けの成立後に、以下に述べる方法により、公開買付者が当社株式の全て (但し、公開買付者が所有する当社株式、本不応募株式、及び当社が所有する自己株式を除きます。) を取得することを予定しているとのことです。

具体的には、本公開買付けの成立後、公開買付者は、会社法第 180 条に基づき当社株式の併合 (以下「本株式併合」といいます。) を行うこと及び本株式併合の効力発生を条件として単元株式数の定めを廃止する旨の定款変更を行うことを付議議案に含む臨時株主総会 (以下「本臨時株主総会」といいます。) を開催することを当社に要請する予定であり、公開買付者及び日本通運は、本臨時株主総会において上記各議案に賛成する予定とのことです。なお、本臨時株主総会の開催日は、2022 年 5 月下旬を予定しているとのことです。

本臨時株主総会において本株式併合の議案についてご承認をいただいた場合には、本株式併合がその効力を生ずる日において、当社の株主の皆様は、本臨時株主総会においてご承認をいただいた本株式併合の割合に応じた数の当社株式を所有することとなります。本株式併合をすることにより株式の数に 1 株に満たない端数が生じるときは、当社の株主の皆様に対し、会社法第 235 条その他の関係法令の定める手続に従い、当該端数の合計数 (合計した数に 1 株に満たない端数がある場合には、当該端数は切り捨てられます。以下同じです。) に相当する当社株式を当社又は公開買付者に売却すること等によって得られる金銭が交付されることとなります。当該端数の合計数に相当する当社株式の売却価格については、当該売却の結果、本公開買付けに応募されなかった当社の株主 (公開買付者、日本通運及び当社を除きます。以下同じです。) の皆様に交付される金銭の額が、本公開買付価格に当該各株主が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設定した上で、裁判所に対して任意売却許可の申立てを行うことを当社に要請する予定とのことです。また、当社株式の併合の割合は、本日現在において未定ですが、公開買付者及び日本通運のみが当社株式の全て (当社が所有する自己株式を除きます。) を所有することとなるよう、本公開買付けに応募されなかった当社の株主の皆様が所有する当社株式の数が 1 株に満たない端数となるように決定される予定とのことです。なお、日本通運が所有する本不応募株式に係る株式数と同数以上の当社株式を所有する株主が生じた場合は、事後的に公開買付者及び日本通運の間における当社株式の相對譲渡等の方法により日本通運が所有する本不応募株式に係る株式数を調整すること等の方法により公開買付者及び日本通運のみが当社株式の全て (当社が所有する自己株式を除きます。) を所有することとなるように調整を行う予定とのことです。また、本スクイーズアウト手続の完了後、公開買付者及び日本通運の間における当社株式の相對譲渡等の方法により日本通運の所有する当社株式の所有割合が本不応募株式の所有割合である 20.08%となるように調整を行う予定とのことです。これらの具体的な方法については、関係法令についての改正、施行及び当局の解釈等の状況、本公開買付け後の当社の株主構成等を踏まえ、本公開買付けの成立後に日本通運及び当社と協議の上決定する予定とのことです。

本株式併合に関連する少数株主の権利保護を目的とした会社法上の規定として、本株式併合がなされた場合であって、本株式併合をすることにより株式の数に 1 株に満たない端数が生じるときは、会社法第 182 条の 4 及び第 182 条の 5 その他の関係法令の定めに従い、所定の条件を充たす場合には、公開買付者及び当社を除く当社の株主の皆様は、当社に対し、自己の所有する当社株式のうち 1 株に満たない端数となるものの全部を公正な価格で買い取ることを請求することができる旨及び裁判所に対して当社株

式の価格決定の申立てを行うことができる旨が定められています。上記のとおり、本株式併合においては、本公開買付けに応募されなかった当社の株主の皆様が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ので、本株式併合に反対する当社の株主の皆様は、上記申立てを行うことができることになる予定とのことです。なお、上記申立てがなされた場合の買取価格は、最終的には裁判所が判断することになります。

上記の手続については、関係法令についての改正、施行及び当局の解釈等の状況によっては、実施に時間を要し、又は実施の方法に変更が生じる可能性があるとのことです。但し、その場合でも、本公開買付けが成立した場合には、本公開買付けに応募されなかった当社の株主の皆様に対しては、最終的に金銭を交付する方法が採用される予定であり、その場合に当該当社の株主の皆様が交付される金銭の額については、本公開買付価格に当該当社の株主の皆様が所有していた当社株式の数を乗じた価格と同一になるよう算定する予定とのことです。

以上の具体的な手続及びその実施時期等については、当社と協議の上、決定次第、当社が速やかに公表する予定とのことです。

また、本スクイーズアウト手続が2022年6月30日までの間に完了することが見込まれる場合には、公開買付者は、当社に対して、本スクイーズアウト手続が完了していることを条件として、2022年3月期に係る当社の第89回定時株主総会（以下「本定時株主総会」といいます。）で権利を行使することのできる株主を、公開買付者及び日本通運のみとするため、定時株主総会の議決権の基準日の定めを廃止する旨の定款の一部変更を行うことを要請する予定とのことです。そのため、当社の2022年3月31日の株主名簿に記載又は記録された株主であっても、本定時株主総会において権利を行使できない可能性があるとのことです。

なお、本公開買付けへの応募又は上記の手続における税務上の取扱いについては、当社の株主の皆様が自らの責任にて税理士等の専門家にご確認いただきますようお願いいたします。

(6) 本公開買付価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置

当社は、当社が公開買付者の連結子会社であり、本取引が支配株主との重要な取引等に該当し、また、本公開買付けを含む本取引が構造的な利益相反の問題及び情報の非対称性の問題が典型的に存する取引に該当することに鑑み、これらの問題に対応し、本公開買付価格を含む本取引に係る取引条件の公正さを担保するため、以下の措置を講じております。また、本取引が当社の株主を公開買付者及び日本通運のみとすることを企図していることから、当社は、以下の措置を講じるにあたっては、日本通運と当社の一般株主の皆様と利害が一致しない可能性もあると考え、日本通運の取締役を兼任している当社の取締役の関与を制限するなどの対応もしております。

なお、公開買付者は、上記「(2) 本公開買付けに関する意見の根拠及び理由」の「④ 本公開買付けの概要」に記載のとおり、本日現在、当社株式 3,312,039 株（所有割合：51.09%）を既に所有しているため、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一般株主の皆様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以下の措置を講じていることから、公開買付者及び当社としては、当社の一般株主の皆様の利益には十分な配慮がなされていると考えております。

① 公開買付者における独立したファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関からの株式価値算定書の取得

公開買付者は、本公開買付価格を決定するにあたり、公開買付者、当社及び日本通運から独立したファイナンシャル・アドバイザー及び算定機関である大和証券に対し、公開買付者株式価値算定書の提出を依頼し、2022年2月4日付で公開買付者株式価値算定書を取得しているとのことです。なお、大和証券

は、公開買付者、当社及び日本通運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ないとのことです。公開買付者が大和証券から取得した当社の株式価値の算定結果に関する公開買付者株式価値算定書の詳細については、上記「(3) 算定に関する事項」の「③ 公開買付者における独立したファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関からの株式価値算定書の取得」をご参照ください。

② 当社における独立した特別委員会の設置

(i) 設置等の経緯

上記「(2) 本公開買付けに関する意見の根拠及び理由」の「④ 当社が本公開買付けに賛同するに至った意思決定の過程及び理由」に記載のとおり、当社は、2021年12月17日に開催された取締役会における決議により、本特別委員会を設置いたしました。当社は、本特別委員会の委員の候補者が、公開買付者及び日本通運からの独立性を有すること、及び本取引の成否に関して一般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、上記の当社の独立社外取締役及び独立社外監査役と協議し、アンダーソン・毛利・友常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、井上尚司氏（当社の独立社外取締役）、安井秀樹氏（当社の独立社外監査役）、平林一美氏（当社の独立社外監査役）、及び仁科秀隆氏（弁護士、中村・角田・松本法律事務所）の4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は設置当初から変更しておりません。）。

本特別委員会の委員のうち、仁科秀隆氏は当社の役員ではありませんが、当社は、仁科秀隆氏が本取引と同種の案件の特別委員会の委員としてのご経験があることに加え、長年にわたり企業法務をはじめとした法律に関する職務に携わり、その経歴を通じて培った専門家としての豊富な経験、知見を有する社外有識者として、ふさわしい人物であると考えています。

その上で、当社は、上記「(2) 本公開買付けに関する意見の根拠及び理由」の「④ 当社が本公開買付けに賛同するに至った意思決定の過程及び理由」に記載のとおり、2021年12月17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、本特別委員会の意見を最大限尊重し、特に本特別委員会が本取引に関する取引条件を妥当でないと判断したときには、当社取締役会は当該取引条件による本取引に賛同しないものとする、本特別委員会に対して、本取引に係る公開買付けにおける買付け等の価格その他の取引条件等について公開買付者と交渉を行う権限を付与すること、並びに本諮問事項の検討にあたって、本特別委員会は、当社の株式価値評価その他本特別委員会が必要と判断する事項を第三者機関等に委託することができるものとし、その場合の当該委託に係る合理的な費用は当社が負担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、時間制の報酬を支払うものとしております。

(ii) 検討の経緯

本特別委員会は、2021年12月23日から2022年2月4日までの間に合計7回、約9時間半にわたって開催され、報告・情報共有、審議及び意思決定等を行う等して、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、2022年1月20日、公開買付者、日本通運及び当社から独立した独自の財務アドバイザーとして高野総合コンサルティングを選任いたしました。本特別委員会は、高野総合コンサルティングが公開買付者、日本通運及び当社の関連当事者には該当しないこと、及び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こと、その他本取引における独立性に問題がないことを確認しております。

また、本特別委員会は、当社のファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関である三菱UFJ銀行財務開発室並びに当社のリーガル・アドバイザーであるアンダーソン・毛利・友常法律事務所に

ついて、公開買付者、日本通運及び当社の関連当事者には該当しないこと、及び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こと、その他本取引における独立性及び専門性に問題がないことを確認の上、その選任を承認しております。なお、法人としての三菱UFJ銀行は、公開買付者の株主（2021年9月30日現在において公開買付者の第七位株主（持株比率1.24%））であり、また、公開買付者に対して融資（2021年9月30日現在における公開買付者の借入額は25,200百万円です。）を行っており、公開買付者と重要な利害関係を有していると考えられるものの、同行は、銀行法第13条の3の2第1項及び銀行法施行規則第14条の11の3の3等の適用法令に従った法的義務として、行内における情報隔壁措置等、適切な利益相反管理体制を構築し、かつ、実施しており、ファイナンシャル・アドバイザーとしての三菱UFJ銀行財務開発室は、出資及び貸付を行う同行の別部署とは独立した立場から、当社株式の株式価値の分析を行うことができる体制を構築しているものと考えられるので、当社は、当社株式の株式価値の分析にあたっては、三菱UFJ銀行において適切な弊害防止措置が講じられているものと判断し、三菱UFJ銀行財務開発室による過去の同種事案の第三者算定機関としての実績等を踏まえ、三菱UFJ銀行財務開発室を当社及び公開買付者から独立した第三者算定機関に選定いたしました。

さらに、本特別委員会は、下記「⑥ 当社における独立した検討体制の構築」に記載のとおり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、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、承認をしております。その上で、本特別委員会は、アンダーソン・毛利・友常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っております。また、本特別委員会は、当社が作成した本事業計画について、当社からその内容、重要な前提条件及び作成経緯等について説明を受けるとともに、これらの事項について合理性を確認し、承認しております。

本特別委員会は、当社から、本取引の目的や意義、当社事業に対する影響等について説明を受け、これらの点に関する質疑応答を実施し、公開買付者に対して質問事項を提示し、公開買付者から、本取引の目的及び背景、本取引後の経営方針等についてインタビュー形式により質疑応答を実施しております。

加えて、上記「(3) 算定に関する事項」の「① 当社における独立したファイナンシャル・アドバイザー及び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、三菱UFJ銀行財務開発室は、本事業計画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、三菱UFJ銀行財務開発室から、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、これらの事項について合理性を確認しております。

また、本特別委員会は、当社の公開買付者との交渉について、随時、当社及び三菱UFJ銀行財務開発室から報告を受け、高野総合コンサルティングから受けた助言も踏まえて審議・検討を行い、当社の交渉方針につき、適宜、必要な意見を述べました。具体的には、本特別委員会は、公開買付者からの本公開買付価格に関する提案を受領次第、それぞれについて報告を受け、三菱UFJ銀行財務開発室から対応方針及び公開買付者との交渉方針等についての分析・意見を聴取した上で、高野総合コンサルティングから受けた財務的見地からの助言を踏まえて検討を行いました。その上で、本特別委員会は当社に対し、これらのいずれに際しても、公開買付者に対して、本公開買付価格の再検討を要請することとしたいとの当社の意向について異議がない旨の意見を述べるとともに、当社としての本取引の意義・目的を達するために公開買付者との間で協議すべき事項について意見を述べる等、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の条件に関する協議・交渉過程の全般において関与いたしました。その結果、当社は、2022年1月31日、公開買付者から、本公開買付価格を1株当たり3,500円とすることを含む提案を受け、結果として、合計4回の提案を受け、最初の価格提案から29.63%（小数点以下第三位を四捨五入しております。）の価格の引き上げを受けるに至っております。

さらに、本特別委員会は、アンダーソン・毛利・友常法律事務所から、複数回、当社が公表又は提出予定の本公開買付けに係るプレスリリースのドラフトの内容について説明を受け、適切な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、高野総合コンサルティングから受けた助言の内容及び意見を踏まえつつ、本諮問事項について慎重に検討・協議を重ねた結果、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

1. 本取引は当社の企業価値向上に資するものであり、本取引の目的は正当で合理的と認められる。
2. 本取引の条件（本公開買付価格を含む。）の公正性・妥当性は確保されている。
3. 本取引において、公正な手続を通じた当社の少数株主の利益への十分な配慮がなされている。
4. 本取引は少数株主にとって不利益でないと考えられる。
5. 当社取締役会が本公開買付けに賛同し、当社の株主に応募を推奨することは合理的と考えられる。

(b) 答申理由

1. 企業価値の向上（本諮問事項の(i)関係）
以下の点より、本取引は当社の企業価値向上に資するものであり、本取引の目的は正当で合理的と認められると考えられる。

(1) 当社における現状認識

- ・本特別委員会による当社へのヒアリングによれば、当社の今後の事業展開については、以下の事項を挙げることができる。
 - (i) 物流業界全体の課題として、労働力の不足という課題に直面しており、人材の確保が急務であること
 - (ii) また労働力を確保するには、人事制度・職場環境の改善を図って労働市場での魅力度を高める必要があること
 - (iii) 上記のような施策を実現するためには、例えば労働時間の長期化を防ぐことが必要であるが、そのようなことを実現しながらも事業を適切に運営していくためには、各従業員の担当業務のマルチ化、DXの活用を図り、各従業員の労働生産性を向上することが重要な課題であること
 - (iv) ネット通販や電子商取引が拡大する中で、当社としても区域事業、倉庫事業、3PLといった事業拡大を図ることも課題であり、事業拡大のためには外部との連携も模索する必要があること
 - (v) サステナビリティへの配慮が企業価値の向上にとって重要であると考えられている背景からすれば、持続的な物流ネットワークの構築は当社にとっても重要な課題であり、その中には、既に多くのネットワークを構築している日本通運とのさらなる連携を図ることが有益であること
- ・上記(i)から(v)に寄与する方策を講じることは、一般論としては当社の企業価値の向上に資するものであると考えることができるが、個別に当該方策に係るリスクや当該方策に伴うデメリットを勘案する必要がある。

(2) 本取引の企業価値向上効果

- ・本特別委員会が実施した関係者に対するヒアリングや説明の聴取等（以下「本ヒアリング等」という。）によれば、当社から、本取引の実施後に公開買付者が企図している当社の企業価値向上策及び想定している効果として、以下のような説明がされた。
 - (i) 公開買付者グループ及び日本通運グループとの連携深化

(ii) 長期的な視点からの設備投資による競争力強化

(iii) 公開買付者グループの人材リソースの活用

(iv) 上場維持コスト及び管理部門における業務負担軽減

- ・本特別委員会は、公開買付者に対しても、本取引によってどのようなシナジーが見込まれると考えているのかについて確認し、また本公開買付けに係る公開買付届出書のドラフトの共有を受け、これも確認したところ、公開買付者は概ね次のような項目をもってシナジーを見込んでいることが推認される。

(i) 公開買付者グループのノウハウを活かした、不動産の再開発、当社の物流施設の新設及び維持・更新に係る投資

(ii) M&A 等も含めたグループ再編による効率的な組織体制構築及び事業拡大

(iii) 公開買付者グループ及び当社グループの人材リソースの活用

(iv) その他（大型車両・燃料の共同購買等）

- ・本ヒアリング等によれば、公開買付者も当社の企図する企業価値向上策と類似した企業価値向上策を検討していることが明らかになったので、本特別委員会としては、当社の認識している企業価値向上効果が、相応に実現可能性のあるものであることが確認できた。
- ・以上のようなシナジー項目に関する当社及び公開買付者の説明は、前提となる当社の事業に関する現状認識や当社の重要な課題に関する当社の説明も含めて、当社の従前の開示内容との矛盾や客観的事実に反する点もなく、当社がこれまで市場（少数株主を含む。）に説明してきた内容の延長線上にあると認められる。
- ・また、本特別委員会委員のうち当社の独立役員を兼務する者が、これまで社外取締役又は社外監査役として認識してきた当社の事業に関する情報から得た知見とも整合的であり、その真実性に疑問を抱かせるような事情も存在しない。
- ・本特別委員会としても、これらの企業価値向上策は、今後の当社の企業価値の向上にとっての重要なポイントとして挙げた各事項に資するものがあると考えます。
- ・そして、公開買付者及び当社ともに、本取引が公開買付者及び当社にとって、現実的に採り得る最善の手段と考えており、本取引は、企業価値向上の観点から、他の現実的にあり得る手段と比較しても優位性を有する取引であると考えられる。また、本特別委員会は、本ヒアリング等において、公開買付者及び当社から本取引に伴うデメリットについて説明を受け、大きなデメリットが存在しないことが確認できた。

(3) 上場廃止の不可欠性

- ・公開買付者が企図する企業価値向上策は、その短期的な収益へのネガティブなインパクトや、そもそも失敗するリスクがあることからすれば、こうした企業価値向上策に取り組む前提として、本取引による上場廃止を経ることもやむを得ないと考えられる。また見方を変えれば、少数株主に適正な対価を付与した上で上場を廃止することは、こうしたリスクから少数株主を解放するとともに、将来の企業価値向上分の一部を少数株主に享受してもらうことにもなる。
- ・以上からすれば、本取引が上場廃止を伴うものであることにも、価格の妥当性等の他の要請を適切に充たすことを前提とすれば一定の合理性が認められるものと考えられる。

2. 公正な手続を通じた少数株主利益の確保（本諮問事項の（iii）関係）

以下の点より、本取引においては、公正な手続を通じて当社の少数株主の利益への十分な配慮がなされていると認められる。

(1) 特別委員会の設置

以下の本特別委員会の設置及び運用の状況からすれば、本特別委員会は公正性担保措置として有効に機能していると認められる。

- ・本特別委員会は、取引条件が公開買付者と当社との間で決定される前の段階で設置されている。
- ・本特別委員会は、委員全員が公開買付者からの独立性及び本取引の成否からの独立性が確保されているほか、委員の中で、当社との間で本取引が成立した場合に成功報酬を受け取る旨を合意している者は存在しない。M&A 指針で最も委員としての適格性が認められている独立社外取締役1名及び独立社外取締役に次いで委員としての適格性が認められるものとされている独立社外監査役2名によって過半数を占める形で構成されている。
- ・本特別委員会は当社取締役会から独立した合議体として位置付けられ、当社における独立役員全員が本特別委員会の委員に就任しており、本特別委員会の設置に当たって独立役員が主体的に関与しているといえる。
- ・本特別委員会が、本取引に係る取引条件等について公開買付者と交渉を行う権限を付与されている。これを受けて本取引においては、当社が公開買付者と本公開買付価格について協議する場合には、必ず当社が事前に本特別委員会に対応について確認を求め、これに対して本特別委員会が公開買付者に対する回答の方針について当社に意見を述べ、当該意見に従って当社からの回答案が作成された結果、本特別委員会が取引条件に関する交渉を実質的に主導してきたといえる。また、当社取締役会が本特別委員会への諮問を決議した際の付帯決議において、本特別委員会が本取引の条件を妥当でない判断した場合には当社取締役会は本取引を承認しないことと決定している。
- ・本特別委員会は、高野総合コンサルティングを本特別委員会独自の財務アドバイザーとして起用している。また、本特別委員会は、当社のビジネスの特徴に関する知見（本特別委員会の委員のうち3名が当社の独立役員である。）、企業価値評価への知見（本特別委員会の委員のうち1名が税理士である。）、法律面での知見（本特別委員会の委員のうち2名が弁護士である。）がいずれも委員により充足されており、本特別委員会のアドバイザーと相俟って、本諮問事項の検討を行うに当たって十分な適性を有している。
- ・本特別委員会は、本取引について予定されている開示文書や想定されるシナジーに関する重要な情報を入手し、さらに公開買付者及び当社にインタビューを行って本取引に関する詳細な確認を行い、これらを踏まえて検討・判断を行った。
- ・さらに、当社取締役会は、本特別委員会への諮問を決議した際の付帯決議において、当社取締役会が本特別委員会の意見を最大限尊重の上で本取引に係る決議を実施することを決定している。

(2) 当社における意思決定プロセス

- ・当社の役員8名のうち、(i) 現に公開買付者の取締役を兼任している取締役の安藤隆司氏及び高崎裕樹氏、(ii) 現に日本通運の執行役員を兼任している取締役の戸田達也氏、(iii) 過去に公開買付者の役職員の地位を有していた代表取締役社長の内田互氏、並びに(iv) 現に公開買付者の取締役を兼任している監査役の矢野裕氏については、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、本特別委員会の設置に係る2021年12月17日の取締役会決議以降の本取引に係る当社取締役会の審議及び決議に参加していない。
- ・M&A 指針において、独立した特別委員会が設置されて有効に機能している場合には、現に公開買付者の役職員を兼任する者が除外されれば足りるとの整理もあるところではあるが、本件において、当社は、この M&A 指針の指摘よりも慎重に、上記 (iii) にあるとおり、過去に公開買付者の役職員に就任していた者の利益相反にも配慮して上記のような整理を行ったものであり、利害関係の整理に不公正な点は見当たらない。
- ・当社取締役会においては、上記のような利害関係のある取締役を審議から外した上で、最終的に当社の取締役全員的一致により決議がされる予定である。

- ・以上からすれば、当社における意思決定プロセスに関して、公正性に疑義のある点は見当たらない。

(3) 外部専門家の専門的助言等の取得

- ・本ヒアリング等及び当社の「支配株主である名古屋鉄道株式会社による当社株券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」と題するプレスリリース（以下「当社プレスリリース」という。）の草案によれば、当社取締役会は、意思決定につき、リーガル・アドバイザーであるアンダーソン・毛利・友常法律事務所の弁護士から助言を受けており、弁護士による独立した専門的助言を取得したと認められる。またアンダーソン・毛利・友常法律事務所の独立性については、本特別委員会が本ヒアリング等において、直接、同法律事務所所属の弁護士から、（i）同法律事務所と当社との間に継続的な取引関係はなく、（ii）さらに報酬もタイムチャージであって成功報酬が含まれていないことを確認済みである。
- ・本ヒアリング等及び当社プレスリリースの草案によれば、当社取締役会は、本公開買付けの公正性を担保するために、独立した第三者算定機関である三菱UFJ銀行財務開発室から、当社株式の株式価値に関する資料としての本株式価値算定書を取得している。さらに、本株式価値算定書においては、複数の算定方法を利用しており、恣意的な価格の算定がされないよう配慮がされている。なお、この点に関連して、本特別委員会は独自の財務アドバイザーとして高野総合コンサルティングを選任しており、同社による本株式価値算定書の詳細な検討においても、問題点は検出されていない。また、当該算定の前提となる当社の事業計画の作成に当たって、公開買付け者の役職員による恣意的行動があった事実は認められず、算定に当たって公正性を疑わせるような事情も見当たらない。その上で、三菱UFJ銀行財務開発室の独立性については、本特別委員会が本ヒアリング等において、直接、三菱UFJ銀行財務開発室から、公開買付け者及び当社への貸付け等の取引があることが報告されたが、三菱UFJ銀行財務開発室が銀行業を営む会社であることからすればこれは不自然なことではなく、また三菱UFJ銀行財務開発室の企業規模からみると、これらは重要な利害関係に該当しないと判断した。さらに三菱UFJ銀行財務開発室の報酬については成功報酬が含まれるものの、同種の取引における一般的な実務慣行であることに鑑み、当該報酬体系をもってしても三菱UFJ銀行財務開発室に独立性は認められるものと判断した。また当社プレスリリースの草案においても、三菱UFJ銀行財務開発室は当社との間で独立性を有していることが記載されている。以上から、本株式価値算定書は、独立した第三者評価機関による株式価値算定書であると認められる。

