

【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12月20日
【報告者の名称】	株式会社細田工務店
【報告者の所在地】	東京都杉並区阿佐谷南3丁目35番21号
【最寄りの連絡場所】	東京都杉並区阿佐谷南3丁目35番21号
【電話番号】	03(3220)1111
【事務連絡者氏名】	取締役経営管理担当兼経営企画部長 武藤 雅康
【縦覧に供する場所】	株式会社細田工務店 (東京都杉並区阿佐谷南3丁目35番21号) 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、株式会社細田工務店をいいます。
- (注2) 本書中の「公開買付者」とは、株式会社長谷工コーポレーションをいいます。
- (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「法」とは、金融商品取引法(昭和23年法律第25号。その後の改正を含みます。)をいいます。
- (注5) 本書中の「令」とは、金融商品取引法施行令(昭和40年政令第321号。その後の改正を含みます。)をいいます。
- (注6) 本書中の「府令」とは、発行者以外の者による株券等の公開買付けの開示に関する内閣府令(平成2年大蔵省令第38号。その後の改正を含みます。)をいいます。
- (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。
- (注8) 本書中の「株券等」とは、株式に係る権利をいいます。
- (注9) 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10) 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。

1【公開買付者の氏名又は名称及び住所又は所在地】

名称 株式会社長谷工コーポレーション
所在地 東京都港区芝二丁目32番1号

2【公開買付者が買付け等を行う株券等の種類】

普通株式

3【当該公開買付けに関する意見の内容、根拠及び理由】

(1) 本公開買付けに関する意見の内容

当社は、2019年12月19日開催の取締役会において、下記「(2) 本公開買付けに関する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) 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」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のない旨の意見」に記載の方法により決議されております。

(2) 本公開買付けに関する意見の根拠及び理由

本項の記載のうち、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記載しております。

本公開買付けの概要

公開買付者は、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。）JASDAQスタンダード市場（以下「ジャスダック市場」といいます。）に上場している発行済みの当社株式の全て（当社が所有する自己株式を除きます。）を取得することを目的として本公開買付けを実施し、当社を公開買付者の完全子会社とする取引（以下「本取引」といいます。）を実施することを決定したとのことです。なお、公開買付者は、本書提出日現在、当社株式を所有していないとのことです。

また、公開買付者は本公開買付けの実施にあたり、当社の主要株主である筆頭株主のホソダ・エンタープライズ株式会社（所有株式：2,907,656株、所有割合（注1）：15.51%）、当社の創業者である細田茂氏の親族（配偶者）であり、当社の第4位大株主である細田安枝氏（所有株式：1,822,400株、所有割合：9.72%）、当社の第5位大株主の株式会社ミズホ（所有株式：1,134,960株、所有割合：6.06%）、当社の第6位大株主の瑞穂興業株式会社（所有株式：460,000株、所有割合：2.45%）、当社の創業者である細田茂氏の親族（長女の配偶者）である細田真二氏（所有株式：250,000株、所有割合：1.33%）、当社代表取締役社長である阿部憲一氏（所有株式：35,800株、所有割合：0.19%）及び阿部憲一氏の親族（次男）である阿部周治氏（所有株式：34,000株、所有割合：0.18%）（以下、総称して、「応募予定株主」といいます。）との間で、それぞれ、各応募予定株主が所有する当社株式の全て（合計所有株式：6,644,816株、所有割合の合計：35.45%）を本公開買付けに応募する旨の公開買付応募契約（以下、公開買付者が各応募予定株主との間で締結した応募契約を総称して、「本応募契約」といいます。）を2019年12月19日付で締結しているとのことです。本応募契約の詳細につきましては、下記「4. 公開買付者と当社の株主との間における公開買付けへの応募に係る重要な合意に関する事項」をご参照ください。

（注1） 「所有割合」とは、当社が2019年11月7日に提出した「第64期第2四半期報告書」（以下「本四半期報告書」といいます。）に記載された2019年9月30日現在の当社の発行済株式総数（19,016,512株）から、当社が2019年11月5日に公表した「2020年3月期 第2四半期決算短信〔日本基準〕（連結）」（以下「本四半期決算短信」といいます。）に記載された2019年9月30日現在の当社が所有する自己株式数（274,302株）を控除した株式数（18,742,210株）に占める割合をいいます（小数点以下第三位を四捨五入しております。以下所有割合の記載について他の取扱いを定めない限り同じです。）。

公開買付者は、本公開買付けにおいては、買付予定数の下限（注2）を12,494,807株（所有割合：66.67%）と設定し、本公開買付けに応じて売付け等がなされた株券等（以下「応募株券等」といいます。）の総数が12,494,807株に満たない場合には応募株券等の全部の買付け等を行わないこととしているとのことです。買付予定数の下限は、本公開買付け後の公開買付者が所有する議決権数の合計が当社の総議決権の3分の2以上となるよう設定しているとのことです。一方、公開買付者は、本公開買付けにおいて、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。）を取得することを企図しているため、買付予定数の上限については設定せず、応募株券等の総数が買付予定数の下限（12,494,807株）以上の場合は、応募株券等の全部の買付け等を行うこととしているとのことです。また、本公開買付けが成立した場合には、公開買付者は、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）」に記載のとおり、当社の株主を公開買付者のみとするための一連の手続を実施することを予定しているとのことです。

(注2) 買付予定数の下限(12,494,807株)は、本四半期報告書に記載された2019年9月30日現在の当社の発行済株式総数(19,016,512株)から、本四半期決算短信に記載された2019年9月30日現在の当社が所有する自己株式数(274,302株)を控除した株式数(18,742,210株)に3分の2を乗じた数(小数点以下を切り上げております。)です。

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並びに本公開買付け後の経営方針

() 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、1937年2月に個人企業長谷川工務店として創業した後、「都市と人間の最適な生活環境を創造し、社会に貢献する。」を企業理念として掲げ、マンション等の企画・設計から施工までを行う総合建設業を中心に多角的に事業を展開する企業グループへと成長してきたとのことです。現在、公開買付者及び関係会社(子会社85社、関連会社2社)からなる公開買付者グループ(以下「公開買付者グループ」といいます。)は、建設関連事業、サービス関連事業及び海外関連事業を主要な事業として事業活動を展開しているとのことです。

公開買付者は住まいと暮らしを創造する企業グループへと飛躍することを目指し、事業エリア・事業分野の拡大へ向けた取り組みを加速するべく、必要とする事業分野への事業・資本提携及びM&A等で推進加速することを重点戦略としているとのことです。

一方、当社は、1947年1月に創業し、1957年2月に木造戸建分譲住宅の設計、施工及び販売を主たる業務として東京都新宿区に株式会社細田工務店として設立いたしました。創業以来、家づくりを通じて社会基盤の向上に貢献したいという信念のもと、品質のよい永く愛される住いの供給に取り組んで参りました。また、当社は、分譲事業、建設事業、ストック事業(注1)を主要な事業領域とし、不動産セグメントにあたる株式会社細田ライフクリエーション及び建設セグメントにあたる株式会社細田カスタマーサポートを含めた、当社、当社の完全子会社である株式会社細田ライフクリエーション及び当社の完全子会社である株式会社細田カスタマーサポートからなる当社グループ(以下「当社グループ」といいます。)は常に「顧客第一主義」をモットーに、お客様の多様化するニーズに対応できる企画設計、厳しい品質管理での施工、きめ細やかな心づかいの販売及び完成後のアフターメンテナンスや増・改築への対応を実践し「暮らしの価値をつくるプロフェッショナルカンパニー」を目指して参りました。

