

【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】	2023年11月7日
【報告者の名称】	株式会社サンウッド
【報告者の所在地】	東京都港区虎ノ門三丁目2番2号
【最寄りの連絡場所】	東京都港区虎ノ門三丁目2番2号
【電話番号】	(03)5425-2661(代)
【事務連絡者氏名】	総務人事本部長 徐 智源
【縦覧に供する場所】	株式会社東京証券取引所 (東京都中央区日本橋兜町2番1号)

(注1) 本書中の「当社」とは、株式会社サンウッドをいいます。

(注2) 本書中の「公開買付者」とは、京王電鉄株式会社をいいます。

(注3) 本書中の記載において計数が四捨五入又は切捨てされている場合、合計として記載される数値は必ずしも計数の総和と一致しません。

(注4) 本書中の「株券等」とは、株式等に係る権利をいいます。

(注5) 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6) 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7) 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。

1【公開買付者の氏名又は名称及び住所又は所在地】

名称 京王電鉄株式会社
所在地 東京都新宿区新宿三丁目1番24号

2【公開買付者が買付け等を行う株券等の種類】

(1) 普通株式

(2) 新株予約権

2005年6月29日開催の当社株主総会及び2005年8月12日開催の当社取締役会の決議に基づき発行された新株予約権（以下「第1回新株予約権」といいます。）（行使期間は2005年9月1日から2025年6月29日まで）

2008年6月25日開催の当社株主総会及び2008年8月8日開催の当社取締役会の決議に基づき発行された新株予約権（以下「第2回新株予約権」といい、第1回新株予約権及び第2回新株予約権を総称して、以下「本新株予約権」といいます。）（行使期間は2008年8月26日から2028年6月25日まで）

(注) 本書提出日現在においては2016年10月21日開催の当社取締役会の決議に基づき発行された新株予約権（以下「第4回新株予約権」といいます。）（行使期間は2018年7月1日から2023年11月29日まで）が当社から発行されていますが、第4回新株予約権の行使期間は、本公開買付けの決済の開始日（2023年12月26日）よりも前の日である2023年11月29日の経過をもって満了し、これをもって当該時点で存在している第4回新株予約権は全て消滅します。当社において、第4回新株予約権の行使期間の延長は予定していないため、第4回新株予約権について本公開買付けによる応募の受付及び買付け等を行う予定はないとのことです。第4回新株予約権を保有されている方は、第4回新株予約権の行使期間満了日（2023年11月29日）までに新株予約権を行使し、当該行使により発行又は移転された普通株式を本公開買付けに応募することが可能とのことです。

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、2023年11月6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、本公開買付けに賛同する旨の意見を表明すると共に、当社の株主及び本新株予約権者の皆様に対して、本公開買付けへの応募を推奨することを決議いたしました。

なお、上記取締役会決議は、下記「(6) 買付け等の価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けを含む本取引の公正性を担保するための措置」の「当社における利害関係を有しない取締役全員の承認及び利害関係を有しない監査役全員の異議がない旨の意見」に記載の方法により決議されております。

(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

公開買付者は、2023年11月6日開催の取締役会において、株式会社東京証券取引所（以下「東京証券取引所」といいます。）スタンダード市場に上場している当社の普通株式（以下「当社株式」といいます。）の全て（但し、公開買付者が所有する当社株式及び当社が所有する自己株式を除きます。）及び本新株予約権の全てを取得し、当社を公開買付者の完全子会社とすることを目的とした取引（以下「本取引」といいます。）の一環として、本公開買付けを実施することを決議したとのことです。なお、公開買付者は、本書提出日現在、当社株式を1,000,000株（所有割合（注1）：21.13%）所有しており、当社の筆頭株主として当社を持分法適用関連会社としております。

(注1) 「所有割合」とは、当社が2023年11月6日に公表した「2024年3月期 第2四半期決算短信〔日本基準〕（非連結）」（以下「当社四半期決算短信」といいます。）に記載された2023年9月30日現在の発行済株式総数（4,894,000株）から、同日現在の当社が所有する自己株式数（219,649株）を控除した株式数（4,674,351株）に、2023年9月30日現在の本新株予約権及び第4回新株予約権（合計582個）（注2）の目的となる当社株式の数（58,200株）を加算した株式数（4,732,551株、以下「本基準株式数」といいます。）に対する割合（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。

(注2) 本新株予約権及び第4回新株予約権（合計582個）の内訳と目的となる当社株式の数は以下の表のとおりです。

新株予約権の名称	2023年9月30日現在の個数	目的となる当社株式の数
----------	-----------------	-------------

第1回新株予約権	20個	2,000株
第2回新株予約権	40個	4,000株
第4回新株予約権	522個	52,200株
合計	582個	58,200株

本公開買付けにおいて、公開買付者は、当社の完全子会社化を企図しているため買付予定数の下限を2,155,000株（所有割合：45.54%）に設定しており、本公開買付けに応じて応募された株券等（以下「応募株券等」といいます。）の総数が買付予定数の下限（2,155,000株）に満たない場合は、応募株券等の全部の買付け等を行わないとのことです。他方、本公開買付けは当社を完全子会社化することを目的としておりますので、買付予定数の上限は設定しておらず、応募株券等の総数が買付予定数の下限以上の場合、応募株券等の全ての買付け等を行うとのことです。なお、買付予定数の下限（2,155,000株）は、公開買付者が当社を完全子会社とすることを目的としており、下記「(4)本公開買付け後の組織再編等の方針（いわゆる二段階買収に関する事項）」に記載の完全子会社化のために必要な株式併合（下記「(4)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）」の「株式併合」において定義します。）の процедуру実施する際には、会社法（平成17年法律第86号。その後の改正を含みます。以下「会社法」といいます。）第309条第2項に規定する株主総会における特別決議が要件とされることから、本取引の実施を着実に遂行すべく、本基準株式数（4,732,551株）に係る議決権の数（47,325個）に3分の2を乗じた数（31,550個）に当社の単元株式数（100株）を乗じた株式数（3,155,000株）から、本書提出日現在公開買付者が所有する当社株式の数（1,000,000株）を控除した数（2,155,000株）としているとのことです。

公開買付者は、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（但し、公開買付者が所有する当社株式及び当社が所有する自己株式を除きます。）及び本新株予約権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に、下記「(4)本公開買付け後の組織再編等の方針（いわゆる二段階買収に関する事項）」に記載のとおり、当社を公開買付者の完全子会社とするための一連の手續（以下「本スクイーズアウト手續」といいます。）を実施することを予定しているとのことです。

また、買付予定数の下限である2,155,000株（所有割合：45.54%）は、本基準株式数（4,732,551株）から公開買付者が所有する当社株式の数（1,000,000株）及び本応募合意株式（下記において定義します。）の数（280,000株）を控除した株式数（3,452,551株）の過半数に相当する株式（1,726,276株、所有割合：36.48%。これは、公開買付者と利害関係を有さない当社の株主の皆様が所有する当社株式の数の過半数、すなわち、いわゆる「マジョリティ・オブ・マイノリティ（Majority of Minority）」に相当する数にあたります。）に、本応募合意株式（280,000株）を加算した株式数（2,006,276株、所有割合：42.39%）以上となります。

本公開買付けに関連して、公開買付者は、2023年11月6日付で、当社の第三位の株主であり前代表取締役社長の佐々木義実氏（所有株式数：180,000株、所有割合：3.80%、以下「佐々木氏」といいます。）及び当社の第六位の株主であり創業者の中島正章氏（所有株式数：100,000株、所有割合：2.11%、以下「中島氏」といいます。）（佐々木氏及び中島氏を総称して、以下「本応募合意株主」といいます。）との間で、それぞれ公開買付応募契約（以下、佐々木氏との間で締結した公開買付応募契約を「本応募契約（佐々木氏）」、中島氏との間で締結した公開買付応募契約を「本応募契約（中島氏）」といい、本応募契約（佐々木氏）及び本応募契約（中島氏）を総称して、以下「本応募契約」といいます。）を締結し、本応募合意株主が所有する当社株式の全てである280,000株（所有割合：5.92%、以下「本応募合意株式」といいます。）について、本公開買付けに応募する旨を合意しているとのことです。本応募契約の詳細については、下記「(7)本公開買付けに係る重要な合意に関する事項」をご参照ください。

上記の当社の取締役会の意思決定の過程の詳細については、下記「当社が本公開買付けに賛同するに至った意思決定の過程及び理由」及び下記「(6)買付け等の価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けを含む本取引の公正性を担保するための措置」の「当社における利害関係を有しない取締役全員の承認及び利害関係を有しない監査役全員の異議がない旨の意見」をご参照ください。

公開買付者が本公開買付けの実施を決定するに至った背景、目的及び意思決定の過程

公開買付者は、1910年9月に前身である京王電気軌道株式会社として設立され、その後、1948年6月に東京急行電鉄株式会社から分離し、京王帝都電鉄株式会社が設立され、1949年5月に東京証券取引所に上場したとのことです。1998年7月には会社名を現商号である京王電鉄株式会社に変更し、その後、東京証券取引所の市場区分見直しに伴い、2022年4月4日に東京証券取引所市場第一部から東京証券取引所プライム市場へ移行したとのことです。

公開買付者のグループは、本書提出日現在、公開買付者並びにその子会社51社（うち連結子会社39社）及び関連会社8社（以下、公開買付者並びにその子会社及び関連会社を総称して「公開買付者グループ」といいます。

す。)で構成されており、生活関連サービス事業者として運輸業、流通業、不動産業、レジャー・サービス業等の事業を展開しているとのことです。公開買付者グループは、つながりあうすべての人に誠実であり、環境にやさしく、「信頼のトップブランド」になることを目指し、幸せな暮らしの実現に向かって生活に溶け込むサービスの充実に日々チャレンジするという経営理念のもと企業価値向上に努めているとのことです。

公開買付者グループでは、これからの事業・社会環境の変化に対応した事業構造への抜本的な変革を完遂するため、2022年度を初年度とする「京王グループ中期3カ年経営計画」(以下「中期経営計画」といいます。)に取り組んでいるとのことです。中期経営計画では、「新しいライフスタイルを牽引する存在として、生活圏内の回遊性向上を図る」「豊かで魅力的な「まちづくり」への主体的な関与」「新しい移動需要の創出」を中長期の方向性と示し、「REDEVELOPMENT まちづくりへの注力」、「RESTRUCTURING 事業構造改革の推進」、「REINFORCE 稼ぐ力の強化」への取り組みを掲げ、「日本一安全でサービスの良い鉄道」「強固な経営基盤」の構築をめざしているとのことです。

一方、当社は、1997年2月27日に設立され、設立当初から森ビル株式会社のグループ企業として事業展開し、2002年6月に日本証券業協会に当社株式を店頭登録し、2004年12月にはジャスダック証券取引所(現東京証券取引所JASDAQ(スタンダード))に当社株式を上場いたしました。その後、東京証券取引所の市場区分見直しに伴い、2022年4月4日に東京証券取引所スタンダード市場へ移行いたしました。

当社は、主に新築マンションを中心とする不動産開発事業を展開しており、1997年の設立以来、「自由度の高い設計変更、暮らしの中でのプライバシー」にこだわった高品質な分譲マンションを提供してきました。当社の各事業の概要は以下のとおりです。

(a) 不動産開発事業

東京都心部を中心とするエリアの土地を仕入れ、企画設計等を実施し、開発を行った新築不動産等を販売する事業を行っており、当社の中核事業であります。商品のラインナップとしては、当社のフラッグシップとなる新築マンション「SUNWOODシリーズ」、新築収益不動産「WHARFシリーズ」等があります。

(b) 不動産再生事業

中古不動産を取得し、不動産の価値を高めた上で再販を行う事業を行っております。主に、中古の区分マンションを取得し、内装や間取り等を改修後、販売するリノベーション事業や、中古の収益不動産(主に一棟物件)を取得し、企画販売する事業であります。

