



2024年1月9日

各位

会社名 三菱電機株式会社
代表者名 執行役社長 漆間 啓
(コード番号 6503 東証プライム市場)
問合せ先 広報部長 山崎 江津子
(TEL 03-3218-2111)

会社名 株式会社北弘電社
代表者名 代表取締役社長 高橋 龍夫
(コード番号 1734 札証)
問合せ先 管理統括室 副室長 関根 和彦
(TEL 011-640-2231)

三菱電機株式会社による株式会社北弘電社の完全子会社化に関する 株式交換契約締結（簡易株式交換）のお知らせ

三菱電機株式会社（以下「三菱電機」）及び三菱電機の持分法適用会社である株式会社北弘電社（以下「北弘電社」、三菱電機と北弘電社の総称を「両社」）は、本日開催された三菱電機の執行役員会議及び北弘電社の取締役会において、三菱電機を株式交換完全親会社とし、北弘電社を株式交換完全子会社とする株式交換（以下「本株式交換」）を行うことを決議し、本日、両社間で株式交換契約（以下「本株式交換契約」）を締結しましたので、お知らせいたします。

なお、本株式交換は、三菱電機においては会社法第 796 条第 2 項の規定に基づく簡易株式交換の手続きにより株主総会の承認を受けずに、北弘電社においては 2024 年 3 月 4 日開催予定の臨時株主総会における特別決議による本株式交換契約の承認を受けた上で、2024 年 4 月 15 日を効力発生日として行われる予定です。

また、本株式交換の効力発生日（2024 年 4 月 15 日（予定））に先立ち、北弘電社株式は、証券会員制法人札幌証券取引所（以下「札幌証券取引所」）において 2024 年 4 月 11 日付で上場廃止（最終売買日は 2024 年 4 月 10 日）となる予定です。

なお、本株式交換の効力が発生した場合には、北弘電社の株主は三菱電機の 1 社のみとなり、以後、北弘電社の定時株主総会の基準日制度の必要性が失われるため、北弘電社は、本日開催した取締役会において、2024 年 3 月 4 日開催予定の臨時株主総会に、本株式交換契約が効力を失っていないことを条件として議決権行使の基準日に関する規定を削除すること等を内容とする定款変更に係る議案を付議することを決議しております。詳細は、北弘電社が本日付で公表した「単元株式数の定め廃止及び定款の一部変更に関するお知らせ」をご参照ください。

記

1. 本株式交換の目的・背景

三菱電機は、「成長性」「収益性・効率性」「健全性」のバランス経営に加えて、「事業を通じた社会課題の解決」という原点に立ち、サステナビリティの実現への貢献を経営の根幹に位置付けております。また、三菱電機グループ内外の知見の融合と共創により、強化されたコンポーネント・システム及びデータを核としてソリューションを提供する「循環型 デジタル・エンジニアリング企業」へ変革し、多様化する社会課題の解決に貢献してまいります。

一方、北弘電社は、明治 43 年の創業以来 100 年を超え、電気設備工事の施工を通じて地域社会

への貢献を果たすべく、北海道を中心に「社会インフラ」「産業インフラ」「快適な事務・生活空間」を構築するための活動を続けてまいりました。北弘電社は、電気設備工事及びFA住宅環境設備機器、産業設備機器の仕入・販売を主な事業として事業活動を展開しております。

三菱電機と北弘電社の関係は、昭和30年に三菱電機が北弘電社へ資本参加したことに始まり、昭和47年に北弘電社は、商事事業部の家庭電化機器販売部門を札幌三菱電機商品販売株式会社へ営業譲渡しております。現在では、北弘電社は、三菱電機が注力する重電関連事業において、水処理施設等の電気設備工事の一部や、発電所の電気設備工事の一部を受注するほか、三菱電機が製造するFA住宅環境設備機器、産業設備機器を仕入し、販売しております。

北弘電社を取り巻く事業環境は、この数年間において大きく変化しております。すなわち、北弘電社が事業領域としている北海道における近年の経営環境は、ロシア・ウクライナ情勢及び急激な円安によるエネルギー価格の高騰、慢性的な労働者不足や建設資材価格の高騰による建設コストの上昇等、北弘電社を取り巻く事業環境は、内外ともに従来にも増して厳しく不確実な状況にあります。

また、小形風力発電設備に関して、販売代理店契約を締結していた小形風力発電機メーカーの日本向け販売子会社が倒産したことによる同社の販売代理店契約上の義務の不履行や、製造不良に起因するブレード落下事故発生等を理由に、北弘電社は、製品の品質及び安全性の確保が困難であると判断して、製品輸入や販売終了を決定し、これにより、発電事業者への補償並びに小形風力発電事業からの撤退（以下「小形風力発電事業撤退」）に係る費用が発生しております。

加えて、太陽光発電所建設工事及びその他の一部の案件において不適切な会計処理（以下「太陽光案件に係る不適切会計処理」）の疑義が生じ、特別調査委員会の設置及び調査が行われた結果、2021年3月期以前の有価証券報告書等の一部訂正を行うこととなりました。北弘電社は、特別調査委員会の調査報告書による原因分析及び提言を真摯に受け止め、当該事案の再発防止策について検討を重ね、再発防止策を取締役会で決定し、施策の実行を開始いたしましたが、一部の太陽光発電所建設工事の工事コストの大幅な増加等により、2022年3月期において、営業損失2,741,628千円、経常損失2,588,925千円、当期純損失2,787,443千円を計上し、借入金残高が3,700,000千円に増加したことで、北弘電社の資金繰り計画に重要な影響を及ぼしております。

このように財務状況が急激に悪化する状況の中で、北弘電社は、経営の立て直しに向け、太陽光案件に係る不適切会計処理再発防止策の展開、中・長期経営計画の策定に着手しております。しかしながら、北弘電社は、太陽光案件に係る不適切会計処理等に伴う損失の計上により、2022年3月期第3四半期末において純資産が47,027千円（2021年3月期末の純資産は3,109,903千円）となり、資本の充実が喫緊の課題であることに加えて、財務状況の健全化の見通しが立たず、継続企業の前提に関する重要な不確実性が存在することから、自力での再建が困難であるとの判断に至りました。そのため北弘電社は、北弘電社の今後の中長期的な企業価値向上を図るためにも、まずは、財務状況の健全化を図ることが必要であると考え、三菱電機に対して2022年3月4日に、三菱電機による北弘電社の完全子会社化及び追加出資等の検討を求める申し入れを行いました。

一方、かかる状況の下、三菱電機としては、北弘電社が、小形風力発電事業撤退、太陽光発電所建設工事及びその他の一部の案件に起因する多額の損失を発生させる2019年度までは、地域に根差した着実な事業運営方針により、売上高及び利益を安定的に計上してきたことを踏まえると、今後、札幌市内中心部再開発、北海道新幹線札幌延伸、北海道本州連系設備（青函トンネル内地中線）等をターゲットに、堅実な事業運営への回帰による事業拡大を行っていくために、健全な財務基盤及びより強固なコーポレート・ガバナンス体制を構築することが必要であると認識しております。そのため、三菱電機は、北弘電社からの申し入れを受けて、北弘電社の支援に関して、本株式

交換を中心として様々な選択肢の検討を開始いたしました。

しかしながら、2022年12月上旬、三菱電機は、北弘電社より高山ソーラーヒルズ太陽光発電所工事（以下「高山案件」）において、長雨による天候不順及び軟弱地盤や岩や石などの地中の障害物への対応などによる土木工事の大幅な工事遅延や工事コストの増加により追加損失が発生し、当該損失額がどこまで拡大するのか不透明な状況であるとの報告を受けました。これを受けて、三菱電機としては高山案件の損失額が確定しない中で本株式交換を進めることは難しく、本株式交換の検討を中断せざるを得ない状況となり、2023年1月25日に、北弘電社に対して本株式交換その他の支援策の検討の中止を通知しました。

その後、2023年5月10日に、北弘電社より「特別損失の計上に関するお知らせ」にて公表しているとおり、高山案件の工事遅延について施主及び発注者との協議を進める中で、北弘電社の想定を上回る遅延違約金の請求を受けたため、北弘電社は2023年3月期において、当該遅延違約金につき1,071,958千円、総額1,106,976千円を特別損失として計上いたしました。

そして、当該特別損失が生じたことも一因として、北弘電社は2023年3月期において、営業損失2,059,254千円、経常損失2,064,358千円、当期純損失2,880,902千円を計上し、2,638,814千円の債務超過となりました。これにより、北弘電社は、2023年6月29日に、同日付で札幌証券取引所より、株券上場廃止基準第2条第1項第5号の規定に基づき、猶予期間を2023年4月1日から2024年3月31日とする上場廃止に係る猶予期間入り銘柄の通知を受けました。

三菱電機は、2023年7月18日に、北弘電社より受領した同日付書面にて、高山案件について、2023年6月30日をもって発注者への引渡しが完了し、終息の目途が立った旨の報告を受けるとともに、高山案件が企業価値算定に与える影響が予見できないとして検討が中止された三菱電機による完全子会社化及び追加出資等による再建支援につき検討を再開するよう要請（以下「再建支援要請」）を受けました。

この点、仮に本株式交換が行われない場合には、北弘電社が2023年3月期まで過去3事業年度連続して営業損失、経常損失及び当期純損失を計上したことに鑑みると、北弘電社は、2024年3月期においても債務超過となることで上場廃止となることが現実的に想定される状況にあります。北弘電社が上場廃止となった場合には、北弘電社の株主の皆様がその保有する株式を証券取引所において取引することができず、株式取引の実施が事実上困難となるという不利益を被る可能性もあります。加えて、2024年4月に北弘電社の借入の返済期限を迎えるところ、本株式交換が行われない場合の北弘電社の財務状況では約定どおりの弁済及び借換えは困難であることから、本株式交換が行われなければ、北弘電社の資金繰りが滞り、経営破綻に至ることも具体的に想定されます。

他方で、北弘電社としては、2023年6月30日付で公表した「債務超過解消に向けた計画について」のとおり、単独での債務超過解消の取り組みについても進めてはいるものの、かかる取り組みにより早期かつ抜本的に経営状況を改善するには至っておらず、本株式交換を行わない場合の単独での上場維持及び事業の継続は困難な現状にあります。

また、北弘電社としては、本株式交換より少数株主にとって有利な方策を模索すべく、三菱電機との間における本株式交換の交渉と並行し、再生系の投資ファンドとして著名な8社に支援依頼を打診しました（以下「マーケット・チェック」）が、三菱電機の提案する本株式交換より少数株主に有利な条件での提案を行った候補先はありませんでした。このため、北弘電社としては本株式交換よりも少数株主にとって有利な方策を提案可能な候補先を探索することは困難であるとの結論に至りました。

以上を踏まえると、北弘電社としては、上場廃止さらには経営破綻による北弘電社の株主、取引先や取引銀行をはじめとするステークホルダーへの不利益を回避するためには、本株式交換を行うことが唯一の方策であるものと認識しています。

このような状況も踏まえつつ、上記北弘電社からの再建支援要請を受けて、三菱電機は、北弘電社の支援に関して、様々な選択肢の検討を進めてまいりました。

そして、仮に北弘電社の債務超過の状況が継続し、現在の株主構成のまま上場廃止となり、更に経営破綻という事態に陥れば、その事業や企業価値が毀損し、三菱電機が保有する北弘電社の株式価値の毀損や取引上の損失等を被ることとなり、また、北弘電社及び三菱電機を取り巻くステークホルダーの皆様に対し、多大な影響を及ぼすものであり、三菱電機としては、そのような事態を回避する必要があると判断いたしました。

以上を踏まえた結果、三菱電機としては、本株式交換により三菱電機が北弘電社を完全子会社化した上で、三菱電機による財務的支援を実施しつつ、北弘電社及び三菱電機双方の企業価値の維持向上に資するあらゆる選択肢を検討することが、北弘電社の今後の事業継続を可能とするとともに、三菱電機・北弘電社双方の企業価値維持向上に資する最善の策であるとの結論に至り、本株式交換を行うことを決定いたしました。

