

## 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 5 月 10 日

名鉄運輸株式会社

2022年5月10日

愛知県名古屋市東区葵二丁目12番8号  
名鉄運輸株式会社  
代表取締役社長 内田 亙

## 株式の併合に関する事前開示事項

(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に定める事前開示書面)

当社は、2022年4月15日開催の取締役会において、2022年5月25日開催予定の当社の臨時株主総会(以下「本臨時株主総会」といいます。)において、当社の普通株式(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(平成17年法律第86号。その後の改正を含みます。以下同じです。)第182条の2第1項及び会社法施行規則(平成18年法務省令第12号。その後の改正を含みます。以下同じです。)第33条の9に定める事項は以下のとおりです。

### 1. 会社法第180条第2項各号に掲げる事項(会社法第182条の2第1項)

#### (1) 併合の割合(会社法第180条第2項第1号)

当社株式1,296,305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180条第2項第2号)

2022年6月16日

#### (3) 効力発生日における発行可能株式総数(会社法第180条第2項第4号)

20株

### 2. 併合の割合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、当社株式1,296,305株を1株に併合するものです。

当社は、本株式併合が下記「(1) 株式併合を行う理由」に記載のとおり、当社の株主を名古屋鉄道株式会社(以下「公開買付者」といいます。)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。)のみとすることを目的として行われるものであること、並びに、下記「(2) 親会社等がある場合における当該親会社等以外の当社の株主の利益を害さないように留意した事項」及び「(4) 当該処理により株主に交付することが見込まれる金銭の額及び当該額の相当性に関する事項」

に記載の各事項から、併合の割合は相当であると判断しています。

(1) 株式併合を行う理由

当社が、2022年3月25日付の「支配株主である名古屋鉄道株式会社による当社株式に対する公開買付けの結果に関するお知らせ」にてお知らせいたしましたとおり、公開買付者は、2022年2月8日から2022年3月24日までを買付け等の期間（以下「公開買付け期間」といいます。）とする当社株式に対する公開買付け（以下「本公開買付け」といいます。）を行い、その結果、本公開買付けの決済の開始日である2022年3月31日をもって、当社株式4,544,835株（所有割合（注1）70.11%）を所有するに至りました。

（注1）「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。

当社が、2022年2月7日付の「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」（以下「本意見表明プレスリリース」といいます。）にてお知らせいたしましたとおり、当社は、公開買付者から本取引（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2）、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を指します。以下同じです。）に関する初期的な打診を2021年10月下旬に受けました。本取引は、公開買付者及び日本通運のみを当社の株主とするための株式併合を用いたスクイーズアウト手続（以下「本スクイーズアウト手続」といいます。）を伴うものであったため、当社は株式併合の検討を2021年10月下旬以降に開始しています。

（注2）「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。本公開買付けの実施にあたり、公開買付者は、2021年11月24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、協議させてほしい旨を伝え、日本通運との間で協議を行っていたところ、公開買付者は、日本通運との間で、2022年2月7日付で、日本通運が本公開買付けに応募しない旨の契約を締結したとのことでした。

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。）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。

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、当社の企業価値の向上及び当社の一般株主の皆様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「(2) 親会社等がある場合における当該親会社等以外の当社の株主の利益を害さないように留意した事項」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（本公開買付けにおける買付け等の価格（以下「本公開買付け価格」といいます。）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、

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「（２）親会社等がある場合における当該親会社等以外の当社の株主の利益を害さないように留意した事項」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「（２）親会社等がある場合における当該親会社等以外の当社の株主の利益を害さないように留意した事項」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株式会社（以下「高野総合コンサルティング」といいます。）を選任しております。

また、当社は、下記「（２）親会社等がある場合における当該親会社等以外の当社の株主の利益を害さないように留意した事項」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、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。

その後、当社は、下記「（２）親会社等がある場合における当該親会社等以外の当社の株主の利益を害さないように留意した事項」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、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株式会社（以下「大和証券」といいます。）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。

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

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

以上の経緯のもとで、当社は、2022年2月7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回りつつも、公開買付者グループ(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。)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(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。)

す。)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、2022年2月7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、2022年2月7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

ところ、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、下記「(4) 当該処理により株主に交付することが見込まれる金銭の額及び当該額の相当性に関する事項」に記載の理由から、本公開買付価格である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。

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、2022年2月7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「(2) 親会社等がある場合におけ

る当該親会社等以外の当社の株主の利益を害さないように留意した事項」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。

その後、上記のとおり、本公開買付けが成立いたしました。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。）を取得することができなかったことから、当社は、公開買付者の要請を受け、本意見表明プレスリリースにおいてお知らせいたしましたとおり、2022年4月15日開催の取締役会において、本臨時株主総会において株主の皆様のご承認をいただくことを条件として、当社の株主を公開買付者及び日本通運のみとし、当社株式を非公開化するために、当社株式1,296,305株につき1株の割合で行う当社株式の併合を実施することとし、本株式併合に係る議案を本臨時株主総会に付議することを決議いたしました。

本株式併合により、公開買付者及び日本通運以外の株主の皆様の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。

- (2) 親会社等がある場合における当該親会社等以外の当社の株主の利益を害さないように留意した事項（会社法182条の2第1項、会社法施行規則第33条の9第1号イ）

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、本公開買付け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、日本通運の執行役員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、2022年2月7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ません。

もともと、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

(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、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

のことで。

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2022年2月7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。

## 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「(1) 株式併合を行う理由」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「(1) 株式併合を行う理由」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、下記「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」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える。

- ・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と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の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、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) マジヨリティ・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、「マジヨリティ・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「マジヨリティ・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「マジヨリティ・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回特別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、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%±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、本公開買付け価格は、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、最後に本公開買付け価格と同水準の市場株価であったのは1996年であり、本公開買付け価格は、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とはい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「(1) 株式併合を行う理由」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