(c) 賃貸事業

当社の保有する不動産を賃貸する事業を行っております。長期の保有を目的とした賃貸用不動産について、高い稼働率を維持するための管理を行っております。また、不動産開発事業における開発前の不動産から生じる賃貸収入や、中古収益不動産の保有中に生じる賃貸収入につきましても本事業の売上高に含まれます。

(d) その他の事業

上記(a)乃至(c)の事業に付随する、主に当社が分譲したマンションを中心とする不動産の仲介、並びに当社の新築分譲マンション購入者の希望による引渡し前の内装や住宅整備等の設計変更工事及び引渡し後のリフォーム工事の請負を行っております。

当社は、2013年11月に、首都圏の郊外を中心に展開する株式会社タカラレーベン(現MIRARTHホールディングス株式会社。以下「タカラレーベン」といいます。)と、東京都心部を中心に展開する当社とは新築マンションの分譲エリアの販売面において相互に補完性が高いものと判断し、タカラレーベンとの間で業務資本提携契約を締結すると共に、タカラレーベンに対する第三者割当増資を実施いたしました。その後、()タカラレーベンとの業務資本提携について当社とタカラレーベンが相互に一定の成果を得たとの認識に至ったこと、()当社の業績が安定的に利益を計上できる状況になっており、同業務資本提携の目的の一つを概ね達成した状況になっていること、及び()独自の成長戦略を柔軟に推進できるようにすることが望ましいと2021年3月上旬頃に相互に判断したことから、両社間での合意の下で業務資本提携の解消を進める方向での検討を行い、タカラレーベンの保有する当社株式の譲渡を前提に、当社の新たな資本提携先を模索して参りました。当社が新たな資本提携先を模索する中で、提携先候補として公開買付者が浮上し、公開買付者と当社の不動産開発事業の協業の可能性について協議を重ねた結果、()当社の強みである都心部の富裕層向けを中心とした新築分譲事業を中心とする不動産開発事業に係る企画・事業ノウハウ等を公開買付者グループの事業に活かすことができること、()公開買付者グループの強みである沿線における圧倒的な顧客基盤と知名度、資金調達力等を併せて当社の事業拡大に活かすことができること、()公開買付者と当社の連携促進により、公開買付者グループ及び当社の新たな事業機会の創出ができることといったメリットが期待されるとの結論に至りました。そこで当社は、2021年11月にタカラレーベンとの業務資本提携を解消する一方、下記のとおり、公開買付者と資本業務提携契約(以下「本資本業務提携契約」といい、本資本業務提携契約に基づく資本業務提携を「本資本業務提携」といいます。)を締結する

と共に、タカラレーベンが保有する当社株式の全てを公開買付者に対して譲渡することで、当社は公開買付者の持分法適用関連会社となりました。

また、当社は2021年に「東京に感動を。人生に輝きを。」というビジョンを新たに掲げました。そして、2021年11月に公開買付者と本資本業務提携契約を締結したことに加え、2022年6月の代表取締役の異動をはじめとして、経営体制を一新したことをきっかけとして、2022年度から2027年度の6か年を対象とする中期経営計画（以下「当社中期経営計画」といいます。）を策定し取り組んでおります。当社中期経営計画では、当社が経営課題として認識している（ ）中核事業の強化、（ ）収益構造の改善・最適化、（ ）強固な経営基盤の整備の3つを柱として当社事業の推進について策定しており、当社は当社中期経営計画に基づき当社の事業を推進しております。

一方で、公開買付者は、2021年5月18日に公表した「2021年度京王グループ経営計画および中長期的な方向性」において、中長期的な方向性のテーマの一つを「稼ぐ力の強化」と定め、不動産業の領域拡大を重点項目と置いていたところ、2021年11月22日に公表した「株式会社サンウッドとの資本業務提携に関するお知らせ」に記載のとおり、市場外相対取引でタカラレーベンが所有する当社株式（1,000,000株、当時の所有割合（注3）：21.31%）を1株当たり700円で譲受け、当社を公開買付者の持分法適用関連会社とし、当社との間で本資本業務提携契約を締結したとのことです。その後、当社が2022年3月29日に公表した「京王電鉄株式会社及び株式会社サンウッドの両社による初の共同事業について（浜田山3丁目P）」に記載の浜田山3丁目Pでは、本資本業務提携の目的である「不動産開発事業における事業協力」の足掛かりとなり得る共同事業を推進し、その後も浜田山3丁目Pに関して人材・情報・ノウハウ等の経営資源を共有してきたとのことです。

（注3） 「当時の所有割合」とは、当社が2021年11月12日に提出した第26期第2四半期報告書に記載された2021年9月30日現在の当社の発行済株式総数（4,894,000株）から、当社が2021年10月26日に公表した「2022年3月期 第2四半期決算短信〔日本基準〕（非連結）」に記載された2021年9月30日現在の当社の所有する自己株式数（200,849株）を控除した株式数（4,693,151株）に対する割合（小数点以下第三位を四捨五入。）をいいます。

しかしながら、公開買付者と当社が共に上場会社である現状では、それぞれ独立した事業運営を行う必要があり、秘匿性の高い用地仕入情報の当社及び公開買付者グループ間での共有並びに相互の顧客情報の共有ができないこと、並びに両社のノウハウを有する人材の相互交流を自由に行うことができないこと等、経営資源の相互活用について一定の制約を受けていると認識しているとのことです。公開買付者は、本資本業務提携契約の目的の「不動産開発事業における事業協力」については足掛かりとなる共同事業を推進しており、一定程度のシナジーを実現したことで、双方が保有する情報を何らの制約を受けることなく交換することでより一層企業価値の向上に資すると考えるようになったとのことです。本資本業務提携契約の目的を早期に達成するためには、未公表の不動産用地情報・開発計画、顧客情報といった機微情報を何らの制約を受けることなく交換する必要性が高く、ノウハウを有する人材の自由な交流も必要となると考えているとのことです。また、当社株式が上場している現状においては、当社の少数株主の利益を考慮した慎重な検討が求められることから、公開買付者と当社の経営資源の共有に向けた意思決定を迅速に行うことが困難であると認識しているとのことです。更に、近年のコーポレートガバナンス・コードの改定、資本市場に対する規制の強化等により、有価証券報告書等の継続的な開示に要する費用や監査費用等の株式の上場を維持するために必要なコストは増大しており、公開買付者は、今後も当社株式の上場を維持することは、財務面やコーポレートガバナンス・コードの厳格化に対応するための人的リソースの確保等の観点において当社の経営上の負担になるものと考えているとのことです。そして、公開買付者は、2022年12月上旬、当社株式が上場している状況においては、本資本業務提携契約で企図していた公開買付者及び当社の経営資源の有効活用による両社の協業体制の構築を早期かつ効果的に推進することは難しいと認識するに至ったとのことです。かかる認識に基づき、公開買付者は、2023年1月上旬以降、最適な本資本業務提携の在り方について、公開買付者の事業ポートフォリオ管理とコーポレートガバナンスの観点から、当社の完全子会社化による、シナジーの完全な取り込み、グループ内での経営判断の迅速化及び経営資源の集中によるシナジーの早期発現を通じた公開買付者グループの企業価値の向上策を検討してきたとのことです。公開買付者は、当社が過年度において安定した収益を上げていることから、当社を公開買付者の完全子会社とすることにより、当社が上げる収益を公開買付者の決算に組み入れることができ、公開買付者の中期経営計画で掲げている「稼ぐ力の強化」の実現にも繋がるものと考えているとのことです。加えて、公開買付者の株主利益の観点では、当社を完全子会社化することで、当社の純利益を公開買付者に取り込むことができ、公開買付者の一株当たり純利益が上昇することは、公開買付者株主の利益に資するものと考えたとのことです。また、当社株式の非公開化に伴う影響について、当社の従業員、取引先との関係についての観点から検討したとのことです。従業員に対しては、本取引による当社の完全子会社化後も、当社の現在の経営体制や人事制度、人事戦略を尊重し、一定の経営自由度を担保することにより、従業員のモチベーションを維持することができると考えているとのことです。また、公開買付者グループ各社と当社との相互出向により両社の事業及び企業文化等の理解促進の加速を図る想定しているとのことです。取引先との関係については、引き続き当社を通じて取引関係を維持することを想定していると共に、公開買付者グループ各社との取引拡大につながる可能性もあることから影響は少ないとの考えに至ったとの

ことです。その結果、公開買付者は、2023年1月下旬に、当社を完全子会社化することで、当初本資本業務提携により実現することを目的としていた下記(a)乃至(e)に記載したメリット・シナジーがより一層実現できると判断したとのことです。

(a) 不動産開発事業の仕入・企画・設計・販売等における事業協力

公開買付者は、公開買付者株主への説明責任の観点から、未公表の不動産開発事業の仕入・企画・設計・販売といった情報資産を上場会社である当社に共有することは控えておりましたが、本取引による当社の完全子会社化により、公開買付者グループ及び当社それぞれが持つ特有の情報を活用した用地仕入や、企画・設計においてノウハウを共有し各社のブランド力を活かした販売協力を行うことが可能になり、顧客に対しこれまで以上の訴求力を提供できることを期待できるとのことです。

(b) 公開買付者社有地等の分譲開発や沿線開発における事業協力

公開買付者グループは、自社が保有する社有地の開発を含む不動産開発を通じ、公開買付者が鉄道沿線において、駅を核とした拠点の開発を行うと共に、生活圏内の回遊性を向上させ、新しい移動需要を創出するなど、豊かで魅力的なまちづくりへの主体的な関与を目指しているとのことです。公開買付者が当社を持分法適用関連会社としている現状の資本関係では、お互いの株主が異なることにより当社が生む利益の公開買付者グループからの外部流失が生じ得るため、公開買付者の社有地等で行う共同事業を積極的に実施しにくい状況にあるとのことです。本取引による当社の完全子会社化により、公開買付者グループのうち一社として当社の利益を計上できることに加えて、公開買付者は、沿線開発においてより高品質な分譲マンションを供給できるようになり、当社は、仕入市況が厳しい中で、事業用地の確保が容易になることが期待されるとのことです。

(c) 商品企画や用地についての情報交換、共同開発事業の実施の検討

商品企画や用地についての情報は収益の基本となるプロジェクトに関する機密情報であるため、公開買付者と当社がお互い上場企業でありながら資本関係が持分法適用関連会社に留まっている現状においては、情報資産管理の観点から、これらの情報の共有を公開買付者及び当社間のみで行っており、かつ、共有する情報も限定的なものとしていたとのことです。本取引により当社を完全子会社化することで公開買付者に限らず公開買付者グループ及び当社のそれぞれが得意としている商品企画や用地取得に関するより広範囲な情報を相互に共有することができるようになり、仕入情報の増強や新たな活用方法が見込まれ、共同開発事業を通じて、案件数の増加が見込まれるとのことです。

(d) 相互の顧客に対する物件情報の紹介

公開買付者と当社がお互い上場企業でありながら資本関係が持分法適用関連会社に留まっている現状においては、顧客情報等の秘匿性の高い情報の共有を控えていたとのことです。本取引により当社を完全子会社化することで、当社を含む公開買付者グループ一体での情報の取り扱いについての体制を整備した上で、当社が強みとする分譲マンション事業における物件を公開買付者グループの顧客へ紹介すること及び公開買付者グループが提供する物件を当社の顧客に紹介することで顧客のニーズを捉えた提案が拡充できるものと考えられるとのことです。

