

2025年5月1日

東京都港区虎ノ門二丁目10番1号
株式会社シーアールイー
代表取締役社長 亀山 忠秀

(訂正) 株式の併合に関する事前開示書面の一部訂正について

2025年4月25日に公表いたしました「株式の併合に関する事前開示書面」の記載内容につきまして、一部誤りがありましたので下記のとおり訂正いたします。なお、訂正箇所には下線を付して表示しております。

記

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

1. 株式併合を行う理由

(訂正前)

<前略>

その後、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（但し、公開買付者が所有する当社株式、当社が所有する自己株式並びに京橋興産が所有する当社株式、京橋興産が野村信託銀行株式会社との間で締結した2021年4月15日付有価証券管理・処分信託契約書に基づき信託して同契約に基づく信託（以下「本信託」といいます。）の信託財産に属している野村信託銀行株式会社（以下、本信託の受託者としての同社を「本受託者」といい、京橋興産及び／又は本受託者を「京橋興産ら」といいます。）名義の当社株式及びケネディクスが所有する当社株式を除きます。）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に記載のとおり、当社の株主を公開買付者及び京橋興産らのみとするため、本株式併合を本臨時株主総会に付議することを決議いたしました。

本株式併合により、公開買付者及び京橋興産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。

本取引の詳細につきましては、本意見表明プレスリリース及び本公開買付け結果プレスリリースをご参照ください。

(訂正後)

<前略>

その後、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（但し、公開買付者が所有する当社株式、当社が所有する自己株式並びに京橋興産が所有する当社株式、京橋興産が野村信託銀行株式会社との間で締結した2021年4月15日付有価証券管理・処分信託契約書（以下「本信託契約書」といいます。）に基づき信託して同契約に基づく信託（以下「本信託」といいます。）の信託財産に属している野村信託銀行株式会社（以下、本信託の受託者としての同社を「本受託者」といいます。）名義の当社株式及びケネディクスが所有する当社株式を除きます。）を取得することができなかったことから、当社の株主を公開買付者及び京橋興産のみとするため、本株式併合を本臨時株主総会に付議することを決議いたしました。

本株式併合により、公開買付者及び京橋興産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。

本取引の詳細につきましては、本意見表明プレスリリース及び本公開買付け結果プレスリリースをご参照ください。

なお、京橋興産が2025年4月10日付で関東財務局長宛に提出した大量保有報告書の変更報告書No. 18によれば、京橋興産及び本受託者は、2025年4月3日付で本信託契約書を合意解約したとのことです。

3. 1株に満たない端数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

(訂正前)

上記「1. 株式併合を行う理由」に記載のとおり、本株式併合により、公開買付者及び京橋興産~~ら~~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あります。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（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売却し、その売却により得られた代金を株主の皆様に対して、その端数に応じて交付いたします。当該売却について、当社は、本株式併合が、当社の株主を公開買付者及び京橋興産~~ら~~のみとすることを目的とする本取引の一環として行われるものであること、及び当社株式が2025年5月29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、競売によって買取人が現れる可能性は低いことに鑑み、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。

<後略>

(訂正後)

上記「1. 株式併合を行う理由」に記載のとおり、本株式併合により、公開買付者及び京橋興産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あります。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（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売却し、その売却により得られた代金を株主の皆様に対して、その端数に応じて交付いたします。当該売却について、当社は、本株式併合が、当社の株主を公開買付者及び京橋興産のみとすることを目的とする本取引の一環として行われるものであること、及び当社株式が2025年5月29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、競売によって買取人が現れる可能性は低いことに鑑み、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。

<後略>

以上

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)

2025年4月25日

株式会社シーアールイー

2025年4月25日

東京都港区虎ノ門二丁目10番1号
株式会社シーアールイー
代表取締役社長 亀山 忠秀

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、2025年4月16日付の取締役会において、同年5月12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5,876,988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。）

2025年6月2日

3. 効力発生日における発行可能株式総数

20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5,876,988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. 株式併合を行う理由

当社が2025年1月28日付で公表いたしました「MBOの実施及び応募の推奨に関するお知らせ」（2025年2月4日付「（訂正）「MBOの実施及び応募の推奨に関するお知らせ」の訂正に関するお知らせ」で訂正された事項を含みます。以下「本意見表明プレスリリース」といいます。）においてお知らせいたしましたとおり、SMFLみらいパートナーズ株式会社（以下「公開買付者」といいます。）は、2025年1月29日から2025年3月13日までの30営業日を公開買付けの買付け等の期間（以下「公開買付期間」といいます。）とする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。）を実施しました。

そして、当社が2025年3月14日付で公表いたしました「SMFLみらいパートナーズ株式会社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の異動に関するお知らせ」（以下「本公開買付け結果プレスリリース」といいます。）においてお知らせいたしましたとおり、本公開買付けの結果、本公開買付けの決済の開始日である2025年3月21日をもって、公開買付者は当社株式10,552,842株（所有割合（注1）35.91%）を所有するに至っております。

(注1)「所有割合」とは、当社が2025年3月12日付で提出した第17期半期報告書(以下「当社半期報告書」といいます。)に記載された2025年1月31日現在の当社の発行済株式総数(29,400,700株)から、当社半期報告書に記載された同日現在当社が所有する自己株式数(14,298株)を控除した株式数(29,386,402株)に対する割合をいい、小数点以下第三位を四捨五入しております。以下、所有割合の記載について同じです。

本意見表明プレスリリースにおいてお知らせいたしましたとおり、当社は、2024年11月1日に、公開買付者及び三井住友ファイナンス&リース株式会社(以下「SMFL」といいます、公開買付者と併せて「公開買付者ら」といいます。)及び京橋興産株式会社(以下「京橋興産」といいます。)より、当社の取締役会に対して、公開買付者ら及び京橋興産による当社の非公開化に向けた協議を申し入れることを目的として、公開買付者と京橋興産とで当社を合弁化するための一連の取引(以下「本取引」といいます。)の背景及び目的、想定ストラクチャー及び想定スケジュール等に関する意向表明書(以下「本意向表明書」といいます。)の提出を受けたことから、同日に公開買付者らに対し、本取引の協議に向けた検討体制を整備する旨の意向を示し、同日より、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「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」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」及び「(3) 当社における独立した法律事務所からの助言」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、2024年11月4日付の取締役会決議により、公開買付者ら、公共建物株式会社(以下「公共建物」といいます。)及び当社の創業者であり代表取締役会長でもある山下修平氏(以下「山下氏」といいます、公共建物及び山下氏を総称して、以下「本応募合意株主」といいます。)、京橋興産及びケネディクス株式会社(以下「ケネディクス」といいます、京橋興産及びケネディクスを総称して、以下「本不応募合意株主」といいます。)並びに当社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、公開買付者ら、本応募合意株主及び本不応募合意株主並びに当社から独立したファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関として野村証券株式会社(以下「野村証券」といいます。)をそれぞれ選任しました。さらに、当社は、本取引がいわゆるマネジメント・バイアウト(MBO)(注2)に該当し、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、2024年11月4日付の取締役会決議に基づき、本取引の提案を検討するための特別委員会(以下「本特別委員会」といいます。本特別委員会の構成及び具体的な活動内容等については、下記「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」の「(4) 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。)を設置しました。本特別委員会は、2024年11月8日に、公開買付者ら及び京橋興産並びに当社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野村証券を、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いたしました。また、本特別委員会は、特別委員会の独自のリーガル・アドバイザーの要否につき本特別委員会の委員間で協議の上、本特別委員会に付与された権限に基づき、2024年11月22日に本特別委員会の独自のリーガル・アドバイザーとして潮見坂総合法律事務所を選任いたしました。

(注2)「マネジメント・バイアウト(MBO)」とは、公開買付者が買収対象会社の役員との合意に基づき公開買付けを行うものであって買収対象会社の役員と利益を共通にするものである取引をいいます。

なお、当社の取締役のうち、山下氏は、公開買付者と不応募契約を締結予定である京橋興産の代表取締役であり、また同氏と当社の代表取締役社長である亀山忠秀氏(以下「亀山氏」といいます。)は、公開買付者らとそれぞれ2025年1月28日付で経営委任契約(以下「本経営委任契約」といいます。)を締結し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おり、佐藤啓介氏は公開買付者の連結子会社である

ケネディクススの役員を務めており、山田毅志氏は山下氏が副社長を務め、かつ公開買付者と応募契約を締結予定である公共建物と顧問契約を締結しているため、利益相反の疑いを回避する観点から、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を踏まえ、2024年11月4日以降、当社の立場において公開買付者らとの協議及び交渉に参加しておりません。

当社は、上記体制の下、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、アンダーソン・毛利・友常法律事務所及び野村證券の助言を受けながら、本取引の実行の是非に関して検討を進めておりました。

