

# 公開買付説明書

2025年4月

株式会社TBSホールディングス

(対象者：株式会社WACUL)

## 公開買付説明書

本説明書により行う公開買付けは、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。）第二章の二第一節の規定の適用を受けるものであり、本説明書は金融商品取引法第27条の9の規定により作成されたものであります。

【届出者の氏名又は名称】	株式会社TBSホールディングス
【届出者の住所又は所在地】	東京都港区赤坂五丁目3番6号
【最寄りの連絡場所】	東京都港区赤坂五丁目3番6号
【電話番号】	03（3746）1111（代表）
【事務連絡者氏名】	マーケティング局長 川越 洋平
【代理人の氏名又は名称】	該当事項はありません
【代理人の住所又は所在地】	該当事項はありません
【最寄りの連絡場所】	該当事項はありません
【電話番号】	該当事項はありません
【事務連絡者氏名】	該当事項はありません
【縦覧に供する場所】	株式会社TBSホールディングス （東京都港区赤坂五丁目3番6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「公開買付者」とは、株式会社TBSホールディングスをいいます。

（注2） 本書中の「対象者」とは、株式会社WACULをいいます。

（注3） 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4） 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。

（注5） 本書中の「令」とは、金融商品取引法施行令（昭和40年政令第321号。その後の改正を含みます。）をいいます。

（注6） 本書中の「府令」とは、発行者以外の者による株券等の公開買付けの開示に関する内閣府令（平成2年大蔵省令第38号。その後の改正を含みます。）をいいます。

（注7） 本書中の「株券等」とは、株式及び新株予約権に係る権利をいいます。

（注8） 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9） 本書中の記載において、日数又は日時の記載がある場合は、特段の記載のない限り、日本国における日数又は日時を指すものとします。

（注10） 本書の提出に係る公開買付け（以下「本公開買付け」といいます。）は、法で定められた手続及び情報開示基準に従い実施されるものです。

# 目 次

	頁
第1 公開買付要項 .....	1
1. 対象者名 .....	1
2. 買付け等をする株券等の種類 .....	1
3. 買付け等の目的 .....	1
4. 買付け等の期間、買付け等の価格及び買付予定の株券等の数 .....	27
5. 買付け等を行った後における株券等所有割合 .....	32
6. 株券等の取得に関する許可等 .....	32
7. 応募及び契約の解除の方法 .....	32
8. 買付け等に要する資金 .....	35
9. 買付け等の対価とする有価証券の発行者の状況 .....	36
10. 決済の方法 .....	37
11. その他買付け等の条件及び方法 .....	37
第2 公開買付者の状況 .....	39
1. 会社の場合 .....	39
2. 会社以外の団体の場合 .....	40
3. 個人の場合 .....	40
第3 公開買付者及びその特別関係者による株券等の所有状況及び取引状況 .....	41
1. 株券等の所有状況 .....	41
2. 株券等の取引状況 .....	41
3. 当該株券等に関して締結されている重要な契約 .....	41
4. 届出書の提出日以後に株券等の買付け等を行う旨の契約 .....	41
第4 公開買付者と対象者との取引等 .....	42
1. 公開買付者と対象者又はその役員との間の取引の有無及び内容 .....	42
2. 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 .....	42
第5 対象者の状況 .....	43
1. 最近3年間の損益状況等 .....	43
2. 株価の状況 .....	43
3. 株主の状況 .....	43
4. 継続開示会社たる対象者に関する事項 .....	44
5. 伝達を受けた公開買付け等の実施に関する事実の内容等 .....	45
6. その他 .....	45
公開買付者に係る事業内容の概要及び主要な経営指標等の推移 .....	46
対象者に係る主要な経営指標等の推移 .....	50

## 第1【公開買付要項】

### 1【対象者名】

株式会社WACUL

### 2【買付け等をする株券等の種類】

(1) 普通株式

(2) 新株予約権（下記①から⑧の新株予約権を総称して、以下「本新株予約権」といいます。）

- ① 2019年5月28日開催の対象者取締役会の決議に基づき発行された第2回新株予約権（以下「第2回新株予約権」といいます。）（行使期間は2019年9月1日から2029年8月31日まで）
- ② 2019年5月28日開催の対象者取締役会の決議に基づき発行された第3回新株予約権（以下「第3回新株予約権」といいます。）（行使期間は2021年5月29日から2029年5月28日まで）
- ③ 2019年10月24日開催の対象者取締役会の決議に基づき発行された第4回新株予約権（以下「第4回新株予約権」といいます。）（行使期間は2021年10月25日から2029年10月24日まで）
- ④ 2019年10月24日開催の対象者取締役会の決議に基づき発行された第5回新株予約権（以下「第5回新株予約権」といいます。）（行使期間は2019年12月1日から2029年11月30日まで）
- ⑤ 2022年4月28日開催の対象者取締役会の決議に基づき発行された第6回新株予約権（以下「第6回新株予約権」といいます。）（行使期間は2024年4月29日から2032年4月28日まで）
- ⑥ 2023年6月23日開催の対象者取締役会の決議に基づき発行された第7回新株予約権（以下「第7回新株予約権」といいます。）（行使期間は2025年6月24日から2033年6月23日まで）
- ⑦ 2023年6月23日開催の対象者取締役会の決議に基づき発行された第8回新株予約権（以下「第8回新株予約権」といいます。）（行使期間は2025年6月1日から2030年5月31日まで）
- ⑧ 2024年6月27日開催の対象者取締役会の決議に基づき発行された第9回新株予約権（以下「第9回新株予約権」といいます。）（行使期間は2026年6月28日から2034年6月27日まで）

### 3【買付け等の目的】

(1) 本公開買付けの概要

公開買付者は、2025年4月10日開催の取締役会決議により、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。）グロース市場に上場している対象者の普通株式（以下「対象者株式」といいます。）の全て（ただし、本新株予約権の行使により交付される対象者株式を含みます。）及び本新株予約権の全てを取得し、対象者を公開買付者の完全子会社とするための取引（以下「本取引」といいます。）の一環として、本公開買付けを実施することを決定いたしました。本書提出日現在、公開買付者は、対象者株式及び本新株予約権を所有しておりません。なお、本新株予約権は、対象者の役職員又は社外協力者に対してストックオプションとして発行されたものであり、新株予約権の行使時においてもこれらの本新株予約権の所有者（以下「本新株予約権者」といいます。）が対象者若しくは対象者関係会社（なお、対象者は2025年4月10日現在親会社又は子会社を有しておりません。）の取締役、監査役、従業員又は（第5回新株予約権について）社外協力者の地位を有していることが権利行使の条件とされており、公開買付者が本新株予約権を取得したとしてもこれらを行行使することができないことから、本公開買付けにおける本新株予約権の買付け等の価格（以下「本新株予約権買付価格」といいます。）は1個当たり1円としているため、本新株予約権者の皆様が、本新株予約権を行行使することによって交付される対象者株式ではなく、本新株予約権を本公開買付けに応募されることは想定しておりません。

本公開買付けに際して、公開買付者は、2025年4月10日付で対象者の代表取締役社長であり、主要株主かつ筆頭株主（2025年4月10日現在）でもある大淵亮平氏（所有株式数：1,125,900株、所有割合（注1）：14.46%、所有新株予約権：9,800個（目的となる対象者株式の数：294,000株、所有割合：3.77%）（合計所有株式数：1,419,900株、所有割合：18.23%）、以下「大淵氏」といいます。）及び対象者の代表取締役であり、主要株主かつ第2位株主（2025年4月10日現在）でもある垣内勇威氏（所有株式数：826,200株、所有割合：10.61%、所有新株予約権：4,600個（目的となる対象者株式の数：138,000株、所有割合：1.77%）（合計所有株式数：964,200株、所有割合：12.38%）、以下「垣内氏」といいます。）との間で、公開買付応募契約書（以下「本応募契約」といいます。）を締結し、大淵氏及び垣内氏が所有する対象者株式（合計：1,952,100株、所有割合：25.06%）及び新株予約権（合計：14,400個（目的となる対象者株式の数：432,000株、所有割合：5.55%）（合計所有株式数：2,384,100株、所有割合：30.61%））の全て（以下これらを総称して「応募予定株式等」といいます。）について、本公開買付けに応募する旨を合意しております。本応募契約の詳細については、下記「(6) 本公開買付けに係る重要な合意に関する事項」をご参照ください。

（注1） 「所有割合」とは、①対象者が2025年4月10日に公表した「2025年2月期 決算短信〔日本基準〕（非

連結)」（以下「対象者決算短信」といいます。）に記載された2025年2月28日現在の対象者の発行済株式総数（7,144,090株）に、②対象者から2025年2月28日現在残存するものと報告を受けた第2回新株予約権17,200個（目的となる対象者株式の数：516,000株）、第3回新株予約権2,625個（目的となる対象者株式の数：78,750株）、第4回新株予約権250個（目的となる対象者株式の数：7,500株）、第5回新株予約権100個（目的となる対象者株式の数：3,000株）、第6回新株予約権6,000個（目的となる対象者株式の数：6,000株）、第7回新株予約権9,000個（目的となる対象者株式の数：9,000株）、第8回新株予約権15,000個（目的となる対象者株式の数：15,000株）及び第9回新株予約権9,000個（目的となる対象者株式の数：9,000株）の合計59,175個（注2）の目的となる株式数（合計644,250株）を加えた株式数（7,788,340株）（以下「対象者潜在株式勘案後株式総数」といいます。）に占める割合をいいます（小数点以下第三位を四捨五入しております。以下所有割合の計算において同じです。）。

（注2） 本新株予約権59,175個の内訳は以下の表のとおりです。

新株予約権の名称	2025年2月28日現在の個数（個）	目的である対象者株式数（株）	所有割合（％）
第2回新株予約権	17,200	516,000	6.63
第3回新株予約権	2,625	78,750	1.01
第4回新株予約権	250	7,500	0.10
第5回新株予約権	100	3,000	0.04
第6回新株予約権	6,000	6,000	0.08
第7回新株予約権	9,000	9,000	0.12
第8回新株予約権	15,000	15,000	0.19
第9回新株予約権	9,000	9,000	0.12
合計	59,175	644,250	8.27

公開買付者は、本公開買付けにおいて5,180,200株（所有割合66.51％）を買付予定数の下限として設定しており、本公開買付けに応募された株券等（以下「応募株券等」といいます。）の総数が買付予定数の下限（5,180,200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。他方、上記のとおり、公開買付者は、対象者株式の全て（ただし、本新株予約権の行使により交付される対象者株式を含みます。）及び本新株予約権の全てを取得することにより、対象者を公開買付者の完全子会社とすることを目的としていることから、買付予定数の上限は設定しておらず、応募株券等の総数が買付予定数の下限（5,180,200株）以上の場合、応募株券等の全部の買付け等を行います。なお、買付予定数の下限（5,180,200株）は、対象者潜在株式勘案後株式総数から、対象者より2025年2月28日から本臨時株主総会（下記「(4) 本公開買付け後の組織再編等の方針（いわゆる二段階買取に関する事項）」の「② 株式併合」において定義します。）の基準日となる予定の2025年6月中旬頃までの期間中に行使可能にならないと報告を受けた第7回新株予約権9,000個（目的となる対象者株式の数：9,000株）及び第9回新株予約権9,000個（目的となる対象者株式の数：9,000株）を控除した株式数（7,770,340株）に係る議決権の数（77,703個）に3分の2を乗じた数（51,802個（小数点以下切上げ））に、対象者の単元株式数である100株を乗じた数である5,180,200株です。

