

【表紙】

【提出書類】 意見表明報告書

【提出先】 関東財務局長

【提出日】 令和元年 8 月19日

【報告者の名称】 ユニゾホールディングス株式会社

【報告者の所在地】 東京都中央区八丁堀二丁目10番 9 号

【最寄りの連絡場所】 東京都中央区八丁堀二丁目10番 9 号

【電話番号】 03 - 3523 - 7531(代表)

【事務連絡者氏名】 専務取締役兼専務執行役員 山本 正登

【縦覧に供する場所】 ユニゾホールディングス株式会社  
(東京都中央区八丁堀二丁目10番 9 号)  
株式会社東京証券取引所  
(東京都中央区日本橋兜町 2 番 1 号)

(注 1) 本書中の「当社」とは、ユニゾホールディングス株式会社をいいます。

(注 2) 本書中の「公開買付者」とは、サッポロ合同会社をいいます。

(注 3) 本書中の「株券等」とは、株式に係る権利をいいます。

(注 4) 本書中の記載において計数が四捨五入又は切捨てされている場合、合計として記載される数値は計数の総和と必ずしも一致しません。

(注 5) 本書中の記載において、日数又は日時の記載がある場合、特段の記載がない限り、日本国における日数又は日時を指すものとします。また、本書中の「営業日」とは、行政機関の休日に関する法律(昭和63年法律第91号。その後の改正を含みます。)第 1 条第 1 項各号に掲げる日を除いた日をいいます。

(注 6) 本書中の「法」とは、金融商品取引法(昭和23年法律第25号。その後の改正を含みます。)をいいます。

## 1 【公開買付者の氏名又は名称及び住所又は所在地】

名称 サッポロ合同会社

所在地 東京都港区虎ノ門五丁目1番4号グローバル・ソリューションズ・コンサルティング株式会社内

## 2 【公開買付者が買付け等を行う株券等の種類】

普通株式

## 3 【当該公開買付けに関する意見の内容、根拠及び理由】

### (1) 本公開買付けに関する意見の内容

当社は、令和元年(2019年)8月16日開催の取締役会において、下記「(2) 本公開買付けに関する意見の根拠及び理由」に記載の根拠及び理由に基づき、公開買付者による当社の普通株式(以下「当社株式」といいます。)に対する公開買付け(以下「本公開買付け」といいます。)に賛同し、かつ、当社株式を保有する株主の皆様に対して本公開買付けに応募することを推奨する旨の意見を表明することを決議いたしました。

なお、上記取締役会決議は、下記「(6) 本公開買付け価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置」の「当社における取締役全員の承認及び監査役全員の異議がない旨の意見」に記載の方法により決議されております。

### (2) 本公開買付けに関する意見の根拠及び理由

本「(2) 本公開買付けに関する意見の根拠及び理由」の記載のうち、公開買付者に関する記載については、公開買付者から受けた説明に基づいて記載しております。

#### 本公開買付けの概要

公開買付者は、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。)市場第一部に上場している発行済みの当社株式の全て(当社が所有する自己株式を除きます。)を取得することを目的として本公開買付けを実施し、当社を公開買付者の完全子会社とする取引(以下「本取引」といいます。)を実施することを決定したとのことです。なお、公開買付者は、本書提出日現在、当社株式を所有していないとのことです。

公開買付者は、本公開買付けにおいては、買付予定数の下限を22,813,500株(所有割合(注1):66.67%)(注2)と設定し、本公開買付けに応じて売付け等がなされた株券等(以下「応募株券等」といいます。)の総数が22,813,500株に満たない場合には応募株券等の全部の買付け等を行わないこととしているとのことです。買付予定数の下限は、本公開買付け後の公開買付者が所有する議決権数の合計が当社の総議決権の3分の2以上となるよう設定しているとのことです。一方、買付予定数の上限については設定せず、応募株券等の総数が買付予定数の下限(22,813,500株)以上の場合は、応募株券等の全部の買付け等を行うこととしているとのことです。また、本公開買付けが成立した場合には、公開買付者は、下記「(5) 本公開買付け後の組織再編等の方針(いわゆる二段階買収において関する事項)」に記載のとおり、当社の株主を公開買付者のみとするための一連の手続を実施することを予定しているとのことです。

(注1) 「所有割合」とは、当社が令和元年(2019年)7月30日に提出した第43期第1四半期報告書(以下「当社第43期第1四半期報告書」といいます。)に記載された令和元年(2019年)6月30日現在の発行済株式総数(34,220,700株)から、当社が令和元年(2019年)7月29日に公表した「令和2年(2020年)3月期第1四半期決算短信〔日本基準〕(連結)」(以下「当社第43期第1四半期決算短信」といいます。)に記載された令和元年(2019年)6月30日現在の当社が所有する自己株式数(405株)を控除した株式数(34,220,295株)に対する割合(小数点以下第三位を四捨五入)をいいます。以下同じです。

(注2) 買付予定数の下限(22,813,500株)は、当社第43期第1四半期決算短信に記載された令和元年(2019年)6月30日現在の発行済株式総数(34,220,700株)から、令和元年(2019年)6月30日現在の当社が所有する自己株式数(405株)を控除した株式数(34,220,295株)に係る議決権数(342,202個)の3分の2を乗じた数(228,135個。なお、小数点以下を切り上げております。)に100株を乗じた数とのことです。

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、並びに公開買付け後の経営方針

公開買付者が本公開買付けを実施するに至った背景、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は、以下のとおりです。

(ア) 公開買付者の概要

公開買付者は、株式を含む投資用資産等の取得、保有、管理及び処分等を目的として、平成30年(2018年)4月に設立された合同会社とのことです。

公開買付者には、Fortress Investment Group LLC(以下「FIG」といい、FIGとそのグループを総称して、以下「Fortress」といいます。)の関係法人であるSapporo Holdings I LLCが出資をしており、また、公開買付者は、FIGの関係法人であるフォートレス・インベストメント・グループ・ジャパン合同会社との間でアセットマネジメント契約を締結し、本公開買付けに要する資金をFortressが運営するファンドから調達することとしているとのことです。

FIGは、平成31年(2019年)3月31日現在における運用資産額が約392億米ドル(約4兆1,572億円)(注1)に達する国際的投資運用会社とのことです。FIGは、平成10年(1998年)に設立され、平成19年(2007年)2月にはニューヨーク証券取引所に株式公開を行い、米国初の上場オルタナティブ投資運用会社になり、平成29年(2017年)12月にソフトバンクグループ株式会社の連結子会社になったとのことです。FIGは、米国ニューヨークに本拠を有し、世界各国において、約900人に及ぶプロフェッショナルを擁しているとのことです。

また、Fortressは、世界最大規模の不動産投資ファンドの運営会社であり、14カ国の拠点に約480名の不動産投資のプロフェッショナルを擁しているとのことです。平成14年(2002年)以降より多様なファンドを組成し、グローバルで総額約1千億米ドル(約10兆6,050億円)の不動産及び不動産関連企業に対する投資を実行してきた実績があるとのことです。日本においてもFortressは、約50名のプロフェッショナルにより、主に日本における資産を投資対象とする日本特化型投資ファンドであるフォートレス・ジャパン・オポチュニティ・ファンド、及び並びにフォートレス・ジャパン・インカム・ファンドの5本のファンドを運用しているとのことです。当該ファンドのコミットメントベース(注2)の出資額は合計約5,300億円に達し、今日まで約1,400物件の不動産に様々な形で投資・運営を実施した実績があるとのことです。ホスピタリティの分野においては、Fortressはこれまで日本全国において、フルサービスホテル、リゾートホテル及びリミテッドサービス・ホテルを含め、約110棟のホテルを取得し、約40棟のホテル開発または大規模な改装・増築を行った実績があるとのことです。また、ホテル運営会社である株式会社マイステイズ・ホテル・マネジメント(以下「マイステイズ」といいます。)を平成24年(2012年)に買収して以来、マイステイズが運営するホテルの客室数を5,444部屋から16,074部屋、収益を約90億円から約600億円、従業員数を425人から4,671人へと大きく成長させた実績があるとのことです(注3)。また、Fortressは米国及び欧州でも大規模な不動産ポートフォリオと不動産投資・運営プラットフォームを有し、オフィス用不動産においては、これまで約5千4百万平方フィートに上るオフィスビルに様々な形で投資した実績があるとのことです。

(注1) 米ドルから日本円への換算は、令和元年(2019年)8月15日現在の株式会社三菱UFJ銀行の対為替レートの仲値である1米ドル=106.05円にて計算しているとのことです。以下同じです。

