平成 23 年 8 月 16 日

各　　位

上場会社名　株式会社コージツ
代表者　代表取締役社長　稲村　聡
（コード番号　9905）
問合せ先責任者　経営管理本部長　海老澤　嘉
（TEL　03-5283-8866）

投資事業有限責任組合 DRCKJ 及び投資事業有限責任組合 DRCⅡによる当社株券等に対する公開買付けに関する反対の意見表明のお知らせ

当社は、平成 23 年 7 月 22 日に投資事業有限責任組合 DRCKJ（以下「DRCKJ」といいます。）及び投資事業有限責任組合 DRCⅡ（以下「DRCⅡ組合」といい、DRCKJ 及び DRCⅡ組合を総称して「本公開買付者ら」といいます。）により開始された当社株券等に対する公開買付け（以下「本公開買付け」といいます。）について、平成 23 年 7 月 26 日に開示いたしました「投資事業有限責任組合 DRCKJ 及び投資事業有限責任組合 DRCⅡによる当社株券等に対する公開買付けに関する意見表明のお知らせ」（以下「7 月 26 日付当社プレスリリース」といいます。）において、本公開買付けに対する意見の表明を留保する旨を公表しておりましたが、平成 23 年 8 月 16 日開催の取締役会において、下記のとおり、出席取締役全員の一致により、

① 本公開買付けに対して反対の意見を表明すること、並びに、
② 当社の株主及び新株予約権の保有者の皆様に対し本公開買付けへの応募を推奨しないこと

を決議いたしましたので、お知らせいたします。

記

1．公開買付者の概要

（1）DRCKJ の概要

（1）	名称	投資事業有限責任組合 DRCKJ	
（2）	所在地	東京都千代田区丸の内二丁目２番１号	
（3）	設立根拠等	投資事業有限責任組合契約に関する法律に基づく投資事業有限責任組合	
（4）	組成目的	経営支援型の共同投資	
（5）	組成日	平成 23 年５月	
（6）	出資の総額	32.44 億円	
（7）	業務執行組合員の概要	名称	DRC ツー株式会社
		代表者の役職・氏名	代表取締役　青松英男
（8）	当社との関係等	上場会社（役員・役員関係者・大株主を含む。）と当該ファンドの関係	DRCKJ は、当社の株式１株を保有しております。

	上場会社と業務執行組合員の関係	DRCKJ の無限責任組合員である DRC ツー株式会社（以下「DRC ツー」といいます。）及びその完全親会社である DRC キャピタル株式会社（以下「DRC キャピタル」といいます。）の代表取締役である青松英男氏は、当社の社外取締役であります。 DRCKJ の無限責任組合員である DRC ツーの完全親会社である DRC キャピタルのマネージング･ディレクターである溝口直人氏は、当社の完全子会社である株式会社好日山荘（以下「好日山荘」といいます。）の取締役であります。

（注）当社及び好日山荘における役職に関する記載を除き、本公開買付者らが平成 23 年 7 月 22 日に提出した公開買付届出書（以下「本公開買付届出書」といいます。）に基づいて記載しております。なお、出資者・出資比率・出資者の概要については、当社は現時点の状況を把握していないため記載しておりません。

（2）DRCⅡ組合の概要

（1）	名称	投資事業有限責任組合 DRCⅡ	
（2）	所在地	東京都千代田区丸の内二丁目２番１号	
（3）	設立根拠等	投資事業有限責任組合契約に関する法律に基づく投資事業有限責任組合	
（4）	組成目的	企業投資を行うための共同投資スキーム	
（5）	組成日	平成 21 年６月	
（6）	出資の総額	41.4 億円	
（7）	業務執行組合員の概要	名称	DRC ツー株式会社
		代表者の役職・氏名	代表取締役　青松英男
（8）	当社との関係等	上場会社（役員・役員関係者･大株主を含む。）と当該ファンドの関係	DRCⅡ組合は、当社の株式 5,011,999 株を保有しております。
		上場会社と業務執行組合員の関係	DRCⅡ組合の無限責任組合員である DRC ツー及びその完全親会社である DRC キャピタルの代表取締役である青松英男氏は、当社の社外取締役であります。 DRCⅡ組合の無限責任組合員である DRC ツーの完全親会社である DRC キャピタルのマネージング･ディレクターである溝口直人氏は、当社の完全子会社である好日山荘の取締役であります。

（注）当社及び好日山荘における役職に関する記載を除き、本公開買付届出書に基づいて記載しております。なお、出資者・出資比率・出資者の概要については、当社は現時点の状況を把握していないため記載しておりません。

２．当該公開買付けに関する意見の内容、根拠及び理由

（1）意見の内容

当社は、平成 23 年８月 16 日開催の取締役会において、下記のとおり、本公開買付けについて当社との間で利益が相反するものと認められる青松英男氏を除く当社取締役全員の出席のもと、出席取締役全員の一致により、①本公開買付けにおける当社株式の買付価格（以下「本公開買付価格」といいます。）が低廉であること、及び②本公開買付けが当社の企業価値の向上に資するとはいえないことから、

(i) 本公開買付けに対して反対の意見を表明すること、並びに、

（ii）当社の株主及び新株予約権の保有者の皆様に対し本公開買付けへの応募を推奨しないこと

を決議いたしました。

上記取締役会においては、本公開買付者らの無限責任組合員である DRC ツー及びその完全親会社である DRC キャピタルの代表取締役である青松英男氏は、本公開買付けについて当社との間で利益が相反するものと認められることから、本公開買付けの公正性を担保するため審議及び決議に参加しておりません。また、上記取締役会においては、社外監査役２名を含む当社監査役全員が出席し、いずれの監査役も当社取締役会が上記決議を行うことについて異議がない旨を述べております。

なお、既に本公開買付けに対し応募を行った株主又は新株予約権の保有者の皆様であっても、公開買付期間中においては、いつでも、本公開買付けに係る契約を解除することができます。本公開買付届出書によれば、本公開買付けに係る契約の解除をする場合は、公開買付期間末日の 16 時までに応募受付けをした公開買付代理人（復代理人にて応募受付けをした場合には復代理人）の各本店又は全国各支店に解除書面（公開買付応募申込受付票及び公開買付けに係る契約の解除を行う旨の書面）を交付又は送付することを要する（但し、送付の場合は、解除書面が公開買付期間末日の 16 時までに到達することを条件とする。）とされています。

（２）意見の根拠及び理由

当社は、平成 23 年８月 13 日付で受領した第三者委員会からの下記「①ア．第三者委員会の答申内容」に記載の答申及び当社のリーガル・アドバイザーである森・濱田松本法律事務所の助言を受け、本公開買付けの内容を慎重に検討した結果、平成 23 年８月 16 日開催の取締役会において、出席取締役全員の一致により、本公開買付けに対して反対の意見を表明すること、並びに、当社の株主及び新株予約権の保有者の皆様に対し本公開買付けへの応募を推奨しないことを決議いたしました。

①第三者委員会の設置及び第三者委員会の答申

ア．第三者委員会の答申内容

当社は、下記「イ．第三者委員会設置に至る経緯」に記載のとおり、平成 23 年７月 26 日開催の当社取締役会において、当社における本公開買付けの検討過程の公正性を担保するため、当社から独立した外部の弁護士１名及び公認会計士２名の合計３名により構成される第三者委員会を設置した上で、下記のとおり、委嘱事項（以下「本件委嘱事項」といいます。）を委嘱することを決定し、第三者委員会が設置されました。

（第三者委員会の概要）

委嘱事項：(1)　本公開買付けについて、当社取締役会が賛同するべきか否かを検討し、当社取締役会に勧告を行うこと

(2)　本公開買付けに関し、当社又は当社の株主のために、本公開買付者らとの間で協議・交渉を行うこと

委員（敬称略）：委員長　野間　自子（弁護士、三宅坂総合法律事務所パートナー）

委員　　中嶋　克久（公認会計士、株式会社プルータス・コンサルティング代表取締役）

委員　　郡司　昌恭（公認会計士、株式会社 MAAC パートナーズ代表取締役）

当社は、第三者委員会から、第三者委員会が本件委嘱事項を実施するため、当社からの開示資料等の検討、並びに、当社及び本公開買付者らの関係者その他第三者に対するヒアリングを行うとともに、合計 10 回にわたって第三者委員会を開催し本件委嘱事項に関する審議を行った旨の報告を受け、平成 23 年８月 13 日付で、各本件委嘱事項について以下の内容の答申を受領しました（第三者委員会からの答申書の内容については、別紙をご参照下さい。）。

・本件委嘱事項（１）について

本公開買付けの手続面における公正性は一応確保されているものの、本公開買付けが積極的に当社

の企業価値の向上に資するとまで判断することはできない。よって、第三者委員会としては、当社取締役会が本公開買付けに積極的に賛同すべき理由は見出せない。

また、1株あたり130円という本公開買付価格は低廉であり、株主に対して本公開買付けに応じるよう推奨すべきでない。

・本件委嘱事項（２）について

第三者委員会は、平成23年８月10日、本公開買付者らに対し、本公開買付けの買付価格を1株あたり147円以上とするよう是正の申し入れを行うとともに、本公開買付者らと協議の場を持ったが、同月11日に、本公開買付者らからこれには応じられない旨の回答を得た。

イ．第三者委員会設置に至る経緯

７月26日付当社プレスリリースに記載のとおり、第三者委員会の設置に至る経緯は以下のとおりです。

本公開買付者らのうちDRCⅡ組合は、平成22年７月16日付で当社が行った第三者割当増資を引受け、本公開買付届出書によれば、平成23年７月22日現在では当社株式5,011,999株（当社が平成23年７月15日付で提出した第50期第２四半期報告書に記載された平成23年５月31日現在の発行済株式総数28,962,000株から同日現在所有する自己株式194,871株を除いた28,767,129株に対する保有株数の割合（以下「保有割合」といいます。）にして17.42％（小数点以下第三位を四捨五入。以下、比率の計算において別段の定めがない限り、同様に計算しております。））を有する当社の第２位の株主であります。上記第三者割当増資後、本公開買付者らの無限責任組合員であるDRCツーの完全親会社であるDRCキャピタルのマネージング・ディレクターである溝口直人氏は当社の完全子会社である好日山荘の取締役に就任し、また、本公開買付者らの無限責任組合員であるDRCツー及びその完全親会社であるDRCキャピタルの代表取締役である青松英男氏は当社の社外取締役に就任しております。

当社は、上記第三者割当増資後、本公開買付者らの関係者との間で、将来的な戦略的提携関係について協議を行ってまいりました。そして、平成23年３月30日開催の当社取締役会において、本公開買付者らの関係者から公開買付けを行う意向があるとの連絡を受けた旨の報告及びこれに賛同するか否かについて検討し意見を表明する必要が生じうる旨の報告がなされ、当社の非公開化の手法を含む当社株券等に対する公開買付けに係る諸条件について、本公開買付者らの関係者と協議を行ってまいりました。

その結果、当社は、平成23年７月19日付申入書（以下「本件申入書」といいます。）により、本公開買付者らに対し、下記(i)及び(ii)に掲げる事項を伝えるとともに、下記(iii)に掲げる事項の申入れを行いました。

(i) 当社が、当社のリーガルアドバイザーである森・濱田松本法律事務所より、大要、下記①から⑤までに掲げる事情が存在し又は存在することが疑われるため、本公開買付けの当社における検討過程において本公開買付者ら又はその関係者らの影響が十分に排除できておらず、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がとられているとは言い難いとの指摘を受けた旨。

①本公開買付者らの関係者が、平成23年７月15日に、当社の代表取締役に対して送信した電子メールにおいて、当社による意見表明の内容について、当社の意見表明は、全面的留保でなく、「TOB賛成、一方で価格は留保」と言えるはずであり、そのベースでのプレスを至急検討して欲しい旨を伝達していること。

