

株式の併合に関する事前開示書面

(会社法第 182 条の 2 第 1 項及び会社法施行規則第 33 条の 9 に定める書面)

2026 年 2 月 19 日

サンユー建設株式会社

2026年2月19日

東京都大田区南雪谷2丁目17番8号
サンユウ建設株式会社
代表取締役社長 馬場 宏二郎

株式の併合に関する事前開示書面
(会社法第182条の2第1項及び会社法施行規則第33条の9に定める書面)

当社は、2026年2月6日開催の取締役会において、2026年3月6日開催予定の臨時株主総会（以下「本臨時株主総会」といいます。）に、当社の普通株式（以下「当社株式」といいます。）の併合（以下「本株式併合」といいます。）に関する議案を付議することを決定いたしました。

本株式併合に関し、会社法（平成17年法律第86号。その後の改正を含みます。以下同じです。）第182条の2第1項及び会社法施行規則（平成18年法務省令第12号。その後の改正を含みます。）第33条の9に掲げる事項は以下のとおりです。

I. 会社法第180条第2項各号に掲げる事項

1. 併合の割合

当社株式92,100株を1株に併合いたします。

2. 株式併合がその効力を生ずる日（以下「効力発生日」といいます。）

2026年3月31日（火）（予定）

3. 効力発生日における発行可能株式総数

140株

II. 会社法第180条第2項第1号及び第3号に掲げる事項についての定め相当性に関する事項

本株式併合における併合の割合は、当社株式について92,100株を1株に併合するものです。当社は、本株式併合は、下記「1. 株式併合を行う理由」に記載のとおり、当社株式を非公開化することを目的として行われるものであること、及び以下の各事項に照らして、本株式併合の割合は相当であると判断しております。

1. 株式併合の目的及び理由

当社は、2025年11月12日付で公表した「MBOの実施及び応募の推奨に関するお知らせ」（以下「本意見表明プレスリリース」といいます。）に記載のとおり、株式会社カバロ企画（以下「公開買付者」といいます。）は、当社株式の全て（ただし、譲渡制限付株式報酬として当社の取締役（社外取締役を除きます。）に付与された当社の譲渡制限付株式（以下「本譲渡制限付株式」といいます。）を含み、当社が所有する自己株式並びに公益財団法人ホース未来福祉財団、株式会社井門コーポレーション、株式会社井門エンタープライズ、株式会社インテリア井門、馬場邦明氏、馬場雄一郎氏、馬場宏二郎氏、馬場久恵氏及び斎藤昌子氏が所有する株式（以下、公益財団法人ホース未来福祉財団、株式会社井門コーポレーション、株式会社井門エンタープライズ、株式会社インテリア井門、馬場邦明氏、馬場雄一郎氏、馬場宏二郎氏、馬場久恵氏及び斎藤昌子氏を総称して「本不応募合意株主」といい、本不応募合意株主が所有する当社株式を「本不応募合意株式」といいます。）を除きます。）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、当社株式に対する公開買付け（以下「本公開買付け」といいます。）を実施いたしました。

その後、当社が2025年12月26日に公表した「株式会社カバロ企画による当社株式に対する公開買付けの結果並びに親会社及び主要株主である筆頭株主の異動に関するお知らせ」に記載のとおり、公開買付者は、2025年11月13日から2025年12月25日まで本公開買付けを行い、その結果、2026年1月6日（本公開買付けの決済の開始日）をもって、当社株式1,626,163株（所有割合（注）49.86%）を所有するに至りました。

（注）「所有割合」とは、当社が2025年11月12日に公表した「2026年3月期第2四半期（中間期）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2025年9月30日現在の当社の発行済株式総数（4,000,000株）から、当社第2四半期決算短信に記載された同日現在の当社が所有する自己株式数（738,691株）を控除した株式数（3,261,309株。以下「本基準株式数」といいます。）に対する割合（小数点以下第三位を四捨五入しております。以下、所有割合の計算において同じです。）をいいます。

本取引の目的及び背景の詳細は、本意見表明プレスリリースにおいてお知らせしたとおりですが、以下改めてその概要を申し上げます。なお、以下の記載のうち公開買付者に関する記載については、公開買付者から受けた説明に基づいております。

当社は、本意見表明プレスリリースの「3. 本公開買付けに関する意見の内容、根拠及び理由」の「(2) 意見の根拠及び理由」の「② 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、理由及び意思決定の過程」に記載のとおり、2025年7月11日に当社の代表取締役副社長である馬場雄一郎氏及び当社の代表取締役社長である馬場宏二郎氏（以下、総称して「馬場氏ら」といいます。）から本取引の実施に関する、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。）の提案を含まず、法的拘束力のない意向表明書（以下「本意向表明書」といいます。）の提出を受けたため、本公開買付けを含む本取引の公正性を担保すべく、公開買付者、馬場氏ら及び当社（以下、総称して「公開買付関連当事者」といいます。）から独立したファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関として、本取引と同種の取引に関する公表内容等を踏まえ、独立性及び専門性・実績等を検討の上、2025年7月中旬に、山田コンサルティンググループ株式会社（以下「山田コンサル」といいます。）を、また、公開買付関連当事者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。）をそれぞれ選任し、公開買付関連当事者から独立した立場で、当社の企業価値の向上及び当社の一般株主の利益確保の観点から、本取引に係る検討、交渉及び判断を行うための体制の構築を開始しました。

さらに、当社は、本取引がマネジメント・バイアウト（MBO）に該当し、当社の取締役である馬場氏らが公開買付者を通じて一般株主から当社株式を取得することになり、本公開買付価格について当社及び当社の一般株主とは異なる利害関係を有する買い手としての性格を併せ持つことから、当社又は当社の一般株主との間に構造的な利益相反の問題が存在するため、本取引に係る当社の意思決定に慎重を期し、また、当社取締役会の意思決定過程における恣意性及び利益相反のおそれを排除し、その公正性を担保することを目的として、2025年7月17日開催の当社取締役会において、公開買付関連当事者及び本取引の成否のいずれからも独立した、当社の独立社外取締役である細渕英男氏及び永塚良知氏、当社の独立社外監査役である工藤隆志氏並びに外部有識者である西田章氏（西田法律事務所弁護士）及び寺田芳彦氏（公認会計士・税理士、トラスティーズ・アドバイザー株式会社）によって構成される特別委員会（以下「本特別委員会」といいます。）を設置する旨を決議いたしました（本特別委員会の委員の互選により、細渕英男氏が本特別委員会の委員長に就任しております。）。なお、馬場氏らは、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、本取引において当社と利益相反又はそのおそれがあることを踏まえて、上記の当社取締役会の審議及び決議に一切参加しておりません。本特別委員会は、2025年7月22日開催の第1回特別委員会において、公開買付関連当事者及び本取引の成否からの独立性並びに専門性に問題がないことを確認の上、当社がファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関として山田コンサルを、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することをそれぞれ承認しました。

また、本特別委員会は、2025年7月22日開催の第1回特別委員会において、当社が社内に構築した本取引の検討体制について、独立性及び公正性の観点から問題がないことを確認いたしました。

上記体制の下、当社は、本公開買付価格を含む本取引の条件等に関する交渉方針について意見や指示を受ける等、公開買付者との交渉上重要な局面において本特別委員会より意見、指示及び要請を受けるとともに、山田コンサル及びアンダーソン・毛利・友常法律事務所の助言を受けながら、本意向表明書に記載された本取引の目的を含む本公開買付けの概要、本取引が当社に与える影響、本取引後の経営方針の内容や足元の株価動向を踏まえ、公開買付者との間で協議・検討を重ねてきました。具体的には、当社は、公開買付者から、2025年10月3日、当社が2026年3月期の期末配当を行わないことを前提として、2025年10月2日の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おける当社株式の終値1,130円に対して19.47%、過去1ヶ月間の終値の単純平均値1,140円に対して18.42%、過去3ヶ月間の終値の単純平均値1,124円に対して20.11%、過去6ヶ月間の終値の単純平均値1,105円に対して22.17%のプレミアムが付与されていることを確認の上、本公開買付価格を1,350円とする初回提案を受けました。これに対して、当社から、2025年10月6日、少数株主の利益に配慮された金額とは言えないことを理由とした本公開買付価格の引き上げ要請を行い、2025年10月14日、2025年10月10日の東京証券取引所スタンダード市場における当社株式の終値1,124円に対して29.00%、過去1ヶ月間の終値の単純平均値1,145円に対して26.64%、過去3ヶ月間の終値の単純平均値1,125円に対して28.89%、過去6ヶ月間の終値の単純平均値1,112円に対して30.40%のプレミアムが付与されていることを確認の上、本公開買付価格を1,450円とする再提案を受けました。

これに対して、当社から、2025年10月17日、当社の第三者算定機関による当社株式の株式価値算定の試算結果及び類似事例における一般的なプレミアム水準を踏まえ、少数株主の利益に配慮された金額とは言えないとして、本公開買付価格の引き上げ要請を行い、2025年10月21日、2025年10月20日の東京証券取引所スタンダード市場における当社株式の終値1,130円に対して32.74%、過去1ヶ月間の終値の単純平均値1,142円に対して31.35%、過去3ヶ月間の終値の単純平均値1,127円に対して33.10%、過去6ヶ月間の終値の単純平均値1,115円に対して34.53%のプレミアムが付与されていることを確認の上、本公開買付価格を1,500円とする再提案を受けました。

これに対して、当社から、2025年10月23日、当社の第三者算定機関による当社株式の株式価値算定の試算結果及び類似事例における一般的なプレミアム水準を踏まえると、本公開買付価格は、未だ当社一般株主の利益に配慮された金額とは言えず、当社株式を長期的に保有している株主の利益にも一定の配慮が必要であるとして、本公開買付価格の引き上げ要請を行い、2025年10月24日、2025年10月23日の東京証券取引所スタンダード市場における当社株式の終値1,125円に対して35.56%、過去1ヶ月間の終値の単純平均値1,140円に対して33.77%、過去3ヶ月間の終値の単純平均値1,129円に対して35.08%、過去6ヶ月間の終値の単純平均値1,116円に対して36.65%のプレミアムが付与されていることを確認の上、本公開買付価格を1,525円とする再提案を受けました。

