

【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】	平成30年7月25日
【報告者の名称】	アーバンライフ株式会社
【報告者の所在地】	神戸市東灘区本山南町八丁目6番26号
【最寄りの連絡場所】	神戸市東灘区本山南町八丁目6番26号
【電話番号】	078-452-0668（代表）
【事務連絡者氏名】	取締役 山本敏之
【縦覧に供する場所】	アーバンライフ株式会社 （神戸市東灘区本山南町八丁目6番26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、アーバンライフ株式会社をいいます。
- （注2） 本書中の「公開買付者」とは、三菱地所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計数の総和と必ずしも一致しません。
- （注4） 本書中の「株券等」とは、株式に係る権利をいいます。
- （注5） 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「本公開買付け」とは、本書の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 三菱地所株式会社
所在地 東京都千代田区大手町一丁目1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、平成30年7月24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旨を決議いたしました。

また、上記取締役会決議は、下記「(6) 本公開買付け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(5名)の承認」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、平成30年7月24日付で、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。)市場第二部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。)の全部(但し、当社が所有する自己株式を除きます。)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。なお、本書提出日現在、公開買付者は、当社株式を所有していないとのことです。

公開買付者は、本公開買付けに際し、当社の親会社である森トラスト株式会社(所有株式数2,036,000株、所有割合(注1)64.70%。以下「森トラスト」又は「応募株主」といいます。)との間で、平成30年7月24日付で公開買付応募契約書(以下「本応募契約」といいます。)を締結し、森トラストが所有する当社株式の全てを本公開買付けに応募する旨の合意をしているとのことです。本応募契約の詳細は、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。

(注1) 「所有割合」とは、当社が平成30年6月28日に提出した第49期有価証券報告書(以下「当社第49期有価証券報告書」といいます。)に記載された平成30年3月31日現在の発行済株式総数(3,151,300株(注2))から、当社第49期有価証券報告書に記載された平成30年3月31日現在の当社が所有する自己株式数(4,230株)を控除した株式数(3,147,070株)に対する割合(小数点以下第三位を四捨五入。以下、比率の計算において同じとします。)をいいます。

(注2) 当社は、平成29年10月1日付で、当社の普通株式10株につき1株の割合で株式併合を行っており、これにより、当社の発行済株式総数は28,361,700株減少し、3,151,300株となっています。

公開買付者は、本公開買付けにおいて、2,098,000株(所有割合66.67%)を買付予定数の下限として設定しており、本公開買付けに応募された株券等(以下「応募株券等」といいます。)の総数が買付予定数の下限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とのことです。他方、公開買付者は、本公開買付けにおいて、当社株式の全てを取得することを目的としているため、買付予定数の上限を設定しておらず、応募株券等の総数が買付予定数の下限以上の場合には、応募株券等の全部の買付け等を行うとのことです。なお、買付予定数の下限(2,098,000株)は、当社第49期有価証券報告書に記載された平成30年3月31日現在の発行済株式総数(3,151,300株)から、当社第49期有価証券報告書に記載された同日現在の当社が所有する自己株式数(4,230株)を控除した株式数(3,147,070株)に係る議決権数(31,470個)の3分の2以上となる議決権数(20,980個)に当社株式1単元(100株)を乗じた株式数(2,098,000株)としているとのことです。なお、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の発行済株式の全てを取得できなかった場合には、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)」に記載の当社の株主を公開買付者のみとするための一連の手続(以下「本完全子会社化手続」といいます。)を実施することにより、当社の発行済株式の全てを取得することを予定しているとのことです。

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、明治中期以来三菱合資会社の地所部が担当していた貸事務所経営部門を継承して、昭和12年5月7日設立され、爾來丸の内ビジネスセンターの整備拡充に努めて来たとのことですが、昭和40年代以降、事業の多様化を図ると共に、子会社をはじめとした公開買付者グループ（以下に定義します。）による事業の展開を進めることで経営規模の拡大を図っているとのことです。なお、現在は東京証券取引所市場第一部及び株式会社名古屋証券取引所に株式を上場しているとのことです。

公開買付者は、公開買付者、連結子会社220社及び持分法適用関連会社78社の合計298社の企業グループ（平成30年3月末現在。以下「公開買付者グループ」といいます。）を構成しており、東京・丸の内エリアのオフィスビルをはじめとした所有ビルの賃貸を中心とするビル事業、商業施設や物流施設の開発・賃貸を中心とする生活産業不動産事業、マンション・戸建住宅の販売を中心とする住宅事業、海外事業、投資マネジメント事業、設計監理事業、ホテル事業、不動産サービス事業等幅広い事業分野で事業活動を行っているとのことです。公開買付者の2017年度から2019年度までの中期経営計画においては、10年先を見据え、「時代の変化を先取りするスピードで、競争力あふれる企業グループに変革する」という公開買付者グループ全体の共通指針の下、東京・丸の内エリアを中心とするオフィスビル事業等における大型プロジェクトの稼働開始に伴う確実な収益の獲得を図るとともに、海外事業の拡大・進化、分譲マンション事業をはじめとした短期回収型投資における住宅バリューチェーン（注1）の活性化を推進しているとのことです。あわせて、公開買付者グループがこれまで積み上げてきた強みを最大限に発揮しながら、環境変化の加速をビジネスチャンスと捉え、2020年代の持続的な成長に向け、ビジネスモデルの革新を推進しているとのことです。

以上のような戦略のもと、公開買付者は、住宅事業では 国内分譲事業の着実な推進、 海外事業の拡大・本格利益寄与開始、 公開買付者グループが分譲・管理する豊富な物件を起点としたリフォーム・中古流通事業及び不動産管理事業等を通じて既存不動産を再活用し、サービス提供を行うストックビジネス領域の進化の3つを重点ポイントとして掲げているとのことです。具体的には、「ザ・パークハウス」ブランドで展開を行っている分譲マンション事業において、業界におけるブランドNo.1の確立及び着実な収益力強化を図ってきたとのことです。また、分譲マンション事業で長年販売実績を積み重ねてきたマンション住戸の大半について、マンション管理会社である三菱地所コミュニティ株式会社（注2）において管理を受託し（同社の受託規模は平成30年3月末時点において約34万戸）、ストックビジネス領域の柱を築いてきたとのことです。

今後、公開買付者グループでは、以上のようにこれまで培ってきた豊富な分譲・管理住戸ストックを起点とし、リフォーム・中古流通など多様化の一途をたどる「すまい」を巡るニーズへの対応を通じ、生涯にわたる顧客満足度の向上に資する住宅バリューチェーンの強化・構築を推進して参りたいと考えているとのことです。そのためには、お客様の住まいの住み替え、買い替えのサポートを行う中古流通事業及びお客様の資産活用をサポートする賃貸管理事業を特に強化する必要があると考えているとのことです。

（注1） 「住宅バリューチェーン」とは、公開買付者グループのうち、住宅関連事業を営んでいる各社が相互に緊密に連携することによって、顧客の求める価値の創出と付加を連鎖的に行っていくことをいいます。

（注2） 三菱地所コミュニティ株式会社は、首都圏及び関西圏を中心に全国において マンション総合管理事業、ビル総合管理事業、リニューアル工事業、その他関連事業を行う公開買付者の連結子会社です。