(e) 人事交流を通じた事業ノウハウの共有や人材育成

当社は、公開買付者グループが保有する鉄道沿線のまちづくりを推進するにあたり必要な分譲マンションの不動産開発のノウハウを保有しているため、資本関係が持分法適用関連会社に留まっている現状と比較して、本取引により当社を完全子会社化することで、より制約なく相互の従業員の出向等を通じて人材交流を行うことで、公開買付者と当社相互の従業員のスキルが向上することが見込まれるとのことです。

公開買付者は、上記で期待できるメリット・シナジーを念頭に、2023年3月2日に当社へ口頭で完全子会社化を前提とした初期的な提案を行い、当社に対して本取引の実施に向けた検討・協議を開始したい旨の意向を伝えたとのことです。その後、同年4月5日に、当社より、本取引の実施に向けた具体的な検討・協議を開始することを了承する旨連絡を受けたとのことです。公開買付者は、当社との間で当社の完全子会社化に関する協議を開始することを前提に、2023年5月下旬に公開買付者及び当社から独立したファイナンシャル・アドバイザーとして株式会社SBI証券(以下「SBI証券」といいます。)を、公開買付者及び当社から独立したリーガル・アドバイザーとしてTMI総合法律事務所をそれぞれ選任したとのことです。そして、公開買付者は、2023年7月13日に、当社を完全子会社化することを目的とした本取引に関する意向表明書(以下「本意向表明書」といいます。)を提出したとのことです。

その後、公開買付者は、本取引の実現可能性を精査するために2023年8月上旬から2023年9月上旬までデュー・ディリジェンスを実施すると共に、並行して、当社との間で、本公開買付けを含む本取引の諸条件についての協議・検討を続け、本公開買付けにおける当社株式1株当たりの買付け等の価格(以下「本公開買付け

格」といいます。)については、2023年10月5日に、公開買付者は、当社に対して、本公開買付価格を1,000円(当該価格は、提案日の前営業日である2023年10月4日の当社株式の終値811円に対して23.30%(小数点以下第三位を四捨五入。以下、プレミアム率の計算において同じとします。)、直近1ヶ月間の終値単純平均値829円(円未満を四捨五入。以下、終値単純平均値の計算において同じとします。))に対して20.59%、直近3ヶ月間の終値単純平均値810円に対して23.43%、直近6ヶ月の終値平均値790円に対して26.47%のプレミアムをそれぞれ加えた価格です。)、本公開買付けにおける第1回新株予約権1個当たりの買付け等の価格(以下「第1回新株予約権買付価格」といいます。))及び本公開買付けにおける第2回新株予約権1個当たりの買付け等の価格(以下「第2回新株予約権買付価格」といい、第1回新株予約権買付価格及び第2回新株予約権買付価格を総称して「本新株予約権買付価格」といいます。))を、本公開買付価格の提案価格(1,000円)と本新株予約権の普通株式1株当たりの行使価格(1円)との差額(999円)に当該本新株予約権1個の目的となる普通株式数である100を乗じた額である99,900円とすることを提案したとのことです(以下「第1回提案」といいます。))。

かかる第1回提案に関し、公開買付者は、2023年10月10日、当社より、第1回提案において公開買付者が当社に提示した本公開買付価格は当社株主にとって十分なものとは評価できないため、公開買付者において本公開買付価格を再検討していただきたい旨の回答を書面にて受領したとのことです。

これを受けて、公開買付者は、当社に対し、2023年10月16日、第1回提案において提示した本公開買付価格及び本新株予約権買付価格の背景につき、類似上場企業と当社のPBRの比較、当社株式の市場株価の推移、及び一般株主による当社株式の推定取得価格帯を総合的に勘案した結果としての提案である旨を説明した上で、第1回提案において公開買付者が当社に提示した本公開買付価格及び本新株予約権買付価格を改めて検討いただきたい旨を書面にて連絡したとのことです(以下「第2回提案」といいます。))。

かかる第2回提案に関し、公開買付者は、2023年10月18日、当社より、第2回提案において提示した本公開買付価格につき、当社の事業計画を踏まえた当社株式の本源的価値の観点から当社株主にとって十分なものとは評価できないため、公開買付者において本公開買付価格を再検討していただきたい旨の回答を書面にて受領したとのことです。

これを受けて、公開買付者が再検討した結果、公開買付者は、当社に対し、2023年10月23日、本公開買付価格を1,180円(当該価格は、提案日の前営業日である2023年10月20日の当社株式の終値818円に対して44.25%、直近1ヶ月間の終値単純平均値834円に対して41.45%、直近3ヶ月間の終値単純平均値813円に対して45.02%、直近6ヶ月の終値平均値799円に対して47.50%のプレミアムをそれぞれ加えた価格です。)、本新株予約権買付価格を、本公開買付価格の提案価格(1,180円)と本新株予約権の普通株式1株当たりの行使価格(1円)との差額(1,179円)に当該本新株予約権1個の目的となる普通株式数である100を乗じた額である117,900円とすることを提案したとのことです(以下「第3回提案」といいます。))。

かかる第3回提案に関し、公開買付者は、2023年10月25日、当社より、第3回提案において提示を受けた本公開買付価格につき、一般株主にとって最後の換金機会である本公開買付けにおいて、当社事業計画の達成を通じて一般株主が本来享受することが見込まれる利益を確保する水準とは評価できないため、公開買付者において本公開買付価格を再検討していただきたい旨の回答を書面にて受領したとのことです。

これを受けて、公開買付者が再検討した結果、公開買付者は当社に対し、2023年10月27日、第3回提案の本公開買付価格は公開買付者の株主に説明し得る最大限の株価水準であり、当社が希望する株価水準の開示を求めると共に、本公開買付価格を1,180円(当該価格は、提案日の前営業日である2023年10月26日の当社株式の終値819円に対して44.08%、直近1ヶ月間の終値単純平均値829円に対して42.39%、直近3ヶ月間の終値単純平均値814円に対して44.90%、直近6ヶ月の終値平均値802円に対して47.17%のプレミアムをそれぞれ加えた価格です。)、本新株予約権買付価格を、本公開買付価格の提案価格(1,180円)と本新株予約権の普通株式1株当たりの行使価格(1円)との差額(1,179円)に当該本新株予約権1個の目的となる普通株式数である100を乗じた額である117,900円とする、第3回提案と同様の価格とする提案(以下「第4回提案」といいます。))を行ったとのことです。

かかる第4回提案に関し、公開買付者は、2023年10月30日、当社より、第4回提案において提示を受けた本公開買付価格につき、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の指針として経済産業省が2023年8月31日に策定した「企業買収における行動指針 企業価値の向上と株主利益の確保に向けて」(以下「企業買収指針」といいます。))を考慮し、一般株主が当社株式の投資から利益を得る最後の機会となること、「買収を行わなければ実現できない価値」の公正な分配としての部分も保証されるべきであることを十分に配慮すべきであるとして、本公開買付価格を1,320円、本新株予約権買付価格を本公開買付価格の提案価格(1,320円)と本新株予約権の普通株式1株当たりの行使価格(1円)との差額(1,319円)に当該本新株予約権1個の目的となる普通株式数である100を乗じた額である131,900円とすることを提案し、公開買付者において本公開買付価格を再検討していただきたい旨の回答を書面にて受領したとのことです。

これを受けて、公開買付者が再検討した結果、公開買付者は当社に対し、2023年11月1日、本公開買付価格を1,250円(当該価格は、提案日の前営業日である2023年10月31日の当社株式の終値821円に対して52.25%、直近1ヶ月間の終値単純平均値822円に対して52.01%、直近3ヶ月間の終値単純平均値815円に対して53.41%、直近6ヶ月の終値平均値802円に対して55.82%のプレミアムをそれぞれ加えた価格です。)、本新株予約権買付価格を、本公開買付価格の提案価格(1,250円)と本新株予約権の普通株式1株当たりの行使価格(1円)との差額

(1,249円)に当該本新株予約権1個の目的となる普通株式数である100を乗じた額である124,900円とすることを内容とする提案(以下「第5回提案」といいます。)を行ったとのことです。

その結果、公開買付者は、2023年11月2日、当社より、当社取締役会にて承認されることを条件として、本公開買付価格を1,250円、第1回新株予約権買付価格を124,900円、第2回新株予約権買付価格を124,900円とする第5回提案をもって、本公開買付けに賛同し、当社株主に対して本公開買付けへの応募を推奨する予定である旨の回答を書面にて受領したとのことです。

また、公開買付者は2023年10月中旬に当社の第三位の株主である佐々木氏及び当社の第六位の株主である中島氏に対し、それぞれ本公開買付けへの応募を要請したとのことです(なお、公開買付者が、佐々木氏及び中島氏に本公開買付けへの応募を要請した理由は、両氏と当社とのこれまでの関係性等を踏まえ、応募契約の締結の見込みが十分にあると認められ、また、両氏との間で応募契約を締結することで、本公開買付けの成立可能性を高めることができると考えたためとのことです)。その後、同年10月下旬に、佐々木氏からは、佐々木氏が所有する当社株式の全て(所有株式数:180,000株、所有割合:3.80%)を、中島氏からは、中島氏が所有する当社株式の全て(所有株式数:100,000株、所有割合:2.11%)を、本公開買付けに応募することについて実質的に合意するに至ったとのことです

これらの協議・交渉を経て、公開買付者は、2023年11月6日開催の取締役会において、当社を公開買付者の完全子会社とすることを目的として、本公開買付価格を1,250円、第1回新株予約権買付価格を124,900円、第2回新株予約権買付価格を124,900円とする本公開買付けを行うこと、並びに、本応募合意株主との間でそれぞれ本応募契約を締結することを当社の取締役を兼任している取締役を含む取締役(監査等委員である取締役を含みません。)の全員一致で決議したとのことです。なお、本応募契約の詳細につきましては、下記「(7)本公開買付けに係る重要な合意に関する事項」をご参照ください。

本公開買付け後の経営方針

公開買付者は、本公開買付け後における当社の経営方針については、上記「公開買付者が本公開買付けの実施を決定するに至った背景、目的及び意思決定の過程」に記載の本取引によるシナジーを実現させ、当社の更なる企業価値向上に向けた経営を行う観点から当社との間で今後協議の上、決定していくとのことです。また、公開買付者は、本書提出日現在、本資本業務提携契約に基づき当社に対して非常勤取締役1名を派遣していますが、本取引後の当社の経営体制につきましても、本公開買付けの成立後、当社の現在の経営体制を尊重しつつ、双方の企業価値を更に向上させる観点から公開買付者及び当社との間で協議を行い決定していく予定であり、現時点で具体的に想定している当社の経営体制はないとのことです。また、公開買付者は、現時点で当社との間で当社の経営体制に関して両者で合意している事実はないとのことです。本取引後は、当社を含む公開買付者グループの経営資源をこれまで以上に集約することにより、公開買付者及び当社が一体となり、更なる企業価値向上に向けて邁進していくとのことです。

当社が本公開買付けに賛同するに至った意思決定の過程及び理由

当社は、上記「公開買付者が本公開買付けの実施を決定するに至った背景、目的及び意思決定の過程」に記載のとおり、2023年7月13日に公開買付者から本取引に関する協議・交渉の申入れを受けると共に、同日に本意向表明書の提出を受けました。当社においてかかる提案について慎重に検討を行った結果、デュー・ディリジェンスその他の本取引に向けた具体的な検討及び協議を開始することを決定すると共に、2023年7月中旬に、公開買付者、本応募合意株主及び当社から独立した第三者算定機関及びフィナンシャル・アドバイザーとして株式会社プルートラス・コンサルティング(以下「プルートラス」といいます。)を、リーガル・アドバイザーとして潮見坂総合法律事務所を、それぞれ選任いたしました。また、当社は、公開買付者の連結子会社ではなく、本公開買付けは支配株主による従属会社の買収には該当しないものの、公開買付者が当社を持分法適用関連会社としていること、当社の役員に公開買付者の役職員を兼任する者がいること等を考慮し、本取引に関する当社の意思決定に慎重を期し、また、当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観点から、潮見坂総合法律事務所の助言を踏まえ、2023年7月28日付で、公開買付者、本応募合意株主及び当社のいずれからも独立した特別委員会(以下「本特別委員会」といいます。)を設置いたしました(本特別委員会の設置等の経緯、検討の経緯及び判断内容については、下記「(6)買付け等の価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けを含む本取引の公正性を担保するための措置」の「当社における独立した特別委員会の設置及び答申書の取得」をご参照ください。)