②本公開買付者らが本公開買付けの買付価格の算定の基礎とした事業計画は、本公開買付け検討期間中に、本公開買付者らの関係者の発言を契機として作成されたものであること。

③本公開買付者らの関係者の意向により、平成23年６月14日の当社役職員と当社の非公開化を伴う取引について提案を行っていた別のプライベート・エクイティ・ファンド（以下「他の提案者」といいます。）及びそのアドバイザーとの面談が中止されたこと、当該本公開買付者らの関係者が他の提案者に直接接触したこと、並びにこれらについて他の提案者のアドバイザーから指摘されていること。

④本公開買付者らの関係者が、DRCキャピタルから本公開買付けを行う意向があるとの連絡を受けた旨及びこれに賛同するか否かについて検討し表明する必要が生じうる旨の報告がなされた平成23年

３月開催の当社取締役会、当社が株式価値の算定を依頼した第三者算定機関から株式価値算定報告書のドラフトを受領した旨の報告及び当該ドラフトの内容の説明がなされた平成 23 年５月開催の当社取締役会、並びに、DRC キャピタルから本公開買付けに関するスケジュールについて連絡があった旨の報告がなされた平成 23 年６月開催の当社取締役会に出席し、審議に参加していること。

⑤本公開買付者らの関係者が、当社の取締役会のオブザーバーとして、本公開買付けに関する平成 23 年３月及び６月開催の当社取締役会に出席し、審議に参加していること。

(ii) 他の提案者のアドバイザーから、本公開買付者らの関係者の意向により平成 23 年６月 14 日の当社代表取締役と他の提案者及びそのアドバイザーとの面談が中止された事実の有無等について、当社に調査・検証を行う旨の申入れ（以下「他の提案者のアドバイザーからの申入れ」といいます。）を平成 23 年７月 14 日付の書面により受けたこと。

(iii) 以上の(i)及び(ii)を踏まえ、①当社において改めて審議を行った結果、少なくとも平成 23 年７月 18 日時点においては、当社において本公開買付者ら又はその関係者らの影響を受けない公正な形での本公開買付けの検討が行われてきたとはいえないこと等から、利害関係人である青松英男氏以外の取締役全員の一致により、同月 21 日公表及び同月 22 日開始予定の公開買付けが実施される場合には、反対の意見表明をせざるを得ないとの結論に至ったこと、②当社は、本公開買付者らに対し、今後、改めて当社における公開買付けの検討過程の公正性を担保するため、外部専門家により構成される第三者委員会を設置し、他の提案者のアドバイザーからの申入れにおいて指摘されている事実についての調査・検証をお願いするとともに、本公開買付けに関する本公開買付者らとの間の協議・交渉等を委嘱することを予定しており、かかる調査・検証の結果その他の第三者委員会からの答申の結果を踏まえ、改めて本公開買付けに関する当社取締役会としての意見を検討したいこと、③同月 21 日公表及び同月 22 日開始予定の公開買付けの実施を延期し、当社がかかる第三者委員会による答申を取得し、本公開買付者ら又はその関係者らの影響を受けない公正な手続のもとで本公開買付けに関する検討を行う時間を確保したいこと。

当社による上記(i)及び(ii)の伝達内容並びに(iii)の申入れに関し、本公開買付者らは、当社に対し、平成 23 年７月 20 日付書面において、上記(i)の①から⑤までに掲げる事情については、大要、以下のとおり、本公開買付者らの関係者による不当な影響力の生じる余地が全くない事象であり、当社が懸念している公正性に係る疑義はないと確信している旨、及び、本公開買付け実施の延期について応じることはできない旨の回答をしております。

(i) 本公開買付けは、終始、本公開買付者らと当社経営陣との協力関係に基づき準備を進めてきたものであり、本公開買付者らの関係者が意見を述べることはごく自然であること、また、実際に、当社の申入書で指摘をした平成 23 年７月 15 日付の電子メールについても、当社の検討内容に対して何ら威圧的に強要するものではなく、本公開買付けの公正性を脅かすような問題はないと判断されること。

(ii) 平成 22 年 10 月 14 日に開催された好日山荘の取締役会において、今後３年間の中期経営計画の素案が報告されたが、かかる素案の内容は、今後２年間で当時の当社の純資産額を上回る巨額の設備投資を実施する内容であったことから、本公開買付者らの関係者である好日山荘の取締役が、短期間に巨額の設備投資を行う場合の投資リスクが高いことからより慎重な計画への見直しも含めて継続審議すべきことを指摘した。その結果、平成 23 年３月 30 日の当社取締役会において、設備投資期間を３年間に延長し、かつダウンサイドリスクを見ておくため、売上見通しをより堅い数字に改訂した中期経営計画の改定案が報告された。なお、その後、平成 22 年 10 月 14 日に好日山荘の取締役会において報告された中期経営計画の素案について審議等は行われておらず、本公開買付者らとしては、平成 23 年３月 30 日に当社取締役会に報告された中期経営計画が最終的に確定した中期経営計画であると認識している。従って、本公開買付者らが、本公開買付けの買付価格の算定の基礎とした事業計画は、本公開買付者らの関係者が述べた発言を契機として変更されたものであったとしても、当該発言は本公開買付けの本格的検討開始よりも前になされたものであること等から、本公開買付者らの関係者の影響によって公正性に疑義が生じる要素は全く認められないこと。

(iii) 当社の取締役と他の提案者との面談の中止については、当社代表取締役から当該面談の予定がある旨の報告を受けた本公開買付者らの関係者が、他の提案者からの提案に対する対応方針について、当社の取締役及び監査役の間で一切協議しないまま面談を実施することは不適切である旨を指摘し、一旦面談が留保されたのは事実であるが、当該指摘を受けて、当社では、他の提案者からの提案につき全ての取締役及び監査役に対して報告され、協議の結果、平成23年6月27日に、当社の取締役会（本公開買付者らの関係者を除く）と他の提案者との面談が実施されている。なお、上記面談の翌々日である平成23年6月29日に、当社から本公開買付者らに対し、他の提案者が提案を撤回してきたとの報告が行われた。他方、本公開買付者らの関係者であり当社の関係者である者が、他の提案者と直接接触したのは事実であるが、それは既に他の提案者が提案を撤回した後のことであり、本公開買付者らの関係者が他の提案者に対して不当に圧力をかけて撤回を誘導したような事実は一切存在しないこと。

(iv)及び(v) 平成23年7月19日付当社の本公開買付者らに対する上記申入書によって指摘された当社定例取締役会では、本公開買付者らの関係者は、当社の社外取締役あるいはオブザーバーとして当社定例取締役会に参加していたに過ぎず、加えて、当社代表取締役から本公開買付けに関連する事項が報告された際に、当社から特に退席の促し等がなかったことからその場に留まっていたに過ぎず、当社における審議の方向性を誘導するために同席したものではないこと。

当社としては、本公開買付者らによる上記の回答がなされているものの、本公開買付けの検討過程の公正性を担保するため、独立の第三者による本公開買付けに関する評価を得た上で当社取締役会としての意見を表明しなければ、本公開買付けの応募の是非に関し、当社として株主の皆様に対し適切な情報提供をすることはできないと考えました。そこで、当社は、平成23年7月26日開催の当社取締役会において、当社における本公開買付けの検討過程の公正性を担保するため、第三者委員会を設置した上で本件委嘱事項を委嘱することを決定し、平成23年8月13日付で、第三者委員会から各本件委嘱事項について上記「ア．第三者委員会の答申内容」に記載の答申を受領しました。

②当社による判断

当社は、上記「①ア．第三者委員会の答申内容」に記載の第三者委員会による答申を踏まえ慎重に検討した結果、以下のとおり、①本公開買付価格が低廉であり、かつ②本公開買付けが当社の企業価値の向上に資するとはいえないと判断しました。特に上記①については、本公開買付届出書によれば、本公開買付者らは、本公開買付けにおいて本公開買付者らが当社株式の全てを取得できなかった場合には、下記「（５）いわゆる二段階買収に関する事項」に記載する手続（以下「本スクイーズアウト手続」といいます。）に従って当社の発行済株式の全て（但し、当社の保有する自己株式を除きます。）を取得することを予定しているとのことであり、本スクイーズアウト手続が実施された場合には、本公開買付けに応募しなかった当社の株主（本公開買付者らを除きます。）の皆様については、結果として、当該株主の皆様の所有に係る全部取得条項が付された当社の普通株式を当社が取得し、当該株主の皆様には本公開買付価格に当該株主が所有していた当社の普通株式の数を乗じた価格と同一の価格の金銭が交付されることとなる可能性があるところ、本公開買付価格が低廉であるため、かかる本スクイーズアウト手続そのものが当社の少数株主の皆様の利益を害するおそれがあるものと考えております。

以上の理由により、当社は、平成23年8月16日開催の取締役会において、出席取締役全員の一致により、本公開買付けに対して反対の意見を表明すること、並びに、当社の株主及び新株予約権の保有者の皆様に対し本公開買付けへの応募を推奨しないことを決議いたしました。なお、本公開買付けの手続面における公正性については、当社は、第三者委員会から、本公開買付けの手続面における公正性は一応確保されている旨の意見を含む答申を受領しており、当社といたしましては、当該第三者委員会の意見は合理的と考えております。

ア．本公開買付価格が低廉であること

当社は、以下のとおり、本公開買付者ら及び当社から独立した第三者算定機関であるアーンストアンドヤング・トランザクション・アドバイザリー・サービス株式会社（以下「EYTAS」といいます。）及び前

田公認会計士事務所（以下「前田事務所」といいます。）に対し、それぞれ当社の株式価値の算定を依頼し、株式価値算定報告書を受領するとともに、第三者委員会から本公開買付価格に関する意見を受領しております。当社はこれらを踏まえて本公開買付価格の妥当性について慎重に検討を行った結果、1株あたり130円という本公開買付価格は低廉であるとの結論に至りました。

なお、上記のとおり当社が２つの第三者算定機関に当社の株式価値の算定を依頼した理由は、EYTASが平成23年３月に本公開買付者らの関係者からの紹介を受けたものであることから、上記「①イ．第三者委員会設置に至る経緯」に記載の第三者委員会設置の経緯に鑑み、当社における本公開買付けの内容に対する検討をより慎重に行うため、本公開買付者らの関係者と関係のない前田事務所にも別途算定を依頼したことによるものです。なお、第三者委員会からは、下記のとおり、EYTAS は本公開買付者ら及び当社から独立した第三者算定機関であると認めうるとの報告を受けております。

（ア）EYTASによる株式価値算定

当社は、本公開買付者らからの本公開買付けの提案を検討するにあたって、平成23年３月、EYTASに対し当社の株式価値の算定を依頼し、平成23年８月１日付で、EYTASから株式価値算定報告書（以下「EYTAS 報告書」といいます。）を受領しました（なお、当社は、EYTAS から本公開買付価格の公正性に関する評価（フェアネス・オピニオン）を取得しておりません。）。EYTAS は、採用すべき算定手法を検討した結果、市場株価法、ディスカウンテッド・キャッシュ・フロー法（以下「DCF 法」といいます。）及び類似会社比準法の各手法によって当社の株式価値の算定を行いました。上記各手法において算定された当社の株式１株あたりの株式価値の範囲はそれぞれ以下のとおりです。

