

株式の併合に係る事前開示書類

(会社法第182条の2第1項及び会社法施行規則第33条の9に定める書面)

2022年3月10日

佐渡汽船株式会社

2022年3月10日

株式の併合に係る事前開示事項

新潟県佐渡市両津湊353番地
佐渡汽船株式会社
代表取締役社長 尾崎 弘明

当社は、2022年2月7日開催の取締役会において、2022年3月25日開催予定の定時株主総会(以下「本定時株主総会」といいます。)に当社普通株式(以下「当社株式」といいます。)の併合(以下「本株式併合」といいます。)に関する議案を付議することを決議いたしました。

本株式併合に関する会社法第182条の2第1項及び会社法施行規則第33条の9に定める事前開示事項は、下記のとおりです。

記

1. 会社法第180条第2項各号に掲げる事項

(1) 併合の割合(会社法第182条の2第1項、第180条第2項第1号)

当社普通株式 270,000 株を 1 株に併合いたします。

(2) 株式併合の効力発生日(会社法第182条の2第1項、第180条第2項第2号)

2022年5月10日

(3) 併合する株式の種類(会社法第182条の2第1項、第180条第2項第3号)

普通株式

(4) 効力発生日における発行可能株式総数(会社法第182条の2第1項、第180条第2項第4号)

26,197,000 株

2. 会社法第 180 条第 2 項第 1 号及び第 3 号に掲げる事項についての定め相当性に関する事項(会社法第 182 条の 2 第 1 項、会社法施行規則第 33 条の 9 第 1 号)

本株式併合における併合の割合は、当社普通株式について、270,000株を1株に併合するものです。本株式併合は、下記「(1)株式併合を行う目的及び理由」に記載のとおり、当社の株主を株式会社みちのりホールディングス(以下「みちのりホールディングス」といいます。)、新潟県、佐渡市、株式会社第四北越銀行(以下「第四北越銀行」といいます。))及び佐渡農業協同組合のみとすることを企図して行われるものであること、後述の本第三者割当に係る株式及び新株予約権が全て発行されることを条件に実施されるものであること、並びに以下の各事項から、本株式併合における併合の割合は相当であると判断しております。

その他、併合の割合についての定め相当性に関する事項は以下のとおりです。

(1) 株式併合を行う目的及び理由

当社の 2022 年 2 月 7 日付プレスリリース「第三者割当による新株式及び新株予約権の発行、定款の一部変更、親会社、主要株主及び主要株主である筆頭株主の異動、自己株式の消却、株式併合及び単元株式数の定め廃止、株式分割及び単元株式数の定めの新設、並びに、株主に対する新株予約権(非上場)の無償割当についてのお知らせ」(以下「本プレスリリース」といいます。))の「Ⅱ. 本第三者割当について 2. 本第三者割当の目的及び理由 (1)本第三者割当に至る経緯及び目的 ウ. みちのりホールディングス第三者割当、本株式併合及び本第 10 回新株予約権無償割当を実施することを決定した経緯及び理由」に記載のとおり、資金繰りの懸念により大規模な資金調達の早期の実現が不可欠となっている状況において、急激な希薄化が直ちに生ずることに対して配慮しつつも、当社が、安全で安定した運航を実現するために必要な設備やサービスを維持した上で、当面の事業継続に最低限必要と見込まれるキャッシュ・フローを確保し、大幅な債務超過額を可及的に圧縮し財務基盤の回復を図るため、みちのりホールディングスを割当先とする第三者割当による払込金額の総額 6 億 7,610 万円の普通株式(以下「本普通株式」といいます。))の発行(以下「本普通株式第三者割当」といいます。))、払込金額の総額 5 億 2,390 万円の佐渡汽船株式会社 A 種種類株式(以下「本 A 種種類株式」といいます。))の発行(以下「本 A 種種類株式第三者割当」といいます。))、行使価額の総額 3 億円の佐渡汽船株式会社第 9 回新株予約権の発行(以下「本第 9 回新株予約権第三者割当」といいます。))、本普通株式第三者割当及び本 A 種種類株式第三者割当と併せて、以下「みちのりホールディングス第三者割当」といいます。))、第四北越銀行を割当先とする第三者割当による払込金額の総額 15 億円の佐渡汽

船株式会社B種種類株式(以下「本B種種類株式」といいます。)の発行(以下「本B種種類株式第三者割当」といい、みちのりホールディングス第三者割当と併せて「本第三者割当」といいます。)を実施することを決議いたしました。

さらに、(ii)当社とみちのりホールディングス、新潟県、佐渡市、第四北越銀行及び佐渡農業協同組合が一体となって、地域交通事業者として航路の存続が可能となるように構造改革を推し進めるとともに、長きに亘り当社をご支援いただいております新潟県、佐渡市、第四北越銀行及び佐渡農業協同組合以外の少数株主(以下「少数株主」といいます。)の皆様をさらなるリスクにさらす事態を避けるために、本株式併合を実施し、(iii)長きに亘り当社をご支援いただいております少数株主の皆様が、本みちのりグループ化取引(本第三者割当、その後の本株式併合を経て当社をみちのりホールディングスの一員とすることをいいます。以下同じです。)後も当社の株式を継続して保有していただく機会を確保するため、2022年5月9日を基準日として、当該基準日の最終の株主名簿に記載又は記録された株主の皆様に対して、同年6月30日を効力発生日として、佐渡汽船株式会社第10回新株予約権を無償で割り当てるのが最も適切であると判断いたしました。

そこで、当社は、上記のとおり、2022年2月7日開催の当社の取締役会において本第三者割当を決議し、本定時株主総会において株主の皆様のご承認をいただくことを前提に、本株式併合を実施することといたしました。

本株式併合により、少数株主の皆様が保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。

(注) 本株式併合の効力発生日時点までに、270,000株以上の当社普通株式を所有する株主が存在することとなる場合には、本株式併合後に当社の株主となる株主に変更が生じる可能性があります。もっとも、その場合であっても、本株式併合の割合の変更等の当社の株主構成を調整するための手続は実施しない予定です。

- (2) 当社の株主(親会社等を除く。)の利益を害さないように留意した事項(会社法第182条の2第1項、会社法施行規則第33条の9第1号イ)

みちのりホールディングスは、本第三者割当の実施前は当社の親会社等に該当しません。当社は、みちのりホールディングスが本みちのりグループ化取引を通じて、当社の株主を、みちのりホールディングス、新潟県、佐渡市、第四北越銀行及び佐渡農業協同組合のみとすることを企図していることを考慮して、当社の株主の皆様が利益を確保するため、本みちのりグループ化取引の公正性の担保、本

みちのりグループ化取引の実施を決定するに至る意思決定の過程における恣意性の排除及び利益相反の回避の観点から、以下に記載の措置を実施しました。

① 当社における独立した第三者算定機関からの算定書及びフェアネス・オピニオンの取得

本普通株式の払込金額及び本普通株式第三者割当における払込金額及び本株式併合に係る端数処理により株主の皆様へ交付することが見込まれる金銭(以下「本株式併合交付見込金額」といいます。)を決定するに際して、当社は、第三者算定機関である株式会社赤坂国際会計(代表者：黒崎 知岳、住所：東京都港区元赤坂一丁目1番8号、以下「赤坂国際会計」といいます。)から、2022年2月4日付の株式価値算定書(以下「本普通株式価値算定書」といいます。)及び当社普通株式の株式価値の算定と、本普通株式第三者割当における払込金額及び本株式併合交付見込金額が、少数株主の皆様にとって財務的見地から妥当である旨の意見書(フェアネス・オピニオン)を取得しました。なお、第三者算定機関である赤坂国際会計は、当社及び株式併合後株主であるみちのりホールディングス、新潟県、佐渡市、第四北越銀行及び佐渡農業協同組合の関連当事者には該当せず、本第三者割当に関して記載すべき重要な利害関係を有していません。

赤坂国際会計は、当社株式の算定方法を検討し、一般的に採用される手法である①市場株価平均法、②類似会社比較法及び③DCF法のうち、③DCF法を採用して本普通株式の株式価値の算定を行いました。

