



2024年4月10日

各 位

会 社 名 株式会社 C&F ロジホールディングス
代表者名 代表取締役 社長執行役員 綾 宏 将
(コード番号 9099、東証プライム)
問合せ先 執行役員 広報 IR 部長 坂井 建一郎
(電話 03-5291-8100)

**AZ-COM丸和ホールディングス株式会社への当社株式に対する公開買付けの開始予定に
関する質問事項の送付に関するお知らせ**

2024年3月21日付「AZ-COM丸和ホールディングス株式会社による当社株式に対する公開買付けの開始予定に関するお知らせ」において公表いたしましたとおり、当社は、AZ-COM丸和ホールディングス株式会社（以下「AZ-COM丸和ホールディングス」といいます。）より、当社をAZ-COM丸和ホールディングスの完全子会社とすることを目的とする一連の取引（以下「本取引」といいます。）の一環として、当社の普通株式に対する公開買付けの実施に関する提案（以下「本提案」といいます。）を受領しました。これを受けて、2024年4月1日付「特別委員会の設置に関するお知らせ」にて公表いたしましたとおり、当社取締役会は、本提案、及び本取引に対する真摯な対抗提案が第三者よりなされた場合における当該対抗提案について、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、検討プロセスの公正さと透明性を確保しつつ、真摯な検討を行うことを目的として、独立役員である社外取締役及び外部有識者から構成される特別委員会を設置することを決議しております。

かかるなかで、本日、当社取締役会は、特別委員会とも協議の上、本提案の検討にあたり必要と考える情報の提供を要請する「ご質問事項」をAZ-COM丸和ホールディングスに対して送付いたしました。当社取締役会は、当該質問事項において、本取引のスケジュールやスキーム、本提案の実施に至るまでの経緯、AZ-COM丸和ホールディングス代表取締役社長である和佐見勝氏の保有する当社株式の本取引における取り扱い等、本取引におけるシナジー・ディスシナジーの具体的な内容及びその経済的インパクト、並びに本取引後のAZ-COM丸和ホールディングスの財務リスクやガバナンス体制等に関する情報提供を依頼いたしました。なお、詳細につきましては、別紙をご参照ください。当社は、当該質問事項に基づいてAZ-COM丸和ホールディングスから提供された情報も勘案のうえ、引き続き本提案を真摯に検討してまいります。

なお、本開示資料は、本取引に関する当社の意見を表明するものではありません。本取引に関する当社の意見は、決定次第改めてお知らせいたします。

（ご参照）

- ・2024年3月21日「AZ-COM丸和ホールディングス株式会社による当社株式に対する公開買付けの開始予定に関するお知らせ」
- ・2024年4月1日「特別委員会の設置に関するお知らせ」

以 上

(別紙)

2024年4月10日

AZ-COM 丸和ホールディングス株式会社
取締役会 御中

株式会社 C&F ロジホールディングス
代表取締役社長執行役員 綾 宏將

ご質問事項

拝啓 時下ますますご健勝のこととお慶び申し上げます。

さて、当社は貴社より、2024年3月21日付「企業価値の最大化に向けた経営統合に関する意向表明書」（以下「本意向表明書」という。）に記載のあった、当社を貴社の完全子会社とすることを目的とする一連の取引（以下「本取引」という。）の一環として、当社の普通株式に対する公開買付け（以下「本公開買付け」という。）の実施に関する提案（以下「本提案」という。）を受領いたしました。これを受け、2024年4月1日付「特別委員会の設置に関するお知らせ」にて公表いたしましたとおり、当社取締役会は、本提案、及び本取引に対する真摯な対抗提案が第三者よりなされた場合における当該対抗提案について、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」（以下「公正買収指針」という。）を踏まえ、検討プロセスの公正さと透明性を確保しつつ、真摯な検討を行うことを目的として、独立役員である社外取締役及び外部有識者から構成される特別委員会を設置することを決議いたしました。

つきましては、本提案について、当社取締役会として真摯な検討を行うにあたり必要な事項を下記にてお尋ね申し上げますので（ただし、かかる趣旨に基づき質問させていただく事項は下記に限られる趣旨ではありません。）、ご回答を賜りたく存じます。なお、各質問事項の内容につきましては、当社特別委員会とも協議を行い、内容についてご了承を頂いております。

敬具

記

1. 本公開買付けのスケジュール、スキーム、取引条件等について

[当社の認識]