(4) マーケット・チェック

- ・本ヒアリング等及び当社プレスリリースの草案によれば、本公開買付けの買付期間は、30営業日に設定されている。これは、公開買付け期間を比較的長期に設定することにより、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、公開買付け者以外にも当社株式の買付け等を行う機会を確保するものと認められる。また、本ヒアリング等及び当社プレスリリースの草案によれば、当社と公開買付け者との間において、取引保護条項を含む対抗的買収提案者との接触を制限する旨の合意は行われぬ。このように、本件では、公表後に他の潜在的な買収者が対抗提案を行うことが可能な環境を構築した上で M&A を実施することによる、いわゆる間接的なマーケット・チェックが実施されている。
- ・そして、本ヒアリング等により、本特別委員会は、本件においては積極的なマーケット・チェックをすべきような特段の例外的事情はないものと判断した。そのため、本取引においては、上記のような間接的な形でマーケット・チェックを実施することによっても、取引条件の形成過程における当社の交渉力が強化され、企業価値を高めつつ少数株主にとってできる限り有利な取引条件で M&A が行われることに資するものと認められる。

(5) マジョリティ・オブ・マイノリティ (Majority of Minority)

- ・当社プレスリリースの草案によれば、本公開買付けにおいては、「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。この点について本特別委員会が公開買付者に説明を求めたところ、公開買付者からは、次のような理由で「マジョリティ・オブ・マイノリティ」 (Majority of Minority) を採用しないとの回答を得た。
 - (i) 本取引においては当社株式を非上場化することを目的としているため、確実に目的を果たすことができるよう、買付予定数の下限及び上限を設ける予定はない。
 - (ii) 現在の株主構成を基に「マジョリティ・オブ・マイノリティ」 (Majority of Minority) を設定することで、公開買付けの成立可能性が下がることになれば、当社株式の売却を希望する株主がプレミアム付での売却機会を逃してしまうこととなり、かえって少数株主の利益保護に資さない可能性もあるものと考えている。
- ・M&A 指針においても、「マジョリティ・オブ・マイノリティ」 (Majority of Minority) は公正性担保措置の一環として評価されるものではあるが、その採用は必須ではないとされていることからすれば、そのような条件を設定しなくても、株主意思の確認にとって、決定的なマイナス要因となるものではない。
- ・したがって、上記(i)及び(ii)のような公開買付者側の説明も相応に合理的であり、実際、本答申書で述べるとおり、本答申書でも検証している各種の方策により少数株主の利益は十分に図られていると考えられることからすれば、本件において、この点が理由で株主の適切な判断機会の確保が欠缺しているとまで解する必要はないと考えられる。なお、本特別委員会は当社のリーガル・アドバイザーからも同趣旨の回答を得ている。

(6) 少数株主への情報提供の充実とプロセスの透明性の確保

- ・まず特別委員会については、M&A 指針で(a)委員の独立性や専門性等の適格性に関する情報、(b)特別委員会に付与された権限の内容に関する情報、(c)特別委員会における検討経緯や、交渉過程への関与状況に関する情報、(d)特別委員会の判断の根拠・理由、答申書の内容等及び(e)委員の報酬体系の開示が望ましいとされている。これを本件についてみると、当社プレスリリースの草案で、これら(a)から(e)の要素がすべて記載されている。次に株式価値算定書については、M&A 指針で、特に DCF 分析について、(i)算定の前提とした当社のフリー・キャッシュ・フロー予測、及びこれが当該 M&A の実施を前提とするものか否か、(ii)算定の前提とした財務予測の作成経緯、(iii)割引率の種類や計算根拠、(iv)フリー・キャッシュ・フローの予測期間の考え方や予測期間以降に想定する成長率等の継続価値の考え方等の開示が例示されている（なお例示であってすべての記載が義務づけられているわけではない。）。
- ・これを本件についてみると、当社プレスリリースの草案では、(i)及び(ii)のほか、(iii)として割引率が、また(iv)として継続価値の算定方法が記載されている。
- ・最後にその他の情報についても、M&A の実施に至るプロセスや交渉経緯についても、当社プレスリリースの草案で、充実した記載がされているものと認められる。

(7) 強圧性の排除

- ・本取引のうち本スクイーズアウト手続は、株式併合方式を用いるスキームにより実行するとされている。当該スキームの実施の過程で、株主には、会社法第 182 条の 4 及び第 182 条の 5 の規定により価格決定の申立てを行う権利がそれぞれ認められ、しかも、当社プレスリリースの草案でその旨が明示的に開示されている。
- ・さらに、当社プレスリリースでは、本スクイーズアウト手続は本公開買付け終了後速やかに行われること、本スクイーズアウト手続の際に少数株主に対して交付される金銭について、本公開買付価格と同一の価格とすることが予定されている旨が開示されている。

- ・以上からすれば、本取引については、強圧性を排除するための対応が行われていると認められる。

3. 条件の妥当性（本諮問事項の（ii）関係）

以下の点より、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む。）の公正性・妥当性は確保されていると認められる。

(1) 独立当事者間に相当する交渉状況の確保

- ・本件の交渉状況については、以下で述べるように、本公開買付価格は、当社が三菱UFJ銀行財務開発室の助言及び本特別委員会からの意見・指示を受けながら公正に行われ、最終合意に至ったものである。
- ・まず本公開買付価格に関する一連の交渉経緯について振り返ると、本件では、第3回委員会以降毎回の委員会において（かつ、委員会の期日間では随時電子メールにて）、三菱UFJ銀行財務開発室及び当社から本特別委員会に対して本公開買付価格の交渉状況に関する詳細な説明が行われた。本特別委員会は、当社から本取引に係る取引条件等について公開買付者と交渉を行う権限を付与されていたことから、当該説明の都度、公開買付者からの本公開買付価格の提案についての諾否の意見を述べた。合わせて本特別委員会は、公開買付者からの提案を拒絶して反対に当社側から価格の提案を行う場合について、価格をいくらと設定すべきか及びその根拠についても意見を述べた。交渉過程における本特別委員会の意見は、交渉方針や公開買付者に対する返答のあり方等の具体的な点についても意見及び要望を述べるものであった。本公開買付価格の交渉は、上記のように本特別委員会が公開買付者からの本公開買付価格の提案への諾否及び反対提案の内容について述べた意見を踏まえて当社及び三菱UFJ銀行財務開発室が公開買付者に返答するというプロセスで行われた。
- ・このようなプロセスを経て、本特別委員会が複数回に亘って公開買付者からの本公開買付価格の提案を拒絶し、3回に上る上積みがされた結果として、最終的に本特別委員会が本公開買付価格を3,500円とすることについて了承したことによって、本公開買付価格が確定した。なお、本公開買付価格は、交渉の結果として、当初の公開買付者の提案よりも800円を上回る価格となった。
- ・以上のとおり、本特別委員会は、本公開買付価格の交渉について、与えられた権限を踏まえて主体的に関与した。そしてこのような交渉により、少数株主にとってできる限り有利な取引条件でM&Aが行われることを目指して交渉がされた経緯が認められる。
- ・以上からすれば、本件の公開買付者との取引条件に関する協議・交渉過程において、企業価値を高めつつ少数株主にとってできる限り有利な取引条件でM&Aが行われることを目指して合理的な努力が行われる状況が確保されていたと評価することができる。

(2) 株式価値算定と本公開買付価格の関係

- ・本件は合併のように当事者双方が相手方のデュー・ディリジェンスを行うタイプの取引ではなく、当社は公開買付者側のデュー・ディリジェンスを行ったわけではない。そのため、本取引による企業価値向上効果について、現時点において当社が定量的に数値を見込むことは難しいという事情がある。したがって、本件で株式価値算定の基礎となる当社の事業計画は、スタンドアローン・ベースのものとなっているが、そのことは不合理なものではない。
- ・本特別委員会は事業計画の策定経緯についてもヒアリング等において当社に確認したが、策定に関して恣意的な点は見当たらなかった。具体的には、事業計画は、本取引に係る検討が始まった相当程度前の時点である2021年3月時点に、取締役会決議によって策定された中期経営計画に、2021年12月時点で必要なアップデートを行ったものであり、その内

容は、(i) 設備投資計画の実態を踏まえた見直し及び(ii) 2022年3月期に関する公表済みの最新の業績予想を反映したものであり、合理的なものと認められる。また事業計画の内容についても、ベースとなっている事業計画が既に2021年3月に取締役会で承認済みであったこともあり、本特別委員会委員のうち独立役員を兼務している者からみて、従前の当社グループの実績との関係で矛盾や不自然な点は見当たらない。さらに事業計画については、三菱UFJ銀行財務開発室が当社との間でインタビューを行いその内容を分析及び検討した旨の報告も受けており、三菱UFJ銀行財務開発室の専門的見地によるスクリーニングも経ていることを確認している。以上からすれば、事業計画については、策定プロセス、策定方法のいずれからみても、公開買付者の恣意的な圧力が介在した事実は認められない上、内容も合理的なものと認められる。

- ・本特別委員会は、三菱UFJ銀行財務開発室に対して複数回に亘ってヒアリングを実施し、当社株式の株式価値の算定方法及び評価プロセス並びに株式価値算定等に関する考察過程について詳細な説明を受けた。さらに、本特別委員会は、本特別委員会の財務アドバイザーとして選任した高野総合コンサルティングに、株式価値算定等に関する合理性の検証を依頼し、同社は、三菱UFJ銀行財務開発室との質疑応答等を通じて、子細に合理性を検証した。その結果、本特別委員会は、同社から算定方法に関する意見書を受領した。以上のとおり、本特別委員会が自ら確認を行った事項、及び本特別委員会の財務アドバイザーからの報告結果のいずれについても不合理な点は見当たらなかったため、三菱UFJ銀行財務開発室が作成した本株式価値算定書に準拠できると評価した。
- ・本公開買付価格である1株当たり3,500円という価格は、(i)市場株価分析により算定された当社1株当たり株式価値の上限を超過しており、かつ、(ii)DCF分析により算定された当社1株当たり株式価値のレンジの中心値(割引率は $5.0\% \pm 0.50\%$ が採用され、永久成長率は $0.00\% \pm 0.25\%$ とされているため、それぞれの中心である割引率 5.0% 及び永久成長率 0.00% を用いて算定した値)を上回る水準にある。
- ・ところで、M&A指針においては、(a)「M&Aを行わなくても実現可能な価値」は、少数株主を含む全ての株主がその持株数に応じて享受すべきであり、他方で、(b)「M&Aを行わなければ実現できない価値」については、M&Aによって少数株主はスクイーズ・アウトされることとなるものの、少数株主もその価値のしかるべき部分を享受するのが公正であると指摘されている。このような考え方を背景にして本件をみても、本公開買付価格は、スタンダードアローン・ベースで算定された三菱UFJ銀行財務開発室による当社株式の株式価値と比べても、相応の上積みがされた金額であることが認められるから、上記でいう(b)「M&Aを行わなければ実現できない価値」のしかるべき部分が少数株主に享受される水準であると考えられる。
- ・以上の理由から、本特別委員会としても、本公開買付価格は、三菱UFJ銀行財務開発室により算定された当社株式価値等との比較の観点からしても、少数株主にとって不利益ではない水準に達していると考ええる。

(3) プレミアムの検討

- ・三菱UFJ銀行財務開発室が作成した本株式価値算定書によれば、本公開買付価格は、2022年2月4日(以下「直前日」という。)までの名古屋証券取引所における当社株式の終値(なお、2022年2月2日から4日にかけて、市場での出来高がなかったことから、直近の終値としては2022年2月1日の終値を用いている。)に対して、直近の終値(2022年2月1日の終値)で52.17%、直前日の過去1ヶ月の平均終値で51.13%、直前日の過去3ヶ月の平均終値で48.35%、直前日の過去6ヶ月の平均終値で46.03%のプレミアムを加えた金額となっている。
- ・本特別委員会は、三菱UFJ銀行財務開発室に対して、M&A指針公表後に行われた公開買付けのうち、本件と同じ、親会社による上場子会社の非公開化の事例(M&A指針公表後の

34件と、そのうち子会社の株価がPBR1倍未満であった20件)におけるプレミアム水準がどの程度であったかのデータの提供を求めた。その上で、提供されたデータによれば、本公開買付価格は、直前日の終値ベース並びに直前日の過去1ヶ月、過去3ヶ月及び過去6ヶ月の平均終値ベースのすべての参照値との関係で、他の類似事例のプレミアム水準を上回っていることから、総じて、他の類似事例と比べても遜色ないプレミアム水準が確保されていると認められる。

- さらに、当社株式の株価推移からみると、最後に本公開買付価格と同水準の市場株価であったのは1996年であり、本公開買付価格は、過去約25年に亘る期間の当社株式の株価の終値ベースでの最高値に等しい水準であることが認められる。

(4) スキームの妥当性

- 本件では公開買付けが採用されており、株式交換は採用されていない。この点について本特別委員会が公開買付者に質問したところ、以下のような回答を得た。

(i) 現時点において、当社と公開買付者では時価総額、業務範囲等に大きく差があり、株式交換によって当社の少数株主が公開買付者の株主になることで、当社の少数株主が本取引後に公開買付者の事業リスクを負うことになるため、少数株主のことを考えると、現金対価にて本取引を遂行することが望ましい。

(ii) また、シナジー実現にむけた具体的なプロセスや時期等については、本取引完了後に当社とともに見定めていく予定であるが、現時点においては定量的なシナジーの見積もりもできず、また、シナジーの発現には一定の期間とハードルが存在するものと考えられ、その過程において、当社の設備投資等による短中期的な収益性の悪化等により公開買付者の株価が下落し、株主が不利益を被る可能性も否定できないものと考えている。

- 以上を踏まえて検討すると、確かに、公開買付者は時価総額で当社の20倍以上と非常に大きい規模の企業であることもあって、当社の少数株主が、本取引実施後も引き続き公開買付者の株主となることで、当社事業の将来のシナジーをそのまま享受することができるのはいいにくい状況にある。そのため、当社の株主が、本取引の終了後も公開買付者の株式を保有することを当然に望むか否かは明らかであるとはいえない。その意味で上記の公開買付者の回答も不合理なものではない。
- 公開買付者が公開買付け(現金対価)のスキームによって、当社の全株式を取得するという本取引のスキームは、当社の少数株主にとって適切な投資回収の機会を与えるという意味からも、合理的なものであると考えることができる。

4. 本特別委員会としては、本諮問事項の(i)から(iii)までで検討を要請されている事項が、本諮問事項の(iv)を検討する際の考慮要素になるものとする。そして、上記1. から3. までで述べたことからすれば、当社が本取引に関する決定をすることは当社の少数株主にとって不利益なものでないと認められる旨の意見を答申する。

5. 本特別委員会としては、本諮問事項の(i)から(iv)までが確認されることにより、本諮問事項の(v)を是認する理由になるものとする。そして、上記1. から4. までで述べたことからすれば、本公開買付けの公表の時点で当社の取締役会が賛同の意見を表明するとともに、当社の株主に対して本公開買付けに応募することを推奨する旨の決議を行うことは合理的と考えられる旨の意見を答申する。

③ 当社の特別委員会における独立した財務アドバイザーからの助言の取得

本特別委員会は、上記「② 当社における独立した特別委員会の設置」に記載のとおり、公開買付者、日本通運及び当社から独立した独自の財務アドバイザーとして高野総合コンサルティングを選任し、高野総

合コンサルティングから当社株式の価値算定に関する助言を含む助言を受けております。

なお、高野総合コンサルティングは、公開買付者、日本通運及び当社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。

④ 当社における独立した法律事務所からの助言の取得

当社は、上記「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「④ 当社が本公開買付けに賛同するに至った意思決定の過程及び理由」の「(i) 公開買付者からの提案及び検討体制の構築の経緯」に記載のとおり、公開買付者、日本通運及び当社から独立したリーガル・アドバイザーとしてアンダーソン・毛利・友常法律事務所を選任し、アンダーソン・毛利・友常法律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おります。

なお、アンダーソン・毛利・友常法律事務所は、公開買付者、日本通運及び当社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。

⑤ 当社における独立したファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関からの株式価値算定書の取得

当社は、上記「② 当社における独立した特別委員会の設置」に記載のとおり、公開買付者、日本通運及び当社から独立したファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関として三菱UFJ銀行財務開発室を選任し、三菱UFJ銀行財務開発室から当社株式の価値算定、公開買付者との交渉方針に関する助言を含む財務的見地からの助言及び補助を受けるとともに、2022年2月4日付で本株式価値算定書を取得しております。なお、当社は、過去に行われた本公開買付けと同種の発行者以外の者による株券等の公開買付けの事例（非公開化を前提とした公開買付けの事例）においても公開買付価格の公正性に関する意見書（フェアネス・オピニオン）を取得していない事例もあることから、三菱UFJ銀行財務開発室からもフェアネス・オピニオンを取得しておりません。

三菱UFJ銀行は、公開買付者、日本通運及び当社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、法人としての三菱UFJ銀行は、公開買付者の株主（2021年9月30日現在において公開買付者の第七位株主（持株比率1.24%））であり、また、公開買付者に対して融資（2021年9月30日現在における公開買付者の借入額は25,200百万円です。）を行っており、公開買付者と重要な利害関係を有していると考えられるものの、当社は、当社株式の株式価値の分析にあたっては、三菱UFJ銀行において適切な弊害防止措置が講じられているものと判断し、三菱UFJ銀行財務開発室を当社、日本通運及び公開買付者から独立した第三者算定機関に選定いたしました。詳細は、上記「(3) 算定に関する事項」の「① 当社における独立したファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関からの株式価値算定書の取得」の「(i) 算定機関の名称並びに上場会社及び公開買付者との関係」をご参照ください。

⑥ 当社における独立した検討体制の構築

上記「(2) 本公開買付けに関する意見の根拠及び理由」の「④ 当社が本公開買付けに賛同するに至った意思決定の過程及び理由」に記載のとおり、当社は、構造的な利益相反の問題を排除する観点から、公開買付者及び日本通運から独立した立場で、本取引に係る検討、交渉及び判断を行う体制（当社の役員、並びに財務部及び総務部に所属する従業員の合計4名を主要なメンバーとする体制）を当社の社内に構築いたしました。

具体的には、当社は、2021年11月24日、公開買付者から本取引に関する協議を開始したい旨の意向を受けた時点以降、構造的な利益相反の問題を排除する観点から、現に公開買付者グループ（当社を除きます。）及び日本通運の役職員を兼任する当社の役職員のみならず、過去に公開買付者グループ（当社を除きます。）及び日本通運の役職員であった当社の役職員について、(ア) 当社株式の価値評価の基礎となる事業計画の作成過程や、(イ) 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に関与させないこととしており、かかる取扱いを継続しております。

また、かかる取扱いを含めて、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。）に独立性の観点から問題がないことについては本特別委員会の確認を経ています。

⑦ 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「(2) 本公開買付けに関する意見の根拠及び理由」の「④ 当社が本公開買付けに賛同するに至った意思決定の過程及び理由」に記載のとおり、アンダーソン・毛利・友常法律事務所から受けた法的助言、三菱UFJ銀行財務開発室から受けた助言及び本株式価値算定書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、及び本公開買付け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、慎重に検討・協議いたしました。

その結果、当社は、上記「(2) 本公開買付けに関する意見の根拠及び理由」の「④ 当社が本公開買付けに賛同するに至った意思決定の過程及び理由」に記載のとおり、公開買付者と当社が一体となり、中長期的視点に立脚した当社グループの成長戦略を推進することが、当社グループを含む公開買付者グループ全体の更なる成長と発展に資すると判断の上、当社の非公開化が最善であると判断し、本日開催の当社取締役会において、当社取締役合計8名のうち、審議及び決議に参加した当社取締役4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、本公開買付けに応募することを推奨することを決議いたしました。

また、上記の取締役会においては、当社監査役合計4名のうち、審議に参加した当社の監査役3名（うち2名が独立社外監査役）全員が上記のいずれの決議についても異議がない旨の意見を述べております。

当社取締役8名のうち、現に公開買付者の取締役を兼任している取締役の安藤隆司氏及び高崎裕樹氏、現に日本通運の執行役員を兼任している取締役の戸田達也氏、並びに過去に公開買付者の役職員の地位を有していた代表取締役社長の内田互氏、並びに現に公開買付者の取締役を兼任している監査役の矢野裕氏については、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、本特別委員会の設置に係る2021年12月17日の取締役会決議以降の本取引に係る当社取締役会（上記の本日開催の当社取締役会を含みます。）の審議及び決議に参加していません。なお、上記「⑥ 当社における独立した検討体制の構築」に記載のとおり、現に公開買付者グループ（当社を除きます。）及び日本通運の役職員を兼任する当社の役職員のみならず、過去に公開買付者グループ（当社を除きます。）及び日本通運の役職員であった当社の役職員については、公開買付者との間の本公開買付け価格を含む本取引に係る取引条件に関する交渉過程に関与させないこととしております。

⑧ 取引保護条項の不存在

公開買付者及び当社は、当社が対抗的買収提案者と接触することを禁止するような取引保護条項を含む合意等、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。

⑨ 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、上記「(5) 本公開買付け後の組織再編等の方針（いわゆる二段階買収に関する事項）」に記載のとおり、本公開買付けの決済の完了後速やかに、公開買付者が本公開買付けの成立により取得する株式数に応じて、本株式併合及び本株式併合の効力発生を条件として単元株式数の定めを廃止する旨の定款の一部変更を行うことを付議議案に含む本臨時株主総会の開催を当社に要請することを予定しており、当社の株主の皆様に対して株式買取請求権又は価格決定請求権が確保されない手法は採用しないこと、(ii) 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け価格に当該各株主（公開買付者、当社及び日本通運を除きます。）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、法令に定められた公開買付けに係る買付け等の最短期間は 20 営業日であるところ、公開買付期間を 30 営業日としているとのことです。公開買付期間を比較的長期にすることにより、当社の株主の皆様に対して本公開買付けに対する応募につき適切な判断機会を確保しているとのことです。

4. 公開買付者と自社の株主との間における公開買付けへの応募に係る重要な合意に関する事項

本公開買付けに際して、公開買付者は、日本通運との間で、本日付で、本不応募株式の全て (1,301,873 株) について、本公開買付けに応募しない旨、本公開買付けが成立した場合には本スクイズアウト手続を実施する旨、及び本臨時株主総会において本スクイズアウト手続に関連する本株式併合を含む各議案に賛成する旨を合意しているとのことです。なお、日本通運との合意に基づく本公開買付けへの不応募には前提条件は定められていないとのことです。また、公開買付者と日本通運との間でその他の合意事項は存在しないとのことです。

また、当社は、日本通運との間で、本資本業務提携契約において、特積み輸送ネットワークの相互利用によるオペレーションの効率化とサービスレベルの向上、引越、鉄道コンテナ等の補完関係がある物流サービスの連携強化等の本資本業務提携契約の目的を共有し、その達成に向けて具体的な施策を検討、実施していくことを合意しています。なお、本取引による当社の非公開化後も、日本通運が引き続き当社の株主としての立場を保持することで、当社及び日本通運との資本関係が維持され、当社及び日本通運の取引関係及び本資本業務提携に基づく提携関係が中長期的に維持及び強化されることが見込まれると公開買付者が考えているとのことです。