かかる買付予定数の下限を設定したのは、公開買付者は、本公開買付けにおいては、対象者の株主を公開買付者のみとすることを目的としているところ、本公開買付けにおいて対象者株式の全て（ただし、本新株予約権の行使により交付される対象者株式を含みます。）及び本新株予約権の全てを取得できなかった場合には、本公開買付けの成立後、対象者に対して、下記「(4) 本公開買付け後の組織再編等の方針（いわゆる二段階買取に関する事項）」に記載のとおり、対象者の株主を公開買付者のみとし、対象者を完全子会社化するための一連の手続（以下「本スクイーズアウト手続」といいます。）を実施することを要請する予定であるところ、本スクイーズアウト手続として株式併合を実施する際には、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309条第2項に規定する株主総会における特別決議が要件とされていることから、本スクイーズアウト手続を確実に遂行すべく、本公開買付け後に公開買付者が対象者の総株主の議決権の3分の2以上を所有することで、公開買付者が単独で当該要件を満たすことができるようにするためです。

対象者が2025年4月10日付で公表した「株式会社TBSホールディングスによる当社株券等に対する公開買付けに関する意見表明のお知らせ」（以下「対象者プレスリリース」といいます。）によれば、対象者は、2025年4月10日開催の取締役会において、本公開買付けに賛同の意見を表明するとともに、対象者の株主の皆様及び本新株予

約権者の皆様に対しては、本公開買付けに応募するか否かについては中立の立場をとった上で、対象者の株主の皆様及び本新株予約権者の皆様のご判断に委ねる旨を決議したとのことです。

(2) 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、並びに本公開買付け後の経営方針

① 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

公開買付者は、1951年5月に、関東地区における最初の民放放送局である、株式会社ラジオ東京として設立し、1955年4月にテレビ放送を開始し、1960年11月に商号を、株式会社東京放送といたしました。その後、2009年4月、公開買付者を放送法上の認定放送持株会社とし、株式会社東京放送ホールディングスに商号変更のうえ、公開買付者の子会社である株式会社TBSテレビに放送事業及び映像・文化事業を吸収分割いたしました。また、2020年10月には、商号を株式会社TBSホールディングスに変更し現在に至っております。なお、公開買付者は、1960年10月に東京証券取引所に株式を上場し、2022年4月の東京証券取引所の市場区分の見直しにより、市場第一部からプライム市場へ移行しております。本書提出日現在、公開買付者グループ（公開買付者、公開買付者の子会社52社、及び関連会社36社により構成される企業グループをいいます。以下同じです。）は、テレビ・ラジオの放送及び関連事業に加え、ライフスタイル事業、不動産賃貸業を主に、これらに附帯するサービス、保守等を行っております。

公開買付者は、これらのグループ会社と共に、70年以上にわたり公共の電波を預かる放送事業者として、正確な情報を迅速に広範に届け、信頼の獲得に努めてまいりました。そして、今後も社会に求められる企業として持続的に企業価値を向上させるべく、公開買付者は、2021年5月に長期的な視点から公開買付者が将来目指す姿として、「TBSグループVISION2030」（以下「VISION2030」といいます。）を策定・公表いたしました。公開買付者は、VISION2030の中で、コンテンツ自体の価値の最大化を目的とするEDGE（注1）戦略を掲げており、コンテンツを軸にグループとして更なる成長を実現し、より多くのユーザに対して、放送の枠を超えた「最高の時」を提供することを目指しております。

（注1） 「EDGE」とは、Expand Digital Global Experienceの略称であり、「デジタル分野」「海外市場」「エクスペリエンス（ライブ&ライフスタイルなど体験するリアル事業）」の3分野を最重点領域として、コンテンツ価値の最大化を目指す拡張戦略を指しております。

公開買付者は、2021年度から2030年度までの10年間で3つのフェイズに分け、それぞれの期間の位置づけを明確にしたうえで、VISION2030に向けて計画を立案しています。第1フェイズ（2021年度～2023年度）では、VISION2030へ向けた成長への種まき期間とし、国内有料配信プラットフォームへの出資や知育・教育領域への進出、ライフスタイル事業の強化など、「EDGE」領域の中でも、特にDigital（デジタル）及びExperience（エクスペリエンス）領域を中心に約1,450億円規模の成長投資を行ってまいりました。そして、公開買付者は、2024年5月にVISION2030の第2フェイズにあたる「TBSグループ 中期経営計画2026」（以下「中計2026」といいます。）を策定いたしました。中計2026では、第1フェイズにまいった種の成長促進、成長領域への継続的な種まき、コンテンツIPの獲得・増強などを推進し、2026年度において、売上4,500億円、営業利益240億円を達成すべく更なる価値の創出に取り組んでおります。具体的には、公開買付者グループが有する従業員全員が多様なアイデアを生み出せる環境の整備やマーケティング力の向上によるコンテンツIP創出力の強化、グローバルビジネス領域を含む新規事業創出を通じた事業ポートフォリオの拡充及び資本効率を意識したキャピタル・アロケーションと株主還元の実施を施策として掲げております。公開買付者グループは、上記施策を着実に展開していくことにより、更なる企業価値の向上を目指しております。

また、公開買付者は、上記EDGE戦略の一環として、2023年10月に共通IDサービス「TBSグループID」（以下「TBS ID」といいます。）の提供を開始しました。TBS IDは、公開買付者グループが保有する放送、配信、劇場、店舗などの多様なユーザとの接点を横断的に結び付け、ユーザに“多様なコンテンツ体験”を提供するためのプラットフォームであり、ユーザはTBS IDを通じて、公開買付者グループが提供する各種サービス・コンテンツに共通のIDでログインすることができ、シームレスで一貫性のある体験を享受できます。TBS IDを推進することで、統合的な会員情報を活用した、グループ横断的なマーケティング活動による事業間のシナジー創出や、ユーザとコンテンツのマッチング強化によるコンテンツ価値の向上を実現し、VISION2030の達成及びグループ全体としての持続的な成長を目指しております。

一方、対象者プレスリリースによれば、対象者は、大津裕史氏を代表取締役、大淵氏及び鈴木達哉氏の2名を取締役として、2010年9月に設立され、デジタルマーケティングのコンサルティング事業を開始し、2014年8月にアクセス解析データ分析レポートサービス「Sure！（現：AIアナリスト）」の提供を開始したとのことです。その後、「AIアナリスト」を軸としてSEO事業、広告運用代行業業、制作事業、コンサルティング事業、人材マ

ッチング事業を展開し、2021年3月に東京証券取引所マザーズ市場に上場、2022年4月の東京証券取引所の市場区分見直しにより東京証券取引所グロス市場に移行し、現在に至るとのことです。

対象者は、「知を創集し道具にする」をミッションとして掲げ、世界に遍在するデータやナレッジ（知見）を集め、またそこからナレッジ（知見）を新たに創り出す活動を継続し、それら集合知を、テクノロジーを用いて誰にでも使える道具（ツール）へと変えて、広くあまねく提供することで、「テクノロジーでビジネスの相棒を一人一人に」というビジョンを実現すべく、事業を行っているとのこと。デジタルを活用したビジネス変革を推進するデジタルトランスフォーメーション（以下「DX」（注2）といいます。）に取り組もうと考える企業が増える中、多くの企業はそもそも何から手を付ければ良いかわからない、データがあっても活用方法がわからない等の課題感を持っており、主に『ナレッジ』が不足しているが故にDXを推進できていないと対象者は認識しているとのこと。そのような状況下で、対象者は世界に偏在する知を創集し、その集合知を誰にでも使える道具へと変え、すべての企業や人に開放することを目指し、デジタル上の『行動解析データ』を収集し、さらに“どういったビジネスモデルのどういった企業が何をしたらどういった結果が出たか”という『PDCA（注3）データ』を元に、新たな『ナレッジ』を獲得してきたとのこと。

また、こうした『ナレッジ』をコンサルティング、ツール、デジタルマーケティングの実行支援、人材など、デジタルマーケティングの戦略立案及び戦術設計、実装／代行に活かしてきたとのこと。

対象者はデジタルマーケティングを中心に、あらゆるビジネスのデータを優れたテクノロジーによって、デジタルマーケティングの集客に課題があるのかデザインに課題があるのかなど課題の特定を行ったうえで、その課題に合わせて広告運用代行やSEO対策、デザインの変更などの課題の解決までを行うことで、ビジネスパーソンの生産性を高め、クリエイティビティの最大化の支援に寄与してきたとのこと。

（注2） DXとは、企業がビジネス環境の激しい変化に対応し、データとデジタル技術を活用して、顧客や社会のニーズを基に、製品やサービス、ビジネスモデルを変革するとともに、業務そのものや、組織、プロセス、企業文化・風土を変革し、競争上の優位性を確立することをいうとのこと。

（注3） Plan（計画）・Do（実行）・Check（評価）・Action（改善）を繰り返すことによって、業務を継続的に改善していくサイクル及び手法のことをいうとのこと。

対象者は「DX事業」を単一セグメントとしていますが、顧客のニーズに応じて、「プロダクト事業」「インキュベーション事業」「人材マッチング事業」など、多様なソリューションを展開することで他社との差別化を図っているとのこと。

プロダクト事業では、レポートニング、データ分析、改善方針の提案、改善幅の予測、施策の成果検証を行うSaaS（注4）として「AIアナリスト」を提供しているとのこと。さらに、「AIアナリスト」が提案する改善方針に基づき、実行支援を行うサービスラインナップを「AIアナリスト・シリーズ」と総称し、展開しているとのこと。

- 「AIアナリストSEO」：SEO（注5）コンテンツ制作支援やコンサルティングによるマーケティング支援
- 「AIアナリストAD」：Webサイトにおけるお問い合わせや購買などのゴールまでを考慮したWeb広告の運用代行
- 「クリエイティブサービス」：Webサイトのページ・ワイヤーフレームの作成、デザイン・コーディングの代行

プロダクト事業のソリューションは、一定期間の利用を前提としたリカーリングレベニュー方式（注6）（継続収益方式）を主に採用しているため、解約されないかぎり継続的に収益をあげることが強みとなっているとのこと。

インキュベーション事業では、最先端のデータ分析に基づいたデジタルマーケティングを推進する企業に対し、コンサルティングのサービスを提供しているとのこと。継続的に顧客から「AIアナリスト」を通じて共有される最新のPDCAデータから、過去に成果が出ることの多かった事例を抽象化した“勝ちパターン”を見出し、最も効果の見込める施策を短時間・少工数で提供することが強みとなっております。また、対象者はコンサルティング業に源流を持つため、社内のコンサルティングに関するナレッジの蓄積を活かして、事業全体の再構築や、KPI設計、組織設計、オペレーション構築・運用等の幅広いラインナップを提供することも可能となっているとのこと。

人材マッチング事業では、これまで1,000社超の企業支援や39,000超のサイト分析で培った「マーケティング課題の特定力」と「成果を出す方法論」を活かし、2021年12月から専門性を持つマーケターのスキル、リソースを最大活用するフリーランスマーケター向け人材マッチングサービス「Marketer Agent」の提供を開始したとのこと。また、2022年11月にはマーケティング人材の需要の高まりを受けて、マーケティングDX人材のフリーランス・マッチングから正社員の転職までサポート範囲を拡大し、マーケター転職の支援サービス「Marketer Agent 転職」の提供を開始しているとのこと。登録されたマーケターと課題を抱える顧客を厳選してマッ

