

平成19年4月25日

各 位

東京都中央区銀座六丁目2番1号
株式会社ダヴィンチ・アドバイザーズ
代表取締役社長 金子 修
(コード番号:4314)
問合せ先: 03-6215-9587
担当 中島 弘樹

**株式会社テーオーシーの発行する株券等に対する
株主価値を守るための公開買付けのご提案のお知らせ**

当社は本日、株式会社テーオーシー（以下「テーオーシー」といいます）に対し同社株式の公開買付けのご提案をいたしました（詳細は添付提案書をご参照ください）。

テーオーシー取締役会は、有限会社オオタニファンドTO（以下「オオタニファンド」といいます）による同社普通株式1株につき800円での公開買付けに賛同する決議を行い、賛同する旨の「意見表明報告書」を平成19年4月9日に提出されました。

当社はグループ会社である有限会社アルガーブを通じてテーオーシー発行済株式の約10%を保有する株主の立場から、オオタニファンドによる公開買付け提案を仔細に検討いたしました。提示価格にはテーオーシーが保有する不動産の含み益が反映されておらず、それを活用した利益成長が盛り込まれていないため、提示価格での買収がこのまま進むとすべてのテーオーシー株主の利益が毀損される可能性があるかと判断し、株主価値を守るため、テーオーシー経営陣の方々のご賛同を条件に、公開買付けを行う旨をテーオーシー経営陣に本日も提案いたしました。

なお、当社は不動産投資、及びバリューアップにおいて豊富な実績とノウハウを有しており、テーオーシーと協働することでその潜在価値を顕在化させることができると確信しております。当社の本提案は、テーオーシー株主の皆様のさらなる利益に資するものと考えており、テーオーシー取締役会は株主価値の最大化を念頭に、本提案について適切、公正なご判断をされることを期待しております。

以 上

平成 19 年 4 月 25 日

株式会社テーオーシー
取締役会 御中

株式会社ダヴィンチ・アドバイザーズ
代表取締役社長 金子 修

株式会社テーオーシーの発行する株券等に対する 株主価値を守るための公開買付けのご提案

拝啓、貴社益々ご清祥のこととお慶び申し上げます。

さて、弊社は、株式会社大阪証券取引所へラクレスに上場している不動産ファンド運用会社であり (<http://www.davinci-advisors.com/>)、そのグループ会社である有限会社アルグループ（以下「アルグループ」といいます。）を通じて貴社の発行済株式の約 10%を所有しております。弊社は、リノベーションやリーシングを始めとして不動産に関する豊富なノウハウを有しており、かかるノウハウを活用することでダヴィンチ銀座ビルなど多くの物件（2006 年 12 月期までで 123 物件）のバリューアップを実現して参りました。

ところで、貴社は、その発行する普通株式を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。）第一部において上場されているところ、MBO を通じて株式の非公開化を行うご意向であり、有限会社オオタニファンド TO（以下「オオタニファンド」といいます。）による貴社普通株式 1 株につき 800 円での公開買付けに賛同する旨の取締役会決議を行い、その旨の意見表明報告書を平成 19 年 4 月 9 日に提出されておられます。

しかしながら、弊社にて貴社の株主の立場で公開買付けの提案を仔細に検討いたしましたところ、オオタニファンドによる公開買付けには以下に申し上げるような問題点が存在しております。一方で弊社は、上記のように不動産投資、及びバリューアップにおいて豊富な実績とノウハウを有しており、貴社と協働することにより、貴社が潜在的に有している価値を顕在化させることができ、貴社の経営陣の方々にご賛同いただけることを条件として、貴社株主に対してより魅力的な金額での公開買付けをご提案することができると確信するに至りました。

オオタニファンド提示の価格での公開買付けがこのまま実行されてしまうと、貴社の株主は、貴社株式の正当な価値を実現する機会を奪われることにもなりかねません。従って、弊社の今回のご提案は、株主価値を守るための公開買付けのご提案です。弊社が、貴社経営陣の方々のご賛同を前提に具体的にご提案する公開買付けの内容の骨子は以下の通りです。