(注1) 当社におけるストック事業は、リフォーム受注、仲介、アフターメンテナンス、インスペクションなどの事業です。

当社グループは新築戸建住宅の開発・分譲を行う分譲事業、個人受注・法人受注に対応した建設事業、リフォーム、アフターメンテナンス、不動産仲介・賃貸及び買取再販を行うストック事業を主要な事業領域として企業活動を展開しております。2004年12月には東京証券取引所ジャスダック市場に株式上場し、現在に至っております。

しかしながら、当社は昨今の用地取得競争の激化による仕入原価の上昇に伴い、販売価格も上昇し、それによりお客様の購買意欲も減退するなど市場環境が悪化したいたしました。加えて、当社は、競合他社を含めた供給過多により需給バランスが崩れたことで国分寺・国立等の多摩エリアや東急田園都市線沿線を中心に、値引き販売を余儀なくされ、期初に見込んでいた販売価格を下回ることとなりました。このため当社が保有するたな卸資産について評価損を計上したことによる財務基盤の悪化も重なり、当社グループの事業環境は厳しい状況にあります。かかる状況を踏まえ、当社では抜本的な事業構造の改革に向け、他社との協業や資本提携も選択肢の一つとして2018年10月頃より検討するに至りました。厳しい経営環境下での当社事業の発展及び企業価値の向上に向け、協業や資本提携の候補先として、同業他社も含めた複数の企業と、シナジー効果の発揮も十分に考慮し、協業と資本提携の検討を行って参りましたが、いずれも当社が目指す分譲事業・建設事業・ストック事業全ての発展に効果を見出すことができず、実現には至りませんでした。

こうした中、当社の主力銀行である株式会社りそな銀行(以下「りそな銀行」といいます。)より、公開買付者が2015年5月にグループ化した総合地所株式会社が戸建事業を展開していることもあり、主要事業であるマンション事業に加え、分譲住宅、賃貸住宅、高齢者住宅、商業、介護、子育て、健康、医療、教育等の「住まいと暮らし」に関連する事業を拡大したく、戸建事業についても拡充させる可能性があるとの情報を2019年7月上旬に入手し、当社としても公開買付者であれば、用地仕入力を強化でき、財務基盤安定化のサポートを受けることが見込まれると考え、公開買付者に2019年7月下旬に協業及び資本提携の可能性について、検討の申し入れを行い、2019年8月1日付でりそな銀行とフィナンシャル・アドバイザー契約を締結しました。

また、公開買付者は、「住まいと暮らし」に関する事業の拡大を目的として、戸建住宅に関する資本提携・業務提携の可能性を検討していたところ、2019年7月下旬に、当社からの提携の相談を受け、当社との業務提携・資本提携に関する初期的な検討を開始し、当社の事業の強みや弱点を補完し将来に向けて成長させるためには、業務提携・資本提携ではなく、公開買付者及び当社の意思決定の一体化と柔軟かつ戦略的な事業運営体制を整える観点から、公開買付者の連結グループ傘下に当社を加えることが効果的であり、当社

を連結子会社とすることで公開買付者も事業基盤の更なる強化が可能となると判断し、2019年8月29日に、当社に対して、当社の連結子会社化に向けた検討・協議を開始したい旨を申し入れたとのことです。

その後、公開買付者は2019年9月上旬、公開買付者及び当社から独立したフィナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関として株式会社KPMG FAS（以下「KPMG」といいます。）を、2019年9月中旬、リーガル・アドバイザーとして弁護士法人北浜法律事務所をそれぞれ選任し、本取引に関する初期的な検討・協議を開始したとのことです。

その上で、公開買付者は、本取引の実現可能性の精査のためのデュー・ディリジェンスを2019年9月中旬から2019年12月上旬まで実施（当該デュー・ディリジェンスは2019年12月上旬に終了しております。）するとともに、並行して当社との間で、本公開買付けを含む提案の諸条件、当社の財務基盤を改善し事業競争力を強化する施策について協議を重ねて参りました。

その結果、公開買付者は、本取引の実施により、既に展開している新築戸建住宅の開発・分譲事業に加えて、個人・法人からの設計、施工による建設事業等まで、戸建事業の領域拡大につながり、より幅広い顧客層に対して「住まいと暮らし」の選択肢を提供することが可能となると2019年11月5日に、判断されたとのことです。

また、公開買付者は、本取引の実行に係る公開買付者のメリットとして、マンション分譲用地取得及び開発後に残余している一部戸建向き用地を、これまでは他業者に転売していたところ、本取引実施後は、当社に分譲事業用地として提供し、当社の分譲事業のノウハウを活かし、単なる土地の転売ではなく分譲事業を展開することで、価値を付加した商品として顧客に提供ができること、本取引実施により、公開買付者グループで展開するリノベーション事業において、当社が保有するリフォームのノウハウを活用することで外部流出していたリノベーション工事の内製化やリノベーション工事のバリエーションを増やすことにより顧客へ提供可能なサービスの多様化が期待できると考えているとのことです。他方で、公開買付者は、本取引の実行に係る当社のメリットとして、資材購入の共同化によるコストダウンが図られること、当社が公開買付者グループの一員となることに伴う当社の信用力の強化による借入コストの低減及び公開買付者における当社に対する公開買付者グループ内ファイナンスの利用・活用により当社の財務基盤の改善が図られること等があると考えているとのことです。

以上本取引の実施が、当社の企業価値向上に資するものであり、また、公開買付者グループとしても事業基盤の更なる強化につながるとの判断に至ったとのことです。また、当社においては、建築資材の高騰や物流コストの上昇等業界を取り巻く厳しい事業環境が継続していることに加えて、首都圏での事業用地の高騰に起因した用地取得競争の激化による仕入原価の上昇に伴い、販売価格も上昇し、それによりお客様の購買意欲も減退するなど市場環境が悪化している状況にあり、さらに競合他社を含めた供給過多による需給バランスが崩れたことで値引き販売を余儀なくされ、当初見込んでいた販売価格を下回ることでのた卸資産の評価損を計上したことによる財務基盤の悪化や、無配を継続するなど株式市場の期待にも応えられない状況が当社において続いております。このような当社の状況を踏まえると、公開買付者としても現時点において本取引を行うことは、当社の株主に対して将来の事業環境の不確実性に伴うリスクを負担させることなく合理的な株式売却の機会を提供することとなる結果、当社の株主利益にも資するものであると2019年11月5日時点で考えるに至ったとのことです。

これらの協議・交渉の中で、公開買付者は、公開買付者が当社との間でこれらの施策を迅速かつ着実に実現するためには、当社及び公開買付者の意思決定の一体化と柔軟かつ戦略的な事業運営体制を整えることが必要となること、当社の上場を維持し、上場会社としての独立性を前提とする業務提携や資本提携ではなく、少数株主との利益相反のおそれを排して、当社を公開買付者の完全子会社とすることが必要不可欠であると判断したとのことです。また、公開買付者は、当社を完全子会社化することにより、激しい競争環境の中において住宅・不動産市場動向や顧客ニーズの変化に対して機動的に対応するため、迅速な意思決定が実現できると考え、さらに、当社を非公開化し当社の上場維持費用（株主総会の運営や金融商品取引法上の有価証券報告書等の継続開示に係る費用等）を削減することにより当社の経営の効率化も図ることができると考え、2019年11月5日、当社株式の全てを取得し、当社を非公開化・完全子会社化することが最も適切な対応であるとの結論に達したとのことです。