チングすることで、高い顧客価値を提供し、他社との差別化を実現しているとのことです。

- (注4) Software as a Serviceの略称。ソフトウェアを利用者（顧客）側に導入するのではなく、提供者（サーバー）側で稼働しているソフトウェアを、インターネット等のネットワーク経由で、利用者がサービスとして利用するものをいうとのことです。
- (注5) Search Engine Optimizationの略称。検索エンジン最適化とは、検索エンジンの検索結果において特定のWebサイトが上位に表示されるようWebサイトの構成やコンテンツなどを調整することをいうとのことです。
- (注6) ビジネスモデルのひとつで、モノ・サービスの販売契約を行ったあと、継続的に売上が発生するビジネスモデルをいうとのことです。将来の収益が安定的であるのが特徴とのことです。

このような状況の下、公開買付者は、VISION2030の実現やEDGE戦略の推進に向けた具体的な施策の一つとして、TBS IDの推進を含むマーケティング機能の強化について検討を続ける中で、デジタルマーケティング事業を営む対象者と協業の検討を行うことは有益であると考え、2024年3月26日、公開買付者から対象者に連絡を行い、2024年4月22日に、対象者と協議を行う機会を得ました。その中で、公開買付者と対象者は、マーケティング領域における協業の可能性について初期的な議論を行い、公開買付者は、対象者が有するマーケティングやデータ戦略に係るノウハウを活用することで、上述のマーケティング機能の強化を加速できる可能性があると考えようになりました。その後、2024年6月26日に両者の事業、戦略上の課題及び不足するノウハウやリソースに対する相互理解を更に深めるための協議を行い、2024年7月25日には両者の協業によるシナジーの実現可能性、2024年8月6日には協業が実現した場合に想定される競争優位性等について、継続的に議論を重ねて参りました。かかる議論を通じて、2024年8月上旬、公開買付者は、マーケティング及びDX分野において豊富な知見と実績を有し、マーケティング戦略立案から実行まで一気通貫で支援が可能な対象者と、一体となって事業運営をすることで、VISION2030の中で掲げるEDGE戦略の推進に寄与する可能性があるとの判断に至りました。具体的には、対象者が有するマーケティングに関する知見とリソースを活用することにより、公開買付者グループ事業におけるマーケティング戦略の構築及び実務機能の強化や、TBS IDを通じて蓄積したデータの高度な分析が可能となり、グループ横断的なマーケティングの実現及び事業間のシナジー創出を通じて、グループ全体として更なる成長につながる可能性があると考えました。上記を背景として、公開買付者は、2024年8月下旬に、対象者の完全子会社化も含む資本業務提携の可能性やその方法等に関して、本格的な検討を開始することを決定いたしました。

その後、公開買付者は、本取引に関する具体的な検討を開始するために、2024年9月13日にファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関としてフーリハン・ローキー株式会社（以下「フーリハン・ローキー」といいます。）を、2024年10月上旬にリーガル・アドバイザーとして西村あさひ法律事務所・外国法共同事業を選任したうえで、2024年10月上旬以降、本取引が実現した場合に想定されるシナジー効果及び公開買付者が対象者との間で目指す事業等に関して、対象者と協議を重ねました。その後、2024年11月6日に対象者のファイナンシャル・アドバイザーであるマクサス・コーポレートアドバイザー株式会社（以下「マクサス・コーポレートアドバイザー」といいます。）から、対象者の今後の更なる成長を実現させるための戦略的パートナーの選定に関して、対象者との資本提携又は対象者株式の非公開化を前提とした取引に関する提案を行うことを要請することによる入札を行うこととし、その第一次プロセス（以下「本第一次プロセス」といいます。）を行うこと、及び公開買付者を本第一次プロセスに招聘する意向であるとの連絡を受けました。

公開買付者は、これまでの対象者との議論を通じて、本取引は公開買付者の中期経営計画等に合致するものであり、公開買付者と対象者の企業価値向上に資すると考え、2024年11月上旬に本第一次プロセスへの参加を決定しました。

公開買付者はフーリハン・ローキーからも適宜助言等を受ける等しつつ、マクサス・コーポレートアドバイザーより受領した対象者の事業に係る資料を基に初期的な分析を実施した後、2024年12月13日、公開買付者は、本公開買付け及び本スキーズアウトを通じた現金対価による対象者の完全子会社化の実施に係る法的拘束力の無い第一次意向表明書を提出いたしました。なお、公開買付者は、公開買付者におけるデュー・ディリジェンスの実施や、本取引に関して合意に至るまでに公開買付者として、外部アドバイザーの起用に係るコストや社内検討体制の構築など多くのリソースを投下する必要があることに鑑み、第一次プロセスの通過者が招聘される、デュー・ディリジェンスを含む本取引の検討プロセスが公開買付者と対象者の相対で協議が実施されることを、第一次意向表明書の提案内容の前提条件としています。

その後、公開買付者は、マクサス・コーポレートアドバイザーを通じて、対象者から、2024年12月26日に本第一次プロセス通過の連絡及び第二次プロセス（以下「本第二次プロセス」といいます。）への参加を認め、合理的な理由なく提案価格を下げないことを条件として本取引についての一定期間の独占交渉権を公開買付者に対して付与する旨の通知を受け、本第二次プロセスに参加することとなりました。公開買付者は、本第二次プロセスにおいて、2025年1月上旬から同年2月下旬まで対象者に対する事業、財務・税務、法務及び人事等に関するデュー・ディリジェンスや対象者の経営陣との面談を実施し、公開買付者グループと対象者との間の事業シナジー創出に向けた具体的な施策、買収ストラクチャー及び公開買付者による対象者の完全子会社化後の経営方針等について更なる分析及び検討を進めてまいりました。なお、公開買付者は、2025年1月から、TBS ID及び関連データの活用を意図した一部の事業におけるマーケティング戦略の検討、また、特定のCM効果検証等のコンサルティング業務を対象会社に委託するなど、協業も深化させておりますが、当該業務委託については、本取引に関する検討とは独立して協議が進められた結果、実施に至ったものであり、本取引の検討とは直接的に関係するものではありません。

かかる検討の結果、2025年3月上旬、公開買付者は本取引を通じて対象者を完全子会社化することで、公開買付者として以下のシナジーが期待でき、TBS IDの活用やグループ横断的なマーケティング戦略が強化されることで、公開買付者の目指すEDGE戦略の推進及びVISION2030の実現を、より一層加速させることができると確信するに至りました。

#### (i) マス広告の枠を超えたマーケティングソリューションの展開

対象者の有するマーケティングやDXに係るノウハウを獲得することで、公開買付者は、CM等のマス広告を起点とした従来の認知獲得型のビジネスモデルに加え、顧客のマーケティング課題全般を解決するソリューションの展開が可能になると考えております。具体的には、公開買付者が強みを持つマス広告と、対象者が強みを持つWeb広告やメール配信等のダイレクトマーケティングを組み合わせることで、「マス広告により多数の潜在ユーザの認知を高める段階」から「興味を持ったユーザを顧客企業に送客する段階」に至るまで一気通貫のマーケティング支援が可能となります。また、対象者の有するデータ戦略に係るノウハウを活用し、TBS IDを、データの利活用を支える分析基盤としての更なる整備を担う人材の獲得・強化を図ることで、クライアントや自社のマーケティング支援への活用が可能となり、TBS IDを活用したリサーチ支援や顧客データの共同分析など、市場調査・企画段階での支援をすることも可能となります。公開買付者として、このような従来は提供できなかった認知獲得以外の領域においても、ソリューションの提供が可能となり、単独では実現することの難しい新たな価値を創出できると考えております。

#### (ii) グループ横断的なマーケティング戦略の強化

対象者から公開買付者グループの個別事業に対して、マーケティング戦略策定から実行まで一気通貫での支援を実施することで、日々の事業運営の中で蓄積された個別のデータや、TBS IDを通じて収集された統合的なデータを活用し、ターゲティング精度の向上を図ることで、コンテンツの集客力の強化及び広告媒体としての価値の向上が実現できると考えております。また、個別事業に対する支援にとどまらず、支援を通じて得られた成功実績やノウハウを、対象者を基点として蓄積し、グループ間での横展開を図ることで、公開買付者が目指すグループ横断的なマーケティング戦略の強化が可能となり、グループ間シナジーの最大化を実現できると考えております。

また、公開買付者は、対象者においても、公開買付者の有する広範な顧客基盤の活用による顧客獲得の強化や、Web広告を中心とした従来のサービスラインナップに加え、公開買付者が強みを有するマス広告のソリューションが提供可能となることで、単独では実現することが難しい新しい価値の創出が期待され、本取引は公開買付者と対象者の双方の企業価値向上に資することから、本取引を実施すべきとの考えに至りました。

公開買付者は、本取引により、シナジー効果及びメリットを最大化し、戦略的意義を実現するためには、対象者の少数株主との利益相反のおそれを排して、一貫した経営方針の下で対象者が事業運営を行うとともに、対象者において必要な施策を適時に実行するための迅速な意思決定を可能とし、また、公開買付者との連携をより密に図ることができ、双方の人材交流を含めて、機動的かつ柔軟な施策が可能になる観点から、対象者を公開買付者の完全子会社とすることが不可欠であると考えました。また、対象者における本取引によるシナジー効果及びメリットの発現は、本取引を通じて対象者を完全子会社とする公開買付者にとっても、対象者を含めた本取引後の公開買付者グループとしての企業価値の向上につながるというメリットがあるものと考えております。

なお、一般に、対象者が非上場会社となることのデメリットとして、資本市場からのエクイティ・ファイナンスによる資金調達ができなくなることや、人材採用の観点から知名度や社会的信用が低下することが考えられますが、本取引後は、資金調達の面では、公開買付者グループと取引関係のある金融機関等から資金調達を受ける

こともできると考えられるため、対象者が必要な資金を確保することは十分に可能であると見込まれております。また、人材採用の面でも、上場会社である公開買付者のグループ企業として公開買付者と共同して採用活動を展開することもできると考えられるため、必要な人材の確保も十分に可能であると見込まれることから、公開買付者としては、対象者が非上場会社となることによるデメリットは懸念すべきものと考えておりません。なお、公開買付者としては、対象者が公開買付者の完全子会社になることや公開買付者グループに加わることによるデメリット及びディスシナジーについても、特段想定しておりません。

上記の検討の結果を踏まえ、公開買付者は、2025年3月11日付で、対象者に対して、本公開買付けを実施した場合における対象者株式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。）及び本新株予約権買付価格等の諸条件について、公開買付者において2025年1月上旬から同年2月下旬までに実施した対象者に対するデュー・ディリジェンスを踏まえた法的拘束力のある提案として、(i)対象者の発行する全株式を対象とした完全子会社化を企図した公開買付けを実施し、(ii)本公開買付価格を431円（提案実施日の前営業日である2025年3月10日の終値302円に対して42.72%（小数点以下第三位四捨五入。以下株価に対するプレミアムの数値（%）の計算において同じです。））、直近1ヶ月間の終値の単純平均値308円（小数点以下四捨五入。以下終値株価の単純平均値（円）の計算において同じです。））に対して39.94%、直近3ヶ月間の終値の単純平均値307円に対して40.39%、直近6ヶ月間の終値の単純平均値329円に対して31.00%のプレミアム）とし、(iii)本新株予約権買付価格を1円とする旨の公開買付者の意向及び本公開買付けに係る条件を記載した最終意向表明書（以下「本提案書」といいます。）を提出いたしました。