(注2) 各ファンドの各投資家が、一定額を上限として当該ファンドに金銭出資を行うことを約束している場合の当該上限額をいうとのことです。

(注3) 記載した変更前及び変更後の各数字は、それぞれ平成24年(2012年)12月末日時点、平成31年(2019年)4月末日時点のものを記載しているとのことです。

(イ) 当社の事業概要、事業環境、経営課題

当社は、昭和34年(1959年)9月に大商不動産株式会社としての設立以来、平成21年(2009年)6月の東京証券取引所市場第二部への当社株式の上場及び平成23年(2011年)10月の東京証券取引所市場第一部への指定替えを経て、本書提出日現在、当社及び当社の連結子会社20社によって構成されるグループを形成し、オフィスビル等の保有、賃貸、管理を行う不動産事業、宿泊特化型ホテルの保有、運営等を行うホテル事業を営んでおります。

セグメント別の収支状況では、不動産事業は、平成31年(2019年)3月期においては、当社の連結売上高(56,053百万円)のうち43,363百万円、連結営業利益17,622百万円のうち16,405百万円を占める、当社の第一の事業部門となっております。また、ホテル事業は、平成31年(2019年)3月期においては、当社の連結売上高のうち12,974百万円、連結営業利益のうち1,981百万円を占めており、第二の事業部門となっております(なお、当社の連結売上高及び連結営業利益は、不動産事業セグメントの連結売上高又は連結営業利益及びホテル事業セグメントの連結売上高又は連結営業利益の合計額から、セグメント間取引消去及び各セグメントに配分していない全社費用を調整した金額です。)

当社の最大の事業部門である不動産事業においては、東京都内及び首都圏、並びに米国においてオフィスビル等の保有、賃貸、管理等を行っております。具体的には、ユニゾ不動産株式会社は、国内の保有オフィスビル68棟(平成31年(2019年)4月末現在)を賃貸する他、不動産のアセットマネジメント業務、プロパティマネジメント業務を、UNIZO Holdings U.S., LLC をはじめとする米国の連結子会社は、米国においてオフィスビル11棟(平成31年(2019年)4月末現在)を保有し、賃貸、管理等を、ユニゾファシリティーズ株式会社は、オフィスビル等の清掃業務等のビル管理業務を受託しております。

また、ホテル事業においては、ユニゾホテル株式会社が、大都市及び地方中核都市中心部の至便な立地において「ホテルユニゾ」「ユニゾイン」「ユニゾインエクスプレス」の3ブランドで宿泊特化型ホテル25店を運営しております。

以上のような当社グループの事業を取り巻く環境は、国内市場に関して、国内オフィスビル賃貸市場においては、東京都心5区の空室率が2%を下回る水準まで低下し、賃料も東京都心を中心に上昇が継続しており、市場は徐々にピークに近づいている模様であり、また、ホテル業界においては、訪日外国人宿泊者数の増加ペースがやや減速し、日本人宿泊者数も減少傾向にある一方、客室供給面では高水準のホテル新增設が続いており、今後の競争激化が予想されております。また、海外市場に関しては、米国オフィスビル賃貸市場において、主要都市の空室率は継続的に低下する一方で、賃料は一部の都市で横ばい傾向にあり、市場はほぼピークとなっている模様です。

このような事業環境の下、当社は、事業環境が新規投資による資産の拡大が難しい状況にあること、また、平成30年度(2018年度)の当期純利益について、平成29年(2017年)4月28日に公表した第三次中期経営計画の最終年度の数値目標を1年前倒しで達成(特別損益控除後当期純利益でも達成)したことから、平成31年(2019年)4月16日に新たに3ヶ年の第四次中期経営計画「STRONGER Foothold 2021 ~ 経営体質の強化」(以下「本中期経営計画」といいます。)を策定及び公表いたしました。同計画においては、「グローバルな成長と進化」に向けて、当社グループをあげて「経営体質の強化」を基本方針に取り組んでおります。

また、当社は、平成31年(2019年)3月期第3四半期以降、キャピタルリサイクリング(注)によるポートフォリオ運用を推進することとし、リスク耐性が高く、収益性がより高い強靱な資産ポートフォリオへの組み換えに向けた取り組みを加速化させており、本中期経営計画でもこの方針を明記し、令和2年(2020年)3月期においては、物件売却の先行に伴う減収・減益後、財務体質を改善の上、再成長していくことを展望しております。本中期経営計画の対象事業年度においても、キャピタルリサイクリングを中心にポートフォリオの運営を行い、事業環境に変化のない限り、当面は公募増資を行わず、投資活動によるキャッシュ・インフローの範囲内で資産の取得を行うことを方針としております。

(注) キャピタルリサイクリングとは、リスク耐性の向上及び収益性の改善を目的として物件の入替えを行うことをいいます。

各事業別の取組みとしては、不動産事業におきましては、国内外ともに、「効率化」による経費削減を徹底するとともに、既存テナント営業、新規テナント営業での収益基盤を強化しております。国内では、ユニゾホテル株式会社と連携した総合営業を実施し、海外ではリーシングの強化、物件運営・管理能力の向上を図っております。

ホテル事業におきましても、「効率化」による経費削減を徹底いたします。新会員制度導入(平成31年(2019年)2月1日)や店舗特性に応じた諸施策の実行により収益向上を図っております。また、引き続き、「ホテルユニゾ」「ユニゾイン」「ユニゾインエクスプレス」の3ブランドを積極展開・浸透させ、好立地での利便性と優れたサービスを国内外のお客様に提供してまいります。そのため、新規開業店のスムーズな立ち上げ、ホテル運営受託店舗の適切な運営、人材養成に注力しております。

(ウ) 公開買付者による当社との協議の状況及び公開買付者による意思決定の過程

かかる状況のもと、令和元年(2019年)7月10日に当社株式に対する株式会社エイチ・アイ・エス(以下「H I S」といいます。)による公開買付け(以下「H I S公開買付け」といいます。)が公表されました。H I S公開買付けは、当社に対して何ら事前の通知・連絡もないまま突然公表され、一方的に開始されたものであります。

当社は、H I SによるH I S公開買付けの公表を受け、直ちに、H I S公開買付け及びH I Sに関する情報の収集を試み、また、H I Sが令和元年(2019年)7月11日に提出したH I S公開買付けに係る公開買付届出書に記載された内容を含め、H I S公開買付けに関して、慎重に分析・検討を進めるとともに、当社の企業価値の向上と、当社の株主の皆様に適正な価格で当社株式の売却機会を提供すること、及び他の潜在的な買取者がかかる観点からより良い条件の買取提案を行う機会を確保すること(以下「マーケット・チェック」といいます。)を目的とし、当社自ら又は当社のフィナンシャル・アドバイザーを通じて潜在的な買取者の提案を求める等して、マーケット・チェックを実施し、令和元年(2019年)7月中旬以降、Fortressを含む候補者16社に対して、H I S公開買付けよりも良い条件で当社株式を対象とした買取提案を行う可能性について、確認をしました。

そして、Fortressは、令和元年(2019年)7月19日に、当社が選任したフィナンシャル・アドバイザーを通じて、当社より、当社株式を対象とした買取提案を行う可能性について打診を受け、買取提案につき検討を開始したとのことです。その後、Fortressは、当社が開示している財務情報等の資料等に基づき、当社の事業、国内外の不動産を中心とする保有資産及び財務の状況等に関するデューデリジェンスを同月30日までの期間において実施し、当社の企業価値の分析を進めるとともに、Fortressと当社との間における事業面での協働の可否及び協働した場合の経済的な効果等についても分析を進めるとともに、当社との間で協議を行ったとのことです。かかる初期的な分析の結果、Fortressは、同月30日付で、当社株式の全てを取得することを目的として公開買付けを実施する意向がある旨を記載した意向表明書を当社に提出したとのことです。

上記意向表明書の提出後、下記に記載の当社に対する最初の買取提案を行った令和元年(2019年)8月10日までの期間において、Fortressは、更なるデューデリジェンスを実施するとともに、当社との間で、複数回に亘り、当社の経営課題、当社の企業価値向上を目的とした中長期的な成長戦略及び諸施策、並びに、公開買付価格を含む本取引の諸条件について協議を行ったとのことです。