そこで、公開買付者は、2019年11月5日に、本公開買付けを通じた資本関係の強化によって両者における事業基盤の更なる強化が可能となり、当社の非公開化によって上場維持に伴う負担を削減できることから、本取引が公開買付者及び当社、ひいては公開買付者グループ全体の企業価値向上に寄与し、公開買付者は、当社グループを取り巻く事業環境及び当社グループの経営課題を踏まえた場合、当社は本取引により公開買付者とともに諸施策を講じることによって、早急に当社の経営課題に対応することが必要と考えているところ、これらの施策を当社単独で上場を維持したまま実施することは長期のリードタイムが生じる他、不確実性を伴うため、少数株主の皆様への影響を考慮すると、リスクを負担いただくことは適切ではなく、

これらの施策を迅速かつ着実に実現し効果を楽しむためには、当社及び公開買付者の意思決定の一体化と柔軟かつ戦略的な事業運営体制を整えることが必要となること、公開買付者は、当社の上場会社としての独立性を前提とする業務提携や資本提携ではなく、少数株主との利益相反のおそれを排して、当社が公開買付者の完全子会社となることが適切であるとの結論に至り、当社を公開買付者の完全子会社とすることが、当

社の企業価値を一層高めるのに資するとの考えに至り、当社に対し、2019年11月5日、本公開買付けを含む当社の完全子会社化に向けた本取引の具体的提案を行ったとのことです。その後、公開買付者は、当社との間で、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を含む本取引の条件等について、2019年11月25日に本公開買付価格を1株当たり128円とする旨の提案を行う等し、協議・交渉を重ねました。

また、公開買付者は、2019年12月上旬、応募予定株主に対しても、本公開買付けにおける当社株式の売却の打診を行い、応募予定株主との間で本公開買付価格を含む本応募契約の条件についての協議・交渉を行い、2019年12月19日、応募予定株主が所有する当社株式の全て(6,644,816株)について本公開買付けに応募する旨の意向を確認しました。

かかる協議・交渉の結果を踏まえて、公開買付者は2019年12月19日開催の取締役会において、本取引の一環として、本公開買付価格を130円として本応募契約の締結を含む本公開買付けを実施することを決定したとのことです。

() 本公開買付け後の経営方針

公開買付者としては、本公開買付け後においても当社の商号を原則は継続使用し、また公開買付者より複数名の取締役を派遣することを検討しておりますが、人選を含めて現時点で具体的に確定している事実はなく、本取引の完了後に、当社と改めて協議の上決定することを想定しているとのことです。

公開買付者は上記「() 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」に記載の施策を講じることを考えており、当社の事業の特性や強みを十分に活かした経営を行い、当社事業の強化を図り、公開買付者とのシナジー効果を最大限実現できる体制作りを目指し、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、2019年8月1日付で、フィナンシャル・アドバイザーとしてりそな銀行を、2019年8月29日に公開買付者から当社に対して本取引の初期的な提案がなされたことを契機として、当社は、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」に記載のとおり、本公開買付価格の公正性その他本公開買付けを含む本取引の公正性を担保すべく、第三者算定機関としてアドバンス・ビジネス・ダイレクションズ株式会社(以下「ABD」といいます。)を、リーガル・アドバイザーとして渥美坂井法律事務所・外国法共同事業(以下「渥美坂井法律事務所」といいます。)を選任するとともに、2019年11月5日付で、本取引の提案を検討するための特別委員会(以下「本特別委員会」といいます。本特別委員会の委員の構成及び具体的な活動内容等については、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」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。)を設置し、本取引に関する提案を検討するための体制を整備いたしました。

なお、公開買付者から当社に対して本取引の提案がなされた後、当社は2019年12月19日に「業績予想の修正に関するお知らせ」を公表し連結業績予想の下方修正(以下「当業績修正」といいます。)を行っております。当業績修正は、主力分譲事業におけるマーケットの過剰供給により、市場価格の下落が一部継続しており、当初計画した176棟の販売棟数及び売上予算の達成が難しい状態となった他、今期に入り消費税増税後のお引渡しとなることから、モデルハウスへの来場者が減少したことにより、注文建築の個人受注において予定した受注量の確保ができず、当初計画した50棟の販売棟数及び売上予算を下回る見込みとなったことを理由とするものであり、本取引とは無関係に行われたものです(当社が2019年12月19日付で公表した「業績予想の修正に関するお知らせ」をご参照ください。)

当社グループは基本方針である「市場変化に対応できる体質の構築」に則り、各種施策を推進し、生産コストの低減と販売費及び一般管理費の削減をしつつ、主力の分譲事業を中心に質の高い住宅の供給及びサービスの提供を行うことで利益率の向上に努めて参りました。当社グループの分譲事業においては、杉並エリアをはじめとした「グローイング・シリーズ」(注2)の継続的な供給を目指しながら、用地取得における事業エリアの厳選、広告宣伝費の圧縮、在庫回転率の向上を目的とした一部プロジェクトの事業期間短縮計画の推進、ソーシャル・ネットワーキング・サービスによる集客の向上等を行って参りました。当社グループの建設事業においては、主力の法人受注の継続とともに、軽量鉄骨造の受注を目指した積極的な取り組みや、個人受注における「賃貸併用住宅」及び「賃貸住宅」の受注営業の積極的な展開、「完成現場見学会」の開催による集客や受注単価並びに契約率の向上に努めて参りました。ストック事業においては、リフォーム受注を目的とした、本社及び杉並区内4か所に展開をしている「家と暮らしの相談所」での各種セミナーの開催やイベントの実施、また、住宅設備メーカー等のショールームをバスツアーでめぐる「リフォーム相談会」の実施等、地域に密着した営業展開を行い、消費者の需要喚起及び新規顧客の開拓を行って参りました。

(注2) 当社が提供している新築戸建分譲住宅の商品を総称して「グローイング・シリーズ」と呼称しております。

しかしながら、2019年3月期につきましては、国分寺・国立等の多摩エリアや東急田園都市線沿線における事業用地取得の激しい競争環境下での仕入価格の高騰、建築資材価格や物流コストの上昇の影響を受ける一方、競

合他社を含めた供給量の過多により需給バランスが崩れたため、当初計画した販売棟数210棟に対し160棟の実績に留まりました。また、販売価格においても、当初計画していた平均予定価格69百万円のところ67百万円の実績となり、未販売の物件につきましては更なる価格修正が必要となったことから、たな卸資産評価損を計上したこと、過剰供給の環境下での販売促進に係る広告宣伝費や販売手数料が結果として増加計上されたことなどから、連結損益計算書では営業損失323百万円、経常損失612百万円、当期純損失671百万円となり、当社グループの自己資本を毀損する結果となりました。

また、2020年3月期につきましても当社グループの主力の分譲事業において、前期末より繰り越した物件及び新規分譲物件の早期販売を目指してソーシャル・ネットワーキング・サービスによる集客の強化や「モデルハウスオープンイベント」等の実施により新規来場顧客の獲得及び成約数の確保に努めておりますが、一部エリアでは依然として需給バランスが崩れているために、2020年3月期の当初予算においては、第2四半期時点での販売棟数を83棟と計画していたところ、2020年3月期の第2四半期決算時点においては、販売棟数69棟の実績となったため、本四半期報告書では連結累計で営業損失157百万円、経常損失258百万円、四半期純損失266百万円となりました。

以上のことから、今後の事業展開を行ううえで当社グループとして「抜本的な事業構造の改革による安定的な黒字体質の定着及び内部留保の再蓄積」を目指していく必要があり、その達成のために主として以下のような経営課題があると考えております。