その後、これに対して、対象者より、同年3月13日、本特別委員会（下記「② 対象者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」において定義します。以下同じです。）とも協議をした結果、本提案書における本公開買付価格の提案価格431円は、対象者が考える対象者株式の適正な価値を大幅に下回る水準と認識しており、対象者の株主に対して応募推奨を行うという観点からは、不十分な価格であると考えており、本公開買付価格について大幅な引上げを要請する旨の回答書を受領いたしました。

これを受け、公開買付者は、同年3月17日、対象者に対して、本公開買付価格の引上げを真摯に検討する一方で、公開買付者は本提案書における本公開買付価格の提案価格431円は、過去の類似取引と比較しても遜色がないプレミアムが付されているものと認識していることから、対象者が当該提案価格を、対象者の株主に対して応募推奨を行うという観点からは、不十分な価格であると考えている具体的な背景や判断理由を確認したい旨の回答書を提出いたしました。

その後、これに対して、本特別委員会より、同年3月19日、本提案書における本公開買付価格の提案価格431円は、対象者のファイナンシャル・アドバイザーであるマクサス・コーポレートアドバイザーが、対象者の本事業計画（下記「(3) 本公開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」の「② 対象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」において定義します。以下同じです。）を基にディスカунテッド・キャッシュ・フロー（以下「DCF」といいます。）法により算定した対象者の株式価値の算定結果の下限値を大幅に下回ること及び対象者株式の取引高実績から推計される、対象者の多くの一般株主における取得価格帯を大幅に下回る水準であることから、対象者の株主に対して応募推奨を行うには、不十分な価格であると考えている旨の回答書を受領いたしました。

これを受け、公開買付者は、同年3月24日、対象者に対して、本公開買付価格を474円（提案実施日の前営業日である2025年3月21日の終値304円に対して55.92%、直近1ヶ月間の終値の単純平均値303円に対して56.44%、直近3ヶ月間の終値の単純平均値305円に対して55.41%、直近6ヶ月間の終値の単純平均値325円に対して45.85%のプレミアム）（以下「第2回提案価格」といいます。）とする旨の回答書を提出いたしました。

その後、これに対して、本特別委員会より、同年3月25日、第2回提案価格は、対象者のファイナンシャル・アドバイザーであるマクサス・コーポレートアドバイザーが、対象者の本事業計画を基にDCF法により算定した対象者の株式価値の算定結果の下限値を大幅に下回ること及び対象者株式の取引高実績から推計される、対象者の多くの一般株主における株式取得価格帯を大幅に下回る水準であることから、対象者の株主に対して応募推奨を行うには、不十分な価格であると考えており、本公開買付価格の大幅な引上げを要請する旨の回答書を受領いたしました。

これを受け、公開買付者は、同年4月1日、対象者に対して、本公開買付価格を500円（提案実施日の前営業日である2025年3月31日の終値295円に対して69.49%、直近1ヶ月間の終値の単純平均値301円に対して66.11%、直近3ヶ月間の終値の単純平均値304円に対して64.47%、直近6ヶ月間の終値の単純平均値322円に対して55.28%のプレミアム）（以下「第3回提案価格」といいます。）とする旨の回答書を提出いたしました。

その後、これに対して、本特別委員会より、同年4月2日、第3回提案価格は、対象者の株主に対して応募推奨を行うには未だ十分な価格とは考えておらず、対象者のファイナンシャル・アドバイザーであるマクサス・コーポレートアドバイザーが対象者の本事業計画を基にDCF法により算定した対象者の株式価値の算定結果の

中央値の水準、対象者株式の取引高実績から推計される対象者の多くの一般株主における取得価格帯を下回る水準であること、及び対象者事業と類似するデジタルマーケティング業界等に属する他の会社の公開買付事例と比較して必ずしも第3回提案価格のプレミアム水準が十分であるとはいえないこと等を総合的に考慮し、本公開買付価格を550円以上に引き上げることを要請する旨の回答書を受領いたしました。

これを受け、公開買付者は、同年4月8日、対象者に対して、最終提案として本公開買付価格を502円（提案実施日の前営業日である2025年4月7日の終値249円に対して101.61%、直近1ヶ月間の終値の単純平均値294円に対して70.75%、直近3ヶ月間の終値の単純平均値301円に対して66.78%、直近6ヶ月間の終値の単純平均値317円に対して58.36%のプレミアム）（以下「最終提案価格」といいます。）とする旨の回答書を提出いたしました。

その後、これに対して、本特別委員会より、同年4月9日、最終提案価格は、対象者株式の現在の市場価格に対して一定のプレミアムが付されており対象者の少数株主に対し投資回収機会を提供する観点では一定の合理性はあるものの、2025年4月2日の米国政府による相互関税導入の発表を発端とするこの数日間にわたる株式市場の大幅な変動を考慮すると当該プレミアムが適正な水準にあると現時点で判断することは困難であること、対象者株式の上場来の株価推移を考慮すると株式取得価格が本公開買付価格を上回る株主も一定程度存在すると想定されること及びマクサス・コーポレートアドバイザーが対象者の本事業計画を基にDCF法により算定した対象者の株式価値の算定結果の下限値を越えるものの中央値を下回り且つ下限値に近い価格であること等を総合的に判断し、対象者の株主に対して、本公開買付けへの応募を積極的に推奨することができる水準には達していないとする旨の回答書を受領いたしました。

一方で、公開買付者は、最終提案価格には十分なプレミアムが付されており、対象者の多くの一般株主に応募いただける可能性が高いと判断した上で、対象者による対象者の株主への応募推奨を得ていないものの、対象者も本取引による対象者の非公開化の意義に賛同している点も踏まえ、2025年4月10日開催の取締役会決議により、本公開買付価格を502円、本新株予約権買付価格を1円とし、本公開買付けを実施すること、大淵氏及び垣内氏の各氏との間で本応募契約及び本経営委任契約を締結することを決定いたしました。なお、本応募契約及び本経営委任契約の詳細については、下記「(6) 本公開買付けに係る重要な合意に関する事項」をご参照ください。

## ② 対象者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

### (i) 検討体制の構築の経緯

対象者プレスリリースによれば、対象者は、上記「① 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」に記載のとおり、2024年4月22日に、公開買付者との間において、マーケティング領域における協業の可能性について、初期的な議論を行う機会を得たとのことです。そして、2024年6月26日以降、公開買付者は大淵氏及び垣内氏と複数回にわたり、協業が実現した場合に想定される競争優位性やシナジーについて、継続的に議論を重ねたとのことです。その後、対象者は、公開買付者と協業について幅広い検討を継続している中で、2024年9月10日に、公開買付者とは別のある事業会社（以下「他の候補企業」といいます。）の資金提供者から対象者に対し、協業の可能性についての問い合わせがあり、2024年10月2日に当該資金提供者及び他の候補企業との面談を実施したとのことです。その際、対象者は他の候補企業より資本業務提携に関する検討をしたい旨の説明を受けたとのことです。その後、2024年10月18日付で他の候補企業から、対象者株式の過半数以上の取得を目指す旨の法的拘束力のない意向表明書を受領したとのことです。

対象者は、このような状況の中で、当該意向表明書の受領を契機として、対象者株式及び本新株予約権の全て又は一部を取得するための一連の取引（以下「本取引等」といいます。）の意思決定の過程における公正性及び適正性を担保するために、2024年11月1日に対象者、公開買付者及び他の候補企業から独立した対象者のファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関としてマクサス・コーポレートアドバイザーを、また対象者のリーガル・アドバイザーとして東京丸の内法律事務所を、それぞれ選任したとのことです。また、対象者は、対象者において本取引等の是非につき審議及び決議するに先立ち、本取引等に係る対象者取締役の意思決定に慎重を期し、対象者取締役会の意思決定過程における恣意性及び利益相反のおそれを排除し、その公正性を担保することを目的として、2024年11月1日付で独立社外取締役である船木真由美氏（対象者社外取締役）、吉村貞彦氏（対象者社外取締役、常勤監査等委員、公認会計士）、梅本大祐氏（対象者社外取締役、監査等委員、弁護士）及び井出彰氏（対象者社外取締役、監査等委員、公認会計士）の4名から構成される特別委員会（以下「本特別委員会」といいます。本特別委員会の設置等の経緯、検討の経緯及び判断内容等については、下記「(3) 公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置」の「① 対象者における独立した特別委員会の設置及び特別委員会からの答申書の取得」をご参照ください。）を設置し、本特別委員会に対し、(i)本取引等の目的の正当性・合理性（本取引等が対象者の企業価値向上に資するかを含みます。）、(ii)本取引等に係る手続の公正性、(iii)本取引等に係る取引条件の

公正性・妥当性（本取引等の実施方法や対価の妥当性を含みます。）、(iv)本公開買付けに対して対象者取締役会が賛同の意見を表明すること及び対象者株主に対して本公開買付けへの応募を推奨することの是非、(v)上記を踏まえ、対象者取締役会が本取引等の実施に関する決定を行うことが、対象者の少数株主に不利益か否か（以下かかる(i)ないし(v)の事項を総称して「本諮問事項」といいます。）を諮問したとのことです。対象者取締役会は、本特別委員会への諮問にあたり、対象者取締役会において、本取引等に関する対象者取締役会の意思決定は本特別委員会の判断内容を最大限尊重して行われること、特に本特別委員会が本取引等の取引条件を妥当でないと判断したとき又は本公開買付けに賛同すべきでないと判断したときには、対象者取締役会は本取引等を行う旨の意思決定（本公開買付けに賛同すること及び本取引等の承認をすることを含みます。）を行わないものとするを決議したとのことです。併せて、対象者は、上記取締役会決議に基づき、本特別委員会に対して、(a)適切な判断を確保するために、対象者のファイナンシャル・アドバイザー及びリーガル・アドバイザー（以下「アドバイザー等」といいます。）を指名又は承認（事後承認を含みます。）する権限、(b)本諮問事項の検討にあたって、本特別委員会が必要と認める場合には、対象者のアドバイザー等を選任する権限（本特別委員会のアドバイザー等の専門的助言に係る合理的な費用は対象者の負担とします。なお、本特別委員会は、対象者のアドバイザー等の独立性及び専門性に問題がないことを確認した場合には、対象者のアドバイザー等に対して専門的助言を求めることができるものとしたします。）、(c)適切な判断を確保するために、対象者の取締役、従業員その他本特別委員会が必要と認める者に本特別委員会への出席を要求し、必要な情報について説明を求める権限、(d)対象者の取締役、従業員その他本特別委員会が必要と認める者から本取引等の検討及び判断に必要な情報を受領する権限、(e)必要に応じて、本取引等の取引条件等の交渉を行う権限（なお、本特別委員会が、本取引等の取引条件等の交渉を直接行わない場合であっても、必要に応じて、本取引等の取引条件等に関する交渉について、事前に方針を確認し、適時にその状況の報告を受け、重要な局面で意見を述べ、指示や要請を行うこと等により、本取引等の取引条件等の交渉に実質的に関与する権限及び対象者の役職員やアドバイザー等を通じた間接的な交渉を行う権限を含みます。）、(f)その他本取引等に関する検討及び判断に際して必要と本特別委員会が認める事項に関する権限を付与しているとのことです。なお、本特別委員会は、弁護士、算定機関、公認会計士その他のアドバイザーを独自に選任していないとのことです（当該取締役会における決議の方法については、下記「(3) 公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置」の「① 対象者における独立した特別委員会の設置及び特別委員会からの答申書の取得」をご参照ください。）。また、本特別委員会は、2024年11月1日に、対象者のファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関であるマクス・コーポレートアドバイザー及び対象者のリーガル・アドバイザーである東京丸の内法律事務所について、その独立性及び専門性に問題がないことを確認の上、その選任を承認したとのことです。