市場株価法　106円から128円

DCF法　116円から173円

類似会社比準法　119円から128円

当社は株式会社大阪証券取引所JASDAQ市場（以下「JASDAQ市場」といいます。）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採用し、市場株価法では、本公開買付け公表直前の平成23年７月21日を評価基準日として、当社が平成23年６月23日に公表した「業績予想の修正に関するお知らせ」（以下「６月23日付当社プレスリリース」といいます。）による業績予想の上方修正の影響を反映するため、当社が６月23日付当社プレスリリースを公表した平成23年６月23日の翌営業日である同月24日から本公開買付け公表直前の平成23年７月21日までを採用期間とし、当該採用期間のJASDAQ市場における当社の株式の終値を基に、株式１株あたりの価値の範囲を106円から128円までと分析しております。

また、将来の事業活動の状況を算定に反映するためDCF法を採用し、DCF法では、当社の事業計画を基礎として当社が将来生み出すと見込まれるフリー・キャッシュ・フローを一定の割引率で現在価値に割り引いて事業価値を分析しております。当社は、EYTASに対し、平成22年10月開催の好日山荘の取締役会において報告された好日山荘の中期経営計画案をベースとした平成25年11月期までの３カ年を対象とする連結事業計画（以下「第１案」といいます。）と、平成23年３月開催の好日山荘の取締役会において報告されたより保守的な内容の中期経営計画案をベースにした平成25年11月期までの３カ年を対象とする連結事業計画（以下「第２案」といいます。）の２種類の事業計画を提出し、EYTASはその双方をDCF法による株式価値算定の基礎として用いております（注）。EYTASは、第１案を基礎としたDCF法による株式価値として当社の株式１株あたりの価値を173円と、第２案を基礎としたDCF法による株式価値として当社の株式１株あたりの価値を116円と分析しており、結論として当社の株式１株あたりの価値の範囲を116円から173円までと分析しております。

（注）第１案及び第２案はいずれも平成25年11月期までの３カ年を対象とするものであるところ、EYTAS は、新規出店店舗が正常収益に達するまで３期程度要するとの当社マネジメントからのヒアリング結果を受け、正常収益に達する平成27年11月期まで事業計画の予測を延長しております。

また、EYTASが算定の基礎とした第１案及び第２案をベースとする各事業計画では、平成23年11月期以降、大幅な増益を見込んでいる事業年度があります。これは、第１案及び第２案いずれにおいても好日山荘店舗の新規出店・移転の効果等を見込んでいることによります。

さらに、当社には比較可能な上場類似会社が複数存在することから類似会社比準法を採用し、類似会社比準法では、上場会社の中から当社と事業内容が類似する企業を複数選定し、財務数値と株式時価総額等との倍率を基に株式価値を評価し、当社の株式1株あたりの価値の範囲を119円から128円までと分析しております。

なお、EYTASは当社の関連当事者には該当しません。当社は平成23年3月に本公開買付者らの関係者からEYTASの紹介を受けておりますが、第三者委員会から、EYTASは本公開買付者ら及び当社から独立した第三者算定機関であると認めうるとの報告を受けております。

（イ）前田事務所による株式価値算定

当社は、上記「（ア）EYTASによる株式価値算定」記載のとおり、EYTASが本公開買付者らの関係者から紹介を受けたものであったことから、本公開買付けの内容の検討にあたりより慎重を期するため、平成23年7月、前田事務所に対し当社の株式価値の算定を依頼し、平成23年8月5日付で、前田事務所から株式価値算定報告書（以下「前田報告書」といいます。）を受領しました（なお、当社は、前田事務所から本公開買付価格の公正性に関する評価（フェアネス・オピニオン）を取得しておりません。）。前田事務所は、採用すべき算定手法を検討した結果、市場株価法、DCF法及び類似会社比準法の各手法によって当社の株式価値の算定を行いました。上記各手法において算定された当社の株式1株あたりの株式価値の範囲はそれぞれ以下のとおりです。

市場株価法　92円から110円

DCF法（第1案）　154円から182円

DCF法（第2案）　96円から124円

類似会社比準法　74円から93円

当社はJASDAQ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採用し、市場株価法では、株式市場の状況等の諸事情を勘案し、本公開買付け公表日である平成23年7月21日を評価基準日として、同日までの30日、3か月及び6か月を採用期間とし、当該採用期間のJASDAQ市場における当社の株価の平均値（30日：110円、3か月：97円、6か月：92円）を基に、株式1株あたりの価値の範囲を92円から110円までと分析しております。

また、将来の事業活動の状況を算定に反映するためDCF法を採用し、DCF法では、当社の事業計画を基礎として当社が将来生み出すと見込まれるフリー・キャッシュ・フローを一定の割引率で現在価値に割り引いて事業価値を分析しております。当社は、前田事務所に対し、第1案と第2案の2種類の事業計画を提出し、前田事務所はその双方をDCF法による株式価値算定の基礎として用いております（注）。前田事務所は、第1案を基礎としたDCF法による株式価値として当社の株式1株あたりの価値の範囲を154円から182円まで、第2案を基礎としたDCF法による株式価値として当社の株式1株あたりの価値の範囲を96円から124円までと分析しております。

（注）前田事務所が算定の基礎とした第1案及び第2案をベースとする各事業計画では、平成23年11月期以降、大幅な増益を見込んでいる事業年度があります。これは、第1案及び第2案いずれにおいても好日山荘店舗の新規出店・移転の効果等を見込んでいることによります。

さらに、当社には比較可能な上場類似会社が複数存在することから類似会社比準法を採用し、類似会社比準法では、上場会社の中から当社と事業内容が類似する企業を複数選定し、株価純資産比率、株価収益率及び事業価値（EBITDA）倍率を基に株式価値を評価し、当社の株式1株あたりの価値の範囲を74円から93円までと分析しております。

なお、前田事務所は当社の関連当事者には該当せず、当社との間で記載すべき利害関係はありません。

（ウ）第三者委員会による本公開買付価格に関する意見

第三者委員会は、EYTAS報告書及び前田報告書を参考としつつ、独自にDCF法による当社の株式価値を算定したところ、その下限は、当社株式1株あたり147円と判断しました（第三者委員会による当社の株式価値の検討内容は、別紙の第4の2（2）エのとおりです。）。なお、当社は第三者委員会から、第1案及び第2案を基礎として株式価値の算定を行っているが、当該下限は、より保守的な内容の第2案をもとに算出されたものであるとの報告を受けております。

なお、当社は、第三者委員会に対し本件委嘱事項の委嘱を行うにあたり、第1案及び第2案の2種類

の事業計画を提出しましたが、第三者委員会は、第１案及び第２案のいずれにも不合理な点は認められないと判断しております。

また、当社は、第三者委員会から、上記「①ア．第三者委員会の答申内容」に記載のとおり、第三者委員会が平成 23 年８月 10 日、本公開買付者らに対し、本公開買付けの買付価格を１株あたり 147 円以上とするよう是正の申し入れを行うとともに、本公開買付者らと協議の場を持ったが、同月 11 日に、本公開買付者らからこれには応じられない旨の回答を得たとの報告を受けております。

（エ）本公開買付価格についての当社の判断

当社は、上記の EYTAS 報告書の内容、前田報告書の内容及び第三者委員会の意見の内容を踏まえ本公開買付価格の妥当性について慎重に検討を行いました。その結果、(i) １株あたり 130 円という本公開買付価格は、EYTAS 報告書における DCF 法による評価レンジの範囲内であり、また、前田報告書における第２案を基礎とした DCF 法による評価レンジの上限を上回るものの、これらも踏まえて検討された第三者委員会の意見は合理的であり、１株あたり 130 円という本公開買付価格は当該意見において当社の株式価値の下限とされている 147 円を下回ること、並びに、(ii)当社が「業績予想の修正に関するお知らせ」を公表した平成 23 年６月 23 日の翌営業日である同月 24 日から本公開買付け公表直前の平成 23 年７月 21 日までの JASDAQ 市場における当社の株式の終値の単純平均値（113.4 円（小数点以下第二位四捨五入））に対する本公開買付価格のプレミアムは 14.6%（小数点以下第二位四捨五入）となり、第三者委員会の意見において当社の株式価値の下限とされている 147 円で算定されるプレミアム 29.6%（少数点以下第二位四捨五入）と比較しても十分でないことから、本公開買付価格は低廉であるとの結論に至りました。

イ．本公開買付けが当社の企業価値の向上に資するとはいえないこと

当社は、昭和 38 年に有限会社好日山荘として設立され、登山用品・スキー用品販売専門店として営業を開始しました。その後、昭和 60 年に株式会社コージツに商号を変更し、平成 16 年に JASDAQ 証券取引所（現：JASDAQ 市場）に上場、平成 18 年に登山用品販売部門を好日山荘として分社化し、現在は好日山荘の発行済株式の全部を保有する持株会社として、好日山荘店舗における登山用品の販売を中核とする事業を行っております。当社は、平成 19 年に中核事業と関連性の低い不動産投資事業、海外事業等に進出したものの、その結果相当額の損失を計上するに至りました。

しかしながら、その後、当社は収益性をさらに強化し、経営基盤をより強固なものとするため、不動産投資事業、海外事業等を売却して中核事業である登山用品販売事業に資源を集中し、伝統と信頼ある「好日山荘」ブランドの普及、積極的な新規出店や移転・改装などの設備投資、登山用品販売と連携する新規業態での販売体制の導入、関東地区の販売強化、ウェブサイトの抜本的なリニューアル、新販売在庫管理システムによる業績効率化と在庫管理強化、コーポレート・ガバナンスの充実による経営と統制の強化などの諸施策を推進して参りました。そして、近年の登山ブームに加え、各種メディアにおいて「山ガール」として取り上げられている 20 代後半から 40 代の女性を中心とした登山者の増加等を追い風として、当社の中核事業である登山用品販売事業は順調に推移し、平成 22 年 11 月期には連結ベースで純利益約 67 百万円を計上し、また、６月 23 日付当社プレスリリースにおいて公表したとおり、平成 23 年 11 月期（通期）の業績も、連結ベースで、当初予想の売上高 12,062 百万円、営業利益 488 百万円、経常利益 461 百万円、当期純利益 226 百万円から、売上高 12,330 百万円、営業利益 565 百万円、経常利益 535 百万円、当期純利益 310 百万円に上方修正しております。

もっとも、登山用品販売事業に対する他業種の参集や国内経済の不透明感等により、業界全体としては依然厳しい環境が続いており、当社の中長期的な企業価値の向上のためには、「好日山荘」ブランドの強化、新規出店や移転・改装などの設備投資等の販売チャネルの再構築による集客力の向上と新規顧客層の獲得を積極的に推進するとともに、管理部門のコスト削減等の中長期的なコスト削減をより迅速に実施する必要があります。

この点、本公開買付届出書によれば、本公開買付者らは、当社が登山用品小売事業に経営資源を集中させて中長期的に企業価値の向上を目指すため、本公開買付者らが持つ経営ノウハウを生かして当社の経営

を支援することを企図しているとのことですが、かかる経営ノウハウがいかなるものかは具体的に明らかではありません。また、本公開買付者らは、当社の新規出店及び既存店舗の改装などの設備投資のために必要な資金調達額を約 13 億円と想定しており、その内訳は事業から回収される内部資金にて約９億円及び残りの約４億円に関しては適宜銀行借入れなどにより調達を行う予定とのことですが、本公開買付け及びこれに伴う非上場化を行わずともかかる資金調達を行うことは必ずしも困難ではなく、本公開買付者らのみが当社の株主となることによる資金調達面での利点も明らかではありません。さらに、本公開買付者らのみが当社の株主となることにより事業上のシナジーが生じることは見込めず、その他の事業上の利点も明らかではありません。

さらに、上記「①ア．第三者委員会の答申内容」に記載のとおり、当社は、第三者委員会から、本公開買付けが積極的に当社の企業価値の向上に資するとまで判断することはできないとの答申を得ております。

以上を踏まえ、当社といたしましては、本公開買付者らのみを株主とすることを企図した本公開買付け及びこれに伴う非上場化は、当社の企業価値の向上に資するものと判断することはできないとの結論に至りました。