また、当社は、公開買付者及び本応募合意株主から独立した立場で、本公開買付けに係る検討、交渉及び判断を行う体制(本公開買付けの検討、交渉及び判断に関する当社の役職員の範囲及びその職務を含みます。)を当社の社内に構築すると共に、2023年8月16日に開催された第1回特別委員会において、本特別委員会により、かかる検討体制につき独立性及び公正性の観点から問題がないことについて承認を受けております。

当社は、上記体制を整備した後、本特別委員会により事前に確認された交渉方針や交渉上重要な局面における意見、指示、要請等に基づいた上で、プルートラス及び潮見坂総合法律事務所の助言を受けながら、本取引の是非及び取引条件の妥当性等に関して公開買付者との間で複数回に亘る協議・交渉を行いました。

具体的には、公開買付者は当社に対し、2023年10月5日、本公開買付価格を1,000円（当該価格は、提案日の前営業日である2023年10月4日の当社株式の終値811円に対して23.30%、直近1ヶ月間の終値単純平均値829円に対して20.59%、直近3ヶ月間の終値単純平均値810円に対して23.43%、直近6ヶ月の終値平均値790円に対して26.47%のプレミアムをそれぞれ加えた価格です。）、本新株予約権買付価格を、本公開買付価格の提案価格（1,000円）と本新株予約権の普通株式1株当たりの行使価格（1円）との差額（999円）に当該本新株予約権1個の目的となる普通株式数である100を乗じた額である99,900円とすることを内容とする第1回提案を行いました。

かかる第1回提案に関し、当社は公開買付者に対し、2023年10月10日、第1回提案において公開買付者が当社に提示した本公開買付価格は当社株主にとって十分なものとは評価できないため、公開買付者において本公開買付価格を再検討していただきたい旨を書面で回答いたしました。

これを受けて、公開買付者は当社に対し、2023年10月16日、第1回提案において提示した本公開買付価格及び本新株予約権買付価格の背景につき、類似上場企業と当社のPBRの比較、当社株式の市場株価の推移、及び一般株主による当社株式の推定取得価格帯を総合的に勘案した結果としての提案である旨を説明した上で、第1回提案において公開買付者が当社に提示した本公開買付価格及び本新株予約権買付価格を改めて検討していただきたい旨の第2回提案を書面にて行いました。

かかる第2回提案に関し、当社は公開買付者に対し、2023年10月18日、第2回提案において提示を受けた本公開買付価格につき、当社の事業計画を踏まえた当社株式の本源的価値の観点から当社株主にとって十分なものとは評価できないため、公開買付者において本公開買付価格を再検討していただきたい旨を書面で回答いたしました。

これを受けて、公開買付者が再検討した結果、公開買付者は当社に対し、2023年10月23日、本公開買付価格を1,180円（当該価格は、提案日の前営業日である2023年10月20日の当社株式の終値818円に対して44.25%、直近1ヶ月間の終値単純平均値834円に対して41.45%、直近3ヶ月間の終値単純平均値813円に対して45.02%、直近6ヶ月の終値平均値799円に対して47.50%のプレミアムをそれぞれ加えた価格です。）、本新株予約権買付価格を、本公開買付価格の提案価格（1,180円）と本新株予約権の普通株式1株当たりの行使価格（1円）との差額（1,179円）に当該本新株予約権1個の目的となる普通株式数である100を乗じた額である117,900円とすることを内容とする第3回提案を行いました。

かかる第3回提案に関し、当社は公開買付者に対し、2023年10月25日、第3回提案において提示を受けた本公開買付価格につき、一般株主にとって最後の換金機会である本公開買付けにおいて、当社事業計画の達成を通じて一般株主が本来享受することが見込まれる利益を確保する水準とは評価できないため、公開買付者において本公開買付価格を再検討していただきたい旨を書面で回答しました。

これを受けて、公開買付者が再検討した結果、公開買付者は当社に対し、2023年10月27日、第3回提案の本公開買付価格は公開買付者の株主に説明し得る最大限の株価水準であり、当社が希望する株価水準の開示を求めると共に、本公開買付価格を1,180円（当該価格は、提案日の前営業日である2023年10月26日の当社株式の終値819円に対して44.08%、直近1ヶ月間の終値単純平均値829円に対して42.39%、直近3ヶ月間の終値単純平均値814円に対して44.90%、直近6ヶ月の終値平均値802円に対して47.17%のプレミアムをそれぞれ加えた価格です。）、本新株予約権買付価格を、本公開買付価格の提案価格（1,180円）と本新株予約権の普通株式1株当たりの行使価格（1円）との差額（1,179円）に当該本新株予約権1個の目的となる普通株式数である100を乗じた額である117,900円とする、第3回提案と同様の価格とする第4回提案を行いました。

かかる第4回提案に関し、当社は公開買付者に対し、2023年10月30日、第4回提案において提示を受けた本公開買付価格につき、企業買収指針を考慮し、一般株主が当社株式の投資から利益を得る最後の機会となること、「買収を行わなければ実現できない価値」の公正な分配としての部分も保証されるべきであることを十分に配慮すべきであるとして、本公開買付価格を1,320円、本新株予約権買付価格を本公開買付価格の提案価格（1,320円）と本新株予約権の普通株式1株当たりの行使価格（1円）との差額（1,319円）に当該本新株予約権1個の目的となる普通株式数である100を乗じた額である131,900円とすることを提案し、公開買付者において本公開買付価格を再検討していただきたい旨を書面で回答しました。

これを受けて、公開買付者が再検討した結果、公開買付者は当社に対し、2023年11月1日、本公開買付価格を1,250円（当該価格は、提案日の前営業日である2023年10月31日の当社株式の終値821円に対して52.25%、直近1ヶ月間の終値単純平均値822円に対して52.01%、直近3ヶ月間の終値単純平均値815円に対して53.41%、直近6ヶ月の終値平均値802円に対して55.82%のプレミアムをそれぞれ加えた価格です。）、本新株予約権買付価格を、本公開買付価格の提案価格（1,250円）と本新株予約権の普通株式1株当たりの行使価格（1円）との差額（1,249円）に当該本新株予約権1個の目的となる普通株式数である100を乗じた額である124,900円とすることを内容とする第5回提案を行いました。

その結果、当社は公開買付者に対し、2023年11月2日、当社の取締役会での承認を前提のもと本公開買付価格を1,250円、第1回新株予約権買付価格を124,900円、第2回新株予約権買付価格を124,900円とする第5回提案を応諾する旨を書面で回答しました。

その上で、当社は、2023年11月6日開催の取締役会において、ブルータスから2023年11月2日付で取得した株式価値算定書（以下「当社株式価値算定書」といいます。）の内容、潮見坂綜合法律事務所から受けた本公開買

付けを含む本取引に関する意思決定に当たっての留意点についての法的助言を踏まえつつ、本特別委員会から提出を受けた2023年11月6日付の答申書（以下「本答申書」といいます。）の内容を最大限に尊重しながら（本答申書の概要については、下記「(6) 買付け等の価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けを含む本取引の公正性を担保するための措置」の「 当社における独立した特別委員会の設置及び答申書の取得」をご参照ください。）、本取引により当社の企業価値向上を図ることができるか、本公開買付価格及び本新株予約権買付価格を含む本取引に関する諸条件は妥当なものか等の観点から慎重に協議及び検討を行いました。

その結果、当社は、以下のとおり、本取引は当社の企業価値向上に資するとの結論に至りました。

すなわち、当社と公開買付者は、本資本業務提携契約に基づき、2021年11月以降、浜田山3丁目P J」といった不動産開発の共同事業をはじめ様々な施策に取り組み、営業面・人材交流面・財務面・管理面等において総合的に連携を進めて参りましたが、本取引によって両社の連携が更に進み、以下の点で当社にメリット・シナジーをもたらすと判断しております。

まず、当社の事業の生命線でもある事業用地仕入において、公開買付者グループと協働することで、事業用地に関する情報収集力が格段に向上し、情報の有効活用の幅が一段と広がります。不動産開発に関する合併事業においても、大規模プロジェクトに係る事業リスクの分散・低減といった保守的な意味に留まらず、公開買付者グループの各社と連携し、企画立案・商品開発・共同販売・委託販売・広告展開等の各過程で相互に協力すると共に、顧客及び会員を共有することで公開買付者グループの各社と当社のそれぞれが販売を行う物件を相互に紹介し合い、本取引実現後の当社を含む公開買付者グループ全体の販売力を強化することが可能となります。これらの点は、上記「 公開買付者が本公開買付けの実施を決定するに至った背景、目的及び意思決定の過程」に記載の公開買付者が想定する本取引のメリット・シナジー(a)乃至(d)と合致するものと認識しております。なお、公開買付者の持分法適用関連会社である現状においても上記について一定程度の実現ができておりますが、当社が公開買付者の完全子会社となり、両社の関係がより密接になることで、公開買付者グループ各社と当社が保有する、秘匿性の高い物件の仕入情報や顧客情報等のリソースを最大限活用することが可能となり、事業の収益性が一段と増すこととなります。

また、財務面に関しては、当社が、金融機関からの借入の全部又は一部に代えて公開買付者グループのグループ間での融資制度を活用することによって、金融機関からの借入と比較して、返済期限や金利の柔軟な設定が可能になると共に、事業用地仕入や一時的な資金需要により発生する運転資金のための資金調達コストの削減も図られることにより、売上利益の増大に繋げることができます。加えて、当社が公開買付者グループの傘下に入ることで、当社は東京証券取引所プライム市場に株式を上場している公開買付者のグループ会社としてその信用力が補完され、不動産開発事業でプロジェクトファイナンスを実行する際、金融機関から無担保で融資を受けることができる等、現状よりもより有利な融資条件で借入を行うことが可能になることが見込まれます。

更に、人材採用の側面においても、公開買付者グループの社会的信用力・ブランド力が、優秀な人材の獲得競争に資することになると考えております。また、本取引実現後の当社を含む公開買付者グループ間での人材の流動化も図られ、事業に関するノウハウのグループ間での共有が可能となります。加えて、公開買付者グループのシェアドサービスセンター等（注1）を活用することにより、東京証券取引所プライム市場の上場基準を満たす公開買付者グループ水準のコーポレート・ガバナンス及び内部管理体制を当社に敷くことができ、当社のガバナンスの強化にも繋がります。この点は、上記「 公開買付者が本公開買付けの実施を決定するに至った背景、目的及び意思決定の過程」に記載の公開買付者が想定する本取引のメリット・シナジー(e)と合致するものと認識しております。

（注1） 公開買付者グループにおいては、株式会社京王アカウンティング、株式会社京王ビジネスサポート及び株式会社京王ITソリューションズが、それぞれ公開買付者グループ各社の経理業務、人事業務及びIT業務を担っております。

