

【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】	2022年 8 月12日
【報告者の名称】	株式会社シノケングループ
【報告者の所在地】	福岡市中央区天神一丁目 1 番 1 号
【最寄りの連絡場所】	福岡市中央区天神一丁目 1 番 1 号
【電話番号】	092-714-0040（代表）
【事務連絡者氏名】	取締役 常務執行役員 玉置 貴史
【縦覧に供する場所】	株式会社シノケングループ （福岡市中央区天神一丁目 1 番 1 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、株式会社シノケングループをいいます。
- (注2) 本書中の「公開買付者」とは、SKライフサポート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します。
- (注5) 本書中の「営業日」とは、行政機関の休日に関する法律（昭和63年法律第91号。その後の改正を含みます。）第1条第1項各号に掲げる日を除いた日をいいます。
- (注6) 本書中の「株券等」とは、株式等に係る権利をいいます。
- (注7) 本書の提出に係る公開買付け（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、以下「米国1934年証券取引所法」といいます。）第13条(e)項又は第14条(d)項及び同条の下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。本書及び本書の参照書類の中に含まれる財務情報が米国の会社の財務情報と同等のものとは限りません。公開買付者及び当社は米国外で設立された法人であり、その役員の一部又は全部は米国居住者ではないため、米国の証券関連法を根拠として主張し得る権利又は請求を行使することが困難となる可能性があります。また、米国の証券関連法の違反を根拠として、米国外の法人又は個人に対して、米国外の裁判所において法的手続を開始することができない可能性があります。さらに、米国外の法人若しくは個人又は当該法人の子会社若しくは関係者（affiliate）（以下「関連者」といいます。）に米国の裁判所の管轄が認められるとは限りません。
- (注8) 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します。本公開買付けに関する書類の全部又は一部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在した場合には、日本語の書類が優先するものとしします。
- (注9) 本書又は本書の参照書類の記載には、米国1933年証券法（Securities Act of 1933。その後の改正を含みます。）第27A条及び米国1934年証券取引所法第21E条で定義された「将来に関する記述」が含まれておりません。既知若しくは未知のリスク、不確実性又は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。本書又は本書の参照書類の中の「将来に関する記述」は、本書提出日時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、当社又はそれらの関連者は、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10) 公開買付者及びその関連者、並びに公開買付者及び当社の各財務アドバイザーの関連者は、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年証券取引所法規則14e - 5 (b)の要件に従い、当社の株式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又はその関連者の英文ウェブサイトにおいても英文で開示が行われます。

- (注11) 会社法（平成17年法律第86号。その後の改正を含みます。以下「会社法」といいます。）に従って株主による単元未満株式の買取請求権が行使された場合には、当社は法令の手續に従い公開買付期間中に自己の株式を買い取ることがあります。

1【公開買付者の氏名又は名称及び住所又は所在地】

名称 S Kライフサポート株式会社
所在地 東京都千代田区丸の内一丁目9番2号

2【公開買付者が買付け等を行う株券等の種類】

(1) 当社株式

(2) 新株予約権

2016年3月1日開催の当社取締役会の決議に基づき発行された新株予約権（以下「本新株予約権」といいます。）（行使期間は2019年4月1日から2023年3月15日まで）

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、2022年8月10日開催の当社取締役会において、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する旨の意見を表明するとともに、当社の株主及び本新株予約権者の皆様に対して、本公開買付けへの応募を推奨する旨の決議をいたしました。

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」の「当社における利害関係を有しない取締役全員（監査等委員を含む。）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

本公開買付けに関する意見の根拠及び理由のうち、公開買付者に関する記載については、公開買付者から受けた説明に基づいております。

本公開買付けの概要

公開買付者は、当社の株券等を取得及び所有することを主たる目的として、2022年7月7日に設立された株式会社であり、本書提出日現在、インテグラル株式会社（以下「インテグラル」といい、インテグラルと公開買付者を総称して「公開買付者ら」といいます。）がその発行済株式の全てを所有しているとのことです。なお、本書提出日現在、インテグラル及び公開買付者を含むインテグラルの子会社及び関連会社は、当社の普通株式（以下「当社株式」といいます。）及び本新株予約権を所有していないとのことです。

インテグラルは日本国内の上場企業・未公開企業等に投資するエクイティ投資会社であるとのことです。社名である「インテグラル」とは、『積分、積み重ね』を意味し、投資先企業と信頼関係を構築し、持続的な企業価値の向上に資する施策を積み重ねていくという長期的視野に立ったエクイティ投資を行うことを理念としており、『経営と同じ目線・時間軸』をもって投資先企業と共に歩み、投資先の事業方針を尊重して企業価値の最大化に向けて経営・財務の両面での最適な経営支援を行うことを方針としているとのことです。

インテグラルは、2007年9月の創業からこれまでキュービーネットホールディングス株式会社、スカイマーク株式会社、東洋エンジニアリング株式会社、株式会社オリバー等、計27件の投資実績を有し、企業価値向上に向けた経営・財務の両面でのサポートを行ってきたとのことです。インテグラルは、コスト削減やオペレーションの効率化のみによる短期的な利益の追求ではなく、長期的な視野に立った投資やリソース配分を行い、持続的な事業の成長・発展を目指しているとのことです。M & A業務及び会社のマネジメントに従事し、それらの高度な専門的知識を有する者が集まった国内独立系の投資会社として、日本企業のマネジメント層の特性を十分に理解・尊重しながら、投資先企業の企業価値向上を最優先した成長戦略促進の支援に全力で取り組んでいるとのことです。

今般、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。）スタンダード市場に上場している当社株式（但し、本新株予約権の行使により交付される当社株式を含み、当社が所有する自己株式（当社の株式給付信託（J-ESOP）の信託口が所有する当社株式を除きます。以下同じです。）及び不応募合意株式（以下において定義します。）を除きます。）及び本新株予約権の全てを取得し、当社株式を非公開化するための取引（以下「本取引」といいます。）の一環として、2022年8月10日付で本公開買付けを実施することを決定したとのことです。

本公開買付けは、いわゆるマネジメント・バイアウト（MBO）の一環として、当社取締役会の賛同のもと、友好的に当社株式（但し、本新株予約権の行使により交付される当社株式を含み、当社が所有する自己株式及び不応募合意株式を除きます。）及び本新株予約権の全てを取得するために実施するとのことです。なお、当社の代表取締役社長であり当社の筆頭株主である主要株主の篠原英明氏（以下「篠原氏」といいます。）（所有株式数：7,633,957株（注1）（篠原氏が所有する本新株予約権3,000個の目的である当社株式600,000株を含み、以下「篠原氏所有株式」といいます。）、所有割合（注2）：22.31%）は、本取引後も継続して当社の経営にあたる予定であり、また、企業価値向上のために共通の目標を持っていただくため、本合併（以下において定義します。）の存続会社である公開買付者に対する篠原氏の出資割合が8%程度となるよう、公開買付者らは、2022年8月10日付で、篠原氏との間で基本契約書（以下「基本契約」といいます。）を締結し、基本契約において、

篠原氏所有株式のうち、6,148,647株（所有割合：17.97%、以下「応募合意株式」といいます。）及び篠原氏が所有する本新株予約権3,000個（以下「応募合意新株予約権」といいます。その目的である当社株式600,000株、所有割合：1.75%）について本公開買付けに応募するものの、885,310株（所有割合：2.59%、以下「不応募合意株式」といいます。なお、篠原氏が所有する譲渡制限付株式報酬に係る株式については、譲渡制限が付されており、本公開買付けに応募できないことから、不応募合意株式に含まれます。）については本公開買付けに応募しない旨を合意しているとのことです（但し、篠原氏は、応募合意新株予約権について、行使した上で、その行使により交付を受けた当社株式を本公開買付けに応募することができるものとし、その場合、「応募合意株式」は、応募合意新株予約権の行使により交付を受けた当社株式の数を加えた当社株式とし、応募合意新株予約権についての応募の義務はなくなるものとされています。）。なお、基本契約の詳細については、下記「(7) 公開買付者と自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) 上記篠原氏の所有株式数(7,633,957株)には、当社の役員持株会を通じた持分として間接的に所有する当社株式1,657株(持分としての株式数の計算上生じた小数点以下を切捨て)及び譲渡制限付株式報酬として付与された当社株式300,800株を含みます。以下、篠原氏の所有株式数の計算において同じとします。

(注2) 「所有割合」とは、当社が2022年8月10日に公表した「2022年12月期 第2四半期決算短信〔日本基準〕(連結)」(以下「当社第2四半期決算短信」といいます。)に記載された2022年6月30日現在の当社の発行済株式総数(36,380,400株)から、同日現在の当社が所有する自己株式数(2,788,034株。なお、自己株式数は、同日現在の当社の株式給付信託(J-ESOP)の信託口が所有する当社株式(162,400株)は含まない株式数です。以下同じとします。)を控除した株式数(33,592,366株)に、当社から2022年6月30日現在残存する本新株予約権(3,090個)の目的である当社株式(618,000株)を加算した株式数(34,210,366株、以下「潜在株式勘案後株式総数」といいます。)に対する割合をいい、その計算において小数点以下第三位を四捨五入しております。以下、所有割合の計算において同じとします。

公開買付者は、本公開買付けにおいて買付予定数の下限を21,509,600株(所有割合：62.87%)と設定しており、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。)の数の合計が買付予定数の下限(21,509,600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とのことです。一方で、公開買付者は、当社株式(但し、本新株予約権の行使により交付される当社株式を含み、当社が所有する自己株式及び不応募合意株式を除きます。)及び本新株予約権の全てを取得することにより、当社株式を非公開化することを企図しておりますので、本公開買付けにおいては、買付予定数の上限を設定しておらず、応募株券等の数の合計が買付予定数の下限(21,509,600株)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。

かかる買付予定数の下限(21,509,600株)を設定したのは、本公開買付けは当社株式を非公開化することを目的としているところ、本臨時株主総会(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)」において定義します。)において、本株式併合(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)」において定義します。)を実施する際には、会社法(平成17年法第86号。その後の改正を含みます。以下「会社法」といいます。)第309条第2項に規定する株主総会における特別決議が要件とされているためとのことです。具体的には、当社第2四半期決算短信に記載された2022年6月30日現在の当社の発行済株式総数(36,380,400株)から、同日現在の当社が所有する自己株式数(2,788,034株)を控除した株式数(33,592,366株)に係る議決権の数(335,923個)に、本株式併合を承認するための株主総会の特別決議に必要となる議決権割合に相当する3分の2を乗じた数(223,949個、小数点以下切り上げ)から、不応募合意株式(885,310株)に係る議決権の数(8,853個)を控除した議決権の数(215,096個)に、当社の単元株式数である100株を乗じた株式数としているとのことです。これは、公開買付者と利害関係を有さない当社の株主の皆様が所有する当社株式の数(潜在株式勘案後株式総数(34,210,366株)から篠原氏所有株式(7,633,957株)を控除した株式数(26,576,409株))に係る議決権の過半数、いわゆる「マジョリティ・オブ・マイノリティ(Majority of Minority)」に相当する議決権の数を上回るものとなるとのことです。

公開買付者は、本公開買付けにより当社株式(但し、本新株予約権の行使により交付される当社株式を含み、当社が所有する自己株式及び不応募合意株式を除きます。)及び本新株予約権の全てを取得できなかった場合には、本公開買付けの成立後に、下記「(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及び篠原氏のみ、又は公開買付者のみとし、当社株式を非公開化するための一連の手続(以下「本スクイズアウト手続」といいます。)を実施すること、及び本スクイズアウト手続後に、公開買付者を存続会社、当社を消滅会社とする合併(以下「本合併」といいます。)を行うことを予定しているとのことです。なお、本合併の具体的な日程等の詳細については本書提出日現在未定であるとのことです。なお、篠原氏は、本スクイズアウト手続の結果、当社の株式を所有しないこととなった場合には、下記「(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」の「(イ)本公開買付け後の経営方針」のとおり、本合併の存続会社である公開買付者に対する篠原氏の出資割合が8%程度となるよう、本取引により受領した金銭の一部を本合併の存続会社である公開買付者に再出資することを予定しているとのことです。なお、再出資に際しては、公開買付価格の均一性(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。以下

「法」といいます。)第27条の2第3項)の趣旨に抵触しないよう、本合併の存続会社である公開買付者に対する篠原氏の出資割合は、不応募合意株式の数に本公開買付けにおける当社株式1株当たりの買付け等の価格(以下「本公開買付価格」といいます。)を乗じた価額を篠原氏の出資額とみなし、当該出資額とインテグラル及びインテグラル又はその関係者が管理、運営その他関与するファンドによる公開買付者に対する出資額に基づき算出して決定することを予定しているとのことです。また、篠原氏に公開買付者株式を所有いただく理由は、本取引後も継続して当社の経営に従事していただくことを予定している篠原氏に対し、本合併後、公開買付者の企業価値向上に向けた共通のインセンティブを有していただくことにあり、本公開買付けにおける応募の対価を提供するものではないため、公開買付価格の均一性規制(法第27条の2第3項)の趣旨に反するものではないと考えているとのことです。

公開買付者は、本公開買付けを含む本取引に要する資金を、株式会社新生銀行からの借入れ、並びにインテグラル、インテグラル4号投資事業有限責任組合、Innovation Alpha L.P.及びInitiative Delta L.P.による出資により賄うことを予定しており、これらをもって、本公開買付けの買付け等に要する資金に充当することを予定しているとのことです。

本公開買付けを実施するに至った背景、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

(ア) 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

当社グループ(当社並びに本書提出日現在における当社の連結子会社30社及び持分法適用関連会社1社を総称していいます。以下同じです。)は、創業以来「お客様の成功がすべて・感謝の気持ちを忘れない・チャレンジスピリッツ」という経営理念の下、アパートメント経営による資産づくり＝ライフサポートシステムの提供を中心に事業を展開しており、お客様の生涯を通して寄り添う「ライフサポートカンパニー」として、事業に従事しております。

当社は、1990年6月に福岡市において、株式会社シノハラ建設システムとして設立され、創業者であり本書提出日現在も代表取締役社長である篠原氏のリーダーシップのもとで、アパートメント販売事業及び不動産賃貸管理業を開始し、2002年12月に日本証券業協会に株式を店頭登録し、2004年12月に株式を株式会社ジャスダック証券取引所(以下「ジャスダック証券取引所」といいます。)に上場いたしました。また、2007年10月に持株会社制を導入し、商号を株式会社シノケングループに変更いたしました。その後、2010年4月のジャスダック証券取引所と株式会社大阪証券取引所(以下「大阪証券取引所」といいます。)の合併、2013年7月の東京証券取引所と大阪証券取引所の合併を経て、2022年4月の東京証券取引所の市場区分見直しに伴い東京証券取引所スタンダード市場へ移行いたしました。

当社グループは、設立以来、一貫して「会社員にもできる、会社員目線でのアパートメント経営」を標榜し、売って終わりではなく、顧客＝オーナーの人生サポート役として、グループの総合力を生かしたアパートメント経営のサポート、高齢化が進む社会において不可欠となる介護領域をカバーし、顧客の生涯を通じたライフサポートシステムを築き上げており、以下の事業を行っております。