（３）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

当社は、本公開買付けの検討に際して、意思決定過程における公正性・適正性を確保するため、平成 23 年６月 14 日に当社及び本公開買付者らから独立した第三者である森・濱田松本法律事務所に法的助言を依頼し、同月 26 日に同事務所を当社独自のリーガルアドバイザーとして選任し、同事務所からの法的助言を踏まえて、本公開買付けに関して慎重に検討しました。なお、当社は、平成 23 年４月７日に本公開買付者らの関係者から三井法律事務所の紹介を受け、同事務所に対し法的助言を依頼しましたが、同年６月 22 日以降は、同事務所からの法的助言を受けておりません。

また、当社は、当社における本公開買付けの検討過程の公正性を担保するため、上記「（２）①第三者委員会の設置及び第三者委員会の答申」に記載のとおり、第三者委員会の設置を決定し、その後直ちに第三者委員会が設置され、平成 23 年８月 13 日付で第三者委員会から本公開買付けの手続面における公正性は一応確保されている旨の意見を含む答申を受領しました。なお、上記「（２）①イ．第三者委員会設置に至る経緯」に記載の本件申入書により当社が本公開買付者らに申し入れた事項に関する第三者委員会の判断の詳細は別紙の第４の１（１）に記載のとおりです。

（４）上場廃止となる見込み及びその事由

当社株式は、本日現在、JASDAQ 市場に上場されておりますが、本公開買付者らは本公開買付けにおいて買付予定数の上限を設定していないため、本公開買付けの結果次第では、当社株式は大阪証券取引所の定める上場廃止基準（以下「上場廃止基準」といいます。）に従い、所定の手続を経て上場廃止となる可能性があります。

また、本公開買付者らによれば、本公開買付けの成立時点では上場廃止基準に該当しない場合でも、その後、本公開買付者らは、適用法令及び下記「（５）いわゆる二段階買収に関する事項」に記載する手続に従って、当社の発行済株式の全て（但し、当社の保有する自己株式を除きます。）を取得することを予定しているとのことです。その場合には、当社株式は、上場廃止基準に従い、所定の手続を経て上場廃止となります。なお、当社株式が上場廃止となった場合は、当社株式を JASDAQ 市場において取引することができなくなります。

当社といたしましては、上記「（１）意見の内容」に記載のとおり、本公開買付けに対して反対の意見を表明すること、並びに、当社の株主及び新株予約権の保有者の皆様に対し本公開買付けへの応募を推奨しないことを決議しておりますので、仮に本公開買付けが成立した場合であっても、現時点において、本スクイーズアウト手続に関する本公開買付者らの要請に応じる予定はありません。但し、本公開買付者らは、本公開買付けが成立した後に、株主提案権（会社法第 303 条第２項、第 325 条）や株主総会の招集請求権（会社法第 297 条第１項、第 325 条）を行使することにより、本スクイーズアウト手続に関する臨時株主総会及び種類株主総会を開催し、本スクイーズアウト手続を実行する可能性があり、その場合には、当社株式は、上

場廃止基準に従い、所定の手続を経て上場廃止となります。当社は、本公開買付者らがこれらの権利を行使した場合には、株主の皆様の利益を考慮の上、対応について慎重に検討いたします。

また、本公開買付けの結果、当社株式が上場廃止基準に抵触するおそれが生じた場合については、当社は上場廃止を回避するための具体的な方策について誠実な協議を行うよう、本公開買付者らに対して申し入れる予定です。

（５）いわゆる二段階買収に関する事項

本公開買付者らによれば、本公開買付けにおいて本公開買付者らが当社株式の全てを取得できなかった場合には、下記（二段階買収の概要）のとおり、本公開買付者らは、当社の株主を本公開買付者らのみとすることを目的とする一連の取引を実施することを予定しているとのことです。

当社といたしましては、上記「（１）意見の内容」に記載のとおり、本公開買付けに対して反対の意見を表明すること、並びに、当社の株主及び新株予約権の保有者の皆様に対し本公開買付けへの応募を推奨しないことを決議しておりますので、仮に本公開買付けが成立した場合であっても、現時点において、本スクイーズアウト手続に関する本公開買付者らの要請に応じる予定はありません。但し、本公開買付者らは、本公開買付けが成立した後に、株主提案権（会社法第 303 条第２項、第 325 条）や株主総会の招集請求権（会社法第 297 条第１項、第 325 条）を行使することにより、本スクイーズアウト手続に関する臨時株主総会及び種類株主総会を開催し、本スクイーズアウト手続を実行する可能性があります。当社は、本公開買付者らがこれらの権利を行使した場合には、株主の皆様の利益を考慮の上、対応について慎重に検討いたします。

（二段階買収の概要）

本公開買付者らによれば、具体的には、本公開買付けが成立した後に、本公開買付者らは、①当社において普通株式とは別の種類の株式を発行できる旨の定款変更を行うことにより、当社を会社法の規定する種類株式発行会社とすること、②当社の発行する全ての普通株式に全部取得条項（会社法第 108 条第１項第７号に規定する事項についての定めをいいます。以下同じ。）を付す旨の定款変更を行うこと、及び③当社の当該全部取得条項が付された普通株式の全部の取得と引き換えに別個の種類の当社株式を交付すること、並びに上記①乃至③を付議議案に含む臨時株主総会及び上記②の定款一部変更を付議議案に含む当社の普通株主による種類株主総会を平成 23 年 10 月を目途として開催することを当社に要請する予定とのことです。なお、本公開買付者らは、上記の臨時株主総会及び種類株主総会において上記各議案に賛成する予定とのことです。

上記の各手続が実行された場合には、当社の発行する全ての普通株式は全部取得条項が付された上で、その全て（当社の自己株式を除きます。）が当社に取得されることとなり、当社の株主（当社を除きます。）には当該取得の対価として当社の別個の種類株式が交付されることになりますが、交付されるべき当該当社の別個の種類の株式の数が１株に満たない端数となる株主に対しては、会社法第 234 条その他の関係法令の定める手続に従い、当該端数の合計数（合計した数に端数がある場合には、当該端数は切り捨てられます。）に相当する当該当社の別個の種類の株式を売却すること等によって得られる金銭が交付されることになります。なお、本公開買付者らによれば、当該端数の合計数に相当する当該当社の別個の種類の株式の売却の結果、当該株主に交付される金銭の額については、本公開買付価格に当該株主が所有していた当社の普通株式の数を乗じた価格と同一になるよう算定した上で、裁判所に対して任意売却許可の申立てを行う予定とのことです。また、本公開買付者らによれば、本公開買付者らは、全部取得条項が付された普通株式の取得の対価として交付する当社株式の種類及び数は、本公開買付届出書提出日現在未定でありますが、本公開買付者らが当社の発行済株式の全て（但し、自己株式を除きます。）を所有することとなるよう、本公開買付者ら以外の当社の株主で本公開買付けに応募しなかった者に対して交付する当社株式の数が１株に満たない端数となるよう決定することを当社に要請する予定とのことです。

上記手続に関連する少数株主の権利保護を目的としたと考えられる会社法上の規定として、(a)上記②の普通株式に全部取得条項を付す旨の定款変更を行うに際しては、少数株主の権利保護を目的として会社法第 116 条及び第 117 条その他の関係法令の定めに従って、株主はその有する株式の買取請求を行うことができる旨が定められており、また、(b)上記③の全部取得条項が付された当社の普通株式の全部の取得が株主総

会において決議された場合には、会社法第 172 条その他の関係法令の定めに従って、株主は当該株式の取得の価格の決定の申立てを行うことができる旨が定められております。

なお、本公開買付者らによれば、上記①乃至③の手続については、関係法令についての当局の解釈等の状況、本公開買付け後の本公開買付者らの株券等所有割合又は本公開買付者ら以外の当社の株主の当社株式の所有状況等によっては、それと同等の効果を有する他の方法を実施する可能性があるとのことです。但し、その場合でも、本公開買付者ら以外の当社の株主に対しては、最終的に金銭を交付する方法により、本公開買付者らが当社の発行済株式の全てを所有することとなることを予定しているとのことであり、この場合において本公開買付者ら以外の株主に交付される金銭の額については、本公開買付価格に当該株主が所有していた当社の普通株式の数を乗じた価格と同一になるよう算定する予定とのことです。

3．本公開買付者らと当社の株主との間における公開買付けへの応募に係る重要な合意に関する事項

本公開買付者らによれば、DRCKJ は、平成 23 年 7 月 21 日に、当社の筆頭株主であるジャパンファインアーツ株式会社（以下「ジャパンファインアーツ」といいます。）（保有株式数 8,018,000 株、保有割合 27.87%）との間で、同社が保有する当社株式の全てについて、本公開買付けに応募する旨の公開買付けに関する契約書（以下「本応募契約」といいます。）を締結しているとのことです。本応募契約において、ジャパンファインアーツは、同契約書に基づき本公開買付けの開始日までに DRCKJ が履行又は遵守すべき義務（本公開買付けを実施する義務、秘密保持義務、本応募契約上の地位・権利義務を第三者に譲渡等をしてはならない義務）が全ての重要な点において履行又は遵守されていることをジャパンファインアーツが本公開買付けに応募することの前提条件としているとのことです。但し、上記前提条件が充足されない場合においてもジャパンファインアーツが自らの判断にて応募することを妨げるものではないとのことです。

4．本公開買付者ら又はその特別関係者による利益供与の内容

該当事項はありません。

5．会社の支配に関する基本方針に係る対応方針

上記「2（1）意見の内容」に記載のとおり、当社は、本公開買付けに対して反対の意見を表明すること、並びに、当社の株主及び新株予約権の保有者の皆様に対し本公開買付けへの応募を推奨しないことを決議しておりますが、当社は、現時点において、本公開買付けに対して何らかの対応策を取る予定はありません。

6．本公開買付者らに対する質問

該当事項はありません。

7．公開買付期間の延長請求

該当事項はありません。

8．今後の見通し

上記のとおり、当社は、本公開買付けに対して反対の意見を表明すること、並びに、当社の株主及び新株予約権の保有者の皆様に対し本公開買付けへの応募を推奨しないことを決議しております。なお、今後本公開買付けの条件に変更が生じた場合の対応については、現時点において未定です。当社の意見の内容に変更が生じた場合には、速やかに開示いたします。

当社は、今後も引き続き、当社の収益向上と企業価値の増大を図るための様々な方策を検討し、株主価値の向上に努めてまいる所存ですので、株主の皆様におかれましては、本公開買付けに対して慎重に行動していただきますようお願い申し上げます。

以　上

（別紙）第三者委員会答申書

平成23年8月13日

株式会社コージツ　御中

第三者委員会

委員長　野間自子

委員　中嶋克久

委員　郡司昌恭

答申書

本答申書は、投資事業有限責任組合DRCKJ及び投資事業有限責任組合DRCⅡ（以下、総称して「本公開買付者ら」という。）による貴社株券等に対する公開買付け（以下「本公開買付け」という。）に関して、貴社の取締役会決議に基づき設置された第三者委員会（以下「当委員会」という。）において、当職らが独立した専門家である第三者委員として、貴社より委嘱を受けた事項につき慎重に審議の上決議した意見及び当委員会が本公開買付者らとの間で協議した結果を記載するものである。