- | | |
|--------------|----------------------------|
| ー 買付価格 | 貴社普通株式 1 株あたり 1,100 円 |
| ー 買付予定株式数の上限 | なし |
| ー 買付予定株式数の下限 | 貴社の議決権の 50%超を取得することができる株式数 |

1. オオタニファンドの公開買付価格について

上記の通り、オオタニファンドは、貴社の普通株式 1 株につき 800 円での公開買付けを実施しているところではありますが、弊社といたしましては、かかる公開買付価格が適切な価格であるかについては少なからぬ疑問を抱いているところでもあります。

具体的には、かかる公開買付価格は、貴社が保有している不動産の大きな含み益が反映されておらず、また、それを活用した利益成長も織り込まれていない金額であると考えております。その意味するところは、かかる公開買付価格に反映されていない潜在的な価値（その価値は、貴社の発行済株式数に当社のご提案差し上げている価格との差額 300 円を乗じた場合、約 410 億円となります）が貴社の株主に対して一切分配されず、これがオオタニファンド及びその関係者である貴社の一部の経営陣で独占されてしまうこととなります。

売り手と買い手とが真摯な交渉を行った結果決定された金額であれば、客観的に見ても問題のない公正な価格で取引が行われることが期待できますが、今回オオタニファンドが企図し、貴社が賛同されておられるのはいわゆる MBO であり、かかる真摯な交渉が行われることは期待し難い取引類型であります。具体的には、貴社の取締役の方々には売主たる株主の立場を代表して、公開買付けの金額をできる限り高くすべき職責を負う一方で、本件公開買付けのためのエクイティ資金を提供している一部の取締役の方は買主としてできる限り安い金額での公開買付けを行うインセンティブを同時に有しているため、両者が真摯に交渉を行うことが客観的に期待できないところです。

貴社は、価格の公正性を担保する措置としては、第三者機関であるアーンストアンドヤング・トランザクション・アドバイザー・サービス株式会社（以下「E&Y アドバイザリー」といいます。）から「株式価値算定に関する報告書」を取得すること、外部の法律事務所からの意見を徴求すること、特定の利害関係人は意見表明の取締役会決議に参加しないこと等の措置を執るにとどまり、上記の利益相反性を解消する措置が執られておりません。また、E&Y アドバイザリーによる「株式価値算定に関する報告書」が開示されていないため、株主はその内容を検討できません。

それに加えて、公開買付けの公表後に東京証券取引所において継続的に公開買付価格を上回る金額で取引が行われていることを考え合わせると、弊社は公開買付価格の公正性について疑問を持たざるをえません。

なお、オオタニファンドに対して提供された東京共同会計事務所による平成 19 年 4 月 2 日付「株式価値算定書」が公開買付届出書に添付されておりますが、当該「株式価値算定書」はコストアプローチとマーケットアプローチを排斥した上でインカムアプローチ

のみによるもので、あくまでも貴社の過去の実績値をベースにして将来のキャッシュフローを予測しています。この手法には貴社が保有している不動産の大きな含み益が反映されておらず、また、それを活用した利益成長も織り込まれていないという点で大きな問題があると考えます。また、これまでの経営戦略の延長では市場のニーズの変化に対応することが難しく、抜本的な改革を断行することが必要であると経営陣がお考えになるに至ったところの過年度の実績値等をベースに将来予測を作成しているとの開示があるにも関わらず、かかる前提の結果算定される株価には抜本的な改革を企図する買収者により支払われるべきコントロール・プレミアムが含まれていると解釈されている点にも疑問があるように考えております。

