



平成30年5月24日

各 位

会 社 名 日本アジアグループ株式会社
代表者名 代表取締役会長兼社長 山下 哲生
(コード番号：3751 東証第1部)
問合せ先 取 締 役 清見 義明
TEL(03)－4476－8000 (代表)

当社によるサンヨーホームズ株式会社株券等に対する公開買付けに係る対質問回答報告書提出のお知らせ

当社が平成30年4月27日付で開始したサンヨーホームズ株式会社（以下「対象者」といいます。）株券等に対する公開買付けについて、対象者は平成30年5月15日に意見表明報告書を提出し、当社は同月17日に対象者から当該意見表明報告書を受領いたしました。

当社は、本日、当該意見表明報告書に記載された当社に対する質問について、対質問回答報告書を提出いたしましたので、お知らせいたします。なお、当該対質問回答報告書に記載した当社の回答の内容は別紙のとおりです。

※対質問回答報告書につきましては、金融庁が提供する「金融商品取引法に基づく有価証券報告書等の開示書類に関する電子開示システム（EDINET）」をご参照ください。

(アドレス：<http://disclosure.edinet-fsa.go.jp/>)

以 上

公開買付者に対する質問に対する回答

1. 本公開買付けに至った経緯について

(1) 対象者普通株式の取得の経緯について

<質問>

本公開買付届出書によれば、平成30年2月上旬から平成30年3月下旬にかけて市場内取引により断続的に対象者普通株式を取得（取得価格は1株当たり800円から995円まで）し、504,800株（所有割合4.00%）を所有するに至ったとありますが、市場内取引から本公開買付けに切り替えた意図及び経緯について、時系列順に具体的にご説明ください。

<回答>

公開買付者としては、本公開買付けの目的である対象者との協業をいち早く進めたいと考えているところ、対象者との協業を円滑に遂行するためには、対象者の株主として相応のコミットをする意思があることを示す必要があると考えました。対象者との協業を真摯に遂行していく意思があることを、対象者の経営陣のみでなく、広く対象者の株主その他のステークホルダーの皆様にご理解いただくため、平成30年3月下旬に公開買付者が本公開買付届出書提出日現在において所有する504,800株（所有割合4.00%）を所有するに至った後、本公開買付けを実施することの検討を開始いたしました。

(2) 事前の通知・連絡を行わなかった点について

<質問>

本公開買付届出書によれば、対象者との緊密な協業関係を構築し、対象者及び公開買付者双方の利益を拡大する、との目的を掲げられておりますが、本公開買付けは、対象者に対して何ら事前の通知・連絡もなく、対象者との協議もないまま突然公表され、一方的に開始されました。本公開買付届出書によれば、その理由として、「協業の内容に関する具体的な協議を進めるには多くの時間を要することが見込まれ、そのために本公開買付けを開始する適切な時機を逸してしまうリスクが生じることも懸念いたしました。これらのリスク要因は、対象者の賛同を得られないリスクよりも大きいものと判断し、対象者との事前の協議を行わずに本公開買付けを開始することといたしました」、また、「情報漏洩等により対象者普通株式の市場株価が高騰し、公開買付者が適正と考える買付け等の価格が、直近市場株価に比して十分なプレミアムがつけられていないと対象者及びその株主に受けとめられる可能性があるため、公開買付者において、直近の市場株価を元にした買付け等の価格の再設定が必要となる場合がありうることや、同様の理由により株主が応募を見送る結果として、本公開買付けに対して十分な応募がなされない可能性があることを懸念いたしました」とありますが、以下の質問についてご回答ください。

① 対象者との協議はおろか、対象者の株主としての対話も一切避け、また対象者の賛同を得られないリスクをとってまで、本公開買付けを実施し、協業を急ぐ理由及び時間を要することによる具体的なリスクについて、詳細にご説明ください。

<回答>

対象者は、「人と地球がよるこぶ住まい」を企業理念のひとつとして掲げ、「住まい」や「暮らし」に関わる事業を通じて、「人々の安全・安心と地球環境の保全に努め、社会に貢献する会社」を目指し、「エコ&セーフティ」の事業コンセプトの下、環境面や安心・安全面にも配慮した付加価値の高い「住まい」と「暮らし」づくりに取り組んでいるところ、このような対象者の取組みは、公開買付者の企業理念である「安心で安全、そし

て持続可能なまちづくりで社会に貢献」とまさに一致するものです。対象者が「住宅開発」という観点から環境保全や地球温暖化対策といった社会の課題解決に取り組んでいるのに対し、公開買付者は「地理空間情報」の活用や「再生可能エネルギー事業」の推進を通じて、これらの課題解決に取り組んでおります。このように、公開買付者は、対象者と公開買付者の事業理念や目指す方向性は一致していると考えるところ、両社の持つ異なる視点やそれぞれの事業で培った技術を活かしつつ、多面的な協業の可能性や知見の融合を追求していくことは、その過程において新たな共通価値が創造され、これまでにないユニークな発想の下で地球環境の保全や人々の暮らしの安心と安全を守る取組みを生み出すものであり、対象者と公開買付者の双方にシナジーをもたらすものと考えております。