なお、当委員会による調査等に関しては、委員長野間自子が所属する三宅坂総合法律事務所の弁護士今村誠及び弁護士江端重信が補助を行った。

第１　委嘱事項

①　本公開買付けについて、貴社取締役会が賛同するべきか否かを検討し、貴社取締役会に勧告を行うこと

②　本公開買付けに関し、貴社又は貴社の株主のために、本公開買付者らとの間で協議・交渉を行うこと

第２　答申に至る手続及び制約事項

１　答申に至る手続

当委員会は、委嘱事項に対し答申を行うに際して、以下の作業を行った。

（１）資料検討

本公開買付者らの平成 23 年 7 月 22 日付公開買付届出書（以下「本公開買付届出書」という。）、貴社の平成 23 年 7 月 26 日付「投資事業有限責任組合 DRCKJ 及び投資事業有限責任組合 DRC Ⅱ による当社株券等に対する公開買付けに関する意見表明のお知らせ」（以下「意見表明リリース」という。）、並びに貴社から開示・提供を受けた貴社の履歴事項全部証明書、貴社の有価証券報告書、貴社の株主名簿、貴社及び貴社の完全子会社である株式会社好日山荘（以下「好日山荘」という。）の取締役会議事録、貴社の事業計画、好日山荘の中期経営計画案、貴社のプレスリリース、株式価値算定報告書、貴社と後記（２）の他の提案者又はそのアドバイザーとの間でやり取りされた文書、貴社と本公開買付者ら関係者らとの間で送受信された電子メール等（以下、本件調査において開示を受けた資料を総称して又は個別に「本件資料」という。）について、本件資料が真正に作成されたという前提の下、本件資料を検討した。

（２）ヒアリング

当委員会は、委嘱事項につき検討するため、貴社本社（東京都千代田区神田錦町二丁目 7 番 22 号ワールドビル 2 階）、三宅坂総合法律事務所、ヒアリング対象者のオフィス等において、以下の各氏から、本公開買付けに関する事項について面談によるヒアリングを実施し、また、必要に応じて、適宜、電子メールや電話で質問を行うなどして補充のヒアリングを行った。

・貴社取締役 4 名
・貴社監査役 3 名
・貴社従業員 2 名
・貴社業務コンサルタント 1 名
・好日山荘取締役 1 名
・好日山荘従業員 2 名
・DRC キャピタル株式会社 2 名（1 名は貴社社外取締役、1 名は好日山荘取締役）
・PENTLAND Japan 株式会社 1 名

・アーンストアンドヤング・トランザクション・アドバイザリー・サービス株式会社３名
・前田公認会計士事務所１名
・意見表明リリース 3 頁記載のプライベート・エクイティ・ファンド（以下「他の提案者」という。）３名
・他の提案者のアドバイザー2名

（３）委員会の開催

当委員会は、合計 10 回にわたって、それぞれ委員３名全員出席のもと開催され、委嘱事項に関する審議を行った。そして、平成 23 年８月 13 日開催の委員会において、委員３名全員の一致をもって、本答申書を承認した。

２　制約事項

本答申書の作成にあたっては以下のような制約があり、当委員会は、本答申書の記載内容の正確性・完全性を保証するものではない。貴社におかれては、以下のような制約の存在をご理解の上、本答申書を貴社における本公開買付けの検討の際の参考とされたい。

（１）当委員会が行った具体的な作業は、専ら、本件資料及び前記１（２）のヒアリング結果の検討であり、本答申書に明示的に記載されている場合を除き、当委員会による独自の資料収集はしていない。また、かかる検討に際しては、①本件資料に記載された情報及びヒアリングの過程で得られた情報が正確であり、本答申書作成日現在も有効であること、並びに②本件資料及びヒアリングの過程で得られた情報以外に当委員会の意見に影響を及ぼす重要な事実、情報及び書類が存在しないことを前提とした。
（２）当委員会における検討は、限られた範囲、時間でのヒアリングや資料の検討を通じて行われた。そのため、より広い範囲でヒアリングや資料の検討を行い、あるいはより時間をかけてヒアリングや資料の検討を行っていれば検討の対象となり得た問題点が本答申書では明らかになっていない可能性がある。

第３　委嘱事項に対する当委員会の答申

１　委嘱事項①について

委嘱事項①につき、当委員会としては、貴社取締役会に対し、以下のとおり、答申する。

本公開買付けの手続面における公正性は一応確保されているものの、本公開買付けが積極的に貴社の企業価値の向上に資するとまで判断することはできない。よって、当委員会としては、貴社取締役会が本公開買付けに積極的に賛同すべき理由は見出せない。

また、１株当たり 130 円という本公開買付けの買付価格は低廉であり、株主に対して本公開買付けに応じるよう推奨すべきでない。

２　委嘱事項②について

当委員会は、平成 23 年 8 月 10 日、本公開買付者らに対し、本公開買付けの買付価格を 1 株当たり 147 円以上とするよう是正の申し入れを行うとともに、本公開買付者らと協議の場を持ったが、同月 11 日に、本公開買付者らからこれには応じられない旨の回答を得た。

第４　当委員会の答申の理由

１　本公開買付けの手続面における公正性について

（１）本公開買付けの貴社における検討過程において、本公開買付者ら又はその関係者らの影響が排除されているか

ア　貴社取締役会への本公開買付者ら関係者らの出席について

本公開買付者らの無限責任組合員であるDRCツー株式会社（以下「DRCツー」という。）及びDRCツーの完全親会社であるDRCキャピタル株式会社（以下「DRCキャピタル」という。）の代表取締役は貴社の社外取締役であるところ、貴社においては、平成23年3月開催の取締役会においてDRCキャピタルから本公開買付けを行う意向があるとの連絡を受けた旨及びこれに賛同するか否かについて検討し表明する必要が生じうる旨の報告が、同年５月開催の取締役会において貴社が株式価値の算定を依頼した第三者算定機関から株式価値算定報告書のドラフトを受領した旨の報告及び当該ドラフトの内容の説明が、同年６月開催の取締役会においてDRCキャピタルから本公開買付けに関するスケジュールについて連絡があった旨の報告がそれぞれなされ、当該社外取締役が上記各取締役会に出席し、審議に参加していたことが認められる。また、DRCキャピタルのマネージング・ディレクターも、上記平成23年3月開催の貴社取締役会及び同年6月開催の貴社取締役会にオブザーバーとして出席し、審議に参加していたことが認められる。

上記のとおり、DRCツーは本公開買付者らの無限責任組合員、DRCキャピタルはDRCツーの完全親会社であり、DRCキャピタルの代表取締役及びマネージング・ディレクターは、いずれも本公開買付者らの関係者として本公開買付けの成否について利害関係を有するものと認められるから、利益相反を回避する観点からは、本公開買付けに関する貴社取締役会の審議への参加を避けるべきであったと思料する。

もっとも、上記各取締役会において出席していた本公開買付者ら関係者らから他の取締役及び監査役に対して本公開買付けへの賛同を誘導するような発言がなされたことを確認することはできず、本公開買付者ら関係者らの出席により貴社取締役会における審議の方向性が誘導されたと認めるに足りる事情は確認されなかった。

イ　貴社の株式価値の算定の基礎となった事業計画の検討過程における本公開買付者ら関係者らの関与について

（ア）貴社の事業計画の作成経緯

貴社の事業計画としては、平成22年10月開催の貴社の完全子会社である好日山荘の取締役会において報告された好日山荘の中期経営計画案（以下「平成22年10月中期経営計画案」という。）をベースにしたもの（以下「第1案」という。）と、平成23年3月開催の好日山荘の取締役会において報告されたより保守的な内容の中期経営計画案（以下「平成23年3月中期経営計画案」という。）をベースにしたもの（以下「第2案」という。）の2種類が存在する。

平成23年3月中期経営計画案は、平成22年10月開催の好日山荘の取締役会で報告された平成22年10月中期経営計画案について、同取締役会において、好日山荘の取締役として出席し審議に参加していた本公開買付者ら関係者から、巨額の設備投資を集中的に実施する内容であり投資リスクが高いから慎重に議論すべきではないかなどとの指摘がなされ、また、オブザーバーとして出席し審議に参加していた本公開買付者ら関係者から、営業利益の伸び率がリアリティに欠けるのではないか、資金面及び人員面で設備投資計画に現実性があるのかなどとの指摘がなされ、かかる指摘を受けて作成されたものである（ただし、本公開買付者ら関係者らは平成23年3月中期経営計画案の作成そのものには参加していない。）。なお、同取締役会において、他の出席取締役及び出席監査役からは平成22年10月中期経営計画案に対する指摘は特段なされなかった。

後記（イ）のとおり、貴社が貴社の株式価値の算定を依頼した第三者算定機関及び本公開買付者らは第2案を基礎として貴社の株式価値の算定を行っているが、上記のとおり、第2案については、そのベースとなった平成23年3月中期経営計画案の作成過程に本公開買付者ら関係者らが関与しており、本公開買付者ら関係者らの影響が排除されていないと認められる。公開買付者である投資事業有限責任組合DRCⅡ（以下「DRCⅡ組合」という。）は、遅くとも平成22年10月ころには本公開買付けに関する検討を行っていたとのことであり、そうであるとすれば、上記アのとおり、本公開買付者ら関係者らは、本公開買付けの成否について利害関係を有するものと認められるから、利益相反を回避する観点からは、第1案及び第2案のベースとなった好日山荘の中期経営計画案の作成・検討過程への関与を避けるべきであったと思料する。

（イ）問題点の検討

後記2（2）ウ（ア）②（ⅰ）及び同（イ）②（ⅰ）のとおり、貴社が貴社の株式価値の算定を依頼した第三者算定機関は、第1案及び第2案の双方を基礎として株式価値の算定を行っており、また、本公開買付届出書によれば、本

公開買付者らは、第 2 案のみを基礎として貴社の株式価値の算定を行っているところ、上記のとおり本公開買付者ら関係者らの影響が排除されていない第 2 案を基礎として貴社の株式価値の算定を行うことの妥当性について検討する。

この点、本公開買付者ら関係者らが平成 23 年 3 月中期経営計画案の作成そのものには参加していないこと、貴社としては第 1 案及び第 2 案のいずれも実現可能性のある案と認識しているとのことであり、また、後記 2（1）エのとおり第 1 案及び第 2 案のいずれも不合理とはいえないことからすると、第 2 案の作成過程における本公開買付者ら関係者らの影響は不当なものとまではいえず、本公開買付者ら関係者らの影響が排除されていない第 2 案を基礎として貴社の株式価値の算定を行うことは不当ではないと思料する。

ウ　本公開買付者ら関係者の貴社代表取締役に対する平成 23 年 7 月 15 日付電子メールの送信について

本公開買付者ら関係者が平成 23 年 7 月 15 日に貴社の代表取締役に対して送信した電子メール（以下「本メール」という。）において、貴社による本公開買付けに対する意見表明の内容について、全面的留保ではなく、「TOB 賛成、一方で価格は留保」といえるはずであり、そのベースでのプレスリリースを至急検討してほしい旨を伝達していることが認められる。

しかし、かかる伝達は、貴社の代表取締役に対してのみなされたものであり、貴社の取締役会において、あるいは、他の取締役・監査役に対してなされたものではない。また、本メールの内容も、本公開買付けに対する賛同表明をするよう検討を求めるものにとどまり、貴社による本公開買付けに対する意見表明の内容を強要するものとまでは認められない。

したがって、本メールが貴社取締役会における本公開買付けに関する意思決定に不当な影響を与えるものとまではいえない。また、後記オのとおり、貴社は同年 6 月 26 日以降、貴社及び本公開買付者らから独立した第三者である森・濱田松本法律事務所からの法的助言を踏まえて本公開買付けに関する検討を行っていることが認められ、さらに、貴社は当委員会の答申を受けて本公開買付けに対する最終的な意見の表明を行う予定とのことであるから、いずれにせよ、現時点においては本メールが貴社取締役会における本公開買付けに関する意思決定に与える影響は排除されていると思料される。