なお、当社株式の非公開化により、当社は、資本市場からエクイティ・ファイナンスによる資金調達を行うことができなくなり、また、上場会社であることに伴う社会的な信用の向上といったこれまで上場会社として享受してきたメリットを喪失することとなります。しかしながら、基本的には事業用地取得のための借入以外で資金調達を必要としない当社の現在の財務状況及び昨今の間接金融における低金利環境等を考慮すると、当面の間、エクイティ・ファイナンスの必要性は高くはなく、また、当社における人材採用面で重要となる当社の知名度・ブランド力や社会的な信用は事業活動を通じて獲得・維持されている部分が大きく、必ずしも非上場化することでブランド力等を失うわけではないこと、また上記のとおり、本取引の実行後は公開買付者グループの知名度・ブランド力や社会的な信用を人材採用で活用できると考えることから、今後も継続して当社株式の上場を維持する必要性は限定的であると考えております。加えて、当社株式の非公開化により、上場維持費用、具体的には直接費用として開示書類作成費用及び金融商品取引法に係る監査費用等が不要となることで年間180万円程度の費用削減ができ、間接費用として開示書類の作成及び金融商品取引法に基づく監査対応業務等に係る人件費の削減も見込めることから、削減分の資金を有効活用できることとなります。

また、当社は、本公開買付価格が、()プルーラスによる当社株式の株式価値の算定結果のうち、市場株価法に基づく算定結果のレンジの上限を上回るものであり、かつ、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。)に基づく算定結果のレンジの範囲内であること、()本公開買付価格が、東京証券取引所スタンダード市場における、本公開買付け実施についての公表日の前営業日である2023年11月2日の当社株式の終値836円に対して49.52%、直近1ヶ月間の終値単純平均値821円に対して52.25%、直近3ヶ月間の終値単純平均値816円に対して53.19%、直近6ヶ月の終値平均値803円に対して55.67%のプレミアムをそれぞれ加えた価格となっており、また、経済産業省が「公正なM&Aの在り方に関する指針」を公表した2019年6月28日から2023年9月30日までに公表された日本国内における子会社及び関連会社に対する公開買付けの事例68件(2023年11月2日現在において公開買付けが開始されていない事例・不成立の事例及び対象会社の賛同又は応募推奨がない事例は除外)における公表日の前営業日の終値、直近1ヶ月の終値単純平均値、直近3ヶ月の終値単純平均値及び直近6ヶ月間の終値単純平均値に対するプレミアムの平均値により算出したプレミアム水準(公表日の前営業日の終値に対して41.49%、並びに直近1ヶ月間の終値単純平均値に対して45.33%、直近3ヶ月間の終値単純平均値に対して46.23%及び直近6ヶ月間の終値単純平均値に対して45.49%)との比較において、いずれの期間においても平均値を上回っていることから、合理的なプレミアムが付されていると考えられること、()本公開買付価格の決定に際しては、下記「(6)本公開買付価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置」に記載の本公開買付価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置が採られており、少数株主の利益への配慮がなされていると認められること、()本公開買付価格が、上記措置が採られた上で、当社と公開買付者との間で協議・交渉が複数回行われた上で決定されていること、()本公開買付価格の決定にあたっては、当社は、当社と公開買付者の間における本取引に係る協議及び交渉の経緯並びに内容等を本特別委員会に対して適時に報告を行い、本特別委員会を開催して協議及び交渉の方針等を協議した上で、本特別委員会は協議及び交渉の重要な局面で意見を述べ、当社は本特別委員会の意見、指示及び要請を最大限尊重して公開買付者と協議及び交渉を行っており、本特別委員会が公開買付者との交渉過程に実質的に関与した結果として、公開買付者から1,250円という本公開買付価格の最終的な提案を受けていること、()本公開買付価格が、本特別委員会から取得した本答申書においても、本取引は当社少数株主にとって不利益なものとはいえないと判断されていること等を踏まえ、本公開買付けが、当社の株主の皆様に対して、合理的なプレミアムを付した価格での当社株式の売却の機会を提供するものであると判断いたしました。

また、当社は、本新株予約権買付価格については、本公開買付価格と各本新株予約権の行使価額との差額に各本新株予約権1個の目的となる当社株式の数を乗じた金額とされ、本公開買付価格をもとに算定されていることから、上記()乃至()の点等を踏まえ、本公開買付けは当社の本新株予約権者の皆様に対して合理的な本新株予約権の売却の機会を提供するものであると判断いたしました。

以上より、当社は、2023年11月6日開催の取締役会において当社の意見として、本公開買付けに賛同の意見を表明すると共に、当社の株主及び本新株予約権者の皆様に対し本公開買付けへの応募を推奨する旨を決議いたしました。なお、第4回新株予約権の行使期間は本公開買付けに係る買付け等の期間(以下「公開買付期間」といいます。)内に満了するため、本公開買付けにおいては、第4回新株予約権の応募の受付は行わないとの説明を公開買付者から受けておりますので、第4回新株予約権の応募については上記取締役会における決議の対象としておりません。第4回新株予約権の所有者の皆様は、第4回新株予約権の行使期間満了日(2023年11月29日)までに新株予約権を行使し、当該行使により発行又は移転された普通株式を本公開買付けに応募することが可能とのことです。

上記取締役会決議の詳細は、下記「(6)買付け等の価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けを含む本取引の公正性を担保するための措置」の「当社における利害関係を有しない取締役全員の承認及び利害関係を有しない監査役全員の異議がない旨の意見」をご参照ください。

(3) 算定に関する事項

当社における独立した第三者算定機関からの株式価値算定書の取得

() 算定機関の名称並びに当社、応募予定株主及び公開買付者との関係

当社は、本公開買付価格を決定するにあたり、公開買付者、本応募合意株主及び当社から独立した第三者算定機関であるプルータスに対して、当社の株式価値の算定を依頼いたしました。なお、プルータスは、公開買付者、本応募合意株主及び当社の関連当事者には該当せず、本公開買付けを含む本取引に関して重要な利害関係を有しておりません。また、本特別委員会は、第1回特別委員会において、プルータスの独立性及び専門性に問題がないことから、当社の第三者算定機関として承認した上で、本特別委員会としても必要に応じて専門的助言を受けることに異議がないことを確認しております。なお、当社は、本取引に際して実施されている他の本公開買付価格の公正性を担保するための措置並びに利益相反を回避するための措置(具体的な内容については、下記「(6)本公開買付価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置」をご参照ください。)を踏まえると、当社の少数株主の利益には十分な配慮がなされていると考え、プルータスから本公開買付けの価格の公正性に関する意見書(フェアネス・オピニオン)を取得しておりません。また、本取引に係るプルータスに対する報酬には、本取引の成立等を条件に支払われる成功報酬が含まれておりません。

() 当社株式に係る算定の概要

ブルータスは、複数の株式価値算定手法の中から当社の株式価値の算定にあたり採用すべき算定手法を検討した結果、当社が東京証券取引所スタンダード市場に上場しており、市場株価が存在することから市場株価法を、将来の事業活動の状況を算定に反映するためにDCF法を用いて当社株式の株式価値を算定しております。

ブルータスが上記の手法に基づき算定した当社株式の1株当たりの価値の範囲はそれぞれ以下のとおりです。

市場株価法：803円から836円
DCF法：956円から1,664円

市場株価法では、本公開買付けの公表日の前営業日である2023年11月2日を算定基準日として、東京証券取引所スタンダード市場における当社株式の基準日終値836円、同日までの直近1ヶ月間の終値単純平均値821円、同日までの直近3ヶ月間の終値単純平均値816円及び同日までの直近6ヶ月間の終値単純平均値803円を基に、当社株式1株当たりの株式価値の範囲を803円から836円と算定しております。

DCF法では、公表済みの当社中期経営計画に対し、策定時以降の当社の事業状況及び業績等を反映させた結果、当社中期経営計画を僅かに上回る見込みとなる2024年3月期から2028年3月期までの事業計画（以下「本事業計画」といいます。）を基礎とし、直近までの業績の動向、一般に公開された情報等の諸要素を考慮した、当社が2023年10月期以降において創出すると見込まれるフリー・キャッシュ・フローを、一定の割引率で現在価値に割り引くことにより、当社株式1株当たりの株式価値の範囲を956円から1,664円と算定しております。なお、DCF法で前提とした本事業計画においては、大幅な増減益を見込んでいる事業年度が含まれます。具体的には当社が2022年9月16日に公表した「中期経営計画策定に関するお知らせ」に記載のある不動産開発事業を中心とした中核事業の強化、また不採算事業の減少による収益構造の改善・最適化によって2026年3月期において対2025年3月期比で大幅な増益（営業利益590百万円、37.5%増）を見込んでおります。また、本公開買付けの実施による影響を具体的に見積もることが困難であったことから、本事業計画は、本公開買付けの実行を前提としておりません。なお、本取引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効果を除き、現時点において具体的に見積もることが困難であるため、ブルータスがDCF法に用いた本事業計画には加味されておられません。

() 本新株予約権に係る算定の概要

本新株予約権は、本新株予約権買付価格が、本公開買付価格である1,250円と各本新株予約権の当社株式1株当たりの行使価額との差額に当該各本新株予約権1個の目的となる当社株式の数を乗じた金額と決定されていることから、当社は、本新株予約権の買付価格について第三者算定機関から算定書又は意見書（フェアネス・オピニオン）を取得していません。

なお、本新株予約権はいずれも、譲渡による取得については当社取締役会の承認を要するものとされておりますが、当社は、2023年11月6日開催の取締役会において、本新株予約権の新株予約権者の皆様が、その所有する本新株予約権を本公開買付けに応募することにより公開買付者に対して譲渡することについて、実際に本新株予約権者から本公開買付けに応募のあった本新株予約権に限り、本公開買付けの成立を条件として、包括的に承認することを決議しております。

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

() 当社株式

公開買付者は、本公開買付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、公開買付者のファイナンシャル・アドバイザーであるSBI証券に対して、当社株式の株式価値の算定を依頼したとのことです。なお、SBI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。

SBI証券は、複数の株式価値算定手法の中から当社株式の株式価値の算定にあたり採用すべき算定手法を検討の上、当社が東京証券取引所スタンダード市場に上場しており、市場株価が存在することから市場株価法及び将来の事業活動を評価に反映するためにDCF法の各手法を用いて当社株式の株式価値の算定を行い、公開買付者はSBI証券から2023年11月2日付で株式価値算定書（以下「公開買付者株式価値算定書」といいます。）を取得したとのことです。なお、公開買付者は、下記「(6) 買付け等の価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けを含む本取引の公正性を担保するための措置」に記載された各措置により、当社の少数株主の利益には十分な配慮がなされていると考えていることから、SBI証券から、本公開買付価格の公正性に関する意見（フェアネス・オピニオン）を取得していないとのことです。

SBI証券による当社株式の1株当たり株式価値の算定結果は以下のとおりとのことです。

市場株価法：803円～836円
DCF法：859円～1,382円

市場株価法では、本公開買付けの公表日の前営業日である2023年11月2日の東京証券取引所スタンダード市場における当社株式の終値（836円）並びに同日までの過去1ヶ月間、3ヶ月間、及び6ヶ月間の終値単純平均値（821円、816円及び803円）を基に、当社株式1株当たりの株式価値の範囲を803円から836円までと算定しているとのことです。DCF法では、当社が開示している財務情報等の資料、当社に対して2023年8月上旬から9月上旬にかけて実施したデュー・ディリジェンスの結果、一般に公開された情報等の諸要素を考慮して公開買付者において調整を行った当社の将来の収益予想に基づき、2024年3月期第2四半期以降に当社が将来創出すると見込まれるフリー・キャッシュ・フローを一定の割引率で現在価値に割り引くことにより当社の企業価値や株式価値を評価し、当社株式1株当たりの株式価値の範囲を859円から1,382円までと算定しているとのことです。公開買付者は、SBI証券から取得した公開買付者株式価値算定書の算定結果に加え、公開買付者において実施した当社に対するデュー・ディリジェンスの結果、当社取締役会による本公開買付けへの賛同の可否、当社株式の市場株価の動向及び本公開買付けに対する応募の見通し等を総合的に勘案し、当社との協議及び交渉の結果も踏まえ、最終的に2023年11月6日付の取締役会において、本公開買付け価格を1株当たり1,250円とすることを決定したとのことです。