このようなシナジーを対象者と公開買付者の双方において早期に享受するために、最も早期に対象者との協業を実現できる方法を模索した結果、本公開買付けを実施し、公開買付者と対象者の資本関係の更なる強化を行うことを決定するに至ったものであります。

また、本公開買付けの目的である対象者との協業の内容には、現在、公開買付者及び対象者がそれぞれ異なる観点から進めている「地球環境の保全」、「地球温暖化対策」及び「社会の安心と安全の維持向上」に係る取組みについて、公開買付者が新たな事業領域として位置づけることとした「森林活性化事業」及び「木材関連産業の成長産業化事業」に関連するものが含まれております。新たな事業領域を対象者にご理解いただき、協業の内容に関する具体的な協議を進めるには多くの時間を要することが見込まれるところ、公開買付者は、多くの時間を要することで本公開買付けを開始する適切な時機を逸してしまい、結果として協業を実現できなくなるというリスクが生じることを懸念いたしました。

<質問>

② 一般に、協業とは、当事者間の真摯な協議と信頼関係に基づいて実現されるものと認識しておりますが、対象者から賛同を得られない場合でも、本公開買付けを実施することにより協業が実現できると判断されている根拠について、具体的にご説明ください。

<回答>

上記①のご質問に対する回答に記載のとおり、公開買付者は、対象者との協業は対象者と公開買付者の双方にシナジーをもたらすものと考えております。下記2.（1）②のご質問において、事前の協議があれば、公開買付者が提案するシナジーや施策について検討することも可能と思われる旨記載いただいておりますが、公開買付者としては、本公開買付けを実施し、株主として相応のコミットをする意思があることを示したうえで、対象者との間で真摯に協議を実施し、シナジーをもたらすものとする協業の内容についてご理解いただければ、公開買付者と対象者との間で協業を実現することが可能であると考えております。

<質問>

③ 本公開買付け届出書によれば、「公開買付者は、対象者がこれまで行ってきた経営施策を高く評価しており、本公開買付け後も、対象者の現在の経営体制を尊重する意向」とされていますが、「現在の経営体制を尊重すること」と、対象者の現在の経営陣から賛同を得られない場合であっても、本公開買付けを行うことにより協業を実現しようとしていることとの関係について、詳細にご説明ください。

<回答>

公開買付者は、本公開買付けの目的である公開買付者と対象者との協業に向けた資本関係の強化は、現在、対象者及び公開買付者が異なる視点から推進する「地球環境の保全」、「地球温暖化対策」及び「社会の安心と安全の維持向上」に関わる取組みを融合し、両社における各事業の成長及び両社の目的達成に向けて強力な推進体制を構築するうえで極めて有意義なものであり、対象者の経営陣、株主その他のステークホルダーの皆様の

利益に資するものであると考えております。下記2. (1) ②のご質問において、事前の協議があれば、公開買付者が提案するシナジーや施策について検討することも可能と思われる旨記載いただいておりますが、公開買付者としては、本公開買付けを実施し、株主として相応のコミットをする意思があることを示したうえで、対象者との間で真摯に協業に関する協議をさせていただき、ステークホルダーの皆様の利益に資するものとする協業の内容についてご理解いただければ、公開買付者と対象者との間で協業を実現することにご賛同いただけるものと期待いたしております。

<質問>

④ 事前に対象者に対して通知・連絡することなく、突然本公開買付けを開始することが対象者のステークホルダーの皆様（他の株主様や、対象者の従業員及び取引先様等を含みます。）にもたらす不安・混乱等の影響、ひいては対象者の企業価値に及ぼす影響について、いかなる評価・検討を行われたのかにつき、詳細にご説明ください。

<回答>

公開買付者は、事前に対象者に対して通知・連絡しないことで本公開買付けの実施がステークホルダーの皆様に混乱等を与えてしまう可能性についても考慮したものの、本公開買付けは、対象者普通株式に係る所有割合が過半数となる対象者普通株式の取得や対象者の支配権の取得を目的とするものではなく、対象者との間の資本関係の更なる強化を通じて、対象者との間で将来的に緊密な協業関係を構築し、対象者及び公開買付者双方の利益の拡大を図るため、対象者普通株式を買い増すものであることから、対象者のステークホルダーの皆様の利益に資するものであると考えており、混乱等の材料には当たらないと判断いたしました。公開買付者としては、本公開買付けの実施による公開買付者と対象者の資本関係の更なる強化を行うことは、対象者及び公開買付者がそれぞれ異なる視点から推進する「地球環境の保全」、「地球温暖化対策」及び「社会の安心と安全の維持向上」に関わる取組みを融合し、両社における各事業の成長及び両社の目的達成に向けて強力な推進体制を構築するうえで極めて有意義なものであり、対象者の企業価値ひいては株主その他のステークホルダーの皆様の共同の利益の向上に寄与するものであると考えております。