なお、貴社から提供を受けた本公開買付者ら関係者らから貴社に対して送信された本メール以外の電子メールについても、貴社取締役会における本公開買付けに関する意思決定に不当な影響を与える連絡内容を確認することはできなかった。

エ　第三者算定機関に対する株式価値算定依頼の経緯

貴社は、アーンストアンドヤング・トランザクション・アドバイザリー・サービス株式会社（以下「EYTAS」という。）及び前田公認会計士事務所（以下「前田事務所」という。）に対し貴社の株式価値の算定をそれぞれ依頼し、EYTAS 及び前田事務所からそれぞれ株式価値算定報告書を取得している。

このうち EYTAS については、貴社が本公開買付者ら関係者からの紹介を契機として貴社の株式価値の算定を依頼したことが認められる。もっとも、本公開買付者ら関係者は貴社に算定機関を紹介するにあたって、EYTAS の他に別の算定機関1社も紹介しており、貴社は、本公開買付者ら関係者から紹介を受けた EYTAS を含む算定機関 2 社から提示された算定費用の見積金額を比較し、より低額であった EYTAS に貴社の株式価値の算定を依頼したとのことであり、その他本公開買付者ら関係者が貴社に対して EYTAS への株式価値算定依頼を強要した事実は確認されなかった。また、EYTAS による貴社の株式価値算定の経過において、本公開買付者ら又はその関係者が EYTAS に対し何らかの働きかけを行った事実は確認されなかった。以上によれば、EYTAS は、本公開買付者ら及び貴社から独立した第三者算定機関であると認めうる。

また、前田事務所については、本公開買付者ら及び貴社から独立した第三者算定機関であることにつき疑義を生じさせる事実は確認されなかった。したがって、前田事務所は、本公開買付者ら及び貴社から独立した第三者算定機関であると認められる。

オ　リーガル・アドバイザーからの法的助言の取得について

貴社は、平成 23 年 6 月 14 日に貴社及び本公開買付者らから独立した第三者である森・濱田松本法律事務所に本公開買付けに関する法的助言を依頼し、同月 26 日に同事務所を貴社独自のリーガル・アドバイザーとして選任し、同事務所からの法的助言を踏まえて本公開買付けに関する検討を行っていることが認められる。

また、貴社は、同年 4 月 7 日に本公開買付者ら関係者から本公開買付けに関するリーガル・アドバイザーとして三井法律事務所の紹介を受け、同事務所に対し本公開買付けに関する法的助言を依頼し、同年 6 月 21 日まで法的助言を受けていたが、意思決定過程における公正性・適正性を確保するため、同月 22 日以降は同事務所からの法的助言は受けていないとのことである。なお、同事務所による本公開買付けに関する法的助言について、特段の問題は確認されなかった。

以上より、今後、貴社取締役会において森・濱田松本法律事務所からの法的助言を踏まえて本公開買付けに関する意思決定を行う限りにおいては、当該意思決定における本公開買付者ら関係者らの影響が排除されていると認めうる。

カ　貴社役員が本公開買付けに関して有する利害関係について

貴社の社外取締役の1名がDRCツー及びDRCキャピタルの代表取締役であり、利益相反関係にあることは、前記アのとおりである。また、当該取締役が貴社取締役会に出席していたことの影響についても、前記アのとおりである。

その他の取締役・監査役については、特別な利害関係は認められなかった。本公開買付届出書によれば、本公開買付者らは本公開買付けを通じた貴社非上場化後においても、現在の経営陣に引き続き経営を担当させるとしているが、本公開買付者らと貴社取締役・監査役との間で、非上場化後の地位について約束・合意がなされているとの事実は認められなかった。

なお、貴社社外監査役のうち1名は、貴社大株主であり本公開買付者らの1つであるDRCⅡ組合の推薦により貴社監査役となったものであるが、本公開買付者らの組合員あるいはDRCツー、DRCキャピタルの役員・従業員ではないので、本公開買付けに関して特段の利害関係があるとまではいえない。

キ　取引保護条項の有無について

貴社と本公開買付者らとの間で、本公開買付者らに対抗する提案者が出現した場合に、当該対抗提案者が貴社との間で接触等を行うことを制限するような約束・合意等は特段認められなかった。このことは、後記クにて述べるように、実際に貴社が他社と接触した事実があることからも裏付けられる。

ク　他の提案者からの提案が撤回された経緯について

（ア）他の提案者との接触の経緯

本公開買付届出書にも記載されているとおり、貴社は本公開買付け開始前である平成23年6月に、他の提案者より、貴社に対する投資に関する提案を受け、接触をしている。その経緯は以下のとおりである。

6月3日	他の提案者及びそのアドバイザーより、投資検討のためのデュー・ディリジェンスを要請する書面を受領。
6月14日	貴社代表取締役及び貴社業務コンサルタントが、同日夕方に他の提案者及びそのアドバイザーと面談をする予定を入れたが、本公開買付者ら関係者からの指摘を受け、急遽取りやめとなった。
6月20日	他の提案者より、貴社株式に対しTOBを実施した上で株式を非上場化するストラクチャーを提案し、デュー・ディリジェンスを要請する書面を受領。
6月22日	貴社より他の提案者に対して、6月20日付提案書に対する質問書を送付。

6月23日　6月22日付質問書に対する他の提案者からの回答書をそのアドバイザーが持参。

6月26日　貴社取締役会にて、他の提案者と面談することを決定。

6月27日　貴社取締役（本公開買付者ら関係者を除く。）及び監査役が、他の提案者と面談し提案内容を聞く。

6月28日　貴社より他の提案者に対し、デュー・ディリジェンスを受け入れる旨の通知を送付。

6月29日　貴社代表取締役らが他の提案者の代表者らと面談したところ、他の提案者より提案を撤回する旨の説明を受ける。その後、夕方に、本公開買付者ら関係者が他の提案者代表者と面談。

6月30日　他の提案者より提案を撤回する旨の書面を受領。

（イ）問題点の検討

MBOにおいては、対抗的な買付けの機会が確保されることが重要であるといわれているところ（経済産業省「企業価値の向上及び公正な手続確保のための経営者による企業買収（MBO）に関する指針」参照）、このことは会社が第三者よりMBOでない企業買収の提案を受けた際にも、同様に当てはまるものと考えられる。

①　他の提案者への対応が遅れたこと

貴社代表取締役は、平成23年6月3日に他の提案者からのデュー・ディリジェンスを要請する書面が貴社に送付されていたにもかかわらず、同月14日までは本公開買付者ら関係者である社外取締役以外の貴社役員に、他の提案者から当該書面を受領したことを開示しておらず、同月22日の質問書送付まで、他の提案者からの書面に対し、具体的な回答をしなかった。そして、当委員会によるヒアリングによれば、このように他の役員への開示及び他の提案者への対応が遅れたのは、本公開買付者ら関係者である貴社社外取締役の強い意向があったためと認められる。とりわけ、貴社代表取締役は同月14日に一旦他の提案者と面談することのアポイントメントを取りながら、当該本公開買付者ら関係者からの強い申し入れを受け、予定をキャンセルした経緯があり、この点は手続的に不公正であったといわざるをえない。この点につき、本公開買付者らは本公開買付届出書において、当該本公開買付者ら関係者は単に他の提案者からの提案について他の役員と協議しないまま面談するのは不適切である旨を指摘したに過ぎない旨述べるが、そのような事実は認められなかった。

しかしながら、最終的には同月26日の取締役会において他の提案者と面談

することが決定され、本公開買付けの開始日である同年7月22日の3週間以上前である同年6月27日に面談を実施し、その上で他の提案者が提案の撤回を判断していること、また当委員会によるヒアリングにおいて、他の提案者より提案の撤回は諸々の事情を勘案した総合判断の結果であるとの説明を受けており、時間的問題については特に明示的に言及されなかったことを勘案すれば、本公開買付者ら関係者の不当な関与により対応が遅れたことは、貴社取締役会として本公開買付けに対する賛否を決定するにあたり考慮すべき重要な問題点とまでは認められない。

② 6月27日の面談内容

貴社役員（本公開買付者ら関係者を除く。）が、平成23年6月27日に他の提案者と面談（以下「本件面談」という。）したにもかかわらず、その2日後である同月29日に他の提案者が提案を撤回しているため、本件面談において、貴社役員が不当に他の提案者の提案を排斥・拒絶するような発言をし、撤回に導いていないかが問題となる。

本件面談は、1時間30分以上にわたって行われ、他の提案者からの説明の後に行われた質疑応答においては、一部の取締役より、本公開買付者らによる先行提案がある中で、他の提案者が提案をしてきたことについて疑義を呈する発言があったことが認められるが、当該発言も他の提案者の提案を拒絶するものとまでは認められず、また、他の役員からは本公開買付者らの先行提案と他の提案者からの提案とを公平に扱う旨の発言もなされており、全体として、本件面談において貴社役員が他の提案者の提案の撤回を導いたとの事実までは認められなかった。

また、本件面談に先立ち、社外監査役1名が他の提案者に対して、今回の提案に至った経緯等をヒアリングした事実が認められるが、当該ヒアリングにおいても不当な発言がなされた事実までは認められなかった。

③ 6月28日付回答書の内容

貴社が他の提案者に提出した平成23年6月28日付回答書においては、デュー・ディリジェンスを受け入れる旨が述べられているものの、他の提案者からの具体的な提案の期限を同年7月31日と設定しており、他の提案者は同年6月30日付書面において、かかる期限設定を提案撤回の理由と述べているため、かかる期限設定の是非が問題となりうる。

しかしながら、本公開買付けについては同年3月より貴社と本公開買付者らとの間で正式な協議・検討が開始され、同年6月28日の時点では、同年7月7日に本公開買付けが公表され、同月8日に本公開買付けが開始されるこ

とが予定されていた一方、貴社の会社規模であれば、デュー・ディリジェンスを経た上で具体的提案をするために要する期間もさほど長期間を見込む必要はないと思われるため、かかる状況下において、他の提案者に速やかな提案をさせるべく期限を同月31日と設定したことが不合理であるとは認められない。

また、前記①のとおり、当委員会は他の提案者より提案撤回は総合判断に基づくものであるとの説明を受けていることからしても、特段の不当性は認められない。

④　本公開買付者ら関係者と他の提案者との面談

本公開買付者ら関係者が、平成23年6月29日に他の提案者と直接面談したことが認められるため、このことが他の提案者からの提案撤回に影響したのか否かについても問題となりうる。

たしかに本公開買付者ら関係者は、貴社が同月29日に他の提案者から提案撤回の連絡を受ける前の同日午前の時点で、秘書を通じ、他の提案者の代表者と同日夕方面談する旨のアポイントメントを取り付けたことが認められるが、実際に面談が実施されたのは貴社が撤回の連絡を受けた後の同日夕方であり、また当委員会による他の提案者に対するヒアリングにおいても、撤回を決定するにあたり、本公開買付者ら関係者から提案撤回の要請、働きかけはなく、それが撤回の理由ではないとの説明を受けており、本公開買付者ら関係者からの働きかけによって他の提案者の提案が撤回されたとの事実は認められなかった。

（2）本公開買付け自体の公正性について

ア　対抗的な買付けの機会が確保されているか

本公開買付届出書によれば、本公開買付けにおける公開買付期間は、公開買付開始公告日である平成23年7月22日から同年9月1日までの30営業日とされている。

法定の公開買付期間は、最短で、公開買付開始公告を行った日（同日を含む。）から公開買付期間の末日（同日を含む。）まで20営業日である（金融商品取引法第27条の2第2項、同法施行令第8条第1項）。

本件における公開買付期間は、法定の最短の公開買付期間よりも10営業日長く、他の買付者による買付けの機会が確保され、価格の適正性を担保する客観的状況自体は一応確保されているものと認めうる。