() 用地仕入れ・たな卸資産について

当社が土地の仕入れを行う際には、その土地の立地条件・面積・価格・地盤等について調査を行うとともに周辺の販売取引状況を調査検討しておりますが、想定する価格で販売できない場合には当社の業績に影響を及ぼす可能性があります。他社との競合、情報収集の遅れ・不足等により土地の仕入れが想定どおりにできない事態が発生することも想定されます。また、当社は戸建分譲を主力事業としているため、総資産額に占めるたな卸資産の割合が高くなっております。想定されるリスクの排除に努めておりますが、土地の取得後、開発や販売に長期間を要し、その間に土地の時価が下落した場合には、評価損が発生し、当社グループの業績に影響を及ぼす可能性があります。

() 外注業務について

建築工事においては、当社は全ての工事を一括外注するのではなく、当社社員が施工管理（品質・工程・コスト・安全の管理等）の業務を行っておりますが、施工面の大部分を外部に委託しているため、当社の選定基準に合致する外注先を十分に確保できない場合や工期の遅延、外注価格の上昇により建築コストが増加する場合等には当社グループの業績に影響を及ぼす可能性があります。

() 有利子負債への依存について

当社は販売用不動産の土地仕入資金の一部を金融機関からの借入れ等によって調達しております。総資産額に占める有利子負債の割合が高いため、事業資金の調達や返済が景気動向や金融政策等に左右され、これにより当社グループの経営成績及び財政状態に影響を及ぼす可能性があります。

当社は、事業構造の中長期的な改革を検討する一方で、当社の抜本的な改革に取り組むためには他社との協業や資本提携も重要な選択肢の一つとなり得ることから、協業や資本提携の候補先として複数の企業との連携を探りつつ、主力銀行であるりそな銀行とも協議を重ねて参りました。こうした中、公開買付者が主要事業であるマンション事業に加え、「住まいと暮らし」に関連する事業の拡大を検討しているとの情報を入手し、当社としても公開買付者との協業や資本提携であれば、用地仕入力を強化でき、財務基盤安定化のサポートを受けることが見込まれると考え、公開買付者に2019年7月下旬に協業及び資本提携の可能性について検討の申し入れを行いました。その後、当社と公開買付者は、継続して協業及び資本提携の可能性について検討し、当社は、2019年8月29日に公開買付者から当社の連結子会社化の可能性も含めた初期的な提案の提示をいただきました。

その後、当社は、本取引の実現可能性の精査のためのデュー・ディリジェンスを2019年9月中旬から2019年12月上旬まで（当該デュー・ディリジェンスは2019年12月上旬に終了しております。）受け入れるとともに、並行して公開買付者との間で、本公開買付けを含む提案の諸条件、当社の財務基盤を改善し事業競争力を強化する施策について協議を重ねて参りました。

当社と公開買付者との間で協議を重ねた結果、公開買付者は、当社を公開買付者の完全子会社とすることが当社の企業価値を一層高めるのに資するとの考えに至ったとのことであり、当社は、公開買付者から、2019年11月5日、当社の非公開化・完全子会社化を含む本取引の具体的提案の提示をいただきました。なお、当社は、上記の公開買付者との協議と並行して、本公開買付価格の公正性その他本公開買付けを含む本取引の公正性を担保すべく、2019年9月上旬より、本取引に関する具体的提案を検討するための体制の整備を開始いたしました。その後、公開買付者から、当社の非公開化・完全子会社化を含む提案を受けたことから、本取引の公正性を担保すべく、2019年11月5日に、本取引の提案を検討するための本特別委員会を設置いたしました。

当社は、2019年11月から2019年12月にかけて公開買付者との協議および交渉の過程において、本特別委員会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、要請等に基づき、りそな銀行及び渥美坂井法律事務所の助言やABDの株価評価を受けながら、公開買付者との間で複数回に亘る協議・検討を重ねて参りました。公開買付者との協議・検討の結果、当社は、本取引を通じて以下のような効果が生じ、現状の経営課題の改善とともに本取引が当社の企業価値の向上に資するものであると判断するに至りました。

() 用地仕入れの強化

公開買付者グループはマンション分譲用地取得及び開発後に残余している一部用地を他業者へ売却等を行うことがあるところ、本取引を通じて、従前までは公開買付者から他業者へ売却していた用地を、当社が分譲事業用地として仕入れることが可能となります。併せて公開買付者グループが持つ用地情報の当社への共有及び当該情報の有効活用により、当社の用地仕入れが強化され、土地の立地条件・面積・価格・地盤・周辺の販売取引状況等の市場調査・分析力の向上も見込まれます。

() 購買の効率化

本取引を通じて当社及び公開買付者グループは、当社の分譲事業や建設事業と公開買付者グループのマンション分譲事業において、両者における購買情報及び購買政策の共同化等が可能となり、公開買付者の購買力と信用力を活用することで、当社の購買部門における調達効率向上が見込まれます。

() 営業力の強化

当社の建設事業においては、公開買付者グループが持つ、特に法人受注部門の取引先との豊富な取引実績やブランド力を活用した信用力向上に伴い、既存ディベロッパーとの取引関係は、より強固なものとなり、また、当社が従前、取引関係を有していなかった新規ディベロッパーからの法人受注の獲得も期待されます。

() ファイナンス力の強化、弾力的な資金調達及び調達金利の軽減

公開買付者グループの信用力を有効活用し、従前まで当社単独で行ってきた用地取得、モデルハウス建築において、より大規模かつ積極的な用地取得及び投資が可能となる他、当社グループがこれまで販売用不動産の土地仕入れのために調達していた金融機関からの借入れを公開買付者グループからのグループファイナンスに切り替えることにより、今以上の弾力的な資金調達及び金利軽減効果を見込むことができ、機動的な事業運営が期待されます。

() 経営資源の効率的活用によるコスト削減

本取引を通じて当社及び公開買付者グループは、より活発な人的交流を実現することができ、また、中長期的には両者の不足機能を相互に補完し、重複機能を削減することにより、グループとして最適な人員配置が可能になるものと考えております。また、本取引によって上場において必要とされる管理部門の費用等の負担を解消し、事業成長への経営資源の集中を図ることが可能になると考えております。

当社グループを取り巻く事業環境及び当社グループの経営課題を踏まえた場合、当社は本取引により公開買付者とともに諸施策を講じることによって、早急に当社の経営課題に対応することが必要と考えておりますが、これらの施策を当社単独で上場を維持したまま実施することは長期のリードタイムが生じる他、不確実性を伴うため、少数株主の皆様への影響を考慮すると、リスクを負担いただくことは適切ではないものと考えております。また、これらの施策を迅速かつ着実に実現し効果を楽しむためには、当社及び公開買付者の意思決定の一体化と柔軟かつ戦略的な事業運営体制を整えることが必要となること、当社の上場会社としての独立性を前提とする業務提携や資本提携ではなく、少数株主との利益相反のおそれを排して、当社が公開買付者の完全子会社となるのが適切であると考えてに至りました。そして、現時点において本取引を行うことにより、当社の株主に対して将来の事業環境の不確実性に伴うリスクを負担させることなく合理的な株式売却の機会を提供することが、当社の株主利益にも資するものであると考えてに至りました。

他方で上記()から()における本取引及び取引後の諸施策による効果を踏まえると、非公開化による雇用及び士気・信用・ブランド等への影響や市場からの資金調達手段の制約等のデメリットは限定的であると考えております。