具体的には、当社は、公開買付者から、2024年12月17日に本公開買付けにおける買付け等の価格（以下「本公開買付価格」といいます。）を1株当たり1,350円（1,350円は、当該提案がなされた2024年12月17日の前営業日である2024年12月16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。）プライム市場における当社株式の終値1,189円に対して13.54%（小数点以下第三位を四捨五入。以下、プレミアム及びディスカウントの計算において同じです。）、同日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値1,210円に対して11.57%、同日までの過去3ヶ月間の終値単純平均値1,248円に対して8.17%のプレミアムをそれぞれ加えた金額、同日までの過去6ヶ月間の終値単純平均値1,385円に対して2.53%のディスカウントを行った金額です。）とする旨の第1回提案を書面で受領しました。当社は、第1回提案を受けて、本特別委員会の意見も踏まえ検討した結果、公開買付者らに対して、2024年12月24日付で第1回提案における本公開買付価格は、①過去の同種の非公開化を目的とするMBO事例における一般的なプレミアム水準に照らして、十分な水準にあると評価できないこと、また、②当社が作成した2025年7月期から2028年7月期までの4期分の事業計画（以下「本事業計画」といいます。）を基に合理的な前提を置いてディスカウント・キャッシュ・フロー法（以下「DCF法」といいます。）により評価される当社理論株価の算定レンジに照らして、十分な価格であると評価できないことを総合的に勘案し、当該公開買付価格では当社として賛同表明及び応募推奨意見を出せる水準ではないとして、本公開買付価格の引き上げに関する再検討を要請しました。その後、当社は、2024年12月27日に、公開買付者らより、当社にかかる要請を受けて、本公開買付けにおける当社株式1株当たりの本公開買付価格を1,450円（1,450円は、当該提案がなされた2024年12月27日の前営業日である2024年12月26日の東京証券取引所プライム市場における当社株式の終値1,259円に対して15.17%、同日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値1,210円に対して19.83%、同日までの過去3ヶ月間の終値単純平均値1,228円に対して18.08%、同日までの過去6ヶ月間の終値単純平均値1,365円に対して6.23%のプレミアムをそれぞれ加えた金額です。）とする旨の第2回提案を書面で受領しました。当社は、第2回提案を受けて、本特別委員会の意見も踏まえ検討した結果、公開買付者らに対して、2025年1月9日付で第2回提案における本公開買付価格は、①同日時点及び過去一定期間の株価に対するプレミアム水準が本件と同様の非公開化を目的とするMBO事例の平均値である50%程度の水準と比して不十分であり、当社の少数株主にとって満足が得られる水準となっていないこと、また、②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野村證券による株式価値算定結果に照らして、十分な価格と判断できないことを総合的に勘案し、当該公開買付価格では当社として賛同表明及び応募推奨意見を出せる水準からは著しく乖離しているとして、本公開買付価格の引き上げに関する再検討を要請しました。その後、当社は、2025年1月14日に、公開買付者らより、当社にかかる要請を受けて、本公開買付けにおける当社株式1株当たりの本公開買付価格を1,525円（1,525円は、当該提案がなされた2025年1月14日の前営業日である2025年1月10日の東京証券取引所プライム市場における当社株式の終値1,269円に対して20.17%、同日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値1,229円に対して24.08%、同日までの過去3ヶ月間の終値単純平均値1,219円に対して25.10%、同日までの過去6ヶ月間の終値単純平均値1,335円に対して14.23%のプレミアムをそれぞれ加えた金額です。）とする旨の第3回提案を書面で受領しました。当社は第3回提案を受けて、本特別委員会の意見も踏まえ検討した結果、公開買付者らに対して、2025年1月15日付で第3回提案における本公開買付価格は、①同日時点及び過去一定期間の株価に対するプレミアム水準が本件と同様の非公開化を目的とするMBO案件の平均値及び中央値である50%程度の水準と比して不十分であること、また、②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野村證券による株式価値算定結果に照らして、十分な価格と判断できないことを総合的に勘案し、当該公開買付価格では当社として賛同表明及び応募推奨意見を出せる水準から

は引き続き著しく乖離しているとして、本公開買付価格の引き上げに関する再検討を要請しました。その後、当社は、2025年1月17日に、公開買付者らより、当社にかかる要請を受けて、本公開買付けにおける当社株式1株当たりの本公開買付価格を1,550円（1,550円は、当該提案がなされた2025年1月17日の前営業日である2025年1月16日の東京証券取引所プライム市場における当社株式の終値1,242円に対して24.80%、同日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値1,239円に対して25.10%、同日までの過去3ヶ月間の終値単純平均値1,218円に対して27.26%、同日までの過去6ヶ月間の終値単純平均値1,325円に対して16.98%のプレミアムをそれぞれ加えた金額です。）とする旨の第4回提案を書面で受領しました。当社は第4回提案を受けて、本特別委員会の意見も踏まえ検討した結果、公開買付者らに対して、2025年1月21日付で第4回提案における本公開買付価格は、①同日時点及び過去一定期間の株価に対するプレミアム水準が本件と同様の非公開化を目的とするMBO案件の平均値及び中央値である50%程度の水準と比して不十分であること、また、②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野村証券による株式価値算定結果に照らして、十分な価格と判断できないことを総合的に勘案し、当該公開買付価格では当社として賛同表明及び応募推奨意見を出せる水準からは引き続き著しく乖離しているとして、本公開買付価格の引き上げに関する再検討を要請しました。その後、当社は、2025年1月22日に、公開買付者らより、当社にかかる要請を受けて、本公開買付けにおける当社株式1株当たりの本公開買付価格を1,625円（1,625円は、当該提案がなされた2025年1月22日の前営業日である2025年1月21日の東京証券取引所プライム市場における当社株式の終値1,263円に対して28.66%、同日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値1,254円に対して29.59%、同日までの過去3ヶ月間の終値単純平均値1,219円に対して33.31%、同日までの過去6ヶ月間の終値単純平均値1,314円に対して23.67%のプレミアムをそれぞれ加えた金額です。）とする旨の第5回提案を、本特別委員会と本公開買付価格に関する協議を行いたい旨の意向とともに、書面で受領しました。これを受け、本特別委員会は、2025年1月23日に公開買付者から本特別委員会に対して第1回提案乃至第5回提案に至った背景及び本公開買付価格に関する公開買付者らの考え方に関する説明を受け、当該説明内容に関する質疑応答を行いました。当社はかかる質疑応答及び第5回提案を受けて、本特別委員会の意見も踏まえ検討した結果、公開買付者らに対して、2025年1月23日付で第5回提案における本公開買付価格は、①同日時点及び過去一定期間の株価に対するプレミアム水準が本件と同様の非公開化を目的とするMBO案件の平均値及び中央値である50%程度の水準と比して不十分であること、また、②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野村証券による株式価値算定結果に照らして、十分な価格と判断できないことを総合的に勘案し、当該公開買付価格では当社として賛同表明及び応募推奨意見を出せる水準からは引き続き著しく乖離しているとして、本公開買付価格の引き上げに関する再検討を要請しました。その後、当社は、2025年1月24日に、公開買付者らより、当社にかかる要請を受けて、本公開買付けにおける当社株式1株当たりの本公開買付価格を1,650円（1,650円は、当該提案がなされた2025年1月24日の前営業日である2025年1月23日の東京証券取引所プライム市場における当社株式の終値1,260円に対して30.95%、同日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値1,257円に対して31.26%、同日までの過去3ヶ月間の終値単純平均値1,220円に対して35.25%、同日までの過去6ヶ月間の終値単純平均値1,308円に対して26.15%のプレミアムをそれぞれ加えた金額です。）とする旨の第6回提案を書面で受領しました。当社は第6回提案を受けて、本特別委員会の意見も踏まえ検討した結果、公開買付者らに対して、2025年1月24日付で第6回提案における本公開買付価格は、①同日時点及び過去一定期間の株価に対するプレミアム水準が本件と同様の非公開化を目的とするMBO案件の平均値及び中央値である50%程度の水準と比して不十分であること、また、②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野村証券による株式価値算定結果に照らして、十分な価格と判断できないことを総合的に勘案し、当該公開買付価格では当社として賛同表明及び応募推奨意見を出せる水準からは引き続き著しく乖離しているとして、本公開買付価格の引き上げに関する再検討を要請しました。その後、当社は、2025年1月26日に、公開買付者らより、当社にかかる要請を受けて、本公開買付けにおける当社株式1株当たりの本公開買付価格を1,700円（1,700円は、当該提案がなされた2025年1月26日の前営業日である2025年1月24日の東京証券取引所プライム市場における当社株式の終値1,291円に対して31.68%、同日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値1,262円に対して34.71%、同日までの過去3ヶ月間の終値単純平均値1,221円に対して39.23%、同日までの過去6ヶ月間の終値単純平均値1,305円に対して

30.27%のプレミアムをそれぞれ加えた金額です。)とする旨の第7回提案を書面で受領しました。当社は第7回提案を受けて、本特別委員会の意見も踏まえ検討した結果、公開買付者らに対して、2025年1月27日付で第7回提案における本公開買付価格は、①同日時点及び過去一定期間の株価に対するプレミアム水準が本件と同様の非公開化を目的とするMBO案件の平均値及び中央値である50%程度の水準と比して不十分であること、また、②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野村証券による株式価値算定結果に照らして、十分な価格と判断できないことを総合的に勘案し、当該公開買付価格では当社として賛同表明及び応募推奨意見を出せる水準からは引き続き乖離しているとして、本公開買付価格の引き上げに関する再検討を要請しました。その後、当社は、2025年1月27日に、公開買付者らより、当社にかかる要請を受けて、2025年1月26日に行った第7回提案における1,700円という提案価格が、これまでの当社との協議及び当社の一般株主への配慮を最大限考慮した価格であることから、本公開買付けにおける当社株式1株当たりの本公開買付価格を1,700円(1,700円は、当該提案がなされた2025年1月27日の前営業日である2025年1月24日の東京証券取引所プライム市場における当社株式の終値1,291円に対して31.68%、同日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値1,262円に対して34.71%、同日までの過去3ヶ月間の終値単純平均値1,221円に対して39.23%、同日までの過去6ヶ月間の終値単純平均値1,305円に対して30.27%のプレミアムをそれぞれ加えた金額です。)とする旨の最終提案書を書面で受領しました。当社は最終提案を受けて、本特別委員会の意見も踏まえ検討した結果、公開買付者らに対して、2025年1月27日付で最終提案における本公開買付価格は、正式な意思決定には本特別委員会の本答申書(以下に定義します。)等を踏まえた上で、2025年1月28日開催の当社の取締役会における決議が必要になるものの、公開買付者らの提案を応諾する旨の回答を行いました。