一方、当社は、昭和45年に分譲マンションの開発・販売等を目的として設立し、主に京阪神地域において「アーバンライフ」、「アーバンコンフォート」のブランドを冠した新築分譲マンションの開発・販売を行い、これまでに380棟、約3万7000戸の供給を行ってきました。当社は、関連する不動産の売買及び賃貸借の仲介、不動産管理等も行い、昭和59年に新築分譲マンションの販売及び仲介部門の事業規模拡大に対応するため、アーバンライフ販売株式会社を設立し、同社に当社新築分譲マンションの販売及び仲介部門を営業譲渡するなど、当社の分譲関連事業の拡大に伴う子会社への分社化を実施しながら、分譲事業を展開する当社を中心とした企業グループを組成し、平成元年8月には大阪証券取引所市場第二部（現・東京証券取引所第二部）に上場しました。しかしながら、その後、不動産バブル崩壊による業績低迷が継続し、平成10年には取引金融機関からの金融支援を受けることとなり、再建計画を遂行する中で取引金融機関を通じて森トラストに資本参加の要請を行い、森トラストは、当社のマンションディベロッパーとしての実績、ノウハウ等を評価し、発展的な事業展開を期待したことから、当社創業者一族より3,352,000株（本書提出日現在は株式の併合により335,200株）を取得して、所有割合（注3）32.24%の筆頭株主となりました。平成11年には再建計画の一環として、当社単独で新築分譲マンションの開発・販売を行う一貫通貫体制にするため、アーバンライフ販売株式会社を吸収合併して自社物件の販売部門を当社に取り込み、アーバンライフ販売株式会社における他社ディベロッパーの新築分譲マンション販売を受託する部門および仲介・不動産管理部門については、同社の完全子会社であったアーバンライフ住宅販売株式会社（以下「アーバンライフ住宅販売」といい、現在、当社の連結子会社となっています。）に営業譲渡を行うことで、肥大化していた当社グループ（当社及びその子会社により構成されるグループをいいます。以下同じとします。）の組織を再編成し、当社は新築分譲マンション事業に集中することによる経営の安定化を図り、経営体質の改善を進めました。森トラストは、一旦、平成12年に当社株式2,120,000株（本書提出日現在は株式の

併合により212,000株)を売却しましたが、その後、当社の財務体質の健全化を目指して資本を増強するため、平成14年に当社株式5,000,000株(本書提出日現在は株式の併合により500,000株)、平成15年に当社株式3,400,000株(本書提出日現在は株式の併合により340,000株)の第三者割当増資の引き受けを行いました。さらに、森トラストは、平成16年に、当時の当社の株主より当社株式1,728,000株(本書提出日現在は株式の併合により172,800株)を追加取得して、当社株式11,360,000株(本書提出日現在は株式の併合により1,136,000株)(所有割合(注4)50.47%)を所有することで当社の親会社となり、当社は、役員の派遣を受けながら、以降、より発展的な拡大を目指して事業を推進してまいりました。

(注3) 当該取得日時点(平成10年1月14日)の当社株式の発行済株式総数(10,400,000株)から当該取得日時点の直前期末(平成9年12月31日)時点に当社が所有していた自己株式数(3,086株)を控除した株式数(10,396,914株)に対する割合(小数点以下第三位を四捨五入。以下、比率の計算において同じとします。)をいいます。

(注4) 当該追加取得日時点(平成16年10月6日)の当社株式の発行済株式総数(22,513,000株)から当該取得日時点の直前期末(平成16年6月30日)時点に当社が所有していた自己株式数(5,166株)を控除した株式数(22,507,834株)に対する割合(小数点以下第三位を四捨五入。以下、比率の計算において同じとします。)をいいます。

しかし、平成19年にサブプライムローン問題に端を発する世界的な景気減速の影響を受け、主力の分譲事業において、当初見込んでいた分譲マンションの販売価格が市場価格と乖離し、低調な販売により完成在庫が積み上がることとなりました。また、平成20年に入り、販売進捗の悪化が鮮明となり、販売価格を下げ販売するも市場の価格下落が激しく、他社との値下げ競争に終始することとなり、当社グループの企業体力を著しく削ぐものとなりました。

このような状況を受け、当社は、経費の削減、役員報酬、従業員給与の削減、関係会社への人員転籍、関係会社株式の売却等を実施し、財政、組織両面でのスリム化を行うとともに、平成24年11月に公表した当社事業再構築計画に基づき新規の分譲事業は一時休止し、不動産賃貸、販売代理・仲介、不動産管理事業を中心とした事業にシフトすることで安定的な収益構造への転換を図る一方、親会社である森トラストに対し支援を要請し、平成24年12月に当社に対する第三者割当増資による資本注入と森トラストからの借入金の一部債務免除を受けて財務体質の安定化に注力いたしました。なお、森トラストは、この第三者割当増資で当社株式9,000,000株(本書提出日現在は株式の併合により900,000株)を引き受け、本書提出日現在においては当社株式2,036,000株を所有(所有割合64.70%)しております。

以降、当社グループは、京阪神地域を主要エリアとして、分譲事業により築いた京阪神地域での知名度を生かし、住宅、事務所等の不動産賃貸、新築分譲マンションの販売代理、不動産の売買及び賃貸借の仲介、不動産管理等の事業を推進し、京阪神間で合計10店舗ある営業店舗を拠点として、地元地域における不動産の良きパートナーを目指して不動産に関するトータルなサービスを提供することを通じて、企業理念である「より良い住空間の創造により、社会に貢献しよう」を経営の基本方針として事業展開を図り、平成26年より中古物件の買取・再販事業を加えながら、継続的に安定した収益を確保できる体制となりました。

また、当社の不動産賃貸事業における主力物件である神戸市東灘区本山南町八丁目6番26所在の東神戸センタービルが、平成29年には過去最高水準の稼働状況となり、当社が有する同物件の信託受益権(以下「本信託受益権」といいます。)の評価額も同様に最高水準の位置づけとなっていました。そのため、当社は、本信託受益権を売却し、その売却益により会計上の累積損失を一掃することで財務体質を改善して強固な財務基盤を構築することが望ましいと考え、公開買付者から本公開買付けの提案を受ける以前の平成29年7月より検討を進めておりましたが、当社が希望する条件での売却が可能となったため、平成30年5月29日開催の取締役会において、本信託受益権を当社及び公開買付者のいずれとも資本関係及び人的関係等を有しないS Aハーバーブリッジファンド合同会社に対して譲渡することを決議し、平成30年6月22日付けで当該譲渡を完了しました(詳細は、当社が平成30年5月29日付で公表した「固定資産の譲渡に関するお知らせ」及び平成30年6月22日付けで公表した「(開示事項の経過)固定資産の譲渡完了並びに補助金返還による特別損失計上に関するお知らせ」をご参照ください。)。これにより、平成31年3月期第1四半期に固定資産売却益として34億円の特別利益を計上する予定であり、財務体質の安定化についても一定の目途がついた状況となっております。