また、北弘電社としても、仮に本株式交換が行われない場合には上場廃止及び経営破綻に至ることが現実的に想定される状況にあることから単独での上場維持及び事業の存続が困難であり、マーケット・チェックの結果としても少数株主にとってより有利な条件を提示することが可能な候補先がないことから、三菱電機の提案する本株式交換は、上場廃止及び経営破綻による株主の皆様の不利益を回避しつつ、ステークホルダーからの信用力を維持することができる唯一の方策であって、北弘電社の事業継続及び企業価値の維持向上の観点からも最善であるとの判断に至っております。

2. 本株式交換の要旨

(1) 本株式交換の日程

本株式交換契約の執行役員会議決定日（三菱電機）	2024年1月9日（火）（本日）
本株式交換契約締結の取締役会決議日（北弘電社）	2024年1月9日（火）（本日）
本株式交換契約締結日（三菱電機・北弘電社）	2024年1月9日（火）（本日）
臨時株主総会基準日公告日（北弘電社）	2024年1月9日（火）（本日）
臨時株主総会基準日（北弘電社）	2024年1月24日（水）（予定）
本株式交換契約承認臨時株主総会開催日（北弘電社）	2024年3月4日（月）（予定）
最終売買日（北弘電社）	2024年4月10日（水）（予定）
上場廃止日（北弘電社）	2024年4月11日（木）（予定）
本株式交換の予定日（効力発生日）（三菱電機・北弘電社）	2024年4月15日（月）（予定）

(注1) 三菱電機は、会社法第796条第2項の規定に基づく簡易株式交換の手続きにより、株主総会の決議による承認を受けずに本株式交換を行う予定です。

(注2) 上記日程は、本株式交換の手続き進行上の必要性その他の事由により、又は、両社の合意により変更されることがあります。

(2) 本株式交換の方式

三菱電機を株式交換完全親会社、北弘電社を株式交換完全子会社とする株式交換です。本株式交換は、三菱電機については、会社法第796条第2項の規定に基づく簡易株式交換の手続きにより、株主総会の決議による承認を受けずに行う予定です。北弘電社については、2024年3月4日開催予定の臨時株主総会の決議による本株式交換契約の承認を受けた上で行う予定です。

(3) 本株式交換に係る割当ての内容

会社名	三菱電機 (株式交換完全親会社)	北弘電社 (株式交換完全子会社)
本株式交換に係る株式の割当比率	1	0.260
本株式交換により交付する株式数	三菱電機の普通株式：118,834株（予定）	

(注1) 株式の割当比率

北弘電社株式1株に対して、三菱電機の普通株式（以下「三菱電機株式」）0.260株を割当交付いたします。ただし、三菱電機が保有する北弘電社株式（本日現在173,600株）については、本株式交換による株式の割当ては行いません。なお、上記株式交換比率は、算定の基礎となる諸条件に重大な変更が生じた場合には、両社間で協議し合意の上、変更することがあります。

(注2) 本株式交換により交付する三菱電機株式数

三菱電機は、本株式交換に際して、本株式交換により三菱電機が北弘電社株式（三菱電機が保有する北弘電社株式を除く）の全部を取得する時点の直前時（以下「基準時」）の北弘電社の株主の皆様（三菱電機を除く）に対し、その保有する北弘電社株式に代わり、本株式交換に用いられる上記2.（3）「本株式交換に係る割当ての内容」に記載の本株式交換に係る株式の割当比率（以下「本株式交換比率」）に基づいて算出した数の三菱電機株式を交付します。なお、北弘電社は、本株式交換の効力発生日の前日までに開催する北弘電社の取締役会決議により、北弘電社が保有する自己株式及び基準時までに北弘電社が保有することとなる自己株式（本株式交換に関して行使される会社法第785条第1項に定める反対株主の株式買取請求に係る株式の買取りによって取得する自己株式を含む）の全部を、基準時をもって消却する予定です。本株式交換により三菱電機が交付する株式数は、北弘電社の自己株式の取得・消却等により今後変更される可能性があります。

また、本株式交換により交付する三菱電機株式は、全て三菱電機の保有する自己株式を充当する予定であり、三菱電機が新たに株式を発行する予定はありません。

(注3) 単元未満株式の取扱い

本株式交換に伴い、三菱電機の単元未満株式を保有することとなる株主の皆様については、三菱電機株式に関する以下の制度をご利用いただくことができます。なお、金融商品取引所市場において単元未満株式を売却することはできません。

① 単元未満株式の買増制度（100株への買増し）

会社法第194条第1項の規定に基づき、三菱電機の単元未満株式を保有する株主の皆様が、その保有する単元未満株式の数と併せて1単元となる数の株式を三菱電機から買増することができる制度です。

② 単元未満株式の買取制度（単元未満株式の売却）

会社法第192条第1項の規定に基づき、三菱電機の単元未満株式を保有する株主の皆様が、その保有する単元未満株式を買い取ることを三菱電機に対して請求することができる制度です。

(注4) 1株に満たない端数の処理

本株式交換に伴い、三菱電機株式1株に満たない端数の割当てを受けることとなる北弘電社の株主の皆様に対しては、会社法第234条その他の関連法令の定めに従い、その端数の合計数（合計数に1株に満たない端数がある場合は、これを切り捨てるものとします。）に相当する数の三菱電機株式を売却し、かかる売却代金をその端数に応じて当該株主の皆様にお支払いいたします。

(4) 本株式交換に伴う新株予約権及び新株予約権付社債に関する取扱い

本株式交換により株式交換完全子会社となる北弘電社は、新株予約権及び新株予約権付社債のいずれも発行していないため、該当事項はありません。

3. 本株式交換に係る割当ての内容の根拠等

(1) 割当ての内容の根拠及び理由

三菱電機及び北弘電社は、本株式交換比率の算定に当たって公正性・妥当性を確保するため、それぞれ別個に、両社から独立した第三者算定機関に株式交換比率の算定を依頼することとし、三菱電機は、2022年9月下旬頃に大和証券株式会社（以下「大和証券」）を、北弘電社は、2022年11月中旬頃に株式会社AGSコンサルティング（以下「AGS」）を、それぞれのファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関に選定いたしました。加えて、北弘電社は、本特別委員会（以下で定義します）の指名により、2023年12月中旬頃に株式会社プルータス・コンサルティング（以下「プルータス」）を、追加の第三者算定機関として選定いたしました。

三菱電機においては、下記3.（4）「公正性を担保するための措置」に記載のとおり、三菱電機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大和証券から2024年1月5日付で受領した株式交換比率算定書及び財務的見地からの助言、リーガル・アドバイザーである森・濱田松本法律事務所からの助言、三菱電機が北弘電社に対して実施したデュー・ディリジェンスの結果等を踏まえ、三菱電機及び北弘電社の財務状況・資産状況・将来の見通し等の要素を総合的に勘案した上で、両社間で交渉・協議を重ねた結果、本株式交換比率は妥当であり、三菱電機の株主の利益を損なうものではないとの判断に至ったため、本株式交換比率により本株式交換を行うことが妥当であると判断しました。

他方、北弘電社においては、本株式交換比率は下記（2）②「算定の概要」及び下記3.（4）「公正性を担保するための措置」に記載のとおり、北弘電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AGSから受領した株式交換比率算定書、本特別委員会の指名により選定した独立した第三者算定機関であるプルータスから受領した株式交換比率算定書及び本株式交換比率が財務的見地から妥当又は公正である旨の意見書（以下「本フェアネス・オピニオン」）、リーガル・アドバイザーである日比谷中田法律事務所からの助言、北弘電社が三菱電機に対して実施したデュー・ディリジェンスの結果、三菱電機との間で利害関係を有しない独立した委員から構成される特別委員会（以下「本特別委員会」）からの指示、助言及び答申書等を踏まえて、慎重に協議・検討いたしました。その結果、本株式交換比率により本株式交換を行うことが妥当なものであり、北弘電社の株主の利益を損なうものではないとの判断に至りました。なお、本株式交換の交換対価は、直近の北弘電社の市場株価からディスカウントとなるものの、前述のとおり、仮に本株式交換が行われない場合には上場廃止及び経営破綻に至ることが現実的に想定される状況にあって単独での上場維持及び事業の存続が困難であること及びマーケット・チェックの結果としても少数株主にとってより有利な条件を提示することが可能な候補先がない状況にあること、並びに類似の状況における同種事案におけるディスカウント比率も踏まえると、本株式交換の交換対価は適正であるものと判断しております。

そのため、三菱電機及び北弘電社は、本株式交換比率により本株式交換を行うことにつき、本日開催された三菱電機の執行役員会議及び北弘電社の取締役会の決議に基づき、両社間で本株式交換契約を締結しました。

なお、本株式交換比率は、本株式交換契約に従い、算定の基礎となる諸条件に重大な変更が生じた場合には、両社間で協議の上、変更することがあります。

(2) 算定に関する事項

① 算定機関の名称及び上場会社との関係

三菱電機の第三者算定機関である大和証券及び北弘電社の第三者算定機関であるAGS及びプルータスはいずれも、三菱電機及び北弘電社からは独立した算定機関であり、三菱電機及び北弘電社の関連当事者には該当せず、本株式交換に関して記載すべき重要な利害関係を有しません。

また、本特別委員会は、AGS及びプルータスにつき独立性に問題がないことを確認した上で、北弘電社の第三者算定機関として承認しています。

なお、本株式交換に係る AGS 及びブルータスに対する報酬は、本株式交換の成否にかかわらず支払われる固定報酬のみであり、本株式交換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。

② 算定の概要

大和証券は、三菱電機については、同社が金融商品取引所に上場しており、市場株価が存在することから、市場株価平均法（算定基準日である 2024 年 1 月 5 日を基準日として、株式会社東京証券取引所（以下「東京証券取引所」）プライム市場における三菱電機株式の 2023 年 7 月 6 日から算定基準日までの直近 6 ヶ月間の終値単純平均値、2023 年 10 月 6 日から算定基準日までの直近 3 ヶ月間の終値単純平均値、2023 年 12 月 6 日から算定基準日までの直近 1 ヶ月間の終値単純平均値及び基準日終値を基に分析）を採用して算定を行いました。

北弘電社については、同社が金融商品取引所に上場しており、市場株価が存在することから、市場株価平均法（算定基準日である 2024 年 1 月 5 日を基準日として、札幌証券取引所における北弘電社株式の 2023 年 7 月 6 日から算定基準日までの直近 6 ヶ月間の出来高がついた日の終値平均値、2023 年 10 月 6 日から算定基準日までの直近 3 ヶ月間の出来高がついた日の終値平均値、2023 年 12 月 6 日から算定基準日までの直近 1 ヶ月間の出来高がついた日の終値平均値及び基準日終値を基に分析しております。）を、また将来の事業活動の状況を評価に反映するため DCF 法を、それぞれ採用して算定を行いました。

DCF 法においては、北弘電社が作成した 2024 年 3 月期から 2027 年 3 月期の事業計画に基づく将来キャッシュ・フローを、一定の割引率で現在価値に割り引くことによって企業価値や株式価値を評価しております。割引率は 7.08%～7.91%としています。継続価値の算定に当たっては永久成長率法を採用し、永久成長率は 0.00%～0.50%としております。

各評価手法による三菱電機株式の 1 株当たりの株式価値を 1 とした場合の北弘電社株式の株式交換比率の算定レンジは、以下のとおりとなります。

採用手法		株式交換比率の算定レンジ
三菱電機	北弘電社	
市場株価平均法	市場株価平均法	0.644 ～ 0.682
	DCF 法	0.098 ～ 0.745

大和証券は、上記株式交換比率の算定に際して、両社から提供を受けた資料及び情報、一般に公開された情報を原則としてそのまま使用し、分析及び検討の対象とした全ての資料及び情報が正確かつ完全であることを前提としており、これらの資料及び情報の正確性又は完全性に関し独自の検証を行っておらず、またその義務を負うものではありません。大和証券は、株式交換比率の算定に重大な影響を与える可能性がある事実で大和証券に対して未開示の事実はないこと等を前提としております。三菱電機及び北弘電社並びにそれらの関係会社の全ての資産又は負債（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、これらに限られない）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おらず、また第三者機関への評価、鑑定又は査定の依頼も行っておりません。大和証券は、提供された両社の財務予測その他将来に関する情報が、北弘電社の経営陣による現時点において可能な最善の予測と判断に基づき、合理的に確認、検討又は作成されていることを前提としており、北弘電社の同意を得て、独自に検証することなくこれらの情報に依拠しております。大和証券の算定は、2024 年 1 月 5 日現在における金融、経済、市場その他の状況を前提としております。