本普通株式価値算定書によれば、DCF法に基づいて算定された当社株式1株当たりの株式価値の範囲は以下のとおりです。

DCF法： 0円から21円

赤坂国際会計が当社株式の株式価値の算定においてDCF法を採用した理由としては、以下のとおりです。

①市場株価平均法については、本普通株式価値算定書の作成過程において、当社の債務超過解消に向けた経営改善計画等の進捗状況等に関する開示がなされているものの、本第三者割当等が実施されない場合に想定される事業継続に及ぼす重要な影響が市場価格に十分に反映されていない可能性があると考えられること、当社株式の公表に伴い公表される情報のうち算定基準日までの市場価格に反映されていない情報の重要性が高い可能性があると考えられること等を総合的に勘案し、採用しないものとしたとのことです。

②類似会社比較法については、一般に公開された情報である同業他社の株価及び財務データを使用するため、実証的かつ客観的な価値評価が可能になる算定方法であると考えられるものの、当社においては、一般的に使用される基準財務指標である利益・純資産・EBITDA等が直近でいずれもマイナスとなっており、適切に類似会社比較法を適用することが困難であると考えられるため、採用しないものとしたとのことです。

他方、③DCF法は、事業の将来のキャッシュ・フロー（収益力）に基づく算定方法であり、事業継続を前提とした場合の価値算定を行う上で適切な手法の一つであると考えられ、当社が赤坂国際会計に提供した事業計画等を検討し、算定基準日時点での当該事業計画を前提とした将来キャッシュ・フローに基づき、DCF法による株式の価値を算定するものとしたとのことです。

DCF法を用いて当社の株式価値の算定をするに当たり、本普通株式価値算定書では、当社が提出した2021年12月期から2031年12月期までの事業計画に基づく収益予測や投資計画等について合理的と考えられる前提を考慮した上で、当社グループが2021年12月期以降に生み出すと見込むフリー・キャッシュ・フローをもとに、事業リスクを反映した一定の割引率で現在価値に割り引いて企業価値を評価しています。割引率は加重平均資本コスト（WACC）として5.2%、継続価値の算定は永久成長率法を用いて永久成長率を $\Delta 0.5\% \sim 0.5\%$ 、実効税率を30.5%、純有利子負債残高は2020年12月末時点での有利子負債残高（13,316百万円）から余剰現金預金残高（現預金2,910百万円から必要運転資金1,700百万円を控除した1,210百万円）を控除した12,105百万円により算定し、当社株式の1株当たりの株式価値の範囲は0円～21円と算定されております。

なお、赤坂国際会計がDCF法の算定の前提とした当社グループの本再生計画案に基づく財務予測は以下のとおりです。以下の財務予測は本第三者割当及び本みちのりグループ化取引の実施により、新経営体制のもとでの事業及び組織構造改革並びにみちのりホールディングスが持つサービスのデジタル化とマーケティングノウハウの導入、様々なコスト削減努力等のあらゆる経営改善努力が実施され、効果が発現することが前提とされています。また、2022年4月以降に新型コロナウイルス感染症が収束に向かう前提のもと、当社旅客輸送人員の回復を前提としていることから2022年12月期及び2023年12月期の計画において、営業利益の大幅な増加を見込んでいるほか、2031年12月期においては、船舶の更新を予定していることから、減価償却費が増加することにより大幅な減益を見込んでいます。なお、DCF法の算定に当たっては、当社の船舶にかかる更新投資による損益及び投資のサイクルを考慮して、2027年12月期から2031年12月期の計画値を平準化した上で、継続価値の評価を行っております。これらの財務予測は、2021年12月

期第3四半期決算短信公表後の当社の売上高の傾向を反映したものとして作成しております。

(単位：百万円)

	2021年12月期 見込	2022年12月期 計画	2023年12月期 計画	2024年12月期 計画
売上高	7,640	9,427	11,305	11,197
営業利益	△2,376	△94	1,329	1,146
E B I T D A	△1,488	264	1,706	1,533
フリー・キャッ シュ・フロー	1,208	△1,645	△207	△388

	2025年12月期 計画	2026年12月期 計画	2027年12月期 計画	2028年12月期 計画
売上高	11,038	10,738	10,617	10,511
営業利益	1,002	839	1,030	1,048
E B I T D A	1,669	1,515	1,748	1,744
フリー・キャッ シュ・フロー	△432	813	902	1,077

	2029年12月期 計画	2030年12月期 計画	2031年12月期 計画
売上高	10,360	10,213	10,031
営業利益	1,018	1,072	549
E B I T D A	1,753	1,797	1,556
フリー・キャッ シュ・フロー	988	1,110	△1,601

なお、赤坂国際会計より、DCF法の採用に際して、「対象会社の事業が計画期間に渡り継続することを前提とした場合の株式価値を算定しており、金融機関からのバックアップが得られない等の要因により、計画期間中あるいは計画期間終了後に事業の継続が困難になる状況は想定されておりません。この点について、このような事業継続が困難になる状況を想定した場合には、本普通株式価値算定書におけるDCF法による算定結果よりも低い株式価値が算定される可能性があります。」との見解が本普通株式価値算定書において示されています。

以上から、本普通株式の払込金額を決定する上では、取引金融機関の意見や、大株主である地方自治体との間で継続的に実施した協議も踏まえつつ、大幅な債務超過に陥っている財務状況を考慮の上で、本普通株式価値算定書で示されたDCF法による算定結果（0円から21円）を参照しながら、みちのりホールディングスとの協議及び交渉を重ねた結果、上記のとおり、本普通株式の払込金額を、本普通株式価値算定書のDCF法による算定結果の範囲内である、1株当たり20円に決定しました。かかる払込金額は、直近の当社の市場株価から大幅なディスカウントとなるものの、当社グループが大幅な債務超過であり、今後も追加的な損失計上の継続が見込まれることに加え、2022年4月以降の資金繰りを維持する必要がある状況下において、取引金融機関の意見や、大株主である地方自治体との間で継続的に実施した協議も踏まえつつ、大幅な債務超過に陥っている財務状況を考慮の上で、本普通株式価値算定書で示されたDCF法による算定結果（0円から21円）を参照しながら、みちのりホールディングスとの協議及び交渉を重ねた結果、決定された金額であり、本普通株式価値算定書の算定結果の範囲内であることから、公正かつ妥当な金額であると判断しました（注）。もっとも、かかる払込金額は、直近の当社の市場株価から大幅なディスカウントとなるものであるため、割当予定先に特に有利な金額に該当するものとして、本定時株主総会において、特別決議による承認を受けることを、本普通株式第三者割当による本普通株式の発行の条件としました。

（注）①市場株価平均法について、DCF法による算定結果（0円から21円）と比較すると、市場株価平均法による算定結果は比較的高い評価レンジとなることが想定されます。当社は、このようなDCF法による各算定結果は、当社株式の株式価値算定においては、市場株価平均法を採用する論理的前提である、上場株式の市場価格がその期待将来収益の現在価値を表示するという仮定が必ずしも当てはまらない可能性が高いことを示すものであると考えています。また、②類似会社比較法については、利益・純資産・EBITDA等が直近でいずれもマイナスとなっており、適切に類似会社比較法を適用することが困難であるとの理由は、当社をとりまく現在の状況に合致しており、妥当な理由であると考えております。

② 当社の経営者から一定程度独立した者からの意見の取得

当社は、当社の経営陣から一定程度独立したものとして、社外取締役である遠藤達雄氏（当社の独立役員として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。）に届け出ている社外取締役です。）、社外監査役である金子英明氏（当社の独立役員として東京証券取引所に届け出ている社外監査役です。）及び平島健氏（当社の社外監査役です。）で構成される特別委員会（以下「本特別委員会」といいます。）を組成し、（i）本第三者割当に係る資金調達の必要性、（ii）本第三者割当に係る手段の相当性、（iii）本第三者割当に係る発行条件の相当性、（iv）本みちの

りグループ化取引及びこれに引き続いて行われる当社株式の上場廃止に関して、当社が本みちのりグループ化取引に係る取引に関する決定をすることが当社の少数株主の皆様にとって不利益なものではないかについて諮問し、2022年2月5日付で、以下のとおりの意見をいただきました。

ア 答申内容

- (i) 本第三者割当に係る資金調達の必要性は認められると考えられる。
- (ii) 本第三者割当に係る手段は相当であると考えられる。
- (iii) 本第三者割当に係る発行条件は相当であると考えられる。
- (iv) 本みちのりグループ化取引及びこれに引き続いて行われる当社株式の上場廃止に関して、当社が本みちのりグループ化取引に係る取引に関する決定をすることは、当社の少数株主の皆様にとって不利益なものではないと考えられる。