さらに、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2025年1月28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「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」の「(4) 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、当社は、野村証券から、2025年1月27日付で当社株式に係る株式価値算定書(以下「本株式価値算定書(野村証券)」といいます。)の提供を受けております(本株式価値算定書(野村証券)の概要については、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「(3) 算定に関する事項」の「② 算定の概要」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野村証券から取得した本株式価値算定書(野村証券)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、本公開買付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。具体的には、以下のとおり、協議・検討を行っております。

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、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「(i) 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、物流投資事業にてパイプラインを積み上げ、CREロジスティクスファンド投資法人及び私募ファンドに対して継続的に物件を供給することで、ストック収益の拡大による安定化を行い、収益ボラティリティの逓減に取り組んでおります。当社は、今後も物流投資事業におけるパイプラインの積み上げが収益安定性の確保には不可欠であると考えており、引き続きパイプラインを着実に積み上げつつ、また物流投資事業と安定収益基盤であるアセットマネジメント事業及び不動産管理事業とを有機的に結び付けていくことで事業規模の拡大を目指しております。

一方、山下氏は、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、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「(i)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、不動産マーケットにおいては、国内外を問わず投資家の投資意欲が旺盛であることから厳しい不動産取得環境が続いており、当社の事業リスクは高まっている中、国内の利上げを背景に金融調達環境が変化しており、今後更なる企業価値の最大化を図るためには中長期的な視点に立った事業変革が求められると考えるようになったところ、当社が上場会社であることから一般株主の利益に配慮した事業運営を行う必要があり、当社が上場したままでは、当社の株主に対して短期的な利益水準の低下やキャッシュ・フローの悪化等を招く可能性のある施策を機動的かつ柔軟に実施することは困難ではないかと考えているとのことです。これに対して、当社としても、①当社のボラタイルな事業構造が株式市場での評価サイクルとは必ずしも合致していない点、②物流投資事業を中心とする事業成長のスピードと財務体力の成長スピードが合致していない点、③事業ポートフォリオの再構築期間に時間を要するという点を踏まえると、上場維持を前提として抜本的な問題解決を早期に図ることは容易ではないと考えております。

このような状況下において、公開買付者らは、公開買付者らが当社を非公開化することにより、(A)当社グループ(当社、子会社13社、関連会社36社を総称していいます。以下同じです。)における信用力補完及び資金調達力の強化による業績向上及び市場シェアの拡大、(B)当社グループにおける開発事業の加速化、(C)資産回転型ビジネスモデルの深化及び(D)SDGs経営の経営資源の有効活用といったシナジーの実現が期待されると考えているとのことですが、2024年12月上旬、当社としても、公開買付者らからの提案、公開買付者らとの協議、当社における検討を通じて、本公開買付けを含む本取引を行うことで公開買付者ら及び当社が一体となり、スピード感をもって事業運営を実施することで、以下のシナジー等の実現が見込まれ、当該シナジーの早期実現を目指すことが当社の企業価値の向上に資するとの認識を有するに至りました。

(ア) 当社グループの信用力及び資金調達力の向上

当社グループは、多額の資金借入が必要な物流投資事業を成長ドライバーとしておりますが、現状の自己資本の規模を前提とする場合には、大型物件を長期保有することが困難な状況にあります。高い信用格付や金融機関との信頼関係に基づく強固な資金調達基盤を有するSMFLグループ(SMFL並びにその子会社及び関連会社をいいます。以下同じです。)の一員となり、当社グループの信用力が補完されることで、大型物件等の取得に必要な資金調達力の向上が可能になると考えております。

(イ) SMFLグループによるブリッジ保有機能等の活用

当社グループの現状の財務基盤に鑑みると、物流投資事業における物件の長期保有が困難なため、定期的な物件売却を行う必要がありますが、物件売却タイミングは投資マーケットの動向等の影響を受ける状況にあります。業界最大手のリース会社であるSMFLグループが保有するブリッジ保有機能等を活用し、定期的な物件売却を実現することで、当社グループの業績を安定させることが可能になると考えております。

(ウ) SMFLグループの幅広い顧客基盤や強固なネットワーク等の経営資源の活用による規模拡大や事業機会の増加

当社グループは、2018年より「物流インフラプラットフォーム構想」を事業ビジョンに掲げ、雇用の確保、自動化やデジタル化等の物流DX、車両や物流サービスのシェアリング事業等の物流不動産の周辺事業領域をM&Aや資本業務提携を通じて強化して参りました。SMFLグループが有する幅広い顧客基盤や強固なネットワーク等の経営資源を活用することで、当社グループとして、物流不動産のワンストップサービスにとどまらず、物流サービス全ての基盤になる仕組みとして、さらに付加価値の高いサービスの提供が可能になると考えております。

(エ) 公開買付者のエクイティ投資、メザニン投資及び自己保有物件の出口戦略における当社アセットマネジメント事業との協働

当社の子会社であるCREリートアドバイザーズ株式会社が運用を受託しているCREロジ

スティクスファンド投資法人、当社の子会社であるストラテジック・パートナーズ株式会社が運用を受託している私募ファンドにおいては、安定的かつ健全な財務基盤の構築が不可欠であり、公開買付者が行うエクイティ投資及びメザニン投資との親和性が高いものと考えております。また、公開買付者の自己保有物件に関する出口戦略において、当社グループが物件のアセットマネジメントを受託し、アセットマネジメント報酬を獲得することで、ストック収益の更なる積み上げが可能になると考えております。

なお、一般に、株式の非公開化に伴うデメリットとしては、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ることや、知名度や社会的信用の向上といった上場会社として享受してきたメリットを享受できなくなることが挙げられます。しかしながら、当社における主な資金需要は物流投資事業における物流施設の開発資金であり、2025年1月28日時点において、これ以外の大規模な資本投下等を想定しているものはなく、当該資金需要については金融機関からの借入による資金調達等によって賄っております。また、今後新たな資金需要が生じる場合において、当社は、公開買付者との親子ローン等を通じた資金調達が可能であると考えております。さらに、知名度や社会的信用の向上についても、非上場会社である場合にもブランド力や社会的信用力の高い企業は数多く存在していること、当社は既に物流業界内において一定の知名度を有していると考えており、上場廃止による悪影響は限定的であると考えております。また、本取引が成立した場合、公共建物との資本関係が失われますが、同社とはこれまでに取引実績はなく、将来の取引の見込みにおいても同様であることから、影響はないと考えております。当社は、本取引後において物流業界内で高いプレゼンスを誇るSMFLグループの一員となることは、当社のブランド力・社会的信用等に好影響を与えるものと認識しており、当社株式の非公開化に伴うデメリットは限定的と考えております。

また、本公開買付価格(1,700円)が、(a)野村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上限を上回っていること、類似会社比較法による算定結果のレンジの範囲内にあること、かつDCF法による算定結果のレンジの範囲内であり、また、当社の2024年9月13日の第2次中期経営計画(2022年7月期～2026年7月期)における事業利益計画及び株主還元の見込み額の下修正(以下「本下方修正」といいます。)に関して、手続の不正をうかがわせる事実は特段存在せず、当社としても当社株式の株式価値の算定結果として不当ではないと評価していること、(b)本公開買付けの公表日の前営業日である2025年1月27日の当社株式の東京証券取引所プライム市場における終値1,309円に対して29.87%、同日までの過去1ヶ月間(2024年12月30日から2025年1月27日まで)の終値単純平均値1,267円に対して34.18%、同過去3ヶ月間(2024年10月28日から2025年1月27日まで)の終値単純平均値1,223円に対して39.00%、同過去6ヶ月間(2024年7月29日から2025年1月27日まで)の終値単純平均値1,301円に対して30.67%のプレミアムをそれぞれ加えた金額になっており、そのプレミアムは経済産業省が「公正なM&Aの在り方に関する指針—企業価値の向上と株主利益の確保に向けて—」(以下「M&A指針」といいます。)を公表した2019年6月28日以降2025年1月27日までに公表され成立した非公開化を目的とするMBO事例、73件におけるプレミアム水準(公表日前営業日の終値に対するプレミアムの中央値・平均値(42.53%、48.09%)、直近1ヶ月間の終値単純平均値に対するプレミアムの中央値・平均値(45.16%、50.35%)、直近3ヶ月間の終値単純平均値に対するプレミアムの中央値・平均値(45.89%、53.07%)及び直近6ヶ月間の終値単純平均値に対するプレミアムの中央値・平均値(49.16%、52.39%)。小数点以下第三位を四捨五入。)に比べて公表日前の営業日終値単純平均との関係では必ずしも高い水準にあるとはいえないものの、同種事例の分布を10%刻みで分析した結果、本公開買付けと同じく、公表日の前営業日までの過去1ヶ月間に対して、30%台のプレミアムを付与している事例が最も多く、また公表日の前営業日までの過去3ヶ月間及び過去6ヶ月間の終値単純平均値に対して、30%台のプレミアムを付与している事例も相応にあることから、過去の同種事例のプレミアムの水準に照らして必ずしも不合理ではないプレミアムの範囲と考えられること、(c)当社及び本特別委員会と公開買付者ら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た上で決定された価格であること、より具体的には、野村証券による当社株式の株式価値に係る算定結果の内容や、ア

ンダーソン・毛利・友常法律事務所による本取引に関する意思決定の過程及び方法その他の留意点についての法的助言等を踏まえ、かつ、本特別委員会による意見、指示、要請等を受けた上で公開買付者らとの間で真摯かつ継続的に協議・交渉が行われた結果として、当初提示額（1株 1,350円）よりも、1株当たり 350円（25.93%、小数点以下第三位を四捨五入。）引き上げられた価格で提案された価格であること、