なお、大和証券が提出した株式交換比率の算定結果は、本株式交換における株式交換比率の公平性について意見を表明するものではありません。

大和証券が DCF 法による算定の前提とした北弘電社の事業計画において、大幅な増減益が見込まれる事業年度が含まれています。具体的には、2024 年 3 月期においては、高山案件の発注者への引渡し完了し、2022 年 3 月期及び 2023 年 3 月期に計上されていた高山案件の大幅な工事コストの増加による売上原価が計上されないことで、増益が見込まれております。また、本株式交換の実行により実現することが期待されるシナジー効果については、上場維持コストの削減を除き、現時点において収益に与える影響を具体的に見積もることが困難であるため、DCF 法による算定の前提とした財務予測には反映しておりませんが、本株式交換の実行により実現することが期待される金融支援の影響を反映し、北弘電社の事業が継続することを前提としていることから、当該財務予測は本株式交換の実行を前提としております。なお、本株式交換の実行を前提としない場合の財務予測においては、計画期間中に事業の継続が困難になる状況が想定されることから、DCF 法による算定の前提とした財務予測として採用しておりません。

なお、大和証券が DCF 法による算定の前提とした北弘電社の事業計画に、下記 8. 「その他」に記載の 2024 年 3 月 29 日を効力発生日とする資本金及び資本準備金の額の減少による税負担の軽減効果は織り込まれております。

他方、AGS は、三菱電機については、同社の株式が金融商品取引所に上場しており、市場株価が存在することから、市場株価法を用いて算定を行いました。また、北弘電社については、同社の株式が金融商品取引所に上場しており、市場株価が存在することから、市場株価法を、また、将来の事業活動の状況を評価に反映するため DCF 法を、それぞれ採用して算定を行いました。

各評価方法による三菱電機株式の 1 株当たりの株式価値を 1 とした場合の北弘電社株式の株式交換比率の算定レンジは、以下のとおりとなります。

採用手法		株式交換比率の算定レンジ
三菱電機	北弘電社	
市場株価法	市場株価法	0.644 ～ 0.682
	DCF 法	0.000 ～ 0.529

市場株価法においては、三菱電機については、2024 年 1 月 5 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三菱電機株式の 2023 年 7 月 6 日から算定基準日までの直近 6 ヶ月間の終値単純平均値、2023 年 10 月 6 日から算定基準日までの直近 3 ヶ月間の終値単純平均値、2023 年 12 月 6 日から算定基準日までの直近 1 ヶ月間の終値単純平均値及び基準日終値を採用しております。また、北弘電社については、2024 年 1 月 5 日を算定基準日として、札幌証券取引所における北弘電社株式の 2023 年 7 月 6 日から算定基準日までの直近 6 ヶ月間の終値単純平均値、2023 年 10 月 6 日から算定基準日までの直近 3 ヶ月間の終値単純平均値、2023 年 12 月 6 日から算定基準日までの直近 1 ヶ月間の終値単純平均値及び基準日終値を採用しております。

DCF 法においては、北弘電社が作成した 2024 年 3 月期から 2027 年 3 月期の事業計画に基づく将来キャッシュ・フローを、一定の割引率で現在価値に割り引くことによって企業価値や株式価値を評価しております。割引率は 5.89%～6.89%としています。継続価値の算定に当たっては永久成長率法を採用し、永久成長率は 0%としております。

AGS は、上記株式交換比率の算定に際して、両社から提供を受けた資料及び情報、一般に公開された情報を原則としてそのまま使用し、分析及び検討の対象とした全ての資料及び情報が正確かつ完全であることを前提としており、これらの資料及び情報の正確性又は完全性に関し独自の検証を行っておらず、またその義務を負うものではありません。AGS は、株式交換比率

の算定に重大な影響を与える可能性がある事実で AGS に対して未開示の事実はないこと等を前提としております。三菱電機及び北弘電社並びにそれらの関係会社の全ての資産又は負債（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、これらに限られない）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おらず、また第三者機関への評価、鑑定又は査定の依頼も行っておりません。AGS は、提供された両社の財務予測その他将来に関する情報が、北弘電社の経営陣による現時点において可能な最善の予測と判断に基づき、合理的に確認、検討又は作成されていることを前提としており、北弘電社の同意を得て、独自に検証することなくこれらの情報に依拠しております。AGS の算定は、2024 年 1 月 5 日現在における金融、経済、市場その他の状況を前提としております。

なお、AGS が提出した株式交換比率の算定結果は、本株式交換における株式交換比率の公平性について意見を表明するものではありません。

AGS が DCF 法による算定の前提とした北弘電社の事業計画において、大幅な増減益が見込まれる事業年度が含まれています。具体的には、2024 年 3 月期においては、高山案件の発注者への引渡し完了し、2022 年 3 月期及び 2023 年 3 月期に計上されていた高山案件の大幅な工事コストの増加による売上原価が計上されないことで、増益が見込まれております。また、本株式交換の実行により実現することが期待されるシナジー効果については、上場維持コストの削減を除き、現時点において収益に与える影響を具体的に見積もることが困難であるため、DCF 法による算定の前提とした財務予測には反映しておりませんが、本株式交換の実行により実現することが期待される金融支援の影響を反映し、北弘電社の事業が継続することを前提としていることから、当該財務予測は本株式交換の実行を前提としております。なお、本株式交換の実行を前提としない場合の財務予測においては、計画期間中に事業の継続が困難になる状況が想定されることから、DCF 法による算定の前提とした財務予測として採用しておりません。

なお、AGS が DCF 法による算定の前提とした北弘電社の事業計画に、下記 8. 「その他」に記載の 2024 年 3 月 29 日を効力発生日とする資本金及び資本準備金の額の減少による税負担の軽減効果は織り込まれております。

他方、プルータスは、三菱電機については、同社の株式が金融商品取引所に上場しており、市場株価が存在することから、市場株価法を用いて算定を行いました。また、北弘電社については、同社の株式が金融商品取引所に上場しており、市場株価が存在することから、市場株価法を、また、将来の事業活動の状況を評価に反映するため DCF 法を、それぞれ採用して算定を行いました。

各評価方法による三菱電機株式の 1 株当たりの株式価値を 1 とした場合の北弘電社株式の株式交換比率の算定レンジは、以下のとおりとなります。

採用手法		株式交換比率の算定レンジ
三菱電機	北弘電社	
市場株価法	市場株価法	0.644 ～ 0.682
	DCF 法	0.000 ～ 0.369

市場株価法においては、三菱電機については、2024 年 1 月 5 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三菱電機株式の 2023 年 7 月 6 日から算定基準日までの直近 6 ヶ月間の終値単純平均値、2023 年 10 月 6 日から算定基準日までの直近 3 ヶ月間の終値単純平均値、2023 年 12 月 6 日から算定基準日までの直近 1 ヶ月間の終値単純平均値及び基準日終値を採用しております。また、北弘電社については、2024 年 1 月 5 日を算定基準日として、札幌証券取引所における北弘電社株式の 2023 年 7 月 6 日から算定基準日までの直近

6ヶ月間の終値単純平均値、2023年10月6日から算定基準日までの直近3ヶ月間の終値単純平均値、2023年12月6日から算定基準日までの直近1ヶ月間の終値単純平均値及び基準日終値を採用しております。

DCF法においては、北弘電社が作成した2024年3月期から2027年3月期の事業計画に基づく将来キャッシュ・フローを、一定の割引率で現在価値に割り引くことによって企業価値や株式価値を評価しております。割引率は6.033%~7.704%としています。継続価値の算定に当たっては永久成長率法を採用し、永久成長率は0%としております。

なお、プルータスがDCF法による算定の前提とした北弘電社の事業計画において、大幅な増減益が見込まれる事業年度が含まれています。具体的には、2024年3月期においては、高山案件の発注者への引渡し完了し、2022年3月期及び2023年3月期に計上されていた高山案件の大幅な工事コストの増加による売上原価が計上されないことで、増益が見込まれております。また、本株式交換の実行により実現することが期待されるシナジー効果については、上場維持コストの削減を除き、現時点において収益に与える影響を具体的に見積もることが困難であるため、DCF法による算定の前提とした財務予測には反映しておりませんが、本株式交換の実行により実現することが期待される金融支援の影響を反映し、北弘電社の事業が継続することを前提としていることから、当該財務予測は本株式交換の実行を前提としております。なお、本株式交換の実行を前提としない場合の財務予測においては、計画期間中に事業の継続が困難になる状況が想定されることから、DCF法による算定の前提とした財務予測として採用しておりません。

なお、プルータスがDCF法による算定の前提とした北弘電社の事業計画に、下記8.「その他」に記載の2024年3月29日を効力発生日とする資本金及び資本準備金の額の減少による税負担の軽減効果は織り込まれております。

また、北弘電社は、2024年1月5日、プルータスから、本フェアネス・オピニオンを取得しております。本フェアネス・オピニオンは、北弘電社が作成した事業計画及び両者の市場株価に基づく株式交換比率の算定の結果等に照らして、両者で合意された株式交換比率が、北弘電社の少数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、プルータスが北弘電社から北弘電社の事業の現状、将来の事業計画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株式交換比率の算定の結果に加えて、本株式交換の概要、背景及び目的に係る両者への質疑応答、プルータスが必要と認めた範囲内での両者の事業環境、経済、市場及び金融情勢等についての検討並びにプルータス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1) プルータスは、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上記株式交換比率の算定を行うに際して、北弘電社から提供を受けた基礎資料及び一般に公開されている資料、並びに両者から聴取した情報が正確かつ完全であること、株式交換比率の算定に重大な影響を与える可能性がある事実でプルータス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、上記の手続を除く調査、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。

また、プルータスは、個別の資産及び負債の分析及び評価を含め、両者及び三菱電機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、両者及び三菱電機の関係会社からはこれらに関していかなる評価書や鑑定書の提出も受けておりません。また、プルータスは、倒産、支払停止又はそれに類似する事項に関する適用法令の下での両者及び三菱電機の関係会社の信用力についての評価も行っておりません。

プルータスが、本フェアネス・オピニオンの基礎資料として用いた北弘電社の事業計画その他の資料は、北弘電社の経営陣により当該資料の作成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、プルータス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こ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。

プルータスは、本株式交換契約が適法かつ有効に作成及び締結され、北弘電社の株主総会で承認されること、本株式交換が本株式交換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、並びに本株式交換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、本株式交換が本株式交換契約の条件に従って完了することを前提としております。また、プルータスは、本株式交換が適法かつ有効に実施されること、本株式交換の税務上の効果が両者の想定と相違ないこと、本株式交換の実行に必要な全ての政府、規制当局その他の者の同意又は許認可が、本株式交換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を前提としており、これらについて独自の調査を行う義務を負うものではありません。プルータスは、本株式交換の実行に関する北弘電社の意思決定、あるいは本株式交換と他の戦略的選択肢の比較評価を検討することを北弘電社から依頼されておらず、また検討しておりません。プルータスは、会計、税務及び法律のいずれの専門家でもなく、本株式交換に関するいかなる事項の適法性及び有効性並びに会計及び税務上の処理の妥当性について独自に分析及び検討を行っておらず、それらの義務を負うものでもありません。プルータスは、北弘電社より提示された本株式交換にかかる税務上の想定される効果が実現することを前提としております。