5. 公開買付者又はその特別関係者による利益供与の内容

該当事項はありません。

6. 会社の支配に関する基本方針に係る対応方針

該当事項はありません。

7. 公開買付者に対する質問

該当事項はありません。

8. 公開買付期間の延長請求

該当事項はありません。

9. 今後の見通し

上記「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」、「(4) 上場廃止となる見込み及びその事由」及び「(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)」をご参照ください。

10. 支配株主との取引等に関する事項

(1) 支配株主との取引等の該当性及び少数株主の保護の方策に関する指針への適合状況

公開買付者は当社の支配株主 (親会社) であり、本公開買付けに関する意見表明は、支配株主との取引等に該当します。当社が、2021 年 12 月 27 日に開示したコーポレート・ガバナンス報告書で示している「支配株主との取引等を行う際における少数株主の保護の方策に関する指針」として、「社会通念上の一般の取引条件と同様の考え方で取引を行うことを基本方針としており、取引内容及び条件の妥当性につきましても、当社取締役会におきまして十分な審議のうえ、その決議をもって取引を行っております」と示しております。

当社は、本公開買付けを含む本取引に関して、上記「3. 本公開買付けに関する意見の内容、根拠及び理由」の「(6) 本公開買付け価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公

開買付けの公正性を担保するための措置」に記載のとおり、構造的な利益相反の問題及び情報の非対称性の問題に対応し、本公開買付けを含む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講じており、これにより少数株主の利益を害することがないよう努めております。かかる対応は、上記指針に適合しているものと考えております。

(2) 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関する事項

上記「(1) 支配株主との取引等の該当性及び少数株主の保護の方策に関する指針への適合状況」に記載のとおり、本公開買付けを含む本取引は、当社にとって支配株主との取引等に該当することから、当社は、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が必要であると判断し、上記「3. 本公開買付けに関する意見の内容、根拠及び理由」の「(6) 本公開買付けの公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置」に記載の措置を講じることにより、公正性を担保し、利益相反を回避した上で判断しております。

(3) 当該取引等が少数株主にとって不利益なものではないことに関する、支配株主と利害関係のない者から入手した意見の概要

当社は、2022年2月4日、本特別委員会から、当社取締役会が、本公開買付けに賛同する旨の意見を表明するとともに、当社の株主に対し、本公開買付けに応募することを推奨することを決議することは、当社の少数株主にとって不利益なものではないと考える旨を内容とする本答申書を入手しております。詳細は、上記「3. 本公開買付けに関する意見の内容、根拠及び理由」の「(6) 本公開買付けの公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置」の「②当社における独立した特別委員会の設置」の「(iii) 判断内容」をご参照ください。なお、本答申書は、本公開買付けが成立した後における、上記「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）」に記載の公開買付けによる当社の株主を公開買付け者及び日本通運のみとすることが当社の少数株主にとって不利益なものではないことに関する意見も兼ねております。

1 1. その他

(1) 「期末配当予想の修正（無配）に関するお知らせ」の公表

当社は、本日開催の取締役会において、本公開買付けが成立することを条件に、2022年3月期の配当予想を修正し、2022年3月期の期末配当を行わないことを決議いたしました。詳細につきましては、当社が本日公表した「期末配当予想の修正（無配）に関するお知らせ」をご参照ください。

(2) 「2022年3月期 第3四半期決算短信〔日本基準〕（連結）」の公表

当社は、2022年2月4日付で当社の決算短信を公表しております。詳細につきましては、当社が2022年2月4日に公表した「2022年3月期 第3四半期決算短信〔日本基準〕（連結）」をご参照ください。

(参考) 買付け等の概要

本公開買付けの概要につきましては、公開買付け者が本日公表した「名鉄運輸株式会社（証券コード 9077）に対する公開買付けの開始に関するお知らせ」（添付）をご参照ください。

以 上



2022年2月7日

各 位

会 社 名 名古屋鉄道株式会社
代表者名 取締役社長 高崎 裕樹
(コード：9048、東証・名証各第一部)
問合せ先 広報部長 吉田 輝基
(TEL. 052-588-0813)

名鉄運輸株式会社株式（証券コード：9077）に対する公開買付けの開始に関するお知らせ

名古屋鉄道株式会社（以下「公開買付者」といいます。）は、本日開催の取締役会において、以下のとおり、名鉄運輸株式会社（株式会社名古屋証券取引所（以下「名古屋証券取引所」といいます。）市場第二部、証券コード：9077、以下「対象者」といいます。）の普通株式（以下「対象者株式」といいます。）を金融商品取引法（昭和 23 年法律第 25 号。その後の改正を含みます。以下「法」といいます。）による公開買付け（以下「本公開買付け」といいます。）により取得することを決議いたしましたので、お知らせいたします。

1. 買付け等の目的

(1) 本公開買付けの概要

公開買付者は、本日現在、名古屋証券取引所市場第二部に上場している対象者株式3,312,039株（所有割合（注1）：51.09%）を所有しており、対象者を連結子会社としております。

（注1）「所有割合」とは、対象者が2022年2月4日に公表した2022年3月期第3四半期決算短信〔日本基準〕（連結）（以下「対象者決算短信」といいます。）に記載された2021年12月31日現在の発行済株式総数（6,509,301株）から、対象者決算短信に記載された同日現在の対象者の保有する自己株式数（26,948株）を控除した株式数（6,482,353株）に対する割合（小数点以下第三位を四捨五入しております。）をいいます。以下同じです。

この度、公開買付者は、本日開催の取締役会において、対象者株式の全て（但し、公開買付者が所有する対象者株式、本不応募株式（以下に定義されます。）及び対象者が所有する自己株式を除きます。）を取得し、対象者の株主を公開買付者及び対象者の第二位株主である日本通運株式会社（以下「日本通運」といいます。）のみとなるように対象者を非公開化することを目的とした取引（以下「本取引」といいます。）の一環として、本公開買付けを実施することを決議いたしました。

本公開買付けの実施にあたり、公開買付者は、日本通運との間で、本日付で、本公開買付けに応募しない旨の契約（以下「本不応募契約」といいます。）を締結しており、日本通運は、本不応募契約において、同社が所有する対象者株式の全て（所有株式数：1,301,873株、所有割合：20.08%、以下「本不応募株式」といいます。）（注2）について、本公開買付けに応募しない旨を合意しております。本不応募契約の詳細については、下記「(6) 本公開買付けに係る重要な合意」をご参照ください。

（注2）対象者は日本通運との間で2015年12月25日に資本業務提携契約（以下「本資本業務提携契約」といいます。）を締結したとのことですが、その際に、日本通運は、公開買付者ほか銀行等の対象者の株主7名（以下「譲渡人」といいます。）から、市場外の相対取引の方法により、対象者株式6,509,365株（2016年4月1日当時の所有割合：20.07%）を2016年4月1日付で取得したとのことです。その後、対象者は、2017年10月1日をもって、同年9月30日の最終の株主名簿に記録された対象者の株主の所有株式数を基準に、株式併合（5株を1株に併合）を実施したため、日本通運は、1,301,873株の対象者株式を所有しているとのことです。

公開買付者は、本公開買付けにおいては、下記「(2) 本公開買付けの実施を決定するに至った背景、目的及び意思決定の過程並びに本公開買付け後の経営方針」の「(ii) 公開買付者が本公開買付けを実施するに至った経緯・目的」に記載のとおり、対象者とさらに連携し、中長期的視点に立脚した対象者グループの成長戦略を推進することが、対象者グループを含む公開買付者グループ全体の更なる成長と発展に資

すると判断したことから、対象者の株主を公開買付者及び日本通運のみとなるように対象者を非公開化することを目的としているため、買付予定数の上限を設定しておりません。また、公開買付者は、下記「(4) 本公開買付け後の組織再編等の方針（いわゆる二段階買収に関する事項）」に記載されている一連の手続（以下「本スクイーズアウト手続」といいます。）を実施することにより対象者を非公開化する方針であり、下記「(6) 本公開買付けに係る重要な合意」に記載のとおり、本不応募株式を所有する日本通運との間で本スクイーズアウト手続を実施する旨及び本臨時株主総会（以下に定義されます。）において本スクイーズアウト手続に関連する本株式併合（以下に定義されます。以下同じです。）を含む各議案に賛成する旨を合意しており、本日現在、公開買付者が所有する対象者株式は3,312,039株（所有割合：51.09%）、本不応募株式は1,301,873株（所有割合：20.08%）であり、その合計は4,613,912株（所有割合：71.17%、議決権割合：71.35%）であることから、公開買付者は、本スクイーズアウト手続に関連する本株式併合が会社法（平成17年法律第86号。その後の改正を含みます。以下「会社法」といいます。）第309条第2項第4号に規定する株主総会における特別決議により実施できるため、本スクイーズアウト手続が確実に実行可能であると考えております。また、公開買付者は、下記「(3) 本公開買付けの公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置」に記載のとおり、本日現在、対象者株式3,312,039株（所有割合：51.09%）を既に所有しているため、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少数株主の皆様様の利益に資さない可能性もあるものと考え、買付予定数の下限を設定しておらず、本公開買付けに応募された対象者株式（以下「応募株券等」といいます。）の全ての買付け等を行います。また、公開買付者は、本公開買付けにより対象者株式の全て（公開買付者が所有する対象者株式、本不応募株式及び対象者が所有する自己株式を除きます。）を取得できなかった場合には、本スクイーズアウト手続を実施することにより、対象者を非公開化する予定です。

なお、対象者が本日公表した「支配株主である名古屋鉄道株式会社による当社株券に対する公開買付けに関する賛同の意見表明及び応募推奨のお知らせ」（以下「対象者プレスリリース」といいます。）によれば、対象者は本日開催の対象者取締役会において、本公開買付けについて賛同の意見を表明するとともに、対象者の株主の皆様に応募を推奨することの決議をしたとのこと。対象者の意思決定の過程に係る詳細については、下記「2. 買付け等の概要」の「(4) 買付け等の価格の算定根拠等」の「② 算定の経緯」の「(本公開買付けの公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置)」の「(g) 対象者における利害関係を有しない取締役全員の承認及び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。

(2) 本公開買付けの実施を決定するに至った背景、目的及び意思決定の過程並びに本公開買付け後の経営方針

① 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

(i) 本公開買付けの背景

公開買付者は、1894年に設立免許された愛知馬車鉄道株式会社（同社は、1896年にその商号を名古屋電気鉄道株式会社に変更しております。）を祖としており、名古屋電気鉄道株式会社が地方鉄道部の事業を譲り受けるため、1921年6月に名古屋鉄道株式会社が設立されました。その後、同社は、1930年8月に美濃電気軌道株式会社と合併し、同年9月に商号を名古屋鉄道株式会社に変更し、1935年8月に愛知電気鉄道株式会社を合併した際に、商号を名古屋鉄道株式会社に変更し、現在に至ります。また、公開買付者は、1949年5月に証券会員制法人名古屋証券取引所（現、名古屋証券取引所）市場へ、1954年12月に証券会員制法人東京証券取引所（現、株式会社東京証券取引所（以下「東京証券取引所」といいます。))市場へ上場しております。その後、公開買付者は、1961年の株式市場第二部開設に伴い、東京証券取引所第一部及び名古屋証券取引所第一部へ上場し、現在に至っています。

公開買付者は、本日現在において、対象者を含む子会社116社及び関連会社22社を有し（以下、公開買付者並びにその子会社及び関連会社を総称して「公開買付者グループ」といいます。）、公開買付者グループの事業は、交通、運送、不動産、レジャー・サービス、流通、航空関連サービス及びその他の事業から構成されております。交通分野では鉄軌道、バス及びタクシー事業を、運送分野ではトラック及び海運事業を、それぞれ営んでおります。また、不動産分野では不動産分譲業、不動産賃貸業及び不動産管理業を、レジャー・サービス分野ではホテル業、観光施設事業、旅行業及び広告代理業を、流通事業では百貨店業及び物品販売等をそれぞれ営んでおり、航空関連サービス分野では機内食の提供や物資輸送、ドクターヘリの運航等を行っております。その他の分野では、情報処理業や建設業等を手がけております。

公開買付者グループは、人口減少・少子高齢化の加速及び技術革新の進展等、公開買付者グループを取り巻く環境が変化する中においても持続的な成長を目指すため、2018年3月に、長期ビジョン

「VISION2030～未来への挑戦～」を策定し、事業基盤の拡大や収益力強化に取り組んでおります。2021年3月には、2023年度を最終年度とする中期経営計画「Turn-Over 2023 ～反転攻勢に向けて～」(以下「本中期経営計画」といいます。)を策定し、「地域価値の向上に努め、永く社会に貢献し続けるため、コロナ後の新たな社会経済情勢に対応して事業を変革し、強靱な企業グループに再生を図ることにより、次の成長に繋がる基盤を構築する」ことを基本方針に定め経営に取り組んでおります。また、本中期経営計画では、公開買付者グループ全体として、「事業構造改革」と「成長基盤構築」を掲げ、新型コロナウイルス感染症の拡大によって影響を受けた事業の変革・再生及び次の成長に繋がる基盤の構築を図り、「地域価値の向上に努め、永く社会に貢献する」という使命を達成するために、街と街、人と人をつなぐことで人々の豊かな生活の実現を目指しております。

一方、対象者は、1943年6月に愛知県一宮市において一宮運輸株式会社として設立され、1945年4月に公開買付者が設立した名岐運輸株式会社を吸収合併して、その際に商号を蘇東運輸株式会社に変更したとのことです。その後、対象者は、1960年4月には現在の名鉄運輸株式会社に商号を変更し、1976年8月には名古屋証券取引所市場第二部へ上場し、1992年5月には本社を現在の名古屋市東区に移転しているとのことです。

対象者は、2015年12月25日に貨物自動車運送事業において相互輸送に係る取引関係を有していた日本通運との間で本資本業務提携契約を締結し、混載事業(注1)及び引越事業における連携や、鉄道コンテナ利用などの物流ネットワークを強化し、物流ネットワークの相互利用、オペレーションの効率化を通じた競争力強化などの協業を推進しているとのことです。

(注1) 複数の顧客からの貨物を積み合わせて輸送を行う事業を指します。

対象者は、本日現在、子会社19社と関連会社1社を有し(以下、対象者並びにその子会社及び関連会社を総称して「対象者グループ」といいます。)、対象者グループは、親会社である公開買付者グループに属しております。対象者グループは、対象者グループに属するそれぞれの会社が事業地域及び事業分野を複合的に分担の上、変わりゆく物流ニーズの需要に対してグループが一体となって貨物運送事業を主力とする総合的な物流関連事業を展開しているとのことです。具体的には、対象者は、本日時点において仙台市から岡山市までの全国66箇所に事業所を構え、全国を東北支社、北関東支社、東京支社、名古屋支社、大阪支社の5つの支社がそれぞれ管轄する5つのエリアに分ける体制を採用し、日本全国をカバーするネットワークを構築しているとのことです。また、対象者グループのうち、例えば、名鉄ゴールデン航空株式会社においては、航空会社と代理店契約を締結し、国内の航空貨物輸送を行っているほか、貨物輸送にかかわる保管業務及び流通加工業務や納品代行業務を行うなどの総合的な物流サービスも提供しているとのことです。

このように社会インフラ・ライフラインのひとつである輸送サービスを展開している対象者グループは、物流という視点から豊かな生活を実現することを通じて地域の皆様に信頼される「信頼のトップブランド」を目指しているとのことです。具体的には、対象者グループは、「We're Koguma」のキャッチフレーズを掲げ、グループ一丸となって、最高品質のロジスティクスサービスを「こぐま品質」との名称の下に提供することを経営の基本方針としているとのことです。

一方で、対象者グループを取り巻く事業環境は、人口減少などによる国内貨物需要の頭打ち、ネット社会・電子商取引の拡大、新しい生活様式の浸透、AIを活用した自動運転・ドローン配送などの技術革新、持続可能な社会の実現へ向けた意識の高まりなどが変化してきているとのことです。これらの環境下においても、対象者グループが持続的な成長を目指すためには、自動運転・DX(デジタルトランスフォーメーション)の活用を含め、従来からの領域に捉われない事業展開が必要であり、また、ESG・SDGsをより重視した経営が求められていると考えており、2021年3月に、2030年に向けた長期ビジョン「Koguma Sustainable 2030」を策定するとともに、本年度を初年度とする3カ年計画「名鉄運輸グループ中期経営計画2023」を策定しているとのことです。対象者グループ長期ビジョン「Koguma Sustainable 2030」においては、対象者グループが培ってきた「こぐま品質」と、地域に密着した対象者グループ各社の強み(すなわち、対象者グループの各会社が、それぞれ所在する地域の顧客のニーズに対応したサービス提供ができる強み)を結集したグループ総合力及び事業基盤を強化し、対象者の区域事業(注2)、倉庫事業、3PL(注3)などの事業を拡大するほか、特積事業(注4)のコスト構造の抜本的改革を進め、労働生産性の向上を図り、2030年度には売上高1,500億円を目指すものとしているとのことです(なお、対象者グループの2021年3月期における売上高は約1,120億円とのことです)。

(注2) 特定の地域・区域内における配送業務、及び顧客指定ルートによる配送業務を指します。

(注3) 3PLとは、サードパーティ・ロジスティクスの略称であり、顧客の物流機能の全部又は一部の業務を対象者が受託するサービスを指します。

(注4) 複数の顧客からの貨物を1台の車両でまとめて運ぶ「積合せ運送」の一形態を指します。

また、「名鉄運輸グループ中期経営計画2023」においては、「Connect(繋げる)、Support(支えあう) & Innovate(革新する)」をスローガンとして掲げているとのことです。対象者グループは、「名鉄運輸グループ中期経営計画2023」において、この3カ年に係る期間をコロナ禍からの回復期と位置づけ、3つの重点テーマである「特積事業の融合化モデルへの進化・DXによる労働生産性向上」、「人事制度・職場環境の改善」、「持続的な物流ネットワークの構築」の取り組みを進め、労働生産性(一人当たり付加価値)を高めることで、中長期的な成長・存在価値向上を実現するとのことです。

公開買付者は、1945年に対象者の前身である一宮運輸株式会社が、公開買付者が設立して株式を所有していた名岐運輸株式会社を吸収合併し、合併存続会社である一宮運輸株式会社の株式が名岐運輸株式会社の株主である公開買付者に対して交付されたことによって、対象者株式を所有するに至りました。また、対象者が、2016年4月1日、対象者を株式交換完全親会社、公開買付者が6,971,449株(当時の所有割合:76.47%)を所有していた信州名鉄運輸株式会社を株式交換完全子会社とする株式交換(株式交換比率は1:1.1)を実施したことで、対象者は、信州名鉄運輸の株主であった公開買付者に対して、7,668,593株(当時の所有割合:23.65%)の対象者株式を交付し、公開買付者は対象者株式19,983,841株(当時の所有割合:61.63%)を所有するに至りました。また、同日に、譲渡人が日本通運へ対象者株式を売却(公開買付者は、日本通運へ対象者株式3,423,645株(当時の所有割合:10.56%)を売却)した結果、公開買付者は、16,560,196株(当時の所有割合:51.07%)の対象者株式を所有することになり、その後、対象者が2017年10月1日に株式併合(5株を1株に併合)を実施したことで、本日現在、対象者株式3,312,039株(所有割合:51.09%)を所有するに至っているとのことです。

(ii) 公開買付者が本公開買付けを実施するに至った経緯・目的

公開買付者グループは、交通、レジャー及び百貨店等、事業展開地域における人々の生活に根差したサービスを提供しており、特に主たる事業である交通事業は、インバウンド旅行客の利用増加に伴う旅客収入の増加や、製造業の生産拠点が集積する線区の通勤定期輸送人員の増加等により業績は堅調に推移していましたが、国立社会保障・人口問題研究所の「日本の地域別将来推計人口(平成30年推計)」によれば、公開買付者グループが事業の基盤とする中部地方(新潟県、富山県、石川県、福井県、山梨県、長野県、岐阜県、静岡県及び愛知県)の総人口は2025年から2030年にかけて3.0%、2035年から2040年にかけて3.5%減少するなど、中長期的に減少することが示唆されており、これは公開買付者グループの主力事業における将来的な収益獲得機会の逡減を意味するものと捉えております。加えて、足元では新型コロナウイルス感染症の拡大に伴う移動の制限により、インバウンド需要・旅行需要の減少、EC需要の顕著な増加及びテレワークの普及に伴う都市部から郊外への居住エリアの移転等、消費者の行動・生活様式がコロナ禍の影響を受ける前の2019年度から変化しております。公開買付者グループのコア事業である交通事業は、コロナ禍において2019年度から設備投資額を34.6%抑制した2020年度においても、設備投資額の総額の35.2%となる168億円を設備投資に費やしており、線路や車両等への一定額の投資を要するなど固定費率が高いことから、一定以上の収入を確保する必要があるところ、2019年度から2020年度にかけて1,635億円から1,049億円に減収したことで、営業利益が215億円の黒字から178億円の赤字に転じ、移動需要の減少及びサービス消費の低迷に伴う売上減少による収益性の悪化に直面しているほか、消費者の新たな生活様式が定着しつつあることからそのトレンドは長期化するものと予想され、公開買付者グループにとっては今後も厳しい事業環境が継続するものと見込んでおります。

このように、公開買付者グループにとって先行き不透明な状況が予測される中、公開買付者グループが更なる成長を遂げるためには、コロナ禍でも堅調な運送事業や航空事業を競争力のある事業と捉え収益力の強化を図り、収益構成の見直しを行っていくことが必須であると認識してまいりました。

他方、対象者グループの主たる事業である運送事業は、国土交通省の「トラック輸送情報」によれば、特別積合せ貨物の輸送トン数は、2018年度において65,833,010トン、2019年度において64,182,180トン、そして2020年度においては63,875,481トンと、コロナ禍においても足元では物販系分野のEC市場規模の拡大に支えられ横ばいで推移しているものの、将来的には人口減少に伴う国内貨物輸送量の減少が予測されます。また、運送業界全体として慢性的な人材不足が続いており、今後も少子高齢化によりその傾向はより顕著になることが見込まれ、人件費の高騰が一層加速することが懸念されるほか、新型コロナウイルス感染症の拡大により2020年3月から6月にかけて下落した燃料価格が経済活動の回復に伴って2020年度下期より上昇に転じるなど、燃料費の動向も先行きが見通せない厳しい事業環境に置かれております。加えて、近年は業界全体として、ESG・SDGsやコンプライアンスを重視した経営が求められており、DXの活用・推進による労働生産性の改善及びモーダルシフト(注5)への取り組み等を通じた持続可能な物流ネットワークの構築等の推進が急務であると考えてまいりました。

(注5) 「モーダルシフト」とは、トラック等の自動車で行われている貨物輸送を環境負荷の小さい鉄道や船舶の利用へと転換することをいいます。

このような事業環境の中、公開買付者グループ及び対象者グループが持続的な成長を遂げるためには、公開買付者グループと対象者グループがより連携を強化し、交通事業等が過半を占めている公開買付者グループの収益構造から今後成長が見込まれる対象者が展開している貨物運送事業等の収益力強化を図り、先端技術の活用・DXの推進による生産性の向上やイノベーションの創出及び戦略的な投資や新たなビジネス領域への挑戦といった施策に取り組むことが必要であると考えました。また、公開買付者は、2021年10月下旬、これらの取り組みにより、公開買付者グループ全体としての更なる企業価値向上、ひいては公開買付者グループが掲げている「地域価値の向上に努め、永く社会に貢献する」使命を達成することに繋がると考えました。