イ 答申理由

(ア)本第三者割当に係る資金調達の必要性

- ・ 当社グループ（当社及び当社の連結子会社11社）は、佐渡島と本土を船で結ぶ、一般旅客定期航路事業及び内航海運業等を営んでおり、島民の生活航路として、また、観光客やビジネス関係の足として、さらには佐渡島・本土間で唯一の定期物流の手段として高い公共性を有する海上交通機関であるが、近年は徐々に輸送量が減少しつつあったところに、新型コロナウイルス感染症の拡大が襲い、2020年4月に緊急事態宣言が全都道府県を対象に発出されたことにより、人流は大きな制約を受けている。当社グループでは、輸送人員数は2019年12月期の1,467千人から2020年12月期は760千人（前年比51.81%）まで落ち込み、これにより売上高も2019年12月期の11,477,011千円から2020年12月期は7,690,806千円（同67.01%）と著しく減少し、その後の感染者数の増減に伴う変動はあるものの、回復の基調が本格化しないまま現在に至っている。
- ・ そして、当社グループでは、近年の船舶投資により債務負担が増加していたことに加え、2019年連結会計年度において重要な営業損失、経常損失、親会社株主に帰属する当期純損失を計上したこと、新型コロナウイルス感染症拡大の影響により2020年12月期第1四半期連結累計期間においても重要な営業損失、経常損失、親会社株主に帰属する四半期純損失を計上したこと、さらには新型コロナウイルス感染症の収束が見えないことから、営業債務の支払及び借入金の返済等の資金繰りに懸念が生じる状況になるとともに、継続

企業の前提に重要な疑義が生じる状況となり、2020年12月期第2四半期連結累計期間末には56,807千円の債務超過となった。

- ・ このような状況の中、当社グループでは、まずは手元資金を厚くし財務基盤の安定性を維持することを目的に、2020年連結会計年度において新型コロナウイルス感染症対応資金として取引金融機関から約40億円の借入れを行い、これと合わせて収益基盤の改善及び債務超過解消のための対応策を柱とする経営改善計画を2020年10月に策定し、同計画に基づき、2020年連結会計年度において、常勤取締役の月額報酬の25～30%の削減、部長、課長以上の給与及び賞与の5～10%の削減を実施したほか、運航ダイヤの見直しによる諸経費の削減、経営成績が優良な連結子会社である佐渡汽船運輸株式会社の完全子会社化、含み益のある資産の売却等の取り組みを行った。
- ・ しかしながら、新型コロナウイルス感染症拡大の影響により、観光客の予約キャンセル、ビジネス客及び佐渡市民の移動自粛による輸送量の大幅な低迷が継続し、売上高が著しく減少したことを主たる要因として、2020年連結会計年度において重要な営業損失2,676,543千円、経常損失2,755,220千円、親会社株主に帰属する当期純損失2,547,349千円を計上したことから、2020年連結会計年度末において876,922千円の債務超過となった。2021年連結会計年度においても、新型コロナウイルス感染症拡大の影響継続により輸送量が大幅に減少していることから、燃料油価格変動調整金の改定、長期間に亘り据え置いてきた貨物運賃の改定、赤字計上路線（小木直江津航路）の就航船舶の変更による運航コストの削減、高速カーフェリーの売却による船舶保有コストの削減を行った。また、資本施策としては、地元自治体である佐渡市を割当先とする総額357,981千円の第三者割当増資（同年2月に払込み完了）を行った他、取引金融機関から劣後ローンを総額1,140,000千円調達した。
- ・ このように当社グループでは、2020年10月に策定した経営改善計画を着実に実行してきたが、新型コロナウイルス感染症の収束は見えず、断続的な緊急事態宣言の発出及びまん延防止等重点措置の実施により2021年連結会計年度においても業績の著しい低迷が続き、債務超過額が拡大する状況となっている。具体的には、2021年12月期第3四半期連結累計期間における重要な営業損失1,642,067千円、経常損失1,766,352千円、親会社株主に帰属する四半期純損失1,776,445千円を計上し、2021年12月期第3四半期連結累計期間末は2,299,571千円の債務超過となっており、継続企業の前提に重要な疑義を生じさせるような状況に至っている。
- ・ また、上記の資本増強や国及び新潟県からの補助金の交付、取引金融機関からの劣後ローンの調達等を実施したものの、2020年12月末時点で2,910,454

千円であった当社グループの現預金額は、2021年6月末時点において2,907,902千円を維持するに留まった。また、余剰船舶となっていた高速カーフェリー「あかね」を3,050,000千円で売却し（それに伴い補助金の一部である676,704千円の返還を実施）、建造時の借入金2,495,975千円の期限前弁済により有利子負債の圧縮を図っておりますが、資金繰りが改善するには至っていない。さらに2021年7月半ば頃から新型コロナウイルスの変異株による感染者数が急拡大し、同年8月に入ると大都市圏を中心に4度目の緊急事態宣言が発出されたことによる感染症拡大地域との往来や旅行・帰省の自粛等により、当社グループにとって最盛期である夏季の輸送量回復は到底見込めない状況となったため、同年8月時点において、当社は、取引金融機関に対する借入金の約定弁済を継続した場合には2022年1月以降に資金不足が生じることが見込まれる事態に陥った。

- ・ かかる状況を踏まえ、当社は、2021年8月に、当社の取引金融機関に対し、借入金及び保証債務の元本について、2022年3月末日までの返済猶予を依頼し、当面の資金繰りの懸念を解消した。
- ・ しかしながら、当社グループにとって最盛期である夏季の業績が著しく落ち込んだ影響は大きく、2021年9月末に4度目の緊急事態宣言が解除されて以降、徐々に需要の回復は見られたものの、閑散期となる冬季に向かっては当社グループのキャッシュ・フローの改善は見込めず、当社グループの現預金残高は、同年12月末時点で約2,020,974千円までに減少した。これにより、足元の状況においては、2022年3月末日に返済猶予の期間が満了する借入金6,833,120千円を含む当社の借入金合計8,770,800千円について、同年4月以降、約定通りに弁済することが困難になるだけでなく、同年4月以降の資金繰りを維持することも困難となっている。
- ・ このような状況に照らすと、安全で安定した運航を実現するために必要な設備やサービスを維持した上で、早急に当社グループのキャッシュ・フローや財務基盤を立て直せる実効性のある追加施策の余地に乏しい状況にある。そのため、大規模な資金調達を早期に実現できない場合には、当社グループの足元の資金繰りは困窮し、株式価値が著しく毀損する状況となっている。
- ・ 以上の事実関係を踏まえると、一刻も早い資本性の資金調達と財務状態の抜本的な改善がなされない場合には、当社の事業継続が困難になるおそれがある。

以上の点より、本第三者割当による資金調達の必要性が認められると考えられる。

(イ)本第三者割当に係る手段の相当性

a. 本普通株式第三者割当の手段の相当性

- ・ 当社は既に債務超過状態にあり、継続企業的前提に重要な疑義を生じさせるような状況にあることからすれば、証券会社による引受けを伴う公募増資の実施は困難であり、その確実性も高くないと考えられる。また、新株予約権の発行・ライツオファリングや株主割当といった手法も想定されるところ、これらの手法は調達金額に不確実性が伴うことから、当社が必要とする資金の全てを調達する方法としては適切ではないと考えられる。そのほか、既に佐渡市による第三者割当増資の引受けや新潟県からの補助金等による資金支援を受けている状況を踏まえると、地方自治体からの追加的な支援を受けることは困難な状況であると考えられる。そのため、特定の第三者を引受人とする新株の発行を含むスキームを採用することは、確実かつ合理的な資金調達方法であると考えられる。
- ・ 当該前提において、当社に対する出資後、みちのりホールディングスにおいて当社の事業運営に深く関与し、主体的かつ機動的な当社の経営を行うことで、当社の経営を改善し、中長期的な企業価値向上を図るためには、単なる金銭支援に留まらず、みちのりホールディングスにおいて当社の経営権を取得するに足る規模の議決権を取得する必要があるとのことであり、当該説明に不合理な点はない。そして、本普通株式第三者割当の方法によれば、みちのりホールディングスは本普通株式第三者割当を通じて 66.69%の議決権比率となり、当該比率は当社の株主総会における普通決議事項及び特別決議事項について単独で決議できる水準であることから、当社の経営権を取得するための手段として合理的な手段であるといえる。