前記分析及び協議の結果、Fortressは、当社が国内外において築き上げた、多角的かつ質の高い、強固な不動産ポートフォリオ、並びにこれらの投資・運用に裏付けられた不動産事業及びホテル事業における長年の実績、深い経験と知見を高く評価するに至ったとのことです。しかし、日本及び米国の不動産市況の先行きの不透明さを踏まえると当社の想定どおりにキャピタルリサイクリングが進まない可能性があることなどから、戦略的な資本的支出による更なるバリューアップを図るとともに、より多様な仕入・売却機会を確保することが必要であるという考えに至ったとのことです。また、ホテル事業においても、今後の競争激化が予測されることを踏まえると、客室単価と稼働率の適正なバランスを維持しながら収益の最大化及び安定化を図るとともに、良質な開発条件を通じて、ホテルポートフォリオを拡大すること等が不可欠であると認識するに至ったとのことです。

そこで、Fortressは、Fortressの有する資金基盤、日本及び米国において有する不動産運用に関するノウハウ、ネットワーク、人的リソースその他の経営資源を機動的に投入することにより、当社の本中期経営計画を支援し、その企業価値の向上に貢献できると判断するに至ったとのことです。また、不動産投資、不動産開発、運営管理やリノベーション等に関する経験及び知見の共有や、マイステイズとの共同購買や、AIを活用したデジタルテクノロジーやカスタマー・ロイヤリティ・プログラムなどにおける戦略的提携を通じ、両社に多分かつ多様なメリットがあると判断するに至ったとのことです。

Fortressが当社との間でこれらの施策を迅速かつ着実に実現するためには、当社の上場を維持し、上場会社としての独立性を前提とする業務提携や資本提携ではなく、少数株主との利益相反のおそれを排して、当社を公開買付者の完全子会社とすることが必要不可欠であると判断しているとのことです。また、当社の主力事業である不動産事業及びホテル事業をめぐる事業環境、キャピタルリサイクリングによる短期的なキャッシュフローの不安定性等を踏まえると、現時点において本取引を行うことにより、当社の株主に対して将来の事業環境の不確実性に伴うリスクを負担させることなく合理的な株式売却の機会を提供することとなる結果、当社の株主の利益にも資するものであると考えるに至ったとのことです。さらに、Fortressは、当社株式の上場を維持することとした場合、当社株式の今後の市場株価によっては第三者による公開買付けその他の方法による敵対的な買収に向けた動きが発生することもあり得るところであり、こうした事態を未然に防止し、当社の安定的な経営を確保することが当社の継続的な企業価値の向上を実現するために必要不可欠であると考えたとのことです。また、当社を完全子会社化することにより競争が激しい不動産事業及びホテル事業において要求される迅速な意思決定が実現できると考え、さらに、当社を非公開化し当社の上場維持費用(株主総会の運営や金融商品取引法上の有価証券報告書等の継続開示に係る費用等)を削減することにより当社の経営の効率化も図ることができると考え、当社株式の全てを取得し、当社を非公開化・完全子会社化することが最も適切な対応であると判断したとのことです。

そこで、Fortressは、前記のとおり当社が実施したマーケット・チェックに参加し、公開買付者を買付主体として当社に対して正式な買収提案を行うことを決定し、令和元年(2019年)8月10日付けで、当社に対して、公開買付けを実施した上で、当社株式の全てを取得し、当社を公開買付者の完全子会社とすることを内容とする本取引に関する最初の提案を行ったとのことです。

その後、Fortressは、当社との間で、Fortressの提案内容について更なる協議及び交渉を行ったとのことです。

その結果、Fortressは、令和元年(2019年)8月14日に、本公開買付けにおける当社株式1株当たりの買付け等の価格(以下「本公開買付価格」といいます。)を4,000円とすること及び下記「(7)本公開買付けに関する重要な合意」に記載する内容の本覚書を締結することの確定的かつ最終的な提案を行ったとのことです。

そして、公開買付者は、当社との間で本取引の実施に向けた最終的な協議を行った結果、令和元年(2019年)8月16日に、本公開買付価格4,000円として、本公開買付けを開始することを決定したとのことです。なお、本公開買付価格はFortressとの協議・交渉を経て決定されたものです。また、当社はマーケット・チェックを実施し、候補者16社に確認を行い、その後、当社は候補者を4社に絞り込み協議・交渉した後に、Fortressとの協議・交渉により本公開買付価格は決定されました。本公開買付価格はH I S公開買付けの買付価格を900円上回っております。

#### (エ) 本公開買付け及び本取引実施後の経営方針等

上記のとおり、Fortressは、これまでの分析及び当社との協議を通じて、当社が国内外において築き上げた、多角的かつ質の高い、強固な不動産ポートフォリオ、並びにこれらの投資・運用に裏付けられた不動産事業及びホテル事業における長年の実績、深い経験と知見を高く評価するに至ったとのことです。本公開買付け及び本取引による当社の完全子会社化の実施後も、Fortressは、当社の事業の特性や当社の強みを十分に活かした経営を行い、当事業の強化を図る方針とのことです。具体的には、継続的なキャピタルリサイクリングによる収益性の高い資産ポートフォリオ構築、既存債務の返済を通じた財務健全性の強化、ホテル事業の継続的な強化及び収益性の改善等を実施する予定とのことです。また、当社と協議の上、不動産・ホテル事業における戦略的な提携を図り資産価値の向上並びに事業面でのサポートをしていく方針とのことです。

また、当社の完全子会社化以降の経営体制については、今後、当社と協議の上で決定する予定とのことであります。加えて、当社の完全子会社化後も、現時点では、当社の社名の変更やホテル事業におけるブランド変更等は予定しておらず、従業員の雇用条件は現在の水準と同等以上に維持したうえで、一定のインセンティブを付与する予定とのことです。

当社が本公開買付けに賛同するに至った意思決定の過程及び理由

令和元年(2019年)7月11日、H I Sは、当社に対して何ら事前の通知・連絡もなく、当社の賛同を得ないまま、一方的にH I S公開買付けを開始しました。これを受け、当社は、直ちに、以下のとおり、複数の外部専門家(以下「本外部専門家」といいます。)を起用し、その助言・協力を受けながら、H I S公開買付け及びH I Sに関する情報を収集するとともに、H I S公開買付けに関する評価・検討を進めてまいりました。

	専門家の名称	助言分野/依頼内容
フィナンシャル・アドバイザー	三菱UFJモルガン・スタンレー証券株式会社	財務面等に関する助言
	大和証券株式会社	財務面等に関する助言
リーガル・アドバイザー	T M I 総合法律事務所	日本国内の法的側面に関する助言
	西村あさひ法律事務所	日本国内の法的側面に関する助言
	デービス・ポーク・アンド・ワードウェル外国法事務弁護士事務所	特定の米国法事項に関する助言
税務アドバイザー	EY税理士法人	税務に関する助言
株式価値算定機関	株式会社K P M G F A S	株式価値の算定
	Z E C O O パートナーズ株式会社	株式価値の算定
	ベネディ・コンサルティング株式会社	株式価値の算定
ホテル・コンサルタント	ホスピタリティキャピタルマネジメント株式会社 株式会社ホーワス・アジア・パシフィック, ジャパン	ビジネス上のシナジー効果等についての分析

また、当社は、H I S公開買付けに係る当社の意見を表明するにあたり、当社の意思決定過程における恣意性のおそれを排除し、その公正性及び透明性を確保することを目的とし、H I S公開買付けが当社の企業価値向上に資するか否か、及び、H I S公開買付けに係る対価の公正性等を踏まえたH I S公開買付けの是非を当社取締役会からの諮問事項として、独立役員である社外取締役のみからなる特別委員会(以下「本特別委員会」といいます。)を設置し、特別委員会の意見を踏まえて取締役会の判断を行うこととしました。

かかる評価・検討の結果、当社は、H I S公開買付けは、当社の企業価値ひいては株主共同の利益の毀損につながる可能性が否定できないとの判断に至り、H I S公開買付けは当社の企業価値向上及び株主共同の利益の向上に資するものとはいえず、また、本公開買付けに係る対価は妥当でないことから、本公開買付けには合理性がないと考える旨の本特別委員会の答申を踏まえて、令和元年(2019年)8月6日、同日開催の当社取締役会決議に基づき、H I S公開買付けに反対する旨の意見を表明いたしました(詳細は、当社が令和元年(2019年)7月23日及び令和元年(2019年)8月6日に提出いたしました意見表明報告書及び訂正意見表明報告書をご参照ください。)

