

## 【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】 2018年10月29日

【報告者の名称】 株式会社大京

【報告者の所在地】 東京都渋谷区千駄ヶ谷四丁目24番13号

【最寄りの連絡場所】 東京都渋谷区千駄ヶ谷四丁目24番13号

【電話番号】 03(3475)3802

【事務連絡者氏名】 執行役財務本部長 大内 洋一

【縦覧に供する場所】 株式会社大京  
(東京都渋谷区千駄ヶ谷四丁目24番13号)  
株式会社大京名古屋支店  
(愛知県名古屋市中区錦二丁目9番29号)  
株式会社大京大阪支店  
(大阪府大阪市中央区西心斎橋二丁目2番3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、株式会社大京をいいます。

(注2) 本書中の「公開買付者」とは、オリックス株式会社をいいます。

(注3) 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4) 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5) 本書中の「株券等」とは、株式に係る権利をいいます。

(注6) 本書中の「営業日」とは、行政機関の休日に関する法律(昭和63年法律第91号。その後の改正を含みます。)第1条第1項各号に掲げる日を除いた日をいいます。

(注7) 本書中の記載において、日数又は日時の記載がある場合は、特段の記載がない限り、日本国における日数又は日時を指すものとします。

(注8) 本書の提出にかかる公開買付け(以下「本公開買付け」といいます。)は、日本の金融商品取引法で定められた手続及び情報開示基準を遵守して実施されますが、これらの手続及び基準は、米国における手続及び情報開示基準とは必ずしも同じではありません。特に米国1934年証券取引所法(Securities Exchange Act of 1934。その後の改正を含みます。以下同じです。)第13条(e)項又は第14条(d)項及び同条のもとで定められた規則は本公開買付けには適用されず、本公開買付けはこれらの手続及び基準に沿ったものではありません。また、公開買付者及び当社は米国外で設立された会社であり、その役員が米国外の居住者であることなどから、米国の証券関連法に基づいて主張しうる権利及び請求を行使することが困難となる可能性があります。さらに、米国の証券関連法の違反を根拠として、米国外の会社又はその役員に対して米国外の裁判所において提訴することができない可能性があります。加えて、米国外の会社及びその子会社・関連会社をして米国の裁判所の管轄に服せしめることができる保証はありません。

(注9) 本公開買付けに関する全ての手続は、特段の記載がない限り、全て日本語において行われるものとします。本公開買付けに関する書類の全部又は一部については英語で作成されますが、当該英語の書類と日本語の書類との間に齟齬が存した場合には、日本語の書類が優先するものとします。本書において言及される財務諸表は、日本の会計基準に基づいて作成されており、米国の会社の財務諸表と同等のものとは限りません。

- (注10) 本書中の記載には、米国1933年証券法(Securities Act of 1933。その後の改正を含みます。)第27 A条及び米国1934年証券取引所法(Securities Exchange Act of 1934)第21 E条で定義された「将来に関する記述」が含まれています。既知若しくは未知のリスク、不確実性その他の要因により、実際の結果が「将来に関する記述」として明示的又は黙示的に示された予測等と大きく異なることがあります。公開買付者又は関連会社を含む関連者は、「将来に関する記述」として明示的又は黙示的に示された結果が達成されることを保証するものではありません。本書中の「将来に関する記述」は、本書の日付の時点で公開買付者が有する情報を基に作成されたものであり、法令で義務付けられている場合を除き、公開買付者又はその関連会社を含む関連者は、将来の事象や状況を反映するために、その記述を更新又は修正する義務を負うものではありません。
- (注11) 公開買付者、公開買付者及び当社の各ファイナンシャル・アドバイザー並びに公開買付代理人(これらの関連者を含みます。)は、それらの通常の業務の範囲において、日本の金融商品取引関連法規制及びその他適用ある法令上許容される範囲で、米国1934年証券取引所法(Securities Exchange Act of 1934)規則14e 5(b)の要件に従い、当社の普通株式(以下「当社普通株式」といいます。)を自己又は顧客の勘定で、本公開買付けの開始前、又は本公開買付けにおける買付け等の期間(以下「公開買付期間」といいます。)中に本公開買付けによらず買付け又はそれに向けた行為を行う可能性があります。そのような買付けに関する情報が日本で開示された場合には、当該買付けを行った者のウェブサイト(又はその他の開示方法)においても英文で開示が行われます。

## 1 【公開買付者の氏名又は名称及び住所又は所在地】

名称 オリックス株式会社  
所在地 東京都港区浜松町二丁目4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

(注1) 当社は、当社普通株式以外に第1種優先株式(1,000,000株)(以下「本優先株式」といいます。)を発行していますが、発行済みの本優先株式の全てを公開買付者が所有しているため(注2)、本優先株式については、本公開買付けにおいて買付け等の対象としていないとのことです。なお、本優先株式には、株主総会における議決権はありませんが、本優先株式の取得と引換えに当社普通株式を交付することを請求できる取得請求権(以下「本取得請求権」といいます。)が付されております。

(注2) 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等について)」に記載のとおり、公開買付者は、本公開買付けの成立後、その所有する本優先株式のうち50,000株を、公開買付者のグループ子会社であるORIX Asia Limited(以下「OAL」といいます。)へ譲渡する予定とのことです。

## 3 【当該公開買付けに関する意見の内容、根拠及び理由】

### (1) 本公開買付けに関する意見の内容

当社は、2018年10月26日開催の取締役会において、下記「(2) 意見の根拠及び理由」に記載のとおり、当社の支配株主(親会社)である公開買付者による当社普通株式に対する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。

なお、当社の上記取締役会決議は、公開買付者が本公開買付け及びその後の一連の手続きを経て、当社を完全子会社化することを企図していること及び当社株式が上場廃止となる予定であることを前提として行われたものであります。

### (2) 意見の根拠及び理由

本公開買付けの概要

当社は、公開買付者より、本公開買付けの概要につき、以下の説明を受けております。

公開買付者は、本書提出日現在、株式会社東京証券取引所(以下「東京証券取引所」といいます。)市場第一部に上場している当社普通株式53,749,006株に加え本優先株式1,000,000株(所有割合(注1):67.92%(注2))を直接所有し、また、公開買付者の完全子会社であるオリックス・エム・アイ・シーを通じて間接的に所有(注3)する当社普通株式(17,521株、所有割合:0.02%)と合わせると、当社普通株式合計53,766,527株及び本優先株式1,000,000株(所有割合:67.95%)所有することにより、当社を連結子会社としております。公開買付者が2018年10月26日付プレスリリース「支配株主であるオリックス株式会社による当社株式に対する公開買付けに関する賛同の意見表明及び応募推奨のお知らせ」により公表してございましたとおり、公開買付者は、当社普通株式の全て(ただし、公開買付者が所有する当社普通株式及び当社が所有する自己株式を除きます。以下、同じとします。)を取得し、当社を公開買付者の完全子会社とすることを目的とする取引(以下「本取引」といいます。)の一環として、本公開買付けを実施することを決定したとのことです。

