

【表紙】

【提出書類】	意見表明報告書の訂正報告書
【提出先】	関東財務局長
【提出日】	平成25年 4月12日
【報告者の名称】	株式会社西武ホールディングス
【報告者の所在地】	東京都豊島区南池袋一丁目16番15号 (注) 本社業務は下記の本社事務所で行っております。 埼玉県所沢市くすのき台一丁目11番地の1 (本社事務所)
【最寄りの連絡場所】	埼玉県所沢市くすのき台一丁目11番地の1
【電話番号】	04 - 2926 - 2625
【事務連絡者氏名】	西井 知之
【縦覧に供する場所】	株式会社西武ホールディングス (東京都豊島区南池袋一丁目16番15号)

1【意見表明報告書の訂正報告書の提出理由】

当社は、平成25年3月26日付で提出しました意見表明報告書の記載内容の一部に、訂正すべき事項が生じたので、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。）第27条の10第8項において準用する第27条の8第2項の規定により、意見表明報告書の訂正報告書を提出するものであります。

2【訂正事項】

3 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
- (2) 意見の根拠及び理由（標題のみ）
- (3) 終わりに

3【訂正前の内容及び訂正後の内容】

3【当該公開買付けに関する意見の内容、根拠及び理由】

訂正箇所には下線を付しております。

< 訂正前 >

(1) 意見の内容

株式会社西武ホールディングス（以下「当社」といいます。）は、平成25年3月26日の取締役会において、エス・エイチ・ジャパン・エルピー（以下「公開買付者」といいます。）が平成25年3月12日付で開始した当社株式の一部の買付けを目的とした公開買付け（以下「本公開買付け」といいます。）について、当社経営の最優先課題である早期における良い形での株式上場を阻害する要因となる可能性があること、公開買付者が帰属するサーベラス・グループの当社の今後の経営に対する考え方は当社のステークホルダーの皆様の利益、ひいては当社の中長期的な企業価値を毀損するおそれがあると考えられること等の理由から、本公開買付けに対して反対の意見を表明することを決議いたしました。したがって、当社としては、株主の皆様の本公開買付けへの応募を推奨いたしません。

（中略）

(2) 意見の根拠及び理由

（後略）

<訂正後>

(1) 意見の内容

株式会社西武ホールディングス（以下「当社」といいます。）は、平成25年3月26日の取締役会において、エス・エイチ・ジャパン・エルピー（以下「公開買付者」といいます。）が平成25年3月12日付で開始した当社株式の一部の買付けを目的とした公開買付け（以下「本公開買付け」といいます。）について、当社経営の最優先課題である早期における良い形での株式上場を阻害する要因となる可能性があること、公開買付者が帰属するサーベラス・グループの当社の今後の経営に対する考え方は当社のステークホルダーの皆様の利益、ひいては当社の中長期的な企業価値を毀損するおそれがあると考えられること等の理由から、本公開買付けに対して反対の意見を表明することを決議いたしました。したがって、当社としては、株主の皆様の本公開買付けへの応募を推奨いたしません。

その後、当社は、平成25年4月5日までの間にサーベラス・グループが行った以下(3) - に記載する本公開買付けの条件変更等に対応して、当社の本公開買付けに対する意見について、再度真摯に検討いたしました。

そして、当社は、平成25年4月12日開催の取締役会において、以下(3)に記載する根拠及び理由に基づき、上記3月26日開催の当社取締役会で決議した反対意見表明の内容を維持するにとどまらず、本公開買付けに対して、一層強く、反対の意見を表明することを決議いたしました。

なお、当社としては、サーベラス・グループの議決権保有割合が高まることを通じて、サーベラス・グループが当社の経営を実質的に支配することには反対ですので、当社の意見にご賛同いただける株主の皆様におかれましては、くれぐれも本公開買付けに応募されることのないようお願い申し上げます。また、既に本公開買付けに応募されてしまった株主の皆様につきましても、当社の意見にご賛同いただける場合は、公開買付け期間中においては、いつでも本公開買付けに係る応募を解除することができますので、速やかに本公開買付けに係る応募を解除していただきますようお願い申し上げます。

（中略）

(2) 平成25年3月26日付取締役会決議に基づく意見の根拠及び理由

（後略）

<訂正前>

(3) 終わりに

上記のとおり、当社は、本公開買付けは、結果的に、当社の株主の皆様を利益を侵害する懸念が大きいと判断し、本公開買付けに対して反対いたします。したがって、当社としては、株主の皆様の本公開買付けへの応募を推奨いたしません。

なお、サーベラス・グループとは大株主として長年にわたり様々な協議をしていることから、当社取締役会として、本公開買付けへの賛否を検討するために必要な情報は十分有していること、また、応募するかどうかを熟慮して決めるために早く当社の意見を知られたいとの要望を多くの株主からいただいていることから、当社取締役会は、下記7.において公開買付け者への質問を行っているものの、その回答を待たず意見表明を行うこととしました。なお、上記質問の回答については内容を十分検討し、検討の結果本報告書の内容を修正する必要があるれば、速やかに訂正意見表明報告書を提出いたします。

<訂正後>

(3)は、訂正前の記載を全て削除し、これに代えて、以下の内容を記載いたします。なお、訂正後の(3)は、全て新たな記載ですので、下線は付しておりません。

(3) 本公開買付けの条件変更等を踏まえた意見の内容、根拠及び理由

平成25年4月12日付取締役会決議に基づく意見の内容

- 本公開買付け開始以降の公開買付け者による開示等の概要

本公開買付け開始後のサーベラス・グループによる本公開買付けに関する重要な開示及び公開買付けの条件等の変更のうち、当社が把握している事項は、以下のとおりです（以下「本公開買付けの条件変更等」といいます。）。

- 平成25年4月2日：対質問回答報告書（以下「買付者質問回答書」といいます。）を提出
- 平成25年4月2日：「株式会社西武ホールディングスによる意見表明に関するサーベラス・グループの回答等について」（以下「4月2日付買付者プレス」といいます。）を公表
- 平成25年4月5日：公開買付け条件等の変更の公告を行い、本公開買付けの買付け等の期間及び買付予定数の上限等を変更
- 平成25年4月5日：本公開買付け届出書の訂正届出書（以下「買付者訂正届出書」といいます。）を提出
- 平成25年4月5日：「公開買付け届出書の訂正届出書の提出に関するお知らせ」を公表