<質問>

⑤ 公開買付者が公表している「コーポレートガバナンス基本方針」「第2章 ステークホルダーとの関係」「第1節 基本方針」「第6条（行動準則の策定・実践）【原則2-2】」によれば、「対象者は、広く社会から信頼される企業グループとしてステークホルダーと良好な関係を構築し、社会に積極的に貢献すべく、「日本アジアグループ企業行動基準」を定め、コンプライアンスを重視した誠実な企業行動を実践する」とあります。上記基本方針に照らして、事前の通知・連絡なく突然一方的に行われた本公開買付けが、「コンプライアンスを重視した誠実な企業行動」であると考えられた理由について、詳細にご説明ください。

<回答>

公開買付者は、法令に則って本公開買付けを実施しております。公開買付者としては、本公開買付けの目的である対象者との協業は、公開買付者と対象者の双方にとってシナジーをもたらすものであり、対象者の企業価値ひいては株主その他のステークホルダーの皆様の共同の利益の向上に資するものであると考えております。公開買付者は、協業による公開買付者と対象者の企業価値の向上のための方策を真摯に検討した結果、これをいち早く実現すべきであると考え、本公開買付けの実施を決定したものであります。

<質問>

⑥ 情報漏洩等の懸念については、通常の友好的な公開買付け一般について生じ得るものであり、通常は秘密保

持契約書を締結したり、秘密保持に係る注意喚起を徹底することにより対応がなされています。本件では、このような一般的な取引実務で行われている方法を採用することなく、敢えて突然の公開買付けを開始することを選択された具体的理由（たとえば、本件では情報漏洩等の可能性が特に高いこと等）について、具体的にご説明ください。

<回答>

事故等により情報が意図的ではない形で漏洩する可能性もあることから、仮に秘密保持契約を締結したとしても、本公開買付けに関する情報を知る関係者が増えることで情報漏洩リスクは増加すると考えております。従って、対象者との事前の協議を行わずに本公開買付けを開始することといたしました。

<質問>

⑦ 本公開買付けの公表後は情報漏洩等の懸念はなく、また協業を急ぐのであれば、速やかに協議に入るべきとも考えられますが、公開買付者から対象者に対しては、本意見表明報告書の提出日に至るまで協業に関する説明、協議の申入れ等は一切ありません。その理由について、具体的にご説明ください。

<回答>

公開買付者は、対象者との協業に係る協議を円滑に進めるためには、株主として相応のコミットをする意思があることを示すため、本公開買付けにおいて資本関係の更なる強化を図ることが必要であると考えております。本公開買付けの結果が出る前の段階では、協議の土台となりうる公開買付者と対象者との間の資本関係が確定しないため、公開買付者としては、本公開買付けの結果を踏まえて対象者との間の協議を実施したいと考えております。

<質問>

⑧ 公開買付者が今回設定された公開買付けの期間・時期が「公開買付けを開始する適切な時機」とであると判断された理由を具体的にご説明ください。

<回答>

公開買付者としては、対象者との協業をいち早く進めたいと考えております。本公開買付けの目的である対象者との協業の内容には、公開買付者及び対象者がそれぞれ異なる観点から進めている「地球環境の保全」、「地球温暖化対策」及び「社会の安心と安全の維持向上」に係る取組みに関して、公開買付者が新たな事業領域として位置づけることとした「森林活性化事業」及び「木材関連産業の成長産業化事業」に関連するものが含まれます。資本関係の更なる強化なくしてかかる新たな事業領域を対象者にご理解いただき協業の内容に関する具体的な協議を進めるには多くの時間を要することが見込まれたため、実務上可能な限りすみやかに検討や準備を進め、本公開買付けの実施に至ったものであります。

（3）事前の株主様等との接触又は協議について

<質問>

本公開買付けを実施するに際して、対象者の株主様、その他のステークホルダー様等との事前の接触又は協議は行っていないのでしょうか。また、今後、接触又は協議等を行う予定があれば、具体的にご説明ください。

<回答>

本公開買付けの実施に関しては、対象者の株主その他のステークホルダーの皆様との事前の接触又は協議は行っておりません。なお、本公開買付けの検討や準備に先立ち、任意の対象者株式買取りについて、対象者の株主の一部に対して接触を行いました。