これに対して、当社から、2025年10月30日、当社の第三者算定機関による当社株式の株式価値算定の試算結果及び類似事例における一般的なプレミアム水準を踏まえると、未だ当社一般株主の利益に十分に配慮された金額とは認められないとして、本公開買付価格の引き上げ要請を行い、2025年11月4日、2025年10月31日の東京証券取引所スタンダード市場における当社株式の終値1,155円に対して36.45%、過去1ヶ月間の終値の単純平均値1,138円に対して38.49%、過去3ヶ月間の終値の単純平均値1,133円に対して39.10%、過去6ヶ月間の終値の単純平均値1,119円に対して40.84%のプレミアムが付与されていることを確認の上、本公開買付価格を1,576円とする再提案を受けました。

これに対して、当社から、2025年11月6日、公開買付者からの特別委員会での説明を踏まえ、提案価格については一定の理解をしたものの、当社の第三者算定機関による当社株式の株式価値算定の試算結果及び類似事例における一般的なプレミアム水準を踏まえると、引き続き価格の引き上げを要請することが適切であるとの結論に至ったとして、本公開買付価格の引き上げ要請を行い、2025年11月7日、2025年11月5日の東京証券取引所スタンダード市場における当社株式の終値1,147円に対して39.49%、過去1ヶ月間の終値の単純平均値1,142円に対して40.11%、過去3ヶ月間の終値の単純平均値1,135円に対して40.97%、過去6ヶ月間の終値の単純平均値1,120円に対して42.86%のプレミアムが付与されている

ことを確認の上、本公開買付価格を1,600円とする再提案を受けました。

これに対して、当社は、2025年11月11日、本特別委員会において検討した結果、当該再提案価格に応諾する旨の回答を行いました。

以上の経緯の下、当社は、2025年11月12日開催の取締役会において、アンダーソン・毛利・友常法律事務所から受けた法的助言、山田コンサルから受けた財務的見地からの助言並びに2025年11月11日付で提出を受けた当社株式の株式価値算定結果に関する株式価値算定書（以下「本株式価値算定書」といいます。）の内容を踏まえつつ、本特別委員会の判断内容を最大限尊重しながら、本公開買付けを含む本取引が当社の企業価値向上に資するか否か、及び本公開買付価格を含む本取引に係る取引条件が公正・妥当なものか否か、本取引に係る手続の公正性が確保されているか、本取引は当社の一般株主にとって公正なものであると考えられるか等の観点から、慎重に協議及び検討を行いました。その結果、当社は、以下の点等を踏まえると、本意見表明プレスリリースの「3. 本公開買付けに関する意見の内容、根拠及び理由」の「(2) 意見の根拠及び理由」の「②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、理由及び意思決定の過程」に記載の公開買付者が企図する施策の内容は合理的であり、本取引が当社の企業価値向上に資するものであると考えるに至りました。当社としては、当社の各セグメントの業界環境及び今後の課題について以下のとおり考えております。

(a) 建築事業については、建設業界全体における人材不足等の厳しい業界環境の中、当社は中途採用市場において相応の競争力があり、既に建設業界で経験を重ねた人材を直近3年間平均で10名以上確保できているポジティブな状態にある反面、ここ数年においては原材料やエネルギー、人材確保等のトータル建築コストが上昇していることに加え、少子化を背景とした新卒採用の難化といったネガティブな要素も生じつつあると考えております。

(b) 不動産事業のうち不動産賃貸事業では、当社の非連結子会社であるサンユーエステート株式会社に不動産管理を委託しており、満室時の賃料に対する実収割合は、2025年3月期では毎月90%を超えており、2025年8月単月においても91.6%と、安定した稼働率を維持しておりますが、今後も継続して賃料水準を維持するためには、各物件に対して計画的な修繕を行う必要があると考えております。2025年3月期以降は、拠点数を3か所に拡大したことで、地場の不動産業者とのネットワークが広がり、土地分譲や戸建住宅の売買ニーズに関する情報収集力が高まり、投資規模も拡大してきておりますが、今後も継続して「SanLeaf」ブランドを拡大するためには、当社グループの強みである施工技術を維持しつつ、施工数を増やす必要があると考えております。

(c) 金属製品事業については、現在は主力取引先との取引が安定しており、直近3年間の売上高年平均成長率は6.8%と、堅調な業績を推移しておりますが、更なるセグメント売上・利益拡大を目指すには現在の製造キャパシティではやや不足していると認識しているほか、製品ラインナップの拡充についても課題認識をしております。

(d) ホテル事業については、社員旅行をはじめとした、大人数での旅行機会の減少といった国内顧客のニーズ変化に対応が追い付いておらず、本来のポテンシャルを活かしきれていない施設もあり、集客施策の改善や大規模な修繕といった、収益力向上に向けた改革が必要であると認識しております。

また、馬場氏は、当社グループを取り巻く事業環境の中で当社グループの企業理念や経営理念を高いレベルで実践し、お客様やエンドユーザーである一般個人を含む幅広い関係者に当社グループの付加価値を永続的に提供し続けるために、上記のような当社グループの強みを活かしつつ、(A) 建築事業周辺領域への展開、(B) 新規事業への挑戦、(C) 組織改革及び人的資本投資といった具体的な施策を企図しているとのことですが、当社としても以下のことから上記(A)乃至(C)の施策の実行が必要であると考えております。

(A) 当社は建築事業において、フルターンキーシステムによる総合サービスを提供しております。今後、さらなるワンストップ化を目指すためには、解体業、電気・設備工事業等、建築事業の周辺領域への事業拡大が必要になると考えております。これにより、より複合的なニーズに対応できる施工力の強化が期待でき、新たなビジネスチャンスの獲得にもつながると考えております。

(B) 金属製品事業においては、製品ラインナップの少なさや、埼玉工場の製造キャパシティが限界に近いという課題があります。そのため、新素材や新製品への事業展開を図ることが必要であると認識してお

ります。また、ホテル事業においても、現時点では顧客ニーズへの対応が十分でない状況にあり、新規開業を含めた事業戦略の見直しが必要と考えております。

(C) 当社は人的資本を重要な経営資源と位置付けております。積極的な人材採用を進めるとともに、既存社員に対しては、安定した長期雇用の確保や、資格取得支援制度の導入、技術教育の充実等を実施しております。今後、企業価値向上のためには、さらに人的資本への投資が不可欠であると考えております。また、適切な組織改革を行うことにより、経営陣による意思決定のスピードが向上し、事業環境の変化に対してより機動的な対応が可能となると考えております。以上から、いずれの施策も当社の中長期的な企業価値向上のために推進していくべきと考えております。

しかしながら、当社は、かかる施策は中長期的に見れば当社の大きな成長及び収益の拡大につながる施策であったとしても、その推進段階においては、相応の時間と各種先行投資が必要であり、短期的には利益水準の低下及びキャッシュ・フローの悪化を招く可能性があること、さらには期待される利益を生み出すことが困難となる可能性も否定できないと考えております。そのため、当社が上場を維持したままこれらの施策を実施した場合、株価の下落や配当の減少により、当社の既存株主の皆様利益を損なう可能性があると考えられるため、当社が上場を維持したままこれらの施策を実施することは困難であると考えております。一方で、本取引により、当社株式を非公開化することで、中長期的な視点で馬場氏らからの提案にあるような施策の実行に取り組むことが可能となると考えており、本取引の実行は当社の企業価値向上の観点からもメリットがあると考えております。

さらに、近年のコーポレートガバナンス・コードの改訂、資本市場に対する規制の強化により、株式上場を維持するために必要な人的・金銭的コストは増加を続けており、これらのコストが当社の経営推進上の大きな負担となる可能性も否定できないと考えております。年々これらの上場維持のコストは増えておりますが、本取引により、上場維持コストが削減され、その一部の資源を人材育成のために充てることで、中長期的な視点での企業価値の向上を図れるものと考えております。

なお、当社が当社株式の非公開化を行った場合には、一般的には、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や知名度の向上による人材の確保及び取引先との取引等に影響を及ぼす可能性が考えられます。しかしながら、現在当社はエクイティ・ファイナンスの活用による資金調達の必要性は当面見込んでおらず、事業から生じるキャッシュ・フローや金融機関からの借入れにより、資金確保は可能であると考えていること、また、当社の長年の実績により、当社の事業基盤や、ブランド力、取引先に対する信用力・知名度は既に確保されていることから、当社株式の非公開化による人材の確保及び取引先（既存株主である取引先を含みます。）との取引に及ぼすデメリットは極めて限定的であると考えております。

また、当社は、下記「4. 1株未満の端数が生じる場合の処理により株主に交付されることが見込まれる金銭の額及び当該額の相当性に関する事項」に記載のとおり、本公開買付価格（1,600円）は当社の一般株主の皆様が享受すべき利益が確保された妥当な価格であり、本公開買付けは、当社の一般株主の皆様に対して適切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いたしました。

以上より、当社は、2025年11月12日開催の当社取締役会において、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。なお、かかる当社取締役会決議は、公開買付者が本公開買付け及び本株式併合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。当該取締役会における決議の詳細は下記「5. 本取引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」の「(5) 当社における利害関係を有しない取締役全員の承認及び利害関係を有しない監査役全員の異議がない旨の意見」をご参照ください。

そして、上記のとおり、本公開買付けが成立いたしました。公開買付者は、本公開買付けにより当社

株式の全て（ただし、本譲渡制限付株式を含み、当社が所有する自己株式及び本不応募合意株式を除きます。）を取得することができなかったことから、本意見表明プレスリリースの「3. 本公開買付けに関する意見の内容、根拠及び理由」の「(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）」に記載の一連の手続により、当社の株主を公開買付者及び本不応募合意株主の一部のみとするために、本株式併合を実施することとし、本臨時株主総会に付議することといたしました。

なお、本株式併合により、公開買付者及び本不応募合意株主以外の株主の皆様が保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。

2. 親会社等がある場合に親会社等以外の株主の利益を害さないように留意した事項

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ふまえ、本公開買付けの公正性の担保、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、下記「5. 本取引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」に記載の措置を実施いたしました。

3. 1株未満の端数が生じる場合の処理の方法に関する事項

(1) 会社法第235条第1項又は同条第2項において準用する同法第234条第2項のいずれの規定による処理を予定しているかの別及びその理由

上記「1. 株式併合の目的及び理由」に記載のとおり、本株式併合により、公開買付者及び本不応募合意株主の一部以外の株主の皆様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。

