

平成 23 年 9 月 15 日

各 位

会 社 名 RHトラベラー株式会社
 代表者名 代表取締役会長 周 泰鳳
 (JASDAQ・コード 9838)
 問合せ先
 役職・氏名 コーポレート本部長 齋藤 茂
 電話 03-3234-8391

ＭＢＯの実施及び応募の推奨に関するお知らせ

当社は、平成23年9月15日開催の取締役会において、以下のとおり、マネジメント・バイアウト（ＭＢＯ）（一般的に、買収対象会社の経営陣が買収資金の全部又は一部を出資して、事業の継続を前提として買収対象会社の株式を取得する取引をいいます。）のための一連の取引（以下「本取引」といいます。）の一環として行われるレッドホース・ホールディングス・リミテッド（英語名：REDHORSE HOLDINGS LIMITED。以下「RHL」といいます。）及びトラベラー・ホールディングス（英語名：Traveler Holdings。以下「トラベラー・ホールディングス」といいます。）（両社を総称して、以下「共同公開買付者」といいます。）による当社の発行済普通株式及び平成21年10月28日開催の取締役会の決議に基づき発行された新株予約権（以下「本新株予約権」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。）に賛同するとともに、当社の株主の皆様に対して本公開買付けへの応募を勧める旨を決議いたしましたので、お知らせいたします。

なお、上記取締役会決議は、共同公開買付者が、本公開買付け及びその後の一連の手続により当社を完全子会社化することを企図していること、及び当社普通株式が上場廃止となる予定であることを前提として行われたものです。

１．共同公開買付者の概要

(1) 名 称	レッドホース・ホールディングス・リミテッド (REDHORSE HOLDINGS LIMITED)	
(2) 所 在 地	香港、コーズウェイ・ベイ、ヒューザン・アベニュー18、17階 1702号室 (FLAT/RM 1702 17/F, 18 Hysan Avenue, Causeway Bay, Hong Kong)	
(3) 代表者の役職・氏名	取締役 周 泰鳳	
(4) 事 業 内 容	ファイナンス及び投資コンサルティング	
(5) 資 本 金 の 額	7,075,000 香港ドル	
(6) 設 立 年 月 日	平成 19 年 3 月 13 日	
(7) 大株主及び持株比率	エイチアンドアール・グループ・リミテッド 100%	
(8) 当 社 と 公 開 買 付 者 の 関 係	資 本 関 係	公開買付者は当社普通株式 350,000 株（所有割合：4.71%）を保有しております。
	人 的 関 係	当社の代表取締役会長である周泰鳳氏が、共同公開買付者 RHL の取締役を兼務しております。
	取 引 関 係	該当事項はありません
	関連当事者への該当状況	該当事項はありません

(1) 名 称	トラベラー・ホールディングス (Traveler Holdings)	
(2) 所 在 地	ケイマン諸島、グランド・ケイマンKY1-1203、私書箱30592号、64アース・クロース、ランドマーク・スクウェア3階 (Landmark Square, 3rd Floor, 64 Earth Close, P.O. Box 30592, Grand Cayman KY1-1203, Cayman Islands)	
(3) 代表者の役職・氏名	取締役 周泰鳳	
(4) 事 業 内 容	当社の株式を取得及び保有し、本公開買付け終了後に当社の事業を支配し、管理することその他の投資を行うこと	
(5) 資 本 金 の 額	50,000 米ドル	
(6) 設 立 年 月 日	平成 23 年 6 月 8 日	
(7) 大株主及び持株比率	トラベラー・バリュー・アップ・リミテッド 100%	
(8) 当 社 と 公 開 買 付 者 の 関 係	資 本 関 係	該当事項はありません。
	人 的 関 係	当社の代表取締役会長である周泰鳳氏が共同公開買付者トラベラー・ホールディングスの取締役を兼務しております。
	取 引 関 係	該当事項はありません
	関連当事者への該当状況	該当事項はありません

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 9 月 15 日開催の取締役会において、共同公開買付者による本公開買付けの実施について、本公開買付けを通じて当社普通株式の非公開化を行うことは当社の企業価値の向上に資するものであり、本公開買付け価格その他の本公開買付けの諸条件は妥当であると判断し、①本公開買付けに対し賛同の意見を表明すること、及び②当社の株主の皆様に対して本公開買付けへの応募を推奨することを決議いたしました。また、本新株予約権に関して本公開買付けに応募するか否かについては、本新株予約権の保有者の皆様のご判断に委ねることいたします。

なお、上記取締役会決議は、下記「(5) ④利害関係を有しない取締役及び監査役全員の承認」記載の方法により決議されております。

(2) 意見の根拠及び理由

① 本公開買付けの概要

当社は、共同公開買付者より本公開買付けの概要につき、以下の説明を受けております。

ア 共同公開買付者の概要

本公開買付けにおける共同公開買付者は、RHL 及びトラベラー・ホールディングスです。

RHL は、平成 19 年 3 月 13 日に、中国（香港）において設立された会社であり、本社を香港に構えており、日本企業の中国進出などのコンサルティングを行っております。RHL の全

株式はエイチアンドアール・グループ・リミテッド (H&R Group Limited) (以下「H&R」といいます。)が保有しています。H&R は、その発行済株式の全てを、トラベラー・ホールディングスの取締役周泰鳳氏及びその一族が保有する会社であり、傘下企業 (以下、傘下企業グループを「RH グループ」といいます。) の統括を行っている会社です。

トラベラー・ホールディングスは、平成 23 年 6 月 8 日に、本公開買付けを通じて対象株式及び本新株予約権を取得することを目的として、ケイマン諸島法に基づき設立された RH グループに属する会社です。共同公開買付者は、本公開買付け実施後、当社の事業の更なる成長を実現するためには、中長期的に、国外殊に中国をはじめとするアジアにおいて事業展開を行っていくことが不可欠であり、また、今後各国各地域において事業展開をはかるためには、現地の事業パートナーと資本提携、合併会社の設立を視野に入れた柔軟な組織体制を確立することが重要と考えており、このため、ケイマン諸島法に基づき設立された会社を持株会社とし、その傘下に国別地域別に事業会社を設立するという柔軟な経営組織体制を確立するべく、トラベラー・ホールディングスをケイマン諸島法に基づき設立したとのことです。なお、RH グループは、日本法又は香港法に基づき設立された法人により構成されております。RH グループは、今後アジア各国に進出する際には、上記の通り持株会社に各国の法人を傘下に入れる方法を予定しているとのことです。そのためには、日本法又は香港法よりもケイマン諸島法の方がアジア各国の会社法をはじめとする法制度に親和的であり、持株会社の設立準拠法として適切であると考えているため、今回あらたにトラベラー・ホールディングスをケイマン諸島法に基づき設立し、公開買付人としたとのことです。トラベラー・ホールディングスの発行済株式の全ては、本日現在、トラベラー・バリュー・アップ・リミテッド (英語名: Traveler Value Up Limited。以下「TVUL」といいます。) が、保有しております。

TVUL は、RHL がその議決権の 100%を保有する会社であり、今回、TVUL が優先株式を発行して調達した資金によりトラベラー・ホールディングスに貸付けを行い、トラベラー・ホールディングスは当該借入金をもって本公開買付けを行うための資金の一部とするとのことです。

イ 本公開買付けの概要

本公開買付けは、当社の効率的な事業運営を実現するため、当社株式を非上場化することを企図して、当社の代表取締役周泰鳳氏が取締役を務めるRHL、及び、RHLの傘下にあり本公開買付けを通じて当社普通株式及び本新株予約権の取得を目的に設立されたトラベラー・ホールディングスを共同公開買付者として、いわゆるマネジメント・バイアウト (MBO) の形式で行われます。

本公開買付けにより買い付ける当社の普通株式及び本新株予約権は、トラベラー・ホールディングスがその全てについて取得し保有するものとします。RHLは、RHグループが中国に事業展開を行う上で中核をなす企業であることから、トラベラー・ホールディングスとともに、本公開買付けの公開買付者としたとのことです。

共同公開買付者は、本公開買付けの成立を条件として、下記「(4)いわゆる二段階買収に関する事項」記載の一連の手続の実行を当社に要請し、かかる手続を経てトラベラー・ホールディングスが当社株式を全て保有し、当社を完全子会社化する予定であるとのことです。

ウ 普通株式及び本新株予約権の買付予定数の下限等の概要

共同公開買付者は、応募株券等の総数が買付予定数の下限 (4, 893, 542株) に満たない場合は、応募株券等の全部の買付けを行わないとのことです。なお、買付予定数の下限は、当社が平成23年 8 月 8 日付で提出した第50期第 1 四半期報告書に記載された平成23年 8 月 8 日現在の発行済株式総数 (7, 428, 000株) に、平成23年 6 月20日付で提出した第49期有価

証券報告書に記載された平成23年5月31日現在の本新株予約権の目的となる当社の普通株式の数(685,000株)を加えた数(8,113,000株)から、本公開買付けを通じて取得する予定のない平成23年8月29日付で提出した四半期報告書の訂正報告書(第50期第1四半期)に記載された平成23年6月30日現在の当社が保有する自己株式数(12,688株)及びRHLが保有する本新株予約権の目的となる当社の普通株式の数(235,000株)を控除した数(7,865,312株)の3分の2の数(5,243,542株)から、RHLが保有する当社普通株式数(350,000株)を控除した株式数(4,893,542株)としているとのことです。応募株券等の総数が買付予定数の下限以上の場合には、上限を設定しておりませんので、応募株券等の全部の買付けを行うとのことです。

エ 本公開買付け後の経営方針

共同公開買付者は、当社の抜本的な改革を全面的に支援して行くとのことです。当社の現在の取締役は代表取締役会長である周泰鳳氏(同人はRHLなどRHグループに属する会社の取締役を兼任しています。)、代表取締役社長である清水明広氏(同人はRHグループに属するレッドホースアソシエイツ株式会社の取締役を兼任しています。)及び取締役である後藤克彦氏ですが、本公開買付け後の当面の役員構成については、上記三名がいずれも、本公開買付け後も当社の取締役として、その職務にあたることが予定されているとのことです。また、当社の監査役につきましても、同様に、本公開買付け後も当社の監査役として、その職務にあたることが予定されているとのことです。将来的な役員構成を含む今後の経営体制については、今後、当社と協議しながら決定していく予定とのことです。RHグループ全体で形成された経営ノウハウ及び高い資金調達力、さらには、RHLが香港進出5年間で蓄積した中国ビジネスのノウハウ、信頼できるパートナー等とのコネクションを活用して、将来的には海外証券市場に上場することも視野に入れながら、新たな組織体制の確立や大胆な事業再構築を含む戦略転換を実現するなど、当社の総合的な企業価値向上を目指していくとのことです。

② 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

ア 当社の事業の概要

当社は、昭和39年に日本における第一次海外旅行ブームにのり海外渡航者を対象に渡航用品の販売を目的として設立された事業会社です。その後、コア事業である「海外おみやげ品」の販売・宅配サービスを拡大させ、オリジナル商品の開発を柱に「ギフト&おみやげ」をベースとする商品発売の新ビジネスフォーマットの構築を進めております。

イ 市場及び外部環境

現在の市場環境は、日本政府主導の様々な経済政策が奏功したことや、中国を始めとした好調なアジア経済の影響等により緩やかながらも企業収益については回復基調にあるものの、一方で、所得環境が引き続き厳しい状況にあることから内需低迷の長期化やデフレの持続、あるいは急激な円高の進行による輸出環境の悪化、さらには年度末に起きた東日本大震災により国内経済に及ぼす影響は計り知れないものがあり、景気の先行きについては非常に不透明な状況の中で推移しております。

殊に、旅行業界におきましては、一昨年度においては新型インフルエンザの流行の影響、昨年度末からは東日本大震災の影響により旅行を始めとしたレジャー活動の手控えが起これ、今期第1四半期の売上は前年同期比20.9%減と大幅に減少し通期での売上減も避けられないものと予想され、また、次期についても、市場が低迷することが予想されております。

さらに、観光白書および日本政府観光局の統計数値に拠りますと、日本人海外旅行客数は、2000年度の1,780万人をピークに年度ごとの外的要因による増減はあるものの減少傾

向にあります。当社の主力ターゲットである海外団体旅行客の減少、当社はカタログ及び対面販売を主力にしているところ WEB による旅行予約のシェア拡大により顧客接点が減少していること、おみやげの定番である海外食品が日本国内でも容易に購入可能となり商品価値が低下していることなどから、当社を取り巻く環境は、ますます厳しい状況に至ることが見込まれます。

ウ 当社の取組み及び RHL 等の支援

当社は、RHL から、当社におけるインバウンド顧客（海外から日本を訪れる顧客）向けの事業を強化する目的で、中国の大手 TV ショッピング会社である橡果国際有限公司（英語名：Acorn International, Inc.、以下「Acorn 社」といいます。）の紹介を受け、平成 21 年 11 月、当社と Acorn 社は業務提携いたしました。

さらに、かかる提携の一環として平成 21 年 11 月に Acorn 社のグループ会社である ACORN HONG KONG HOLDINGS LIMITED（当社の次席株主であり、以下「AHKHL」といいます。）が当社の新株 450,000 株及び本新株予約権 450 個（当該新株及び本新株予約権が行使された場合の株式数の合計 900,000 株の所有割合は 11.11%、なお、ここでいう所有割合算定の分母は、当社が平成 23 年 8 月 8 日付で提出した第 50 期第 1 四半期報告書に記載された平成 23 年 8 月 8 日現在の発行済株式総数（7,428,000 株）に、平成 23 年 6 月 20 日付で提出した第 49 期有価証券報告書に記載された平成 23 年 5 月 31 日現在の本新株予約権の目的となる当社の普通株式の数（685,000 株）を加えた数（8,113,000 株）から、平成 23 年 8 月 29 日に提出された四半期報告書の訂正報告書（第 50 期第 1 四半期）に記載された平成 23 年 6 月 30 日現在の当社が保有する自己株式数（12,688 株）を控除し、新株予約権が行使された場合の株式数を合算した数（8,100,312 株）としています。以下、所有割合という場合の分母について同様とします。）を引き受けた際、RHL は当該提携の紹介者としてまた RH グループと当社の関係性維持の観点から RHL が当社の新株 350,000 株及び本新株予約権 235 個（当該新株及び本新株予約権が行使された場合の株式数の合計 585,000 株の所有割合は 7.22%）を引き受けました。その後も RHL は、当社の企業価値の向上のため指導・助言を行ってまいりました。また、旅行業界全体の低迷に加え、平成 23 年 3 月 11 日の東日本大震災の影響も存したことから、当社の当面の資金繰りを確保するため、TVUL から当社に対し平成 23 年 5 月 25 日に金 2 億円の融資を、平成 23 年 6 月 25 日には金 1 億円の融資をそれぞれ実行しております。なお、かかる融資に係る各貸付債権は、同年 8 月 31 日付で、TVUL からトラベラー・ホールディングスに譲渡され、現在トラベラー・ホールディングスが債権者となっております。