公開買付者としては、対象者とより一層連携を深めることにより、以下のようなシナジーの実現を目指してまいります。

(ア) 公開買付者グループのノウハウを活かした、不動産の再開発、対象者の物流施設の新設及び維持・更新に係る投資

不動産の再開発や物流施設への投資は、中長期的な事業展望の観点からは実施すべきものであったとしても、一時的には対象者の財務体質を悪化させる場合もあり、対象者の少数株主の皆様への期待に沿えない可能性や短期的には資本市場から十分な評価が得られないことによる株価の不安定化のリスクを伴うことから、積極的に推進することはできませんでした。また、公開買付者が有する不動産情報を、対象者の事業のために活用することが望ましいと考えられる場合において、公開買付者及び対象者がいずれも上場会社である現状では、少数株主保護の観点から機動的な行動をとることができず、実現に至らない局面もありました。公開買付者は、対象者の非公開化を通じて、親子上場に伴う親会社と対象者の少数株主の利益相反を回避することで機動的な経営体制を構築でき、公開買付者及び対象者が中長期的視点に立脚した対象者グループの成長戦略を推進することや、長期的な視野に立った投資やリソース配分に向けた行動をとることが可能となり、対象者が有する物流ネットワークをより強化し、更なる競争力向上を図るため、対象者の物流施設の新設及び維持・更新へ戦略的に投資するほか、公開買付者グループのノウハウを活用した不動産開発を推進するなど、公開買付者が取り得る経営戦略上の選択肢の幅が広がると考えております。具体的には、輸送力強化のための対象者物流施設の新設、改良及び老朽化した拠点の整備等に係る資金面での支援、公開買付者グループが保有している不動産情報の有効活用、公開買付者グループの知見を活かした物流不動産開発並びに公開買付者グループによる対象者物流施設跡地の再開発等の取り組みが可能になると考えております。また、公開買付者グループが保有している施設を対象者の物流施設へ建替えるなど再開発する可能性についても模索してまいります。

(イ) M&A等も含めたグループ再編による効率的な組織体制構築及び事業拡大

対象者は公開買付者の連結子会社であるものの、上場会社であることから、公開買付者から独立した経営を行ってまいりました。しかしながら、公開買付者グループの中には、例えば太平洋フェリー株式会社の貨物輸送や名鉄観光サービス株式会社の国際貨物事業のように、対象者と同種の事業を運営している企業が複数存在しております。本取引を通じて対象者を非公開化し、親子上場に伴う独立性確保の制約を回避することで、公開買付者と対象者がより連携を強化し、それら事業について、公開買付者グループ及び対象者グループの運送事業の中心である対象者が、同種の事業を運営している企業で重複している業務を合理化することで、事業運営の効率化を図ることが最適であると考えられるほか、効率的な組織体制構築に関する知見を有する公開買付者が、対象者の経営に対してコミットを高められるようになり、ヒト・モノ・カネの経営資源のグループ内での最適配分が可能となるため、対象者グループのコア事業である運送事業をはじめ、公開買付者グループ及び対象者グループの注力事業に対し経営資源を集中することや、対象者グループの事業規模・業容を拡大させるために公開買付者がM&A等の成長戦略を支援するなど、公開買付者グループ全体の再編による効率的な事業体制の構築及び事業拡大による更なる成長促進を実現することができると考えております。

また、DXの推進による生産性の向上という観点においては、公開買付者グループはDXに関する知見を有する部門を中心として、公開買付者グループのDXを推進しているものの、少数株主保護の観点から、公開買付者グループのナレッジや経営資源について、独立した経営を行う対象者グループに集中して活用できない局面があったことから、対象者グループだけでは既存の枠組み・発想を超える新たなシステム開発等が推進できておりませんでした。公開買付者は、本取引を通じて対象者を非公開化し、公開買付者と対象者の少数株主との間にある構造的な利益相反を回避することで、公開買付者グループの経営資源を対象者グループの企業価値向上に活用できるようになり、その結果、対象者のDXの推進を加速させることが可能になると考えております。具体的には、労務管理や営業管理等、公開買付者グループ及び対象者グループがそれぞれ独立して使用している情報システムの統一をはじめ、両グループで協働してDXを推進することが可能となり、省人化及び業務の自動化・効率化を通じた事業遂行のスピードアップやコスト削減等、グループ全体の生産性向上が実現できると考えております。

（ウ）公開買付者グループ及び対象者グループの人材リソースの活用

上記のとおり、対象者は公開買付者の連結子会社であるため、対象者が上場を維持した状態では、公開買付者グループから対象者グループへの役職員の派遣等は独立性維持のために最低限に留める必要があるところ、対象者を非公開化することにより、公開買付者から対象者に対しての人材派遣や対象者の注力事業である区域事業、倉庫事業、3PLなどの事業への異動など、公開買付者グループ及び対象者グループ間での人材交流の促進や、グループ内での柔軟な人材配置が可能になり、対象者の構造的な人材不足等の課題解決及び経営効率の向上が実現できると考えております。具体的には、対象者は、注力事業において新規事業開発・販売促進等を推進できる人材が不足していること等の課題を有しているため、当該分野における知見を有した公開買付者グループの人材を派遣することで課題解決を図ってまいります。また、グループ内の配置転換を通じて、対象者のドライバー不足の解消に取り組んでまいります。

また、上記以外にも、シナジーが見込まれる事業領域として、大型車両・燃料の共同購買によるスケールメリットの獲得及び車両のEV化等が考えられます。

公開買付者は、対象者株式の持分比率を高めつつ、対象者を非公開化することで、親子上場に伴う親会社と対象者の少数株主の将来的な利益相反の回避及びグループ経営戦略における意思決定の迅速化等、機動的なグループ経営体制の構築が可能となり、また、上場会社としての独立性維持の観点で制約があった、公開買付者と対象者間での顧客基盤、事業基盤、財務基盤等の経営資源の相互活用を通じ、経営の効率化及び対象者の主力事業である運送事業への戦略的な投資等を実現させることで、上記のシナジー効果が得られると考えました。公開買付者は、2021年10月下旬、このように、公開買付者と対象者がより連携を強化し、中長期的視点に立脚した対象者グループの成長戦略を推進することが、対象者グループを含む公開買付者グループ全体の更なる成長と発展に資すると判断し、そのためには対象者の非公開化が最善の選択であると判断いたしました。

なお、2015年12月25日に対象者と本資本業務提携契約を締結し、2016年4月1日に対象者の第二位株主となり、現在に至るまで対象者の重要なビジネスパートナーたる日本通運が、対象者の非公開化後においても引き続き対象者の株主としての立場を保持することで、対象者及び日本通運との資本関係が維持されることにより、対象者及び日本通運の取引関係及び本資本業務提携に基づく提携関係が中長期的に維持及び強化されることが見込まれ、継続して混載事業における両社の輸送連携を進めることで、対象者の事業基盤の維持・拡大に繋がり、ひいては、対象者の持続的な企業価値の向上に資することが期待されることから、2021年10月下旬、公開買付者としては、本公開買付けを通じた対象者の非公開化においては公開買付者のみならず日本通運も対象者の株主としてその立場を維持することが必要であるとの結論に至りました。また、公開買付者は、2021年10月下旬、本公開買付けにおいては、対象者の株主を公開買付者及び日本通運のみとなるように対象者を非公開化することを目的としているところ、2021年9月末時点において、公開買付者は対象者株式3,312,039株（所有割合：51.09%）を既に所有し、日本通運は対象者株式1,301,873株（所有割合：20.08%）を既に所有していた（本日現在においても、公開買付者及び日本通運が所有する株式数は同じです。）ため、日本通運からの賛同が得られれば、本公開買付けを行うことなく、対象者に会社法第180条に基づく対象者株式の併合の実施を要請すること等により、対象者を非公開化することも可能と考えておりました。もっとも、公開買付者は、2021年10月下旬、本公開買付けを前置することにより、本取引に関して適切な情報開示を行うことで、対象者の株主の皆様に対して本取引につき適切な判断機会を確保し、もって本取引の公正性を担保することを企図して、本公開買付けを実施するのが適切であると判断いたしました。

そして、公開買付者は、かかる判断を踏まえ、2021年10月下旬に、対象者に対して、対象者を非公開化し、株主を公開買付者と日本通運の2社のみとすることについて初期的な打診を行ったところ、対象者から、当該打診について応じるかどうかの検討を行う旨の回答を得ました。また、公開買付者は、2021年11月24日、日本通運に対して、対象者を非公開化し、株主を公開買付者及び日本通運のみとすることを企図しており、今後も協議させてほしい旨を伝えたとところ、同日、日本通運から前向きに検討する旨の回答を電子メールで受領しました。また、2021年12月10日、公開買付者は、日本通運に対して、本取引について説明を行い、本公開買付けへの不応募及び本スクイーズアウト手続に関連する本株式併合を含む各議案に賛成する旨への賛同を依頼したところ、同日、公開買付者及び日本通運は、これまで取り組んできた共同配送や共同幹線輸送など経営資源の有効活用及び業務の効率化を加速化させることが、対象者グループの持続的な成長に資するとの認識を共有するに至り、その後、具体的な契約内容について協議を進め、2021年12月下旬、本不応募契約の内容について合意し、2022年2月7日付で、本不応募契約を締結しております。

公開買付者は、2021年7月上旬より、上記のとおり、対象者の非公開化に関する検討を進めており、2021年10月下旬に、対象者に対して、対象者を非公開化し、株主を公開買付者と日本通運の2社のみとすることについて初期的な打診を行ったところ、対象者から、当該打診について応じるかどうかの検討

を行う旨の回答を得ました。その後、2021年11月24日、公開買付者は、対象者に対して、本取引に関する協議を開始したい旨の正式な提案書を送付したところ、2021年11月26日、対象者から本取引について検討を進める旨の回答を口頭で受領した上で、本取引を実施する場合における公表日などの各種日程について対象者と確認し、以下のとおり、本取引に関して複数回にわたり対象者と協議・検討を重ねてまいりました。

公開買付者は、公開買付者、対象者及び日本通運から独立したファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関として大和証券株式会社（以下「大和証券」といいます。）を、リーガル・アドバイザーとして麻布霞山法律事務所を2021年11月17日に選任し、2021年12月上旬から2022年1月上旬にかけて対象者に対するデュー・ディリジェンスを実施いたしました。また、公開買付者は、2022年1月6日に本特別委員会（以下に定義されます。以下同じです。）から本取引に関する質問を受領したため、2022年1月13日に、対象者及び本特別委員会に対して、非公開化に関するより詳細な説明を行い、同年1月14日に追加回答を行うなど、同年2月1日に至るまで、公開買付者及び対象者のシナジーの創出に向けた具体的な施策や、本公開買付けにおける買付け等の価格（以下「本公開買付価格」といいます。）を含む本取引の諸条件等について本格的な協議・検討を進めてまいりました。

具体的には、公開買付者は、対象者の過去の市場株価終値ベースでの最高水準や推移等の情報、デュー・ディリジェンスを通じて本取引の実現可能性が確認できたこと及び大和証券による対象者株式の算定結果を総合的に考慮の上、過去5年間の終値ベースの最高値（2,700円）に着目し、2022年1月12日に本公開買付価格を2,700円としたい旨の提案を行いました（なお、公開買付者は、本公開買付価格を2,700円とする提案が、2019年7月から2021年11月に行われた本公開買付けと同種の発行者以外の者による株券等の公開買付けの事例（親会社による上場子会社の非公開化を前提とした公開買付けの事例26例）において観測されたプレミアム水準（平均値は、公表日直前が42.2%、直近1ヶ月間が44.5%、直近3ヶ月間が46.5%、直近6ヶ月間が45.2%であり、中央値は、公表日直前が41.5%、直近1ヶ月間が43.0%、直近3ヶ月間が42.3%、直近6ヶ月間が43.6%）と比較すると、2022年1月11日の終値（2,339円）に対するプレミアムは約13%にとどまるものの、上記のとおり、過去5年間の終値ベースの最高値（2,700円）に着目しているため、対象者株主にとって経済合理性があると判断してまいりました。）。しかし、公開買付者は、同年1月14日、対象者より、本公開買付価格を2,700円とする提案に対して、対象者のファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関である株式会社三菱UFJ銀行コーポレート情報営業部財務開発室（以下、株式会社三菱UFJ銀行を「三菱UFJ銀行」といい、株式会社三菱UFJ銀行コーポレート情報営業部財務開発室を「三菱UFJ銀行財務開発室」といいます。）が試算した対象者理論株価の算定レンジを踏まえると、対象者の少数株主にとって十分な価格であるとはいえないとして提案内容の再検討を要請されました。その後、公開買付者は、同年1月12日の価格提案時と同様の理由及び対象者から価格の再検討を要請されたことを踏まえ、同年1月18日に、初回提案価格（2,700円）と対象者株式の初回提案日の直近取引成立日である同年1月11日の終値（2,339円）の差額である361円を超える370円を初回提案価格に対して上乗せした3,070円を本公開買付価格としたい旨の提案を行いました。同年1月21日、対象者より、本公開買付価格を3,070円とする提案に対して、三菱UFJ銀行財務開発室が試算した対象者理論株価の算定レンジを踏まえると、未だ賛同意見及び応募推奨意見を表明できる水準には達していないとの理由で、本公開買付価格を3,900円に引き上げるよう求める旨の提案を受領しました。これに対して、公開買付者は、対象者の過去の市場株価終値ベースでの最高水準や推移等の情報、デュー・ディリジェンスを通じて本取引の実現可能性が確認できたこと及び大和証券による対象者株式の算定結果に加え、対象者に賛同及び応募推奨意見を表明いただくため、分かりやすい判断材料である市場株価に対するプレミアムを重視する必要があると考え、上記の本公開買付けと同種の事例において観測されたプレミアム水準（平均値は、公表日直前が42.2%、直近1ヶ月間が44.5%、直近3ヶ月間が46.5%、直近6ヶ月間が45.2%であり、中央値は、公表日直前が41.5%、直近1ヶ月間が43.0%、直近3ヶ月間が42.3%、直近6ヶ月間が43.6%）を総合的に考慮し、同年1月25日に本公開買付価格を3,300円としたいとの提案を行いました。同年1月27日、対象者より、同年1月21日と同様の理由から、本公開買付価格を3,700円に引き上げるよう求める旨の提案を受領しました。その後、公開買付者は、同年1月25日の価格提案時と同様の理由から、同年1月31日に本公開買付価格を3,500円としたいとの提案を行い、同年2月1日、対象者から、本公開買付価格を3,500円とする提案は、対象者の一般株主の皆様が享受すべき利益が確保された妥当な価格であり、対象者の一般株主の皆様に対して適切なプレミアムを付した価格での合理的な対象者株式の売却の機会を提供するものであると判断し、同年2月1日に本公開買付けを3,500円とすることについて同意する旨の回答を受領しました（対象者が本公開買付価格を3,500円とすることに同意した理由の詳細は、下記「(iii) 対象者における意思決定の過程」の「(c) 対象者の意思決定の内容」をご参照ください。）。

公開買付者は、2022年1月13日に実施した対象者及び本特別委員会との面談において、2022年1月6日に本特別委員会から書面により受領した質問に対する説明や対象者及び本特別委員会との協議を実施し、同年1月14日の本特別委員会に対する書面による追加回答、上記の公開買付価格に関する対象者及

び本特別委員会との間の提案・協議を通じて、同年2月1日に、対象者との間で、公開買付者が企図する企業価値向上策は、その短期的な収益へのネガティブなインパクトや、そもそも失敗するリスクがあることからすれば、こうした企業価値向上策に取り組む前提として、本取引による上場廃止を経ることもやむを得ないと考えられることや、本取引が公開買付者及び対象者にとって、現実的に採り得る最善の手段であり、本取引は、企業価値向上の観点から、他の現実的にあり得る手段と比較しても優位性を有する取引であると考えられることなどについて共通の認識に至り、本公開買付価格について合意したため、本日開催の取締役会決議により、対象者の非公開化を目的とした本取引の一環として、本公開買付けを開始することを決定いたしました。

(iii) 対象者における意思決定の過程

(a) 公開買付者からの提案及び検討体制の構築の経緯

対象者は、上記「(ii) 公開買付者が本公開買付けを実施するに至った経緯・目的」に記載のとおり、公開買付者から本取引に関する初期的な打診を2021年10月下旬に受け、その際、公開買付者に対して当該打診について応じるかどうかの検討を行う旨を回答しました。対象者プレスリリースによれば、対象者は上記初期的な打診を受けたことを契機として、公開買付者との間で協議を開始することや本取引の実施の是非等を含めて検討を開始したとのことです。そして、対象者は、公開買付者との間で交渉するため、対象者、公開買付者及び日本通運から独立したファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関として三菱UFJ銀行財務開発室を2021年11月中旬に選任し、また、対象者、公開買付者及び日本通運から独立したリーガル・アドバイザーとしてアンダーソン・毛利・友常法律事務所外国法共同事業及び弁護士法人アンダーソン・毛利・友常法律事務所（以下、総称して「アンダーソン・毛利・友常法律事務所」といいます。）を2021年11月下旬に選任したとのことです。

そして、対象者は、対象者が公開買付者の連結子会社であり、本取引が構造的な利益相反の問題及び情報の非対称性の問題が典型的に存する取引に該当することに鑑み、これらの問題に対応し、本取引の公正性を担保するため、アンダーソン・毛利・友常法律事務所の助言を踏まえ、直ちに、公開買付者及び日本通運から独立した立場で、対象者の企業価値の向上及び対象者の一般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したとのことです。

具体的には、対象者は、2021年11月下旬から対象者の独立社外取締役、独立社外監査役及び外部有識者から構成される特別委員会の設置に向けた準備を進めたとのことです。その上で、同年12月17日開催の取締役会における決議により、井上尚司氏（対象者の独立社外取締役）、安井秀樹氏（対象者の独立社外監査役）、平林一美氏（対象者の独立社外監査役）、及び仁科秀隆氏（弁護士、中村・角田・松本法律事務所）の4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。本特別委員会の設置等の経緯、検討の経緯及び判断内容等については、下記「2. 買付け等の概要」の「(4) 買付け等の価格の算定根拠等」の「② 算定の経緯」の「(本公開買付価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置)」の「(b) 対象者における独立した特別委員会の設置」をご参照ください。）を設置し、本特別委員会に対し、(i) 本取引の目的は正当性・合理性を有するか（本取引が対象者の企業価値向上に資するかを含む。）、(ii) 本取引の条件（本公開買付価格を含む。）の公正性・妥当性が確保されているか、(iii) 本取引において、公正な手続を通じた対象者の株主の利益への十分な配慮がなされているか、(iv) 上記 (i) 乃至 (iii) のほか、本取引は少数株主にとって不利益でないと考えられるか、(v) 対象者取締役会が本公開買付けに賛同し、対象者の株主に応募を推奨する旨の意見表明を行うことの是非（以下、これらを総称して「本諮問事項」といいます。）について諮問したとのことです。また、対象者取締役会は、本特別委員会の設置にあたり、本特別委員会を対象者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、本特別委員会の意見を最大限尊重し、特に本特別委員会が本取引に関する取引条件を妥当でない判断したときには、対象者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事、本特別委員会に対して、本取引に係る公開買付けにおける買付け等の価格その他の取引条件等について公開買付者と交渉を行う権限を付与すること、並びに本諮問事項の検討にあたって、本特別委員会は、対象者の株式価値評価及び本取引に係るフェアネス・オピニオンの提供その他本特別委員会が必要と判断する事項を第三者機関等に委託することができるものとし、その場合の当該委託に係る合理的な費用は対象者が負担すること等を決議しているとのことです（当該取締役会における決議の方法については、下記「2. 買付け等の概要」の「(4) 買付け等の価格の算定根拠等」の「② 算定の経緯」の「(本公開買付価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置)」の「(b) 対象者における独立した特別委員会の設置」をご参照ください。）。なお、本特別委員会は、下記「2. 買付け等の概要」の「(4) 買付け等の価格の算定根拠等」の「② 算定の経緯」の「(本公開買付価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置)」の「(b) 対象者における独立した特別委員会の設置」に記載のとおり、上記の権限に基づき、2022年1月20日、独自の財務アドバイザーとして高野総合コンサルティング株式会社（以下「高野綜

合コンサルティング」といいます。)を選任しているとのことです。

また、対象者は、下記「2. 買付け等の概要」の「(4) 買付け等の価格の算定根拠等」の「② 算定の経緯」の「(本公開買付価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置)」の「(b) 対象者における独立した特別委員会の設置」に記載のとおり、本特別委員会において、対象者のファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関である三菱UFJ銀行財務開発室並びに対象者のリーガル・アドバイザーであるアンダーソン・毛利・友常法律事務所について、その独立性及び専門性に問題がないことを確認の上、その選任の承認を受けているとのことです。

さらに、対象者は、下記「2. 買付け等の概要」の「(4) 買付け等の価格の算定根拠等」の「② 算定の経緯」の「(本公開買付価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置)」の「(f) 対象者における独立した検討体制の構築」に記載のとおり、公開買付者及び日本通運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対象者の役職員の範囲及びその職務を含みます。）を対象者の社内に構築するとともに、かかる検討体制に独立性及び公正性の観点から問題がないことについて本特別委員会の承認を受けているとのことです。

(b) 検討・交渉の経緯

対象者は、2021年11月24日、公開買付者から本取引に関する協議を開始したい旨の正式な提案書を受領しましたが、それ以前から、公開買付者から本取引に関する初期的な打診を2021年10月下旬に受けたことを契機として、公開買付者との間で協議を開始することや本取引の実施の是非等を含めて検討を開始したとのことです（なお、初期的な打診を受けた際に、対象者は公開買付者に対して当該打診について応じるかどうかの検討を行う旨回答しました。また、対象者は、公開買付者からの正式な提案書を受領後である2021年11月26日に、対象者にて本取引について本格的な検討を進めるという意向を公開買付者に口頭で伝えた上で、本取引を実施する場合における公表日などの各種日程について公開買付者と確認をしたとのことです。）。そして、対象者は、公開買付者との間で交渉するため、対象者、公開買付者及び日本通運から独立したファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関として三菱UFJ銀行財務開発室を2021年11月中旬に選任し、また、対象者、公開買付者及び日本通運から独立したリーガル・アドバイザーとしてアンダーソン・毛利・友常法律事務所を2021年11月下旬に選任したとのことです。

その後、対象者は、三菱UFJ銀行財務開発室から対象者株式の価値算定結果に関する報告、公開買付者との交渉方針に関する助言を受けるとともに、アンダーソン・毛利・友常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等についての法的助言を受け、これらを踏まえ、本取引の是非及び取引条件の妥当性について慎重に検討を行ってきたとのことです。

具体的には、対象者は、公開買付者から、対象者の過去の市場株価終値ベースでの最高水準や推移等の情報、デュール・ディリジェンスを通じて本取引の実現可能性が確認できたこと及び大和証券による対象者株式の算定結果を総合的に考慮の上、過去5年間の終値ベースの最高値（2,700円）に着目し、2022年1月12日に本公開買付価格を2,700円としたい旨の提案を受領しましたが（なお、公開買付者は、本公開買付価格を2,700円とする提案が、2019年7月から2021年11月に行われた本公開買付けと同種の発行者以外の者による株券等の公開買付けの事例（親会社による上場子会社の非公開化を前提とした公開買付けの事例26例）において観測されたプレミアム水準（平均値は、公表日直前が42.2%、直近1ヶ月間が44.5%、直近3ヶ月間が46.5%、直近6ヶ月間が45.2%であり、中央値は、公表日直前が41.5%、直近1ヶ月間が43.0%、直近3ヶ月間が42.3%、直近6ヶ月間が43.6%）と比較すると、2022年1月11日の終値（2,339円）に対するプレミアムは約13%にとどまるものの、上記のとおり、過去5年間の終値ベースの最高値（2,700円）に着目しているため、対象者株主にとって経済合理性があると判断しておりました。）、本公開買付価格を2,700円とする提案に対して、三菱UFJ銀行財務開発室が試算した対象者理論株価の算定レンジを踏まえると、対象者の少数株主にとって十分な価格であるとはいえないとして提案内容の再検討を要請したとのことです。その後、対象者は、公開買付者から、同年1月12日の価格提案時と同様の理由及び対象者から価格の再検討を要請されたことを踏まえ、同年1月18日に、初回提案価格（2,700円）と対象者株式の初回提案日の直近取引成立日である同年1月11日の終値（2,339円）の差額である361円を超える370円を初回提案価格に対して上乗せした3,070円を本公開買付価格としたい旨の提案を受領しましたが、同年1月21日、本公開買付価格を3,070円とする提案に対して、三菱UFJ銀行財務開発室が試算した対象者理論株価の算定レンジを踏まえると、未だ賛同意見及び応募推奨意見を表明できる水準には達していないとの理由で、本公開買付価格を3,900円に引き上げるよう求める旨の提案を行ったとのことです。これに対して、対象者は、公開買付者から、対象者の過去の市場株価終値ベースでの最高水準や推移等の情報、デュール・ディリジェンスを通じて本取引の実現可能性が確認できたこと及び大和証券による対象者株式の算定結果に加え、対象者に賛同及び応募推奨意見を表明いただくため、分かりやすい判断材料である市場株価に対するプ