本株式併合の結果生じる1株未満の端数については、その合計数（会社法第235条第1項の規定により、その合計数に1株に満たない端数がある場合にあっては、当該端数は切り捨てられます。）に相当する数の株式を、会社法第235条その他の関係法令の規定に従って売却し、その端数に応じて、その売却により得られた代金を株主の皆様へ交付いたします。当該売却について、当社は、本株式併合が、本取引の一環として、当社の株主を公開買付者及び本不応募合意株主の一部のみとするを目的とするものであること、また、当社株式が2026年3月27日をもって上場廃止となる予定であり、市場価格のない株式となることから、競売によって買受人が現れる可能性は低いと考えられることに鑑み、会社法第235条第2項の準用する同法第234条第2項の規定に基づき、裁判所の許可を得て、公開買付者に売却することを予定しております。

この場合の売却額は、上記裁判所の許可が予定どおり得られた場合は、株主の皆様が所有する当社株式の数に本公開買付けと同額である1,600円を乗じた金額に相当する金銭を各株主の皆様へ交付できるような価格に設定する予定です。ただし、裁判所の許可が得られない場合や計算上の端数調整が必要な場合等においては、実際に交付される金額が上記金額と異なる場合もあります。

(2) 売却に係る株式を買い取る者となることが見込まれる者の氏名又は名称
株式会社カバロ企画（公開買付者）

(3) 売却に係る株式を買い取る者となることが見込まれる者が売却に係る代金の支払のための資金を確保する方法及び当該方法の相当性

公開買付者は、本株式併合の結果生じる1株に満たない端数の合計数に相当する当社株式の取得に要する資金を、株式会社三菱UFJ銀行（以下「三菱UFJ銀行」といいます。）からの借入れにより賄うことを予定しているとのことです。当社は、公開買付者が2025年11月13日に提出した公開買付け届出書、公開買付者に対して三菱UFJ銀行から発行された、2025年11月12日付の融資証明書を確認することによって、公開買付者における資金確保の方法を確認しております。また、公開買付者によれば、本公開買付けの開始以降、本株式併合の結果生じる1株未満の端数の合計数に相当する当社株式の売却代金の支払に支障を及ぼす事象は発生しておらず、今後発生する可能性も認識していな

いとのことです。

したがって、当社は、本株式併合の結果生じる1株に満たない端数の合計数に相当する当社株式の売却に係る公開買付者による代金の支払のための資金を確保する方法は相当であると判断しております。

(4) 売却する時期及び売却により得られた代金を株主に交付する時期の見込み

当社は、本株式併合の効力発生後、2026年4月中旬から同月下旬を目処に、会社法第235条第2項の準用する同法第234条第2項の規定に基づき、裁判所に対して、本株式併合の結果生じる1株に満たない端数の合計数に相当する当社株式を公開買付者に売却することについて許可を求める申立てを行うことを予定しております。当該許可を得られる時期は裁判所の状況等によって変動し得ますが、当社は、当該裁判所の許可を得て、2026年5月上旬から同月下旬を目処に当社株式を公開買付者へ売却し、その後、当該売却により得られた代金を株主の皆様へ交付するために必要な準備を行った上で、2026年6月下旬を目処に、当該代金を株主の皆様へ交付することを見込んでおります。

当社は、本株式併合の効力発生日から売却に係る一連の手續に要する期間を考慮し、上記のとおり、それぞれの時期に、本株式併合の結果生じる1株に満たない端数の合計数に相当する当社株式の売却が行われ、また、当該売却により得られた代金の株主の皆様への交付が行われるものと判断しております。

4. 1株未満の端数が生じる場合の処理により株主に交付されることが見込まれる金銭の額及び当該額の相当性に関する事項

端数処理により株主の皆様へ交付することが見込まれる金銭の額は、上記「3. 1株未満の端数が生じる場合の処理の方法に関する事項」の「(1) 会社法第235条第1項又は同条第2項において準用する同法第234条第2項のいずれの規定による処理を予定しているかの別及びその理由」に記載のとおり、株主の皆様が保有する当社株式の数に、本公開買付価格と同額である1,600円を乗じた金額に相当する金銭を、株主の皆様へ交付することを予定しております。

また、当社は、以下の点等から、本公開買付価格(1,600円)は当社の一般株主の皆様が享受すべき利益が確保されたものであり、本公開買付けは、当社の株主の皆様に対して適切なプレミアムを付した価格での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。

- (1) 下記「5. 本取引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」の「(2) 当社における独立した第三者算定機関からの株式価値算定書の取得」に記載されている山田コンサルによる当社株式の株式価値の算定結果のうち、市場株価法に基づく算定結果のレンジの上限を上回っていることかつディスカунテッド・キャッシュ・フロー法(以下「DCF法」といいます。)に基づく算定結果の中央値を上回っていること。
- (2) 本公開買付けの公表日の前営業日である2025年11月11日の東京証券取引所スタンダード市場における当社株式の終値1,171円に対して36.64%、2025年11月11日までの過去1ヶ月間の終値の単純平均値1,146円に対して39.62%、過去3ヶ月間の終値の単純平均値1,138円に対して40.60%、過去6ヶ月間の終値の単純平均値1,122円に対して42.60%のプレミアムがそれぞれ加えられた価格であるところ、公正なM&Aの在り方に関する指針が公表された2019年6月28日以降、2025年10月9日までの間に公表されたマネジメント・バイアウト(MBO)並びに子会社又は関連会社への公開買付けにおける事案213件の公表日前日終値に対して平均45.36%、1ヶ月間の終値の単純平均値に対して平均48.22%、過去3ヶ月間の終値の単純平均値に対して平均49.98%、過去6ヶ月間の終値の単純平均値に対して平均49.42%のプレミアムと比較して合理的なものであると認められること。
- (3) 下記「5. 本取引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」に記載の利益相反を回避するための措置が採られていること等、当社の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。
- (4) 上記利益相反を回避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独立当事者間の取引

における協議・交渉と同等の協議・交渉が複数回行われ、より具体的には、当社において、本特別委員会との協議、山田コンサルによる当社株式の株式価値に係る算定結果の内容や財務の見地からの助言及びアンダーソン・毛利・友常法律事務所から受けた法的助言等を踏まえて、公開買付者との間で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。

- (5) 本特別委員会が、事前に交渉方針を確認するとともに、適時にその状況の報告を受け、交渉上重要な局面において意見、指示、要請等を行った上で、本公開買付価格を含む本取引の条件について妥当である旨の意見を述べていること。

なお、本公開買付価格は、当社の2025年9月30日現在の連結簿価純資産である11,887百万円を、本基準株式数で割ることにより算出した1株当たり連結簿価純資産額3,645.03円（小数点以下第三位を四捨五入）を下回っているものの、連結簿価純資産額は理論上の会社の清算価値を示すものであり、将来の収益性を反映するものではないため、継続企業である当社の企業価値算定において重視することは合理的ではないと考えております。また、当社の資産には、棚卸資産、本社や工場の土地・建物、賃貸等不動産等の流動性の低い事業用資産が相応に含まれていることを踏まえると、仮に当社が清算する場合にも、連結簿価純資産額と同額で換価されるものではなく、現実的には相当程度毀損された金額となることを見込まれます。具体的には、当社の連結貸借対照表（2025年9月30日現在）上、「商品及び製品」及び「有形固定資産（賃貸等不動産を含む）」に関して、棚卸資産については早期売却に伴い減価が必要なこと、本社、工場及び賃貸等不動産の各建屋等は建築後相当程度の年月が経過し老朽化していることを踏まえると簿価により売却することが困難と見込まれ、更地での売却が必要となる場合には建屋等の取り壊しにも費用を要すること、工場の閉鎖に伴う除去コストや、請負工事契約の解除に伴う違約金、従業員に対する割増退職金、清算に伴う弁護士費用等の専門家費用その他相当程度の追加コストが発生することが見込まれること（なお、当社は、清算を予定していないことから、清算を前提とする見積書の取得までは行っておらず、本公開買付価格が、具体的な検討を経て概算された想定清算コストを勘案して算出される想定清算価値を上回っていることの確認までは行っておりません。）から、本公開買付価格が1株当たりの連結簿価純資産額を下回っていることをもって、本公開買付価格の合理性が否定されることにはならないと考えております。

また、当社は本公開買付けに賛同し、株主の皆様に対して応募することを推奨する旨の意見を表明した後、本臨時株主総会の招集を決定した2026年2月6日開催の取締役会における決議時点に至るまでに、本公開買付価格に関する当社の判断の基礎となる諸条件に重大な変更が生じていないことを確認しております。

以上より、当社は、端数処理により当社の株主の皆様へ交付することが見込まれる金銭の額については相当であると判断しております。

5. 本取引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

公開買付者及び当社は、本公開買付けがマネジメント・バイアウト（MBO）に該当する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及び情報の非対称性の問題が典型的に存在することを踏まえ、本公開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。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）の買付予定数の下限を設定すると、本公開買付けの成立を不安定なものとし、かえって本公開買付けに応募することを希望する当社の一般株主の利益に資さない可能性もあるものと考え、本公開買付けにおいて、「マジョリティ・オブ・マイノリティ」（Majority of Minority）の買付予定数の下限は設定していないとのことです。もっとも、公開買付者及び当社において、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として、以下の措置を実施していることから、当社の一般株主の利益には十分な配慮がなされていると考えております。また、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。