- 本公開買付けの条件変更等を踏まえた意見の内容

ア 4月12日付反対意見表明の内容

当社は、本公開買付けの条件変更等に対応して、平成25年4月11日及び同年4月12日開催の各取締役会において、買付者質問回答書、買付者訂正届出書に記載された本公開買付けの条件変更等の内容、目的等を踏まえ、当社の本公開買付けに対する意見について、その変更の要否も含め、再度真摯に検討いたしました。

そして、当社は、平成25年4月12日開催の取締役会において、以下イ及びウに記載する検討結果に基づき、同年3月26日開催の当社取締役会で決議した反対意見表明（以下「3月26日付反対意見表明」といいます。）の内容を維持するとともに、本公開買付けに対して、一層強く、反対の意見を表明することを決議いたしました。

なお、当社は「上場に向けたガバナンス推進有識者会議」から、平成25年4月11日付で、サーベラス・グループが、本公開買付けの条件変更等により、当社の経営に対する影響力の強化を意図していることは明らかであり、当社の担う高度の公共性、長期的視点での経営の必要性に鑑みると、サーベラス・グループが大きな影響力を持つことは適当でなく、同年3月19日付の意見から引き続き本公開買付けには反対である旨、助言を得ております。

以下でご説明するとおり、当社としては、サーベラス・グループの議決権保有割合が高まることを通じて、サーベラス・グループが当社の経営を実質的に支配することには反対ですので、当社の意見にご賛同いただける株主の皆様におかれましては、くれぐれも本公開買付けに応募されることのないようお願い申し上げます。また、既に本公開買付けに応募されてしまった株主の皆様につきましても、当社の意見にご賛同いただける場合は、公開買付け期間中においては、いつでも本公開買付けに係る応募を解除することができますので、速やかに本公開買付けに係る応募を解除していただきますようお願い申し上げます（以下、上記反対意見の表明を「4月12日付反対意見表明」といいます。）。

(注) 応募の解除の具体的な方法については、本公開買付け届出書第1の7 [応募及び契約の解除の方法] の(2) [契約の解除の方法] に記載されています。

イ 3月26日付反対意見表明の根拠及び理由の更なる検討

まず、当社は、3月26日付反対意見表明に対して、サーベラス・グループが、4月2日付買付者プレス、買付者質問回答書及び買付者訂正届出書等において行った反論、主張及び回答が、3月26日付反対意見表明の根拠及び理由

(上記(2))を覆すものではなく、当社の反対意見を変更する必要は全くないことを確認しました。むしろ、サーベラス・グループによる反論、主張及び回答の内容には、事実と異なる点が複数存在するため、本訂正意見表明において、まずは、当社がサーベラス・グループによる本公開買付けに反対する理由を、改めて具体的事実即して補足するとともに、当社がサーベラス・グループによる本公開買付けに対して強く抱いている根本的な懸念をご説明する必要があると判断いたしました(以下 参照)。

ウ 本公開買付けの条件変更等の目的・影響等の検証

さらに、当社取締役会は、買付者訂正届出書が提出された経緯及び内容、とりわけ買付者訂正届出書から読み取ることができる本公開買付けの真の目的を真摯に検討いたしました。その結果、3月26日付反対意見表明の根拠及び理由(上記(2))に加えて、本公開買付け及びサーベラス・グループには、以下()及び()に記載するような重大な問題があると判断いたしました。そのため、当社は、3月26日付反対意見表明の内容を維持するにとどまらず、本公開買付けに対して、一層強く、反対の意見を表明する必要があるとの結論に至りました。

() 本公開買付けの条件変更等により、サーベラス・グループが、(a)株主総会において実際に行使される議決権の割合に鑑みると、当社に対する議決権保有割合を44.67%に高めることで、実質的には当社の議決権の過半数を取得しようとしていること、また、(b)サーベラス・グループ推薦の取締役を当社の定款の定める取締役の上限の半数(次回の当社定時株主総会においてサーベラス・グループが推薦する取締役以外の取締役が選任されないとした場合における同総会終結時の当社取締役数を基準とすれば、過半数)として、当社取締役会の意思決定を支配しようとしていることが明らかとなりました。この結果、平成25年3月26日付で当社が公表した意見表明報告書(以下「3月26日付意見表明報告書」といいます。)の(2)の「 早期における良い形での株式上場の阻害」及び「 企業価値毀損のおそれ」において記載したかねてより当社の抱いていた懸念が一層強まり、本公開買付けが、当社のステークホルダーの皆様の利益、ひいては当社の中長期的な企業価値を毀損するおそれが、一層高まったと考えられます(以下 参照)。

() 本公開買付け開始から本公開買付けの条件変更等までのサーベラス・グループの対応及び開示内容から、本公開買付けの開示その他の実施方法は不適切であると判断されます(以下 参照)。

エ サーベラス・グループによる取締役・監査役の推薦に関する意見

サーベラス・グループは、本公開買付けの条件変更等の中で、取締役候補者8名及び監査役候補者2名の推薦に関しても言及しています。しかしながら、今回の推薦は、以下に記載のとおり、3月26日付反対意見表明時に当社が指摘した「当社の考える早期における良い形での株式上場に非協力的であり、かつ、当社の企業価値の中長期的な向上への視点を欠いていると考えられる、サーベラス・グループの意向の影響を受けている可能性を完全には否定することができない方々を当社の取締役・監査役に選任することは、株主の皆様及び当社にとって望ましいことではない」という根本的な考え方にに基づき改めて反対すべきであるばかりか、今回推薦された方の中には、一見して明らかにサーベラス・グループから独立しているとはいえない方が含まれている上、今回の推薦自体が当社取締役会においてサーベラス・グループ推薦の取締役を少なくとも半数として、当社取締役会の意思決定を支配するための数合わせとしか考えられないことから、当社として一層受け入れることはできません。したがって、当社として、サーベラス・グループによる役員推薦については、3月26日付反対意見表明と同様に、反対いたします。