(ア) 本公開買付けの開始時期について

- ① 貴社は、当社と当社株主へ付与する十分な検討期間として、本意向表明書の提出（2024年3月21日）から本公開買付開始（同年5月上旬）まで、概ね1か月強の猶予期間を設けるとしている。
- ② 他方で、公正買収指針は上場会社の経営支配権を取得する買収を巡る当事者の行動の在り方を中心に、M&Aに関する公正なルール形成に向けて経済社会において共有されるべき原則論及びベストプラクティスを提示するとしており、当社経営陣も公正買収指針に沿った対応を行うことになる。公正買収指針によれば、取締役・取締役会として、買収者との間で企業価値に見合った買収価格に引き上げるための交渉を尽くす、競合提案があることを利用して競合提案に匹敵する程度に価格引き上げを求める、といった企業価値の向上に加えて株主利益の確保を実現するための合理的な努力を貫徹すべきとされている。
- ③ かかる観点から、まず当社は貴社に対し、貴社が公開買付開始時期の延期の交渉に応じることを条件に、独禁法対応に必要な情報の提供、及び貴社による当社へのデュー・ディリジェンスに協力する用意がある。すなわち、デュー・ディリジェンスを行うことにより貴社が当社の企業価値と貴社と当社とのシナジー効果を正確に理解していただくことで貴社が当社株主に対してより高い買収価格を提示していただける可能性があると考えている。
- ④ また、公正買収指針によれば、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買収を実施すること（間接的なマーケット・チェック）や、株主の利益に資する買収候補を模索すること（積極的なマーケット・チェック）で、買収条件の改善を目指すことにも合理性があるとされている。本提案が当社に対して何ら事前の通知も無くなされた中で、仮に当社が買収に応じる方針を決定したとしても、本提案、及び本取引に対する真摯な対抗提案が第三者よりなされた場合における当該対抗提案の評価（マーケット・チェック）について一定の時間を要するとみられるところ、かかる「猶予期間」は昨年のニデック株式会社による株式会社 TAKISAWA への公開買付けにおける猶予期間である約2か月と比較しても短く、且つ公開買付期間も20営業日と短いことから、予告期間と公開買付期間を併せても、公正買収指針が合理性あると謳うマーケット・チェックを行うには時間的余裕はなく、そうした状況の下で当社株主に対し本提案が最善であるとの根拠を示しそのインフォームド・ジャッジメントを行っていただくだけの時間を十分に確保するものではないと考えている。

- ⑤ 以上から、当社としては本公開買付けの開始時期の延期に応じていただきたいと考えている。

(イ) 本公開買付けの下限について

- ① 本公開買付けは、当社の発行済株式総数から、当社が所有する自己株式数を控除した株式数に係る議決権の数の過半数となる議決権の数に当社の単元株式数を乗じた株式数から貴社が所有する当社株式の数を控除した株式数（10,848,304 株、所有割合 49.89%）が下限とされており、公開買付けの成立後に、貴社が当社の議決権の3分の2以上を取得しない可能性がある。
- ② 貴社は2024年3月21日付「株式会社C&F ロジホールディングス（証券コード：9099）に対する公開買付けの開始予定に関するお知らせ」（以下「貴社開示」という。）において、①パッシブ・インデックス運用ファンド、②従業員及び取引先持株会について、スクイーズ・アウト手続きに係る株式併合議案（以下「本株式併合議案」という。）への賛成の議決権行使が見込まれる旨のみずほ証券株式会社の見解を記載し、貴社も同見解に同意している。その上で、これらの合計保有割合（約17.93%）に、本公開買付けの下限及び貴社が既に保有する当社株式の保有割合を合算すれば、特別決議の可決に必要な3分の2を上回るとしている。また、本株式併合議案が否決された場合、貴社は特別決議の可決に必要な水準まで当社株式を追加取得する方針としている。これらを根拠に、貴社は実質的に本取引が「オール・オア・ナッシング」のオファーとなっており、本取引が強圧性の排除された条件設定であると主張している。
- ③ 他方で、①パッシブ・インデックス運用ファンドについては、本公開買付け価格と当社の本源的価値とを比較した上で本取引に賛同しない主体も一定数存在する可能性がある。また、②従業員及び取引先持株会については、本取引は当社の主要顧客であるメーカーや卸・問屋との関係を毀損するリスクを伴うものであり、また両社の企業文化の相違から当社従業員にとってもメリットをもたらさない可能性があるという当社の懸念に照らせば、公開買付け成立後も本取引に賛同しない可能性があることが想定される。加えて、本公開買付け成立後の貴社による当社株式の追加取得についても、本取引に賛同しない株主の多寡によっては、スクイーズ・アウト手続きに必要な株式を取得できない可能性も存在する。仮に取得できた場合であっても、本公開買付けの成立からスクイーズ・アウト手続きの完了まで相応の時間を要すると考えられる。
- ④ 以上から、本公開買付けが成立した場合であっても、スクイーズ・アウト手続きを速やかに完了できる保証はなく、本公開買付けに応募しなかった株主が公開買付け成立後も少数株主として残存する可能性があることから、本取