本フェアネス・オピニオンは、両者で合意された本株式交換比率が北弘電社の少数株主にとって財務的見地から公正であるか否かについて、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、その作成日までにプルータスに供され又はプルータスが入手した情報に基づいて、その作成日時点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これらの前提が変化しても、プルータスは本フェアネス・オピニオンの内容を修正、変更又は補足する義務を負いません。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。本フェアネス・オピニオンは、本株式交換比率が北弘電社の少数株主にとって財務的見地から公正なものであることについて意見表明することとどまり、北弘電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なく、北弘電社の株主の皆さまに対して本株式交換に関するいかなる行動も推奨するものではありません。

また、本フェアネス・オピニオンは、本株式交換比率に関する北弘電社の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プルータス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。

(3) 上場廃止となる見込み及びその事由

本株式交換により、その効力発生日（2024年4月15日（予定））をもって、北弘電社は三菱電機の完全子会社となります。それに先立ち、北弘電社株式は、札幌証券取引所の上場廃止基準により、所定の手続きを経て2024年4月11日付で上場廃止（最終売買日は2024年4月10日）となる予定です。上場廃止後は、北弘電社株式を札幌証券取引所において取引することができなくなります。本株式交換の効力発生日に北弘電社の株主の皆様は、東京証券取引所プライム市場に上場されているため、一部の株主の皆様においては単元未満株式の割当のみを受ける可能性があるものの、1単元以上の株式については引き続き金融商品取

引所において取引が可能であり、引き続き株式の流動性を提供できるものと考えております。

他方、本株式交換により、三菱電機の単元未満株式を保有することとなる株主の皆様においては、金融商品取引所において当該単元未満株式を売却することはできませんが、三菱電機株式に関する単元未満株式の買取制度をご利用いただくことが可能です。また、三菱電機株式に関する単元未満株式の買増制度をご利用いただき、その保有する単元未満株式の数と合わせて1単元となる数の株式を三菱電機から買増することも可能です。かかる取扱いの概要については、上記2.(3)(注3)「単元未満株式の取扱い」をご参照ください。また、本株式交換に伴い1株に満たない端数が生じた場合における端数の取扱いの詳細については、上記2.(3)(注4)「1株に満たない端数の処理」をご参照ください。

なお、北弘電社の普通株主の皆様は、最終売買日である2024年4月10日(予定)までは、札幌証券取引所において、その保有する北弘電社株式を従来どおり取引することができるほか、会社法その他関係法令に定める適法な権利を行使することができます。

(4) 公正性を担保するための措置

両社は、三菱電機が北弘電社の株式173,600株(2023年9月30日現在の発行済株式(自己株式を除く)の総数630,655株に占める割合(以下「所有割合」)にして27.53%(小数点以下第三位を四捨五入。以下、所有割合の計算について同じ))を保有しており、北弘電社の筆頭株主であり主要株主であること、及び北弘電社において三菱電機の役職員を兼務する取締役及び三菱電機出身の取締役が存在することから、本株式交換の公正性を担保する必要があると判断し、以下のとおり公正性を担保するための措置を実施しております。

① 独立した第三者算定機関からの算定書

三菱電機は、三菱電機及び北弘電社から独立した第三者算定機関である大和証券を本株式交換の株式交換比率に係る算定機関として選定し、2024年1月5日付で、株式交換比率に関する算定書を取得しました。算定書の概要については、上記3.(2)「算定に関する事項」をご参照ください。

一方、北弘電社は、三菱電機及び北弘電社から独立した第三者算定機関であるAGS及びプルータスを本株式交換の株式交換比率に係る算定機関として選定し、2024年1月5日付で、株式交換比率に関する算定書をAGS及びプルータスそれぞれから取得しました。算定書の概要については、上記3.(2)「算定に関する事項」をご参照ください。

また、北弘電社は、三菱電機及び北弘電社から独立した第三者算定機関であるプルータスから、本フェアネス・オピニオンを取得しております。

② 独立した法律事務所からの助言

三菱電機は、本株式交換のリーガル・アドバイザーとして、森・濱田松本法律事務所を選定し、同事務所より、本株式交換の諸手続き及び執行役会議の意思決定の方法・過程等について、法的助言を受けております。なお、森・濱田松本法律事務所は、三菱電機及び北弘電社から独立しており、三菱電機及び北弘電社との間に重要な利害関係を有しません。

一方、北弘電社は、本株式交換のリーガル・アドバイザーとして、日比谷中田法律事務所を選定し、同事務所より、本株式交換の諸手続き及び取締役会の意思決定の方法・過程等について、法的助言を受けております。なお、日比谷中田法律事務所は、三菱電機及び北弘電社から独立しており、三菱電機及び北弘電社との間に重要な利害関係を有しません。

(5) 利益相反を回避するための措置

北弘電社は、三菱電機が北弘電社の株式173,600株(所有割合にして27.53%)を保有しており、三菱電機が北弘電社の筆頭株主であり主要株主であること、及び北弘電社において三菱

電機の役職員を兼務する取締役及び三菱電機出身の取締役が存在することから、利益相反を回避するため、以下の措置を実施しております。

① 北弘電社における、利害関係を有しない特別委員会からの答申書の取得

北弘電社は、2022年12月13日に開催された取締役会における決議により、本株式交換に係る北弘電社の意思決定に慎重を期し、また、北弘電社取締役会の意思決定過程における恣意性及び利益相反のおそれを排除し、その公正性を担保するとともに、当該取締役会において本株式交換を行う旨の決定をすることが北弘電社の少数株主にとって不利益なものでないことを確認することを目的として、三菱電機と利害関係を有しておらず、北弘電社の社外取締役であり札幌証券取引所に独立役員として届け出ている廣部眞行氏（弁護士、廣部・八木法律事務所）並びに三菱電機及び北弘電社と利害関係を有しない外部の有識者であり公認会計士としての経験を通じて培った財務及び会計に関する知見を有する外部有識者である須田雅秋氏（公認会計士、須田公認会計士事務所）及び長年にわたり企業法務をはじめとした法律に関する職務を通じて培った専門家としての豊富な経験、知見を有する仁科秀隆氏（弁護士、中村・角田・松本法律事務所）の3名により構成される本特別委員会を設置しました。その上で、北弘電社は、同取締役会における決議により、本株式交換を検討するにあたって、本特別委員会に対し、(i) 本株式交換の目的が合理的と認められるか（ひいては、本株式交換が全体として北弘電社の企業価値向上に資するか）、(ii) 本株式交換の条件（交換比率を含む。）の公正性が確保されているか、(iii) 本株式交換の手続が公正であって、少数株主の利益への十分な配慮がなされているか、(iv) 本株式交換が少数株主にとって不利益でないと認められるか（以下 (i) から (iv) を総称して「本諮問事項」）について諮問することを決定いたしました。また、北弘電社取締役会は、本特別委員会設置にあたり、本株式交換の是非等を検討する北弘電社取締役会においては、本特別委員会の設置の趣旨に鑑み、諮問事項に対する本特別委員会の答申内容を最大限尊重するものとし、特に、本特別委員会が本株式交換の実施を妥当でないと判断した場合には、北弘電社取締役会は、本株式交換を実施しないこと、並びに、①本特別委員会が自ら三菱電機と交渉を行うこともできるほか、三菱電機との交渉を北弘電社の者やアドバイザー等が行う場合でも、本特別委員会は、適時にその状況の報告を受け、重要な局面で意見を述べ、指示や要請を行うこと等により、取引条件に関する交渉過程に実質的に影響を与えることができるものとする、②必要に応じて自らの外部アドバイザー等（ファイナンシャル・アドバイザー、第三者算定機関、リーガル・アドバイザー等）を選任し（この場合の費用は北弘電社が負担する。）、又は、北弘電社が選任する外部アドバイザー等について、指名又は承認（事後承認を含む。）する権限を付与すること、及び③北弘電社が北弘電社及び三菱電機から独立した専門家として、AGS 及び日比谷中田法律事務所をそれぞれ本株式交換に関する外部アドバイザーとして選任することにつき承認する権限を与えることを決議いたしました。なお、上記の2022年12月13日付北弘電社取締役会においては、当時の北弘電社取締役5名のうち、その当時現に三菱電機において役職を有していた宮木一郎氏は、当該取締役会を欠席し、過去に三菱電機の従業員として勤務し又は三菱電機の役員に就任するなど、過去において三菱電機と一定の関係があったものと認められる高橋龍夫氏及び松下義保氏は、当該取締役会の審議及び決議に参加しないこととしたため、馬淵直樹氏が議長を務め、馬淵直樹氏及び廣部眞行氏の取締役2名にて審議の上、全員一致により上記の決議を行っております。また、監査役3名についても、現に三菱電機において役職を有している長谷政記氏及び三菱電機との間で継続的な取引関係のある桶谷治氏は取締役会を欠席し、過去において三菱電機と一定の関係があったものと認められる樋口博之氏も審議に参加せず、何らの意見表明も行っておりません。さらに、取締役会の定足数を確保する観点から、上記5名の取締役のうち、過去に三菱電機の役職員たる地位を有していたにとどまり、相対的に利益相反関係

が低いと考えられる取締役高橋龍夫氏及び松下義保氏を加えた計4名の取締役並びに監査役樋口博之氏が参加して審議し、改めて取締役4名の全員一致により上記の決議を行い、当該監査役から異議がない旨の意見を受けております。

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、答申内容に関わらず、固定額の報酬を支払うものとされております。

本特別委員会は、2022年12月19日から2023年1月13日までに4回、本株式交換検討の中止による中断を経て2023年8月24日から2024年1月5日までに11回、合計15回（合計約20時間）にわたって委員会を開催したほか、委員会外においても電子メール等を用いて、意見表明、情報交換又は情報収集等を行い、必要に応じて随時協議を行う等して、本諮問事項に関し、慎重に検討を行いました。本特別委員会は、委員間の互選により、本特別委員会の委員長として、仁科秀隆氏を選定しております。また、本特別委員会は、第1回の特別委員会において、北弘電社が選任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AGS並びにリーガル・アドバイザーである日比谷中田法律事務所につき、いずれも独立性に問題がないことを確認した上で、それぞれを北弘電社の第三者算定機関及びリーガル・アドバイザーとして承認しました。さらに、本特別委員会は、北弘電社社内における検討体制及び交渉体制につき、そのメンバーが三菱電機と利害関係を有する者以外で構成されており三菱電機との間での利害関係の観点から問題がないことを確認の上、承認しております。加えて、本特別委員会は、本株式交換比率の公正性を検証するフェアネス・オピニオンを取得するためプルータスを第三者算定機関として追加で起用し、本特別委員会において、プルータスの独立性に問題がないことを確認しております。

本特別委員会は、三菱電機に対し、本株式交換を選択された理由・背景等、本株式交換を行う時期について、その時期を選択した理由・背景等、本株式交換後の北弘電社の経営課題や事業上の問題点に関する改善・対応策及びこれらの中長期的な想定内容、本株式交換後における北弘電社のガバナンス体制・経営体制、本株式交換のメリット・デメリット、本株式交換の株式交換比率の算定の考え方等について書面による質問を送付し、これらの事項について、本特別委員会において三菱電機から直接説明を受け、質疑応答を行いました。

加えて、本特別委員会は、北弘電社が作成した事業見通しについて、北弘電社からその内容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いたしました。そして、上記「(2)算定に関する事項」の3.(2)②のとおり、AGS及びプルータスは、北弘電社が作成した事業見通しを基礎として、北弘電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、AGS及びプルータスから、実施した北弘電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、質疑応答並びに審議及び検討を行った上で、これらの事項について合理性を確認しております。また、本特別委員会は、日比谷中田法律事務所から、本株式交換の手続き面における公正性を担保するための措置並びに本株式交換に係る北弘電社の取締役会の意思決定の方法及びその過程その他の利益相反を回避するための措置の内容について助言を受け、これらの事項について質疑応答を実施しております。加えて、提出された本株式交換に係る関連資料等により、本株式交換に関する情報収集が行われ、これらの情報も踏まえて本諮問事項について慎重に協議及び検討して審議を行っております。なお、本特別委員会は、北弘電社及び三菱電機との間における本株式交換に係る協議・交渉の経緯及び内容等につき適時に報告を受けた上で、第10回特別委員会以降三菱電機から最終的な本株式交換比率についての最終的な提案を受けるまで、毎回三菱電機からの本株式交換比率の提案についての諾否について北弘電社に意見を述べ、さらに、三菱電機からの提案を拒絶して逆に北弘電社側から比率の提案を行う場合について、比率をどのように設定すべきか及びその根拠についても、北弘電社に意見する等して、三菱電機との交渉過程に関与しております。

