

【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】	2019年 8 月 1 日
【報告者の名称】	株式会社東京商品取引所
【報告者の所在地】	東京都中央区日本橋堀留町一丁目10番 7 号
【最寄りの連絡場所】	東京都中央区日本橋堀留町一丁目10番 7 号
【電話番号】	03 - 3661 - 9191
【事務連絡者氏名】	財務・経理部長 高階 行雄
【縦覧に供する場所】	株式会社東京商品取引所

- (注1) 本書中の「公開買付者」とは、株式会社日本取引所グループをいいます。
- (注2) 本書中の「当社」とは、株式会社東京商品取引所をいいます。
- (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計数の総和と必ずしも一致しません。
- (注4) 本書中の「本公開買付け」とは、本書提出に係る公開買付けをいいます。
- (注5) 本書中の「株券等」とは、株式に係る権利をいいます。
- (注6) 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7) 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8) 本公開買付けは、日本で設立された会社である当社の普通株式（以下「当社普通株式」といいます。）及び無議決権株式（以下「当社無議決権株式」といい、「当社普通株式」及び「当社無議決権株式」を総称して「当社株式」といいます。）を対象としています。本公開買付けは、日本の金融商品取引法で定められた手続及び情報開示基準を遵守して実施されますが、これらの手続及び基準は、米国における手続及び情報開示基準とは必ずしも同じではありません。特に米国1934年証券取引所法（Securities Exchange Act of 1934。その後の改正を含みます。）第13条(e)項又は第14条(d)項及び同条のもとで定められた規則は本公開買付けには適用されず、本公開買付けはこれらの手続及び基準に沿ったものではありません。
- (注9) 本公開買付けに関する全ての手続は、特段の記載がない限り、全て日本語において行われるものとします。本公開買付けに関する書類の全部又は一部については英語で作成されますが、当該英語の書類と日本語の書類との間に齟齬が存した場合には、日本語の書類が優先するものとします。
- (注10) 本書中の記載には、米国1933年証券法（Securities Act of 1933。その後の改正を含みます。）第27A条及び米国1934年証券取引所法第21E条で定義された「将来に関する記述」（forward-looking statements）が含まれています。既知若しくは未知のリスク、不確実性その他の要因により、実際の結果が「将来に関する記述」として明示的又は黙示的に示された予測等と大きく異なることがあります。公開買付者、当社又はこれらの関連者（affiliate）は、「将来に関する記述」として明示的又は黙示的に示された結果が達成されることを保証するものではありません。本書中の「将来に関する記述」は、本書の日付の時点で公開買付者又は当社が有する情報を基に作成されたものであり、法令で義務付けられている場合を除き、公開買付者、当社又はこれらの関連者は、将来の事象や状況を反映するために、その記述を更新又は修正する義務を負うものではありません。本書及び本書の参照書類の中に含まれる財務情報は、公開買付者については国際会計基準（IFRS）、当社については日本の会計基準に基づいた情報であり、米国の会社の財務情報と同等のものとは限りません。また、公開買付者は米国外で設立された法人であり、その役員の全部又は一部が米国居住者ではないため、米国の証券関連法を根拠として主張し得る権利又は請求を行使することが困難となる可能性があります。また、米国の証券関連法の違反を根拠として、米国外の法人及びその役員に対して、米国外の裁判所において法的手続を開始することができない可能性があります。更に、米国外の法人並びに当該法人の子会社及び関連会社に米国の裁判所の管轄が認められるとは限りません。
- (注11) 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。）に従って株主による単元未満株式の買取請求権が行使された場合には、当社は法令の手続に従い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。）中に自己の株式を買い取ることがあります。

1【公開買付者の氏名又は名称及び住所又は所在地】

名称 株式会社日本取引所グループ
所在地 東京都中央区日本橋兜町2番1号

2【公開買付者が買付け等を行う株券等の種類】

(1) 当社普通株式

(2) 当社無議決権株式(注1)(注2)

(注1) 当社無議決権株式には、当社の株主総会における議決権はありません。

(注2) 当社無議決権株式には、(a)当社普通株式が金融商品取引所に上場された日以後、当社無議決権株式の株主が、当社に対し、当社無議決権株式1株の取得と引き換えに、当社無議決権株式の株式係数(100株)に相当する数の当社普通株式を交付することを請求することができる取得請求権(以下「本取得請求権」といいます。)、(b)当社が、株主総会の特別決議に基づき、当社無議決権株式1株につき当社無議決権株式の株式係数(100株)に相当する数の当社普通株式を対価として、当社無議決権株式の全部を取得することができる全部取得条項(以下「本全部取得条項」といいます。)並びに(c)()当社が当社普通株式を金融商品取引所に上場する旨を当該金融商品取引所に申請した日、()当社が消滅会社となる合併契約について当社の株主総会で承認された日(株主総会が不要な場合は、合併契約を締結した日)、又は()当社が完全子会社となる株式交換契約若しくは株式移転計画について当社の株主総会で承認された日(株式交換契約について株主総会が不要な場合は、株式交換契約を締結した日)のうちいずれか早い日以後の日で会社法第168条第1項に基づき代表執行役が別に定める日が到来することをもって、当社が、当社無議決権株式の株式係数(100株)に相当する数の当社普通株式の交付と引き換えに、当社無議決権株式1株を取得することができる取得条項、及び、(d)上記(c)()に記載された日以後の日で会社法第168条第1項に基づき代表執行役が別に定める日が到来することをもって、当社が、当該取得する日における当社無議決権株式の1株当たり純資産額に相当する金銭の交付と引き換えに、当社無議決権株式1株を取得することができる取得条項(以下(c)及び(d)の取得条項を総称して「本取得条項」といい、本取得請求権、本全部取得条項及び本取得条項を総称して「本取得請求権等」といいます。)が付されています。ただし、公開買付者は、当社株式の全てを取得し、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取引(以下「本取引」といいます。)により当社株式の全てを取得し、当社を公開買付者の完全子会社とすることを企図しており、本取引の過程において、当社普通株式が金融商品取引所に上場し当社無議決権株式が当社普通株式に転換されることは想定していないこと、当社を当事者とする合併、株式交換又は株式移転を行うことを想定していないこと及び当社の株主総会の特別決議に基づき本全部取得条項を行使することを想定していないことから、当社無議決権株式が当社普通株式に転換されることは想定していないとのことです。なお、当社が当社普通株式及び当社無議決権株式を発行している理由は、当社が商品取引所法(現 商品先物取引法(昭和25年法律第239号。その後の改正を含みます。以下「商品先物取引法」といいます。))に基づく組織変更を行うにあたり、組織変更前の議決権が出資口数にかかわらず1会員1個であることを踏まえ、組織変更に際しての会員への株式の割当てが、保有株式数にかかわらず、議決権が全会員同じ個数になるように、当社普通株式及び当社無議決権株式を組み合わせる必要があるためです。

3【当該公開買付けに関する意見の内容、根拠及び理由】

(1) 意見の内容

当社は、2019年7月30日開催の取締役会において、下記「(2)意見の根拠及び理由」に記載の根拠及び理由に基づき、本公開買付けへ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て、本公開買付けへの応募を推奨する旨の決議をいたしました。

(2) 意見の根拠及び理由

本「(2)意見の根拠及び理由」の記載のうち、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

公開買付者と当社は、2019年3月28日開催の両社の取締役会において、それぞれ経営統合の実現を目指すことについて基本合意することを決議し、2019年3月28日付けで基本合意書(以下「本基本合意書」といいます。)を締結しました。その後、公開買付者と当社は、誠実に協議を行い、本公開買付けの具体的な条件及び方法について合意に達したことから、公開買付者は、2019年7月30日開催の取締役会において、本取引の一環として、本公開買付けを実施することを決議いたしました。

なお、本書提出日現在、公開買付者は、当社株式を所有していないとのことです。

本公開買付けにおいては、買付予定数の下限を2,110,973株（注1）（所有割合（注2）：67.56%）と設定しており、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。）の数の合計が買付予定数の下限に満たない場合には、公開買付者は、応募株券等の全部の買付け等を行わないとのことです。一方、本公開買付けにおいては、買付予定数の上限を設定しておりませんので、応募株券等の数の合計が買付予定数の下限（2,110,973株）以上の場合は、公開買付者は、応募株券等の全部の買付け等を行うとのことです。