(注1) 「所有割合」とは、当社が2018年10月26日に公表した「2019年3月期第2四半期決算短信〔日本基準〕(連結)」に記載された2018年9月30日現在の当社普通株式の発行済株式総数(84,354,273株)から、2018年10月22日現在において当社が所有する自己株式数(4,686,077株)を控除した株式数(79,668,196株)に、2018年10月26日現在の発行済みの本優先株式1,000,000株に係る本取得請求権を考慮して、本優先株式の全てを当社普通株式に換算(注4)した株式数(1,137,656株)を加算した株式数(80,805,852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、他の取扱いを定めない限り同じです。)。なお、2018年9月30日現在において、当社が所有する自己株式数は4,354,872株でしたが、2018年10月23日に当社が公表したプレスリリース「自己株式の取得状況および取得終了に関するお知らせ(会社法第459条第1項第1号に基づく当社定款37条の定めによる自己株式の取得)」に記載のとおり、当社は、2018年10月22日付で、当社普通株式331,200株の取得を完了しており、また、単元未満株式の買取請求により当社普通株式5株を取得しているため、同日現在において当社が所有する自己株式数は4,686,077株に増加しております。

- (注2) 本日現在、公開買付者が直接所有する当社普通株式数(53,749,006株)に、公開買付者が直接所有する発行済みの本優先株式1,000,000株に係る本取得請求権を考慮して、本優先株式の全てを当社普通株式に換算(注4)した株式数(1,137,656株)を加算した株式数(54,886,662株)を分子として計算しております(以下、他の取扱いを定めない限り同じです。)
- (注3) 公開買付者の完全子会社であるオリックス・エム・アイ・シーは、当社普通株式17,521株(所有割合:0.02%)を所有しているとのことです。なお、公開買付者は、オリックス・エム・アイ・シーとの間で、本公開買付けの応募に関する合意等を行っていないとのことです。
- (注4) 本取得請求権の対価として交付される当社普通株式の数は、本優先株式の発行要項において、本優先株式を所有する株主が取得請求のために提出した本優先株式の発行価額の総額(注5)を取得価額で除することで算出されると規定されております(交付される当社普通株式の数に1株に満たない端株があるときは、これを切り捨てるものとします。)。本書提出日現在における取得価額は3,516円であり、本プレスリリースにおいては、当該取得価額を使用しています。以下、本取得請求権の対価として交付される当社普通株式の数について同じとします。
- (注5) 発行済みの本優先株式の全部(1,000,000株)に係る発行価額の総額は40億円となります。

本公開買付けにおいては、公開買付者は、買付予定数の上限及び下限を設定しておらず、本公開買付けに応じて売付け等がなされた株券等の全部の買付けを行うとのことです。

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を目的としているため、本公開買付けにおいて当社普通株式の全てを取得できなかった場合には、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等について)」に記載のとおり、当社普通株式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。

#### 本公開買付けの背景

公開買付者は、1964年4月に設立され、リース事業のパイオニアとして、事業基盤を確立したとのことです。1970年4月に大阪証券取引所市場第二部、1971年4月に東京証券取引所市場第二部、1972年3月に名古屋証券取引所市場第二部にそれぞれ上場し、1973年2月には東京証券取引所、大阪証券取引所ともに市場第一部銘柄に指定され、その後、東京証券取引所と大阪証券取引所の統合に伴い、本書提出日現在においては東京証券取引所市場第一部に上場しているとのことです。

公開買付者は、お客様の多様化するニーズや経済環境の変化に対応しながら「隣へそのまた隣へ」と新たな事業分野に進出し、事業領域を拡大し続けているとのことです。現在の事業は、法人金融サービス事業部門、メンテナンスリース事業部門、不動産事業部門、事業投資事業部門、リテール事業部門、海外事業部門の6つのセグメント(注1)から構成されており、特に不動産事業部門については、1986年に独身寮賃貸事業への進出をきっかけに、現在では、オフィスビル、賃貸マンション、商業施設、物流施設等の不動産投資事業、ホテル・旅館、水族館、ゴルフ場、高齢者向け住宅等の施設運営まで事業を拡大しているとのことです。なお、公開買付者グループの不動産事業部門は、公開買付者の不動産事業本部とオリックス不動産株式会社の2セクションに分かれており、上記不動産投資事業については公開買付者の不動産事業本部にて、上記施設運営についてはオリックス不動産株式会社にて事業を行っているとのことです。本書提出日現在、公開買付者グループは、当社を含む連結子会社831社(変動持分事業体及びSPE(特定の案件のために設立された事業体)などを含みます。)、持分法適用関連会社190社(2018年3月31日現在。以下、総称して「公開買付者グループ」といいます。)で構成され、「たえず市場の要請を先取りし、先進的・国際的な金融サービス事業を通じて新しい価値と環境の創造を目指し、社会に貢献すること」を企業理念として掲げているとのことです。

2015年5月に、公開買付者は、中期的に、利益成長、資本効率、健全性の3点を重視することを掲げ、各経営指標に関して、2018年3月期に公開買付者株主に帰属する当期純利益3,000億円を達成すること、資本効率の指標としてROEを現状の11%レベルの維持又はそれ以上とすること、財務健全性の観点から信用格付けA格を維持することを目指し、グローバル企業としての更なる成長の実現に向け邁進してきたとのことです。当該目標の達成に向けてグループ一丸となって取り組んだ結果、2018年3月期の公開買付者株主に帰属する当期純利益は3,131億円となり、9期連続増益を実現し、過去最高益を更新することができたとのことです。またROEは12.1%、信用格付けもA格を維持し、当初の経営目標を全て達成する形となったとのことです。

2019年3月期から2021年3月期の3年間でも、引き続き利益成長、資本効率、健全性の3点を重視することを、中期的な経営目標として掲げており、具体的には、利益成長の指標として公開買付者株主に帰属する当期純利益の年間成長率4～8%、資本効率の指標としてROE11%以上、財務健全性の指標として信用格付けA格の維持の実現を目指していくとのことです。これらの目標の達成に向け、投資活動を継続し、足元では収益基盤となるポートフォリオの拡充に取り組んでいるとのことです。

また、公開買付者は、その事業ポートフォリオを前述の6つのセグメントに分けてマネジメントしており、さらに各セグメントをリスク及び資本負荷の低いものから順に、「ファイナンス」「事業」「投資」の3つに分類しているとのことです。現在の低金利環境を踏まえ、引き続き「事業」と「投資」に注力し、安定した収益を伸ばしながら、積極的に新しい分野を開拓して次の柱となるビジネスを育てていく方針とのことです。

(注1) 各セグメントの事業内容の概要は以下のとおりとのことです

法人金融サービス事業部門	: 融資事業、リース事業及び手数料ビジネス
メンテナンスリース事業部門	: 自動車リース事業、レンタカー事業、カーシェアリング事業、電子計測器・IT関連機器等のレンタル事業及びリース事業
不動産事業部門	: 不動産開発・賃貸事業、施設運営事業、不動産投資法人の資産運用・管理事業及び不動産投資顧問事業
事業投資事業部門	: 環境エネルギー事業、プリンシパル・インベストメント事業、債権回収事業及びコンセッション事業
リテール事業部門	: 生命保険事業、銀行事業及びカードローン事業
海外事業部門	: リース事業、融資事業、債券投資事業、アセットマネジメント事業及び航空機・船舶関連事業