() 不動産セールス事業

主要事業である不動産セールス事業では、投資用の新築木造アパートメント及びRC造(Reinforced Concreteの略称で、鉄筋コンクリートを意味します。以下同じです。)マンションの開発・建設・販売を行っております。特に、投資用新築木造アパートメントでは、一般社員や公務員等を主な顧客(B2C向け)として、駅徒歩10分以内こだわった土地を選定して仕入れ、機能性・デザイン性を兼ね備えたデザイナーズアパートメント・マンションを建設し、適切な家賃設定により空室リスクを低減した安定した資産(土地・建物)を、提携金融機関からの顧客向けローンも活用しながら提供しているほか、B2B向けとして近年はREIT向けの販売も行っております。このREIT向け販売は、自社開発・管理物件を売却することで更なる開発資金の捻出にもつながる出口戦略としての位置づけもあります。

() 不動産サービス事業

不動産サービス事業では、自社で販売した物件を中心に入居者募集や家賃回収、メンテナンス等の賃貸住宅経営のサポート、賃貸・売買仲介、マンション管理等のサービス、不動産ファンド及びREITの組入れ資産の選定及び資産運用等を行っております。()の不動産セールス事業で販売した物件がすなわち管理物件となるため、不動産セールス事業を通じて構築したストックに応じて収益が生じるものとなっております。

() ゼネコン事業

当社の連結子会社である株式会社小川建設を通じ、東京23区を中心にRC造マンションの建設を請け負う一般ゼネコン事業を展開しております。2014年2月に当社グループにM&Aを通じて傘下に入った株式会社小川建設は、高い技術力や現場責任者経験者が営業責任者を務めるモデルによって高い評価を得ております。

() エネルギー事業

当社グループの株式会社エスケーエナジー及びその子会社を通じ、賃貸管理物件の入居者様等に対して、電気・ガスの供給事業を行っております。不動産サービス事業と同様、不動産セールス事業でストックした管理戸数の増加に応じて収益の増加が見込めるストックビジネスとなっております。

() ライフケア事業

当社グループのビジョンである「世界中のあらゆる世代のライフサポートカンパニー」を体現するべく、サービス付き高齢者向け住宅や通所介護（デイサービス）、グループホームの保有・運営、訪問介護、障がい者支援等を行っております。不動産セールス事業で販売した物件の入居者のうち、高齢になって一般物件での居住が難しくなった方に対しても、ライフステージに応じた住まい（高齢者安心サポート付き賃貸住宅）の提供を行い、生涯を通じたライフサポートを実現しております。

() その他

海外事業として、上海・シンガポールにおける不動産賃貸・売買仲介業や、インドネシアにおける日本人駐在員向けのサービスアパートメントの開発・運営を手掛けております。

また、当社の連結子会社である株式会社シノケンアセットマネジメント（関東財務局長（金商）第3167号）（以下「シノケンアセットマネジメント」といいます。）は、私募リートであるシノケンリート投資法人（関東財務局長第150号）（以下「シノケンリート」といいます。）から資産の運用を受託しております。当社が2022年8月10日付で公表した「『シノケンリート投資法人』の投資口に関する東京証券取引所上場に向けた取り組みについて」と題するプレスリリース（以下「シノケンリート上場に関する当社プレスリリース」といいます。）によれば、当社の2022年2月2日付「シノケンリート投資法人」の投資口の東京証券取引所不動産投資信託証券市場への上場承認のお知らせに記載のとおり、シノケンリート投資法人（以下「シノケンリート」といいます。）は、東京証券取引所より、シノケンリートの投資口の東京証券取引所不動産投資信託証券市場への上場についての承認を得たものの、当社の2022年2月17日付「シノケンリート投資法人」の投資口の東京証券取引所上場延期のお知らせに記載のとおり、2022年2月17日開催のシノケンリート役員会において、新投資口発行及び投資口売出しを中止すること並びに東京証券取引所不動産投資信託証券市場への上場を延期することを決議し、これに伴い、東京証券取引所不動産投資信託証券市場への上場承認も取り消されました（以下「シノケンリート上場延期」といいます。）。また、当該上場に際して実施するシノケンリートの新投資口の発行（発行数123,476口、発行価額の総額12,347,600,000円、発行価格未定）及びオーバーアロットメントによる売出し（売出数6,174口、売出価額の総額671,400,000円、売出価格未定）に関してシノケンリートが2022年2月2日付で関東財務局長に提出した有価証券届出書も、同月17日付で取り下げられました。シノケンリート上場に関する当社プレスリリースに記載のとおり、これらは、シノケンリート上場延期について公表した2022年2月17日時点において、米国長期金利上昇に対応する早期金融引き締めへの警戒感が強まる中、ウクライナ情勢の緊迫化による地政学リスクなどに起因して不確実性が急速に高まりつつあり、そのような非常事態といえる市場環境においては、シノケンリートの投資口の上場に伴う新投資口の発行による資金調達が必要しも満足のいくレベルでは実現できない懸念が生じていることに鑑み、市場動向を慎重に見極め、適切なタイミングでの上場を目指すことの方が、シノケンリートの投資価値、ひいては投資家の皆様の利益に資することになるとの判断が、シノケンリート側でなされたことによるものです。その後、シノケンリートにおいては、証券会社を通じた投資家需要動向の確認や、上場申請に向けたエクイティストーリーの再検討等、上場に向けた準備を継続して行っていることですが、新型コロナウイルスの感染再拡大、ロシアによるウクライナ侵攻の長期化、米国長期金利の上昇、円安の急激な進行等、経済環境の不確実性は増す一方であり、シノケンリート上場延期の発表から約6ヶ月が経過したものの、環境が良化したとは言い難く、現時点では2022年中の上場を目指すことは適切ではないとの判断に至ったものと確認しております。もっとも、当社及びシノケンリートとしては、引き続きシノケンリートの適切なタイミングでの上場を目指す方針に変わりなく、2023年以降、市場環境を見極めつつ、適切なタイミングで、改めてシノケンリートの投資口を東京証券取引所不動産投資信託証券市場へ上場させたい意向を有しております（以下、かかる投資口の上場を「シノケンリート上場」といいます。）（注3）。

(注3) 本書提出日時点において、上場時期を含め、シノケンリート上場について決定した事実はなく、将来にわたってシノケンリート上場が実施されない可能性があります。また、実施される場合でも、シノケンリート上場又はそれに関連して実施される取引（シノケンリートによる当社グループからの不動産の取得を含みます。）について、シノケンリート上場延期前に想定されていた条件と大きく異なる条件により実施される可能性があります。なお、本書は、シノケンリートの投資口の取得の申込みの勧誘又は売付けの申込み若しくはその買付けの申込みの勧誘を行うものではありません。

また、当社グループは、REaaS（注4）で人々や社会の課題を解決することをミッションに掲げており、ビジネスモデルの革新とテクノロジーの融合により、より多くの人々が手軽に安全に少額から不動産取引がしやすくなるREaaSを推進することで、将来の経済的不安だけでなく、現在起きている介護問題や労働者不足などを含む様々な社会課題の解決をめざしております。そして、中長期的な戦略として、2020年11月20日に「中長期ビジョン2020」を公表し、以下()乃至()の施策を公表いたしました。

() 海外事業の拡大

国内で確立した、不動産セールス事業（上記（ ））及び不動産サービス事業（上記（ ））、すなわち、用地の取得～建設～入居管理・運営管理～出口戦略までのグループ内一気通貫モデルを国外にも展開していくことで、一層の海外事業の拡大を目指しております。

（ ） R E a a S の展開

R E a a S を実現するため、今後日本において本格化していくトラストサービスの領域において、不動産のトラスト D X（注 5）で世界最先端のプラットフォームを構築していきます。

（ ） 戦略的な M & A 展開

社会的なニーズが高まるライフケア領域、D X 領域や海外における M & A など、これまでと同様にグループシナジーの創出を基本方針とし、積極的に取り組んでいきます。

（注 4） 「R E a a S」とは、Real Estate as a Serviceの略称で「不動産のサービス化」を意味し、不動産テックをビジネスと結び付けた新たな不動産流通、という概念を意味します。

（注 5） 「D X」とは、デジタル・トランスフォーメーション（Digital Transformation）の略称で、データとデジタル技術を融合して製品・サービス・ビジネスモデルをはじめとしたあらゆるものを革新し、競争優位性を確立することを意味します。

一方、当社は、「中長期ビジョン2020」の公表以降、当社グループを取り巻く事業環境が厳しさを増している状況にあると認識しており、現状のままでの事業運営では、将来に向けた持続的な成長は見込めず、更なる企業価値向上のためには、当社グループの役職員が一丸となって事業構造の転換を推進していくことが必要と考えております。

具体的な外部環境の動向として、2020年以降の新型コロナウイルス感染症（COVID-19）の拡大及び感染に対する社会的不安の継続、2021年春頃からの「ウッドショック」と呼ばれる木材価格の高騰や供給不足による調達リスク、直近ではロシアによるウクライナへの侵攻など、国際情勢の目まぐるしい変化がみられ、複合的な要因により建設資材が高騰していることが、当社グループにおける主要事業である新築木造アパートメントの開発・建設・販売事業において、収益性が確保可能な最適利回り物件の減少という形で影響を及ぼしております。

加えて、当社グループの土地の購入から建設を行うビジネスモデルにおいて重要な土地の仕入れに関しても、戸建て建設業者への政策的後押しもあり、用地取得の競争が激化していることが、更なるコスト上昇を招き、最適利回り物件取得の難易度を高めております。

このような土地の仕入れに係るコスト上昇を受け入れた上で物件の販売価格に転嫁することは、物件の適切な家賃設定を維持するべきである前提に立つ以上、オーナーに対する最適利回り物件の提供という観点からは望ましくないため、最適利回り物件を発掘することが困難な状況の中でおも現在の利益水準を維持するためには、物件の販売戸数を増やすために積極営業体制を構築する必要があります。一方で、販売戸数・売上を強く希求すると、実現が困難な営業計画・目標が設定された結果、当該営業計画・目標を実現するために、営業担当者が不適切な態様により営業活動を行い、顧客との間のトラブルに発展する等のコンプライアンスリスクを増加させる可能性があり、中長期的な競争力に悪影響を及ぼしかねないことから、当社としては上記のような施策は採用し難いと考えております。このように、今後、不動産セールス事業については事業環境が不透明感を増し、売上・利益水準の下落リスク及びそれに伴う株価への影響、ひいては一般株主の不利益に繋がるおそれがあると認識しております。

当社グループの事業モデルでは、物件の開発・販売（不動産セールス事業）を通じてフロー収益（注 6）をあげることに加えて、自社で開発・販売した物件のオーナーに対する管理サービス等の提供（不動産サービス事業等）によってストック収益（注 6）をあげていますが、現状は不動産セールス事業が、売上の53%、営業利益の48%を占めるなど、当社グループの業績を牽引する原動力となっております。他方、上記のような事業環境の厳しさから、不動産セールス事業の成長減速が懸念される中で、当社グループとしては、開発・販売は継続しつつも、ストック収益の比重を高める施策のほか、既存 R E I T の規模拡大、及び将来的な国内外の新たな R E I T の設立を通じた開発不動産の販売チャネルの多様化及び収益安定化、並びに不動産テクノロジーの開発・提供といった新たなサービスの構築を行い、当該サービス事業を中心とした持続可能な事業モデルへの業態の進化及び多角化を企図しております。また、当社グループとしては、投資用不動産をめぐる数年前の同業他社による不祥事等を通じた業界全体に対する懸念が、クリーンな事業運営を継続してきた当社グループの事業にも一定程度影響を及ぼしていると考えられることから、イメージの転換という観点からも、業態の進化及び多角化は当社グループの中長期的な企業価値向上に資するものであると認識しております。

（注 6） 「フロー収益」とは、商品やサービスを販売する都度ごとに入る単発的な収益のことであり、一方で「ストック収益」とは、サービスの提供等に対して継続的に入る収益を意味します。

具体的には、当社グループは、不動産セールス事業の強化を通じた短期的な成長ではなく、中長期の持続的な成長を企図した変革のため、事業における I O T の活用等を通じた D X の推進、販売物件からのストック収益機会の確保、海外事業の拡大を企図しております。今後の取り組み施策としては、既存事業の強化の一環として、（ ）不動産セールス事業については、既に確立されたビジネスモデルをベースに、厳しい市場

環境の中で限られた最適利回り物件を発掘する更なる仕入目利き力の追求、より幅広い顧客層の開拓、また既存顧客の深耕を図っていくこととしております。また、()不動産サービス事業に関しては、更なる付加価値の提供（顔認証・スマートロック（注7）の導入等による物件のIoT化など）による物件価値の向上、ひいては新たな潜在的入居者層への訴求を図るとともに、当社が独自に開発してきた付加価値の高い既存サービス（例：保険会社と連携して開発した孤立死保険など）の深堀り、シノケンコイン（注8）の導入等を通じたオーナー・入居者・当社グループを巻き込む経済圏の発展を模索していきます。さらには、()ライフケア事業においては、当社グループのビジョンである「世界中のあらゆる世代のライフサポートカンパニー」として、顧客・入居者の生涯を通じて寄り添うサービスの拡大・提供のため、既に提供しているサービスの拡張を図るとともに、M&Aによる成長を企図しております。加えて、()国内事業のみならず、現在取り組み中である海外事業に関しても、進出先の強化・拡大を図るとともに、REITの事業モデルを海外にも展開していくことを企図しております。

（注7） 「スマートロック」とは、既存の鍵を一定の方法により電気通信可能な状態とし、スマートフォン等の機器を用いて開閉・管理を行うことができる機器及びそのシステムの総称を意味します。

（注8） 「シノケンコイン」とは、主に当社が管理する物件のオーナー様、入居者様を対象に、当社グループの提供する各種サービスの支払いに充当可能なポイントを、付与していくことを想定しており、当該ポイントシステムの総称を意味します。

他方、上記の施策を機動的に行っていくためには、積極的なシステム等に対する設備投資が必要となるほか、これまで以上に外部人材の活用及び人材の獲得などの経営リソースの確保が喫緊の課題となります。不動産サービス事業の付加価値向上のためには、当社グループが提供する物件に即した技術開発のための投資が必要になるほか、シノケンコインの導入やプラットフォームの開発に向けて、開発費用・人材への投資が必要になります。また、ライフケア事業、DX領域や海外などグループシナジーの創出可能な分野においてはM&Aによる成長を積極的に推進しており、そのための資金に加えて、PMI（Post Merger Integration）（注9）を推進する人材の確保も重要となります。さらには、海外事業の拡大、REIT事業の拡大にあたっては、開発資金・人材への投資を行いながら、長期的な視点で取り組む必要があります。

（注9） 「PMI（Post Merger Integration）」とは、一般に、M&A後の統合プロセスをいいます。

上記の認識を踏まえ、厳しい事業環境の継続や実質的な費用増が想定される中で、篠原氏及び当社は、長期的な成長を果たしていくための方策を検討してきました。

この検討の過程において、篠原氏は、上記の経営課題に対する問題意識を踏まえ、当社グループの更なる成長及び企業価値向上を実現するためには、当社グループ独自の経営努力に加え、外部の経営資源を活用することが有益であると考え、いかなる活用方法があるのかを含めて、当社グループの経営施策や最適な資本構成を相談する目的で、2021年4月中旬、当社グループの資本政策及び中長期的な企業価値向上策について、以前より当社に提案・情報提供を行っていたクレディ・スイス証券株式会社（以下「クレディ・スイス証券」といいます。）より、インテグラルを含む複数社の紹介を受け、順次意見を聴取、交換したとのことです。