（注1） 買付予定数の下限（2,110,973株）は、当社が2019年6月25日に提出した第73期有価証券報告書（以下「当社第73期有価証券報告書」といいます。）に記載された2019年3月31日現在の当社普通株式の発行済株式数（3,041,000株）に3分の2を乗じた株式数の1単元（100株）未満に係る数を切り上げた株式数（2,027,400株）に当社第73期有価証券報告書に記載された2019年3月31日現在の当社無議決権株式の発行済株式数（83,573株）を加算した数（2,110,973株）としているとのことです。なお、公開買付者は、本取引により当社株式の全てを取得し、当社を公開買付者の完全子会社とすることを企図しているため、本取引の過程において、当社普通株式が金融商品取引所に上場し当社無議決権株式が当社普通株式に転換されることは想定していないこと、当社を当事者とする合併、株式交換又は株式移転を行うことを想定していないこと及び当社の株主総会の特別決議に基づき本全部取得条項を行使することを想定していないことから、当社無議決権株式が当社普通株式に転換されることは想定していないとのことです。そのため、本公開買付けが成立した場合に確実に当社を完全子会社とするためには、当社無議決権株式が当社普通株式に転換されない前提下、本公開買付けにより当社の総議決権の3分の2を超える数の議決権を取得する必要がありますので、上記のような買付予定数の下限を設定しているとのことです。

（注2） 「所有割合」とは、当社第73期有価証券報告書に記載された2019年3月31日現在の当社普通株式の発行済株式数（3,041,000株）及び当社無議決権株式の発行済株式数（83,573株）の合計数（3,124,573株）に占める割合（小数点以下第三位を四捨五入。以下、所有割合の計算において同じとします。）をいいます。

本公開買付けに際して、公開買付者は、2019年7月30日付けで、当社との間で経営統合後の方針・体制等と内容とする経営統合に関する契約（以下「本経営統合契約」といいます。）を締結しました。本経営統合契約の概要については、下記「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。

公開買付者は、本公開買付けにより当社株式の全てを取得できなかった場合には、本公開買付けの成立後、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）」に記載された手続を通じて公開買付者が当社株式の全てを取得することを予定しているとのことです。

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、並びに本公開買付け後の経営方針
() 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

公開買付者である株式会社日本取引所グループは、2013年1月1日に、株式会社東京証券取引所グループと株式会社大阪証券取引所との合併により発足し、本書提出日現在、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。）、株式会社大阪取引所（以下「大阪取引所」といいます。）、日本取引所自主規制法人及び株式会社日本証券クリアリング機構（以下「日本証券クリアリング機構」といいます。）を含む連結子会社5社並びに持分法適用関連会社3社（以下、公開買付者を含め、「公開買付者グループ」といいます。）の経営管理を主な事業内容とする金融商品取引法上の金融商品取引所持株会社です。なお、公開買付者の株式は、東京証券取引所市場第一部に上場しています。

公開買付者グループは、金融商品取引法上の金融商品取引所持株会社グループとして、有価証券やデリバティブの上場から、取引の場の提供、清算・決済サービス、指数・情報サービスに至るまで、我が国の市場に関する一連のサービスをグループ一丸となって提供しているとのことです。

東京証券取引所の現物市場は、市場第一部、市場第二部、マザーズ及びJASDAQ等の株式市場を中心として構成されています。公開買付者グループの株式市場は、世界でも有数の市場規模であるとともに、我が国株式市場の中核インフラとして確固たる地位を確立しているとのことです。また、株式以外にも、ETF（上場投資信託）・ETN（上場投資証券）、REIT（不動産投資信託）、インフラファンド等、多様な商品を提供しているとのことです。

大阪取引所のデリバティブ市場は、指数先物、指数オプション、国債先物、国債先物オプション及び有価証券オプションの取引を提供しているとのことです。立会時間については、日中に加えて、夕方・夜間も取引が可能となっているとのことです。指数先物取引、指数オプション取引では、我が国を代表する株価指数である日経平均株価やTOPIX（東証株価指数）を対象とする取引を提供しており、我が国を代表するデリバティブ商品となっているとのことです。また、国債先物取引では、長期国債先物取引が、その高い流動性から、長期金利市場の指標となっているとのことです。

日本取引所自主規制法人は、投資家が取引所金融商品市場に安心して参加するためには、市場が公正で信頼できるものである必要があり、市場の公正性・信頼性を確保するためには、自主規制機能が適切に発揮されることが不可欠であることから、持株会社である公開買付者の傘下に置かれ、取引所の品質管理セ

ンターとして、市場の公正と信頼の維持を図っているとのことです。自主規制業務を市場運営会社たる金融商品取引所とは別法人の形態の自主規制法人が行うことにより、市場に近い位置に身を置き、高い専門性を発揮すると同時に、中立性・実効性を確保しやすい組織体制を構築しているとのことです。

日本証券クリアリング機構は、金融商品取引清算機関として、国内すべての金融商品取引所で成立した現物取引や大阪取引所のデリバティブ市場で成立した先物・オプション取引に係る清算業務を行うとともに、私設取引システム（PTS）を通じた売買、店頭デリバティブ取引及び国債店頭取引の清算業務も行い、債権・債務の当事者となって決済の履行を保証しているとのことです。

また、公開買付者グループでは、有価証券の売買及びデリバティブ取引に関する約定値段等の情報をその発生・変化の都度、即時に配信するとともに、株価情報等を基に算出した指数情報や各種統計情報も併せて、市場参加者に提供しているとのことです。

公開買付者は、2019年3月28日に第三次中期経営計画（2019年度から2021年度）を公表し、グローバルな環境変化や技術革新の中、ステークホルダーとの一層の協力や新たなパートナーシップを通じて、誰もがあらゆる商品を安心かつ容易に取引できる取引所<Total smart exchange>への進化を目指すことを中長期の将来像を見据えた基本方針としているとのことです。公開買付者グループは、重点戦略として掲げた「次世代に向けた「市場のカタチ」の追求」、「総合取引所の実現とその発展」、「データサービスの多様化の実現と次世代化への挑戦」、「事業と社会の未来を支えるための基盤作り」に基づく施策を遂行することにより、世界でも枢要な市場の一つであり続けることを目指しているとのことです。

このように、公開買付者は、日本市場の国際競争力を強化することに注力しているとのことですが、本公開買付けを経た当社との経営統合により、日本のデリバティブ市場を活性化し、グローバルに通用する市場へ発展させることを目指しているとのことです。

一方、非上場会社である当社は、1951年2月に東京繊維商品取引所として設立されました。その後1952年12月に東京ゴム取引所、1982年2月に東京金取引所がそれぞれ設立されましたが、1984年11月に東京繊維商品取引所、東京ゴム取引所及び東京金取引所が統合し、東京繊維商品取引所を存続取引所として東京工業品取引所が設立されました。2008年12月には会員商品取引所から株式会社商品取引所に組織変更を行い、2010年10月には清算業務を担う株式会社日本商品清算機構（以下「日本商品清算機構」といいます。）を子会社化、2013年2月には株式会社東京商品取引所に商号変更を行い、現在に至っております。当社の企業グループは、本書提出日現在、当社、連結子会社1社（日本商品清算機構）、非連結子会社1社（JAPAN OTC EXCHANGE株式会社）及び持分法非適用関連会社1社（排出量取引所設立準備株式会社）により構成されており（以下当該企業グループを「当社グループ」といいます。）、取引所事業及び清算事業を主たる業務として行っております。

取引所事業においては、当社は、商品先物取引法に基づいて、商品に係る先物取引及び実物取引、商品指数に係る先物取引を行うために必要な市場を開設・運営する業務を行っております。また、これに附帯する業務として、当社グループが開設する商品市場（以下「当社市場」といいます。）に上場する商品の品質の鑑定、商品、商品指数及び経済一般に関する調査研究、刊行物の発行並びに広報宣伝、紛争の仲介、当社グループの事業と関連する国内外の取引所等との提携又は協力等を業務として行っております。当社は、取引所事業として6市場（貴金属市場、ゴム市場、アルミニウム市場、石油市場、中京石油市場、農産物・砂糖市場）17商品を上場する商品取引所を運営し、当社市場の2018年度（自2018年4月1日至2019年3月31日）の取引高は合計で2,107万枚（前期比16.9%減）、上場商品別の主な取引高及び構成比は、金（10,436,559枚、49.5%）、白金（3,475,996枚、16.5%）、ゴム（1,827,316枚、8.7%）及び原油（4,284,652枚、20.3%）となっています。取引所事業における営業収益は、主として定率参加料（売買約定1枚毎に徴収する手数料）で成り立っています。定率参加料による収益は、取引高に応じて変動するもので、2018年度においては、取引所事業の営業収益の84.8%を占めております。なお、その他の営業収益として、定額参加料（取引資格を有する商品市場毎に一定額を徴収する手数料）、相場転送利用料（相場情報の利用料等）、システム関連利用料（取引システムログインユーザ利用料等）があります。