引には強圧性が一定程度存在すると考えられる。これを解消するため、当社としては、本公開買付けの下限について確実にスクイーズ・アウト手続きを行うことのできる水準まで引き上げることが望ましいと考えている。

[質問]

- (ア) 本意向表明書の提出から本公開買付け開始までの猶予期間を 1 か月強と設定した理由、並びに公開買付け開始時期の延期の検討の可否についてご回答ください
- (イ) 本公開買付けの下限の引き上げの検討の可否についてご回答ください
- (ウ) 本取引に際して、当社の株主を含む第三者との間の意思連絡の有無、ある場合の具体的な内容についてご教示ください

2. 本件の経緯に関する事実認識について

[当社の認識]

- (ア) 貴社より 2022 年 10 月 17 日付で受領した経営統合に関する提案（以下、「旧経営統合案」という。）に対する当社の検討の経緯について
 - ① 2023 年 10 月 5 日付貴社宛て書簡でも明示しているように、当社は旧経営統合案について、経営企画間で 3 回にわたり実施した協議面談の結果も踏まえ、当社取締役会でも企業価値ひいては株主共同の利益を確保、又は向上させるものであるかという観点から、公正買収指針に則り真摯な検討を行ったものである。
 - ② 旧経営統合案の中で貴社より示されたシナジーについては、全体として一般論の域を出ないものが多いとの印象を受けたものの、当社としても企業価値向上に向けたあらゆる方策を検討するため、積極的にシナジーを模索する姿勢で臨むこととした。そこで、まずは具体的なシナジーの可能性が示された AZ-COM Matsubushi における協業（以下「松伏 PJ」という。）について、当社の参画可能性に関する検討を行うことが現実的であると考え、実務者間での協議を行うこととした。
 - ③ ところが、松伏 PJ において貴社側の目指す「川上から川下までの一貫物流」というコンセプトは、総論として当社の主要な顧客・ビジネスパートナーであるメーカーや卸・問屋のメリットの視点が欠如しており、これらとの協業を主眼とする当社の成長戦略と根本的に相反するものであった。複数回の実務者間での協議を経ても、貴社側との認識の齟齬が解消されることはなかった。
 - ④ また、旧経営統合案についても両社の企業文化の違いのほか、貴社の高い財務リスクや代表取締役社長 和佐見勝氏（以下「和佐見氏」という。）の引退後の後継者不在リスクなど、追加的なリスクの増大も懸念されるところ、これらに関して貴社側から説得的な説明がなされなかったことから、当社取締

役会としては、シナジーとリスクとの見合いの観点から、旧経営統合案について当該時点では当社の企業価値向上に資するものではないと結論づけた。

- ⑤ 当社としては、シナジーに関する議論が深化せず、認識の相違が続く中で徒に協議を継続しても両社の企業価値に資するものではなく、また旧経営統合案に関する方針が定まらない状況が継続することは、自己株式取得の実施など当社の機動的な資本政策の実現可能性を損なうものであると考え、旧経営統合案の検討を中止するに至った。

[質問]

旧経営統合案について、貴社開示及び本意向表明書において、当社から「真摯な検討姿勢が感じられな」かったとした根拠について、貴社のご見解をご回答ください

3. 貴社代表取締役社長である和佐見氏について

[当社の認識]

(ア) 和佐見氏による当社株式の取得について

- ① 和佐見氏は、同氏名義にて遅くとも 2016 年 6 月末時点より当社株式を保有し、逐次追加取得を行っている。貴社開示によれば、2024 年 3 月 21 日時点で 728,400 株（所有割合: 3.35%）を保有している。
- ② 貴社開示の中では、和佐見氏が保有する当社株式の取り扱いについて明示されていないものの、本取引が貴社による完全子会社化を企図したものであることから、同氏保有株式についても本公開買付けへの応募がなされるものと想定される。
- ③ 当社としては、和佐見氏は貴社の創業者、代表取締役、及び大株主としてその経営上の意思決定に多大な影響力を有しており、斯かる態様での和佐見氏による一連の株式の売買は、インサイダー取引規制などの法令に抵触する可能性（具体的には、貴社による当社株式の取得の検討の事実を知らずながら貴社の役員である和佐見氏が、当社株式の取得を行うことが、金融商品取引法第 167 条第 1 項に抵触する可能性）や、本取引全体の公正性を損なう可能性も存在すると考えている。

(イ) 和佐見氏の引退の可能性、及び後継者候補の育成について

- ① 和佐見氏は、2024 年 4 月現在で 79 歳と一般的な代表取締役の年齢水準を上回っており、当社としては同氏が数年以内に代表取締役から退く可能性は否定できない。
- ② 創業以来貴社の成長を主導してきた和佐見氏の経営トップからの退任は、本取引後の当社の経営方針にも大きな影響を及ぼす可能性が高いと考えている。

