



2024年4月19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
関する追加質問事項の送付に関するお知らせ**

当社は、2024年4月15日付「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開始予告に関する質問事項に対する回答の受領に関するお知らせ」において既にお知らせしたとおり、4月12日に、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。）より質問事項に対する回答書（以下「本回答書」といいます。）を受領いたしました。

これを受けて、当社取締役会は、本回答書の内容について慎重に検討してまいりましたが、特別委員会とも協議の上、株主及び投資家の皆様の判断、並びに当社を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。）の一環としての当社の普通株式（以下「当社株式」といいます。）に対する公開買付けの実施に関する提案（以下「本提案」といいます。）に係る当社取締役会及び特別委員会の評価・検討等のために、追加情報の提供を要請することが適切であると判断し、本日、AZ-COM丸和ホールディングスに対して、「第二回ご質問事項」を送付いたしましたので、お知らせいたします。

当社取締役会は、「第二回ご質問事項」において、本取引のスケジュール・スキーム・取引条件、本提案の経緯に関する事実認識、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による当社株式の取得、本取引におけるシナジー・ディスシナジー及び本取引後のAZ-COM丸和ホールディングスの財務リスクに関する更なる情報提供を依頼いたしました。詳細につきましては、別紙をご参照ください。当社は、「第二回ご質問事項」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」
- ・2024年4月10日「一部報道について」
- ・2024年4月10日「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4月15日「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開始予告に関する質問事項に対する回答の受領に関するお知らせ」

以 上

(別紙)

2024年4月19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 宏将

第二回ご質問事項

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4月12日付で、当社が貴社に対し2024年4月10日に送付した「ご質問事項」(以下、「第一回ご質問事項」といいます。)に係る「ご回答書」(以下、「本回答書」といいます。)を受領いたしました。

当社取締役会といたしましては、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」といいます。)の一環としての、当社の普通株式に対する公開買付け(以下、「本公開買付け」といいます。)の実施に関する提案(以下、「本提案」といいます。)について、真摯な検討を行い、また当社株主の皆様にも適切なご判断を行っていただくために追加的に必要と考える事項を下記にてお尋ね申し上げますので、ご回答を賜りたく存じます。

なお、本ご質問事項にて用いられている各用語の意義は、特段の記載がない限り、第一回ご質問事項のものと同様といたします。また、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いただいております。

敬具

記

1. 本公開買付けのスケジュール・スキーム・取引条件について

(ア) 本公開買付けの開始時期について

貴社は、本回答書にて、「十分な熟慮期間を設けていること」、「本公開買付け価格はシナジーについて十分な検討を行った上で設定されたものであること」、「マーケット・チェックに必要な期間を取っていること」を理由として、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として1か月強程度という期間は

十分であり、本公開買付けの開始を延期する必要はない考えである旨を回答されています。しかしながら、以下のとおり、当社（特別委員会を含みます。）としては、貴社が想定されているタイムラインでは、マーケット・チェックの期間としては不十分であり、貴社には少なくとも 5 月末までは本公開買付けの開始を延期していただく必要があると考えております。

2024 年 4 月 10 日付「一部報道について」にて公表いたしました通り、当社は、現在、本取引に対する複数の初期的な対抗提案に係る意向表明を受領しております。当社としては、これらの対抗提案についても当社の企業価値、ひいては株主共同の利益を確保し、又は向上させるかという観点から真摯な検討を行う必要があると考えており、本提案を含めて比較検討を行っております。本公開買付けの開始時期を 5 月上旬、公開買付期間を 20 営業日とした場合、本公開買付けの終了日は 5 月末から 6 月中旬となることが見込まれるところ、当社株主にとってできるだけ有利な条件で取引が行われるよう、真摯な提案を行った者に対してデュー・デリジェンスの機会を提供する必要があるなど、一連の検討プロセスには相応の時間を要することから、当社としては、本公開買付けの開始時期を早くとも 5 月末にさせていただかなければ、企業価値・株主共同の利益の確保又は向上に資する望ましい提案が行われる機会が十分に確保した上で、当社が本提案及び当該対抗提案の検討を十分に行うことはできないと考えております。