清算事業においては、当社グループは、商品先物取引法第167条の規定に基づき、農林水産大臣及び経済産業大臣の許可を受けて商品先物取引に関する清算業務（以下「商品取引債務引受業」といいます。）及びこれに附帯する業務を行っております。清算事業では、当社の連結子会社である日本商品清算機構が商品取引債務引受業を行う商品取引清算機関であり、当社を含めた国内の全商品取引所が開設している商品市場における取引に基づく債務の引受けを行うほか、商品先物取引法第170条に基づき、店頭商品デリバティブ取引等の債務の引受けを行っており、商品市場において成立した取引や店頭商品取引等に基づき発生する債務を売買の当事者双方から引き受けると同時にそれに相当する債権を取得し、売買のそれぞれの相手方に代わり債権債務の当事者となり、それにより決済の履行を保証しています。清算事業における営業収益は、主として清算手数料（債務引受1件毎に徴収する手数料）で成り立っており、清算手数料による収益は、商品市場における取引高及び店頭商品デリバティブ取引等の債務引受件数に応じて変動するもので、2018年度においては、清算手数料による収益が清算事業の営業収益の100.0%を占めております。

当社グループでは、市場流動性の向上及び取引高の増加に向け、個人投資家及び海外プロップ業者（注）の市場参入促進、総合コモディティ市場及び総合エネルギー市場の創設並びに海外マーケティング対応の強化といった施策を最重要課題と位置づけ、その実現に向けた取組みを行ってまいりましたが、2018年度における当社市場の取引高は2,107万枚（前期比16.9%減）となり、厳しい状況となっています。

このような状況の下、当社は、事業の継続性を確保するため、総コストの過半を占める取引システムのあり方を抜本的に見直し、2021年9月に予定する次期取引システム更改において、その性能を低下させることなく、コストを半減させることを目指しています。ただし、それまでの間は、従前のコスト構造が継続するため、その下での収支均衡を目指し、手数料体系の見直しとともに市場活性化による取引高回復に向けた取組みを継続することとしておりますが、その際、上記の最重要課題の背景である多様な市場参加者の参入促進が不可欠な状況に変化はないため、今後もこの方向性を踏襲し、特に、国内個人投資家及び海外プロップ業者等の参入促進、中国マーケティング活動の強化等の取組みを一層強化することとしています。

また、電力先物を始めとする総合エネルギー市場の整備に向け、我が国エネルギー政策の根幹を支える産業インフラとしての役割と公設市場としての社会的使命を果たすべく、早期の取引開始と開始後の振興に取り組むこととしています。

（注） 「プロップ業者」とは、自己資金で運用を行う投資会社のことをいいます。

世界的には、金融及び商品分野のデリバティブ商品を1つの規制・監督及び1つの取引所インフラの下でワンストップで取引できる投資家にとって利便性が高いいわゆる「総合取引所」が主流となる中、日本においては、それぞれの取引所及び根拠法等が分立し、投資家の利便性が損なわれている状況に加え、日本の商品デリバティブ市場のサステナビリティの確保が課題となっています。

我が国における総合取引所構想については、2007年6月に閣議決定された「経済財政改革の基本方針2007」において、「金融・資本市場競争力強化プラン」（仮称）の「取引所の競争力の強化」のための施策として「取引所において株式、債券、金融先物、商品先物など総合的に幅広い品揃えを可能とするための具体策等を検討し、結論を得る。」とされてから、直近では、2018年6月の「未来投資戦略2018」において金融・資本市場の利便性向上と活性化の施策として「総合取引所を可及的速やかに実現する。」とされ、更に、2018年11月19日の規制改革推進に関する第4次答申では、「東京商品取引所（TOCOM）と日本取引所グループ（JPX）の統合を含めた組織の在り方は、関係者間の協議に委ねられるべきものだが、形式的な一体化ではなく、実質的に総合取引所を実現させる方向で所要の措置が講じられることを期待する。」とされました。

これまで公開買付者と当社は、2010年に共同で排出量取引所設立準備株式会社を設立し、また、当社が東京証券取引所の運営するネットワークサービスや大阪取引所の売買システムを利用する等一定の関係がありました。一方で、海外では2008年にシカゴ・マーカントイル取引所グループが総合取引所となるなど大手が総合取引所になっており、世界的には金融及び商品分野のデリバティブ商品を1つの規制・監督及び1つの取引所インフラの下でワンストップで取引できる投資家にとって利便性が高い総合取引所が主流となっている中、日本でも市場の利便性を向上させ、国際競争力を強化させることが課題となっており、総合取引所の実現への機運が高まってきていました。このような背景の下、公開買付者及び当社は、2018年9月中旬に総合取引所の実現の可能性について協議を行いました。その後、公開買付者と当社は2018年10月23日付けで総合取引所の実現に向けた検討・研究の推進に関して、具体的な協議に入るための前提となる秘密保持契約を締結しました。そして、公開買付者と当社は、2019年3月28日付けで、同年中に公開買付者が、公開買付け等を通じて当社を公開買付者の完全子会社とすることにより経営統合の実現を目指すことについて基本合意するに至りました。

その後、公開買付者は当社に対するデュー・ディリジェンスを2019年4月下旬から2019年7月下旬まで実施するとともに、両社間で制度・運用面等における実務的な対応についても検討、協議を行いました。

なお、公開買付者は本取引を通じて、以下のシナジーやメリットを見込めると考えており、経営統合を通じた総合取引所の実現により目指すべき姿は次のとおりとのことです。総合取引所の実現により、当社の信用力の強化及び日本のデリバティブ市場の活性化を図り、日本企業・日本経済のより一層の発展に貢献することを目指すとのことです。

1) 東京市場の国際的なプレゼンスの向上

総合取引所の実現により、多様なデリバティブ商品を1つの規制・監督及び1つの取引所インフラの下でワンストップで取引できる投資家にとって利便性が高い環境を整備することで、東京市場の利便性が向上し、国際競争力が強化され、アジアの経済拠点、世界に開かれた透明性の高い市場としてのプレゼンスを向上させることができると考えているとのことです。

2) 金融系フローの流入促進による商品市場の活性化

総合取引所の実現により、これまで限定的であった証券会社、銀行及びグローバル投資家等のいわゆる「金融系フロー」の商品市場への流入を促し、商品市場の活性化を目指します。これにより、商品市場が有する機能（価格指標の形成、価格変動リスクのヘッジ、現物受渡し、クリアリング）のより一層の強化が図られると考えているとのことです。

経営統合後に、上記のメリット・シナジーを最大限に発揮するためには、公開買付者グループ全体の一体運営を行うことが不可欠であると考えているとのことです。また、後述の本経営統合契約に記載の商品移管等については、当社の取扱商品を公開買付者の子会社で取り扱うことになる等、公開買付者と当社の少数株主との間に利益相反の問題が生じることとなるとのことです。また、当社を完全子会社としない場合、当社の意思決定において株主総会決議のための手続や株主への説明その他の対応が必要となる等の負担が生じることとなるとのことです。当社を完全子会社化することで、それらの問題を解決し、公開買付者グループにおける経営資源の最適配分を行い、企業価値を最大化することが可能となると考えているとのことです。

以上の検討、協議・交渉を経て、公開買付者は、2019年7月30日開催の取締役会において、本取引の一環として本公開買付けを実施することを決議し、2019年7月30日付けで、当社との間で本経営統合契約を締結いたしました。本経営統合契約の概要については、下記「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。

上記の検討、協議・交渉の過程で、公開買付者は、本取引の検討に関する助言その他本取引の実現に向けた支援を受けるため、大和証券株式会社（以下「大和証券」といいます。）を独立した財務アドバイザーとして起用し、当社の株式価値算定の考え方等、本取引を実施するにあたり必要と考えられる事項について大和証券から財務的見地からの助言を得ているとのことです。

() 本公開買付け後の経営方針

公開買付者は、2019年7月30日付けで、当社との間で本経営統合契約を締結しました。公開買付者は、本公開買付け後において、本経営統合契約に基づき、当社の組織、事業運営等に関する事項について、当社と協議を行う予定とのことです。