(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、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おりません。

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、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、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

#### ⑥ 当社における独立した検討体制の構築

上記「(1) 株式併合を行う理由」に記載のとおり、当社は、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きます。

#### 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「(1) 株式併合を行う理由」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「1. 株式併合を行う目的及び理由」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、2022年2月7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2022年2月7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、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。

(3) 1 株に満たない端数の処理をすることが見込まれる場合における当該処理の方法に関する事項（会社法 182 条の 2 第 1 項、会社法施行規則第 33 条の 9 第 1 号ロ（1））

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

上記「(1) 株式併合を行う理由」に記載のとおり、本株式併合により、株主の皆様（但し、公開買付者及び日本通運を除きます。）の所有する当社株式の数は、1 株に満たない端数となる予定です。

本株式併合の結果生じる 1 株未満の端数については、その合計数（その合計数に 1 株に満たない端数がある場合にあっては、当該端数は切り捨てられます。）に相当する数の株式を売却し、その売却により得られた代金を、端数が生じた株主の皆様に対して、その端数に応じて交付します。当該売却について、当社は、会社法第 235 条第 2 項の準用する会社法第 234 条第 2 項の規定に基づき、裁判所の許可を得て公開買付者に売却すること、又は同項及び同条第 4 項の規定に基づき、裁判所の許可を得た上で、公開買付者が買い取ることを予定しています。

この場合の売却額は、上記裁判所の許可が予定どおり得られた場合には、本株式併合の効力発生日の前日である 2022 年 6 月 15 日の最終の当社の株主名簿に記載又は記録された株主の皆様が所有する当社株式の数に本公開買付価格と同額である 3,500 円を乗じた金額に相当する金銭が、各株主の皆様へ交付されることとなるような価格に設定する予定です。但し、裁判所の許可が得られない場合や計算上の端数調整が必要な場合等においては、実際に交付される金額が上記金額と異なる場合もあります。

② 売却に係る株式を買い取る者となると見込まれる者の氏名又は名称  
名古屋鉄道株式会社

③ 売却に係る株式を買い取る者となると見込まれる者が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及び当該方法の相当性

公開買付者は、本株式併合により生じる端数の合計数に相当する当社株式の取得に要する資金を自己資金に賄うことを予定しているとのことです。公開買付者は、本公開買付けに係る公開買付届出書の添付書類として 2022 年 2 月 8 日時点の公開買付者の残高証明書を提出しており、また、公開買付者によれば、同日以降、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支払いに支障を及ぼす可能性のある事象は発生しておらず、また、今後発生する可能性も認識していないとのことです。

以上より、当社は、公開買付者による 1 株に満たない端数の合計数に相当する当社株式の売却に係る代金の支払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。

④ 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、2022 年 6 月下旬から 7 月上旬を目途に会社法第 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、本株式併合の結果生じる 1 株に満たない端数の合計数に相当する当社株式の売却について裁判所の許可を求める申立てを行うことを予定しております。当社は、当該裁判所の許可を得て、2022 年 7 月中旬から下旬を目途に当該当社株式を公開買付者に売却し、その後、当該売却により得られた代金を株主の皆様迅速かつ円滑に交付するための準備を行った上で、2022 年 7 月下旬から 8 月上旬を目途に当該代金を株主の皆様に対して交付することを見込んでおります。当社は、他社事例における裁判所の許可の取得及び当該売却に係る代金を交付するために要する期間、当社のために当該売却に係る代金の交付を行う当社の株主名簿管理人との協議、並びに公開買付者による当該売却に係る代金の支払いのための資金の準備状況及び確保手段を踏まえて、上記のとおり、それぞれの時期に、本株式併合の結果生じる 1 株に満たない端数の合計数に相当する当社株式の売却が行われる見込みがあり、また、当該売却により得られた代金の株主への交付が行われる見込みがあるものと判断いたしました。

(4) 当該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（会社法 182 条の 2 第 1 項、会社法施行規則第 33 条の 9 第 1 号ロ（2））

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の額は、上記のとおり、本株式併合の効力発生日の前日である 2022 年 6 月 15 日の最終の当社の株主名簿に記載又は記録された株主の皆様が所有する当社株式の数に本公開買付価格と同額である 3,500 円を乗じた金額となる予定です。

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、上記「(2) 親会社等がある場合における当該親会

社等以外の当社の株主の利益を害さないように留意した事項」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、上記「(2) 親会社等がある場合における当該親会社等以外の当社の株主の利益を害さないように留意した事項」の「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」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、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。

以上に加えて、当社は、2022年2月7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旨の決議をした後、2022年4月15日開催の取締役会決議時点に至るまでに、本公開買付け価格の算定の基礎となる諸条件に重大な変更が生じていないことを確認しております。

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

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182条の2第1項、会社法施行規則第33条の9第2号イ）

(i) 本公開買付け

上記「2. 併合の割合についての定め相当性に関する事項」の「(1) 株式併合を行う理由」に記載のとおり、公開買付者は、2022年2月8日から2022年3月24日までを公開買付け期間とする本公開買付けを行い、その結果、本公開買付けの決済の開始日である2022年3月31日をもって、当社株式4,544,835株（所有割合70.11%）を所有するに至りました。

(ii) 自己株式の消却

当社は、2022年4月15日開催の取締役会において、2022年5月25日付で自己株式27,774株（2022年3月31日時点で所有する自己株式の全部に相当）を消却することを決議いたしました。なお、当該自己株式の消却は、本臨時株主総会において、本株式併合に関する議案が原案どおり承認可決されることを条件としており、消却後の当社の発行済株式総数は、6,481,527株となります。

以上