本公開買付け価格である1,250円は、本公開買付けの公表日の前営業日である2023年11月2日の東京証券取引所スタンダード市場における当社株式の終値836円に対して49.52%、同日までの1ヶ月間の終値単純平均値821円に対して52.25%、同日までの3ヶ月間の終値単純平均値816円に対して53.19%、同日までの6ヶ月間の終値単純平均値803円に対して55.67%のプレミアムを加えた価格となります。

() 本新株予約権

本新株予約権については、本書提出日現在において、当社株式1株当たりの行使価額（第1回新株予約権：1円、第2回新株予約権：1円）が本公開買付け価格（1,250円）をいずれも下回っております。そこで、公開買付者は、本新株予約権買付け価格を、本公開買付け価格である1,250円と各本新株予約権の当社株式1株当たりの行使価額との差額に各本新株予約権1個の目的となる当社株式数である100を乗じた金額とすることを決定したとのことです。具体的には、第1回新株予約権買付け価格については、当社株式1株当たりの行使価額1円との差額である1,249円に、第1回新株予約権1個の目的となる当社株式数である100を乗じた金額である124,900円、第2回新株予約権買付け価格については、当社株式1株当たりの行使価額1円との差額である1,249円に、第2回新株予約権1個の目的となる当社株式数である100を乗じた金額である124,900円と、それぞれ決定したとのことです。

なお、本新株予約権はいずれも譲渡による取得について当社取締役会の承認を要するものとされていますが、当社は、本新株予約権の譲渡が可能となるよう、2023年11月6日開催の取締役会において、本公開買付けの成立を条件として、本新株予約権者の皆様が、その所有する本新株予約権を本公開買付けに応募することにより公開買付者に対して譲渡することについて包括的に承認する旨を決議いたしました。

また、公開買付者は、上記のとおり本新株予約権買付け価格を決定したことから、第三者算定機関からの算定書や意見（フェアネス・オピニオン）は取得していないとのことです。

(4) 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）

当社は、公開買付者より、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）につき、以下の説明を受けております。

公開買付者は、上記「(1) 本公開買付けの概要」に記載のとおり、本公開買付けにより、当社株式の全て（但し、公開買付者が所有する当社株式及び当社が所有する自己株式を除きます。）及び本新株予約権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、本スクイズアウト手続を実施することを予定しているとのことです。

株式等売渡請求

本公開買付けの成立により、公開買付者が所有する当社の議決権の合計数が当社の総株主の議決権の数の90%以上となり、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る場合には、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の規定に基づき、当社の株主（但し、公開買付者及び当社を除きます。）の全員（以下「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「株式売渡請求」といいます。）すると共に、併せて、本新株予約権者（但し、公開買付者を除きます。）の全員（以下「売渡新株予約権者」といいます。）に対し、その有する本新株予約権の全てを売り渡すことを請求（以下「新株予約権売渡請求」といい、「株式売渡請求」と併せて「株式等売渡請求」と総称します。）する予定とのことです。株式売渡請求においては、当社株式1株当たりの対価として、本公開買付け価格と同額の金銭を売渡株主に対して交付することを定める予定であり、新株予約権売渡請求においては本新株予約権1個当たりの対価として本新株予約権買付け価格と同額の金銭を売渡新株予約権者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、その旨を当社に通知し、当社に対し株式等売渡請求の承認を求めます。当社がその取締役会の決議により株式等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、売渡株主及び売渡新株予約権者の個別の承諾を要することなく、公開買付者は、株式等売渡請求において定めた取得日をもって、売渡株主の全員からその所有する当社株式の全部を取得し、売渡新株予約権者からその所有する本新株予約権の全てを取得いたします。この場合、公開買付者は、売渡株主がそれぞれ所有していた当社株式1株当たりの対価として、当該各売渡株主に対し、本公開買付価格と同額の金銭を交付すると共に、売渡新株予約権者がそれぞれ所有していた本新株予約権1個当たりの対価として、当該各売渡新株予約権者に対し、本新株予約権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、当社は、公開買付者より株式等売渡請求をしようとする旨及び会社法第179条の2第1項各号の事項について通知を受けた場合には、取締役会において株式等売渡請求を承認する予定です。

株式等売渡請求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、会社法第179条の8その他関係法令の定めに従って、売渡株主及び売渡新株予約権者の皆様（但し、公開買付者及び当社を除きます。）は、裁判所に対して、その所有する当社株式又は本新株予約権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。なお、上記申立てがなされた場合の当社株式及び本新株予約権の売買価格は、最終的には裁判所が判断することになります。

株式併合

本公開買付けの成立後、公開買付者が所有する当社の議決権の合計数が当社の総株主の議決権の数の90%未満である場合には、公開買付者は、会社法第180条に基づき、当社株式の併合を行うこと（以下「株式併合」といいます。）及び株式併合の効力発生を条件として単元株式数の定めを廃止する旨の定款の一部変更を行うことを付議議案に含む臨時株主総会（以下「本臨時株主総会」といいます。）を開催することを、本公開買付けの決済の完了後速やかに当社に要請する予定とのことです。本書提出日現在において、当社は公開買付者の要請に応じ本臨時株主総会を開催する予定であり、本臨時株主総会の開催は2024年1月下旬頃を予定しております。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株式併合の議案についてご承認をいただいた場合には、株式併合がその効力を生ずる日において、当社の株主の皆様は、本臨時株主総会においてご承認をいただいた株式併合の割合に応じた数の当社株式を所有することとなります。株式併合により株式の数に1株に満たない端数が生じるときは、端数が生じた当社の株主の皆様に対して、会社法第235条その他の関係法令の定める手続に従い、当該端数の合計数（合計した数に1株に満たない端数がある場合には、当該端数は切り捨てられます。以下同じです。）に相当する当社株式を当社又は公開買付者に売却すること等によって得られる金銭が交付されることとなります。当該端数の合計数に相当する当社株式の売却価格については、当該売却の結果、本公開買付けに応募されなかった当社の株主の皆様（但し、公開買付者及び当社を除きます。）に交付される金銭の額が、本公開買付価格に当該株主の皆様が所有していた当社株式の数を乗じた価格と同一となるよう算定した上で、裁判所に対して任意売却許可の申立てを行うことを当社に対して要請する予定とのことです。また、当社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、公開買付者は、当社に対して、公開買付者が当社株式の全て（但し、当社が所有する自己株式を除きます。）を所有することとなるよう、かつ、本公開買付けに応募されなかった当社の株主の皆様（但し、公開買付者及び当社を除きます。）の所有する当社株式の数が1株に満たない端数となるように決定するよう要請する予定とのことです。当社は本公開買付けが成立した場合には、公開買付者によるこれらの要請に応じる予定です。

株式併合に関連する少数株主の権利保護を目的とした会社法上の規定として、株式併合により株式の数に1株に満たない端数が生じるときは、会社法第182条の4及び第182条の5その他の関係法令の定めに従って、本公開買付けに応募されなかった当社の株主の皆様（但し、公開買付者及び当社を除きます。）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、上記申立てがなされた場合の当社株式の買取価格は、最終的には裁判所が判断することとなります。

また、公開買付者は、本公開買付けが成立したものの、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おいて、本公開買付けにおいて、本新株予約権の全部を取得できず、かつ、本新株予約権が行使されず残存した場合には、当社に対して、本新株予約権の取得、本新株予約権者に対する新株予約権の放棄の勧奨その他本取引の実行に必要な合理的な手続を実施することを要請し、又は実施する予定ですが、本書提出日現在において詳細は未定とのことです。

上記の株式等売渡請求及び株式併合の各手続については、関係法令についての改正、施行、当局の解釈等の状況等によっては、実施の方法及び時期に変更が生じる可能性があります。但し、その場合でも、本公開買付けに応募されなかった当社の株主の皆様（但し、公開買付者及び当社を除きます。）に対しては、最終的に金銭を交付する方法が採用される予定であり、その場合に当該各株主に交付される金銭の額については、本公開買付価格に当該各株主が所有していた当社株式の数を乗じた価格と同一になるよう算定する予定とのことです。また、本公開買付けに応募されなかった本新株予約権者に対して金銭を交付する場合には、本公開買付けにおける本新株

予約権買付価格に当該新株予約権者が所有していた当社の当該本新株予約権の数を乗じた価格と同一になるよう算定する予定とのことです。

以上の各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、当社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の賛同を勧誘するものではないとのことです。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、当社の株主及び本新株予約権者の皆様において自らの責任にて税理士等の専門家にご確認いただきますようお願いいたします。

(5) 上場廃止となる見込み及びその事由

当社株式は、本書提出日現在、東京証券取引所スタンダード市場に上場しておりますが、公開買付者は本公開買付けにおいて買付予定数に上限を設定していないため、本公開買付けの結果次第では、当社株式は、東京証券取引所の上場廃止基準に従い、所定の手続を経て上場廃止となる可能性があります。また、本公開買付けに係る決済時点で当該基準に該当しない場合でも、公開買付者は、上記「(4) 本公開買付け後の組織再編等の方針（いわゆる二段階買収に関する事項）」に記載のとおり、本公開買付けが成立した後、本スクイズアウト手続の実施を予定しておりますので、その場合には、当社株式は東京証券取引所の上場廃止基準に該当し、所定の手続を経て上場廃止となります。なお、上場廃止後は、当社株式を東京証券取引所スタンダード市場において取引することはできません。

(6) 買付け等の価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けを含む本取引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連結子会社ではなく、本公開買付けは支配株主による従属会社の買収には該当しません。もっとも、公開買付者は当社株式1,000,000株（所有割合：21.13%）を直接所有し、当社を持分法適用関連会社としていること、及び当社の役員に公開買付者の役職員を兼務する者が存在すること等を考慮し、公開買付者及び当社は、買付け等の価格の公正性を担保し、本公開買付けの実施を決定するに至る意思決定の過程における恣意性を排除し、利益相反を回避する観点から、それぞれ以下のような措置を実施しました。

なお、以下の記載のうち、公開買付者において実施した措置については、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、公開買付者のファイナンシャル・アドバイザーであるSBI証券に対して、当社株式の株式価値の算定を依頼したとのことです。なお、SBI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。また、公開買付者は、本「(6) 買付け等の価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けを含む本取引の公正性を担保するための措置」に記載された各措置により、当社の少数株主の利益には十分な配慮がなされていると考えていることから、SBI証券から本公開買付価格の公正性に関する意見書（フェアネス・オピニオン）を取得していないとのことです。

公開買付者がSBI証券から取得した当社の株式価値に関する公開買付者株式価値算定書の概要については、上記「(3) 算定に関する事項」の「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」をご参照ください。

当社における独立した第三者算定機関からの株式価値算定書の取得

上記「(3) 算定に関する事項」の「当社における独立した第三者算定機関からの株式価値算定書の取得」に記載のとおり、当社は、本公開買付けを含む本取引に関する当社取締役会における意思決定の過程における公正性を担保するために、公開買付者、本応募合意株主及び当社から独立した第三者算定機関としてブルータスに当社株式の株式価値の算定を依頼し、2023年11月2日付で当社株式価値算定書を取得しております。なお、ブルータスは、公開買付者、本応募合意株主及び当社の関連当事者には該当せず、本公開買付けを含む本取引に関して記載すべき重要な利害関係を有しておりません。

また、本特別委員会において、ブルータスの独立性に問題がないことが確認されております。ブルータスの報酬は、本取引の成否にかかわらず支払われる固定報酬のみであり、本取引の成立を条件とする成功報酬は含まれておりません。