エ RHL における検討

RHL は、平成 22 年 10 月頃から、以下のような状況を踏まえ、当社の非上場化を視野に入れて当社の経営改革について検討を開始したとのことです。

- （イ）当社には、基幹事業である海外渡航関連事業の新規販路開拓を含めた改革に更に傾注するとともに、外的要因に左右されない経営体質を確立し、国内土産販売事業の販売効率を高めていき、生産性の向上を図っていくこと、さらには、ネット化の動きに対応した販売スキームの構築とコスト構造改革の推進等、更なる経営の効率化に努めることが必要となる。
- （ロ）成長を実現するためには、RH グループの経営戦略に沿った迅速かつ的確な意思決定とその実行により、外部的要因により影響を受けやすい当社の現在の経営体質を強化していくとともに、国外殊に中国国内におけるビジネススキームを早期に確立することが不可欠である。
- （ハ）上記の抜本的な変革を実施するに当たっては、IT 化、顧客管理システム導入及び新規事業向けシステムを含めた初期的投資費用 2 億円のみならず、構造改革費用等の一

時的な費用の発生等も見込まれ、短期的ではあるものの当社の経営及び業績に大きな影響を与えることから、当社が上場を維持したままこれらを実行した場合には、当社の株主の皆様にはマイナスの影響を及ぼす可能性がある。

(二) 上場に伴う資金調達の規制により、増資等による柔軟かつ機動的な資金調達を図ることが困難な状況にある。

(ホ) 上場維持コストの面からも上場維持のメリットに疑義が生じている。

RHL は、検討を踏まえ、平成 23 年 1 月末頃に当社の株主の皆様にはマイナスのリスクが及ぶことを回避しつつ、当社の中長期的な企業価値の向上を実現するためには、公開買付けの手法により、共同公開買付者が当社の全株式を取得して非公開化することが最善の手段であると考えているに至ったとのことです。

このため、平成 23 年 1 月末頃より、当社との間でも当社の非公開化を前提とした本公開買付けについて協議・検討を行って参りました。そして、RHL 及び当社との協議、交渉並びに本取引に伴うメリットと当社の普通株式の上場維持の意義等を総合的に勘案して、共同公開買付者は、平成 23 年 9 月 14 日に、本公開買付けを行うことを決定したとのことです。

なお、当社の代表取締役である周泰鳳は、本取引後も、特段の事情がない限り継続して当社の経営にあたることを予定しているとのことです。また、共同公開買付者は、本公開買付け実施後に当社の経営体制を大幅に変更する予定はないとのことです。

オ 当社における検討

当社は、共同公開買付者から上記を踏まえた本公開買付けの打診を受けた後、共同公開買付者との間で協議・検討を重ね、下記「(5) ②独立した第三者委員会の設置」に記載の通り、第三者委員会を設置するなどして、慎重に検討してまいりました。

その結果、当社としましては、共同公開買付者と同様に、当社の中長期的な企業価値の向上を実現するためには、本公開買付けを通じて当社の普通株式の非公開化を行うことにより、上場維持に伴うコストを削減すると同時に、短期的な業績の変化に左右されることなく、当社の経営陣及び従業員が一丸となって変革に取り組む体制を構築し、RHグループの一員として中長期的視野に立った経営改革を進めていくことが当社の企業価値の向上に資するとの判断に至りました。

また、当社取締役会は、下記「(5) ①独立した第三者算定機関からの株式価値算定書の取得」に記載の通り、株式会社サンベルトパートナーズ（以下「サンベルトパートナーズ」といいます）から取得した当社普通株式に係る株式価値算定書の算定結果及びかかる算定結果の説明を参考とし、下記「(5) ③独立した法律事務所からの助言」に記載の通り、敬和綜合法律事務所から本公開買付けにおける意思決定過程、意思決定方法その他の法的問題に関する助言を受けつつ、共同公開買付者との間で本公開買付け価格その他の本公開買付けの諸条件につき協議・交渉を行いました。その上で、第三者委員会の答申の内容等を踏まえ、共同公開買付者が提示した本公開買付け価格その他の本公開買付けの諸条件の妥当性について、当社の財務状況、事業環境及び株主間の公平性等の観点から、慎重に協議いたしました。その結果、本取引及び本公開買付けは、当社が短期的な業績に左右されることなく基幹事業の改革及び経営の効率化に努め、また中国等海外市場への進出や事業展開のための施策を早急に実施し、さらに資金繰りを改善する等、当社の企業価値の向上が目的とされており、かかる目的は正当であると考えられること、かかる目的達成のためには、当社がRHグループの傘下に入り、グループ全体で事業展開を行い、かつグループ全体として機動的な資金調達を行うことが有力な方法であることなどが確認されるとともに、第三者委員会から公正な手続きと対価の妥当性を通じた株主利益への配慮がなされており当社の意思決定が少数株主に不利益でないと認められる旨の答申を受けていること、株式価値算定書の算定結果から乖離していないこと、共同公開買付者との間で真摯な価格交渉がなされていること等を鑑みると、

本公開買付価格その他の本公開買付けの諸条件は、当社の株主の皆様に対して合理的な価格により当社普通株式の売却機会を提供するものであり、妥当であって、また、公正な手続きを通じて株主が受けるべき利益が損なわれることのないように配慮しているものであると判断いたしました。

一方、本新株予約権に係る本公開買付価格が1円とされておりますところ、本新株予約権は行使価格が128円であり、平成23年9月14日現在でのJASDAQ市場における当社株式の終値77円を大きく上回っております。このため、今後も株式価値が行使価格を上回ることは見込めず、これを行使できないおそれがあります。このような状況に鑑みれば、当社取締役会は、本新株予約権に関して本公開買付けに応募するか否かについては、本新株予約権の保有者の皆様のご判断に委ねることを決議いたしました。

(3) 上場廃止となる見込み及びその事由並びに代替措置の検討状況

当社の普通株式は、現在、JASDAQ 市場に上場されていますが、共同公開買付者は、本公開買付けにおいて買付けを行う株券等の数に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、JASDAQ 市場の定める株券上場廃止基準に従い、当社普通株式は、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、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「(4) いわゆる二段階買収に関する事項」に記載の各手続を実行して、適用ある法令に従い、共同公開買付者が当社普通株式の全てを保有することを予定しておりますので、その場合にも当社普通株式は上場廃止になります。なお、上場廃止後は、当社の普通株式を JASDAQ 市場において取引することができなくなります。

なお、共同公開買付者は、当社の少数株主の利益を保護すべく、上場廃止に伴う代替措置として、下記「(4) いわゆる二段階買収に関する事項」に記載の一連の手続により、当社少数株主に対して当社の普通株式を売却する機会を提供しつつ、当社の発行株式（但し、当社が所有する自己株式を除きます。）の全てを取得する予定をしております。

(4) いわゆる二段階買収に関する事項

共同公開買付者によれば、本公開買付けにより、共同公開買付者が当社の発行済株式の全て（RHL が保有する当社の普通株式及び当社が保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、共同公開買付者は、以下の方法により、共同公開買付者が当社の発行済株式の全て（当社が保有する自己株式を除きます。）を取得することを企図しているとのことです。

具体的には、本公開買付けが成立した後、共同公開買付者は、①当社の定款の一部を変更し、当社において普通株式とは別の種類の当社株式を発行できるものとするにより、当社を会社法の規定する種類株式発行会社に変更すること、②当社の定款の一部を変更し、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。）を付すこと、及び③当社が全部取得条項の付された当社普通株式の全部（自己株式を除きます。）を取得し、当該取得と引換えに別個の種類の当社株式を交付すること等の議案を含む臨時株主総会、並びに上記②を承認する議案を含む当社普通株主を構成員とする種類株主総会の開催を当社に要請する予定です。当社は、上記の臨時株主総会及び種類株主総会を開催し、上記各議案を付議する予定であり、共同公開買付者は、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です。

上記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普通株式とされた上で、全て当社に取得され、当社の株主の皆様には当該取得の対価として別個の種類の当社株式が交付されることとなりますが、交付されるべき当該当社株式の数に 1 株に満たない端数がある株主に対しては、会社法第 234 条その他の関連法令の定めに従い、当該端数の合計数を売却することによって得られる金銭が交付されることとなります。なお、当

該端数の合計数の売却価格については、本公開買付けの買付価格を基準として算定する予定です。また、全部取得条項が付された当社の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、本日現在未定ですが、トラベラー・ホールディングスが当社の発行済株式の全て（当社が保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されなかった当社の株主の皆様に対し交付しなければならない当社株式の数が1株に満たない端数となるよう決定する予定です。

上記①ないし③の手續に関連する少数株主の権利保護を目的とした会社法上の規定として、（イ）上記①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、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、株主が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、（ロ）上記③の全部取得条項が付された株式の全部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、株主が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、これらの（イ）又は（ロ）の方法による1株当たりの買取価格及び取得価格は、最終的には裁判所が判断することとなります。

また、上記①ないし③の手續については、関連法令についての当局の解釈等の状況並びに本公開買付け後の共同公開買付者の株券等所有割合及び共同公開買付者以外の当社の株主の皆様当社の株式の保有状況等によって、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ります。ただし、その場合でも、共同公開買付者は、共同公開買付者以外の当社の株主の皆様に対して最終的に金銭を交付する方法の採用を予定しております。この場合における当該当社の株主の皆様へ交付する金銭の額についても、本公開買付けの買付価格を基準として算定する予定です。

当社の本新株予約権については、本公開買付けが成立したものの当社の本新株予約権の全てを取得できなかった場合、共同公開買付者は、当社に対し、本新株予約権を消滅させるために必要な手續を行うことを要請する予定です。

（5）買付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

① 独立した第三者算定機関からの株式価値算定書の取得

ア 公開買付者における独立した第三者算定機関からの株式価値算定書の取得

(i) 普通株式

共同公開買付者によれば、共同公開買付者は、本公開買付価格を決定するに際して、本公開買付価格の公正性を担保するため、共同公開買付者及び当社から独立した第三者算定機関である株式会社グローバル・パートナーズ・コンサルティング（以下「グローバル・パートナーズ」といいます。）に当社普通株式の株式価値の算定を依頼したとのことであり、当社は、共同公開買付者から、以下のとおり説明を受けております。

グローバル・パートナーズは、当社の株式価値を算定するに際して、当社より提出された事業計画等を検証のうえ、ディスカунテッド・キャッシュフロー法（以下「DCF法」といいます。）による算定、当社が上場会社であることから、最近における株価及び取引量並びに当社の業績に関する直近の状況を鑑み、当社普通株式のJASDAQ市場における基準日現在（平成23年6月30日）の株価並びに当該基準日までの1か月、3か月及び6か月における株価終値平均値を基にした時価総額に基づく算定を行うとともに、DCF法、時価総額及び時価純資産法により算出される数値を幾何平均し、これらの算定方法による数値を総合考慮することにより、株式価値の算定を行っているとのことである。なお、当社の業績の実績値については、平成23年6月30日までの数値が公表されておりますので、DCF法における過去の当社の業績についてはかかる公表された実績値を用い、またDCF法における算定と平仄を合わせるため、時価総額に基づく算定の基

準日も平成23年6月30日としております。

将来収益獲得能力に基づき企業価値を評価する手法であるDCF法については、平成24年から平成28年間の5年間の事業計画の最終事業年度である平成28年の計画値が永続するものと仮定し、自己資本コスト（利率及び危険率（リスクプレミアム）に基づき算出されるコスト）と他人資本コスト（追加借入利率）に基づいて算出した割引率5.016%により事業計画値を現在価値に割引計算された数値に、基準日現在で保有する余剰資金と有利子負債を加減算することにより算出し、また、静的な企業価値算出方法である時価純資産法に関しては、当社取締役会にて承認された基準日現在の貸借対照表上の純資産額に、保有不動産に係る不動産鑑定評価に基づき把握された評価損益を加味して算出したとのことです。なお、幾何平均とは、各算出数値の積の立方根にて求められる平均方法とのことです。

株式価値算定書によると、当社の1株当たりの株式価値について、DCF法では112円から137円、時価総額に基づく算定では82円から117円とされているとのことです。そして、上記手法はいずれも合理的な理論・理由に基づく算定方法であるため、最終的に、当社の1株当たりの株式価値については、2種の評価結果の最大値と最小値の範囲内であるとして、82円から137円が1株当たり株式価値の算定結果として示されているとのことです。なお、DCF法の仲値である124円、当社の基準日現在（平成23年6月30日）の株価（終値）である87円及び時価純資産法に基づき算出された171円を幾何平均した数値を中間値とし、一定の変動幅を考慮して算出する方法も参考情報として用いているそうですが、かかる方法によれば当社の1株当たりの株式価値は110円から135円とされており、上記最大値及び最小値の範囲に収まるため、上記の算定の妥当性を裏付けているとのことです。なお、共同公開買付者は、グローバル・パートナーズから、新株予約権に関する算定書は取得しておりません。

本公開買付価格である1株当たり118円は、かかる株式価値算定書の82円から137円という算定結果を参考にしながら、過去の発行者以外のものによる株券等の公開買付けの事例において公開買付価格の設定の際に付与されたプレミアムの実例、当社による本公開買付けへの賛同の可否、当社株式の市場株価の動向、本公開買付けの見通し等を総合的に勘案し、かつ、当社との協議・交渉の結果も踏まえたうえで、最終的に決定したとのことです。なお、本公開買付価格は、本公開買付けの実施についての公表日の直前営業日である平成23年9月14日の大阪証券取引所JASDAQ市場における当社株式の終値77円、過去1か月間の終値の平均値81.09円、3か月間の終値の平均値83.87円、6か月間の終値の平均値87.06円に対して、それぞれ、53.25%、45.52%、40.70%、35.54%のプレミアムを付した価格とのことです。

(ii) 新株予約権

本新株予約権は、行使価格が128円であり、株式価値算定基準日現在での大阪証券取引所JASDAQ市場における当社株式の株価87円を大きく上回っております。このため、当社提出の事業計画に鑑みて、共同公開買付者が本公開買付けにより本新株予約権を取得しても、今後も株式価値が行使価格を上回ることは見込めず、これを行使できないおそれがあります。

そこで、本新株予約権に係る本公開買付価格は、1個当たり1円としたとのことです。

イ 当社における独立した第三者算定機関からの株式価値算定書の取得

一方、当社の取締役会においては、共同公開買付者から提示された本公開買付価格に対する評価を行うにあたり、その意思決定の過程における公正性を担保する目的で、共同公開買付者及び当社から独立した第三者算定機関であり、かつ、関連当事者に該当しないサンベルトパートナーズに当社普通株式の株式価値の算定を依頼し、平成23年9月12日付で当社株式価値算定書を取得いたしました。サンベルトパートナーズは、当社普通株式の株式価値算定にあたり、当社経営陣から当社の事業の現状及び将来の事業計画等の資料を取得してその説