今後の接触又は協議の予定につきましては、本公開買付けの応募状況や応募の見通し等を踏まえ、株主の皆様

に対して、本公開買付けに係る応募の勧誘を行うことを検討しております。

2. 本公開買付け後の方針について

(1) 本公開買付けにおける提案内容について

<質問>

①過去実績について

本公開買付け届出書によれば、公開買付者が有する技術と対象者の事業との融合が両社の利益に貢献することですが、過去に公開買付者が取得した企業との融合の結果、実際に利益に貢献あるいは企業価値が向上した事例があれば、定量的な評価も含め具体的にご説明ください。

また、公開買付者が強調されている「森林活性化事業」及び「木材関連産業の成長産業化事業」への取り組みについての定量的な実績について具体的にご説明ください。

<回答>

公開買付者グループに属する日本アジアホールディングズ株式会社（注：同社は、平成27年7月1日付で、公開買付者を存続会社、日本アジアホールディングズ株式会社を消滅会社とする吸収合併により消滅しました。以下同じです。）は、平成20年に友好的公開買付けを通じて国際航業ホールディングズ株式会社の総株主の議決権数の51.08%に相当する同社の普通株式を所有するに至り、同社を連結子会社といたしました。その後、公開買付者は、同社を始めとする同社グループ（以下「国際航業グループ」といいます。）傘下の技術サービス関連企業が有する社会の問題解決能力を公開買付者の有する事業開発力・ノウハウをもって事業化することに注力し、企業間の融合を進めてまいりました。そうした取組みを進めるなかで、使用されなくなったインフラ設備の再利用や、土壌改良に限界がある土地の有効活用という観点に着目し、公開買付者が開発・育成に取り組んだ事業が太陽光発電を中心とする再生可能エネルギー事業であります。再生可能エネルギー事業においては、空間情報技術を活用した開発候補地の選定及び発電所の開発に関わる行政手続の実施や設計施工監理、さらには完工後の維持管理等の面において、国際航業グループが有する経験や技術力等が十分に活用されております。また、開発資金の調達についても、プロジェクトファイナンスの手法や官民連携ファンドの活用を通じた資金調達に関わる公開買付者の知見が大いに活用されております。これらはいずれも公開買付者と、公開買付者がその株式を取得した企業との融合が両社の企業価値の向上に寄与した好事例であると自負しております。さらに、同事業では、いわゆる固定価格買取制度が導入された平成23年以前の平成22年3月の段階で、既に宮崎県において太陽光発電所を竣工させる等、業界の先駆けとなりました。そうした実績を基にして平成24年3月にはJAG国際エナジー株式会社の設立へと発展し、再生可能エネルギー事業を公開買付者グループの主力事業のひとつとして育成してきた経緯があります。公開買付者グループは、平成30年3月末時点において、日本全土において65か所の発電施設を有し、その総発電出力規模は155メガワットを越える規模に達しております。また、平成29年度の太陽光発電事業による売電収入は約61億円に達しており、公開買付者グループの業容拡大と企業価値の向上に貢献しております。

公開買付者が推進する「森林活性化事業」及び「木材関連産業の成長産業化事業」につきましては、平成28年に取組みを開始したもので、現在、育成途上にあります。公開買付者は、平成28年1月に、徳島県において約1,100ヘクタールの森林を取得し、同年4月より森林整備と搬出間伐による原木生産を開始いたしました。また、同年10月には高知県の4か所において合計で約400ヘクタールの森林を取得しました。さらに、平成29年4月には徳島県で新たに500ヘクタール、同年11月には新潟県で400ヘクタールの森林を追加取得し、平成30年4月には奈良県において1,100ヘクタールの森林を追加取得したことで、本書提出日現在において公開買付者が保有する森林の総面積は約3,500ヘクタールとなりました。

<質問>

②対象者とのシナジー及び企業価値向上策について

本公開買付届出書によれば、公開買付者が有するリモート・センシングの技術を対象者の「エコ&セーフティ」を主軸とする住宅事業に利用することで次世代スマート・ハウスやスマート・シティの開発に貢献すること、公開買付者が実績を有する再生可能エネルギーの利用により「エコ&セーフティ」を体現する住宅や都市の開発に貢献すること、公開買付者が推進する森林活性化事業における国産材の安定供給を前提とした対象者の住宅事業へのバリューチェーンの安定化に貢献すること、などが、対象者及び公開買付者双方にシナジーをもたらし、ひいては双方の企業価値向上に資するとあります。

事前の協議があれば、公開買付者が提案する、これらのシナジーや施策について検討することも可能と思われませんが、本公開買付けにおいては、そのような過程を経ていないため、対象者としては、本公開買付届出書の記載だけでは、公開買付者が想定するシナジーや施策について具体的なイメージを持つことができません。また、対象者が公表している今後の経営戦略とは異なる戦略も散見されます。公開買付者において、具体的に想定されているシナジーや企業価値向上に関する定量的な評価結果について、詳細にご説明ください。特に、公開買付者が提案されているリモート・センシングに関する技術や再生可能エネルギー、国産材の供給については、これらの分野における同業他社等と取引等を行うよりも、公開買付者と協業することが対象者の企業価値の向上に資すると判断できる具体的根拠について詳細にご説明ください。