一方、当社は、1964年に大京観光株式会社(現 株式会社大京)として設立後、1968年にライオンズマンションシリーズ第1号物件を発売いたしました。1978年には事業主別マンション発売戸数で初の業界第1位となり以降29年間にわたり連続してトップを記録するなど業界をリードしてきた一方、不動産管理事業・不動産流通事業等へ事業ドメインも順次拡大しながら成長して参りました。1982年には東京証券取引所市場第二部に上場、1984年には東京証券取引所市場第一部銘柄への指定を果たしました。2013年に穴吹工務店グループを迎え入れる等M & Aも実施してきた結果、グループ全体のマンション累計供給戸数は約46万戸(2017年12月末時点)、マンション管理受託戸数約53万戸(2018年3月末時点)と、業界No. 1の実績を有しております。現在、当社のブランドマンションである「ライオンズマンション」「サーバスマンション」の分譲をメインとしたマンション開発事業のみならず、建築、販売、管理、仲介、賃貸、改修工事、リフォームなど、お客様のライフサイクルを当社グループ(注2)が一貫してサポートする「ライフタイム・リレーション・システム」として、グループ一体体制での事業を展開しております。

(注2) 当社グループとは、当社並びに当社の子会社及び関連会社をいいます。なお、本書提出日現在、当社グループは、当社並びにその子会社14社(国内10社、海外4社)及び関連会社4社(国内3社、海外1社)で構成されています。

公開買付者と当社の資本関係は、当社が、バブル経済の崩壊により所有する不動産等の資産に多額の含み損失を抱えることとなり、2004年9月、株式会社産業再生機構による支援が決定し、同時に主要取引銀行より総額1,765億円(債務免除1,465億円、デット・エクイティ・スワップ300億円)の金融支援を受けることとなった際に、公開買付者が当社の事業再生計画におけるスポンサーとして選定されたことに始まります。当社は、2005年1月に公開買付者との間で資本業務提携契約を締結し、同年3月、当社は、公開買付者に対し、約230億円の第三者割当増資(普通株式)を行い、公開買付者は、その全額を引き受けるとともに、優先株式(第1種、第2種、第4種、額面合計額200億円)を当時の優先株主より譲り受け、当社の総議決権数の約43.98%を所有する筆頭株主となり、当社は公開買付者の持分法適用関連会社となりました。

しかしながら、2008年に発生した世界的な金融危機を発端としてマンション市況が大幅に悪化したことから、当社の2009年3月期の業績については、約440億円の営業損失を計上するなど厳しいものとなりました。かかる状況下、当社は、市場環境の変化に柔軟に対応できるよう、「ストックとフローの両輪経営」の早期実現のための施策として当社の連結子会社を吸収合併し合理化を図るとともに、2009年3月に自己資本を増強することを企図して、公開買付者に対して優先株式(第7種、額面100億円)を発行いたしました。2009年3月には、公開買付者の完全子会社であったオリックス・ファシリティーズ株式会社と株式交換契約を締結し、同社を当社の完全子会社といたしました。なお、対価として第8種優先株式(額面約94億円)を公開買付者に割当交付しております。

また、2014年2月には、公開買付者が所有する当社の優先株式のうち、第1種を除く全優先株式(第2種、第4種、第7種、第8種)を普通株式に転換したことにより、公開買付者による当社の総議決権数に占める所有比率が約64.1%まで上昇し、当社は公開買付者の連結子会社となりました。

このように、当社グループは、公開買付者グループとの資本面での提携関係を強化するとともに、資本業務提携契約の締結以降、公開買付者グループとの間で、公開買付者グループのリース事業における法人顧客からの紹介や、公開買付者グループ自身が運営等を行う環境エネルギー事業やコンセッション事業等における活用等を通じて、当社グループのビル管理受託・工事請負の受注を促進又は拡大する等の事業面での提携も図り、企業価値の向上に取り組んで参りました。結果として、当社グループは、マンション事業を主力とするフロー事業主体のビジネスモデルから、不動産管理及び不動産流通事業等のストック事業とのバランスの取れた「ストックとフローの両輪経営」への収益構造の転換、並びに2018年3月末時点で自己資本比率65.2%・D/Eレシオ0.15倍となる等、世界的金融危機により毀損した財務基盤の強化・立て直しに成功しております。

さらに、当社は、人口動態の変化、価値観の多様化、テクノロジーの変化に加え、建物・居住者の高齢化、空き家の増加、地域コミュニケーションの希薄化等が社会問題化するなどの当社グループを取り巻く事業環境の大きな変化と、「ストックとフローの両輪経営」の確立を踏まえ、次なるステージに進むべく2016年10月には2021年3月期を計画最終年度とする中期経営計画「Make NEW VALUE 2021 ~不動産ソリューションによる新・価値創造~」を策定いたしました。当中期経営計画において当社グループは、「ストック型社会の実現に向け、不動産ソリューションで新たな価値を創造し、次世代に継承される社会の資産を蓄積する」ことを目指す姿とし、事業領域の拡大、アセットの活用、研究開発の推進を軸とした成長戦略に取り組んで参りました。

もっとも、公開買付者によれば、公開買付者は、上記のとおり公開買付者グループと当社グループの間で協業を推進してきたものの、事業面での連携は、限定的であったと認識しているとのこと。すなわち、公開買付者の不動産事業本部とオリックス不動産株式会社においては、情報の連携や迅速な経営資源の共有ができていたとのことですが、公開買付者グループの不動産事業部門と当社グループとは、双方ともに独立した上場企業として運営を行っているため、意思決定プロセスが異なり、全社的な情報共有が十分になされていなかったとのこと。このため、現状においては不動産仕入情報の共有、仲介における物件紹介、海外での協業等による事業機会の最大化や、人材交流による成長機会の拡大といった経営資源の有効活用ができていない状況にあると認識しているとのこと。

また、公開買付者は、当社グループを取り巻く事業環境の変化がこれまで以上に加速するものと考えているとのこと。住宅関連ビジネスの事業環境は、昨今において、住宅ストックの有効活用の動きが顕著になっており、リノベーションマンション事業やマンション修繕工事事業等の中古マンション関連市場は堅実な成長が見込まれるものの、一方で、新築分譲マンション市場に関しては、住宅ストック数の蓄積及び当社グループのメイン顧客である単身者を除く世帯数の減少等に伴い、中長期的には分譲戸数の減少トレンドが継続され、これまで以上に競争が激化していくことが想定されるとのこと。当社グループの不動産開発事業における事業環境が今後厳しさを増す可能性がある中、公開買付者は、当社グループが中長期的に事業基盤を拡大し、更なる成長を実現していくためには、当社グループがこれまで実施してきたストックビジネスの拡大に加えて、公開買付者グループとの協業及び一定の規模の戦略的M&A等の諸施策を実施していく必要があると考えており、具体的には以下の施策を実施していくことを基本方針としているとのこと。

#### (a) 事業の拡大・成長

##### ) 不動産開発事業における総合力獲得の早期化

公開買付者グループは、オフィスビル、賃貸マンション、商業施設、物流施設、ホテル等の様々な物件の開発・運営の機能・ノウハウを蓄積しているとのこと。一方で、当社グループはマンション開発・建設・修繕及び不動産管理・流通等の機能・ノウハウを有しております。