明を受け、それらの情報を踏まえて、市場株価法及びDCF法の各手法を用いて当社の1株当たり株式価値の算定を実施しました。それぞれの手法において算定された当社普通株式1株当たりの株式価値は以下の通りです。なお、当社は、サンベルトパートナーズから、新株予約権に関する算定書は取得しておりません。また、本公開買付価格の公正性に関する意見書（フェアネス・オピニオン）を取得しておりません。

（i）市場株価法

当社の普通株式は、株式市場に上場しており、株価が直接参照可能であるため、市場株価法を採用しました。株式市場株価法では、平成23年9月9日を基準日として、JASDAQ市場における当社普通株式の株価及び出来高の推移を勘案し、異常値がないことを確認した上で、基準日の出来高加重平均株価79円、直近1か月間の出来高加重平均株価81円、直近3か月間の出来高加重平均株価84円、直近6か月間の出来高加重平均株価89円を基に、当社普通株式1株当たりの株式価値の範囲を79円から89円までと分析しています。

（ii）DCF法

DCF法は、評価対象企業の将来キャッシュ・フローを基礎とするため、当社の将来の事業活動の状況を算定に反映させることが可能であることからDCF法を採用しました。DCF法では、当社の事業計画、直近までの業績の動向及び一般に公開された情報等の諸要素を考慮した当社の収益予想に基づき、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、事業リスク及び財務リスクに応じた割引率（加重平均資本コスト）にて現在価値へ割り引いて企業価値や株式価値を分析し、普通株式1株当たりの株式価値の範囲を96円から189円までと分析しています。算定の前提となる当社の事業計画については、平常値と異常値の平均が取られております。なお、東日本大震災による国内外の旅行者数の減少が見込まれるため、今期の業績にかかる公表値は前期に比べ低くなっております。

② 独立した第三者委員会の設置

当社取締役会は、本公開買付けを含む本取引の是非を審議及び決議するに先立って、本公開買付けを含む本取引に係る当社の取締役会が公正に実施され、その意思決定過程における恣意性が排除され、よって、本公開買付けを含む本取引が少数株主にとって不利益なものとはいえないことを確認することを目的として、共同公開買付者及び当社から独立した第三者であって外部の有識者である小磯孝二氏（石澤・神・佐藤法律事務所、パートナー弁護士）、伊達伸一氏（弁護士法人北浜法律事務所東京事務所、弁護士）及び大原達朗氏（アルテ監査法人代表社員、公認会計士）から構成される独立した第三者委員会を設置し、当該第三者委員会に対し、(a)本公開買付けを含む本取引の目的の正当性、(b)本公開買付けを含む本取引に係る交渉過程の手続きの公正性、(c)本公開買付けを含む本取引により株主に交付される対価の妥当性及び(d)上記(a)ないし(c)その他の事項を前提に、本公開買付けを含む本取引が少数株主にとって不利益ではないと認められるか否かについて諮問し、これらの点についての答申を当社取締役会に提出することを委嘱いたしました。

第三者委員会は、平成23年8月23日から同年9月13日まで、5回にわたる会合を開催するとともに、当社の代表取締役社長である清水明広氏、後藤克彦氏及び当社の監査役である稲見憲男氏並びに共同公開買付者RHLの関係者（RHLの完全親会社であるH&Rの子会社の役員）である小野沢隆氏にヒアリング及び質疑応答を行い、サンベルトパートナーズが作成した当社株式価値算定書をはじめとする関係資料を精査する等、本諮問事項について当社の企業価値向上の観点から慎重に協議及び検討を行いました。第三者委員会は、このような経緯のもとで、本諮問事項について当社の企業価値向上の観点から慎重に協議及び検討した結果、平成23年9月13日に、当社に対し、本取引及び本公開買付けは、当社の企業価値の向上が目的とされ、かつ、公正な手続きと対価の妥当性を通じた株主利益への配慮がなされており、当社の意思決定が少数株主に不利益ではないと認められる旨、並びに、よって第三者委員会は当社が本公開買付けに賛同し本取引を実行すること及びその条件は相当であると判断する旨を内容と

する答申書を提出いたしました。

③ 独立した法律事務所からの助言

当社は、本公開買付けを含む本取引に関する意思決定過程等における透明性及び合理性を確保するため、共同公開買付者及び当社から独立したリーガル・アドバイザーとして敬和綜合法律事務所を選任いたしました。当社取締役会は、同事務所から本公開買付けを含む本取引に関する意思決定過程、意思決定方法、その他の法的問題に関する助言を受け、共同公開買付者が提案した本公開買付けの具体的な条件及び手続等の諸条件について慎重に検討いたしました。

④ 利害関係を有しない取締役及び監査役全員の承認

当社の取締役会は、サンベルトパートナーズが作成した当社株式価値算定書及びサンベルトパートナーズから得られた当社の株式価値に係る内容説明、敬和綜合法律事務所から得られた本公開買付けを含む本取引に係る意思決定過程等に関する法的助言、第三者委員会から提出された答申書その他の関連資料等を踏まえ、本公開買付けを含む本取引に関する諸条件について慎重に協議及び検討を行った結果、共同公開買付者から提案のあった事業構造の抜本的な改革及び取り組みの強化を、一般株主の皆様のリスクにおいて行うことを回避しつつ実施していくことが、当社の中長期的な成長及び持続的な企業価値の向上の実現にとって必要不可欠であり、当社として最善の選択肢であると判断できるとともに、サンベルトパートナーズが作成した当社株式価値算定書及びサンベルトパートナーズから得られた当社の株式価値に係る内容説明、敬和綜合法律事務所から得られた本公開買付けを含む本取引に係る意思決定過程等に関する法的助言、第三者委員会から提出された答申書その他の関連資料等を踏まえれば、本公開買付価格及び本公開買付けに係るその他の諸条件は当社の株主の皆様にとって妥当であり、本公開買付けは、当社の株主の皆様に対して合理的な株式売却の機会を提供するものであると判断し、平成23年9月15日に開催された当社取締役会において、当社代表取締役である周泰鳳氏及び当社代表取締役社長である清水明広氏を除く唯一の当社取締役である後藤克彦氏がその審議及び決議に参加し、本公開買付けに賛同の意見を表明し、かつ、当社の株主の皆様に対して本公開買付けへの応募を推奨する旨の決議を行いました。もっとも、本新株予約権に関して本公開買付けに応募するか否かについては、本新株予約権の保有者の皆様のご判断に委ねることとしております。

なお、当社の取締役である周泰鳳氏は、RHL及びその子会社の役職員を兼務しており、清水明広氏は、RHLの完全親会社であるH&Rの子会社の役職員を兼務しているため、利益相反回避の見地から、本公開買付けに係る議案の審議及び決議には一切参加しておらず、また、当社の立場において共同公開買付者との協議及び交渉には一切参加していません。

また、当社の上記取締役会には、当社の監査役である稲見憲男氏を除く監査役2名が審議に参加し、その2名の監査役が、当社取締役会が本公開買付けに賛同の意見を表明し、かつ、当社の株主の皆様に対して本公開買付けへの応募を推奨することに異議がない旨の意見を述べております。なお、当社の監査役である稲見憲男氏は、RHLの完全親会社であるH&Rの子会社の監査役を兼務しているため、利益相反回避の見地から、上記取締役会の上記賛同決議に関する審議及び決議には参加していません。

また、当社では、上記の本公開買付けに係る議案の審議及び決議に先立って、利益相反のおそれのある上記取締役及び監査役を除く当社の全役員に対して、本公開買付けを含む本取引の概要及び第三者委員会の答申内容について十分な説明がなされております。

⑤ 買付価格の公正性を担保する客観的状況の確保

共同公開買付者は、公開買付けの買付け等の期間（以下「公開買付期間」といいます。）として法令に定められた最短期間が20営業日であるところ、本公開買付けの公開買付期間を

40 営業日としております。このように公開買付期間を比較的長期間に設定することにより、当社の株主の皆様に対して本公開買付けに対する応募につき適正な判断機会を確保しつつ、公開買付者以外にも対抗的な買付け等をする機会を確保し、これをもって本公開買付価格の適正性を担保することを企図しているとのことです。また、共同公開買付者と当社は、当社が対抗的買収提案者と接触することを禁止するような取引保護条項を含む合意等、当該対抗的買収提案者が当社との間で接触等を行うことを制限するような内容の合意は一切行っており、上記公開買付期間の設定とあわせ、対抗的な買付け等の機会が確保されることにより、本公開買付けの公正性の担保に配慮しております。

3. 公開買付者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

共同公開買付者は、AHKHL に対し、AHKHL が保有する当社の普通株式の全部（950,000 株）を本公開買付けに応募し、AHKHL が保有する本新株予約権の全部（目的となる普通株式の数合計 450,000 株）を行使せずに新株予約権として本公開買付けに応募するよう要請しているとのことです。なお、上記 AHKHL の株式及び新株予約権が行使された場合の株式数の合計（140 万株）の所有割合は 17.28%となります。

4. 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。

5. 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。

6. 公開買付者に対する質問

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「2. 当該公開買付けに関する意見の内容、根拠及び理由 (2) 意見の根拠及び理由 ① 本公開買付けの概要 エ 本公開買付け後の経営方針」、「2 (3) 上場廃止となる見込み及びその事由並びに代替措置の検討状況」及び「2 (4) いわゆる二段階買収に関する事項」を御参照下さい。

9. 支配株主との取引等に関する事項

該当事項はありません。

以 上

(参考) 平成 23 年 9 月 15 日付「RHトラベラー株式会社株券等に対する公開買付けの開始に関するお知らせ」

平成 23 年 9 月 15 日

各位

ケイマン諸島、グランド・ケイマン KY1-1203、私書箱 30592 号、
64 アース・クロース、ランドマーク・スクウェア 3 階
トラベラー・ホールディングス
取締役 周泰鳳

香港、コーズウェイ・ベイ、ヒューザン・アベニュー18、17 階 1702 号室
レッドホース・ホールディングス・リミテッド
取締役 周泰鳳

RH トラベラー株式会社株券等に関する公開買付けの開始に関するお知らせ

トラベラー・ホールディングス（英語名：Traveler Holdings。以下「トラベラー・ホールディングス」といいます。）及びレッドホース・ホールディングス・リミテッド（英語名：REDHORSE HOLDINGS LIMITED。以下「RHL」といい、総称して「公開買付者」といいます。）は、平成 23 年 9 月 14 日、下記のとおり RH トラベラー株式会社（大阪証券取引所 JASDAQ 市場。コード 9838。以下「対象者」といいます。）普通株式及び新株予約権を公開買付け（以下「本公開買付け」といいます。）により取得することを決定いたしましたので、お知らせいたします。

記

1. 買付け等の目的

（1）本公開買付けの概要

① 公開買付者の概要

本公開買付けにおける公開買付者は、RHL 及びトラベラー・ホールディングスです（注 1）。

RHL は、2007 年 3 月 13 日に、中国（香港）において設立された会社であり、本社を香港に構えており、日本企業の中国進出などのコンサルティングを行っております。RHL の全株式はエイチアンドアール・グループ・リミテッド（H&R Group Limited）（以下「H&R」といいます。）（注 2）が保有しています。RHL はその子会社・関連会社並びに H&R の子会社・関連会社からなる RH グループを形成しています。RH グループは、中国及び日本に拠点をおき、アジア地域を中心に、国内外企業の経営者との信頼関係をもとに、顧客先企業固有の経営課題、すなわち事業戦略の構築、オペレーション体制・インフラストラクチャーの整備、財務戦略の立案実行、M&A 戦略などを、RH グループの経験、ノウハウ、ネットワークを駆使して、サポートすることにより、新たな企業価値・事業価値の創造に取り組んで参りました。例えば、RH グループに属する日本法人レッドホース株式会社及びレッドホースアソシエーツ株式会社が平成 15 年ころから関与した株式会社ゴルフパートナーについては、人・モノ・情報などあらゆる経営資源の提供を側面からサポートし、平成 19 年の同社株式の上場や、その後平成 20 年のゼビオ株式会社による公開買付けの実現に貢献をしております。

また、グローバリゼーションが叫ばれて久しい現代において、日本の新たな需要を見出し、自ら市場を創造するためには、国内のみならず、世界、特にアジア地域への働きかけが不可欠であり、中国を始めとするアジア諸国の市場は高い潜在成長率を秘めていると考えられます。RHL は、RH グループがグローバルに事業を展開する一環として、中国国内のビジネスノウハウおよび情報ネットワーク構築のために設立され、香港進出 5 年間で蓄積された中国ビジネスのノウハウを有しております。

トラベラー・ホールディングスは、2011 年 6 月 8 日に、本公開買付けを通じて対象株式及び本新株予約権を取得することを目的として、ケイマン諸島法に基づき設立された RH グループに属する会社です。本件公開買付け実施後、対象者の事業の更なる成長を実現するためには、中長期的に、国外殊に中国をはじめとするアジアにおいて事業展開を行っていくことが不可欠であり、また、今後各国各地域において事業展開をはかるためには、現地の事業パートナーと資本提携、合併会社の設立を視野に入れた柔軟な組織体制を確立することが重要と考えられます。このため、ケイマン諸島法に基づき設立された会社を持株会社とし、その傘下に国別地域別に事業会社を設立するという柔軟な経営組織体制を確立するべく、トラベラー・ホールディングスをケイマン諸島法に基づき設立いたしました。なお、RH グループは、日本法又は香港法に基づき設立された法人により構成されております。今後アジア各国に進出する際には、上記の通り持株会社に各国の法人を傘下に入れる方

法を予定しておりますが、そのためには、日本法又は香港法よりもケイマン諸島法の方がアジア各国の会社法をはじめとする法制度に親和的であり、持株会社の設立準拠法として適切であると考えております。そのため、今回あらたにトラベラー・ホールディングスをケイマン諸島法に基づき設立し、公開買付人いたしました。トラベラー・ホールディングスの発行済株式の全ては、本日現在、トラベラー・バリュー・アップ・リミテッド（英語名：Traveler Value Up Limited。以下「TVUL」といいます。）が、保有しております。

TVULは、RHLがその議決権の100%を保有する平成22年1月5日に設立された中国（香港）に存する会社で、本公開買付けを行うための資金調達のためのピークルとして利用すべく平成23年4月19日に社名変更を行い、TVULとしたものです。TVULは、今回、優先株式を発行して調達した資金によりトラベラー・ホールディングスに貸付けを行い、トラベラー・ホールディングスは当該借入金をもって本公開買付けを行うため資金の一部とするものであります。

（注1） RHLは、RHグループが中国に事業展開を行う上で中核をなす企業であることから、本公開買付けにおいて対象者株式及び本新株予約権の取得を目的に設立しましたトラベラー・ホールディングスとともに、本公開買付けの公開買付者にとすることと致しました。

（注2） H&Rは、その発行済株式の全てを、トラベラー・ホールディングスの代表取締役周泰鳳及びその一族が保有する会社であり、RHグループ会社の株式保有を通じて、RHグループ企業の統括を行っている会社です。