同時に、当社は、今般のH I S公開買付けの開始を踏まえ、より一層の企業価値向上を実現するため、様々な選択肢を慎重に比較検討する一環として、当社の企業価値の向上と、当社の株主の皆様に適正な価格で当社株式の売却機会を提供すること、及び他の潜在的な買収者がかかる観点からより良い条件の買収提案を行う機会を確保することを目的とし、当社自ら又は当社のフィナンシャル・アドバイザーを通じて潜在的な買収者の提案を求め等して、マーケット・チェックを実施し、令和元年(2019年)7月中旬以降、Fortressを含む候補者16社に対して、H I S公開買付けよりも企業価値の向上及び当社の株主の皆様の利益の観点からより良い条件で当社株式を対象とした買収提案を行う可能性について、確認をいたしました。

そして、当社は、本外部専門家から助言等を受け、各候補者の提案について検討をし、複数の候補者との間で協議・交渉を重ねてまいりました。その結果、当社は、Fortressから、令和元年(2019年)8月10日に、当社に対して、当社株式の全てを取得し、当社を公開買付者の完全子会社とすることを内容とする本取引に関する最初の提案を受けました。

その後、当社は、Fortressとの間で、Fortressの提案内容について更なる協議及び交渉を行いました。その結果、令和元年(2019年)8月14日、本公開買付価格を4,000円とすること及び下記「(7) 本公開買付けに関する重要な合意」に記載する内容のFIGの関係法人であるFortress Japan Investment Holdings LLC(以下「Fortress Japan」といいます。)及び当社との間で令和元年(2019年)8月16日付で締結された覚書(以下「本覚書」といいます。)を締結することの確定的かつ最終的な提案を受けました。

当社としましては、前記のとおり、当社を取り巻く足許の事業環境の下で、当社の企業価値を向上させるために、平成31年(2019年)4月16日に本中期経営計画を策定及び公表し、当社の「グローバルな成長と進化」に向けた各種施策を実施するとともに、これらをさらに加速させ、本中期経営計画をより前倒して実現することを意図しているところ、Fortressは、当社の本中期経営計画の内容を十分に理解し、その推進をサポートすることを基本方針として当社に対して買収提案を行っており、本中期経営計画に従った各種施策を加速させ、企業価値の向上を図るという当社の経営方針と合致しております。

そして、他の複数の候補者の提案とも比較した結果、Fortressによる提案が、他の複数の候補者の提案に比しても以下の各点で優れており、公開買付者による本取引の実施は当社の企業価値及び株主共同の利益の更なる向上に資するものであって、当社の中長期的な成長と企業価値の更なる向上に繋がるものであると判断するに至りました。

- ( ) 本中期経営計画の公表時に比べ、米中貿易摩擦の激化、英国のEU離脱を巡る混迷、イランを巡る中東情勢の緊迫化等、いずれも日本を含む世界経済の腰折れをもたらす懸念材料が一層の拡大を見せている状況下において、当社が企業価値をさらに向上させるためには、本中期経営計画の前倒しの実践及び加速化こそが必要不可欠であると考えております。しかし、本中期経営計画の前倒しの実践及び加速化の局面では、短期的には当社の財務状況や業績に大きな影響を与え、資本市場から必ずしも十分な評価を得ることができず、株価の下落を招き、当社の株主の皆様のご理解を得られない可能性があります。したがって、本中期経営計画の前倒しの実践及び加速化を実施するためには、当社が公開買付者の完全子会社になり、非上場化をすることにより経営の自由度を向上させることが必要であると判断しました。この点に関し、Fortressは当社の本中期経営計画を含めた経営方針を高く評価しており、本中期経営計画の前倒しの実践を支援する意向を表明しており、当社が公開買付者の完全子会社となることにより、本中期経営計画の前倒しの実践及び加速化についての支援をFortressから受けることができ、ダウンサイドリスクに対する耐性を高めた上で当社のより一層の企業価値の向上につながるものと判断しました。
- ( ) 変化が著しく、かつ、競争環境が激化している不動産市場及びホテル業界において、本中期経営計画の前倒しの実践及び加速化を実施するためには迅速果断な意思決定が求められており、かかる意思決定が可能な柔軟な経営体制を構築するためには、当社が公開買付者の完全子会社になり、少数株主との利益相反のおそれを排して、非上場化することが必要であると考えられます。

- ( ) 当社が公開買付者の完全子会社となることによって、当社は、公開買付者を含むFortressの有する、不動産事業及びホテル事業における情報、ネットワーク、ノウハウ等を十二分に活用し、Fortressから最大限の経営支援を受けることができるようになるため、当社の企業価値を向上することができるものと考えております。この点に関し、公開買付者はFortressの有する資金基盤の提供、不動産業界においては戦略的資本的支出による保有物件のバリューアップや多様な仕入・売却機会の確保、ホテル事業においては当社が運営する宿泊特化型ホテルとコンセプトが共通するFortressの運営するホテルとの共同購買、ホテルポートフォリオ拡大のための情報提供等を想定しております。このようにFortressの有する情報・ネットワーク・ノウハウ等は当社の2つの事業領域に直接関わるものであり、これらの活用の有効性は非常に高いと考えております。
- ( ) 下記「(7) 本公開買付けに関する重要な合意」に記載のとおり、Fortressは、当社の重要なステークホルダーである当社の従業員について、現在の同等以上の労働条件の維持のみならず、前記の従業員に対するインセンティブの付与を予定しており、当社の企業価値のさらなる向上に資すると考えられます。
- ( ) そして、本公開買付価格は、当社がマーケット・チェックを実施し、候補者16社に確認を行い、その後、候補者を4社に絞り込み協議・交渉した後に、Fortressとの協議・交渉を経て決定されたところ、上記4社の提案価格の中で、最も高い価格でありました(なお、同一の価格を提示した候補者もいました。)。そして、本公開買付価格は、下記「(3) 算定に関する事項」の「算定の概要」に記載のとおり、当社、H I S及び公開買付者から独立した株式価値算定機関である株式会社K P M G F A S(以下「K P M G」といいます。)、Z E C O Oパートナーズ株式会社(以下「Z E C O O」といいます。)及びベネディ・コンサルティング株式会社(以下「ベネディ」といいます。)から取得した当社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」といいます。)におけるディスカウント・キャッシュ・フロー法(以下「D C F法」といいます。)に基づく株式価値のレンジの範囲内に含まれており、当社の財務状況及び経営成績並びに本中期経営計画を踏まえた当社の企業価値に照らして妥当な価格であると考えられます。また、H I S公開買付けの公表日の前営業日である令和元年(2019年)7月9日の当社株式の東京証券取引所市場第一部における終値1,990円に対して101.01%(小数点以下第三位を四捨五入。以下、株価に対するプレミアムの数値(%)において同様とします。)、令和元年(2019年)7月9日までの直近1ヶ月間(令和元年(2019年)6月10日から令和元年(2019年)7月9日まで)の終値単純平均値1,894円(小数点以下を四捨五入。以下、終値単純平均値の計算において同様とします。)に対して111.19%、同直近3ヶ月間(平成31年(2019年)4月10日から令和元年(2019年)7月9日まで)の終値単純平均値1,893円に対して111.30%、同直近6ヶ月間(平成31年(2019年)1月10日から令和元年(2019年)7月9日まで)の終値単純平均値2,002円に対して99.80%のプレミアムをそれぞれ加えた金額であることに照らしても、妥当な価格であると考えられます。さらに、本公開買付けには買付予定数の上限が定められておらず、公開買付けが成立すれば、応募された全ての株式について本公開買付価格による売却の機会が保証され、また、本公開買付け成立後の完全子会社化の手続においても、本公開買付価格と同額の対価が交付される会社法第2編第2章第4節の2の規定に基づく株式売渡請求又は当社株式の併合が想定されており、当社の全株主の皆様に対して強圧性を及ぼさず、かつ、公平に株式売却の機会を提供する公平性の高いものとなっております。

なお、当社は、本公開買付けは、H I S公開買付けと比較し、

- (a) 本公開買付価格がH I S公開買付価格よりも妥当かつ優位性があり、
- (b) 本公開買付けにおいては、買付予定数の上限を設定しておらず、応募された全ての当社株式について本公開買付価格による売却の機会を公平に保証され、強圧性は全くなく、
- (c) 当社企業価値を毀損するおそれはなく、前記のとおり、当社の企業価値の向上に資するものであると判断しております。

また、当社は、下記「(6) 公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置」の「当社における独立した特別委員会の設置」に記載のとおり、本特別委員会に対して、公開買付者による本取引の是非についての諮問を行い、本特別委員会より、令和元年(2019年)8月16日付けの答申書(以下「本答申書」といいます。)を受領しました(本答申書の概要及び特別委員会の具体的な活動内容については、下記「(6) 公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置」の「当社における独立した特別委員会の設置」をご参照ください。)