なお、貴社は、本回答書において、マーケット・チェックの期間の長期化により「従業員や取引先等が不安定な地位に置かれ、対象会社の事業に悪影響が生じる可能性がある」旨記載いただいております。また、貴社は、当社株主及び取引先からは、本取引に対して否定的な反応は示されておらず、むしろ好意的な意見が寄せられているとも記載いただいております。

しかしながら、当社の大口取引様からは、当社が貴社の傘下に入ることによる物流の停滞を懸念する声や、本取引が成立した場合に当社との取引関係の見直しを検討せざるを得ない旨の意向など、当社に対して、本取引に対する具体的な懸念や否定的な意見が複数示されております。また、当社従業員からも、当社と貴社の企業文化の違いなどから、当社が貴社の傘下に入ることを懸念する声も上がっております。

当社としては、本取引が当社の経営方針や事業運営に長期的に大きな影響を与えるものであること、また、上記のように当社取引先及び従業員が、本取引に対する懸念を有していることを踏まえると、一か月程度のマーケット・チェック期間を追加的に確保することによるメリットは、企業価値・株主共同の利益の確保又は向上に資するか、という観点から本提案及び対抗提案の是非について慎重に検討することができるという点で、デメリットを大きく上回ると考えます。

また、当社は第一回ご質問事項にて、本公開買付けの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・デリジェンスに協力する用意がある旨を申し出ました。これに対し、貴社が、本回答書において、「公表情報等をベースに本取引により生じるシナジーについて十分に検討した上で本公開買付価格の提案に至って」と回答されていることを踏まえると、貴社は、当社に対するデュー・デリジェンスを実施する意向を有していないものと推察しております。しかしながら、本取引が貴社に相応の財務的負担を伴うものであり、本取引の公表日から4月18日に至るまで、貴社の株価が約12.3%とTOPIXなどと比較しても大きく下落している事実などに鑑みれば、当社としてはマーケット・チェックの期間を利用して対抗提案候補者の方々と同様にデュー・デリジェンスを行っていただいた方が、本取引に対して懸念を抱いているとも推察される貴社株主へのご説明の観点からもよいのではないかと考えている次第です。当社としても、引き続きデュー・デリジェンスに協力する用意はございます。

なお、当社としては、当社の経営支配権を取得する買収の提案を行う者が上場会社である場合、当該提案者が一般株主に対する説明責任を十分に果たしているかという点は、当社の企業価値ひいては株主共同の利益を確保し、又は向上させるかを基準に当該買収の是非を判断する上で、重視している要素の一つである旨を申し添えさせていただきます。

以上を踏まえ、以下ご質問いたします。

- ① 当社が複数の初期的な対抗提案に係る意向表明を受領しているという事実を踏まえ、本公開買付けの開始時期の延期に応じていただく考えがあるか、改めてご回答ください。
- ② 本公開買付けの開始時期の延期に応じていただけない場合、当社が複数の初期的な対抗提案に係る意向表明を受領しており、本提案、及び対抗提案の是非について慎重に検討する観点から本公開買付けの開始時期の延期が必要であると考えている点も踏まえて、その理由を改めてご説明ください。
- ③ 本取引が貴社にとり相応の財務的負担及びリスクを伴うものである中で、被買収企業である当社がデュー・デリジェンスに応じる意向を示しているにもかかわらず、当社に対するデュー・デリジェンスを敢えて実施しない理由をご説明ください。また、当社に対するデュー・デリジェンスを実施しないことについて、貴社一般株主の皆様に対してどのように説明責任を果たしているかについてご説明ください。

(イ) 本公開買付けの下限について

貴社は、本回答書にて、パッシブ・インデックス運用ファンドについて、本取引が当社及び当社株主にとって魅力的な提案であると考えていることから、本株

式併合議案に賛同することが見込まれる旨記載いただいております。

しかしながら、質問 1 (ア) でも記載いたしました通り、当社は既に複数の初期的な対抗提案に係る意向表明を受領しているところ、本公開買付けの開始予定の公表から開始までの期間、及び公開買付期間は当社がマーケット・チェックを行う上で十分ではなく、企業価値・株主共同の利益に資する望ましい提案が行われる機会が適切に提供されない虞が存在すると考えております。したがって、現状の本公開買付けの開始時期及び公開買付期間を前提とすれば、本取引に係るプロセスが当社株主にとってできるだけ有利な条件を提供するものであるとは言い難く、パッシブ・インデックス運用ファンドの中には、本公開買付け成立後も本株式併合議案に賛同しない主体も一定数存在する可能性があると考えられます。

