

【表紙】

【提出書類】	意見表明報告書
【提出先】	関東財務局長
【提出日】	2025年3月10日
【報告者の名称】	内外トランスライン株式会社
【報告者の所在地】	大阪市中央区備後町二丁目6番8号
【最寄りの連絡場所】	大阪市中央区備後町二丁目6番8号
【電話番号】	06-6260-4800
【事務連絡者氏名】	取締役 人見 茂樹
【縦覧に供する場所】	内外トランスライン株式会社 (大阪市中央区備後町二丁目6番8号) 株式会社東京証券取引所 (東京都中央区日本橋兜町2番1号)

- (注1) 本書中の「当社」とは、内外トランスライン株式会社をいいます。
- (注2) 本書中の「公開買付者」とは、IAPF2株式会社をいいます。
- (注3) 本書中の記載において計数が四捨五入又は切捨てされている場合、合計として記載される数値は必ずしも計数の総和と一致しません。
- (注4) 本書中の「法」とは、金融商品取引法(昭和23年法律第25号。その後の改正を含みます。)をいいます。
- (注5) 本書中の「令」とは、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。)をいいます。
- (注6) 本書中の「府令」とは、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。)をいいます。
- (注7) 本書中の「株券等」とは、株式等に係る権利をいいます。
- (注8) 本書中の「営業日」とは、行政機関の休日に関する法律(昭和63年法律第91号。その後の改正を含みます。)第1条第1項各号に掲げる日を除いた日をいいます。
- (注9) 本書中の記載において、日数又は日時の記載がある場合は、特段の記載がない限り、日本国における日数又は日時を指すものとします。
- (注10) 本書中の「本公開買付け」とは、本書の提出に係る公開買付けをいいます。

1 【公開買付者の氏名又は名称及び住所又は所在地】

名称 IAPF2株式会社

所在地 東京都港区虎ノ門五丁目13番1号 虎ノ門40MTビル 5階

2 【公開買付者が買付け等を行う株券等の種類】

普通株式

3 【当該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、2025年3月7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。

なお、上記取締役会決議は、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「当社における利害関係を有しない取締役全員(監査等委員である取締役を含む。)の承認」に記載の方法により決議されております。

(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。

本公開買付けの概要

公開買付者は、本公開買付けを通じた当社株式の取得等を主な目的として、2025年2月19日に設立された株式会社であるとのことです。本書提出日現在、公開買付者の発行済株式の全てを、日本法に基づき設立されたIAPF1株式会社(以下「公開買付者親会社」といいます。)が所有しており、公開買付者親会社の発行済株式の全てを、ケイマン諸島法に基づき2025年1月9日に組成された免除リミテッド・パートナーシップ(Exempted Limited Partnership)であり、IAパートナーズ株式会社(その関係会社及びその他の関連事業体を含め、以下「IAパートナーズ」といいます。)が投資助言、サービス提供等を行うSH2, L.P.(以下「IAパートナーズ・ファンド」といいます。)によって所有されているとのことです。なお、本書提出日現在、IAパートナーズ、IAパートナーズ・ファンド、公開買付者親会社及び公開買付者(以下「公開買付者グループ」といいます。)は、当社株式を所有していないとのことです。

IAパートナーズは、2021年3月に設立された、プライベートエクイティ投資及びその関連業務全般を行う投資会社であるとのことです。

IAパートナーズ1号投資事業有限責任組合の運用を2022年3月より開始し、ダイヤソルト株式会社(食用塩の製造)、堺化学工業株式会社(無機粉体化学品の製造)及びススムホールディングス株式会社(チップ抵抗器の製造・販売)への投資を実行してきたとのことです。

IAパートナーズは、「Invest and Associate as a Partner - 信頼されるパートナーとして共に英知を結集し、ステークホルダーの多様なニーズに応え、投資先企業の持続的成長に貢献する」をパーパスとし、投資先企業の持続的成長への支援を通じた社会全体への貢献を目指しているとのことです。この実現に向けて、「投資先企業がステークホルダーである顧客、従業員、取引先、社会、株主への提供価値を中長期的にバランスよく成長させていくことを優先し、投資期間を超えた持続的な成長を支援する」ことを目指す「ステークホルダー投資」を基本理念に据えた投資業務を行っているとのことです。また、長年に亘り投資知見を蓄積してきた投資プロフェッショナル集団を強みに、投資先企業の持続的成長と投資収益の両立を強く意識した投資活動を行っているとのことです。

公開買付者は、2025年3月7日、当社株式を非公開化することを目的として、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。)プライム市場に上場している当社株式の全て(但し、当社が所有する自己株式を除きます。)を取得するための一連の取引(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定したとのことです。

本取引は、本公開買付け、本公開買付けの成立を条件として、公開買付者が本公開買付けにおいて、当社株式の全て(但し、当社が所有する自己株式並びに当社の創業者である戸田徹氏(以下「戸田氏」といいます。)及びその親族の資産管理会社であり、当社の筆頭株主である合同会社エーエスティ(以下「エーエスティ」といいます。)が所有する当社株式(2,121,800株、所有割合(注1):21.59%)。以下「エーエスティ所有株式」といいます。)を除きます。)を取得できなかった場合に、当社の株主を公開買付者及びエーエスティのみとするために当社が行う本株式併合(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)」において定義します。以下同じです。なお、本株式併合の実施時期については、本書提出日現在において、2025年7月中旬頃を予定しているとのことです。)による手続(以下「本スクイズアウト手続」といいます。)、本公開買付けの成立及び本株式併合の効力発生を条件として当社によって実施されるエーエスティ所有株式の自己株式取得(以下「本自己株式取得」といいます。なお、当社によるエーエスティ所有株式の取得価格(株式併合前1株当たり3,239円。以下「本自己株式取得価格」といいます。)算出においては、法人税法(昭和40年法律第34号。その後の改正を含みます。)に定めるみなし配当の益金不算入規定が適用される法人であるエーエスティについて、()本自己株式取得価格にて本自己株式取得を行った場合の税引後手取り額として計算される金額が、()仮にエーエスティが当社株式1株当たりの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。)で本公開買付けに応じた場合に得られる税引後手取り金額と同等となる金額としています。なお、本自己株式取得の実施時期については、本書提出日現在において、2025年7月下旬頃を予定しているとのことです。)からそれぞれ構成され、最終的に公開買付者が当社を完全子会社化することを企図しているとのことです。

公開買付者は、本公開買付けの実施にあたり、2025年3月7日付で、当社の創業者であり第4位株主(2024年12月31日時点)である戸田氏との間で、その所有する当社株式(320,000株、所有割合:3.26%)(注2)の全てについて本公開買付けに応募する旨の契約(以下「本応募契約」といいます。)を締結しているとのことです。

また、公開買付者は、2025年3月7日付で、エーエスティとの間で、エーエスティ所有株式の全て(注3)について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。)を締結しているとのことです。

本応募契約及び本不応募契約の詳細については、下記「(7)本公開買付けに係る重要な合意に関する事項」をご参照ください。

(注1) 「所有割合」とは、当社が2025年2月10日に公表した「2024年12月期決算短信〔日本基準〕(連結)」(以下「当社決算短信」といいます。)に記載された2024年12月31日現在の発行済株式総数(10,698,000株)から、同日現在の当社が所有する自己株式数(869,329株)(なお、当社の「株式給付信託(J-ESOP)」制度の信託財産として、株式会社日本カストディ銀行(信託E口)が保有する当社株式(67,960株)が存在しますが、信託財産の対象である株式の処分や議決権行使は当社従業員のうちから選定される者(信託管理人)の指図に従うものとされており、当該自己株式数には、株式会社日本カストディ銀行(信託E口)が保有する当社株式(67,960株)を含めておりません。以下、当社が所有する自己株式数について同じです。)を控除した株式数である9,828,671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。以下、所有割合の計算において同じです。)をいいます。

- (注2) なお、戸田氏が所有する当社株式320,000株のうち、310,000株(所有割合：3.15%) (以下「本貸株口座株式(戸田氏)」といいます。)について、戸田氏と日本証券金融株式会社(以下「日本証券金融」といいます。))の間の2013年5月30日付の株式貸借契約(契約期間は契約締結日から1年(但し、契約期間満了の1ヶ月前までに別段の意思表示がないときは、更に1年延長される。))に基づく個別の取引として、戸田氏から日本証券金融に対して貸し出す旨の合意がなされておりますが、本書提出日現在、貸株は実行されておられません。本貸株口座株式(戸田氏)は、貸株の実行を円滑に行う観点から、本応募契約の締結日において日本証券金融における貸株口座において保管されておりますが、戸田氏は、本応募契約において、本貸株口座株式(戸田氏)について、2025年3月7日以降速やかに、日本証券金融の同意を得て、本公開買付けに対する応募が可能な証券口座へ移管した上で、本公開買付けに応募する旨を合意しているとのことです。なお、上記株式貸借契約上、本貸株口座株式(戸田氏)の貸借取引の実施の時期及び株数は戸田氏及び日本証券金融が協議の上で決定することとされており、本応募契約において、戸田氏は、公開買付者の承諾がない限り、その保有する当社株式について貸借取引を行わないこと、及び本公開買付けの開始後速やかに当該株式貸借契約を解約することを合意しているとのことです。
- (注3) なお、エーエスティ所有株式2,121,800株のうち、108,000株(所有割合：1.10%) (以下「本貸株口座株式(エーエスティ)」といいます。)について、エーエスティと日本証券金融の間の2013年10月30日付の株式貸借契約(契約期間は契約締結日から1年(但し、契約期間満了の1ヶ月前までに別段の意思表示がないときは、更に1年延長される。))に基づく個別の取引として、エーエスティから日本証券金融に対して貸し出す旨の合意がなされておりますが、本書提出日現在、貸株は実行されておられません。本貸株口座株式(エーエスティ)は、貸株の実行を円滑に行う観点から、本不応募契約の締結日において日本証券金融における貸株口座において保管されておりますが、エーエスティは、本不応募契約において、本貸株口座株式(エーエスティ)について、2025年3月7日以降速やかに、日本証券金融の同意を得て、エーエスティが指定する証券口座へ移管した上で、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。なお、上記株式貸借契約上、本貸株口座株式(エーエスティ)の貸借取引の実施の時期及び株数はエーエスティ及び日本証券金融が協議の上で決定することとされており、本不応募契約において、エーエスティは、公開買付者の承諾がない限り、その保有する当社株式について貸借取引を行わないこと、及び本公開買付けの開始後速やかに当該株式貸借契約を解約することを合意しているとのことです。

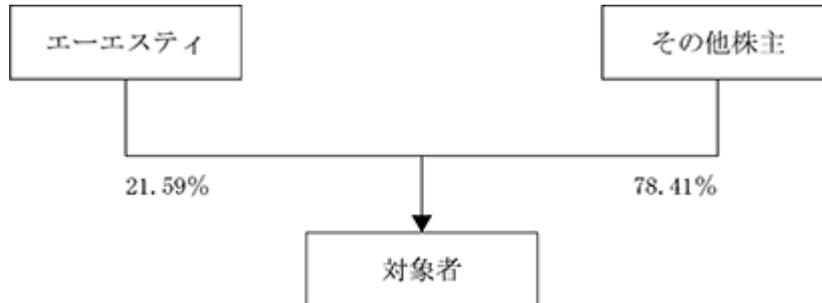
本公開買付けにおいて、公開買付者は、買付予定数の下限を4,430,600株(所有割合：45.08%)に設定しており、本公開買付けに応募された株券等(以下「応募株券等」といいます。)の総数が買付予定数の下限(4,430,600株)に満たない場合は、応募株券等の全部の買付け等を行わないとのことです。他方、公開買付者は、本公開買付けにおいて当社株式の全て(但し、当社が所有する自己株式及びエーエスティ所有株式を除きます。)を取得することを企図としているため、買付予定数の上限を設定しておらず、応募株券等の総数が買付予定数の下限(4,430,600株)以上の場合は、応募株券等の全部の買付け等を行うとのことです。なお、買付予定数の下限(4,430,600株)は、当社決算短信に記載された2024年12月31日現在の当社の発行済株式総数(10,698,000株)から、同日現在の当社が所有する自己株式数(869,329株)を控除した株式数(9,828,671株)に係る議決権数(98,286個)に3分の2を乗じた数(65,524個)から、エーエスティ所有株式(2,121,800株)に係る議決権数(21,218個)を控除した議決権数(44,306個)に、単元株式数である100株を乗じた株式数(4,430,600株)に設定しているとのことです。

かかる買付予定数の下限を設定したのは、公開買付者は、本公開買付けにおいて当社株式の全て(但し、当社が所有する自己株式及びエーエスティ所有株式を除きます。)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)」に記載のとおり、本公開買付けの成立後、当社に対して本スクイーズアウト手続の実施を要請する予定であるところ、本スクイーズアウト手続として本株式併合を実施する際には、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項に規定する株主総会における特別決議が要件とされていることから、当該手続が確実に実行可能となるよう、本公開買付け後に公開買付者及びエーエスティが合わせて当社の総議決権数の3分の2以上を所有することとなるようにするためであるとのことです。

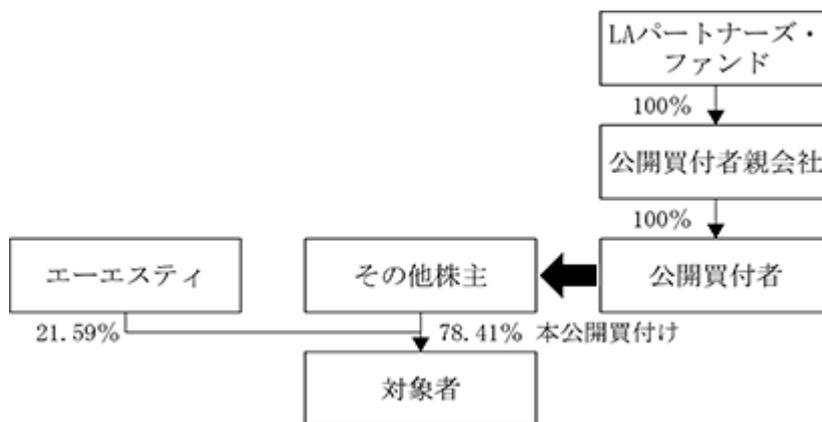
公開買付者は、本公開買付けが成立した場合、決済の開始日の2営業日前までに公開買付者親会社から89億6,500万円を上限として出資(以下「本親会社出資」といいます。)を受けるとともに、決済の開始日の前営業日前までに株式会社みずほ銀行及び株式会社三井住友銀行から合計227億1,800万円を上限として借入れ(以下「本借入」といいます。)を受けることを予定しており、本親会社出資及び本借入を本公開買付けの決済資金等に充当する予定であるとのことです。