(1) 当社における独立した本特別委員会の設置及び本特別委員会からの答申書の取得

① 設置等の経緯

当社は、本取引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、本取引の是非や取引条件の妥当性についての検討及び判断が行われる過程全般にわたってその公正性を担保する観点から、2025年7月17日開催の取締役会における決議により本特別委員会を設置いたしました。なお、本特別委員会の設置に先立ち、当社は、2025年7月11日に馬場氏らから本意向表明書を受領して以降、公開買付関連当事者から独立した立場で、当社の企業価値の向上及び当社の一般株主の利益の確保の観点から本取引に係る検討、交渉及び判断を行うための体制を構築するため、当社の独立社外取締役及び独立社外監査役の全員に対して、馬場氏らから本意向表明書を受領した旨、並びに本取引が構造的な利益相反の問題及び情報の非対称性の問題が典型的に存する取引に該当するため、本取引に係る検討・交渉等を行うに当たっては、本特別委員会の設置をはじめとする本取引に係る取引条件の公正性を担保するための措置を十分に講じる必要がある旨等を説明いたしました。また、当社は、並行してアンダーソン・毛利・友常法律事務所の助言を得つつ、本特別委員会の委員の候補となる当社の独立社外取締役及び独立社外監査役の独立性及び適格性等についても確認を行いました。その上で、馬場氏らからの独立性を有すること、及び本取引の成否に関して一般株主とは異なる重要な利害関係を有していないことに加え、委員としての適格性を有することを確認した上で、本特別委員会全体としての知識・経験・能力のバランスを確保すべく、当社の独立社外取締役である細渕英男氏及び永塚良知氏並びに当社の独立社外監査役である工藤隆志氏の3名を本特別委員会の委員の候補として選定するとともに、本取引の検討を行うための専門性を補完する観点から外部有識者である西田章氏（西田法律事務所弁護士）及び寺田芳彦氏（公認会計士・税理士、トラスティーズ・アドバイザー株式会社）の2名を本特別委員会の委員の候補として選定いたしました。西田章氏及び寺田芳彦氏は当社の役員ではありませんが、当社は、西田章氏及び寺田芳彦氏がそれぞれ本取引と同種の案件の豊富な経験を有し、また、西田章氏は弁護士として高度な専門性と企業法務に関する豊富な知見を有すること、寺田芳彦氏は公認会計士として企業会計及び企業価値評価に関する豊富な知見を有することから、本取引の検討を行う専門性を有し、本特別委員会の委員に相応しい人物であると考えております。その上で、当社は、2025年7月17日開催の取締役会における決議により本特別委員会を設置するとともに、本特別委員会に対し、(i) 本取引の目的は正当性・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どうかを含む。）、(ii) 本取引の条件の公正性・妥当性が確保されているか（買収対価の水準、買収の方法及び買収対価の種類その他の本取引の条件が公正なものとなっているかどうかを含む。）、(iii) 本取引において、取引条件の公正さを担保するための手続が十分に講じられているかどうか、(iv) 上記(i)から(iii)までを踏まえ、本取引は当社の一般株主にとって公正であると考えられるか、及び(v) 当社取締役会が本公開買付けに賛同の意見を表明すること及び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ことの是非（以下、(i)から(v)を総称して、「本諮問事項」といいます。）について諮問いたしました。また、当社取締役会は、本特別委員会の設置に当たり(a) 諮問事項の検討に当たって、特別委員会は、本取引に係る当社のアドバイザーを利用することができるほか、当社の株式価値評価及び本取引に係るフェアネス・オピニオンの提供その他特別委員会が必要と判断する事項を第三者機関等に委託することができるものとし、その場合の当該委託に係る合理的な費用は当社が負担すること、(b) 本取引に関する当社取締役会の意思決定は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に賛同しないものとする、(c) 特別委員会に対して、適切な判断を確保するために、当社の取締役、従業員その他特別委員会が必要と認める者に特別委員会への出席を要求し、必要な情報について説明を求める権限を付与すること、及び(d) 特別委員会に対して、本取引の取引条件等に関する当社による交渉について事前に方針を確認し、適時にその状況の報告を受け、意見を述べ、指示や要請を行うこと等により、本取引の取引条件等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、当社は当初から上記の5名を本特別委員会の委員として選任しており、本特別委員会の委員を変更した事実はありません。また、本特別委員会の委員の互選により、細渕英男氏が

本特別委員会の委員長に就任しております。なお、本特別委員会の各委員の報酬は、本取引の成立等を条件とする成功報酬は採用しておりません。

② 検討の経緯

本特別委員会は、2025年7月22日から2025年11月11日までに、合計12回、約16時間開催されたほか、会日外においても電子メール等を通じて報告・情報共有、審議及び意思決定を行い、本諮問事項に関し、慎重に検討を行いました。具体的には、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並びにリーガル・アドバイザーについて、いずれも独立性及び専門性に問題がないことを確認した上で、その選任を承認しております。また、本特別委員会は、当社が社内に構築した本取引の検討体制（本取引に係る検討、交渉及び判断に関与する当社の役職員の範囲及びその職務を含みます。）に、独立性及び公正性の観点から問題がないことを確認しております。その上で、本特別委員会は、山田コンサルから受けた財務的見地からの助言を踏まえつつ、山田コンサルが当社株式の株式価値算定において基礎とする本事業計画（下記「(2) 当社における独立した第三者算定機関からの株式価値算定書の取得」に定義します。）について、当社からその内容、重要な前提条件及び作成経緯等（公開買付者又は馬場氏が当該事業計画の作成に関与していないことを含みます。）について説明を受けるとともに、その作成経緯及び当社の現状を把握した上で、それらに不合理な点がないかという観点から、これらの事項について合理性を確認し、承認しております。また、本特別委員会は、当社から、当社グループの事業環境、現在の経営課題、本取引により想定される当社のメリット・デメリット、公開買付者の提案内容等に関する事項等に関する説明を受け、質疑応答を行いました。さらに、本特別委員会は、公開買付者から、本取引の目的・背景、本取引の条件、本取引の実行後の当社の経営方針に関する事項等について説明を受け、質疑応答を行いました。加えて、本特別委員会は、アンダーソン・毛利・友常法律事務所から本取引において公正性を担保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、本取引において手続の公正性を確保するために講じるべき措置について検討を行いました。また、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である山田コンサルから、当社株式の株式価値算定に関する説明を受け、質疑応答を行った上で、当該算定結果の合理性について検討いたしました。そして、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、公開買付者から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等して、公開買付者との交渉過程に実質的に関与いたしました。

③ 判断内容

以上の経緯で、本特別委員会は、本諮問事項について慎重に検討及び協議を重ねた結果、委員全員一致の決議により、2025年11月12日付けで、当社取締役会に対し、大要以下の内容の答申書（以下「本答申書」といいます。）を提出いたしました。

(a) 答申内容

- (i) 本取引は、当社の企業価値向上に資するものと認められ、その目的は、正当性・合理性を有する。
- (ii) 本取引の条件の公正性・妥当性が確保されている。
- (iii) 本取引において、取引条件の公正さを担保するための手続が十分に講じられている。
- (iv) 上記(i)から(iii)までを踏まえ、本取引は当社の一般株主にとって公正である。
- (v) 当社取締役会が本公開買付けに賛同の意見を表明すること及び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ことは、適切である。

(b) 答申理由

(b) - 1. 取引の是非

(1) 当社における現状認識

当社の主要な事業内容は、建築事業、不動産事業、金属製品事業及びホテル事業である。本特別委員会は、第2回会合及び第4回会合において、当社に対するヒアリングを行い、業界環境を踏ま

えて当社が考える今後の経営課題が、以下のとおりである旨を聴取した。

(建築事業)

- ・ 建設業界全体における人材不足等の厳しい業界環境の中、当社は中途採用市場において相応の競争力があり、既に建設業界で経験を重ねた人材を直近3年間平均で10名以上確保できているポジティブな状態にある反面、ここ数年においては原材料やエネルギー、人材確保等のトータル建築コストが上昇していることに加え、少子化を背景とした新卒採用の難化といったネガティブな要素も生じつつある。

(不動産事業（不動産賃貸事業及び分譲住宅事業）)

- ・ 不動産賃貸事業では、当社の非連結子会社であるサンユーエステート株式会社に不動産管理を委託しており、満室時の賃料に対する実収割合は、2025年3月期では毎月90%を超えており、2025年8月単月においても91.6%と、安定した稼働率を維持しているが、今後も継続して賃料水準を維持するためには、各物件に対して計画的な修繕を行う必要がある。
- ・ 分譲住宅事業では、当社グループのオリジナルブランドである「San Leaf」シリーズを展開し、時代とともに変化する住環境ニーズに対応した住宅プロデュースを通じて、お客様からの満足度向上に加え、当社グループの知名度向上に寄与しているが、今後も継続して「San Leaf」ブランドを拡大するためには、当社グループの強みである施工技術を維持しつつ、施工数を増やす必要がある。

(金属製品事業)

- ・ 現在は主力取引先との取引が安定しており、直近3年間の売上高平均成長率は6.8%と、堅調な業績を推移しているが、更なるセグメント売上・利益拡大を目指すには現在の製造キャパシティではやや不足していると認識しているほか、製品ラインナップの拡充についても課題認識をしている。

(ホテル事業)

- ・ 社員旅行をはじめとした、大人数での旅行機会の減少といった国内顧客のニーズ変化に対応が追い付いておらず、本来のポテンシャルを活かしきれていない施設もあり、集客施設の改善や大規模な修繕といった、収益力向上に向けた改革が必要である。

(2) 公開買付者の企図する施策

本特別委員会は、第3回会合において、本意向表明書の内容に関連して、公開買付者に対するヒアリングを行い、公開買付者が、以下のような施策を企図しており、かつ、その施策の実施のためには、当社の非公開化が必要であり、その手段としてマネジメント・バイアウト（MBO）の手段が最適である旨の説明を受けた。公開買付者による説明は合理的であり、特に不自然な点は認められなかった。

(建築事業周辺領域への展開)

- ・ 老朽化した社会インフラの保全を主とした土木業、建物の老朽化に伴う建替え需要拡大・空き家問題解決を主とした解体業、東京を中心とした限られたエリアへの建築再生に関する土壌汚染対策を主とした土壌改良事業等に潜在的なビジネスチャンスがあると想定しており、これらの事業を早期に展開するためには、M&Aや設備投資並びに専門的な人材の確保を目的とした人的資本投資等が必要不可欠である。

(新規事業への挑戦)

- ・ 金属製品事業において新素材や新製品等へ事業の幅を広げるためには、現在の製造キャパシティには限界があると認識しているため、新しい製造拠点の立ち上げや、専門人材の獲得、M&Aによる製造企業の買収等が必要と考えている。
- ・ 新しいホテルの開業については、適切な用地確保の難易度は高く、一時的に多大な建設費用を抛出する必要があるが、中長期的には、地場を代表すると自負している企業として地域の安心・安全を守ってきた当社グループの存在価値を全国に広げることが可能だと考えている。

(組織改革及び人的資本投資)

- ・ 上記のような非連続的な成長施策を実現するためには、スピード感を持った判断を可能にする抜本的な組織改革や人的資本投資が必要不可欠である。
- ・ 現在の当社グループの組織体制においては、各所管役員から経営者に経営判断を仰ぐ意思決定プロセスが採用されており、重要な意思決定の局面において、相応の時間を要しており、このような組織制度、人事設計の課題に対して、バックオフィスの従業員の多くが当社株式の上場維持に関連する業務の対応に従事していることから、タイムリーな対応ができない状態にあると認識している。

- これら経営資源の配分を見直し、今までよりも更に強い組織へと成長させ、従業員一人ひとりが自らの意思で成長を遂げ、能力を最大限に発揮できる環境づくりを通じて、持続的な成長に繋がると考えている。

(施策の実施に非公開化を必要とする事情)