インテグラルは、当社グループの今後の成長のためには、当社株式を非公開化し、更なる業態の進化及び多角化を行うことが有効であると考え、2021年6月下旬に篠原氏に対し、一般的な投資先のソーシング活動の一環として、マネジメント・バイアウト（MBO）という選択肢を紹介するとともに、事業ポートフォリオ再構築の方向性を提案し、今後、マネジメント・バイアウト（MBO）の検討及び実行を支援することが可能である旨の初期的な意向を表明したとのことです。

その後2021年7月以降、篠原氏は、クレディ・スイス証券からの紹介を受けたインテグラルを含む複数社と、マネジメント・バイアウト（MBO）の可能性も視野に入れて潜在的な資本取引の可能性について意見交換を行い、初期的な検討を行ったとのことです。もっとも、新型コロナウイルス感染症（COVID-19）の拡大及び感染に対する社会的不安の継続、ウッドショック、ロシアによるウクライナへの侵攻など、国際情勢の目まぐるしい変化といった、平常時とは異なる不動産業界を取り巻く多数の予測困難な経営環境の変化があったことから、具体的な検討が進まないまま、時間が経過したとのことです。2022年に入ってから、篠原氏においては、当社グループにとって最適な施策が何かという観点から、第三者との資本業務提携等、マネジメント・バイアウト（MBO）以外の選択肢を含めた、潜在的な資本取引の可能性についての検討を継続していたとのことです。他方、インテグラルは、2021年7月以降も、篠原氏との間で会食や面談等を行うことを通じて、不動産業界や当社グループについての理解を深めるとともに、篠原氏においてマネジメント・バイアウト（MBO）を含めた当社グループの資本取引を実施する可能性について探ってきたところ、2022年5月10日に篠原氏に対し、マネジメント・バイアウト（MBO）を前提とし、マネジメント・バイアウト（MBO）の他社事例を踏まえて当該時点で想定していた買付予定価額の水準、同氏による再出資の提案、及びインテグラルが想定している経営支援の概要を含む本公開買付けに関する意向表明をするとともに、篠原氏にその内容を説明したとのことです。インテグラルは、その際、篠原氏の創業の精神に賛同し、同氏が当社の少なくとも取締役・執行役員等により構成される重要な意思決定機関である経営会議における執行役員の一員として、経営における指導・アドバイスの貢献を引き続きしていただくことを強く希望して

いることも併せて表明したとのことです。具体的には、インテグラルは、当社グループは、従業員・経営陣・お客様・金融機関・協力会社・地域社会との信頼関係と知恵と努力の積み重ねで成り立っていると認識しており、創業者の篠原氏が当社グループの象徴として多くの当社グループに集う人々を惹きつけ続けることを極めて重要なことと判断して、かかる強い希望を表明したとのことです。

上記のインテグラルによる意向表明を踏まえ、篠原氏は、2022年5月中旬、2021年4月以来におけるインテグラルとの協議内容も踏まえ、当社グループをさらに魅力的な企業へと成長させ、中長期的な企業価値の向上を実現するためには、短期的な業績変動等に過度に捉われず、迅速な経営判断、中長期的な経営戦略に基づいた積極的な投資を遂行するとともに、既存事業の発展的な再構築の遂行が必須であると考えに至ったとのことです。

なお、当社が2022年3月28日付で公表した「自己株式の取得状況（途中経過）に関するお知らせ（会社法第165条第2項の規定による定款の定めに基づく自己株式の取得）」及び当社が2022年4月12日付で公表した「自己株式の取得状況及び取得終了に関するお知らせ（会社法第165条第2項の規定による定款の定めに基づく自己株式の取得）」の通り、当社は、2022年3月8日開催の当社取締役会の決議に基づき、2022年3月9日から2022年4月11日までの期間に344,400株の自己株式を349,949,100円で東京証券取引所における市場買付けの方法により取得しておりますが、かかる自己株式取得の決定時点において、インテグラルは本公開買付けの実施についての決定を行っていないため、法第167条第1項に定める「公開買付け等の実施に関する事実」は発生していないと考えているとのことです。また、当社は同時点において、法第167条第1項に定める「公開買付け等の実施に関する事実」を認識しておりません。

具体的には、これまで当社グループは、物件の開発・販売を中心とし、不動産サービス及びその他周辺サービスの提供を行ってきたものの、不動産セールス事業は資材価格高騰や戸建て事業との競争環境の激化等により、最適利回り物件の低下・販売戸数減少による売上・利益水準の低下が懸念されるなど、厳しい事業環境にあり、今後は、安定したストック収益を生み出す不動産サービス事業を主軸に据える成長を企図していくことが必要であると考えたとのことです。

他方、不動産サービス事業は、ストック収益型ビジネスの性質上、収益は安定はしているものの、販売数を急速に拡大しない限り持続的な成長は難しい状況にあります。厳しい市場競争環境下においてストック収益のベースとなる管理戸数を増やすためには、現状のテレビCMや新聞広告、Web広告などのマーケティング活動を通じて、当社物件を購入していただく形の反響営業方式に加え、新たに積極営業体制を構築する必要がありますが、このような施策もまた、中長期的な競争力に悪影響を及ぼしかねないコンプライアンスリスクを増加させることに繋がる可能性があり、当社としては採用し難いと考えたとのことです。そのため、販売数の急拡大を行わずに不動産サービスを事業転換の主軸に据えていくためには、他の施策を通じた事業拡大迅速に進めていく必要があると考えたとのことです。

篠原氏として、かかる目的の達成のためには、管理戸数の増加に加え、建物そのものの付加価値の向上や、顧客であるオーナー、物件入居者の生活体験向上のためのIoT活用、不動産管理のDX化などを推し進め、開発・販売のみに成長を頼らない事業モデルの構築が喫緊の課題となっていると考えたとのことです。具体的には、シノケンコインの導入及び更なる事業拡大を通じた、オーナー・入居者向けのプラットフォームの開発・サービスライン拡充、また、既存オーナーや新規の投資家層の獲得に向けた小口投資の間口拡大及び販売チャネルの多様化を企図した不動産REIT事業の拡大、不動産STO（Security Token Offering）（注11、12）の開発等を検討していく必要があると考えたとのことです。さらには、これまで不動産セールス事業を基盤として拡張してきた不動産サービス事業のモデルを海外にも展開し、成長市場の収益機会の模索・多様化を行っていく必要があると考えたとのことです。しかし、こうしたプラットフォームやSTOの開発にあたっては、開発費用もさることながら、取り扱う人材の拡充も必要となると考えたとのことです。加えて、不動産サービス事業の一環として、建物におけるIoT化の推進を行うためには設備投資が必要と考えたとのことです。さらに、ライフケア事業、DX領域や海外事業ではM&Aを通じた成長も企図しておりますが、M&Aにおいても資金が必要であるほか、機動的な意思決定がより重要になると考えたとのことです。

しかしながら、インテグラル及び篠原氏は、持続可能な事業モデルへの業態の進化及び多角化に向けた上記施策は、中長期的には当社グループの企業価値向上が期待できるものの、各取組みの効果の発現には一定の時間を要することから早期の利益貢献は見込めず、むしろ、M&A、新事業領域進出、IT投資等で必須の多額な投資を行っても、計画どおりに事業が展開しない大きな事業リスクもあり、短期的には当社グループの財務状況や収益を悪化させる可能性があることに大きな懸念があると考えに至ったとのことです。そのため、上場を維持したままでこれらの施策を実施した場合には、短期的には市場から十分な評価を得られずに株価に悪影響を及ぼし、既存株主の皆様にも不利益を与えるおそれが懸念されると考えたとのことです。そこで、篠原氏は、上記のインテグラルによる2021年6月下旬における初期的な意向の表明及びその後の協議、並びに2022年5月10日に受領した意向表明を踏まえ、2022年5月中旬、当社株式を一旦非公開化し、上記の各施策に必然的に伴うリスクが当社の株主に及ぶことを回避するとともに、当社の株主を、当該リスクを受容できるインテグラル及び篠原氏に限定した上で、不動産業界を取り巻く急激な環境の変化に迅速に対

応できる体制を整え、インテグラル、篠原氏、当社の経営陣及び従業員が一丸となって、事業の拡大及び経営基盤の強化を推進することが重要であると考えに至ったとのことです。

なお、インテグラル及び篠原氏は、将来の選択肢として、原則として当社（本合併後の公開買付者）の再上場を目指す意向を有していることを確認しているものの、現時点においてその実施に関する具体的な方針や実施することになった場合の時期は決まっていないとのことです。

また、篠原氏は、実際に協議を行った複数社の中でも、インテグラルは、不動産業界への理解の深さ、篠原氏との対話を重視する姿勢の強さ、篠原氏の構想の実現を支援する意欲の高さという観点を踏まえ、他社と比較して当社グループの企業価値の向上に貢献することが可能であると考えたとのことです。また、篠原氏は、インテグラルから、インテグラルが当社に資本参加した暁には、インテグラルが有する経営・財務戦略・マーケティング等の豊富な人材ネットワークにより、当社は、インテグラルを通じて当社の事業改革推進に必要な人材の供給を受けることが可能になり、さらに、当社の必要に応じてインテグラルの企業価値向上支援チーム「i-Engine」からの支援を受けることにより、インテグラルが、経営、ガバナンス、コンプライアンス等の経営管理の高度化を目的としたコンサルティングを当社に実施し、当社の事業改革を着実に推進していくことも可能となるとの説明を受けたとのことです。かかる協議の結果を踏まえ、篠原氏は、インテグラルが有するネットワーク、ノウハウ等を最大限活用することが当社の企業価値の向上につながるものと考え、インテグラルを最適なパートナーとして、2022年5月中旬、本取引を検討するに至ったとのことです。

(注10) 「STO (Security Token Offering)」とは、デジタル化された有価証券であるセキュリティトークンによる資金調達方法をいいます。

(注11) 「不動産STO」とは、不動産投資の資金調達をSTO (Security Token Offering) で公募することをいいます。現状では、当社グループでは、アパートメント・マンションは、1棟・1戸あたりで販売を行っておりますが、個人の投資家にとっては1棟・1戸の投資にあたっては少なくない投資額が要されます。不動産STOの導入により、物件資産の証券化、流動性の向上を図ることで、より小口での投資が可能となるため、借入があるために追加投資がしなくても難しい既存投資家の皆様や、1棟・1戸ほどの投資はハードルが高いと考える潜在的顧客層への訴求が可能となり、顧客の裾野を拡大することが可能になると考えております。

上記のような考えの下、インテグラル及び篠原氏は、本取引は、当社が短期的な業績変動に動じることなく、上述の施策を行っていくことで実現する中長期的な当社の企業価値の向上に資するものであり、また当社の一般株主の皆様のみならず様々なステークホルダーにとって最良の方策であると判断するに至ったとのことです。そこで、2022年5月17日、インテグラル及び篠原氏は、当社に、本取引の実施に向けた協議・検討の申し入れを行いました。なお、インテグラルは、2022年4月下旬、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任しましたが、財務アドバイザーの選任は行っていないとのことです。

その後、篠原氏並び公開買付者らは、インテグラルが2022年6月上旬から同年7月上旬まで実施した当社グループに対するデュ・ディリジェンスの途中経過等を踏まえ、当社に対し、2022年6月21日、本公開買付価格を1,300円前後（当該意向表明書提出日の前営業日である2022年6月20日の当社株式の終値（968円）に対して34.30%のプレミアム。小数点以下第三位を四捨五入。以下、プレミアム率の計算について他の取扱いを定めない限り同じです。）とすることを含み、本取引の正式提案を行いました。その後、公開買付者らは、下記「(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、2022年7月6日に、当社より、本特別委員会（下記「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」において定義されます。以下同じです。）からの意見及び、クレディ・スイス証券との議論を踏まえ、当該価格が当社が実現しうる本源的価値が適切に反映された水準とはいえないこと及び近時の同種案件の動向に照らしても、少数株主の利益保護の観点から妥当なプレミアムの水準とはいえないことを理由に、本公開買付価格の再検討、及び本新株予約権に関する取扱いの提案の要請を受けたため、本公開買付価格の再検討を行い、2022年7月11日に本公開買付価格を1,425円（当該意向表明書提出日の前営業日である2022年7月8日の当社株式の終値（980円）に対して45.41%のプレミアム。）とする旨、及び本新株予約権については、本公開買付価格と行使価額の差額に新株予約権1個あたりの目的となる株式の数を乗じた金額にて買い取る旨の再提案を行いました。これに対し、公開買付者らは、2022年7月15日に、当社より、当該提案が当社が実現しうる本源的価値が適切に反映された水準ではなく、当社の一般株主が享受すべき利益が確保された妥当な価格及び条件とはいえず、当社の一般株主にとって、合理的な株式の売却の機会を提供するものではないことを理由に、本公開買付価格の再検討の要請を受けたため、本公開買付価格の再検討を行い、2022年7月21日に、当社に対し、本公開買付価格を1,520円とする旨の再提案を行いました。これに対し、公開買付者らは、2022年7月26日に、当社より、未だ当社が実現しうる本源的価値を適切に反映した水準ではない点及び、足元の当社株価が上昇基調であることを鑑みるとともに、近時の同種案件の動向に照らしても、少数株主の利益保護の観点からも十分なプレミアムが付与された価格とはいえないという観点等から、当社の一般株主が享受すべき利益が確保された条件とはいえず、当社の一般株主にとって、合理的な株式売却の機会を提供するものではないことを理由に、本公開買

付価格の再検討の要請をいたしました。その後、公開買付者らは、当社との間で、本取引の諸条件について協議・交渉を重ね、2022年8月3日に本公開買付価格を1,600円としたい旨の最終提案を行いました。当該最終提案について、当社は2022年8月5日に公開買付者らに対してその詳細の確認・協議を行い、その妥当性を本特別委員会に確認するほか、クレディ・スイス証券からさらに意見等を聴取するとともに、当社取締役会は、2022年8月10日、当該提案価格が、()下記「(3) 算定に関する事項」の「 算定の概要」に記載されているクレディ・スイス証券による当社株式の株式価値の算定結果のうち、市場株価法に基づく算定結果のレンジの上限額を上回るとともに、類似会社比較法及びディスカウント・キャッシュ・フロー法(以下「DCF法」といいます。)による算定結果のレンジの範囲内であり、かつ、レンジの中央値より上回っていること、()本公開買付け実施についての公表日の前営業日である2022年8月9日の東京証券取引所スタンダード市場(2022年4月3日以前は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1,099円に対して45.59%、同日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値1,071円(円未満を四捨五入。以下、終値単純平均値の計算において同じとします。)に対して49.39%、同日までの過去3ヶ月間の終値単純平均値1,017円に対して57.33%、同日までの過去6ヶ月間の終値単純平均値1,017円に対して57.33%のプレミアムをそれぞれ加えた価格であり、2019年6月28日から2022年8月9日までに公表された非公開化を目的としたMBO事例(14件。但し、買付代金100億円以上、かつ成立した案件に限る。)における買付け等の価格決定の際に付与されたプレミアム水準(プレミアムの平均値は、公表日の前営業日が46.0%、直近1ヶ月間が44.8%、直近3ヶ月間が49.7%、直近6ヶ月間が52.2%であり、プレミアムの中央値は、公表日の前営業日が40.8%、直近1ヶ月間が38.0%、直近3ヶ月間が45.7%、直近6ヶ月間が52.7%。小数点以下第二位を四捨五入。)と比較して、相応のプレミアムが付された価格であると評価できること、()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回避するための措置等、一般株主の利益への配慮がなされていると認められることを踏まえ、本公開買付価格が当社の株主の皆様にとって妥当な条件であり、かつ、合理的な株式の売却の機会を提供できるものであると判断しました。そして、公開買付者らは、2022年8月10日、当社との間で、本公開買付価格を1,600円とすることに合意に至りました。なお、公開買付者らは、篠原氏との間で、篠原氏が再出資を条件に本公開買付けに応募する旨の合意は行っておりません。