なお、本取引のストラクチャーを図で表示すると大要以下のとおりであるとのことです。

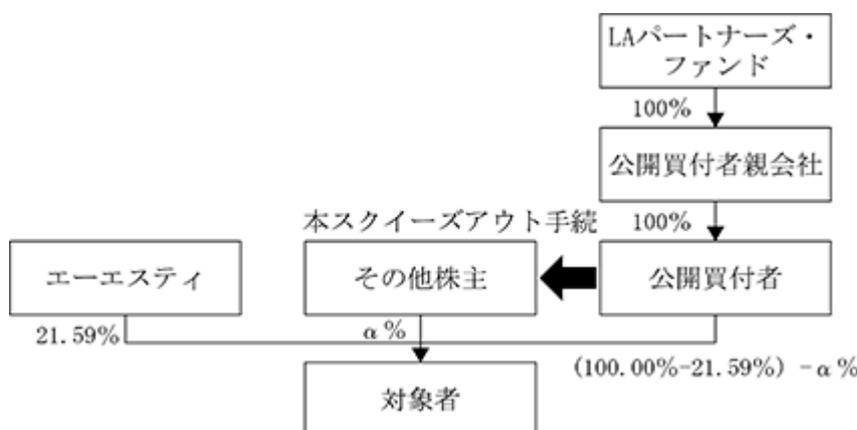
・本公開買付けの実施前



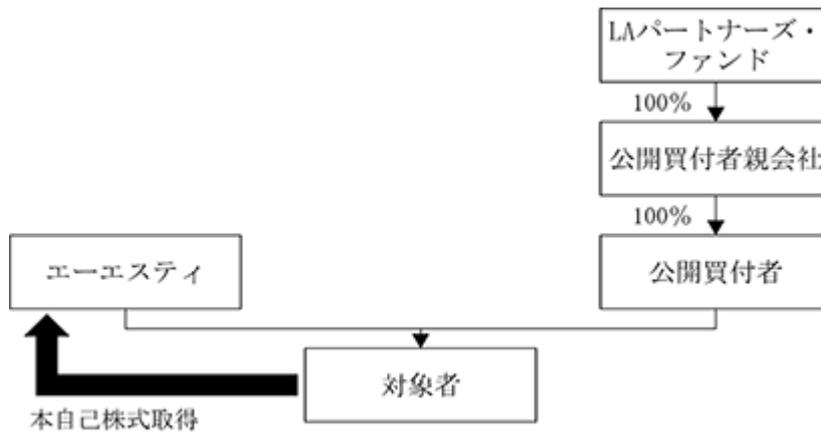
・本公開買付けの実施



・本スキーズアウト手続の実施後(2025年7月中旬頃)



・本自己株式取得(2025年7月下旬頃)



・本取引実施後



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、1980年5月に大阪府大阪市東区(現中央区)において内外 SHIPPING 株式会社として設立され、1986年12月に商号を現在の内外トランスライン株式会社に変更しました。2008年11月には東京証券取引所市場第二部へ上場し、2015年3月には東京証券取引所市場第一部銘柄に指定されました。

当社は、本書提出日現在、連結子会社13社(国内2社・海外11社)及び非連結子会社1社(海外1社)計15社で構成され(以下、当社及びその子会社を総称して「当社グループ」といいます。)、船舶によって貨物を輸送する国際貨物輸送事業(NVOCC)(注1)を主な事業としております。

当社の海外連結子会社のうち8社は、いずれも当社及び国内子会社から輸送した貨物を海外の港において取扱う輸入代理店としての役割を担い、同時に、海外の顧客からお預かりした貨物を日本やその他諸国へ海上輸送する業務を行っております。また、インドの連結子会社1社は、インド国内輸送を含む海運、空運、陸運、倉庫を総合的に運営する総合フレイトフォワードナー事業(注2)を営んでおり、韓国の連結子会社3社のうち2社は、倉庫業を主たる事業とし、主力の海上混載貨物事業に活用するほか、最新の倉庫設備を活かした多様なサービスを行っております。

このように当社グループは、国際貨物輸送事業において、相互扶助の精神とお客様第一主義を貫き、より質の高いサービスを提供し、安全で確実な輸送を世界に提供することを経営理念とし日々努力しております。

このような経営理念のもと、当社グループは、創立以来、国際海上混載輸送を主軸として成長を遂げてまいりましたが、近年、製造設備の海外への移転が進み、海外生産、海外販売の流れが一気に加速する等、わが国の産業構造の大きな変化に対して、その対応を迫られてきました。具体的には主軸である国際海上混載輸送は、日本国内の全体の市場が縮小する中、日本発の港間での輸送以外のビジネスの開拓に迫られ、混載輸送のシェア拡大を図るとともに、第二の本業として「フォワーディング」(注3)を徹底的に拡大する方向になりました。

そして、これらの状況の変化を背景として、当社グループは現在、国際海上混載輸送を主力とする海上混載貨物業から総合物流業へと事業領域を拡大し、国際総合フレイトフォワード(注4)への変革を遂げようと努力しております。

事業領域拡大の具体的な戦略として、特に航空輸送、倉庫(具体的には、倉庫を利用した貨物受け入れや保管、輸送準備等の付帯業務(梱包・ラベル貼り等)を実施)、通関(具体的には、輸出入の税関申告及び税関申告以外の他法令に関わる申請、税関検査や租税納付の手配等)等の各事業に注力した結果、これらの売上高の比重が徐々に大きくなっており、その重要性が増しております。

また、一方では、アジアを中心に更にきめ細かなネットワークを構築する等海外事業展開を推し進めております。

(注1) Non-Vessel Operating Common Carrierの略です。船舶や航空機を所有せず、船会社や航空会社からスペースを借りて利用し、国際輸送を行う利用運送事業者のなかで主に海上輸送を行う事業者をNVOCCと呼びます。

(注2) 荷主の国際間の貨物の手配や管理、輸送を代行する業務を指します。

(注3) 従来当社が主軸としていた海上混載輸送以外の分野であり、積み地側と揚げ地側のあらゆる業務を総称して指します。具体的には、輸出入、通関、倉庫での保管、陸上輸送業、梱包等を指します。

(注4) 自らは船舶・トラック等の輸送手段や倉庫を持たず、実運送事業者(船舶、航空、鉄道、貨物自動車等)や物流関連事業者(倉庫、通関、梱包等)を利用し、荷主の要望に応じてDoor-to-Door輸送等最適な輸送手段を提供する事業者で、当社が現在目指している物流ビジネスモデルです。更に近時は、サプライチェーンに携わり3PL事業サービス(荷主に対して物流改革を提案し、包括して物流業務を受託し遂行することを指します。)まで提供します。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。

当社グループの主要事業である国際貨物輸送事業は、日本発着の貨物量によって取引量が増減するため、海運市場に応じて運賃の変動が大きく、景気動向の影響を受けやすい事業です。具体的には、国内外の経済・景気動向、為替変動、顧客企業の輸送需要、政治的又は社会的要因、天災・悪天候、テロ攻撃や地域紛争、パンデミック等、様々な要因の影響を受ける可能性があります。当社グループが主に関わる国際物流市場では、2021年12月期の前半は新型コロナウイルス感染症が世界的に拡大し、世界各地で経済活動が制約されたことにより、国際輸送の需要が大きく落ち込みました。また、その後の社会経済活動の再開や景気回復により輸送需要が拡大する一方、海上輸送のスペース不足や米国における港湾荷役の混雑、遅延等による海上コンテナ物流の混乱が起きました。2022年12月期においては、前年度における世界各地の経済活動制限により減少した国際輸送需要が大きく増加に転じた一方で、コンテナ不足及び港湾混雑等により海上貨物輸送スペースの供給不足により、需給の逼迫と運賃の上昇が継続しました。その後、新型コロナワクチンの普及等により活動制限の緩和、各国の経済政策等により、世界経済は回復し、2023年12月期においては、新型コロナウイルス感染症の影響は一服いたしました。ウクライナ情勢や中東紛争による世界情勢の不安定化、2024年12月期においても、紅海情勢の悪化に端を発した世界の主要な港湾における混雑や中国発の貨物輸送の増加によってコンテナスペースの需給が逼迫し、海上運賃は上昇傾向にあります。また日本国内におけるインフレに伴う物価の高止まり等、今後も景気の不透明な状況が続いており、今後も予断を許さない状況が続くことが想定されます。2023年度のわが国貿易におきましても、輸出は2022年度と比べて物価高や円安の影響等により金額では増加したものの、数量では減少しており、また、輸入は金額、数量ともに減少しました(出所：財務局貿易統計、国土交通省港湾局作成資料)。この輸送需要の低下基調は今後も当面続くと想定され、さらに、国内では「2024年問題」(働き方改革関連法によって2024年4月1日以降、自動車運転業務の年間時間外労働時間の上限が960時間に制限されることによって発生する問題の総称です。)等の人手不足を背景とした輸送コストの高騰がますます利益を圧迫すると思われる。

このような事業環境の中、当社グループは売上と利益の拡大による企業価値の向上をめざして2023年2月に第5次中期経営計画(2023年～2027年)(以下「本中期経営計画」といいます。)を策定し、2027年度売上高700億円、親会社株主に帰属する当期純利益50億円を主要な指標として取り組んでおります。本業である混載貨物輸送の2023年度国内トップであるシェア(注5)の維持拡大を図りつつ「第二の本業」としてフォワーディングを徹底的に拡大し、真の国際総合フレイトフォワーダーを目指す方針を実現し、更にそれ以降も長期的な成長を実現していく上では、下記の取組みが必須であると考えています。

(注5) 社団法人国際フレイトフォワーダーズ協会「国際複合輸送実績報告書」によれば、2023年度の正会員数は531社であり、また、全体の2023年度輸出LCL(Less than Container Load:混載輸送)数量は1,957千RT(注6)です。当社の集計によれば、当社の2023年度における輸出LCL数量は357.3千RTであり、2023年度の全体の輸出LCL数量の18.3%のシェアを獲得しているところ、当社の推計上、当該シェアは国内トップです。

(注6) Revenue Tonの略。運賃や諸料金を計算する際に利用される単位で、貨物のメジャー(容積トン)とウェー
ト(重量トン)を比較し、どちらか大きい方を適用する容量のことを指します。

(a)DX推進

これまでの業務関連及び予実管理は一部アナログ的なシステム運用であったところ、抜本的な見直しを加速し、徹底的な業務効率化を図りたいと考えております。加えて、デジタルツールを確立し、ユーザー・インターフェース(注7)の向上や、直荷主(注8)に対するマーケティング等の施策を推進し、顧客に対しユーザーマインドに沿ったサービスの提供を図りたいと考えております。

(注7) 従来は社内でのインターフェースのみの活用に留まっていたCRM(注9)を更に強化し、顧客へのユーザーフェースへの活用に拡大することを指します。

(注8) 主に商社、製造業のことを指し、輸出入通関の主体者となる荷主を指します。

(注9) Customer Relationship Managementの略で、顧客情報と交渉履歴を記録化することで顧客との良好な関係を構築し、業務推進に活かすツールを指します。

(b)抜本的な業務改革

当社グループの経営においては、人材が最大の資本と考えております。当社グループが、本業である混載の国内トップであるシェアの維持拡大を図りつつ「第二の本業」としてフォワーディングを徹底的に拡大するためには、国内子会社であるフライングフィッシュ株式会社や株式会社ユーシーアイエアフレイトジャパンとの人材交流も含めた、グループ全体の組織編成と最適な人員配置、人材教育の強化とプロ人材の採用を拡大したいと考えております。具体的には、人事コンサルティングを活用の上、給与体系、ジョブローテーション、教育制度、考課制度、働き方改革に関する制度等を抜本的に見直し、活力ある筋肉質な組織づくりを図りたいと考えております。

加えて、海外代理店との強固な取引関係を構築し、日本から現地及び現地から日本への輸出入取引の取引件数の拡充等、効率的なネットワークのさらなる拡充を図りたいと考えております。

(c)事業領域の拡大

当社グループが、本業である混載の国内トップであるシェアの維持拡大を図りつつ「第二の本業」としてフォワーディングを徹底的に拡大するためには、上記(a)及び(b)に代表されるオーガニック(注10)な成長に加えて、M&Aを通じた当社グループに必要な機能(倉庫・トラック輸送機能等)の獲得、またアライアンス(注11)を通じた当社グループが進出できていない地域や分野(具体的にはフォワーディングの重貨物等)におけるネットワークの拡大も積極的に行いたいと考えております。

(注10) 企業の内部に蓄積されたサービスなど、本業(既存事業)を活かして自律的に収益を拡大させることを指します。

(注11) 複数の企業がそれぞれの持ち味を活かして、協力関係を築き、双方がメリットを享受することを指します。

一方で、IAパートナーズとしても、2021年3月の設立以降、投資先を模索する中で、物流業界に関する知見を蓄積してきたとのことです。その一環で2024年3月にIAパートナーズより面談を要請し、2024年5月以降数回に亘り当社と面談を実施し、当社の事業、競合環境及び成長戦略に対する理解を深めてきたとのことです。具体的には、IAパートナーズは、2024年3月12日にIAパートナーズから当社に対し面談の申入れを行ったことを契機として、当社との間で、同日から2024年9月27日までの間、合計12回に亘りIAパートナーズと当社の成長戦略に関する議論を実施したとのことです。これらの面談を通じて、当社は主力である海上混載輸送における草分け的存在であり、長年の実績と顧客からの信頼を積み上げることでリーディングカンパニーとしての地位を築いてきたと認識するに至ったとのことです。一方、物流業界では、上記の「2024年問題」等による人手不足を契機にデジタル化の進展や業界の垣根を超えた再編等が加速しており、今後は海上混載輸送業界においてもデジタルフォワード（従来の海上輸送・航空輸送・通関手配・陸送手配などのフォワーディングサービスに加えて、顧客の貿易業務を効率化するクラウドサービスを提供する事業者）のシェア拡大や海運・航空会社のLCLを含めた各種物流サービスの内製化による競争激化が想定されるとのことです。2021年以降物流業界に関する知見を蓄積していく中で、かかる業界動向を踏まえ、当社が今後も持続的に成長し各ステークホルダーに対して付加価値を創造し続けるためには、海上混載輸送業界における地位のさらなる向上が不可欠との考えに至ったとのことです。IAパートナーズは、その実現に向けて具体的に以下の施策の実行が必要と考えているとのことです。

() デジタルツールの活用による営業力強化を通じた受注拡大及び顧客開拓

IAパートナーズは、当社の中長期的な競争力強化にはデジタル化の推進が不可欠と考えているとのことです。具体的には、当社は海上混載輸送業界におけるリーディングカンパニーとして、既に多くのフォワーダー事業者（荷主から貨物を預かり、実運送人の輸送機関を利用して貨物の運送の取り次ぎを行う業者）と取引を有しておりますが、デジタルツールを顧客データの管理に活用し、顧客との接点拡充や当社が提供するWEBサイト・クラウドサービスの利便性改善、発注事務負担の軽減等を実現することで顧客満足度の向上や営業活動の効率化が実現可能であり、既存顧客からの受注拡大や効率の観点で営業活動を実施できていなかった中小荷主等の新規顧客開拓が可能になると考えているとのことです。