一方で、今後の不動産業界においては、販売代理・仲介、不動産管理事業及び中古物件の買取・再販事業等に関して、分譲事業を手がける大手企業のグループ会社等が当該グループ会社の分譲物件における取引優位性を生かしてシェアの拡大を進めており、平成24年12月より新築分譲マンション事業を休止している当社グループにとって、競争環境は確実に厳しくなっていくものと予想されます。この競争環境の激化に対応するために、中古物件の買取・再販事業における当社グループ外からの積極的な物件情報入手ルート構築による収益力の強化や、仲介事業の取扱い件数および不動産管理事業の賃貸管理戸数拡大による不動産市場における取引シェアの拡大等、各事業の競争力強化が求められており、そのためには分譲事業の再開を含めた新たな対策の検討が必要な状況となっていました。

かかる状況の下、公開買付者は、関西圏においてリフォーム・中古流通など多様化の一途をたどる「すまい」を巡るニーズへの対応を通じ、生涯にわたる顧客満足度の向上に資する住宅バリューチェーンの構築・強化を早期に実現させるためには、中古流通と賃貸管理を担う店舗網拡大のスピードアップが課題であると考え、平成29年1月より、公開買付者グループにおいてそれらの事業を担う三菱地所ハウスネット株式会社（注5）の店舗網を補完し、公開買付者グループと相互発展可能な協業先を探してきたとのことです。

（注5）三菱地所ハウスネット株式会社は、首都圏を中心に 売買仲介事業、賃貸仲介事業、賃貸管理事業、その他関連事業を行う公開買付者の連結子会社です。

そのような中、公開買付者は、当社が上記のとおり関西エリアに豊富な店舗網を有し、かつ関西エリアにおいて豊富な実績と知名度を有することから、店舗網拡大を必要と考える公開買付者と補完関係にあると考え、平成29年2月中旬に、当社の親会社である森トラストに対し、その保有する普通株式（2,036,000株、所有割合64.70%）の売却に係る初期的打診を行ったところ、平成29年8月下旬に、森トラストより当社の株式売却検討意向を受けたとのことです。そこで、公開買付者は、平成29年10月下旬から、森トラストとの間で具体的協議を開始し、平成29年12月中旬より本取引の実現可能性の精査のために実施したデュー・ディリジェンスの結果を踏まえ、平成30年1月31日、当社に対し、当社を公開買付者の完全子会社とする旨の意向の申入れを行ったとのことです。当該提案後、公開買付者は、平成30年3月期の当社の決算状況を踏まえ追加のデュー・ディリジェンスを経たうえで、本取引の実行について当社と協議検討を重ねてきたとのことです。

その結果、公開買付者は、当社を公開買付者グループの完全子会社とすることで公開買付者及び当社の双方にとって、以下のようなシナジー効果が想定でき、本取引が、双方の企業価値向上に資する取組みであるとの判断に至ったとのことです。

（ ）公開買付者グループの分譲マンション事業との連携効果

公開買付者グループは、関西圏において毎年一定規模の分譲マンション事業を展開しており、当該事業における新規供給マンションへの買い替え時に生じる居住居の売却仲介ニーズ及び賃貸管理ニーズに対する当社グループの営業機会の増加が想定されること。また、公開買付者グループとしては、分譲マンション事業の販売促進等の効果が想定されること。

（ ）公開買付者グループの不動産管理事業との連携効果

公開買付者グループは、関西圏で不動産管理事業に取り組んでおり、関西圏で約8万戸のマンション管理物件を有しているところ、これらの管理物件から生じる売買仲介ニーズや賃貸管理ニーズに対する当社グループの営業機会の増加が想定されること。また、公開買付者グループとしては、売買仲介や賃貸管理等、顧客のニーズに応えることで顧客満足度の向上が想定されること。

（ ）公開買付者グループ及び当社グループの情報網・信用力等を活用

公開買付者グループ及び当社グループがそれぞれ保有する情報網や信用力等により、両社グループが取り組んでいる事業領域における事業環境が向上し、両社グループにおいて事業規模拡大と収益機会の増加が見込まれること。

（ ）コスト削減効果

公開買付者グループ及び当社グループの業務支援システムを共通化すること、現在公開買付者グループ及び当社グループがそれぞれ外部に委託している業務（賃貸管理物件の小規模修繕・原状回復業務等）について、共通の外注先に委託するように一本化すること等により、スケールメリットが顕われ、費用削減効果が生じると想定されること。

（ ）人材獲得競争力の向上

関西エリアにおいて知名度のある当社が、全国規模のブランド力を有する公開買付者グループの傘下に入ることで、より強固なブランド力が形成され、人材採用に有利に働くと想定されること。

（ ）公開買付者グループの業務支援サービス提供会社との連携効果

当社グループにおいて、公開買付者グループに加わることで公開買付者グループ内の情報システムサービス提供会社及び人事サービス提供会社から各種業務支援を受けることが可能となり、ノウハウの共有や費用削減効果が享受できると想定されること。

公開買付者は、これらのシナジー効果は、公開買付者グループで保有する情報やノウハウ等を公開買付者グループ内で横断的かつ機動的に共有することで生じる面が強いところ、公開買付者グループが保有する当該情報やノウハウ等を横断的かつ機動的に当社グループに最大限共有するためには、当社を公開買付者の完全子会社とすることが必要であると考えているとのことです。

また、公開買付者は、中古流通事業及び賃貸管理事業を住宅関連事業における注力事業として位置付けており、公開買付者グループ内外を問わないアライアンスの形成やM&A又は事業再編を含め、事業規模拡大に向けて様々な戦略を検討していく予定であるところ、これらの事業とのシナジー効果が見込まれる当社グループと迅速に連携の上、より機動的な意思決定を行うためには、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考えているとのことです。

公開買付者は、平成30年2月上旬、森トラストに対して、本公開買付けにおける当社株式1株あたりの買付け等の価格（以下「本公開買付価格」といいます。）の初期的な提案を行い、平成30年2月中旬から平成30年7月上旬にかけて複数回にわたり本公開買付価格を含む本公開買付けの条件についての協議・検討を重ねてきたことです。かかる協議を踏まえ、公開買付者は、平成30年7月10日に当社に対して森トラストが所有する当社株式の全てを取得すること及び本公開買付価格（2,415円）を含む諸条件についての最終意向表明書を提出しました。これらの協議・交渉を経て、公開買付者は、平成30年7月24日、本公開買付価格を2,415円として、本取引の一環として本公開買付けの実施をすることを決定したとのことです。

本公開買付け成立後の経営方針

公開買付者によれば、()本公開買付けの成立により、公開買付者が、当社の総株主の議決権の90%以上を所有するに至り、株式売渡請求により当社の完全子会社化が完了した場合には、完全子会社化の完了後に開催される予定の当社の臨時株主総会において、また、()本公開買付けの成立により、公開買付者が、当社の総株主の議決権の90%以上を所有するに至らなかった場合には、平成30年9月下旬を基準日として本公開買付け成立後速やかに開催される予定の当社の臨時株主総会（以下「本臨時株主総会」といいます。）において、当社に対し、公開買付者の指名する者が当社の取締役の過半数を占めるよう当社の取締役を選任すること、及び当該臨時株主総会の終結後における当社取締役会において、公開買付者の指名する者を当社の代表取締役として選定することを要求する予定であるとのことです。また、当社の代表取締役である許斐信男氏（以下「許斐氏」といいます。）及び取締役である高橋信氏（以下「高橋氏」といいます。）は、上記()又は()の臨時株主総会の終結時をもって、当社の取締役を辞任する予定とのことです。