② 本公開買付けの概要

本公開買付けは、対象者の効率的な事業運営を実現するため、対象者株式を非上場化することを企図して、対象者の代表取締役周泰鳳が代表取締役を務めるRHL、及び、RHLの傘下にある本公開買付けを通じて対象者株式及び本新株予約権の取得を目的に設立されたトラベラー・ホールディングスを公開買付者として（注3）、いわゆるマネジメント・バイアウト（MBO）（注4）の形式で行われます。

公開買付者は、本公開買付けの成立を条件として、下記(4)「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）」に記載の一連の手の実行を対象者に要請し、かかる手続を経てトラベラー・ホールディングスが対象者株式を全て保有し、対象者を完全子会社化する予定です。

（注3） 本公開買付けにより買い付ける対象者株式及び本新株予約権は、トラベラー・ホールディングスはその全てについて取得し保有するものとします。

（注4） マネジメント・バイアウト（MBO）とは、一般に、買収対象者の経営陣が、買収資金の全部又は一部を出資して、事業の継続を前提として買収対象者の株式を取得する取引をいいます。

なお、平成23年9月15日付対象者発表の「MBOの実施及び応募の推奨に関するお知らせ」と題する適時開示（以下「対象者プレスリリース」といいます。）によれば、対象者は、公開買付者から本公開買付けの打診を受けた後、公開買付者との間で協議・検討を重ね、下記「(3) 買付け等の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」に記載の通り、第三者委員会を設置するなどして、慎重に検討してまいりました。その結果、対象者としては、公開買付者と同様に、対象者の中長期的な企業価値の向上を実現するためには、本公開買付けを通じて対象者の普通株式の非公開化を行うことにより、上場維持に伴うコストを削減すると同時に、短期的な業績の変化に左右されることなく、対象者の経営陣及び従業員が一丸となって変革に取り組む体制を構築し、RHグループの一員として中長期的視野に立った経営改革を進めていくことが対象者の企業価値の向上に資するとの判断に至りました。

また、対象者取締役会は、下記「(3) ②独立した第三者算定機関からの株式価値算定書の取得」に記載の通り、株式会社サンベルトパートナーズ（以下「SP」といいます。）から取得した対象者普通株式に係る株式価値算定書の算定結果及びかかる算定結果の説明を参考とし、下記「(3) ③対象者における独立した法律事務所からの助言」に記載の通り、敬和綜合法律事務所から本公開買付けにおける意思決定過程、意思決定方法その他の法的問題に関する助言を受けつつ、共同公開買付者との間で本公開買付け価格その他の本公開買付けの諸条件につき協議を行いました。その上で、第三者委員会の答申の内容等を踏まえ、共同公開買付者が提示した本公開買付け価格その他の本公開買付けの諸条件の妥当性について、対象者の財務状況、事業環境及び株主間の公平性等の観点から、慎重に協議いたしました。その結果、本取引及び本公開買付けは、対象者が短期的な業績に左右されることなく基幹事業の改革及び経営の効率化に努め、また中国等海外市場への進出や事業展開のための施策を早急に実施し、さらに資金繰りを改善する等、対象者の企業価値の向上が目的とされており、かかる目的は正当であると考えられること、かかる目的達成のためには、対象者がRHグループの傘下に入り、グループ全体で事業展開を行い、かつグループ全体として機動的な資金調達を行うことが有力な方法であることなどが確認されるとともに、第三者委員

会から公正な手続きと対価の妥当性を通じた株主利益への配慮がなされており対象者の意思決定が少数株主に不利益でないと認められる旨の答申を受けていること、株式価値算定書の算定結果から乖離していないこと、共同公開買付者との間で真摯な価格交渉がなされていること等を鑑みると、本公開買付価格その他の本公開買付けの諸条件は、対象者の株主の皆様に対して合理的な価格により対象者普通株式の売却機会を提供するものであって、また、公正な手続きを通じて株主が受けるべき利益が損なわれることのないように配慮しているものであると判断いたしました。

一方、本新株予約権については、公開買付価格が1円とされておりますところ、本新株予約権は、行使価格が128円であり、平成23年9月14日現在のJASDAQ市場における対象者株式の終値77円を大きく上回っております。このため、対象者提出の事業計画に鑑みて、共同公開買付者が本公開買付けにより本新株予約権を取得しても、今後も株式価値が行使価格を上回ることを見込めず、これを行使できないおそれがあります。このような状況に鑑みれば、対象者取締役会は、本新株予約権に関して本公開買付けに応募するか否かについては、本新株予約権の保有者の皆様のご判断に委ねることを決議いたしました。

以上から、対象者取締役会は、本公開買付けに対し賛同の意見を表明するとともに、対象者の株主の皆様に対し本公開買付けへの応募を推奨する旨及び本新株予約権に関して本公開買付けに応募するか否かについては、本新株予約権の保有者の皆様のご判断に委ねる旨の決議を行ったとのことです。なお、平成23年9月15日開催の対象者取締役会には周泰鳳氏及び清水明広氏を除く唯一の対象者取締役がその審議及び決議に参加し、本公開買付価格その他の本公開買付けの諸条件は、対象者の株主に対して合理的な価格により対象者普通株式の売却機会を提供するものであり、妥当であると判断し、本公開買付けに対し賛同の意見を表明し、対象者の普通株式については、対象者株主の皆様に応募することを推奨するとの旨、及び、本新株予約権に関して本公開買付けに応募するか否かについては、本新株予約権の保有者の判断に委ねると決議し、対象者の監査役である稲見憲男氏を除く監査役2名が上記の取締役会に参加し、その2名の監査役が異議がないとの意見を述べているとのことです。なお、対象者の監査役である稲見憲男氏は、RHLの完全親会社であるH&Rの子会社の監査役を兼務しているため、利益相反回避の見地から、上記取締役会の上記賛同決議に関する審議及び決議には参加していません。

また、対象者では、上記の本公開買付けに係る議案の審議及び決議に先立って、利益相反のおそれのある上記取締役及び監査役を除く対象者の全役員に対して、本公開買付けを含む本取引の概要及び第三者委員会の答申内容について十分な説明がなされております。

③ 対象者株式及び本新株予約権の買付予定数の下限等の概要

公開買付者は、応募株券等の総数が買付予定数の下限（4,893,542株）に満たない場合は、応募株券等の全部の買付けを行いません。なお、買付予定数の下限は、対象者が平成23年8月8日付で提出した第50期第1四半期報告書に記載された平成23年8月8日現在の発行済株式総数（7,428,000株）に、平成23年6月20日付で提出した第49期有価証券報告書に記載された平成23年5月31日現在の本新株予約権の目的となる対象者の普通株式の数（685,000株）を加えた数（8,113,000株）から、本公開買付けを通じて取得する予定のない対象者が平成23年8月29日付で提出した四半期報告書の訂正報告書（第50期第1四半期）に記載された平成23年6月30日現在の対象者が保有する自己株式数（12,688株）及びRHLが保有する新株予約権の目的となる対象者の普通株式の数（235,000株）を控除した数（7,865,312株）の3分の2の数（5,243,542株）から、RHLが保有する対象者普通株式数（350,000株）を控除した株式数（4,893,542株）としております。応募株券等の総数が買付予定数の下限以上の場合には、上限を設定していませんので、応募株券等の全部の買付けを行います。なお、対象者によれば、第50期第1四半期期間中に本新株予約権の権利行使はなされておらず、本新株予約権の目的となる対象者の普通株式の数及びそれに係る議決権の数は、平成23年5月31日から同年6月30日の間に変動していないとのことです。

④ 公開買付者と対象者の株主との間における本公開買付けの応募に係る重要な合意に関する事項

公開買付者は、ACORN HONG KONG HOLDINGS LIMITED（対象者の次席株主であり、以下「AHKHL」といいます。）に対し、AHKHLが保有する対象者の普通株式の全部（950,000株）を本公開買付けに応募し、AHKHLが保有する本新株予約権の全部（目的となる普通株式の数合計450,000株）を行使せずに新株予約権として本公開買付けに応募するよう要請しておりますが、AHKHLとの間で応募に関する契約は締結していません。なお、上記AHKHLの株式及び新株予約権が行使された場合の株式数の合計（140万株）の所有割合（ここでいう所有割合算定の分母は、対象者が平成23年8月8日付で提出した第50期第1四半期報告書に記載された平成23年8月8日現在の発行済株式総数（7,428,000株）に、平成23年6月20日付で提出した第49期有価証券報告書に記載された平成23年5月31日現在の本新株予約権の目的となる対象者の普通株式の数（685,000株）を加えた数（8,113,000株）から、平成23年8月29日に提出された四半期報告書の訂正報告書（第50期第1四半期）に記

載された平成 23 年 6 月 30 日現在の対象者が保有する自己株式数（12,688 株）を控除発行済み株式総数に新株予約権が行使された場合の株式数を合算した数（8,100,312 株）としています。以下、所有割合という場合の分母について同様とします。）は 17.28%となります。なお、対象者によれば、第 50 期第 1 四半期期間中に本新株予約権の権利行使はなされておらず、本新株予約権の目的となる対象者の普通株式の数及びそれに係る議決権の数は、平成 23 年 5 月 31 日から同年 6 月 30 日の間に変動していないとのことです。

⑤ 本公開買付け後の経営方針

公開買付者は、対象者の抜本的な改革を全面的に支援してまいります。対象者の現在の取締役は代表取締役会長である周泰鳳（同人は RHL など RH グループに属する会社の取締役を兼任しています。）、取締役である清水明広（同人は RH グループに属するレッドホースアソシエーツ株式会社の取締役を兼任しています。）及び取締役の後藤克彦ですが、本公開買付け後の当面の役員構成については、上記三名がいずれも、本公開買付け後も対象者の取締役として、その職務にあたることが予定されております。また、対象者の監査役につきましても、同様に、本公開買付け後も対象者の監査役として、その職務にあたることが予定されております。将来的な役員構成を含む今後の経営体制については、今後、対象者と協議しながら決定していく予定です。RH グループ全体で形成された経営ノウハウ及び高い資金調達力、さらには、RHL が香港進出 5 年間で蓄積した中国ビジネスのノウハウ、信頼できるパートナー等とのコネクションを活用して、将来的には海外証券市場に上場することも視野に入れながら、新たな組織体制の確立や大胆な事業再構築を含む戦略転換を実現するなど、対象者の総合的な企業価値向上を目指します。

公開買付者及び対象者は、以上の諸事情を勘案し、RH グループ及び対象者の今後の経営方針について慎重に協議、交渉及び検討を重ねた結果、対象者を非公開化すべきとの認識を共有し、本公開買付けの実施を決定するに至っております。

（２）本公開買付けの実施を実施する背景及び理由

① 対象者の沿革、事業の概要

対象者は、1964 年に日本における第一次海外旅行ブームにのり海外渡航者を対象に渡航用品の販売を目的として設立された事業会社です。その後、コア事業である「海外おみやげ品」の販売・宅配サービスを拡大させ、オリジナル商品の開発を柱に「ギフト&おみやげ」をベースとする商品発売の新ビジネスフォーマットの構築を進めております。

RHL は、対象者に対し、対象者におけるインバウンド顧客（海外から日本を訪れる顧客）向けの事業を強化するため、中国の大手 TV ショッピング会社である橡果国際有限公司（英語名：Acorn International, Inc.、以下「Acorn 社」といいます。）を紹介して対象者と Acorn 社との業務提携に貢献しました。さらに、かかる提携の一環として平成 21 年 11 月に ACORN 社のグループ会社である AHKHL が対象者の新株 450,000 株及び新株予約権 450 個（当該新株及び当該新株予約権が行使された場合の株式数の合計 900,000 株の所有割合は 11.11%）を引き受けた際、RHL は当該提携の紹介者としてまた RH グループと対象者の関係性維持の観点から対象者の新株 350,000 株及び新株予約権 235 個（当該新株及び当該新株予約権が行使された場合の株式数の合計 585,000 株の所有割合は 7.22%）を引き受けました。その後も RHL は、対象者の企業価値の向上のため指導・助言を行ってまいりました。また、旅行業界全体の低迷に加え、平成 23 年 3 月 11 日の東日本大震災の影響も存したことから、対象者の当面の資金繰りを確保するため、TVUL から対象者に対し平成 23 年 5 月 25 日に金 2 億円の融資を、平成 23 年 6 月 25 日には金 1 億円の融資をそれぞれ実行しております。なお、かかる融資に係る各貸付債権は、同年 8 月 31 日付で、TVUL からトラベラー・ホールディングスに譲渡され、現在トラベラー・ホールディングスが債権者となっております。

② 本公開買付けを実施するに至った背景、理由及び意思決定の過程

現在の市場環境は、日本政府主導の様々な経済政策が奏功したことや、中国を始めとした好調なアジア経済の影響等により緩やかながらも企業収益については回復基調にあるものの、一方で、所得環境が引き続き厳しい状況にあることから内需低迷の長期化やデフレの持続、あるいは急激な円高の進行による輸出環境の悪化、さらには年度末に起きました東日本大震災により国内経済に及ぼす影響は計り知れないものがあり、景気の先行きについては非常に不透明な状況の中で推移しております。

殊に、旅行業界におきましては、一昨年度においては新型インフルエンザの流行の影響、昨年度末からは東日本大震災の影響により旅行を始めとしたレジャー活動の手控えが起こり、今期第 1 四半期の売上は前年同期比 20.9%減と大幅に減少し通期での売上減も避けられないものと予想され、また、次期についても、市場が低迷することが予想されております。

さらに、観光白書および日本政府観光局の統計数値に拠りますと、日本人海外旅行客数は、2000年度の1,780万人をピークに年度ごとの外的要因による増減はあるものの減少傾向にあります。対象者の主力ターゲットである海外団体旅行客の減少、対象者はカタログ及び対面販売を主力にしているところWEBによる旅行予約のシェア拡大により顧客接点が減少していること、おみやげの定番である海外食品が日本国内でも容易に購入可能となり商品価値が低下していることなどから、対象者を取り巻く環境は、ますます厳しい状況に至ることが見込まれます。

このため対象者には、基幹事業である海外渡航関連事業の新規販路開拓を含めた改革に更に傾注するとともに、外的要因に左右されない経営体質を確立し、国内土産販売事業の販売効率を高めていき、生産性の向上を図っていくこと、さらには、ネット化の動きに対応した販売スキームの構築とコスト構造改革の推進等、更なる経営の効率化に努めることが求められます。

このような厳しい環境を踏まえ、RHグループ及び対象者において、勝ち抜き、且つ今後更なる成長を実現するためには、RHグループの経営戦略に沿った迅速かつ的確な意思決定とその実行により、インフルエンザや東日本大震災をはじめとする外部的要因により影響を受けやすい対象者の現在の経営体質を強化していくとともに、国外殊に中国国内におけるビジネススキームを早期に確立することが不可欠であり、そのためには、対象者とRHグループの経営資源をより緊密に連携させることが必要と考えております。そして、このような経営改革は、対象者の顧客に対しても、より満足度の高いサービスを提供できることから有益なものと考えられます。