これらの協議・交渉を重ねた上で、公開買付者は、2022年8月10日、本取引の一環として、本公開買付価格を1,600円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。

(イ) 本公開買付け後の経営方針

本取引は、いわゆるマネジメント・バイアウト(MBO)に該当し、篠原氏は、公開買付者らとの間で、基本契約において、不応募合意株式を本公開買付けに応募せず継続所有することにより(但し、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)」のとおり、本株式併合の効力発生前において、公開買付者及び篠原氏以外に不応募合意株式の数以上の当社株式を所有する当社の株主が存在し、又はかかる株主が生じる可能性がある」と判断される場合には、当社の株主を公開買付者のみとする本スクイーズアウト手続を行うことを予定していることから、篠原氏が当社株式を継続所有することができなくなるため、本取引の実行後において篠原氏が公開買付者に出資すること(その具体的な金額、出資比率及び時期については現時点では未定とのことです。公開買付者は、今後、篠原氏との間で協議を行う予定とのことです。)により)、本合併の存続会社である公開買付者の株式のうち8%程度の株式を所有することについて合意しているとのことです。また、篠原氏は、本公開買付け終了後も継続して当社の代表取締役として、上記「 本公開買付けを実施するに至った背景、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」の「(ア) 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」に記載の経営を推進する予定とのことです。公開買付者としては、インテグラルが指名する者を当社の取締役に就任させることを考えているとのことです。その具体的な人数、時期及び候補者等については現時点では未定であり、さらに公開買付者と篠原氏を除く当社の取締役との間では、本公開買付け後の役員就任について何らの合意も行っていないとのことです。公開買付者は、篠原氏との間で、基本契約において、本取引の完了後に、篠原氏の当社における代表取締役としての職務の遂行及び継続に関する事項を含む経営委任契約を締結することを合意しておりますが、現時点においては具体的に合意されている事項はないとのことです。なお、本公開買付け実施後の当社の役員構成を含む経営体制の詳細については、本公開買付けの成立後、当社と友好的に協議しながら決定していく予定とのことです。また、本公開買付け成立後の当社グループの従業員については、原則として現在の処遇を維持することを予定しているとのことです。また、本スクイーズアウト手続の完了後、公開買付者及び当社は、本合併を行うことを予定しているとのことです。本合併の具体的な日程等の詳細については本書提出日現在未定とのことです。

なお、公開買付者は、本取引後、当社の経営陣及び従業員に対して、ストックオプション等のインセンティブ・プランの導入を予定しているとのことです。当社の経営陣及び従業員の一部は当社の株式を所有しておりますが、()現時点においてインセンティブ・プランの具体的な内容は未定であり、インセンティブ・プランの導入の有無についても当社の経営陣及び従業員との間で一切の合意がなされていないこと、また、()インセンティブ・プランは、当社の経営陣及び従業員に公開買付者の企業価値向上に向けた共通の

目標を持ってもらうを目的としたものであることから、ストックオプション等のインセンティブ・プランの導入は、本公開買付けにおける応募と紐づくものではなく、公開買付けの均一性規制（法第27条の2第3項）の趣旨に反するものではないと考えているとのことです。

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、2022年5月17日にインテグラル及び篠原氏より、本取引の実施に向けた協議・検討の申し入れを受けたことから、本取引に関する具体的な検討を開始しました。

当社は、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」に記載のとおり、本取引における当社及び当社取締役会の意思決定の恣意性を排除し、意思決定過程の公正性、透明性及び客観性を確保するために、2022年5月24日にリーガル・アドバイザーとして以前に当社の他案件においてアドバイスを提供した実績があるアンダーソン・毛利・友常法律事務所外国法共同事業（以下「アンダーソン・毛利・友常法律事務所」といいます。）を選任するとともに、本取引の提案を検討するための特別委員会を設置しました（以下「本特別委員会」といいます。委員の構成その他具体的な諮問事項等については、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」の「当社における独立した特別委員会の設置及び意見（答申書）の取得」をご参照ください。）。また、同日にファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関として以前から株式市場の動向やIR活動等について資本市場の観点から様々なアドバイスを提供していたクレディ・スイス証券を選任し、公開買付けからの提案を検討するための体制を整備し、検討を進めてまいりました。なお、上記「（本公開買付けを実施するに至った背景、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）」の（ア）公開買付け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、クレディ・スイス証券は篠原氏にインテグラルを含む複数社を紹介したとのことですが、（）篠原氏が当該紹介を受けた2021年4月中旬時点では、篠原氏はMBOの実施に関しては意思決定に至っておらず、あくまでも当社の代表取締役社長として当社の更なる成長に向けた施策等を相談する中で、その一環としてパートナーの紹介を受けたとのことであり、また、（）クレディ・スイス証券は、特定の候補者1社に限らずインテグラルを含む複数の候補者を篠原氏に紹介したとのことであり、さらに、（）当社グループの成長戦略を実現するためのパートナーとしてインテグラルが最適であると篠原氏が判断した意思決定に、クレディ・スイス証券は関与していないとのことであるため、当社は、クレディ・スイス証券は本公開買付けを含む本取引に関して重要な利害関係を有しておらず、その独立性に問題がないと判断しております。また、当社及び本特別委員会は、クレディ・スイス証券が、公開買付けらとの間でMBOの手法による当社株式を非公開化するための取引について協議を進める段階に至ってからも、対抗提案があった場合には、当社の少数株主の皆様にとって機会損失とならないよう、対抗提案の内容について定性面及び経済面を客観的に比較・検討するように助言していること、取引条件によっては本取引の中止・延期も含めた総合的な検討を行うよう助言していること等、当社のファイナンシャル・アドバイザーとして、豊富な知見と経験に基づき、あくまで客観的な助言を提供しており、本取引の実行の是非に関する公開買付けらとの間の協議・交渉の過程において、クレディ・スイス証券による取引成立のための誘因は何ら働いていない点を、外形的・客観的な観察を通じて確認しております。したがって、インテグラルを篠原氏に紹介した経緯及び成功報酬を含む報酬体系を踏まえてもなお、客観的かつ独立した立場から当社及び本特別委員会に助言を行っているのが妥当であり、本特別委員会として、その独立性に問題がないと判断をしている点を踏まえ、当社として、当該独立性に関する判断結果については、疑念を持つに至っておりません。

その後、当社は、当該検討を踏まえ、本特別委員会により事前に確認された交渉方針や交渉上重要な局面における意見、指示、要請等に基づいた上で、クレディ・スイス証券及びアンダーソン・毛利・友常法律事務所の助言を受けながら、本取引の実行の是非に関して公開買付けらとの間で複数回にわたる協議・交渉を行いました。

また、本公開買付け価格について、当社は、2022年6月21日に公開買付け者から本公開買付け価格を1,300円前後とする提案を受けた後、本特別委員会からの意見及び、クレディ・スイス証券との議論を踏まえ、当社が実現しうる本源的価値が適切に反映された水準とはいえないこと及び近時の同種案件の動向に照らしても、少数株主の利益保護の観点から妥当なプレミアムの水準とはいえないことを理由に、2022年7月6日、本公開買付け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、クレディ・スイス証券の助言を受けながら、本公開買付け価格について、公開買付けらとの間で、複数回にわたり協議・交渉を行いました。具体的には、当社は公開買付け者より、2022年7月11日に本公開買付け価格を1,425円とする旨の提案を、同年7月21日に本公開買付け価格を1,520円とする旨の提案をそれぞれ受けましたが、これらに対し、当社は、さらなる少数株主の利益への配慮の見地から、本公開買付け価格の一段の見直しを要請いたしました。以上の交渉を踏まえて、当社は公開買付け者より、2022年8月3日に本公開買付け価格を1,600円とする最終提案を受けました。

当社は、当該提案について、2022年8月5日に公開買付けらに対してその詳細の確認・協議を行い、その妥当性を本特別委員会に確認するほか、クレディ・スイス証券からさらに意見等を聴取するとともに、2022年8月9日付でクレディ・スイス証券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。）の内容も踏まえて慎重に検討を行いました。その結果、当該価格は、（）市場価格から見れば相応のプレミアムが付され

ていると評価でき、また、下記「(3) 算定に関する事項」の「算定の概要」に記載のクレディ・スイス証券による市場株価法による算定結果の上限値を超え、かつ、類似会社比較法及びディスカウントド・キャッシュ・フロー法(以下「DCF法」といいます。)による算定結果のレンジの範囲内にあり、かつ、レンジの中央値より上回っており、合理性を有すること、()本公開買付け実施についての公表日の前営業日である2022年8月9日の東京証券取引所スタンダード市場(2022年4月3日以前は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1,099円に対して45.59%、同日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値1,071円(円未満を四捨五入。以下、終値単純平均値の計算において同じとします。)に対して49.39%、同日までの過去3ヶ月間の終値単純平均値1,017円に対して57.33%、同日までの過去6ヶ月間の終値単純平均値1,017円に対して57.33%のプレミアムをそれぞれ加えた価格であり、2019年6月28日から2022年8月9日までに公表された非公開化を目的としたMBO事例(14件。但し、買付代金100億円以上、かつ成立した案件に限る。)における買付け等の価格決定の際に付与されたプレミアム水準(プレミアムの平均値は、公表日の前営業日が46.0%、直近1ヶ月間が44.8%、直近3ヶ月間が49.7%、直近6ヶ月間が52.2%であり、プレミアムの中央値は、公表日の前営業日が40.8%、直近1ヶ月間が38.0%、直近3ヶ月間が45.7%、直近6ヶ月間が52.7%。小数点以下第二位を四捨五入。)と比較して、相応のプレミアムが付された価格であると評価できること、()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」に記載の利益相反を回避するための措置等、一般株主の利益への配慮がなされていると認められることを踏まえ、妥当な価格であると判断いたしました。このように、当社は、公開買付者との間で、継続的に本公開買付け価格の交渉を行いました。

また、当社は、リーガル・アドバイザーであるアンダーソン・毛利・友常法律事務所から、本取引に関する諸手続を含む当社取締役会の意思決定の方法及び過程その他の留意点について、必要な法的助言を受けるとともに、本特別委員会から2022年8月9日付で答申書(以下「本答申書」といいます。)の提出を受けました(本答申書の概要及び本特別委員会の具体的な活動内容等については、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」の「当社における独立した特別委員会の設置及び意見(答申書)の取得」をご参照ください。)。その上で、当社は、リーガル・アドバイザーであるアンダーソン・毛利・友常法律事務所から受けた法的助言及び第三者算定機関であるクレディ・スイス証券から取得した本株式価値算定書の内容を踏まえつつ、本特別委員会から提出され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、本取引における本公開買付け価格を含む本取引の諸条件は妥当なものか等の観点から慎重に協議・検討を行いました。

上記「本公開買付けを実施するに至った背景、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」の「(ア) 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、当社は、当社グループを取り巻く環境について、複合的な要因による建設資材の高騰や、用地取得の競争激化を背景とした最適利回り物件取得がより困難になってきているといった厳しい状況と認識しており、これまでの不動産セールス事業を当社グループの業績を牽引する原動力としていた事業モデルでは、これまで同様の成長性及び競争優位を保つことは難しく、より抜本的なサービス事業を中心とした事業モデルへの業態展開を行わなければ、収益の悪化による中長期的な当社の企業価値の棄損を招く可能性があると考えに至りました。具体的には、当社は、不動産セールス事業の強化を通じた短期的な成長ではなく、中長期の持続的な成長を企図した改革として、()不動産セールス事業について、既に確立されたビジネスモデルをベースに、厳しい市場環境の中で限られた最適利回り物件を発掘する更なる仕入目利き力の追求、より幅広い顧客層の開拓、また既存顧客の深耕を図っていくこと、()不動産サービス事業に関しては、更なる付加価値の提供(顔認証・スマートロックの導入等による物件のIoT化など)による物件価値の向上、ひいては新たな潜在的入居者層への訴求を図るとともに、当社が独自に開発してきた付加価値の高い既存サービス(例:保険会社と連携して開発した孤立死保険など)の深堀り、シノケンコインの導入等を通じたオーナー・入居者・当社グループを巻き込む経済圏の発展を模索すること、()ライフケア事業においては、当社グループのビジョンである「世界中のあらゆる世代のライフサポートカンパニー」として、顧客・入居者の生涯を通じて寄り添うサービスの拡大・提供のため、既に提供しているサービスの拡張を図るとともに、M&Aによる成長を追求すること、及び、()国内事業のみならず、現在取り組み中である海外事業に関しても、進出先の強化・拡大を図るとともに、REITの事業モデルを海外にも展開していくことが必要であり、上記の改革を遂行していくことで、当社の中長期的な競争力の確保及び企業価値の向上を見込むことができるとの考えに至りました。しかしながら、持続可能な事業モデルへの業態の進化及び多角化に向けた上記改革についての取組みは、中長期的には当社の企業価値向上が期待できるものの、短期的には上記の各施策の全てが奏功するとは限らず、事業構造改革の効果の発現や新規事業の収益化には時間を要し、むしろプラットフォームの構築、IT投資、新事業領域進出、M&A、海外進出の加速等で必須の多額の投資を行っても、計画どおりに事業が展開しない事業リスクもあり、短期的には当社グループの財務状況や収益を悪化させる可能性があります。上場を維持したままでこれらの施策を実施した場合には、短期的には市場から十分な評価を得られずに株価に悪影響を及ぼし、既存株主の皆様にも不利益を与えるおそれが懸念されます。

このような状況下において、当社としては、当社の株主の皆様に対して発生する可能性がある上記の悪影響を回避しつつ、中長期的な視点から当社の企業価値を向上させるためには、マネジメント・バイアウト(MBO)

の手法により当社株式を非公開化し、短期的な株式市場からの評価にとらわれず、インテグラルの協力の下、公開買付者、取締役、従業員が一丸となって各施策に迅速かつ果敢に取り組むことができる経営体制を構築することが重要との考えに至りました。

なお、当社が株式の非公開化を行った場合には、資本市場からのエクイティ・ファイナンスによる資金調達を行うことができなくなり、また、上場会社として当社が享受してきた社会的な信用力及び知名度の向上による優れた人材の確保並びに取引先の拡大等に影響を及ぼす可能性が考えられます。しかしながら、当社の現在の財務状況等に鑑みると、今後数年間においてはエクイティ・ファイナンスの活用による大規模な資金調達の必要性は見込まれません。加えて、当社がこれまで培ってきたブランド力や知名度、積み上げた実績により、非公開化が人材確保に与える影響は大きくないと考えられること、また、取引先の拡大等においても、事業活動を通じた知名度や社会的信用の向上を通じて獲得される部分もあること等から、非公開化のデメリットは限定的であると考えております。したがって、当社取締役会は、当社株式の非公開化のメリットは、そのデメリットを上回ると判断いたしました。