以上の点より、本普通株式第三者割当は、厳しい資金調達環境に置かれている当社において、確実かつ合理的な資金調達方法であり、みちのりホールディングスが当社の経営権を取得するための手段として合理的な手段であることから当該手段を用いることには相当性が認められる。

b. 本A種種類株式第三者割当及び本第9回新株予約権第三者割当の手段の相当性

- ・ 当社の経営においては、メインバンクである第四北越銀行や地方自治体の関係者のサポートが不可欠であるところ、本A種種類株式第三者割当及び本第9回新株予約権第三者割当は、これらの関係者との協議の過程において、急激な希薄化が直ちに生じることに配慮すべきではないかとの指摘を受けたことを踏まえて、改めて、当社及びみちのりホールディングスにおいて、当社を非公開化する一連の取引のスキームについて検討し、決定された取引である。

- ・ 本A種種類株式は無議決権株式であるところ、無議決権の種類株式を用いる資金調達は、確実な資金調達が実現できる一方、即時の希薄化を防止することができることから、既存株主にとってメリットのある手法であるといえる。
- ・ 特に、本みちのりグループ化取引においては、本普通株式と本A種種類株式の発行を組み合わせることによりみちのりホールディングスが取得する当社の議決権割合を低く押さえることで、みちのりホールディングス、新潟県、佐渡市、第四北越銀行及び佐渡農業協同組合が一体となって、地域交通事業者として航路の存続が可能となるように構造改革を推し進めることに一定程度寄与すると考えられる。すなわち、本株式併合の効力発生時点までに、270,000株以上の当社普通株式を所有する株主が存在することとならない場合で、且つ、本A種種類株式を発行せず、同額の資金をみちのりホールディングスから普通株式で調達すると仮定した場合、本株式併合後に当社の株主に残存する新潟県、佐渡市、第四北越銀行及び佐渡農業協同組合の議決権割合は、それぞれ7.02%、2.11%、0.70%及び0.70%に留まるのに対して、本A種種類株式を発行する場合の本株式併合後の新潟県、佐渡市、第四北越銀行及び佐渡農業協同組合の議決権割合はそれぞれ10.64%、3.19%、1.06%及び1.06%まで上昇する。これにより、本株式併合後にこれらの株主が保有することになる議決権の水準は、新潟県については会社の解散の訴えの提起等に必要となる総株主の議決権の10分の1を、佐渡市については株主総会招集権や会計帳簿閲覧等請求権の行使に必要な総株主の議決権の100分の3を、第四北越銀行及び佐渡農業協同組合については株主の議題提案権等の行使に必要な総株主の議決権の100分の1を超えることとなり、資金調達の一部を本A種種類株式第三者割当を組み合わせることによって実施することは、これらの株主が当社に対して少数株主権を行使し、当社の経営に一定程度関与できる状況を確認するものであると評価することもできる。一方、本普通株式の発行により、本第三者割当後にみちのりホールディングスは会社法上の重要な意思決定に必要な総議決権の3分の2を超える議決権を取得することが可能であるから、本A種種類株式の発行は、みちのりホールディングスによる当社の経営権の取得を阻害するものではない。
- ・ また、本第9回新株予約権は無償でみちのりホールディングスに割り当てられるため、当該割当による資金調達は生じないものの、本第9回新株予約権の行使価額は1個当たり20円とされており、全ての本第9回新株予約権が行使された場合、資金調達の額は総額3億円となる。
- ・ みちのりホールディングスによれば、本第9回新株予約権は、今後の新型コロナウイルス感染症の拡大状況等に伴う資金繰り状況に応じて行使を行うことで、必要な時期に即時性をもって資金投入が可能となる手段として想定し

ているとのことであり、当社の資金繰りの状況や現在の新型コロナウイルス感染症のオミクロン株の拡大等の状況を踏まえても本第9回新株予約権を発行することの合理性は認められると考えられる。そして、本出資契約（みちのりホールディングス）におけるみちのりホールディングスの遵守事項として、当社において本第9回新株予約権の行使に伴う払込みを受ける合理的な必要性が認められるとみちのりホールディングスが判断した場合には、みちのりホールディングスは、本第9回新株予約権を行使することが定められる予定であり、当該説明と矛盾又は抵触するものではない。

- ・ なお、本A種種類株主は、当社に対しいつでも、取得請求権の行使により、本A種種類株式1株に対し普通株式1株の比率で、本A種種類株式を当社普通株式へ転換することができることとされており、当該普通株式への転換請求権又は本第9回新株予約権若しくは本第10回新株予約権が行使された場合には、新潟県、佐渡市、第四北越銀行及び佐渡農業協同組合の議決権割合は低下することになる。もっとも、割当先となるみちのりホールディングスからは、当面の間、本A種種類株式に係る普通株式を対価とする取得請求権を行使しない旨の口頭での回答が得られていることや、本第9回新株予約権及び本第10回新株予約権が行使される時期又は行使される具体的な数は現時点では明らかではないことを踏まえると、上記の点が本A種種類株式第三者割当及び本第9回新株予約権第三者割当を組み合わせることで資金を調達することの合理性を直ちに否定することにはならないと評価することも不可能ではないと考えられる。

以上の点より、本A種種類株式の発行及び本第9回新株予約権の無償割当は、即時の希薄化による既存株主への影響を防止しつつ、当社が必要とする資金又は当社に将来的に追加で必要となる可能性のある資金を即時性をもって又は当社の資金需要に応じて調達することを可能とするものであるから、これらの手段を用いることには相当性が認められる。

c. 上記を踏まえたみちのりホールディングス第三者割当の手段の相当性

- ・ 以上のとおり、みちのりホールディングス第三者割当は、当社の事業に深く関与して経営を行う必要性を踏まえて普通株式の発行を行うことに加えて、無議決権型の本A種種類株式の発行及び本第9回新株予約権の無償割当を組み合わせるスキームであり、当社の資金需要に合致した形で一定額を確実に調達できるのみならず、既存株主に対する希薄化や資金需要の変動にも配慮したものであると考えられる。
- ・ また、新型コロナウイルス感染症拡大からの輸送需要の回復期間と位置づけられている2022年4月から2023年12月における当社の資金繰りは、上記の取引

金融機関との取引条件の見直しを含めてもなお相当程度厳しい状況になることが予想されるところ、当社のキャッシュ・フロー計画においては、当該期間の運転資金、船舶の老朽化設備等の更新投資及び船舶以外の老朽化設備等の更新投資に要する支出を踏まえた資金繰りを維持するのに必要な資金として、当社において合計 1,133 百万円という金額を設定しており、当該金額は本普通株式第三者割当及び本 A 種種類株式第三者割当によって調達されることが見込まれる金額 (1,200 百万円) に概ね合致する。また、当社は、取引金融機関から 2023 年 12 月末までの元本返済猶予及びその後 15 年間の分割返済等を内容とする金融支援を受ける前提として、債務超過の解消に向けた本再生計画案を策定している。具体的には、当社グループは 2024 年 12 月期に実質的な債務超過を解消することが見込まれている。これは、5 年以内に実質的な債務超過を解消することを要件とする、中小企業再生支援協議会事業実施基本要領にも適合するものである。さらに、本第 9 回新株予約権の行使により調達できる最大額である 3 億円は、今後の新型コロナウイルス感染症の拡大状況等に伴う資金繰り状況に応じて即時に調達すべき金額として、合理的な金額といえる。

- ・ 加えて、本特別委員会によるヒアリング結果によれば、みちのりホールディングスは、これまでに複数の地場のバス会社の経営改善に取り組んでいるほか、南紀白浜空港での経営参画の実績を有しており、周辺施設や二次交通との連携を行うといった同空港での取り組みを当社においても活用することを検討しているとのことであった。加えて、みちのりホールディングスの傘下に東北地方を拠点とするバス会社もあることを活かし、東北地方から新潟県への送客による観光業の活性化や、デジタル投資等にも取り組んでいくとのことであり、割当先としても適格性を有していると考えられる。

以上の点より、みちのりホールディングス第三者割当を上記の方法により実施することには相当性が認められる。

d. 本 B 種種類株式第三者割当の手段の相当性

- ・ 本 B 種種類株式第三者割当は、取引金融機関が当社に対して有する債権の株式化による既存の有利子負債の圧縮及び資本の増強がみちのりホールディングス第三者割当の前提となっていることを踏まえて、当社、第四北越銀行及びみちのりホールディングスにおける協議を経て決定されたものである。
- ・ 本 B 種種類株式は無議決権であり、本 B 種種類株式は配当において普通株式に劣後し、普通株式を対価とする転換権も付されていないことからすれば、当社の既存株主への影響は限定的といえ、本 B 種種類株式第三者割当により