しかし、このような抜本的な変革を実施するに当たっては、IT化、CRM導入および新規事業向けシステムを含めた初期的投資費用2億円のみならず構造改革費用等の一時的な費用の発生等も見込まれ、短期的ではあるものの対象者の経営及び業績に大きな影響を与えることから、対象者が上場を維持したままこれらを実行した場合には、対象者の株主の皆様にはマイナスの影響を及ぼす可能性があります。対象者が、中期的な企業価値の向上という視点に立ち、かかる抜本的な変革を機動的に行うためには、短期的な業績に左右されることなく変革に取り組む必要があります。かかる観点からRHグループの一員として中長期的視野に立った経営改革を進めていくことが対象者の企業価値の向上に資するものと考えられます。

また、対象者は、前述の初期的投資費用や構造改革費用に充てるための資金や、外部的要因による業績の変動に対応するための運転資金など機動的な資金調達が必要ですが、昨今の状況の下では、対象者が上場を維持していくことによる資金調達上のメリットを見出し難く、むしろ、上場に伴う資金調達の規制により、増資等による柔軟かつ機動的な資金調達を図ることが困難な状況にあります。このため、上記規制の伴わない状況のもとRHグループの一員として資金調達を図ることが資金調達の機動性を高める上でメリットがあるものと考えられます。

さらに、対象者は、平成16年にジャスダック証券取引所（現大阪証券取引所JASDAQ市場）に株式を上場しておりますが、近年、上場を維持するために必要な様々な実務上の負担（株主総会の運営、開示項目の増加への対応J-SOXへの対応、独立取締役の導入等）の増加や、それに伴う人件費等の費用の増加が見込まれており、上場維持コストの面からも上場維持のメリットに疑義が生じているものと考えております。

以上のような状況を踏まえ、RHLは、平成22年10月頃から、対象者の非上場化を視野に入れて対象者の経営改革について検討を開始し、平成23年1月末頃に対象者の株主の皆様にはマイナスのリスクが及ぶことを回避しつつ、対象者の中長期的な企業価値の向上を実現するためには、公開買付けの手法により、公開買付者が対象者の全株式を取得して非公開化することが最善の手段であると考えに至りました。このため、平成23年1月末頃より、対象者との間でも対象者の非公開化を前提とした本公開買付けについて協議・検討を行って参りました。そして、本公開買付けを実行するため、平成23年4月19日にはRHLが中国（香港）に保有していた法人について資金調達のためビークルとして利用すべく社名変更を行いTVULとし、さらに平成23年6月8日には公開買付者であるトラベラー・ホールディングスを設立いたしました。

その後、RHL及び対象者との協議、交渉並びに本取引に伴うメリットと対象者の普通株式の上場維持の意義等を総合的に勘案して、公開買付者は、平成23年9月14日に、本公開買付けを行うことを決定致しました。

公開買付者は、対象者の抜本的な改革を全面的に支援してまいります。対象者の現在の取締役は代表取締役会長である周泰鳳（同人はRHLのCEO&Chairmanを兼任する他、RHグループに属する会社の取締役を兼任しています。）、取締役である清水明広（同人はRHグループに属するレッドホースアソシエイツ株式会社の取締役を兼任しています。）及び取締役の後藤克彦ですが、本公開買付け後の当面の役員構成については、上記三名がいずれも、本公開買付け後も対象者の取締役として、その職務にあたる事が予定されております。また、対象者の監査役につきましても、同様に、本公開買付け後も対象者の監査役として、その職務にあたる事が予定されております。将来的な役員構成を含む今後の経営体制については、今後、対象者と協議しながら決定していく予定です。RHグループ全体で形成された経営ノウハウ及び高い資金調達力、さらには、RHLが香港進出5年間で蓄積した中国ビジネスのノウハウ、信頼できるパートナー等とのコネクションを活用して、将来的

には海外証券市場に上場することも視野に入れながら、新たな組織体制の確立や大胆な事業再構築を含む戦略転換を実現するなど、対象者の総合的な企業価値向上を目指します。

(3) 買付け等の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

① 独立した第三者算定機関からの株式算定書の取得

(a) 普通株式

公開買付者は、本公開買付価格の公正性を担保するため、本公開買付価格を決定するにあたり、公開買付者及び対象者から独立した第三者算定機関としてのフィナンシャル・アドバイザーである株式会社グローバル・パートナーズ・コンサルティング（以下「GPC」といいます。）より株式価格算定書を取得し、参考としております。

GPCは、対象者の株式価値を算定するに際して、対象者より提出された事業計画等を検証のうえ、ディスカунテッド・キャッシュフロー法（以下「DCF法」といいます。）による算定、対象者が上場会社であることから、最近における株価及び取引量並びに対象者の業績に関する直近の状況を鑑み、対象者普通株式の大阪証券取引所 JASDAQ 市場における基準日現在（平成 23 年 6 月 30 日）の株価並びに当該基準日までの 1 か月、3 か月及び 6 か月における株価終値平均値を基にした時価総額に基づく算定を行うとともに、DCF法、時価総額及び時価純資産法により算出される数値を幾何平均し、これらの算定方法による数値を総合考慮することにより、株式価値の算定を行っております。なお、対象者の業績の実績値については、平成 23 年 6 月 30 日までの数値が公表されておりますので、DCF法における過去の対象者の業績についてはかかる公表された実績値を用い、またDCF法における算定と平仄を合わせるため、時価総額に基づく算定の基準日も平成 23 年 6 月 30 日としております。

将来収益獲得能力に基づき企業価値を評価する手法であるDCF法については、平成 24 年から平成 28 年間の 5 年間の事業計画の最終事業年度である平成 28 年の計画値が永続するものと仮定し、自己資本コスト（利子率及び危険率（リスクプレミアム）に基づき算出されるコスト）と他人資本コスト（追加借入利子率）に基づいて算出した割引率 5.016%により事業計画値を現在価値に割引計算された数値に、基準日現在で保有する余剰資金と有利子負債を加減算することにより算出されております。静的な企業価値算出方法である時価純資産法に関しては、取締役会にて承認された基準日現在の貸借対照表上の純資産額に、保有不動産に係る不動産鑑定評価に基づき把握された評価損益を加味して算出しております。なお、幾何平均とは、各算出数値の積の立方根にて求められる平均方法です。

株式価値算定書によると、対象者の 1 株当たりの株式価値について、DCF法では 112 円から 137 円、時価総額に基づく算定では 82 円から 117 円とされております。そして、上記手法はいずれも合理的な理論・理由に基づく算定方法であるため、最終的に、対象者の 1 株当たりの株式価値については、2 種の評価結果の最大値と最小値の範囲内であるとして、82 円から 137 円が 1 株当たり株式価値の算定結果として示されております。なお、DCF法の仲値である 124 円、対象者の基準日現在（平成 23 年 6 月 30 日）の株価（終値）である 87 円及び時価純資産法に基づき算出された 171 円を幾何平均した数値を中間値とし、一定の変動幅を考慮して算出する方法も参考情報として用いておりますが、かかる方法によれば対象者の 1 株当たりの株式価値は 110 円から 135 円とされており、上記最大値及び最小値の範囲に収まるため、上記の算定の妥当性を裏付けております。なお、共同公開買付者は、GPCから、新株予約権に関する算定書は取得していません。

本公開買付価格である 1 株当たり 118 円は、かかる株式価値算定書の 82 円から 137 円という算定結果を参考にしながら、過去の発行者以外のものによる株券等の公開買付けの事例において公開買付価格の設定の際に付与されたプレミアムの実例、対象者による本公開買付けへの賛同の可否、対象者株式の市場株価の動向、本公開買付けの見通し等を総合的に勘案し、かつ、対象者との協議・交渉の結果も踏まえたうえで、最終的に決定したものです。

なお、本公開買付価格は、本公開買付けの実施についての公表日の直前営業日である平成 23 年 9 月 14 日の大阪証券取引所 JASDAQ 市場における対象者株式の終値 77 円、過去 1 か月間の終値の平均値 81.09 円、3 か月間の終値の平均値 83.87 円、6 か月間の終値の平均値 87.06 円に対して、それぞれ、53.25%、45.52%、40.70%、35.54%のプレミアムを付した価格であります。

(b) 新株予約権

本新株予約権は、行使価格が 128 円であり、株式価値算定基準日現在での大阪証券取引所 JASDAQ 市場における対象者株式の株価 87 円を大きく上回っております。このため、対象者提出の事業計画に鑑みて、公開買付者が本公開買付けにより本新株予約権を取得しても、今後も株式価値が行使価格を上回ることを見込めず、これを行使できないおそれがあります。

そこで、本新株予約権に係る本公開買付価格は、1個当たり1円とすることに致しました。

② 対象者における第三者算定機関からの算定取得

本件対象者プレスリリースによれば、対象者は、公開買付者から提示された本公開買付価格に係る意思決定の過程における公正性を担保するための措置として、不当に恣意的な判断がなされないよう、対象者及び公開買付者から独立した第三者算定機関であるSPを選定し、対象者の株式価値の算定を依頼し、平成23年9月12日付け株式価値算定書を取得したとのことです。

SPは、対象者の株式価値算定に当たり必要な情報を収集・検討するため、対象者から事業の現状及び将来の事業計画等について資料を取得し、説明を受け、それらの情報を踏まえて市場株価法及びDCF法の各手法を用いて対象者の1株当たり株式価値の算定を実施したとのことであり、それぞれの手法において算定された対象者普通株式1株当たりの株式価値は以下の通りです。なお、対象者は、SPから、新株予約権に関する算定書は取得しておりません。また、本公開買付価格の公正性に関する意見書（フェアネス・オピニオン）を取得しておりません。

(i) 市場株価法

対象者の普通株式は、株式市場に上場しており、株価が直接参照可能であるため、市場株価法を採用しました。株式市場株価法では、平成23年9月9日を基準日として、大阪証券取引所JASDAQ市場における対象者普通株式の株価及び出来高の推移を勘案し、異常値がないことを確認した上で、基準日の1株当たり出来高加重平均株価79円、直近1か月間の1株当たり出来高加重平均株価81円、直近3か月間の1株当たり出来高加重平均株価84円、直近6か月間の1株当たり出来高加重平均株価89円を基に、対象者普通株式1株当たりの株式価値の範囲を79円から89円までと分析しています。

(ii) DCF法

DCF法は、評価対象企業の将来キャッシュフローを基礎とするため、対象者の将来の事業活動の状況を算定に反映させることが可能であることからDCF法を採用しました。DCF法では、対象者の事業計画、直近までの業績の動向及び一般に公開された情報等の諸要素を考慮した対象者の収益予想に基づき、対象者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、事業リスク及び財務リスクに応じた割引率（加重平均資本コスト）にて現在価値へ割引いて企業価値や株式価値を分析し、普通株式1株当たりの株式価値の範囲を96円から189円までと分析しています。算定の前提となる当社の事業計画については、平常値と異常値の平均が取られております。なお、東日本大震災による国内外の旅行者数の減少が見込まれるため、今期の業績にかかる公表値は前期に比べ低くなっております。

③ 利益相反を回避するための措置

公開買付者と対象者との利益相反を回避するため、上記の通り、公開買付者及び対象者は、それぞれ別個に、公開買付者及び対象者とは独立した第三者算定機関から対象者の株式価値に関する意見を取得し、買付価格の決定又は本公開買付けに対する賛同の判断にあたりこれを参考にしております。

また、対象者プレスリリースによれば、対象者の取締役である周泰鳳氏は、RHL及びその子会社の役職員を兼務しており、清水明広氏は、RHLの完全親会社であるH&Rの子会社の役職員を兼務していることから、利益相反回避の見地から、本公開買付けに係る意見表明の審議及び決議には一切参加しておらず、また、対象者の立場において公開買付者との協議及び交渉には一切参加していないとのことです。

また、対象者プレスリリースによれば、対象者は、周泰鳳氏及び清水明広氏以外の対象者取締役が1名しかいないことに鑑み、本公開買付けに関する取締役会の意思決定の公正さを確保し、透明性及び客観性を高めるべく、周泰鳳氏及び清水明広氏以外の対象者取締役による取締役会（以下「独立取締役会」といいます。）の決議により、中立かつ公正な第三者による第三者委員会を設けることとし、小磯孝二氏（石澤・神・佐藤法律事務所弁護士）、伊達伸一氏（弁護士法人北浜法律事務所東京事務所弁護士）、大原達朗氏（アルテ監査法人代表社員）の3名から構成される独立した第三者委員会を設置し、当該第三者委員会に対し、(a)本公開買付けを含む本取引の目的の正当性、(b)本公開買付けを含む本取引に係る交渉過程の手続きの公正性、(c)本公開買付けを含む本取引により株主に交付される対価の妥当性及び(d)上記(a)乃至(c)その他の事項を前提に、本公開買付けを含む本取引が少数株主にとって不利益ではないと認められるか否か（以下「本諮問事項」といいます。）について諮問し、これらの点についての答申を対象者取締役会に提出することを委嘱いたしました。

第三者委員会は、平成23年8月23日から同年9月13日まで5回にわたる会合を開催するとともに、対象者の取締役である清水明広氏、後藤克彦氏及び対象者の監査役である稲見憲男氏並びに公開買付者の関連会社の役員である小野沢隆氏にヒアリング及び質疑応答を行い、SPが作成した対象者株式価値算定書をはじめとする関係資料を精査する等、本諮問事項につ

いて対象者の企業価値向上の観点から慎重に協議及び検討を行いました。

第三者委員会は、このような経緯のもとで、本諮問事項について対象者の企業価値向上の観点から慎重に協議及び検討した結果、平成 23 年 9 月 13 日に、対象者に対し、本取引及び本公開買付けを含む本取引は、対象者の企業価値の向上が目的とされ、かつ、公正な手続きと対価の妥当性を通じた株主利益への配慮がなされており、対象者の意思決定が少数株主に不利益でないと認められる旨並びに、よって第三者委員会は対象者が本公開買付けに賛同し本取引を実行すること及びその条件は相当であると判断する旨を内容とする答申書を提出いたしました。

かかる答申を踏まえ、平成 23 年 9 月 15 日開催の対象者取締役会には周泰鳳氏及び清水明広氏を除く唯一の対象者取締役がその審議及び決議に参加し、本公開買付け価格その他の本公開買付けの諸条件は、対象者の株主に対して合理的な価格により対象者普通株式の売却機会を提供するものであり、妥当であると判断し、本公開買付けに対し賛同の意見を表明し、対象者の普通株式については、対象者株主の皆様に応募することを推奨するとの旨、及び、本新株予約権に関して本公開買付けに応募するか否かについては、本新株予約権の保有者の判断に委ねると決議し、対象者の監査役である稲見憲男氏を除く監査役 2 名が上記の取締役会に参加し、その 2 名の監査役が異議がないとの意見を述べているとのことです。なお、対象者の監査役である稲見憲男氏は、RHL の完全親会社である H&R の子会社の監査役を兼務しているため、利益相反回避の見地から、上記取締役会の上記賛同決議に関する審議及び決議には参加していません。