プレミアムを重視する必要があると考え、上記の本公開買付けと同種の事例において観測されたプレミアム水準（平均値は、公表日直前が42.2%、直近1ヶ月間が44.5%、直近3ヶ月間が46.5%、直近6ヶ月間が45.2%であり、中央値は、公表日直前が41.5%、直近1ヶ月間が43.0%、直近3ヶ月間が42.3%、直近6ヶ月間が43.6%）を総合的に考慮し、同年1月25日に本公開買付け価格を3,300円としたいとの提案を受領しましたが、同年1月27日、対象者より、同年1月21日と同様の理由から、本公開買付け価格を3,700円に引き上げるよう求める旨の提案を行ったとのことです。その後、対象者は、公開買付者より、同年1月25日の価格提案時と同様の理由から、同年1月31日に本公開買付け価格を3,500円としたいとの提案を受領し、同年2月1日、本公開買付け価格を3,500円とする提案は、対象者の一般株主の皆様が享受すべき利益が確保された妥当な価格であり、対象者の一般株主の皆様に対して適切なプレミアムを付した価格での合理的な対象者株式の売却の機会を提供するものであると判断し、同年2月1日に本公開買付けを3,500円とすることについて同意する旨を回答したとのことです（対象者が本公開買付け価格を3,500円とすることに同意した理由の詳細は、下記「(c) 対象者の意思決定の内容」をご参照ください）。

以上の検討・交渉過程において、本特別委員会は、適宜、対象者や対象者のアドバイザーから報告を受け、確認及び意見の申述等を行っているとのことです。具体的には、対象者は、対象者が作成した2022年3月期から2026年3月期までの事業計画（以下「本事業計画」といいます。）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本特別委員会の確認を受け、その承認を受けているとのことです。また、対象者のファイナンシャル・アドバイザーは、公開買付者との交渉にあたっては、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、また、公開買付者から本公開買付け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、その指示に従って対応を行っているとのことです。加えて、本特別委員会は、その独自の財務アドバイザーとして高野総合コンサルティングを選任した上で、高野総合コンサルティングに対して、三菱UFJ銀行財務開発室が2022年2月4日付で対象者に提出をした対象者株式の価値算定結果に関する株式価値算定書（以下「対象者株式価値算定書」といいます。）の草案の検討を行わせ、三菱UFJ銀行財務開発室との間で質疑応答をさせることで、対象者株式価値算定書の内容を検証させたとのことです。なお、本特別委員会は、2022年2月4日に高野総合コンサルティングから当該検証結果に関する意見の提出を受けているとのことです。

そして、対象者は、2022年2月4日、本特別委員会から、対象者取締役会が本公開買付けに賛同し、対象者の株主に応募を推奨することは合理的と考えられる旨の答申書（以下「本答申書」といいます。）の提出を受けているとのことです（本答申書の概要については、下記「2. 買付け等の概要」の「(4) 買付け等の価格の算定根拠等」の「② 算定の経緯」の「(本公開買付け価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置)」の「(b) 対象者における独立した特別委員会の設置」をご参照ください）。

(c) 対象者の意思決定の内容

以上の経緯のもとで、対象者は、本日開催の対象者取締役会において、アンダーソン・毛利・友常法律事務所から受けた法的助言、三菱UFJ銀行財務開発室から受けた助言及び対象者株式価値算定書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対象者の企業価値の向上に資するか否か、及び本公開買付け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、慎重に検討・協議を行ったとのことです。

その結果、対象者は、以下のとおり、本取引は対象者の企業価値の向上に資するとの結論に至ったとのことです。

すなわち、対象者は、対象者が上場している状態にあつては、対象者の少数株主の皆様を回りつつも、公開買付者グループとの連携深化、長期的な視点からの設備投資、公開買付者グループとの人材リソースの活用等について限界が存在すると考えておりますが、公開買付者による本取引の実行により、これらの限界を取り除くことが可能となると考えているとのことです（これらの限界の内容及び、本取引の実行によりこれらの限界が取り除かれると対象者が考えている背景については、下記（ア）ないし（ウ）をご参照ください）。そして、対象者は、これらの限界を除くことで、対象者において、迅速かつ機動的な経営体制の構築が可能となること、長期的な視点から企業価値向上に資する設備投資の実行が可能となること、公開買付者グループとの人材リソースの活用が促進されることから、対象者グループを含む公開買付者グループ全体の更なる成長と発展に資すると判断し、対象者の企業価値向上にとって最善であると、2022年2月7日、判断したとのことです。

加えて、対象者は、対象者の非公開化に際しては、下記（ア）に記載のとおり、本取引の実行により、対象者と日本通運との混載事業における更なる連携による企業価値向上も見込めることから、公開買付者のみを株主とするのではなく、公開買付者に加えて日本通運も対象者の非公開化後の株主としてあり続けることが望ましいと、2022年2月7日、判断したとのことです。

対象者が本取引によって実現可能と考える具体的なシナジーは、以下のとおりとのことです。

（ア） 公開買付者グループ及び日本通運グループとの連携深化

対象者グループは、公開買付者グループと、グループ全体の企業価値向上のため、企業理念や経営戦略を共有し、名古屋鉄道ブランドによる事業展開をしているとのことです。また、対象者グループは、日本通運グループとも、2015年12月25日の本資本業務提携契約の締結以後、共同配送や共同幹線輸送など経営資源の有効活用及び業務の効率化を継続的に進めているとのことです。

一方で、対象者の大株主である両グループとの取引関係については、対象者の少数株主の皆様の利益になるかといった観点から、対象者における取締役会を始めとした各会議体において慎重な検討プロセスを経る必要があるため、対象者は、上場会社としての対象者と両グループとの間の連携について保守的に考える結果その採用を見送ることや、両グループとの間の連携を採用する場合であっても迅速に検討を行うことについての限界があると考えているとのことです。対象者は、本取引により公開買付者及び日本通運のみが対象者の株主となり非公開化することによって、少数株主との間の利益相反や独立性確保のための制約がなくなり、迅速かつ機動的な経営体制の構築が可能となることで、対象者と両グループとの事業戦略を推進することができ、これにより、両グループとの全体最適化へ向けた連携深化を図ることが可能になると考えているとのことです。そして、対象者は、両グループとの全体最適化へ向けた連携深化は、対象者グループの持続的な成長に資するものと考えているとのことです。なお、日本通運との連携については、上記のとおり、対象者は、これまで共同配送や共同幹線輸送など経営資源の有効活用及び業務の効率化に取り組んできたとのことです。本取引後においては、いまだ整備途上にある共同輸送体制の構築を加速化させることにより、混載事業における更なる連携に向けて検討を進めるとのことです。

（イ） 長期的な視点からの設備投資による競争力強化

対象者グループが、現在推進している3ヵ年計画「名鉄運輸グループ中期経営計画2023」では、中長期的な事業拡大を実現するため、対象者グループのコアである特積事業の人的資源及び輸送能力を有効活用することで、特積事業と、区域事業、倉庫事業及び3PLとの融合を目指しており、具体的には、対象者グループの輸送ネットワーク強化、拠点を複合施設へリニューアルするなど次世代物流拠点の整備を進めているとのことです。

これらの設備投資に際しては、公開買付者グループとの共同実施も選択肢の一つとなることから、対象者の少数株主の皆様の利益になるかといった観点から慎重な精査も必要となることから、特に長期的な視点からの設備投資案件についての協調には限界があると考えていたとのことです。対象者は、本取引により公開買付者及び日本通運のみが対象者の株主となり非公開化することによって、少数株主との間の利益相反や独立性確保のための制約がなくなり、より長期的な視点から企業価値向上に資する設備投資の実行、対象者グループを含む公開買付者グループが保有する資産の総合的な活用を推進することが可能になると考えているとのことです。そして、対象者は、長期的な視点からの企業価値向上に資する設備投資の実行や、対象者グループを含む公開買付者グループが保有する資産の総合的な活用の推進が、グループ全体の競争力強化に繋がるものとも考えているとのことです。

（ウ） 公開買付者グループとの人材リソースの活用

対象者グループを取り巻く事業環境、今後の事業拡大においては、人材面での強化は喫緊の課題ですが、対象者は上場会社として独立した事業運営を行っていることから、役職員について、公開買付者グループへ全面的に依存することはできず、公開買付者からの出向者の人数などを限定的なものとしているとのことです。対象者は、本取引により公開買付者及び日本通運のみが対象者の株主となり非公開化することによって、少数株主との間の利益相反や独立性確保のための制約がなくなることから、公開買付者グループからの人材派遣や増強事業への受け入れを今以上に行うことが可能になると考えているとのことです。そして、対象者は、人材交流の促進により、公開買付者グループの人材リソースを活用することができるものと考えているとのことです。また、対象者は、公開買付者グループの人材リソースの活用を通じて、対象者グループの従業員の育成にも繋がるものと考えているとのことです。

（エ） 上場維持コスト及び管理部門における業務負担軽減

対象者株式の上場を維持するための体制については、近年の新市場区分における上場維持基準への対応やコーポレートガバナンス・コードの改訂など年々強化することが求められているとのことです。これらに対応するための上場維持コストは年々増大しており、本取引により公開買付者及び日本通運のみが対象者の株主となり非公開化することによって、上場維持コスト及び上場維持のための業務負担を軽減できるものと考えているとのことです。

また、対象者は、以下の点から、本公開買付価格である1株当たり3,500円は対象者の一般株主の皆様が享受すべき利益が確保された妥当な価格であり、本公開買付けは、対象者の一般株主の皆様に対して適切なプレミアムを付した価格での合理的な対象者株式の売却の機会を提供するものであると判断したとのことです。

(ア) 当該価格が、対象者において、下記「2. 買付け等の概要」の「(4) 買付け等の価格の算定根拠等」の「② 算定の経緯」の「(本公開買付価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置)」に記載の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の措置が十分に講じられた上で、本特別委員会の実質的な関与の下、公開買付者との間で十分な交渉を重ねた結果合意された価格であること。

(イ) 当該価格が、下記「2. 買付け等の概要」の「(4) 買付け等の価格の算定根拠等」の「② 算定の経緯」の「(本公開買付価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置)」の「(e) 対象者における独立した第三者算定機関からの株式価値算定書の取得」に記載の対象者株式価値算定書における三菱UFJ銀行財務開発室による対象者株式の価値算定結果のうち、市場株価分析による算定結果を上回っており、また、ディスカウント・キャッシュ・フロー（以下「DCF」といいます。）分析による算定結果の範囲内にあること。また、本特別委員会の財務アドバイザーである高野総合コンサルティングにより、対象者株式価値算定書に係る株式価値算定等に関する合理性の検証がなされており、特段、不合理な点は見当たらなかったこと。

(ウ) 当該価格が、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2022年2月4日を基準日として、基準日の直近取引成立日である2022年2月1日の名古屋証券取引所市場第二部における対象者株式の終値2,300円に対して52.17%（小数点以下第三位を四捨五入しております。以下、プレミアム率の計算において同じです。）、基準日までの直近1ヶ月間の取引成立日の終値単純平均値2,316円に対して51.13%、同直近3ヶ月間の取引成立日の終値単純平均値2,359円に対して48.35%、同直近6ヶ月間の取引成立日の終値単純平均値2,397円に対して46.03%のプレミアムが加算されたものであり、本取引が親会社による上場子会社の非公開化を目的とした取引であるところ、経済産業省による「公正なM&Aの在り方に関する指針—企業価値の向上と株主利益の確保に向けて—」（以下「M&A指針」といいます。）の公表日である2019年6月28日以降の親会社による上場子会社の非公開化を目的とした他の公開買付けの事例34件における、公表日の前営業日の終値、直近1ヶ月間の終値単純平均値、直近3ヶ月間の終値単純平均値及び直近6ヶ月間の終値単純平均値に対する各種プレミアムの平均値により算出したプレミアム水準（公表日の前営業日の終値に対して43.4%、直近1ヶ月間の終値単純平均値に対して44.8%、直近3ヶ月間の終値単純平均値に対して44.3%及び直近6ヶ月間の終値単純平均値に対して42.6%）に照らしてもすべての参照値を上回っていることから、他の類似事例と比べても遜色なく、合理的な水準のプレミアムが付されていること。なお、本公開買付価格は、対象者の2021年12月31日現在の簿価純資産から算出した1株当たり純資産額（6,553円（小数点以下を四捨五入）円）を下回っているものの、純資産額は会社の清算価値を示すものであり、将来の収益性を反映するものではないため、継続企業である対象者の企業価値算定において重視することは合理的でないと考えられること。

(エ) 当該価格は、下記「2. 買付け等の概要」の「(4) 買付け等の価格の算定根拠等」の「② 算定の経緯」の「(本公開買付価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置)」の「(b) 対象者における独立した特別委員会の設置」に記載のとおり、本特別委員会から取得した本答申書においても、妥当であると認められると判断されていること。

以上より、対象者は、本取引が対象者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、本日開催の対象者取締役会において、本公開買付けに賛同する旨の意見を表明するとともに、対象者の株主の皆様に対し、本公開買付けに応募することを推奨することを決議したとのことです。

当該取締役会における決議の方法については、下記「2. 買付け等の概要」の「(4) 買付け等の価格の算定根拠等」の「② 算定の経緯」の「(本公開買付価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置)」の「(g) 対象者における利害関係を有しない取締役全員の承認及び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。

② 本公開買付け後の経営方針

本日現在、対象者の取締役8名及び監査役4名のうち取締役2名及び監査役1名は公開買付者の役員を兼務しておりますが、公開買付者としては、本公開買付け後の対象者の経営体制については、現時点

で具体的な変更は予定しておりません。対象者を含む公開買付者グループの経営資源をこれまで以上に集約することにより、公開買付者グループ一体となり、更なる企業価値向上に向けて邁進してまいります。

(3) 本公開買付価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置

公開買付者及び対象者は、対象者が本日現在において公開買付者の連結子会社であるため、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、構造的な利益相反の問題が存しうることにより鑑み、本公開買付けの公正性を担保し、利益相反を回避する観点から、それぞれ以下のような措置を実施しました。なお、以下の記載のうち対象者において実施した措置等については、対象者プレスリリース及び対象者から受けた説明に基づくものです。

また、公開買付者は、上記「(1) 本公開買付けの概要」に記載のとおり、本日現在、対象者株式 3,312,039株（所有割合：51.09%）を既に所有しているため、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少数株主の皆様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を設定しておりませんが、公開買付者及び対象者において以下の措置を講じていることから、対象者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おり、対象者としても同様に判断しているとのことです。

- (a) 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
- (b) 対象者における独立した特別委員会の設置
- (c) 対象者の特別委員会における独立した財務アドバイザーからの助言の取得
- (d) 対象者における独立した法律事務所からの助言の取得
- (e) 対象者における独立した第三者算定機関からの株式価値算定書の取得
- (f) 対象者における独立した検討体制の構築
- (g) 対象者における利害関係を有しない取締役全員の承認及び利害関係を有しない監査役全員の異議がない旨の意見
- (h) 取引保護条項の不存在
- (i) 対象者の株主が本公開買付けに応募するか否かについて適切に判断を行う機会を確保するための措置

以上の詳細については、下記「2. 買付け等の概要」の「(4) 買付け等の価格の算定根拠等」の「② 算定の経緯」の「(本公開買付価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置)」をご参照ください。

(4) 本公開買付け後の組織再編等の方針（いわゆる二段階買収に関する事項）

公開買付者は、上記「(1) 本公開買付けの概要」に記載のとおり、対象者を非公開化する方針であり、本公開買付けにより、公開買付者が対象者株式の全て（公開買付者が所有する対象者株式、本不応募株式及び対象者が所有する自己株式を除きます。）を取得できなかった場合には、本公開買付けの成立後に、以下に述べる方法により、公開買付者が対象者株式の全て（公開買付者が所有する対象者株式、本不応募株式及び対象者が所有する自己株式を除きます。）を取得することを予定しています。

具体的には、本公開買付けの成立後、公開買付者は、会社法第180条に基づき対象者株式の併合（以下「本株式併合」といいます。）を行うこと及び本株式併合の効力発生を条件として単元株式数の定めを廃止する旨の定款変更を行うことを付議議案に含む臨時株主総会（以下「本臨時株主総会」といいます。）を開催することを対象者に要請する予定であり、公開買付者及び日本通運は、本臨時株主総会において上記各議案に賛成する予定です。なお、本臨時株主総会の開催日は、2022年5月下旬を予定しています。

本臨時株主総会において本株式併合の議案についてご承認をいただいた場合には、本株式併合がその効力を生ずる日において、対象者の株主の皆様は、本臨時株主総会においてご承認をいただいた本株式併合の割合に応じた数の対象者株式を所有することとなります。本株式併合をすることにより株式の数に1株に満たない端数が生じるときは、対象者の株主の皆様に対し、会社法第235条その他の関係法令の定める手続に従い、当該端数の合計数（合計した数に1株に満たない端数がある場合には、当該端数は切り捨てられます。以下同じです。）に相当する対象者株式を対象者又は公開買付者に売却すること等によって得られる金銭が交付されることとなります。当該端数の合計数に相当する対象者株式の売却価格については、当該売却の結果、本公開買付けに応募されなかった対象者の株主（公開買付者、日本通運及び対象者を除

きます。以下同じです。）の皆様へ交付される金銭の額が、本公開買付け価格に当該各株主が所有していた対象者株式の数を乗じた価格と同一となるよう設定した上で、裁判所に対して任意売却許可の申立てを行うことを対象者に要請する予定です。また、対象者株式の併合の割合は、本日現在において未定ですが、公開買付者及び日本通運のみが対象者株式の全て（対象者が所有する自己株式を除きます。）を所有することとなるよう、本公開買付けに応募されなかった対象者の株主の皆様が所有する対象者株式の数が1株に満たない端数となるように決定される予定です。なお、日本通運が所有する不応募株式数と同数以上の対象者株式を所有する株主が生じた場合は、事後的に公開買付者及び日本通運の間における対象者株式の相対譲渡等の方法により日本通運が所有する不応募株式数を調整すること等により公開買付者及び日本通運のみが対象者株式の全て（対象者が所有する自己株式を除きます。）を所有することとなるように調整を行う予定です。また、本スクイーズアウト手続の完了後、公開買付者及び日本通運の間における対象者株式の相対譲渡等の方法により日本通運の所有する対象者株式の所有割合が本不応募株式の所有割合である20.08%となるように調整を行う予定です。これらの具体的な方法については、関係法令についての改正、施行及び当局の解釈等の状況、本公開買付け後の対象者の株主構成等を踏まえ、本公開買付けの成立後に日本通運及び対象者と協議の上決定する予定です。

本株式併合に関連する少数株主の権利保護を目的とした会社法上の規定として、本株式併合がなされた場合であって、本株式併合をすることにより株式の数に1株に満たない端数が生じるときは、会社法第182条の4及び第182条の5その他の関係法令の定めに従い、所定の条件を充たす場合には、公開買付者及び対象者を除く対象者の株主の皆様は、対象者に対し、自己の所有する対象者株式のうち1株に満たない端数となるものの全部を公正な価格で買い取ることを請求することができる旨及び裁判所に対して対象者株式の価格決定の申立てを行うことができる旨が定められています。上記のとおり、本株式併合においては、本公開買付けに応募されなかった対象者の株主の皆様が所有する対象者株式の数は1株に満たない端数となる予定です。本株式併合に反対する対象者の株主の皆様は、上記申立てを行うことができることとなる予定です。なお、上記申立てがなされた場合の買取価格は、最終的には裁判所が判断することになります。

上記の手続については、関係法令についての改正、施行及び当局の解釈等の状況によっては、実施に時間を要し、又は実施の方法に変更が生じる可能性があります。但し、その場合でも、本公開買付けが成立した場合には、本公開買付けに応募されなかった対象者の株主の皆様に対しては、最終的に金銭を交付する方法が採用される予定であり、その場合に当該対象者の株主の皆様へ交付される金銭の額については、本公開買付け価格に当該対象者の株主の皆様が所有していた対象者株式の数を乗じた価格と同一になるよう算定する予定です。

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

また、本スクイーズアウト手続が2022年6月30日までの間に完了することが見込まれる場合には、公開買付者は、対象者に対して、本スクイーズアウト手続が完了していることを条件として、2022年3月期に係る対象者の第89回定時株主総会（以下「本定時株主総会」といいます。）で権利を行使することのできる株主を、公開買付者及び日本通運のみとするため、定時株主総会の議決権の基準日の定めを廃止する旨の定款の一部変更を行うことを要請する予定です。そのため、対象者の2022年3月31日の株主名簿に記載又は記録された株主であっても、本定時株主総会において権利を行使できない可能性があります。

なお、本公開買付けへの応募又は上記の手続における税務上の取扱いについては、対象者の株主の皆様が自らの責任にて税理士等の専門家にご確認いただきますようお願いいたします。

(5) 上場廃止となる見込みがある旨及びその理由

対象者株式は名古屋証券取引所市場第二部に上場しておりますが、公開買付者は本公開買付けにおいて買付予定数に上限を設定していないため、本公開買付けの結果次第では、対象者株式は、名古屋証券取引所の上場廃止基準に従い、所定の手続を経て上場廃止となる可能性があります。また、本公開買付けの完了時点で当該基準に該当しない場合でも、本公開買付けの成立後に、上記「(4) 本公開買付け後の組織再編等の方針（いわゆる二段階買収に関する事項）」に記載のとおり、本スクイーズアウト手続が実施された場合には、対象者株式は名古屋証券取引所の上場廃止基準に従い、所定の手続を経て上場廃止となります。なお、上場廃止後は、対象者株式を名古屋証券取引所市場第二部において取引することはできません。

(6) 本公開買付けに係る重要な合意

本公開買付けに際して、公開買付者は、日本通運との間で、本日付で、本不応募株式の全て（1,301,873株）について、本公開買付けに応募しない旨、本公開買付けが成立した場合には本スクイーズアウト手続を実施する旨、及び本臨時株主総会において本スクイーズアウト手続に関連する本株式併合を含む各議案に賛成する旨を合意しております。なお、日本通運との合意に基づく本公開買付けへの応募には前提条

件は定められておりません。また、公開買付者と日本通運との間でその他の合意事項は存在しません。

また、対象者は、日本通運との間で、本資本業務提携契約において、特積み輸送ネットワークの相互利用によるオペレーションの効率化とサービスレベルの向上、引越、鉄道コンテナ等の補完関係がある物流サービスの連携強化等の本資本業務提携契約の目的を共有し、その達成に向けて具体的な施策を検討、実施していくことを合意しております。なお、本取引による対象者の非公開化後も、日本通運が引き続き対象者の株主としての立場を保持することで、対象者及び日本通運との資本関係が維持され、対象者及び日本通運の取引関係及び本資本業務提携に基づく提携関係が中長期的に維持及び強化されることが見込まれます。

2. 買付け等の概要

(1) 対象者の概要

①	名 称	名鉄運輸株式会社	
②	所 在 地	愛知県名古屋市東区葵二丁目 12 番 8 号	
③	代 表 者 の 役 職 ・ 氏 名	代表取締役社長 内田 互	
④	事 業 内 容	貨物運送事業を主力とする総合的な物流関連事業	
⑤	資 本 金	2,065 百万円 (2021 年 9 月 30 日現在)	
⑥	設 立 年 月 日	1943 年 6 月 1 日	
⑦	大 株 主 及 び 持 株 比 率 (2021 年 9 月 30 日現在)	名古屋鉄道株式会社	51.09%
		日本通運株式会社	20.08%
		MSIP CLIENT SECURITIES (常任代理人 モルガン・スタンレーMUFG 証券株式会社)	2.75%
		CGML PB CLIENT ACCOUNT / COLLATERAL (常任代理人 シティバンク、エヌ・エイ東京支店)	1.82%
		名鉄運輸従業員持株会	1.77%
		第一生命保険株式会社	1.64%
		三菱ふそうトラック・バス株式会社	1.51%
		株式会社日本カストディ銀行 (信託口)	1.42%
		日本生命保険相互会社	1.31%
		名鉄運輸協力会	1.24%
⑧	公開買付者と対象者の関係		
	資 本 関 係	公開買付者は、本日現在、対象者株式 3,312,039 株 (所有割合 : 51.09%) を所有しています。	
	人 的 関 係	本日現在、対象者の取締役 8 名のうち、2 名が公開買付者の取締役を兼任しており、1 名が公開買付者の出身です。また、対象者の監査役 4 名のうち、1 名が公開買付者の取締役を兼任しています。 上記のほか、本日現在、公開買付者の従業員 8 名が、対象者に出向しております。	
	取 引 関 係	対象者は、(ア) 公開買付者からシステムや公開買付者の商標の使用に関するライセンスを受けており、また (イ) 公開買付者の企業グループ会社との間で、資金の貸付・借入を行っております。	
	関 連 当 事 者 へ の 該 当 状 況	対象者は、公開買付者の連結子会社であり、関連当事者に該当します。	