当社株式価値算定書の概要につきましては、上記「(3) 算定に関する事項」の「当社における独立した第三者算定機関からの株式価値算定書の取得」をご参照下さい。

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係る当社の意思決定に慎重を期し、当社取締役会の意思決定における公正性及び適正性を確保するために、公開買付者、本応募合意株主及び当社から独立したリーガル・アドバイザー

として潮見坂綜合法律事務所から、2023年7月中旬以降、本取引に関する諸手続を含む当社取締役会の意思決定の方法及び過程その他の留意点について、必要な法的助言を受けております。

なお、潮見坂綜合法律事務所は、公開買付者、本応募合意株主及び当社の関連当事者には該当せず、本公開買付けを含む本取引に関して記載すべき重要な利害関係を有しておりません。

また、本特別委員会において、潮見坂綜合法律事務所の独立性に問題がないことが確認されております。同事務所の報酬は、本取引の成否にかかわらず支払われる固定報酬又は時間単位の報酬のみであり、本取引の成立を条件とする成功報酬は含まれておりません。

当社における独立した検討体制の構築

上記「(2) 意見の根拠及び理由」の「 当社が本公開買付けに賛同するに至った意思決定の過程及び理由」に記載のとおり、当社は、構造的な利益相反の問題を排除する観点から、公開買付者及び本応募合意株主から独立した立場で、本取引に係る検討、交渉及び判断を行うための、合計5名からなる検討体制を当社の社内に構築いたしました。

具体的には、当社は、2023年7月13日、公開買付者から本意向表明書の提出を受けた時点以降、構造的な利益相反の問題を排除する観点から、現に公開買付者の役職員を兼任する当社の役職員のみならず、過去に公開買付者の役職員であった当社の役職員について、当社株式の価値評価の基礎となる本事業計画の作成過程や、当社と公開買付者との間の本公開買付価格を含む本取引に係る取引条件に関する交渉過程に関与させないこととしており、かかる取り扱いを継続しております。

また、かかる取り扱いを含めて、当社の社内に構築した本取引の検討体制（本取引の検討、交渉及び判断に關与する当社の役職員の範囲及びその職務を含みます。）に独立性の観点から問題がないことについては本特別委員会の確認を経ています。

当社における独立した特別委員会の設置及び答申書の取得

当社は、本取引に関する当社の意思決定の恣意性を排除し、意思決定過程の公正性、透明性及び客観性を確保することを目的として、2023年7月28日開催の当社取締役会決議により、公開買付者、本応募合意株主及び当社から独立した委員（当社の社外取締役である田中孝昭氏、当社の社外監査役である岩本康博氏（弁護士）、及び小湊高次氏（公認会計士）の3名）によって構成される本特別委員会を設置いたしました。そして、当社は、本特別委員会に対して、本取引の目的の合理性（本取引が当社の企業価値の向上に資するか否かを含む。）、本取引の条件の妥当性（本取引の実施方法や対価の種類等の妥当性を含む。）、本取引の手段の公正性（いかなる公正性担保措置をどの程度講じるべきかの検討を含む。）、及び上記乃至を踏まえ、本取引についての決定（当社取締役会が本公開買付けに対して賛同の意見表明を行うこと及び当社の株主に対して本公開買付けへの応募を推奨することを含む。）が当社の少数株主にとって不利益なものでないこと（以下「本諮問事項」といいます。）について諮問しております。

また、当社は、本特別委員会を、当社取締役会から独立した合議体であると同時に、当社及び当社の少数株主の利益を図る立場に立って本諮問事項について検討・判断する組織として位置づけ、当社取締役会において本取引に係る意思決定を行うに際して、本特別委員会の意見を最大限尊重し、本特別委員会が本取引について妥当でないと判断した場合には、本取引を行う旨の意思決定を行わないことを決議しております。更に、本特別委員会に対しては、()本特別委員会は、本取引に係る当社のアドバイザーを利用することができるほか、必要に応じて、本特別委員会独自のアドバイザーへの委託をすることもできるものとし、その場合の当該委託に係る合理的な費用は、当社が負担するものとする、()本特別委員会は、当社の財務若しくは法務等に関するアドバイザーについて事後承認をすることができること、()本特別委員会は、必要と認める者に本特別委員会への出席を要求し、必要な事項について説明を求めることができること、()本取引に係る交渉は当社取締役会が行うが、当社取締役会は、本特別委員会に事前に方針を確認すると共に、適時に交渉状況の報告を行い、重要な局面で意見を聴取し、本特別委員会からの指示や要請を勘案して交渉を行うなど、本特別委員会が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すること、及び()本特別委員会は、前各項に定めるもののほか、本取引に関する検討及び判断に際して本特別委員会が必要と認める事項を行うことができることについて権限を付与することを決議しております。

なお、本特別委員会の各委員に対しては、固定報酬が支払われることとされており、本取引の公表や成立等を条件とする成功報酬は含まれておりません。

本特別委員会は、2023年8月16日より2023年11月2日まで合計9回開催され、本諮問事項について、慎重に検討及び協議を行っております。具体的には、本特別委員会は、まず、2023年8月16日に、その独立性及び専門性等を検討の上、公開買付者、本応募合意株主及び当社から独立した本特別委員会の独自の法務アドバイザーとして新幸綜合法律事務所を選任する旨の決定をいたしました。また、同日、本特別委員会は、当社のフィナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関であるブルータス並びに当社の法務アドバイザーである潮見坂綜合法律事務所について、その独立性及び専門性等に問題がないことを確認の上、その選任を承認しております。

その上で、本特別委員会は、本諮問事項の検討に当たり、当社から、当社の事業内容・事業環境、業績推移、主要な経営課題、本取引により当社の事業に対して想定されるメリット・デメリット、本取引の条件の検討の際に基礎とされる当社の事業計画の内容及び算定手続等について説明を受け、質疑応答を行いました。また、公開買付者から、本取引を提案するに至った検討過程、本取引後に想定している施策の内容、本取引によって見込まれるメリット・デメリットその他の影響の内容及び程度、並びに本取引後に予定している当社の経営方針等について説明を受け、質疑応答を行いました。また、本特別委員会は、第三者算定機関であるプルータスから、当社株式の株式価値の算定結果に関する説明を受け、質疑応答を行いました。加えて、本特別委員会は、当社より、当社と公開買付者との間の公開買付価格に係る交渉状況の説明を適時に受け、質疑応答を行いました。また、本特別委員会は、当社の法務アドバイザーである潮見坂総合法律事務所から、本取引に関する諸手続を含む当社取締役会の意思決定の方法及び過程等について説明を受け、これらの点に関する質疑応答を行いました。

本特別委員会は、上記の各調査、協議及び検討の内容を踏まえ、本特別委員会の法務アドバイザーである新幸総合法律事務所からの法的助言の内容も踏まえつつ、本諮問事項について慎重に協議及び検討を行った結果、2023年11月6日に、当社取締役会に対し、委員全員の一致で、以下の内容の答申書を提出しております。

(a) 以下のとおり、本特別委員会は、事業環境、当社の経営課題、経営戦略、公開買付者との資本業務提携契約に基づく共同事業の進捗、及び本取引の実行により創出が想定されるシナジー等に照らし、本取引により当社が公開買付者の完全子会社となることが当社の企業価値の向上に資するとの当社の判断には合理性が認められると判断した。

- ・2021年11月に、当社及び公開買付者は、都心部における新築分譲事業を中心とする不動産開発事業が強みである当社の既存事業基盤及び公開買付者グループが有するリソースを活用してシナジーを追求することを目的として資本業務提携契約を締結した。その後、2022年9月に、当社は、売上規模及び利益率の向上を軸とする中期経営計画（2028年3月期に売上高300億円（うち不動産開発事業で250億円）/経常利益21億円を目標）を策定した。これを達成すべく、()中核事業の強化による売上規模の拡大、()収益力の強化、及び()顧客満足度の向上といった事項を経営課題として設定している。特に、()に関して、新築分譲マンション事業（中核事業）の拡大を図ることにより業績の安定化を目指しているところ、都心エリアのマンション事業用地の取得競争の激化等に対応するため、人員を拡充する等して積極的に事業用地の取得に努めている。また、資本業務提携契約に基づき、公開買付者との間での、一定の頻度で商品企画や用地について情報交換の実施、新築分譲マンション事業の共同実施、取締役、管理部門の執行役、事業進捗を担う出向者や販売現場営業マンの派遣を受ける等、営業・人材交流・管理面等において総合的に連携を進めてきているところである。とりわけ、新築分譲事業の共同プロジェクトとしてサンウッド浜田山PJ（事業規模42億円/竣工時期2024年7月中旬）が早期に実現したことは、公開買付者との業務提携が着実に進行していることを示すものと評価できる。
- ・上記のとおり、公開買付者との業務提携に基づく各種連携は進捗しているものの、不動産開発事業における事業用地仕入れにおける情報交換、財務力（公開買付者グループのグループ間融資制度）の活用、双方の有する顧客情報（公開買付者グループにおける、例えば、不動産、百貨店、クレジットカード事業における顧客情報）の共有等については、それぞれが上場会社である現状においては、独立性の尊重及び法令等の規制から生じる制約により、実施できずにいる。
- ・上記を踏まえて、当社は、本取引による完全子会社化には、()事業用地仕入れにおける情報収集力の向上、情報の有効活用幅の拡大、()公開買付者社有地等の分譲開発や沿線開発における事業協力、()相互の顧客に対する物件情報の紹介、()公開買付者グループのグループ間融資制度を活用することによる資金調達コストの削減及び信用力・ブランド力の向上によりグループ外部からも現在より柔軟な条件で借入が可能となること、()公開買付者の信用とブランド力を利用した人材獲得及び公開買付者グループ間での人材の交流、()上場維持コストの削減といった面で、メリットが得られると認識しており、本特別委員会も、従前の業務提携の実施状況等も前提として、同様の認識である。
- ・一般に非公開化のデメリットとして、エクイティ・ファイナンスを行うことができなくなることが挙げられるが、当社は、現在の財務状況及び昨今の間接金融における低金利環境等を考慮すると、当面の間、エクイティ・ファイナンスの必要性は高くはないと考えており、本特別委員会としても異論はない。むしろ、完全子会社化により、上記のとおりグループ間融資制度の活用及びグループ外部からの借入条件の向上といったメリットが当該デメリットを上回ると考えられる。また、非公開化のデメリットとして、社会的な信用力・ブランド力の低下も挙げられるが、この点について当社が、人材採用面で重要となる当社の知名度・ブランド力や社会的な信用は事業活動を通じて獲得・維持されている部分が大きく、必ずしも非上場化することでブランド力等を失うわけではないこと、むしろ本取引の実行後は公開買付者グループの知名度・ブランド力や社会的な信用を人材採用で活用することができることから、公開買付者グループの一員としての社会的信用力・ブランド力が得られると考えていることについても同様に異論はない。
- ・以上を総合的に考慮すると、当社の完全子会社化のメリットはそのデメリットを上回るとの判断には合理性があると思料する。

以上より、本取引の目的の合理性は認められると思料する。

(b) 本公開買付価格である1,250円は、類似事案と比較して遜色のない水準のプレミアムが付されていること、独立した第三者算定機関であるプルータスの作成した株式価値算定書において市場株価法により算定された価格帯の上限値を上回っていること及びDCF法により算定された価格帯の中央値に近い数値であること並びに、本公開買付価格を妥当な水準にまで高めるために公開買付者との間で交渉を複数回にわたり実施し、かかる交渉の結果として当初提示額よりも250円（当初提案価格1,000円の約25%）引き上げられた価格で決定されたことからすれば本特別委員会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たと評価することができ、これらを総合的に考慮すると本公開買付価格は妥当であると思料する。本新株予約権買付価格についても、本公開買付価格と各本新株予約権の行使価額との差額に各本新株予約権1個の目的となる当社株式の数を乗じた金額とされ、本公開買付価格をもとに算定されていることから、妥当であると思料する。また、本取引の実施方法及び本取引の対価についても、少数株主の不利益となる点は見当たらない。