- 上記の施策を推進することで、中長期的には当社グループの大きな成長や企業価値向上が期待されるものの、相応の時間と戦略的な投資を含む各種先行投資が必要になると認識している。
- 特に、M&Aによる買収や新拠点の立ち上げには一時的に多額のキャッシュアウトが求められるほか、収益化までに一定程度の時間を要すると考えていることから、一時的な利益水準の低下やキャッシュ・フローの悪化といった、当社グループの財務状況や業績に大きな影響を与えるリスクがあることに加えて、結果として株主から期待される収益を創出できない可能性も否定できないと考えるようになった。
- 当社は上場企業である以上、短期的な業績や株主への還元に対してもコミットメントが求められる状況下、各施策実行の過程で、短期的な成果に捉われない経営の意思決定を行う結果、資本市場から十分な評価が得られず、当社株式の株価の下落が生じ、既存株主の利益を損なう可能性も否定できないため、当社が上場を維持したままで上記の各施策を実施することは困難であると考えようになった。

(マネジメント・バイアウト (MBO) が最適な手段であると考え理由)

- 上記の施策を実行するためには、迅速かつ柔軟な経営判断や機動的な経営資源配分を実現することが重要であり、また、各施策の実行により生じ得る一時的に当社の業績が悪化して株価が低迷するといった当社株主のリスク負担を回避するためにも、当社株式を可能な限り早期に非公開化することが最も有効な手段であると考えた。
- これらの施策を中長期的な視点から、一貫性をもって実践し、企業価値向上を推進するためには、これまでの当社の事業運営の連続性も確保しつつ当社株式を非公開化する必要があり、そのためには、当社の創業家一族かつ現代表取締役社長及び現代表取締役副社長として、当社グループの企業理念を一番に理解し、創業家一族三代で企業文化を創り上げてきた馬場氏らのコミットメントの下に所有と経営を一致させ、柔軟かつ機動的な経営判断を行うことが必要であると考えたため、マネジメント・バイアウト (MBO) の手法が最適な手段である。

(3) 本特別委員会の判断

公開買付者が企図する上記施策は、当社グループの企業価値向上に資するものと認められ、かつ、上記施策について、当社の非公開化が必要であり、マネジメント・バイアウト (MBO) が最適な手段であるとする公開買付者の説明も合理的なものであると認められる。よって、本取引は、当社の企業価値向上に資するものと認められ、その目的は、正当性・合理性を有するものと判断する。

(b) -2. 取引条件の公正性

(1) 公開買付者との協議・交渉の過程

本特別委員会は、公開買付者との協議・交渉の過程について、以下のとおり、把握している。当社は、公開買付者に対して、一貫して、本公開買付けの買付価格を引き上げるように求めており、当社の一般株主の利益のために最大限の努力を尽くしたものと評価できる。

- 当社は、2025年7月11日、馬場氏らより、本意向表明書を受けて、同月17日、馬場氏らに対して、本特別委員会を設置し、本取引の実施に向けた協議・交渉に応じる旨を回答した。
- 当社は、2025年10月3日、公開買付者より、本公開買付けの買付価格を1,350円とする初回提案を受けたところ、本特別委員会は、同月6日、第7回会合を開催し、初回提案にかかる価格が、当社少数株主の利益に配慮された金額とは言えないものと判断した。当社は、本特別委員会における判断に従って、公開買付者に対して、より高い価格を提案するように申し入れた。
- 当社は、2025年10月14日、公開買付者より、本公開買付けの買付価格を1,450円とする第2回提案を受けたところ、本特別委員会は、同月17日、第8回会合を開催し、第2回提案にかかる価格が、当社少数株主の利益に配慮された金額とは言えないものと判断した。当社は、本特別委員会における判断に従って、公開買付者に対して、より高い価格を提案するように申し入れた。
- 当社は、2025年10月21日、公開買付者より、本公開買付けの買付価格を1,500円とする第3回提案を受けたところ、本特別委員会は、同月23日、第9回会合を開催し、第3回提案にかか

る価格が、未だ当社一般株主の利益に配慮された金額とは認められないものと判断し、これまで当社株式を長期的に保有している株主の利益にも一定の配慮が必要であるとの認識に基づき、再度の引き上げを要請することが適切であると判断した。当社は、本特別委員会における判断に従って、公開買付者に対して、より高い価格を提案することの再度の検討を要請した。

- ・ 当社は、2025年10月24日、公開買付者より、本公開買付けの買付価格を1,525円とする第4回提案を受けたところ、本特別委員会は、同月30日、第10回会合を開催し、第4回提案にかかる価格が、未だ当社一般株主の利益に十分に配慮された金額とは認められず、再度引き上げを要請することが適切であると判断した。当社は、本特別委員会における判断に従って、公開買付者に対して、より高い価格を提案することの再度の検討を要請した。
- ・ 当社は、2025年11月4日、公開買付者より、本公開買付けの買付価格を1,576円とする第5回提案を受けたところ、本特別委員会は、同月6日、第11回会合を開催し、第5回提案にかかる価格について、引き続き価格の引き上げを要請することが適切であると判断した。当社は、本特別委員会における判断に従って、公開買付者に対して、増額余地が無いかの検討を要請した。
- ・ 当社は、2025年11月7日、公開買付者より、「最大限引き上げを行った価格」として、本公開買付価格を1,600円とする第6回提案を受け、本特別委員会は、同月11日、第12回会合を開催し、第6回提案にかかる価格が公開買付者にとっての「最大限引き上げを行った価格」であり、これ以上の増額余地が無いものと認めた。

(2) 算定機関

当社は、公開買付者との間の本公開買付価格を巡る交渉に際して、第三者算定機関である山田コンサルより、当社の株式価値に関する助言を受けており、本株式価値算定書も山田コンサルによって作成されたものである。

山田コンサルは、本特別委員会の第1回会合において、公開買付関連当事者からも、本取引の成否からも独立しているとの確認を受け、かつ、当社と同規模の上場企業の株式価値算定に関する専門性を有しているとの確認を受けている。

(3) 株式価値算定の方法

本特別委員会は、第6回会合において、山田コンサルより、当社の株式価値算定に関する中間報告を受けて、本株式価値算定書において、市場株価法とDCF法を用いる方針の説明を受けた。本特別委員会は、山田コンサルより、当社と類似する上場会社が存在しないことから類似会社比較法が用いられていないこと、及び、当社は継続企業であることから純資産法が用いられていないことなどの説明を受けた上で、株式価値算定の方法の選択は合理的であると認めた。

(4) DCF法の算定内容の合理性

(Ⅰ) DCF法の前提となる財務予測の合理性

本特別委員会は、第2回会合において、当社より、本事業計画の内容についての説明を受けた上で、その作成経緯や財務予測の根拠についての質疑応答を行った。その結果、本事業計画の作成経緯には、馬場氏らの影響を受けた形跡は認められず、本事業計画における財務予測は合理的なものであると認められたことから、本特別委員会は、本事業計画を当社の株式価値算定の前提に用いることを承認した。

なお、本特別委員会は、本事業計画の承認に先立ち、第三者算定機関である山田コンサルに対して、当社の株式価値算定を行う上で、本事業計画における財務予測を合理的であると認められるかどうかについての確認を求めたところ、山田コンサルより、合理的であると認められるとの回答を得ている。

(Ⅱ) DCF法の前提条件の合理性

本特別委員会は、第6回会合において、山田コンサルより、当社の株式価値算定に関する中間報告を受けて、本株式価値算定書におけるDCF法の前提条件である割引率、継続価値の算定手法(永久成長法)、非事業用資産等についての説明を受けた上、DCF法の前提条件は合理的であると認めた。

(Ⅲ) DCF法の算定結果に照らした本公開買付価格の合理性

本公開買付価格は、本株式価値算定書においてDCF法によって算定された当社の1株当たりの

株式価値の中央値を上回る価格である。

(IV) プレミアム水準の合理性

本公開買付価格は、本株式価値算定書における市場株価法の算定結果によれば、本公開買付けの公表日の前営業日である2025年11月11日の東京証券取引所スタンダード市場における当社株式の終値1,171円に対して36.64%、2025年11月11日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値1,146円に対して39.62%、過去3ヶ月間の終値単純平均値1,138円に対して40.60%、過去6ヶ月間の終値単純平均値1,122円に対して42.60%のプレミアムがそれぞれ加えられた価格である。

これらプレミアムは、本公開買付けと同種の公開買付事例（公正なM&Aの在り方に関する指針が公表された2019年6月28日以降、2025年10月9日までの間に公表されたマネジメント・バイアウト（MBO）並びに子会社又は関連会社への公開買付けにおける事案）213件における、プレミアム水準（公表日前日終値に対して平均45.36%、1ヶ月間の終値単純平均値に対して平均48.22%、過去3ヶ月間の終値単純平均値に対して平均49.98%、過去6ヶ月間の終値単純平均値に対して平均49.42%）と比較して合理的なものであると認められる。

(V) 当社の一般株主の株式取得価格との関係

本公開買付価格は、当社が2004年12月にジャスダック証券取引所に株式を上場して以来の最高値（2006年2月7日の1,522円）を上回るものであり、当社の一般株主の全てに対して、その取得価格を上回る金額での投資回収の機会を与えるものであると評価することができる。

(VI) PBRとの関係

本公開買付価格は、当社の2025年9月30日現在の連結簿価純資産である11,887百万円を、本基準株式数で割ることにより算出した1株当たり連結簿価純資産額3,645.03円（小数点以下第三位を四捨五入）を下回っている。しかしながら、当社は、継続企業であり、その企業価値は、将来の収益性を反映して算定すべきものであり、簿価純資産を用いて算出することは相当とは言えないから、本特別委員会は、本公開買付価格が1株当たりの連結簿価純資産額を下回することは、本公開買付価格の合理性を否定する根拠とはならないものと判断する。なお、本特別委員会は、当社より、仮に、当社が清算する場合にも、その保有資産を連結簿価純資産と同額で換価することはできず、保有資産の換価によって得られる現実的な金額は、以下のとおり、相当程度毀損された金額に留まることが見込まれるとの説明を受けている。

- ・ 当社の連結貸借対照表（2025年9月30日現在）上、「商品及び製品」に関しては、棚卸資産については早期売却に伴い減価が必要である。
- ・ 当社の連結貸借対照表（2025年9月30日現在）上、「有形固定資産（賃貸等不動産を含む）」に関しては、本社、工場及び賃貸等不動産の各建屋等は建築後相当程度の年月が経過し老朽化していることを踏まえると簿価により売却することが困難と見込まれ、更地での売却が必要となる場合には建屋等の取り壊しにも費用を要し、工場の閉鎖に伴う除去コストや、請負工事契約の解除に伴う違約金、従業員に対する割増退職金、清算に伴う弁護士費用等の専門家費用その他相当程度の追加コストが発生することが見込まれる（ただし、当社は、清算を予定していないため、清算を前提とする見積書の取得までは行っていない）。