(d) 本特別委員会自身が公開買付者らとの交渉を行うことにより、取引条件に関する交渉過程に実質的に関与した上で、本公開買付価格について妥当である旨の意見を述べていること、(e) 下記「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」の「(4) 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」に記載のとおり、本取引の取引条件（本公開買付価格、公開買付期間、本公開買付けの買付予定数の下限及び本取引のスキーム等）は、本特別委員会から取得した本答申書においても、妥当であると認められると判断されていること、(f) 本公開買付けに応募しなかった少数株主は、本公開買付けの後に実施される予定の当社を非公開化するための一連の手続（以下「本スクイーズアウト手続」といいます。）において、最終的に金銭が交付されることになること、当該株主に交付される金銭の額が、本公開買付価格に当該当社の株主が所有していた当社株式の数を乗じた価格と同一となるよう設定した上で、裁判所に対して任意売却許可の申立てを行うことを当社に要請する予定であり、一般株主が本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し、これをもって強圧性が生じないように配慮されていること、(g) 本取引の対価は、本公開買付け及びその後実施される予定の本スクイーズアウト手続を通じて、金銭であることが予定されていること、金銭は、価値変動リスクが低く、かつ、流動性が高いことに加えて、株主の応募判断にあたっては評価が比較的容易であるため、株主保護の観点から妥当なものであると評価することができること、(h) 公開買付期間を法定の最短期間である 20 営業日より長期の 30 営業日とすることにより、当社の株主の皆様の本公開買付けに対する応募について適切な判断機会を確保するとともに、当社株式について対抗的買取提案者にも対抗的な買付け等を行う機会を確保していること等を踏まえ、本公開買付価格及び本公開買付けに係るその他の諸条件は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しております。

以上より、当社は、本取引が当社の企業価値向上に資するものであり、かつ本公開買付価格を含む本取引に係る諸条件が妥当なものであると判断したため、2025年1月28日開催の取締役会において、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。

上記の当社取締役会の決議の詳細については、下記「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」の「(6) 当社における利害関係を有しない取締役（監査等委員である取締役を含む。）全員の承認」をご参照ください。

その後、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（但し、公開買付者が所有する当社株式、当社が所有する自己株式並びに京橋興産が所有する当社株式、京橋興産が野村信託銀行株式会社との間で締結した 2021 年 4 月 15 日付有価証券管理・処分信託契約書（以下「本信託契約書」といいます。）に基づき信託して同契約に基づく信託（以下「本信託」といいます。）の信託財産に属している野村信託銀行株式会社（以下、本信託の受託者としての同社を「本受託者」といいます。）名義の当社株式及びケネディクスが所有する当社株式を除きます。）を取得することができなかつたことから、当社の株主を公開買付者及び京橋興産のみとするため、本株式併合を本臨時株主総会に付議することを決議いたしました。

本株式併合により、公開買付者及び京橋興産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。

本取引の詳細につきましては、本意見表明プレスリリース及び本公開買付け結果プレスリリースをご参照ください。

なお、京橋興産が 2025 年 4 月 10 日付で関東財務局長宛に提出した大量保有報告書の変更報告書 No. 18 に

よれば、京橋興産及び本受託者は、2025年4月3日付で本信託契約書を合意解約したとのことです。

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

当社及び公開買付者は、本株式併合がマネジメント・バイアウト（MBO）のための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、本公開買付価格を含む本取引に係る取引条件の公正さを担保するため、以下の措置を講じております。

なお、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) 公開買付者らにおける独立した第三者算定機関からの株式価値算定書の取得

公開買付者らは、本公開買付価格を決定するにあたり、公開買付者ら、当社、本応募合意株主及び本応募合意株主から独立した第三者算定機関として、SMBC日興証券株式会社（以下「SMBC日興証券」といいます。）に対して、当社株式の株式価値の算定を依頼し、2025年1月27日付で当社株式の株式価値に関する株式価値算定書（以下「本株式価値算定書（SMBC日興証券）」といいます。）を取得したとのことです。なお、SMBC日興証券は、公開買付者らと同じ株式会社三井住友フィナンシャルグループ（以下「SMFG」といいます。）のグループ企業の一員であります。公開買付者らは、SMBC日興証券の算定機関としての実績に鑑み、かつ、弊害防止措置としてSMBC日興証券における当社株式の株式価値の算定を実施する部署とその他の部署及びSMBC日興証券の親会社であるSMFGとの間で社内の規程に定める情報遮断措置が講じられていること、公開買付者らとSMBC日興証券は一般取引先と同様の取引条件での取引を実施しているため第三者算定機関としての独立性が確保されていること、SMBC日興証券は当社の関連当事者には該当せず、公開買付者らがSMBC日興証券に対して当社株式の株式価値の算定を依頼することに関し、特段の問題はないと考えられることを踏まえた上で、SMBC日興証券に対して当社株式の算定を依頼したとのことです。また、公開買付者らは、本取引に際して実施されている他の本公開買付価格の公正性を担保するための措置並びに利益相反を回避するための措置を踏まえて、当社の少数株主の利益に十分な配慮がなされていると考えており、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）を取得していないとのことです。

SMBC日興証券は、複数の株式価値算定手法の中から当社株式の株式価値の算定にあたり採用すべき算定手法を検討の上、当社が東京証券取引所プライム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、類似上場会社比較による株式価値の類推が可能であることから類似上場会社比較法及び将来の事業活動を評価に反映するためにDCF法の各手法を用いて当社株式の株式価値の算定を行い、公開買付者らはSMBC日興証券から2025年1月27日付で本株式価値算定書（SMBC日興証券）を取得したとのことです。

SMBC日興証券による当社株式の1株当たり株式価値の算定結果は以下のとおりとのことです。

市場株価法	: 1,223円～1,301円
類似上場会社比較法	: 1,335円～2,039円
DCF法	: 864円～2,717円

市場株価法では、算定基準日を2025年1月27日として、東京証券取引所プライム市場における当社株式の算定基準日までの直近1ヶ月間の終値単純平均値1,267円、直近3ヶ月間の終値単純平均値1,223円及び直近6ヶ月間の終値単純平均値1,301円を基に、当社株式1株当たりの株式価値の範囲を1,223円から1,301円までと算定しているとのことです。

類似上場会社比較法では、当社と類似する事業を営む上場会社の市場株価や収益性を示す財務指標との比較を通じて、当社株式の株式価値を評価し、当社株式1株当たりの株式価値の範囲を1,335円から2,039円までと算定しているとのことです。

DCF法では、当社から提供された2025年7月期から2028年7月期までの事業計画、一般に公開された情報等の諸要素を前提として、2025年7月期以降に当社が将来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くことにより当社の企業価値や株式価値を評価

し、当社株式1株当たりの株式価値の範囲を864円から2,717円までと算定しているとのことです。なお、DCF法において前提とした当社の将来の財務予測においては、大幅な増減益を見込んでいる事業年度は含まれていないとのことです。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、2025年1月28日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、反映していないとのことです。

公開買付者らは、SMB C日興証券から取得した本株式価値算定書（SMB C日興証券）の算定結果において市場株価法の算定結果の上限を上回り、類似上場会社比較法及びDCF法の算定結果のレンジの範囲内であること、公開買付者が2024年11月中旬から同年12月中旬にかけて当社に対して行ったデュー・ディリジェンスの結果、当社取締役会による本公開買付けへの賛同の可否、当社株式の市場株価推移（本公開買付け価格の最終提案実施日の2025年1月27日の前営業日2025年1月24日の終値1,291円、同日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値1,262円、同日までの過去3ヶ月間の終値単純平均値1,221円及び過去6ヶ月間の終値単純平均値1,305円）及び本公開買付けに対する応募の見通し等を総合的に勘案し、当社との協議・交渉の結果等も踏まえ、最終的に2025年1月28日、本公開買付け価格を1株当たり1,700円とすることを決定したとのことです。

本公開買付け価格1,700円は、本公開買付けの実施についての公表日の前営業日である2025年1月27日の当社株式の東京証券取引所プライム市場における終値1,309円に対して29.87%、同日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値1,267円に対して34.18%、同日までの過去3ヶ月間の終値単純平均値1,223円に対して39.00%、同日までの過去6ヶ月間の終値単純平均値1,301円に対して30.67%のプレミアムをそれぞれ加えた価格となるとのことです。

(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あたり、公開買付者から提示された本公開買付け価格に対する意思決定の過程における公正性を担保するために、公開買付者ら、本応募合意株主及び本不応募合意株主並びに当社から独立した第三者算定機関として、野村證券に当社株式の株式価値の算定を依頼し、2025年1月27日付で本株式価値算定書（野村證券）を取得いたしました。なお、野村證券は、公開買付者ら及び京橋興産並びに当社の関連当事者には該当せず、本公開買付けを含む本取引に関して重要な利害関係を有しておりません。また、当社は、野村證券から本公開買付け価格の公正性に関する意見書（フェアネス・オピニオン）を取得しておりません。本取引に係る野村證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います。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になった場合に当社に相応の金銭負担が生じる報酬体系の是非等も勘案すれば、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いることをもって独立性が否定されるものではないと判断の上、上記の報酬体系により野村證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。また、本特別委員会において、野村證券の独立性に問題がないことが確認されております。

野村證券は、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もと、当社株式の価値を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プライム市場に上場していることから市場株価平均法を用い、当社と比較的類似する事業を営む上場会社が複数存在し、類似会社との比較による当社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用い、また、将来の事業活動の状況を算定に反映するためにDCF法を用いて当社株式の株式価値の算定を行いました。