(3) 算定に関する事項

算定機関の名称並びに当社及び公開買付者との関係

当社は、H I S 公開買付価格の妥当性を評価・検討するにあたり、当社及びH I S から独立した株式価値算定機関としてK P M G、Z E C O O 及びベネディに対して当社株式の株式価値の算定を依頼し、それぞれの株式価値算定機関から、本株式価値算定書を取得いたしました。

そして、当社は、K P M G、Z E C O O 及びベネディが当社及びH I S のみならず、公開買付者からも独立した株式価値算定機関であることから、本公開買付けとの関係でも、本公開買付価格の検討を行うにあたり、当社取締役会の意思決定過程における公正性を担保すべく、K P M G、Z E C O O 及びベネディから取得した各株式価値算定書を参照することとしました。なお、当社は、本公開買付価格の公正性に関する意見(フェアネスオピニオン)を取得しておりません。また、K P M G、Z E C O O 及びベネディは、当社、公開買付者及びH I S 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おりません。

算定の概要

(ア) K P M G は、本公開買付けにおける算定手法を検討した結果、当社の事業の成長性や内在する事業リスクを適切に株式価値に反映させる趣旨から、株式価値の算定において最も理論的な分析手法の一つとして位置づけられるD C F 法を主たる評価手法として採用し、算定を行っております。その結果、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。

D C F 法	3,640円 ~ 4,537円
---------	-----------------

DCF法では、当社が作成した令和2年(2020年)3月期から令和4年(2022年)3月期までの事業計画、直近までの業績の動向、一般に公開された情報等の諸要素を前提として、当社が令和2年(2020年)3月期以降において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いて当社の企業価値や株式価値を分析し、当社株式1株当たりの株式価値の範囲を3,640円から4,537円までと算定しています。なお、D C F 法の前提とした当社の将来の財務予測について、大幅な増減益を見込んでいる事業年度は含まれておりません。また、当該事業計画は、本公開買付けの実行を前提としたものではありません。

また、K P M G は、多面的な観点により株式価値を検討する目的から、サムオブザパーツ法及び株式市価法により補足的分析を行っており、当該各手法にお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。

サムオブザパーツ法	4,498円 ~ 5,215円
株式市価法	1,893円 ~ 2,002円

サムオブザパーツ法では、賃貸等不動産鑑定評価額を基礎として算定した不動産事業の事業価値と、D C F 法により算定したホテル事業の事業価値を合算して、当社の企業価値や株式価値を分析し、当社株式1株当たりの株式価値の範囲を4,498円から5,215円までと算定しています。

また、株式市価法では、H I S公開買付け公表日の前営業日である令和元年(2019年)7月9日を基準日として、当社株式の東京証券取引所市場第一部における基準日の終値1,990円、基準日から遡る1ヶ月間の終値単純平均値1,894円、3ヶ月間の終値単純平均値1,893円及び6ヶ月間の終値単純平均値2,002円を基に、当社株式の1株当たりの株式価値の範囲を、1,893円から2,002円までと算定しております。

- (イ) Z E C O Oは、本公開買付けにおける算定手法を検討した結果、当社が継続企業を前提としていることから、会社固有の収益性すなわちファンダメンタルズを反映した評価方法であるD C F法を用いて、当社株式1株当たり株式価値を算定しております。その結果、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。

D C F法	3,680円～4,420円
--------	---------------

D C F法では、当社が作成した令和2年(2020年)3月期から令和4年(2022年)3月期までの事業計画、直近までの業績の動向、一般に公開された情報等の諸要素を前提として、当社が令和2年(2020年)3月期以降において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いて当社の企業価値や株式価値を算定し、当社株式1株当たりの株式価値の範囲を、3,680円から4,420円までと算定しております。なお、D C F法の前提とした当社の将来の財務予測について、大幅な増減益を見込んでいる事業年度は含まれておりません。また、当該事業計画は、本公開買付けの実行を前提としたものではありません。

また、Z E C O Oは、参考値として、類似会社比較法及び時価純資産法による算定も行っており、当該各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。

類似会社比較法	1,596円～4,614円
時価純資産法	7,856円

類似会社比較法では、当社と比較的類似する事業を手掛ける上場会社の市場株価や収益性等を示す財務指標との比較を通じて、当社株式の1株当たりの株式価値の範囲を、1,596円から4,614円までと算定しております。

また、時価純資産法では、平成31年(2019年)年3月31日現在の当社の連結貸借対照表の簿価純資産額に、当社が保有する不動産及び投資有価証券の含み益を反映させた修正時価純資産の金額を算出し、当社株式1株当たりの株式価値を7,856円と算定しております。但し、事業継続を前提とした判断のもとでは、清算時の個別資産の時価のみでは合理的な判断を行うことができず、長期的な運営を前提とした場合の価値を適切に反映しているとは言い難いため、参考値としております。

- (ウ) ベネディは、本公開買付けにおける算定手法を検討した結果、株式を含む資産の価値は、当該資産から生ずる将来キャッシュフローの割引現在価値によって定まるとする考え方が最も理論的であるため、収益方式の一つで実務において重視されているD C F法を用いて当社株式の株式価値の算定を行っております。その結果、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。

D C F法	3,565円～4,705円
--------	---------------

DCF法では、当社が作成した当社が作成した令和2年(2020年)3月期から令和4年(2022年)3月期までの事業計画、直近までの業績の動向、一般に公開された情報等の諸要素を前提として、当社が令和2年(2020年)3月期以降において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いて当社の企業価値や株式価値を算定し、当社株式1株当たりの株式価値の範囲を、3,565円から4,705円までと算定しております。なお、DCF法の前提とした当社の将来の財務予測について、大幅な増減益を見込んでいる事業年度は含まれておりません。また、当該事業計画は、本公開買付けの実行を前提としたものではありません。

また、ベネディは、DCF法の評価の補足として修正簿価純資産方式による算定も行っております。加えて、ベネディは、当社株式が東京証券取引所に上場されているため市場株価基準方式による算定も行っていますが、市場株価方式については、支配権の獲得が企図されている公開買付けにおける評価方法としては、必ずしも適当とはいえない面があると評価しております。当該各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。

修正簿価純資産方式	7,631円
市場株価基準方式	1,893円～2,002円

市場株価基準方式では、HIS公開買付け公表日の前営業日である令和元年(2019年)7月9日を基準日として、当社株式の東京証券取引所市場第一部における基準日の終値1,990円、基準日から遡る1ヶ月間の終値単純平均値1,894円、3ヶ月間の終値単純平均値1,893円及び6ヶ月間の終値単純平均値2,002円を基に、当社株式1株当たりの株式価値の範囲を、1,893円から2,002円までと算定しております。

修正簿価純資産方式では、平成31年(2019年)年3月31日現在の当社の連結貸借対照表の簿価純資産額に、当社が保有する賃貸物件、ホテル及び投資有価証券の含み益を反映させた修正簿価純資産の金額を算出し、当社株式1株当たりの株式価値を7,631円と算定しております。但し、修正簿価純資産方式は企業の静的評価であり、企業評価において重要な収益力が必ずしも反映されない点に留意し、DCF法による評価の補足として検討しております。

(4) 上場廃止となる見込み及びその事由

当社株式は、本書提出日現在、東京証券取引所市場第一部に上場されておりますが、公開買付者は、本公開買付けにおいて買付け予定数の上限を設定しておらず、本公開買付けの結果次第では、東京証券取引所の上場廃止基準に従い、当社株式は、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、本公開買付けの完了時点で当該基準に該当しない場合でも、本公開買付けの成立後に、下記「(5) 本公開買付け後の組織再編等の方針(いわゆる二段階買収に関する事項)」に記載の手続が実行された場合には、上場廃止基準に従い、当社株式は、所定の手続を経て上場廃止となります。上場廃止後は、当社株式を東京証券取引所市場第一部において取引することはできません。

(5) 本公開買付け後の組織再編等の方針(いわゆる二段階買収に関する事項)

公開買付者は、上記「(2) 本公開買付けに関する意見の根拠及び理由」の「 本公開買付けの概要」に記載のとおり、当社を公開買付者の完全子会社とする方針であり、本公開買付けが成立したものの、本公開買付けにおいて公開買付者が当社株式の全て(当社が所有する自己株式を除きます。)を取得できなかった場合には、本公開買付け成立後に、以下の方法により、公開買付者が当社株式の全ての取得を目的とした手続を実施することを予定しているとのことです。