<回答>

対象者は、「人と地球がよるこぶ住まい」を企業理念のひとつとして掲げ、「住まい」や「暮らし」に関わる事業を通じて、「人々の安全・安心と地球環境の保全に努め、社会に貢献する会社」を目指しています。また、対象者は、長年の歴史により積み上げられた高い技術力を背景に、「エコ&セーフティ」の事業コンセプトの下、環境面や安心・安全面にも配慮した付加価値の高い「住まい」と「暮らし」づくりに取り組んでいます。住宅事業においては、対象者は、政府が掲げる「平成32年までに新築住宅の過半数をZEH（ネット・ゼロ・エネルギー・ハウス）化する」という目標にあわせて、積極的なZEHの標準化対応を推進した結果、平成28年度には政府目標を4年前倒しで達成しています。これに関連して、平成29年10月からは電気自動車からの給電が可能な「V2H（Vehicle to Home）」を搭載した住宅の販売を開始しています。また、対象者は、ライフサポート事業において、近年の大都市への人口集中に伴い「持続的な社会づくり」が大きな注目を集めるなか、地方創生プロジェクト第1弾として平成28年3月より岡山県備前市の地域振興・活性化に参画しています。このような対象者の取組みは、公開買付者の企業理念である「安心で安全、そして持続可能なまちづくりで社会に貢献」とまさに一致するものです。対象者が「住宅開発」という観点から環境保全や地球温暖化対策といった社会の課題解決に取り組んでいるのに対し、公開買付者は「地理空間情報」の活用や「再生可能エネルギー事業」の推進を通じて、これらの課題解決に取り組んでおります。このように、対象者と公開買付者の事業理念や目指す方向性は一致していると考えるところ、両社の持つ異なる視点やそれぞれの事業で培った技術を活かしつつ、多面的な協業の可能性や知見の融合を追求していくことは、その過程において新たな共通価値が創造され、これまでにないユニークな発想の下で地球環境の保全や人々の暮らしの安心と安全を守る取組みを生み出すものであり、本公開買付けは対象者と公開買付者の双方にシナジーをもたらし、対象者の企業価値ひいては株主その他のステークホルダーの皆様の利益の向上に貢献するものと考えております。定量的な評価については、対象者の公開情報（対象者が平成30年5月9日付で公表した「2018年3月期 決算短信 補足資料」中の2019年3月期計画を含みます。）では、シナジーや企業価値の向上に関する評価結果を定量的な数値で示すことは困難です。

上記のような理由から、公開買付者は、リモート・センシングに関する技術や再生可能エネルギー、国産材の供給等について、これらの分野における同業他社等との協業関係を模索するよりも、公開買付者と協業するこ

とが対象者の企業価値の向上に資すると判断いたしました。なお、対象者は、本ご質問において「事前の協議があれば、公開買付者が提案する、これらのシナジーや施策について検討することも可能と思われる」と記載いただいているように、公開買付者の考えるシナジーや本公開買付けの目的である協業に関する施策について検討することを否定しているものではないと受け止めております。つきましては、公開買付者と対象者の協業により想定されるシナジーや企業価値向上に関する定量的な評価については、本公開買付け後の公開買付者と対象者との協議を経て具体的に検討されるものと考えております。

<質問>

③ステークホルダーへの対応について

対象者は、ステークホルダーとの対話を重視し、それぞれ良好な関係を構築していると考えております。本公開買付け後において、公開買付者が本公開買付け届出書で言及しているような施策を実施すること等により、対象者のステークホルダーの皆様（他の株主様や、対象者の従業員及び取引先様等を含みます。）からの経営に対する強い懸念や反対の声等が多数となった場合、公開買付者としてはどのような対応を取られるのでしょうか。具体的な対応策及びステークホルダーとの良好な関係を維持し発展させるために必要と想定される取組みについて、詳細にご説明ください。

<回答>

上記1.（2）②のご質問に対する回答に記載のとおり、公開買付者は、公開買付者と対象者との間の協業は、双方にとってシナジーをもたらすものであり、対象者の企業価値の向上によって対象者の株主その他のステークホルダーの皆様の利益に資するものであると考えております。かかる対象者の企業価値の向上に向けた取組みについて、対象者のご協力を得て、ステークホルダーの皆様のご理解、ご納得をいただけるように真摯に努める所存です。

<質問>

④本公開買付けが対象者グループの既存ビジネスに与える影響等について

本公開買付けにより公開買付者が対象者普通株式を取得することが、対象者グループが展開している既存ビジネスに与える影響の有無及び程度に関する検討の有無並びにその結果について、具体的にご説明ください。