() IAパートナーズのノウハウを活用した経営管理体制の強化

IAパートナーズは、過去に実行した多数の投資案件において、投資先企業の経営陣に対して、成長戦略の策定や事業計画の作成、経営管理指標の導入・運営を通じた経営の可視化を支援してきたとのことです。これらの実績を通じて培ってきた豊富な経営ノウハウを当社に提供することで、M&A戦略の構築や適切なKPIの導入、ガバナンス体制の強化等の領域における支援が可能と考えているとのことです。また、IAパートナーズの経営ノウハウを活用した経営管理の高度化は、当社の中長期的な企業価値向上に向けた成長サイクルの土台構築に繋がると考えているとのことです。

但し、IAパートナーズは、上記の施策を通じて当社の持続的な成長を実現するためには、大胆な事業構造の改革が必要であると考えているとのことです。その過程においては、中長期的にみれば大きな成長が見込まれる機会であったとしても、短期的には当社の利益に直接貢献しない可能性があり、さらに、上場を維持したままこれらの施策を実施すれば、短期的には資本市場から必ずしも十分な評価を得ることができず、当社の株価にマイナスの影響を及ぼす可能性があると考えているとのことです。このため、2024年8月上旬、当社が上場を維持したままでの成長の実現は困難であるとの認識に至ったとのことです。

そこで、IAパートナーズは、当社に対して、本公開買付けに関する概要及び本取引後の経営方針について、2024年9月27日に初期的な意向を表明する提案書（以下「本提案書」といいます。）を提出したとのことです。IAパートナーズは、本提案書において、本取引に関する協議を開始したい旨のほか、IAパートナーズの会社概要や投資実績、IAパートナーズが想定している当社の事業上の課題、本取引後、当社の役職員に対してストックオプション等のインセンティブ・プランの導入を検討している旨、IAパートナーズによるデュー・ディリジェンスの受入れ及び一定期間の独占交渉権の付与する旨の確認書の締結が、本取引に関する協議を進める上での前提条件である旨等を当社に対して説明したとのことです。

これに対して、当社は、2024年9月27日、IAパートナーズから本取引に関する協議を開始したい旨の本提案書を受領した際に、当社はIAパートナーズ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、IAパートナーズとの間で交渉するため、当社グループ、公開買付者グループ、戸田氏及びエーエスティ並びに本取引の成否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(以下「アンダーソン・毛利・友常法律事務所」といいます。)を2024年10月中旬に選任しました。その後、当社は、2024年10月30日開催の取締役会における決議により、当社にてIAパートナーズによるデュー・ディリジェンスの受入れ及び独占交渉権の付与を実施し、本取引について本格的な検討を進める旨の確認書(以下「本確認書」といいます。)をIAパートナーズに提出することを承認の上、2024年11月15日に、本確認書をIAパートナーズに提出した上で、IAパートナーズとの間で、本取引を実施する場合における公表日等の各種日程について確認しました。また、当社は、当社グループ、公開買付者グループ、戸田氏及びエーエスティ並びに本取引の成否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(以下「三菱UFJ銀行」といいます。)財務開発室(以下「三菱UFJ銀行財務開発室」といいます。)を2024年12月中旬に選任しました。

また、IAパートナーズは、当社との協議を行うにあたり、2024年10月下旬、当社グループ、公開買付者グループ、戸田氏及びエーエスティから独立したファイナンシャル・アドバイザーとして野村證券株式会社を、リーガル・アドバイザーとして森・濱田松本法律事務所外国法共同事業を選任したとのことです。その後、上記のとおり当社から2024年11月15日に、当社にてIAパートナーズによるデュー・ディリジェンスの受入れ及び独占交渉権の付与を実施し、本取引について本格的な検討を進める旨の本確認書を受領したため、検討の一環として、2024年11月中旬から2025年1月中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。

公開買付者グループは、2025年2月7日、当該デュー・ディリジェンスの結果等を踏まえ、当社に対し、本公開買付けと本自己株式取得を組み合わせた本取引のストラクチャーを提案するとともに、当社株式1株当たりの本公開買付価格を3,955円(3,955円は、当該提案がなされた2025年2月7日の前営業日である2025年2月6日の東京証券取引所プライム市場における当社株式の終値2,615円に対して51.24%(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。)、同日までの直近1ヶ月間の終値単純平均値2,588円(小数点以下を四捨五入しております。以下、終値単純平均値の計算において同じです。)に対して52.82%、同日までの直近3ヶ月間の終値単純平均値2,707円に対して46.10%、同日までの直近6ヶ月間の終値単純平均値2,738円に対して44.45%のプレミアムをそれぞれ加えた金額です。)とする、初回提案(以下「初回提案」といいます。)を書面で行ったとのことです。

これに対し、同月10日、公開買付者グループは、当社より、初回提案における提案価格は、当社の一般株主にとって十分な価格であるとは到底言えないとして、本公開買付価格の再検討を要請されたとのことです。

これを受けて、同月17日、公開買付者グループは、本公開買付価格を4,005円(前営業日時点の東京証券取引所プライム市場における当社株式の株価終値2,495円に対して60.52%)、同日までの直近1ヶ月間の終値単純平均値2,564円に対して56.20%、同日までの直近3ヶ月間の終値単純平均値2,680円に対して49.44%、同日までの直近6ヶ月間の終値単純平均値2,736円に対して46.38%のプレミアムをそれぞれ加えた金額)とする再提案(以下「第2回提案」といいます。)を行ったとのことです。

これに対し、同月21日、公開買付者グループは当社より、第2回提案における提案価格は、当社の一般株主にとって十分な価格であるとは言えないとして、本公開買付価格の再検討を要請されたとのことです。

これを受けて、同月26日、公開買付者グループは、本公開買付価格を4,035円(前営業日時点の東京証券取引所プライム市場における当社株式の株価終値2,457円に対して64.22%)、同日までの直近1ヶ月間の終値単純平均値2,540円に対して58.86%、同日までの直近3ヶ月間の終値単純平均値2,641円に対して52.78%、同日までの直近6ヶ月間の終値単純平均値2,729円に対して47.86%のプレミアムをそれぞれ加えた金額)とする再提案(以下「第3回提案」といいます。)を行ったとのことです。

これに対し、同月28日、公開買付者グループは当社より、第3回提案における提案価格は、当社の一般株主にとって未だ十分な価格であるとは言えないとして、本公開買付価格の再検討を要請されたとのことです。

これを受けて、同年3月4日、公開買付者グループは、本公開買付価格を4,045円(前営業日時点の東京証券取引所プライム市場における当社株式の株価終値2,502円に対して61.67%)、同日までの直近1ヶ月間の終値単純平均値2,500円に対して61.80%、同日までの直近3ヶ月間の終値単純平均値2,610円に対して54.98%、同日までの直近6ヶ月間の終値単純平均値2,721円に対して48.66%のプレミアムをそれぞれ加えた金額)とする再提案(以下「第4回提案」といいます。)を行ったとのことです。

これに対し、同日、公開買付者グループは当社より、当社の一般株主の保護の観点から、さらなる提案価格の引き上げを検討するよう要請されたとのことです。

これを受けて、同日、公開買付者グループは、本公開買付価格を第4回提案より引き上げた4,065円(前営業日時点の東京証券取引所プライム市場における当社株式の株価終値2,502円に対して62.47%)、同日までの直近1ヶ月間の終値単純平均値2,500円に対して62.60%、同日までの直近3ヶ月間の終値単純平均値2,610円に対して55.75%、同日までの直近6ヶ月間の終値単純平均値2,721円に対して49.39%のプレミアムをそれぞれ加えた金額)とする再提案(以下「最終提案」といいます。)を行ったとのことです。

これに対し、同月5日、公開買付者グループは当社より、本特別委員会(下記「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」において定義します。以下同じです。)が本特別委員会における独自の第三者算定機関である株式会社ブルータス・コンサルティング(以下「ブルータス・コンサルティング」といいます。)よりフェアネス・オピニオンを取得することを前提に、最終提案に応諾する旨の書面回答を受領したとのことです。また、公開買付者グループは当社より、同月6日、下記「(3)算定に関する事項」の「本特別委員会における独立した第三者算定機関からの株式価値算定書及びフェアネス・オピニオンの取得」に記載のとおり、本特別委員会が、ブルータス・コンサルティングから、本公開買付価格である4,065円が、当社の少数株主にとって財務的見地から公正なものとする旨の同日付のフェアネス・オピニオン(以下「本フェアネス・オピニオン」といいます。)を取得したことから、最終提案に応諾する旨の書面回答を改めて受領したとのことです。

上記当社の回答を踏まえ、IAパートナーズは、企業価値向上の施策、経営及び事業運営の計画、当社の直近の業績、当社に対するデュー・ディリジェンスの結果、当社株式の市場価格の動向、経済情勢、当社の取締役会及び本特別委員会による本公開買付けへの賛同の可否、当社株主の本公開買付けへの応募の見通しも考慮し、2025年3月7日に本公開買付価格を4,065円として、本取引の一環として公開買付者を通じて本公開買付けを実施することを決定したとのことです。

本公開買付け後の経営方針

上記「本公開買付けの概要」に記載のとおり、公開買付者は、本公開買付けが成立した後の経営方針について、IAパートナーズは、当社が今まで築き上げてきた事業基盤を活かしつつ、IAパートナーズが有する豊富な経営ノウハウを提供することで、当社の企業価値向上に向けた経営を推進する予定であるとのことです。

本公開買付け後の当社の経営体制・取締役会の構成については、役員派遣の有無その他人事に関する事項を含め、本書提出日現在、本取引後の経営方針について当社と合意している事項はなく、本取引後、当社と協議しながら決定していく予定ですが、公開買付者としては、IAパートナーズが指名する者複数名を当社に対して役員として派遣すること及び原則として現在の経営体制を維持することを想定しているとのことです。

また、本公開買付け後の当社の役職員については、現時点で決定している具体的な方針はないものの、原則として現在の処遇を維持・向上させることを目指すとのことです。加えて、当社の役職員に対してストックオプション等のインセンティブ・プランの導入を予定しており、公開買付者及び当社の役職員が一丸となって、当社の中長期的な企業価値向上を図る体制を構築する予定であるとのことです。

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

() 検討体制の構築の経緯

当社は、本中期経営計画策定当時、転換点を迎えている事業環境下において、上記「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DX推進、抜本的な業務改革、事業領域の拡大等の取組みを先延ばしにすると、当社グループの中長期的な競争力の低下に繋がるおそれがあるため、上記施策の早期かつ着実な実行が、当社グループの経営戦略上極めて重要であると考えていました。しかしながら、こうした積極的な投資の継続や経営・事業基盤の変革等の取組みは、中長期的には当社グループの企業価値向上に資するものであったとしても、短期的には一時的な利益水準の低下やキャッシュ・フローの悪化をもたらすリスクがあると考えていました。一方、資本市場においては、中長期的な視点に立った積極的な成長施策よりも短期的な収益性確保が先行される傾向が近年更に強まっていると考えていました。このような環境下において、当社が上場を維持したまま、上記施策を講じる場合には、当社グループの本源的な成長を達成するための戦略と資本市場からの期待に乖離が生じて、必ずしも十分な評価を得ることができず、当社の株価に悪影響を及ぼし、既存株主の皆様にも不利益を与える可能性も否定はできないと考えていました。

そのため、当社は、2023年9月頃、機動的かつ柔軟に経営課題に対処し、事業拡大及び経営基盤の強化を推進して当社の企業価値を高めていくための様々な選択肢を模索しておりました。そのような状況の中、2021年3月のIAパートナーズの設立以降、IAパートナーズとは、客観的な立場に立った当社の事業環境の分析、当社の業界内での位置付け、今後の中長期的に目指す経営の在り方、法改正等に伴った対処すべき事項等、ビジネス面で多岐に亘るディスカッションを長きに亘り継続的に実施してまいりました。また、IAパートナーズ主導の下、当社事業について深掘りを実施、当社経営陣及び次世代リーダーとIAパートナーズにて当社の成長戦略に関する議論を実施し、中長期的な成長を通じた当社の企業価値向上のための取組みに対して付加価値を提供することを期待できる戦略的パートナーの下で、株式市場からの短期的な業績期待に左右されない状況下で十分な事業投資、大胆な経営改革を行うために当社株式を非公開化することを選択肢の一つとして2024年4月頃から本格的に考えるに至りました。具体的には、当社は、2024年3月12日にIAパートナーズから面談の申入れを受けたことを契機として、同日から2024年9月27日までの間、合計12回に亘りIAパートナーズと当社の成長戦略に関する議論を実施しました。

一方、その間にも事業会社を含む複数の企業と非公開化を含めた資本政策に関する議論を行ってまいりましたが、いずれの企業からも正式な諸条件の提示はありませんでした。

かかる状況下、IAパートナーズより、持続的な成長のため、中長期的な事業戦略に基づき、本提案書を2024年9月27日に受領し、今後、IAパートナーズによるデュー・ディリジェンスの受入れ及び一定期間の独占交渉権を付与する旨の確認書の締結が、本取引を進める上での前提条件である旨、提案を受けました。その際、IAパートナーズに対して当該提案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、IAパートナーズ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、IAパートナーズから本提案書を受領したことから、経済産業省が2023年8月31日に公表した「企業買収における行動指針」を踏まえ、当社における検討プロセスの公正さと透明性を確保しつつ、真摯な検討を行う観点より、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、当社グループ、公開買付者グループ、戸田氏及びエーエスティ並びに本取引の成否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、2024年10月上旬から当社の独立社外取締役(監査等委員を含む。)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。そして、当社は、IAパートナーズとの間で交渉するため、当社グループ、公開買付者グループ、戸田氏及びエーエスティ並びに本取引の成否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2024年10月中旬に選任しました。その上で、同年10月30日開催の臨時取締役会における決議により、敏森廣光氏(当社の監査等委員である独立社外取締役)、矢部光識氏(当社の独立社外取締役)、及び高橋明人氏(弁護士、高橋・片山法律事務所)の3名から構成される特別委員会(以下「本特別委員会」といいます。本特別委員会の設置等の経緯、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「当社における独立した特別委員会の設置及び特別委員会からの答申書の取得」をご参照ください。)を設置いたしました。

その上で同日開催の臨時取締役会における決議により、当社の経営課題等を熟知したIAパートナーズと本取引に関して進めることは、中長期的な企業価値向上に資するものであり、本取引の機会を逸することは既存株主の皆様様に不利益を与える可能性も否定できないことから、本提案書に対して、IAパートナーズによるデュー・ディリジェンスの受入れ及び独占交渉権の付与を実施する本確認書の提出を決議し、2024年11月15日に本確認書をIAパートナーズへ提出いたしました。