### 株式売渡請求

公開買付者は、本公開買付けの成立により、公開買付者の所有する当社の議決権の合計数が当社の総株主の議決権の数の90%以上となり、公開買付者が会社法(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179条第1項に規定する特別支配株主となる場合には、本公開買付けの決済の完了後速やかに、会社法第2編第2章第4節の2の規定に基づき、当社の株主(公開買付者及び当社を除きます。)の皆様全員に対し、その所有する当社株式の全部を売り渡すことを請求(以下「株式売渡請求」といいます。)する予定とのことです。株式売渡請求においては、当社株式1株当たりの対価として、本公開買付価格と同額の金銭を当社の株主(公開買付者及び当社を除きます。)の皆様に対して交付することを定める予定とのことです。この場合、公開買付者は、その旨を当社に通知し、当社に対し株式売渡請求の承認を求めます。当社がその取締役会決議により株式売渡請求を承認した場合には、関係法令の定める手続に従い、当社の株主の個別の承諾を要することなく、公開買付者は、株式売渡請求において定めた取得日をもって、当社の株主(公開買付者及び当社を除きます。)の皆様全員からその所有する当社株式の全部を取得します。そして、当該各株主の皆様が所有していた当社株式1株当たりの対価として、公開買付者は、当該各株主に対し、本公開買付価格と同額の金銭を交付する予定とのことです。なお、当社は、公開買付者より株式売渡請求をしようとする旨及び会社法第179条の2第1項各号の事項について通知を受けた場合には、当社取締役会において、公開買付者による株式売渡請求を承認する予定です。株式売渡請求がなされた場合については、会社法第179条の8その他関係法令の定めに従って、当社の株主の皆様は、裁判所に対して、その所有する当社株式の売買価格の決定の申立てを行うことができます。

### 株式併合

他方で、本公開買付けの成立後、公開買付者の所有する当社の議決権の合計数が当社の総株主の議決権の数の90%未満である場合には、公開買付者は、当社に対し、会社法第180条に基づき当社株式の併合(以下「株式併合」といいます。)を行うこと及び株式併合の効力発生を条件として単元株式数の定めを廃止する旨の定款変更を行うことを付議議案に含む臨時株主総会(以下「本臨時株主総会」といいます。)を開催することを、本公開買付けの決済の完了後速やかに、当社に要請する予定とのことです。本臨時株主総会の開催時期等については、公開買付者と当社にて協議の上、決定次第、当社が速やかに公表する予定です。公開買付者は、本臨時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。

本臨時株主総会において株式併合の議案についてご承認をいただいた場合には、株式併合がその効力を生ずる日において、当社の株主の皆様は、本臨時株主総会においてご承認をいただいた株式併合の割合に応じた数の当社株式を所有することとなります。株式併合をすることにより株式の数に1株に満たない端数が生じるときは、当社の株主の皆様に対して、会社法第235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1株に満たない端数がある場合には、当該端数は切り捨てられます。以下同じです。)に相当する当社株式を当社又は公開買付者に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となります。当該端数の合計数に相当する当社株式の売却価格については、当該売却の結果、本公開買付けに応募しなかった当社の各株主(公開買付者及び当社を除きます。)の皆様へ交付される金銭の額が、本公開買付価格に当該各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とのことです。

また、株式併合の割合は、本書提出日現在において未定ですが、公開買付者のみが当社株式の全て(当社が所有する自己株式を除きます。)を所有することとなるよう、本公開買付けに応募しなかった当社の株主(公開買付者及び当社を除きます。)の所有する当社株式の数が1株に満たない端数となるように決定する予定とのことです。

株式併合がなされた場合であって、株式併合をすることにより株式の数に1株に満たない端数が生じるときは、会社法第182条の4及び第182条の5その他の関係法令の定めに従い、当社の株主の皆様は、当社に対し、自己の所有する株式のうち1株に満たない端数となるものの全部を公正な価格で買い取ることを請求することができる旨及び裁判所に対して当社株式の価格の決定の申立てを行うことができる旨が会社法上定められています。

なお、本公開買付けは、本臨時株主総会における当社の株主の皆様への賛同を勧誘するものではありません。

上記及びの各手続については、関係法令についての改正、施行及び当局の解釈等の状況、並びに本公開買付け後の公開買付者による当社株式の所有状況又は公開買付者以外の当社の株主の皆様が当社株式の所有状況等によっては、実施に時間を要し、又は実施の方法に変更(本公開買付けの成立により、公開買付者の所有する当社の議決権の合計数が当社の総株主の議決権の数の90%以上となった場合において、上記の手続に代えて上記の手続を行うことを含みます。)が生じる可能性があるとのことです。

但し、その場合でも、本公開買付けが成立した場合には、本公開買付けに応募しなかった当社の株主(公開買付者及び当社を除きます。)の皆様に対しては、最終的に金銭を交付する方法が採用される予定とのことです。その場合に当該各株主の皆様へ交付される金銭の額については、本公開買付け価格に当該各株主が所有していた当社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。もっとも、株式売渡請求に関する売買価格の決定の申立て又は株式併合についての株式買取請求に関する価格の決定の申立てがなされた場合において、当社株式の売買価格又は株式買取請求に関する価格は、最終的に裁判所が判断することになるとのことです。

以上の各場合における具体的な手続及びその実施時期等については、当社と協議の上、決定次第、当社が速やかに公表する予定です。

なお、本公開買付けへの応募又は上記の各手続における税務上の取扱いについては、当社の株主の皆様が自らの責任にて税務専門家にご確認いただきますようお願いいたします。

(6) 本公開買付け価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置

本書提出日現在において、公開買付者は、当社株式を保有しておらず、本公開買付けは、支配株主による公開買付けには該当しません。また、当社の経営陣の全部又は一部が公開買付者に直接又は間接に出資することは予定されておらず、本公開買付けを含む本取引は、いわゆるマネジメントバイアウト取引にも該当しません。もっとも、公開買付者及び当社は、本公開買付けが当社の完全子会社化を目的とする本取引の一環として行われること等を考慮し、当社取締役会の意思決定過程における恣意性のおそれを排除し、その公正性及び透明性を確保するため、主として以下の措置を実施いたしました。

当社における独立した株式価値算定機関からの株式価値算定書の取得

当社は、H I S 公開買付け価格の検討を行うにあたり、当社取締役会の意思決定過程における恣意性のおそれを排除し、その公正性及び透明性を確保すべく、H I S 及び当社から独立した株式価値算定機関であるK P M G、Z E C O O 及びベネディに対し、当社株式の価値算定を依頼いたしました。

そして、当社は、K P M G、Z E C O O 及びベネディがH I S 及び当社のみならず、公開買付者からも独立した株式価値算定機関であることから、本公開買付けとの関係でも、本公開買付け価格の検討を行うにあたり、当社取締役会の意思決定過程における公正性を担保すべく、K P M G、Z E C O O 及びベネディから取得した各株式価値算定書を参照することといたしました。

当該株式価値算定書の概要については、上記「(3) 算定に関する事項」の「算定の概要」をご参照ください。

当社における独立した特別委員会の設置

当社は、H I S 公開買付けに係る当社の意見を表明するにあたり、令和元年(2019年)7月16日、当社取締役会の意思決定過程における恣意性のおそれを排除し、その公正性及び透明性を確保することを目的として、当社及びH I S から独立性を有する当社の社外取締役5名のみで構成される本特別委員会を設置いたしました。

そして、当社は、公開買付者が本公開買付けを含む本取引を通じて当社を公開買付者の完全子会社とすることを意図していることを踏まえ、本公開買付けを含む本取引との関係でも、当社取締役会の意思決定過程における恣意性のおそれを排除し、その公正性及び透明性を確保することを目的として、令和元年(2019年)8月15日、当社及びH I Sのみならず、公開買付者からも独立性を有する当社の社外取締役5名のみで構成される本特別委員会に対して、(a)本取引の目的の正当性、(b)本取引に係る手続の公正性、(c)本取引により当社の株主に交付される対価の妥当性、(d)上記(a)乃至(c)その他の事項を前提に、本取引が当社の少数株主にとって不利益であるか否か及び(e)上記(a)乃至(d)も踏まえ、公開買付者による本取引の是非(総称して、以下「本諮問事項」といいます。)について諮問いたしました。