[質問]

- (ア) 和佐見氏が保有する当社株式に関する本取引における取り扱いをご回答ください
- (イ) 和佐見氏による当社株式の取得目的、及び同氏による一連の当社株式の取引がインサイダー取引規制など法令に抵触する可能性について、貴社の見解をご回答ください
- (ウ) 和佐見氏による一連の当社株式の取引が本取引の公正性を損なう可能性について、貴社の見解をご回答ください
- (エ) 和佐見氏の退任が本取引後の当社の経営方針に与える影響、及び後継者候補の育成に関する貴社の見解についてご回答ください

4. 本取引におけるシナジー・ディスシナジーについて

[当社の見解]

- (ア) 本取引成立後のメーカーや卸・問屋などの当社大口顧客の離反リスクについて
 - ① 2023年10月5日付貴社宛て書簡でも明示しているように、当社としては、松伏PJは当社の大口顧客である卸・問屋の離反を招くリスクがあると考えている。
 - ② 具体的には、当社の総営業収益の約4分の1（2023年3月期）を占める食品卸・問屋の松伏PJへの関与について、貴社より、「従来は卸が帳合料として8%程度取っていたものを、伝票上の流れだけにとどめることで、2-3%程度へと低下させ、全体の流通コストを下げていくことが当初の目標である」旨の回答があった。
 - ③ これに対し、貴社開示及び本意向表明書の中では、「物流網の効率化によるコストメリットをサプライチェーン全体で共有することにより、食品卸・問屋等にとっても、物流コストの削減、収益性の向上等を享受することができる」と考えており、対象者の大口顧客である食品卸・問屋等にメリットがあることから、対象者の大口顧客の離反にはつながらない」、「(当社の)各取引先との取引に関しては、本取引後も継続するとともに、今まで以上に顧客ニーズに対応した営業活動を行ってまいりたい」といった抽象的な記述で触れられているに過ぎず、当社の懸念に対して十分に説得的な説明がなされていないと考えている。

[質問]

- (ア) 本取引成立後のメーカーや卸・問屋などの当社大口顧客の離反リスクに対する貴社の考え方について、貴社の見解をより具体的にご説明ください。また、買収が実現した場合に売上高にしてどの程度の規模の顧客離反を想定されているのかについてもご説明ください
- (イ) 特に、当社の主要顧客である食品卸・問屋については、「松伏PJにおける「卸し」は「商流」と「システム」上だけと考えている。」、「メーカーと小売りを直接つ

なぐサプライチェーンの構築を目指している。」と回答するなど、その離反リスクについて貴社は十分に認識していると思料いたします。それにも関わらず、貴社開示及び本意向表明書では当該リスクに触れられていないことから、貴社は同社との取引関係の継続が可能であるという合理的な根拠を有しているはずと存じますが、この点に関する貴社の認識をご説明ください

(ウ) 本取引に伴うシナジーとして考えられる事項について、具体的な経済的インパクトとその発現時期について詳細をご説明ください

5. 本取引後の貴社の財務リスクについて

[当社の認識]

- (ア) 当社としては、貴社の自己資本比率は、2023年12月末時点で39.7%と高いとは言い難い水準となっており、AZ-COM Matsubushi の建設など、足元で合計数百億円単位での投資が継続している状況であると認識している。
- (イ) 貴社は、本公開買付けにあたり最大670億円を株式会社みずほ銀行から借り入れることとしている。これに伴い、貴社の財務リスクの上昇に一層の拍車がかかり、本取引後の当社の企業価値に重大な影響を与える可能性が想定される。

[質問]

本取引後の貴社の財務リスクに関する認識、及び財務健全性の維持に向けた方針についてご回答ください

6. 本取引後の貴社のガバナンス体制について

[当社の認識]

- (ア) 貴社が公表している2024年3月27日最終更新のコーポレートガバナンス報告書によれば、貴社は、コーポレートガバナンス・コード補充原則4-1③を実施していない。

[質問]

当社としては、貴社のように、非常に強力なリーダーシップを持つ代表者兼オーナーに経営されている上場会社こそ、補充原則4-1③が実践されるべきであると考えており、この補充原則4-1③が実践できないことこそが貴社のガバナンス上の問題点を端的に表していると認識しています。貴社取締役会が和佐見氏に対する監督を十分かつ実効的に果たすことができていると外部的にも認識できるような、実際の例（例えば、「サクセッションプランは和佐見氏の関与なく社外取締役が策定しているところである」「社外取締役に対する事前の説明が不十分であったために取締役会で否決された人事関連・報酬関連の議案が複数存在する」等）をご教示ください。

以上