調達する資金を当社の第四北越銀行からの借入金に充当することで、有利子負債の圧縮及び資本の増強が可能となるものである。

以上の点より、みちのりホールディングスから示された条件及び当社の置かれた財務状況、並びに本B種種類株式の内容が普通株式に劣後するものであることを考慮すれば、本B種種類株式を発行することによる当社の既存株主への影響は限定的であると考えられることから、有利子負債の圧縮及び資本の増強を図ることを目的として本B種種類株式第三者割当を、本B種種類株式を発行する方法により実施することには相当性が認められる。

e. 他の手段の利用可能性

- ・ 本普通株式第三者割当は大幅なディスカウント及び大規模な希薄化、並びに、本株式併合を通じた既存株主のスクイーズアウトが伴い、既存株主に与える影響が極めて大きいところ、他の手段の利用可能性がないかが問題となるが、当社は、既に新型コロナウイルス感染症対応資金として取引金融機関から借入れを行い、政府系金融機関より劣後ローンの調達を実施していることに加えて、既に当社グループが債務超過にあり、今後も多額の損失計上が続くことが予想され、かつ、2021年8月以降、取引金融機関より借入金及び保証債務の元本の返済の猶予を受けており、2022年4月以降の取引条件についても見直し等が必要な状況にある。そのため、当社においては、これ以上負債性の資金調達を行う余力はないと考えられる。
- ・ 地方自治体からの資金調達についても、既に2021年2月に佐渡市から第三者割当増資の引受けによる357,981千円の支援を、2020年12月に新潟県から「地域公共交通感染症拡大防止対策事業」として88,782千円の補助金及び「佐渡航路事業継続支援事業」として715,802千円の支援金による支援をそれぞれ受けており、追加的な支援を受けることは困難と判断している。
- ・ このような状況において、当社は14社に対してスポンサー支援を打診し、その結果、一次意向表明に至ったのは2社に留まり、最終意向表明に至ったのはJPiX及びみちのりホールディングスのみであり、これに伴い提案を受けた本当初最終意向表明書に係る取引の内容を踏まえて当社にとって最適な取引内容について協議を重ねた結果、本みちのりグループ化取引の実施について合意に至ったものである。

以上の点を踏まえると、本みちのりグループ化取引は、当社の公共交通機関としての航路維持と企業の存続の観点から現時点で取り得る唯一かつ最善の策であり、相当な手段であると考えられる。

上記 a. 乃至 e. の点より、本第三者割当に係る手段は相当であると考えられる。

(ウ)本第三者割当に係る取引条件の相当性

- a. 払込金額、発行条件及びスクイーズアウト価格の相当性
- ・ 本普通株式の払込金額、本A種種類株式の払込金額、本第9回新株予約権の行使条件及び本株式併合交付見込金額は、当社が大幅な債務超過であり、今後も追加的な損失計上を継続することを踏まえ、かつ、弁済期限が到来する借入金について返済猶予を受けている中で、スポンサー支援の前提でもある取引金融機関からの債務の株式化を含む金融支援に同意を得る必要がある状況下において、当社の大株主である地方自治体との間で継続的に実施した協議も踏まえつつ、みちのりホールディングスとの協議及び交渉を経た結果として最終的に合意したものであることが認められる。
 - ・ また、そのような観点から、本B種種類株式第三者割当における払込金額についても、同様に、第四北越銀行との真摯な交渉の結果決定された条件であると認められる。なお、これらの決定過程において、不合理な点は認められない。
 - ・ 加えて、これらの価格については、本みちのりグループ化取引について重要な利害関係を有しない第三者算定機関である赤坂国際会計から取得した本普通株式、本A種種類株式、本第9回新株予約権及び本B種種類株式の価値算定結果の範囲内又はそれ以上に位置しており、また、本株式併合交付見込金額についても、本普通株式価値算定書の評価額の上限21円を9円上回り、かつ、本普通株式の払込金額に50%のプレミアムを付した金額となっているところ、当該算定結果において採用されたとされる各算定方法及び内容についても不合理な点は認められない。
 - ・ また、当社は赤坂国際会計より、本普通株式第三者割当の払込金額、本A種種類株式第三者割当の払込金額及び本第9回新株予約権の発行条件が、それぞれ、当社及びみちのりホールディングスを除く当社株主にとって、財務的見地から妥当である旨のフェアネス・オピニオン、本B種種類株式第三者割当の払込金額が、当社及び第四北越銀行を除く当社株主にとって、財務的見地から妥当である旨のフェアネス・オピニオン、並びに、本株式併合交付見込金額が、当社、みちのりホールディングス及び第四北越銀行を除く当社株主にとって、財務的見地から妥当である旨のフェアネス・オピニオンをそれぞれ取得している。

以上の点より、本普通株式の払込金額、本A種種類株式の払込金額、本第9回新株予約権の行使条件、本B種種類株式の払込金額及び本株式併合交付見込金額は、いずれも相当なものと認められる。

b. 希薄化の相当性

- ・ 本普通株式第三者割当により発行される本普通株式は 33,805,000 株（議決権数は 338,050 個）であり、2021 年 12 月 31 日現在の当社発行済株式総数 17,006,947 株に対する比率は 198.77%（2021 年 12 月 31 日現在の当社議決権総数 168,861 個に対する比率は 200.19%）、本 A 種種類株式の全てが当初の条件で普通株式に転換された場合に交付される株式数は 26,195,000 株（議決権数 261,950 個）であり、2021 年 12 月 31 日現在の当社発行済株式総数 17,006,947 株に対し 154.03%（2021 年 12 月 31 日現在の当社議決権数 168,861 個に対しては 155.13%）、本第 9 回新株予約権の全てが行使された場合に交付される普通株式数は 15,000,000 株（議決権数 150,000 個）であり、2021 年 12 月 31 日現在の当社発行済株式総数 17,006,947 株に対する比率は 88.20%（2021 年 12 月 31 日現在の当社議決権総数 168,861 個に対する比率は 88.83%）である。これらを合計した、みちのりホールディングス第三者割当による普通株式に係る潜在株式数を含む発行株式数は 75,000,000 株（議決権数は 750,000 個）であり、2021 年 12 月 31 日現在の当社発行済株式総数 17,006,947 株に対し、441.00%（2021 年 12 月 31 日現在の当社議決権総数 168,861 個に対しては 444.15%）の割合で希薄化が生じることとなる。なお、本第 9 回新株予約権は、本株式併合、本みちのりグループ化取引及び本株式分割の完了後に行使がなされることを想定し、行使期間の始期を本株式併合、本みちのりグループ化取引及び本株式分割の完了が見込まれている 2022 年 7 月 1 日に設定しているとともに、本出資契約（みちのりホールディングス）上、当社において本第 9 回新株予約権の行使に伴う払込みを受ける合理的な必要性が認められるとみちのりホールディングスが判断した場合には、みちのりホールディングスは、本第 9 回新株予約権を行使する旨合意する予定であるところ、みちのりホールディングス第三者割当による普通株式に係る潜在株式数を含む発行株式数 75,000,000 株（議決権数は 750,000 個）の、本株式併合、本みちのりグループ化取引及び本株式分割の完了後の当社発行済株式総数 50,760,000 株に対する比率は 147.75%（本株式併合、本みちのりグループ化取引及び本株式分割の完了後の当社議決権総数 507,600 個に対する比率は 147.75%）となる。なお、本 B 種種類株式は、普通株式を対価とする取得請求権又は取得条項が付与されておらず、また当社株主総会における議決権も付与されないため、本 B 種種類株式の発行によって普通株式の希薄化は生じない。
- ・ しかしながら、①当社は、2021 年 12 月期第 3 四半期連結累計期間末で 2,299,571 千円の債務超過となっており、2022 年 3 月末日に返済猶予の期間が満了する 6,833,120 千円を含む当社の借入金合計 8,770,800 千円を同年 4