イ　少数株主に対する強圧的な効果を生じさせないための配慮がなされているか

（ア）本公開買付届出書によれば、本公開買付けにおける買付数の下限は、14,166,086株（以下「本買付下限株式数」という。）に設定されている。

これは、平成23年5月31日現在の貴社の発行済株式総数28,962,000株から同日現在の貴社が保有する自己株式数194,871株を控除した28,767,129株に3分の2を乗じた株式数19,178,086株よりさらに同年7月22日現在の本公開買付者らの保有株式数5,012,000株を控除した株式数である。なお、本公開買付届出書によれば、本公開買付者らは、ジャパンファインアーツ株式会社（以下「JFA」という。）との間でJFAが保有する貴社株式の全てについて本公開買付けに応募する旨の応募契約を締結しているとのことであるが、本買付下限株式数よりJFAが保有する貴社株式8,018,000株（保有割合27.87パーセント）を控除した株式数は6,148,086株（保有割合21.37パーセント）となる。

本買付下限株式数は、本公開買付け後に完全子会社化を行うことを可能とする最少の株式数であり、買付数の下限が高い水準に設定されているとはいい難く、株主意思の尊重にやや欠けるきらいがある。しかしながら買付予定数の上限がなく、応募株券等の数の合計が買付予定数の下限以上の場合は、応募株券等の全部の買付けを行うことを勘案すれば、この下限の設定をもって、強圧的であるとまではいえないと考える。

（イ）本公開買付者らは、本公開買付けにおいて貴社の自己株式を除いた全株式を取得できなかったときには、平成23年10月を目途に、全部取得条項付種類株式を用いるスキームにより完全子会社化（スクイーズアウト）を実行するとしている。

かかるスキームの実施の過程で、会社法第116条及び第117条により反対株主の株式買取請求権が、同法第172条により裁判所に対する価格決定請求権が、それぞれ認められる。したがって、本公開買付け後の完全子会社化に際して、反対する株主に対する株式買取請求権又は価格決定請求権が確保できないスキームは採用されてないことが認められるし、本公開買付届出書において、反対株主には上記各請求権がある旨開示されており、強圧的な効果が生じないための配慮がなされているといえる。

（ウ）上記（イ）で述べたとおり、本公開買付けが成立したものの、本公開買付けで貴社の自己株式を除いた全株式を本公開買付者らが取得できなかったときには、全部取得条項付種類株式を用いるスキームにより、完全子会社化を行うこととされているところ、完全子会社化を行う場合の価格（全部取得条項付普通

株式の取得時の別種株式の交付に際して生じる端数の売却価格）に関しては、本公開買付届出書に本公開買付けの買付価格を基準として算定する予定であることが記載されており、特段の事情がない限り、本公開買付けの買付価格が基準とされるものと認めうると共に、その旨が開示資料において明らかにされている。

よって、この点においても、強圧的な効果が生じないための配慮がなされていると考える。

（3）その他

本公開買付者らの無限責任組合員であるDRCツー及びDRCツーの完全親会社であるDRCキャピタルの代表取締役は、平成23年2月25日以降現在まで貴社の取締役であり、DRCキャピタルのマネージング・ディレクターは、平成22年9月13日以降現在まで好日山荘の取締役であり、本公開買付者らが貴社又は好日山荘の重要事実を知りうる立場にあることから、本公開買付けがインサイダー取引に該当する可能性について検討した。

平成23年7月22日の本公開買付届出書提出より以前で上記両名がそれぞれ貴社又は好日山荘の取締役に就任した日以降に開催された貴社取締役会及び好日山荘取締役会で決議された事項で、金融商品取引法第166条第2項並びに同法施行令第28条及び第29条に定める重要事実に該当しうる可能性のある事項は公表済みであった。また当委員会によるヒアリング及び資料検討の結果、その他の事実で未公表の重要事実に該当するものの存在は確認されなかった。

よって、本公開買付けがインサイダー取引に該当すると疑うべき事実は、本件資料及びヒアリング結果からは見出せなかった。

（4）まとめ

以上のとおり、本公開買付けの貴社における検討過程において、本公開買付者ら又はその関係者らの影響が排除されていない側面があるものの、不当な影響があったとは認められず、また、本公開買付けにおいては、少数株主に対する一応の配慮もなされていると認めうる。

したがって、本公開買付けの手続面における公正性は、一応確保されているといえる。

2　本公開買付けの買付価格の公正性及び妥当性について

（1）株式価値の算定の基礎となる事業計画の合理性について

ア　株式価値の算定の基礎となる事業計画について

本件における株式価値算定手法の一つとしてDCF（ディスカウンテッド・キャッシュ・フロー）法が用いられている。DCF法による株式価値の算定にあたっては、貴社及び好日山荘並びにそれらの連結内部取引消去を加味した3ヶ年連結損益計画表（以下「連結事業計画」という。）を基礎としている。

連結事業計画については、前記1（1）イのとおり、好日山荘における2つの中期経営計画案をベースにした第1案及び第2案の2種類が存在する。

イ　連結事業計画における好日山荘の重要性

貴社連結グループにおける連結外部に対する売上高は、貴社における不動産事業及びその他事業（経営コンサルティング等）の売上高と好日山荘における登山用品販売事業の売上高からなっている。

このうち、貴社における不動産事業及びその他事業は、登山用品販売事業における撤退済店舗用地の賃貸等によるものであり、直近の年度決算（平成22年11月期）における売上高は70百万円、連結売上高に占める割合はわずか0.7%に過ぎない。一方、好日山荘における登山用品販売事業の売上高は、同年の決算において9,878百万円に上り、連結売上高の99.3%を占めている。

連結事業計画対象年度においても、好日山荘を中核の事業会社として計画数値が策定されており、連結事業計画における好日山荘の重要性は極めて高い。

ウ　連結事業計画の合理性を確認するために実施した手続

事業計画は将来の見通しを数値化するものであるため、その絶対的な合理性を判断することはできない。したがって、事業計画の合理性の確認は、過去の実績や策定プロセス、設定した仮定の適切性等を総合的に勘案し、事業計画全体として著しい不合理がないかどうかの確認にとどまるものである。

その上で、連結事業計画の合理性を確認するために実施した手続は以下のとおりである。

① 連結事業計画及び好日山荘中期経営計画案の策定に関与した役員、従業員に対するヒアリング

② 事業計画策定の基礎となる資料（好日山荘の店舗別損益見込みを含む）の閲覧、分析等

エ　連結事業計画の合理性についての結論と結論に至るまでの考察

（ア）結論

連結事業計画の合理性を確認した結果、第 1 案及び第 2 案は、いずれも貴社の株式価値の算定を行う上で不合理であるとはいえないものと判断する。

（イ）結論に至るまでの考察

①　貴社の事業計画

貴社における不動産事業及びその他事業の連結外部に対する売上高は、計画対象年度(3 ヶ年)において、若干の増加を見込むものの著しい変動はなく、計画最終年度（平成 25 年 11 月期）においても、連結売上高の 1%程度を占めるに過ぎない。また、連結事業計画の第 1 案、第 2 案それぞれで、これらの売上高の見込みに変更はなく、特段不合理な点は認められない。

②　好日山荘の中期経営計画案

好日山荘における登山用品販売事業は、全国各地に店舗を展開し、商品についての専門知識を有したスタッフによる店頭販売を行うことが中心の事業である。したがって、中期経営計画案の策定に際しては、新規出店・移設・リニューアルといった設備投資の規模と時期、及びその投資成果である将来の売上高の成長性をどのように見込むかが計画対象年度における将来利益を算定する上で最も重要な要素となる。

好日山荘における 2 つの中期経営計画案、ひいては、連結事業計画の第 1 案、第 2 案の相違は、これらの重要な要素について、いかなる仮定を置くかの相違に起因している。

すなわち、第 1 案は、近年の登山ブームが今後も定着することを想定し、需要の拡大によって堅調に推移している業績を、積極的な設備投資により一層向上させようとする方針に基づいている。したがって、第 1 案は、第 2 案に比べて出店の速度を速めると同時に、その後の売上高の伸び率を高めに設定している。

一方、第 2 案は、近年の登山ブームを一過性のものと捉えると同時に、市場拡大に目を付けた他社の新規参入により競争が激化することを想定し、設備投資によるリスクを一定以下に抑えて、成長を緩やかなものとしようとする方針に基づいている。したがって、第 2 案は、第 1 案に比べて出店の速度を落とすと同時に、その後の売上高の伸び率を低めに設定している。

なお、好日山荘におけるいずれの中期経営計画案も、店舗別の損益の積み上げにより策定されており、好日山荘の取締役会における報告事項とされている。

これらの中期経営計画案は、現在の事業環境から将来のシナリオを 2 つのパターンで想定しているものであるが、貴社における過去の登山用品販売事業における売上高の伸び率や営業利益率と比較して、両案ともに不合理なものとはいえず、また、第 2 案が作成された経緯を考慮してもなお、第 2 案が第 1 案に対して、将来予測として不合理であるという点も認められない。

（2）公開買付価格の妥当性について

ア　公開買付価格

本公開買付者らは買付価格を 1 株につき 130 円としている。本公開買付届出書によると買付価格は、貴社に対して行ったデュー・ディリジェンス及び貴社経営陣との面談の結果をもとに、以下の市場株価分析法、類似企業比較法及び DCF 法等による評価結果を総合的に勘案して決定したものとしている。

（単位：円）

算定手法	1 株当たり株式価値
市場株価分析法	92 ～ 110
DCF 法	123 ～ 137
類似企業比較法	89 ～ 95

イ　貴社が取得した株式価値算定報告書

前記 1 （1）エに記載のとおり、貴社は、EYTAS に株式価値算定を依頼し、平成 23 年 8 月 1 日付株式価値算定報告書（以下「EYTAS 報告書」という。）を受領している。

EYTAS 報告書では、以下の評価結果が報告されている。

（単位：円）

算定手法	1 株当たり株式価値
市場株価法	106 ～ 128
DCF 法	116 ～ 173
類似会社比準法	119 ～ 128

また、本公開買付け開始後において、貴社は、前田事務所にも株式価値算定を依頼し、同年 8 月 5 日に株価算定報告書（以下「前田報告書」という。）を受領している。

前田報告書では、以下の評価結果が報告されている。

（単位：円）

算定手法	1株当たり株式価値
市場株価法	92 ～ 110
DCF法（第1案を前提）	154 ～ 182
DCF法（第2案を前提）	96 ～ 124
類似会社比準法	74 ～ 93

ウ　株式価値算定報告書の検討

EYTAS 報告書は、市場株価法、DCF 法及び類似会社比準法を採用し、株式価値を算定しているが、その算定過程には不合理な点はないものと判断した。

また、前田報告書は、市場株価法、DCF 法及び類似会社比準法を採用し、株式価値を算定しているが、その算定過程には不合理な点はないものと判断した。

エ　株式価値の考察

EYTAS 報告書及び前田報告書における株式価値算定では、いずれも市場株価法、DCF 法及び類似会社比準法を採用している。

DCF 法は、一般的に将来の収益獲得能力を価値に反映させやすい評価手法といわれ、また、評価対象会社独自の収益性等をもとに価値を測定することから、評価対象会社が持つ固有の価値を示すといわれている。一方でフリー・キャッシュ・フローの見積りの前提となる事業計画等の将来情報に対する恣意性の排除が難しいことも多く、客観性が問題となることもある。したがって、客観性の観点から市場株価法及び類似会社比準法も採用し比較検討することによって、株式価値を検討することが一般的である。

既に検討したとおり、株式価値算定の前提となる連結事業計画は、第 1 案及び第 2 案ともに不合理な点は認められず、また、市場株価法及び類似会社比準法の評価結果を分析（類似上場企業のマルチプルとの比較分析等）することによっても DCF 法の前提である連結事業計画を見直すべき事象は発見されなかった。