本経営統合契約の概要については、下記「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。

当社における意思決定の過程

上記「() 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」に記載のとおり政府より示された総合取引所構想について、当社は、一貫して、我が国の商品市場の活性化と取引参加者の利便性向上に資するものであれば、前向きに検討する姿勢をとってきました。

その上で、当社は、2018年10月23日付けで公開買付者との間で秘密保持契約を締結し、総合取引所の実現に向けた具体的な協議を開始し、我が国の商品市場の活性化と取引参加者の利便性向上に資するか否かという観点から、慎重に検討・協議を重ねてきました。

当該検討・協議の結果、当社は、上記「() 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」に記載の当社を取り巻く経営環境において、同記載の施策を実施するに際しては、本取引及び経営統合を通じて、公開買付者と協力し、公開買付者と当社が一体となってこれらの施策に取り組む方が、我が国の商品市場の活性化と取引参加者の利便性向上という効果をより一層高められるとの確信を得るに至りました。具体的には、当社は、本取引及び経営統合を通じて以下のような効果を期待することができ、これにより商品市場の活性化と取引参加者の利便性向上を図ることができると考えております。

() 経営統合による信用力の強化（信用力強化による市場のサステナビリティ確保、清算機関の統合による清算機能の強化、市場の信頼性の向上）

- () 金融系フローの流入促進による市場流動性の抜本的改善（金融系プレーヤーの新規参入による市場の活性化、新たな取引参加者の獲得、投資家の裾野拡大）
- () 当業者（注）のビジネスを後押しする商品市場の機能強化（現物取引の価格指標の提供機能、価格変動リスクのヘッジ機能、安定的な現物取得・換金・在庫調整機能）
 - （注） 「当業者」とは、上場商品の売買、売買の仲介、取次ぎ若しくは代理、生産、加工、又は使用を業として行っている者のことをいいます。

また、本公開買付けにおける当社普通株式1株当たりの買付け等の価格（以下「本普通株式公開買付け価格」といいます。）及び本公開買付けにおける当社無議決権株式1株当たりの買付け等の価格（以下「本無議決権株式公開買付け価格」といい、「本普通株式公開買付け価格」及び「本無議決権株式公開買付け価格」を総称して「本公開買付け価格」といいます。）については、(a)下記「(3)財務分析に関する事項」に記載されているゴールドマン・サックス証券株式会社（以下「ゴールドマン・サックス」といいます。）より受領した当社株式の保有者に支払われる対価の総額に関する2019年7月30日付けの株式価値算定書（以下「GS算定書」といいます。）の内容を踏まえると、当社株式の保有者に支払われる対価の総額は合理的な水準にあると認められ、かつ、2019年7月30日時点において、当該フェアネス・オピニオン記載の事実及び前提に基づき、本経営統合契約に基づいて当社株式の保有者（公開買付け者及びその関連会社を除きます。）に支払われる対価の合計が、総額として、当該保有者にとって財務的見地から公正である旨のフェアネス・オピニオンを、ゴールドマン・サックスより受領していること、(b)下記「(3)財務分析に関する事項」に記載されている本普通株式公開買付け価格及び本無議決権株式公開買付け価格に関する想定価値のレンジを踏まえると、本普通株式公開買付け価格及び本無議決権株式公開買付け価格についても、それぞれ合理的な水準にあると認められること、(c)本公開買付け価格が、当社と公開買付け者の間で真摯かつ継続的に協議・交渉が行われた結果として提案された価格であること等を踏まえ、本取引は、当社の株主の皆様に対して合理的な売却機会を提供するものであると判断しました。

以上より、当社は、2019年7月30日に開催された取締役会において、本公開買付けへ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て、本公開買付けへの応募を推奨する旨の決議をいたしました。

当社の取締役会決議の詳細については、下記「(4)本公開買付けの公正性を担保するための措置」の「当社における出席取締役全員の承認」をご参照ください。

本公開買付けに係る重要な合意に関する事項

公開買付け者は、2019年7月30日付けで、当社との間で本経営統合契約を締結しました。本経営統合契約には、大要以下の内容の経営方針等が規定されています。

- () 大阪取引所への商品移管等
 - 公開買付け者及び当社は、経営統合後、2020年度上半期を目途に、当社から大阪取引所に対し、次の各号に定めるとおりに各商品の移管等が行われるよう、誠実に対応することを確認しています。
 - 1) 貴金属市場、ゴム市場及び農産物・砂糖市場の全ての上場商品構成成分（農産物・砂糖市場の粗糖を除く。）を、当社から大阪取引所に移管すること
 - 2) 石油市場及び中京石油市場の各上場商品構成成分は、当面移管しないこと。なお、新たな石油関連上場商品構成成分の大阪取引所への上場については、公開買付け者及び当社間で協議すること
 - 3) 電力及び液化天然ガス（LNG）は、当社の市場において上場を目指すこと
 - 4) 立会休止中の当社の上場商品構成成分、新たな上場商品構成成分及び上場商品指数対象品の取扱いについては、公開買付け者及び当社間で協議すること
- () 清算機関の統合
 - 公開買付け者及び当社は、経営統合後、2020年度上半期を目途に、当社の子会社である日本商品清算機構及び公開買付け者グループの子会社である日本証券クリアリング機構を統合させることで合意しています。
- () 経営統合後の経営体制
 - 公開買付け者及び当社は、経営統合後速やかに当社が指名委員会等設置会社から監査役会設置会社に移行することで合意しています。経営統合後の当社の役員構成や組織等については、今後、公開買付け者及び当社で協議のうえ検討してまいります。

()その他

上記のほか、公開買付者及び当社は、当社及び日本商品清算機構の従業員の雇用継続、当社の会計基準を公開買付者の会計基準に統一すること、当社から大阪取引所への商品移管に関して当社の既存取引参加者の円滑な移管のため当該商品移管に伴う既存取引参加者の費用等の負担軽減等の実現に十分な協力を行うこと等について合意しています。

また、本経営統合契約において、当社は、本公開買付けに賛同し、当社の株主に対して本公開買付けへの応募を推奨する旨の意見表明決議を公開買付者による事前の承諾がある場合を除いて変更又は撤回しないことに合意しています。更に、本経営統合契約において、当社は、積極的に、商品取引所を運営する法人と金融商品取引所を運営する法人との経営統合等（以下「競合取引」といいます。）について第三者に対する申込みの誘引若しくは勧誘を行ってはならず、また、第三者との間での協議、交渉若しくは契約を行わないことに合意していますが、当社の株主にとって実質的に有利な条件による競合取引の提案（以下「対抗提案」といいます。）を行うか又は行うことが合理的に見込まれる者が存する場合において、当該提案者との間で協議等を行わないことが当社の取締役の善管注意義務違反を惹起する可能性があるとして当社が合理的に判断する場合には、当社は、対抗提案に関して提案者に対して情報提供を行い又は協議を行うことが可能です（なお、当社は、競合取引又は対抗提案について第三者から連絡を受けた場合、公開買付者に対してかかる事実及びその内容を直ちに通知し、公開買付者が要請する場合には誠実に協議に応じることに合意しています。）。これに加え、当社は、()当社が、本取引が完了するまでの間、善良なる管理者としての注意をもって、従前遂行してきたところと実質的に同一かつ通常の業務方法により、当社及びその子会社の事業運営及び資産管理を行うこと、()当社が、本公開買付けにおいて当社株式の全てについて応募が得られるように公開買付者と合理的な範囲で協力すること、並びに()本公開買付けが成立した場合において、公開買付者が当社に対して、本公開買付けに応募した株主に対して支払いが行われたことを合理的に示す書面とともに応募株券等に係る株式譲渡承認請求を行ったときは、当社が同日中に取締役会において株式譲渡承認決議を行う等の本公開買付けの完了までの手続に関する協力を行うことについて、合意しています。なお、本基本合意書において、本経営統合契約の締結日に本基本合意書が終了する旨規定されていたため、本基本合意書は、本経営統合契約の締結日をもって、自動的に終了しております。

本経営統合契約は、()2019年8月26日若しくは公開買付者及び当社が別途合意する日のいずれか遅い日までに本公開買付けが開始されない場合又は()当該期限までに本公開買付けが開始されたものの本公開買付けが成立しなかった場合には、自動的に終了します。

(3) 財務分析に関する事項

当社は、本公開買付け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に、財務アドバイザーに当社株式の財務分析を依頼することとし、ゴールドマン・サックスをかかる財務アドバイザーとして起用し、ゴールドマン・サックスより、GS算定書を取得いたしました。