月以降に約定通りに弁済すること及び同月以降の資金繰りを維持することが困難となっている状況にあるところ、本第三者割当の発行規模は、当社が、そのような状況において、安全で安定した運航を実現するために必要な設備やサービスを維持しつつも、当面の事業継続に最低限必要と見込まれるキャッシュ・フローを確保することに加えて、大幅な債務超過額を可及的に圧縮し財務基盤の回復を図るために必要最低限の規模に設定されていること（なお、当社は、2022年3月末日に返済猶予の期間が満了する6,833,120千円を含む当社の借入金合計8,770,800千円については、(a)そのうち15億円については本B種種類株式第三者割当による手取金を第四北越銀行に対する既存借入金の弁済に充てる他、(b)5,830,800千円については、2023年12月末までの元本返済猶予及びその後15年間の分割返済とする借換え及び条件変更、(c)劣後ローン1,440,000千円については返済条件の維持を内容とする金融支援を受ける予定であり、金融支援実施後の条件に従い返済することを想定している。）、②本第三者割当は、他の資金調達方法との比較においても、最も適切な資金調達手法と考えられること、③本普通株式、本A種種類株式、本第9回新株予約権及び本B種種類株式の払込金額その他の発行条件についても、当社をとりまく厳しい財務状況並びに取引金融機関の意見や、大株主である地方自治体との間で継続的に実施した協議も踏まえつつ、大幅な債務超過に陥っている財務状況を考慮の上で、本普通株式価値算定書で示されたDCF法による算定結果（0円から21円）を参照しながら、みちのりホールディングスとの協議及び交渉を重ねた結果、決定された当社にとって現時点で最善の条件であり、本普通株式価値算定書、本A種種類株式価値算定書、本第9回新株予約権価値算定書及び本B種種類株式価値算定書で示された算定結果に照らしても公正性及び妥当性が認められると判断できること、④本A種種類株式に与えられた普通株式を対価とする取得請求権は発行要項上はいつでも行使することができることとされているものの、当社は、本特別委員会による質問に対し、割当予定先となるみちのりホールディングスから、当面の間、本A種種類株式に係る普通株式を対価とする取得請求権を行使しない旨の口頭での回答を得ており、本第三者割当により直ちに全ての希薄化が生じるものではないと考えられること、⑤実際には、本普通株式、本A種種類株式、本第9回新株予約権及び本B種種類株式が発行された場合においても、本普通株式以外は議決権がないため、本第三者割当発行の時点では、現在の普通株式の保有者の有する議決権についての即時の希薄化は一定程度抑制されていることといった事情を踏まえれば、本第三者割当によって生じる大規模な希薄化を考慮してもなお、本第三者割当を実行することには合理性が認められると考えられる。

- ・ また、本当初最終意向表明書に係る取引を実行した場合において想定される大規模な希薄化を回避するために、当社とみちのりホールディングスとの協議の結果、本A種種類株式第三者割当及び本第9回新株予約権第三者割当を行うことで、大規模かつ急激な希薄化が生じることに配慮しているものであり、この点でも相当性を有するものといえる。

以上の点より、本第三者割当に係る取引条件は相当であると考えられる。

- (エ)本みちのりグループ化取引及びこれに引き続いて行われる当社株式の上場廃止に関して、当社が本みちのりグループ化取引に係る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はないか
- ・ 当社の足元の状況において、2022年3月末日に返済猶予の期間が満了する借入金6,833,120千円を含む当社の借入金合計8,770,800千円について、同年4月以降、約定通りに弁済することが困難になるだけでなく、同月以降の資金繰りを維持することも困難となっている状況にあり、スポンサー支援を受けられない場合、早期に資金繰りはショートし、事業運営の継続が困難になり、法的整理手続に至る可能性がある。そして、法的整理手続に至った場合、様々な混乱が生じて公共交通機関としての役割を果たせなくなるおそれがあるだけでなく、株式価値も著しく毀損されるおそれがある。このような状況下において、当社の少数株主をスクイーズアウトし、当社の株式を上場廃止するとの方策は、当社のスポンサー選定の過程において唯一提出を受けたJPiX及びみちのりホールディングスによる本当初最終意向表明書における提案内容に含まれていたものである。
 - ・ 当社は、JPiX及びみちのりホールディングスとの間で当社に対するスポンサー支援の具体的な内容についての協議を続けてきたが、JPiX及びみちのりホールディングスとしては、デュー・ディリジェンスの結果として、足元の新型コロナウイルス感染症による緊急事態宣言の断続的な発出等の影響を受けた移動制限による利用客の減少や中長期的に見た地域の人口減少など不透明かつ厳しい事業環境が続く中で、中長期的な視点で安定的に生活航路を営む事業者として事業を継続するためには、主要株主である地方自治体や第四北越銀行等とともに当社の事業及び組織の構造改革を強力に進めることが必須であるとの認識を持つに至ったとのことである。そのような認識のもとで、みちのりホールディングスとしては、当社へ必要となる大規模な資本注入を行った場合、希薄化率が300%を超えるため上場廃止基準に抵触し得ること、また、仮に本みちのりグループ化取引を実施しない場合でも、当社は2期連続の債務超過となり、上場廃止基準に抵触することが予想されるとのことか

ら、もし仮に当社が本株式併合等の方策を講じないままこれらの上場廃止に至った場合には、株式の流動性が失われることとなるため、本株式併合を通じて、少数株主から既存株式を取得することが、少数株主保護にも資すると考えているとのことである。

- ・ さらに、当社は、本特別委員会からの意見も踏まえ、少数株主の利益保護の観点から、本株式併合に加えて、本第10回新株予約権無償割当を予定している。この点、当社及びみちのりホールディングスは、少数株主の利益保護の方法として、本第三者割当のみを実施することや本第三者割当の後に、本株式併合ではなく公開買付けを実施する方法等についても検討を行っている。もっとも、本第三者割当のみを実施した場合には、希薄化率が300%を超えて上場廃止基準に抵触し得ること、また、当社グループが既に大幅な債務超過に陥っており、やはり上場廃止基準に抵触し得ることからすると、本株式併合を実施することで、少数株主に対し上場廃止前に当社株式の売却の機会を与えることが望ましいと判断したとのことである。また、本第三者割当の後に、本株式併合ではなく公開買付けを実施する方法については、当社の株式の保有を継続したいとの既存株主の意向を尊重できるものの、公開買付けの開始を認識できなかった、又は応募手続を失念し、スクイーズアウトの機会を失ってしまう株主が相当数生じることが懸念されるとともに、上記のとおり、複数の上場廃止基準に抵触し得る状況にあることから強圧性が生じるリスクが否定できず、かえって少数株主に不利益を与えかねないことが懸念されたことから最良の手段ではないと判断し、最終的に本株式併合に加えて本第10回新株予約権無償割当の方法によることにしたとのことである。
- ・ かかる検討の経過に不合理な点は特段見当たらず、本株式併合は、本普通株式第三者割当に係る払込金額に一定の金額を上乗せした金額を支払って少数株主を一律にスクイーズアウトすることで、少数株主に対して合理的かつ平等な退出の機会を与え、さらなるリスクにさらす事態を避けることを可能にするるとともに、本株式併合後も当社の株式を保有したいとの意向を有している既存株主は、本第10回新株予約権を行使することによって、本株式併合前の保有株数で当社の株式を継続して保有することが可能になることから、当社の少数株主保護の観点から最も適切な方法であると考えられる。
- ・ また、当社としても、既に債務超過に陥っており、2021年8月以降、取引金融機関に対して、2022年3月末までの借入金及び保証債務の元本返済猶予を依頼し、2022年3月末日に返済猶予の期限が到来する借入金について、同年4月以降、約定通りに返済することが困難な状況の中、当社の現在及び将来のキャッシュ・フローや足元の資金繰りの状況を踏まえると、当社の実勢の株式価値は市場価格に比して著しく低く、かつ仮に大規模な資本増強が早期