その証左として、公開買付届出書中の買付等の価格の算定の基礎及び算定の経緯欄においては、オオタニファンドが最終的に採用した DCF 法によって算定される価格の範囲のみならず、類似会社比較法（PER）及び類似会社比較法（EBITDA マルチプル）によって算定される価格の範囲を参考として開示されておりますが、貴社が保有している不動産の大きな含み益が反映されやすい手法によって算定された価格の範囲は一切開示されておらず、恣意的な情報開示が行われているのではないかとの疑いを否定できません。

2. 弊社の事業計画及び公開買付価格について

貴社の現状の経営手法は、保有不動産の含み益を活用しておらず、また、老朽化のため建替を準備する必要がある西五反田 TOC ビルに過度に依存したものとなっております。貴社においてもこのことは認識されておられるようであり、貴社の意見表明報告書によれば、抜本的な改革を推進するためには一時的かつ短期的な収支への影響・企業としての成長の鈍化、一時的な株価の不安定化が避けられないことから、今回のオオタニファンドによる MBO 提案に賛同したとのことであります。これに対して、弊社からは、西五反田 TOC ビルと同等の価値を持つ収益不動産と入れ替えることによって西五反田 TOC ビルの立て替え期間中の収益の落ち込みを避け、ひいては貴社がご懸念されている一時的かつ短期的な収支への影響・企業としての成長の鈍化、一時的な株価の不安定化を回避する手法をご提案いたします。具体的には、弊社は、中期事業計画案を持っており、その要点は下記のとおりです。

- ① 保有不動産の含み益を活用したレバレッジ効果の導入
業界水準の自己資本を十分に確保しつつ、貴社の保有不動産の含み益を活用し借入を行い、収益不動産を取得し、収益を拡大します。
- ② 西五反田 TOC ビルを同等の価値を持つ収益不動産と入れ替えることにより、同ビル建替期間中の収益の落ち込みを避けること
不動産業は他の事業と異なり、保有資産のスクラップ・アンド・ビルドを行う場合も、資産の入れ替えをすることによ

り収益が維持可能であることは貴社の現経営陣も認識されていることと推察いたしますが、西五反田 TOC ビルと同等の価値を持つ収益不動産の調達が困難な場合は、弊社が助言を行なっている不動産ファンドが保有する多数の物件の中から入れ替えの対象となる物件の調達が検討可能です。

上記の事業計画を前提とした上で、これを考慮した結果、適正な貴社の株価は 1,100 円であると判断した次第です。この点について、貴社の経営陣の方々は、貴社の保有不動産をどのような手法を用いていくらで評価した上で賛同決議を行われたのかについても、あわせてご開示いただきたいと考えております。

弊社といたしましては、西五反田 TOC ビルを始めとして貴社が所有している物件のバリューアップについて、貴社の経営陣の方々のご協議を重ねることによってより具体的かつ魅力的なご提案を差し上げることが可能であり、かかる協議を重ねて貴社所有物件の最善のバリューアップを実現することがひいては貴社の株主共同の利益に資するものであると確信しております。なお、かかる金額での公開買付けを行うことについての資金の調達は、現在、大手金融機関から本提案が貴社経営陣の方々のご賛同を得ることを条件に貸付を確約することについて大筋の合意を頂いており、条件の詳細を詰めているところであります。

オオタニファンドのご提案は、一般株主を 1 株あたり 800 円で排除するものであり、上述の通り、オオタニファンドによる公開買付価格に反映されていない潜在的な価値が貴社の株主に対して一切分配されず、これがオオタニファンド及びその関係者である貴社の一部の経営陣のみで独占されることになるというものです。しかしながら、弊社としては、必ずしも全ての株主を強制的に金銭を交付して排除しなければならないとは考えておりません。株主の皆様合理的な売却の機会をご提供するために、弊社のご提案においても買付予定の株式数に上限は付しておりませんので、結果として大多数の株主からのご応募を頂いた場合には東京証券取引所の定める上場廃止基準に該当してしまい、その結果上場廃止になってしまうことはあり得ますが、弊社のご提案にかかる公開買付けに応募して現時点で株式を金銭化するよりも、貴社と弊社とが協働することによって得られる価値の実現を株価の上昇という形で将来得られることを期待してそのまま株式を継続保有されるという選択をされた株主の方々が多数いらっしゃり、弊社の提案にかかる公開買付けの成立後も上場廃止基準に該当しないという場合には、そのまま貴社の上場を維持し、将来利益を他の株主の皆様方と共有することは十分に可能であると考えております。