サーベラス・グループが当社の経営に大きな影響を及ぼすことへの懸念及びその根拠

当社は、3月26日付反対意見表明において、本公開買付けの目的に関し、「当社とサーベラス・グループとの間で、当社の今後の経営方針に関し、意見の食い違いがある部分について、サーベラス・グループの主張が採用されるようにすることが本公開買付けの目的と解するのが合理的である」と判断した上で、過去の経緯からも、サーベラス・グループが、当社の経営に対する影響力を強めることにより、当社経営の最優先課題である早期における良い形での株式上場を阻害する要因となる可能性があること、当社のステークホルダーの皆様利益、ひいては当社の中長期的な企業価値を毀損するおそれがあると考えられること等の理由から、サーベラス・グループが当社の経営に大きな影響を及ぼすことを懸念し、本公開買付けに対して反対の意見を表明することを決議いたしました。

その後、公開買付者より、3月26日付反対意見表明及び3月26日付意見表明報告書における当社の質問に対する反論、主張及び回答が、4月2日付買付者プレス及び買付者質問回答書等において公表されておりますが、事実と異なる点が複数存在することから、当社がサーベラス・グループによる本公開買付けに反対する理由を、改めて具体的事実に基づき補足・敷衍するとともに、当社がサーベラス・グループによる本公開買付けに対して、強く抱いている根本的な懸念をご説明いたします。

サーベラス・グループが当社に要求してきた事項及びその問題点

以下のとおり、サーベラス・グループは、複数の証券会社による当社株式の初期的な上場時の想定価値評価（バリュエーション）（以下「初期的上場バリュエーション」といいます。）に対して不満を持っており（以下ア参照）、これを自らの考える水準へと引き上げるべく、当社の中長期的な企業価値を毀損するおそれのある事項も含めて、要求事項を提案し、その実行を要求するとともに、対外的な開示を求めてきました。このように、サーベラス・グループは、自己の利益のためであれば当社の中長期的な企業価値を毀損するおそれのある提案を行うことも辞さないものです（以下イ参照）。

ア 複数の証券会社による当社株式の初期的上場バリュエーションに対し、サーベラス・グループが表明した不満

サーベラス・グループは、平成24年10月12日付のサーベラス・キャピタル・マネジメント・エルピーのCEOであるスティーブン・エイ・ファインバーグ氏（以下「ファインバーグ氏」といいます。）から当社代表取締役社長後藤に宛てたレターにおいて、同年10月4日から同月9日にかけてサーベラス・グループが複数の証券会社から説明を受けた当社株式の初期的上場バリュエーションについて、「西武がその現在の本質的な価値及びその莫大な潜在的な価値について十分な評価を得ていないのは、明らかです。これでは、引受証券会社及びターゲットとなる投資家に対して、西武の本来の市場価値をより適切に伝え、提示できるようになるまでは、西武の上場を達成することはできません。」と記載し、複数の証券会社による当社株式の初期的上場バリュエーションについて不満を表明しました。

イ サーベラス・グループからの不要路線の廃止等の要求について

そして、サーベラス・グループは、平成24年10月12日付レターにおいて、上記のとおり、証券会社による当社株式の初期的上場バリュエーションについて不満を述べるとともに、「経営改善の継続について」という項目の中で、「別表B（注：平成24年10月12日付レターに添付された表）は、我々（注：サーベラス・グループ）が推奨するいくつかのイニシアティブの詳細を示しています」として、当社株式の初期的上場バリュエーションを引き上げるため、当社の経営に関する施策を提案してきました。その上で、サーベラス・グループは、「西武にとって重要なことは、今日までになされた継続的な改善プログラムの成功、及び、別表Bに詳細が記載された新たなイニシアティブを効果的に開示し、伝えることです」として、サーベラス・グループが推奨するイニシアティブ（新たな取り組み）（以下「サーベラス要求事項」といいます。）を対外的に開示することを当社に対して求めました。

上記の平成24年10月12日付レターの別表Bで推奨されているサーベラス要求事項の中には、以下の施策が含まれておりますが、これらは特に当社の中長期的な企業価値を毀損するおそれが極めて高いと考えております。

- 多摩川線、山口線、国分寺線・多摩湖線、西武秩父線を「その他の不要路線」（英文では“Eliminate Redundant Lines”と表現）として位置づけ
- 西武ライオンズについて、売却の選択肢（英文では“Most likely Sell Seibu Lions”と表現）があることを明記
- ホテル・レジャー事業における「客室・レストランのサービス料の値上げ」、「ゴルフ場の売却（英文では“Assess Sale or Spin Off of Golf”と表現）」など

さらに、サーベラス・グループは、平成25年1月11日付のファインバーグ氏から当社代表取締役社長後藤に宛てたレターにおいて、平成24年10月12日付レターについて、サーベラス・グループから当社への「要請」と自ら位置付け、以下のとおり、当社に対してサーベラス要求事項の実施を強く求めてきました。

- 「私（注：ファインバーグ氏）が従前のレター（注：平成24年10月12日付レター）において詳述したとおり、現在の経営改善計画（注：グループ中期事業計画（2012年度～2014年度））の促進及び拡充には、上場手続に先立ち西武が実施することが必要であり、かつ賢明であると我々（注：サーベラス・グループ）が確信する数多くのアクションが含まれています。」
- 「本レター及び私の従前のレター（注：平成24年10月12日付レター）において要点を示した措置を実施することを確約しなければなりません」
- 「私のレターにおいて提示した内容を貴殿とそのチームが即座に受け入れることを期待します。」

しかし、当社は、当時においても現在と同様に、当社の株主、お客さま、債権者、当社の従業員等すべてのステークホルダーの皆様の利益の向上の実現のため、公共性及び社会的使命を十分認識した上での経営改善に取り組んでおりましたので、サーベラス要求事項のうち、当社の中長期的な企業価値を毀損するおそれのある施策の実施については、到底受け入れることはできませんでした。