<回答>

公開情報を確認する限り、対象者グループが展開している既存ビジネスに悪影響を及ぼすことはないと考えております。本公開買付け届出書に記載したとおり、本公開買付けを実施し、公開買付者と対象者の資本関係の更なる強化を行うことは、現在、対象者及び公開買付者が異なる視点から推進する「地球環境の保全」、「地球温暖化対策」及び「社会の安心と安全の維持向上」に関わる取組みを融合し、両社における各事業の成長及び両社の目的達成に向けて強力な推進体制を構築するうえで極めて有意義なものであると考えており、対象者の企業価値については株主その他のステークホルダーの皆様の共同の利益の向上に寄与するものと確信しております。

<質問>

⑤対象者普通株式を公開買付けの対象とした理由について

公開買付者が提案されている協業の内容は、住宅メーカー一般に妥当する部分が多いように思われます。上場会社・非上場会社を問わず、対象者の他に住宅メーカーは少なからず存在していますが、その中で敢えて対象者を協業の相手方かつその普通株式を公開買付けの対象として選択した理由について、具体的にご説明ください。

<回答>

公開買付者は、対象者と公開買付者の事業理念や目指す方向性は一致していると考えるところ、両社の持つ異なる視点やそれぞれの事業で培った技術を活かしつつ、多面的な協業の可能性や知見の融合を追求していくことは、その過程において新たな共通価値が創造され、これまでにないユニークな発想の下で地球環境の保全や人々の暮らしの安心と安全を守る取組みを生み出すものであり、本公開買付けは対象者と公開買付者の双方にシナジーをもたらす、対象者の企業価値ひいては株主その他のステークホルダーの皆様の共同の利益の向上に寄与するものと考えております。公開買付者と対象者の目指す方向性が一致していると考えるところ、公開買付者の考える協業の内容を実効的に進め、公開買付者と対象者との協業関係を追求することが双方の利益に資すると考えております。さらに、対象者の事業に係る業界の今後の見通しについてみると、住宅開発業界全体としては、少子・高齢化の進展や世帯数の減少傾向を背景として、新設住宅着工戸数の中長期的な低迷が予測されるなか、一般的には厳しい状況が続くものと認識しておりますが、対象者はそうした社会環境と経済情勢の変化に対応した事業ポートフォリオの構築と事業戦略を展開している点で、上場会社・非上場会社を問わず、他の住宅メーカーとの差別化を図っているものと評価しております。たとえば、対象者は戸建住宅事業に関しては、戸建住宅については環境配慮型の開発で同業他社をリードしているほか、マンション事業に関して多世代交流をコンセプトとしたマンション開発構想の具現化を推進していると理解しております。また、対象者は賃貸住宅及び介護・福祉住宅施設分野での事業活動の拡大、中古住宅買取再販を行うリニューアル流通やリフォームに関わる積極的な事業展開、及び海外における分譲マンション開発事業を推進する等、従来型事業に係る市場規模の縮小に備えて、その他事業の幅を広げること等をしてきていると理解しており、今後も十分な成長可能性があると考えるところ等から、公開買付者は、協業の相手先として対象者が相応しいと判断いたしました。

(2) 本公開買付け後の対象者の経営への関与の方針について

<質問>

①買付予定数等について

本公開買付届出書によれば、本公開買付け後の公開買付者による所有割合が33.34%となる水準であるとして、買付予定数を3,702,708株と設定されております。

公開買付者が買付予定数に近い水準まで所有するに至った場合、対象者の株主総会への出席率等を踏まえると、対象者の株主総会特別決議について事実上拒否権を有するに至ると考えられます。

本公開買付届出書によれば、「対象者普通株式に係る所有割合が過半数に近くなる数を買付予定数の上限とした場合、本公開買付けが対象者の支配権獲得又は経営参加を企図するものではないかとの懸念を対象者の経営陣、株主、その他のステークホルダーの皆様が生じさせる可能性があると考えました」、「対象者に取締役を派遣する具体的な予定は現時点においてありません」、「対象者がこれまで行ってきた経営施策を高く評価しており、本公開買付け後も、対象者の現在の経営体制を尊重する」とのことですが、本公開買付けは、将来的な可能性も含めて支配権獲得又は経営参加を企図しておらず、役員を派遣も想定されていないという理解でよいでしょうか。本公開買付け後の対象者の経営に対する関与の在り方について具体的にご説明ください。併せて、将来、経営参加や役員を派遣を行うべきと判断するに至る可能性があるとするれば、それはどのような場合か、具体的にご説明ください。