また、対象者では、上記の本公開買付けに係る議案の審議及び決議に先立って、利益相反のおそれのある上記取締役及び監査役を除く対象者の全役員に対して、本公開買付けを含む本取引の概要及び第三者委員会の答申内容について十分な説明がなされております。

（４）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）

本公開買付けにより、公開買付者が対象者の発行済株式の全て（RHL が保有する対象者の普通株式及び対象者が保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、公開買付者は、以下の方法により、公開買付者が対象者の発行済株式の全て（対象者が保有する自己株式を除きます。）を取得することを企図しております。

具体的には、本公開買付けが成立した後、公開買付者は、①対象者の定款の一部を変更し、対象者において普通株式とは別の種類の対象者株式を発行できるものとするにより、対象者を会社法の規定する種類株式発行会社に変更すること、②対象者の定款の一部を変更し、対象者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。）を付すこと、及び③対象者が全部取得条項が付された対象者普通株式の全部（自己株式を除きます。）を取得し、当該取得と引換えに別個の種類の対象者株式を交付すること等の議案を含む臨時株主総会、並びに上記②を承認する議案を含む対象者普通株主を構成員とする種類株主総会の開催を対象者に要請する予定です。なお、公開買付者は、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です。

上記各手続が実行された場合には、対象者の発行する全ての普通株式は全部取得条項が付された普通株式とされた上で、全て対象者に取得され、対象者の株主には当該取得の対価として別個の種類の対象者株式が交付されることとなりますが、交付されるべき当該対象者株式の数に 1 株に満たない端数がある株主に対しては、会社法第 234 条その他の関連法令の定めに従い、当該端数の合計数を売却することによって得られる金銭が交付されることとなります。なお、当該端数の合計数の売却価格については、本公開買付けの買付価格を基準として算定する予定です。また、全部取得条項が付された対象者の普通株式の取得の対価として交付する対象者株式の種類及び数は、本日現在未定ですが、トラベラー・ホールディングスが対象者の発行済株式の全て（対象者が保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されなかった対象者の株主に対し交付しなければならない対象者株式の数が 1 株に満たない端数となるよう決定する予定です。

上記①ないし③の手続に関連する少数株主の権利保護を目的とした会社法上の規定として、（イ）上記①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、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、株主が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、（ロ）上記③の全部取得条項が付された株式の全部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、株主が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、これらの（イ）又は（ロ）の方法による 1 株当たりの買取価格及び取得価格は、最終的には裁判所が判断することとなります。なお、上記①ないし③の手続については、関連法令についての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の株券等所有割合及び公開買付者以外の対象者の株主の対象者株式の保有状況等によって、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ります。ただし、その場合でも、公開買付者は、公開買付者以外の対象者の株主に対して最終的に金銭を交付する方法の採用を予定しております。この場合における当該対象者の株主に交付する金銭の額についても、本公開買付けの買付価格を基準として算定する予定です。

対象者の本新株予約権については、本公開買付けが成立したものの対象者の本新株予約権の全てを取得できなかった場合、公開買付者は、対象者に対し、本新株予約権を消滅させるために必要な手続を行うことを要請する予定です。

なお、本公開買付けは、前述の株主総会及び種類株主総会における対象者の株主の賛同を勧誘するものではありません。また、本公開買付けへの応募又は前述の各手続における税務上の取扱いについては、株主の皆様が各位において自らの責任にて税務専門家にご確認ください。

(5) 上場廃止となる見込み及びその理由

対象者の普通株式は、現在、大阪証券取引所 JASDAQ 市場に上場されていますが、公開買付者は、本公開買付けにおいて買付けを行う株券等の数に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、大阪証券取引所 JASDAQ 市場の定める株券上場廃止基準に従い、対象者の普通株式は、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、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、前記「(4) 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）」に記載の各手続を実行することとなった場合には、株券上場廃止基準に該当し対象者の普通株式は、所定の手続を経て上場廃止になります。なお、上場廃止後は、対象者の普通株式を大阪証券取引所 JASDAQ 市場において取引することができなくなります。また、前記「(4) 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）」に記載の各手続が実行される場合、対象者の全部取得条項が付された普通株式の取得対価として交付されることとなる別の種類の対象者株式の上場申請は行われない予定です。

2. 公開買付けの内容

(1) 対象者の概要

①商号	R Hトラベラー株式会社	
②事業内容	渡航用品の販売事業	
③設立年月	昭和 39 年 3 月	
④本店所在地	東京都千代田区麹町一丁目 10 番地	
⑤代表者の役職・氏名	代表取締役社長 清水 明宏	
⑥資本金	858,700 千円	
⑦大株主及び持ち株比率 (平成 23 年 3 月 31 日現在)	R Hインシグノ株式会社 26.51% ACORN HONG KONG HOLDINGS LIMITED 12.78% REDHORSE HOLDINGS LIMITED 4.71% 株式会社みずほ銀行 4.03% 竹田 和平 2.69% 日本生命保険相互会社 2.69% コクサイエアロマリン株式会社 2.36% 株式会社きらやか銀行 2.27% 大阪証券金融株式会社 2.23% R Hトラベラー従業員持株会 2.17%	
⑧公開買付者と対象者の関係等	資本関係	公開買付者である RHL は、対象者の株式の 4.71%を保有しています。
	人的関係	対象者の代表取締役会長である周泰鳳は、RHL など RH グループに属する会社の取締役を兼任しており、取締役である清水明広は、RH グループに属するレッドホースアソシエイツ株式会社の取締役を兼任しています。
	取引関係	公開買付者と対象者との間には、取引関係はありません。

	関連当事者への 該当状況	該当事項はありません。
--	-----------------	-------------

（２）買付け等の期間

①買付け当初の買付け等の期間

平成 23 年 9 月 15 日(木曜日)から平成 23 年 11 月 15 日（火曜日）まで（40 営業日）

②対象者の請求に基づく延長の可能性

該当事項はありません。

（３）買付け等の価格

普通株式 1 株につき、金 118 円

新株予約権 1 個につき、金 1 円

（４）買付け等の価格の算定根拠等

①算定の基礎

(a) 普通株式

公開買付者は、本公開買付価格の公正性を担保するため、本公開買付価格を決定するにあたり、公開買付者及び対象者から独立した第三者算定機関としてのフィナンシャル・アドバイザーである G P C より株式価格算定書を取得し、参考としております。

G P C は、対象者の株式価値を算定するに際して、対象者より提出された事業計画等を検証のうえ、ディスカунテッド・キャッシュフロー法（以下「D C F 法」といいます。）による算定、対象者が上場会社であることから、最近における株価及び取引量並びに対象者の業績に関する直近の状況を鑑み、対象者普通株式の大阪証券取引所 JASDAQ 市場における基準日現在（平成 23 年 6 月 30 日）の株価並びに当該基準日までの 1 か月、3 か月及び 6 か月における株価終値平均値を基にした時価総額に基づく算定を行うとともに、D C F 法、時価総額及び時価純資産法により算出される数値を幾何平均し、これらの算定方法による数値を総合考慮することにより、株式価値の算定を行っております。なお、対象者の業績の実績値については、平成 23 年 6 月 30 日までの数値が公表されておりますので、D C F 法における過去の対象者の業績についてはかかる公表された実績値を用い、また D C F 法における算定と平仄を合わせるため、時価総額に基づく算定の基準日も平成 23 年 6 月 30 日としております。

将来収益獲得能力に基づき企業価値を評価する手法である D C F 法については、平成 24 年から平成 28 年間の 5 年間の事業計画の最終事業年度である平成 28 年の計画値が永続するものと仮定し、自己資本コスト（利子率及び危険率（リスクプレミアム）に基づき算出されるコスト）と他人資本コスト（追加借入利子率）に基づいて算出した割引率 5.016%により事業計画値を現在価値に割引計算された数値に、基準日現在で保有する剰余資金と有利子負債を加減算することにより算出されております。静的な企業価値算出方法である時価純資産法に関しては、取締役会にて承認された基準日現在の貸借対照表上の純資産額に、保有不動産に係る不動産鑑定評価に基づき把握された評価損益を加味して算出しております。なお、幾何平均とは、各算出数値の積の立方根にて求められる平均方法です。

株式価値算定書によると、対象者の 1 株当たりの株式価値について、D C F 法では 112 円から 137 円、時価総額に基づく算定では 82 円から 117 円とされております。そして、上記手法はいずれも合理的な理論・理由に基づく算定方法であるため、最終的に、対象者の 1 株当たりの株式価値については、2 種の評価結果の最大値と最小値の範囲内であるとして、82 円から 137 円が 1 株当たり株式価値の算定結果として示されております。なお、D C F 法の仲値である 124 円、対象者の基準日現在（平成 23 年 6 月 30 日）の株価（終値）である 87 円及び時価純資産法に基づき算出された 171 円を幾何平均した数値を中間値とし、一定の変動幅を考慮して算出する方法も参考情報として用いておりますが、かかる方法によれば対象者の 1 株当たりの株式価値は 110 円から 135 円とされており、上記最大値及び最小値の範囲に収まるため、上記の算定の妥当性を裏付けております。なお、共同公開買付者は、G P C から、新株予約権に関する算定書は取得しておりません。

本公開買付価格である 1 株当たり 118 円は、かかる株式価値算定書の 82 円から 137 円という算定結果を参考にしながら、過去の発行者以外のものによる株券等の公開買付けの事例において公開買付価格の設定の際に付与されたプレミアムの実例、対象者による本公開買付けへの賛同の可否、対象者株式の市場株価の動向、本公開買付けの見通し等を総合的に勘案し、かつ、対象者との協議・交渉の結果も踏まえたうえで、最終的に決定したものです。

なお、本公開買付価格は、本公開買付けの実施についての公表日の直前営業日である平成 23 年 9 月 14 日の大阪証券取引

所 JASDAQ 市場における対象者株式の終値 77 円、過去 1 か月間の終値の平均値 81.09 円、3 か月間の終値の平均値 83.87 円、6 か月間の終値の平均値 87.06 円に対して、それぞれ、53.25%、45.52%、40.70%、35.54%のプレミアムを付した価格であります。

(b) 新株予約権

本新株予約権は、行使価格が 128 円であり、株式価値算定基準日現在での大阪証券取引所 JASDAQ 市場における対象者株式の株価 87 円を大きく上回っております。このため、対象者提出の事業計画に鑑みて、公開買付者が本公開買付けにより本新株予約権を取得しても、今後も株式価値が行使価格を上回ることを見込めず、これを行使できないおそれがあります。

そこで、本新株予約権に係る本公開買付価格は、1 個当たり 1 円とすることに致しました。

②算定の経緯

RHL は、対象者に対し、対象者におけるインバウンド顧客向けの事業を強化するため、中国の大手 TV ショッピング会社である Acorn 社を紹介して対象者と Acorn 社との業務提携に貢献しました。さらに、かかる提携の一環として平成 21 年 11 月に ACORN 社のグループ会社である AHKHL が対象者の新株 450,000 株及び新株予約権 450 個（当該新株及び当該新株予約権が行使された場合の株式数の合計 900,000 株の所有割合は 11.11%）を引き受けた際、当該提携の紹介者としてまた RH グループと対象者の関係性維持の観点から対象者の新株 350,000 株及び新株予約権 235 個（当該新株及び当該新株予約権が行使された場合の株式数の合計 585,000 株の所有割合は 7.22%）を引き受けました。その後も RHL は、対象者の企業価値の向上のため指導・助言を行ってまいりました。また、旅行業界全体の低迷に加え、平成 23 年 3 月 11 日の東日本大震災の影響も存したことから、対象者の当面の資金繰りを確保するため、TVUL から対象者に対し平成 23 年 5 月 25 日に金 2 億円の融資を、平成 23 年 6 月 25 日には金 1 億円の融資をそれぞれ実行しております。かかる融資に係る各貸付債権は、同年 8 月 31 日付で、TVUL からトラベラー・ホールディングスに譲渡され、現在トラベラー・ホールディングスが債権者となっております。

現在の市場環境は、政府主導の様々な経済政策が奏功したことや、中国を始めとした好調なアジア経済の影響等により緩やかながらも企業収益については回復基調にあるものの、一方で、所得環境が引き続き厳しい状況にあることから内需低迷の長期化やデフレの持続、あるいは急激な円高の進行による輸出環境の悪化、さらには年度末に起きました東日本大震災により国内経済に及ぼす影響は計り知れないものがあり、景気の先行きについては非常に不透明な状況の中で推移しております。

殊に、旅行業界におきましては、一昨年度においては新型インフルエンザの流行の影響、昨年度末からは東日本大震災の影響により旅行を始めとしたレジャー活動の手控えが起こり、今期第 1 四半期の売上は前年同期比 20.9%減と大幅に減少し通期での売上減も避けられないものと予想され、また、次期についても、市場が低迷することが予想されております。

さらに、観光白書および日本政府観光局の統計数値に拠りますと、日本人海外旅行客数は、2000 年度の 1,780 万人をピークに年度ごとの外的要因による増減はあるものの減少傾向にあります。対象者の主力ターゲットである海外団体旅行客の減少、対象者はカタログ及び対面販売を主力にしているところ WEB による旅行予約のシェア拡大により顧客接点が減少していること、おみやげの定番である海外食品が日本国内でも容易に購入可能となり商品価値が低下していることなどから、対象者を取り巻く環境は、ますます厳しい状況に至ることが見込まれます。

このため対象者には、基幹事業である海外渡航関連事業の新規販路開拓を含めた改革に更に傾注するとともに、外的要因に左右されない経営体質を確立し、国内土産販売事業の販売効率を高めていき、生産性の向上を図っていくこと、さらには、ネット化の動きに対応した販売スキームの構築とコスト構造改革の推進等、更なる経営の効率化に努めることが求められます。

このような厳しい環境を踏まえ、RH グループ及び対象者において、勝ち抜き、且つ今後更なる成長を実現するためには、RH グループの経営戦略に沿った迅速かつ的確な意思決定とその実行により、インフルエンザや東日本大震災をはじめとする外部的要因により影響を受けやすい対象者の現在の経営体質を強化していくとともに、国外殊に中国国内におけるビジネススキームを早期に確立することが不可欠であり、そのためには、対象者と RH グループの経営資源をより緊密に連携させることが必要と考えております。そして、このような経営改革は、対象者の顧客に対しても、より満足度の高いサービスを提供できることから有益なものと考えられます。

しかし、このような抜本的な変革を実施するに当たっては、初期的投資費用や構造改革費用等の一時的な費用の発生等も見込まれ、短期的ではあるものの対象者の経営及び業績に大きな影響を与えることから、対象者が上場を維持したままこれらを実行した場合には、対象者の株主の皆様にもマイナスの影響を及ぼす可能性があります。対象者が、中期的な企業価値の

向上という視点に立ち、かかる抜本的な変革を機動的に行うためには、短期的な業績に左右されることなく変革に取り組む必要があり、かかる観点から RH グループの一員として中長期的視野に立った経営改革を進めていくことが対象者の企業価値の向上に資するものと考えられます。