以上を踏まえ、当社取締役会は、本公開買付けを含む本取引により当社株式を非公開化することが、当社の企業価値の向上に資するものであると判断いたしました。

また、当社取締役会は、本公開買付価格(1,600円)が、() (a) 下記「(3) 算定に関する事項」に記載されているクレディ・スイス証券による当社株式の株式価値の算定結果のうち、市場株価平均法に基づく算定結果のレンジの上限額を上回るとともに、類似会社比較法及びDCF法による算定結果のレンジの範囲内であり、かつ、レンジの中央値より上回っていること、() 本公開買付け実施についての公表日の前営業日である2022年8月9日の東京証券取引所スタンダード市場(2022年4月3日以前は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1,099円に対して45.59%、同日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値1,071円に対して49.39%、同日までの過去3ヶ月間の終値単純平均値1,017円に対して57.33%、同日までの過去6ヶ月間の終値単純平均値1,017円に対して57.33%のプレミアムをそれぞれ加えた価格であり、2019年6月28日から2022年8月9日までに公表された非公開化を目的としたMBO事例(14件。但し、買付代金100億円以上、かつ成立した案件に限る。)における買付け等の価格決定の際に付与されたプレミアム水準(プレミアムの平均値は、公表日の前営業日が46.0%、直近1ヶ月間が44.8%、直近3ヶ月間が49.7%、直近6ヶ月間が52.2%であり、プレミアムの中央値は、公表日の前営業日が40.8%、直近1ヶ月間が38.0%、直近3ヶ月間が45.7%、直近6ヶ月間が52.7%。小数点以下第二位を四捨五入。)と比較して、相応のプレミアムが付された価格であると評価できること、() 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回避するための措置等、一般株主の利益への配慮がなされていると認められること、() 上記利益相反を解消するための措置が採られた上で、当社と公開買付者との間で協議・交渉が複数回行われ、より具体的にはクレディ・スイス証券による当社株式の株式価値の算定結果の内容や本特別委員会との協議、アンダーソン・毛利・友常法律事務所から受けた法的助言等を踏まえながら、真摯かつ継続的に協議・交渉が行われた上で決定された価格であること等を踏まえ、当社取締役会は、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当社の株主の皆様にとって妥当であり、本公開買付けは、当社の株主の皆様に対して、合理的な株式の売却の機会を提供するものであると判断いたしました。

また、本新株予約権買付価格についても、本公開買付価格と本新株予約権の当社株式1株当たりの行使価額との差額に本新株予約権1個当たりの目的となる当社株式の数である200株を乗じた金額を基に算定されているものであるため、本新株予約権買付価格は、当社株式と同等の経済的利益をもたらす価格であり、本新株予約権者の皆様に対して、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本新株予約権の売却の機会を提供するものであると判断しました。

以上より、当社は2022年8月10日開催の取締役会において、審議及び決議に参加した当社の取締役(当社取締役会は全9名で構成されるところ、篠原氏及び入江浩幸氏を除く霍川順一氏、三浦義明氏、玉置貴史氏、坂田實氏、井上勝次氏、安田祐一郎氏及び前川康子氏の7名)の全員一致で、本公開買付けへの賛同の意見を表明するとともに、当社の株主及び本新株予約権者の皆様に対して本公開買付けへの応募を推奨する旨の決議をいたしました。

なお、かかる当社の取締役会決議は、公開買付者が本公開買付け及びその後の一連の手續を実施することにより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す。

また、当社の代表取締役社長である篠原氏は、本公開買付けが成立した場合には、公開買付者に対して出資を行うことを予定していること及び本取引後も継続して当社の経営に当たることを予定していることから、本取引に関して当社と構造的な利益相反状態にあるため、特別利害関係取締役として、上記取締役会における審議及び決議には一切参加しておらず、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は一切参加しておりません。

加えて、入江浩幸氏は、株式会社西日本シティ銀行取締役副頭取を兼任しているところ、2022年8月4日、本取引の資金調達としての借入れを株式会社新生銀行から実施することから、既存取引金融機関との取引については見直す方針である旨、公開買付者より伝えられたため、本取引に関して当社との利益相反を回避する観点から、上記取締役会における審議及び決議には一切参加しておりません。

(3) 算定に関する事項

算定機関の名称並びに当社及び公開買付者との関係

当社は、本公開買付けに関する意見表明を行うにあたり、公開買付者から提示された本公開買付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、公開買付者及び篠原氏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であるクレディ・スイス証券に対して、当社株式の価値の算定を依頼し、2022年8月9日付で本株式価値算定書を取得しております。なお、当社は、クレディ・スイス証券から本公開買付価格の公正性に関する意見書（フェアネス・オピニオン）を取得していません。

また、ファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関であるクレディ・スイス証券は、当社、公開買付者及び篠原氏の関連当事者には該当せず、本取引に関して重要な利害関係を有していません。なお、本取引に係るクレディ・スイス証券に対する報酬には、本取引の成立等を条件に支払われる成功報酬が含まれております。当社は、同種の取引における一般的な実務慣行及び本取引が不成立となった場合に当社に相応の金銭的負担が生じる報酬体系の是非等も勘案すれば、本公開買付けの完了を条件に支払われる成功報酬が含まれていることをもって独立性が否定されるわけではないと判断の上、上記の報酬体系によりクレディ・スイス証券を当社のファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関として選任しております。

算定の概要

クレディ・スイス証券は、複数の算定手法の中から当社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、当社株式が東京証券取引所スタンダード市場に上場しており、市場株価が存在することから市場株価法を、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、当社業績の内容や予想等を評価に反映するためにDCF法を算定手法として用いて当社の1株当たりの株式価値の分析を行い、当社は、2022年8月9日付でクレディ・スイス証券より本株式価値算定書を取得いたしました。

クレディ・スイス証券によれば、当社株式の株式価値算定にあたり、採用した手法及び当該手法に基づいて算定された当社株式1株当たりの株式価値の範囲は以下のとおりです。

市場株価平均法	1,017円～1,099円
類似会社比較法	879円～1,881円
D C F 法	1,285円～1,748円

市場株価法では、2022年8月9日を算定基準日として、当社株式の東京証券取引所スタンダード市場（2022年4月3日以前は東京証券取引所ジャスダック市場）における基準日の終値1,099円、直近1ヶ月間の終値単純平均株価1,071円、直近3ヶ月間の終値単純平均株価1,017円及び直近6ヶ月間の終値単純平均株価1,017円を基に、当社株式1株当たりの価値の範囲を1,017円～1,099円と算定しております。

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、ケイアイスター不動産株式会社、株式会社三栄建築設計及びエスリード株式会社を選定した上で、企業価値に対する償却前営業利益（以下「E B I T D A」といいます。）の倍率（以下「E B I T D A マルチプル」といいます。）及び時価総額に対する純利益の倍率を用いて算定を行いました。

D C F 法では、当社が作成した事業計画を基に、2022年12月期から2024年12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、2022年12月期第3四半期以降において創出すると見込まれるフリー・キャッシュ・フローを、一定の割引率で現在価値に割り引いて当社の企業価値や株式価値を分析し、当社株式の1株当たりの価値の範囲を1,285円～1,748円までと分析しております。なお、割引率は6.1%～7.1%を採用しており、継続価値の算定にあたってはマルチプルモデルを採用し、E B I T D A マルチプルを3.5倍～5.0倍として算定しております。

クレディ・スイス証券がD C F 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。なお、当該財務予測において、大幅な増減益を見込んでいる事業年度はありません。なお、当該財務予測においては、大幅なフリー・キャッシュ・フローの増減を見込んでいる事業年度が含まれています。具体的には、2022年12月期及び2024年12月期において、フリー・キャッシュ・フローが大幅に減少することを見込んでおります。これは2022年12月期（6ヶ月間）の運転資本の増減額の予想値が、2022年6月末の運転資本の実績値と2022年12月末の運転資本の計画値という異なる月末の残高対比によって算出されていることから運転資本が著しく増加し、フリー・キャッシュ・フローが減少する計画となっているためです。また、2024年12月期は、同じ12月末時点の運転資本の比較となっているものの、同年度において売上高の大幅な成長を見込んでおり、当該影響により、運転資本が増加し、フリー・キャッシュ・フローが大幅に減少することを見込んでおります。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、当該財務予測には加味しておりません。

（単位：百万円）

項目	2022年12月期 （6ヶ月） （注12）	2023年12月期	2024年12月期
売上高	56,906	112,563	126,324
営業利益	4,473	9,737	10,425
E B I T D A	4,900	10,642	11,379
フリー・キャッシュ・フロー	607	4,613	1,283

（注12） 第3四半期会計期間以降の2022年7月1日から2022年12月31日までです。上記の財務予測は、当社が2022年8月10日付で公表した「2022年12月期通期連結業績予想の修正に関するお知らせ」に記載の2022年12月期通期連結業績予想を考慮したものであります。

（注13） クレディ・スイス証券は、株式価値の算定に際して、当社から提供を受けた情報及び一般に公開された情報等を原則としてそのまま採用し、採用したそれらの資料及び情報等が、全て正確かつ完全なものであることを前提としており、独自にそれらの正確性、信頼性及び完全性の検証は行っていないとのことです。また、当社の資産又は負債（簿外資産及び負債、その他偶発債務を含みます。）については、独自に評価、鑑定又は査定を行っておらず、第三者機関への評価、鑑定又は査定の依頼も行っていないとのことです。加えて、当社から提出された財務予測（利益計画及びその他の情報を含みます。）については当社の経営陣により、当該情報提供時点で得られる最善の予測と判断に基づき、合理的に作成されたことを前提としており、独自にその正確性の検証は行っていないとのことです。クレディ・スイス証券の算定は、2022年8月9日までの上記情報を反映したものととのことです。

(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、東京証券取引所スタンダード市場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、本公開買付けが成立した場合は、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、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、本スクイーズアウト手続を実施することを予定しておりますので、その場合、当社株式は東京証券取引所の上場廃止基準に従い、所定の手続を経て上場廃止となります。上場廃止後は、当社株式を東京証券取引所スタンダード市場において取引することはできません。

(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、本公開買付けが成立したものの、当社株式（但し、当社が所有する自己株式及び不応募合意株式を除きます。）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、下記の方法により、当社の株主を公開買付者及び篠原氏のみ、又は公開買付者のみとし、当社株式を非公開化するための本スクイーズアウト手続を行うことを企図しているとのことです。

株式併合

公開買付者は、本公開買付けの決済の完了後速やかに、会社法第180条に基づき、当社株式の併合（以下「本株式併合」といいます。）を行うこと及び本株式併合の効力発生を条件として単元株式数の定めを廃止する旨の定款の一部変更を行うことを付議議案に含む臨時株主総会（以下「本臨時株主総会」といいます。）の2022年11月下旬の開催を当社に要請する予定とのことです。当社は、公開買付者からかかる要請を受けた場合には、かかる要請に応じる予定です。なお、公開買付者及び篠原氏は、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本株式併合の議案についてご承認をいただいた場合には、当社の株主の皆様は、本株式併合がその効力を生じる日において、本臨時株主総会においてご承認をいただいた本株式併合の割合に応じた数の当社株式を所有することになります。本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、当該端数の株式を所有する当社の株主の皆様に対して、会社法第235条その他の関係法令の定める手続に従い、当該端数の合計数（合計した数に1株に満たない端数がある場合には、当該端数は切り捨てられます。）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によって得られる金銭が交付されることとなるとのことです。当該端数の合計数に相当する当社株式の売却価格については、当該売却の結果、本公開買付けに応募されなかった当社の株主の皆様（但し、当社及び篠原氏を除きます。）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とのことです。なお、本株式併合の割合は、本書提出日現在において未定とのことです。公開買付者及び篠原氏のみが当社株式（但し、当社が所有する自己株式を除きます。）の全て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（但し、当社及び篠原氏を除きます。）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。

但し、本株式併合の効力発生前において、公開買付者及び篠原氏以外に不応募合意株式の数（885,310株）以上の当社株式を所有する当社の株主が存在し、又はかかる株主が生じる可能性があるとして判断される場合であっても、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、本株式併合の結果、公開買付者のみが当社株式（但し、当社が所有する自己株式を除きます。）の全てを所有することとなるような本株式併合の割合とする予定とのことです。その場合には、篠原氏は、当社の株主として残留することなく、その所有する端数の対価として金銭を受領することとなるとのことです。本取引により受領した金銭の一部を公開買付者に再出資することを予定しているとのことです。本株式併合に関する具体的な手続については、公開買付者と当社との間で協議の上、決定次第、当社から速やかに公表する予定とのことです。

本株式併合に関連する一般株主の権利保護を目的とした会社法上の規定として、本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その他の関連法令の定めに従い、当社の株主の皆様は、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定められております。上記のとおり、本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（但し、当社及び篠原氏を除きます。）が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、本株式併合に反対する当社の株主の皆様は、価格決定の申立てを行うことができることとなる予定です。なお、上記申立てがなされた場合の当社株式の買取価格は、最終的には裁判所が判断することになります。

株式等売渡請求

また、本株式併合の効力発生前において、公開買付者及び篠原氏以外に不応募合意株式の数（885,310株）以上の当社株式を所有する当社の株主が存在し、又はかかる株主が生じる可能性があるとして判断される場合であって、本公開買付けの成立により、公開買付者が所有する当社の議決権の合計数が当社の総株主の議決権の数の90%以上となり、公開買付者が会社法第179条第1項に規定する特別支配株主となる場合には、本公開買付けの決済の完了後速やかに、会社法第2編第2章第4節の2の規定に基づき、当社の株主（但し、公開買付者及び当社を除きます。）の全員（以下「売渡株主」といいます。）に対し、その所有する当社株式の全部を売り渡すことを請求（以下「本株式売渡請求」といいます。）するとともに、本新株予約権に係る新株予約権者（公開買付者を除きます。）の全員（以下「売渡新株予約権者」といいます。）に対してその所有する本新株予約権の全部を売り渡すことを請求（以下「本新株予約権売渡請求」といい、「本株式売渡請求」と併せて「本株式等売渡請求」といいます。）する予定とのことです。

本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であり、また、本新株予約権売渡請求においては、本新株予約権1個当たりの対価として、本新株予約権買付価格と同額の金銭を売渡新株予約権者に対して交付することを定める予定とのことです。この場合、公開買付者は、その旨を当社に通知し、当社に対して本株式等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本株式等売渡請求を承認した場合には、関係法令の定める手続に従い、売渡株主及び売渡新株予約権者の個別の承諾を要することなく、公開買付者は、本株式等売渡請求において定めた取得日をもって、売渡株主からはその所有する当社株式の全てを、売渡新株予約権者からはその所有する本新株予約権の全てを取得するとのことです。そして、売渡株主が所有していた当社株式及び売渡新株予約権者が所有していた本新株予約権の対価として、公開買付者は、当該各売渡株主に対しては当社株式1株当たり本公開買付価格と同額の金銭を、売渡新株予約権者に対しては本新株予約権1個当たり本新株予約権買付価格と同額の金銭をそれぞれ交付する予定とのことです。

当社は、公開買付者より本株式等売渡請求をしようとする旨及び会社法第179条の2第1項各号の事項について通知を受けた場合には、当社の取締役会において、かかる本株式等売渡請求を承認する予定です。

なお、本株式等売渡請求が行われる場合、篠原氏は、当社の株主として残留することなく、その所有する当社の株式の対価として金銭を受領することとなりますが、本取引により受領した金銭の一部を公開買付者に再出資することを予定しているとのことです。

本株式等売渡請求に関連する少数株主の権利保護を目的とした会社法の規定として、会社法第179条の8その他の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おります。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となります。

上記手続については、関係法令についての改正、施行若しくは当局の解釈等の状況より、又は公開買付者及び篠原氏以外に不応募合意株式の数以上の当社株式を所有する当社の株主が存在し、若しくは本株式併合の効力発生時点でかかる株主が生じる可能性があるとして判断される場合には、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に応募されなかった当社の各株主の皆様（但し、当社及び篠原氏を除きます。）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の皆様へ交付される金銭の額については、本公開買付価格に当該各株主が所有していた当社株式の数を乗じた価格と同一になるよう算定する予定とのことです。そ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、公開買付者と当社との間で協議の上、決定次第、当社から速やかに公表する予定とのことです。