そして、当社グループ、公開買付者グループ、戸田氏及びエーエスティ並びに本取引の成否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2024年12月中旬に選任しました。

また、当社は2024年12月13日開催の取締役会における決議により、本特別委員会に対し、()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。)、()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、()本取引において、公正な手続き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、()上記()乃至()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、()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「当社における独立した特別委員会の設置及び特別委員会からの答申書の取得」をご参照ください。)。なお、本特別委員会は、下記「(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「特別委員会における独立した第三者算定機関からの株式価値算定書及びフェアネス・オピニオンの取得」に記載のとおり、本特別委員会に付与された権限に基づき、2025年2月19日、独自の第三者算定機関としてブルータス・コンサルティングを選任する旨を決定しております。

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「当社における独立した特別委員会の設置及び特別委員会からの答申書の取得」に記載のとおり、本特別委員会において、当社のファイナンシャル・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。

()検討・交渉の経緯

当社は、2024年9月27日、IAパートナーズから本取引に関する協議を開始したい旨の本提案書を受領しましたが、それ以前から、2021年3月のIAパートナーズの設立以降、長きに亘り当社の成長・発展に関して継続的に意見交換を実施してまいりました。(なお、本提案書を受領した際に、当社はIAパートナーズに対して本取引に関する協議を開始したい旨の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、IAパートナーズとの間で交渉するため、当社グループ、公開買付者グループ、戸田氏及びエーエスティ並びに本取引の成否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2024年10月中旬に選任し、2024年10月30日開催の取締役会における決議により、当社にてIAパートナーズによるデュー・ディリジェンスの受入れ及び独占交渉権の付与を実施し、本取引について本格的な検討を進める旨の本確認書をIAパートナーズに提出することを承認の上、IAパートナーズからの本提案書の受領後である2024年11月15日に、本確認書をIAパートナーズに提出した上で、IAパートナーズとの間で、本取引を実施する場合における公表日等の各種日程について確認しました。)。そして、当社グループ、公開買付者グループ、戸田氏及びエーエスティ並びに本取引の成否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2024年12月中旬に選任しました。

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、公開買付者グループ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、当社は、公開買付者グループから、2025年2月7日に、当社株式1株当たりの公開買付価格を3,955円(3,955円は、当該提案がなされた2025年2月7日の前営業日である2025年2月6日の東京証券取引所プライム市場における当社株式の終値2,615円に対して51.24%、同日までの直近1ヶ月間の終値単純平均値2,588円に対して52.82%、同日までの直近3ヶ月間の終値単純平均値2,707円に対して46.10%、同日までの直近6ヶ月間の終値単純平均値2,738円に対して44.45%のプレミアムをそれぞれ加えた金額です。)とする、初回提案を書面で受領しました。当社は、2025年2月10日、初回提案に対して、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、当社の一般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、当社は、公開買付者グループから、2025年2月17日に、本公開買付価格を4,005円(前営業日時点の東京証券取引所プライム市場における当社株式の株価終値2,495円に対して60.52%)、同日までの直近1ヶ月間の終値単純平均値2,564円に対して56.20%、同日までの直近3ヶ月間の終値単純平均値2,680円に対して49.44%、同日までの直近6ヶ月間の終値単純平均値2,736円に対して46.38%のプレミアムをそれぞれ加えた金額)とする第2回提案を受けました。当社は、第2回提案を受けて、2025年2月21日、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、依然として、当社の一般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、当社は、公開買付者グループから、2025年2月26日に、本公開買付価格を4,035円(前営業日時点の東京証券取引所プライム市場における当社株式の株価終値2,457円に対して64.22%)、同日までの直近1ヶ月間の終値単純平均値2,540円に対して58.86%、同日までの直近3ヶ月間の終値単純平均値2,641円に対して52.78%、同日までの直近6ヶ月間の終値単純平均値2,729円に対して47.86%のプレミアムをそれぞれ加えた金額)とする第3回提案を受けました。当社は、第3回提案を受けて、2025年2月28日、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、依然として、当社の一般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、当社は、公開買付者グループから、同年3月4日、本公開買付価格を4,045円(前営業日時点の東京証券取引所プライム市場における当社株式の株価終値2,502円に対して61.67%)、同日までの直近1ヶ月間の終値単純平均値2,500円に対して61.80%、同日までの直近3ヶ月間の終値単純平均値2,610円に対して54.98%、同日までの直近6ヶ月間の終値単純平均値2,721円に対して48.66%のプレミアムをそれぞれ加えた金額)とする第4回提案を受けました。当社は、第4回提案を受けて、三菱UFJ銀行及財務開発室及びブルータス・コンサルティングが試算した当社理論株価の算定レンジを踏まえ、当社の一般株主の保護の観点から、さらなる提案価格の引き上げを検討するよう要請いたしました。その後、当社は、公開買付者グループから、同日、本公開買付価格を4,065円(前営業日時点の東京証券取引所プライム市場における当社株式の株価終値2,502円に対して62.47%)、同日までの直近1ヶ月間の終値単純平均値2,500円に対して62.60%、同日までの直近3ヶ月間の終値単純平均値2,610円に対して55.75%、同日までの直近6ヶ月間の終値単純平均値2,721円に対して49.39%のプレミアムをそれぞれ加えた金額)とする最終提案を受けました。これに対し、当社は、最終提案を受けて、同年3月5日、三菱UFJ銀行財務開発室及びブルータス・コンサルティングによる当社株式の株式価値算定結果や他社の類似案件におけるプレミアム実例の内容等を総合的に考慮し、慎重に検討した結果、本特別委員会がブルータス・コンサルティングから、フェアネス・オピニオンを取得することを前提に、最終提案を応諾する旨を書面で回答しました。また、当社は、同月6日、下記「(3) 算定に関する事項」の「本特別委員会における独立した第三者算定機関からの株式価値算定書及びフェアネス・オピニオンの取得」に記載のとおり、本特別委員会が、本フェアネス・オピニオンを取得したことから、公開買付者グループに対し、最終提案を応諾する旨を改めて書面で回答しました。

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2025年12月期から2029年12月期までの事業計画(以下「本事業計画」といいます。なお、当社の取締役である戸田幸子氏は、本取引に関してエーエスティの80%の株式を保有しているところ、事業計画の作成に関与しておりません。以下同じです。)の内容、重要な前提条件及び作成経緯等の合理性について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。

そして、当社は、2025年3月6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「 当社における独立した特別委員会の設置及び特別委員会からの答申書の取得」をご参照ください。)

()判断内容

以上の経緯の下で、当社は、2025年3月7日開催の当社取締役会において、三菱UFJ銀行財務開発室から受けた財務的見地からの助言及び三菱UFJ銀行財務開発室から2025年3月6日付で提出を受けた当社株式の株式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。)の内容、本特別委員会を通じて3月6日付でブルータス・コンサルティングから提出を受けた当社株式の株式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(ブルータス・コンサルティング)」)及び本フェアネス・オピニオン並びにアンダーソン・毛利・友常法律事務所から受けた法的見地からの助言を踏まえつつ、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、及び本公開買付けを含む本取引に係る諸条件が妥当なものか否かについて、慎重に協議及び検討を行いました。

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っては、当社の少数株主の皆様利益を図るため、意思決定プロセスにおける慎重な精査の必要性、上場維持コストや上場関連業務の必要性、長期的な視点からの各種投資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、これらの負担及び限界を取り除くことが可能になると考えています(これらの負担及び限界の内容及び、本取引の実行によりこれらの負担及び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)乃至(e)をご参照ください。)。そして、当社は、これらの負担及び限界を除くことで、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各種投資の実行が可能となることから、当社グループのさら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、2025年3月7日に判断いたしました。

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) 長期的な視点からの各種投資による競争力強化

当社グループが、現在推進している本中期経営計画では、本業である混載の国内トップであるシェアの維持拡大を図りつつ「第二の本業」としてフォーワーディングを徹底的に拡大し、真の国際総合フレイトフォワードを目指す方針を実現するため、M&A、IR活動の深化等、各種投資戦略の推進を行っております。

これらの投資に際しては、当社が上場を維持した状態での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各種投資の実行、公開買付者グループが保有する豊富な資金力や人的リソース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各種投資の実行や、公開買付者グループが保有する豊富な資金力や人的リソースの総合的な活用の推進が、当社の競争力強化に繋がるものとも考えております。

(b)DX投資の実現

当社は、DX投資の実現により、これまでの業務関連及び予実管理の抜本的な見直しを加速し、徹底的な業務効率化を図ることに加え、デジタルツールを確立し、ユーザー・インターフェースの向上や、直荷主に対するマーケティング等の施策を推進し、顧客に対しユーザーマインドに沿ったサービスの提供を図りたいと考えております。

当社は、DX投資の実現に際しては、資金力や人的リソース等の観点から限界があると考えていたところ、下記(d)及び(e)による資金の確保に加え、公開買付者グループが保有する豊富な資金力や人的リソースを活用することにより、DX投資の実現が可能になると考えております。

(c)抜本的な業務改革の実現

当社グループの経営においては、人材が最大の資本と考えております。当社グループが、本業である混載の国内トップであるシェアの維持拡大を図りつつ「第二の本業」としてフォーワーディングを徹底的に拡大するためには、国内子会社であるフライングフィッシュ株式会社や株式会社ユーシーアイエアフレイトジャパンとの人材交流も含めた、グループ全体の組織編成と最適な人員配置、人材教育の強化とプロ人材の採用を拡大したいと考えております。当社は、抜本的な業務改革の実現に際しては、資金力や人的リソース等の観点から限界があると考えていたところ、下記(d)及び(e)による資金の確保に加え、公開買付者グループが保有する豊富な資金力や人的リソースを活用することにより、抜本的な業務改革の実現が可能になると考えております。

(d)配当廃止に伴う自己資本の積上げ、各種投資の実施

当社株式の上場を維持するため、株主に対して経済的利益である配当を還元する必要性があり、当社においても現在年間約7億円強の配当金を計上しております。本取引により公開買付者のみが当社の株主となり非公開化することによって、配当金の支払を廃止でき、自己資本の積上げ、M&A投資、人的資本への投資(含む待遇改善)の実施が可能になるものと考えております。

(e)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・コードの改訂等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、当社においても現在年間約1億円の市場維持コストを計上しております。本取引により公開買付者のみが当社の株主となり非公開化することによって、市場維持コスト及び市場維持のための業務負担を軽減でき、自己資本の積み上げ、M&A投資、人的資本への投資(含む待遇改善)の実施が可能になるものと考えております。

なお、当社株式の非公開化を行った場合には、上場会社として当社が享受してきた社会的な信用力及び知名度の向上による優れた人材の確保及び取引先との関係の構築等に影響を及ぼす可能性が考えられます。しかしながら、当社グループはLCL事業を主業とする同業他社が全て非上場会社でもあり、特にLCL事業については2023年度国内シェアトップでもあることから、非公開化後も消費者や取引先からの認知について影響は小さいと考えております。また、非公開化後は不要となる配当資金を原資として雇用環境の改善を図る等、従業員のモチベーションを低下させない施策を検討しているため、優れた人材の確保は可能であり、非公開化を通じて付加価値・競争力を高め、持続的に成長することは、従業員の士気の維持・向上に繋がるものと考えております。加えて、当社株式の非公開化により、資本市場からのエクイティ・ファイナンスによる資金調達を行うことができなくなるものの、既存行を中心とした間接金融に加えて、必要に応じてIAパートナーズからのエクイティを通じた資金支援を予定しており、当該デメリットが当社グループの事業に与える影響は大きくないと考えられます。従って、当社取締役会は、本公開買付けを含む本取引により当社株式を非公開化することが、当社グループの企業価値の向上に資するものであると判断いたしました。

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4,065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「 当社における独立した第三者算定機関からの株式価値算定書の取得」に記載の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、類似会社比較分析による算定結果及びディスカ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。

(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2025年3月6日を基準日として、基準日の直近取引成立日である2025年3月6日の東京証券取引所プライム市場における当社株式の終値2,533円に対して60.48%、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2,485円に対して63.58%、同直近3ヶ月間の取引成立日の終値単純平均値2,593円に対して56.77%、同直近6ヶ月間の取引成立日の終値単純平均値2,716円に対して49.67%のプレミアムが加算されたものであり、本取引が上場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、2025年3月6日までに成立した事例のうち、国内上場企業を対象とし完全子会社化を企図した上限が付されていない他社株公開買付けの事例(マネジメント・バイアウト(MBO)(注)及び公開買付価格のプレミアムが公表日前営業日の終値に対してマイナスとなる公開買付け(いわゆるディスカウントTOB)の事例を除きます。)103件における、公表日の前営業日の終値、並びに直近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44.64%、直近1ヶ月間の終値単純平均値に対して45.84%、直近3ヶ月間の終値単純平均値に対して49.26%及び直近6ヶ月間の終値単純平均値に対して51.74%)との比較において、本公開買付価格は、公表日の前営業日の終値、並びに直近1ヶ月間、直近3ヶ月間及び直近6ヶ月間の終値単純平均値に対するプレミアム(それぞれ60.48%、63.58%、56.77%、49.67%)であることから、本公開買付価格は当社株式の市場株価に対して合理的な水準のプレミアムが付されたものと評価できると考えられること。

(注) 「マネジメント・バイアウト(MBO)」とは、公開買付者が当社の役員との合意に基づき公開買付けを行うものであって当社の役員と利益を共通にするものである取引をいいます。

(エ)当該価格が、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「 当社における独立した特別委員会の設置及び特別委員会からの答申書の取得」に記載のとおり、本特別委員会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、本公開買付けを含む本取引が当社の企業価値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条件は妥当なものであると判断し、2025年3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。

2025年3月7日開催の上記当社取締役会における意思決定過程の詳細については、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「 当社における利害関係を有しない取締役全員(監査等委員である取締役を含む。)の承認」をご参照ください。

(3) 算定に関する事項

当社における独立した第三者算定機関からの株式価値算定書の取得

()算定機関の名称並びに当社及び公開買付者との関係

当社は、本公開買付けに関する意見表明を行うにあたり、本公開買付価格に関する意思決定の過程における公正性を担保するため、当社グループ、公開買付者グループ、戸田氏及びエーエスティ並びに本取引の成否から独立した第三者算定機関である三菱UFJ銀行財務開発室に対して、当社株式の株式価値の算定を依頼しました。三菱UFJ銀行財務開発室は、当社グループ、公開買付者グループ、戸田氏及びエーエスティ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対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、銀行法(昭和56年法律第59号。その後の改正を含みます。以下同じです。)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。以下同じです。)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銀行財務開発室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グループ、公開買付者グループ、戸田氏及びエーエスティ並びに本取引の成否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銀行財務開発室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おりません。

また、本取引に係る三菱UFJ銀行財務開発室に対する報酬には、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定いたしました。