なお、この点について、サーベラス・グループは、4月2日付買付者プレスにおいて、本公開買付けに関する提案は、当社株式の買増し並びに当社及びサーベラス・グループの双方からの独立性を有する取締役ないしは監査役の追加選任のみであり、不採算路線の廃止や球団の売却等を含む特定の政策の実行を提案しているわけではない旨主張しています。しかし、サーベラス・グループは、サーベラス要求事項を、単に「本公開買付の目的としていない」としているのみであり、かつ、サーベラス・グループの推薦する取締役も含めて「是々非々の立場で徹底した議論がなされ、それに基づき策定・実行等されていくものであると考えており」としており、当社の中長期的な企業価値を毀損するおそれのあるサーベラス要求事項への懸念を当社が明確に示した3月26日付反対意見表明後も、引き続きサーベラス・グループが推薦する取締役との協議事項として位置づけているように、サーベラス要求事項自体を撤回したという事実はありません。また、4月2日付買付者プレスにおいて不採算路線や球団の取扱いについて「対象会社との間で検討の対象となった経緯はあるものの」とあたかも当社が検討を行ったかのような主張をしておりますが、こうした事実も一切ありません。

ウ サーベラス・グループの情報開示に対する不適切な姿勢

サーベラス・グループは、平成24年10月12日付レターにおいて、「品川及び高輪については、西武の事業計画における資産のEBITDA（注：償却前営業利益）及び将来の開発に関する高次元な詳細及びパラメーター（FARR（床面積率）、オフィス、住居、リテール、ホテルのGFA（総床面積）、想定賃料、開発コストに関する想定されるレンジ等）が開示され、投資家に対して、適切及び明確に提供される必要があります」としており、基本方針すら何ら具体的に定まっていない品川及び高輪についての将来の開発についてまで開示することを求めました。サーベ

ラス・グループは、上記のような開示をすることにより初期的上場バリュエーションをつり上げることを意図していたものと思われませんが、上記の品川及び高輪の将来の開発計画はごく初期的な段階にしかありませんでしたので、当社は、この要求を拒絶しました。

当社の情報開示姿勢について、サーベラス・グループは、4月2日付買付者プレスにおいて「むしろ適時・適切な情報開示を行う必要が高い状況にあり、仮に適時・適切な情報開示が行われていないとすれば、それはコーポレート・ガバナンス及び内部統制の強化の必要性を基礎付けるのではないかと考えられます」と主張しています。

しかし、当社は、「(仮称)紀尾井町計画」のように開発計画の基本方針を決定したのものについては適時・適切に開示してきており、引き続き適時・適切な開示を実施していく所存ですが、行政や関係者との協議も進んでおらず、基本方針すら何ら具体的に定まっていない将来の計画を開示し、投資家に訴求することは、その判断に混乱を生じさせるだけでなく、中長期的には当社の開示、ひいては当社の信頼性・評価を損ない、当社の企業価値を毀損するおそれがあり、コンプライアンス上重大な問題もあると考えております。当社は、このような不適切な情報開示を拒絶できることが、むしろ、当社のコーポレート・ガバナンス及び内部統制に問題がないことを裏付けていると考えており、また、逆に、自己の利益の実現のためにこのような不適切な情報開示を求めるサーベラス・グループの姿勢に強い疑義を感じております。

- サーベラス・グループと当社とのこれまでのコミュニケーション

ア コミュニケーションの経緯

サーベラス・グループは、4月2日付買付者プレスにおいて、「平成24年5月頃から株式上場に向けたサーベラス・グループとのコミュニケーションを行われなくなり、サーベラス・グループは、対象者の株式上場に向けた取り組みに関与させて頂けなくなってしまいました。」と主張していますが、当社は、サーベラス・グループと、公正な上場プロセスとなる範囲で協議を継続してきており、サーベラス・グループが主張するようにサーベラス・グループとのコミュニケーションを断絶させた事実はありません。

すなわち、当社は、株式上場の準備にあたっては、法令や株式会社東京証券取引所(以下「東証」といいます。)のガイドライン等に従い、多方面から指導を受けながら、コンプライアンス上、万全を期して公正・適正に手続きを進めております。サーベラス・グループとの協議、連絡等についても、従来から公正な上場プロセスの範囲で、継続的に行ってまいりました。

過去におけるサーベラス・グループとの主要なコミュニケーションの経緯は以下のとおりです。

- 平成23年6月：サーベラス・グループ(サーベラス・キャピタル・マネジメント・エルピーのシニア・マネージング・ディレクターであるルイス・ジェイ・フォスター氏(以下「フォスター氏」といいます。)、株式会社サーベラスジャパン(以下「サーベラスジャパン」といいます。))取締役社長鈴木喜輝氏(以下「鈴木社長」といいます。))と当社代表取締役社長後藤及び取締役常務執行役員高橋らとの面談において、サーベラス・グループが当社に対して、早期上場を強く要請
- 平成24年2月：サーベラス・グループ(フォスター氏、鈴木社長)と当社代表取締役社長後藤、取締役常務執行役員高橋との面談において、サーベラス・グループが再度早期上場を要請
- 同年3月：サーベラス・グループ(ファインバーグ氏、サーベラス・キャピタル・マネジメント・エルピーのCOOであるマーク・エイ・ネポレント氏、サーベラス・キャピタル・マネジメント・エルピーのシニア・アドバイザーであるロバート・ナルデリ氏(以下「ナルデリ氏」といいます。)、鈴木社長ら)と当社代表取締役社長後藤、取締役常務執行役員高橋らが面談
- 同年5月：サーベラス・グループ(フォスター氏、鈴木社長ら)と当社代表取締役社長後藤、取締役常務執行役員高橋らが面談、東証の「新規上場の手引き」に則り、サーベラス・グループに対して、資本提携契約の解消を当社から申し入れ
- 同年6月：鈴木社長と当社代表取締役社長後藤が面談、また、サーベラス・グループ(ナルデリ氏ら)と当社取締役上席執行役員西井らが面談
- 同年8月：サーベラス・グループ側代理人(西村あさひ法律事務所岩倉正和弁護士(以下「岩倉弁護士」といいます。))から内容証明郵便を突然受領以降、代理人同士での書面による交信を実施
- 同年9月：サーベラス・グループ(サーベラス・キャピタル・マネジメント・エルピー会長であるジェームズ・ダンフォース・クエール氏)と当社代表取締役社長後藤、取締役常務執行役員高橋らが面談、これらの他、サーベラスジャパンとの継続的な電話協議を中心に、サーベラス・グループとの交渉は継続
- 平成25年3月6日：サーベラス・グループ(フォスター氏)から連絡を受けて、同氏及び岩倉弁護士と当社代表取締役社長後藤及び当社代理人ののぞみ総合法律事務所矢田次男弁護士(以下「矢田弁護士」といいます。))が面談