(VII) 本取引の方法

公開買付者からの説明によれば、本取引においては、一段階目に本公開買付けを行い、二段階目に当社株式の併合を行うという手法が想定されているとのことである。

本取引の手法は、この種の非公開化取引においては一般的に採用されている方法であり、本公開買付けに応募されなかった当社の株主は、当社に対し、自己の所有する株式を公正な価格で買い取ることを請求することができ、かつ、裁判所に対して価格決定の申立てを行うこともできる。よって、本取引の方法は、公正であると認められる。

(VIII) 買収対価の種類

公開買付者からの説明によれば、本取引が成立することにより、当社の一般株主は、現金を対価として受領してスクイーズアウトされることが予定されており、二段階目の株式併合をする際に、当社の株主に対価として交付される金額は、本公開買付価格に各株主の所有する当社株式の数を乗じた価格と同一になるように算定される予定であるとのことである。

現金は、対価の分かり易さ、並びにその価値の安定性及び客観性が高いという点で望ましく、一般株主による十分な情報に基づく判断の機会と時間の確保という点でも望ましいと考えられる。よ

って、本取引における買収対価の種類は、公正であると認められる。

(IX) 本特別委員会の判断

以上のとおり、本公開買付価格は、DCF法の算定結果に照らした理論価格として公正であり、プレミアム水準において他の類似事例と比較して合理的なものであり、上場来最高値をも上回る金額であり、かつ、その他に、本取引の条件の公正性又は妥当性を否定すべき事情も認められないことから、本特別委員会は、本取引の条件の公正性・妥当性が確保されているものと判断する。

(b) - 3. 取引条件の公正性

(1) 特別委員会の設置（公正なM&Aの在り方に関する指針3. 2)

(I) 設置の時期（公正なM&Aの在り方に関する指針3. 2. 4. 1)

当社は、2025年7月11日に馬場氏らから本意向表明書の提出を受けた後、同月17日に取締役会を開催し、本特別委員会を設置している。本特別委員会は、馬場氏らからの買収提案を受けた後に、速やかに設置されたものと認められる。

(II) 委員構成（公正なM&Aの在り方に関する指針3. 2. 4. 2)

本特別委員会は、第1回会合において、各委員が公開買付関連当事者又は本取引の成否のいずれからも独立性を有していること、及び、委員としての適格性を有することを確認した。

(III) 取引条件の交渉過程への関与（公正なM&Aの在り方に関する指針3. 2. 4. 4)

本特別委員会は、当社より、2025年7月17日付取締役会において「特別委員会に対して、本取引の取引条件等に関する当社による交渉について事前に方針を確認し、適時にその状況の報告を受け、意見を述べ、指示や要請を行うこと等により、本取引の取引条件等に関する交渉過程に実質的に関与する権限」を付与された。そして、本特別委員会は、同権限に基づいて、前記(b)-2(1)記載のとおり、公開買付者より当社宛に提案が届く都度、会合を開催して公開買付者に対する回答方針を検討しており、当社は、本特別委員会の会合で決定された方針に従って公開買付者との間の交渉を進めていたものと認められる。

(IV) アドバイザー等（公正なM&Aの在り方に関する指針3. 2. 4. 5)

本特別委員会は、第1回会合において、当社が選任したファイナンシャル・アドバイザー兼第三者算定機関である山田コンサル、及び、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いて、いずれも独立性及び専門性に問題がないことを確認した上で、その選任を承認した。そして、本特別委員会は、2025年7月17日付取締役会において「特別委員会は、本取引に係る当社のアドバイザーを利用することができる」との権限を付与されていたところ、同権限を行使し、山田コンサル及びアンダーソン・毛利・友常法律事務所を信頼して専門的助言を求めることができると判断した上で、本諮問事項の検討に際して、山田コンサルより、当社の株式価値に関する財務的見地からの助言を受け、アンダーソン・毛利・友常法律事務所より、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等に関する事項についての助言を受けた。

なお、本特別委員会は、当社取締役会より付与された権限として、当社の費用負担の下に、自らの第三者機関等のアドバイザーを追加で選任することができるものとされていたが、第1回会合において、当社のアドバイザーである山田コンサル及びアンダーソン・毛利・友常法律事務所の専門的助言を受ければ十分であるとの判断を行なった。

(V) 情報の取得（公正なM&Aの在り方に関する指針3. 2. 4. 6)

本特別委員会は、当社より、2025年7月17日付取締役会において「適切な判断を確保するために、当社の取締役、従業員その他特別委員会が必要と認める者に特別委員会への出席を要求し、必要な情報について説明を求める権限」を付与された。そして、本特別委員会は、同権限を行使して、当社に対して、本諮問事項の検討に必要な情報の提供を要求し、当社は、本特別委員会からの要求に応えていたものと認められた。

(VI) 報酬（公正なM&Aの在り方に関する指針3. 2. 4. 7)

本特別委員会は、第1回会合において、各委員の報酬には、本取引の成立等を条件とする成功報酬が採用されていないことを確認した。

(VII) 当社取締役会における特別委員会の判断の取扱い（公正なM&Aの在り方に関する指針3.2.5）

当社は、2025年7月17日付取締役会において、本特別委員会を設置するに際して「本取引に関する当社取締役会の意思決定は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、特に特別委員会が本取引を妥当でないと判断したときには、当社取締役会が本取引に賛同しないものとする」ことを決議した。そして、当社は、同決議を修正することなく、これを維持し、本取引の実施に関する当社の機関決定に際しても同決議が遵守される見込みである。

(VIII) 当社の社内検討体制（公正なM&Aの在り方に関する指針3.2.6）

本特別委員会は、当社が、アンダーソン・毛利・友常法律事務所の助言を踏まえて、2025年7月11日に馬場氏らから本意向表明書を受領して以降、本取引に関する当社の検討、交渉及び判断の過程に、馬場氏らに関与させないこととした上で、長谷川哲夫取締役を含めて、公開買付関連当事者からの独立性の認められる役職員のみで構成される検討体制を構築したこと、そして、その検討体制が、本取引の交渉過程及び本事業計画の作成過程を通じて現在まで継続されていることを確認している。

(2) 外部専門家の独立した専門的助言（公正なM&Aの在り方に関する指針3.3）

(I) リーガル・アドバイザー（公正なM&Aの在り方に関する指針3.3.1）

当社は、2025年7月中旬に、アンダーソン・毛利・友常法律事務所をリーガル・アドバイザーとして選任し、本特別委員会は、前記のとおり、第1回会合において、アンダーソン・毛利・友常法律事務所について、独立性及び専門性について問題がないことを確認した。そして、当社は、アンダーソン・毛利・友常法律事務所より、手続の公正性を確保するため、適切な公正性担保措置を判断・実施するための専門的助言を受けている。

(II) 第三者算定機関（公正なM&Aの在り方に関する指針3.3.2）

当社は、2025年7月中旬に、山田コンサルを、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、本特別委員会は、前記のとおり、第1回会合において、山田コンサルについて、独立性及び専門性について問題がないことを確認した。そして、当社は、公開買付者との間における本公開買付価格をめぐる交渉に臨むに際して、適宜、山田コンサルによる当社の株式価値に関する財務的見地からの助言を受けていた。

なお、当社は、本公開買付価格についてのフェアネス・オピニオンを取得していないが、本特別委員会は、前記のとおり、フェアネス・オピニオンを取得するまでもなく、本公開買付価格の公正性は認められるものと考えている。

(3) マーケット・チェック（公正なM&Aの在り方に関する指針3.4）

当社は、本公開買付けに対する意見を形成するに先立って、市場における潜在的な買収者の有無を調査・検討する、いわゆる積極的なマーケット・チェックは行ってはいないが、公開買付者との間で、①公開買付期間を（法令に定められた最短期間である20営業日を超えて）30営業日に設定してもらうことを合意し、かつ、②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、当該対抗提案者が当社との間で接触することを制限するような内容の合意を行っていないとのことである。

本特別委員会は、積極的なマーケット・チェックについては、情報の漏えい等による事業や株価への悪影響のおそれ等が懸念されることを考慮した上で、上記①及び②により、いわゆる間接的なマーケット・チェックが行われる環境が確保されていることから、積極的なマーケット・チェックを実施しなくとも、特段、本取引の公正性が阻害されることはないものと判断した。

(4) マジョリティ・オブ・マイノリティ条件（公正なM&Aの在り方に関する指針3.5）

本公開買付けには、いわゆる「マジョリティ・オブ・マイノリティ」(Majority of Minority)の買付予定数の下限は設定されていない。公開買付者の説明によれば、そのような下限を設定することが、本公開買付けの成立を不安定なものとし、かえって本公開買付けに応募することを希望する当社の一般株主の利益に資さない可能性もあるものと考えたとのことである。

本特別委員会は、本取引の交渉過程における公開買付者の態度が誠実であったことを踏まえて、公開買付者の説明には一定の合理性があるものと判断し、「マジョリティ・オブ・マイノリティ」を必須の要件とは位置付けることなく、他の公正性担保措置を充実させることによって、全体として取引条件の公正さが担保されているかどうかを判断することとした。

(5) 強圧性排除（公正なM&Aの在り方に関する指針3.7）

マネジメント・バイアウト（MBO）が公開買付けにより行われる場合には、一般株主が公開買付けに応募するか否かについて適切に判断を行う機会を確保するために、強圧性が生じないように配慮されるべきである。

公開買付者の説明によれば、a) 本公開買付け後のスクイーズアウトに際して、反対する株主に対する株式買取請求権及び価格決定請求権が確保されるスキームが採用されているとのことであり、かつ、b) 公開買付者は、可及的速やかにスクイーズアウトを行い、スクイーズアウトを行う価格は、本公開買付価格と同一の価格を基準にすることを開示書類において明らかにするとのことである。よって、本特別委員会は、本公開買付けには、強圧性が生じないような配慮がなされているものと認めた。

(6) 情報開示（公正なM&Aの在り方に関する指針3.6）

マネジメント・バイアウト（MBO）においては、買取者と一般株主との間に大きな情報の非対称性が存在することから、一般株主による取引条件の妥当性等についての判断に資する重要な判断材料を提供することは、取引条件の妥当性等について一般株主による十分な情報に基づいた適切な判断（インフォームド・ジャッジメント）を可能にするだけでなく、当社による検討・交渉プロセスや判断根拠、第三者評価機関による株式価値算定の内容や計算過程等が事後的に開示されることが、取引条件の形成過程の透明化を向上する機能も有すると言われている。