また、本公開買付価格については、当社は、2019年11月25日に公開買付者から本公開買付価格を1株当たり128円とする旨の提案を受けた後、2019年11月26日付でABDから取得した、当社株式の株式価値にかかる試算結果の報告を受け、当該報告内容及び本特別委員会により事前に確認された交渉方針を踏まえた上で、2019年11月27日に、公開買付者に対し、本公開買付価格の再検討を要請いたしました。その後も当社は、本特別委員会に対して適時に交渉状況の報告を行い、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、りそな銀行及び渥美坂井法律事務所の助言を受けながら、本公開買付価格について、公開買付者との間で、協議・交渉を続け、その結果、公開買付者からは、2019年12月3日に、本公開買付価格を1株当たり130円とする旨の再提案を受けました。

その後、本特別委員会とも協議の結果、再度公開買付者に対し、公開買付者グループ傘下となることによる販売単価・在庫回転率向上等のシナジーが図れるのではないかと協議・交渉致しました。しかしながら公開買付者としては、公開買付者グループ傘下になることによる効果の定量化は難しく、一方で資材購入の共同化によるコストダウンや、当社が公開買付者グループの一員となることに伴う当社の信用力強化による借入コストの低減及び公開買付者における当社に対する公開買付者グループ内ファイナンスの利用・活用は既に提示済みの本公開買付価格に織り込み済みであるとの回答を受けました。

当社は、当該提案について、その妥当性を本特別委員会に確認する他、ABDから意見等を聴取するとともに、2019年12月18日付でABDから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。）の内容も踏まえて慎重に検討を行いました。その結果、()本公開買付価格130円が下記「(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」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」に記載されているABDによる当社株式の株式価値算定結果において、市場株価法に基づく算定結果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。）の算定結果のレンジの中央値を上回るものであること、（ ）本公開買付価格が、本公開買付けの公表日である2019年12月19日の前営業日である2019年12月18日の東京証券取引所ジャスダック市場における当社株式の終値121円に対して7.44%（小数点以下第三位を四捨五入。以下、プレミアムの計算について同じです。）のプレミアムを加えた価格、同日までの直近1ヶ月間（2019年11月19日から同年12月18日）の終値単純平均値113円（小数点以下を四捨五入。以下、終値単純平均値の計算において同じです。）に対して15.04%、過去3ヶ月間（2019年9月19日から同年12月18日）の終値単純平均値110円に対して18.18%、過去6ヶ月間（2019年6月19日から同年12月18日）の終値単純平均値109円に対して19.27%のプレミアムをそれぞれ加えた価格となっていること、（ ）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」に記載の利益相反を解消するための措置等の公正性を担保するための措置が取られていること等、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、（ ）上記措置がとられたうえで、公開買付者と当社との間で、協議・交渉が複数回行われたうえで決定された価格であること、（ ）本特別委員会が、本公開買付価格について、妥当である旨の意見を述べていること等を踏まえ、本公開買付けは当社の株主の皆様に対して合理的な株式売却の機会を提供するものであると判断いたしました。

なお、本公開買付価格は、当社の2019年9月30日現在の簿価純資産から算出した1株当たり純資産額である259.38円を下回っておりますが、資産売却等が必ずしも容易ではないことや清算に伴い相当程度追加的なコストが発生すること等を考慮すると、簿価純資産額がそのまま換価されるわけではなく、相当程度毀損することが見込まれることに加え、当社が継続企業であることを踏まえると、1株当たり純資産額のみを基準として本公開買付価格を判断することは妥当ではないと考えております。

以上のとおり、当社は、本取引が当社の企業価値の向上に資するものであるとともに、本公開買付けは当社の株主の皆様に対して合理的な株式売却の機会を提供するものであると判断し、2019年12月19日開催の当社取締役会において、本公開買付けに賛同の意見を表明し、当社の株主の皆様に対して、本公開買付けに応募することを推奨する旨決議いたしました。

なお、上記当社の取締役会における決議の方法については、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」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のない旨の意見」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

当社は、本公開買付けに関する意見表明を行うにあたり、当社及び公開買付者から独立した第三者算定機関であるABDに対して、当社株式の株式価値の算定を依頼しました。なお、ABDは当社及び公開買付者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おりません。

ABDは、複数の株式価値算定手法の中から当社の株式価値にあたり採用すべき算定手法を検討した結果、当社株式が東京証券取引所ジャスダック市場に上場していることから市場株価法及び将来の事業活動の状況を算定に反映するためにDCF法を用いて当社の株式価値算定を行い、当社は2019年12月18日付で当社株式価値算定書を取得いたしました。

なお、当社は、ABDから本公開買付価格の妥当性に関する意見書（フェアネス・オピニオン）を取得しておりません。

上記各手法において算定された当社株式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	109円から113円
DCF法	91円から141円

市場株価法では、2019年12月18日を基準日として、東京証券取引所ジャスダック市場における当社株式の基準日終値121円、直近1ヶ月間の終値単純平均値113円（小数点以下四捨五入。本項において以下終値単純平均値の計算について同じです。）、直近3ヶ月間の終値単純平均値110円及び直近6ヶ月間の終値単純平均値109円を基に、当社株式1株当たりの価値の範囲を109円から113円までと算定しております。

DCF法では、当社の2021年3月期から2023年3月期までの3期分の事業計画における収益や投資計画、一般に公開された情報等の諸要素を前提として2019年10月以降に当社が将来創出され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いて当社の企業価値や株式価値を算定し、当社株式の1株あたり株式価値の範囲を91円から141円と算定しております。なお、割引率は5.97%から6.30%を採用して株式価値を算定しております。

当社作成の事業計画は、当社の経営陣による現時点で得られる入手可能な情報に基づき作成されたものです。

また、ABDがDCF法による算定の前提とした当社作成の事業計画に基づく財務予測は以下のとおりであり、前年度比較において大幅に増益となる事業年度が含まれております。なお、当該財務予測については、ABDと本特別委員会との間で質疑応答を行うとともに、本特別委員会がその内容や前提条件等の合理性を確認しております。

具体的には、個人受注における新ブランド商品開発に伴う販売棟数の増加及び法人受注における新規メニューの受注活動の取り組みによる販売棟数の増加等により、2022年3月期においては、営業利益340百万円、2023年3月期においては、営業利益513百万円になることを見込んでおります。また、資産面においては、分譲事業に関して、2020年3月期及び2021年3月期においては、着実な販売棟数の確保を前提とした仕入棟数の削減による運転資本の減少によりフリー・キャッシュ・フローの増加を想定しております。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きましては、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は困難であるため、反映しておりません。

（単位：百万円）

	2020年3月期 (6ヶ月)	2021年3月期	2022年3月期	2023年3月期
売上高	10,679	17,455	18,779	19,517
営業利益	250	80	340	513
EBITDA	287	167	426	599
フリー・キャッシュ・フロー	2,097	2,335	121	355

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、本公開買付価格の公正性を担保するため、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、フィナンシャル・アドバイザーであるKPMG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、KPMGは公開買付者及び当社の関連当事者には該当せず、本公開買付けを含む本取引に関して、重要な利害関係を有していないとのことです。

KPMG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にあたり採用すべき算定手法を検討した結果、当社株式が東京証券取引所ジャスダック市場に上場していることから株式市価法及び将来の事業活動の状況を算定に反映するためにDCF法を用いて当社の株式価値の算定を行い、公開買付者は2019年12月18日付でKPMGから当社株式の株式価値に関する株式価値算定書（以下「公開買付者算定書」といいます。）を取得したとのことで