また、公開買付者は、本公開買付けの決済が完了することを条件として、本公開買付けの決済日後直ちに、公開買付者が別途指名する者若干名が、当社及び当社の完全子会社であるアーバンライフ住宅販売の取締役会にオブザーバーとして参加することを要請する予定とのことです。

公開買付者は、中期経営計画において、分譲マンション事業を初めとするフロービジネスの成長とともに、ストックビジネス領域の強化を目標として掲げており、当社グループにおける中古流通事業及び賃貸管理事業を主力事業として強化していきたいと考えているとのことです。また、資産効率向上のため、賃貸資産の売却を進めるとともに、既に用地取得済みである分譲マンション開発プロジェクトの事業化を進めるなど、資産保有型のビジネスモデルから短期回収投資型のビジネスモデルへの転換を図っていく予定とのことです。

さらに、公開買付者は、現時点において当社の従業員の雇用関係及び取引関係について重大な変更を行うことを決定していないとのことであり、公開買付者としては、本完全子会社化手続完了後の当社の経営方針について、今後、公開買付者及び当社との間の事業シナジーの実現に向けて最適な方針を検討していく予定とのことです。

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、公開買付者から、平成30年1月31日に当社を公開買付者の完全子会社とする旨の意向の申入れを受け、また、平成30年7月10日に森トラストが所有する当社株式の全てを取得すること及び本公開買付価格（2,415円）を含む諸条件についての最終意向表明書の提出を受け、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」に記載の各措置を講じた上で、第三者算定機関であるみずほ証券株式会社（以下「みずほ証券」といいます。）から取得した株式価値算定書（以下「本株式価値算定書」といいます。）の内容、リーガル・アドバイザーである弁護士法人関西法律特許事務所（以下「関西法律特許事務所」といいます。）から受けた法的助言を踏まえつつ、本取引に関する提案を検討するために当社の諮問機関として平成30年1月31日に設置された第三者委員会（委員の構成その他具体的な委嘱事項等については、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第三者委員会の設置」をご参照ください。）から提出された答申書（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、本取引に関する諸条件について当社の企業価値向上の観点から慎重に協議及び検討を行いました。

その結果、当社としては、平成30年7月24日開催の取締役会において、以下のとおり、本取引は当社の企業価値の一層の向上に資するものであるとの結論に至りました。

すなわち上記「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、今後の不動産業界においては、販売代理・仲介、不動産管理事業及び中古物件の買取・再販事業等に関して、分譲事業を手がける大手企業のグループ会社等が当該グループ会社の分譲物件における取引優位性を生かしてシェアの拡大を進めており、新築分譲マンション事業を休止している当社グループにとって、競争環境は確実に厳しくなっていくものと予想されます。この競争環境の激化に対応するために、中古物件の買取・再販事業における当社グループ外からの積極的な物件情報入手ルート構築による収益力強化や、仲介事業の取扱い件数および不動産管理事業の賃貸管理戸数拡大による不動産市場における取引シェアの拡大等、各事業の競争力強化が求められており、そのためには分譲事業の再開を含めた新たな対策の検討が必要な状況となっていました。

かかる状況において、当社グループが、高いブランド力を有する分譲事業を展開している公開買付者の完全子会社となって経営資源及びノウハウ等を相互活用し、公開買付者グループにおいて十分な店舗網を有していなかった京阪神地域における当社グループの営業店舗その他のネットワーク及び知名度を生かすことにより、分譲事業体制の整備や当社グループ外からの積極的な物件情報入手ルート構築など、当社単独では早期に対応することが難しい上記課題に対する対応が可能となり、成長戦略をより実効的に実現できると考えております。

具体的には、以下の()から()の相乗効果が期待されます。本取引が成立した場合には、公開買付者は、本公開買付け成立後の経営方針として、当社の資産効率向上のため、賃貸資産の売却を進めるとともに、既に用地取得済みである分譲マンション開発プロジェクトの事業化を進めるなど、資産保有型のビジネスモデルから短期回収投資型のビジネスモデルへの転換を図っていく方針を示しており、不動産賃貸事業については本取引によるシナジー効果を見込むことはできませんが、以下の()から()の相乗効果により、当社グループ全体として、更なる収益基盤と事業競争力が強化され、企業価値向上に資するとの考えに至りました。

- () 公開買付者グループの分譲物件、管理物件へのアプローチによる仲介・賃貸管理事業規模拡大効果
 公開買付者グループが過去に分譲した物件や管理中の物件に対してグループ連携を通じてアプローチが可能となり、これらの物件から生じる売買ニーズに対応することで、物件取扱い件数の増加による仲介事業のシェア拡大が見込まれ、また、同様に賃貸管理についてもこれらの物件から生じる賃貸ニーズに対応することにより受託戸数の増加に繋がるものと見込まれる。
- () 公開買付者グループの事業規模を活かした費用低減効果
 公開買付者グループの信用力・スケールメリットを活かした工事発注・広告宣伝費等の費用低減効果により、物件販売時の価格競争力が向上することが見込まれることに加え、業務の共通化やシステム共同利用等による一般管理費用の低減効果が見込まれる。
- () 公開買付者グループの情報網・資金力を活用した物件仕入れ力向上
 公開買付者グループが保有する情報網や資金信用力により、これまで当社が取り組んできた事業領域（買取再販事業・分譲事業等）における仕入環境が向上し、収益力の強化が見込まれる。
- () 公開買付者グループの総合力を活用した事業規模・事業領域の拡大推進
 多種多様な機能を有する公開買付者グループに加わることで、公開買付者グループの様々な事業領域とのコラボレーションが可能となり、当社グループが単独では成し得なかった事業展開の実践や新たな事業領域への取組みによる企業規模の拡大が見込まれる。

以上より、本取引により公開買付者の完全子会社となり公開買付者グループとの強固な連携を実現することは、当社の経営にとって必要な諸施策を実行に移すことが容易になるだけでなく、公開買付者グループとの間の経営資源及びノウハウ等の相互活用が可能となることにより、今後の当社の事業全般の発展に資するものと考えております。また、公開買付者グループとの間の経営資源及びノウハウ等の相互活用を最大限に発揮するためには、経営情報の秘匿化の観点からも公開買付者の完全子会社という位置づけが必要であり、本取引成立後において、互いの経営資源及びノウハウ等を具体的に共有しながら、公開買付者グループにおいて上記シナジー効果を最大化するべく当社の事業展開を決定していきたいと考えております。なお、当社は、これまで親会社である森トラストから、役員派遣や極度借入契約に基づく安定的な運転資金の提供等の支援を受けていましたが、公開買付者は、下記「本公開買付け成立後の経営方針」に記載のとおり、本公開買付け成立後速やかに開催される予定の本臨時株主総会において、当社に対し、公開買付者の指名する者が当社の取締役の過半数を占めるよう当社の取締役を選任すること、及び当該臨時株主総会の終結後における当社取締役会において、公開買付者の指名する者を当社の代表取締役として選定することを要求する予定で、当社に役員派遣を行う予定であり、下記「(7)本公開買付けに係る重要な合意に関する事項」に記載のとおり、当社が株式会社森トラスト・ホールディングスとの間の平成30年6月29日付極度借入契約証書（その後の変更を含みます。）に基づき同社に対して負担する債務の弁済を、公開買付者による当社の完全子会社化が完了した後に実行するため、当社の完全子会社化の完了後に、当社に対して貸付けを行うことを検討しており、さらには 当社の従業員の雇用関係及び当社の取引関係に大きな変化が生じないよう対応する方針を示すなど、本取引後の当社の経営に支障をきたすことがないよう必要な措置を講じる方針を示していることから、本取引後も、当社の安定した経営の維持が可能であるとと考えております。