(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实性・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、従って、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又は許認可が、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。

()算定の概要

三菱UFJ銀行財務開発室は、本公開買付けにおいて、複数の算定手法の中から当社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下、当社の株式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、当社株式が東京証券取引所プライム市場に上場していることから市場株価分析を、当社と比較可能な上場会社が複数存在し、類似会社比較による当社の株式価値の類推が可能であることから類似会社比較分析を、将来の事業活動の状況を算定に反映するためにDCF分析を算定手法として用いて、当社の株式価値の算定を行い、当社は三菱UFJ銀行財務開発室から2025年3月6日付で本株式価値算定書を取得しております。

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	: 2,485円から2,716円
類似会社比較分析	: 3,296円から4,147円
DCF分析	: 3,841円から5,095円

市場株価分析においては、2025年3月6日を算定基準日として、東京証券取引所プライム市場における当社株式の基準日の直近取引成立日である2025年3月6日の終値2,533円、基準日までの直近1ヶ月間の終値単純平均値2,485円、直近3ヶ月間の終値単純平均値2,593円及び直近6ヶ月間の終値単純平均値2,716円を基に、当社株式の1株当たりの株式価値の範囲を2,485円から2,716円までと算定しております。

類似会社比較分析では、展開する事業の類似性の観点から当社と類似性があると判断される類似上場会社の市場株価及び収益性等を示す財務指標との比較を通じて、当社株式の株式価値算定を行い、当社株式の1株当たりの株式価値の範囲を3,296円から4,147円までと算定しております。

DCF分析では、当社が作成した本事業計画を基に、2025年12月期から2029年12月期までの5期分の事業計画における収益予測や投資計画、一般に公開された情報等の諸要素を前提として、当社が2024年12月期以降に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3,841円から5,095円までと算定しております。なお、三菱UFJ銀行財務開発室がDCF分析に用いた本事業計画においては、対前年度比較において大幅な増減益を見込んでいる事業年度は含まれておりませんが、大幅なフリー・キャッシュ・フローの増減を見込んでいる事業年度が含まれております。具体的には、2025年12月期は韓国及び国内の新倉庫の設備投資を織り込んでいるため、フリー・キャッシュ・フローは1,821百万円となる見込みであるものの、2026年12月期は設備投資が2025年12月期と比して減少するため、フリー・キャッシュ・フローは2,760百万円(939百万円の増加)を見込んでおります。また、三菱UFJ銀行財務開発室がDCF分析において前提とした当社作成の本事業計画は、本中期経営計画とは異なりますが、本中期経営計画の策定時から現在までの市場環境の変化、具体的には、ウクライナ情勢や中東紛争による世界情勢の不安定化、2024年12月期においても、紅海情勢の悪化に端を発した世界の主要な港湾における混雑や中国発の貨物輸送の増加によってコンテナスペースの需給が逼迫し、海上運賃は上昇傾向にあることや、足元の収益環境及び当社の業績等を踏まえ、当社がより現状に即した客観的かつ合理的と考える当該財務予測に基づいて企業価値を算定し、本公開買付価格の妥当性を検討することが適切であると判断いたしました。なお、当社が本取引のために本事業計画を作成するにあたり、本特別委員会は、当社より事業計画案の内容、重要な前提条件等について説明を受けるとともに、最終的な事業計画の内容、重要な前提条件及びその作成経緯等の合理性を確認したものであり、また、本中期経営計画と当該財務予測の数値との間に乖離が生じていることに関しても、本中期経営計画の策定時から現在までに市場環境が大きく変化していることから、足元の収益環境及び当社の業績等を踏まえ、本特別委員会においてその合理性を確認しております。

本特別委員会における独立した第三者算定機関からの株式価値算定書及びフェアネス・オピニオンの取得

()算定機関の名称並びに当社及び公開買付者との関係

本特別委員会は、本諮問事項の検討を行うにあたり、本公開買付価格を含む本取引に係る取引条件の妥当性を確保するために、当社グループ、公開買付者グループ、戸田氏及びエーエスティ並びに本取引の成否から独立した第三者算定機関であるブルータス・コンサルティングに対して、当社株式の株式価値の算定及び本公開買付価格の財務的観点からの公正性についての意見表明を依頼し、2025年3月6日付で、本株式価値算定書(ブルータス・コンサルティング)及び本フェアネス・オピニオンを取得いたしました。

ブルータス・コンサルティングは、当社グループ、公開買付者グループ、戸田氏及びエーエスティの関連当事者には該当せず、本公開買付けを含む本取引に関して重要な利害関係を有しておりません。また、本取引に係るブルータス・コンサルティングの報酬は、本取引の成否にかかわらず支払われる固定報酬のみであり、本公開買付けを含む本取引の成立等を条件に支払われる成功報酬は含まれておりません。

()算定の概要

ブルータス・コンサルティングは、本公開買付けにおいて、複数の算定手法の中から当社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下、当社の株式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、当社株式が東京証券取引所プライム市場に上場していることから市場株価法を、当社と比較可能な上場会社が複数存在し、類似会社比較による当社の株式価値の類推が可能であることから類似会社比較法を、将来の事業活動の状況を算定に反映するためにDCF法を算定手法として用いて、当社の株式価値の算定を行い、当社はブルータス・コンサルティングから2025年3月6日付で本株式価値算定書を取得しております。

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。

市場株価法	:2,485円から2,716円
類似会社比較法	:3,743円から3,926円
DCF法	:3,721円から4,198円

市場株価法においては、2025年3月6日を算定基準日として、東京証券取引所プライム市場における当社株式の基準日の直近取引成立日である2025年3月6日の終値2,533円、基準日までの直近1ヶ月間の終値単純平均値2,485円、直近3ヶ月間の終値単純平均値2,593円及び直近6ヶ月間の終値単純平均値2,716円を基に、当社株式の1株当たりの株式価値の範囲を2,485円から2,716円までと算定しております。

類似会社比較法では、展開する事業の類似性の観点から当社と類似性があると判断される類似上場会社の市場株価及び収益性等を示す財務指標との比較を通じて、当社株式の株式価値算定を行い、当社株式の1株当たりの株式価値の範囲を3,743円から3,926円までと算定しております。

DCF法では、当社が作成した本事業計画を基に、2025年12月期から2029年12月期までの5期分の事業計画における収益予測や投資計画、一般に公開された情報等の諸要素を前提として、当社が2024年12月期以降に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3,721円から4,198円までと算定しております。なお、ブルータス・コンサルティングがDCF法に用いた本事業計画においては、対前年度比較において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、ブルータス・コンサルティングがDCF法において前提とした当社作成の財務予測は、本中期経営計画とは異なりますが、本中期経営計画の策定時から現在までの市場環境の変化、具体的には、ウクライナ情勢や中東紛争による世界情勢の不安定化、2024年12月期においても、紅海情勢の悪化に端を発した世界の主要な港湾における混雑や中国発の貨物輸送の増加によってコンテナスペースの需給が逼迫し、海上運賃は上昇傾向にあることや、足元の収益環境及び当社の業績等を踏まえ、当社がより現状に即した客観的かつ合理的と考える当該財務予測です。なお、当社が本取引のために本事業計画を作成するにあたり、本特別委員会は、当社より事業計画案の内容、重要な前提条件等について説明を受けるとともに、最終的な事業計画の内容、重要な前提条件及びその作成経緯等の合理性を確認したものであり、また、本中期経営計画と当該財務予測の数値との間に乖離が生じていることに関しても、本中期経営計画の策定時から現在までに市場環境が大きく変化していることから、足元の収益環境及び当社の業績等を踏まえ、本特別委員会においてその合理性を確認しております。

()本フェアネス・オピニオンの概要

本特別委員会は、2025年3月6日付で、ブルータス・コンサルティングから、本公開買付価格である1株当たり4,065円が、当社の一般株主にとって財務的見地から公正である旨の本フェアネス・オピニオンを取得しております。

(注1) 本フェアネス・オピニオンは、当社が作成した事業計画に基づく当社株式の価値算定結果等に照らし、本公開買付価格である1株当たり4,065円が当社の一般株主にとって財務的見地から公正であることを意見表明するものです。

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

(注2) ブルータス・コンサルティングは、本フェアネス・オピニオンの作成及び提出並びにその基礎となる株式価値の算定を行うに際して、当社から提供され又は当社と協議した情報及び基礎資料、一般に公開されている資料について、それらが正確かつ完全であること、当社株式の株式価値の分析・算定に重大な影響を与える可能性がある事実でブルータス・コンサルティングに対して未開示の事実はないことを前提としてこれらに依拠しており、独自にそれらの調査、検証を実施しておらず、その調査、検証を実施する義務も負っておりません。

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

ブルータス・コンサルティングが、本フェアネス・オピニオンの基礎資料として用いた当社の事業見通しその他の資料は、当社の経営陣により当該時点における最善の予測と判断に基づき合理的に作成されていることを前提としており、ブルータス・コンサルティングはその実現可能性を保証するものではなく、これらの作成の前提となった分析若しくは予測又はそれらの根拠となった前提条件については、何ら見解を表明しておりません。

ブルータス・コンサルティングは、法律、会計又は税務の専門機関ではないとのことです。従って、ブルータス・コンサルティングは本公開買付けに関する法律、会計又は税務上の問題に関して何らかの見解を述べるものでもなければ、その義務を負うものではありません。

本フェアネス・オピニオンは、本特別委員会が当社から委嘱を受けた事項に対する答申を行うに際しての検討に供する目的で、本公開買付け価格の公正性に関する意見を財務的見地から表明したものです。従って、本フェアネス・オピニオンは、本公開買付けの代替的な選択肢となり得る取引との優劣、本公開買付けの実施によりもたらされる便益、及び本公開買付け実行の是非について、何ら意見を述べるものではありません。

本フェアネス・オピニオンは、本公開買付け価格が当社の一般株主にとって財務的見地から公正か否かについて、その作成日現在の金融及び資本市場、経済状況並びにその他の情勢を前提に、また、その作成日までにブルータス・コンサルティングが入手している情報に基づいてその作成日時における意見を述べたものであり、その後の状況の変化により本フェアネス・オピニオンの内容に影響を受けることがあるものの、ブルータス・コンサルティングは、そのような場合であっても本フェアネス・オピニオンの内容を修正、変更又は補足する義務を負うものではありません。また、本フェアネス・オピニオンは、本フェアネス・オピニオンに明示的に記載された事項以外、又は本フェアネス・オピニオンの提出日以降に関して、何らの意見を推論させ、示唆するものではありません。

ブルータス・コンサルティングは、当社の投資等を勧誘するものではなく、その権限も有していないとのことです。本フェアネス・オピニオンは、本公開買付け価格が当社の一般株主にとって財務的見地から不利益なものではなく公正なものであることについて意見表明するとともに、本公開買付け実行の是非及び本公開買付けに関する応募その他の行動について意見表明や推奨を行うものではなく、当社の発行する有価証券の保有者、債権者、その他の関係者に対し、いかなる意見を述べるものではありません。従って、ブルータス・コンサルティングは本フェアネス・オピニオンに依拠した株主及び第三者の皆様に対しても何らの責任も負うものではありません。

また、本フェアネス・オピニオンは、本公開買付け価格に関する当社取締役会及び本特別委員会の判断の基礎資料として使用することを目的としてブルータス・コンサルティングから提供されたものであり、他のいかなる者もこれに依拠することはできません。

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、本公開買付け価格を決定するにあたり、財務情報等の客観的な資料を参考にする等、当社株式の株式価値に関する諸要素を総合的に考慮し、かつ、当社及び本特別委員会との協議・交渉を踏まえて本公開買付け価格を決定しており、第三者算定機関からの算定書及びフェアネス・オピニオン等は取得していないとのことです。

(4) 上場廃止となる見込み及びその事由

当社株式は、本書提出日現在、東京証券取引所プライム市場に上場していますが、公開買付者は、本公開買付けにおいては、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、東京証券取引所の上場廃止基準に従い、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、本公開買付けに係る手続が完了した時点では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、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)」に記載の本スクイズアウト手続を実行することを予定しており、その場合に、当社株式は、東京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、当社株式を東京証券取引所プライム市場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「 本公開買付けの概要」に記載のとおり、本公開買付けにより当社株式の全て(但し、当社が所有する自己株式及びエーエスティ所有株式を除きます。)を取得できなかった場合には、本公開買付けの成立後、当社に対し、当社の株主を公開買付者及びエーエスティのみとし、当社株式を非公開化することを目的とした以下の本スクイズアウト手続を実施することを予定しているとのことです。

具体的には、公開買付者は、本公開買付けの決済完了後速やかに、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。)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臨時株主総会(以下「本臨時株主総会」といいます。)を2025年6月中旬を目途に開催することを当社に要請する予定であるとのことです。公開買付者は、当社の企業価値向上の観点から、本臨時株主総会を可能な限り早期に開催することが望ましいと考えており、本公開買付けの決済の開始後の近接する日(本書提出日現在において、2025年4月下旬を予定しているとのことです。)が本臨時株主総会の基準日となるように、当社に対して基準日設定公告を行うことを要請する予定であるとのことです(なお、本書提出日現在未定ですが、本公開買付けにおける買付け等の期間(以下「公開買付期間」といいます。)中に基準日設定公告が行われる可能性もあるとのことです。)。当社は、公開買付者からかかる要請を受けた場合には、かかる要請に応じる予定です。なお、公開買付者及びエーエスティは、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。

本臨時株主総会において本株式併合の議案について承認された場合には、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承認され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るとのことです。本株式併合により株式の数に1株に満たない端数が生じるときは、端数が生じた当社の株主の皆様に対して、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になるとのことです。

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各株主の皆様(但し、公開買付者、エーエスティ及び当社を除きます。)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算定した上で、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対して要請する予定であるとのことです。また、本株式併合の割合は、本書提出日現在において未定ですが、公開買付者が当社の発行済株式の全て(但し、当社が所有する自己株式及びエーエスティ所有株式を除きます。)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(但し、公開買付者、エーエスティ及び当社を除きます。)の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するよう当社に要請する予定であるとのことです。本株式併合に関する具体的な手続については、公開買付者と当社との間で協議の上、決定次第、当社が速やかに公表する予定であるとのことです。

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って、当社の株主の皆様(但し、公開買付者、エーエスティ及び当社を除きます。)は、当社に対し、その所有する株式のうち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るとのことです。

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(但し、公開買付者、エーエスティ及び当社を除きます。)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ので、本株式併合に反対する当社の株主の皆様(但し、公開買付者、エーエスティ及び当社を除きます。)は、上記申立てを行うことができるようになる予定であるとのことです。なお、上記申立てがなされた場合の当社株式の買取価格は、最終的には裁判所が判断することになるとのことです。

上記の手続については、関係法令の改正、施行、当局の解釈等の状況によっては、実施の方法及び時期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、本公開買付けに応募されなかった当社の各株主の皆様(但し、公開買付け者、エーエステイ及び当社を除きます。)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、その場合に当該各株主に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になるよう算定される予定であるとのことです。