す。なお、公開買付者は、KPMGから本公開買付価格の妥当性に関する意見書（フェアネス・オピニオン）を取得していないとのことです。

上記各手法において算定された当社株式1株当たりの価値の範囲はそれぞれ以下のとおりとのことです。

株式市価法	109円～121円
DCF法	117円～147円

株式市価法では、2019年12月18日を基準日として、東京証券取引所ジャスダック市場における当社株式の基準日終値121円、直近1ヶ月間の終値単純平均値113円（小数点以下四捨五入。本項において以下終値単純平均値の計算について同じです。）、直近3ヶ月間の終値単純平均値110円及び直近6ヶ月間の終値単純平均値109円を基に、当社株式の1株当たり株式価値の範囲を109円から121円までと算定しているとのことです。

DCF法では、当社の2021年3月期から2023年3月期までの3期分の事業計画における収益や投資計画、一般に公開された情報等の諸要素を前提として2019年10月以降に当社が将来創出され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いて当社の株式価値を算定し、当社株式の1株あたり株式価値の範囲を117円から147円と算定しているとのことです。なお、DCF法で前提とした事業計画においては、当社との間で複数回の質疑応答を行い、その作成経緯の理解及び当社の現状を把握した上で、公開買付者と協議を行い、当社作成の事業計画の実現可能性を考慮して一定の下方修正を行う一方で、本取引の実行により実現することが期待される資材等の共同調達によるコスト圧縮、信用力の強化による借入れコストの低減についてのシナジー効果を織り込んでいるとのことです。具体的には、当社が2019年12月19日付で公表した「業績予想の修正に関するお知らせ」に記載の2020年3月期累計期間の連結業績予想数値である売上高20,162百万円、営業利益168百万円、経常損失35百万円に対して、2021年3月期の売上高17,455百万円、営業利益454百万円、経常利益297百万円と減収、大幅な増益並びに黒字化を見込み、2022年3月期以降は、2021年3月期とおおむね同水準で推移する前提を前提しているとのことです。

公開買付者は、KPMGから取得した公開買付者算定書の算定結果を参考としつつ、当社株式の東京証券取引所ジャスダック市場における市場価格の推移、過去の発行者以外の者による完全子会社化を目的とした株券等の公開買付けの事例において買付け等の価格決定の際に付与されたプレミアムの実例、当社取締役会による本公開買付けへの賛同の可否及び本公開買付けに対する応募数の見通し等を総合的に勘案し、応募予定株主及び当社との協議・交渉の経過等を踏まえ、2019年12月19日開催の取締役会において、本公開買付価格を1株当たり130円と決定したとのことです。

なお、本公開買付価格である1株当たり130円は、本公開買付けの公表日の前営業日である2019年12月18日の東京証券取引所ジャスダック市場における当社株式の終値121円に対して7.44%（小数点以下第三位を四捨五入。本項において以下プレミアムの数値（%）について同じです。）、2019年11月19日までの直近1ヶ月間の終値単純平均値113円に対して15.04%、2019年9月19日までの直近3ヶ月間の終値単純平均値110円に対して18.18%、2019年6月19日までの直近6ヶ月間の終値単純平均値109円に対して19.27%のプレミアムをそれぞれ加えた価格とのことです。

(4) 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、東京証券取引所ジャスダック市場に上場していますが、公開買付者は本公開買付けにおいて買付予定数の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、所定の手続きを経て上場廃止となる可能性があります。また、本公開買付けの成立時点では当該基準に該当しない場合でも、本公開買付けの成立後に、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）」に記載の各手続を実施することとなった場合には、上場廃止基準に該当し、当社株式は、所定の手続き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ジャスダック市場において取引することはできません。

(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) 本公開買付けに関する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、当社を公開買付者の完全子会社とする方針であり、本公開買付けにおいて公開買付者が当社株式の全てを取得することが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、当社株式の全ての取得を目的として、完全子会社化手続を実施することを予定しているとのことです。

株式売渡請求

公開買付者は、本公開買付けの成立により、公開買付者の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（平成17年法律第86号。その後の改正を含みます。以下同じとします。）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（公開買付者及び当社を除きます。以下同じです。）の全員に対し、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

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、本公開買付価格と同額の金銭を当社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、その旨を当社に通知し、当社に対して株式売渡請求の承認を求めるとのことです。当社が取締役会の決議により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、当社の株主の個別の承諾を要することなく、公開買付者は、株式売渡請求において定めた取得日をもって、当社の株主全員からその所有する当社株式の全部を取得するとのことです。そして、当該各株主の所有していた当社株式1株当たりの対価として、公開買付者は、当該各株主に対し、本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、当社プレスリリースによれば、当社は、公開買付者より株式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、当社取締役会にてかかる株式売渡請求を承認する予定です。

株式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、当社の株主は、裁判所に対して、その所有する当社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。なお、当該申立てがなされた場合の売買価格は、最終的に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、公開買付者の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（以下「株式併合」といいます。）を2020年3月末日までに行うこと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変更を行うことを付議議案に含む当社の臨時株主総会（以下「本臨時株主総会」といいます。）を2020年3月中旬を目途に開催すること、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、端数が生じた当社の株主に対して、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（合計した株に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しなかった当社の株主（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となるよう設定した上で、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、公開買付者のみが当社株式の全て（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、本公開買付けに応募しなかった当社の株主（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される予定とのことです。

株式併合に関連する少数株主の権利保護を目的とした規定として、株式併合がなされた場合であって、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い、本公開買付けに応募しなかった当社の株主（公開買付者及び当社を除きます。）は、当社に対し、自己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の決定の申立てを行うことができる旨が会社法上定められています。上記のとおり、株式併合においては、本公開買付けに応募しなかった当社の株主（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は1株に満たない端数となる予定ですので、株式併合に反対する当社の株主は、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い、価格決定の申立てを行うことができるようになる予定とのことです。なお、上記申立てがなされた場合の買取価格は、最終的に裁判所が判断することになります。

上記及びの各手続については、関係法令の改正、施行、当局の解釈等の状況によっては、実施に時間を要し、又は実施の方法に変更が生じる可能性があるとのことです。但し、その場合でも、本公開買付けが成立した場合には、本公開買付けに応募しなかった当社の株主（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、その場合に当該当社の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当社の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。

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、公開買付者と協議の上、決定次第、当社が速やかに公表する予定です。

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、株主の皆様が自らの責任にて税務専門家にご確認ください。

(6) 本公開買付け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

本書提出日現在において、公開買付者は、当社株式を保有しておらず、本公開買付けは、支配株主による公開買付けには該当しません。また、当社の経営陣の全部又は一部が公開買付者に直接又は間接に出資することは予定されておらず、本公開買付けを含む本取引は、いわゆるマネジメントバイアウト取引にも該当しません。

もっとも、当社及び公開買付者は、本公開買付けが当社の完全子会社化を目的とする本取引の一環として行われること、公開買付者が当社の代表取締役である阿部憲一氏と本応募契約を締結していること及び公開買付者が当社の筆頭株主であり、阿部憲一氏が議決権の過半数を所有し代表取締役社長を務めるホソダ・エンタープライズ株式会社とも本応募契約を締結していること等を考慮し、当社取締役会の意思決定過程における恣意性のおそれを排除し、その公正性及び透明性を確保するため、主として以下の措置を実施いたしました。なお、以下の記載のうち、公開買付者に関する記述は、公開買付者から受けた説明に基づくものです。