本取引についての本特別委員会は、令和元年(2019年)8月15日及び同月16日に開催され、本諮問事項について、慎重に検討及び協議を行ったとのことです。具体的には、本特別委員会は、当社から開示又は提供を受けた資料を含む必要な資料等について検討を行ったほか、当社取締役に対する質疑応答を行ったうえで、本取引の内容、背景、経緯、目的、当社及び公開買付者が講じる本取引の公正性を担保するための措置その他本諮問事項の検討のために必要な事項についての確認、検討を行ったとのことです。

上記検討及び協議に際して、本特別委員会は、H I S公開買付価格の妥当性をより多角的に検証するため、当社の株式価値算定機関であるK P M G、Z E C O O及びベネディとは別に、P w Cアドバイザリー合同会社(以下「P w C」といいます。)を本特別委員会の株式価値の算定に関するアドバイザーとして独自に起用していましたが、本公開買付けとの関係でも、H I S公開買付けの際にP w Cより受けた株式価値の算定に関する助言も踏まえ、本公開買付価格の妥当性を検証したとのことです。

また、本特別委員会は、上記検討及び協議に際して、当社のリーガル・アドバイザーとは別に、H I S及び当社からの独立性が認められる矢吹公敏弁護士(矢吹法律事務所パートナー弁護士)を本特別委員会のリーガル・アドバイザーとして独自に起用し、また、矢吹公敏弁護士は公開買付者からも独立性を有していることから、公開買付者から本取引の提案があった後も矢吹公敏弁護士の起用を継続し、矢吹公敏弁護士から、本諮問事項に対する答申の方法・過程等に関して法的な観点から助言を受けたとのことです。

なお、P w C及び矢吹公敏弁護士は、いずれも公開買付者及び当社の関連当事者には該当せず、本公開買付けに関して記載すべき重要な利害関係を有していないとのことです。

このような経緯の下で、本特別委員会は、本諮問事項について慎重に協議及び検討をした結果、当社取締役会に対して、令和元年(2019年)8月16日に、大要、以下の内容の答申書を提出いたしました。

#### (a) 本取引の目的の正当性

本取引を通じて当社にもたらす企業価値向上施策に関して、公開買付者は、( )国内外の不動産事業において、戦略的な資本的支出による更なるバリューアップを図るとともに、より多様な仕入れ・売却機会を確保することが必要であり、ホテル事業においては、客室単価と稼働率の適正なバランスを維持しながら収益の最大化及び安定化を図るとともに、良質な開発条件を通じて、ホテルポートフォリオを拡大すること等が不可欠であること、( )Fortressの有する資金基盤、不動産運用に関するノウハウ、ネットワーク、人的リソースその他の経営資源を機動的に投入し、当社との間でこれらの施策を迅速かつ着実に実現するためには、少数株主との利益相反のおそれを排して、当社を公開買付者の完全子会社とすることが必要不可欠であること、( )本公開買付け及び本取引による当社の完全子会社化の実施後も、公開買付者は、当社の事業の特性や当社の強みを十分に活かした経営を行い、当社事業の強化を図る方針であることを説明している。

これに対して、当社は、複数の専門家を選任して検討をした結果、当社を取り巻く事業環境の下で当社が企図している本中期経営計画に従った各種施策の加速化による企業価値の向上を図るといふ当社の経営方針に合致するものであり、本取引により公開買付者の下で完全子会社化した場合には、公開買付者の有する不動産事業及びホテル事業における情報、ネットワーク、ノウハウ等を十二分に活用し、最大限の経営支援を受けることができるかと判断している。

このように、当社においては、本取引が当社の企業価値の向上に資するか否かについて、一定の資料を収集しており、また、独立した第三者である有識者及び各専門家から助言又は意見を得て、また独自に分析・検証を実施してきたものと認められる。そして、これらの判断過程において株主共同の利益に反する手続が介在している等、当社における検討結果に対して疑義を生じさせる事実は認められない。

また、上記のとおり当社が公開買付者の完全子会社となることにより様々なメリットがあり、当社の企業価値向上が期待できるといえる。

以上より、本取引の目的は正当性を有すると考える。

(b) 本取引に係る手続の公正性

( ) 当社は、H I S 公開買付価格の検討を行うにあたり選任したH I S、当社及び公開買付者から独立した株式価値算定機関であるK P M G、Z E C O O及びベネディから取得した各株式価値算定書を参照していること、( ) 本特別委員会の答申も踏まえて意思決定を行う予定であること、( ) H I S、当社及び公開買付者から独立した外部のリーガル・アドバイザーであるT M I 総合法律事務所及び西村あさひ法律事務所からの日本国内の法的側面に関する法的助言、デービス・ポーク・アンド・ウォードウェル外国法事務弁護士事務所からの米国法の法的側面に関する法的助言を得ていること、( ) H I S 公開買付けの公表を受け、当社の企業価値の向上と、公正な手続を通じた一般株主利益の確保を図る観点から、マーケット・チェックを実施し、候補者16社に確認を行い、その後、候補者を4社に絞り込んで協議・交渉したところ、Fortressの提案は、上記4社の他の候補者の条件と比較しても同等以上の条件であったことから、本取引に係る手続は公正性を有するものと考え。

(c) 本取引により当社の株主に交付される対価の妥当性

( ) 本特別委員会が独自に起用したP w Cによる当社株式価値の算定結果のレビュー報告として、D C F法を用いた株式価値算定結果に関して、当社株式1株当たり3,444円から4,335円との報告を受けていること、( ) 本公開買付価格は、当社が株式価値算定機関であるK P M G、Z E C O O及びベネディから取得した各株式価値算定書に基づく算定結果との関係で、D C F法による算定結果の中央値よりも高い価格であること、直近(令和元年(2019年)8月14日)の市場株価終値に対して、9.14%のプレミアムを加えた金額であること、本公開買付価格は、独立当事者である公開買付者と当社との間で、真摯かつ継続的に協議及び交渉が行われた結果として決定された価格であること、本公開買付価格は、同様に独立当事者であるH I S 公開買付価格を29.03%上回る価格であることからすれば、本公開買付価格、すなわち本取引により当社の株主に交付される対価は妥当であると認められる。

(d) 上記(a)乃至(c)その他の事項を前提に、本取引が当社の少数株主にとって不利益であるか否か

本取引の目的は正当であること、本取引に係る手続は公正であると認められること、本取引により当社の株主に交付される対価は妥当であると認められること、その他本取引が当社の少数株主にとって不利益となると認められる事情は見当たらなかったことからすれば、本取引は当社の少数株主にとって不利益ではないと認められる。

(e) 上記(a)乃至(d)も踏まえた公開買付者による本取引の是非

上記のとおり、本取引の目的は正当であること、本取引に係る手続は公正であると認められること、本取引により当社の株主に交付される対価は妥当であると認められること、本取引が当社の少数株主にとって不利益ではないと認められることからすれば、本取引は当社の企業価値向上・株主共通の利益に資すると考える。

当社における独立した法律事務所からの助言

当社は、H I S 公開買付けに係る当社の意見を表明するにあたり、当社取締役会の意思決定過程における恣意性のおそれを排除し、その公正性及び透明性を確保するため、H I S 及び当社から独立した外部のリーガル・アドバイザーであるT M I 総合法律事務所及び西村あさひ法律事務所を選任し、また、同法律事務所は公開買付者からも独立性した外部のリーガル・アドバイザーであることから、公開買付者から本取引の提案があった後も本取引に係る、日本国内の法的側面に関するリーガル・アドバイザーとして選任を継続し、本取引に関する意思決定過程、意思決定方法その他本取引に関する意思決定にあたっての留意点について、法的助言を得て、そ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ております。

また、本公開買付けの検討に当たっては、当社及び公開買付者から独立したデービス・ポーク・アンド・ウォードウェル外国法事務弁護士事務所を特定の米国法事項に関するリーガル・アドバイザーとして選任しました。

いずれの法律事務所も、公開買付者及び当社の関連当事者には該当せず、本取引に関して記載すべき重要な利害関係を有していません。

#### 当社における取締役全員の承認及び監査役全員の異議がない旨の意見

当社は、令和元年(2019年)8月16日開催の取締役会において、当社取締役全員一致により、上記「(2)本公開買付けに関する意見の根拠及び理由」に記載の根拠及び理由に基づき、本公開買付けに賛同し、かつ、当社株式を保有する株主の皆様に対して本公開買付けに応募することを推奨する旨の意見を表明することを決議いたしました。

また、当該取締役会には、当社の監査役全員(5名)が出席し、いずれも、取締役会が本公開買付けに賛同し、かつ、当社株式を保有する株主の皆様に対して本公開買付けに応募することを推奨する旨の意見を表明することについて異議がない旨の意見を述べております。