(注)「⑦大株主及び持株比率 (2021 年 9 月 30 日現在)」は、対象者が 2021 年 11 月 8 日に提出した第 89 期第 2 四半期報告書の「大株主の状況」を転記しております。

(2) 日程等

① 日程

公開買付実施決定日	2022年2月7日（月曜日）
公開買付開始公告日	2022年2月8日（火曜日） 電子公告を行い、その旨を日本経済新聞に掲載します。 （電子公告アドレス https://disclosure.edinet-fsa.go.jp/ ）
公開買付届出書提出日	2022年2月8日（火曜日）

② 届出当初の買付け等の期間

2022年2月8日（火曜日）から2022年3月24日（木曜日）まで（30営業日）

③ 対象者の請求に基づく延長の可能性

該当事項はありません。

(3) 買付け等の価格

普通株式1株につき、金3,500円

(4) 買付け等の価格の算定根拠等

① 算定の基礎

公開買付者は、本公開買付価格を決定するに際して、公開買付者、対象者及び日本通運から独立した第三者算定機関としてのファイナンシャル・アドバイザーである大和証券に対し、対象者株式の株式価値の算定を依頼しました。なお、大和証券は、公開買付者、対象者及び日本通運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ません。

大和証券は、複数の算定手法の中から対象者株式の株式価値算定にあたり採用すべき算定手法を検討の上、対象者が継続企業であるとの前提のもと、対象者株式の価値を多面的に評価することが適切であるとの考えに基づき、対象者の市場株価の動向を勘案した市場株価法及び将来の事業活動の状況を算定に反映するためにDCF法を採用して、対象者株式の株式価値を算定し、公開買付者は、大和証券から2022年2月4日付で株式価値算定書（以下「公開買付者株式価値算定書」といいます。）を取得しております。なお、公開買付者は、大和証券から本公開買付価格の公正性に関する意見書（フェアネス・オピニオン）を取得しておりません。

公開買付者株式価値算定書によると、採用した手法及び当該手法に基づいて算定された対象者株式の1株当たりの株式価値の範囲はそれぞれ以下のとおりです。

市場株価法	: 2,300円から2,397円
DCF法	: 2,584円から4,951円

市場株価法では、2022年2月4日を算定基準日として、名古屋証券取引所市場第二部における対象者株式の基準日の直近取引成立日である2022年2月1日の終値2,300円、直近1ヶ月間（2022年1月5日から同年2月4日まで）の終値単純平均値2,316円（小数点以下を四捨五入。以下、終値単純平均値について同じです。）、直近3ヶ月間（2021年11月5日から2022年2月4日まで）の終値の単純平均値2,359円及び直近6ヶ月間（2021年8月5日から2022年2月4日まで）の終値の単純平均値2,397円を基に、対象者株式の1株当たり株式価値の範囲を2,300円から2,397円までと算定しております。

DCF法では、対象者が作成した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考慮して、2022年3月期第4四半期以降に対象者が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対象者の企業価値や株式価値を算定し、対象者株式の1株当たり株式価値の範囲を2,584円から4,951円までと算定しております。なお、大和証券がDCF法において前提とした本事業計画においては、大幅な増減益を見込んでおりません。また、本取引の実行により実現することが期待されるシナジー効果については、現時点において見積もることが困難であるため、本事業計画は、本取引の実行を前提としていないとのことです。

公開買付者は、対象者取締役会による本公開買付けへの賛同の可否、2019年7月から2021年11月に行われた本公開買付けと同種の発行者以外の者による株券等の公開買付けの事例（親会社による上場子会社の非公開化を前提とした公開買付けの事例26例）において観測されたプレミアム水準（平均値は、公表日直前が42.2%、直近1ヶ月間が44.5%、直近3ヶ月間が46.5%、直近6ヶ月間が45.2%であり、中央値は、公表日直前が41.5%、直近1ヶ月間が43.0%、直近3ヶ月間が42.3%、直近6ヶ月間が

43.6%)、対象者の過去の市場株価終値ベースでの最高水準や推移等の情報、公開買付者において実施した対象者に対するデュー・ディリジェンスを通じて本取引の実現可能性が確認できたこと、本公開買付けに対する応募の見通し及び大和証券から取得した公開買付者株式価値算定書の算定結果においてその算定範囲に含まれること等を総合的に勘案し、対象者との協議・交渉の結果等を踏まえ、最終的に本日、本公開買付価格を1株当たり3,500円とすることを決定しました。

なお、本公開買付価格である3,500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2022年2月4日の直近取引成立日である2022年2月1日の名古屋証券取引所市場第二部における対象者株式の終値2,300円に対して52.17%のプレミアムを加えた価格、直近1ヶ月間の終値単純平均値2,316円に対して51.13%のプレミアムを加えた価格、直近3ヶ月間の終値単純平均値2,359円に対して48.35%のプレミアムを加えた価格、直近6ヶ月間の終値単純平均値2,397円に対して46.03%のプレミアムを加えた価格です。

② 算定の経緯

(本公開買付価格の決定に至る経緯)

公開買付者は、2021年11月24日、対象者に対して、本取引に関する協議を開始したい旨の正式な提案書を送付したところ、2021年11月26日、対象者から本取引について検討を進める旨の回答を口頭で受領した上で、本取引を実施する場合における公表日などの各種日程について対象者と確認し、以下のとおり、本取引に関して複数回にわたり対象者と協議・検討を重ねてまいりました。

公開買付者は、公開買付者、対象者及び日本通運から独立したファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関として大和証券を、リーガル・アドバイザーとして麻布霞山法律事務所を2021年11月17日にそれぞれ選任し、2021年12月上旬から2022年1月上旬にかけて、対象者に対するデュー・ディリジェンスを実施いたしました。また、公開買付者は、2022年1月6日に本特別委員会から本取引に関する質問を受領したため、2022年1月13日に、対象者及び本特別委員会に対して、非公開化に関するより詳細な説明を行い、同年1月14日に追加回答を行うなど、公開買付者及び対象者のシナジーの創出に向けた具体的な施策や、本公開買付けにおける買付け等の価格を含む本取引の諸条件等について本格的な協議・検討を進めてまいりました。

具体的には、公開買付者は、対象者の過去の市場株価終値ベースでの最高水準や推移等の情報、デュー・ディリジェンスを通じて本取引の実現可能性が確認できたこと及び大和証券による対象者株式の算定結果を総合的に考慮の上、過去5年間の終値ベースの最高値(2,700円)に着目し、2022年1月12日に本公開買付価格を2,700円としたい旨の提案を行いました(なお、公開買付者は、本公開買付価格を2,700円とする提案が、2019年7月から2021年11月に行われた本公開買付けと同種の発行者以外の者による株券等の公開買付けの事例(親会社による上場子会社の非公開化を前提とした公開買付けの事例26例)において観測されたプレミアム水準(平均値は、公表日直前が42.2%、直近1ヶ月間が44.5%、直近3ヶ月間が46.5%、直近6ヶ月間が45.2%であり、中央値は、公表日直前が41.5%、直近1ヶ月間が43.0%、直近3ヶ月間が42.3%、直近6ヶ月間が43.6%)と比較すると、2022年1月11日の終値(2,339円)に対するプレミアムは約13%にとどまるものの、上記のとおり、過去5年間の終値ベースの最高値(2,700円)に着目しているため、対象者株主にとって経済合理性があると判断しておりました。)。しかし、公開買付者は、同年1月14日、対象者より、本公開買付価格を2,700円とする提案に対して、対象者のファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関である三菱UFJ銀行財務開発室が試算した対象者理論株価の算定レンジを踏まえると、対象者の少数株主にとって十分な価格であるとはいえないとして提案内容の再検討を要請されました。その後、公開買付者は、同年1月12日の価格提案時と同様の理由及び対象者から価格の再検討を要請されたことを踏まえ、同年1月18日に、初回提案価格(2,700円)と対象者株式の初回提案日の直近取引成立日である同年1月11日の終値(2,339円)の差額である361円を超える370円を初回提案価格に対して上乗せした3,070円を本公開買付価格としたい旨の提案を行いました。同年1月21日、対象者より、本公開買付価格を3,070円とする提案に対して、三菱UFJ銀行財務開発室が試算した対象者理論株価の算定レンジを踏まえると、未だ賛同意見及び応募推奨意見を表明できる水準には達していないとの理由で、本公開買付価格を3,900円に引き上げるよう求める旨の提案を受領しました。これに対して、公開買付者は、対象者の過去の市場株価終値ベースでの最高水準や推移等の情報、デュー・ディリジェンスを通じて本取引の実現可能性が確認できたこと及び大和証券による対象者株式の算定結果に加え、対象者に賛同及び応募推奨意見を表明いただくため、分かりやすい判断材料である市場株価に対するプレミアムを重視する必要があると考え、上記の本公開買付けと同種事例において観測されたプレミアム水準(平均値は、公表日直前が42.2%、直近1ヶ月間が44.5%、直近3ヶ月間が46.5%、直近6ヶ月間が45.2%であり、中央値は、公表日直前が41.5%、直近1ヶ月間が43.0%、直近3ヶ月間が42.3%、直近6ヶ月間が43.6%)を総合的に考慮し、同年1月25日に本公開買付価格を3,300円としたいとの提案を行いました。同年1月27日、対象者より、同年1月21日と同様の理由から、本公開買付価格を3,700円に引き上げるよう求める旨の提案を受領しました。その後、公開買付者は、同年1月25日の価格提案時と同様の理由から、同

年1月31日に本公開買付価格を3,500円としたいとの提案を行い、同年2月1日、対象者から、本公開買付価格を3,500円とする提案は、対象者の一般株主の皆様が享受すべき利益が確保された妥当な価格であり、対象者の一般株主の皆様に対して適切なプレミアムを付した価格での合理的な対象者株式の売却の機会を提供するものであると判断し、同年2月1日に本公開買付けを3,500円とすることについて同意する旨の回答を受領しました（対象者が本公開買付価格を3,500円とすることに同意した理由の詳細は、上記「3 買付け等の目的」の「(2) 本公開買付けの実施を決定するに至った背景、目的及び意思決定の過程並びに本公開買付け後の経営方針」の「(iii) 対象者における意思決定の過程」の「(c) 対象者の意思決定の内容」をご参照ください。）。

公開買付者は、2022年1月13日に実施した対象者及び本特別委員会との面談において、2022年1月6日に本特別委員会から書面により受領した質問に対する説明や対象者及び本特別委員会との協議を実施し、同年1月14日の本特別委員会に対する書面による追加回答、上記の公開買付価格に関する対象者及び本特別委員会との間の提案・協議を通じて、同年2月1日に、対象者との間で、公開買付者が企図する企業価値向上策は、その短期的な収益へのネガティブなインパクトや、そもそも失敗するリスクがあることからすれば、こうした企業価値向上策に取り組む前提として、本取引による上場廃止を経ることもやむを得ないと考えられることや、本取引が公開買付者及び対象者にとって、現実的に採り得る最善の手段であり、本取引は、企業価値向上の観点から、他の現実的にあり得る手段と比較しても優位性を有する取引であると考えられることなどについて共通の認識に至り、本公開買付価格について合意したため、本日開催の取締役会決議により、対象者の非公開化を目的とした本取引の一環として、本公開買付けを開始することを決定いたしました。

(i) 算定の際に意見を聴取した第三者の名称

公開買付者は、本公開買付価格を決定するに際し、公開買付者、対象者及び日本通運から独立した第三者算定機関としてファイナンシャル・アドバイザーである大和証券に対して、対象者株式の株式価値の算定を依頼し、公開買付者は、大和証券から2022年2月4日に公開買付者株式価値算定書を取得しております。なお、大和証券は公開買付者、対象者及び日本通運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おりません。

(ii) 当該意見の概要

公開買付者株式価値算定書によると、採用した手法及び当該手法に基づいて算定された対象者株式の1株当たりの株式価値の範囲はそれぞれ以下のとおりです。

市場株価法	: 2,300円から2,397円
DCF法	: 2,584円から4,951円

(iii) 当該意見を踏まえて買付価格を決定するに至った経緯

公開買付者は、対象者取締役会による本公開買付けへの賛同の可否、2019年7月から2021年11月に行われた本公開買付けと同種の発行者以外の者による株券等の公開買付けの事例（親会社による上場子会社の非公開化を前提とした公開買付けの事例26例）において観測されたプレミアム水準（平均値は、公表日直前が42.2%、直近1ヶ月間が44.5%、直近3ヶ月間が46.5%、直近6ヶ月間が45.2%であり、中央値は、公表日直前が41.5%、直近1ヶ月間が43.0%、直近3ヶ月間が42.3%、直近6ヶ月間が43.6%）、対象者の過去の市場株価終値ベースでの最高水準や推移等の情報、公開買付者において実施した対象者に対するデュー・ディリジェンスを通じて本取引の実現可能性が確認できたこと、本公開買付けに対する応募の見通し及び大和証券から取得した公開買付者株式価値算定書の算定結果においてその算定範囲に含まれること等を総合的に勘案し、対象者との協議・交渉の結果等を踏まえ、最終的に本日、本公開買付価格を1株当たり3,500円とすることを決定しました。

（本公開買付価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置）

公開買付者及び対象者は、対象者が本日現在において公開買付者の連結子会社であるため、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、構造的な利益相反の問題が存しうることに鑑み、本公開買付けの公正性を担保し、利益相反を回避する観点から、それぞれ以下のような措置を実施しました。なお、以下の記載のうち対象者において実施した措置等については、対象者プレスリリース及び対象者から受けた説明に基づくものです。

(a) 公開買付者における独立した第三者算定機関からの株式価値算定書の取得

公開買付者は、本公開買付価格を決定するにあたり、公開買付者、対象者及び日本通運から独立したファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関である大和証券に対し、公開買付者株式価値算定

書の提出を依頼し、2022年2月4日付で公開買付者株式価値算定書を取得しております。なお、大和証券は、公開買付者、対象者及び日本通運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ません。

公開買付者が大和証券から取得した公開買付者株式価値算定書の詳細については、上記「① 算定の基礎」をご参照ください。

(b) 対象者における独立した特別委員会の設置

(i) 設置等の経緯

対象者プレスリリースによれば、上記「1. 買付け等の目的」の「(2) 本公開買付けの実施を決定するに至った背景、目的及び意思決定の過程並びに本公開買付け後の経営方針」の「① 本公開買付けの実施を決定するに至った背景、目的及び意思決定の過程」の「(iii) 対象者における意思決定の過程」に記載のとおり、対象者は、2021年12月17日に開催された取締役会における決議により、本特別委員会を設置したとのことですが、対象者は、本特別委員会の委員の候補者が、公開買付者及び日本通運からの独立性を有すること、及び本取引の成否に関して一般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、上記の対象者の独立社外取締役及び独立社外監査役と協議し、アンダーソン・毛利・友常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、井上尚司氏（対象者の独立社外取締役）、安井秀樹氏（対象者の独立社外監査役）、平林一美氏（対象者の独立社外監査役）、及び仁科秀隆氏（弁護士、中村・角田・松本法律事務所）の4名を本特別委員会の委員の候補として選定したとのことです（なお、本特別委員会の委員は設置当初から変更していないとのことです）。

本特別委員会の委員のうち、仁科秀隆氏は対象者の役員ではありませんが、対象者は、仁科秀隆氏が本取引と同種の案件の特別委員会の委員としてのご経験があることに加え、長年にわたり企業法務をはじめとした法律に関する職務に携わり、その経歴を通じて培った専門家としての豊富な経験、知見を有する社外有識者として、ふさわしい人物であると考えているとのことです。

その上で、対象者は、上記「1. 買付け等の目的」の「(2) 本公開買付けの実施を決定するに至った背景、目的及び意思決定の過程並びに本公開買付け後の経営方針」の「① 本公開買付けの実施を決定するに至った背景、目的及び意思決定の過程」の「(iii) 対象者における意思決定の過程」に記載のとおり、2021年12月17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したとのことです。また、対象者取締役会は、本特別委員会の設置にあたり、本特別委員会を対象者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、本特別委員会の意見を最大限尊重し、特に本特別委員会が本取引に関する取引条件を妥当でないと判断したときには、対象者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、本特別委員会に対して、本取引に係る公開買付けにおける買付け等の価格その他の取引条件等について公開買付者と交渉を行う権限を付与すること、並びに本諮問事項の検討にあたって、本特別委員会は、対象者の株式価値評価その他本特別委員会が必要と判断する事項を第三者機関等に委託することができるものとし、その場合の当該委託に係る合理的な費用は対象者が負担すること等を決議しているとのことです。

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、時間制の報酬を支払うものとしているとのことです。

(ii) 検討の経緯

本特別委員会は、2021年12月23日から2022年2月4日までの間に合計7回、約9時間半にわたって開催され、報告・情報共有、審議及び意思決定等を行う等して、本諮問事項に係る職務を遂行したとのことです。

具体的には、本特別委員会は、2022年1月20日、公開買付者、日本通運及び対象者から独立した独自の財務アドバイザーとして高野総合コンサルティングを選任したとのことです。本特別委員会は、高野総合コンサルティングが公開買付者、日本通運及び対象者の関連当事者には該当しないこと、及び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こと、その他本取引における独立性に問題がないことを確認しているとのことです。

また、本特別委員会は、対象者のファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関である三菱UFJ銀行財務開発室並びに対象者のリーガル・アドバイザーであるアンダーソン・毛利・友常法律事務所について、公開買付者、日本通運及び対象者の関連当事者には該当しないこと、及び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こと、その他本取引における独立性及び専門性に問題がないことを確認の上、その選任を承認しているとのことです。なお、法人としての三菱UFJ銀行は、公開買付者の株主（2021年9月30日現在において公開買付者の第七位株主（持株比率1.24%））であり、また、公開買付者に対して融資（2021年9月30日現在における公開買付者の借入額は25,200百万円です。）を行っており、公開買付者と重要な利害関係を有していると考えられる

ものの、同行は、銀行法第13条の3の2第1項及び銀行法施行規則第14条の11の3の3等の適用法令に従った法的義務として、行内における情報隔壁措置等、適切な利益相反管理体制を構築し、かつ、実施しており、ファイナンシャル・アドバイザーとしての三菱UFJ銀行財務開発室は、出資及び貸付を行う同行の別部署とは独立した立場から、対象者株式の株式価値の分析を行うことができる体制を構築しているものと考えられるので、対象者は、対象者株式の株式価値の分析にあたっては、三菱UFJ銀行において適切な弊害防止措置が講じられているものと判断し、三菱UFJ銀行財務開発室による過去の同種事案の第三者算定機関としての実績等を踏まえ、三菱UFJ銀行財務開発室を対象者及び公開買付者から独立した第三者算定機関に選定したとのことです。

さらに、本特別委員会は、下記「(f) 対象者における独立した検討体制の構築」に記載のとおり対象者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対象者の役職員の範囲及びその職務を含みます。）に、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、承認をしているとのことです。その上で、本特別委員会は、アンダーソン・毛利・友常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っているとのことです。また、対象者が作成した本事業計画について、対象者からその内容、重要な前提条件及び作成経緯等について説明を受けるとともに、これらの事項について合理性を確認し、承認しているとのことです。

本特別委員会は、対象者から、本取引の目的や意義、対象者事業に対する影響等について説明を受け、これらの点に関する質疑応答を実施し、公開買付者に対して質問事項を提示し、公開買付者から、本取引の目的及び背景、本取引後の経営方針等についてインタビュー形式により質疑応答を実施しているとのことです。

加えて、下記「(e) 対象者における独立した第三者算定機関からの株式価値算定書の取得」に記載のとおり、三菱UFJ銀行財務開発室は、本事業計画を前提として対象者株式の価値算定を実施しておりますが、本特別委員会は、三菱UFJ銀行財務開発室から、対象者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、これらの事項について合理性を確認しているとのことです。

また、本特別委員会は、対象者の公開買付者との交渉について、随時、対象者及び三菱UFJ銀行財務開発室から報告を受け、高野総合コンサルティングから受けた助言も踏まえて審議・検討を行い、対象者の交渉方針につき、適宜、必要な意見を述べたとのことです。具体的には、本特別委員会は、公開買付者からの本公開買付価格に関する提案を受領次第、それぞれについて報告を受け、三菱UFJ銀行財務開発室から対応方針及び公開買付者との交渉方針等についての分析・意見を聴取した上で、高野総合コンサルティングから受けた財務的見地からの助言を踏まえて検討を行ったとのことです。その上で、本特別委員会は対象者に対し、これらのいずれに際しても、公開買付者に対して、本公開買付価格の再検討を要請することとしたいとの対象者の意向について異議がない旨の意見を述べるとともに、対象者としての本取引の意義・目的を達するために公開買付者との間で協議すべき事項について意見を述べる等、対象者と公開買付者との間の本公開買付価格を含む本取引の条件に関する協議・交渉過程の全般において関与したとのことです。その結果、対象者は、2022年1月31日、公開買付者から、本公開買付価格を1株当たり3,500円とすることを含む提案を受け、結果として、合計4回の提案を受け、最初の価格提案から29.63%（小数点以下第三位を四捨五入しております。）の価格の引き上げを受けるに至っているとのことです。

さらに、本特別委員会は、アンダーソン・毛利・友常法律事務所から、複数回、対象者が公表又は提出予定の本公開買付けに係るプレスリリースのドラフトの内容について説明を受け、適切な情報開示がなされる予定であることを確認しているとのことです。

(iii) 判断内容

本特別委員会は、以上の経緯の下で、高野総合コンサルティングから受けた助言の内容及び意見を踏まえつつ、本諮問事項について慎重に検討・協議を重ねた結果、同日付で、対象者取締役会に対し、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いるとのことです。

(ア) 答申内容

1. 本取引は対象者の企業価値向上に資するものであり、本取引の目的は正当で合理的と認められる。
2. 本取引の条件（本公開買付価格を含む。）の公正性・妥当性は確保されている。
3. 本取引において、公正な手続を通じた対象者の少数株主の利益への十分な配慮がなされている。
4. 本取引は少数株主にとって不利益でないと考えられる。
5. 対象者取締役会が本公開買付けに賛同し、対象者の株主に応募を推奨することは合理的と考えられる。

(イ) 答申理由

1. 企業価値の向上（本諮問事項の(i)関係）

以下の点より、本取引は対象者の企業価値向上に資するものであり、本取引の目的は正当で合理的と認められると考えられる。

(1) 対象者における現状認識

・本特別委員会による対象者へのヒアリングによれば、対象者の今後の事業展開については、以下の事項を挙げることができる。

(i) 物流業界全体の課題として、労働力の不足という課題に直面しており、人材の確保が急務であること

(ii) また労働力を確保するには、人事制度・職場環境の改善を図って労働市場での魅力度を高める必要があること

(iii) 上記のような施策を実現するためには、例えば労働時間の長期化を防ぐことが必要であるが、そのようなことを実現しながらも事業を適切に運営していくためには、各従業員の担当業務のマルチ化、DXの活用を図り、各従業員の労働生産性を向上することが重要な課題であること

(iv) ネット通販や電子商取引が拡大する中で、対象者としても区域事業、倉庫事業、3PLといった事業拡大を図ることも課題であり、事業拡大のためには外部との連携も模索する必要があること