本公開買付けは、本臨時株主総会における当社の株主の皆様の賛同を勧誘するものではありません。また、本公開買付けへの応募又は上記各手続における税務上の取扱いについては、株主の皆様において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

本書提出日現在、当社は公開買付者の子会社ではなく、本公開買付けは支配株主による公開買付けには該当いたしません。また、当社の経営陣の全部又は一部が公開買付者に直接又は間接に出資することも予定されておらず、本公開買付けを含む本取引は、いわゆるマネジメント・バイアウト(MBO)にも該当いたしません。

もっとも、公開買付者がエーエスティとの間で、本不応募契約を締結しており、また、本自己株式取得において当社がエーエスティから自己株式の取得を予定しているため、エーエスティと当社の少数株主の利害が必ずしも一致しない可能性があること、本公開買付けが当社を公開買付者の完全子会社とすることを目的とする本取引の一環として実施されることを踏まえ、本公開買付価格の公正性の担保、本公開買付け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を排除し、当社の意思決定の公正性、透明性及び客観性を確保し、利益相反の疑いを回避する観点から、以下のような措置を実施いたしました。なお、以下の記載のうち、公開買付者において実施した措置等については、公開買付者から受けた説明に基づくものです。

当社における独立した第三者算定機関からの株式価値算定書の取得

上記「(3) 算定に関する事項」の「 当社における独立した第三者算定機関からの株式価値算定書の取得」に記載のとおり、当社は、本公開買付けに関する意見を決定するにあたり、当社グループ、公開買付者グループ、戸田氏及びエーエスティ並びに本取引の成否のいずれからも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て、当社株式の株式価値の算定を依頼し、2025年3月6日付で本株式価値算定書を取得いたしました。当社が三菱UFJ銀行財務開発室から取得した本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「 当社における独立した第三者算定機関からの株式価値算定書の取得」の「()算定の概要」をご参照ください。

当社における独立した特別委員会の設置及び特別委員会からの答申書の取得

()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「 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「()検討体制の構築の経緯」に記載のとおり、当社は、2024年10月30日に開催された臨時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が、当社は、本特別委員会の委員の候補者が、当社グループ、公開買付者グループ、戸田氏及びエーエスティ並びに本取引の成否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監査等委員である独立社外取締役と協議し、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、敏森廣光氏(当社の監査等委員である独立社外取締役)、矢部光識氏(当社の独立社外取締役)、及び高橋明人氏(弁護士、高橋・片山法律事務所)の3名を本特別委員会の委員の候補として選定いたしました(なお、本特別委員会の委員は設置当初から変更しておりません。)。また、本特別委員会の委員の互選により、本特別委員会の委員長として敏森廣光氏が選定されました。

本特別委員会の委員のうち、高橋明人氏は当社の役員ではありませんが、当社は、高橋明人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、長年に亘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「 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、2024年10月30日開催の臨時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、固定報酬及び時間制の報酬のみを支払うものとしており、これらの対価には本取引の成功を条件とする成功報酬は含まれておりません。

()検討の経緯

本特別委員会は、2024年11月21日から2025年3月6日までの間に合計13回、合計約13時間に亘って開催されたほか、各会日間においても必要に応じて都度電子メール等を通じて報告・情報共有、審議及び意思決定を行う等して、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、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、当社グループ、公開買付者グループ、戸田氏及びエーエスティ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、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銀行財務開発室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グループ、公開買付者グループ、戸田氏及びエーエスティ並びに本取引の成否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、上記の当社の株式価値評価に関する事項を第三者機関等に委託する権限に基づき、2025年2月19日、その独立性及び専門性・実績等を検討の上、プルータス・コンサルティングを当社グループ、公開買付者グループ、戸田氏及びエーエスティ並びに本取引の成否から独立した特別委員会独自の第三者算定機関として選定いたしました。

さらに、本特別委員会は、下記「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。)、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「当社における独立した第三者算定機関からの株式価値算定書の取得」及び「本特別委員会における独立した第三者算定機関からの株式価値算定書及びフェアネス・オピニオンの取得」に記載のとおり、三菱UFJ銀行財務開発室及びプルータス・コンサルティングは、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銀行財務開発室及びプルータス・コンサルティングから、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、上記「(3) 算定に関する事項」の「本特別委員会における独立した第三者算定機関からの株式価値算定書及びフェアネス・オピニオンの取得」に記載のとおり、本特別委員会は、2025年3月6日付で、プルータス・コンサルティングから本フェアネス・オピニオンの提出を受けておりますが、その際、プルータス・コンサルティングから、本フェアネス・オピニオンの内容及び重要な前提条件について説明を受け、これを確認しております。

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、2025年2月7日、公開買付者から、本公開買付価格を1株当たり3,955円とすることを含む提案を受け、結果として、合計5回の提案を受け、最初の価格提案から2.78%の価格の引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。

()判断内容

本特別委員会は、以上の経緯の下、当社の依頼により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銀行財務開発室から受けた財務的見地からの助言及び本株式価値算定書の内容、特別委員会独自の第三者算定機関であるブルータス・コンサルティングから受けた財務的見地からの助言、本株式価値算定書(ブルータス・コンサルティング)及び本フェアネス・オピニオン並びにアンダーソン・毛利・友常法律事務所から受けた法的見地からの助言を踏まえつつ、本諮問事項について慎重に協議及び検討を重ねた結果、2025年3月6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いたしました。

(a)答申内容

- (ア)本取引の目的は正当性・合理性を有する(本取引が当社の企業価値向上に資する)と考える。
- (イ)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と考える。
- (ウ)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と考える。
- (エ)上記(ア)乃至(ウ)のほか、本取引は当社の少数株主にとって不利益ではないと考える。
- (オ)さらに、上記(ア)乃至(エ)を踏まえれば、現時点において、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は相当(すなわち「是」)である(従って、当社取締役会が、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、及び本公開買付け後の状況を踏まえて実施が予定されている所定の手続により最終的に公開買付者のみを当社の株主とした上で当社を公開買付者の完全子会社とし、当社株式を非公開化するための一連の手続(以下「本完全子会社化手続」といいます。))を実施する旨の決議を行うことは、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。

(b)答申理由

- (ア)「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。)」について
 - ・ 当社から説明を受けた「(a)本取引の目的及び必要性・背景事情」、並びに「(b)本公開買付けを経て行われる本取引のメリット」について、当社の現在の事業内容及び経営状況を前提とした具体的なものであると考えられること

- ・ まず上記(a)に関して、当社を取り巻く市場環境及びそれを踏まえた当社の基本的な対応の方向性として、大要、当社グループは、創立以来、国際海上混載輸送を主軸として成長を遂げてきたところ、近年、製造設備の海外への移転が進み、海外生産、海外販売の流れが一気に加速する等、わが国の産業構造の大きな変化に対して、その対応を迫られてきたこと。具体的には主軸である国際海上混載輸送は、日本国内の全体の市場が縮小する中、日本発の港間での輸送以外のビジネスの開拓に迫られ、混載輸送のシェア拡大を図るとともに、第二の本業として「フォワーディング」を徹底的に拡大する方向になったこと。そして、これらの状況の変化を背景として、当社グループは現在、国際海上混載輸送を主力とする海上混載貨物業から総合物流業へと事業領域を拡大し、国際総合フレイトフォワーダーへの変革を遂げようと努力していること。事業領域拡大の具体的な戦略として、特に航空輸送、倉庫(具体的には、倉庫を利用した貨物受け入れや保管、輸送準備等の付帯業務(梱包・ラベル貼り等)を実施)、通関(具体的には、輸出入の税関申告及び税関申告以外の他法令に関わる申請、税関検査や租税納付の手配等)等の各事業に注力した結果、これらの売上高の比重が徐々に大きくなっており、その重要性が増していること。また、一方では、アジアを中心に更にきめ細かなネットワークを構築する等、海外事業展開を推し進めているとの各点は、いずれも当社の属する業界及び市場の環境として一般に説明されている内容とも整合すると考えられるとともに、当社に固有の状況も踏まえた上で、当社の取り組むべき基本的な方向性を示すものとして合理的なものであると言えること
- ・ 加えて、同じく上記(a)に関して、当社グループの主要事業である国際貨物輸送事業は、景気動向の影響を受けやすい事業であり、国内外の経済・景気動向、顧客企業の輸送需要、政治的又は社会的要因、天災・悪天候、テロ攻撃や地域紛争、パンデミック等、様々な要因の影響を受ける可能性があること。具体的には、例えば2024年12月期において、紅海情勢の悪化に端を発した世界の主要な港湾における混雑や中国発の貨物輸送の増加によってコンテナスペースの需給が逼迫し、海上運賃は上昇傾向にあること。また日本国内におけるインフレに伴う物価の高止まり等、今後も景気の不透明な状況が続いており、今後も予断を許さない状況が続くことが想定されること。わが国貿易においては、輸送需要の低下基調は今後も当面続くことが想定される一方、いわゆる「2024年問題」等の人手不足を背景とした輸送コストの高騰がますます利益を圧迫すると思われること。このような事業環境の中、当社グループは、本業である混載貨物輸送の維持拡大を図りつつ、「第二の本業」としてフォワーディングを徹底的に拡大し、真の国際総合フレイトフォワーダーを目指す方針を実現するとともに、更にそれ以降も長期的な成長を実現していく上では、「(a)DX推進」、「(b)抜本的な業務改革」及び「(c)事業領域の拡大」の各取組みが必須であると考えているとの点は、上記の当社を取り巻く市場環境及びそれを踏まえた当社の基本的な対応の方向性を前提とした上で、さらに当社と公開買付者グループとのこれまでの協働、関係性、さらに近時の国際貨物輸送事業市場・業界の具体的な状況を踏まえて、今般の本取引の検討を進めるものとして合理的な対応であると考えられること

- ・ さらに、公開買付者グループにおいても、物流業界では、上記「2024年問題」等による人手不足を契機にデジタル化の進展や業界の垣根を超えた再編等が加速しており、今後は海上混載輸送業界においてもデジタルフォワーダー(従来の海上輸送・航空輸送・通関手配・陸送手配などのフォワーディングサービスに加えて、顧客の貿易業務を効率化するクラウドサービスを提供する事業者)のシェア拡大や海運・航空会社のLCL(混載輸送)を含めた各種物流サービスの内製化による競争激化が想定されると考えているとのこと。その上で、公開買付者グループにおいて、2021年以降、物流業界に関する知見を蓄積していく中で、かかる業界動向を踏まえ、当社グループが今後も持続的に成長し各ステークホルダーに対して付加価値を創造し続けるためには、海上混載輸送業界における地位のさらなる向上が不可欠との考えに至ったとのこと。具体的には、公開買付者グループは、その実現に向けて「()デジタルツールの活用による営業力強化を通じた受注拡大及び顧客開拓」及び「()公開買付者グループのノウハウを活用した経営管理体制の強化」といった施策の実行が必要と考えているとのこと。他方で、公開買付者グループとしては、上記の施策を通じて当社グループの持続的な成長を実現することは、現在当社が行っている既存事業の延長線上で達成できるものではなく、大胆な事業構造の改革が必要であり、その過程においては、中長期的にみれば大きな成長が見込まれる機会であったとしても、短期的には当社の利益に直接貢献しない可能性があり、さらに、上場を維持したままこれらの施策を実施すれば、短期的には資本市場から必ずしも十分な評価を得ることができず、当社の株価にマイナスの影響を及ぼす可能性を否定できないとし、当社が上場を維持したままでの成長の実現は困難であると考えているとのことであるところ、これらの点は、上記当社グループにおいて必須と考えていたDX推進、抜本的な業務改革、及び事業領域の拡大等の取り組みについて、これらを先延ばしにすると、当社グループの中長期的な競争力の低下に繋がるおそれがあり、これら各施策の早期かつ着実な実行が、当社グループの経営戦略上極めて重要であるとの当社の認識、意向にも沿うものであり、当社における持続的な企業価値向上のための対応として合理的なものと言えること
- ・ また上記(b)に関して、上記の公開買付者グループ側で考える必要な施策の内容も踏まえ、更に当社側においても検討を行った上で、本取引によって実現可能と考える具体的なシナジーとして、「(a)長期的な視点からの各種投資による競争力強化」、「(b)DX投資の実現」、「(c)抜本的な業務改革の実現」、「(d)配当廃止に伴う自己資本の積上げ、各種投資の実施」及び「(e)上場維持コスト及び管理部門における業務負担軽減」が挙げられており、その具体的な内容は、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に係る2025年3月6日時点におけるドラフト(以下「当社プレスリリース最新版ドラフト」といいます。)に記載されているとおりであるところ、これらの施策及びシナジーは、上記(a)、(b)及び(c)については、公開買付者グループの知見やノウハウを当社においても最大限活用しようとするものと考えられ、また上記(d)及び(e)については、当社の非公開化に伴い具体的に期待できるものであると考えられ、いずれも合理的なものと考えられること
- ・ 他方で、上記の各施策の実行にあたっては、こうした積極的な投資の継続や経営・事業基盤の変革等の取組みは、中長期的には当社グループの企業価値向上に資するものであったとしても、短期的には一時的な利益水準の低下やキャッシュ・フローの悪化をもたらすリスクがあると考えていたとのこと。さらに、資本市場においては、中長期的な視点に立った積極的な成長施策よりも短期的な収益性確保が先行される傾向が近年更に強まっていると考えているとのこと。このような環境下において、当社が上場を維持したまま、上記各施策を講じる場合には、当社グループの本源的な成長を達成するための戦略と資本市場からの期待に乖離が生じて、必ずしも十分な評価を得ることができず、当社の株価に悪影響を及ぼし、当社の既存株主に不利益を与える可能性も否定はできないと考えていたとのことであり、今般予定されている本取引の実施により当社が公開買付者の完全子会社となり当社株式が非公開化されることは、一時的な費用支出の先行や短期的な業績悪化が株価に与え得る影響にとらわれず、より迅速な意思決定を可能として、当社の成長戦略を推進するための対応として合理的なものであると考えられること