本取引の実行により、公開買付者グループは当社グループの機能・ノウハウが加わることで、総体としてあらゆる不動産開発に対応できる総合不動産グループとしての地位を確立するとのことです。また、当社グループは不動産開発事業において、公開買付者グループの一員として、公開買付者グループが行う大規模複合開発の一端を担うことにより、当社が行う住宅開発においても、大規模な開発案件の増加が見込まれ、加えて、大規模複合開発案件の経験やノウハウを蓄積し、不動産開発事業における総合力を早期に向上させることが期待できると考えているとのことです。

加えて、当社が本件実行によりグループ一体となることで、当社グループと公開買付者グループが入手する土地や物件の情報を密に共有できる体制を構築し、これまで以上に緊密な協業を実現することで、立地特性に合致した様々な形態の物件開発を促進できると考えているとのことです。

同時に、当社グループのバリューチェーンの入口である開発事業の裾野を拡大し事業機会を増やすことにより、不動産管理事業及び不動産流通事業におけるストックビジネスの拡大にも寄与できると考えているとのことです。

) 不動産流通事業及び不動産管理事業における既存ビジネスの拡大

公開買付者グループの国内1,468拠点の営業ネットワークや豊富な法人顧客網等を活用することにより、当社にとっては、法人等が所有する、社宅、賃貸マンション、オフィスビル等の一棟リノベーション・コンバージョン対象物件を仕入れる機会が増加すると考えているとのことです。また、これまで分譲マンションの専有部が中心であった売買仲介においても、様々な種類の不動産カテゴリーへの広がりが期待でき、不動産流通事業の拡大にも貢献できると考えているとのことです。同様に、ビルメンテナンスや修繕工事といった不動産管理事業においても、分譲マンション以外の幅広い不動産カテゴリーからの新たな受注が継続的に可能となり、不動産管理事業の拡大にも貢献できると考えているとのことです。

) 海外での事業機会の獲得

公開買付者グループは、世界38ヶ国・地域に716拠点を有しており、そのネットワークや、これまで公開買付者グループが培った各国の有力パートナーとのコネクションを活かすことにより、現在オーストラリア、香港及び台湾の3拠点で展開している当社グループの海外事業について、新たな事業機会を創出できると考えているとのことです。

(b) 成長のさらなる加速

) M & A 機会の増加及び積極活用

公開買付者はM & Aにおいて機能・ノウハウを有しており、また、国内外において幅広い情報ネットワークを保有しているとのことです。当社グループがそれらを活用することで、新たなM & Aの機会を確保できる可能性があると考えているとのことです。また、当社グループのみでは、規模的に実行することが難しい案件についても、公開買付者の資金あるいは業務的支援あるいは共同投資等の手段を用いることによって可能になると考えているとのことです。このようなM & Aを手段として用いることにより、上記「(a)事業の拡大・成長」におけるさらなるスピードアップ、規模拡大を期待できると考えているとのことです。

) 当社グループ役職員への成長機会の提供

公開買付者グループの多様な事業・業務への人財シフトが可能となり、役職員の成長機会の提供が可能になると考えているとのことです。これにより、新たに幅広いスキルを身に付けることができるようになることが期待され、役職員の満足度の向上に加え、当社グループのさらなる成長に寄与できると考えているとのことです。

公開買付者は、上記施策のような、グループの総合力を活かした情報共有・人材交流などの実現が当社グループを含む公開買付者グループ全体の企業価値向上に資すると考えているとのことですが、上記のとおり、公開買付者と当社は、双方ともに独立した上場企業として運営を行っているため、意思決定プロセスが異なり、全社的な情報共有が十分になされていないという課題があるため、上記施策の実現には、現状の公開買付者グループの不動産事業部門と当社グループとの連携のみでは足りず、当社を完全子会社化し、抜本的なグループ内連携の改変を推し進めることが必要であるとの判断に至ったとのことです。

また、施策実現のためのM & Aを含む先行投資による一時的な利益の減少等を引き起こす可能性や、相応の規模のM & A実施に伴う不確実性が発生することから、公開買付者は、本取引を行うことにより、当社の少数株主に対して将来の施策実現に伴う市場環境等の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少数株主の利益に資するものであると考えているとのことです。

以上の検討を踏まえ、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望ましいと判断し、公開買付者及び当社から独立したファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関として野村證券株式会社(以下「野村証券」といいます。 )を、リーガル・アドバイザーとして西村あさひ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・協議を経た上で、2018年8月22日に、当社に対して、本取引の検討・協議を開始したい旨の申し入れを行い、本公開買付価格を1株あたり2,900円とする旨の提案を行ったとのことです。公開買付者は、本公開買付けの実現可能性の精査のためのデュー・ディリジェンスを2018年9月中旬から同年10月下旬まで実施するとともに、並行して、当社との間で、本公開買付けを含む、本取引の目的、本取引後の経営体制・方針、本取引における諸条件等について、複数回に亘る協議・交渉を続けて参りました。2018年9月26日、当社からの本公開買付価格の再検討の要請を受け、本公開買付価格の再検討を行い、当社との間で、本公開買付価格に関して複数回に亘る協議・交渉を重ねて参りました。その後、公開買付者は、2018年10月22日に当社に対して本公開買付価格を1株当たり2,970円とする旨の最終提案を実施し、当社から当該最終提案を受諾する旨の回答を行いました。

その結果、公開買付者は、公開買付者が当社を完全子会社化することは、上記のとおり、不動産開発事業における総合力獲得の早期化や、既存ビジネス拡大、海外での事業機会の獲得といった事業の拡大・成長が期待でき、さらにM & Aの活用や役職員への成長機会の提供等により成長のさらなる加速が促されることで、当社グループを含む公開買付者グループ全体の企業価値向上のために非常に有益であるとの結論に至ったため、本公開買付けの開始を決定するに至ったとのことです。

#### 当社取締役会における意思決定に至る過程

当社は、上記「本公開買付けの背景」に記載のとおり、2018年8月下旬の公開買付者の提案を受け、本取引に関する当社取締役会の判断に関し、適切に情報を収集したうえ、潜在的な利益相反を解消し、取引の公正性及び透明性を担保することを目的として、当社の諮問機関として特別委員会を設置し(特別委員会の詳細については、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特別委員会からの答申書の取得」をご参照下さい。 )、また、本取引に関して公開買付者及び当社から独立したファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関として特別委員会が指名した大和証券株式会社(以下「大和証券」といいます。 )を、リーガル・アドバイザーとして森・濱田松本法律事務所をそれぞれ選任し、本取引に係る協議・交渉を行う体制を構築しました。こうした体制の下、当社は、本取引の目的、本取引後の経営体制・方針、本取引における諸条件等について、公開買付者との間で、複数回に亘る協議・交渉を重ねて参りました。

本取引の諸条件のうち本公開買付価格について、当社は、2018年9月下旬以降、公開買付者との交渉を開始し、特別委員会における審議や、大和証券からの助言を踏まえ、公開買付者との間で複数回に亘り協議・交渉を行い、1株あたり2,970円とする最終提案を受けるに至りました。