イ コミュニケーションにおけるサーベラス・グループの不誠実性

() サーベラス・グループは、4月2日付買付者プレスにおいて、「本公開買付けを開始する前に対象者（注：当社）の後藤高志代表取締役社長との面談を実施し、今般のご提案（本公開買付けやサーベラス・グループ及び当社の双方からの独立性を有する取締役ないしは監査役の追加選任（以下「本公開買付け等」といいます。））について事前に直接その内容を十分に説明したところ、後藤社長はサーベラス・グループの今般の提案を今後検討すると明言し、対象者（注：当社）とサーベラス・グループとの間で、今後も継続的に協議する必要があることが同席していた代理人も含めて確認された」と主張しております。

しかし、平成25年3月6日の面談において、当社代表取締役社長後藤がサーベラス・グループに対して、本公開買付け等を今後検討するなど明言した事実は一切ありません。

当社は、同日の協議において、サーベラス・グループのフォスター氏から、本公開買付け等を平成25年3月11日に行うと突然一方的に告げられております。その際、当社代理人（矢田弁護士）から、サーベラス・グループ代理人（岩倉弁護士）に対し、まずは当社とサーベラス・グループの両代理人間のみで、公開買付け実施前に、早期上場に向けた友好的な話し合いを直ちに始めることについて打診したところ、岩倉弁護士はこれに同意し、フォスター氏も積極的に承諾しました。それにもかかわらず、サーベラス・グループは、翌日付にて本公開買付けを実施する旨の書面を当社に送付してきただけで、本公開買付けに至るまで、サーベラス・グループからは何ら話し合いに関する連絡がありませんでした。

() さらに当社は、平成25年4月1日、サーベラス・グループに対し、公正な上場プロセスに則った株式上場に向けた話し合いの場を持つことを要請しましたが、これに対して、同月4日付「協議申入書へのご回答」にて、「サーベラス・グループは、貴社から本申入書を受領したことを嬉しく受け止めるとともに、是非とも協議を開始させて頂きたいと考えております」との回答を受領しました。にもかかわらず、翌5日、サーベラス・グループは、当社に事前に連絡することなく、本公開買付けの条件を変更し、買付予定数の上限を、議決権保有割合で4%に相当する株式数から同12.23%に相当する株式数に引き上げております。サーベラス・グループが、一方で「胸襟を開いた対話」を求めているにもかかわらず、他方でこのような行動をとることについて、サーベラス・グループの対外的な発言と行動が、当社及び株主へ発信されるものと必ずしも一致していない、との認識を当社は強めております。

ウ 小括

以上のとおり、サーベラス・グループが主張するような当社によるサーベラス・グループとのコミュニケーションの断絶といった事実はありません。むしろ、当社は、適切であると考えられる範囲でサーベラス・グループとの協議に応じ、また、サーベラス・グループに対して協議を申し入れてまいりました。しかし、特に本公開買付け前後のサーベラス・グループの交渉態度には、不誠実であると評価せざるを得ない面があります。サーベラス・グループは既に当社の大株主であり、当社としては、早期における良い形での当社株式の上場という当社の最優先の経営課題の達成のため、引き続きサーベラス・グループと誠意をもって交渉をしまいる所存です。しかしながら、サーベラス・グループが、上記に指摘したような態度を維持するのであれば、本公開買付けの結果、当社の経営に関し現在以上の影響力を持つことにより、当社のステークホルダーの皆様や当社のガバナンスに対して不必要な軋轢を及ぼすなど、当社経営に悪影響をもたらすのではないかと懸念を払拭することができません。

- サーベラス・グループとの資本提携契約について

当社は、早期における良い形での上場を目指しておりますが、これに対してサーベラス・グループは非協力的な態度をとっています。その一例として、サーベラス・グループと当社が、平成17年11月に締結した資本提携契約（以下「本資本提携契約」といいます。）に関連した事実について、以下のとおり、ご説明いたします。

本資本提携契約にはサーベラス・グループによる一定の経営関与を認める条項（以下「経営関与条項」といいます。）が含まれておりました。一方で、東証の「新規上場の手引き」には、「特定の株主に特別な権利を付与する契約の存在は、その他の株主の権利を損なうものとなる懸念が高いことから、申請前に解消されていることが原則」と明記されております。

西武鉄道の上場廃止の経緯もあり、当社は、株式上場の準備にあたって、通常以上に公正さに配慮しており、法令や東証のガイドライン等に従い、多方面から指導を受けながら、コンプライアンス上万全を期して手続を進めております。当社は、経営関与条項を含む本資本提携契約を解約する必要があると考え、昨年5月以降、本資本提携契約の解消をサーベラス・グループに求めてまいりました。

しかしながら、サーベラス・グループは、当社の解約要請に対して、本資本提携契約の解約に応じる条件として、株式上場の障害となるような解約合意書案を提示してきました。当社は、上記の考えに基づき、かかる交換条件の撤回交渉を重ねました。当社は、粘り強く交渉を行ったものの、かかる交渉を行っている間に数ヶ月が経過し、上場手続が進展しない状況となったため、本資本提携契約の条項に基づいて、一定の催告期間を設けた上で、平成24年10月29日付での本資本提携契約の終了をサーベラス・グループに通知し、契約終了をもって株式上場に向けた具体的な協議を申し入れました。