その後、対象者は、2024年11月上旬に、本特別委員会、マクス・コーポレートアドバイザー及び東京丸の内法律事務所と本取引等に関する協議を行い、対象者の更なる成長を実現させるためのパートナー選定プロセス（以下「本パートナー選定プロセス」といいます。）を実施することを決定したとのことです。本パートナー選定プロセスにおいては、対象者の事業に強い関心を持つと考えられる公開買付者及び他の候補企業を含む複数の事業会社及び投資ファンドに対して打診をしたとのことです。その結果、公開買付者及び他の候補企業を含む事業会社及び投資ファンド4社の候補先がその後の入札プロセスへの参加に関心を示していることを確認したことから、対象者は、2024年11月中旬、当該4社の候補先に対し、本第一次プロセスを開始する旨の連絡をしたとのことです。対象者は、本第一次プロセスへ参加した公開買付者及び他の候補企業を含む候補先4社に対して、質問書に対する回答及び対象者経営陣へのインタビュー等の機会を提供したとのことです。

そして、対象者は、2024年12月中旬にこれらの候補先4社より第一次意向表明書を受領したとのことです。対象者及び本特別委員会は、本取引等の目的、本取引等後の対象者の経営方針や事業戦略の方向性、対象者とのシナジー効果及び従業員の処遇、提示された対象者株式1株当たりの希望取得価格等について慎重に検討した上で、2024年12月25日に公開買付者のみを本第二次プロセスに招聘することを決定したとのことです。また、公開買付者から提示された第一次意向表明書では、第一次プロセス終了後のデュー・ディリジェンスを含む本取引等の具体的な検討プロセスを公開買付者と対象者の相対で実施することが、提案の前提条件となっていたことから、2024年12月26日の対象者の取締役会において、合理的な理由なく提案価格を下げないことを条件とする一定期間の公開買付者への独占交渉権の付与を決議し、その旨を公開買付者に通知したとのことです。

その後、対象者は、公開買付者に対して、2025年1月上旬から2025年2月下旬にかけて対象者経営陣へのインタビュー及び対象者従業員への実務者インタビューを含むデュー・ディリジェンスの機会を提供しました。そして、対象者は、2025年3月11日に、公開買付者より、本公開買付価格を431円とする法的拘束力を有する最終意向表明書を受領したとのことです。

(ii) 検討・交渉の経緯

対象者は、マクス・コーポレートアドバイザーから対象者株式の価値算定結果に関する報告、公開買付者との交渉方針に関する助言その他の財務的見地からの助言を受け、東京丸の内法律事務所から本取引等における手続の公正性を確保するための対応についての助言その他の法的助言を受け、これらを踏まえ、本特別委員会の意見の内容を最大限尊重しながら、本取引等の是非及び取引条件の妥当性について慎重に検討を行ってきたとのことです。

具体的には、本公開買付価格については、対象者は、2025年3月11日、公開買付者から本公開買付価格を431円（当該提案がなされた2025年3月11日の前営業日である同月10日の東京証券取引所グロース市場における対象者株式の終値302円に対して42.72%、同日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値308円に対して39.94%、同日までの過去3ヶ月間の終値単純平均値307円に対して40.39%、同日までの過去6ヶ月間の終値単純平均値329円に対して31.00%のプレミアムをそれぞれ加えた金額です。）とする提案を受けたとのことです。また、本新株予約権買付価格については、1円とする提案を受けたとのことです。これに対し、2025年3月13日、対象者は、マクス・コーポレートアドバイザーから受けた対象者株式の株式価値に係る助言及び本特別委員会における議論を踏まえて、公開買付者に対して、当該提案価格は、対象者が考える対象者の株式価値を大幅に下回る水準であることから、対象者の少数株主保護の観点において妥当な水準とは到底いえないとして、提案内容の再検討を書面で要請したとのことです。その後、2025年3月17日に、公開買付者より本公開買付価格の引上げを真摯に検討する一方で、公開買付者は本提案書における本公開買付価格の提案価格431円は、過去の類似取引と比較しても遜色がないプレミアムが付されているものと認識していることから、対象者が当該提案価格を、対象者の株主に対して応募推奨を行うという観点からは、不十分な価格であると考えている具体的な背景や判断理由を確認したい旨の回答を受領したとのことです。これに対し、同年3月19日に、本特別委員会は、本提案書における本公開買付価格の提案価格431円は、対象者のファイナンシャル・アドバイザーであるマクス・コーポレートアドバイザーが、対象者の本事業計画を基にDCF法により算定した対象者の株式価値の算定結果の下限値を大幅に下回ること及び対象者株式の上場来の価格帯別取引高実績から推し量られる、対象者の多くの一般株主における取得価格帯を大幅に下回る水準であることから、対象者の株主に対して応募推奨を行うには、不十分な価格であると考えている旨の回答書を送付し、改めて公開買付価格の引き上げについて書面で要請したとのことです。その後、対象者は、2025年3月24日に、公開買付者から本公開買付価格を474円（当該再提案がなされた2025年3月24日の前営業日である同月21日の東京証券取引所グロース市場における対象者株式の終値304円に対して55.92%、同日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値303円に対して56.44%、同日までの過去3ヶ月間の終値単純平均値305円に対して55.41%、同日までの過去6ヶ月間の終値単純平均値325円に対して45.85%のプレミアムをそれぞれ加えた金額です。）とする再提案を受けたとのことです。これに対し、2025年3月25日、本特別委員会は、マクス・コーポレートアドバイザーから受けた対象者株式の株式価値に係る助言及び本特別委員会における議論を踏まえて、公開買付者に対して、当該提案価格は、依然として対象者が考える対象者の株式価値を大幅に下回る水準であることから、対象者の少数株主保護の観点において妥当な水準とは到底いえないとして、提案内容の再検討を要請したとのことです。その後、対象者は、2025年4月1日に、公開買付者から本公開買付価格を500円（当該再提案がなされた2025年4月1日の前営業日である3月31日の東京証券取引所グロース市場における対象者株式の終値295円に対して69.49%、同日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値301円に対して66.11%、同日までの過去3ヶ月間の終値単純平均値304円に対して64.47%、同日までの過去6ヶ月間の終値単純平均値322円に対して55.28%のプレミアムをそれぞれ加えた金額です。）とする再提案を受けたとのことです。これに対し、2025年4月2日、本特別委員会は、マクス・コーポレートアドバイザーから受けた対象者株式の株式価値に係る助言及び本特別委員会における議論を踏まえて、公開買付者に対して、マクス・コーポレートアドバイザーが対象者の本事業計画を基にDCF法により算定した対象者の株式価値の算定結果、対象者株式の取引高実績から推計される対象者の多くの一般株主における取得価格帯、及び対象者と同じ業界に属する他の会社の公開買付事例におけるプレミアム水準などを総合的に考慮し、本公開買付価格を550円以上に引き上げることを要請したとのことです。その後、対象者は、2025年4月8日に、公開買付者から本公開買付価格を502円（当該再提案がなされた2025年4月8日の前営業日である4月7日の東京証券取引所グロース市場における対象者株式の終値249円に対して101.61%、同日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値294円に対して70.75%、同日までの過去3ヶ月間の終値単純平均値301円に対して66.78%、同日までの過去6ヶ月間の終値単純平均値317円に対して58.36%のプレミアムをそれぞれ加えた金額です。）とする最終提案を受けたとのことです。また、当該提案は、受領した書面によれば、必ずしも対象者の多くの少数株主の皆様の実取得価格帯を下回る水準とはいえず、また、少数株主の皆様にとっては魅力的なプレミアム水準でもありとされているとのことです。

これに対し、2025年4月9日、本特別委員会は、最終提案価格は、対象者株式の現在の市場価格に対して一定のプレミアムが付されており対象者の少数株主に対し投資回収機会を提供する観点では一定の合理性は

あるものの、2025年4月2日の米国政府による相互関税導入の発表を発端とするこの数日間にわたる株式市場の大幅な変動を考慮すると当該プレミアムが適正な水準にあると現時点で判断することは困難であること、対象者株式の上場来の株価推移を考慮すると株式取得価格が本公開買付価格を上回る株主も一定程度存在すると想定されること、本公開買付価格はマクス・コーポレートアドバイザーが対象者の本事業計画を基にDCF法により算定した対象者の株式価値の算定結果の下限値を越えるものの中央値を下回り且つ下限値に近い価格であること等を総合的に判断し、対象者の少数株主の皆様の本公開買付けへの応募を積極的に推奨すべきとまではいえないと判断したとのことです。

以上のとおり、対象者としては、マクス・コーポレートアドバイザー及び東京丸の内法律事務所の助言を受け、本特別委員会とも継続的に協議を重ねる等、意思決定の公正性及び透明性を担保した上で、公開買付者に対し本公開買付価格の引上げを複数回に亘って要請し、対象者の少数株主の利益のために継続的に交渉したとのことです。しかし、本公開買付価格については対象者株式の現在の市場価格に対して一定のプレミアムが付されており対象者の少数株主に対し投資回収機会を提供する観点では一定の合理性はあるものの、2025年4月2日の米国政府による相互関税導入の発表を発端とするこの数日間にわたる株式市場の大幅な変動を考慮すると当該プレミアムが適正な水準にあると現時点で判断することは困難であること、対象者株式の上場来の株価推移を考慮すると株式取得価格が本公開買付価格を上回る株主も一定程度存在すると想定されること（注7）、本公開買付価格はマクス・コーポレートアドバイザーが対象者の本事業計画を基にDCF法により算定した対象者の株式価値の算定結果の下限値を越えるものの中央値を下回り且つ下限値に近い価格であること等を総合的に判断し、対象者の少数株主の皆様の本公開買付けへの応募を積極的に推奨すべきとまではいえないとの結論に至ったとのことです。そのため、本公開買付けに応募することの是非については中立の立場を取り、対象者の株主の皆様のご判断に委ねることとしたとのことです。

（注7） 対象者の新規上場時の公開価格（1,050円）及び上場来最高値（4,780円）の水準、並びに上場来の価格帯別取引高実績における500円以下の出来高割合が10%未満であること等から想定しています。

### （iii）対象者の意思決定の内容

以上の経緯の下で、対象者は、2025年4月10日開催の対象者取締役会において、東京丸の内法律事務所から受けた本公開買付けを含む本取引に関する意思決定に当たっての助言その他の法的助言、マクス・コーポレートアドバイザーから受けた財務的見地からの助言及び2025年4月9日付で取得した株式価値算定書（以下「対象者株式価値算定書」といいます。）の内容を踏まえつつ、本特別委員会から提出された2025年4月9日付答申書（以下「本答申書」といいます。）において示された本特別委員会の判断内容を最大限に尊重しながら、本取引により対象者の企業価値向上を図ることができるか、本公開買付価格等を含む本取引に関する諸条件は妥当なものか等の観点から慎重に協議及び検討を行ったとのことです。