野村證券によれば、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	1,223円～1,309円
類似会社比較法	431円～2,135円
DCF法	1,159円～2,896円

市場株価平均法においては、2025年1月27日を算定基準日として、当社株式の東京証券取引所プライム市場における基準日終値1,309円、直近5営業日の終値の単純平均値1,227円、直近1ヶ月間の終値の単純平均値1,267円、直近3ヶ月間の終値の単純平均値1,223円及び直近6ヶ月間の終値の単純平均値1,301円を基に、当社株式の1株当たりの株式価値の範囲は、1,223円から1,309円と算定しております。

類似会社比較法においては、完全には類似していないものの、当社と比較的類似する事業を営む類似上場会社としていちご株式会社、株式会社アスコット、株式会社ファンドクリエーショングループ、株式会社フージャースホールディングス、株式会社ビーロット、ロードスターキャピタル株式会社、株式会社グローバル・リンク・マネジメント、霞ヶ関キャピタル株式会社、ヨシコン株式会社、株式会社日本エスコン、MIRARTHホールディングス株式会社、サンフロンティア不動産株式会社、コロンビア・ワークス株式会社、株式会社タスキホールディングスを選定した上で、企業価値に対する営業利益の倍率、償却前営業利益（以下「EBITDA」といいます。）の倍率（以下「EBITDAマルチプル」といいます。）、時価総額に対する純利益の倍率及び株主資本の倍率を用いて当社株式の株式価値を算定しております。その結果、当社株式の1株当たり株式価値の範囲は、431円から2,135円と算定しております。

DCF法においては、本事業計画に基づく収益予測や投資計画等、合理的と考えられる前提を考慮した上で、当社が2025年7月期第2四半期以降に創出すると見込まれるフリー・キャッシュ・フローを基に、事業リスクに応じた一定の割引率で現在価値に割り戻して企業価値を評価し、さらに当社が保有する現金同等物等の価値を加算するなど財務上の一定の調整を行って、当社株式の株式価値を分析し、1株当たりの株式価値の範囲を1,159円から2,896円と算定しております。割引率（加重平均資本コスト）は5.25%から5.75%を採用しており、継続価値の算定にあたっては永久成長率モデル及びマルチプルモデルを採用し、永久成長率は0.00%から0.50%、EBITDAマルチプルは9.0倍から11.0倍として当社株式の株式価値を算定しております。なお、当該事業計画は、公開買付者ら、本応募合意株主及び本不応募合意株主から独立した当社関係者による主導の下で作成されており、作成過程において公開買付者らが関与した事実はありません。本特別委員会は、当社が本取引のために当該事業計画を作成するにあたり、事業計画案の内容及び重要な前提条件等について説明を受けるとともに、最終的な当該事業計画の内容、重要な前提条件及び作成経緯等について合理性を確認し、承認をしています。

野村證券がDCF法で算定の前提とした当社財務予測の具体的な数値は以下のとおりであり、当該財務予測においては、フリー・キャッシュ・フローの大幅な変動を見込んでいる事業年度が含まれております。具体的には、2025年7月期から2026年7月期において、物流投資事業における販売用不動産の売却に伴い、運転資本が減少することからフリー・キャッシュ・フローの増加を見込んでおります。一方、2027年7月期から2028年7月期において、物流投資事業における開発物件への投資額が、販売用不動産の売却額を上回ることにより、運転資本が増加することからフリー・キャッシュ・フローの減少を見込んでおります。なお、本取引の実行により実現することが期待されるシナジー効果については、2025年1月28日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（注3）。

（注3）野村證券は、当社株式の株式価値の算定に際して、公開情報及び当社から提供を受けた一切の情報が正確かつ完全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についての検証は行っておりません。当社及びその関係会社の資産又は負債（金融派生商品、簿外資産及び負債、その他の偶発債務を含みます。）について、個別の資産及び負債の分析及び評価を含め、独自に評価、鑑定又は査定を行っておらず、第三者機関への鑑定又は査定の依頼も行っておりません。本事業計画については、当社の経営陣（但し、公開買付者ら、本応募合意株主及び本不応募合意株主から独立した者に限ります。）により算定時点で得られる最善かつ誠実な予測及び判断に基づき合理的に検討又は作成されたことを前提としております。野村證券の算定は2025年1月27日までに野村證券が入手した情報及び経済条件を反映したものです。なお、野村證券の算定は、当社取締役会が当社の

株式価値を検討するための参考に資することを唯一の目的としております。

(単位：百万円)

	2025年 7月期 (注4)	2026年 7月期	2027年 7月期	2028年 7月期
売上高	64,299	97,100	116,123	97,907
営業利益	8,857	11,825	9,942	10,664
E B I T D A	9,262	12,372	10,281	11,007
フリー・キャッ シュ・フロー	▲9,538	7,920	5,140	▲1,402

(注4) 2025年7月期に係る数値は、いずれも同事業年度第2四半期会計期間以降の2024年11月1日から2025年7月31日までの期間に係るものです。

(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、公開買付者ら、本応募合意株主及び本不応募合意株主並びに当社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、公開買付者ら、本応募合意株主及び本不応募合意株主並びに当社の関連当事者には該当せず、本公開買付けを含む本取引に関して重要な利害関係を有しておりません。本取引に係るアンダーソン・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、本特別委員会において、アンダーソン・毛利・友常法律事務所の独立性に問題がないことが確認されております。

(4) 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)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、2024年11月4日付の取締役会決議に基づき、当社取締役会において本公開買付けを含む本取引の是非を審議及び決議するに先立って、本公開買付けを含む本取引における当社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ことを目的として、公開買付者ら、本応募合意株主及び本不応募合意株主並びに当社から独立した、当社社外取締役から成る委員(当社の社外取締役である清水琢磨氏(監査等委員である社外取締役)、奥田かつ枝氏及び石久保善之氏(監査等委員である社外取締役)の3名)によって構成される本特別委員会を設置しました。なお、本特別委員会の互選により、清水琢磨氏を本特別委員会の委員長として選定しております。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、固定の報酬を支払うものとしており、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。

そして、当社は、上記取締役会決議に基づき、本特別委員会に対し、(a)本取引の目的が合理的と認められるか(本取引が当社の企業価値向上に資するかを含む。)、(b)本取引に係る手続の公正性が確保されているか、(c)本取引の取引条件(本公開買付けにおける買付価格を含む。)の妥当性が確保されているか、(d)上記(a)乃至(c)を踏まえて、当社の取締役会による本取引の実施に係る決定は当社の少数株主にとって不利益でないと考えられるか(以下(a)乃至(d)の事項を「本諮問事項」といいます。)について諮問し、これらの点についての答申書を当社に提出することを委嘱しました。

また、本特別委員会への諮問にあたり、当社取締役会は、本取引に関する決定を行うに際して、本特別委員会の意見を最大限尊重し、本特別委員会が本取引について妥当でないと判断した場合には、本取引を行う旨の意思決定(本公開買付けに関する当社の賛同及び応募推奨を内容とする意見表明を含む。)

を行わないこととしています。また、当社は、本取引の取引条件に関する交渉について事前の方針を確認し、適時にその状況の報告を受け、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、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本特別委員会に付与しております。同時に、本特別委員会に対して、(i)当社のファイナンシャル・アドバイザー及びリーガル・アドバイザー等の専門家を指名又は承認（事後承認を含む。）する権限、(ii)諮問事項の検討にあたって、必要と認める場合には、本特別委員会自らのアドバイザー等を選任する権限（本特別委員会のアドバイザーの専門的助言に係る合理的な費用は、当社の負担とする。）、(iii)当社の役職員その他本特別委員会が必要と認める者から本取引の検討及び判断に必要な情報を受領する権限、(iv)本取引の取引条件に関する交渉について事前の方針を確認し、適時にその状況の報告を受け、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、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。

そして、当社は、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者の独立性及び適格性等についても確認を行い、本特別委員会の委員の候補者が、公開買付者ら、本応募合意株主及び本応募合意株主並びに当社からの独立性を有すること、及び本取引の成否に関して少数株主とは異なる重要な利害関係を有していないことを確認した上で、本特別委員会の委員の選定をしております。なお、当社は、当初から上記の3氏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。

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野村證券並びにリーガル・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。また、本特別委員会は、公開買付者ら及び京橋興産並びに当社の関連当事者には該当しないこと及び本公開買付けを含む本取引に関して重要な利害関係を有していないことを確認の上、本特別委員会独自のリーガル・アドバイザーとして潮見坂綜合法律事務所を選任しております。

本特別委員会は、2024年11月8日から2025年1月28日まで合計15回開催されたほか、各会日間においても電子メールを通じて報告・情報共有、審議及び意思決定を行い、本諮問事項について、慎重に検討及び協議を行いました。具体的には、当社に対して質問事項を提示し、当社との間で、本取引の目的及び背景、本取引後の経営方針等について質疑応答を実施したほか、②公開買付者に対して質問事項を提示し、公開買付者に対して、本取引の目的及び背景、本取引後の経営方針等についてインタビュー形式により質疑応答を実施しております。

また、本特別委員会は、当社が作成した本事業計画について、当社からその内容、重要な前提条件及び作成経緯等について説明を受けるとともに、これらの事項について合理性を確認しております。さらに、本特別委員会は、潮見坂綜合法律事務所、野村證券及びアンダーソン・毛利・友常法律事務所から、本取引の手續面における公正性を担保するための措置並びに本取引に係る当社取締役会の意思決定の方法及び過程その他の利益相反を回避するための措置の内容について説明を受け、本取引において手續の公正性を確保するために講じるべき措置について審議・検討を行っております。