また、現時点で経営参加等を企図されていないのであれば、買付予定数を上記のように事実上拒否権を有するに至る水準に設定された理由につき、詳細にご説明ください。

さらに、本公開買付届出書によれば、上記水準は「今後対象者との協業を円滑に遂行するために」「対象者の株主として相応のコミットをする意思があることを示す」ものとのことですが、「相応のコミット」の具体的内容及び「相応のコミット」が協業の円滑な遂行に資するとされた具体的理由についてご説明ください。

<回答>

本公開買付けは、対象者普通株式に係る所有割合が過半数となる対象者普通株式の取得を目的とするものではなく、対象者との間の協業に向けた資本関係の更なる強化を目的とするものです。公開買付者は、対象者の支配権獲得又は経営参加を行う意図は現時点においてありません。また、公開買付者は、本公開買付け後において、対象者に取締役を派遣する具体的な予定は現時点においてありません。本公開買付け後の対象者の経営に対する関与の在り方については、本公開買付け後の公開買付者と対象者との間の協業関係の構築に向けた協議の状況等を踏まえ、真摯に検討してまいります。今後対象者への経営参加や役員の派遣を行うべきと判断するに至る可能性につきましても、現時点で想定するものは具体的にはありませんが、本公開買付け後の公開買付者と対象者との間の協業関係の構築に向けた協議の状況等を踏まえ、必要が生ずれば誠実に検討してまいります。

本公開買付けにおける買付予定数を、公開買付者による本公開買付け後の所有割合が33.34%となる対象者普通株式の数(3,702,708株(所有割合29.34%))に設定した理由につきましては、公開買付者としては、対象者との協業を円滑に遂行するために、対象者の株主として相応のコミットをする意思があることを示す必要があると考えているところ、かかる意思を対象者にご理解いただき、実効性のある協業を円滑に進めていくためには、公開買付者が本公開買付け届出書提出日現在において所有する504,800株(所有割合4.00%)では不十分であると考えたため、上記のとおり買付予定数を設定したものであります。

「相応のコミット」に関しては、公開買付者は、本公開買付けにおいて買付予定数の上限まで対象者普通株式を取得する場合、相当額(約44億円)の投資を行う必要があります。公開買付者は、かかる相当額の投資を伴う本公開買付けによる対象者普通株式の買増しは、公開買付者が対象者の企業価値ひいては株主その他のステークホルダーの皆様の共同の利益を長期的に向上させたいと真摯に考えていることを示し、対象者に対するコミットメントを深める覚悟を有していることを示すことになると考えております。公開買付者がこのような覚悟を有していることを示すことで、本公開買付けの目的である協業に関する協議も真摯かつ実効性をもって進められるものと考えているため、公開買付者は、「相応のコミット」が対象者との協業の円滑な遂行に資すると考えております。

<質問>

②本公開買付け後の対象者普通株式の追加取得・継続保有等に関する方針について

本公開買付け届出書によれば、現時点においては対象者普通株式を追加取得する具体的な予定はないとする一方、本公開買付けの結果及びその後の対象者との協業関係の構築に向けた協議の状況を踏まえて改めて検討すると含みを残されております。

将来、追加取得を行うべきと判断するに至る可能性があるとするれば、それはどのような場合か、詳細にご説明ください。

<回答>

上記2.(1)②のご質問において、「公開買付者が提案する、これらのシナジーや施策について検討することも可能と思われる」と記載いただいているように、本公開買付け後、対象者におかれても、公開買付者との間の協業によるシナジーや施策について公開買付者との間で協議のうえ、十分にご検討いただきたいと考えております。公開買付者としては、現時点で想定するものは具体的にはありませんが、本公開買付けの結果のほか、かかる協議の状況等を踏まえたうえで、検討してまいります。

<質問>

③過去事例について

公開買付者においては、本公開買付けと同様に、過去にも対象会社に対して事前の通知・連絡なく公開買付けを開始し、結果拒否権を有する所有割合に至り、その後当該対象会社は幾度かの組織再編を行った上、結果的に公開買付者に吸収合併されております。対象者に関して、そのような組織再編等（吸収合併等だけでなく、対象者の一部事業の売却等も含みます。）は想定されていないのでしょうか。想定されていない場合は、過去の事例と本件の相違について、具体的にご説明ください。

<回答>

日本アジアホールディングズ株式会社が平成19年に実施した株式会社エーティーエルシステムズ（以下「ATL」といいます。）の普通株式に対する公開買付けは、ATLに対する事前の通知・連絡を行わないものでしたが、当該公開買付け実施以前から、日本アジアホールディングズ株式会社は、その特別関係者所有分を含め、ATLの総株主の議決権数の18.92%に相当する普通株式を所有するATLの筆頭株主でありました。また、当該公開買付け後の特別関係者所有分を含む日本アジアホールディングズ株式会社の所有するATLの普通株式に係る議決権数のATLの総株主の議決権数に対する割合は35.99%となりましたが、その後行われた一連の組織再編は、ATLとの合意に基づいて実施したものであり、日本アジアホールディングズ株式会社が一方的に実施したものではありません。