以上のように、弊社といたしましては 1 株 800 円という金額での公開買付け及び少数株主の排除は不当であると考えております。しかしながら、オオタニファンドによる公開買付けは既に 1 株 800 円で開始されてしまっており、大株主のうちの一部がこれに応募する旨の同意をしているという状況においては、一般株主としては、価格が不当であ

ると考えていても、公開買付けが成立してしまう可能性が十分にあり、その結果上場廃止となって1株800円で強制的に排除されてしまうのであれば致し方ないと考え、公開買付けにやむを得ず応募するということもあり得るところです。

かかる状態は、一般株主からしてみると、貴社株式の本来的な価値を実現する機会を不当な対価で奪われるということの意味しており、オオタニファンドによるMBOに関係する者以外の一般株主の株主価値を侵害するものに他なりません。弊社が今回ご提案申し上げる公開買付けは、いわば株主価値を守るための公開買付けであり、全ての株主のために適切な価格による貴社株式の価値を実現する機会を提供するものであります。

3. 公開買付期間の延長について

弊社としては、我々の提案が、貴社ひいては貴社の株主の方々にとって最善の提案であると確信しております。しかしながら、オオタニファンドによる公開買付期間は5月11日までとされており、貴社が我々の提案を受入可能か否かについてご判断いただくための期間も必要であることを考慮すると、貴社の株主の方々我々の提案とオオタニファンドの提案のいずれが望ましいのかを判断するために必要な期間が十分ではないと考えております。弊社が今回具体的なご提案を差し上げたという現状において、貴社の取締役の方々の善管注意義務の観点からは、オオタニファンドに対してかかる観点から十分な期間を確保するための公開買付期間の延長を行うことを要請し、できるだけ早期に公開買付期間の延長を行っていただく必要があると考えておりますので、この点についても適切なご対応をお願い申し上げます。

4. 貴社の意見表明について

貴社は、オオタニファンドによる公開買付けについて、平成19年4月6日の取締役会において、当該公開買付けの諸条件が妥当であり、貴社の株主に対して当該公開買付けへの応募を勧める旨を決議されております。このように貴社がオオタニファンドによる公開買付けを通じて非公開化取引を行うことを決定されていることを受け、弊社は、オオタニファンドと同様に貴社の株式について買付けを行う候補者の一人として、貴社のご意向に沿った形で、且つ、より一層貴社株主の利益に資するご提案を申し上げます。貴社取締役会としては、オオタニファンドによる公開買付けの公表後に東京証券取引所において公開買付価格を上回る金額で取引が行われていること、及び、貴社株主の方々に対してより合理的な価格による売却機会を提供するご提案を弊社が行ったことを十分にご考慮され、貴社株主に対してオオタニファンドの公開買付けへの応募を勧める旨の上記決議については当然見直されるものと私共は確信致しております。

なお、申し上げますまでもないことですが、貴社取締役の方々におかれては、オオタニファンドによる公開買付価格と、弊社の提案とを、十分に比較検討され、「取締役の善管注意義務」の観点から、公正にして適切であると評価されるようなご判断をなされるこ

とが、すべての株主から期待されていることを付言いたします。

以上の次第で、不動産投資、及びバリューアップにおいて豊富な実績とノウハウを有する弊社であれば、貴社と協働することにより、貴社が潜在的に有している価値を顕在化させることができ、貴社の経営陣の方々にご賛同いただけることを条件として、貴社株主に対してより魅力的な金額での公開買付けをご提案することができると確信するに至りました。具体的な内容についてのご質問につきましてはいつでもご連絡いただければ対応させていただきます。

敬 具