本特別委員会は、当社の公開買付者らとの交渉について、随時、当社及び野村證券から報告を受けて審議・検討を行い、当社の交渉方針につき、適宜、必要な意見を述べています。具体的には、当社の少数株主の利益を最大化することを目的として、価値算定の内容及び本特別委員会による検証結果も踏まえつつ、以下の諸点に留意して公開買付者らと真摯に交渉すべきとの意見を述べています。

- A) 公開買付価格については、M&A指針公表後の2019年6月28日から2024年12月6日までに成立が公表されたMBO案件67件のプレミアムの平均値及び中央値である40~50%を意識して交渉すべきであること
- B) (i)本公開買付けにおいて、公開買付者らは、本応募合意株主及び本応募合意株主を合わせると、少なくとも59.59%を確保しているため、公開買付者側の価格引上げインセンティブが低いと想定されること、(ii)株価推移を見ると2024年9月13日の第2次中期経営計画（2022年7月期~2026年7月期）における事業利益計画及び株主還元累計予定額の下修正開示から下落傾向にあるこ

と、(iii)公開買付価格は大多数の当社の少数株主に損失を生じさせない金額とすることが望ましく、かつ、(i)当社のビジネスは物件の開発・売却（フロービジネス）からマスターリース・プロパティマネジメント等の不動産管理やアセットマネジメントの受託（ストックビジネス）までを手がけるため収益化までのテールが長く、フロービジネスでは各期に与える収益のボラティリティが高いモデルであること、(ii)現中計において株主還元方針（総還元性向 毎期 30%を下限に 50%を目標とする）を公表し、安定かつ継続的な株主還元を実施していることなどから、長期目線で投資している株主も存在する可能性があること等を踏まえ、算定期間よりも長期の期間の市場株価（例えば、過去1年間の最高価格である1株当たり1,735円）や2021年10月26日に実施した公募増資の価格（1株当たり1,780円）も意識した上で交渉すること

本特別委員会は、2024年12月17日に公開買付者らより公開買付価格を1株当たり1,350円とする、第1回提案を受領して以降、本特別委員会が公開買付者らから公開買付価格に関する提案を受領する都度、野村証券から受けた財務的見地からの助言も踏まえて公開買付者らに対する交渉方針を審議・検討し、公開買付価格に関する公開買付者との間の交渉過程に実質的に関与いたしました。その結果、公開買付者らから、同年1月26日に公開買付価格を1株当たり1,700円とする、最終的な提案を受けるに至りました。

本特別委員会は、潮見坂綜合法律事務所、野村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、2025年1月28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。

(i) 答申内容

- i 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性を有する。
- ii 本取引において、手続の公正性が確保されている。
- iii 本取引の条件（本公開買付けにおける買付価格を含む。）には妥当性が確保されている。
- iv 当社の取締役会による本取引についての決定は当社の少数株主にとって不利益なものでない。
- v 当社の取締役会が本公開買付けに賛同の意見を表明し、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。

(ii) 答申理由

- i 本取引の目的が合理的と認められるか（本取引が当社の企業価値の向上に資するかという点を含む。）について
 - 当社グループは、物流施設の賃貸、管理、開発、仲介、投資助言及び投資運用を主たる業務としている。
 - 国内生産年齢人口の減少に加え、物流業界における2024年問題等、物流を取り巻く環境が大きく変化する中で、物流事業者の課題として、労働者の確保、自動化やデジタル化、輸配送の効率化等の課題が存在する。当該事業環境下において、当社は、グループとして、①物流投資事業と再現性の高いアセットマネジメント事業及び不動産管理事業とを有機的に結びつけることによるストックビジネスの着実な規模拡大の実現、②2018年に掲げた「物流インフラプラットフォーム構想」に基づく雇用の確保、自動化やデジタル化等の物流DX、車両や物流サービスのシェアリング事業等の物流不動産の周辺事業領域のM&Aや資本業務提携を通じ強化により、当該事業環境に対応してきた。
 - SMFLは、「幅広い金融機能を持つ事業会社」の強みを生かし、社会価値と経済価値の拡大をオーバーラップさせていくことを中期経営計画のテーマとして掲げており、新たなコアビジネスの創造を戦略の柱の一つとしている。SMFLにおいては、新たなコアビジネスの確立に向けた不動産事業を強化するために本取引に取り組む意義があり、また、当社の強みである物流不動産開発事業やストックビジネスとの親和性は高く、本取引を通じて、更なる成長を目指したいと考えている。

- 京橋興産は、厳しい不動産取得環境が続いており当社の事業リスクは高まっている中、国内の利上げを背景に金融調達環境が変化しているという認識の上、今後更なる企業価値の最大化を図るためには中長期的な視点に立った事業変革が求められ、その中で、当社がSMFLグループに入ることによってファイナンス支援やビジネス面で成長に資するサポートが得られると考えている。
- 当社は、当社グループを取り巻く経営環境等を踏まえ、公開買付者らからの提案、公開買付者らとの協議、当社における検討を通じて、本公開買付けを含む本取引を行うことで公開買付者ら及び当社が一体となり、スピード感をもって事業運営を実施することで、①当社グループの信用力及び資金調達力の向上、②SMFLグループによるブリッジ保有機能等の活用による定期的な物件売却の可能性、③SMFLグループの幅広い顧客基盤や強固なネットワーク等の経営資源の活用による規模拡大や事業機会の増加、④公開買付者のエクイティ投資、メザニン投資及び自己保有物件の出口戦略における当社アセットマネジメント事業との協働等によるストック収益の更なる積み上げ等のシナジーを実現することが可能であると考えており、本公開買付けを含む本取引を行うことで公開買付者ら及び当社が一体となり、スピード感をもって事業運営を実施することで上記のシナジーの早期実現を目指すことが当社の企業価値の向上に資するとの認識を有するに至っており、当社の当該認識は合理的である。
- 公開買付者ら及び京橋興産による当社グループへの更なる経営資源の投入を可能とすることで、機動的かつ着実な経営施策の実行を通じて、①長期的な成長戦略の実行及び意思決定の迅速化、②上場維持コスト及び関連する業務負担軽減といったシナジー創出を見込むこともでき、当社の更なる企業価値向上に資すると判断している。
- 株式の非公開化に伴うデメリットとしては、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ることや、知名度や社会的信用の向上といった上場会社として享受してきたメリットを享受できなくなることが挙げられる。しかしながら、当社における主な資金需要は物流投資事業における物流施設の開発資金であり、2025年1月28日において、これ以外の大規模な資本投下等を想定しているものはなく、当該資金需要については金融機関からの借入による資金調達等によって賄っている。また、今後新たな資金需要が生じる場合において、当社は、公開買付者との親子ローン等を通じた資金調達が可能であると考えている。さらに、知名度や社会的信用の向上についても、非上場会社である場合にもブランド力や社会的信用力の高い企業は数多く存在していること、当社は既に物流業界内において一定の知名度を有していると考えており、上場廃止による悪影響は限定的であると考えられる。また、本取引後において物流業界内で高いプレゼンスを誇るSMFLグループの一員となることは、当社のブランド力・社会的信用等に好影響を与えるものと認識しており、当社株式の非公開化に伴うデメリットは限定的と考えられる。
- また、当社の企業価値向上の観点において、本取引に優る有効な代替手段が存在すると認めるに足る事情は見当たらない。
- 以上のことから、本取引は当社の企業価値の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思料する。

ii 本取引に係る手続の公正性が確保されているかについて

- 本取引では、本特別委員会の設置（本特別委員会の実効性を高める実務上の工夫の実施を含む）、独立した外部専門家（ファイナンシャル・アドバイザー及びリーガル・アドバイザー）の早期登用並びに専門的助言及び本株式価値算定書（野村證券）の取得、本取引公表後における買取提案の機会の確保、本取引の検討・交渉・決議における利害関係者の排除、少数株主への情報提供の充実を通じたプロセスの透明性の向上、強圧性の排除といった各種の公正性担保措置が履践されている。
- 本取引の具体的状況に照らすと、当該公正性担保措置の内容は、(i)取引条件の形成過程における独立当事者間取引と同視し得る状況の確保及び(ii)少数株主による十分な情報に基づ