本特別委員会は、上記の経緯を経て、これら説明、算定結果、フェアネス・オピニオンそ

の他の検討資料を前提に、本諮問事項につき慎重に審議及び検討を行い、本株式交換は、北弘電社の少数株主にとって不利益なものではないと認められる旨の答申書（以下「本答申書」）を、2024年1月5日付で、北弘電社の取締役会に対して提出しております。本特別委員会の意見の概要は以下のとおりです。

- (i) 本株式交換の目的が合理的と認められ、本株式交換が全体として北弘電社の企業価値向上に資すると認められるか。

(ア) 北弘電社における現状認識と課題

まず最大の課題として、北弘電社は本答申書提出日時点において債務超過の状況にあり、かつ、北弘電社が銀行からの融資を受けるに際しては三菱電機の保証を求められているなど、財務体質の健全化が急務である。

次に、そのような財務状況にあることから、2024年3月期末時点において債務超過が解消されていない場合は、北弘電社の株式が上場廃止となり、北弘電社の株主に大きな悪影響を与えるおそれが高く、かかる事態の回避も喫緊の課題である。

また、北弘電社においては、太陽光案件に係る不適切会計処理、小形風力発電事業撤退（またそれに伴う発電事業者への補償）及び高山案件といった、北弘電社の財務状況を大幅に悪化させる事象が積み重なるなど、経営・事業の管理面について、適切にガバナンスが機能しているとは言いがたい経緯があり、ガバナンス面の改善も重要な課題としてあげられる。

このほか、事業面においては、今後の道内市場エリア（2030年以降は再開発が終息見込み）だけで業績を伸ばすことができるかが課題であり、太陽光発電事業や小形風力発電事業からは撤退したものの、再エネ事業のような新規事業に引き続き挑戦する必要がある。ただし現在の財務状況からみて大型の投資を行って新規事業に参入することは不可能であるという難点が存在する。

また、そのような新規領域（再エネ事業などの開拓）に専門的技術を保有した人材がない（育成スキームが無い、専門部門の新規構築意思）ことから、長期的な視点からの人材投資が求められる。ただし、人材投資については、前提として財務状況が毀損している問題を解決する必要がある。

以上からすると、北弘電社の今後の事業展開については、以下のような点を指摘することができる。

- (a) 財務体質の健全化が最大の課題である。
- (b) それと同時に、現在の状況のままの上場廃止さらには経営破綻といった、株主その他のステークホルダーに与える大きな悪影響の回避も喫緊の課題である。
- (c) 経営・事業の管理面の改善も重要である。
- (d) 事業面においては再エネ事業のような新規事業への挑戦が必要である。
- (e) 新規領域に専門的技術を有する人材を獲得すべく人材投資が必要である。

したがって、これら(a)から(e)の北弘電社の事業や北弘電社の課題に寄与する方策（M&Aを含むがこれに限られない。）を講じることは、個別に当該方策に係るリスクや当該方策に伴うデメリットを勘案する必要はあるものの、少なくとも一般論としては北弘電社の企業価値の向上に資するものであると考えることができる。

(イ) 本株式交換の企業価値向上効果

三菱電機が本株式交換の実施後に三菱電機が企図している北弘電社の企業価値向上策及び想定している効果は次の(a)から(d)である。

- (a) 三菱電機グループ内の融資活用による利払い負担の低減
北弘電社の借入を三菱電機グループ融資に置き換えることによって利払い負担を軽減することができる。

(b) 経営破綻の回避

2024年4月末に三菱電機による北弘電社の銀行借入についての債務保証の期

限が到来するが、当該期限後は、北弘電社の現在の財務状況を鑑みると、現在の借入金の借換えは難しく、三菱電機は、三菱電機の支援なくしては、北弘電社は資金繰りに窮し、倒産する可能性が高いと考えている。本株式交換は、北弘電社の株主に三菱電機の株式を交付することや上記(a)の財政的支援を通じて、北弘電社の事業や企業価値が毀損し、北弘電社を取り巻くステークホルダーに対しても多大な影響を及ぼす事態を回避しようとするものである。

(c) ガバナンス強化への貢献

本株式交換の実施により北弘電社が三菱電機の完全子会社となった場合、三菱電機グループからのコンプライアンスに関するノウハウの提供及び三菱電機グループの監査リソースの活用等によるコンプライアンス体制の強化が可能になる。

(d) 上場維持コストの削減

本株式交換を通じて、これら上場維持に係る業務及びコスト負担（監査法人費用を含む。）を軽減し、経営資源の有効活用を図ることができる。

これら本株式交換後の企業価値向上策及び想定している効果として三菱電機が説明する(a)から(d)について、北弘電社も北弘電社の現状の課題を踏まえた実現可能性がある有効な企業価値向上策であると認識している。

(a) 三菱電機グループ内の融資活用による利払い負担の低減

三菱電機グループの傘下となれば、グループ内での低利での資金融通が可能となり、資金繰りが安定化する。

(b) 経営破綻の回避

北弘電社単独の力では、2024年3月期末において債務超過を解消することは難しく、札幌証券取引所における上場廃止基準に抵触することが想定される。債務超過という状況では資本市場からの十分な資金調達や三菱電機グループからの十分な支援が期待できず、資金の確保もままならず事業の運営が危ぶまれ、顧客が離れや、従業員の離職を招きかねない。本株式交換によりこうした事態を回避することは経営改善に向けて不可欠である。

(c) ガバナンス強化への貢献

早急な資金繰りの安定化及び経営改善を進めるには、三菱電機グループから支援を受けるとともに人的交流を進める必要があるが、経営改善に伴う果実が北弘電社の一般株主へ流出してしまうため、既存の株主関係を維持したままだと三菱電機グループからの十分な支援を引き出すことが難しい。逆に言えば、本株式交換によってガバナンス強化のための人的支援も受けることが可能になる。

(d) 上場維持コストの削減

監査報酬等の上場維持コストは年間数千万円要しており、債務超過という現状の状況を鑑みると、決して軽い負担ではない。

加えて、北弘電社は、これら(a)から(d)に加えて、次の(e)及び(f)の効果も期待される旨説明する。

(e) 三菱電機グループの傘下に入ることによる取引先等に対する信用力の強化

(f) 新規事業への挑戦及び人材投資のように長期的な経営視点が必要になる分野において、財務状況が毀損している状況では、短期的な利益に繋がらないことは少数株主への配慮の観点から不可能であり、必要な投資が行えない。本株式交換によって株主構成が変更することにより、長期的な視点からの投資も可能となる。

本特別委員会としても、これら(a)から(f)の企業価値向上策は、今後の北弘電社の企業価値の向上にとっての重要なポイントとして挙げた上記(ア)の事情（すなわち、(a)財務体質の健全化、(b)ステークホルダーへの大きな悪影響の回避、(c)経営・事業の管理面の

改善、(d)新規事業への挑戦、(e)人材投資)に資する点があるものとする。他方、本株式交換に関して、北弘電社において大きなデメリットが生じることは想定されない。

(ウ) 本株式交換を行わなかった場合との比較

三菱電機からは、本株式交換が北弘電社の株主総会での否決その他の理由で実施されない場合には、三菱電機が北弘電社をスポンサーとして支援する予定はない旨の意向が表明されている。

北弘電社としても、北弘電社の単独の力では2024年3月期末において債務超過を解消することは難しく、本株式交換が実施されない場合には、資金の確保もままならず事業の継続は困難になり、経営破綻に陥らざるを得ないものと認識している。

この点、北弘電社は本株式交換が実現しない場合に備えて、マーケット・チェックを行ったが、北弘電社に対して出資その他の支援を申し出る者は現れなかった。

北弘電社の財務状況及びマーケット・チェックの結果といった客観的な状況に加え、三菱電機及び北弘電社の意向などからすれば、本株式交換が行われなかった場合には、北弘電社は経営破綻に陥る(法的整理手続又は任意整理手続の申立てを行わざるを得ない)ことが合理的に予測される。

(エ) 小括

三菱電機が本株式交換の実施後に企図している北弘電社の企業価値向上策は、北弘電社の認識に反することもなく、また、当該企業価値向上策の実現可能性等に関する北弘電社と三菱電機間の認識の齟齬も認められない。また、本株式交換の実施により北弘電社の企業価値にとって大きなデメリットが生じるとは認められないし、本株式交換は北弘電社の事業継続の唯一の手段であり、他に北弘電社として現実的に採り得る手段が存在するとも認められない。そうだとすれば、本株式交換が上場廃止を伴うものであるとしても、北弘電社にとってはそれを補って余りあるメリットを有する取引であるということができる。

以上のような検討からすれば、本株式交換の目的は合理的と認められ、本株式交換が全体として北弘電社の企業価値向上に資すると認められる。

(ii) 公正な手続を通じた少数株主利益の確保

諮問事項「本株式交換の条件(交換比率を含む。)の公正性が確保されているか」に関連し、公正な手続を通じた少数株主利益の確保が認められるか否かを、経済産業省作成の2019年6月28日付「公正なM&Aの在り方に関する指針」(以下「M&A指針」)で挙げられている公正性担保措置の採用・運用状況を確認することを通じて検討する。

(ア) 特別委員会の設置

本特別委員会は、北弘電社の独立社外取締役1名及び独立した専門家2名の計3名により構成される委員会である。

また、本特別委員会は、諮問事項の検討に当たって、①対象会社の企業価値の向上に資するか否かの観点から、M&Aの是非について検討・判断するとともに、②少数株主の利益を図る観点から、(i)取引条件の妥当性及び(ii)手続の公正性について検討・判断することという、M&A指針が特別委員会の果たすべきとする役割を果たしている。

加えて、(a)本特別委員会は、2022年11月11日における三菱電機の北弘電社に対する口頭での本株式交換の提案後、取引のごく初期段階で組成され、(b)本特別委員会は、委員全員が三菱電機からの独立性及び本株式交換の成否からの独立性が確保され、いずれも本株式交換が成立した場合の成功報酬受領を合意しておらず、M&A指針で最も委員としての適格性が認められている社外取締役1名が委員を務めており、(c)北弘電社は本特別委員会に対して、取引条件に関する交渉過程に実質的に影響を与えることができるものとする権限を付与しており、(d)上記(c)に基づき、北弘電社が三菱電機と本株式交換比率について協議する場合には、事前又は事後速やかに本特別委員会に確認を求めており、これにより、本特別委員会は、適時に交渉状況の報告を受け、重要な局面で意見を述べ、指

示や要請を行って、取引条件に関する交渉過程に実質的に影響を与え得る状況を確保しており、(e)北弘電社取締役会は、本特別委員会が本株式交換の条件を妥当でないと判断した場合には本株式交換を承認しないことと決定しており、(f)北弘電社の取締役会は、本特別委員会に対して、必要に応じて自らの外部アドバイザー等を選任し、又は、北弘電社が選任する外部アドバイザー等について、指名又は承認（事後承認を含む。）する権限を付与し、(g)上記(f)を受けて本特別委員会は、本株式交換比率の公正性を検証するためにはフェアネス・オピニオンの取得が必須であるとして、プルータスを独自の第三者算定機関として起用し、株式交換比率算定書及び本フェアネス・オピニオンを取得しており、(h)本特別委員会は、北弘電社のビジネスの特徴に関する知見、企業価値評価への知見、法律面での知見がいずれも委員により充足されており、本諮問事項の検討を行うに当たって十分な適性を有しており、(i)本特別委員会は、少数株主に代わり、本株式交換について予定されている開示文書や想定されるシナジーに関する重要な情報を入手し、さらに関係当事者にインタビューを行って本株式交換に関する詳細な確認を行い、これらを踏まえて検討・判断を行っている。さらに、北弘電社取締役会は、本特別委員会への諮問を決議した際の付帯決議において、北弘電社取締役会が本特別委員会の意見を最大限尊重の上で本株式交換に係る決議を実施することを決定している。