このようなことから、貴社の株式価値を評価するにあたっては、DCF 法による評価結果を参考にすべきものと考えられる。

EYTAS 及び前田事務所は、それぞれ DCF 法による株式価値算定を行っており、特段の不合理な点があるとはいえないが、両者ともに、様々な前提をおいて株式価値を算定しており、その違いにより評価結果が相違している。フリー・キャッシュ・フローの見積りにおいてもそれぞれ様々な前提をおいたシナリオが採用されているが、その中でも新規出店店舗が正常収益に達するまで 3 期程度要すると

のヒアリング結果を受け、正常収益に達する平成27年11月期まで事業計画を延長するシナリオが、貴社のマネジメントの考えをより反映したものと考えられる。

割引率についても、両者ともに、様々な前提をおいて見積られているが、いずれも株式価値評価に一般に用いられている資本資産評価モデル（CAPM）により推計され、さらにCAPMに反映されないリスクが追加リスクプレミアムとして考慮されている。この追加リスクプレミアムについては、様々な考え方がありうるが、客観性の観点から、公表されたデータのみに基づく割引率の見積りが適切なものと考えられ、当委員会はIbbotson Associates社の調査データに基づくサイズリスクプレミアムを採用することが望ましいものと判断した。

このIbbotson Associates社の調査データは、米国の上場株式を時価総額別の10階級に分け、それぞれの階級における過去のリスクプレミアムの実績値と理論上のリスクプレミアムとの差をサイズリスクプレミアムとして集計したものである。ここで、理論上のリスクプレミアムを算出するにあたっては、各階級の平均ベータと全階級共通のマーケットリスクプレミアムが前提とされる。そのため、Ibbotson Associates社のサイズリスクプレミアムを実際の算定で利用する場合には、算定上採用されているベータと、対象となる企業が属する階級の平均ベータの相違に応じて、公表されているサイズリスクプレミアムを調整することが必要であると考えられている[1]。貴社が取得した報告書においても、Ibbotson Associates社の調査データに基づくサイズリスクプレミアムを採用した評価結果が記載されているものがあるが、上記のベータの相違に合わせてサイズリスクプレミアムを調整したものではなかった。現行の評価実務においては、このような調整をしないことが実務上不適切とまではいえないものの、ベータの水準に合わせてサイズリスクプレミアムを調整することで、より適切な算定が行われるものと考える。

以上の検討から、当委員会において貴社のマネジメントの考えをより反映したフリー・キャッシュ・フローの見積り及びベータの水準に合わせて調整したサイズリスクプレミアムを採用した割引率に基づいて独自に算定したところ、DCF法による評価結果の下限は、147円となった。

以上より、当委員会としては、貴社の株式価値は1株当たり147円を下回るものではないと判断した。

オ　本公開買付者らとの協議

かかる判断に基づき、当委員会は、平成23年8月10日、本公開買付者らに対して本公開買付けの買付価格を1株当たり147円以上とするよう是正の申し入れを行うとともに、本公開買付者らと協議の場を持った。しかしながら、同月11日に、本公開買付者らからこれには応じられない旨の回答を得ている。

---

[1] 「新版　企業価値評価の実務」（枡谷克悦著、清文社刊）125頁に同様の解説がある。

3　本公開買付けは企業価値の向上に資するか

（1）貴社の状況

貴社は、昭和38年に有限会社好日山荘として設立され、登山用品・スキー用品販売会社として営業を開始し、昭和60年に株式会社コージツに商号を変更した。平成3年には社団法人日本証券業協会（平成4年7月20日より日本証券業協会）に店頭登録（平成16年に店頭登録を取り消し、JASDAQ証券取引所に上場）し、平成18年に登山用品販売部門を好日山荘として分社化した。現在、貴社は、好日山荘の株式を全て保有する持株会社として、好日山荘店舗における登山用品の販売を中核とする事業を展開している。

平成19年に、貴社は、不動産投資事業、海外事業等に進出したものの、それが裏目に出て相当額の損失を蒙るに至った。

しかしながら、近年の登山ブームに乗って、平成21年頃からいわゆる「山ガール」（平成22年ユーキャン新語・流行語大賞の候補60語にも選ばれた。）という言葉のとおり、中高年のみならず若年層や女性にも登山愛好者の裾野が広がり、登山人口が増えつつあるという状況を追い風として、貴社の中核事業である登山用品販売は順調に推移し、前期には貴社としてようやく3期ぶりに純利益を出した。

登山用品販売は本年度も好調を持続し、天候に恵まれたこと、新規出店・移転の効果、顧客満足度の向上につながる施策等の効果もあり、貴社は、平成23年6月23日には、同年11月期の連結業績予想について、営業利益を488百万円から565百万円（前期比47.5%増）へ、当期純利益を226百万円から310百万円（前期比4.6倍）へと上方修正した。これに伴い、貴社の同年11月期の本決算における経常利益は、55.1%増の535百万円となる見通しとなった。

しかしながらこの登山ブームに着眼して、登山用品販売市場に新規参入する大手小売業者も増加しつつあり、海外ブランドの国内市場参入の加速と相俟って、市場における競争は激化しつつあること、登山ブームが一過性のものであるかどうか未だ不透明な部分があること、平成20年9月以降のいわゆるリーマン・ショック、平成23年3月11日の東日本大震災及びそれに続く電力不足問題などに伴う経済情勢の悪化を背景として日本経済全体としての消費性向は活発ではないことなど、その経営環境は必ずしも楽観できるものではない。

（2）本公開買付けによるメリット

上記のような事業環境下で、厳しい競争に耐え、更なる成長及び事業の発展を遂げるためには、経営資源を本業である登山用品販売事業に集中し、また、短期的な業績

の変動に左右されることなく、中長期的な視点の下で、売上減少時に耐えられるコスト構造への変革を図ることが求められる。すなわち、中長期的にみた場合にトータルでのコスト削減につながるのであれば、一時的な初期投資費用や特別損失を負ってでも投資用不動産や撤退店舗の不動産の速やかな処分、管理コストの削減等を行っていくことが望まれる。他方、顧客の開拓・確保・維持のためには、既存店舗の改装、新規出店などの設備投資も必要である。

この点の認識は、貴社取締役ら及び本公開買付者らに共通するところであると認められる。

かかる初期投資費用や特別損失等の負担が業績のマイナスにつながるのであれば、上場を維持した状態では、貴社の既存株主にかかる負担を負わせることになるため、容易に行いえないことも考えられる。

しかしながら、貴社においては既に上記のような認識の下、上場を維持した状態で、不動産事業や海外事業からの撤退、不動産処分などの方策を推し進めてきており、管理部門のコスト削減も漸次進めてきていること、将来処分予定の不動産については既に相応の引当を積んでいると考えられること、連結事業計画においては保守的な第2案ですら、新規出店や店舗改装費用も既に織り込んだ上でなお増益を見込んでいることなどから、上記方針を遂行する上で、非上場化することは必須ではないともいえる。

また、本公開買付けにより何らかのシナジーが見込めるかという点であるが、本公開買付者らは貴社の主要仕入先である海外ブランドと一定の接触があることは事実であるが、これはそもそも貴社の紹介によるものであり、当該取引先は本公開買付者らと接触する以前から貴社の取引先となっており、また既に貴社との間で業務提携契約を締結していることに鑑みると、本公開買付けにより当該取引先との関係がマイナスに働くことがないことは認められるものの、これによって一層の関係強化を図れるとまではいい切れない。

さらに、本公開買付者らは、本公開買付届出書の中で、出店や店舗改装費用などの設備投資のために必要な資金調達額を約13億円と想定しているところ、その内訳として、事業から回収される内部資金約9億円、銀行借入等約4億円を調達すると述べているが、このような資金調達であれば現在の貴社の状況からすれば特に困難とは考えられず、また、本公開買付け及びそれに伴う非上場化後にそれが一層容易になるという理由も見出し難い。よって、非上場化による資金調達面に関するメリットは特に認められない。

加えて、本公開買付者らは、会社の統合等による管理コスト削減も視野に入れているようであるが、これは上場を維持したままでも可能と考えられる上に、現段階では本公開買付者らによる構想の内容及び実現可能性は明らかではない。

結局、本公開買付けによる現況におけるメリットは、非上場化した場合一般に指摘できる事項ではあるが、資本市場に対する規制強化等により株式の上場を維持するた

めに必要なコスト（株主総会の運営や株主名簿管理人への事務委託に要する費用、金融商品取引法上の継続的な情報開示に要する費用、会計基準の変化に対応する費用等）の経常的支出を削減できるという点のみにしか見出せない。

（3）上場維持の意義

貴社は、平成3年に店頭登録（現在は大阪証券取引所JASDAQ市場に上場）し、特に株式公開直後においては、エクイティ・ファイナンスによる資金調達、信用力の向上等の恩恵を得た。現に、平成22年7月にも第三者割当増資を行っている。

連結事業計画によれば、少なくとも今後3年間、エクイティ・ファイナンスによる資金調達を行うことは予定されてはいないものの、上場を維持している限り、エクイティ・ファイナンスによる資金調達を比較的容易に行うことができるから、この点に関しては上場維持のメリットが一定程度あると考える。また、貴社が長年にわたり株式を上場していることで、好日山荘について日本唯一の登山専門店としての「安心感」「安定感」が醸成されてきた面も否定できず、取扱商品のクオリティの高さ、接客の丁寧さなどと相俟って、貴社に対する世間一般の評価が高まっていると考えられる。この点も、上場維持のメリットとしてあげることができる。

また、優れた人材の確保という観点からは、登山用品販売部門においては、元々山に関する知識の豊富な登山愛好家を従業員として雇用しており、これが貴社の強みであったといえ、今後も上場企業であるという理由で貴社に入社を希望する者を雇用する必然性はないといえるが、管理部門に関しては、一般論として上場を維持している方がより優れた人材を確保しやすいといえる。

信用力補完という点では、貴社は、過去、大株主の意向によって、事業の多角化を図って損失が発生したり、レピュテーションリスクが生じたりなどむしろ上場していることによって様々なデメリットを受けてきたという事実はあるものの、一般論としては上場していることによる貴社の信用性確保という面は否定できない。

また、貴社の個人株主には好日山荘の顧客が多く含まれ、販売商品の割引を内容とする株主優待制度の利用率が極めて高いとのことである。このことが売上増につながっているのであれば、これも上場維持のメリットであるといえる。

以上のとおり、貴社が今後も株式の上場を続けることによる一定程度のメリットは認められる。

（4）まとめ

本公開買付けには、上場維持コストの削減につながるというメリットはあるものの、貴社が上場を維持することについても一定のメリットがあると考える。

よって、当委員会としては、本公開買付けが積極的に貴社の企業価値の向上に資するとまで判断することはできないと考える。

4　結論

以上のとおり、本公開買付けの手続面における公正性は一応確保されているものの、本公開買付けが積極的に貴社の企業価値の向上に資するとまで判断することはできなかった。よって、当委員会としては、貴社取締役会が本公開買付けに積極的に賛同すべき理由は見出しえなかった。

また、当委員会としては貴社の株式価値は1株当たり147円を下回るものではないと考えており、現状の130円という本公開買付けの買付価格は低廉であり、株主に対して本公開買付けに応じるよう推奨すべきでないと考える。

なお、当委員会は、平成23年8月10日、本公開買付者らに対し、本公開買付けの買付価格を1株当たり147円以上とするよう是正の申し入れを行うとともに、本公開買付者らと協議の場を持ったが、同月11日に、本公開買付者らからこれには応じられない旨の回答を得ている。

いずれにせよ当委員会としては、貴社取締役会において、十分に審議を重ね、最終的な結論を出されることを望むものである。

以上