対象者を取り巻くマーケティングDXの市場は、経済産業省が2018年9月に発表した『DXレポート～ITシステム「2025年の崖」の克服とDXの本格的な展開～』において警告を発した「2025年の崖」（注8）の年を迎え、新型コロナウイルス感染症拡大もあり、拡大が続いているとのことです。特にDX人材の不足が顕著であり、知見を持つ人材も実行を担う人材も共に不足している状況です。そのため、DXを志向する事業会社各社は、DXの戦略立案の知見を持ちDXを推進しつつ、そのDXの実行までも、ワンストップで担える企業の伴走を強く求めているとのことです。

（注8） 2018年5月に経済産業省が発表した『DXレポート～ITシステム「2025年の崖」の克服～』で提唱された概念を指します。具体的には、2025年に既存ITシステムのレガシー化やDX人材の不足といったDXに関する課題が噴出するだろうというもの。

そのような中、対象者はDX市場の拡大を取り込むべく、DX戦略の立案を上流から支援するDXコンサルティング、データ分析・改善提案SaaS「AIアナリスト」による戦術設計、そして「AIアナリスト」のSEOやADなどのデータの分析機能の拡張とともにその分析機能と紐づくかたちで実行実装ソリューションであるSEO支援サービスの「AIアナリストSEO」やデジタル広告運用代行サービスの「AIアナリストAD」、そしてサイト制作サービスまで、マーケティングDXを上流から下流まで実現できるよう事業を縦に拡大してきたとのことです。上場後にはDX人材の不足にダイレクトに応えるべく、プロ人材のマッチングサービスの「Marketer Agent」も立ち上げ、人材事業にも乗り出しているとのことです。また、見る角度を変えると、Webサイトの改善を主とする「AIアナリスト」の展開以降、前工程である集客領域のSEOや広告運用代行等の領域へ拡大し、現在はWeb上のコンバージョンの後工程にある顧客管理システムやマーケティングオートメーション、インサイドセールス等の領域にも拡大するなど、事業の横への展開も進めているとのことです。その一環と

して、2024年7月にはHubSpotソリューションパートナーとして日本トップである株式会社100への出資も行っているとのことです。

しかしながら、こうした縦横両軸での積極的な領域拡張への投資による事業拡大の取り組みは、中長期的に対象者の企業価値向上に資するものであったとしても、短期的なキャッシュ・フローや収益の成長を阻むおそれがあるとのことです。また、中長期的な視点に立った積極的な成長施策よりも短期的な収益性確保が選好される傾向が近年更に強まっている中、上記の事業領域の拡大を推し進めると、対象者の本源的な成長を達成するための戦略と資本市場からの期待の間に齟齬が生じ、必ずしも十分な評価を得ることができず、対象者の株価に悪影響を及ぼし、既存株主の皆様にも不利益を与える可能性があるとのことです。

対象者は、機械に「データ」と「成功事例・失敗事例」を学ばせる事で、成功確率の高い勝ちパターンを生み出すとともに、機械が得意なことは機械に任せ、人は人がやるべき本質的な施策に集中できる仕組みを、縦横無尽に提供することで、企業の生産性最大化を実現しているとのことです。この取り組みをさらに加速し、社会に実装するためには、事業領域の縦横双方への拡大は必須であり、独自データの取得・強化、変革による社会的インパクトの大きいエンタープライズ企業へのリーチが必須であると考えているとのことです。

対象者は、以下の点等から、対象者が公開買付者の完全子会社となることにより、シナジーの創出その他のメリットを見込むことができ、これは本取引により生じうるデメリットを上回るものであるため、本取引は、対象者の企業価値向上に資するものであると考えるに至ったとのことです。

#### (ア) 事業領域の拡大

公開買付者は、マスメディア及びテレビコンテンツの配信という限られた媒体を保有し、提供する事業を営んでおります。マスメディアはマーケティング市場において、手に入れることが難しい重要なケイパビリティであります。

対象者はマスメディアを保有する公開買付者の完全子会社となることで、新たなケイパビリティの獲得ができ、これまで行ってきた集客領域内における顕在層刈取施策として効果的なデジタル広告に加え、マスメディアという需要喚起施策の主要媒体へのリーチが容易となるとのことです。それにより、現在推し進めております縦横の事業拡大を力強く実行することができるものと考えているとのことです。

#### (イ) 独自データの取得・強化

対象会社においては、公開買付者はテレビ放送や配信サービスを通じて、そのユーザがどういったコンテンツにアクセスをしているかなど視聴データの蓄積を進めていると認識しているとのことです。

対象者は広告主のオウンドメディア上における流入元や参照ページ等のWeb行動データをAIアナリストに累計4万サイト以上に接続いただき、改善施策のPDCAデータ（効果測定結果）を1.2万以上保有し、分析の結果から生み出した“勝ちパターン”をクライアントの皆様へ提供し、成果創出をしております。公開買付者の独自データも含めた、対象者の保有する独自データのさらなる拡充が、新たな“勝ちパターン”の創出やクライアントの成果創出に繋がり、ひいては対象者の企業価値向上を実現できるものと考えているとのことです。

#### (ウ) エンタープライズ企業へのリーチ強化

対象者は、「AIアナリスト」の単商材の提供から、「AIアナリスト」を中心としたプロダクト事業のコンパウンド戦略を推し進めており、それらマルチプロダクトのクロスセルによってLTV拡大を企図し、中企業以上をターゲットとした営業戦略を展開しているとのことです。対象会社においては、公開買付者の提供するTVCMは主にエンタープライズ企業が顧客となっていると認識していることから、対象者から複数サービスの提供が可能な規模を有する企業という主要ターゲットとの親和性が高く、公開買付者の提供する広告媒体を絡めるかたちで、対象者のリーチを拡大させ、対象者の事業及び企業価値の向上に資するものと考えているとのことです。

なお、対象者は、本取引の実行に伴うディスシナジーについても検討した結果、対象者が非公開化されることによって、ブランド力低下に伴う取引先、その他のステークホルダーへの影響や従業員のモチベーション低下の可能性が考えられるものの、公開買付者は上場会社であり高い社会的信用及び認知度を有していることから、対象者が本取引を通じて非公開化されることが、対象者の社会的信用や社員のモチベーションに悪影響を与える可能性は低いと考えているとのことです。また、公開買付者としては、対象者の経営体制等については維持をする方針であること等を踏まえ、対象者としては、対象者が本取引を通じて非公開化されることは、対象者グループの取引先、従業員、その他のステークホルダーにおいて受け入れられると考えており、本取引の実行後においても特段のディスシナジーは発生しない

と認識しているとのことです。

また、対象者は、2021年2月に新規上場しておりますが、当時の状況に比べ、DX市場の成長は加速していると認識しており、競争環境も激化しているとのことです。このような市場環境の中で、上述した独自性の高いデータの絶対量の増加や積極的な領域拡張への投資による事業拡大の取り組みを実行するためには、資本提携を通じたパートナーとのより深いレベルの協力関係による成長、及び非公開化によるスピード感を持った経営が必要であると認識しているとのことです。

また、上場廃止に伴う一般的なデメリットとして、資本市場から資金調達を行うことができなくなることや、人材の確保に影響を及ぼす可能性が考えられますが、対象者としては、現状において資本市場からの資金調達の必要性がないこと、銀行調達を実行できるように取引各行と良好な関係を築けていること等から資金調達面では特段問題ないと考えていること、上場廃止後の採用活動は上場企業である公開買付者のグループ会社の一員として実施することから、当該悪影響は検討したものの大きなものは生じないと考えているとのことです。なお、対象者が公開買付者の完全子会社になることや公開買付者グループに加わることによるデメリット及びディスシナジーについても、特段想定していないとのことです。

対象者としては、本公開買付価格である502円は、本公開買付けの実施について公表日の前営業日である2025年4月9日の東京証券取引所グロース市場における対象者株式の終値268円に対して87.31%のプレミアムを加えた価格、直近1ヶ月間の終値の単純平均値292円に対して71.92%のプレミアムを加えた価格、直近3ヶ月間の終値の単純平均値300円に対して67.33%のプレミアムを加えた価格、直近6ヶ月間の終値の単純平均値315円に対して59.37%のプレミアムを加えた価格であり、経済産業省が「公正なM&Aの在り方に関する指針」を公表した2019年6月28日以降に公表され且つ成立した上場会社の非公開化を目的とした公開買付け事例（MBO事例、公開買付者グループにおける対象者が連結子会社である事例、プレミアムがマイナスとなる事例等を除いた127件）におけるプレミアムの水準（公表日の前日、直近1ヶ月間、直近3ヶ月間及び直近6ヶ月間の終値の単純平均値それぞれからのプレミアムの中央値（それぞれ37.48%、39.92%、42.77%、53.03%）及び平均値（それぞれ45.63%、47.63%、51.06%、53.03%））に照らし、一定の合理性のある価格であると考えているとのことです。

上記の通り、対象者は、本公開買付けを含む本取引が、対象者グループの中長期的な企業価値の向上に資するものであると考えておりますが、一方、本公開買付価格である502円は、対象者株式の現在の市場価格に対して一定のプレミアムが付されており、対象者の少数株主に対し投資回収機会を提供する観点では一定の合理性はあるものの、2025年4月2日の米国政府による相互関税導入の発表を発端とするこの数日間にわたる株式市場の大幅な変動を考慮すると当該プレミアムが適正な水準にあると現時点で判断することは困難であること、対象者株式の上場来の株価推移を考慮すると株式取得価格が本公開買付価格を上回る株主も一定程度存在すると想定されること、本公開買付価格はマクス・コーポレートアドバイザーが対象者の本事業計画を基にDCF法により算定した対象者の株式価値の算定結果の下限値を越えるものの中央値を下回り且つ下限値に近い価格であること等を総合的に判断し、対象者の少数株主の皆様の本公開買付けへの応募を積極的に推奨すべきとまではいえないとの結論に至ったとのことです。そのため、本公開買付けに応募することの是非については中立の立場を取り、対象者の株主の皆様のご判断に委ねるのが相当であると判断したとのことです。

なお、対象者は、2025年2月26日付で公表した「通期業績予想の修正に関するお知らせ」に記載の通り、2025年2月期の通期業績予想の下方修正を行っております。当該下方修正は、当該時点における業績状況を踏まえた判断であるため、本取引とは無関係の要因であり、また対象者が意図的に対象者株式の株価を下げる目的で当該下方修正を策定及び公表したのではないとのことです。したがって、マクス・コーポレートアドバイザーによる下記「(3) 本公開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」の「① 対象者における独立した特別委員会の設置及び特別委員会からの答申書の取得」及び「② 対象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」に記載の市場株価平均法の算定において当該下方修正の公表日以降の対象者の株価も考慮の対象とすることに問題はないと考えているとのことです。

また、対象者は、公開買付者が本新株予約権を取得したとしても公開買付者は本新株予約権を行使することができないことから、本新株予約権買付価格が1円であることは不合理とはいえないと判断しており、本新株予約権買付価格がそれぞれ1円と決定されていることから、本公開買付けに応募するか否かについて、当該本新株予約権者の皆様のご判断に委ねることが相当と判断するに至ったとのことです。

以上により、対象者は、2025年4月10日開催の取締役会において、本公開買付けに賛同する意見を表明するとともに、対象者の株主の皆様及び本新株予約権者の皆様に対しては、本公開買付けに応募する