また、貴社は、従業員及び取引先持株会についても、2024年3月21日付貴社開示の内容を繰り返す形で、本公開買付け成立後に本株式併合議案への賛同が見込まれるとご回答しています（貴社が本回答書の中で触れている、当社株式を政策保有又はそれに類似する目的で所有している取引先株主の一部についても同様と理解しています。）。

しかしながら、貴社の主張は一般論の域を出るものではなく、むしろ本ご質問事項 1. (ア) でも記載いたしました通り、本取引について当社取引先や従業員から具体的な懸念の声が示されていることから、従業員及び取引先持株会についても同様に、本公開買付け成立後も本株式併合議案に賛同しない可能性も想定されます。なお、仮に貴社の主張のとおり、当社株主の一部について、本公開買付けには応募しないものの、本公開買付け成立後に本株式併合議案への賛同することが見込まれると考えるとしても、当社株主が同様の認識の下で本公開買付けに応募するか否かを判断することは期待できず、本公開買付けが成立したにもかかわらずスクイズアウトが行われない状態を不安視した当社株主が本公開買付けへの応募を迫られる可能性は十分に考えられることから、本公開買付けに強圧性がないことの理由にはなり得ないと考えられます。

したがって、当社としては引き続き、本公開買付けへの応募を控えた株主が本公開買付け成立後も少数株主として残存する可能性が存在し、本取引は貴社の主張するような「オール・オア・ナッシング」のオファーではなく、本取引は強圧性を伴うものであると考えております。

以上を踏まえ、以下ご質問いたします。

- ① 上記の通りパッシブ・インデックス運用ファンド、並びに従業員及び取引先持株会について、本公開買付け成立後も本株式併合議案に賛同しない可能性があることを踏まえたうえで、本公開買付けの下限の引き上げにに応じていただく考えがあるか、改めてご回答ください。
- ② 上記の通りパッシブ・インデックス運用ファンド、並びに従業員及び取引先

持株会について、本公開買付け成立後も本株式併合議案に賛同しない可能性があることを踏まえたうえで、本公開買付けの下限の引き上げにに応じていただけない場合、その理由を改めてご説明ください。

2. 本件の経緯に関する事実認識について

貴社は、本回答書にて、貴社が旧経営統合案について当社から「真摯な検討姿勢が感じられなかった」と考えた根拠について、(i)2023年6月以降、意見交換における当社からの質問が「AZ-COM Matsubushi」に集中した点、(ii)同年6月22日に当社が貴社より打診されたトップ同士での直接の協議を拒否した点、(iii)旧経営統合案の検討中止の理由について当社から十分な説明がされなかった点などを挙げております。しかしながら、以下のとおり、これらの点は、いずれも当社が旧経営統合案について真摯に検討をしていなかったことを示すものではないと考えられます。

第一回ご質問事項でも記載いたしました通り、2023年4月以降、旧経営統合案について当社代表取締役専務執行役員である武藤彰宏氏（以下、「武藤」といいます。）及び貴社の経営企画部門との間で3回にわたり協議を行っており、当社が旧経営統合案について真摯に検討を行っていたことは明らかです。2023年6月以降に当社からの質問が「AZ-COM Matsubushi」に集中したのは、同年5月15日の面談において、経営統合ありきではなく当社の企業価値に資するあらゆる方策を積極的に模索するという観点から、まずは貴社の低温食品物流事業の中核となることが予想される「AZ-COM Matsubushi」における協業（以下、「松伏PJ」といいます。）について議論を深めたい旨を当社より打診し、貴社も了解の上、以降は松伏PJに関する質疑応答・意見交換を中心とした協議へと移行したことが理由です。したがって、2023年6月以降に当社からの質問が「AZ-COM Matsubushi」に集中したことは、むしろ当社が旧経営統合案について真摯に検討を行っていたことを示しております。

また、本回答書の記載は当社があたかも貴社との建設的な協議を拒否したかのような印象を与えかねないものとなっておりますが、実際には同年6月22日に、当社から依頼する形で、貴社取締役専務執行役員である葛野正直氏と当社代表取締役社長執行役員である綾宏将氏（以下、「綾」といいます。）の間で面談を実施し、低温食品物流に関する貴社の取組みについて協議をしております。