以上のような特別委員会の設置及び運用の状況からすれば、本特別委員会は公正性担保措置として有効に機能していると認められる。

(イ) 北弘電社における意思決定プロセス

北弘電社の取締役のうち宮路憲輔氏は、現に三菱電機において役職を有しており、高橋龍夫氏及び松下義保氏は三菱電機の出身者であるため、利益相反の疑義を回避する観点から、北弘電社の取締役会における本株式交換に関する議案は、北弘電社の取締役のうち、馬淵直樹氏及び廣部眞行氏の2名が審議し、その全員の賛成により行った上で、取締役会の定足数を確保する観点から、上記5名の取締役のうち、過去に三菱電機の役職員たる地位を有していたにとどまり、相対的に利益相反関係が低いと考えられる取締役高橋龍夫氏及び松下義保を加えた計4名の取締役が参加して審議し、改めて当該取締役4名の全員一致により決議を行っている。

また北弘電社の監査役のうち、長谷政記氏は現に三菱電機において役職を有しており、樋口博之氏は三菱電機との間で継続的な取引関係があり、樋口博之氏は過去において三菱電機と一定の関係があったものと認められるため、利益相反の疑義を回避する観点から、取締役会における審議及び決議に参加していない。他方、過去に三菱電機と一定の関係があったにとどまり、相対的に利益相反関係が低いと考えられる監査役樋口博之氏については、上記4名の取締役による審議には参加し、当該決議に異議がない旨の意見を述べている。

M&A 指針において、独立した特別委員会が設置されて有効に機能している場合には、現に三菱電機の役職員を兼任する者が除外されれば足りるとの整理がされていることに照らし、本件における北弘電社における上記の意思決定プロセスは合理的なものであり、利害関係の整理に不公正な点は見当たらない。

また、北弘電社取締役会においては、最終的に北弘電社の取締役全員の一致により決議がされる予定である。M&A への賛否を決定する取締役会決議において、当該 M&A に重要な利害関係を有する者を除く取締役全員の賛成及び監査役全員の異議がない旨の意見があった場合には、当該 M&A において公正性担保措置が有効に機能したことを示す事情の一つとなるとされている。

以上からすれば、北弘電社における意思決定プロセスに関して、M&A 指針に照らしても、公正性に疑義のある点は見当たらない。

(ウ) 外部専門家の専門的助言等の取得

本特別委員会は、日比谷中田、AGS 及びプルータスから直接北弘電社及び三菱電機との

取引関係についてヒアリングを行うなど、その独立性に問題ないことを確認している。

北弘電社取締役会は、意思決定につき、リーガル・アドバイザーである日比谷中田の弁護士から助言を受けており、弁護士による独立した専門的助言を継続的に取得することを想定している。

北弘電社取締役会は、本株式交換比率の公正性を担保するために、独立した第三者算定機関である AGS から、株式交換比率算定書を取得している。本株式交換比率算定書は後述のとおり恣意的な比率の算定がされないよう配慮がなされ、算定に当たって公正性を疑わせるような事情も見当たらない。本株式交換比率算定書は、独立した第三者評価機関による株式交換比率算定書であると認められる。

さらに本特別委員会は、本株式交換比率の公正性を担保するために、プルータスから株式交換比率算定書及び本フェアネス・オピニオンを取得している。フェアネス・オピニオンは、第三者評価機関が意見形成主体となるという点や、意見の対象が当事者間で合意された具体的な取引条件の対象会社の一般株主にとっての公正性であるという点において、株式交換比率算定書とは異なるものであり、対象会社の価値に関するより直接的で重要性の高い参考情報となり得るため、取引条件の形成過程において構造的な利益相反の問題および情報の非対称性の問題に対応する上でより有効な機能を有し得るとされている。その上で、M&A 指針においては、(a)独立性・中立性、(b)慎重な発行プロセス、(c)高度な専門性・実績、(d)レピュテーションといった要素を備えた第三者評価機関からフェアネス・オピニオンの取得が行われた場合には、公正性担保措置として積極的に評価されるべきとされている。本特別委員会は、プルータスからのヒアリングにより(a)及び(b)を確認したほか、プルータスが(c)及び(d)を満たすことは客観的に明らかである。したがって、本特別委員会は、本フェアネス・オピニオンをもって、公正性担保措置として積極的に評価することができるものとする。

(エ) マーケット・チェック

北弘電社は、再生系の投資ファンドとして著名な 8 ファンドに対して北弘電社への投資の検討を依頼して積極的なマーケット・チェックを実施したが、いずれのファンドからも、北弘電社に対して出資その他の支援を申し出る者は現れなかった。

M&A 指針においても、買収者が支配株主でない場合には、間接的なマーケット・チェックよりも積極的なマーケット・チェックの方がより有効に機能するケースが多いと考えられ、これが実施された場合には、公正性担保措置としてより積極的に評価されると指摘されている。

本特別委員会は、以上から、本件においては、積極的なマーケット・チェックが行われたことにより、他に本株式交換に比肩するような取引を行う候補者となり得る者が存在しないことが確認されたものと評価する。

(オ) 少数株主への情報提供の充実とプロセスの透明性の確保

M&A 指針では、少数株主のインフォームド・ジャッジメントが重視されており、そのために、少数株主が取引条件の妥当性等についての判断に資する重要な判断材料を提供することが推奨されている。具体的には、M&A 指針において充実した開示が期待される情報としては、①特別委員会に関する情報、②株式交換比率算定書に関する情報及び③その他の情報が挙げられている。

まず特別委員会については、M&A 指針で(a)委員の独立性や専門性等の適格性に関する情報、(b)特別委員会に付与された権限の内容に関する情報、(c)特別委員会における検討経緯や、交渉過程への関与状況に関する情報、(d)特別委員会の判断の根拠・理由、答申書の内容等及び(e)委員の報酬体系の開示が望ましいとされている。これを本件についてみると、本株式交換に関する三菱電機及び北弘電社の連名に係るプレスリリース（以下「本プレスリリース」）において、これら(a)から(e)の要素がすべて記載されることが予

定されている。

次に株式交換比率算定書については、M&A 指針で、特に DCF 分析について、(i)算定の前提とした北弘電社のフリー・キャッシュ・フロー予測、及びこれが当該 M&A の実施を前提とするものか否か、(ii)算定の前提とした財務予測の作成経緯、(iii)割引率の種類や計算根拠、(iv)フリー・キャッシュ・フローの予測期間の考え方や予測期間以降に想定する成長率等の継続価値の考え方等の開示が例示されている（なお例示であってすべての記載が義務づけられているわけではない）。

本プレスリリースでは、(ii)（本特別委員会が合理性を確認した旨及び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が含まれている旨及びその内容）のほか、(iii)として割引率が、また(iv)として継続価値の算定方法（永久成長率法を採用した旨及び永久成長率）が記載される予定である。最後にその他の情報についても、本プレスリリースに充実した記載が予定されている。

(カ) 強圧性の排除

本株式交換に反対又は本株式交換比率に反対である北弘電社の株主は、会社法上の株式買取請求権（及びそれに基づく価格決定の申立てを行う権利）が認められている。

したがって、本株式交換については、強圧性を排除するための対応が行われていると認められる。

(キ) 小括

本件においては、本特別委員会が設置され、かつ、本特別委員会に付与された権限を十分に行使し、本特別委員会が独立した立場から詳細な検討を行ってきたこと、北弘電社における意思決定プロセスにおいて M&A 指針の指摘を踏まえた慎重に利益相反にも配慮した取扱いが行われていること、北弘電社が法務アドバイザーからの専門的な助言を得ていること、北弘電社が AGS、本特別委員会がブルータスという複数の第三者評価機関からの株式交換比率算定書（特にブルータスからは株式交換比率算定に加えてフェアネス・オピニオン）を取得していること、日本においては採用されることが稀であるといえる積極的なマーケット・チェックまで実施されたこと、本プレスリリースにおいて少数株主への充実した情報提供が予定されていること、並びに強圧性のあるスキームではないことが認められる。

また、本特別委員会の活動を通じて、それらの公正性担保措置が、実際に字義どおり運用されていることも認められる。

以上のように、本株式交換では、取引条件の形成過程における独立当事者間取引と同視し得る状況の確保及び少数株主による十分な情報に基づく適切な判断の機会の確保という視点（M&A 指針 2.4）のいずれの面から見ても、本株式交換にとって必要十分な内容での公正性担保措置が採用される方針が堅持されているものと認められる。したがって、本株式交換の手続が公正であって、少数株主の利益への十分な配慮がなされていると認められる。

(iii) 条件の妥当性

(ア) 検討のアプローチ

諮問事項 (iii) 本株式交換の手続が公正であって、少数株主の利益への十分な配慮がなされているか」との関係で、条件の妥当性を検討する。

本株式交換における条件の公正性（妥当性）の検討に当たっては、M&A 指針を踏まえ、(a)三菱電機との取引条件に関する協議・交渉過程において、企業価値を高めつつ少数株主にとってできる限り有利な取引条件で M&A が行われることを目指して合理的な努力が行われる状況を確保すること、(b)取引条件の妥当性の判断の重要な基礎となる株式価値算定の内容と、その前提とされた財務予測や前提条件等の合理性を確認すること、(c)買収対価の水準だけでなく、買収の方法や買収対価の種類等の妥当性についても検討する。

(イ) 交渉状況

本件において、「少数株主にとってできる限り有利な取引条件でM&Aが行われることを目指して合理的な努力が行われる状況の確保」が認められる前提として、これらを推認させる要素である手続の公正性が認められることは、諮問事項「本株式交換の条件（交換比率を含む。）の公正性が確保されているか」の検討を通じて確認したとおりである。

特に、本株式交換比率の交渉は、本特別委員会が本株式交換比率の交渉について、与えられた権限を踏まえて主体的に関与した。具体的には、本特別委員会が三菱電機からの本株式交換比率の提案への諾否及び反対提案の内容について述べた意見を踏まえて北弘電社が三菱電機に返答するというプロセスで行われた。このようなプロセスを経て、本特別委員会が複数回に亘って三菱電機からの本株式交換比率の提案を拒絶し、上積みがされた結果として、最終的に本特別委員会が本、株式交換比率を当初三菱電機から提示された1:0.142という比率からすれば少数株主にとって80%以上の上積みがされた比率である1:0.260とすることについて了承し、これにより本株式交換比率が確定した。

以上からすれば、三菱電機との取引条件に関する協議・交渉過程において、企業価値を高めつつ少数株主にとってできる限り有利な取引条件でM&Aが行われることを目指して合理的な努力が行われる状況が確保されていたと評価することができる。

(ウ) 株式価値算定と本株式交換比率の関係

(a) 事業計画

本件において、北弘電社がAGSの作成する株式交換比率算定書及びプルータスの作成する株式交換比率算定書並びにプルータスの作成する本フェアネス・オピニオンの前提とする目的で策定した事業計画（以下「本事業計画」）は、本株式交換の実行により実現することが期待されるシナジー効果について、現時点において収益に与える影響を具体的に見積もることが困難であるため反映していない。一般的にM&A取引においては、特に被買収側がM&A取引によるシナジーを定量的に見込むことは難しいという事情があり、一般的には多くのM&A取引において、被買収側が株式価値算定の基礎となる北弘電社の事業計画は、M&A取引の実現を前提としない、いわゆるスタンドアローン・ベースのものが採用されている。そのため、本件でもスタンドアローン・ベースの事業計画が算定の基礎とされていることは不合理ではない。そうした中でも、本事業計画においては、下記8.「その他」に記載の2024年3月29日を効力発生日とする資本金及び資本準備金の額の減少による税負担の軽減効果は織り込まれているほか、三菱電機による金融支援があったと仮定して借入利率の減少が考慮されており、本株式交換によって実現することが見込まれる効果も可能な範囲で一部取り込んで算定が行われている。そのため、本事業計画は、純粋なスタンドアローン・ベースのものよりも、一定のシナジー・ベースのものになっており、可能な範囲で少数株主の利益に配慮しているものと認められる。