か否かについて、対象者の株主の皆様及び本新株予約権者の皆様のご判断に委ねる旨の決議をしたとのことです。

なお、対象者取締役会の決議の詳細については、下記「(3) 公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置」の「⑤ 対象者における利害関係を有しない取締役（監査等委員を含む。）全員の承認」をご参照ください。

### ③ 本公開買付け後の経営方針

本公開買付けが成立した後の経営方針について、本公開買付けの公表日現在、公開買付者としては、対象者の企業理念や企業文化等を尊重しつつ、対象者と協議の上、上記「① 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」に記載のシナジー実現に向けた施策を講じることを考えております。

また、公開買付者は、大淵氏及び垣内氏との間で、2025年4月10日付で、経営委任契約（以下「本経営委任契約」といいます。）を締結し、大淵氏及び垣内氏に対し、対象者の代表取締役としての職務を委任する旨の合意をしております。本経営委任契約の詳細につきましては、下記「(6) 本公開買付けに係る重要な合意に関する事項」をご参照ください。この点を除き、公開買付者は、対象者の経営体制等については維持をする方針であるものの、対象者との間で、本取引の実行後の役員体制について具体的な協議はしておらず、本書提出日現在で合意している事項はございません。なお、公開買付者は、対象者に対して役員を派遣することを検討しておりますが、公開買付者から派遣する取締役の数は過半数とする方針です。今後、公開買付者は、対象者と協議の上、各施策の実行や事業基盤の強化に向けた最適な体制の構築を検討していく予定です。公開買付者は、対象者の事業の特性や強みを十分に活かした経営を行い、対象者の事業の強化を図り、公開買付者とのシナジー効果を最大限実現できる体制づくりを目指し、両社の更なる企業価値向上に向けて取り組んでまいります。

### (3) 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、対象者は公開買付者の子会社ではなく、本公開買付けは、支配株主による公開買付けには該当いたしません。また、大淵氏を含む対象者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も予定されておらず、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（MBO）（注）にも該当いたしません。もっとも、対象者の代表取締役である大淵氏及び垣内氏（合計所有株式数：1,952,100株、所有割合：25.06%、合計新株予約権数：14,400個（目的となる対象者株式の数：432,000株、所有割合：5.55%））は公開買付者と本応募契約及び本経営委任契約を締結していることから、大淵氏及び垣内氏と両氏以外の対象者の株主の皆様との利益が一致しない可能性があること、本公開買付けは対象者を公開買付者の完全子会社とすることを目的とする本取引の一環として実施されることを考慮し、公開買付者及び対象者は、本公開買付け価格の公正性を担保するとともに、本公開買付けの実施を決定するに至る意思決定の過程における恣意性及び利益相反のおそれを排除し、本取引の公正性及び透明性を担保するため、それぞれ以下の措置を講じております。また、以下の記載のうち、対象者において実施した措置については、対象者プレスリリース及び対象者から受けた説明に基づくものです。

（注） 「マネジメント・バイアウト（MBO）」とは、公開買付者が対象者の役員である取引、又は公開買付者が対象者の役員との合意に基づき公開買付けを行うものであって対象者の役員と利益を共通にするものである取引をいいます。

### ① 対象者における独立した特別委員会の設置及び特別委員会からの答申書の取得

#### (i) 設置などの経緯

対象者プレスリリースによれば、対象者は、対象者において本取引等の是非につき審議及び決議するに先立ち、本取引等に係る対象者取締役の意思決定に慎重を期し、対象者取締役会の意思決定過程における恣意性及び利益相反のおそれを排除し、その公正性を担保することを目的として、2024年11月1日付で、いずれも対象者の独立社外取締役である、梅本大祐氏、船木真由美氏、吉村貞彦氏及び井出彰氏の4名から構成される特別委員会を設置したとのことです。本特別委員会は、本特別委員会の委員長として、互選により、梅本大祐氏を選定しているとのことです。なお、対象者は、本特別委員会の委員として設置当初からこの4名を選定しており、本特別委員会の委員を変更した事実はなく、また対象者は本特別委員会の委員への選定に際して、梅本大祐氏、船木真由美氏、吉村貞彦氏及び井出彰氏が、いずれも公開買付者及び本取引との間に特段の利害関係を有していないことを確認しているとのことです。

その上で、対象者は、本特別委員会に対し、(i)本取引等の目的の正当性・合理性（本取引等が対象者の企業価値向上に資するかを含みます。）、(ii)本取引等に係る手続の公正性、(iii)本取引等に係る取引条件の公正性・妥当性（本取引等の実施方法や対価の妥当性を含みます。）、(iv)本公開買付に対して対象者取

締役会が賛同の意見を表明すること及び対象者株主に対して本公開買付けへの応募を推奨することの是非、(v)上記を踏まえ、対象者取締役会が本取引等の実施に関する決定を行うことが、対象者の少数株主に不利益か否かについて諮問したとのことです。

また、対象者取締役会は、本特別委員会への諮問にあたり、対象者取締役会において、本取引等に関する対象者取締役会の意思決定は本特別委員会の判断内容を最大限尊重して行われること、特に本特別委員会が本取引等の取引条件を妥当でないと判断したとき又は本公開買付けに賛同すべきでないと判断したときには、対象者取締役会は本取引等を行う旨の意思決定（本公開買付けに賛同すること及び本取引等の承認をすることを含みます。）を行わないものとするを決議しているとのことです。併せて、対象者は、上記取締役会決議に基づき、本特別委員会に対して、(a)適切な判断を確保するために、アドバイザー等を指名又は承認（事後承認を含みます。）する権限、(b)本諮問事項の検討にあたって、本特別委員会が必要と認める場合には、対象者のアドバイザー等を選任する権限（本特別委員会のアドバイザー等の専門的助言に係る合理的な費用は対象者の負担とします。なお、本特別委員会は、対象者のアドバイザー等の独立性及び専門性に問題がないことを確認した場合には、対象者のアドバイザー等に対して専門的助言を求めることができるものといたします。）、(c)適切な判断を確保するために、対象者の取締役、従業員その他本特別委員会が必要と認める者に本特別委員会への出席を要求し、必要な情報について説明を求める権限、(d)対象者の取締役、従業員その他本特別委員会が必要と認める者から本取引等の検討及び判断に必要な情報を受領する権限、(e)必要に応じて、本取引等の取引条件等の交渉を行う権限（なお、本特別委員会が、本取引の取引条件等の交渉を直接行わない場合であっても、必要に応じて、本取引等の取引条件等に関する交渉について、事前に方針を確認し、適時にその状況の報告を受け、重要な局面で意見を述べ、指示や要請を行うこと等により、本取引等の取引条件等の交渉に実質的に関与する権限及び対象者の役職員やアドバイザー等を通じた間接的な交渉を行う権限を含みます。）、(f)その他本取引等に関する検討及び判断に際して必要と本特別委員会が認める事項に関する権限を付与しているとのことです。

#### (ii) 検討の経緯

本特別委員会は、2024年11月7日から2025年4月9日までの間に合計12回開催され、本諮問事項についての協議及び検討が行われたとのことです。具体的には、本特別委員会は、対象者、マクサス・コーポレートアドバイザー及び東京丸の内法律事務所から、本取引の背景・経緯、対象者の事業概要、本取引のストラクチャー、各アドバイザーの独立性、本パートナー選定プロセスの概要及び状況、公開買付者の選定手続の確認、本公開買付価格の算定手法の合理性、公開買付者との間の協議・交渉の経緯及び内容等について、適時に報告・説明を受けた上で、本特別委員会において、質疑応答を行っているとのことです。また、本特別委員会は、対象者のファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関であるマクサス・コーポレートアドバイザーから、対象者株式の株式価値算定にかかる算定手法及び結果に関する説明を受け、質疑応答及び審議・検討を行った上で、その合理性を確認しているとのことです。さらに、対象者のリーガル・アドバイザーである東京丸の内法律事務所から、対象者における本取引に関する意思決定を行うにあたっての留意点に関し対象者が同事務所から得た法的助言の内容についても説明を受け、検討を行ったとのことです。なお、本特別委員会は、本パートナー選定プロセスにおいて、マクサス・コーポレートアドバイザーから、適宜その状況について説明を受け、本第一次プロセス及び本第二次プロセスへの参加を打診する候補先の選定に関する対象者の判断の合理性、候補先から受領した最終意向表明書を基に、公開買付者を最終候補先として選定した対象者の判断の合理性について確認しており、その内容を審議・検討し、意見を述べることであり、最終候補先の選定という重要な局面において実質的に関与しているとのことです。

対象者が、最終候補先として公開買付者を選定した後も、対象者が公開買付者から2025年3月11日付本提案書を受領し、本提案書における本公開買付価格の提案価格431円は、対象者が考える対象者の株式価値を大幅に下回る水準であることから、対象者の少数株主保護の観点において妥当な水準とは到底いえないとして、本特別委員会は、2025年3月13日付で、公開買付者に対して、「2025年3月11日付『最終意向表明書』に対するご回答」を送付し、提案内容の再検討を要請したとのことです。その後、2025年3月17日付で公開買付者から「2025年3月13日付貴社ご回答について」書面において、公開買付価格の引き上げを真摯に検討する旨の回答を受領したため、同年3月19日に、本特別委員会は、改めて公開買付価格の引き上げについて書面で要請したとのことです。その後、対象者は、2025年3月24日に、公開買付者から本公開買付価格を474円とする再提案を受けたとのことです。これに対し、2025年3月25日、本特別委員会は、マクサス・コーポレートアドバイザーから受けた対象者株式の株式価値に係る助言及び本特別委員会における議論を踏まえて、公開買付者に対して、当該提案価格は、依然として対象者が考える対象者の株式価値を大幅に下回る水準であることから、対象者の少数株主保護の観点において妥当な水準とは到底いえないとして、提案内容の再検討を要請したとのことです。その後、対象者は、2025年4月1日に、公開買付者から本公開買付価格を500円とする再提案を受けたとのことです。これに対し、2025年4月2日、本特別委員会は、マクサス・コーポレートアドバイザーから受けた対象者株式の株式価値に係る助言及び本特別委員会における議

論を踏まえて、公開買付者に対して、マクス・コーポレートアドバイザーが対象者の本事業計画を基にDCF法により算定した対象者の株式価値の算定結果、対象者株式の取引高実績から推計される対象者の多くの一般株主における取得価格帯、及び対象者と同じ業界に属する他の会社の公開買付事例におけるプレミアム水準などを総合的に考慮し、本公開買付価格を550円以上に引き上げることを要請したとのことです。その後、2025年4月2日の米国政府による相互関税導入の発表を発端とする株式市場の大幅な変動が発生した状況下において、対象者は、2025年4月8日に、公開買付者から本公開買付価格を502円とする最終提案を受けたとのことです。また、当該提案は、受領した書面によれば、必ずしも対象者の多くの少数株主の皆様の取得価格帯を下回る水準とはいえ、また、少数株主の皆様にとっては魅力的なプレミアム水準でもありと考えているとのことです。

(iii) 判断の内容

本特別委員会は、以上の経緯のもと、本諮問事項について、慎重に協議及び検討した結果、2025年4月9日付で、対象者取締役会に対し、委員全員一致で、大要以下の内容の本答申書を提出しているとのことです。