以上の通り、当社は、旧経営統合案について、真摯な検討を行い、その結果、第一回ご質問事項にも記載いたしました通り、貴社との経営統合により想定されるシナジーは、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・問屋との協業を主眼とする当社の成長戦略の方向性と根本的に相反するものであった一方で、当社大口顧客の離反の可能性などの追加的リスクの増大も懸念されたことから、当社取締役会は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ております。2023年10月5日に、武藤が、貴社に対して旧経営

統合案に関する検討中止の意向を通知した際は、当社における検討過程や判断理由について十分な説明を行っております。また、同年11月1日にも綾と武藤が貴社をご訪問の上、改めて説明を行ったことで、貴社も一定のご理解を示されたものと認識しております。

当社としては、旧経営統合案に係る当社の検討に関する貴社開示及び本回答書の記載には、事実のうち一部分のみを恣意的に切り出したものが含まれており、当社株主に誤った印象を与えかねないと考えております。

以上を踏まえ、以下ご質問いたします。

- ① 以上の事実関係を踏まえ、なお、当社が旧経営統合案について真摯に検討をしていなかったと考える場合、その具体的理由をご教示ください。

3. 和佐見氏による当社株式の取得について

貴社は、本回答書にて、和佐見氏が保有する当社株式について、「本公開買付けに応募するものと考えて」いるとした上で、当時の当社代表取締役社長である林原の事前の了承を得た上で取得したこと、2022年3月31日に当社から追加の買付けを止めて欲しい旨の要請があったことから、それ以後、当社の要請に従って一切買付けを行っておらず、当社との経営統合について貴社で検討を開始したのは同日よりも後であることから、インサイダー取引規制その他の法令に抵触する可能性はないと回答いただいております。

また、貴社は、本回答書にて、和佐見氏の一連の当社株式の取引について、買収の足掛かりとして取得したものではないこと、並びに取得期間及び保有数量の観点からも、本取引の公正性を損なうものではないとしています。

しかしながら、当社の株主名簿上では、和佐見氏が自身の名義で保有する当社株式数は、2022年3月31日時点では721,500株であるのに対し、同年6月30日時点では728,400株と、6,900株増加しており、和佐見氏が2022年3月31日以降に当社の株式の買付けを行った可能性も否定できないと考えております。

また、当社としては、和佐見氏による当社株式の取得がインサイダー取引規制等の法令に抵触するものでなかったとしても、貴社の創業者、代表取締役社長及び支配株主であり、貴社の経営に重大な影響力を行使し得る立場にあった和佐見氏が、自らの名義で当社株式を取得し保有していることの是非について、貴社のガバナンスの実効性の観点からより具体的な説明が必要であると考えております。

以上を踏まえ、以下ご質問いたします。

- ① 和佐見氏が最後に当社株式の買付けを行ったのは具体的にいつであるかご教示ください。
- ② 当社との経営統合について貴社で検討を開始したのは具体的にいつであるかご教示ください。

- ③ 貴社は、本回答書 6.「本取引後の当社のガバナンス体制」にて、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している旨を強調していますが、和佐見氏による当社株式の取得について、貴社取締役会における議論の有無、及びその具体的な内容（社外取締役及び監査役からの意見があればその内容を含みます。）についてご回答ください。

4. 本取引のシナジー・デイスナジーについて

貴社は、本回答書において、本取引後においても当社の主要顧客である食品卸・問屋との取引関係の継続が可能であると判断した根拠として、「引き続き食品卸・問屋は食品流通における重要な役割を担う事業者であり、『AZ-COM Matsubushi』の仕組みで、食品卸・問屋の価格競争力が強化されることにより、食品卸・問屋には、取引量増加による売上高増加や、食品卸・問屋が担う輸配送を省力化できることによるコストダウン等のメリットが生じ、これらは流通の効率化によるデメリットを十分に上回る」と記載いただいております。