ゴールドマン・サックスは、GS算定書を作成する過程の一環として、ディスカунテッド・キャッシュ・フロー法（以下「DCF法」といいます。）を用いて財務分析を行いました。なお、DCF法は、当社経営陣が作成し、ゴールドマン・サックスによる使用を了承した当社の財務予測（以下「本件財務予測」といいます。）及び公開情報に基づいて行われました。分析結果として、当社の株式価値（当社普通株式及び当社無議決権株式の総額）として下記のレンジが示されております。

DCF法に基づく分析：5,165百万円から6,320百万円

DCF法に基づく分析については、ゴールドマン・サックスは、本件財務予測及び当社第73期有価証券報告書における当社の2019年3月31日付け連結貸借対照表に基づいてこれを行いました。ゴールドマン・サックスは、当社の株式価値の算定レンジを計算するにあたり、当社の推定加重平均資本コストを踏まえ、6.25%から6.75%までのレンジの割引率を用いて、本件財務予測で定められた今後10年間（2020年3月31日に終了する会計年度から2029年3月31日に終了する会計年度）における当社の将来アンレパードフリーキャッシュフローを割り引いております。また、ターミナル・バリューの算出にあたっては、0.0%から0.5%までのレンジの永久成長率をかかる本件財務予測における財務予測期間の最終年度に対して用いております。その上で、当社の株式価値の現在価値を算出するにあたり、当該ターミナル・バリューを同一のレンジの割引率を用いて割り引いております。当社の企業価値レンジの算出にあたっては、上記で算出した現在価値のレンジを合計しております。その上で、当社の当該企業価値レンジから、当社経営陣が提供した2019年3月31日時点の当社の純有利子負債の金額を控除することにより当社の株式価値の算定レンジを算出しております。なお、本件財務予測は、当社単独のものであり、本取引の実施を前提として作成されたものではありません。

また、ゴールドマン・サックスは、当社の依頼に基づき、専ら参照目的での使用のため、以下のとおり、当社普通株式及び当社無議決権株式それぞれに関する想定価値のレンジを算出しております。ゴールドマン・サックスは、当社普通株式及び当社無議決権株式に対する個別の財務分析を行っておらず、当社株式の保有者に支払われる対価の総額における当社普通株式及び当社無議決権株式の配分についていかなる意見を述べるものではなく、また、当社普通株式及び当社無議決権株式の相対的価値について何ら意見を述べるものでもありません。

(当社普通株式)

当社株式の保有者に対して支払われる対価の総額に関するゴールドマン・サックスの財務分析に基づき、当社無議決権株式の価値が本無議決権株式公開買付価格に基づいて算出される価値であると仮定すると、ゴールドマン・サックスが算出した当社普通株式の1株当たりの想定価値のレンジは以下のとおりです。ゴールドマン・サックスは、当社普通株式について個別の財務分析を実施しておりません。

DCF法 360円から740円

(当社無議決権株式)

当社株式の保有者に対して支払われる対価の総額に関するゴールドマン・サックスの財務分析に基づき、当社普通株式の価値が本普通株式公開買付価格に基づいて算出される価値であると仮定すると、ゴールドマン・サックスが算出した当社無議決権株式の1株当たりの想定価値のレンジは以下のとおりです。ゴールドマン・サックスは、当社無議決権株式について個別の財務分析を実施しておりません。

DCF法 44,084円から57,903円

(補足事項)

ゴールドマン・サックスのアドバイザー・サービス及びGS算定書は、当社の取締役会が本取引を検討するにあたっての情報提供及びかかる検討の補佐のみを目的として提供されたものです。GS算定書は、当社株式の保有者が本公開買付けにおいて当社株式の買付けに応じるべきか否か又はその他のいかなる事項についても何らの推奨を行うものではありません。また、ゴールドマン・サックスは、特定の公開買付価格を当社に対して推奨したことはなく、また、特定の公開買付価格を唯一適切なものとして推奨したこともありません。

GS算定書は、必然的に、2019年7月26日における経済環境、金融環境、市場環境及びその他の状況、並びに当該日時点においてゴールドマン・サックスに提供された情報に基づいており、ゴールドマン・サックスは、当該日以降に発生するいかなる事情、変化又は事由に基づいても、GS算定書を更新し、改訂し又は再確認する責任を負うものではありません。また、そのような更新、改訂又は再確認はこれまで行われておりません。したがって、GS算定書は2019年7月26日時点までの事情及び市場環境のみを踏まえて考慮されるべきものとなります。また、ゴールドマン・サックスは、本件財務予測について、当社の経営陣において現時点で得られる最善の予測及び判断を反映して合理的に準備されたものであることを、当社の同意に基づき前提としております。なお、特に明記されている場合を除き、GS算定書において使用されている定量的情報のうち市場データに基づくものは、2019年7月26日以前の市場データに基づいており、必ずしも現在の市場の状況を示すものではありません。

(注) ゴールドマン・サックスが、GS算定書及びGS意見書(以下に定義します。)を作成し、GS意見書の依拠する財務分析(以下、当該財務分析及びGS意見書を総称して「GSフェアネス資料」といいます。)を行うにあたっての前提条件、手続、考慮事項及び制約事項の詳細に関する追加情報は以下のとおりです。

ゴールドマン・サックス及びその関連会社(以下「ゴールドマン・サックス・グループ」と総称します。)は、様々な個人及び法人顧客のために、アドバイザー、証券引受及びファイナンス、自己勘定投資、セールス・トレーディング、リサーチ、投資顧問その他の金融及び非金融の業務及びサービスに従事しています。ゴールドマン・サックス・グループ及びその従業員、並びにこれらが管理する又は(共同若しくは単独で)投資若しくはその他の経済的利益を有するファンドその他の事業体が、当社、公開買付者及びそのいずれかの関係会社並びに第三者の証券、デリバティブ、ローン、コモディティ、通貨、クレジット・デフォルト・スワップその他の金融商品、又は本取引に係るいずれかの通貨及びコモディティにつき、常時、売買し、買い持ち若しくは売り持ちのポジションを取り、これらのポジションに対する議決権を行使し、又は投資する場合があります。ゴールドマン・サックスは、本取引に関し当社の財務アドバイザーを務め、本取引の交渉に一定の関与をしました。ゴールドマン・サックスは、本取引に関するゴールドマン・サックスのサービスに対して報酬を受領する予定であるほか(報酬の大半は本取引の実行を条件としています。)、当社は、ゴールドマン・サックスが要した一定の実費を負担すること、及び財務アドバイザー業務に起因する一定の債務を補償することに同意しています。また、ゴールドマン・サックス・グループは、将来、当社、公開買付者及びそれらの関係会社に対して、財務アドバイザー及び/又は証券引受業務を提供する可能性があり、ゴールドマン・サックスの投資銀行部門はそれらのサービスに関して報酬を受領

する可能性があります。ゴールドマン・サックスは本書提出日現在、当社普通株式12,400株及び当社無議決権株式750株を保有しています。

GS算定書及びGS意見書を作成するにあたり、ゴールドマン・サックスは、本経営統合契約、2019年3月31日に終了した会計年度までの5会計年度の当社の有価証券報告書、その他の当社による株主に対する一定のコミュニケーション、一定の当社内の財務分析及び本件財務予測等について検討しました。また、ゴールドマン・サックスは、当社の過去及び現在の事業・財務状況並びに将来の見通しに関する評価について、当社の経営陣と協議をしました。更に、ゴールドマン・サックスは、当社の一定の財務情報を他の公開会社に係る類似の財務情報及びマーケット情報と比較し、グローバルの取引所業界における最近の経営統合案件の事例の財務条件を検討したほか、ゴールドマン・サックスが適切と思料するその他の調査と分析を実施し、その他の要因を考慮しました。