これに対し、サーベラス・グループは、当社が進める株式上場に向けたプロセスを撤回することを要求し、当該要求に当社が応じない限りは株式上場に向けた協議には応じられないと回答しました。さらに、サーベラス・グループは、株式上場に向けたプロセスを進める当社の全取締役に対し、サーベラス・グループの上記要求に応じずに株式上場に向けたプロセスを進めることは取締役の善管注意義務に違反すると主張し、これを撤回しない限りいかなる法的措置も辞さないとの内容証明郵便を送付しました。当社としては、自己の利益を追求するばかりのサーベラス・グループの上記要求には応じることはできませんでしたが、その後も、粘り強く多方面からサーベラス・グループに公正なプロセスを踏んだ株式上場に向けての協議に応じるよう働きかけを続けてきました。しかしながら、本公開買付け開始までの間、サーベラス・グループがこれに応じることはありませんでした。

以上のとおり、当社は法令や東証のガイドライン等に準拠して、早期における良い形での株式上場の実現のために鋭意努力を重ねているにもかかわらず、上記のとおり、サーベラス・グループは自己の利益を追求しその妨げとなる行動をとっております。当社としては、サーベラス・グループが買付け訂正届出書に記載された体制を実現し当社の経営を実質的に支配した場合、当社の早期における良い形での株式上場を一層遅らせることになるのではないかと大いに懸念しております。

- 当社のコーポレート・ガバナンスについて

また、サーベラス・グループは、4月2日付買付者プレスにおいて、「(当社が)『上場に向けたガバナンス推進有識者会議』(以下『本有識者会議』といいます。)を設置されたことを公表されましたが、このことは、対象者ご自身においても公正な株式上場を達成するためには『ガバナンスの一層の推進』が必要であるという認識を有されていることを示しているものであると考えております。」などと記載しておりますが、これはサーベラス・グループの一方的な曲解です。

当社は、公正な上場を十分達成し得る水準のコーポレート・ガバナンス及び内部管理体制を確立できていると考えてはおりますが、自力でのコーポレート・ガバナンス及び内部管理体制の改善を尽くしたこの段階で、社外有識者等より豊富な知見・見識を活かした助言等を当社取締役会にいただくことは、株式上場時に限らずコーポレート・ガバナンス及び内部管理体制の一層の向上が求められる株式上場後を見据えた取り組みとして意義が大きいと考え、本有識者会議を設置いたしました。

サーベラス・グループは、本公開買付けに関連して当社のコーポレート・ガバナンスに関する問題を繰り返し指摘してきていますが、当社においては、3月26日付意見表明報告書に記載しておりますとおり、西武鉄道の上場廃止の経緯を踏まえ、当社の財務体質や収益性の着実な改善を図りながら、金融商品取引法が上場会社に求める内部統制(評価)に向けた対応、反社会的勢力排除への取り組み、グループ企業の整理・統廃合、コンプライアンスの浸透、コーポレート・ガバナンスの強化を実施し、上場適格要件を十分に満たし得る内部管理体制を確立してまいりました。また、株主の皆様及びお客さまをはじめとする全てのステークホルダーの皆様との対話を推進し、経営の透明性の向上を図るため広報部門を強化し、情報開示の充実を図るとともに、適時・適切な情報開示に努めております。

当社は、当社のこうした取り組みについて、サーベラス・グループからも評価をいただいていたと理解しておりました。にもかかわらず、本公開買付け開始以降、サーベラス・グループは、当社とのコミュニケーションが断絶され、本資本提携契約が一方的に解除されたなどと主張して、当社の内部統制、コーポレート・ガバナンスに問題があると指摘しておりますが、上記 - 及び - に記載のとおり、かかる事実は存在しません。

サーベラス・グループは、買付者訂正届出書において、本公開買付け後の議決権保有割合を44.67%とし、また、取締役候補として8名、監査役候補として2名を提案する理由として、繰り返し「一層対象者のコーポレート・ガバナンス及び内部統制強化の必要性を感じるに至りました」などと記載しておりますが、上記のとおり、当社においては、株式上場に先立って強化する必要のあるコーポレート・ガバナンスや内部統制についての問題点はありません。サーベラス・グループのこれらの言い分は、自らが実質的に当社の経営を支配する意向であることをことさらに隠し、株主の皆様にご誤った印象を与えようとするものです。

- 小括

以上のとおり、サーベラス・グループは、4月2日付買付者プレス、買付者質問回答書及び買付者訂正届出書等において、当社の3月26日付反対意見表明の意見の根拠及び理由等に対する反論、主張及び回答を記載していますが、上記にてご説明いたしましたとおり、それらの主張は事実と異なる論拠を多分に含むものであり、株主の皆様のご誤った判断を招くおそれがあると考えております。株主の皆様には、上記にてご説明いたしました事実を改めてご認識、ご理解いただき、本公開買付けの応募に応じるか否かご判断いただきたいと思いますと考えております。

また、上記に列挙したサーベラス・グループの数々の行動及び姿勢は、つまるところ、当社株式の初期的上場バリュエーションに対して不満を抱いたことに端を発しているものであると考えられます。

サーベラス・グループは、初期的上場バリュエーションのつり上げという自己の利益の実現のため、当社の中長期的な企業価値を毀損するおそれのあるサーベラス要求事項や本資本提携契約解消に際しての交換条件の提示等を含む、様々な要求をしてきているものです。しかし、当社が上記のとおり当社の中長期的な企業価値を重視して、それらの要求の全てを受け入れてきたわけではなかったため、当社とサーベラス・グループとの間で意見の食い違いが生じるようになりました。サーベラス・グループは、かかる状況を打破すべく、当社に対する影響力を高めることで自らの主張が採用されるように、本公開買付けに踏み切ったものと考えられます。

このように、サーベラス・グループは、本公開買付け開始時点において、既に、自己の利益のために当社に対する影響力を強めようとしていたことは明らかです。また、買付者訂正届出書の提出がなされた現時点においては、以下 のとおり、本公開買付けの条件変更等により、サーベラス・グループの、当社を実質的に子会社同様に支配しようとする意思はより一層明確になりました。万が一、サーベラス・グループが当社に対する影響力を大幅に強めた場合には、サーベラス・グループが自己の利益を追求することにより当社の中長期的な企業価値が毀損するおそれが非常に大きいため、当社としては、サーベラス・グループが本公開買付けにより当社に対して影響力を強めてしまうことに強い懸念を抱いております。したがって、当社としては、本公開買付けに反対せざるを得ません。