公開買付者は本公開買付けを通じて、対象者との間の資本関係を更に強化し、将来的に緊密な協業関係を構築することで、対象者及び公開買付者双方の利益の拡大を図ることを意図しております。そのため、公開買付者は、本公開買付けにより取得した株式を含め、その所有する対象者普通株式を長期的に所有する方針です。また、公開買付者は、対象者がこれまで行ってきた経営施策を高く評価しており、本公開買付け後も、対象者の現在の経営体制を尊重する方針です。公開買付者は、現時点において、対象者の一部事業の売却等を含め、対象者との組織再編等を行う予定はありません。

3. 公開買付価格について

<質問>

本公開買付届出書によれば、提案されている公開買付価格1,200円は、対象者普通株式の市場株価水準、対象者が発行している第1回及び第2回新株予約権の行使価額に照らして適正な株式価値であるという判断が可能な範囲であること、過去のプレミアム水準の実例、対象者が賛同するか否かが明らかでないこと、本公開買付けへの応募数の見通し等を総合的に勘案して決定した、とされております。上記理由は抽象的ですので、公開買付価格1,200円が適正な株式価値であると判断するに至った理由及び根拠について、本公開買付届出書における該当箇所の記載を敷衍する形で、より詳細かつ具体的にご説明ください。

<回答>

公開買付者は、本公開買付けにおける対象者普通株式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。）を決定するために、本公開買付けを実施することについての公表日の前営業日である平成30年4月25日の東京証券取引所市場第一部における対象者普通株式の終値（855円）、同日までの過去1か月間（平成30年3月26日から平成30年4月25日まで）の終値の単純平均値（875円。小数点以下四捨五入。以下、終値の単純平均値の計算において同じです。）、同過去3か月間（平成30年1月26日から平成30年4月25日まで）の終値の単純平均値（900円）、同過去6か月間（平成29年10月26日から平成30年4月25日まで）の終値の単純平均値（887円）を参考にいたしました。

また、公開買付者は、対象者普通株式の上記市場株価に加え、対象者の直近の財務状況及び対象者が平成30年2月19日付で提出した有価証券届出書に係る新株予約権の行使価額（第1回新株予約権につき対象者普通株式1株当たり1,000円、第2回新株予約権につき対象者普通株式1株当たり1,200円）等に照らして適正な株式価値であるという判断が可能な範囲で、本公開買付けに対してより多数の応募がなされるように、過去の発行者

以外の者による株券等の公開買付けの事例において公開買付け価格決定の際に付与されたプレミアムの水準の実例、本公開買付け届出書提出日現在においては対象者が本公開買付けに対して賛同するか否かが明らかでないこと、本公開買付けに対する応募数の見通し等を総合的に勘案して、平成30年4月26日に、本公開買付け価格を1株当たり1,200円と決定いたしました。

本公開買付け価格（1株当たり1,200円）は、本公開買付けを実施することについての公表日の前営業日である平成30年4月25日の東京証券取引所市場第一部における対象者普通株式の終値855円に対して40.35%、同日までの過去1か月間（平成30年3月26日から平成30年4月25日まで）の終値の単純平均値875円に対して37.14%、同過去3か月間（平成30年1月26日から平成30年4月25日まで）の終値の単純平均値900円に対して33.33%、同過去6か月間（平成29年10月26日から平成30年4月25日まで）の終値の単純平均値887円に対して35.29%のプレミアムをそれぞれ加えた金額に相当し、本公開買付け届出書提出日の前営業日である平成30年4月26日の東京証券取引所市場第一部における対象者普通株式の終値848円に対して41.51%のプレミアムを加えた額に相当します。

本公開買付け公表前の直近1年間（平成29年4月25日から平成30年4月25日まで）に開始された発行者以外の者による株券等の公開買付けの事例（いわゆるディスカウント公開買付け事例8件及び平成29年11月13日に開始された株式会社TNDホールディングスによる株式会社ツノダの普通株式に対する公開買付けの事例（プレミアム率は、公表日の前営業日の終値、同日までの過去1か月間の終値の単純平均値、同過去3か月間の終値の単純平均値、同過去6か月間の終値の単純平均値に対して、それぞれ210.00%、210.90%、221.95%、229.63%）を除きます。）におけるプレミアム率の平均値は、公表日の前営業日の終値、同日までの過去1か月間の終値の単純平均値、同過去3か月間の終値の単純平均値、同過去6か月間の終値の単純平均値に対して、それぞれ27.10%（小数点以下第三位を四捨五入。以下、比率の計算において同様に計算しております。）、27.61%、29.59%、34.89%であることに照らしても、本公開買付け価格に係るプレミアムは十分な水準であると考えております。