また、公開買付者は、本公開買付けが成立したものの本公開買付けにおいて本新株予約権の全てを取得できず、かつ、本新株予約権が行使されず残存した場合には、当社に、新株予約権者に対する本新株予約権の放棄の勧奨等、本取引の実行に合理的に必要な手続を實踐するよう要請する予定とのことです。

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り扱いについては、株主及び新株予約権者の皆様において自らの責任にて税理士等の専門家にご確認いただきますようお願いいたします。

さらに、公開買付者は、本スクイズアウト手続の完了後、本合併を行うことを予定しているとのことです。その具体的な方法や日程等は現時点において未定とのことです。

(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

公開買付者及び当社は、本公開買付けがいわゆるマネジメント・バイアウト（MBO）に該当する本取引の一環として行われるものであり、構造的な利益相反の問題が存在すること等を踏まえ、本公開買付価格及び本新株予約権買付価格の公正性の担保、本公開買付けの実施を決定するに至る意思決定の過程における恣意性の排除及び利益相反の回避の観点から、本公開買付けを含む本取引の公正性を担保するため、以下の措置を実施いたしました。以下の記載のうち、公開買付者において実施した措置については、公開買付者から受けた説明に基づくものです。

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、公開買付者及び篠原氏から独立した第三者算定機関として、クレディ・スイス証券に当社株式の株式価値の算定を依頼しました。なお、クレディ・スイス証券は、当社、公開買付者及び篠原氏の関連当事者には該当せず、本公開買付けを含む本取引に関して重要な利害関係を有しておりません。なお、本取引に係るクレディ・スイス証券に対する報酬には、本取引の成立等を条件に支払われる成功報酬が含まれております。当社は、同種の取引における一般的な実務慣行及び本取引が不成立となった場合に当社に相応の金銭的負担が生じる報酬体系の是非等も勘案すれば、本公開買付けの完了を条件に支払われる成功報酬が含まれていることをもって独立性が否定されるわけではないと判断の上、上記の報酬体系によりクレディ・スイス証券を当社のファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関として選任しております。

当該株式価値算定書の概要は、上記「(3)算定に関する事項」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、本公開買付けを含む本取引に係る当社取締役会の意思決定の公正性及び適正性を確保するために、当社、公開買付者及び篠原氏から独立したリーガル・アドバイザーとしてアンダーソン・毛利・友常法律事務所を選任し、同事務所から、本公開買付けを含む本取引に関する諸手続を含む当社取締役会の意思決定の方法及び過程その他の留意点について、必要な法的助言を受けております。なお、アンダーソン・毛利・友常法律事務所は、当社、公開買付者及び篠原氏の関連当事者には該当せず、本公開買付けを含む本取引に関して重要な利害関係を有しておりません。また、アンダーソン・毛利・友常法律事務所に対する報酬には、本取引の成立等を条件に支払われる成功報酬は含まれておりません。

当社における独立した特別委員会の設置及び意見（答申書）の取得

当社は、本公開買付けがいわゆるマネジメント・バイアウト（MBO）の一環として行われるものであり、当社における本取引の検討において構造的な利益相反状態が生じ得ること等に鑑み、2022年5月24日開催の取締役会において、本取引に係る当社の意思決定に慎重を期し、当社取締役会の意思決定の恣意性及び利益相反のおそれを排除し、その公正性を担保するとともに、当社取締役会において本取引を行う旨の決定をすることが当社の少数株主にとって不利益なものであるかどうかについての意見を取得することを目的として、当社、公開買付者及び篠原氏から独立し、高度の識見を有すると考えている坂田實氏（当社社外取締役）、安田祐一郎氏（当社社外取締役、公認会計士、税理士）及び本取引と同種の案件について豊富な経験も有する仁科秀隆氏（弁護士、中村・角田・松本法律事務所）の3名によって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、委員の互選により、本特別委員会の委員長として安田祐一郎氏を選定しております。）を設置することを決議いたしました。

当社は、取締役会決議に基づき、本特別委員会に対し、(a)本取引の目的は合理的か（本取引が当社の企業価値向上に資するかを含む。）、(b)本取引の条件（本公開買付価格を含む。）の公正性・妥当性が確保されているか、(c)本取引に至る交渉過程等の手続の公正性が確保されているか、(d)上記を踏まえ、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、及び(e)当社取締役会が本公開買付けに対して、当社取締役会が行うべき意見表明の内容（本公開買付けに賛同すべきか否か、株主及び新株予約権者に対し本公開買付けへの応募を推奨するか否かを含む。）（以下「本諮問事項」と総称します。）について諮問し、これらの点についての本答申書を当社に提出することを委嘱いたしました。

また、当社取締役会は、本取引に関する当社取締役会の意思決定は本特別委員会の判断内容を最大限尊重して行われるものとし、特に本特別委員会が本取引に関する取引条件を妥当でないと判断したときには、当社取締役会は当該取引条件による本取引の実施を承認しない（本公開買付けに賛同しないことを含む。）ことを決議しております。さらに、本特別委員会に対しては、答申を行うにあたって必要となる一切の情報の収集を当社の役員及び従業員、ファイナンシャル・アドバイザー、リーガル・アドバイザー等に対して求める権限、本公開買付けの取引条件の交渉に際して、事前に方針を確認し、適時に報告を受け、必要に応じて意見を述べたり、要請等を行う等により当社が公開買付者との間で行う本取引の取引条件に関する交渉過程に実質的に関与する権限を付与することを決議しております。

なお、本特別委員会の各委員に対しては、その職務の対価として、答申内容にかかわらず、時間制又は固定額の報酬を支払うものとしております。

本特別委員会は、2022年5月30日から2022年8月9日まで合計10回開催され、本諮問事項について、慎重に検討及び協議を行いました。具体的には、本特別委員会は、当社から、本取引の提案を受けた経緯、本取引の目的、事業環境、事業計画、経営課題等に関する説明を受け、質疑応答を行い、また、公開買付者から、本取引を提案するに至った経緯及び理由、本取引の目的、本取引の諸条件等について説明を受け、質疑応答を行いました。加えて、公開買付者との交渉過程への関与方針として、直接の交渉は当社のファイナンシャル・アドバイザーであるクレディ・スイス証券が当社の窓口として行うこととしつつ、本特別委員会は、交渉担当者から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確認しております。さらに、クレディ・スイス証券から当社株式の株式価値の算定方法及び結果に関する説明を受けております（なお、本特別委員会は、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、それらに照らし不合理な点がないかという観点から、当社の事業計画の合理性を確認しております。)。

その後、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協議・交渉の経緯及び内容等につき適時に報告を受けた上で、本特別委員会において協議し、本公開買付価格及び本新株予約権買付価格につき、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」に記載のとおり交渉が行われ、公開買付者から、本公開買付価格を1,600円、本新株予約権買付価格を本公開買付価格と本新株予約権1個の目的となる当社株式1株当たりの行使価額との差額(713円)に当該各本新株予約権1個の目的となる当社株式の数である200株を乗じた金額(142,600円)とする最終的な提案を受けるに至るまで、公開買付者に対して本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関与いたしました。さらに、アンダーソン・毛利・友常法律事務所から本取引において利益相反を軽減又は防止するために取られている措置及び本取引に関する説明を受け、それぞれ、質疑応答を行うとともに、当社からは本取引の諸条件の交渉経緯及び決定過程等に関する説明を受け、質疑応答を行いました。

なお、本特別委員会は、当社が選任したファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関であるクレディ・スイス証券並びにリーガル・アドバイザーであるアンダーソン・毛利・友常法律事務所につき、いずれも独立性及び専門性に問題がないことから、それぞれを当社のファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関並びにリーガル・アドバイザーとして承認しております。

これらの内容を踏まえ、本特別委員会は、クレディ・スイス証券及びアンダーソン・毛利・友常法律事務所と議論を重ね、本諮問事項について協議・検討を行いました。本特別委員会は、このように本諮問事項について慎重に協議及び検討した結果、2022年8月9日付で、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ました。

(a) 答申内容

1. 本取引は当社の企業価値向上に資するものであり、本取引の目的は合理的であると認められる。
2. 本取引の条件(本公開買付価格を含む。)の公正性・妥当性は確保されていると認められる。
3. 本取引に至る交渉過程等の手続の公正性は確保されていると認められる。
4. 上記を踏まえ、本取引は、当社の少数株主にとって不利益でないと認められる。
5. 当社の取締役会が本公開買付けに賛同の意見を表明するとともに、当社の株主及び新株予約権者に対して本公開買付けに応募することを推奨する旨の決議を行うことは、相当である。

(b) 答申理由

1. 企業価値の向上(本諮問事項の(a)関係)

以下の点より、本取引は当社の企業価値向上に資するものであり、本取引の目的は合理的であると認められる。

(1) 当社における現状認識

- ・当社グループの今後の事業展開については、以下のような点を指摘することができる。
 - () 不動産セールス事業については、厳しい市場環境の中で限られた最適利回り物件を発掘する更なる仕入目利き力の追求、より幅広い顧客層の開拓、また既存顧客の深耕を図っていくことが課題である。
 - () 不動産サービス事業については、更なる付加価値の提供(顔認証・スマートロックの導入等による物件のIoT化など)による物件価値の向上、ひいては新たな潜在的入居者層への訴求が課題である。
 - () 上記()のような不動産サービス事業の付加価値向上のためには、当社グループが提供する物件に即した技術開発のための投資が必要になるほか、シノケンコインの導入やプラットフォームの開発に向けて、DX(デジタル・トランスフォーメーション)領域での開発費用・人材への投資が必要である。
 - () 事業ポートフォリオ全体で見れば、ストック収益の比重を高めるなど、不動産サービス事業を中心とした事業モデルへの進化が課題である。
 - () また事業ポートフォリオ全体で見れば、事業の多角化も課題である。この中には、海外事業の拡大やREITの事業モデルを海外に展開することも含まれるが、そのためには、開発資金・人材への投資を行いながら、長期的な視点で取り組む必要がある。
 - () 各事業に共通する課題として、積極的なシステム等に対する設備投資が必要となるほか、外部人材の活用及び人材の獲得などの経営リソースの確保が課題である。
 - () 以上に加え、ライフケア事業、DX領域や海外などグループシナジーの創出可能な分野においてはM&Aによる成長を積極的に推進しており、そのための資金に加えて、PMI(M&A後の統合プロセス)を推進する人材の確保も課題である。
- ・当社は中長期的な戦略として、2020年11月20日に「中長期ビジョン2020」を公表し、以下()から()に掲げる施策を公表している。

- () 海外事業の拡大：国内で確立した、不動産セールス事業及び不動産サービス事業、すなわち、用地の取得～建設～入居管理・運営管理～出口戦略までのグループ内一気通貫モデルを国外にも展開していくことで、一層の海外事業の拡大を目指す。
 - () REaaSの展開：REaaS（不動産のサービス化）を実現するため、今後日本において本格化していくトラストサービスの領域において、不動産のトラストDXで世界最先端のプラットフォームを構築する。
 - () 戦略的なM&A展開：社会的なニーズが高まるライフケア領域、DX領域や海外におけるM&Aなど、これまでと同様にグループシナジーの創出を基本方針とし、積極的に取り組む
- ・当社が中長期ビジョン2020で公表した各種施策は、上記の()から()と軌を一にするものである。
 - ・当社グループの事業に関する現状認識及び本特別委員会が把握した当社の重要な課題については、当社の従前の開示内容との矛盾や客観的事実に反する点もなく、また、本特別委員会委員のうち当社の社外取締役を兼務する者が、これまで社外取締役として認識してきた当社の事業に関する情報から得た知見とも整合的であり、客観的な根拠に基づく合理的なものであると認められる。
 - ・上記()から()に寄与する方策（M&Aを含むがこれに限られない。）を講じることは、個別に当該方策に係るリスクや当該方策に伴うデメリットを勘案する必要はあるものの、一般論としては当社の企業価値の向上に資するものであると考えることができる。

(2) 本取引の企業価値向上効果

- ・本特別委員会が実施した関係者に対するヒアリングや説明の聴取等（以下「本ヒアリング等」という。）においては、公開買付者から、本取引の実施後に公開買付者が企図している当社の企業価値向上策として、以下のような説明がされた。

事業モデルの転換：現在の不動産市況及び当社を取り巻く厳しい環境では、新規物件の販売開発の拡大は困難であり、当該状況は現在の市場環境に鑑みると短期的に解消せず、中長期的な事業の発展成長に向けては不動産販売を中心とした事業モデルからの転換が必要である。

不動産セールス事業における販売機会の増強：既存オーナーや新規の投資家層の獲得に向けた小口投資の間口拡大及び販売チャネルの多様化を企図した不動産REIT事業の拡大、不動産STO（デジタル化された有価証券であるセキュリティトークンによる資金調達方法）の開発等で新たな顧客層の開拓を行い、販売機会を増やすことによる収益の成長を目指す。

不動産サービス事業における付加価値の向上：新技術やIoT商品のアパートメント・マンションへの積極的な取り込み等により、既存顧客層に加え、より幅広い顧客層及び入居者層を開拓し、物件価格や家賃の引上げ余地を生み出し、収益の成長を目指す。

不動産サービス事業のプラットフォーム化：当社が独自に開発してきた付加価値の高い既存サービス（例：保険会社と連携して開発した孤立死保険など）の深堀り、シノケンコインの導入等を通じたオーナー・入居者・当社グループを巻き込む経済圏の発展を通じて、将来成長性の期待を目指す。

M&Aの推進：ライフケア事業においては、顧客・入居者の生涯を通じて寄り添うサービスの拡大・提供のため、M&Aによる成長を企図する。

DXの推進：中長期の持続的な成長を企図した変革のため、事業におけるIoTの活用等を通じたDXの推進、販売物件からのストック収益機会の確保、海外の成長市場の獲得を企図している。

積極的海外進出：国内事業のみならず、現在取組中である海外事業に関し、進出先の強化・拡大を図るとともに、日本で取組中のREITのモデルを海外にも輸出し、展開していく。

外部人材の導入：公開買付者の人的プロフェッショナルネットワークの活用により、新規事業に関する人材の採用や育成を強化する。

- ・また、以上の公開買付者の説明に対して、当社としては、現状の課題を踏まえた実現可能性がある有効な企業価値向上策であると認識している。
- ・以上からすれば、公開買付者が本取引の実施後に公開買付者が企図している当社の企業価値向上策は、当社の今後の企業価値の向上にとっての重要なポイントとして挙げた上記(1)の事情のうち、それぞれ下記のように資する点があると認められる。

本取引のメリット	寄与が認められる点
事業モデルの転換	上記(1)の() ()
不動産セールス事業における販売機会の増強	上記(1)の()
不動産サービス事業における付加価値の向上	上記(1)の() ()
不動産サービス事業のプラットフォーム化	上記(1)の() ()
M&Aの推進	上記(1)の()

D Xの推進	上記(1)の() ()
積極的海外進出	上記(1)の()
外部人材の導入	上記(1)の() ()

- ・ 以上のように、公開買付者の企図する企業価値向上策は、当社の今後の事業展開にとっての重要な課題のいずれにも対応できるものであると認められる。
- ・ 本取引は、企業価値の向上の観点から、他のあり得る手段と比較しても優位性を有する取引である。
- ・ 本特別委員会が本ヒアリング等において、当社及び公開買付者等に対して本取引に伴うデメリットについて説明を受け、大きなデメリットが存在しないことが確認できた。