に実行されなければ、当社グループの足元の資金繰りが滞り、事業継続が困難な状況であると考えられる。

- ・ このような状況において、2021年4月にスポンサー候補者の選定を開始して以降、当社株式の上場を維持した形でのスポンサー支援の可能性についても複数の候補先と繰り返し協議を行ったものの、結果的に、当社の上場を維持することを前提とした提案を行った候補先は存在しない中で、上場を維持する形でのスポンサー支援の取得、ひいては債務超過の解消は期待できないと考えていること、少数株主をさらなるリスクにさらすこととなるおそれがあり、株式価値がさらに毀損する前に、少数株主に対して、引き続き当社の株式を継続して保有する方法を与えつつ、合理的な対価を支払った上で、当社を非公開化することが少数株主の利益にも資すると判断しており、その判断には不合理な点は認められない。
- ・ そして、当社の現在及び将来のキャッシュ・フローや足元の資金繰りの状況を踏まえると、株式価値算定結果にも表れているとおり、当社の実質的な株式価値は市場価格に比して著しく低いと考えられる。したがって、この段階で、既存株主に対して上記のとおり公正かつ妥当と認められる本株式併合交付見込金額を支払うことは、少数株主に対しても合理的な救済策となると考えられる。
- ・ また、以下の点により本みちのりグループ化取引の手続は公正であると考えられる。
 - a. ①本当初最終意向表明書の提出を受けてから本特別委員会が速やかに設置されており、取引条件の形成過程の初期段階から、本特別委員会が当社とみちのりホールディングスとの間の交渉に関与する状態が確保されていたことが認められること、②本特別委員会の委員は、それぞれ独立性を有することが確認されており、専門性・属性にも十分配慮して選定されたことが認められること、③本特別委員会は、みちのりホールディングスに対し、みちのりホールディングス第三者割当における払込金額及び本株式併合交付見込金額について、引き上げの打診や再検討を要請するなど、複数回にわたって交渉を続けてきており、みちのりホールディングスとの間の取引条件に関する交渉過程に、具体的かつ実質的に関与してきたこと、④本みちのりグループ化取引の検討に際しては、本特別委員会は、当社の第三者算定機関である赤坂国際会計、財務（フィナンシャル）アドバイザーであるフロンティア・マネジメント、並びに法務（リーガル）アドバイザーである西村あさひ法律事務所について、それぞれ、独立性及び専門性に問題がないことを確認の上、取引における手続の公正性等について慎重に検討及び協議を行っていることが認められること、⑤本特別委員会においては、非公開情報も含めて重要な情報

を入手し、これを踏まえて検討・判断を行うことのできる体制が整備されていること、⑥本特別委員会の各委員の報酬については、役員報酬とは別に、本みちのりグループ化取引の全部若しくは一部の成否又は答申内容にかかわらず、固定の報酬額が支払われることとなっていることを踏まえると、本特別委員会の委員が時間的・労力的なコミットメントを行いやすく、かつ本みちのりグループ化取引の成否から独立した立場から判断を行うための環境が整えられていること、⑦本みちのりグループ化取引の検討・交渉に際しては、適切な社内検討体制、及び利害関係を有する取締役を本みちのりグループ化取引の検討・交渉に関与させない体制が整備されていたことが認められることから、本みちのりグループ化取引の検討に際して、本特別委員会が有効に機能していたことが認められる。

- b. 本みちのりグループ化取引に係る当社取締役会の意思決定の過程における公正性及び適正性を確保するために、当社及びみちのりホールディングスから独立したリーガル・アドバイザーとして西村あさひ法律事務所を選任し、同事務所から、本みちのりグループ化取引に関する諸手続を含む当社取締役会の意思決定の方法及び過程その他の留意点について、適切な専門的助言を得ていたことが認められる。
- c. 財務（フィナンシャル）アドバイザーであるフロンティア・マネジメントに加えて、当社、みちのりホールディングス及び第四北越銀行から独立した第三者算定機関として、赤坂国際会計を選定し、同社に当社の株式及び新株予約権の価値の算定を依頼し、2021年2月4日付で本普通株式価値算定書、本A種種類株式価値算定書、本第9回新株予約権価値算定書及び本B種種類株式価値算定書並びにフェアネス・オピニオンを取得している。
- d. JPiXを含む14社の候補者に対してスポンサー支援を打診し、各社との協議を経て最終的にJPiX及びみちのりホールディングスのみから最終意向表明書の提出を受けており、スポンサー候補の選定過程にあたり他の潜在的な買収者による対抗的な買収提案が行われる機会を十分に確保していたことが認められる。
- e. 本みちのりグループ化取引においては、本特別委員会に関する情報、上記各価値算定書及びフェアネス・オピニオンに関する情報といったオピニオンに関する情報等が十分に開示される予定であるものと認められる。

以上の点より、株式併合の実施によるスクイズアウト及び当社の上場廃止に至るまでの判断に不合理な点は認められず、当社の現状を踏まえれば、本第三者割当に係る取引条件は相当であり、現段階で既存株主に対して公正かつ妥当と認められる本株式併合交付見込金額を支払うことは、少数株主に対しても合理的な

救済策となると考えられる一方で、本株式併合後も当社の株式を保有したいとの意向を有している既存株主は、本第10回新株予約権を行使することによって、本株式併合前の保有株数で当社の株式を継続して保有することが可能になるように配慮がなされていること、及び、本みちのりグループ化取引における手続の公正性は確保されていると考えられ、本特別委員会において、本みちのりグループ化取引による当社の子会社化が当社の少数株主にとって不利益なものであると考える事情等は特に見当たらなかったことからすれば、当社が本みちのりグループ化取引に係る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はないと考えられる。

③ 当社における特別の利害関係のない取締役全員の承認及び監査役全員の異議がない旨の意見

本株式併合に係る2022年2月7日開催の取締役会においては、特別の利害関係のない取締役5名が出席し、その全会一致により、上記決議を行っております。なお、取締役伊貝秀一氏は、本みちのりグループ化取引の後に少数株主として残る佐渡市の副市長を兼務しており、特別利害関係取締役に該当するおそれがあるため、上記決議及びその審議には参加しておりません。

また、当該取締役会には、監査役3名(うち2名は社外監査役)全員が出席し、いずれも、上記決議に異議はない旨の意見を述べております。

(3) 端数処理の方法に関する事項(会社法第182条の2第1項、会社法施行規則第33条の9第1号ロ)

① 会社法第235条の規定により1株に満たない端数の処理をすることが見込まれる場合における当該端数処理の方法に関する事項

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

本株式併合により、少数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。

本株式併合の結果生じる1株に満たない端数の処理の方法については、その合計数(会社法第235条第1項の規定により、その合計数に1株に満たない端数がある場合には、当該端数は切り捨てられます。)に相当する数の株式を、同法第235条第2項その他の関係法令に従って売却し、その端数に応じて、その売却によって得られた代金を株主の皆様へ交付いたします。当該売却については、本みちのりグル

ープ化取引により当社をみちのりホールディングスのグループの一員とすることを目的とするものであり、かかる目的との整合性からはみちのりホールディングスが端数相当株式の買受人となるのが適切であると考えられること、当社株式が2022年5月6日をもって上場廃止となる予定であり、市場価格のない株式となる予定であり、競売によって買受人が現れる可能性がほとんど期待できないことに鑑み、当社は、会社法第235条第2項の準用する同法234条第2項の規定に基づき、裁判所の許可を得て、当該端数の合計数に相当する当社株式をみちのりホールディングスに売却することを予定しております。

(ii) 売却に係る株式を買い取る者となることが見込まれる者の氏名又は名称

株式会社みちのりホールディングス

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

みちのりホールディングスによれば、本株式併合の結果生じる1株に満たない端数の合計数に相当する当社株式の売却代金の全てを、みちのりホールディングスが保有する普通預金を原資として支払うことを予定しており、当該売却代金の支払に支障を及ぼす可能性のある事象は発生していないとのことです。当社は、みちのりホールディングス第三者割当に際してみちのりホールディングスから、みちのりホールディングスを名義とする2022年1月31日付の預金残高証明書を入手し、当該残高の内容を確認しております。

したがって、みちのりホールディングスによる端数相当株式の売却に係る代金の支払いのための資金を確保する方法は相当であると判断しております。

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

当社は、本株式併合の効力発生後、2022年5月中旬を目処に会社法第235条第2項の準用する同法第234条第2項の規定に基づき、裁判所に対して、本株式併合の結果生じる1株未満の端数の合計数に相当する当社株式を売却することについて許可を求める申し立てを行うことを予定しております。当該許可を得られる時期は裁判所の状況等によって変動し得ますが、当社は、当該裁判所の許可を得て、2022年5月下旬を目途に当社株式を売却し、その後、当該売却によって得られた代金を株主の皆様へ交付するために必要な準備を行った上で、2022年7月中旬を目途に、当該売却代金を株主の皆様へ交付することを見込んでおります。

(v) 上記の見込みに関する取締役会の判断及びその理由

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

② 端数処理により株主に交付することが見込まれる金銭の額及び当該額の相当性に関する事項

本株式併合交付見込金額は、株主の皆様が所有する当社株式の数に、本第三者割当における本普通株式の払込金額(20円)に50%のプレミアムを付した30円を乗じた金額にすることを予定しております。