(v) サステナビリティへの配慮が企業価値の向上にとって重要であると考えられている背景からすれば、持続的な物流ネットワークの構築は対象者にとっても重要な課題であり、その中には、既に多くのネットワークを構築している日本通運とのさらなる連携を図ることが有益であること

・上記(i)から(v)に寄与する方策を講じることは、一般論としては対象者の企業価値の向上に資するものであると考えることができるが、個別に当該方策に係るリスクや当該方策に伴うデメリットを勘案する必要がある。

(2) 本取引の企業価値向上効果

・本特別委員会が実施した関係者に対するヒアリングや説明の聴取等（以下「本ヒアリング等」という。）によれば、対象者から、本取引の実施後に公開買付者が企図している対象者の企業価値向上策及び想定している効果として、以下のような説明がされた。

(i) 公開買付者グループ及び日本通運グループとの連携深化

(ii) 長期的な視点からの設備投資による競争力強化

(iii) 公開買付者グループの人材リソースの活用

(iv) 上場維持コスト及び管理部門における業務負担軽減

・本特別委員会は、公開買付者に対しても、本取引によってどのようなシナジーが見込まれると考えているのかについて確認し、また本公開買付けに係る公開買付届出書のドラフトの共有を受け、これも確認したところ、公開買付者は概ね次のような項目をもってシナジーを見込んでいることが推認される。

(i) 公開買付者グループのノウハウを活かした、不動産の再開発、対象者の物流施設の新設及び維持・更新に係る投資等

(ii) M&A等も含めたグループ再編による効率的な組織体制構築及び事業拡大

(iii) 公開買付者グループ及び対象者グループの人材リソースの活用

(iv) その他（大型車両・燃料の共同購買等）

・本ヒアリング等によれば、公開買付者も対象者の企図する企業価値向上策と類似した企業価値向上策を検討していることが明らかになったので、本特別委員会としては、対象者の認識している企業価値向上効果が、相応に実現可能性のあるものであることが確認できた。

・以上のようなシナジー項目に関する対象者及び公開買付者の説明は、前提となる対象者の事業に関する現状認識や対象者の重要な課題に関する対象者の説明も含めて、対象者の従前の開示内容との矛盾や客観的事実に反する点もなく、対象者がこれまで市場（少数株主を含む。）に説明してきた内容の延長線上にあると認められる。

・また、本特別委員会委員のうち対象者の独立役員を兼務する者が、これまで社外取締役又は社外監査役として認識してきた対象者の事業に関する情報から得た知見とも整合的であり、その真実性に疑問を抱かせるような事情も存在しない。

・本特別委員会としても、これらの企業価値向上策は、今後の対象者の企業価値の向上にとっての重要なポイントとして挙げた各事項に資するものがあると考えられる。

・そして、公開買付者及び対象者ともに、本取引が公開買付者及び対象者にとって、現実的に採り得る最善の手段と考えており、本取引は、企業価値向上の観点から、他の現実的にあり得る手

段と比較しても優位性を有する取引であると考えられる。また、本特別委員会は、本ヒアリング等において、公開買付者及び対象者から本取引に伴うデメリットについて説明を受け、大きなデメリットが存在しないことが確認できた。

(3) 上場廃止の不可欠性

- ・公開買付者が企図する企業価値向上策は、その短期的な収益へのネガティブなインパクトや、そもそも失敗するリスクがあることからすれば、こうした企業価値向上策に取り組む前提として、本取引による上場廃止を経ることもやむを得ないと考えられる。また見方を変えれば、少数株主に適正な対価を付与した上で上場を廃止することは、こうしたリスクから少数株主を解放するとともに、将来の企業価値向上分の一部を少数株主に享受してもらうことにもなる。
- ・以上からすれば、本取引が上場廃止を伴うものであることにも、価格の妥当性等の他の要請を適切に充たすことを前提とすれば一定の合理性が認められるものと考えられる。

2. 公正な手続を通じた少数株主利益の確保（本諮問事項の（iii）関係）

以下の点より、本取引においては、公正な手続を通じて対象者の少数株主の利益への十分な配慮がなされていると認められる。

(1) 特別委員会の設置

以下の本特別委員会の設置及び運用の状況からすれば、本特別委員会は公正性担保措置として有効に機能していると認められる。

- ・本特別委員会は、取引条件が公開買付者と対象者との間で決定される前の段階で設置されている。
- ・本特別委員会は、委員全員が公開買付者からの独立性及び本取引の成否からの独立性が確保されているほか、委員の中で、対象者との間で本取引が成立した場合に成功報酬を受け取る旨を合意している者は存在しない。M&A 指針で最も委員としての適格性が認められている独立社外取締役 1 名及び独立社外取締役に次いで委員としての適格性が認められるものとされている独立社外監査役 2 名によって過半数を占める形で構成されている。
- ・本特別委員会は対象者取締役会から独立した合議体として位置付けられ、対象者における独立役員全員が本特別委員会の委員に就任しており、本特別委員会の設置に当たって独立役員が主体的に関与しているといえる。
- ・本特別委員会が、本取引に係る取引条件等について公開買付者と交渉を行う権限を付与されている。これを受けて本取引においては、対象者が公開買付者と本公開買付価格について協議する場合には、必ず対象者が事前に本特別委員会に対応について確認を求め、これに対して本特別委員会が公開買付者に対する回答の方針について対象者に意見を述べ、当該意見に従って対象者からの回答が作成された結果、本特別委員会が取引条件に関する交渉を実質的に主導してきたといえる。また、対象者取締役会が本特別委員会への諮問を決議した際の付帯決議において、本特別委員会が本取引の条件を妥当でないと判断した場合には対象者取締役会は本取引を承認しないことと決定している。
- ・本特別委員会は、高野総合コンサルティングを本特別委員会独自の財務アドバイザーとして起用している。また、本特別委員会は、対象者のビジネスの特徴に関する知見（本特別委員会の委員のうち 3 名が対象者の独立役員である。）、企業価値評価への知見（本特別委員会の委員のうち 1 名が税理士である。）、法律面での知見（本特別委員会の委員のうち 2 名が弁護士である。）がいずれも委員により充足されており、本特別委員会のアドバイザーと相俟って、本諮問事項の検討を行うに当たって十分な適性を有している。
- ・本特別委員会は、本取引について予定されている開示文書や想定されるシナジーに関する重要な情報を入手し、さらに公開買付者及び対象者にインタビューを行って本取引に関する詳細な確認を行い、これらを踏まえて検討・判断を行った。
- ・さらに、対象者取締役会は、本特別委員会への諮問を決議した際の付帯決議において、対象者取締役会が本特別委員会の意見を最大限尊重の上で本取引に係る決議を実施することを決定している。

(2) 対象者における意思決定プロセス

- ・対象者の役員 8 名のうち、(i) 現に公開買付者の取締役を兼任している取締役の安藤隆司氏及び高崎裕樹氏、(ii) 現に日本通運の執行役員を兼任している取締役の戸田達也氏、(iii) 過去に公開買付者の役職員の地位を有していた代表取締役社長の内田互氏、並びに (iv) 現に公開買付者の取締役を兼任している監査役の矢野裕氏については、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、本特別委員会の設置に係る 2021 年 12 月 17 日の取締役会決議以降の本取引に係る対象者取締役会の審議及び決

議に参加していない。

・M&A 指針において、独立した特別委員会が設置されて有効に機能している場合には、現に公開買付けの役職員を兼任する者が除外されれば足りるとの整理もあるところではあるが、本件において、対象者は、この M&A 指針の指摘よりも慎重に、上記 (iii) にあるとおり、過去に公開買付けの役職員に就任していた者の利益相反にも配慮して上記のような整理を行ったものであり、利害関係の整理に不公正な点は見当たらない。

・対象者取締役会においては、上記のような利害関係のある取締役を審議から外した上で、最終的に対象者の取締役全員の一致により決議がされる予定である。

・以上からすれば、対象者における意思決定プロセスに関して、公正性に疑義のある点は見当たらない。

(3) 外部専門家の専門的助言等の取得

・本ヒアリング等及び対象者プレスリリースの草案によれば、対象者取締役会は、意思決定につき、リーガル・アドバイザーであるアンダーソン・毛利・友常法律事務所の弁護士から助言を受けており、弁護士による独立した専門的助言を取得したと認められる。またアンダーソン・毛利・友常法律事務所の独立性については、本特別委員会が本ヒアリング等において、直接、同法律事務所所属の弁護士から、(i) 同法律事務所と対象者との間に継続的な取引関係はなく、(ii) さらに報酬もタイムチャージであって成功報酬が含まれていないことを確認済みである。

・本ヒアリング等及び対象者プレスリリースの草案によれば、対象者取締役会は、本公開買付け価格の公正性を担保するために、独立した第三者算定機関である三菱UFJ銀行財務開発室から、対象者株式の株式価値に関する資料としての対象者株式価値算定書を取得している。さらに、対象者株式価値算定書においては、複数の算定方法を利用しており、恣意的な価格の算定がされないよう配慮がされている。なお、この点に関連して、本特別委員会は独自の財務アドバイザーとして高野総合コンサルティングを選任しており、同社による対象者株式価値算定書の詳細な検討においても、問題点は検出されていない。また、当該算定の前提となる対象者の事業計画の作成に当たって、公開買付けの役職員による恣意的行動があった事実は認められず、算定に当たって公正性を疑わせるような事情も見当たらない。その上で、三菱UFJ銀行財務開発室の独立性については、本特別委員会が本ヒアリング等において、直接、三菱UFJ銀行財務開発室から、公開買付け及び対象者への貸付け等の取引があることが報告されたが、三菱UFJ銀行財務開発室が銀行業を営む会社であることからすればこれは不自然なことではなく、また三菱UFJ銀行財務開発室の企業規模からみると、これらは重要な利害関係に該当しないと判断した。さらに三菱UFJ銀行財務開発室の報酬については成功報酬が含まれるものの、同種の取引における一般的な実務慣行であることに鑑み、当該報酬体系をもってしても三菱UFJ銀行財務開発室に独立性は認められるものと判断した。また対象者プレスリリースの草案においても、三菱UFJ銀行財務開発室は対象者との間で独立性を有していることが記載されている。以上から、対象者株式価値算定書は、独立した第三者評価機関による株式価値算定書であると認められる。

(4) マーケット・チェック

・本ヒアリング等及び対象者プレスリリースの草案によれば、本公開買付けの買付期間は、30営業日に設定されている。これは、公開買付け期間を比較的長期に設定することにより、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、公開買付け以外にも対象者株式の買付け等を行う機会を確保するものと認められる。また、本ヒアリング等及び対象者プレスリリースの草案によれば、対象者と公開買付けとの間において、取引保護条項を含む対抗的買収提案者との接触を制限する旨の合意は行われぬ。このように、本件では、公表後に他の潜在的な買収者が対抗提案を行うことが可能な環境を構築した上でM&Aを実施することによる、いわゆる間接的なマーケット・チェックが実施されている。

・そして、本ヒアリング等により、本特別委員会は、本件においては積極的なマーケット・チェックをすべきような特段の例外的事情はないものと判断した。そのため、本取引においては、上記のような間接的な形でマーケット・チェックを実施することによっても、取引条件の形成過程における対象者の交渉力が強化され、企業価値を高めつつ少数株主にとってできる限り有利な取引条件でM&Aが行われることに資するものと認められる。

(5) マジョリティ・オブ・マイノリティ (Majority of Minority)

・対象者プレスリリースの草案によれば、本公開買付けにおいては、「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。この点について本特別委員会が公開買付け者に説明を求めたところ、公開買付け者からは、次のような理由で「マジョリティ・オブ・マイノリティ」(Majority of Minority) を採用しないとの回答を得た。

(i) 本取引においては対象者株式を非上場化することを目的としているため、確実に目的を果たすことができるよう、買付予定数の下限及び上限を設ける予定はない。

(ii) 現在の株主構成を基に「マジョリティ・オブ・マイノリティ」(Majority of Minority)を設定することで、公開買付けの成立可能性が下がることになれば、対象者株式の売却を希望する株主がプレミアム付での売却機会を逃してしまうこととなり、かえって少数株主の利益保護に資さない可能性もあるものと考えている。

・M&A 指針においても、「マジョリティ・オブ・マイノリティ」(Majority of Minority)は公正性担保措置の一環として評価されるものではあるが、その採用は必須ではないとされていることからすれば、そのような条件を設定しなくても、株主意思の確認にとって、決定的なマイナス要因となるものではない。

・したがって、上記(i)及び(ii)のような公開買付け側の説明も相応に合理的であり、実際、本答申書で述べるとおり、本答申書でも検証している各種の方策により少数株主の利益は十分に図られていると考えられることからすれば、本件において、この点が理由で株主の適切な判断機会の確保が欠缺しているとまで解する必要はないと考えられる。なお、本特別委員会は対象者のリーガル・アドバイザーからも同趣旨の回答を得ている。

(6) 少数株主への情報提供の充実とプロセスの透明性の確保

・まず特別委員会については、M&A 指針で(a)委員の独立性や専門性等の適格性に関する情報、(b)特別委員会に付与された権限の内容に関する情報、(c)特別委員会における検討経緯や、交渉過程への関与状況に関する情報、(d)特別委員会の判断の根拠・理由、答申書の内容等及び(e)委員の報酬体系の開示が望ましいとされている。これを本件についてみると、対象者プレスリリースの草案で、これら(a)から(e)の要素がすべて記載されている。次に株式価値算定書については、M&A 指針で、特にDCF分析について、(i)算定の前提とした対象者のフリー・キャッシュ・フロー予測、及びこれが当該M&Aの実施を前提とするものか否か、(ii)算定の前提とした財務予測の作成経緯、(iii)割引率の種類や計算根拠、(iv)フリー・キャッシュ・フローの予測期間の考え方や予測期間以降に想定する成長率等の継続価値の考え方等の開示が例示されている(なお例示であってすべての記載が義務づけられているわけではない)。

・これを本件についてみると、対象者プレスリリースの草案では、(i)及び(ii)のほか、(iii)として割引率が、また(iv)として継続価値の算定方法が記載されている。

・最後にその他の情報についても、M&Aの実施に至るプロセスや交渉経緯についても、対象者プレスリリースの草案で、充実した記載がされているものと認められる。

(7) 強圧性の排除

・本取引のうち本スクイーズアウト手続は、株式併合方式を用いるスキームにより実行するとされている。当該スキームの実施の過程で、株主には、会社法第182条の4及び第182条の5の規定により価格決定の申立てを行う権利がそれぞれ認められ、しかも、対象者プレスリリースの草案でその旨が明示的に開示されている。

・さらに、対象者プレスリリースでは、本スクイーズアウト手続は本公開買付け終了後速やかに行われること、本スクイーズアウト手続の際に少数株主に対して交付される金銭について、本公開買付価格と同一の価格とすることが予定されている旨が開示されている。

・以上からすれば、本取引については、強圧性を排除するための対応が行われていると認められる。

3. 条件の妥当性（本諮問事項の(ii)関係）

以下の点より、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む。）の公正性・妥当性は確保されていると認められる。

(1) 独立当事者間に相当する交渉状況の確保

・本件の交渉状況については、以下で述べるように、本公開買付価格は、対象者が三菱UFJ銀行財務開発室の助言及び本特別委員会からの意見・指示を受けながら公正に行われ、最終合意に至ったものである。

・まず本公開買付価格に関する一連の交渉経緯について振り返ると、本件では、第3回委員会以降毎回の委員会において（かつ、委員会の期日間では随時電子メールにて）、三菱UFJ銀行財務開発室及び対象者から本特別委員会に対して本公開買付価格の交渉状況に関する詳細な説明が行われた。本特別委員会は、対象者から本取引に係る取引条件等について公開買付者と交渉を行う権限を付与されていたことから、当該説明の都度、公開買付者からの本公開買付価格の提案についての諾否の意見を述べた。合わせて本特別委員会は、公開買付者からの提案を拒絶して反対に対象者側から価格の提案を行う場合について、価格をいくらと設定すべきか及びその根拠につ

いても意見を述べた。交渉過程における本特別委員会の意見は、交渉方針や公開買付者に対する返答のあり方等の具体的な点についても意見及び要望を述べるものであった。本公開買付価格の交渉は、上記のように本特別委員会が公開買付者からの本公開買付価格の提案への諾否及び反対提案の内容について述べた意見を踏まえて対象者及び三菱UFJ銀行財務開発室が公開買付者に返答するというプロセスで行われた。

・このようなプロセスを経て、本特別委員会が複数回に亘って公開買付者からの本公開買付価格の提案を拒絶し、3回に上る上積みがされた結果として、最終的に本特別委員会が本公開買付価格を3,500円とすることに於いて了承したことによって、本公開買付価格が確定した。なお、本公開買付価格は、交渉の結果として、当初の公開買付者の提案よりも800円を上回る価格となった。

・以上のとおり、本特別委員会は、本公開買付価格の交渉について、与えられた権限を踏まえて主体的に関与した。そしてこのような交渉により、少数株主にとってできる限り有利な取引条件でM&Aが行われることを目指して交渉がされた経緯が認められる。

・以上からすれば、本件の公開買付者との取引条件に関する協議・交渉過程において、企業価値を高めつつ少数株主にとってできる限り有利な取引条件でM&Aが行われることを目指して合理的な努力が行われる状況が確保されていたと評価することができる。

(2) 株式価値算定と本公開買付価格の関係

・本件は合併のように当事者双方が相手方のデュー・ディリジェンスを行うタイプの取引ではなく、対象者は公開買付者側のデュー・ディリジェンスを行ったわけではない。そのため、本取引による企業価値向上効果について、現時点において対象者が定量的に数値を見込むことは難しいという事情がある。したがって、本件で株式価値算定の基礎となる対象者の事業計画は、スタンダードアローン・ベースのものとなっているが、そのことは不合理なものではない。

・本特別委員会は事業計画の策定経緯についてもヒアリング等において対象者に確認したが、策定に関して恣意的な点は見当たらなかった。具体的には、事業計画は、本取引に係る検討が始まった相当程度前の時点である2021年3月時点で、取締役会決議によって策定された中期経営計画に、2021年12月時点で必要なアップデートを行ったものであり、その内容は、(i)設備投資計画の実態を踏まえた見直し及び(ii)2022年3月期に関する公表済みの最新の業績予想を反映したものであり、合理的なものとして認められる。また事業計画の内容についても、ベースとなっている事業計画が既に2021年3月に取締役会で承認済みであったこともあり、本特別委員会委員のうち独立役員を兼務している者からみて、従前の対象者グループの実績との関係で矛盾や不自然な点は見当たらない。さらに事業計画については、三菱UFJ銀行財務開発室が対象者との間でインタビューを行いその内容を分析及び検討した旨の報告も受けており、三菱UFJ銀行財務開発室の専門的見地によるスクリーニングも経ていることを確認している。以上からすれば、事業計画については、策定プロセス、策定方法のいずれからみても、公開買付者の恣意的な圧力が介在した事実は認められない上、内容も合理的なものとして認められる。

・本特別委員会は、三菱UFJ銀行財務開発室に対して複数回に亘ってヒアリングを実施し、対象者株式の株式価値の算定方法及び評価プロセス並びに株式価値算定等に関する考察過程について詳細な説明を受けた。さらに、本特別委員会は、本特別委員会の財務アドバイザーとして選任した高野総合コンサルティングに、株式価値算定等に関する合理性の検証を依頼し、同社は、三菱UFJ銀行財務開発室との質疑応答等を通じて、子細に合理性を検証した。その結果、本特別委員会は、同社から算定方法に関する意見書を受領した。以上のとおり、本特別委員会が自ら確認を行った事項、及び本特別委員会の財務アドバイザーからの報告結果のいずれについても不合理な点は見当たらなかったため、三菱UFJ銀行財務開発室が作成した対象者株式価値算定書に準拠できると評価した。

・本公開買付価格である1株当たり3,500円という価格は、(i)市場株価分析により算定された対象者1株当たり株式価値の上限を超過しており、かつ、(ii)DCF分析により算定された対象者1株当たり株式価値のレンジの中心値（割引率は5.0%±0.50%が採用され、永久成長率は0.00%±0.25%とされているため、それぞれの中心である割引率5.0%及び永久成長率0.00%を用いて算定した値）を上回る水準にある。

・ところで、M&A指針においては、(a)「M&Aを行わなくても実現可能な価値」は、少数株主を含む全ての株主がその持株数に応じて享受すべきであり、他方で、(b)「M&Aを行わなければ実現できない価値」については、M&Aによって少数株主はスクイーズアウトされることとなるものの、少数株主もその価値のしかるべき部分を享受するのが公正であると指摘されている。このような考え方を背景にして本件をみても、本公開買付価格は、スタンダードアローン・ベースで算定された三菱UFJ銀行財務開発室による対象者株式の株式価値と比べても、相応の上積みがされた金額であることが認められるから、上記でいう(b)「M&Aを行わなければ実現できない価値」のしか

るべき部分が少数株主に享受される水準であると考えられる。

・以上の理由から、本特別委員会としても、本公開買付価格は、三菱UFJ銀行財務開発室により算定された対象者株式価値等との比較の観点からしても、少数株主にとって不利益ではない水準に達していると考ええる。

(3) プレミアムの検討

・三菱UFJ銀行財務開発室が作成した対象者株式価値算定書によれば、本公開買付価格は、2022年2月4日（以下「直前日」という。）までの名古屋証券取引所における対象者株式の終値（なお、2022年2月2日から4日にかけて、市場での出来高がなかったことから、直近の終値としては2022年2月1日の終値を用いている。）に対して、直近の終値（2022年2月1日の終値）で52.17%、直前日の過去1ヶ月の平均終値で51.13%、直前日の過去3ヶ月の平均終値で48.35%、直前日の過去6ヶ月の平均終値で46.03%のプレミアムを加えた金額となっている。

・本特別委員会は、三菱UFJ銀行財務開発室に対して、M&A指針公表後に行われた公開買付けのうち、本件と同じ、親会社による上場子会社の非公開化の事例（M&A指針公表後の34件と、そのうち子会社の株価がPBR1倍未満であった20件）におけるプレミアム水準がどの程度であったかのデータの提供を求めた。その上で、提供されたデータによれば、本公開買付価格は、直前日の終値ベース並びに直前日の過去1ヶ月、過去3ヶ月及び過去6ヶ月の平均終値ベースのすべての参照値との関係で、他の類似事例のプレミアム水準を上回っていることから、総じて、他の類似事例と比べても遜色ないプレミアム水準が確保されていると認められる。

・さらに、対象者株式の株価推移からみると、最後に本公開買付価格と同水準の市場株価であったのは1996年であり、本公開買付価格は、過去約25年に亘る期間の対象者株式の株価の終値ベースでの最高値に等しい水準であることが認められる。

(4) スキームの妥当性

・本件では公開買付けが採用されており、株式交換は採用されていない。この点について本特別委員会が公開買付者に質問したところ、以下のような回答を得た。

(i)現時点において、対象者と公開買付者では時価総額、業務範囲等に大きく差があり、株式交換によって対象者の少数株主が公開買付者の株主になることで、対象者の少数株主が本取引後に公開買付者の事業リスクを負うことになるため、少数株主のことを考えると、現金対価にて本取引を遂行することが望ましい。

(ii)また、シナジー実現にむけた具体的なプロセスや時期等については、本取引完了後に対象者とともに見定めていく予定であるが、現時点においては定量的なシナジーの見積もりもできず、また、シナジーの発現には一定の期間とハードルが存在するものと考えられ、その過程において、対象者の設備投資等による短中期的な収益性の悪化等により公開買付者の株価が下落し、株主が不利益を被る可能性も否定できないものと考えている。

・以上を踏まえて検討すると、確かに、公開買付者は時価総額で対象者の20倍以上と非常に大きい規模の企業であることもあって、対象者の少数株主が、本取引実施後も引き続き公開買付者の株主となることで、対象者事業の将来のシナジーをそのまま享受することができるとはいいいにくい状況にある。そのため、対象者の株主が、本取引の終了後も公開買付者の株式を保有することを当然に望むか否かは明らかであるとはいえない。その意味で上記の公開買付者の回答も不合理なものではない。

・公開買付者が公開買付け（現金対価）のスキームによって、対象者の全株式を取得するという本取引のスキームは、対象者の少数株主にとって適切な投資回収の機会を与えるという意味からも、合理的なものであると考えることができる。