く適切な判断の機会の確保といういずれの視点からしても、必要十分な内容・組合せであり、かつ、現実にも実効性をもって運用されたと思料する。

- 以上の次第であるから、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。

iii 本取引の取引条件（本公開買付けにおける買付価格を含む。）の妥当性が確保されているかについて

- (i) 本取引の条件が形成される過程において、本特別委員会の設置及び関与を含む公正性担保措置の履践を通じて独立当事者間取引と同視し得る状況が確保されており、現に当事者間で真摯な交渉を経て合意されたこと、(ii) 株式価値算定書（野村証券）は、我が国において多数の実績を有する大手事業者であって、当社並びに公開買付者ら、本応募合意株主及び本応募合意株主の関連当事者には該当しない本取引と重要な利害関係人を有していない独立した第三者算定機関により作成されており、野村証券が採用した市場株価平均法、類似会社比較法及びDCF法（永久成長率法及びマルチプル法）は、いずれも継続企業価値の算定方法として一般に妥当とされている方法である。
- 市場株価平均法につき、公表日の過去5営業日、1ヶ月、3ヶ月及び6ヶ月において、本取引が成立しやすくなるように意図的に市場株価を操作する開示など、当該期間における株価を意図的に当社の株式価値を反映しない異常値とするような操作が行われたことを窺わせる特段の事情は不見当である。また、本下方修正は本意向表明書を受領する前に、物件のテナントの成約状況により収益の計上期の入れ替えが生じたこと、及びNOI（純収益）の変動（実際の成約賃料の計画賃料からのプラス差異のみならず、建物の想定課税標準額の上昇に起因する固都税の増加等によるマイナス差異がより多く発生している。）により売却想定価格が減少したこと等を踏まえて行われたものであり、株価を意図的に下げる目的で行われたものではない。
- 類似会社比較法に用いる類似会社の選定にあたっては、企業価値評価ガイドラインが例示する類似会社の選定にあたっての判断要素と整合しており、明らかな恣意性は見受けられない。対象会社の財務指標に乗じる類似会社の比準倍率は、EBITDA倍率、営業利益倍率、PER及びPBRの複数を採用しており、特段不合理な点は見当たらず、類似会社比較法の算定方法及び算定結果は合理的なものと認められる。
- DCF法（永久成長率法及びマルチプル法）の前提となる本事業計画について、①本事業計画を恣意的に悲観的な収益予測としたことを窺わせる事情及び②本事業計画が合理的な根拠を欠く収益予測であってその実現可能性を疑わせるような事情は、いずれも認められない。また、その他の前提条件（フリー・キャッシュ・フロー、割引率、継続価値の算出には永久成長率及びExit マルチプル並びに事業価値に加減算する非事業用資産及び有利子負債等）にも不合理な点は見受けられず、その算定方法及び算定結果は合理的なものと認められる。
- 本取引における対価額は、(i) 株式価値算定書（野村証券）の算定結果において市場株価平均法レンジの上限を上回り、類似会社比較法及びDCF法のレンジに収まっており、本下方修正に関して、手続の不正をうかがわせる事実の特段存在しないこと、(ii)、プレミアムについては、個別案件の多様な要因によって変動するため、同種案件との単純比較のみに依拠して当否を評価することは適切でないものの、直近1ヶ月平均に対するプレミアム34.18%は同種案件の中央値45.16%を下回る水準であるが、同種案件の件数ベースで見ると40%台と並んで最も多いプレミアムレンジである30%台中盤の水準となっていること、及び本特別委員会が少数株主の利益確保の観点から交渉に際して重視した長期の期間に対するプレミアムの観点で見ても、直近6ヶ月平均に対するプレミアムは30.67%と30%超のプレミアムとなっていること等を踏まえると、過去の同種事例のプレミアムの水準に照らして必ずしも不合理ではないプレミアムが付されているものと評価できること、(iii) 当社の価格帯別の売買高を見ると、本公開買付価格は、2024年7月29日から2025年1月27日における過

去6ヶ月において売買された当社株式の全ての価格を上回っており、また2024年1月29日から2025年1月27日における過去1年間に於いて売買された当社株式のうち、98%を超える数が売買された水準であり、本公開買付価格が大多数の当社の少数株主に損失を生じさせない水準であることを総合的に考慮すれば、当社の少数株主は、本取引において対価の交付を受けることにより、「本取引を行わなくても実現可能な価値」のみならず「想定される本取引による企業価値増加効果」も相当程度享受することを推認させる。よって、本取引における対価額には、当社株式の市場株価に対して合理的なプレミアムが付されていると評価できる。

- また、スキームその他の取引条件についても、本取引の方法及び対価は、当社の少数株主にとって不利益ではない。
- 以上の次第であるから、本取引の条件には妥当性が確保されている。

iv 当社の取締役会による本取引の実施に係る決定は当社の少数株主にとって不利益でないと考えられるかについて

- 諮問事項ivは、本取引は当社の少数株主にとって不利益なものではないと考えられるかを問うものである。
- もっとも、本特別委員会としては、諮問事項iからiiiにおいて検討を要請されている事項が、諮問事項iv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、諮問事項iからiii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、本取引は当社の少数株主にとって不利益なものではないと料する。

v 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の是非

- 諮問事項vは、本公開買付けに対して当社の取締役会が賛同意見を表明すること及び当社の株主に対して本公開買付けへの応募を推奨することの是非を問うものである。
- 本特別委員会としては、この諮問事項vについても、諮問事項iからivにおいて検討を要請されている事項が、諮問事項v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、諮問事項iからiv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、当社の取締役会が、本公開買付けに賛同の意見を表明し、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と思料する。

(5) 特別委員会における独立したリーガル・アドバイザーからの助言

本特別委員会は、上記「(4) 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」に記載のとおり、公開買付者ら及び当社から独立した特別委員会独自のリーガル・アドバイザーとして潮見坂綜合法律事務所を選任し、本取引において手続の公正性を担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本特別委員会の審議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、潮見坂綜合法律事務所は、公開買付者ら及び京橋興産並びに当社の関連当事者には該当せず、本公開買付けに関して重要な利害関係を有していないとのことです。また、潮見坂綜合法律事務所に対する報酬は、本公開買付けの成否にかかわらず、稼働時間に時間単価を乗じて算出するものとされており、本公開買付けの成立等を条件とする成功報酬は含まれていないとのことです。

(6) 当社における利害関係を有しない取締役（監査等委員である取締役を含む。）全員の承認

当社は、野村證券より取得した本株式価値算定書（野村證券）、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、当社取締役会は、上記「1. 株式併合を行う理由」に記載のとおり、本公開買付価格（1,700 円）が、(a) 野村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上限を上回っていること、類似会社比較法による算定結果のレンジの範囲内にあること、かつDCF法による算定結果のレンジの範囲内にあり、また、本下方修正に関して、手続の不公平をうかがわせる事実は特段存在せず、当社としても当社株式の株式価値の算定結果として不当ではないと評価していること、(b) 本公開買付けの公表日の前営業日である 2025 年 1 月 27 日の当社株式の東京証券取引所プライム市場における終値 1,309 円に対して 29.87%、同日までの過去 1 ヶ月間（2024 年 12 月 30 日から 2025 年 1 月 27 日まで）の終値単純平均値 1,267 円に対して 34.18%、同過去 3 ヶ月間（2024 年 10 月 28 日から 2025 年 1 月 27 日まで）の終値単純平均値 1,223 円に対して 39.00%、同過去 6 ヶ月間（2024 年 7 月 29 日から 2025 年 1 月 27 日まで）の終値単純平均値 1,301 円に対して 30.67%のプレミアムをそれぞれ加えた金額になっており、そのプレミアムは経済産業省がM&A指針を公表した 2019 年 6 月 28 日以降 2025 年 1 月 27 日までに公表され成立した非公開化を目的とするMBO事例、73 件におけるプレミアム水準（公表日前営業日の終値に対するプレミアムの中央値・平均値（42.53%、48.09%）、直近 1 ヶ月間の終値単純平均値に対するプレミアムの中央値・平均値（45.16%、50.35%）、直近 3 ヶ月間の終値単純平均値に対するプレミアムの中央値・平均値（45.89%、53.07%）及び直近 6 ヶ月間の終値単純平均値に対するプレミアムの中央値・平均値（49.16%、52.39%）。小数点以下第三位を四捨五入。）に比べて公表日前の営業日終値単純平均との関係では必ずしも高い水準にあるとは言いがたいものの、同種事例の分布を 10%刻みで分析した結果、本公開買付けと同じく、公表日の前営業日までの過去 1 ヶ月間に対して、30%台のプレミアムを付与している事例が最も多く、また公表日の前営業日までの過去 3 ヶ月間及び過去 6 ヶ月間の終値単純平均値に対して、30%台のプレミアムを付与している事例も相応にあることから、過去の同種事例のプレミアムの水準に照らして必ずしも不合理ではないプレミアムの範囲と考えられること、(c) 当社及び本特別委員会と公開買付者ら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た上で決定された価格であること、より具体的には、野村証券による当社株式の株式価値に係る算定結果の内容や、アンダーソン・毛利・友常法律事務所による本取引に関する意思決定の過程及び方法その他の留意点についての法的助言等を踏まえ、かつ、本特別委員会による意見、指示、要請等を受けた上で公開買付者らとの間で真摯かつ継続的に協議・交渉が行われた結果として、当初提示額（1 株 1,350 円）よりも、1 株当たり 350 円（25.93%。小数点以下第三位を四捨五入。）引き上げられた価格で提案された価格であること、(d) 本特別委員会自身が公開買付者らとの交渉を行うことにより、取引条件に関する交渉過程に実質的に関与した上で、本公開買付価格について妥当である旨の意見を述べていること、(e) 当該価格その他の本公開買付けの条件は、本特別委員会から取得した本答申書においても、妥当であると認められると判断されていること、(f) 本公開買付けに応募しなかった少数株主は、本公開買付けの後に実施される予定の本スクイーズアウト手続において、最終的に金銭が交付されることになるところ、当該株主に交付される金銭の額が、本公開買付価格に当該当社の株主が所有していた当社株式の数を乗じた価格と同一となるよう設定した上で、裁判所に対して任意売却許可の申立てを行うことを当社に要請する予定であり、一般株主が本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し、これをもって強圧性が生じないように配慮されていること、(g) 本取引の対価は、本公開買付け及びその後に実施される予定の本スクイーズアウト手続を通じて、金銭であることが予定されているところ、金銭は、価値変動リスクが低く、かつ、流動性が高いことに加えて、株主の応募判断にあたっては評価が比較的容易であるため、株主保護の観点から妥当なものであると評価することができること、(h) 公開買付期間を法定の最短期間である 20 営業日より長期の 30 営業日とすることにより、当社の株主の皆様の本公開買付けに対する応募について適切な判断機会を確保するとともに、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ていること等を踏まえ、本公開買付価格及び本公開買付けに係るその他の諸条件は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し、2025 年 1 月 28 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の決議をいたしました。