当社の説明によれば、当社は、本公開買付けに関する開示資料において、本特別委員会に関する情報（委員の独立性や専門性等の適格性に関する情報、特別委員会に付与された権限の内容に関する情報、特別委員会における検討経緯や、買取者との取引条件の交渉過程への関与状況に関する情報、当該M&Aの是非、取引条件の妥当性や手続の公正性についての特別委員会の判断の根拠・理由、答申書の内容に関する情報、委員の報酬体系に関する情報）や株式価値算定書における各算定方法に基づく株式価値算定の計算過程に関する情報、フェアネス・オピニオンを取得していないこと及び第三者算定機関の重要な利害関係に関する情報が開示されるとのことである。

本特別委員会は、一般株主への情報提供の充実とプロセスの透明性向上の観点からも、公正性が認められるものと判断した。

(7) 本特別委員会の判断

以上のとおり、本特別委員会は適切に設置され、取引条件の交渉過程にも実質的に関与していたこと、当社は、適切な社内検討体制を構築し、その体制が維持されたこと、山田コンサルによる財務の専門的助言の下に公開買付者との交渉が進められたこと、アンダーソン・毛利・友常法律事務所による専門的助言の下に手続の公正性を確保する措置が講じられたこと、間接的なマーケット・チェックが行われる環境が確保されたこと、強圧性排除の配慮がなされていること、適切な情報開示が予定されていることなどからすれば、マジョリティ・オブ・マイノリティの条件の買付予定数の下限が設定されていなくとも、本取引は、全体として、取引条件の公正さを担保するための手続が十分に講じられているものと判断することができる。

(b) -4. 一般株主にとっての公正性

上記のとおり、本取引は、当社の企業価値向上に資するものと認められ、その目的は、正当性・合理性を有するものであり、その条件の公正性・妥当性が確保されており、かつ、取引条件の公正さを担保するための手続も十分に講じられているものと認められる。

その他に、本取引に関して、当社の一般株主の利益に反する事情を認めることはできないから、本取引は当社の一般株主にとって公正であると判断する。

なお、公開買付者の説明によれば、本公開買付けの実施にあたり、公開買付者は、本財団との間で本不応募契約（財団）を、井門グループとの間で本不応募契約（井門グループ）を、本不応募合意株主（創業家）との間で本不応募契約（創業家）を締結予定であり、かつ、公開買付者は、馬場邦明氏に対して、他の本不応募合意株主（創業家）との間で、井門コーポレーションは、他の本不応募合意株主（井門グループ）との間で、本貸株取引を要請する可能性があるとのことであるが、本不応募合意株主が本取引後も当社との繋がりを保つことが予定されている理由については、公開買付者より、以下の説明を受けているところ、その内容に特に不合理な点は認められず、本不応募契約の締結又は本貸株取引が、当社の一般株主の利益に反する事情を認めることもできない。よって、このことは、上記判断に影響を与えるものではない。

- ・ 本不応募合意株主は、当社のビジネスパートナーや当社からの配当を源泉として社会貢献活動を行う財団、本取引後も継続して当社の経営又は業務に従事する創業家一族であり、本取引において株主から退出されるよりも、本取引後も公開買付者の株式の所有を通じて引き続き当社との繋がりを保ち、当社の企業価値向上に向けた共通のインセンティブを持っていたことが、中長期的な当社の企業価値向上に資すると認識している。

(b) -5. 当社取締役会の判断の妥当性

上記のとおり、本取引は、当社の企業価値向上に資するものと認められ、その目的は正当性・合理性を有するものであり、かつ、その他に本公開買付けに対する賛同意見の表明を控えるべき事情は認められないから、当社取締役会が、本公開買付けに賛同の意見を表明することは適切である。また、本取引の条件の公正性・妥当性が確保されており、かつ、本取引においては、取引条件の公正さを担保するための手続が十分に講じられていると認められ、かつ、その他に当社の株主に対する応募推奨を控えるべき事情は認められないから、当社取締役会が、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ことも適切である。

(c) 定義

本書の他の記載にかかわらず、上記 (a) 及び (b) において、以下に掲げる用語は、それぞれ以下に定める意味を有する。

- ・ 「公開買付者」とは、株式会社カバロ企画を意味する。
- ・ 「馬場氏ら」とは、当社の代表取締役社長である馬場宏二郎氏及び当社の代表取締役副社長である馬場雄一郎氏の総称を意味する。
- ・ 「当社株式」とは、当社が発行する普通株式を意味する。
- ・ 「本公開買付け」とは、公開買付者が、いわゆるマネジメント・バイアウト (MBO) の一環として、当社株式に対して行うことを企図している公開買付けを意味する。
- ・ 「本取引」とは、公開買付者が、本公開買付けを実施して、当社株式の全て (ただし、当社が所有する自己株式及び本不応募合意株主が所有する当社株式を除く。) を取得し、当社株式を非公開化するための取引を意味する。
- ・ 「本意向表明書」とは、馬場氏らが、2025年7月11日、当社に対して、本取引に関する協議・申入れを行うために提出した書面を意味する。
- ・ 「本公開買付け価格」とは、本公開買付けにおける当社株式1株当たりの買付価格である1,600円を意味する。
- ・ 「公開買付関連当事者」とは、公開買付者、馬場氏ら及び当社の総称を意味する。
- ・ 「本諮問事項」とは、当社取締役会が、2025年7月17日、本特別委員会に対して答申を諮問した事項を意味する。
- ・ 「山田コンサル」とは、山田コンサルティンググループ株式会社を意味する。
- ・ 「アンダーソン・毛利・友常法律事務所」とは、アンダーソン・毛利・友常法律事務所外国法共同事業を意味する。
- ・ 「本株式価値算定書」とは、山田コンサルが、当社に対して、2025年11月11日付で提出した当社株式の価値算定結果に関する株式価値算定書を意味する。
- ・ 「本事業計画」とは、当社が現時点で合理的に予測可能な期間まで作成した2026年3月期から2030年3月期までの事業計画を意味する。
- ・ 「当社グループ」とは、当社、当社子会社3社 (うち連結子会社1社) 及び関連会社1社の合計5社の総称を意味する。
- ・ 「公正なM&Aの在り方に関する指針」とは、経済産業省が2019年6月28日付で公表した「公正なM&Aの在り方に関する指針」を意味する。
- ・ 「井門コーポレーション」とは、当社の第2位株主である株式会社井門コーポレーションを意味する。
- ・ 「井門エンタープライズ」とは、当社の第9位株主である株式会社井門エンタープライズを意味する。
- ・ 「インテリア井門」とは、当社の株主である株式会社インテリア井門を意味する。
- ・ 「井門グループ」とは、井門コーポレーション、井門エンタープライズ及びインテリア井門の総称を意味する。
- ・ 「本財団」とは、当社の筆頭株主である公益財団法人ホース未来福祉財団を意味する。
- ・ 「本不応募契約 (財団)」とは、公開買付者が、本財団との間で、2025年11月12日付けで締結予定の、本財団が所有する当社株式の全てを本公開買付けに応募しない旨、及び、本公開買

付けが成立した場合には本臨時株主総会において本スクイズアウト手続（以下に定義される。）に関連する各議案に賛成する旨の公開買付不応募契約を意味する。

- ・ 「本不応募契約（井門グループ）」とは、公開買付者が、井門グループとの間で、2025年11月12日付けで締結予定の、井門グループが所有する当社株式の全てを本公開買付けに応募しない旨、及び、本公開買付けが成立した場合には本臨時株主総会において本スクイズアウト手続（以下に定義される。）に関連する各議案に賛成する旨の公開買付不応募契約を意味する。
- ・ 「本不応募合意株主（創業家）」とは、当社の第6位株主である馬場邦明氏、当社の代表取締役副社長であり第8位株主である馬場雄一郎氏、当社の代表取締役である馬場宏二郎氏、当社の株主である馬場久恵氏及び斎藤晶子氏の総称を意味する。
- ・ 「本不応募合意株主」とは、本財団、井門グループ及び本不応募合意株主（創業家）の総称を意味する。
- ・ 「本不応募契約（創業家）」とは、公開買付者が、本不応募合意株主（創業家）との間で、2025年11月12日付けで締結予定の、本不応募合意株主（創業家）が所有する当社株式の全てを本公開買付けに応募しない旨、及び、本公開買付けが成立した場合には本臨時株主総会において本スクイズアウト手続（以下に定義される。）に関連する各議案に賛成する旨の公開買付不応募契約を意味する。
- ・ 「本不応募契約」とは、本不応募契約（財団）、本不応募契約（井門グループ）及び本不応募契約（創業家）の総称を意味する。
- ・ 「本貸株取引」とは、本株式併合の効力発生前を効力発生時として本不応募合意株主（創業家）及び本不応募合意株主（井門グループ）のうちそれぞれ所有割合が相対的に低い株主が、本貸株取引における貸主となり、所有する当社株式の全てを馬場邦明氏及び井門コーポレーションへ貸し出すこと、並びに、本貸株取引における借主となった馬場邦明氏及び井門コーポレーションが、貸主に対して、本株式併合の効力発生後、本貸株取引を解消し、当該借り受けた当社株式の全てを返還することを通じて、本不応募合意株主（創業家）及び本不応募合意株主（井門グループ）が本スクイズアウト手続後も当社株式を継続して保有することを実現するための取引を意味する。
- ・ 「本スクイズアウト手続」とは、公開買付者が、本公開買付けの成立後に、当社の株主を公開買付者及び本不応募合意株主の全部又は一部のみとするための一連の手続を意味する。
- ・ 「本基準株式数」とは、当社の2025年9月30日現在の当社の発行済株式総数（4,000,000株）から、同日現在の当社が所有する自己株式数（738,691株）を控除した株式数（3,261,309株）を意味する。

（2） 当社における独立した第三者算定機関からの株式価値算定書の取得

当社は、本公開買付けに関する意見表明を行うに当たり、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公正性を担保するために、公開買付関連当事者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山田コンサルに対し、当社株式の株式価値の算定を依頼し、2025年11月11日付で本株式価値算定書を取得いたしました。