以上によれば、本取引の条件には妥当性が認められると判断する。

(c) 本公開買付けにおいては、独立した第三者算定機関からの株式価値算定書の取得、独立した法律事務所からの助言、独立した特別委員会の設置及び答申書の取得、利害関係を有しない取締役全員の承認及び利害関係を有しない監査役全員の異議がない旨の意見、本公開買付けの公正性を担保する客観的状況の確保（間接的なマーケット・チェックの確保）、マジョリティ・オブ・マイノリティに相当する買付予定数以上の下限設定、一般株主への情報提供の充実を通じたプロセスの透明性の向上といった各種の公正性担保措置が履践されている。また、本公開買付けの具体的状況に基づく利益相反関係に照らすと、当該公正性担保措置の内容は、（ ）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（ ）一般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いずれの視点からしても、必要十分な内容・組合せであり、かつ、現実にも実効性をもって運用されたと思料する。

よって、本公開買付けにおいては、公正な手続を通じて当社の一般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ものと思料する。

以上によれば、本取引の手続には公正性が認められると判断する。

(d) 本諮問事項 乃至 において検討した内容が本諮問事項 の考慮要素となるところ、本諮問事項 乃至 について問題があるとは考えられないことから、本取引（当社取締役会が本公開買付けに対して賛同の意見表明を行うこと及び当社の株主に対して本公開買付けへの応募を推奨することを含む。）の決定が当社の少数株主にとって不利益なものでないと思料する。

当社における利害関係を有しない取締役全員の承認及び利害関係を有しない監査役全員の異議がない旨の意見
当社は、潮見坂綜合法律事務所から得た本取引に関する意思決定の過程及び方法その他の留意事項についての法的助言、当社株式価値算定書の内容、本特別委員会から入手した本答申書等を踏まえ、公開買付者による本公開買付けに関する諸条件の内容について慎重に協議・検討を行った結果、上記「(2) 意見の根拠及び理由」の「 当社が本公開買付けに賛同するに至った意思決定の過程及び理由」に記載のとおり、2023年11月6日開催の当社取締役会において、取締役5名のうち審議及び決議に参加した4名の取締役の全員一致で、本公開買付けに対して、賛同の意見を表明すると共に、当社の株主及び本新株予約権者の皆様が本公開買付けに応募することを推奨する旨の決議をいたしました。

また、上記の取締役会においては、当社の監査役合計3名のうち、審議に参加した当社の監査役3名全員が上記のいずれの決議についても異議がない旨の意見を述べております。

なお、上記の取締役会においては、当社の取締役5名のうち、南佳孝氏は公開買付者の取締役を兼任していることから、利益相反の問題による影響を受けるおそれを可能な限り排除し、本取引の公正性を担保する観点から、本取引の検討に関する審議及び決議に一切参加しておらず、また、当社の立場において、本取引に関して、公開買付者との協議及び交渉は一切関与しておりません。

対抗的買収提案者との接触を制限する旨の合意等の不存在

公開買付者は、法令に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、本公開買付けにおける公開買付期間を30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法定の最短期間より長期に設定することにより、当社の株主及び本新株予約権者の皆様が本取引の是非や本公開買付価格及び本新株予約権買付価格の妥当性について熟慮し、本公開買付けに対する応募の是非について適切な判断を行うための期間を提供しつつ、対抗的な買付け等を行う機会を確保することにより、本公開買付けの公正性を担保することも企図しているとのことです。

また、公開買付者及び当社は、当社が公開買付者以外の買収提案者（以下「対抗的買収提案者」といいます。）と接触することを禁止するような取引保護条項を含む合意等、対抗的買収提案者が当社との間で接触することを制限するような内容の合意は一切行っておらず、対抗的な買付け等の機会を妨げないこととしています。このように、上記公開買付期間の設定とあわせ、対抗的な買付け等の機会が確保されることにより、本公開買付けの公正性の担保に配慮しております。

当社の株主が本公開買付けに応募するか否かについて適切に判断を行う機会を確保するための措置

公開買付者は、上記「(4)本公開買付け後の組織再編等の方針(いわゆる二段階買収に関する事項)」に記載のとおり、()本公開買付けの決済の完了後速やかに、公開買付者が本公開買付けの成立により取得する株式数に応じて、当社株式の全て(本新株予約権及び第4回新株予約権の行使により発行又は移転される当社株式を含みます。)及び本新株予約権の全ての株式等売渡請求をすること又は株式併合及び株式併合の効力発生を条件として単元株式数の定めを廃止する旨の定款の一部変更を行うことを付議議案に含む本臨時株主総会の開催を当社に要請することを予定しており、当社の株主の皆様に対して株式買取請求権又は価格決定請求権が確保されない手法は採用しないこと、()株式等売渡請求又は株式併合をする際に、当社の株主の皆様に対価として交付される金銭は本公開買付け価格に当該各株主(但し、公開買付者及び当社を除きます。)の所有する当社株式の数を乗じた価格と同一になるように算定されることを明らかにしていること、また、本新株予約権者(公開買付者を除きます。)の皆様に対価として交付される金銭は、本新株予約権買付価格に当該本新株予約権者がそれぞれ所有する本新株予約権の数を乗じた価格と同一となるように算定されることを明らかにしていることから、当社の株主及び本新株予約権者の皆様が本公開買付けに応募するか否かについて適切に判断を行う機会を確保し、これをもって強圧性が生じないように配慮しているとのことです。

マジョリティ・オブ・マイノリティ(Majority of Minority)に相当する数を上回る買付予定数の下限の設定
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、本公開買付けにおいては、本公開買付け成立後に公開買付者が保有する当社の議決権が当社の総議決権数の3分の2以上となるように買付予定数の下限が2,155,000株(所有割合:45.54%)に設定されているとのことです。買付予定数の下限である2,155,000株(所有割合:45.54%)は、本基準株式数(4,732,551株)から公開買付者が所有する当社株式の数(1,000,000株)及び本応募合意株式の数(280,000株)を控除した株式数(3,452,551株)の過半数に相当する株式(1,726,276株、所有割合:36.48%。これは、公開買付者と利害関係を有さない当社の株主の皆様が所有する当社株式の数の過半数、すなわち、いわゆる「マジョリティ・オブ・マイノリティ(Majority of Minority)」に相当する数にあたります。)に、本応募合意株式(280,000株)を加算した株式数(2,006,276株、所有割合:42.39%)以上となります。公開買付者は、本公開買付けは、公開買付者と利害関係を有しない当社の株主から過半数の賛同が得られない場合には成立せず、当社の少数株主(一般株主)の意思を重視したものであると考えているとのことです。

(7)本公開買付けに係る重要な合意に関する事項

本応募契約(佐々木氏)

公開買付者は、2023年11月6日付で、当社の第三位の株主である佐々木氏との間で、佐々木氏が所有する当社株式の全て(所有株式数:180,000株、所有割合:3.80%)について、本公開買付けに応募し、かかる応募を撤回しない旨の本応募契約(佐々木氏)を締結しているとのことです。なお、当該応募につき、前提条件は設定されていないとのことです。

また、本応募契約(佐々木氏)においては、佐々木氏の誓約事項として、()本公開買付けの決済の開始日までの間、当社の株主権を行使しないこと、()本公開買付けの決済の開始日までの間、本公開買付けへの応募を除き、全ての当社株式の処分又は取得等を行わず、また、第三者との間で、競合取引等を行わないこと、()第三者から競合取引等に係る申込み等を受けた場合には、公開買付者に対し、その事実を直ちに通知し、公開買付者と誠実に協議すること、()本公開買付けの決済の開始日以前の日を権利行使の基準日として開催される当社の株主総会(もしあれば)について、本公開買付けに応募する当社株式に係る議決権を有するときは、公開買付者の指示に従い、(a)当該議決権を公開買付者の指示に従って行使するか、又は(b)公開買付者又は公開買付者の指定する者に対し、当該議決権に係る包括的な代理権を授与する委任状その他一切の必要書類を交付するかいずれかの対応を行うことが定められているとのことです。

なお、本応募契約(佐々木氏)以外に、佐々木氏との間で本公開買付けに関する合意は存在せず、また、本公開買付けにおいて佐々木氏が応募する当社株式に係る対価以外に、本取引に関して公開買付者から佐々木氏に対して供与される利益は存在しないとのことです。

本応募契約(中島氏)

公開買付者は、2023年11月6日付で、当社の第六位の株主である中島氏との間で、中島氏が所有する当社株式の全て(所有株式数:100,000株、所有割合:2.11%)について、本公開買付けに応募し、かかる応募を撤回しない旨の本応募契約(中島氏)を締結しているとのことです。なお、当該応募につき、前提条件は設定されていないとのことです。

また、本応募契約(中島氏)においても、中島氏の誓約事項として、上記「本応募契約(佐々木氏)」に記載の佐々木氏の誓約事項と同一の誓約事項が定められているとのことです。

なお、本応募契約（中島氏）以外に、中島氏との間で本公開買付けに関する合意は存在せず、また、本公開買付けにおいて中島氏が応募する当社株式に係る対価以外に、本取引に関して公開買付者から中島氏に対して供与される利益は存在しないとのことです。

(8) その他

2024年3月期 第2四半期決算短信〔日本基準〕（非連結）の公表

当社は、2023年11月6日付で当社の2024年3月期 第2四半期決算短信〔日本基準〕（非連結）を公表しております。詳細については、当社の公表内容をご参照ください。

「配当予想の修正（無配）に関するお知らせ」の公表

当社は、2023年11月6日開催の取締役会において、本公開買付けが成立することを条件に、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。詳細につきましては、当社が2023年11月6日付で公表した「配当予想の修正（無配）に関するお知らせ」をご参照ください。

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】

(1) 普通株式

氏名	役職名	所有株式数(株)	議決権の数(個)
森 毅	代表取締役社長	900	9
倉増 晋	常務取締役 建築本部長	40,000	400
徐 智源	取締役 総務人事本部長	1,400	14
南 佳孝	取締役	-	-
田中 孝昭	取締役	-	-
石川 正博	常勤監査役	500	5
岩本 康博	監査役	-	-
小澁 高清	監査役	-	-
計	8名	42,800	428

(注1) 役職名、所有株式数及び議決権の数は、本書提出日現在のものです。

(注2) 取締役南佳孝及び田中孝昭は、社外取締役です。

(注3) 監査役岩本康博及び小澁高清は、社外監査役です。

(2) 新株予約権

氏名	役職名	所有個数(個)	株式に換算した数 (株)	株式に換算した議決 権の数(個)
森 毅	代表取締役社長	-	-	-
倉増 晋	常務取締役 建築本部長	160個	16,000	160
徐 智源	取締役 総務人事本部長	50個	5,000	50
南 佳孝	取締役	-	-	-
田中 孝昭	取締役	-	-	-
石川 正博	常勤監査役	-	-	-
岩本 康博	監査役	-	-	-
小澁 高清	監査役	-	-	-
計	8名	210	21,000	210

(注1) 役職名、所有個数、株式に換算した数及び株式に換算した議決権の数は、本書提出日現在のものです。

(注2) 常務取締役建築本部長倉増晋は、第1回新株予約権を20個、第2回新株予約権を40個、第4回新株予約権を100個所有しています。

(注3) 取締役総務人事本部長徐智源は、第4回新株予約権を50個所有しています。

- 5 【公開買付者又はその特別関係者による利益供与の内容】
該当事項はありません。
- 6 【会社の支配に関する基本方針に係る対応方針】
該当事項はありません。
- 7 【公開買付者に対する質問】
該当事項はありません。
- 8 【公開買付期間の延長請求】
該当事項はありません。

以 上