上記の当社取締役会においては、当社の取締役 11 名のうち、山下氏は、公開買付者と不応募契約を締結予定である京橋興産の代表取締役であり、また同氏と亀山氏は、当社と本経営委任契約を締結し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おり、佐藤啓介氏は公開買付者の連結子会社であるケネディクススの役員を務めており、山田毅志氏は山下氏が副社長を務め、かつ公開買付者と不応募契約を締結予定である公共建物と顧問契約を締結しているため、利益相反の可能性を排除する観点から、山下氏、亀山氏、佐藤啓介氏及び山田毅志氏を除く 7 名の取締役（山本岳至氏、近藤正昭氏、小泉武宏氏、後藤信秀氏、奥田かつ枝氏、石久保善之氏及び清水琢磨氏）において審議の上、全員一致により上記の決議を行っております。

なお、当社の取締役のうち、山下氏、亀山氏、佐藤啓介氏及び山田毅志氏の 4 名は、利益相反防止の観点から、上記取締役会の審議及び決議には参加しておらず、かつ、当社の立場において、公開買付者らとの協議及び交渉に参加しておりません。

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その後の一連の手続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。

(7) 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、公開買付者ら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、山下氏、亀山氏、佐藤啓介氏及び山田毅志氏は、それぞれ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、上記「(6) 当社における利害関係を有しない取締役（監査等委員である取締役を含む。）全員の承認」に記載の 2025 年 1 月 28 日開催の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らとの協議及び交渉にも一切参加しておりません。当該検討体制は、全て公開買付者らから独立性の認められる役職員 7 名（近藤正昭氏、山本岳至氏、小泉武宏氏、後藤信秀氏、奥田かつ枝氏、石久保善之氏及び清水琢磨氏を含みます。）のみで構成することとし、2025 年 1 月 28 日に至るまでかかる取扱いを継続しております。

また、かかる取扱いを含めて、当社の社内に構築した本取引の検討体制、具体的には本取引に係る検討、交渉及び判断に関与する役職員の範囲及びその職務（当社の株式価値の評価の基礎となる事業計画の作成等高い独立性が求められる職務を含みます。）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、独立性の観点から問題がないことについては、本特別委員会の承認を得ております。

(8) 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、買付け等の期間として法令に定められた最短期間が 20 営業日であるところ、30 営業日に設定しているとのことです。公開買付期間を最短の法定期間より比較的長期に設定することにより、当社の株主の皆様にも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けの適正性を担保することを企図しているとのことです。

また、公開買付者及び当社は、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いるとのことです。

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、情報管理の観点等から実務上の問題があることを踏まえ、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の判断をしております。

3. 1 株に満たない端数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. 株式併合を行う理由」に記載のとおり、本株式併合により、公開買付者及び京橋興産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あります。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（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売却し、その売却により得られた代金を株主の皆様に対して、その端数に応じて交付いたします。当該売却について、当社は、本株式併合が、当社の株主を公開買付者及び京橋興産のみとすることを目的とする本取引の一環として行われるものであること、及び当社株式が 2025 年 5 月 29 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、競売によって買取人が現れる可能性は低いことに鑑み、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には、本株式併合の効力発生日前日である 2025 年 6 月 1 日の当社の最終の株主名簿において株主の皆様が所有する当社株式の数に本公開買付価格と同額である 1,700 円を乗じた金額に相当する金銭が交付されるような価格に設定することを予定しております。但し、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見込まれる者の氏名又は名称

SMF Lみらいパートナーズ株式会社（公開買付者）

- (3) 売却に係る株式を買い取る者となる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、本株式併合により生じる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、公開買付者の自己資金により賄うことを予定しているとのことです。また、公開買付者によれば、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可能性のある事象は発生しておらず、また、今後発生する可能性も認識していないとのことです。

以上により、当社は、公開買付者による 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、2025 年 6 月上旬を目途に、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 株未満の端数の合計数に相当する当社株式を売却し、公開買付者において当該当社株式を買い取ることに付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、2025 年 6 月下旬から 7 月上旬を目途に公開買付者において買い取りを行う方法により、当該当社株式を売却し、その後、当該売却によって得られた代金を株主の皆様へに交付するために必要な準備を行った上で、2025 年 9 月上旬から 10 月上旬を目途に、当該売却代金を株主の皆様へに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 株未満の端数の合計数に相当する当社株式の売却が行われ、また、当該売却代金の株主への交付が行われるものと判断しております。

4. 1 株に満たない端数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に交付されることが見込まれる金銭の額は、上記「3. 1 株に満たない端数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、株主の皆様が所有する当社株式の数に本公開買付価格と同額である1,700円を乗じた金額となる予定です。

本公開買付価格(1,700円)が、(a)野村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上限を上回っていること、類似会社比較法による算定結果のレンジの範囲内にあること、かつDCF法による算定結果のレンジの範囲内であり、また、本下方修正に関して、手続の不正をうかがわせる事実は特段存在せず、当社としても当社株式の株式価値の算定結果として不当ではないと評価していること、(b)本公開買付けの公表日の前営業日である2025年1月27日の当社株式の東京証券取引所プライム市場における終値1,309円に対して29.87%、同日までの過去1ヶ月間(2024年12月30日から2025年1月27日まで)の終値単純平均値1,267円に対して34.18%、同過去3ヶ月間(2024年10月28日から2025年1月27日まで)の終値単純平均値1,223円に対して39.00%、同過去6ヶ月間(2024年7月29日から2025年1月27日まで)の終値単純平均値1,301円に対して30.67%のプレミアムをそれぞれ加えた金額になっており、そのプレミアムは経済産業省がM&A指針を公表した2019年6月28日以降2025年1月27日までに公表され成立した非公開化を目的とするMBO事例、73件におけるプレミアム水準(公表日前営業日の終値に対するプレミアムの中央値・平均値(42.53%、48.09%)、直近1ヶ月間の終値単純平均値に対するプレミアムの中央値・平均値(45.16%、50.35%)、直近3ヶ月間の終値単純平均値に対するプレミアムの中央値・平均値(45.89%、53.07%)及び直近6ヶ月間の終値単純平均値に対するプレミアムの中央値・平均値(49.16%、52.39%)。小数点以下第三位を四捨五入。)に比べて公表日前の営業日終値単純平均との関係では必ずしも高い水準にあるとは言いがたいものの、同種事例の分布を10%刻みで分析した結果、本公開買付けと同じく、公表日の前営業日までの過去1ヶ月間に対して、30%台のプレミアムを付与している事例が最も多く、また公表日の前営業日までの過去3ヶ月間及び過去6ヶ月間の終値単純平均値に対して、30%台のプレミアムを付与している事例も相応にあることから、過去の同種事例のプレミアムの水準に照らして必ずしも不合理ではないプレミアムの範囲と考えられること、(c)当社及び本特別委員会と公開買付者ら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た上で決定された価格であること、より具体的には、野村証券による当社株式の株式価値に係る算定結果の内容や、アンダーソン・毛利・友常法律事務所による本取引に関する意思決定の過程及び方法その他の留意点についての法的助言等を踏まえ、かつ、本特別委員会による意見、指示、要請等を受けた上で公開買付者らとの間で真摯かつ継続的に協議・交渉が行われた結果として、当初提示額(1株1,350円)よりも、1株当たり350円(25.93%。小数点以下第三位を四捨五入。)引き上げられた価格で提案された価格であること、(d)本特別委員会自身が公開買付者らとの交渉を行うことにより、取引条件に関する交渉過程に実質的に関与した上で、本公開買付価格について妥当である旨の意見を述べていること、(e)上記「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」の「(4)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」に記載のとおり、本取引の取引条件(本公開買付価格、公開買付期間、本公開買付けの買付予定数の下限及び本取引のスキーム等)は、本特別委員会から取得した本答申書においても、妥当であると認められると判断されていること、(f)本公開買付けに応募しなかった少数株主は、本公開買付けの後に実施される予定の本スクイーズアウト手続において、最終的に金銭が交付されることになるところ、当該株主に交付される金銭の額が、本公開買付価格に当該株主が所有していた当社株式の数に乗じた価格と同一となるよう設定した上で、裁判所に対して任意売却許可の申立てを行うことを当社に要請する予定であり、一般株主が本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し、これをもって強圧性が生じないように配慮されていること、(g)本取引の対価は、本公開買付け及びその後に実施される予定の本スクイーズアウト手続を通じて、金銭であることが予定されているところ、金銭は、価値変動リスクが低く、かつ、流動性が高いことに加えて、株主の応募判断にあたっては評価が比較的容易であるため、株主保護の観点から妥当なものであると評価することができること、(h)公開買付期間を法定の最短期間である20営業日より長期の30営業日とすることにより、当社の株主の皆様の本公開買付けに対する応募について適切な判断機会を確保するとともに、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ていること等を踏まえ、本公開買付価格及び本公開買付けに係るその他の諸条件は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

判断しております。

また、当社は、2025年1月28日開催の取締役会において、本公開買付けに賛同の意見を表明するとともに、当社の株主の皆様に対して、本公開買付けに応募を推奨することの決議をした後、本臨時株主総会の招集を決議した2025年4月16日付の当社取締役会の決議時点に至るまでに、本公開買付け価格の算定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。

III. 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「I. 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」の「1. 株式併合を行う理由」に記載のとおり、公開買付者は、2025年1月29日から2025年3月13日までを公開買付け期間とする本公開買付けを行い、その結果、本公開買付けの決済の開始日である2025年3月21日をもって、公開買付者は当社株式10,552,842株（所有割合35.91%）を所有するに至りました。

2. 自己株式の消却

当社は、2025年4月16日付の取締役会において、2025年5月30日付で当社の自己株式15,756株を消却することを決議いたしました。なお、当該自己株式の消却は、本臨時株主総会において、本株式併合に関す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、消却後の当社の発行済株式総数は、29,384,944株となります。

以 上