本公開買付けの条件変更等から一層強く懸念されるサーベラス・グループによる当社の経営支配への反対
サーベラス・グループは、買付者訂正届出書において、()当社に対する議決権保有割合を44.67%に高め、()サーベラス・グループ推薦の取締役が当社の定款上の取締役の人数の上限の半数(次回の当社定時株主総会においてサーベラス・グループが推薦する取締役以外の取締役が選任されないとした場合における同総会終結時の当社取締役数を基準とすれば過半数)となるよう、新たに8名の取締役をサーベラス・グループの推薦する取締役とすること、及び()当社の監査役のうち2名をサーベラス・グループの推薦する監査役とすることを企図していることを明らかにしました。

これらの企図は、以下 - 及び - のとおり、サーベラス・グループが当社を実質的には子会社同様に支配しようとしていることを示すものです。当社は、サーベラス・グループが当社を支配した場合に、3月26日付意見表明報告書の(2)の「早期における良い形での株式上場の阻害」及び「企業価値毀損のおそれ」が現実化してしまうことを強く懸念しており、かかる当社の経営支配につながるサーベラス・グループによる当社株式の買増し及びサーベラス・グループが推薦する候補者の取締役・監査役への選任には反対いたします。

なお、サーベラス・グループは、大変遺憾ながら、買付者訂正届出書においても、このような当社を経営支配しようとする真意を糊塗して、「子会社化は目的ではない」、「サーベラス・グループは、対象者の取締役会の意思決定をコントロールする意図を何ら有しておらず」などとしています。当社は、かかるサーベラス・グループの態度は不誠実であり、株主の皆様に対する説明責任を果たしていないと考えます。当社としては、そもそもサーベラス・グループは、本公開買付け開始当初より、少なくとも一つの選択肢として、当社の経営支配を行う意図を有していたのではないかとの疑念を有さざるを得ませんが、サーベラス・グループは、本公開買付け開始時には当社の経営を支配しようとする意思は微塵もないかのような言動をとり、その後も真意を秘し続けていることから、かかるサーベラス・グループの態度は一層不誠実なものであると考えます。

- 本公開買付けの条件等の変更から推察される経営支配目的

サーベラス・グループは、本公開買付けにおける当社株式の買付予定数の上限を、サーベラス・グループによる本公開買付け後の議決権保有割合が44.67%となる株数である41,800,000株(議決権保有割合12.23%)に引き上げました。

これは、実質的に当社の過半数の議決権取得を目的とするものであると考えます。つまり、株主総会において実際に行使される議決権の割合を踏まえると、44.67%の議決権保有は、取締役選任等の株主総会の普通決議事項について決定する権利を得るに等しいことです。また、会社法上、40%以上の議決権保有は、役員への派遣状況等次第で当該会社を子会社化することが可能になるレベルのものであります。

以上より、買付者訂正届出書においては「子会社化することを目的とするものではない」としているものの、サーベラス・グループが、以下の取締役選任と相まって、実質的には当社を子会社同様に支配しようとしていることは明らかであると考えます。

- 取締役及び監査役の追加推薦から推察される経営支配目的

本公開買付け届出書（買付者訂正届出書による訂正を含む。）に記載されている取締役・監査役の追加選任の目的である「コーポレート・ガバナンス及び内部統制の強化」の実現のためには、追加選任の候補者は、当然にサーベラス・グループからも当社からも独立した第三者であるべきですが、本公開買付け届出書（買付者訂正届出書による訂正を含む。）においてサーベラス・グループが推薦する候補者には、サーベラス・グループに所属するなど、一見するだけでも明らかにサーベラス・グループから独立しているとは言えない方が含まれており、サーベラス・グループは建前とする目的と矛盾した行動をとっています。また、サーベラス・グループは、「対象者の全てのステークホルダーの利益に資する取締役・監査役の候補者」を鋭意検討したとしていますが、実質的に過半数の議決権取得を目指している筆頭株主から独立しているとは言えない方が「対象者の全てのステークホルダーの利益に資する取締役・監査役」の候補者であるとは考えられず、この点についてもサーベラス・グループは建前と実際に推薦する候補者において矛盾を来しています。

サーベラス・グループが以上のような矛盾を来している理由は、サーベラス・グループが実際は推薦する取締役候補の選任を通して当社の取締役会の意思決定を支配しようとしているにほかならないからであると考えます。

すなわち、サーベラス・グループは8名の取締役候補者の選任を提案していますが、次回定時株主総会において、当社が取締役選任を提案せず、かかる候補者が取締役に選任された場合には、引き続き留任するサーベラス・グループ推薦の取締役1名と合わせて、取締役会総勢15名中9名の取締役がサーベラス・グループ推薦の取締役にになります。サーベラス・グループが推薦する取締役候補者は、一見するだけでも明らかにサーベラス・グループから独立しているとは言えない方が含まれている上、その他の方もサーベラス・グループの意向の影響を受けている可能性を完全には否定できませんので、このように取締役会の過半数をサーベラス・グループ推薦の取締役が占めた場合には、当社取締役会の意思決定、つまりは当社の経営をサーベラス・グループが支配することになることを強く懸念しています。サーベラス・グループ推薦の取締役が半数に留まったとしても、サーベラス・グループ推薦の取締役の賛同なしには取締役会としての意思決定ができなくなりますので、かかる場合についても当社取締役会の過半数をサーベラス・グループ推薦の取締役が占めた場合と同様の強い懸念を有しています。

そもそも、「コーポレート・ガバナンス及び内部統制の強化」のみが真の目的なのであれば、サーベラス・グループから独立しているとは言えない方を推薦する必要はなく、また、「コーポレート・ガバナンス及び内部統制の強化」のため8名もの取締役候補者を推薦する必要はありません。したがって、サーベラス・グループが取締役候補者を推薦する意図は当社取締役会の意思決定の支配にあると考えざるを得ません。