この金額は、本第三者割当及び本株式併合に係る取締役会決議日の直前営業日である2022年2月4日における終値202円に対しては90.10%のディスカウントとなります。しかしながら、本プレスリリースの「Ⅱ.本第三者割当について 2.本第三者割当の目的及び理由 (1)本第三者割当に至る経緯及び目的 ア. 当社の財務状況及び大規模な資本金の調達必要性」に記載のとおり、2022年3月末日に返済猶予の期間が満了する6,833,120千円を含む当社の借入金合計8,770,800千円について、同年4月以降、約定通りに弁済することが困難になるだけでなく、2022年4月以降の資金繰りを維持することも困難となっている足元の状況において、安全で安定した運航を実現するために必要な設備やサービスを維持した上で、早急に当社グループ(当社及び当社の連結子会社11社で構成されます。)のキャッシュ・フローや財務基盤を立て直せる実効性のある追加施策の余地に乏しく、大規模な資金調達を早期に実現できない場合には、当社グループの足元の資金繰りは困窮し、株式価値が著しく毀損し、既存株主の皆様をさらなるリスクにさらすおそれがあります。上記の金額は、そのような状況の下で、取引金融機関の意見や、大株主である地方自治体との間で継続的に実施した協議も踏まえつつ、大幅な債務超過に陥っている財務状況を考慮の上で、本普通株式価値算定書で示されたDCF法による算定結果(0円から21円)を参照しながら、少数株主の皆様にお支払いする金額を可及的に最大化すべく実施したみちのりホールディングスとの協議及び交渉の結果、決定された金額であり、当該金額は、本普通株式価値算定書の評価額の上限21円を9円上回り、かつ、本普通株式の払込金額に50%のプレミアムを付した金額となっていること、並びに、本みちのりグループ化取引後の再出資により、株主が本株式併合前の保有株数で当社の株式を保

有していただく機会が確保されていることを総合的に判断し、公正かつ妥当な金額であると判断しました。

3. 当社において最終事業年度の末日後に生じた重要な財産の処分、重大な債務の負担その他の会社財産の状況に重要な影響を与える事象(会社法第182条の2第1項、会社法施行規則第33条の9第2号イ)

- (1) 継続企業の前提に関する事項

当社グループは、新型コロナウイルス感染症拡大の影響により売上高が著しく減少し、2020年12月期において重要な営業損失2,676,543千円、経常損失2,755,220千円、親会社株主に帰属する当期純損失2,547,349千円を計上し、876,922千円の債務超過となっております。2021年12月期においても、当該感染症の影響により、営業損失1,641,370千円、経常損失1,745,192千円、親会社株主に帰属する当期純損失1,671,983千円を計上していることから債務超過の解消には至らず、当連結会計年度以降の財政状態、経営成績及びキャッシュ・フローの状況に重要な影響を及ぼしております。

今後、新型コロナウイルスのワクチン接種の進捗等により、新型コロナウイルス感染症は徐々に収束に向かっていくものと思われませんが、需要の回復には一定期間を要すると見込まれることから、営業債務の支払及び借入金の返済等の資金繰りに懸念が生じております。また、2021年12月期における重要な営業損失、経常損失及び親会社株主に帰属する純損失の計上により、2021年12月期において2,203,352千円の債務超過となっていることから、継続企業の前提に重要な疑義を生じさせるような状況が存在しております。

- (2) 新潟県中小企業再生支援協議会による再生計画策定支援に関する事項

当社グループは2020年12月末時点で債務超過に陥っており、かつ、新型コロナウイルス感染症の影響により、キャッシュ・フローの改善が不透明な状況となる中で経営改善計画を策定し、2021年からの一定の旅客需要の回復、特に夏季の旅客需要の回復を見込んでおりました。しかしながら新型コロナウイルス感染症の再拡大により、当該計画を大幅に下方修正する必要が生じ、取引金融機関に対する借入金の約定弁済を継続した場合、2022年1月以降に資金不足が生じる状況にあり、スポンサー出資を得るための各種手続(スポンサー探索、スポンサーによるデュー・ディリジェンス、既存株主・取引金融機関・地方自治体等のステークホルダーとの折衝、契約条件の交渉等を含みます。)が完了した後の出資の実行が

最も早くとも 2022 年 3 月末以降と予想され、2022 年 1 月以降の事業継続が困難となる可能性が出てきました。そこで当社は、速やかにスポンサー探索を開始して支援の提供可能な候補先の探索を開始すると同時に、2021 年 7 月下旬より新潟県中小企業再生支援協議会による再生計画策定支援(第二次対応)の開始を受け、スポンサーによる出資を前提とする事業再生計画案の策定を開始し、同年 8 月には、2022 年 1 月 26 日に当社の取引金融機関(個別に又は総称して以下「本対象債権者」といいます。)に対し、2021 年 8 月 20 日から 2022 年 3 月 31 日までの間、本対象債権者による借入金及び保証債務の元金の返済の猶予をいただきました。

その後、当社は本対象債権者との間で協議を重ね、本第三者割当の実施を内容とする事業再生計画案(以下「本再生計画案」といいます。)を策定し、2022 年 1 月 26 日の債権者会議において、本再生計画案の提示を行いました。当社の 2021 年 11 月 30 日時点の借入金残高は合計 8,770,800 千円であるところ、本再生計画案において、当社は、(i)本 B 種種類株式第三者割当により調達した資金による第四北越銀行に対する既存借入金債務 1,500,000 千円の弁済、(ii)本対象債権者に対する既存借入金 5,830,800 千円についての借換え又は条件変更による 1 年 9 か月間の元本返済の猶予及びその後 15 年間での分割返済とする金融支援(うち 4,216,114 千円についてはシンジケートローンの方法による借換え)、並びに(iii)本対象債権者に対する既存借入金 1,440,000 千円(劣後ローン)についての返済条件の維持を要請しております。今後、本再生計画案について、本対象債権者に説明を尽くしてご理解をいただき、本対象債権者から本再生計画案に同意いただくことで、本再生計画案の成立を目指して参ります。

なお、本再生計画案は、本対象債権者全ての同意により成立するものであり、本第三者割当は、本再生計画案の成立を条件としています。

(3) 本第三者割当に関する事項

本プレスリリースの「Ⅱ. 本第三者割当について」に記載のとおり、当社は、2022 年 2 月 7 日開催の取締役会において、みちのりホールディングスを割当先とする第三者割当による払込金額の総額 6 億 7,610 万円の本普通株式の発行、払込金額の総額 5 億 2,390 万円の本 A 種種類株式の発行、及び、行使価額の総額 3 億円の本第 9 回新株予約権の発行、第四北越銀行を割当先とする第三者割当による払込金額の総額 15 億円の本 B 種種類株式の発行を実施することを決議しました。

上記の取締役会決議は、本第三者割当、その後の本みちのりグループ化取引を企図していること及び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。

(4) 自己株式の消却に関する事項

当社は、2022年2月7日開催の取締役会において2022年5月9日付で当社の自己株式10,701株(2022年2月7日時点で所有する自己株式の全部)を消却することを決議いたしました。なお、当該自己株式の消却は、本定時株主総会において、本株式併合に関する議案が原案どおり承認可決されることを条件としており、消却後の当社の発行済株式総数は50,801,246株となります。

(5) 第四北越銀行からの短期借入に関する事項

当社は、2022年1月21日開催の取締役会において第四北越銀行より46,080千円の短期資金を借入れることを決議いたしました。当社は、資金繰り安定化のため取引金融機関から借入金元本の一定期間の返済猶予を受けているところ、社債については契約上償還猶予ができないため、一旦定時償還を行った上で同額の借入を行うことにより、社債を含む借入金全体の残高を維持するものであります。当該借入の概要は以下のとおりです。

- ① 借入先 株式会社第四北越銀行
- ② 借入額 46,080千円
- ③ 借入日 2022年1月28日
- ④ 返済日 2022年4月1日
- ⑤ 金利 基準金利＋スプレッド
- ⑥ 担保・保証 無し

(6) 上越市による「小木直江津航路維持確保支援金」に関する事項

当社は、2022年2月21日、上越市より「小木直江津航路維持確保支援金」の額の確定について通知を受けました。

支援金の概要は、以下のとおりです。

① 支援金の目的・内容

佐渡市の小木港及び上越市の直江津港を結ぶ定期旅客航路を維持確保するため、新型コロナウイルス感染症の感染拡大により運賃収入の減少が認められる佐渡汽船株式会社の定期運航に対し、支援を行う。

② 支援金の名称

小木直江津航路維持確保支援金

③ 支援金の交付額

213,246 千円

当該事象の発生により、2022年12月期決算において、個別・連結ともに213,246千円を特別利益に計上する予定です。

以 上