財務分析の実施並びにGS算定書及びGSフェアネス資料の作成にあたり、ゴールドマン・サックスは、ゴールドマン・サックスに対して提供され、ゴールドマン・サックスが聴取し、又はゴールドマン・サックスが検討した財務、法務、規制、税務、会計その他の情報全ての正確性及び完全性について、当社の同意に基づき、これに依拠し、またこれを前提としており、これらについて何ら独自の検証を行う責任を負うものではありません。ゴールドマン・サックスは、当社の同意に基づき、本件財務予測が、当社の経営陣による現時点で得られる最善の予測及び判断に基づき合理的に作成されたものであることを前提としています。ゴールドマン・サックスは、当社又は当社の子会社の資産及び負債（偶発的なもの、派生的なもの又は貸借対照表に計上されていない資産及び負債を含みません。）について独自の評価又は鑑定を行っておらず、かかる評価書又は鑑定書も入手していません。ゴールドマン・サックスは、本取引を完了するために必要な全ての政府、監督機関その他の許認可が、本取引から予期される利益に対して（ゴールドマン・サックスの分析に何らかの有意な影響を及ぼす）重大な悪影響を生じさせることなく取得されることを前提としています。ゴールドマン・サックスは、本取引は、本経営統合契約に規定された取引条件に基づいて完了し、ゴールドマン・サックスの分析に何らかの有意な影響を及ぼす取引条件の放棄又は修正がないことを前提としています。

GS算定書及びGSフェアネス資料は、本取引を行うに際しての当社の経営上の意思決定や当社がとりうる他の戦略的手段と比較した場合における本取引の利点について見解を述べるものではありません。また、法務、規制、税務又は会計に関する事項についていかなる見解を述べるものでもありません。ゴールドマン・サックスは、当社の買収又はその他当社との経営統合に関連して、第三者に対し打診することを要請されたことはなく、又は打診したことはありません。GS意見書は、本意見書の日付現在、本経営統合契約に基づいて実施される本公開買付けにて当社株式の保有者（公開買付者及びその関係会社を除きます。）に支払われる対価の合計が、総額として、当該保有者にとって財務的見地から公正であることのみを述べています。ゴールドマン・サックス及びGSフェアネス資料は、本経営統合契約又は本取引に関するその他のいかなる条件又は側面、あるいは本経営統合契約において企図され又は本取引に関連して合意又は修正されるその他の合意又は法律文書に関するいかなる条件又は側面（当社普通株式及び当社無議決権株式の相対的価値、本経営統合契約に基づき当社普通株式及び当社無議決権株式の保有者に割り当てられる対価の総額の分配、当社のその他の種類の証券の保有者、当社の債権者又はその他の関係者にとっての本取引の公正性、及びこれらの者が本取引に関連して受け取った対価の公正性を含みます。）についても、意見又は考察を述べるものではなく、また、ゴールドマン・サックスは、本経営統合契約に基づき当社株式の保有者に支払われる対価の総額に関連するか否かを問わず、当社の役員、取締役、従業員等に対して本取引に関連して支払われる報酬の金額や性質の公正性又はこれらの者の階級についての見解を示すものではなく、GSフェアネス資料もそれらにつき言及するものではありません。ゴールドマン・サックスは、当社株式のいかなる将来の時点での取引価格についても、また、本取引が当社若しくは公開買付者の支払能力や存続能力、期限の到来した債務の弁済能力に対して与える影響についても一切意見を述べるものではありません。なお、GS意見書はゴールドマン・サックス・グループのフェアネス・コミッティーの承認を受けております。GS算定書及びGSフェアネス資料の一部を抽出し又は要約して言及することは必ずしも適切ではありません。GS算定書及びGSフェアネス資料を全体として考慮することなく一部又はその要約を選択することは、GS算定書及びGSフェアネス資料が依拠するプロセスについての不完全な理解をもたらすおそれがあります。ゴールドマン・サックスはいずれの要素又は実施したいずれの分析に対しても特に重点的に依拠をするものではありません。

また、当社はゴールドマン・サックスより、一定の条件（前述の制約、前提、その他の事項を含みます。）の下に、2019年7月30日現在において、本経営統合契約に基づいて当社株式の保有者（公開買付者及びその関係会社を除きます。）に支払われる対価の合計が、総額として、当該保有者にとって財務的見地から公正である旨のフェアネス・オピニオン（以下「GS意見書」といいます。）を受領しています。

GS意見書は、当社の取締役会が本取引を検討するにあたっての情報提供及びかかる検討の補佐のみを目的として提供されたものです。GS意見書は、当社株式の保有者が本公開買付けにおいて当社株式の買付けに応じるべきか否か又はその他のいかなる事項についても何らの推奨を行うものではありません。GS意見書は、当社株式の保有者に支払われる対価の総額における当社普通株式及び当社無議決権株式の配分についていかなる意見を述べるものではなく、また、当社普通株式及び当社無議決権株式の相対的価値について何ら意見を述べるものでもありません。GS意見書は必然的に、2019年7月30日における経済環境、金融環境、市場環境及びその他の状況、並びに当該日現在においてゴールドマン・サックスに提供された情報のみに基づいており、ゴールドマン・サックスは、当該日以降に発生するいかなる事情、変化又は事由に基づいても、GS意見書を更新し、改訂し又は再確認する責任を負うものではありません。また、そのような更新、改訂又は再確認はこれまで行われておりません。したがって、GS意見書は2019年7月30日時点までの事情及び市場環境のみを踏まえて考慮されるべきものとなります。

(4) 本公開買付けの公正性を担保するための措置

本書提出日現在において、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該当しませんが、公開買付者は当社を完全子会社とすることを企図していることを踏まえ、公開買付者及び当社は、本公開買付けを含む本取引に関する意思決定の過程等における透明性及び公正性を担保するとともに、本公開買付けの公正性を担保する観点から、以下の措置を講じました。また、以下の記載のうち、公開買付者において実施した措置については、公開買付者から受けた説明に基づくものです。

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、本公開買付けの公正性を担保するため、本普通株式公開買付け価格を決定するにあたり、公開買付者及び当社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野村證券及びみずほ証券に対して、当社普通株式の価値算定を依頼したとのことです。なお、野村證券及びみずほ証券は、公開買付者及び当社の関連当事者には該当せず、本公開買付けに関して重要な利害関係を有していないとのことです。

野村證券は、複数の株式価値算定手法の中から当社普通株式の価値算定にあたり採用すべき算定手法を検討の上、DCF法を用いて当社普通株式の価値算定を行い、公開買付者は、2019年7月29日付けで野村證券から株式価値算定書（以下「本株式価値算定書（野村證券）」）といたします。）を取得したとのことです。なお、公開買付者は、野村證券から本普通株式公開買付け価格の財務的見地からの妥当性に関する意見書（フェアネス・オピニオン）（以下「本意見書（野村證券）」）といたします。）を取得したとのことです。

野村證券により算定された当社普通株式の1株当たりの株式価値の算定結果は、以下のとおりとのことです。

DCF法：395円から507円

DCF法は、企業が将来創出すると見込まれるキャッシュ・フローを、一定の割引率で現在価値に割り引くことにより株式価値を算定する手法であり、継続企業の価値評価を行う際に一般的に用いられる手法であることから、野村證券は、DCF法を採用することとしたとのことです。DCF法では、当社の2020年3月期から2029年3月期までの事業計画、一般に公開された情報等の諸要素を前提に、当社が2020年3月期以降の将来において創出すると見込まれるキャッシュ・フローを一定の割引率で現在価値に割り引くことにより株式価値を算定し、当社普通株式の1株当たりの株式価値を395円から507円と算定しているとのことです。割引率は6.00%から7.00%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及びマルチプル法を採用し、永久成長率を-0.25%から0.25%、営業利益マルチプルを11.0倍から13.0倍として算定しているとのことです。また、DCF法において前提とした当社の事業計画においては、本取引の実行により実現することが期待できるシナジー効果を反映しているとのことです。

なお、野村證券は、当社無議決権株式には本取得請求権等が付されており、本取得請求権等（当社普通株式を対価とするものに限り、）が行使等された場合には、当社無議決権株式の株主に対して、当社無議決権株式1株につき当社無議決権株式の株式係数（100株）に相当する数の当社普通株式が交付されることを勧告し、当社無議決権株式1株が当社普通株式100株に相当するという前提に基づいているとのことです。

一方、みずほ証券は、複数の株式価値算定手法の中から当社普通株式の価値算定にあたり採用すべき算定手法を検討の上、DCF法を用いて当社普通株式の価値算定を行い、公開買付者は、2019年7月29日付けでみずほ証券から株式価値算定書（以下「本株式価値算定書（みずほ証券）」）といたします。）を取得したとのことです。なお、公開買付者は、みずほ証券から本普通株式公開買付け価格の財務的見地からの妥当性に関する意見書（フェアネス・オピニオン）（以下「本意見書（みずほ証券）」）といたします。）を取得したとのことです。