4. 本特別委員会としては、本諮問事項の(i)から(iii)までで検討を要請されている事項が、本諮問事項の(iv)を検討する際の考慮要素になるものと考ええる。そして、上記1.から3.までで述べたことからすれば、対象者が本取引に関する決定をすることは対象者の少数株主にとって不利益なものでないと認められる旨の意見を答申する。
5. 本特別委員会としては、本諮問事項の(i)から(iv)までが確認されることにより、本諮問事項の(v)を是認する理由になるものと考ええる。そして、上記1.から4.までで述べたことからすれば、本公開買付けの公表の時点で対象者の取締役会が賛同の意見を表明するとともに、対象者の株主に対して本公開買付けに応募することを推奨する旨の決議を行うことは合理的と考えられる旨の意見を答申する。

(c) 対象者の特別委員会における独立した財務アドバイザーからの助言の取得

対象者プレスリリースによれば、本特別委員会は、上記「(b) 対象者における独立した特別委員会の設置」に記載のとおり、公開買付者、日本通運及び対象者から独立した独自の財務アドバイザーとして高野総合コンサルティングを選任し、高野総合コンサルティングから対象者株式の価値算定に関する助言を含む助言を受けているとのことです。

なお、高野総合コンサルティングは、公開買付者、日本通運及び対象者の関連当事者には該当せず、本公開買付けを含む本取引に関して重要な利害関係を有していないとのことです。

(d) 対象者における独立した法律事務所からの助言の取得

対象者プレスリリースによれば、対象者は、上記「1. 買付け等の目的」の「(2) 本公開買付けの実施を決定するに至った背景、目的及び意思決定の過程並びに本公開買付け後の経営方針」の「① 本公開買付けの実施を決定するに至った背景、目的及び意思決定の過程」の「(iii) 対象者における意思決定の過程」に記載のとおり、公開買付者、日本通運及び対象者から独立したリーガル・アドバイザーとしてアンダーソン・毛利・友常法律事務所を選任し、アンダーソン・毛利・友常法律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対象者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とのことです。

(e) 対象者における独立した第三者算定機関からの株式価値算定書の取得

対象者は、上記「(b) 対象者における独立した特別委員会の設置」に記載のとおり、公開買付者、日本通運及び対象者から独立したファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関として三菱UFJ銀行財務開発室を選任し、三菱UFJ銀行財務開発室から対象者株式の価値算定、公開買付者との交渉方針に関する助言を含む財務的見地からの助言及び補助を受けるとともに、2022年2月4日付で対象者株式価値算定書を取得しているとのことです。なお、対象者は、公開買付者及び対象者において、少数株主の利益に配慮して、本「算定の経緯」欄に記載された(a)乃至(i)の各種措置のとおり、本公開買付けの公正性を担保するための措置を実施していることから、三菱UFJ銀行財務開発室からフェアネス・オピニオンを取得していないとのことです。

三菱UFJ銀行は、公開買付者、日本通運及び対象者の関連当事者には該当せず、本公開買付けを含む本取引に関して重要な利害関係を有していないとのことです。なお、法人としての三菱UFJ銀行は、公開買付者の株主（2021年9月30日現在において公開買付者の第七位株主（持株比率1.24%））であり、また、公開買付者に対して融資（2021年9月30日現在における公開買付者の借入額は25,200百万円です。）を行っており、公開買付者と重要な利害関係を有していると考えられるものの、対象者は、対象者株式の株式価値の分析にあたっては、三菱UFJ銀行において適切な弊害防止措置が講じられているものと判断し、三菱UFJ銀行財務開発室を対象者、日本通運及び公開買付者から独立した第三者算定機関に選定したとのことです。

三菱UFJ銀行財務開発室は、複数の株式価値算定手法の中から対象者株式の株式価値の分析にあたって採用すべき算定手法を検討の上、対象者が継続企業との前提の下、対象者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、対象者株式が名古屋証券取引所市場第二部に上場しており、市場株価が存在することから市場株価分析と、対象者の将来の事業活動の状況を評価に適切に反映するためにDCF分析をそれぞれ用いて、対象者の1株あたりの株式価値の分析を行い、対象者は、2022年2月4日付で三菱UFJ銀行財務開発室より対象者株式価値算定書を取得したとのことです。

対象者株式価値算定書において、上記各手法に基づいて算定された対象者株式の1株当たりの株式価値の範囲は以下のとおりとのことです。

市場株価分析	: 2,300円から2,397円
DCF分析	: 2,274円から4,983円

市場株価分析においては、2022年2月4日を算定基準日として、名古屋証券取引所市場第二部における対象者株式の基準日の直近取引成立日である2022年2月1日の終値2,300円、基準日までの直近1ヶ月間の取引成立日の終値単純平均値2,316円、同直近3ヶ月間の取引成立日の終値単純平均値2,359円及び同直近6ヶ月間の取引成立日の終値単純平均値2,397円を基に、対象者株式の1株当たりの株式価値の範囲を2,300円から2,397円までと分析しているとのことです。

DCF分析では、対象者が作成した本事業計画、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対象者の将来の収益予想に基づき、対象者が2022年3月期以降に生み出すと見込まれるフリー・キャッシュ・フローを一定の割引率で現在価値に割り引いて、対象者の企業価値や株式価値を計算し、対象者株式の1株当たり株式価値の範囲を2,274円から4,983円と算定しているとのことです。なお、割引率は4.5%から5.5%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を採用し、永久成長率は-0.25%から0.25%として算定しているとのことです。

DCF分析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とのことです。本事業計画については、三菱UFJ銀行財務開発室が対象者との間でインタビューを行いその内容を分析及び検討しており、また、上記「(b) 対象者における独立した特別委員会の設置」に記載のとおり、本特別委員会がその内容、重要な前提条件及び作成経緯等の合理性を確認しているとのことです。なお、以下の財務予測には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とのことです。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、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いないとのことです。

(単位：百万円)

	2022年3月期	2023年3月期	2024年3月期	2025年3月期	2026年3月期
売上高	115,000	116,186	118,769	121,084	124,027
営業利益	4,000	3,992	4,576	5,120	5,525
EBITDA	9,553	9,450	10,196	10,869	11,469
フリー・キャッシュ・フロー	337	98	1,737	2,330	4,897

(f) 対象者における独立した検討体制の構築

対象者プレスリリースによれば、上記「1. 買付け等の目的」の「(2) 本公開買付けの実施を決定するに至った背景、目的及び意思決定の過程並びに本公開買付け後の経営方針」の「① 本公開買付けの実施を決定するに至った背景、目的及び意思決定の過程」の「(iii) 対象者における意思決定の過程」に記載のとおり、対象者は、構造的な利益相反の問題を排除する観点から、公開買付者及び日本通運から独立した立場で、本取引に係る検討、交渉及び判断を行う体制（対象者の役員、並びに財務部及び総務部に所属する従業員の合計4名を主要なメンバーとする体制）を対象者の社内に構築したとのことです。

具体的には、対象者は、2021年11月24日、公開買付者から本取引に関する協議を開始したい旨の意向を受けた時点以降、構造的な利益相反の問題を排除する観点から、現に公開買付者グループ（対象者を除きます。）及び日本通運の役職員を兼任する対象者の役職員のみならず、過去に公開買付者グループ（対象者を除きます。）及び日本通運の役職員であった対象者の役職員について、(ア) 対象者株式の価値評価の基礎となる事業計画の作成過程や、(イ) 対象者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に関与させないこととしており、かかる取扱いを継続しているとのことです。

また、かかる取扱いを含めて、対象者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対象者の役職員の範囲及びその職務を含みます。）に独立性の観点から問題がないことについては本特別委員会の確認を経ているとのことです。

(g) 対象者における利害関係を有しない取締役全員の承認及び利害関係を有しない監査役全員の異議がない旨の意見

対象者プレスリリースによれば、対象者取締役会は、上記「1. 買付け等の目的」の「(2) 本公開買付けの実施を決定するに至った背景、目的及び意思決定の過程並びに本公開買付け後の経営方針」の「① 本公開買付けの実施を決定するに至った背景、目的及び意思決定の過程」の「(iii) 対象者における意思決定の過程」に記載のとおり、アンダーソン・毛利・友常法律事務所から受けた法的助言、三菱UFJ銀行財務開発室から受けた助言及び対象者株式価値算定書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対象者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、慎重に検討・協議したとのことです。

その結果、対象者は、上記「1. 買付け等の目的」の「(2) 本公開買付けの実施を決定するに至った背景、目的及び意思決定の過程並びに本公開買付け後の経営方針」の「① 本公開買付けの実施を決定するに至った背景、目的及び意思決定の過程」の「(iii) 対象者における意思決定の過程」に記載のとおり、公開買付者と対象者が一体となり、中長期的視点に立脚した対象者グループの成長戦略を推進することが、対象者グループを含む公開買付者グループ全体の更なる成長と発展に資すると判断の上、対象者の非公開化が最善であると判断し、本日開催の対象者取締役会において、対象者取締役合計8名のうち、審議及び決議に参加した対象者取締役4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、対象者の株主の皆様に対し、本公開買付けに応募することを推奨することを決議したとのことです。

また、上記の取締役会においては、対象者監査役合計4名のうち、審議に参加した対象者の監査役3名（うち2名が独立社外監査役）全員が上記のいずれの決議についても異議がない旨の意見を述べてい

るとのことです。

対象者取締役8名のうち、現に公開買付者の取締役を兼任している取締役の安藤隆司氏及び高崎裕樹氏、現に日本通運の執行役員を兼任している取締役の戸田達也氏、並びに過去に公開買付者の役職員の地位を有していた代表取締役社長の内田互氏、並びに現に公開買付者の取締役を兼任している監査役の矢野裕氏については、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、本特別委員会の設置に係る2021年12月17日の取締役会決議以降の本取引に係る対象者取締役会（上記の本日開催の対象者取締役会を含みます。）の審議及び決議に参加していないとのこと。なお、上記「(f) 対象者における独立した検討体制の構築」に記載のとおり、現に公開買付者グループ（対象者を除きます。）及び日本通運の役職員を兼任する対象者の役職員のみならず、過去に公開買付者グループ（対象者を除きます。）及び日本通運の役職員であった対象者の役職員については、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に関与させないこととしております。

(h) 取引保護条項の不存在

公開買付者及び対象者は、対象者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対象者との間で接触することを制限するような内容の合意は一切行っており、対抗的な買付け等の機会を妨げないこととするにより、本公開買付けの公正性の担保に配慮しております。

(i) 対象者の株主が本公開買付けに応募するか否かについて適切に判断を行う機会を確保するための措置

公開買付者は、上記「1. 買付け等の目的」の「(4) 本公開買付け後の組織再編等の方針（いわゆる二段階買収に関する事項）」に記載のとおり、(i) 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、本株式併合及び本株式併合の効力発生を条件として単元株式数の定めを廃止する旨の定款の一部変更を行うことを付議議案に含む本臨時株主総会の開催を対象者に要請することを予定しており、対象者の株主の皆様に対して株式買取請求権又は価格決定請求権が確保されない手法は採用しないこと、(ii) 本株式併合をする際に、対象者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、対象者及び日本通運を除きます。）の所有する対象者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、対象者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おります。

また、公開買付者は、法令に定められた公開買付けに係る買付け等の最短期間は20営業日であるところ、公開買付期間を30営業日としております。公開買付期間を比較的長期にすることにより、対象者の株主の皆様に対して本公開買付けに対する応募につき適切な判断機会を確保しております。

③ 算定機関との関係

公開買付者の第三者算定機関である大和証券は、公開買付者、対象者及び日本通運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おりません。

(5) 買付予定の株券等の数

買付予定数	買付予定数の下限	買付予定数の上限
1,868,441株	一株	一株

(注1) 本公開買付けにおいては、買付予定数の上限及び下限を設定しておりませんので、応募株券等の全部の買付け等を行います。上記「買付予定数」は、本公開買付けにより公開買付者が取得する対象者株券等の最大数を記載しております。当該最大数は、対象者決算短信に記載された2021年12月31日現在の対象者の発行済株式総数（6,509,301株）から、本日現在公開買付者が所有する対象者株式数（3,312,039株）、本不応募株式数（1,301,873株）及び対象者決算短信に記載された2021年12月31日現在対象者が所有する自己株式数（26,948株）の合計数を控除した株式数になります。

(注2) 単元未満株式も本公開買付けの対象としております。なお、会社法に従って対象者の株主による単元未満株式買取請求権が行使された場合には、対象者は法令の手続に従い、公開買付期間中に自己の株式を買い取ることがあります。

(注3) 本公開買付けを通じて、対象者が所有する自己株式を取得する予定はありません。

(6) 買付け等による株券等所有割合の異動

買付け等前における公開買付者の所有株券等に係る議決権の数	33,120 個	(買付け等前における株券等所有割合 51.09%)
買付け等前における特別関係者の所有株券等に係る議決権の数	13,018 個	(買付け等前における株券等所有割合 20.08%)
買付け等後における公開買付者の所有株券等に係る議決権の数	51,804 個	(買付け等後における株券等所有割合 79.92%)
買付け等後における特別関係者の所有株券等に係る議決権の数	13,018 個	(買付け等後における株券等所有割合 20.08%)
対象者の総株主の議決権の数	64,661 個	

(注1)「買付け等前における特別関係者の所有株券等に係る議決権の数」は、特別関係者（但し、特別関係者のうち法第27条の2第1項各号における株券等所有割合の計算において発行者以外の者による株券等の公開買付けの開示に関する内閣府令（平成2年大蔵省令第38号。その後の改正を含みます。以下「府令」といいます。）第3条第2項第1号に基づき特別関係者から除外される者を除きます。）が所有する株券等に係る議決権の数を記載しております。なお、公開買付者は、今後、特別関係者の所有する対象者の株式等を確認の上、訂正が必要な場合には、訂正した内容を開示する予定です。

(注2)「対象者の総株主等の議決権の数」は、対象者が2021年11月8日に提出した第89期第2四半期報告書記載の2021年9月30日現在の総株主の議決権の数（1単元の株式数を100株として記載されたもの）です。但し、本公開買付けにおいては単元未満株式についても買付け等の対象としているため、「買付け等前における株券等所有割合」及び「買付け等後における株券等所有割合」の計算においては、対象者決算短信に記載された2021年12月31日現在の対象者の発行済株式総数(6,509,301株)から、同日現在の対象者が所有する自己株式数(26,948株)を控除した対象者株式(6,482,353株)に係る議決権数(64,823個)を分母として計算しております。

(注3)「買付け等前における株券等所有割合」及び「買付け等後における株券等所有割合」は、小数点以下第三位を四捨五入しております。

(7) 買付代金 6,539,543,500 円

(注)「買付代金」は、本公開買付けの買付予定数(1,868,441株)に、1株当たりの本公開買付価格(3,500円)を乗じた金額です。

(8) 決済の方法

① 買付け等の決済をする証券会社・銀行等の名称及び本店の所在地
大和証券株式会社 東京都千代田区丸の内一丁目9番1号

② 決済の開始日
2022年3月31日（木曜日）

③ 決済の方法
公開買付期間終了後遅滞なく、本公開買付けによる買付け等の通知書を応募株主等の住所又は所在地（外国人株主等の場合はその常任代理人の住所）宛に郵送します。

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

④ 株券等の返還方法

下記「(9) その他買付け等の条件及び方法」の「① 法第27条の13第4項各号に掲げる条件の有無及び内容」及び「② 公開買付けの撤回等の条件の有無、その内容及び撤回等の開示の方法」に記載の条件に基づき株券等の全部の買付け等を行わないこととなった場合には、返還することが必要な株券等は、公開買付期間末日の翌々営業日（公開買付けの撤回等を行った場合は撤回等を行った日）以降遅滞なく、応募が行われた時の公開買付代理人に開設した応募株主口座の状態に戻すことにより返還します。

(9) その他買付け等の条件及び方法

① 法第 27 条の 13 第 4 項各号に掲げる条件の有無及び内容

本公開買付けにおいては、買付予定数の上限及び下限を設定しておりませんので、公開買付者は、応募株券等の全部の買付け等を行います。

② 公開買付けの撤回等の条件の有無、その内容及び撤回等の開示の方法

金融商品取引法施行令（昭和 40 年政令第 321 号。その後の改正を含みます。以下「令」といいます。）第 14 条第 1 項第 1 号イ乃至ヌ及びワ乃至ツ、第 3 号イ乃至チ及びヌ、並びに同条第 2 項第 3 号乃至第 6 号に定める事情のいずれかが発生した場合は、本公開買付けの撤回等を行うことがあります。なお、本公開買付けにおいて、令第 14 条第 1 項第 3 号ヌに定める「イからリまでに掲げる事実」に準ずる事実とは、①対象者が過去に提出した法定開示書類について、重要な事項につき虚偽の記載があり、又は記載すべき重要な事項の記載が欠けていることが判明した場合であって、公開買付者が当該虚偽記載等があることを知らず、かつ、相当の注意を用いたにもかかわらず知ることができなかった場合、及び②対象者の重要な子会社に同号イからトまでに掲げる事実が発生した場合をいいます。

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

③ 買付け等の価格の引下げの条件の有無、その内容及び引下げの開示の方法

法第 27 条の 6 第 1 項第 1 号の規定により、対象者が公開買付期間中に令第 13 条第 1 項に定める行為を行った場合には、府令第 19 条第 1 項の規定に定める基準に従い、買付け等の価格の引下げを行うことがあります。

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

④ 応募株主等の契約の解除権についての事項

応募株主等は、公開買付期間中においては、いつでも本公開買付けに係る契約を解除することができます。契約の解除をする場合は、公開買付期間末日の 16 時までに応募受付けをした公開買付代理人の本店又は全国各支店に解除書面（公開買付けに係る契約の解除を行う旨の書面）を交付又は送付してください。但し、送付の場合は、解除書面が公開買付期間末日の 16 時までには到達することを条件とします。

解除書面を受領する権限を有する者：

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

なお、公開買付者は応募株主等による契約の解除に伴う損害賠償又は違約金を応募株主等に請求することはありません。また、応募株券等の返還に要する費用も公開買付者の負担とします。解除を申し出られた場合には、応募株券等は手続終了後速やかに上記「(8) 決済の方法」の「④ 株券等の返還方法」に記載の方法により返還します。

⑤ 買付条件等の変更をした場合の開示の方法

公開買付者は、公開買付期間中、法第 27 条の 6 第 1 項及び令第 13 条により禁止される場合を除き、買付条件等の変更を行うことがあります。買付条件等の変更を行おうとする場合は、その変更の内容等につき電子公告を行い、その旨を日本経済新聞に掲載します。但し、公開買付期間末日までに公告を行うことが困難である場合は、府令第 20 条に規定する方法により公表し、その後直ちに公告を行います。買付条件等の変更がなされた場合、当該公告が行われた日以前の応募株券等についても、変更後の買付条件等により買付け等を行います。

⑥ 訂正届出書を提出した場合の開示の方法

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

の内容を記載した書面を作成し、その書面を応募株主等に交付する方法により訂正します。

⑦ 公開買付けの結果の開示の方法

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

⑧ その他

本公開買付けは、直接間接を問わず、米国内において若しくは米国に向けて行われるものではなく、また米国の郵便その他の州際通商若しくは国際通商の方法・手段（電話、テレックス、ファクシミリ、電子メール、インターネット通信を含みますが、これらに限りません。）を利用して行われるものでもなく、さらに米国の証券取引所施設を通じて行われるものでもありません。上記方法・手段により若しくは上記施設を通じて、又は米国内から本公開買付けに応募することはできません。

また、本書又は関連する買付書類は、米国内において若しくは米国に向けて又は米国から、郵便その他の方法によって送付又は配布されるものではなく、かかる送付又は配布を行うことはできません。上記制限に直接又は間接に違反する本公開買付けへの応募はお受けいたしません。

本公開買付けの応募に際し、応募株主等（外国人株主等の場合は常任代理人）は公開買付代理人に対し、以下の旨の表明及び保証を行うことを求められることがあります。

応募株主等が応募の時点及び公開買付応募申込書送付の時点のいずれにおいても米国に所在していないこと。本公開買付けに関するいかなる情報（その写しを含む。）も、直接間接を問わず、米国内において若しくは米国に向けて、又は米国内から、これを受領したり送付したりしていないこと。買付け等若しくは公開買付応募申込書の署名交付に関して、直接間接を問わず、米国の郵便その他の州際通商若しくは国際通商の方法・手段（電話、テレックス、ファクシミリ、電子メール、インターネット通信を含みますが、これらに限りません。）又は米国内の証券取引所施設を使用していないこと。他の者の裁量権のない代理人又は受託者・受任者として行動する者ではないこと（当該他の者が買付けに関する全ての指示を米国外から与えている場合を除きます。）。

(10) 公開買付開始公告日

2022年2月8日（火曜日）

(11) 公開買付代理人

大和証券株式会社

東京都千代田区丸の内一丁目9番1号

3. 公開買付け後の方針等及び今後の見通し

本公開買付け後の方針等については、上記「1. 買付け等の目的」の「(2) 本公開買付けの実施を決定するに至った背景、目的及び意思決定の過程並びに本公開買付け後の経営方針」、「(4) 本公開買付け後の組織再編等の方針（いわゆる二段階買収に関する事項）」及び「(5) 上場廃止となる見込みがある旨及びその理由」をご参照ください。

4. その他

(1) 公開買付者と対象者又はその役員との間の合意の有無及び内容

対象者プレスリリースによれば、対象者は、本日開催の対象者取締役会において、本公開買付けへの賛同の意見を表明するとともに、対象者の株主の皆様に対し、本公開買付けに応募することを推奨することを決議したとのことです。詳細については、上記「2. 買付け等の概要」の「(4) 買付け等の価格の算定根拠等」の「② 算定の経緯」の「(本公開買付価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置)」の「(g) 対象者における利害関係を有しない取締役全員の承認及び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。

(2) 投資者が買付け等への応募の是非を判断するために必要と判断されるその他の情報

対象者は、本日開催の取締役会において、本公開買付けが成立することを条件に、2022年3月期の配当予想を修正し、2022年3月期の期末配当を行わないことを決議したとのことです。詳細については、対象者が同日公表した「期末配当予想の修正（無配）に関するお知らせ」をご参照ください。

以上

【勧誘規制】

このプレスリリースは、本公開買付けを一般に公表するための記者発表文であり、売付けの勧誘を目的として作成されたものではありません。売付けの申込みをされる際は、必ず本公開買付けに関する公開買付説明書をご覧いただいた上で、株主ご自身の判断で申込みを行ってください。このプレスリリースは、有価証券に係る売却の申込み若しくは勧誘、購入申込みの勧誘に該当する、又はその一部を構成するものではなく、このプレスリリース（若しくはその一部）又はその配布の事実が本公開買付けに係るいかなる契約の根拠となることもなく、また、契約締結に際してこれらに依拠することはできないものとします。

【将来予測】

当社は「将来に関する記述」として明示的又は黙示的に示された予測等が結果的に正しくなることをお約束することはできません。本書中の「将来に関する記述」は、本書の日付の時点で当社が有する情報を基に作成されたものであり、法令で義務付けられている場合を除き、当社は、将来の事象や状況を反映するために、その記述を更新したり修正したりする義務を負うものではありません。

【米国規制】

当社は、本公開買付けが、適応される米国の法令及び各種規制を遵守するものとして実施できない限り、本公開買付けを、米国において若しくは米国に向けて又はいかなる米国人（米国 1933 年証券法（Securities Act of 1933）レギュレーション S に規定される「米国人」を意味します。以下、本項において同じです。）に対しても行いません。その場合、米国から若しくは米国内における、若しくは米国内に存在若しくは居住する者による、又は米国人の計算において若しくはその利益のために活動するいかなる者による、本公開買付けに対する対象者の株券等の応募は、いかなる用法、方法若しくは手段による又はいかなる施設を通じて行われるものであっても行うことはできません。

【その他の国】

国又は地域によっては、このプレスリリースの発表、発行又は配布に法律上の制限が課されている場合があります。かかる場合はそれらの制限に留意し、遵守してください。本公開買付けに関する株券の買付け等の申込み又は売付け等の申込みの勧誘をしたことにはならず、単に情報としての資料配布とみなされるものとします。