また、当社の親会社である森トラストは、公開買付者との間で、平成30年2月中旬から平成30年7月上旬にかけて複数回にわたり本公開買付価格を含む本公開買付けの条件についての協議・検討を重ねてまいりましたが、当該協議・交渉を経て、当社は平成30年7月10日、公開買付者から公開買付価格につき、1株当たり2,415円という提案を受領しました。当社は、この提案につき、当社の過去の株価推移や過去の非公開化を目的とした公開買付けにおけるプレミアム水準、みずほ証券からの助言に基づく当社株式の株式価値にかかる試算結果の内容等を参考にした結果、関西法律特許事務所からの法的助言を踏まえて、第三者委員会とも協議を行ったうえで、本公開買付価格は、当社の株主の皆様に対して合理的なプレミアムを付していると判断するに至りました。具体的には、()本公開買付価格が、下記「(3)算定に関する事項」の「算定の概要」に記載のとおり、みずほ証券による算定結果のうち、市場株価基準法による算定結果の範囲を上回っており、また、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。）の算定結果の範囲も上回っていること、()本公開買

付価格が、東京証券取引所市場第二部における、本公開買付けの実施についての公表日の前営業日である平成30年7月23日の当社株式の終値1,025円に対して135.61%（小数点以下第三位を四捨五入。以下、プレミアムの計算において同じです。）、同日までの過去1ヵ月間（平成30年6月25日から平成30年7月23日まで）の終値の単純平均値992円（小数点以下を四捨五入。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143.45%、同日までの過去3ヵ月間（平成30年4月24日から平成30年7月23日まで）の終値の単純平均値1,002円に対して141.02%、同日までの過去6ヵ月間（平成30年1月24日から平成30年7月23日まで）の終値の単純平均値985円に対して145.18%のプレミアムが加算されており、完全子会社化を目的とした他の公開買付けの事例におけるプレミアム水準との比較においても遜色のないプレミアムが付されていると考えられること、（ ）本公開買付けの決定に際しては、下記「(6)本公開買付け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が採られており、少数株主への配慮がなされていると認められること、（ ）本公開買付けが、応募株主と公開買付者との間で、度重なる協議・交渉を経て合意に達した価格であること等を踏まえ、本公開買付けは当社の株主の皆様に対して、合理的なプレミアムを付した価格での合理的な当社株式の売却の機会を提供するものであると判断し、平成30年7月24日開催の取締役会において、本公開買付けについ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、本公開買付けへの応募を推奨する旨の決議を行いました。上記取締役会決議は、下記「(6)本公開買付け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（5名）の承認」に記載の方法により決議されております。

(3) 算定に関する事項

算定機関の名称並びに公開買付者、当社及び応募株主との関係

当社取締役会は、公開買付者から提示された本公開買付け価格に関する当社における意思決定過程の恣意性を排除し、本公開買付け価格の公正性を担保するために、公開買付者、当社及び応募株主から独立した第三者算定機関であるみずほ証券に当社株式の株式価値の算定を依頼し、平成30年7月23日付で本株式価値算定書を取得いたしました（注）。当社取締役会は、みずほ証券から本公開買付け価格の公正性に関する意見（フェアネス・オピニオン）は取得しておりません。なお、みずほ証券は、公開買付者、当社及び応募株主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。

算定の概要

みずほ証券は、当社株式が東京証券取引所市場第二部に上場していることから市場株価基準法を、また将来の事業活動の状況を算定に反映するためにDCF法を算定手法として用いて、当社普通株式の価値算定を行っております。

みずほ証券が当該各手法に基づき算定した当社株式の1株当たりの株式価値の範囲は以下のとおりです。

市場株価基準法：985円～1,025円

DCF法：1,735円～2,407円

市場株価基準法では、基準日を本株式価値算定書作成日である平成30年7月23日として、東京証券取引所市場第二部における当社の普通株式の基準日終値1,025円、直近1ヵ月の終値単純平均値992円、直近3ヵ月の終値単純平均値1,002円、直近6ヵ月の終値単純平均値985円を基に、当社の普通株式の1株当たりの価値の範囲を985円から1,025円までと算定しております。

DCF法では、平成31年3月期から平成35年3月期までの5期分の当社の将来の収益予想に基づき、当社が将来生み出す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算定し、本信託受益権の売却金額から譲渡益にかかる税金を控除したキャッシュインを加味し、当社の普通株式の1株当たりの価値の適正レンジを1,735円から2,407円までと算定しております。

なお、みずほ証券が算定に用いた当社の事業計画（平成31年3月期から平成35年3月期まで）においては、対前年度比較において大幅な増減益が見込まれている事業年度があります。上記本信託受益権の売却を平成30年6月に実施したことにより、平成31年3月期において34億円の特別利益の計上を予定しており、対前年度比較で大幅な増益となること、また、平成33年3月期に新築分譲マンションの販売を行うことにより約25億円の売上増加および翌期平成34年3月期においてその反動による約20億円程度の売上の減少を見込んでいます。なお、現時点における上記事業計画には、具体的に検討している新築分譲マンションの販売による増減収のみが反映されており、今後具体化されるその他の新築分譲マンションが業績見込みに及ぼす影響についてはかかる事業計画には盛り込まれておりません。また、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は、現時点において具体的に見積もることが困難であったため、当該財務予測には加味しておりません。

（注） みずほ証券は、当社への本株式価値算定書の提出に際して、当社から提供を受けた情報、一般に公開された情報等を使用し、それらの資料、情報等が全て正確かつ完全なものであることを前提としております。なお、みずほ証券は、かかる情報の正確性及び完全性の検証を行っておらず、また、これら

を独自に検証する責任又は義務を負いません。本株式価値算定書に記載される内容は、みずほ証券に提供され、又はみずほ証券が当社と協議した情報について、かかる情報を重大な誤りとする事項があった場合、又は本株式価値算定書交付時点で開示されていない事実や状況もしくは本株式価値算定書交付時点以降に発生した事実や状況（本株式価値算定書交付時点において潜在的に存在した事実で、その後明らかになった事実を含みます。）があった場合には、異なる可能性があります。みずほ証券は、当社の経営陣が、みずほ証券に提供され又はみずほ証券と協議した情報を不完全もしくは誤解を招くようなものとするような事実を一切認識していないことを前提としています。さらに、みずほ証券は、当社の資産・負債（デリバティブ取引、簿外資産・負債その他の偶発債務を含みます。）又は引当につき独自に評価・鑑定を行っておらず、いかなる評価又は鑑定についても、独自に第三者から提供を受けたことはなく、また、第三者に要求しておりません。