また、当社は、2018年10月25日付で大和証券より当社普通株式に係る株式価値算定書(以下「当社算定書」といいます。 )を取得し、また、特別委員会から2018年10月26日付で答申書(以下「本答申書」といいます。 )の提出を受けております(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特別委員会からの答申書の取得」をご参照ください。 )。

その上で、当社取締役会は、森・濱田松本法律事務所から得た本公開買付けを含む本取引に関する意思決定過程、意思決定方法その他本公開買付けを含む本取引に関する意思決定にあたっての留意点についての法的助言及び第三者算定機関である大和証券から取得した当社算定書の内容を踏まえつつ、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、本取引により当社の企業価値の向上を図ることができるか、本公開買付け価格を含む本取引における諸条件は妥当なものであるか等の観点から慎重に協議・検討を行いました。

当社は、上記「本公開買付けの背景」記載のとおり、当社グループを取り巻く事業環境の大きな変化と「ストックとフローの両輪経営」の確立を踏まえた新たな成長戦略に取り組んできたものの、かかる協議・検討を重ねる中で、国内住宅市場の縮小傾向及びそれに伴う競争の激化を踏まえ、当社が主たる事業領域としてきた個人向けの実需用マンションの開発・管理・流通事業に依存する事業モデルから脱却し、成長戦略を実現するためには、不動産事業の多角化のさらなる加速が必要となっていると考え、本取引を実施し、公開買付者の有する経営資源のより一層の活用を通じて、上記「本公開買付けの背景」に記載された、公開買付者が提案する施策を実施していくことは、以下のような効果が期待でき、本取引を実施することは、当社の企業価値のより一層の向上に資するものであるとの結論に至りました。

(a) 不動産開発事業における総合力獲得の早期化について

当社の強み(コアコンピタンス)は、主として、マンションの開発・建築・販売・管理・仲介・賃貸・改修工事・リフォームなどを当社グループが一貫してサポートする「ライフタイム・リレーション・システム」、施工管理・構造計算といったゼネコン機能及びこれらを基盤とした実績、ブランド(ライオンズ、サーパス等)、これらを礎とする既存の個人顧客網にあると考えております。一方、公開買付者は、オフィスビル、賃貸マンション、商業施設、物流施設、ホテル等の様々な大規模複合開発案件の開発・管理に携わっており、その顧客も法人が中心であって、販売手段もリテールのみならずREITや私募債など多様なイグジット方法を有しているため、当社と公開買付者は、顧客・取扱不動産・開発規模・イグジット手段の点で重複が少なく、相互補完関係に立つと考えております。そのため、当社は、本取引を実施することにより、当社の強みを活かした形で、当社がこれまで主として取り扱ってきた中小規模の住宅開発・管理に加え、大規模複合開発案件の住宅開発・管理はもとより、大規模複合開発案件における住宅以外の様々な物件の開発・管理にも携わることができ、これらを通じて経験とノウハウを蓄積し、不動産開発事業における総合力を早期に向上させることができるものと考えております。

また、公開買付者との連携を強化することによって、当社は、不動産開発事業の強化(仕入情報の充実)を図ることが期待できますが、不動産開発事業はライフタイム・リレーション・システムの端緒であり、不動産仕入の充実によって、これに連なる管理・流通の事業収益も拡大することが見込めるものと考えております。

さらに、公開買付者の不動産部門と当社がグループ一体としてより緊密に連携することで、縮小する国内住宅市場において、国内大手不動産グループに対抗し得る事業規模と競争力を獲得できるものと考えております。

(b) 不動産流通事業及び不動産管理事業における既存ビジネスの拡大について

上記(a)で記載したとおり、不動産開発事業が強化されれば、これに連なる管理・流通の事業収益も拡大する関係にあり、公開買付者の法人顧客が有する社宅やオフィスビル等の取扱機会の増加は、売買仲介における取扱不動産の多様化やリノベーション物件の増加を通じて不動産流通事業の強化につながるものと考えております。また、不動産管理事業においては、ビルメンテナンスや修繕工事等において当社が供給した住宅以外の不動産の受注機会を拡大することができるものと考えております。

(c) 海外での事業機会の獲得について

縮小傾向にある国内不動産市場を前提とすれば、成長余地の大きい海外市場の開拓は1つの選択肢であり、公開買付者グループのネットワークや有力パートナーとのコネクションを活用することで当社グループの海外事業についても新たな事業機会の創出につながるものと考えております。

(d) M & A 機会の増加及び積極活用について

M & A の成否は相手方当事者との合意や市況によって左右されるため、その実現可能性や実施効果を具体的に計ることは困難であるものの、競争力のある不動産事業の多角化や既存ビジネスの拡大、海外での事業機会の獲得を早期に実現するという観点からは、国内外における M & A は 1 つの有力な選択肢であり、本取引により当社と公開買付者が一体となり、当社単独では規模的に実現できない M & A 案件を通じた成長機会を得られるものと考えます。

(e) 従業員への成長機会の提供について

上記(a)で記載したとおり、当社と公開買付者の事業分野には重複が少なく、相互補完関係に立っており、また、独立した上場会社同士という制約が排除されることにより、潜在的な利益相反の問題を考慮せず重要な経営資源である人財の相互交流の促進が可能になるものと考えております。

もっとも、上記の諸施策の実行に伴い、当社が、大規模複合開発案件に経営資源を投入した場合、大規模な先行投資が必要となる一方で、大規模複合開発案件は、当社がこれまで十分な経験やノウハウを有していない事業領域であり、これまで当社が主として実施してきた中小規模の住宅開発案件と比較して事業期間が長期化し、開発期間中の市況変動などの不確実性や当社の経験やノウハウの不足に起因する不確実性に伴う先行投資の負担が重くなります。加えて、海外展開や大規模な M & A 等の施策には不確実性と利益貢献までの長期のリードタイムが伴います。そのため、これらの施策を実行した場合には、短期的には利益減少を招く可能性が懸念され、また、中長期的にも確実に利益が実現する保証はありません。当社は、当社グループを取り巻く事業環境を踏まえると、これらの施策を講じることが喫緊の課題と考えておりますが、以上のような短期的な利益減少や中長期的な不確実性に伴う少数株主の皆様への影響を考慮すると、当社が上場会社のままこれらの施策を実施し、少数株主の皆様にも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、公開買付者と当社は、資本業務提携契約の締結以降、これまでも上記のような協業を推進してきましたが、公開買付者と当社はいずれも独立した上場会社として事業運営を行い、公開買付者と当社の少数株主との利益相反の可能性にも配慮する必要があり、十分な協業効果を発揮することができていない状況にあると考えており、当社が上場を維持したまま上記の各施策を早期に実行し、不動産事業の多角化を早期に実現することは困難と考えております。

他方で、当社と公開買付者との人財やコアコンピタンスにおける相互補完性や、公開買付者の知名度・信用力を踏まえれば、一般的に想定し得るような非上場化に伴う雇用及び士気・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によるデメリットは限定的と考えております。

これらの点を総合的に勘案し、当社は、本取引により当社が公開買付者の完全子会社になることが、当社の企業価値の向上の観点から最善の選択であるとの結論に至り、本公開買付けに賛同する旨の意見を表明することといたしました。