また、対象者は、前述の初期的投資費用や構造改革費用に充てるための資金や、外部的要因による業績の変動に対応するための運転資金など機動的な資金調達が必要ですが、昨今の状況の下では、対象者が上場を維持していくことによる資金調達上のメリットを見出し難く、むしろ、上場に伴う資金調達の規制により、増資等による柔軟かつ機動的な資金調達を図ることが困難な状況にあります。このため、上記規制の伴わない状況のもと RH グループの一員として資金調達を図ることが資金調達の機動性を高める上でメリットがあるものと考えられます。

さらに、対象者は、平成 16 年にジャスダック証券取引所（現大阪証券取引所 JASDAQ 市場）に株式を上場しておりますが、近年、上場を維持するために必要な様々な実務上の負担（株主総会の運営、開示項目の増加への対応 J-SOX への対応、独立取締役の導入等）の増加や、それに伴う人件費等の費用の増加が見込まれており、上場維持コストの面からも上場維持のメリットに疑義が生じているものと考えております。

以上のような状況を踏まえ、RHL は、平成 22 年 10 月頃から、対象者の非上場化を視野に入れて対象者の経営改革について検討を開始し、平成 23 年 1 月末頃に対象者の株主の皆様にはマイナスのリスクが及ぶことを回避しつつ、対象者の中長期的な企業価値の向上実現するためには、公開買付けの手法により、公開買付者が対象者の全株式を取得して非公開化することが最善の手段であると考えに至りました。このため、平成 23 年 1 月末頃より、対象者との間でも対象者の非公開化を前提とした本公開買付けについて協議・検討を行って参りました。

そして、本公開買付けを実行するため、平成 23 年 4 月 19 日には RHL が中国（香港）に保有していた法人について資金調達のためビークルとして利用すべく社名変更を行い TVUL とし、さらに平成 23 年 6 月 8 日には公開買付者であるトラベラー・ホールディングスを設立いたしました。

その後、公開買付者は、本意向表明書を対象者に対して提出し、買付価格等の条件について対象者に提案して参りました。

具体的には、公開買付者は、平成 23 年 8 月 23 日に、対象者及び対象者において設置された第三者委員会に対して、本公開買付けの概要を説明し、意向を表明するとともに、平成 23 年 9 月 7 日に、上記 G P C による株式価値算定の途中経過、対象者の普通株式市場価格の動向、過去の類似の公開買付けの事例において買付け等の価格決定の際に付与されたプレミアムの実例等を総合的に勘案し、対象者に対し公開買付価格を普通株式 1 株当たり 118 円とすることを提案いたしました。

その後、公開買付者は、対象者との間の協議、交渉、並びに本取引に伴うメリットと対象者の普通株式の上場維持の意義等を総合的に勘案して、公開買付者は、平成 23 年 9 月 14 日に、本公開買付けを行うことを決定致しました。

（買付け等の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）

a. 独立した第三者算定機関からの株式算定書の取得

(a) 普通株式

公開買付者は、本公開買付価格の公正性を担保するため、本公開買付価格を決定するにあたり、公開買付者及び対象者から独立した第三者算定機関としてのフィナンシャル・アドバイザーである G P C より株式価格算定書を取得し、参考としております。

G P C は、対象者の株式価値を算定するに際して、対象者より提出された事業計画等を検証のうえ、D C F 法による算定、対象者が上場会社であることから、最近における株価及び取引量並びに対象者の業績に関する直近の状況を鑑み、対象者普通株式の大阪証券取引所 JASDAQ 市場における基準日現在（平成 23 年 6 月 30 日）の株価並びに当該基準日までの 1 か月、3 か月及び 6 か月における株価終値平均値を基にした時価総額に基づく算定を行うとともに、D C F 法、時価総額及び時価純資産法により算出される数値を幾何平均し、これらの算定方法による数値を総合考慮することにより、株式価値の算定を行っております。なお、対象者の業績の実績値については、平成 23 年 6 月 30 日までの数値が公表されておりますので、D C F 法における過去の対象者の業績についてはかかる公表された実績値を用い、また D C F 法における算定と平仄を合わせるため、時価総額に基づく算定の基準日も平成 23 年 6 月 30 日としております。

将来収益獲得能力に基づき企業価値を評価する手法である D C F 法については、平成 24 年から平成 28 年間の 5 年間の事業計画の最終事業年度である平成 28 年の計画値が永続するものと仮定し、自己資本コスト（利子率及び危険率（リスクプレミアム）に基づき算出されるコスト）と他人資本コスト（追加借入利子率）に基づいて算出した割引率 5.016%により事業計画値を現在価値に割引計算された数値に、基準日現在で保有する余剰資金と有利子負債を加減算することにより算出され

ております。静的な企業価値算出方法である時価純資産法に関しては、取締役会にて承認された基準日現在の貸借対照表上の純資産額に、保有不動産に係る不動産鑑定評価に基づき把握された評価損益を加味して算出しております。なお、幾何平均とは、各算出数値の積の立方根にて求められる平均方法です。

株式価値算定書によると、対象者の1株当たりの株式価値について、DCF法では112円から137円、時価総額に基づく算定では82円から117円とされております。そして、上記手法はいずれも合理的な理論・理由に基づく算定方法であるため、最終的に、対象者の1株当たりの株式価値については、2種の評価結果の最大値と最小値の範囲内であるとして、82円から137円が1株当たり株式価値の算定結果として示されております。なお、DCF法の仲値である124円、対象者の基準日現在（平成23年6月30日）の株価（終値）である87円及び時価純資産法に基づき算出された171円を幾何平均した数値を中間値とし、一定の変動幅を考慮して算出する方法も参考情報として用いておりますが、かかる方法によれば対象者の1株当たりの株式価値は110円から135円とされており、上記最大値及び最小値の範囲に収まるため、上記の算定の妥当性を裏付けております。なお、共同公開買付者は、GPCから、新株予約権に関する算定書は取得していません。

本公開買付価格である1株当たり118円は、かかる株式価値算定書の82円から137円という算定結果を参考にしながら、過去の発行者以外のものによる株券等の公開買付けの事例において公開買付価格の設定の際に付与されたプレミアムの実例、対象者による本公開買付けへの賛同の可否、対象者株式の市場株価の動向、本公開買付けの見通し等を総合的に勘案し、かつ、対象者との協議・交渉の結果も踏まえたうえで、最終的に決定したものです。

なお、本公開買付価格は、本公開買付けの実施についての公表日の直前営業日である平成23年9月14日の大阪証券取引所JASDAQ市場における対象者株式の終値77円、過去1か月間の終値の平均値81.09円、3か月間の終値の平均値83.87円、6か月間の終値の平均値87.06円に対して、それぞれ、53.25%、45.52%、40.70%、35.54%のプレミアムを付した価格であります。

(b) 新株予約権

本新株予約権は、行使価格が128円であり、株式価値算定基準日現在での大阪証券取引所JASDAQ市場における対象者株式の株価87円を大きく上回っております。このため、対象者提出の事業計画に鑑みて、公開買付者が本公開買付けにより本新株予約権を取得しても、今後も株式価値が行使価格を上回ることは見込めず、これを行使できないおそれがあります。

そこで、本新株予約権に係る本公開買付価格は、1個当たり1円とすることに致しました。

b. 対象者における第三者算定機関からの算定取得

本件対象者プレスリリースによれば、対象者は、公開買付者から提示された本公開買付価格に係る意思決定の過程における公正性を担保するための措置として、不当に恣意的な判断がなされないよう、対象者及び公開買付者から独立した第三者算定機関であるSPを選定し、対象者の株式価値の算定を依頼し、平成23年9月12日付け株式価値算定書を取得したとのことです。

SPは、対象者の株式価値算定に当たり必要な情報を収集・検討するため、対象者から事業の現状及び将来の事業計画等について資料を取得し、説明を受け、それらの情報を踏まえて市場株価法及びDCF法の各手法を用いて対象者の1株当たり株式価値の算定を実施したとのことであり、それぞれの手法において算定された対象者普通株式1株当たりの株式価値は以下の通りです。なお、対象者は、SPから、新株予約権に関する算定書は取得していません。また、本公開買付価格の公正性に関する意見書（フェアネス・オピニオン）を取得していません。

(i) 市場株価法

対象者の普通株式は、株式市場に上場しており、株価が直接参照可能であるため、市場株価法を採用しました。株式市場株価法では、平成23年9月9日を基準日として、大阪証券取引所JASDAQ市場における対象者普通株式の株価及び出来高の推移を勘案し、異常値がないことを確認した上で、基準日の1株当たり出来高加重平均株価79円、直近1か月間の1株当たり出来高加重平均株価81円、直近3か月間の1株当たり出来高加重平均株価84円、直近6か月間の1株当たり出来高加重平均株価89円を基に、対象者普通株式1株当たりの株式価値の範囲を79円から89円までと分析しています。

(ii) DCF法

DCF法は、評価対象企業の将来キャッシュフローを基礎とするため、対象者の将来の事業活動の状況を算定に反映させることが可能であることからDCF法を採用しました。DCF法では、対象者の事業計画、直近までの業績の動向及び一般に公開された情報等の諸要素を考慮した対象者の収益予想に基づき、対象者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、事業リスク及び財務リスクに応じた割引率（加重平均資本コスト）にて現在価値へ割り引いて企業価値や株式価値を分析し、普通株式1株当たりの株式価値の範囲を96円から189円までと分析しています。算定の前提となる当社の事業計画

については、平常値と異常値の平均が取られております。なお、東日本大震災による国内外の旅行者数の減少が見込まれるため、今期の業績にかかる公表値は前期に比べ低くなっております。

c. その他利益相反を回避するための措置

公開買付者と対象者との利益相反を回避するため、上記の通り、公開買付者及び対象者は、それぞれ別個に、公開買付者及び対象者とは独立した第三者算定機関から対象者の株式価値に関する意見を取得し、買付価格の決定又は本公開買付けに対する賛同の判断にあたりこれを参考にしております。

また、対象者プレスリリースによれば、対象者の取締役である周泰鳳氏は、RHL 及びその子会社の役職員を兼務しており、清水明広氏は、RHL の完全親会社である H&R の子会社の役職員を兼務していることから、利益相反回避の見地から、本公開買付けに係る意見表明の審議及び決議には一切参加しておらず、また、対象者の立場において公開買付者との協議及び交渉には一切参加していないとのことです。

また、対象者プレスリリースによれば、対象者は、周泰鳳氏及び清水明広氏以外の対象者取締役が 1 名しかいないことに鑑み、本公開買付けに関する取締役会の意思決定の公正さを確保し、透明性及び客観性を高めるべく、独立取締役会の決議により、中立かつ公正な第三者による第三者委員会を設けることとし、小磯孝二氏（石澤・神・佐藤法律事務所弁護士）、伊達伸一氏（弁護士法人北浜法律事務所東京事務所弁護士）、大原達朗氏（アルテ監査法人代表社員）の 3 名から構成される独立した第三者委員会を設置し、当該第三者委員会に対し、本諮問事項について諮問し、これらの点についての答申を対象者取締役に提出することを委嘱いたしました。

第三者委員会は、平成 23 年 8 月 23 日から同年 9 月 13 日まで 5 回にわたる会合を開催するとともに、対象者の取締役である清水明広氏、後藤克彦氏及び対象者の監査役である稲見憲男氏並びに公開買付者の関連会社の役員である小野沢隆氏にヒアリング及び質疑応答を行い、S P が作成した対象者株式価値算定書をはじめとする関係資料を精査する等、本諮問事項について対象者の企業価値向上の観点から慎重に協議及び検討を行いました。

第三者委員会は、このような経緯のもとで、本諮問事項について対象者の企業価値向上の観点から慎重に協議及び検討した結果、平成 23 年 9 月 13 日に、対象者に対し、本取引及び本公開買付けは、対象者の企業価値の向上が目的とされ、かつ、公正な手続きと対価の妥当性を通じた株主利益への配慮がなされており、対象者の意思決定が少数株主に不利益でないと認められる旨並びに、よって第三者委員会は本公開買付けに賛同し本取引を実行すること及びその条件は相当であると判断する旨を内容とする答申書を提出いたしました。

かかる答申を踏まえ、平成 23 年 9 月 15 日開催の対象者取締役に周泰鳳氏及び清水明広氏を除く唯一の対象者取締役がその審議及び決議に参加し、本公開買付価格その他の本公開買付けの諸条件は、対象者の株主に対して合理的な価格により対象者普通株式の売却機会を提供するものであり、妥当であると判断し、本公開買付けに対し賛同の意見を表明し、対象者の普通株式については、対象者株主の皆様に応募することを推奨するとの旨、及び、本新株予約権に関して本公開買付けに応募するか否かについては、本新株予約権の保有者の判断に委ねると決議し、対象者の監査役である稲見憲男氏を除く監査役 2 名が上記の取締役に参加し、その 2 名の監査役が異議がないとの意見を述べているとのことです。本新株予約権については、公開買付価格が 1 円とされておりますところ、本新株予約権は、行使価格が 128 円であり、平成 23 年 9 月 14 日現在での JASDAQ 市場における対象者株式の終値 77 円を大きく上回っております。このため、対象者提出の事業計画に鑑みて、共同公開買付者が本公開買付けにより本新株予約権を取得しても、今後も株式価値が行使価格を上回ることとは見込めず、これを行使できないおそれがあります。このような状況に鑑みれば、対象者取締役会は、本新株予約権に関して本公開買付けに応募するか否かについては、本新株予約権の保有者の皆様のご判断に委ねることを決議いたしました。なお、対象者の監査役である稲見憲男氏は、RHL の完全親会社である H&R の子会社の監査役を兼務しているため、利益相反回避の見地から、上記取締役会の上記賛同決議に関する審議及び決議には参加しておりません。

また、対象者では、上記の本公開買付けに係る議案の審議及び決議に先立って、利益相反のおそれのある上記取締役及び監査役を除く対象者の全役員に対して、本公開買付けを含む本取引の概要及び第三者委員会の答申内容について十分な説明がなされております。

③算定機関との関係

公開買付者の第三者算定機関である G P C は、公開買付者の関連当事者には該当せず、その他本公開買付けに関して重要な利害関係を有しません。

(5) 買付予定の株券等の数

買付予定数	買付予定数の下限	買付予定数の上限
7,515,312 (株)	4,893,542 (株)	— (株)

(注1) 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りませんので、買付予定数は、本公開買付けにより公開買付者が取得する対象者の株券等の最大数(株式に換算したもの)を記載しております。なお、当該最大数は、対象者が平成23年8月8日付で提出した第50期第1四半期報告書に記載された平成23年8月8日現在の発行済株式総数(7,428,000株)に、平成23年6月20日付で提出した第49期有価証券報告書に記載された平成23年5月31日現在の本新株予約権の目的となる対象者の普通株式の数(685,000株)を加えた数(8,113,000株)から、本公開買付けを通じて取得する予定のない平成23年8月29日に提出された四半期報告書の訂正報告書(第50期第1四半期)に記載された平成23年6月30日現在の対象者が保有する自己株式数(12,688株)、本日現在RHLが保有する対象者普通株式数(350,000株)及びRHLが所有する新株予約権の目的となる対象者の普通株式の数(235,000株)を控除した株式数(7,515,312株)になります。なお、対象者によれば、第50期第1四半期期間中に本新株予約権の権利行使はなされておらず、本新株予約権の目的となる対象者の普通株式の数及びそれに係る議決権の数は、平成23年5月31日から同年6月30日の間に変動していないとのことです。