株式価値の算定に際して当社から情報の提供又は開示を受けられず、又は提供もしくは開示を受けたもののそれが当社の株式価値に及ぼす影響が現時点においては不確定なもの、又はその他の方法によってもみずほ証券が評価の基礎として使用できなかったものについては、みずほ証券は、みずほ証券が合理的および適切と考える仮定を用いています。みずほ証券のかかる仮定が重要な点において事実と異なることが明らかになった場合に、それが当社の将来の財務状況にどのような影響を及ぼすかについて、みずほ証券は検証を行っておりません。

なお、みずほ証券が開示を受けた財務予測その他の将来に関する情報については、当社の将来の経営成績および財務状況に関し現時点で得られる最善の予測および判断に基づき、当社の経営陣によって合理的に準備・作成もしくは調整されたことを前提としています。みずほ証券は上記の前提条件および財務予測ならびに事業計画の実現可能性について独自に検証することなく、これらの前提条件および財務予測ならびに事業計画に依拠しており、本株式価値算定書で言及される分析もしくは予想又はそれらの基礎となる仮定に関して何らの見解も表明しておりません。みずほ証券は、法律、規制又は税務関連の専門家ではなく、かかる事項については、当社の外部専門家が行った評価に依拠しております。みずほ証券の算定結果は、みずほ証券が当社の依頼により、当社の取締役会が、当社が本公開買付けにおける普通株式の買付価格を検討するための参考に資することを唯一の目的とし、当社に提出したものであり、当該算定結果は、みずほ証券が本公開買付価格の妥当性について意見を表明するものではありません。

(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）

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」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、本公開買付けにより、公開買付者が当社の発行済株式の全てを取得できなかった場合には、本公開買付けの成立後に、以下のいずれかの方法により、当社の発行済株式の全てを所有することになるように本完全子会社化手続を行う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、当社の総株主の議決権の90%以上を所有するに至り、公開買付者が会社法（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った場合には、本公開買付けの決済の完了後速やかに、会社法第179条第1項の規定に基づき、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。）の全員（以下「売渡株主」といいます。）に対し、その有する当社株式の全て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、当社に対し株式売渡請求の承認を求めるとのことです。当社がその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、売渡株主が所有する当社発行済株式の全てを取得する予定とのことです。公開買付者は、売渡株主の所有していた当社株式の対価として、各売渡株主に対し、当社株式1株当たり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、当社は、公開買付者より株式売渡請求をしようとする旨の会社法第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、当社の取締役会において、公開買付者による株式売渡請求を承認する予定です。

上記手続に関連する少数株主の権利保護を目的とした会社法上の規定としては、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会社法上定められています。なお、上記申立てがなされた場合の売買価格は、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は、公開買付者は、本臨時株主総会を招集すること、並びに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について、本臨時株主総会の付議議案とすることを、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であり、公開買付者は、本臨時株主総会において、当該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、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(合計した数に1株に満たない端数がある場合には、当該端数は切捨てられます。以下同じとします。)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各株主(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算定した上で、裁判所に対して任意売却許可の申立てが行われる予定です。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され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です。

上記手続に関連する少数株主の権利保護を目的とした会社法上の規定としては、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、当社の株主は、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て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され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、上記申立てを行うことができることになる予定です。なお、上記申立てがなされた場合の買取価格は、最終的には裁判所が判断することとなります。

上記及び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、本公開買付け後の公開買付者の株券等所有割合及び公開買付者以外の当社株式の所有状況等によっては、それと概ね同等の効果を有するその他の方法に変更する可能性があるとのことです。但し、その場合でも、本公開買付けに応募されなかった当社の各株主(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、その場合に当該各株主に交付される金銭の額については、本公開買付け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。以上の場合における具体的な手続及びその実施時期等については、当社と公開買付者が協議の上、決定次第、当社が速やかに公表する予定です。

本公開買付けは、本臨時株主総会における当社の株主の皆様への賛同を勧誘するものではありません。また、本公開買付けへの応募又は上記各手続における税務上の取扱いについては、株主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、東京証券取引所市場第二部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け等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、当社株式は、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、本公開買付け成立時点で当該基準に該当しない場合でも、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、本完全子会社化手続が実行された場合には、東京証券取引所の上場廃止基準に従い、当社株式は所定の手続を経て上場廃止となります。なお、当社株式が上場廃止となった場合は、当社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。

(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

当社及び公開買付者は、公開買付者が当社の親会社である応募株主との間で本応募契約を締結し、本公開買付けが応募株主からの応募を前提として実施されるため、本公開買付けを含む本取引が支配株主との重要な取引等に該当することに鑑み、本公開買付けに係る審議に慎重を期し、本公開買付けの公正性を担保し、利益相反を回避するため、以下の措置を講じております。

なお、公開買付者は、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)の応募を本公開買付け成立の条件とはしておりませんが、本公開買付け価格は、当社の親会社である森トラストが公開買付者との間で平成30年2月中旬から平成30年7月上旬にかけて複数回にわたり協議・検討を重ねた結果合意したものであることのほか、下記 から までの措置が講じられていることなどから、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。

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S M B C日興証券に対して、当社の株式価値の算定を依頼したとのことです。

S M B C日興証券は、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うえ、当社が東京証券取引所市場第二部に上場しており、市場株価が存在することから市場株価法、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の株式価値の算定を行い、公開買付者はS M B C日興証券から平成30年7月23日付で株式価値算定書を取得したとのことです。なお、S M B C日興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S M B C日興証券から、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。

S M B C日興証券から取得した株式価値算定書によると、採用した上記各手法において算定された当社株式の1株当たりの株式価値の範囲は、それぞれ以下のとおりとのことです。

市場株価法：992円～1,002円

DCF法：2,046円～2,723円

市場株価法では、平成30年7月23日を算定基準日として、当社株式の東京証券取引所市場第二部における直近1ヶ月間の終値単純平均値992円、及び直近3ヶ月間の終値単純平均値1,002円を基に、当社株式の1株当たりの株式価値の範囲を、992円から1,002円までと算定しているとのことです。

DCF法では、当社から提供された当社の事業計画（平成31年3月期から平成35年3月期までの5年間に、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、当社が平成30年5月29日付で公表した本信託受益権の売却、賃貸資産の売却及び本取引の実行により得られると見込まれるシナジー効果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平成30年3月期末以降の当社の将来の収益予想に基づき、当社が平成30年3月期末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株当たりの価値の範囲を、2,046円から2,723円までと算定しているとのことです。なお、上記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が含まれているとのことです。具体的には、平成31年3月期の当期純利益において、本信託受益権の売却に伴う特別利益を計上することから、大幅な増益となることを見込む一方、平成32年3月期から平成34年3月期の当期純利益においては、上記の特別利益が剥落すること及び資産効率向上のために進める賃貸資産の売却が徐々に少なくなることから、大幅な減益を見込んでいるとのことです。