また、本公開買付価格については、( )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、本公開買付けの公正性を担保するための措置」に記載の本公開買付けの公正性を担保するための措置を講じた上で、特別委員会における審議や各アドバイザーからの助言を踏まえ、公開買付者との間で真摯に交渉を重ねた上で合意した価格であること、( )下記「(3) 算定に関する事項」に記載されている大和証券による当社株式に係る株式価値算定結果において、市場株価法及び類似会社比較法の評価レンジ上限を上回っており、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。)の評価レンジの中央値に近似する数値であること、( )本公開買付けの公表日の前営業日である2018年10月25日の東京証券取引所市場第一部における当社株式の普通取引終値の2,307円に対して28.74%、過去1ヶ月間(2018年9月26日から2018年10月25日まで)の普通取引終値の単純平均値2,208円(小数点以下四捨五入。以下終値の単純平均値の計算において同じです。)に対して34.51%、過去3ヶ月間(2018年7月26日から2018年10月25日まで)の普通取引終値の単純平均値2,238円に対して32.71%、過去6ヶ月間(2018年4月26日から2018年10月25日まで)の普通取引終値の単純平均値2,361円に対して25.79%のプレミアムをそれぞれ加えた金額となっていること、( )当社における独立した特別委員会から取得した本答申書においても、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特別委員会からの答申書の取得」に記載のとおり、本公開買付価格及び当社普通株式の株主を公開買付者のみとするための一連の手続における交付金額(以下「本件対価額」といいます。)の決定を含む本取引に関する意思決定は、公正な手続を通じて行われ、当社の少数株主が受けるべき利益が損なわれることのないよう配慮がなされていると評価されていること、( )当社グループを取り巻く事業環境や今後の業績の見込みなどを踏まえ、本公開買付価格及び本公開買付けに係るその他の諸条件は妥当であり、本公開買付けは、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及び合理的な諸条件により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。

以上より、当社は、2018年10月26日開催の取締役会において、本公開買付けに賛同する意見を表明するとともに、当社の株主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。

上記取締役会決議の詳細については、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」をご参照ください。

#### 本公開買付後の経営方針

公開買付者によれば、今後の当社の経営体制につきましては、本書提出日現在において未定とのことですが、当社と協議の上で、当社の自主独立性を最大限尊重しつつ、株主としてのガバナンス体制と、当社の中長期的な成長に資するサポート体制の構築を検討していく予定とのことです。また、公開買付者によれば、本取引実行後も、当社グループ従業員の雇用を現在の処遇にて継続する方針とのことです。

#### (3) 算定に関する事項

##### 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、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のファイナンシャル・アドバイザーである野村證券に対して、当社の株式価値の算定を依頼したとのことです。

なお、野村證券による当社の株式価値の算定結果の詳細については、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、本公開買付けの公正性を担保するための措置」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

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としてファイナンシャル・アドバイザーである大和証券に対して、当社普通株式の株式価値の算定を依頼しました。なお、大和証券は、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。

大和証券は、複数の算定手法の中から当社普通株式価値算定にあたり採用すべき算定手法を検討の上、当社が継続企業であるとの前提の下、当社普通株式の価値について多面的に評価することが適切であるとの考えに基づき、当社の市場株価の動向を勘案した市場株価法、当社と比較可能な上場会社が複数存在し、類似会社比較による当社普通株式の株式価値の類推が可能であることから類似会社比較法及び当社業績の内容や予想等を勘案したDCF法の各手法を用いて当社の1株当たりの株式価値の分析を行い、当社は、2018年10月25日付で大和証券より当社算定書を取得しました。なお、当社は、大和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)を取得していません。

上記各手法に基づいて算定された当社普通株式の1株当たりの株式価値の範囲は以下のとおりです。

市場株価法 : 2,208円から2,361円  
類似会社比較法 : 1,973円から2,872円  
DCF法 : 2,453円から3,514円

市場株価法では、2018年10月25日を算定基準日として、当社普通株式の東京証券取引所市場第一部における基準日の終値2,307円、直近1ヶ月間の終値単純平均株価2,208円、直近3ヶ月間の終値単純平均株価2,238円及び直近6ヶ月間の終値単純平均株価2,361円を基に、当社普通株式の1株当たりの価値の範囲を2,208円~2,361円と分析しております。

類似会社比較法では、当社と類似性があると判断される類似上場会社として、株式会社プレサンスコーポレーション、株式会社タカラレーベン、株式会社フージャースホールディングス、日本エスリード株式会社、株式会社コスモスイニシア、穴吹興産株式会社、明和地所株式会社、スターツコーポレーション株式会社、サンフロンティア不動産株式会社、株式会社ハウズドゥ、株式会社インテリックス、スター・マイカ株式会社、株式会社イーグランド、株式会社カチタス、日本ハウズイング株式会社、日本管財株式会社、日本空調サービス株式会社、株式会社シーアールイー、株式会社ビケンテクノ及び大成株式会社を選定した上で、企業価値に対するEBITDAの倍率を用いて算定を行いました。

DCF法では、当社が作成した事業計画を基に、2019年3月期から2021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、当社が2019年3月期第2四半期以降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いて当社の企業価値や株式価値を分析し、当社普通株式の1株当たり価値の範囲を2,453円~3,514円までと分析しております。なお、割引率は7.1%~7.8%を採用しており、継続価値の算定にあたっては永久成長法及びマルチプル法を採用し、永久成長率を-1.00%~1.00%、EBITDAマルチプルを6.5倍~8.8倍として算定しております。

大和証券がDCF法による分析に用いた当社作成の事業計画においては、対前年度比較において大幅な増収増益を見込んでいる事業年度が含まれております。具体的には主に不動産開発事業においてこれまで取り組んできた再開発プロジェクトの竣工・引き渡しが2021年3月期から増加すること、及び中期経営計画公表以降取り組みを始めた賃貸マンション事業等の収益計上等が本格化してくることにより、2021年3月期において大幅な増収増益を見込んでおります。同時に、2021年3月期においては、上記営業利益の増加に加え、たな卸不動産の増加を主たる要因とする運転資本の増加額が対前年度と比較し抑制される計画であることにより、フリー・キャッシュ・フローが大幅に増加しております。また、本取引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、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、以下の財務予測には加味していません。

なお、DCF法で算定の前提とした当社財務予測の具体的な数値は以下のとおりです。

(単位：百万円)

	2019年3月期 (6ヶ月)	2020年3月期	2021年3月期
売上高	237,683	378,363	423,877
営業利益	19,879	21,507	28,000
EBITDA	21,602	24,205	30,698
フリー・キャッシュ・フロー	29,202	794	8,745

## (4) 上場廃止となる見込み及びその事由

当社普通株式は、本書提出日現在、東京証券取引所市場第一部に上場されていますが、公開買付者は、本公開買付けにおいて買付けを行う株券等の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、東京証券取引所の定める上場廃止基準に従って、当社普通株式は、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等について)」に記載の各手続きを実行することとなった場合には、上場廃止基準に該当し、当社普通株式は、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、当社普通株式を東京証券取引所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等について)

公開買付者は、上記「(2) 意見の根拠及び理由」の「 本公開買付けの概要」に記載のとおり、本公開買付けにおいて公開買付者が当社普通株式の全てを取得できなかった場合には、本公開買付け成立後、以下の方法により、当社普通株式の株主を公開買付者のみとするための一連の手続きを実施することを予定しているとのことです。