本事業計画の策定に関して恣意的な点は見当たらず、また本事業計画の内容についても、従前の北弘電社グループの実績との関係で矛盾や不自然な点は見当たらない。

以上からすれば、本事業計画については、策定プロセス、策定方法及び策定内容のいずれからみても、三菱電機の恣意的な圧力が介在した事実は認められない上、内容も合理的なものと認められる。

(b) 算定の方法

AGSに対して算定の方法に関するヒアリングを実施し、同社による算定手法の選択には合理性があると考えられることを確認した。

評価方法は、それぞれ優れた点を持つと同時に様々な問題点をも有しており、相互に問題点を補完する関係にある。例えば、上場会社については市場株価法のみを採用すれば客観的な株式価値評価が得られるかといえ、市場株価法のみをあらゆる状況で優先的に採用することが必ずしも合理的であるとは限らず、市場株価法以外の算定

手法を多面的に分析することも有用であると考えられる。したがって、上場企業の株式価値評価に当たり、AGS が採用している DCF 法を採用する合理性も認められる。

M&A 指針においても、特別委員会は株式価値算定において用いられた算定方法の特性を考慮して取引条件の検討を行うべきとされており（M&A 指針 3.3.2.1）、この指摘によれば、本件のように複数の算定方法が採用された株式価値算定の方が、単一の算定方法を採用する算定よりも算定結果の信頼性が高いと考えられる。

以上を踏まえて AGS の算定について検討すると、まず市場株価法について、AGS によれば、ある一定時点での市場株価を採用することは価値形成過程における特異性が排除できないこと、他方で、長期にわたる市場株価を採用することは、現状における収益水準等が勘案された株価を的確に表すものではなくてしまうことから、本取引の公表日の前日である 2024 年 1 月 5 日を算定基準日として、算定基準日の終値、直近 1 ヶ月間の終値単純平均株価、直近 3 ヶ月間の終値単純平均株価及び直近 6 ヶ月間の終値単純平均株価を採用したとのことである。市場株価は企業の客観的価値を反映したものであるため、できる限り基準日に近接した市場株価を基本に評価すべきであるものの、時々の思惑などの影響を受けて刻々と変動するものであるため、継続的な一定期間の平均値を算定するなどして、評価の精度を高めることは有用と考えられる。したがって、一定期間の市場株価をもって評価することは合理的であると認められる。

次に DCF 法については、AGS によれば、本事業計画を基に FCF を算出し、当該 FCF を一定の割引率で割り戻して事業価値を算出している。まず、当該算定が合理性を有するためには、FCF の算定の基礎とされた本事業計画が適切に作成されていることが重要となるが、前述のとおり、本特別委員会として検討の上で本事業計画の合理性を確認した。

そのうえで、本特別委員会は、AGS に対し、DCF 法の算定に関する考察過程（具体的には、必要運転資金の考え方、割引率のレンジ、有利子負債の考え方、三菱電機からの金融支援を前提とするケースと前提としないケースにおける異同、リスクフリーレートの変移等）について詳細な説明を受け、そのいずれについても不合理な点は見当たらないことを確認した。

加えて、AGS についてと同様に、プルータスに対しても算定の方法に関するヒアリングを実施した。具体的には、市場株価法についてはプルータスも AGS と同様の算定手法を用いていることからその合理性は上記で AGS について述べたのと同様の理由で認めることができるほか、プルータスから DCF 法の算定に関する考察過程について詳細な説明を受け、そのいずれについても不合理な点は見当たらないことを確認した。

以上から、AGS 及びプルータスによる株式価値算定の方法はいずれも合理的であり、その結果は信頼するに足るものであり、本特別委員会として依拠できると評価した。

(c) 株式価値算定の結果

プルータスから取得した株式交換比率算定書によれば、各算定方法による株式交換比率（三菱電機の株式：北弘電社の株式）の算定結果は下表のとおりである。

算定方法（三菱電機・北弘電社）	算定基準日	交換比率
市場株価法・市場株価法	2024 年 1 月 5 日	1 : 0.644 ~ 1 : 0.682
市場株価法・DCF 法	市場株価法について 2024 年 1 月 5 日 DCF 法について 2023 年 12 月 22 日	1 : 0.000 ~ 1 : 0.369

一方、AGS から取得した株式交換比率算定書によれば、各算定方法による株式交換比率（三菱電機の株式：北弘電社の株式）の算定結果は下表のとおりである。

算定方法（三菱電機・北弘電社）	算定基準日	交換比率
-----------------	-------	------

市場株価法・市場株価法	2024年1月5日	1:0.644～1:0.682
市場株価法・DCF法	2024年1月5日	1:0.000～1:0.529

これを本株式交換についてみると、本株式交換比率は、(i)三菱電機及び北弘電社の両社について市場株価法を採用した場合の交換比率の下限を下回っている。一方、(ii)三菱電機について市場株価法、北弘電社についてDCF法を採用した場合の交換比率との関係では、プルータスによる算定結果の中央値を上回り、またAGSによる算定結果の中央値付近の水準にある。

(エ) ディスカウントの検討

本株式交換比率は、三菱電機及び北弘電社の両社について市場株価法を採用した場合の交換比率の下限を下回っており、北弘電社の株主からみれば市場株価ベースでディスカウントが生じる比率となっている。2024年1月5日（以下「算定基準日」という。）の東京証券取引所における三菱電機株式の終値に本株式交換比率を乗じて得た値が、北弘電社株式の算定基準日の終値及び算定基準日までの各期間の終値単純平均株価に比べどの程度のディスカウントとなっているかを示すと、下表のとおりである。

参照値	ディスカウント水準
算定基準日の終値	-59.60%
算定基準日の直近1カ月間の終値単純平均株価	-59.96%
算定基準日の直近3カ月間の終値単純平均株価	-59.90%
算定基準日の直近6カ月間の終値単純平均株価	-59.63%

そもそも北弘電社の株主からみて市場株価ベースでディスカウントが生じる比率を受け入れることの可否について検討するに、市場の効率性を前提とすれば、市場株価は市場における評価を反映したものであるから、北弘電社の公正な価値を示す1つの指標であることは間違いなく、そもそもディスカウントでは本株式交換を行うことができないとして、三菱電機に株式交換比率の見直しを求めることが考えられる。しかし、三菱電機からは、本株式交換の交渉の過程で北弘電社及び本特別委員会が再三に亘って株式交換比率の見直しを求めたにもかかわらず、本株式交換比率以上に北弘電社に有利となる比率の提示は、三菱電機側の株主に対する説明が困難であるとして拒絶されており、これ以上の比率の見直しは現実的に不可能である。

その一方で、北弘電社によるマーケット・チェックの結果においても、三菱電機の提案する本株式交換より少数株主に有利な条件での意向は表明されなかった。さらに、2024年3月末（上場廃止の判断基準日）や2024年4月末（三菱電機からの債務保証の最終期限）といった短期間に、北弘電社が自力で債務超過状態を解消することは、北弘電社の収益力及び負債の額の状態からすると困難であり、これは北弘電社も三菱電機も認めるところである。

市場株価を大幅に下回る比率で株式交換を行うことを是認することは、少数株主が現時点で保有している株式に一定の株価が付されている現状に照らせば、慎重にならざるを得ない。それでも、本株式交換比率による本株式交換に応じなかった場合には、2024年4月頃という比較的近接した時期に、北弘電社が経営破綻に至る可能性が高く、これを回避しようとした場合も株主にはさらなるディスカウント比率での株式の価値の軽減が行われることが予想される。そうである以上、本株式交換比率におけるディスカウントの程度は、現実的な選択肢の中では最も少数株主にとって負担が少ないものであると認められる。

(オ) スキームの妥当性

M&A指針が求める、買収の方法や買収対価の種類等の妥当性についても検討する（M&A指針3.2.2）。まず買収対価について検討すると、本件では株式交換が採用されており、公開買付けは採用されていない。

この点については、株式交換は、公開買付けと比べ、株式交換によって三菱電機の株式が北弘電社の少数株主に交付され、三菱電機の株式を北弘電社の少数株主が保有することになるが、本株式交換に想定されている各種施策の実行を通じて期待されるシナジー効果や、シナジー効果の発揮による三菱電機グループの事業発展・収益拡大、その結果としての三菱電機の株式の株価上昇・配当を享受する機会を北弘電社の少数株主に対して提供できるという利点がある。

また、現金化を希望する株主においても、現金化のタイミングに多少の差異は生じるものの、三菱電機株式の流動性を踏まえると、本株式交換後の現金化が容易に可能であり、現金化を望む株主による現金化の機会は実質的に確保されている。

以上からすれば、本株式交換において、現金ではなく三菱電機の株式を対価とすることが、北弘電社の少数株主にとって不合理なものではない。

(カ) 小括

前述のとおり、本株式交換比率については、三菱電機について市場株価法を、また北弘電社について DCF 法を採用した場合の交換比率のプルータスによる算定結果の中央値を上回り、また AGS による算定結果の中央値付近の水準にあり、三菱電機及び北弘電社の両社について市場株価法を採用した場合の交換比率の下限を下回っているものの、北弘電社の現況と類似する事例と比較すれば、他の類似事例のディスカウント水準よりもディスカウント比率が少ないものといえ、本フェアネス・オピニオンにおいて、プルータスから、本株式交換比率は北弘電社の少数株主にとって財務的見地から公正である旨の意見を得ている。

上記からすれば、市場株価を大幅に下回る比率で株式交換を行うことを是認することは、一見すると少数株主に不利益をもたらすもののように思えるものの、近い将来において少数株主が被る可能性のある不利益を鑑みれば、本答申書作成日現在において現実的な選択肢の中では最も少数株主にとって負担が少ないものであると思料する。

市場株価を大幅に下回る比率で株式交換を行うことを是認することは、M&A 指針が指摘する「M&A を行わなくても実現可能な価値」は、少数株主を含む全ての株主がその持株数に応じて享受すべきという点すら満たしていないのではないかという指摘が少数株主から寄せられることも考えられる。しかしながら、ディスカウントの提案であることを理由に本株式交換を拒絶すれば、わずか2ヶ月ほどで北弘電社が上場廃止及び経営破綻に直面することが具体的に想定されているにもかかわらず先延ばし的に判断を避けたことになり、結果的に少数株主の保護に繋がらない。

そのため、可能な限りの情報収集（本特別委員会が独自に取得した本フェアネス・オピニオンを含む。）を行い、少数株主のために現実的に採り得る最大の利益が確保される方策として、本株式交換比率を是認するものである。

以上で述べた事情を総合的に勘案し、本株式交換の条件（交換比率を含む。）の公正性は確保されていると認める。

(iv) 本株式交換が少数株主にとって不利益でないことと認められるか

諮問事項(i)から(iii)までで検討を要請されている事項が、本株式交換が少数株主にとって不利益でないことと認められるかを検討する際の考慮要素になるものとする。そして、諮問事項(i)から(iii)までについて、いずれも問題があるとは考えられないことは前述のとおりである。

以上から、本株式交換は少数株主にとって不利益なものでないことと認められる旨の意見を答申する。

② 利害関係を有する取締役及び監査役を除く取締役及び監査役全員の承認

北弘電社の取締役のうち、宮路憲輔氏は、現に三菱電機において役職を有しており、高橋龍夫氏及び松下義保氏は、三菱電機の出身者であるため、利益相反の疑義を回避する観点から、2024年1月9日開催の北弘電社の取締役会における本株式交換に関する議案は、

北弘電社の取締役のうち、馬淵直樹氏及び廣部眞行氏の2名が審議し、その全員の賛成により行った上で、取締役会の定足数を確保する観点から、上記5名の取締役のうち、過去に三菱電機の役職員たる地位を有していたにとどまり、相対的に利益相反関係が低いと考えられる取締役高橋龍夫氏及び松下義保を加えた計4名の取締役が参加して審議し、改めて当該取締役4名の全員一致により決議を行っております。また、北弘電社の監査役のうち、長谷政記氏は現に三菱電機において役職を有しており、樋口博之氏は三菱電機との間で継続的な取引関係があり、樋口博之氏は過去において三菱電機と一定の関係があったものと認められるため、利益相反の疑義を回避する観点から、上記馬淵直樹氏及び廣部眞行氏の2名による審議及び決議並びに上記4名の取締役による審議には参加せず何らの意見表明も行っておりません。他方、過去に三菱電機と一定の関係があったにとどまり、相対的に利益相反関係が低いと考えられる監査役樋口博之氏については、上記4名の取締役による審議には参加し、当該決議に異議がない旨の意見を述べております。