- ・ なお、本取引に伴う当社の非公開化によるデメリットとして、上場会社として当社が享受してきた社会的な信用力及び知名度の向上による優れた人材の確保及び取引先との関係の構築等に影響を及ぼす可能性が考えられるところ、当社グループはLCL事業を主業とする同業他社が全て非上場会社でもあり、特にLCL事業については2023年度国内シェアトップでもあることから、非公開化後も消費者や取引先からの認知に対する影響は小さいと考えているとのこと。また、非公開化後は不要となる配当資金を原資として雇用環境の改善を図る等、従業員のモチベーションを低下させない施策を検討しているとのことであり、優れた人材の確保は可能であり、非公開化を通じて付加価値・競争力を高め、持続的に成長することは、従業員の士気の維持・向上に繋がるものと考えているとのこと。加えて、当社株式の非公開化により、資本市場からのエクイティ・ファイナンスによる資金調達を行うことができなくなるものの、既存金融機関を中心とした間接金融に加えて、必要に応じて公開買付者グループからのエクイティを通じた資金支援を予定しているとのこと、当該デメリットが当社グループの事業に与える影響は大きくないと考えられるとのことであり、これらの事情を踏まえると当社の非公開化(完全子会社化)によるデメリットは限定的であると整理することは合理的なものと考えられること
- (イ)「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」について
- ・ 当社において、本取引の条件、とりわけ本公開買付けにおける当社株式に係る本公開買付価格の公正性・妥当性を確保するために、その検討及び判断に際して、当社株式に係る株式価値算定のための独立の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本株式価値算定書を取得した上で、当該株式価値算定書を参考としていること
 - ・ 三菱UFJ銀行財務開発室作成の株式価値算定書の結論に至る計算過程について、その算定手法は現在の実務に照らして一般的、合理的な手法であると考えられること
 - ・ 上記算定の内容についても現在の実務に照らして妥当なものであると考えられること、また当該算定の前提となっている当社の事業計画の内容に関する当社及び三菱UFJ銀行財務開発室から本特別委員会に対する説明を踏まえ、本特別委員会においても、当社の事業計画の作成経緯及び当社の現状を把握した上で、それらに照らし不合理な点がないかという観点から事業計画の合理性を確認しており、結論として当該事業計画を合理的なものであると考えていること
 - ・ これらを踏まえ、本株式価値算定書について、特段不合理な点あるいは著しい問題などは認められないと考えられること(企業価値評価手法として、大きくはインカムアプローチ、コストアプローチ及びマーケットアプローチの3種類があるが、本取引においては、継続企業を前提とした企業価値評価を行うことから、上場会社の株式価値を直接表わす市場株価に加え、将来期待収益乃至キャッシュ・フローをベースに現在価値を求める手法であるインカムアプローチを採用することは適切と考えられる。純資産を基礎として価値評価を行うコストアプローチは、継続企業における将来収益獲得能力を全く考慮しないことから、一般的な手法としては採用されないものと理解される。)
 - ・ また、本株式価値算定書を基礎として当社においても本取引の必要性及びメリット、当社の今後の事業への影響といった事情等を全般的に考慮した上で、本公開買付価格の検討を行ってきたと言えること
 - ・ 当社において、三菱UFJ銀行財務開発室を経験豊富なファイナンシャル・アドバイザーとして起用し、公開買付者との間で、本公開買付価格を含む本取引全般の条件交渉を複数回に亘り実施したと言えること
 - ・ 当社において三菱UFJ銀行財務開発室から取得した本株式価値算定書を前提に、当社と公開買付者との間で合意された本公開買付価格は、当該算定結果の範囲内であること。特にDCF法による算定との関係では、算定レンジの範囲内の価格となっていること
 - ・ 上記当社選任の三菱UFJ銀行財務開発室に加えて、本特別委員会においても、本取引の条件、とりわけ本公開買付価格の公正性・妥当性を確認するべく、当社株式に係る株式価値算定のための独自の第三者算定機関としてブルータス・コンサルティングを選任し、ブルータス・コンサルティングから本株式価値算定書(ブルータス・コンサルティング)を取得した上で、当該株式価値算定書を参考としていること

- ・ 本株式価値算定書(ブルータス・コンサルティング)の結論に至る計算過程について、その算定手法は現在の実務に照らして一般的、合理的な手法であると考えられること
- ・ 上記算定の内容についても現在の実務に照らして妥当なものであると考えられること、また当該算定の前提となっている当社の事業計画については、上記のとおり当社及び三菱UFJ銀行財務開発室から本特別委員会に対する説明を踏まえ、本特別委員会においても、当社の事業計画の作成経緯及び当社の現状を把握した上で、それらに照らし不合理な点がないかという観点から事業計画の合理性を確認しており、結論として当該事業計画を合理的なものであると考えていること
- ・ これらを踏まえ、本株式価値算定書(ブルータス・コンサルティング)について、特段不合理な点あるいは著しい問題などは認められないと考えられること
- ・ 当社と公開買付者との間で合意された本公開買付価格は、ブルータス・コンサルティングによる算定結果の範囲内であること。特にDCF法による算定との関係では、算定レンジの中央値を超える価格となっていること
- ・ 本答申書提出日(上記両株式価値算定における市場株価法に係る算定基準日)の当社株式の取引終値(2,533円)並びに直近1ヶ月平均、直近3ヶ月平均及び直近6ヶ月平均の終値単純平均値(それぞれ2,485円、2,593円及び2,716円)に対して約49.67%から約63.58%に相当するプレミアムが付されたものとなっている。本公開買付けに関する当社プレスリリース最新版ドラフトに記載されている過去の類似事例におけるプレミアムの実例(その具体的な内容、数字は次項目記載のとおりである)(なお、過去の類似事例におけるプレミアムの実例については、本公開買付けに関する当社プレスリリース最新版ドラフトに記載されたとおりの内容・数字であるところ、これらに関する当社のファイナンシャル・アドバイザーからの説明内容について、本特別委員会においても特段不合理な点は見当たらないものと考えている。)を踏まえると、本公開買付価格に付されたプレミアムは特段異なる水準を提示しているものとは考えられず、十分に合理的水準であると推定されること
- ・ また、上記「過去の類似事例におけるプレミアムの実例」の詳細は以下のとおりであり、本特別委員会は下記の内容について当社のファイナンシャル・アドバイザーである三菱UFJ銀行財務開発室から説明を受け、下記の各内容を前提に検討を行ったものである。すなわち、本取引と類似する完全子会社化の事例(経済産業省が「M&A指針」を公表した2019年6月28日から2025年3月7日までに成立した事例のうち、国内上場企業を対象とし完全子会社化を企図した上限が付されていない他社株公開買付けの事例(マネジメント・バイアウト(MBO)及び公開買付価格のプレミアムが公表日前営業日の終値に対してマイナスとなる公開買付け(いわゆるディスカウントTOB)の事例を除く。)103件におけるプレミアム水準(公表日前営業日の終値、並びに直近1ヶ月間、直近3ヶ月間及び直近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(それぞれ44.64%、45.84%、49.26%、51.74%))との比較において、本公開買付価格は、公表日の前営業日の終値、並びに直近1ヶ月間、直近3ヶ月間及び直近6ヶ月間の終値単純平均値に対するプレミアム(それぞれ60.48%、63.58%、56.77%、49.67%)であることから、本公開買付価格は当社株式の市場株価に対して合理的な水準のプレミアムが付されたものと評価できると考えられること
- ・ 加えて本取引において、本公開買付価格は、本自己株式取得に係る自己株式取得価格よりも高い価格に設定される予定であるところ、これは当社の少数株主の利益を最大化させることを目的とするものと言え、本取引の条件、とりわけ本公開買付価格の公正性・妥当性の確保に資するものであると考えられること
- ・ これらの当社における対応は、本公開買付けを含む本取引の条件とりわけ本公開買付価格の公正性・妥当性を確保し、またこれらに関する当社の判断及び意思決定について、その過程から恣意性を排除するための方法として合理性・相当性を有するものと考えられること
- ・ さらに、当社からの説明によれば、本完全子会社化手続の条件に関しても、今後特段の事情が無い限り、本公開買付価格と同一の価格を基準として算定、決定する予定であること
- ・ この点、本完全子会社化手続は、本公開買付けの後、本公開買付けに続く手続として行われることが予定されているもの(いわゆる二段階買収としての手続)であり、時間的に近接した両手続における取引条件が同一のものとなるようにすることは合理的と考えられること

- ・ 買付予定数の上限・下限や撤回等の条件、二段階買収に関する事項などをはじめとする本公開買付価格以外の本取引の諸条件についても、本公開買付けの成立を不安定にしたり強圧性を生じさせたりする等、少数株主にとって不利となるような条件は設定されておらず、妥当であると考えられること
- (ウ)「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」について
- ・ 当社は本取引への対応を検討するに当たり、当社における検討及び意思決定の過程に対する公開買付者の影響を排除するべく、当社及び公開買付者のいずれからも独立した本特別委員会を設置していること
 - ・ 本特別委員会の委員全3名の過半数である2名はいずれも当社の独立社外取締役であり、残る1名は外部の専門家である弁護士であること
 - ・ さらに当該独立社外取締役のうち1名(監査等委員である社外取締役)が本特別委員会委員の互選により同委員会の委員長に選定されていること
 - ・ 当社は、本取引への対応を検討するに当たり、本公開買付けの条件とりわけ本公開買付価格の公正性を確保すべく、当社株式に係る株式価値の算定を、当社及び公開買付者グループ並びに当社の創業者である戸田氏及びその親族の資産管理会社であり、当社の筆頭株主であるエーエスティのいずれからも独立した第三者算定機関である三菱UFJ銀行財務開発室へ依頼した上で、本株式価値算定書を取得していること、また三菱UFJ銀行財務開発室の上記独立性に関し本特別委員会においても必要な説明を受けた上で当該独立性を確認していること
 - ・ また当社は、本取引に関する法的助言を得るべく、当社及び公開買付者グループ並びに戸田氏及びエーエスティのいずれからも独立したリーガル・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ていること、またアンダーソン・毛利・友常法律事務所の上記独立性に関し本特別委員会においても必要な説明を受けた上で当該独立性を確認していること
 - ・ さらに本特別委員会においても、本公開買付けの条件とりわけ本公開買付価格の公正性を確保すべく、当社株式に係る株式価値の算定及び本公開買付価格に係るフェアネス・オピニオンの作成・提供を、当社及び公開買付者グループ並びに戸田氏及びエーエスティのいずれからも独立した第三者算定機関であるブルータス・コンサルティングへ依頼した上で、本株式価値算定書(ブルータス・コンサルティング)及び本フェアネス・オピニオンを取得していること、またブルータス・コンサルティングの上記独立性に関し本特別委員会においても必要な説明を受けた上で当該独立性を確認していること
 - ・ 今般の本完全子会社化手続を含む本取引において、公開買付者は当社株式を所有しておらず、本公開買付けは支配株主による公開買付けには該当せず、また、当社の経営陣の全部又は一部が公開買付者に直接又は間接に出資することも予定されておらず、本公開買付けを含む本取引は、いわゆるマネジメント・バイアウト(MBO)取引にも該当しないと考えられる。他方で、公開買付者がエーエスティとの間で、本不応募契約を締結することが予定されており、また、本自己株式取得において当社がエーエスティから自己株式の取得を予定しているため、エーエスティと当社の少数株主の利害が必ずしも一致しない可能性があること、加えて、本公開買付けが当社株式を非公開化することを前提として行われる本取引の一環として行われること等を考慮し、当社においては、本公開買付価格の公正性を担保するとともに、本取引に関する意思決定の恣意性を排除し、当社の意思決定の公正性、透明性及び客観性を確保し、利益相反の疑いを回避する必要があると考えた上で、上記の体制のもと、本取引についてより慎重に条件の妥当性・公正性を担保する必要がある旨を認識して、当社から公開買付者に対して協議過程の早い段階から少数株主の利益に十分配慮した取引条件を要請してきたと言えること
 - ・ 当社と公開買付者との間の協議及び交渉の方針に関して、当社及び当社のファイナンシャル・アドバイザーでもある三菱UFJ銀行財務開発室から本特別委員会に対して交渉方針等の説明が行われた上で、本特別委員会において確認された当該交渉方針の下に公開買付者との交渉が進められたこと

- ・ 当社と公開買付者との間の協議及び交渉の具体的な状況についても、適時に本特別委員会への報告が行われてきており、かつ特に本公開買付価格に関する協議及び交渉の局面においては、当該報告の内容を踏まえ本特別委員会から当社及び当社のファイナンシャル・アドバイザーでもある三菱UFJ銀行財務開発室に対して意見を述べるとともに、必要と考えられる提言及び要請等を行うなど、本公開買付けの条件とりわけ本公開買付価格の交渉過程に本特別委員会が実質的に関与可能な体制が確保されていること
- ・ その上で、条件の妥当性及び公正性並びに現実性といった事情について、当社において全般的な検証を重ねた上で、公開買付者との複数回に及び協議を経て本公開買付価格の妥当性についての検討を行い、今般取締役会決議が予定されている価格についての最終的な調整が進められたこと
- ・ その後、最終的に当社及び公開買付者間で本公開買付価格を含む本取引の条件について合意するに至り、当社において、当該合意された価格をもって、取締役会で決議を予定している本公開買付価格となったこと
- ・ さらに、いわゆる二段階買収等に関しても、早期かつ詳細な開示及び説明を行う予定とのことであり、当社株主の適切な判断機会の確保に努めていると言えること、その他公開買付者及び当社が作成し開示する予定の各開示書類において、当社株主(とりわけ少数株主)が本公開買付けを含む本取引の各条件の妥当性等を判断するために必要かつ相当と考えられる情報が開示される予定となっていること
- ・ 利害関係を有すると整理される当社取締役について、当社における本取引の検討に加わっておらず、また今後開催される本取引に関する取締役会に関しその審議及び決議にも参加しない予定であることなど、意思決定過程における恣意性の排除に努めていると言えること
- ・ 本公開買付けにおいては、本公開買付けに関する当社プレスリリース最新版ドラフトに記載のとおりの内容の買付予定数の下限(なお、当該下限はいわゆるマジョリティ・オブ・マイノリティの条件設定よりも厳しいものとのことである。)が設定される予定である。この点、当該下限の設定により、本公開買付けへの応募が少ない場合には、本公開買付けを通じた当社株式の買付け等が行われないことになり、この点は当社の少数株主(いわゆる一般株主)の意向を可能な限り尊重するものと言えること
- ・ 本公開買付けにおいて、その買付期間は30営業日と法令上の最短期間である20営業日よりも長期の期間が設定される予定であること、また当社は公開買付者との間で、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いわゆる取引保護条項を含む合意等、当該対抗的買収提案者と接触することを制限するような内容の合意を行っていないこと等から、いわゆるマーケット・チェックの観点において特段不合理な状況には無いものと考えられること。なお、市場における潜在的な買収者の有無を調査・検討する、いわゆる積極的なマーケット・チェックに関しては、情報管理の観点等から実務上その実施は必ずしも容易とは言えず、従って本件においてもそのような対応が行われていないことのみをもって、マーケット・チェックの点で不合理な状況が生じるものでは無いと考えられること
- ・ 本取引においては、当社株式の非公開化のために、いわゆる二段階買収の手続が予定されている(現状、株式併合の手続によることが予定されている)ところ、株式併合に関連する少数株主(一般株主)の権利保護を目的とした会社法上の規定として、所定の条件のもと、当社の株主は、当社に対し、自己の所有する普通株式のうち一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普通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ること。かかる申立てが行われた場合の価格の決定は、最終的には裁判所が判断することとなり、当社の少数株主(一般株主)においては、かかる手続を通じて経済的な利益の確保を図ることが可能とされていること