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%以上となった場合には、本公開買付けの決済完了後速やかに、会社法(平成17年法律第86号。その後の改正を含みます。以下同じです。)第179条に基づき、当社の株主(公開買付者及び当社を除きます。以下「売渡株主」といいます。)の全員に対し、その所有する当社普通株式の全部を売り渡すことを請求(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、当社普通株式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当該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きに従い、売渡株主の個別の承諾を要することなく、公開買付者は、当該株式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普通株式の全部を取得するとのことです。売渡株主がそれぞれ所有していた当社普通株式の対価として、公開買付者は、当該各売渡株主に対して、当社普通株式1株当たり本公開買付け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売渡請求がなされた場合には、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。株式売渡請求がなされた場合については、会社法第179条の8その他の関係法令の定めに従って、売渡株主は、裁判所に対して、その有する当社普通株式の売買価格の決定の申立てを行うことができます。

他方で、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条に基づき当社普通株式の併合(以下「株式併合」といいます。)を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2019年2月頃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。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、当社普通株式の株主は、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普通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、当社普通株式の株主に対して、会社法第235条その他の関係法令の定める手続きに従い、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。)に相当する当社普通株式を当社又は公開買付者に売却することによって得られる金銭が交付されることとなります。当該端数の合計数に相当する当社普通株式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普通株式の株主(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、本公開買付けに当該各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、当社普通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普通株式の全てを所有することとなるよう、本公開買付けに応募しなかった当社普通株式の株主(公開買付者及び当社を除きます。)の所有する当社普通株式の数が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普通株式の株主(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普通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おります。なお、本公開買付けは、本臨時株主総会における当社の株主の皆様への賛同を勧誘するものではありません。

また、公開買付者は、本公開買付けの成立後、その所有する本優先株式のうち50,000株を、公開買付者のグループ会社であるOALへ譲渡する予定とのことです。当社のグループ会社である大京香港有限公司とOALの間では、既に物件紹介等の取引実績があり、公開買付者は、今回の本優先株式の譲渡により、海外における当社グループと公開買付者グループとの一層の連携強化を企図しているとのことです。

上記の各手続については、関係法令についての改正、施行及び当局の解釈等の状況、並びに本公開買付け後の公開買付者による当社普通株式の所有状況又は公開買付者以外の当社普通株式の株主の当社普通株式の所有状況等によっては、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。ただし、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普通株式の株主(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普通株式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普通株式の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になるよう算定する予定とのことです。もっとも、株式売渡請求に関する売買価格の決定の申立て又は株式併合についての株式買取請求に関する価格の決定の申立てがなされた場合において、当社普通株式の売買価格又は株式買取請求に関する価格は、最終的に裁判所が判断することになります。

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、本公開買付けへの応募又は上記の各手続における税務上の取扱いについては、当社の株主の皆様が自らの責任にて税務専門家にご確認ください。

(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、本公開買付けの公正性を担保するための措置

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、本公開買付価格の公正性を担保するため、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のファイナンシャル・アドバイザーである野村證券に当社普通株式の株式価値の算定を依頼したとのことです。なお、野村證券は公開買付者及び当社の関連当事者には該当せず、本公開買付けに関して、重要な利害関係を有していないとのことです。

野村證券は、複数の株式価値算定手法の中から本公開買付けにおける算定手法を検討した結果、当社普通株式が東京証券取引所に上場していることから市場株価平均法を、当社と比較可能な上場会社が存在し、類似会社比較による当社普通株式の株式価値の類推が可能であることから類似会社比較法を、将来の事業活動の状況を算定に反映するためにDCF法を用いて算定を行い、公開買付者は2018年10月25日付で野村證券から株式価値算定書(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、野村證券から本公開買付価格の妥当性に関する意見(フェアネス・オピニオン)を取得していないとのことです。

野村證券による当社普通株式の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。

市場株価平均法	: 2,208円 ~ 2,361円
類似会社比較法	: 1,828円 ~ 2,833円
DCF法	: 2,200円 ~ 3,761円

市場株価平均法では、2018年10月25日を基準日として、東京証券取引所市場第一部における当社普通株式の基準日の終値2,307円、直近5営業日の終値の単純平均値2,233円(小数点以下四捨五入。以下終値の単純平均値の計算において同じです。)、直近1ヶ月間の終値の単純平均値2,208円、直近3ヶ月間の終値の単純平均値2,238円及び直近6ヶ月間の終値の単純平均値2,361円を基に、当社普通株式の1株当たり株式価値の範囲を2,208円から2,361円までと分析しているとのことです。

類似会社比較法では、当社と比較的類似する事業を営む上場企業の市場株価や収益性等を示す財務指標との比較を通じて、当社普通株式の株式価値を算定し、当社普通株式の1株当たり株式価値の範囲を1,828円から2,833円までと分析しているとのことです。

DCF法では、当社の2019年3月期から2021年3月期までの事業計画、当社へのマネジメント・インタビュー、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2019年3月期以降の当社の将来の収益予想に基づき、当社が将来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いて企業価値や株式価値を分析し、当社普通株式の1株当たり株式価値の範囲を2,200円から3,761円までと算定しているとのことです。また、本取引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、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、反映していないとのことです。なお、野村證券が算定の前提とした当社の収益予想においては大幅な増減益を見込んでいる事業年度は含まれていないとのことです。

公開買付者は、野村證券から取得した公開買付者算定書記載の各手法の算定結果を参考としつつ、当社普通株式の東京証券取引所市場第一部における過去5営業日、過去1ヶ月間、過去3ヶ月間、過去6ヶ月間及び直近の市場価格の推移、過去の発行者以外の者による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、当社に関するデュー・ディリジェンスの結果、当社の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、かつ、当社との協議・交渉の結果等も踏まえ、最終的に、本公開買付価格を1株当たり2,970円と決定したとのことです。

なお、本公開買付価格は、本公開買付けの公表日の前営業日である2018年10月25日の東京証券取引所市場第一部における当社普通株式の終値の2,307円に対して28.74%(小数点以下第三位四捨五入。以下、株価に対するプレミアムの数値(%)において同じです。)、同日までの過去1ヶ月間の終値の単純平均値2,208円に対して34.51%、同日までの過去3ヶ月間の終値の単純平均値2,238円に対して32.71%、同日までの過去6ヶ月間の終値の単純平均値2,361円に対して25.79%のプレミアムをそれぞれ加えた金額となります。また、本公開買付価格は、本書提出日の前営業日である2018年10月26日の東京証券取引所市場第一部における当社株式の終値の2,396円に対して、23.96%のプレミアムを加えた金額となります。

#### 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

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、本公開買付けに関する意見を決定するにあたり、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大和証券に対して、当社の株式価値の算定を依頼しました。大和証券は、本公開買付けにおける算定手法を検討した結果、市場株価法、類似会社比較法及びDCF法の各手法を用いて当社普通株式の株式価値の算定を行い、当社は当社算定書を取得いたしました。なお、当社は、大和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)を取得しておりません。また、大和証券は、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記載すべき重要な利害関係を有しておりません。