みずほ証券により算定された当社普通株式の1株当たりの株式価値の算定結果は、以下のとおりとのことです。

DCF法：368円から511円

DCF法は、企業が将来創出すると見込まれるキャッシュ・フローを、一定の割引率で現在価値に割り引くことにより株式価値を算定する手法であり、継続企業の価値評価を行う際に一般的に用いられる手法であることから、みずほ証券はDCF法を採用することとしました。DCF法では、当社の2020年3月期から2029年3月期までの事業計画、一般に公開された情報等の諸要素を前提に、当社が2020年3月期以降の将来において創出すると見込まれるキャッシュ・フローを一定の割引率で現在価値に割り引くことにより株式価値を算定し、当社普通株式の1株当たりの株式価値を368円から511円と算定したとのことです。割引率は4.85%から5.35%を採用しており、継続価値の算定にあたっては永久成長法を採用し、永久成長率を-0.25%から0.25%として算定したとのことです。また、DCF法において前提とした当社の事業計画においては、本取引の実行により実現することが期待できるシナジー効果を反映しているとのことです。

なお、みずほ証券は、当社無議決権株式には本取得請求権等が付されており、本取得請求権等（当社普通株式を対価とするものに限り、）が行使等された場合には、当社無議決権株式の株主に対して、当社無議決権株式1株につき当社無議決権株式の株式係数（100株）に相当する数の当社普通株式が交付されることを勧奨し、当社無議決権株式1株が当社普通株式100株に相当するという前提に基づいているとのことです。

（注1）野村証券は、本株式価値算定書（野村証券）及び本意見書（野村証券）の作成にあたり野村証券が検討した公開情報及び野村証券に提供された財務、法務、規制、税務、会計に関する情報その他一切の情報については、それらがいずれも正確かつ完全であることを前提としており、独自にその正確性及び完全性についての検証は行っていないとのことであり、また検証の義務を負うものではないとのことです。野村証券は、当社とその関係会社の資産又は負債（金融派生商品、簿外資産及び負債、その他の偶発債務を含みます。）について、個別の資産及び負債の分析及び評価を含め、独自に評価、鑑定又は査定を行っていないとのことであり、また、第三者機関への評価、鑑定又は査定の依頼も行っていないとのことです。当社の財務予測その他将来に関する情報については、公開買付者の経営陣により現在可能な最善かつ誠実な予測と判断に基づき合理的に作成又は検討されたこと、それらの予測に従い当社の財務状況が推移することを前提としているとのことであり、野村証券は、本株式価値算定書（野村証券）及び本意見書（野村証券）の作成にあたり、独自の調査をすることなくかかる財務予測その他将来に関する情報に依拠しているとのことです。野村証券は、かかる財務予測等の実現可能性につき一切の保証をするものではないとのことです。野村証券は、本公開買付けが本経営統合契約に記載された条件に従って適法かつ有効に実行されること、本公開買付けの税務上の効果が野村証券に提示された想定と相違ないこと、本公開買付け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、本公開買付けによりもたらされると期待される利益を何ら損なうことなく取得されること、及び本経営統合契約に記載された重要な条件又は合意事項の放棄、修正又は変更なく本公開買付けが本経営統合契約の条件に従って完了することを前提としているとのことであり、これらについて独自の調査は行っていないとのことであり、またその義務を負うものではないとのことです。野村証券は、公開買付者により本公開買付け以外の取引又はその相対的評価についての検討を要請されていないとのことであり、かかる検討は行っていないとのことです。野村証券は、公開買付者又は公開買付者の取締役会に対して、本公開買付けに関する第三者の意思表明を勧誘する義務を負っていないとのことであり、またそのような勧誘を行っていないとのことです。

野村証券は、本公開買付けに関して、公開買付者の財務アドバイザーを務めているとのことであり、本公開買付けに関する交渉の一部に関与しているとのことです。そのサービスの対価として、公開買付者から本意見書（野村証券）の提出及び本公開買付けの成立を支払条件とするものを含む手数料を受領する予定とのことです。また、野村証券は、野村証券及びその関係会社に生じた一定の費用の払い戻しを公開買付者から受領する予定とのことです。本株式価値算定書（野村証券）及び本意見書（野村証券）の提出にあたっては公開買付者と野村証券との間の契約に規定する免責・補償条項が適用されるとのことです。野村証券及びその関係会社は、公開買付者、当社又はそれらの関係会社に対して、投資銀行業務その他の金融商品取引関連業務及びローン業務等を行い又は将来において行い、報酬を受領する可能性があるとのことです。野村証券の完全親会社である野村ホールディングス株式会社は、本株式価値算定書（野村証券）及び本意見書（野村証券）の作成日現在において、当社普通株式150,000株を保有しているとのことです。また、野村証券及びその関係会社は、通常の業務の過程において、公開買付者、当社又はそれらの関係会社の有価証券及び金融派生商品を含む各種金融商品を自己の勘定又は顧客の勘定において随時取引し又は所有することがあるとのことです。

本株式価値算定書（野村証券）に記載された当社普通株式の価値算定結果（以下「本算定（野村証券）」といいます。）及び本意見書（野村証券）に記載された野村証券の意見（以下「本意見（野村証券）」といいます。）は、公開買付者の取締役会が本普通株式公開買付け価格を検討するために参考

となる情報を提供することを目的としているとのことです。本意見（野村証券）は、本意見書（野村証券）に記載された条件及び前提のもとで、本普通株式公開買付価格の財務的見地からの妥当性について述べられたものに留まるとのことです。野村証券は、本普通株式公開買付価格の決定の基礎となる各前提事実若しくは仮定について意見を述べることで、又は公開買付者が本公開買付けを実行するという経営上の判断について賛否を含む何らの意見を述べることも要請されていないとのことであり、本株式価値算定書（野村証券）及び本意見書（野村証券）においてもかかる意見を述べていないとのことです。また、本算定（野村証券）及び本意見（野村証券）は、公開買付者の株主に対して、本公開買付けに関する議決権等の株主権の行使、株式の取引その他の関連する事項について何らの推奨を行うものではないとのことです。なお、野村証券は、本公開買付けに関して、法務、規制、税務又は会計に関連するアドバイスを独自に行うものではないとのことであり、これらの事項については、公開買付者又はその外部専門家の判断に依拠しているとのことです。

本株式価値算定書（野村証券）及び本意見書（野村証券）の内容は、別途公開買付者と野村証券との間の契約において特別に認められている場合を除き、第三者に開示されず、又は目的外に使用されないことを前提としているとのことであり、公開買付者は、野村証券の事前の書面による同意なく、本株式価値算定書（野村証券）及び本意見書（野村証券）の全部又は一部を問わず、これを開示、参照、伝達又は使用することはできないとのことです。

本算定（野村証券）及び本意見（野村証券）は、本株式価値算定書（野村証券）及び本意見書（野村証券）の日付現在における金融、経済、市場、事業環境その他の状況を前提とし、また当該日付現在で野村証券が入手している情報に依拠しているとのことです。今後の状況の推移又は変化により、本算定（野村証券）及び本意見（野村証券）が影響を受けることがあるとのことですが、野村証券はその内容を修正、変更又は補足する義務を負わないとのことです。

- (注2) みずほ証券は、本株式価値算定書（みずほ証券）及び本意見書（みずほ証券）の提出、本意見書（みずほ証券）に記載された意見の表明並びにそれらの基礎となる本普通株式公開買付価格の分析・算定に際し、当社から提供を受け又は公開買付者及び当社と協議した情報、みずほ証券が検討の対象とした又はみずほ証券のために検討されたその他一切の情報、並びに一般に公開された情報が、全て正確かつ完全なものであること、また本普通株式公開買付価格の分析・算定に重大な影響を与える可能性がある事実でみずほ証券に対して未開示の事実はないこと等を前提としてこれに依拠しているとのことであり、独自にそれらの正確性及び完全性の検証を行っていないとのことです（また、独自にその検証を行う義務も負っていないとのことです。）。また、当社とその関係会社の資産及び負債（簿外資産及び負債、その他偶発債務を含むとのことです。）に関して、独自の評価・査定は行っておらず、第三者機関への鑑定又は査定の依頼も行っていないとのことです。

当社における財務アドバイザー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

当社は、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に、財務アドバイザーに当社株式の財務分析を依頼することとし、ゴールドマン・サックスをかかえる財務アドバイザーとして起用し、ゴールドマン・サックスより、GS算定書及びGS意見書を取得いたしました。GS算定書及びGS意見書の概要については、上記「(3) 財務分析に関する事項」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