- ・ なお、上記株式併合の実施後、エーエスティが享受する税務メリットを活かし、当社の少数株主の利益を最大化させる趣旨で、本公開買付価格を高い価格、本自己株式取得に係る取得価格を低い価格に設定した本自己株式取得を実施する予定とのことである。より具体的には、仮にエーエスティが本公開買付価格にて本公開買付けに応じた場合の税引き後手取り額として計算される金額が、エーエスティが本自己株式取得により本自己株式取得に応じた場合に得られる手取り金額と同等となる価格を設定する予定とのことであり、このような条件設定は当社の少数株主の利益確保を目指した合理的なものであると考えられること
 - ・ 以上のとおり、本完全子会社化手続の条件の公正性の担保に向けた客観的状況の確保等の諸点について、具体的な対応が行われているものと考えられ、公正な手続を通じた当社株主の利益への十分な配慮がなされていると考えられること
- (エ)「上記(ア)乃至(ウ)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」について
- ・ 上記(ア)から(ウ)までにおいて検討した諸事項以外の点に関して、本特別委員会において、本公開買付けを含む本取引に関する決定(本公開買付けに関する意見表明の決定を含む。)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は現時点において特段見あたらず、従って本取引に関する決定(本公開買付けに関する意見表明の決定を含む。)は当社の少数株主にとって不利益なものでないと考える。
- (オ)「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」について
- ・ これまでに述べたとおり、(ア)本公開買付けを含む本取引の目的は正当性・合理性を有する(本取引が当社の企業価値向上に資する)と考えられること、(イ)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と考えられること、(ウ)本公開買付けを含む本取引において、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と考えられること、(エ)上記(ア)から(ウ)を踏まえると、本取引は当社の少数株主にとって不利益でないと考えられることからすると、現時点において、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は相当(すなわち「是」)である(従って、当社取締役会が、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、及び本公開買付け後に株式併合及び自己株式取得の方法を用いた本完全子会社化手続を実施する旨の決議を行うことは、当社の少数株主にとって不利益なものでない)と考えられ、これに反する事情は現時点において特段見当たらない。

特別委員会における独立した第三者算定機関からの株式価値算定書及びフェアネス・オピニオンの取得

上記「(3) 算定に関する事項」の「本特別委員会における独立した第三者算定機関からの株式価値算定書及びフェアネス・オピニオンの取得」に記載のとおり、本特別委員会は、本諮問事項の検討を行うにあたり、当社グループ、公開買付者グループ、戸田氏及びエーエスティ並びに本取引の成否から独立した第三者算定機関としてのブルータス・コンサルティングに対して、当社株式の株式価値の算定及び本公開買付価格の財務的観点からの公正性についての意見表明を依頼し、2025年3月6日付で本株式価値算定書(ブルータス・コンサルティング)及び本フェアネス・オピニオンを取得いたしました。本特別委員会がブルータス・コンサルティングから取得した本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「本特別委員会における独立した第三者算定機関からの株式価値算定書及びフェアネス・オピニオンの取得」の()算定の概要をご参照ください。

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、本取引に関する当社取締役会の意思決定過程の透明性及び合理性を確保するために、上記「(2) 本公開買付けに関する意見の根拠及び理由」の「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「()検討体制の構築の経緯」に記載のとおり、当社グループ、公開買付者グループ、戸田氏及びエーエスティ並びに本取引の成否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、同法律事務所より、本公開買付けを含む本取引に関する意思決定過程、意思決定方法その他本取引に関する意思決定にあたっての留意点等について、必要な法的見地からの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、当社グループ、公開買付者グループ、戸田氏及びエーエスティの関連当事者には該当せず、本公開買付けを含む本取引に関して、重要な利害関係を有しておりません。また、本特別委員会は、第1回の特別委員会において、アンダーソン・毛利・友常法律事務所の独立性に問題がないことを確認した上で、リーガル・アドバイザーとして承認しております。また、アンダーソン・毛利・友常法律事務所に対する報酬には、本取引の成立等を条件に支払われる成功報酬は含まれておりません。

当社における独立した検討体制の構築

当社は、利益相反の問題を排除する観点から、公開買付者グループ及び下記「(7)本公開買付けに係る重要な合意に関する事項」に記載のとおり公開買付者との間で本不応募契約を締結しているエーエスティ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、公開買付者グループ及びエーエスティから独立した役職員20名(戸田幸子氏を除く当社取締役11名及び職員9名)による体制を当社の社内に構築いたしました。なお、当社の取締役である戸田幸子氏は、本取引に関してエーエスティの80%の株式を保有しているところ、公開買付者との利益相反回避のため、上記体制及び本取引に関する取締役会における審議及び決議には一切参加しておらず、また、当社の立場において公開買付者との協議及び交渉にも一切参加しておりません。

また、かかる取扱いを含めて、事業計画の策定、公開買付者との本公開買付価格その他の取引条件等の協議及び交渉等、エーエスティの利益と一般株主の利益が相反するおそれが存する事項に関する業務は上記検討体制の下で行うものとしております。なお、上記の体制構築はアンダーソン・毛利・友常法律事務所の助言を踏まえたものであり、独立性の観点から問題がないことについては、本特別委員会の承認を得ております。

当社における利害関係を有しない取締役全員(監査等委員である取締役を含む。)の承認

当社は、上記「当社における独立した特別委員会の設置及び特別委員会からの答申書の取得」に記載の本特別委員会から提出された本答申書、上記「当社における独立した法律事務所からの助言の取得」に記載の法的助言及び上記「当社における独立した第三者算定機関からの株式価値算定書の取得」に記載の本株式価値算定書並びに上記「特別委員会における独立した第三者算定機関からの株式価値算定書及びフェアネス・オピニオンの取得」記載の本株式価値算定書(プルータス・コンサルティング)及び本フェアネス・オピニオンを踏まえ、本公開買付けについて、慎重に協議及び検討を行いました。

その結果、上記「(2) 本公開買付けに関する意見の根拠及び理由」の「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、本公開買付けの実施も含めた本取引が、当社の企業価値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取引条件については、本公開買付価格は、当社の少数株主の皆様が享受すべき利益が確保されたものであり、本公開買付けは、当社の少数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売却機会を提供するものであると判断し、2025年3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。

上記の取締役会においては、当社の取締役12名のうち戸田幸子氏を除く11名(監査等委員である取締役3名を含む。)において審議の上、その全員一致で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。また、当社取締役のうち、下記「4. 当社の株主による本公開買付けへの応募その他本公開買付けに係る重要な合意に関する事項」に記載のとおり、公開買付者との間で本応募契約を締結しているエーエスティの80%の株式を保有する取締役の戸田幸子氏については、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2024年10月30日の取締役会決議以降の本取引に係る当社取締役会(2025年3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。

(7) 本公開買付けに係る重要な合意に関する事項

本応募契約

公開買付者は、本公開買付けの実施にあたり、2025年3月7日付で、戸田氏との間で、本応募契約を締結しているとのことです。本応募契約の主要な条項は以下のとおりであるとのことです。なお、公開買付者は、戸田氏との間で本応募契約以外に合意をしておらず、本公開買付けに応募することによって得られる金銭以外に、公開買付者から、戸田氏に供与される利益は存在しないとのことです。

- A. 戸田氏は、本公開買付けが開始された場合、速やかに(但し、遅くとも公開買付期間の満了日の5営業日前までに)、()戸田氏と日本証券金融の間の2013年5月30日付の株式貸借契約を解約し、本貸株口座株式(戸田氏)について、日本証券金融の同意を得て、本公開買付けに対する応募が可能な証券口座へ移管した上で、()本貸株口座株式(戸田氏)を含む自らが保有する当社株式の全て(以下「本応募合意株式」といいます。)について、本公開買付けに応募し、かつ当該応募を撤回せず、当該応募により成立する本応募合意株式の買付け等に係る契約を解除しない。
- B. 戸田氏は、公開買付者の承諾がない限り、本応募合意株式について、譲渡、担保提供、質借取引その他の処分(本公開買付け以外の公開買付けに応募することを含む。)を行わない。
- C. 戸田氏は、本応募契約の締結日(以下「本応募契約締結日」といいます。)から本公開買付けに係る決済開始日(以下「本決済開始日」といいます。)までの間、直接又は間接に、公開買付者以外の者との間で、競合取引に関する申込み、申込みの勧誘、提案、協議、交渉、情報提供、合意又は実行を行わない。
- D. 戸田氏は、本応募契約締結日から本決済開始日までの間、公開買付者以外の者から、直接又は間接に、競合取引に関する申出を受け、又はかかる申出を受けたことを認識した場合、直ちに、公開買付者に対し、その旨及び当該申出の内容を書面で通知し、その対応について公開買付者との間で誠実に協議する。
- E. 戸田氏の表明保証：
戸田氏は、公開買付者に対し、本応募契約締結日、本公開買付けの開始日及び本決済開始日において、()戸田氏は、日本国に居住する成人した自然人であり、本応募契約を締結及び履行するために必要な意思能力及び行為能力を有し、かつ法令等に基づく手続を履践していること、並びに()戸田氏は、本応募合意株式を全て適法に保有しており、本応募合意株式につき、実質上かつ株主名簿上の唯一の株主であり、かつ本応募合意株式には担保権その他の負担等は存しないことを表明し、かつ保証する。
- F. 公開買付者の表明保証：
公開買付者は、戸田氏に対し、本応募契約締結日、本公開買付けの開始日及び本決済開始日において、公開買付者は、日本法に基づき適法かつ有効に設立され、存続する株式会社であり、本契約を締結及び履行するために必要な権利能力及び行為能力を有し、かつ社内規則又は法令等に基づく手続を履践していることを表明し、かつ保証する。
- G. 補償：
各当事者は、相手方の本応募契約に基づく義務の違反又は表明及び保証の違反に起因して自らが被った損害等を、相当因果関係の範囲内で賠償又は補償する。
- H. 本応募契約の終了：
各当事者は、本応募契約は、()戸田氏及び公開買付者が書面により合意した場合、又は()本公開買付けが撤回された場合若しくは本公開買付けが不成立となった場合に終了する旨合意している。

本不応募契約

公開買付者は、本公開買付けの実施にあたり、2025年3月7日付で、エーエスティとの間で、本不応募契約を締結しているとのことです。本不応募契約の主要な条項は以下のとおりであるとのことです。

- A. エーエスティは、本公開買付けが開始された場合、()速やかに(但し、遅くとも公開買付期間の満了日の5営業日前までに)、エーエスティと日本証券金融の間の2013年10月30日付の株式貸借契約を解約し、本貸株口座株式(エーエスティ)について、日本証券金融の同意を得て、エーエスティが指定する証券口座へ移管し、かつ()本貸株口座株式(エーエスティ)を含むエーエスティ所有株式の全てについて、本公開買付けに応募しない。
- B. エーエスティは、公開買付者の承諾がない限り、エーエスティ所有株式について、譲渡、担保提供、賃借取引その他の処分(本公開買付け以外の公開買付けに応募することを含む。)を行わない。
- C. エーエスティは、本不応募契約の締結日(以下「本不応募契約締結日」といいます。)から当社株式の全部の取得を目的として実施される一連の取引等の完了までの間、直接又は間接に、公開買付者以外の者との間で、競合取引に関する申込み、申込みの勧誘、提案、協議、交渉、情報提供、合意又は実行を行わない。
- D. エーエスティは、本不応募契約締結日から本取引の完了までの間、公開買付者以外の者から、直接又は間接に、競合取引に関する申出を受け、又はかかる申出を受けたことを認識した場合、直ちに、公開買付者に対し、その旨及び当該申出の内容を書面で通知し、その対応について公開買付者との間で誠実に協議する。
- E. 本株式併合：
エーエスティ及び公開買付者は、本公開買付けの決済後、実務上可能な限り速やかに、当社をして、当社の株主がエーエスティ及び公開買付者のみとなる併合比率による当社株式の株式併合を付議議案に含む株主総会を開催させ、また、本株式併合に必要な一切の行為(本株式併合に関する議案に賛成の議決権行使を行うことを含む。)を行う。
- F. エーエスティは、別途エーエスティ及び公開買付者が合意する日(但し、本株式併合の効力発生後実務上可能な限り速やかな日とする。)に、エーエスティ所有株式(但し、本株式併合により1株未満の端数となった部分に相当する株式(もしあれば)を除く。)を当社に対して売り渡し、エーエスティ及び公開買付者は、当社をして、本自己株式取得を行わせる(以下、本自己株式取得の効力発生日を「本取得日」という。)
- G. エーエスティの表明保証：
エーエスティは、公開買付者に対し、本不応募契約締結日、本公開買付けの開始日及び本取得日において、()エーエスティは、日本法に基づき適法かつ有効に設立され、存続する合同会社であり、本不応募契約を締結及び履行するために必要な権利能力及び行為能力を有し、かつ社内規則又は法令等に基づく手続を履践していること、並びに()エーエスティは、エーエスティ所有株式を全て適法に保有しており、エーエスティ所有株式につき、実質上かつ株主名簿上の唯一の株主であり、かつエーエスティ所有株式には担保権その他の負担等は存しないことを表明し、かつ保証する。
- H. 公開買付者の表明保証：
公開買付者は、エーエスティに対し、本不応募契約締結日、本公開買付けの開始日及び本取得日において、公開買付者は、日本法に基づき適法かつ有効に設立され、存続する株式会社であり、本不応募契約を締結及び履行するために必要な権利能力及び行為能力を有し、かつ社内規則又は法令等に基づく手続を全て履践していることを表明し、かつ保証する。
- I. 補償：
各当事者は、相手方の本不応募契約に基づく義務の違反又は表明及び保証の違反に起因して自らが被った損害等を、相当因果関係の範囲内で賠償又は補償する。
- J. 本不応募契約の終了：
各当事者は、本不応募契約は、()エーエスティ及び公開買付者が書面により合意した場合、又は()本公開買付けが撤回された場合若しくは本公開買付けが不成立となった場合に終了する旨合意している。

4 【役員が所有する株券等の数及び当該株券等に係る議決権の数】

氏名	役職名	所有株式数(株)	議決権の数(個)
小嶋佳宏	代表取締役社長	10,700	107
戸田幸子	常務取締役	48,600	486
東宏尚	常務取締役	6,300	63
岩貞均	取締役	6,200	62
鈴木真	取締役	16,430	164
中山裕美子	取締役	3,800	38
人見茂樹	取締役	845	8
中澤圭亮	取締役		
矢部光識	取締役		
長谷川豊	取締役(監査等委員)	2,700	27
敏森廣光	取締役(監査等委員)	1,400	14
遊上利之	取締役(監査等委員)		
計		96,975	969

(注) 所有株式数及び議決権の数は2024年12月31日時点のものです。

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。

以 上