#### 当社における独立した特別委員会の設置及び特別委員会からの答申書の取得

当社取締役会は、本公開買付けを含む本取引に係る当社取締役会の判断に関し、適切に情報を収集したうえ、潜在的な利益相反を解消し、取引の公正性及び透明性を担保することを目的として、2018年8月30日、当社及び公開買付者から独立した、外部の有識者である後藤高志氏(潮見坂総合法律事務所 弁護士)並びに当社社外取締役である半林亨氏(当社社外取締役、株式会社ファーストリテイリング 社外取締役)、鷲尾友春氏(当社社外取締役、関西学院大学国際学部フェロー)及び山本裕二氏(当社社外取締役、公認会計士)の4名から構成される特別委員会を設置し(なお、当社は特別委員会の委員は設置当初からこの4名を特別委員会の委員として選定しており、特別委員会の委員を変更した事実はありません。)、特別委員会に対し、(a)( )本取引が当社の企業価値の向上という観点から合理性を有するものといえるか、及び、( )公正な手続を通じた株主利益への配慮がなされているか(買付価格の公正性及びプロセスの公正さ)を勘案した上で、本公開買付けについて当社取締役会が賛同すべきか否か、及び、当社株主に対して本公開買付けへの応募を推奨すべきか否かを検討し、当社取締役会に勧告を行うこと(必要に応じ、公開買付者と交渉を行うことを含みます。))並びに(b)本取引が、当社の少数株主にとって不利益なものでないかを検討し、当社取締役会に意見を述べること(以下、これらを総称して「本諮問事項」といいます。))を諮問し、これらの点についての答申を当社に提出することを囑託いたしました。

特別委員会は、2018年9月7日から同年10月25日までの間に合計11回開催され、本諮問事項についての協議及び検討を行いました。具体的には、かかる検討にあたり、当社、公開買付者及び大和証券から提出された資料を検討し、当社、大和証券及び森・濱田松本法律事務所との質疑を行うだけでなく、委員による当社役員及び公開買付者役員へのインタビューを実施することにより、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たとのことです。

以上の経緯で、特別委員会は、2018年10月26日に、当社取締役会に対し、本諮問事項につき、委員全員の一致で、大要以下を内容とする本答申書を提出しております。

- (a) ( )当社収益の大半が国内住宅事業に依拠する一方で中長期的に国内住宅市場の縮小と競争の激化が予測されているため、国内住宅不動産を対象とする既存事業の強化はもとより、競争力を確保しつつ、スピード感をもって早期に不動産事業の多角化を実現することは、現状において当社の重要な経営課題であると考えられること、( )本取引後に実施する施策は、公開買付者の有する経営資源のより一層の活用を通じて、当社の当該経営課題の克服に資すると評価しうること、( )本取引のメリットを上回るほどのデメリットは想定されないこと、( )現在の資本関係維持や他の第三者との提携、その他の取引方法等が、本取引に優る有効な代替手段であると判断する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、本取引は当社の企業価値の向上という観点から合理性を有するものと思料する。
- (b) ( )本件対価額の決定過程において、利害関係人に該当しない当社担当者が、十分な実績を有する独立専門家による恣意性のない価値算定を前提として、財務アドバイザーの助言及び特別委員会の勧告を斟酌した上で現実に複数回の真摯な交渉を行った上で合意された経緯があること、( )本件対価額の具体的な数値は、当社算定書の評価レンジに収まり、かつ、類似事例におけるプレミアム水準に照らしても妥当であり、少数株主の想定取得価額等を考慮して少数株主に損失が生じないよう配慮されていること、( )その他特別委員会の設置等の株主利益に配慮した公正手続が履践されていることからすると、本件対価額の決定を含む本取引に関する意思決定は、公正な手続を通じて行われ、当社の少数株主が受けるべき利益が損なわれることのないよう配慮がなされているものと思料する。
- (c) 以上の点を勘案すると、本公開買付けについて当社取締役会が賛同し、かつ、当社株主に対して本公開買付けへの応募を推奨することには合理性があると思料する。
- (d) また、上記(a)及び(b)の理由から、本取引は、当社の少数株主にとって不利益なものでないものと思料する。

#### 当社における独立した法律事務所からの助言

当社は、当社取締役会の意思決定の公正性及び適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、本公開買付け及びその後の一連の手続に対する当社取締役会の意思決定の方法及び過程その他の意思決定にあたっての留意点に関する法的助言を受けております。

#### 当社における利害関係を有しない取締役全員の承認

当社は、森・濱田松本法律事務所から得た法的助言、当社算定書の内容、特別委員会から入手した本答申書、公開買付者との間で実施した複数回に亘る継続的な協議の内容及びその他の関連資料を踏まえ、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「 当社取締役会における意思決定に至る過程」に記載のとおり、2018年10月26日開催の当社取締役会において、本公開買付けに賛同する旨の意見を表明するとともに、当社普通株式について本公開買付けに応募することを推奨することを決議しております。

上記の当社取締役会決議は、当社の取締役5名中、小島一雄氏及び木村司氏を除く全ての取締役3名(うち監査委員である社外取締役3名)が審議に参加し、審議に参加した取締役の全員の一致により、決議されております。

なお、当社の取締役のうち、小島一雄氏は過去に公開買付者の取締役兼代表執行役副社長を務めており、また、木村司氏は過去に公開買付者の執行役を務めていたため、利益相反防止の観点から、上記取締役会を含む本取引に係る取締役会の審議及び決議には参加しておらず、かつ、当社の立場で本取引の協議及び交渉に参加していません。

#### 他の買付者からの買付機会を確保するための措置

公開買付者は、当社との間で、当社が対抗的買収提案者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、当該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行っていません。

また、公開買付者は、公開買付期間を、法令に定められた最短期間である20営業日より長い30営業日に設定しております。公開買付者は、公開買付期間を比較的長期に設定することにより、当社普通株式の株主の皆様の本公開買付けに対する応募について適切な判断機会を確保するとともに、当社普通株式について公開買付者以外の者にも対抗的な買付け等を行う機会を確保し、もって本公開買付価格の適正性を担保することを企図しているとのことです。

なお、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、本書提出日現在、公開買付者は当社普通株式53,749,006株及び本優先株式1,000,000株(所有割合：67.92%)を既に所有しているため、本公開買付けにおいていわゆる「マジョリティ・オブ・マイノリティ」(Majority of Minority)の買付予定数の下限を設定すると、本公開買付けの成立を不安定なものとし、かえって本公開買付けに応募することを希望する少数株主の利益に資さない可能性もあるものと考え、本公開買付けにおいて買付予定数の下限は設定していないとのことです。もっとも、公開買付者としては、本公開買付けにおいては、その公正性を担保するため上記 ないし の措置を講じていることから、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とのことです。

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

該当事項はありません。

#### 4 【役員が所有する株券等の数及び当該株券等に係る議決権の数】

氏名	役名	職名	所有株式数(株)	議決権の数(個)
小島 一雄	取締役 兼 代表執行役社長		1,200	12
木村 司	取締役 兼 専務執行役		300	3
半林 亨	社外取締役			
鷲尾 友春	社外取締役			
山本 裕二	社外取締役			
計			1,500	15

(注1) 役名、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) 取締役半林亨氏、鷲尾友春氏及び山本裕二氏は、会社法第2条第15号に定める社外取締役です。

#### 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。