公開買付者は、S M B C日興証券から取得した株式価値算定書の算定結果に加え、当社取締役会による本公開買付けへの賛同の可否、過去に行われた本公開買付けと同種の発行者以外の者による株券等の公開買付けの事例（完全子会社化を前提とした公開買付けの事例）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、当社株式の市場株価の動向、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、本取引の実行により得られると見込まれるシナジー効果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、当社及び応募株主との協議・交渉の結果等を踏まえ、最終的に平成30年7月24日に、本公開買付価格を1株当たり2,415円とすることを決定したとのことです。

なお、本公開買付価格である2,415円は、本公開買付けの実施についての公表日の前営業日である平成30年7月23日の東京証券取引所市場第二部における当社株式の終値1,025円に対して135.61%のプレミアムを加えた価格、直近1ヶ月間の終値単純平均値992円に対して143.45%のプレミアムを加えた価格、直近3ヶ月間の終値単純平均値1,002円に対して141.02%のプレミアムを加えた価格、直近6ヶ月間の終値単純平均値985円に対して145.18%のプレミアムを加えた価格です。また、本公開買付価格は、本書提出日の前営業日である平成30年7月24日の東京証券取引所市場第二部における当社株式の終値1,026円に対して135.38%プレミアムを加えた価格となります。

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

当社取締役会は、公開買付者から提示された本公開買付価格に関する当社における意思決定過程の恣意性を排除し、本公開買付価格の公正性を担保するために、公開買付者、当社及び応募株主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みずほ証券に当社株式の株式価値の算定を依頼し、平成30年7月23日付で本株式価値算定書を取得いたしました。本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「算定の概要」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、公開買付者、当社及び応募株主から独立したリーガル・アドバイザーとして関西法律特許事務所を選定し、同事務所から、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の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、必要な法的助言を受けております。

当社における独立した第三者委員会の設置

当社取締役会は、公開買付者が当社の親会社である応募株主との間で本応募契約を締結し、本公開買付けが応募株主からの応募を前提として実施されるため、本公開買付けを含む本取引が支配株主との重要な取引等に該当することに鑑み、本取引に関する意思決定の恣意性を排除し、当社の意思決定過程の公正性、透明性及び客観性を確保するために、平成30年1月31日、公開買付者、当社及び応募株主から独立した第三者によって構成される第三者委員会（第三者委員会の委員としては当社取締役・監査等委員（社外取締役）の土堤内清嗣氏、公認会計士の松本久幸氏（株式会社Stand by C）及び弁護士の天野勝介氏（北浜法律事務所・外国法共同事業）の3名を選定しております。）を設置し、第三者委員会に対し、(a)本取引の目的が正当性・合理性を有するか（本取引が当社の企業価値向上に資するかを含む。）、(b)本取引の取引条件の公正性・妥当性が確保されているか、(c)本取引に係る手続の公正性が確保されているか、(d)(a)～(c)を前提に、本取引が当社の少数株主にとって不利益なものではないか（総称して、以下「本諮問事項」といいます。）について、当社取締役会に対して答申することを諮問することを決議いたしました。

第三者委員会は、平成30年2月1日から平成30年7月23日までの間に合計8回開催され、本諮問事項についての協議及び検討が行われました。具体的には、第三者委員会は、本諮問事項に関する検討にあたり、当社及び公開買付者より、本取引の目的、本取引に至る背景、当社及び公開買付者の本取引についての考え方、本取引の条件及びその決定プロセス等についての説明を受け、質疑応答を行うとともに、関西法律特許事務所より、本取引の手続面における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の内容について説明を受け、質疑応答を行いました。また、みずほ証券から、当社株式の株式価値の算定に関する説明を受け、これに関する質疑応答を行いました。

第三者委員会は、かかる手続を経て、本諮問事項について慎重に協議及び検討を重ね、本取引について以下のとおり検討及び評価をした結果、平成30年7月23日に、第三者委員会への説明及び開示された書類に記載された事項が真実かつ正確であること等の一定の前提条件の下、(a)本取引の目的は正当性・合理性を有しており、本取引が当社の企業価値向上に資するものといえる、(b)本取引の取引条件の公正性・妥当性は確保されているといえる、(c)本取引にかかる手続の公正性は確保されているといえる、(d)(a)～(c)を前提にすれば、本取引は当社の少数株主にとって不利益なものではないといえる、との本答申書を、当社取締役会に提出しております。

(a) 本取引の目的は、関西圏に豊富な店舗網を有する当社との相乗効果を得ることで、仲介事業や賃貸管理事業の強化の実現に必要な、中古流通と賃貸管理店舗網拡大のスピードアップを図ること等にある。公開買付者は、本公開買付け成立後の経営方針として、当社の資産効率向上のため賃貸資産の売却を進める方針を示しており、不動産賃貸事業については本取引によるシナジー効果を見込むことはできない。しかし、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により、当社が取り組んできた販売代理・仲介事業、不動産管理事業、不動産販売事業（買取再販事業・分譲事業）等においては、公開買付者が保有する情報網や豊富な資金力を活用すること、また公開買付者の既存の事業と連携することにより、営業力や受託件数の拡大、物件仕入環境の向上並びに経費削減等のシナジー効果が見込まれ、それらを総合的に勘案した結果、本取引は当社の企業価値の向上に資するものと判断でき、本取引の目的は正当性・合理性を有するものであるとの結論に至った。

(b) 本取引における当社の少数株主が受領する対価の妥当性の観点からは、本取引において、意思決定過程における恣意性の排除を目的として、みずほ証券から、本株式価値算定書を取得していること、本株式価値算定書では、当社の株式価値の評価に、市場株価基準法及びDCF法を採用しているが、当該評価手法を用いることは妥当であり、かつ、各評価手法による株式価値の算定に不合理な点は見当たらないこと、本公開買付価格は、本株式価値算定書において示された市場株価基準法及びDCF法に基づく算定結果のレンジの最高値をいずれも上回っていること、また、本公開買付価格は、より高い価格で売却しようとする交渉を行うことが想定される応募株主と公開買付者の交渉の結果合意されたものであることから、本取引の取引条件の公正性・妥当性が確保されているといえる。さらに、本取引後に予定されている公開買付者の経営方針等の観点からも、公開買付者は、下記「(7) 本公開買付けに係る重要な合意に関する事項」に記載のとおり、当社が株式会社森トラスト・ホールディングスとの間の平成30年6月29日付極度借入契約証書（その後の変更を含みます。）に基づき同社に対して負担する債務の弁済を、公開買付者による当社の完全子会社化が完了した後に実行するため、当社の完全子会社化の完了後に、当社に対して貸付けを行うことを検討していること、当社の従業員の雇用関係及び当社の取引関係に大きな変化が生じないよう対応する方針を示していることから、本取引後の当社の安定した経営にも十分配慮しているものといえ、本公開買付価格以外の観点からの本取引の取引条件の公正性・妥当性も確保されているといえる。