しかしながら、当社は、当社との協議における貴社によるご説明内容も踏まえると、上記の貴社のご見解は依然として具体性を欠くものであると考えております。すなわち、2023年8月4日に当社及び貴社の実務者間で実施した松伏PJに係る協議において、貴社は、「シェアリング在庫」のコンセプトとして、食品卸は「仮想」での介入にとどめ、直接メーカーとスーパーマーケットを繋ぐ旨の説明を行い、在庫管理をはじめとした、従来食品卸・問屋が担ってきた役割の一部を貴社が担う方針を示しました。この点について、同年9月4日の協議にて、松伏PJにおける食品卸の役割に関する当社からの質問に対し、貴社は、食品卸や問屋の関与を低下させ、全体の流通コストを低減させていくことが当面の目標である旨の説明をしております。この説明内容を踏まえると、本回答書におけるご回答は、本取引後においても当社の主要顧客である食品卸・問屋との取引関係の継続が可能であるとする根拠としては不十分であると考えております。

当社としても、いわゆる「2024年問題」への対応や物流網の効率化は喫緊の経営課題の一つであると認識しておりますが、食品卸・問屋をはじめとした当社主要顧客の皆様のご賛同を得られない取組みを通じた当社の企業価値向上は極めて困難であると考えております。そして、本ご質問事項 1. (ア) でも記載いたしました通り、当社大口取引先から本取引を懸念する声が複数寄せられていることにも鑑みれば、当社は、本取引後の貴社の取組みが食品卸・問屋をはじめとした当社主要顧客の皆様のご賛同を得られるものであるかについて、より具体的な説明が必要であると考えております。

以上を踏まえて、以下ご質問いたします。

- ① 本取引後、「AZ-COM Matsubushi」において食品卸・問屋はどのような役割を担うことを想定しているか、具体的にご説明ください。

- ② 「AZ-COM Matsubushi」において、食品卸・問屋の関与を低下させ、その機能の一部を貴社が代替していくことも想定される中で、食品卸・問屋にとり、「AZ-COM Matsubushi」の仕組みから得られるメリットがデメリットを上回ると考える根拠を具体的にご説明ください。

5. 本取引後の貴社の財務リスクについて

貴社は、本回答書において、2023年12月末時点の貴社の連結自己資本比率39.7%について、物流業界の他企業と比較しても特段低い水準ではなく、本取引を通じた連結ベースでの収益力の向上が、結果的に貴社の財務健全性の維持・向上に繋がるものと判断している旨を回答されています。

しかしながら、当社の分析によれば、貴社の連結自己資本比率である39.7%（2023年12月末時点）は、貴社の同業他社の平均値である約49.8%（直近四半期末ベース）と比較しても低い水準です。また、金額規模で考えても本公開買付けの買付代金である約650億円は、貴社の連結自己資本である約536億円（2023年12月末時点）に鑑みれば相応の財務的負担となると考えられ、本取引の実行により連結自己資本比率が20%台まで低下することが予想されるどころ、この水準は貴社の同業他社と比較しても最低水準となります（当社分析の前提や詳細につきましては、後記注をご参照ください）。

引き続き当社としては、本取引に伴うディスシナジーの発生の可能性も勘案すると、本取引に伴う貴社の財務リスクの高まりが、本取引後の貴社及び当社の企業価値の低下につながる可能性も存在すると考えております。

以上を踏まえ、以下ご質問いたします。

- ① 貴社が本取引後に実質的な財務リスクは存在しないとした根拠について、より具体的、定量的にご説明ください。

以上

注:

SPEEDAにて、「トラック（低温物流）」「トラック（企業物流）」に分類され、直近年度の連結売上高が1,000億円以上の上場企業から貴社を除いた18社（NIPPON EXPRESSホールディングス、センコーグループ、ニチレイ、セイノーホールディングス、山九、名古屋鉄道、SBSホールディングス、鴻池運輸、福山通運、ニッコンホールディングス、キューソー流通システム、トランコム、トナミホールディングス、丸全昭和運輸、ゼロ、ハマキョウレックス、アルプス物流、当社）を貴社の同業他社としております。なお、IFRS採用企業について、自己資本比率は親会社の所有者に帰属する持分を資本及び負債合計で除して計算しております。また、貴社が当社の全株式を一株3,000円で取得し、取得資金を全て借入金で賄うと想定した場合、本取引成立後の貴社の連結自己資本比率は約21.5%へと低下することが予想されます。