- サーベラス・グループの不誠実な態度

本項の冒頭において、当社は、サーベラス・グループが、当社を経営支配しようとする真意を隠しており、不誠実な態度に終始していることを指摘するとともに、サーベラス・グループが本公開買付け開始当初より、少なくとも一つの選択肢として、当社の経営支配を行う意図を有していたと疑われることを指摘いたしました。

すなわち、サーベラス・グループは、当初の本公開買付け届出書において、「本公開買付けに対して賛同の意見を表明していただけるものであると強く期待しております」と説明していましたが、サーベラス・グループが真にかかる期待を有していたのであれば、本公開買付け開始前に当社との間で十分な協議を行い、当社の賛同が得られるかどうかの感触を確認した上で、本公開買付けを実施するのが合理的な行動であったと思われる。本公開買付けの条件等の変更により決済時期を簡単に延ばしたことから考えますと、サーベラス・グループは、本公開買付け開始前に当社との協議時間を確保することは十分可能であったにもかかわらず、敢えて事前協議を行わなかったと考えざるを得ません。

さらに、当社取締役会は、3月26日付で反対意見表明を行いました。サーベラス・グループは、これを受けて躊躇することなく、買付者訂正届出書において、買付予定数の上限を引き上げるとともに、「対象者から提出された意見表明報告書の内容も踏まえ、より一層対象者のコーポレート・ガバナンス及び内部統制強化の必要性を感じるようになった」などとして、役員追加推薦を行いました。しかし、上記の事情に鑑み、当社としては、サーベラス・グループが、当初から、当社取締役会から反対意見表明がなされる可能性があることを想定した上で、本公開買付けの条件等の変更も選択肢として検討していたものとの疑念を有さざるを得ません。

本公開買付けの開示その他の実施方法が不適切であること

- 本公開買付けの開示の不十分性

本公開買付けの条件等の変更からサーベラス・グループが当社の経営を支配しようとしていることが明らかになっているにもかかわらず、いまだにサーベラス・グループは、本公開買付け届出書に記載された以上に、当社の株式上場に対する考え方や公開買付け後の経営への関与方針を具体的に示しておらず、当社が3月26日付意見表明報告書において行った質問に対する買付者質問回答書においても、具体的かつ明確な説明はありませんでした。

当社の経営を支配しようとしていることが明らかな本公開買付けを実施する以上、株主に対して、当社経営の最重要課題ともいえる当社の株式上場についての具体的な考えや今後の経営方針に関する明確な方針を示すべきですが、サーベラス・グループは、このような情報提供を行っておらず、株主の皆様が本公開買付けへの応募判断をするに際して必要な情報開示が限定されてしまっています。

また、サーベラス・グループは、本公開買付けに密接に関連する事項である、当社の3月26日付反対意見表明に対するサーベラス・グループの考えを、金融商品取引法に基づく厳格な開示規制が及ばない4月2日付買付者プレスのみで開示する等、公開買付規制の趣旨を尊重していない開示姿勢が伺われます。当社は、このような開示方法の選択の観点からも、サーベラス・グループの本公開買付けに関する開示は不十分であると考えております。

- 本公開買付けの応募、決済等の方法の問題点について

当社は、平成25年3月12日付公開買付届出書（以下、本 - において、「当初公開買付届出書」といいます。）に記載された応募・決済等の事務手続に関する記載は、極めて不明確であり、適法性に疑義があるのではないかと考えていました。そして、当社は、当社株主の皆様の権利を保護する観点から、公開買付者に対して、平成25年3月22日に、当社の疑問点及び当社の考える問題点を具体的に指摘した上で、当初公開買付届出書の訂正を含め、適切な対応をしていただくことを強く要請する旨の書面（以下「3月22日付当社書面」といいます。）を送付しました。

その後、公開買付者は、3月22日付当社書面に対しては一切回答しないまま、4月2日付買付者プレスでは、応募、決済等の方法については、法令に従い、当初公開買付届出書で開示している旨強弁しておりました。

しかし、結局、公開買付者は、買付者訂正届出書において、本公開買付けに関する応募、決済の方法等に関する当初公開買付届出書の記載を変更しております。買付者訂正届出書の変更内容の重要な点は、いずれも当社が3月22日付当社書面で指摘した点に関するものであり、これらは当初公開買付届出書に記載されるべき内容であったことは明らかです。したがって、上記の応募、決済の方法等の記載の変更は、公開買付者が、公開買付開始時に提出した当初公開買付届出書について、不適切な表示があり、又は、表示すべき事項が欠けていたことを自認するものに他なりません。

このように、当社としては本公開買付けの応募、決済等の方法についての開示その他の公開買付者の対応は、極めて不十分ではないかと考えております。

終わりに（当社株主の皆様へ）

上記のとおり、当社は、本公開買付けの結果、サーベラス・グループが実質的に当社の経営支配権を取得した場合には、当社の株主の皆様利益をはじめとする当社のステークホルダーの皆様利益、ひいては当社の中長期的な企業価値を侵害する懸念が大きいと判断し、あらためて、本公開買付けに対して反対いたします。したがって、当社の意見にご賛同いただける株主の皆様におかれましては、くれぐれも本公開買付けに応募されることのないようお願い申し上げます。また、既に本公開買付けに応募されてしまった株主の皆様につきましても、当社の意見にご賛同いただける場合は、公開買付け期間中においては、いつでも本公開買付けに係る応募を解除することができますので、速やかに本公開買付けに係る応募を解除していただきますようお願い申し上げます。

なお、これまで述べてきた、サーベラス・グループ及び当社を取り巻く状況において、当社取締役会は、サーベラス・グループによる本公開買付けの開始及びこれに起因して今後予想される一連の出来事が、当社の早期における良い形での株式上場を一層遅らせ、ひいては当社の中長期的な企業価値に大きな悪影響を及ぼすことを強く懸念しております。その懸念を払拭するべく、当社取締役会としては、引き続き、サーベラス・グループとの間で、公正な上場プロセスに則った株式上場に向けた話し合いを行うべく働き掛けを続けてまいります。

株主の皆様におかれましては、当社の反対意見表明の趣旨にご賛同いただき、引き続き、当社の株主として、当社の中長期的な企業価値の向上及び早期における良い形での株式上場への取り組みにご支援賜りますようお願いいたします。

以上