当社は、本公開買付けを含む本取引に関する当社取締役会の意思決定の過程等における透明性及び公正性を担保するために、外部のリーガル・アドバイザーとしてTMI総合法律事務所を選任し、同事務所から本公開買付けに関する当社の取締役会の意思決定の過程、方法その他の留意点について、法的助言を受けております。なお、TMI総合法律事務所は、公開買付者及び当社の関連当事者には該当せず、本取引に関して重要な利害関係を有しておりません。

当社における出席取締役全員の承認

当社は、ゴールドマン・サックスより取得したGS算定書及びGS意見書、TMI総合法律事務所から得た法的助言を踏まえつつ、本公開買付けを含む本取引の諸条件について慎重に検討いたしました。

その結果、上記「(2) 意見の根拠及び理由」の「当社における意思決定の過程」に記載のとおり、()本取引及び経営統合を通じて、公開買付者と協力し、公開買付者と当社が一体となって同記載の施策に取り組む方が、我が国の商品市場の活性化と取引参加者の利便性向上という効果をより一層高められるとの確信を得るとともに、()本取引は、当社の株主の皆様に対して合理的な売却機会を提供するものであると判断しました。

以上より、当社は、2019年7月30日に開催された取締役会において、審議及び決議に参加した当社の取締役の全員一致で、本公開買付けへ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て、本公開買付けへの応募を推奨する旨の決議をいたしました。なお、当社の取締役のうち、山崎恒氏及び多々良實夫氏は上記の取締役会を一身上の都合により欠席しました。

本公開買付けの公正性を担保する客観的状況の確保

公開買付者は、法令において定められた公開買付けに係る買付け等の最短期間が20営業日であるところ、公開買付期間を36営業日に設定しているとのことです。このように、公開買付期間を比較的長期間に設定することにより、当社の株主の皆様に対し、本公開買付けへの応募について適切な判断機会を提供しつつ、当社株式について他の買付者による買付け等の機会を確保することで、本公開買付けの公正性を担保しているとのことです。

また、上記「(2) 意見の根拠及び理由」の「本公開買付けに係る重要な合意に関する事項」の「() その他」に記載のとおり、公開買付者及び当社は、本経営統合契約において、対抗提案を行うか又は行うことが合理的に見込まれる者が存する場合において、当該提案者との間で協議等を行わないことが当社の取締役の善管注意義務違反を惹起する可能性がある当社が合理的に判断する場合には、当社が、対抗提案に関して提案者に対して情報提供を行い又は協議を行うことが可能である旨を規定しており、本公開買付けの公正性の担保に配慮しております。

(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) 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、本公開買付けが成立したものの、本公開買付けにより、当社株式の全てを取得できなかった場合には、本公開買付けの成立後、以下の方法により、当社株式の全てを取得するための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、本公開買付けの成立により、公開買付者が当社の総株主の議決権の90%以上を所有するに至り、公開買付者が会社法第179条第1項に規定する特別支配株主となった場合には、本公開買付けの決済の完了後速やかに、会社法第2編第2章第4節の2の規定により、当社普通株式及び当社無議決権株式の株主（公開買付者を除きます。）の全員（以下「本売渡株主」といいます。）に対し、その所有する当社株式の全部を売り渡すことを請求（以下、当社普通株式の株主の全員に対し、その所有する当社普通株式の全部を売り渡すことを請求することを「本普通株式売渡請求」、当社無議決権株式の株主の全員に対し、その所有する当社無議決権株式の全部を売り渡すことを請求することを「本無議決権株式売渡請求」といい、「本普通株式売渡請求」及び「本無議決権株式売渡請求」を総称して「本株式売渡請求」といいます。）する予定とのことです。

本普通株式売渡請求においては、当社普通株式1株当たりの対価として、本普通株式公開買付価格と同額の金銭を当社普通株式の株主に対して交付することを定め、他方、本無議決権株式売渡請求においては、当社無議決権株式1株当たりの対価として、本無議決権株式公開買付価格と同額の金銭を当社無議決権株式の株主に対して交付することを定める予定とのことです。この場合、公開買付者は、会社法第179条の3第1項の定めに従って、その旨を当社に通知し、当社に対し本株式売渡請求の承認を求める予定ですとのことです。当社がその取締役会の決議により本株式売渡請求を承認した場合には、関係法令の定める手続に従い、本売渡株主の個別の承諾を要することなく、公開買付者は、本株式売渡請求において定めた取得日をもって、当社株式の全部を取得するとのことです。そして、本売渡株主がそれぞれ所有していた当社株式の対価として、公開買付者は、当社普通株式の各株主に対し、当社普通株式1株当たり本普通株式公開買付価格と同額の金銭を、当社無議決権株式の各株主に対し、当社無議決権株式1株当たり本無議決権株式公開買付価格と同額の金銭を交付する予定とのことです。なお、当社取締役会は、公開買付者より本株式売渡請求がなされた場合には、公開買付者による本株式売渡請求を承認する予定です。

他方で、本公開買付けの成立により、公開買付者が当社の総株主の議決権の90%以上を所有するに至らなかった場合には、公開買付者は、当社普通株式の併合を行うこと（以下「本普通株式併合」といいます。）及び本普通株式併合の効力発生を条件として当社普通株式についての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、並びに 当社無議決権株式の併合を行うこと（以下「本無議決権株式併合」といい、「本普通株式併合」及び「本無議決権株式併合」を総称して以下「本株式併合」といいます。）及び本無議決権株式併合の効力発生を条件として当社無議決権株式についての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及び当社普通株式の株主を構成員とする種類株主総会（以下総称して「本臨時株主総会」といいます。）の開催を当社に対して要請する予定とのことです。なお、公開買付者は、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普通株式併合及び本無議決権株式併合の議案についてご承認をいただいた場合には、本株式併合がその効力を生ずる日において、当社普通株式及び当社無議決権株式の株主の皆様は、本臨時株主総会においてご承認をいただいた本普通株式併合及び本無議決権株式併合の割合に応じた数の当社普通株式及び当社無議決権株式を所有することとなります。本普通株式併合及び本無議決権株式併合をすることにより株式の数に1株に満たない端数が生じるときは、端数が生じた当社普通株式及び当社無議決権株式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。）に相当する当社普通株式及び当社無議決権株式を当社又は公開買付者に売却することによって得られる金銭が交付されることとなります。当該端数の合計数に相当する当社普通株式及び当社無議決権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普通株式及び当社無議決権株式の各株主の皆様（公開買付者を除きます。）に交付される金銭の額が、本普通株式公開買付価格に当社普通株式の各株主が所有していた当社普通株式の数を乗じた価格及び本無議決権株式公開買付価格に当社無議決権株式の各株主が所有していた当社無議決権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とのことです。また、当社普通株式及び当社無議決権株式の併合の割合は、本書提出日現在において未定ですが、公開買付者が当社普通株式及び当社無議決権株式の発行済株式の全て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（公開買付者を除きます。）の所有する当社普通株式及び当社無議決権株式の数が1株に満たない端数となるように決定される予定とのことです。

上記の各手続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、本株式売渡請求がなされた場合には、会社法第179条の8その他関係法令の定めに従って、当社普通株式及び当社無議決権株式の株主は、裁判所に対してその所有する当社普通株式及び当社無議決権株式の売買価格の決定の申立てを行うことができる旨が定められています。他方、本株式併合がなされた場合であって、本株式併合をすることにより株式の数に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、当社の株主は、当社に対して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ます。なお、これらの申立てがなされた場合における、当社株式の売買価格又は買取価格は、最終的には裁判所が判断することとなります。

上記各手続については、関係法令の改正、当局の解釈等の状況、本公開買付け後の公開買付者の株券等所有割合及び公開買付者以外の当社株式の所有状況等によっては、実施の方法及び時期に変更が生じる可能性があります。ただし、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（公開買付者を除きます。）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、本普通株式公開買付価格に当社普通株式の各株主が所有していた当社普通株式の数を、本無議決権株式公開買付価格に当社無議決権株式の各株主が所有していた当社無議決権株式の数をそれぞれ乗じた価格と同一になるよう算定される予定とのことです。

以上の場合における具体的な手続及びその実施時期等については、当社と協議の上、決定次第、公開買付者が速やかに公表する予定とのことです。

なお、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へ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の各手続における税務上の取扱いについては、当社の株主の皆様が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) 上場廃止となる見込み及びその事由

当社株式は、金融商品取引所に上場していないため、該当事項はありません。

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】

該当事項はありません。

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