#### 本公開買付価格の公正性を担保する客観的状況の確保

当社は、H I S公開買付けの公表を受け、当社の企業価値の向上と、公正な手続を通じた一般株主利益の確保を図る観点から、マーケット・チェックを実施し、Fortressを含む候補者16社に確認を行い、候補者を4社に絞り込んで協議・交渉しておりますが、本公開買付価格は、かかるマーケット・チェック及びFortressとの協議・交渉を経て決定されたものであり、本公開買付価格はH I S公開買付価格を900円上回っています。

さらに、公開買付者は、本公開買付けにおける買付け等の期間(以下「本公開買付期間」といいます。)について、法令に定められた最短期間が20営業日であるところ、30営業日としているとのことです。本公開買付期間を比較的長期に設定することにより、当社の株主に本公開買付けに対する応募につき適切な判断機会を確保しつつ、公開買付者以外にも買付け等をする機会を確保し、もって本公開買付けの公正性を担保しているとのことです。

#### (7) 本公開買付けに関する重要な合意

本公開買付けに関連して、FIGの関係法人であるFortress Japan Investment Holdings LLC(以下「FJIH」といいます。)は、令和元年(2019年)8月16日付で、当社との間において、覚書(以下「本覚書」といいます。)を締結し、本公開買付けの実施及び本公開買付け後の当社の運営等について合意しております。

本覚書において、当社及びFJIHは、以下の事項について、合意しております。

- ( ) FJIHは、公開買付者をして、本公開買付けの実施を公表させた上で、本覚書締結日の翌営業日から本公開買付けを実施させ、本公開買付け成立のため合理的な範囲で最大限努力すること
- ( ) 当社は、本公開買付けを実施する旨が前項に従い公表された場合には、本覚書締結日において、本公開買付けに賛成し、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意見を表明した上、本公開買付けの成立のためにその他の必要な協力を行うこと
- ( ) (a) H I S若しくはH I S以外の第三者から当社株式の取得その他本公開買付けと競合する取引の法的拘束力のある提案がなされた場合であって、当該提案が、取得価格その他の取引条件、資金調達の確実性、取引実行の確実性その他の諸事情を考慮した上で、本公開買付けよりも当社の株主全体にとってより利益となり得るか、若しくは、当社の企業価値を向上させ得る場合、又は、(b) H I S若しくはH I S以外の第三者により本公開買付価格を超える価格を公開買付価格とし、又は、本公開買付けよりも当社の企業価値を向上させ得る公開買付けが開始された場合には、(ii)に規定される本公開買付けについての賛成意見を撤回し、当社の株主全体の利益又は当社の企業価値の向上のために最善の行動を行うことができること。但し、当社が(ii)に基づく賛同意見を撤回し、H I S又はH I S以外の第三者による公開買付けに賛成する旨の意見を表明した場合には、当社は、FJIHに対して、違約金として137,500百万円の1%を支払うこと。
- ( ) 本公開買付けに係る資金の調達方法は以下の通りとすること

自己資金	137,500百万円
(内訳)エクイティ性資金	37,500百万円
ブリッジ資金	100,000百万円
合計	137,500百万円

本公開買付けが成立した場合であって、公開買付者が当社株式の全部を取得できなかった場合には、FJIH及び当社は、本公開買付けの完了後速やかに、当社を公開買付者の完全子会社とするために必要な措置を行い、かつ、FJIHは、公開買付者をしてこれを行わせること(かかる完全子会社化を、以下「本完全子会社化」といいます。)、

当社は、本覚書締結日から本完全子会社化の完了までの間、善良なる管理者の注意をもって、本覚書締結日以前に行われていたのと実質的に同一かつ通常の業務の範囲内においてその事業を遂行し、かつ当社の子会社をしてその事業を遂行させ、株式・新株予約権(新株予約権付社債を含む。)の発行、自己株式の取得又は処分、株式分割、株式併合、株式又は新株予約権の無償割当て、剰余金の配当その他の処分、その他当社及び当社の子会社の財政状態、経営成績、キャッシュフロー、事業、資産、負債若しくは将来の収益計画又はそれらの見通しに重大な悪影響を及ぼす行為を行わず、かつ、当社の子会社をしてかかる行為を行わせないこと(但し、当該行為を行わないことにより本完全子会社化が完了しない場合又は当社の企業価値を毀損するおそれがある場合はこの限りではない。)

FJIHは、当社の現在の経営方針を評価しており、本公開買付けの成立後においても当社の経営の独立性を原則として尊重し、また、本覚書締結日時点における当社の中期経営計画(本覚書締結日以降、FJIH及び当社の合意により変更された場合には、それを含む。)を原則として尊重し、本公開買付けの成立後2年間、原則として、当社は、その合理的な判断及び裁量により、当社の不動産事業及びホテル事業に関して行われる物件の売却をできるものとする(但し、当該売却は、売却額を最大化するため透明性の高い市場主導型の価格決定手続により実行されること、及び、公開買付者の事前の承諾がない限り、売却額が日本の資産については鑑定評価額を、米国の資産については直近の簿価を上回ることを条件とし、また、不動産事業及びホテル事業に関して物件の新規取得を行う場合には、公開買付者の事前の承諾を要するものとする。)

本公開買付けの成立後の当社の取締役に関しては、Fortress Japanが、全ての取締役を指名する権利を有すること(但し、Fortress Japanは、自らが指名した取締役に、上記 に定める内容を遵守させるものとする。)

- ( ) FJIHは、本覚書締結日時点における当社の従業員について、本覚書締結日現在の水準と同等以上の労働条件でその雇用を維持し、
  - ( ) FJIHは、本覚書締結日時点における当社の従業員及び新たに当社に入社する従業員のうち当社が指定する従業員(総称して、以下「本対象従業員」といいます。)に対して、本完全子会社化の完了後速やかに、公開買付者の持分の付与など、当社とFJIHとの間で合意する内容のインセンティブ報酬を付与すること
- FJIHは、Exitするときは、当社と誠実に協議した上で、以下に定める方法のいずれかによってこれを実施するものとし、本完全子会社化の完了後速やかに、FJIH、当社、本対象従業員等との間で、かかる内容の詳細を確認するための覚書を締結することを、それぞれ合意すること
- ( ) 公開買付者による、サポート一般社団法人及びSapporo Holdings I LLC(以下総称して、「公開買付者親会社」といいます。)の所有する公開買付者の持分の払戻し、
  - ( ) 公開買付者親会社の所有する公開買付者の持分若しくは公開買付者の所有する当社株式の第三者への譲渡(但し、本完全子会社化の完了から2年が経過するまでの間は、本対象従業員に対して譲渡する場合を除き、当社及び本対象従業員の事前の書面による同意を要する。)、又は
  - ( ) 当社株式の取引所金融商品市場への再上場

4 【役員が所有する株券等の数及び当該株券等に係る議決権の数】

氏名	役名	職名	所有株式数(株)	議決権の数(個)
鈴木孝夫	取締役会長		35,600	356
小崎哲資	取締役社長(代表取締役)		26,500	265
山本正登	専務取締役	経営企画部長 兼調査部長	24,000	240
行本典詔	専務取締役		3,600	36
佐藤仁史	常務取締役		1,400	14
滝本浩	常務取締役	国内事業開発部長	4,800	48
小杉乃里子	常務取締役		1,300	13
山田賀男	取締役	建設事業部長	1,100	11
岡部武司	取締役	秘書室長	1,300	13
北山元章	取締役(非常勤)		900	9
米村敏朗	取締役(非常勤)		2,400	24
大竹正史	取締役(非常勤)		3,100	31
三木真人	取締役(非常勤)			
長谷川研治	取締役(非常勤)		2,100	21
泉山三月	監査役(常勤)		9,500	95
中村浩康	監査役(常勤)		3,300	33
伊藤鉄男	監査役(非常勤)		1,700	17
加藤厚	監査役(非常勤)			
水嶋利夫	監査役(非常勤)		1,000	10
計	19名		123,600	1,236

(注1) 所有株式数及び議決権の数は本書提出日現在のものです。

(注2) 所有株式数及び議決権の数には、それぞれ当社役員持株会を通じた所有株式数(少数点以下切捨て)及びそれに係る議決権の数を含めております。

5 【公開買付者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。

6 【会社の支配に関する基本方針に係る対応方針】

該当事項はありません。

7 【公開買付者に対する質問】

該当事項はありません。

8 【公開買付期間の延長請求】

該当事項はありません。