4. 本株式交換の当事会社の概要（2023年9月30日現在）

	株式交換完全親会社	株式交換完全子会社
(1) 名称	三菱電機株式会社	株式会社北弘電社
(2) 所在地	東京都千代田区丸の内二丁目7番3号	札幌市中央区北11条西23丁目2番10号
(3) 代表者の役職・氏名	執行役社長 漆間 啓	代表取締役社長 高橋 龍夫
(4) 事業内容	インフラ、インダストリー・モビリティ、ライフ、ビジネス・プラットフォーム等の製品の開発、製造、販売、サービス	屋内配線工事、電力関連工事、FA住宅環境設備機器、産業設備機器
(5) 資本金	175,820百万円	841百万円
(6) 設立年月日	1921年1月15日	1951年1月29日
(7) 発行済株式数	2,147,201,551株	650,000株
(8) 決算期	3月31日	3月31日
(9) 従業員数	(連結) 145,655名 (2023年3月31日現在)	221名 (2023年3月31日現在)
(10) 主要取引先	-	-
(11) 主要取引銀行	株式会社三菱UFJ銀行 株式会社みずほ銀行 株式会社三井住友銀行 三菱UFJ信託銀行株式会社 三井住友信託銀行株式会社 農林中央金庫 株式会社常陽銀行 株式会社横浜銀行 株式会社百十四銀行 株式会社十八親和銀行 株式会社群馬銀行 株式会社八十二銀行 株式会社静岡銀行 株式会社百五銀行	株式会社北洋銀行 株式会社三菱UFJ銀行 株式会社北海道銀行 株式会社北陸銀行 株式会社みずほ銀行 三菱UFJ信託銀行株式会社
(12) 大株主及び持株比率	日本マスタートラスト信託銀行株式会社 (信託口) 15.22%	三菱電機株式会社 27.53% 北弘電社従業員持株会 4.34% 株式会社北洋銀行 2.30%

理人 香港上海銀行東京支店) 5.23%	株式会社北海道銀行	1.90%
株式会社日本カストディ銀行 (信託口)	株式会社月寒製作所	1.82%
4.74%	トウテック株式会社	1.43%
明治安田生命保険相互会社 3.90%	株式会社菱弘電設	1.27%
JP MORGAN CHASE BANK 380055(常任代	能美防災株式会社	1.14%
理人 株式会社みずほ銀行決済営業部)	日本マスタートラスト信託銀行株式会	
2.22%	社(退職給付信託口・株式会社弘電社口)	1.11%
三菱電機グループ社員持株会 2.14%		
STATE STREET BANK AND TRUST COMPANY	株式会社北陸銀行	1.05%
505223(常任代理人 株式会社みずほ銀		
行決済営業部)		
2.14%		
JP MORGAN CHASE BANK 385632(常任代		
理人 株式会社みずほ銀行決済営業部)		
1.81%		
STATE STREET BANK WEST CLIENT		
- TREATY 505234(常任代理人 株式会		
社みずほ銀行決済営業部)		
1.74%		
日本生命保険相互会社		
1.73%		

(13) 当事会社間の関係

資 本 関 係	三菱電機は、173,600 株 (所有割合にして 27.53%) の北弘電社株式を保有しております。
人 的 関 係	三菱電機の出身者 2 名が北弘電社の取締役就任し、三菱電機の出身者 1 名が北弘電社の監査役に就任しております。また、北弘電社の社外取締役 1 名と社外監査役 1 名は、三菱電機の従業員を本務としております。
取 引 関 係	三菱電機は北弘電社の工事部門に請負工事を発注しており、北弘電社は三菱電機の代理店又は特約店として三菱電機の商品を販売するために三菱電機の販売部門から商品を購入しております。 また、三菱電機は、北弘電社による金融機関からの借入れの一部について、債務保証を行っております。
関 連 当 事 者 へ の 該 当 状 況	北弘電社は、三菱電機の持分法適用会社であり、三菱電機と北弘電社は相互に関連当事者に該当します。

(14) 最近 3 年間の経営成績及び財政状態

決算期	三菱電機 (連結)			北弘電社		
	2021 年 3 月期	2022 年 3 月期	2023 年 3 月期	2021 年 3 月期	2022 年 3 月期	2023 年 3 月期
純 資 産	2,870,611	3,097,397	3,363,224	3,109	208	△2,638
総 資 産	4,797,921	5,107,973	5,582,519	10,412	9,186	7,415
1 株当たり株主資本 (円)	1,283.88	1,409.08	1,533.98	4,931.23	330.03	△4,184.24
売 上 高	4,191,433	4,476,758	5,003,694	10,042	16,764	13,301
営 業 利 益	230,195	252,051	262,352	△864	△2,741	△2,059
経 常 利 益	—	—	—	△816	△2,588	△2,064
当社株主に帰属する 当期純利益	193,132	203,482	213,908	△3,270	△2,787	△2,880
1 株 当 たり 当期純利益 (円)	90.03	95.41	101.30	△5,184.59	△4,419.92	△4,568.11

1株当たり配当金 (円)	36.00	40.00	40.00	150.00	—	—
-----------------	-------	-------	-------	--------	---	---

(注1) 2023年9月30日現在。ただし、特記しているものを除きます。

(注2) 単位は百万円。ただし、特記しているものを除きます。

(注3) 三菱電機の「純資産」は、三菱電機の連結ベースでの資本合計の金額を、国際会計基準(以下「IFRS」といいます。)に基づいて算出したものを記載しております。

(注4) 三菱電機の「1株当たり株主資本」、「当社株主に帰属する当期純利益」及び「1株当たり当期純利益」は、それぞれ、三菱電機の連結ベースでの「1株当たり親会社株主帰属持分」、「親会社株主に帰属する当期純利益」及び「基本的1株当たり親会社株主に帰属する当期純利益」の金額を、IFRSに基づいて算出したものを記載しております。

(注5) 三菱電機はIFRSを採用しており、「経常利益」に該当する項目がないため記載を省略しております。

(注6) 北弘電社については、「1株当たり株主資本」、「当社株主に帰属する当期純利益」は、それぞれ、「1株当たり純資産額」、「当期純利益又は当期純損失」の金額を記載しております。

5. 本株式交換後の状況

		株式交換完全親会社
(1)	名 称	三菱電機株式会社
(2)	所 在 地	東京都千代田区丸の内二丁目7番3号
(3)	代表者の役職・氏名	執行役社長 漆間 啓
(4)	事 業 内 容	インフラ、インダストリー・モビリティ、ライフ、ビジネス・プラットフォーム等の製品の開発、製造、販売、サービス
(5)	資 本 金	175,820百万円
(6)	決 算 期	3月31日
(7)	純 資 産	現時点では確定しておりません。
(8)	総 資 産	現時点では確定しておりません。

6. 会計処理の概要

本株式交換は、IFRSに基づく企業結合に関する会計基準における取得に該当し、三菱電機の連結財務諸表上、のれん(又は負ののれん)が発生する見込みですが、発生するのれん(又は負ののれん)の金額は軽微と見込んでおりますが現時点では未定です。

7. 今後の見通し

本株式交換により、三菱電機の持分法適用会社である北弘電社は、三菱電機の連結子会社となる予定です。本株式交換が、三菱電機の連結業績に与える影響は現時点では軽微となる見通しです。また、三菱電機は、本株式交換の効力発生日後、グループファイナンスによる北弘電社への財務的支援を実施しつつ、北弘電社及び三菱電機の企業価値の維持・向上に資するあらゆる選択肢の検討を行ってまいります。

8. その他

北弘電社は、本日開催の取締役会において、本株式交換の効力が発生することを条件に、2024年3月期の期末配当を行わないことを決議しております。詳細については、北弘電社が本日公表した「配当予想の修正(無配)及び株主優待制度の廃止に関するお知らせ」をご参照ください。また、北弘電社は、本日開催の取締役会において、2024年3月29日を効力発生日とする、資本金及び資本準備金の額の減少及び当該資本金及び資本準備金の減少により増加するその他資本剰余金を欠損填補のために利益剰余金に振り替える剰余金の処分を行うことを決議しております。詳細につ

いては、北弘電社が本日公表した「資本金及び資本準備金の額の減少並びに剰余金の処分に関するお知らせ」をご参照ください。

以 上

(参考) 当期連結業績予想及び前期連結実績

三菱電機 (当期連結業績予想は2023年10月31日公表分)

(単位:百万円)

	売上高	営業利益	税引前当期純利益	親会社株主に帰属する当期純利益
当期業績予想 (2024年3月期)	5,200,000	330,000	355,000	260,000
前期実績 (2023年3月期)	5,003,694	262,352	292,179	213,908

(注1) 連結通期業績予想を、IFRSに基づき作成しております。

北弘電社 (当期業績予想は2023年11月10日公表分)

(単位:百万円)

	売上高	営業利益	経常利益	当期純利益
当期業績予想 (2024年3月期)	12,800	360	210	670
前期実績 (2023年3月期)	13,302	△2,059	△2,064	△2,881

このプレスリリースには、三菱電機による北弘電社の完全子会社化に関する本株式交換契約の締結又はその結果に係る「将来予想に関する記述」に該当する情報が記載されています。本書類における記述のうち過去又は現在の事実に関するもの以外の記述は、かかる将来予想に関する記述に該当する可能性があります。これらの将来予想に関する記述は、現在入手している情報を前提とする2社の仮定及び判断に基づくものであり、既知又は未知のリスク、不確実性等の要因を内在しております。これらの要因により、将来予想に関する記述に明示的又は黙示的に示される2社又は2社のいずれか（又は本株式交換後のグループ）の将来における業績、経営結果、財務内容等に関し、このプレスリリースの内容と大幅に異なる結果をもたらす可能性があります。また、2社は、このプレスリリースの日付後において、将来予想に関する記述を更新して公表する義務を負うものではありません。投資家の皆様におかれましては、今後の日本国内における公表及び米国証券取引委員会への届出において2社の行う開示をご参照ください。

なお、上記のリスク、不確実性その他の要因の例としては、以下のものが挙げられますが、これらに限られるものではありません。

- (1) 世界の経済状況・社会情勢及び規制や税制等各種法規の動向
- (2) 為替相場
- (3) 株式相場
- (4) 資金調達環境
- (5) 製品需給状況及び部材調達環境
- (6) 重要な特許の成立及び実施許諾並びに特許関連の係争等
- (7) 訴訟その他の法的手続き
- (8) 製品やサービスの品質・欠陥や瑕疵等に関する問題
- (9) 地球環境（気候関連対応等）等に関連する法規・規制や問題
- (10) 人権に関連する法規・規制や問題
- (11) 急激な技術革新や、新技術を用いた製品の開発、製造及び市場投入時期
- (12) 事業構造改革
- (13) 情報セキュリティー
- (14) 地震・津波・台風・火山噴火・火災等の大規模災害
- (15) 地政学的リスクの高まり、戦争・紛争・テロ等による社会・経済・政治的混乱
- (16) 感染症の流行等による社会・経済・政治的混乱
- (17) 三菱電機役員・大株主・関係会社等に関する重要事項
- (18) 本株式交換契約に係る株主総会における承認を含む必要手続きが履践されないこと、その他の理由により、本株式交換が実施できなかつたり、本株式交換の方法や内容等が変更されること
- (19) 太陽光発電所建設工事コストの増加等による資金繰り計画への重要な影響
- (20) 本株式交換に関する関係当局の審査等の手続きの状況又は関係当局の必要な承認等が得られないこと
- (21) 本株式交換後のグループにおいてシナジーや統合効果の実現に困難が伴い、又は実現できないこと