(注2) 「買付予定数の下限」は、対象者が平成23年8月8日付で提出した第50期第1四半期報告書に記載された平成23年8月8日現在の発行済株式総数(7,428,000株)に、平成23年6月20日付で提出した第49期有価証券報告書に記載された平成23年5月31日現在の本新株予約権の目的となる対象者の普通株式の数(685,000株)を加えた数(8,113,000株)から、本公開買付けを通じて取得する予定のない対象者が平成23年8月29日付で提出した四半期報告書の訂正報告書(第50期第1四半期)に記載された平成23年6月30日現在の対象者が保有する自己株式数(12,688株)及び、RHLは本新株予約権を行使しないため、RHLが保有する新株予約権の目的となる対象者の普通株式の数(235,000株)も控除した数(7,865,312株)の3分の2の数(5,243,542株)から、RHLが保有する対象者普通株式数(350,000株)を控除した株式数(4,893,542株)になります。

(注3) 応募株券等の数の合計が「買付予定数の下限」(4,893,542株)に満たない場合は、応募株券等の全部の買付け等を行いません。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います。

(注4) 単元未満株式も本公開買付けの対象となります。なお、会社法に従って株主による単元未満株式買取請求権が行使された場合には、対象者は法令の手続きに従い公開買付け期間中に自己の株式を買い取ることがあります。

(注5) 公開買付け期間末日までに本新株予約権が行使された場合には、当該行使により発行又は移転される対象者の普通株式についても本公開買付けの対象とします。

(注6) 本公開買付けを通じて、対象者が所有する自己株式を取得する予定はありません。

(6) 買付け等による株券等所有割合の異動

買付け等前における公開買付者の所有株券等に係る議決権の数	一個	(買付け等前における株券等所有割合 一%)
買付け等前における特別関係者の所有株券等に係る議決権の数	350 個	(買付け等前における株券等所有割合 4.73%)
買付け等後における公開買付者の所有株券等に係る議決権の数	7,403 個	(買付け等後における株券等所有割合 100%)
買付け等後における特別関係者の所有株券等に係る議決権の数	一個	(買付け等後における株券等所有割合 一%)
対象者の総株主等の議決権の数	7,403 個	

(注1) 「対象者の総株主等の議決権の数(平成23年6月30日現在)(個)」は、対象者の第50期第1四半期報告書(平成23年8月8日提出)に記載された平成23年6月30日現在の総株主の議決権の数です。

(注2) 「買付け等前における株券等所有割合」及び「買付け等後における株券等所有割合」については、小数点以下第三位を四捨五入しています。

(7) 買付代金 886,806,816 円

(注) 「買付代金(円)(a)」欄には、本公開買付けの買付予定数(7,515,312株)に1株当たりの買付価格(118円)を

乗じた金額を記載しています。

(8) 決済の方法

- ①買付け等の決済をする金融商品取引業者・銀行等の名称及び本店の所在地
株式会社SBI証券 東京都港区六本木一丁目6番1号

- ②決済の開始日 平成23年11月22日(火曜日)

③決済の方法

公開買付期間終了後遅滞なく、本公開買付けによる買付け等の通知書を応募株主等(外国人株主等の場合はその常任代理人)の住所又は所在地宛に郵送します。

買付け等は、現金にて行います。買い付けられた株券等に係る売却代金は、応募株主等(外国人株主等の場合はその常任代理人)の指示により、決済の開始日以後遅滞なく、公開買付代理人から応募株主等(外国人株主等の場合はその常任代理人)の指定した場所へ送金します。

④株券等の返還方法

後記「(9) その他買付け等の条件及び方法」の「①法第27条の13第4項各号に掲げる条件の有無及び内容」又は「②公開買付けの撤回等の条件の有無、その内容及び撤回等の開示の方法」に記載の条件に基づき応募株券等を買付けしないこととなった場合には、決済の開始日(本公開買付けの撤回等を行った場合は撤回等を行った日)以降遅滞なく、返還すべき株券等を応募が行われた直前の記録に戻すことにより返還します。

(9) その他買付け等の条件及び方法

①法第27条の13第4項各号に掲げる条件の有無及び内容

応募株券等の総数が「買付予定数の下限」(4,893,542株)に満たないときは、応募株券等の全部の買付けを行いません。応募株券等の総数が買付予定数の下限以上の場合には、応募株券等の全部の買付けを行います。

②公開買付けの撤回等の条件の有無、その内容及び撤回等の開示の方法

令第14条第1項第1号イ乃至リ及びワ乃至ソ、第3号イ乃至チ並びに同条第2項第3号乃至第6号に定める事情のいずれかが発生した場合は、本公開買付けの撤回等を行うことがあります。撤回等を行おうとする場合は、電子公告を行い、その旨を日本経済新聞に掲載します。ただし、公開買付期間末日までに公告を行うことが困難である場合には、府令第20条に規定する方法により公表し、その後直ちに公告を行います。

③買付け等の価格の引下げの条件の有無、その内容及び引下げの開示の方法

法第27条の6第1項第1号の規定により、公開買付期間中に対象者が令第13条第1項に定める行為を行った場合には、府令第19条第1項に定める基準に従い、買付け等の価格の引下げを行うことがあります。買付け等の価格の引下げを行おうとする場合は、電子公告を行い、その旨を日本経済新聞に掲載します。ただし、公開買付期間末日までに公告を行うことが困難である場合には、府令第20条に規定する方法により公表し、その後直ちに公告を行います。買付け等の価格の引下げがなされた場合、当該公告が行われた日以前の応募株券等についても、引下げ後の買付け等の価格により買付け等を行います。

④応募株主等の契約の解除権についての事項

応募株主等は、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。

契約の解除をする場合には、公開買付代理人のホームページ(<http://www.sbisec.co.jp>)に記載される方法(お取扱店への連絡による手続)によって公開買付期間の末日の午後3時までに、解除手続を行ってください。

また、同社の本店又は国内営業部店に開設された対面取引口座経由で応募された契約の解除をする場合は、公開買付期間の末日の午後3時までに、下記に指定する者の本店又は国内各営業部店に公開買付応募申込受付票(交付されている場合)を添付のうえ、本公開買付けに係る契約の解除を行う旨の書面(以下「解除書面」といいます。)を交付して下さい。但し、送付の場合は、解除書面が、公開買付代理人の本店又は国内営業部店に対し、公開買付期間の末日の午後3時までに到達す

ることを条件とします。

解除書面を受領する権限を有する者

株式会社SBI証券 東京都港区六本木一丁目6番1号

(その他の同社の国内各営業部店)

なお、公開買付者は、応募株主等による契約の解除があった場合においても、損害賠償又は違約金の支払いを応募株主等に請求することはありません。また、保管した応募株券等の返還に要する費用も公開買付者の負担とします。

⑤買付条件等の変更をした場合の開示の方法

買付条件等の変更を行おうとする場合は、その変更の内容等につき電子公告を行い、その旨を日本経済新聞に掲載します。ただし、公開買付期間末日までに公告を行うことが困難である場合には、府令第20条に規定する方法により公表し、その後直ちに公告を行います。買付条件等の変更がなされた場合、当該公告が行われた日以前の応募株券等についても、変更後の買付条件等により買付け等を行います。

⑥訂正届出書を提出した場合の開示の方法

訂正届出書を関東財務局長に提出した場合は、直ちに、訂正届出書に記載した内容のうち公開買付開始公告に記載した内容に係るものを、府令第20条に規定する方法により公表します。また、直ちに公開買付説明書を訂正し、かつ、既に公開買付説明書を交付している応募株主等に対しては、訂正した公開買付説明書を交付して訂正します。ただし、訂正の範囲が小範囲に止まる場合には、訂正の理由、訂正した事項及び訂正後の内容を記載した書面を作成し、その書面を応募株主等に交付することにより訂正します。

⑦公開買付けの結果の開示の方法

本公開買付けの結果については、公開買付期間末日の翌日に、令第9条の4及び府令第30条の2に規定する方法により公表します。

⑧その他

本公開買付けは、直接間接を問わず、米国内において又は米国に向けて行われるものではなく、また米国の郵便その他の州際通商又は国際通商の方法・手段（電話、テレックス、ファクシミリ、電子メール、インターネット通信を含みますが、これらに限りません。）を使用して行われるものではなく、さらに米国内の証券取引所施設を通じて行われるものでもありません。上記方法・手段により、若しくは上記施設を通じて、又は米国内から本公開買付けに応募することはできません。

また、本公開買付届出書又は関連する買付書類はいずれも、米国内において若しくは米国に向けて、又は米国内から、郵送その他の方法によって送付又は配布されるものではなく、かかる送付又は配布を行うことはできません。上記制限に直接又は間接に違反する本公開買付けへの応募はお受けしません。

本公開買付けの応募に際し、応募株主等（外国人株主の場合はその常任代理人）は公開買付代理人に対し、以下の旨の表明及び保証を行うことを求められることがあります。

- a. 応募株主等が応募の時点及び公開買付応募申込書送付の時点のいずれにおいても、米国に所在していないこと。
- b. 本公開買付けに関するいかなる情報（その写しを含みます。）も、直接間接を問わず、米国内において若しくは米国に向けて、又は米国内から、これを受領したり送付したりしていないこと。
- c. 買付け又は公開買付応募申込書の署名交付に関して、直接間接を問わず、米国の郵便その他の州際通商若しくは国際通商の方法・手段（電話、テレックス、ファクシミリ、電子メール、インターネット通信を含みますが、これらに限りません。）又は米国内の証券取引所施設を使用していないこと。
- d. 他の者の裁量権のない代理人又は受託者・受任者として行動する者でないこと（当該他の者が買付けに関する全ての指示を米国外から与えている場合を除きます。）。

(10) 公開買付開始公告日

平成23年9月15日（木曜日）

3. 公開買付け後の方針等及び今後の見通し

本公開買付け後の方針等については、上記「1. 買付け等の目的」「(2) 本公開買付けの実施を実施する背景及び理由」、「(4) 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）」及び「(5) 上場廃止となる見込み及びその理由」をご参照ください。

4. その他

(1) 公開買付者と対象者又はその役員との間の合意の有無及び内容

①公開買付者と対象者又はその役員との間の合意の有無及び内容

対象者プレスリリースによれば、対象者の取締役である周泰鳳氏は、RHL 及びその子会社の役職員を兼務しており、清水明広氏は、RHL の完全親会社である H&R の子会社の役職員を兼務していることから、利益相反回避の見地から、本公開買付けに係る意見表明の審議及び決議には一切参加しておらず、また、対象者の立場において公開買付者との協議及び交渉には一切参加していないとのことです。

また、対象者プレスリリースによれば、対象者は、周泰鳳氏及び清水明広氏以外の対象者取締役が 1 名しかいないことに鑑み、本公開買付けに関する取締役会の意思決定の公正さを確保し、透明性及び客観性を高めるべく、独立取締役会の決議により、中立かつ公正な第三者による第三者委員会を設けることとし、小磯孝二氏（石澤・神・佐藤法律事務所弁護士）、伊達伸一氏（弁護士法人北浜法律事務所東京事務所弁護士）、大原達朗氏（アルテ監査法人代表社員）の 3 名から構成される第三者委員会を設置し、当該第三者委員会に対し、本諮問事項について諮問し、これらの点についての答申を対象者取締役会に提出することを委嘱いたしました。

第三者委員会は、平成 23 年 8 月 23 日から同年 9 月 13 日まで 5 回にわたる会合を開催するとともに、対象者の取締役である清水明広氏、後藤克彦氏及び対象者の監査役である稲見憲男氏並びに公開買付者の関連会社の役員である小野沢隆氏にヒアリング及び質疑応答を行い、SP が作成した対象者株式価値算定書をはじめとする関係資料を精査する等、本諮問事項について対象者の企業価値向上の観点から慎重に協議及び検討を行いました。

第三者委員会は、このような経緯のもとで、本諮問事項について対象者の企業価値向上の観点から慎重に協議及び検討した結果、平成 23 年 9 月 13 日に、対象者に対し、本取引及び本公開買付けは、対象者の企業価値の向上が目的とされ、かつ、公正な手続きと対価の妥当性を通じた株主利益への配慮がなされており、対象者の意思決定が少数株主に不利益でないと認められる旨並びに、よって第三者委員会は本公開買付けに賛同し本取引を実行すること及びその条件は相当であると判断する旨を内容とする答申書を提出いたしました。

かかる答申を踏まえ、平成 23 年 9 月 15 日開催の対象者取締役会には周泰鳳氏及び清水明広氏を除く唯一の対象者取締役がその審議及び決議に参加し、本公開買付け価格その他の本公開買付けの諸条件は、対象者の株主に対して合理的な価格により対象者普通株式の売却機会を提供するものであり、妥当であると判断し、本公開買付けに対し賛同の意見を表明し、対象者の普通株式については、対象者株主の皆様に応募することを推奨するとの旨、及び、本新株予約権に関して本公開買付けに応募するか否かについては、本新株予約権の保有者の判断に委ねると決議し、対象者の監査役である稲見憲男氏を除く監査役 2 名が上記の取締役会に参加し、その 2 名の監査役が異議がないとの意見を述べているとのことです。本新株予約権については、公開買付け価格が 1 円とされておりますところ、本新株予約権は、行使価格が 128 円であり、平成 23 年 9 月 14 日現在の JASDAQ 市場における対象者株式の終値 77 円を大きく上回っております。このため、対象者提出の事業計画に鑑みて、共同公開買付者が本公開買付けにより本新株予約権を取得しても、今後も株式価値が行使価格を上回ることを見込まず、これを行使できないおそれがあります。このような状況に鑑みれば、対象者取締役会は、本新株予約権に関して本公開買付けに応募するか否かについては、本新株予約権の保有者の皆様のご判断に委ねることを決議いたしました。なお、対象者の監査役である稲見憲男氏は、RHL の完全親会社である H&R の子会社の監査役を兼務しているため、利益相反回避の見地から、上記取締役会の上記賛同決議に関する審議及び決議には参加しておりません。

また、対象者では、上記の本公開買付けに係る議案の審議及び決議に先立って、利益相反のおそれのある上記取締役及び監査役を除く対象者の全役員に対して、本公開買付けを含む本取引の概要及び第三者委員会の答申内容について十分な説明がなされております。

②本公開買付けを実施する背景及び理由、意思決定の過程並びに本公開買付け後の経営方針

上記「１．買付け等の目的」「（２）本公開買付けの実施を実施する背景及び理由」をご参照ください。

③買付け等の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

上記「１．買付け等の目的」「（３）買付け等の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」をご参照ください。

（２）投資者が買付け等への応募の是非を判断するために必要と判断されるその他の情報

該当事項はありません。