(3) 上場廃止の不可欠性

- ・ 公開買付者が企図する企業価値向上策は、その短期的な収益へのネガティブなインパクトや、そもそも失敗するリスクがあることからすれば、こうした企業価値向上策に取り組む前提として、本取引による上場廃止を経ることもやむを得ないと考えられる。
- ・ また見方を変えれば、少数株主に適正な対価を付与した上で上場を廃止することは、こうしたリスクから少数株主を解放するとともに、将来の企業価値向上分の一部を少数株主に享受してもらうことにもなる。
- ・ 以上からすれば、本取引が上場廃止を伴うものであることにも、価格の妥当性等の他の要請を適切に充たすことを前提とすれば、一定の合理性が認められるものと考えられる。

2. 公正な手続を通じた少数株主利益の確保（本諮問事項の(c)関係）

以下の点より、本取引においては、公正な手続を通じて当社の少数株主の利益への十分な配慮がなされていると認められる。

(1) 特別委員会の設置

- ・ 本特別委員会は、当社の社外取締役2名及び独立した専門家1名の計3名により構成される委員会である。
- ・ 本特別委員会では下記のような配慮がされている。
本特別委員会は、取引条件が公開買付者と当社との間で決定される前の段階で設置されていること
本特別委員会は、委員全員が公開買付者からの独立性及び本取引の成否からの独立性が確保されているほか、M & A指針で最も特別委員会の委員としての適格性があるとされる社外取締役が過半数を占める形で構成されていること
当社が公開買付者と本公開買付価格について協議する場合には、事前又は事後速やかに特別委員会に確認を求めており、これにより、本特別委員会は、適時に交渉状況の報告を受け、重要な局面で意見を述べ、指示や要請を行って、取引条件に関する交渉過程に実質的に影響を与え得る状況を確保していること。また、当社取締役会が特別委員会への諮問を決議した際、特別委員会が本取引の条件を妥当でないと判断した場合には当社取締役会は本取引を承認しないことと決定していること
特別委員会のアドバイザーは選任されていないものの、当社のビジネスの特徴に関する知見（本特別委員会の委員のうち2名が当社の取締役である。）、企業価値評価への知見（本特別委員会の委員のうち1名が公認会計士である。）、法律面での知見（本特別委員会の委員のうち1名が弁護士である。）がいずれも委員により充足されていること、及び当社のアドバイザーの専門性・独立性に鑑み、特別委員会としてのアドバイザー選任は不要であると本特別委員会として判断したこと
本取引について予定されている契約や想定されるシナジーは多岐に亘り、その全ての詳細を一般に公開することは難しい。そのため本特別委員会は、少数株主に代わり、本取引に関して当社が締結する予定の契約書の文案も含めて重要な情報を入手し、これを踏まえて検討・判断を行ったこと
- ・ さらに、当社取締役会は、特別委員会への諮問を決議した際、当社取締役会が特別委員会の意見を最大限尊重の上で本取引に係る決議を実施することを決定している。
- ・ 以上のような特別委員会の設置及び運用の状況からすれば、本特別委員会は公正性担保措置として有効に機能していると認められる。

(2) 当社における意思決定プロセス

- ・ 当社の取締役のうち、()代表取締役である篠原氏は公開買付者等として本取引を実施する側であることから、また()入江浩幸氏は株式会社西日本シティ銀行取締役副頭取を兼任しているところ、2022年8月4日、本取引の資金調達としての借入れを株式会社新生銀行から実施することから、既存取引金融機関との取引については見直す方針である旨、買付者より伝えられたため、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、本取引を決定する取締役会に出席しない予定であり、また、当社

の立場において公開買付者との協議・交渉にも参加していない。このような当社の取締役会における利害関係の整理に不公正な点は見当たらない。

- ・また本プレスリリースによれば、当社取締役会においては、当社の取締役7名全員の一致により決議がされる予定である。M & Aへの賛否を決定する取締役会決議において、当該M & Aに重要な利害関係を有する者を除く取締役全員の賛成があった場合には、当該M & Aにおいて公正性担保措置が有効に機能したことを示す事情の一つとなるとされている。
- ・以上からすれば、当社における意思決定プロセスに関して、公正性に疑義のある点は見当たらない。

(3) 外部専門家の専門的助言等の取得

- ・当社取締役会は、意思決定につき、リーガル・アドバイザーであるアンダーソン・毛利・友常法律事務所の弁護士から助言を受けており、弁護士による独立した専門的助言を取得したと認められる。本特別委員会が当該リーガル・アドバイザーの独立性について確認したところ、報酬体系を含め、独立性に疑義を生じさせる事情は見当たらず、当該リーガル・アドバイザーの独立性が認められる。
- ・当社取締役会は、本公開買付価格の公正性を担保するために、独立した第三者算定機関及び当社のファイナンシャル・アドバイザーであるクレディ・スイス証券から、当社株式の株式価値に関する資料としての本株式価値算定書を取得している。
- ・本株式価値算定書においては、複数の算定方法を利用しており、恣意的な価格の算定がされないよう配慮がされている。また、当該算定の前提となる当社の事業計画の作成に当たって、公開買付者の役職員による恣意的行動があった事実は認められず、算定に当たって公正性を疑わせるような事情も見当たらない。
- ・クレディ・スイス証券の独立性については、クレディ・スイス証券がインテグラルを篠原氏に紹介した経緯があるものの、本特別委員会として、クレディ・スイス証券が、本公開買付けに対して対抗提案があった場合の対応や、本取引に係る交渉に当たっての助言など、客観的かつ的確な助言を提供しており、クレディ・スイス証券が本取引の公正性を維持して業務を実施していることを、外形的・客観的な観察を通じて直接的に確認している。そのため、クレディ・スイス証券がインテグラルを篠原氏に紹介した経緯及び成功報酬を含む報酬体系（クレディ・スイス証券から、当該報酬体系は同種の他の案件において通常採用される範囲内のものであるとの説明を受けている。）を踏まえてもなお、客観的かつ独立した立場から当社及び本特別委員会に助言を行っていると考えるのが妥当であると認められる。なお、本プレスリリースにおいても、クレディ・スイス証券は当社との間で独立性を有していることが、詳細な理由付けと共に記載されている。
- ・以上から、本株式価値算定書は、独立した第三者評価機関による株式価値算定書であると認められる。

(4) マーケット・チェック

- ・本公開買付けの買付期間は、30営業日に設定されている。これは、公開買付期間を比較的長期に設定することにより、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するものと認められる。
- ・当社と公開買付者との間において、取引保護条項を含む対抗的買収提案者との接触を制限する旨の合意は行われていない。
- ・このように、本件では、公表後に他の潜在的な買収者が対抗提案を行うことが可能な環境を構築した上でM & Aを実施することによる、いわゆる間接的なマーケット・チェックが実施されている。
- ・本特別委員会は、当社グループにおいて代表者を務める篠原氏が公開買付者等として本取引をおこなう以上、同氏が別の提案に応じることは想定されないことからすれば、本件において入札手続を取っても現実的な対抗提案がされる可能性は低いものと判断した。そのため、本取引においては、間接的な形でマーケット・チェックを実施することによっても、取引条件の形成過程における当社の交渉力が強化され、企業価値を高めつつ少数株主にとってできる限り有利な取引条件でM & Aが行われることに資するものと認められる。

(5) マジョリティ・オブ・マイノリティ

- ・本公開買付けの買付予定数の下限は、公開買付者と利害関係を有さない当社の株主が所有する当社株式の数（本新株予約権の目的である株式の数も含めた潜在株式勘案後の株式総数）から篠原氏が所有する株式を控除した株式数に係る議決権の過半数、いわゆる「マジョリティ・オブ・マイノリティ（Majority of Minority）」に相当する議決権の数を上回る数に設定されている。
- ・M & A指針においても、マジョリティ・オブ・マイノリティは、少数株主による判断機会の確保をより重視することにつながり、かつ、少数株主にとってできる限り有利な取引条件でM & Aが行われることに資するものであり、従って公正性担保措置の一環として高い効果を有するものと評価されている。
- ・このことからすれば、本件においても、本公開買付けにおける上記のような下限の設定は、本取引の公正性をより一層担保するものであると認められる。

(6) 少数株主への情報提供の充実とプロセスの透明性の向上

- ・まず特別委員会については、M & A 指針で(a)委員の独立性や専門性等の適格性に関する情報、(b)特別委員会に付与された権限の内容に関する情報、(c)特別委員会における検討経緯や、交渉過程への関与状況に関する情報、(d)特別委員会の判断の根拠・理由、答申書の内容等及び(e)委員の報酬体系の開示が望ましいとされている。これを本件についてみると、本プレスリリースで、これら(a)から(e)の要素がすべて記載されている。
- ・次に株式価値算定書については、M & A 指針で、特にDCF分析について、()算定の前提とした当社のフリー・キャッシュ・フロー予測、及びこれが当該M & Aの実施を前提とするものか否か、()算定の前提とした財務予測の作成経緯、()割引率の種類や計算根拠、()フリー・キャッシュ・フローの予測期間の考え方や予測期間以降に想定する成長率等の継続価値の考え方等の開示が例示されている。
- ・これを本件についてみると、本プレスリリースでは、()及び() (本特別委員会が合理性を確認した旨及び事業計画においては対前年度比較において大幅な増減益を見込んでいる事業年度が含まれているか否か)のほか、()として割引率が、また()として継続価値の算定方法が記載されている。
- ・最後にその他の情報についても、M & Aの実施に至るプロセスや交渉経緯についても、本プレスリリースで、充実した記載がされているものと認められる。

(7) 強圧性の排除

- ・本取引の一環として本公開買付けの成立後に行われる予定の本スクイズアウト手続は、株式併合又は株式等売渡請求を用いるスキームにより実行するとされている。いずれのスキームを用いる場合でも、株主には、価格決定の申立てを行う権利が認められ、しかも、本プレスリリースでその旨が明示的に開示されている。
- ・さらに、本プレスリリースでは、本スクイズアウト手続は本公開買付け終了後速やかに行われること、本スクイズアウト手続の際に少数株主に対して交付される金銭について、本公開買付価格と同一の価格とすることが予定されている旨が開示されている。
- ・以上からすれば、本取引については、強圧性を排除するための対応が行われていると認められる。

3. 条件の妥当性 (本諮問事項の(b)関係)

(1) 独立当事者間に相当する交渉状況の確保

- ・本公開買付価格は、当社がクレディ・スイス証券の助言及び本特別委員会からの意見・指示を受けながら公正に行われ、最終合意に至ったものである。
- ・まず本公開買付価格に関する一連の交渉経緯について振り返ると、本件では、第4回委員会以降の委員会において、かつ、委員会の期日間では随時電子メールにて、クレディ・スイス証券及び当社から本特別委員会に対して詳細な説明が行われた。
- ・本特別委員会は、当該説明の都度、公開買付者からの本公開買付価格の提案についての諾否の意見を述べた。合わせて本特別委員会は、公開買付者からの提案を拒絶して逆に当社側から価格の提案を行う場合について、価格をいくらと設定すべきか及びその根拠についても意見を述べた。
- ・具体的には、当社及びクレディ・スイス証券から公開買付者に対して本公開買付価格に関する書面による連絡を行う場合には、本特別委員会が事前にその内容を閲覧し、本特別委員会における議論の方向性を正確に反映した内容になっていることを確認した。このように、交渉過程における本特別委員会の意見は、単に望ましい本公開買付価格についての所見を述べてあとは当社に任せるといったものではなく、交渉方針や公開買付者に対する返答のあり方等の具体的な点についても意見及び要望を述べるものであった。
- ・本公開買付価格の交渉は、上記のように本特別委員会が公開買付者からの本公開買付価格の提案への諾否及び反対提案の内容について述べた意見を踏まえて当社及びクレディ・スイス証券が公開買付者に返答するというプロセスで行われた。
- ・このようなプロセスを経て、本特別委員会が複数回に亘って公開買付者からの本公開買付価格の提案を拒絶し、3回に上る上積みがされた結果として、最終的に本特別委員会が本公開買付価格を1,600円とすることについて了承したことによって、本公開買付価格が確定した。なお、本公開買付価格は、交渉の結果として、当初の公開買付者の提案よりも300円上回る価格となった。
- ・以上のとおり、本特別委員会は、本公開買付価格の交渉について、与えられた権限を踏まえて主体的に関与した。そしてこのような交渉により、少数株主にとってできる限り有利な取引条件でM & Aが行われることを目指して交渉がされた経緯が認められる。
- ・以上からすれば、本件の公開買付者との取引条件に関する協議・交渉過程において、企業価値を高めつつ少数株主にとってできる限り有利な取引条件でM & Aが行われることを目指して合理的な努力が行われる状況が確保されていたと評価することができる。

(2) 株式価値算定と本公開買付価格の関係

- ・本件は合併のように当事者双方が相手方のデューデリジェンスを行うタイプの取引ではなく、公開買付者側は当社のデューデリジェンスを行っているが当社は公開買付者側のデューデリジェンスを行ったわけではない。そのため、本取引による企業価値向上効果について、現時点において当社が定量的に数値を見込むことは難しいという事情がある。例えば間接部門のコストカットシナジー等については、公開買付者側のデューデリジェンスを行っていない当社が確度のある分析を行うことは不可能である。
- ・従って、本件で株式価値算定の基礎となる当社の事業計画は、スタンドアローン・ベースのものとなっているが、そのことは不合理なものではない。
- ・次に、本特別委員会は事業計画の策定経緯についても第2回委員会において詳細なヒアリングを行ったが、篠原氏が事業計画の策定に関与していないことが確認されたほか、策定に関して恣意的な点は見当たらなかった。また事業計画の内容についても、不合理な点は見当たらない。
- ・以上からすれば、事業計画については、策定プロセス、策定方法のいずれからみても、公開買付者の恣意的な圧力が介在した事実は認められない上、内容も合理的なもの認められる。
- ・本特別委員会は、クレディ・スイス証券に対して複数回に亘ってヒアリングを実施し、当社株式の株式価値の算定方法及び評価プロセス並びに株式価値算定等に関する考察過程について詳細な説明を受け、そのいずれについても不合理な点は見当たらないことを確認し、クレディ・スイス証券が作成した本株式価値算定書に準拠できると評価した。
- ・本公開買付価格である1株当たり1,600円という価格は、()市場株価法の算定結果の上限額を上回るとともに、()類似会社比較法の算定結果及びDCF法の算定結果のレンジの範囲内であり、かつ、レンジの中央値を上回る水準にある
- ・ところで、M&A指針においては、(a)「M&Aを行わなくても実現可能な価値」は、少数株主を含む全ての株主がその持株数に応じて享受すべきであり、他方で、(b)「M&Aを行わなければ実現できない価値」については、M&Aによって少数株主はスクイーズアウトされることとなるものの、少数株主もその価値のしかるべき部分を享受するのが公正であると指摘されている。
- ・このような考え方を背景にして本件をみても、本公開買付価格は、クレディ・スイス証券による当社株式の株式価値（これはスタンドアローン・ベースの株式価値であるから上記でいう(a)である。）と比べても、相応の上積みされた金額であることが認められるから、上記でいう(b)のしかるべき部分が少数株主に享受される水準であると考えられる。
- ・以上から、本特別委員会としても、本公開買付価格は、クレディ・スイス証券により算定された当社株式価値との比較の観点からしても、少数株主にとって不利益ではない水準に達していると考えられる。