山田コンサルは、公開買付関連当事者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。本取引に係る山田コンサルに対する報酬の相当な部分は、本取引の公表を条件に支払われる取引報酬とされており、当社は、同種の取引における一般的な実務慣行等も勘案の上、上記の報酬体系により山田コンサル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いたしました。また、本特別委員会は、2025年7月22日開催の第1回特別委員会において、山田コンサルの独立性及び専門性に問題がないことを確認した上で、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承認しております。

山田コンサルは、本公開買付けにおける算定手法を検討した結果、当社が継続企業であるとの前提の下、当社株式の株式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、当社の将来の事業活動の状況を算定に反映するためDCF法を用いて、当社株式の1株当たりの株式価値算定を行っております。なお、公開買付者及び当社において、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を実施していることから、当社は、山田コンサルから本公開買付価格の公正性に関する意見（フェアネス・オピニオン）は取得しておりません。

山田コンサルが上記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。

市場株価法	: 1,122円～1,171円
DCF法	: 1,451円～1,788円

市場株価法では、2025年11月11日を基準日として、東京証券取引所スタンダード市場における当社株式の基準日終値1,171円、直近1ヶ月間の終値の単純平均値1,146円、直近3ヶ月間の終値の単純平均値1,138円、直近6ヶ月間の終値の単純平均値1,122円を基に、当社株式の1株当たりの株式価値の範囲を1,122円から1,171円までと算定しております。

DCF法では、当社が現時点で合理的に予測可能な期間まで作成した2026年3月期から2030年3月期までの事業計画（以下「本事業計画」といいます。）における収益予測及び投資計画、当社の2026年3月期第2四半期における財務情報、一般に公開された情報等の諸要素を前提として、当社が2026年3月期第3四半期以降に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当社の企業価値及び株式価値を算定し、当社株式の1株当たりの株式価値の範囲を1,451円から1,788円までと算定しております。なお、割引率は加重平均資本コストを採用し、5.86%から6.86%を採用しており、継続価値の算定に当たっては永久成長法を採用し、外部環境等を総合的に勘案した上で永久成長率を0.00%から1.00%として、継続価値を2,247百万円から3,326百万円と算定しております。

なお、当社の保有する賃貸等不動産については、不動産事業の一環である不動産賃貸業のために保有しているものであり、売却の予定がないことから、賃貸等不動産は事業用資産と捉えております。また、必要運転資金を控除した余剰現預金は、株式価値算定に重要な影響を及ぼす非事業用資産として計上しております。

山田コンサルがDCF法の算定の前提とした本事業計画に基づく財務予測は以下のとおりです。

本事業計画には、大幅な増減益が見込まれている事業年度が含まれております。具体的には、営業利益について、2025年3月期は建築事業において利益率の高い大型案件の獲得により一時的に利益が改善しましたが、2026年3月期は大型案件の売上計上を想定していないため、大幅な減益を見込んでおります。また、2027年3月期は原材料やエネルギー、時間外労働上限規制に伴う職人確保等のトータル建設コストの更なる上昇による利益の低下を主因として大幅な減益を見込んでおります。なお、本事業計画は、当社の将来の成長を考慮した上で、本取引の取引条件の公正性・妥当性を検討することを目的として、建築事業における受注件数の増加や不動産事業における営業所数の増加等による、対象期間を通じて見込んでいる売上の増加や、足元の事業環境を踏まえて作成したものであり、馬場氏らはその作成過程に一切関与していません。また、本特別委員会は、その作成経緯や財務予測の根拠について当社に質疑応答を行った上で、本事業計画の財務予測の合理性を確認しております。

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、現時点において収益に与える影響を具体的に見積もることが困難であるため、反映していません。

(単位：百万円)

	2026年 3月期 (6ヶ月)	2027年 3月期	2028年 3月期	2029年 3月期	2030年 3月期
売上高	6,341	11,387	11,636	11,885	11,936
営業利益	54	262	277	278	265
E B I T D A	139	439	459	465	458
フリー・ キャッシュ・フロー	306	291	236	243	266

山田コンサルは、当社株式の株式価値算定に際し、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、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及び完全性の検証を行っていません。また、当社の資産及び負債（簿外

資産及び負債、その他偶発債務を含みます。)に関して独自の評価・査定を行っておらず、第三者機関への鑑定又は査定の依頼も行っておりません。加えて当社の財務予測に関する情報については、当社による現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ます。ただし、山田コンサルは、算定の基礎とした本事業計画について、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。また、山田コンサルの算定は、2025年11月11日までの上記情報を反映したものであります。

(3) 当社における独立した法律事務所からの助言

当社は、本取引に関し、本公開買付価格の公正性その他本公開買付けを含む本取引の公正性を担保すべく、公開買付関連当事者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、本取引において手続の公正性を確保するために講じるべき措置、本取引の諸手続並びに本取引に係る当社の意思決定の方法及びその過程等に関する助言を含む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、公開買付関連当事者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。また、本特別委員会、第1回特別委員会において、アンダーソン・毛利・友常法律事務所の独立性及び専門性に問題がないことを確認した上で、当社のリーガル・アドバイザーとして承認しております。

(4) 当社における独立した検討体制の構築

当社は、構造的な利益相反の問題を排除する観点から、当社を除く公開買付関連当事者から独立した立場で、本取引に係る検討、交渉及び判断を行う体制を当社の社内に構築いたしました。具体的には、2025年7月11日に馬場氏らから本意向表明書を受領して以降、本取引に係る当社の検討、交渉及び判断の過程に、馬場氏らを含めさせないこととした上で、当社を除く公開買付関連当事者からの独立性の認められる、大友正弘氏(取締役)、村山泰一氏(取締役)及び長谷川哲夫氏(取締役)を含む役職員のみで構成される検討体制を構築し、本特別委員会とともに、当社と公開買付者との間の本公開買付価格を含む本取引に係る取引条件に関する交渉過程及び当社株式の価値評価の基礎となる当社の事業計画の作成過程に関与しており、本臨時株主総会の招集を決定した2026年2月6日開催の取締役会における決議時点に至るまでかかる取扱いを継続しております。以上の取扱いを含めて、当社の社内に構築した本取引の検討体制(本取引の検討、交渉及び判断に関与する当社の役職員の範囲及びその職務を含みます。)はアンダーソン・毛利・友常法律事務所の助言を踏まえたものであり、独立性及び公正性の観点から問題がないことについて、本特別委員会の承認を得ております。

(5) 当社における利害関係を有しない取締役全員の承認及び利害関係を有しない監査役全員の異議がない旨の意見

当社は、アンダーソン・毛利・友常法律事務所から受けた法的助言、山田コンサルから受けた財務的見地からの助言、本株式価値算定書の内容、公開買付者との間で実施した複数回にわたる継続的な協議の内容及びその他の関連資料を踏まえつつ、本答申書において示された本特別委員会の判断内容を最大限尊重しながら、本公開買付けを含む本取引が当社の企業価値の向上に資するか否か、及び本公開買付価格を含む本取引に係る取引条件が妥当なものか否かについて、慎重に協議・検討をいたしました。その結果、当社は、2025年11月12日開催の当社取締役会において、当社の経営課題の解決及び株主様への利益還元のための提供という観点から、本取引が当社の企業価値の向上に資するものであるとともに、本株式価値算定書の算定結果、本公開買付価格のプレミアム水準、公開買付者との交渉過程及び本公開買付価格の決定プロセス等に照らし、本公開買付価格を含む本取引に係る取引条件は妥当なものであると判断し、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、本公開買付けに応募することを推奨する旨を決議いたしました。上記の当社取締役会においては、当社の取締役7名のうち、馬場氏らを除く大友正弘氏(取締役)、村山泰一氏(取締役)、長谷川哲夫氏(取締役)、永塚良知氏(独立社外取締役)及び細渕英男氏(独立社外取締役)の5名が審議及び決議に参加し、決議に参加した取締役全員の一致により上記の決議を行っております。ま

た、当社の監査役はいずれも上記決議を行うことについて異議がない旨の意見を述べました。なお、馬場氏は、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、本取引において当社と利益相反又はそのおそれがあることを踏まえて、上記の当社取締役会を含む本取引に係る当社取締役会の審議及び決議には一切参加しておらず、かつ、当社の立場において、本取引に係る検討並びに公開買付者との協議及び交渉に一切参加しておりません。

(6) 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、公開買付期間を、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。公開買付期間を法令に定められた最短期間と比較して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応募するか否かについて適切な判断機会を確保するとともに、当社株式について対抗的買収提案者にも対抗的な買付け等を行う機会を確保し、これをもって本公開買付価格の公正性を担保することを企図しているとのことです。

また、公開買付者及び当社は、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することを制限するような内容の合意を行っておりません。このように、上記公開買付期間の設定とあわせ、対抗的な買付け等の機会が確保されることにより、本公開買付けの公正性の担保に配慮しております。

なお、本特別委員会は、市場における潜在的な買収者の有無を調査・検討する、いわゆる積極的なマーケット・チェック（本取引の公表前における入札手続等を含みます。）については、本公開買付けを含む本取引の公正性を担保するために実施された各種措置の内容、その他本取引における具体的な状況に鑑みて、これを実施しなくとも特段、本取引の公正性が阻害されることはない旨を判断しております。

6. 当社において最終事業年度の末日後に生じた重要な財産の処分、重大な債務の負担その他の会社財産の状況に重要な影響を与える事象

(1) 本公開買付け

上記「1. 株式併合の目的及び理由」に記載のとおり、公開買付者は、2025年11月13日から2025年12月25日までを公開買付期間として当社株式に対する本公開買付けを実施し、その結果、公開買付者は、本公開買付けの決済の開始日である2026年1月6日をもって、当社株式1,626,163株（所有割合：49.86%）を保有するに至りました。

(2) 剰余金の配当の不実施

当社は、2025年11月12日付「2026年3月期の期末配当予想の修正（無配）に関するお知らせ」でお知らせいたしましたとおり、同日開催の当社取締役会において、2026年3月期の期末配当を行わないことを決議しております。詳細については、当該公表内容をご参照ください。

(3) 自己株式の消却

当社は、2026年2月6日開催の取締役会決議において、2026年3月30日付で当社の自己株式742,686株（当社が2026年3月26日付で自己株式として無償取得する予定の譲渡制限付株式報酬として、当社の取締役5名が所有している譲渡制限付株式のうち3,944株を含み、当社が2026年3月30日付で所有する自己株式の全部に相当します。）を消却することを決定いたしました。なお、当該自己株式の消却は、本臨時株主総会において、本株式併合に係る議案が原案どおり承認可決されることを条件としており、自己株式の消却後の当社の発行済株式総数は3,257,314株となります。

以上