(c) 株主の適切な判断機会の確保という観点からは、本公開買付け後の本完全子会社化手続で、反対する株主に対する株式買取請求権又は価格決定請求権が確保できないスキームを採用することは予定されておらず、

本完全子会社化手続の際に交付される1株当たりの金銭の額が、本公開買付価格と同一になるよう算定される予定である。また、意思決定過程における恣意性の排除という観点からは、当社において、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みずほ証券を選任するとともに、リーガル・アドバイザーとして関西法律特許事務所を選任し、本取引の諸手続及び意思決定の方法・過程等についての助言を得ており、また、本取引に関して平成30年7月24日に開催予定の取締役会において、応募株主である森トラストの顧問及び森トラストの子会社であるアズマックス株式会社の取締役を兼務しており、かつ平成30年6月18日まで森トラストの完全子会社であるフォレセーヌ株式会社、同社の完全子会社である東洋グリーン建物株式会社及び森トラストの子会社である東洋ハウジング管理株式会社の各代表取締役を兼務していた許斐氏と、応募株主である森トラスト、同社の完全子会社であるフォレセーヌ株式会社及び森トラストの関連会社である愛知道路コンセッション株式会社の各取締役（フォレセーヌ株式会社については平成30年6月18日以降は代表取締役）並びに森トラストの完全子会社であるMT&ヒルトンホテル株式会社の代表取締役を兼務している高橋氏を除く取締役全員の一致により決議を行うことが予定されている。さらに、価格の適正性を担保する客観的状況の確保という観点からは、下記「他の買付者からの買付機会を確保するための措置」に記載された措置がとられている。以上のことから、株主の適切な判断機会の確保、意思決定過程における恣意性の排除及び価格の適正性を担保する客観的状況の確保のために種々の措置が講じられており、本取引において、公正な手続を通じて当社の株主の利益に対する配慮がなされている。

(d) 上記(a)から(c)の判断を前提にすれば、本取引は、当社の少数株主にとって不利益なものではないといえる。

当社における利害関係を有しない取締役全員（5名）の承認

当社取締役会は、みずほ証券より取得した本株式価値算定書及び関西法律特許事務所からの法的助言を踏まえて、第三者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続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。

そのうえで、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」に記載のとおり、平成30年7月24日開催の取締役会において審議及び決議に参加した取締役の全員一致により、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旨の決議を行いました。

なお、当社の取締役7名のうち、当社の代表取締役である許斐氏は、応募株主である森トラストの顧問及び森トラストの子会社であるアズマックス株式会社の取締役を兼務しており、かつ平成30年6月18日まで森トラストの完全子会社であるフォレセーヌ株式会社、同社の完全子会社である東洋グリーン建物株式会社及び森トラストの子会社である東洋ハウジング管理株式会社の各代表取締役を兼務していたこと、当社の取締役である高橋氏は、森トラスト、同社の完全子会社であるフォレセーヌ株式会社及び森トラストの関連会社である愛知道路コンセッション株式会社の各取締役（フォレセーヌ株式会社については平成30年6月18日以降は代表取締役）並びに森トラストの同社の完全子会社であるMT&ヒルトンホテル株式会社の代表取締役を兼務していることから、本公開買付けを含む本取引に関する当社の取締役会の意思決定における恣意性を排除し、公正性、透明性及び客観性を高め、利益相反を回避するため、本公開買付けを含む本取引に関する全ての審議及び決議には参加しておらず、また、当社の立場で本取引の協議及び交渉に参加しておりません。

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、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。）について、法令に定められた最短期間が20営業日であるところ、30営業日としております。公開買付者は、公開買付期間を比較的長期間に設定することにより、当社の株主の皆様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しつつ、公開買付者以外にも当社株式の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。

また、公開買付者と当社は、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等を行うことを制限するような内容の合意は一切行っておりません。このように、上記公開買付期間の設定と併せ、対抗的な買付け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

公開買付者は、本公開買付けの実施にあたり、当社の親会社である応募株主（所有株式数2,036,000株、所有割合64.70%）との間で、応募株主が所有する当社株式の全てについて、本公開買付けの開始日である本書提出日から、10営業日以内に、本公開買付けに応募する旨の本応募契約を平成30年7月24日付で締結しているとのことです。

本応募契約において、応募株主は、本公開買付けに係る決済が完了する日までの日を権利行使の基準日とする当社の株主総会が、本公開買付けの成立後に開催される場合、公開買付者の指示に従って、当該株主総会における議決権その他一切の権利を行使し又は行使しないものとされており、公開買付者が要請した場合には、公開買付者の

指示に従い、当該権利の行使・不行使を公開買付者又は公開買付者が指名する者に対して委任し、当該委任に係る委任状を交付するものとされているとのことです。

また、本応募契約において、応募株主は、本公開買付けの決済が完了するまでの間、直接又は間接に、第三者との間で、当社の株式を対象とする公開買付けの実施その他の本公開買付けと矛盾若しくは抵触し、又はそのおそれのある行為に関する提案、接触、勧誘、情報提供、協議等を行わないこと、及び第三者からかかる行為に関する提案又は勧誘等を受けた場合には、直ちに公開買付者に対してその事実及び内容を通知することに合意しているとのことです。加えて、応募株主は、許斐氏及び高橋氏が当社の代表取締役又は取締役として留任している間、許斐氏及び高橋氏をして、本公開買付けの決済日以降、公開買付者の合理的な意向に反する当社グループの重要な業務の執行及び重要な財産の管理・運営等が行われないように最大限努力させることを合意しているとのことです。

さらに、本応募契約において、応募株主及び公開買付者は、当社が応募株主の親会社である株式会社森トラスト・ホールディングスとの間の平成30年6月29日付極度借入契約証書（その後の変更を含みます。）に基づき株式会社森トラスト・ホールディングスに対して負担する債務（当該契約に係る残元本額及び経過利息を含みます。）（注）の弁済を、公開買付者による当社の完全子会社化が完了した後応募株主及び公開買付者が別途合意する日をもって、実行することを合意しており、公開買付者は、当該当社の債務の弁済に充てるため、当社の完全子会社化の完了後に、当社に対して貸付けを行うことを検討しているとのことです。

（注） 当該極度借入契約証書の極度額は7,650,000,000円、利率は、0.5201700%（ただし、借入日以降の各月月末最終銀行営業日に、基準金利（ユーロ円1ヶ月Libor）に0.6%を加算した利率に改定し、翌月最終銀行営業日の前日までの借入及び借換に適用する。）とされています。平成30年7月24日時点における借入実行残高は、7,650,000,000円です。

なお、本応募契約において、応募株主による応募の前提条件は規定されていないとのことです。

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(株)	議決権の数(個)
許斐 信男	代表取締役社長	-	1,000	10
山本 敏之	取締役	管理部長兼 不動産事業部長	2,800	28
高橋 信	取締役	-	1,000	10
柴田 裕司	取締役(監査等委員)	-	200	2
土堤内 清嗣	取締役(監査等委員)	-	0	0
永廣 建志	取締役(監査等委員)	-	0	0
宮永 亮	取締役(監査等委員)	-	0	0

(注1) 役職、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(監査等委員)土堤内清嗣、永廣建志及び宮永亮は社外取締役です。

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。