(3) プレミアムの検討

- ・クレディ・スイス証券が作成した本株式価値算定書によれば、本公開買付価格は、2022年8月9日（以下「直前日」という。）までの東京証券取引所における当社株式の終値に対して、それぞれ下表のようなプレミアムを加えた金額となっている。

参照値	株価	プレミアム
直前日の終値	1,099円	45.59%
直前日の過去1ヶ月の平均終値	1,071円	49.39%
直前日の過去3ヶ月の平均終値	1,017円	57.33%
直前日の過去6ヶ月の平均終値	1,017円	57.33%

- ・M & A 指針公表後に行われた公開買付けのうち、本件と同じMBOの事例（14件。但し買付代金100億円以上、かつ成立した案件に限る。）におけるプレミアム水準の中央値は、下表のとおりである。

参照値	中央値
直前日の終値	40.8%
直前日の過去1ヶ月の平均終値	38.0%
直前日の過去3ヶ月の平均終値	45.7%
直前日の過去6ヶ月の平均終値	52.7%

- ・上記のとおり、本公開買付価格は、直前日の終値ベース並びに直前日の過去1ヶ月、過去3ヶ月及び過去6ヶ月の平均終値ベースのすべての参照値との関係で、中央値を上回っていることから、総じて、他の類似事例と比べても遜色ないプレミアム水準が確保されていると認められる。
- ・以上のほか本公開買付価格は、過去の当社の株価の推移との関係でいえば、2019年以降の最高値を上回る価格であるという点も指摘することができる。

(4) 本新株予約権の買付価格の妥当性

- ・本新株予約権の買付価格については、本公開買付価格と本新株予約権の当社株式1株当たりの行使価額との差額に本新株予約権1個当たりの目的となる当社株式の数である200株を乗じた金額を基に算定されている。
- ・そのため、本公開買付価格が妥当と認められれば、本新株予約権の買付価格についても、当社の株式と同等の経済的利益を新株予約権者にもたらす価格として、妥当性が認められるものと考えられる。

(5) スキーム等の妥当性

- ・本取引はMBOという性質上、当社の少数株主が当社の株式の代わりに公開買付者の株式を取得することはそもそも想定されていない。また当社の少数株主からしても、非上場会社である公開買付者の株式を取得しても投資回収の手段が著しく限られてしまうから、メリットはない。
- ・また、代替取引の有無や内容については、本取引のスキームが他のスキームよりも劣っているとは認められない。
- ・以上の点からすると、本公開買付け及び本スクイズアウト手続によって当社の少数株主に投資回収の機会を付与するという本取引のスキームは、公開買付者の企図する企業価値向上策を実現する各種手段の中でも、妥当なものといえる。

4. 本特別委員会としては、本諮問事項(a)から(c)までで検討を要請されている事項が、本諮問事項(d)を検討する際の考慮要素になるものとする。そして、本特別委員会の審議の結果、本諮問事項(a)から(c)までについて、いずれも問題があるとは考えられないことは、本答申書で詳細に述べてきたとおりである。以上から、本特別委員会は、本諮問事項(d)について、当社が本取引に関する決定をすることは当社の少数株主にとって不利益なものでないと認められる旨の意見を答申する。

5. 本特別委員会としては、この本諮問事項(e)については、本諮問事項(a)から(d)までが確認されることにより、本諮問事項(e)を是認する理由になるものとする。そして、本特別委員会の審議の結果、本諮問事項(a)から(d)までについて、いずれも問題があるとは考えられないことは、本答申書で詳細に述べてきたとおりである。以上から、本特別委員会は、本諮問事項(e)について、本公開買付けの公表の時点で当社の取締役会が賛同の意見を表明するとともに、当社の株主に対して本公開買付けに応募することを推奨する旨の決議を行うことは相当である旨の意見を答申する。

当社における利害関係を有しない取締役全員（監査等委員を含む。）の承認

当社は、クレディ・スイス証券より取得した本株式価値算定書、アンダーソン・毛利・友常法律事務所から得た法的助言を踏まえつつ、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諸条件について慎重に検討しました。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「本公開買付けに賛同するに至った意思決定の過程及び理由」に記載のとおり、当社取締役会は、本公開買付けについて、()本公開買付けにより当社の企業価値が向上すると見込まれるとともに、()本公開買付け価格及び本新株予約権買付け価格並びに本公開買付けに係るその他の諸条件は当社の株主及び本新株予約権者の皆様にとって妥当であり、本公開買付けは、当社の株主及び本新株予約権者の皆様に対して、合理的な株式及び本新株予約権の売却の機会を提供するものであると判断し、2022年8月10日開催の取締役会において、審議及び決議に参加した当社の取締役（当社取締役会は全9名で構成されるところ、篠原氏及び入江浩幸氏を除く霍川順一氏、三浦義明氏、玉置貴史氏、坂田實氏、井上勝次氏、安田祐一郎氏及び前川康子氏の7名）の全員一致で、本公開買付けへの賛同の意見を表明するとともに、当社の株主及び本新株予約権者の皆様に対して本公開買付けへの応募を推奨する旨の決議をいたしました。なお、本新株予約権は、譲渡による取得について当社取締役会の承認を要するものとされておりますが、当社は、2022年8月10日開催の当社取締役会において、新株予約権者がその所有する本新株予約権を本公開買付けに応募することにより公開買付者に対して譲渡することについて、本公開買付けの成立することを条件として包括的に承認することを決議いたしました。

なお、かかる当社の取締役会決議は、公開買付者が本公開買付け及びその後の一連の процедуруを実施することにより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す。

また、篠原氏は、本公開買付けが成立した場合には、公開買付者に対して出資を行うことを予定していること及び本取引後も継続して当社の経営に当たることを予定していることから、本取引に関して当社と構造的な利益相反状態にあるため、特別利害関係取締役として、上記取締役会における審議及び決議には一切参加しておりません。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は一切参加しておりません。

加えて、入江浩幸氏は、株式会社西日本シティ銀行取締役副頭取を兼任しているところ、2022年8月4日、本取引の資金調達としての借入れを株式会社新生銀行から実施することから、既存取引金融機関との取引については見直す方針である旨、公開買付者より伝えられたため、本取引に関して当社との利益相反を回避する観点から、上記取締役会における審議及び決議には一切参加しておりません。

マジョリティ・オブ・マイノリティ（Majority of Minority）を上回る買付予定数の下限の設定

公開買付者は当社を非公開化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買付予定数の下限を21,509,600株（所有割合：62.87%）と設定しており、応募株券等の数の合計が買付予定数の下限（21,509,600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とのことです。なお、買付予定数の下限（21,509,600株）は、当社第2四半期決算短信に記載された2022年6月30日現在の当社の発行済株式総数（36,380,400株）から、同日現在の当社が所有する自己株式数（2,788,034株）を控除した株式数（33,592,366株）に係る議決権の数（335,923個）に、本株式併合を承認するための株主総会の特別決議に必要な議決権割合に相当する3分の2を乗じた数（223,949個、小数点以下切り上げ）から、不応募合意株式（885,310株）に係る議決権の数（8,853個）を控除した議決権の数（215,096個）に、当社の単元株式数である100株を乗じた株式数としているとのことです。これは、公開買付者と利害関係を有さない当社の株主の皆様が所有する当社株式の数（潜在株式勘案後株式総数（34,210,366株）から篠原氏所有株式（7,633,957株）を控除した株式数（26,576,409株））に係る議決権の過半数、いわゆる「マジョリティ・オブ・マイノリティ（Majority of Minority）」に相当する議決権の数を上回るものとなります。これにより、公開買付者と利害関係を有さない当社の株主の皆様の過半数の賛同が得られない場合には、当社の少数株主の皆様の意思を重視して、本公開買付けを含む本取引を行わないこととしているとのことです。

本公開買付け価格及び本新株予約権買付け価格の適正性その他本公開買付けの公正性を担保する客観的状況の確保
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「公開買付け期間」といいます。）を、法令に定められた最短期間が20営業日であるところ、30営業日に設定しているとのことです。

このように公開買付け期間を比較的長期に設定することにより、当社の株主の皆様が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、当社株式について公開買付者以外の者（以下「対抗的買取提案者」といいます。）にも対抗的な買付け等をする機会を確保し、これをもって本公開買付けの公正性を担保しているとのことです。

また、公開買付者と当社は、当社が対抗的買取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、当該対抗的買取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。上記公開買付け期間の設定と併せ、対抗的な買付け等の機会が確保されることにより、本公開買付けの公正性の担保に配慮しているとのことです。

(7) 公開買付者と自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

公開買付者らは、2022年8月10日付で、当社の代表取締役社長である篠原英明氏（所有株式数：7,633,957株、所有割合：22.31%）との間で、以下の内容を含む基本契約を締結しているとのことです。

- () 篠原氏所有株式（所有株式数：7,633,957株、所有割合：22.31%）のうち応募合意株式（6,148,647株、所有割合：17.97%）、及び応募合意新株予約権3,000個（目的となる当社株式の数：600,000株、所有割合：1.75%、）について本公開買付けに応募し、不応募合意株式（885,310株、所有割合：2.59%。なお、篠原氏が所有する譲渡制限付株式報酬に係る株式については、譲渡制限があり、本公開買付けに応募できないことから、かかる不応募合意株式に含まれます。）については本公開買付けに応募しないこと。但し、篠原氏は、応募合意新株予約権を行使した上で、その行使により交付を受けた当社株式を本公開買付けに応募することができ、その場合、「応募合意株式」は、応募合意新株予約権の行使により交付を受けた当社株式の数を加えた当社株式とするとのことです。なお、当該応募及び不応募につき前提条件は設定されていないとのことです。
- () 篠原氏は、不応募合意株式（885,310株、所有割合：2.59%）に関して、本公開買付けが成立した場合であって、公開買付者が本公開買付けにおいて当社株式（但し、本新株予約権の行使により交付される当社株式を含み、当社が所有する自己株式及び不応募合意株式を除きます。）の全てを取得できなかった場合には、本株式併合を行うために必要となる手続きに協力（当社の株主総会において関連する議案に賛成することを含みます。）すること、及び上記にかかわらず、本公開買付けの決済後において、公開買付者及び篠原氏以外に不応募合意株式の数以上の当社株式を所有する当社の株主が存在し、又はかかる株主が生じる可能性がある公開買付者が合理的に判断した場合には、公開買付者は、当社の株主を公開買付者のみにするため、かかる目的を達成することのできる併合比率により本株式併合を行い、又は、本株式等売渡請求を行うことができ、篠原氏は、これに必要となる手続きに協力すること
- () 本スクイズアウト手続完了後、公開買付者が篠原氏と協議の上決定する時期、条件及び方法において、本合併が行われるよう、本合併に必要な協力（当社の株主総会において関連する議案に賛成することを含みます。）を行うこと
- () 上記()に基づき本スクイズアウト手続が実施された場合、篠原氏は、本スクイズアウト手続完了後速やかに、本合併に先立ち、不応募合意株式の数に本公開買付価格を乗じた額に相当する数の公開買付者の発行する募集株式を引き受けるものとし、公開買付者及び篠原氏は、これに必要な手続を行うこと
- () 本合併の効力発生後において、本合併の存続会社である公開買付者に対する篠原氏の出資割合が8%程度となるよう、本合併及び上記()の再出資を行うこと
- () 篠原氏及び公開買付者は、基本契約の締結日において、本取引の完了後、当社グループにおいて持続可能な事業モデルへの業態の進化及び多角化に向けた施策を行い、当社グループの企業価値を向上させた上で、原則として本合併後の公開買付者の株式を金融商品取引所へ再度上場することを目指す意向であることを確認し、その実現に向けて誠実に協議するものとする
- () 篠原氏は、本取引の完了後速やかに、インテグラル及びインテグラル又はその関係者が管理、運営その他関与するファンドとの間で、当社における代表取締役としての職務の遂行及び継続に関する事項を含む経営委任契約を締結すること
- () 本公開買付けの成立後、篠原氏が当社株式を保有している場合において、公開買付者がその所有する当社株式の全部若しくは一部を第三者に対して譲渡（譲渡予定株式を対象とする担保権の実行（法定の手続によるもののほか、法定の手続によらない任意売却又は代物弁済による実行を含みます。以下同じです。）に伴う譲渡の場合を含みます。以下同じです。）することを希望する場合、又は、篠原氏が公開買付者の株式を保有する場合において、インテグラルがその所有する公開買付者の株式の全部若しくは一部（以下、のときにおける譲渡予定の株式と併せて「譲渡予定株式」といいます。）を第三者に対して譲渡することを希望する場合には、当該譲渡を希望する公開買付者又はインテグラル（以下「本譲渡希望株主」といいます。）は、篠原氏に対し、譲渡に係る主要条件が記載された株式売却請求通知を書面で通知するものとし、当該通知に加えて、譲渡予定株式と共に篠原氏に売却することを請求する篠原氏が所有する当社株式又は公開買付者の株式の数を併せて書面で通知することにより、当該篠原氏が所有する当社株式又は公開買付者の株式を、同通知に記載された条件で、譲渡の相手方である第三者に対し譲渡することを請求可能であること。但し、当該売却請求の対象となる株式の数は、以下の(a)及び(b)に定める数（1株未満を切り捨てるものとし、以下「篠原氏売却可能数」といいます。）とする。
 - (a) 上記の場合、篠原氏が所有する当社株式のうち、公開買付者の所有する当社株式数のうち譲渡予定株式の数の占める比率に応じた数
 - (b) 上記の場合、篠原氏が所有する公開買付者の株式のうち、篠原氏を除く本合併後の公開買付者の株主（本譲渡希望株主を含む。）の所有する株式数のうち本譲渡希望株主による譲渡と同時に譲渡される株式の数の占める比率に応じた数
- () 上記()の及びに規定する場合において、本譲渡希望株主が譲渡予定株式を第三者に対して譲渡することを希望するとき（但し、譲渡予定株式を対象とする担保権の実行によるものを除く。）は、当該譲渡に際して、篠原氏は、本譲渡希望株主に対して、その時点で篠原氏が所有する当社株式又は公開買付者の株式のうち、篠原氏売却可能数に相当する数の当社株式又は公開買付者の普通株式の全部を、譲渡予定株式の譲渡

に係る条件と同一の条件で譲渡対象とすることを請求することができること（但し、本譲渡希望株主が、上記()に基づき、株式売却請求権を行使する場合はこの限りではない。）

4【役員が所有する株券等の数及び当該株券等に係る議決権の数】

氏名	役職名	所有株式数（株）	議決権の数（個）
篠原 英明	代表取締役社長	7,033,957	70,339
霍川 順一	取締役 専務執行役員	209,104	2,091
三浦 義明	取締役 常務執行役員	143,931	1,439
玉置 貴史	取締役 常務執行役員	105,530	1,055
入江 浩幸	取締役	800	8
坂田 實	取締役（常勤監査等委員）	12,000	120
井上 勝次	取締役（監査等委員）	-	-
安田 祐一郎	取締役（監査等委員）	8,000	80
前川 康子	取締役（監査等委員）	-	-
計		7,513,322	75,132

（注1） 役職名、所有株式数及び議決権の数は本書提出日現在のものです。

（注2） 取締役入江浩幸、坂田實、井上勝次、井上勝次及び前川康子は、社外取締役です。

（注3） 所有株式数及び議決権の数は、それぞれ当社役員持株会を通じた所有株式数（小数点以下切捨て）及びそれらに係る議決権の数を含めた数を記載しております。

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。

以上