なお、公開買付者としては、下記 から までの措置を講じて、当社の少数株主の利益には十分配慮がなされていると考えていること及び当社の公開買付者からの独立性が高いことに鑑み、本公開買付けにおいては、いわゆる「マジョリティ・オブ・マイノリティ」(Majority of Minority) の下限は設定せず、買付予定数の下限を12,494,807株(所有割合:66.67%)としているとのことです。

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

当社は、公開買付者から提示された本公開買付け価格に対する意思決定の過程における公正性を担保するために、当社及び公開買付者から独立した第三者算定機関として、ABDに対して、当社株式の価値算定を依頼し、同社より、当社株式価値算定書を取得しております。当社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「 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」をご参照ください。

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、本公開買付け価格の公正性を担保するため、本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、フィナンシャル・アドバイザーであるKPMG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、KPMG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。

公開買付者がKPMGから取得した公開買付者算定書の詳細については、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法律事務所からの助言

当社は、当社取締役会における意思決定の公正性及び適正性を担保するため、公開買付者及び本取引の成否から独立したリーガル・アドバイザーとして渥美坂井法律事務所を選任し、本公開買付け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法的助言を受けております。なお、渥美坂井法律事務所は、当社及び公開買付者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ません。

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、本応募契約を締結している応募予定株主の所有割合の合計が35.45%であること、及び本公開買付けが当社の完全子会社化を目的とする本取引の一環として行われること等を考慮し、当社は、買付け等の価格の公正性を担保し利益相反を回避する観点から、2019年11月5日、当社及び公開買付者から独立性の高い小倉宣雄氏(当社社外監査役)、高橋康博氏(弁護士、当社社外監査役、高橋法律事務所所属)、岸洋平氏(公認会計士、岸公認会計士事務所所属)の3名から構成される本特別委員会(なお、本特別委員会の委員は、設置当初から変更しておらず、また、互選により、特別委員会の委員長として小倉宣雄氏を選定しております。)を設置しております。当社は本特別委員会に対し、本公開買付けに対して当社が表明すべき意見の内容を検討する前提として、本取引が当社の企業価値向上に資するものとして正当であるか否か、本取引に至る交渉過程等の手続の公正性、本取引を前提とした本公開買付け価格その他の条件の妥当性の検討を踏まえて、本取引が当社の少数株主にとって不利益でないか否か、本公開買付けに対して当社の取締役会が賛同意見を表明し、当社の株主に対して本公開買付けへの応募を推奨することを決議することの是非(以下「本諮問事項」と総称します。)について諮問し、本特別委員会に答申書(以下「本答申書」といいます。)の提出を委嘱いたしました。

本特別委員会は、2019年11月11日から2019年12月18日まで合計6回開催され、本諮問事項に関して、慎重に協議及び検討を行いました。

具体的には、本特別委員会は、まず初回の本特別委員会において、当社が選任した第三者算定機関であるABD及びリーガル・アドバイザーである渥美坂井法律事務所につき、いずれも独立性及び専門性に問題がないことから、それぞれを当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、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ができることを確認するとともに、公開買付者との交渉過程への関与方針として、直接の交渉は当社プロジェクトチームやアドバイザー等の交渉担当者が行うこととしつつ、本特別委員会は事前に交渉担当者に交渉の方針を確認し、適時に状況の報告を受け、重要な局面で意見を述べ、指示や要請を行うことなどにより、取引条件に関する交渉過程に実質的に関与することができることを決議しております。その上で、本特別委員会は、当社から提出を受けた資料等の検討を行うとともに、当社から、当社の事業内容、業績及び財務状況、経営課題、当社の事業計画の策定過程及び内容、本取引の意義、目的及び背景、並びに本取引による当社事業への影響等について説明を受け、質疑応答を行っております。また、公開買付者から、本取引の検討・実施に至った経緯及び背景、本取引の目的及び意義、当社の完全子会社化が必要であると考えられる理由、本取引の実施により期待できる当社の企業価値の向上の内容、並びに本取引後に予定している経営方針等について説明を受け、質疑応答を行っております。また、本特別委員会は、当社から、公開買付者と当社との間における本取引に係る交渉の経緯及び内容等の状況につき適時に報告を受けた上で、本特別委員会において協議し、本公開買付価格につき、公開買付者から130円という最終的な提案を受けるに至るまで、公開買付者に対して公開買付価格の増額を要請すべき旨を当社に意見するなどして、公開買付者との交渉過程に実質的に関与しております。さらに、本特別委員会は、当社の第三者算定機関であるABDから、当社株式の株式価値の算定に関する説明を受け、質疑応答を行うとともに（なお、ABDは、株式価値の算定の基礎とされた当社の事業計画について、複数回、当社と質疑応答を行い、その作成経緯及び当社の現状を把握した上で、当社作成の事業計画の実現可能性を考慮して財務予測を作成し、当社株式の価値を算定しております。また、本特別委員会は、当社との間で事業計画に関する質疑応答を行ったほか、ABDから財務予測について説明を受けるなどして、自ら当社の事業計画の作成経緯や重要な前提条件等を確認・検討し、その合理性を確認しております。）、当社のリーガル・アドバイザーである渥美坂井法律事務所から、本取引の手続面における公正性を担保するための措置並びに本取引に係る当社取締役会の意思決定の方法及び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ております。

本特別委員会は、以上の経緯の下、本諮問事項について慎重に協議及び検討を重ねた結果、2019年12月19日に、当社取締役会に対し、委員全員の一致で、大要以下の内容の本答申書を提出しております。

() 本取引が当社の企業価値に資するものとして正当であるか否か

公開買付者による提案の内容、本取引の目的、本取引により向上することが見込まれる当社の企業価値の具体的内容、及びその他の事項については、上記「(2) 本公開買付けに関する意見の根拠及び理由」の「 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並びに本公開買付け後の経営方針」及び「 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」に記載の内容のとおりであるが、その内容は、本特別委員会において当社及び公開買付者から聴取した事実関係等と符合するものであり、いずれも矛盾や不合理な点は見当たらない。本特別委員会は、() 当社が置かれた事業環境及び当社の経営課題を踏まえると、公開買付者との間の本取引を通じて、用地仕入れの強化、購買の効率化等の効果を享受することが有益かつ必要であり、本取引を行う必要性が認められること、() 本取引後に期待される効果は、当社の経営課題の克服に資すると評価し得ること、() 本取引によるデメリットの影響は限定的と評価し得ること、() 上場及び現在の資本関係の維持やその他第三者との提携等が、本取引に優る有効な代替手段であると判断する特段の事情は見当たらないことなどからすると、本取引が当社の企業価値向上に資するとの判断の過程、内容に特段不合理な点は認められず、本公開買付けを含む本取引は当社の企業価値の向上に資するものと認められるものであり、本取引は正当であると考えます。

() 本取引に至る交渉過程等の手続きの公正性、本取引を前提とした本公開買付価格その他の条件の妥当性の検討を踏まえて、本取引が当社の少数株主にとって不利益でないか否か

本取引において、() 当社は、特別利害関係人を含まないプロジェクトチームを設置し、当該プロジェクトチームを公開買付者との交渉担当者として公開買付者との間で本取引に関する協議及び交渉等を行ったこと、() 当社は、独立した第三者算定機関からの株式価値算定書の取得や法律事務所からの助言の取得を行う等外部専門家の専門的助言を取得していること、() 当社の交渉担当者は、独立性が認められる第三者算定機関であるABDの株式価値算定結果及び本特別委員会からの意見や指示、要請等を踏まえた上で公開買付者と交渉しており、また、本公開買付価格は本特別委員会が公開買付者との取引条件に関する交渉過程に実質的に関与した上で合意されたものであること、() 本公開買付価格は、当社と公開買付者との間で対等な交渉当事者としての真摯な交渉を経て合意されたものと認められ、本取引の交渉過程において公開買付者又はその特別利害関係人が不当な影響や干渉を与えたという事実は認められないこと、() 本公開買付価格は、当社株式価値算定書におけるDCF法の評価レンジの中央値を上回っており、かつ、プレミアムの水準は、本取引と同時に公表する当社の当業績修正を踏まえていない市場株価を基準としていることも考慮すると、直ちに近時の類似事例におけるプレミアム水準に照らして低い水準とは評価できず、相応のプレミアム

水準が付されていると評価しうること、()当社株式価値算定書における株式価値評価に用いられた算定方法の選択、DCF法の算定の基礎となる事業計画その他第三者算定機関であるABDによる株式価値算定のプロセスについて特段不合理な点は認められないこと、()本公開買付価格は、当社の2019年9月30日現在の簿価純資産から算出した1株当たり純資産額である259.38円を下回っているものの、資産売却等が必ずしも容易ではないことや清算に伴い相当程度追加的なコストが発生すること等を考慮すると、簿価純資産額がそのまま換価されるわけではなく、相当程度毀損することが見込まれることに加え、純資産額は会社の清算価値を示すものであり、継続企業である当社の企業価値の算定において重視することは合理的ではなく、上記のとおり、本公開買付価格が当社株式価値算定書における、DCF法の評価レンジの中央値を上回っており、かつ市場株価法の評価を上回っていることからすると、1株当たり純資産額を下回っていることをもって、妥当性に欠けると即断することは適当ではないこと、()本公開買付けに応募しなかった当社の少数株主には、本公開買付けの後に実施される予定の完全子会社化手続において、最終的に金銭が交付されることになるところ、当該手続において交付される金銭の額については、本公開買付価格に株主が所有していた当社普通株式の数を乗じた価格と同一となるよう算定される予定であることがプレスリリース等の開示資料で明示されていること、()本取引に関する情報は、開示資料に適切に記載され、当社株主に対する適切な説明が行われる予定であること、()いわゆるマジョリティ・オブ・マイノリティ条件は採用されていないとのことであるが、上記の各対応が講じられていることを踏まえると、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られることからすると、本取引に至る交渉過程等の手続は公正であり、また、本取引を前提とした本公開買付価格その他の条件は妥当性が確保されており、本取引は当社の少数株主にとって不利益ではないと認められる。

- ()本公開買付けに対して当社の取締役会が賛同意見を表明し、当社の株主に対して本公開買付けへの応募を推奨することを決議することの是非

()及び()において述べたところを総合すると、本取引は当社の企業価値向上に資する正当なものである。また、本取引に至る交渉過程等の手続は公正であり、本取引を前提とした本公開買付価格その他の条件は妥当性が確保されており、本取引は当社の少数株主にとって不利益ではないと判断される。よって、本特別委員会としては、本公開買付けに対して、当社取締役会が賛同意見を表明し、当社の株主に対して本公開買付けへの応募を推奨することを決議することは、当社の少数株主にとって不利益ではなく、合理性があると考えられる。

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のない旨の意見
当社の取締役会は、ABDより取得した当社株式価値算定書及び渥美坂井法律事務所からの法的助言を踏まえて、本特別委員会から取得した本答申書の内容を最大限に尊重しながら、本公開買付けを含む本取引の一連の手續及び本公開買付けの諸条件を慎重に協議・検討いたしました。

その結果、上記「(2) 本公開買付けに関する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」に記載の根拠及び理由に基づき、当社は2019年12月19日開催の取締役会において、当社の取締役6名のうち阿部憲一氏及び斎藤利明氏を除く、審議及び決議に参加した全ての取締役の全員一致により、本公開買付けに関して、賛同の意見を表明するとともに、当社の株主の皆様に対しては、本公開買付けに応募することを推奨することを決議いたしました。

また、上記取締役会において、出席した監査役3名のうち高橋徹氏を除く2名はいずれも、上記決議に異議がない旨の意見を述べております。

なお、当社の代表取締役社長である阿部憲一氏は、応募予定株主であり、かつ、応募予定株主であるホソダ・エンタープライズ有限会社の議決権の過半数を所有し、同社の代表取締役を兼任していること、当社の取締役である斎藤利明氏は当社の大株主である伯東株式会社の従業員であること、当社の常勤監査役である高橋徹氏は過去に公開買付者グループの常務執行役員であったことにより、利益相反の疑いを回避し、本取引の公正性を担保する観点から、当該取締役会における審議及び決議には参加しておらず、また、当社の立場において公開買付者との協議及び交渉にも参加しておりません。但し、阿部憲一氏は、公開買付者から本公開買付けを含む本取引の具体的提案を受ける以前から、公開買付者との間での業務提携を含めた様々な可能性を検討しており、当社の創業家出身の代表取締役として当社の今後の企業価値向上のための施策については幅広い知見を有していることから、公開買付者の要請に応じて、公開買付者による本取引の可否の判断のために必要最小限の範囲内において、当社の企業価値向上の観点から本取引によって創出されることが期待されるシナジー等について公開買付者からのインタビューに応じています。

(7) 公開買付者と当社の株主との間における公開買付けへの応募に係る重要な合意に関する事項

上記「3. 本公開買付けに関する意見の内容、根拠及び理由」「(2) 本公開買付けに関する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、公開買付者は、2019年12月19日付で、応募予定株主それぞれとの間で本応募契約を締結しているとのことです(注)。本応募契約において、応募予定株主は、公開買付者が本公開買付けを開始した場合に、本公開買付けに応募し、当該応募を撤回しない旨の義務を負っているとのことです。なお、当社が本公開買付けに関する法令に従った賛同意見表明を公表しなかった場合又はかかる賛同意見表明を撤回した場合は、本応募契約の解除事由として定められております。また、本応募契約においては、当該合意に基づく応募についての前提条件として、(a) 応募予定株主による本公開買付けへの応募前において、公開買付者が本応募契約に違反していないこと、(b) 本公開買付で企図される当社株式の買付けが法令に違反しておらず、又は金融庁・公正取引委員会その他監督官庁から本公開買付で企図される当社株式の買付が法令に違反する旨の指導・回答・勧告その他措置・処分がないこと、(c) 本公開買付けが適法かつ有効に開始され、かつ撤回されていないこと、(d) 本公開買付けに関して、当社の取締役会が、賛同の意見を表明する意見表明報告書を管轄財務局に提出しており、かつ、かかる意見を撤回していないことが定められているとのことです。なお、当該前提条件については、応募予定株主の裁量により、全部又は一部を放棄することができるものと定められています。

(注) 本応募契約において、応募予定株主及び公開買付者のそれぞれが遵守又は履行すべき義務として、秘密保持義務及び権利義務の譲渡禁止が存在するとのことです。

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】

氏名	役名	職名	所有株式数(数)	議決権の数(個)
阿部 憲一	代表取締役社長		35,800	358
川崎 修宏	専務取締役		5,400	54
二見 浩之	常務取締役		16,900	169
武藤 雅康	取締役		5,800	58
多田 典生	取締役		3,300	33
高橋 徹	監査役		5,500	55
計			72,700	727

(注1) 役名、職名は本書提出日現在のものです。

(注2) 所有株式数および議決権の数は2019年9月30日現在のものです。

(注3) 監査役の高橋徹氏は、社外監査役であります。

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。