(i) 答申内容

- a 本取引は、対象者の企業価値向上に資するものであり、その目的は正当性・合理性を有する。
- b 本取引に至る交渉過程等においては適切な公正担保措置が講じられており、本取引に係る手続は公正である。
- c 本取引に係る取引条件（本取引の実施方法や対価を含む。）については、公正性が認められ、妥当性についても一定程度確保されているといえるものの、対象者の株主及び本新株予約権者に対して、本公開買付けに応募することを積極的に推奨すべきとまではいえない。
- d 対象者取締役会が、対象者の株主に対しては、本公開買付けに賛同する旨の意見表明を行うことは合理的であるといえるが、本公開買付けに応募することの是非については中立の立場を取り、対象者の株主及び本新株予約権者に対して、本公開買付けに応募するか否かについて、対象者の株主及び本新株予約権者の判断に委ねる旨の意見表明を行うことが相当である。
- e 上記aからdその他の事項を踏まえ、対象者取締役会が本取引の実施を決定することは対象者の少数株主にとって不利益ではない。

(ii) 答申理由

- a 本取引の目的の合理性について
  - ・本特別委員会は、本取引に伴い対象者に生じる企業価値の向上について、対象者代表取締役社長大淵氏及び代表取締役垣内氏から、以下のとおり、説明を受けたとのことです。

対象者を取り巻く経営環境は、DXの知見を持つ人材も実行を担う人材も共に不足している状況にあり、対象者は、DX市場の拡大を取り込むべく、縦横両軸での積極的な領域拡張への投資による事業拡大の取り組みを行っております。このような取り組みは中長期的に当社の企業価値向上に資するものであったとしても、短期的なキャッシュ・フローや収益の成長を阻むおそれがあるといった経営課題を有しています。本取引により、①事業領域の拡大、②独自データの取得・強化、③エンタープライズ企業へのリーチ強化が見込まれ、本取引は対象者の事業及び企業価値の向上に資するものと考えられます（「(2) 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、並びに本公開買付け後の経営方針」の「② 対象者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」に記載のとおり）。
  - ・本特別委員会において、対象者代表取締役社長大淵氏及び代表取締役垣内氏に対して、質疑応答を行った上で、上記説明及びその回答について、慎重に審議・検討を行ったところ、対象者が認識する対象者を取り巻く経営環境及び経営課題に不合理な点はなく、本取引の目的には正当性・合理性があると認められるとのことです。他方で、公開買付者の社会的信用及び認知度を踏まえれば、本取引の実行後においても特段のディスシナジーは生じないと認められるとのことです。そのため、本取引により、一定の企業価値の向上が見込まれるものといえるとのことです。
- b 本取引の取引条件の妥当性について
  - (a) 第三者算定機関による株式価値算定書の取得
    - ・対象者は、本取引に関する意見表明を行うにあたり、本公開買付価格の公正性その他の本公開買付けを含む本取引の公正性を担保すべく、対象者のファイナンシャル・アドバイザーであるマクス・コーポレートアドバイザーに対し、対象者株式の株式価値の算定を依頼し、2025年4月9日付で対象者株式価値算定書を取得しているとのことです。なお、マクス・コーポレートアドバイザーは、公開買付関係者等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いないとのことです。なお、本取引に係るマクス・コーポレートアドバイザーに対する報酬は、本取引の成立等を条件とした成功報酬が含まれておりますが、同種の取引における一般的

な実務慣行等を勘案すれば、かかる成功報酬によって独立性が否定されるわけではないと判断し、マクス・コーポレートアドバイザーを対象者のファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関として選任したとのことです。

- ・対象者株式価値算定書によれば、対象者株式の1株当たりの株式価値は、市場株価平均法によると、268円から315円、DCF法によると495円から612円、類似会社比較法によると、380円から506円とされているとのことです（下記「(3) 本公開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」の「② 対象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」の「(ii) 算定の概要」に記載のとおり）。
- ・本特別委員会は、マクス・コーポレートアドバイザーから、対象者株式の株式価値の算定方法及び評価プロセス並びに株式価値算定等に関する考察過程について詳細な説明を受け、これについて、質疑応答を行った上で検討した結果、そのいずれについても一般的な評価実務に照らして不合理な点は見当たらないことを確認したとのことです。
- ・また、上記算定の前提となっている対象者の本事業計画の内容に関する対象者及びマクス・コーポレートアドバイザーから本特別委員会に対する説明を踏まえ、本特別委員会においても、対象者の本事業計画の作成経緯及び対象者の現状を把握した上で、それらに照らし不合理な点がないかという観点から本事業計画の合理性を確認したところ、2025年4月2日の米国政府による相互関税導入の発表を発端とする株式市場及び経営環境への影響という不確定要素はあるものの、現時点においては本事業計画に特段不合理な点はないといえるとのことです。
- ・したがって、対象者株式価値算定書は、特段不合理なものではないと認められるとのことです。

(b) 本公開買付価格（502円）について

本公開買付価格については、以下のような事情が認められるところ、以下の事情を総合的に考慮すれば、本公開買付価格は、対象者の株式価値が一定程度反映されたものであるといえるものの、対象者の株主及び本新株予約権者に対して、本公開買付けに応募することを積極的に推奨すべきとまではいえないと認められるとのことです。

- ・対象者株式価値算定書の市場株価平均法による算定の上限を超えていること、DCF法及び類似会社比較法による算定の範囲内に属する水準にあること。
- ・本公開買付価格は、本公開買付けについての公表日の前営業日である対象者株式の2025年4月9日の東京証券取引所グロース市場における対象者株式の終値268円に対し87.31%、直近1ヶ月間の終値の単純平均値292円に対して71.92%のプレミアムを加えた価格、直近3ヶ月間の終値単純平均値300円に対して67.33%のプレミアムを加えた価格、直近6ヶ月間の終値の単純平均値315円に対して59.37%のプレミアムをそれぞれ加えた価格であること。
- ・2025年4月2日の米国政府による相互関税導入の発表を発端とする株式市場の大幅な変動を考慮すると当該プレミアムが適正な水準にあると現時点で判断することは困難であること。
- ・対象者株式の上場来の株価推移を考慮すると株式取得価格が本公開買付価格を上回る株主も一定程度存在すると想定されること。
- ・本公開買付価格はマクス・コーポレートアドバイザーが対象者の本事業計画を基にDCF法により算定した対象者の株式価値の算定結果の下限値を越えるものの、中央値を下回り且つ下限値に近い価格であること。

(c) 対価の種類

本取引の対価は金銭とされているところ、最も流動性の高い対価であり、対価の種類は妥当と認められるとのことです。また、本公開買付けに応募しなかった株主に対しては、対象者の株主を公開買付者のみとし、本スクイーズアウト手続を実施するに際し、本公開買付価格に当該各株主が所有していた対象者株式の数を乗じた価格と同一の価格が交付される予定とのことであり、本公開買付けに応募しなかった株主が不利益を被るものではないと認められるとのことです。

(d) 交渉過程の手続の公正性

下記c記載のとおり、本公開買付けを含む本取引に至る交渉過程の手続は公正であると認められるところ、本公開買付価格502円は、かかる交渉の結果を踏まえて決定されたものであると認められるとのことです。

(e) 小括

以上のような点を踏まえ、本特別委員会において、慎重に協議及び検討した結果、たしかに、マクス・コーポレートアドバイザーから取得した対象者株式価値算定書及び本公開買付価格決定に係る交渉過程に不合理な点はなく、本取引により対象者の少数株主に交付される対価の種類は妥当であり、本公開買付価格は、対象者の企業価値を一定程度反映したものであり、本取引の取引条件の妥当

性は一定程度確保されているものの、2025年4月2日の米国政府による相互関税導入の発表を発端とする株式市場の大幅な変動を考慮すると当該プレミアムが適正な水準にあると現時点で判断することは困難であること、対象者株式の上場来の株価推移を考慮すると株式取得価格が本公開買付価格を上回る株主も一定程度存在すると想定されること、本公開買付価格はマクサス・コーポレートアドバイザーが対象者の本事業計画を基にDCF法により算定した対象者の株式価値の算定結果の下限値を越えるものの中央値を下回り且つ下限値に近い価格であること等を総合的に判断すると、対象者の株主及び本新株予約権者に対して、本公開買付けに応募することを積極的に推奨すべきとまではいえないと認められるとのことです。

c 本取引の手続きの公正性について

(a) 本特別委員会の組成

- ・上記(i)のとおり、対象者は、本取引を検討するに際し、本公開買付価格の公正性を担保し、利益相反を回避することを目的として、2024年11月1日付取締役会決議に基づき、本特別委員会の委員4名を選任したとのことです。なお、本特別委員会の委員は、いずれも対象者の社外取締役であり、公開買付者及び対象者と特別な利害関係を有する立場にはなく、また、特別委員としての報酬、本取引の成否等を条件とする成功報酬制は採用されていないことから、本取引との関係でも独立性が認められるとのことです。
- ・また、対象者取締役会は、本特別委員会に対する権限に関し、本特別委員会が必要に応じて、本取引の取引条件等の交渉を行う権限（なお、本特別委員会が、本取引の取引条件等の交渉を直接行わない場合であっても、必要に応じて、本取引の取引条件等に関する交渉について、事前の方針を確認し、適時にその状況の報告を受け、重要な局面で意見を述べ、指示や要請を行うこと等により、本取引の取引条件等の交渉に実質的に関与する権限及び対象者の役職員やアドバイザー等を通じた間接的な交渉を行う権限を含みます。）を付与することを決議しており、本特別委員会が交渉過程に影響を与えうる状況を確保しているとのことです。
- ・その上で、本特別委員会において、2024年11月7日より2025年4月9日までの間に合計12回、計約13時間にわたり審議を重ねたとのことです。

(b) 利益相反回避措置の実施

- ・対象者の取締役会においては、対象者の株主に対して本公開買付けへの応募を推奨するか否かに係る審議及び本特別委員会の意見を最大限尊重しつつ、本取引に対する賛否及び決議が行われる予定であるところ、かかる取締役会においては、対象者の代表取締役社長大淵氏及び代表取締役垣内氏は、公開買付者との間で応募契約が締結されることが予定されていることから、本取引に関して、対象者の少数株主との間で利害が必ずしも一致しない可能性もあるため、利益相反を回避すべく、特別利害関係取締役として、上記取締役会における審議及び決議に一切参加しない予定となっているとのことです。
- ・その他、本取引に係る協議、検討及び交渉の過程で、公開買付者又は本取引に特別な利害関係を有する者が対象者側に不当な影響を与えたことを推認させる事実は特段認められないとのことです。
- ・したがって、本件では、利益相反を回避するための措置が適切に講じられていると認められるとのことです。

(c) 独立性を有する外部専門家の専門的助言等の取得

- ・対象者は、本取引が支配株主による公開買付けないしいわゆるマネジメント・バイアウト（MBO）の一環として行われるものではないものの、本公開買付けに際して公開買付者と筆頭株主である大淵氏及び第2位株主である垣内氏との間で応募契約を締結することが予定されていることから、本取引に関して対象者の少数株主との間で利害が必ずしも一致しない可能性もあるため、本公開買付価格の公正性の担保、利益相反を回避すべく、本取引について検討するにあたっては、本取引の候補先、対象者及び大淵氏及び垣内氏から独立した第三者算定機関兼ファイナンシャル・アドバイザーであるマクサス・コーポレートアドバイザーから対象者株式価値算定書を取得したほか、リーガル・アドバイザーである東京丸の内法律事務所から助言・意見等を得ながら、対象者の企業価値向上ひいては株主共同の利益の観点から、本公開買付価格をはじめとする本公開買付けの買付条件の妥当性及び本取引の一連の手続きの公正性といった点について慎重に検討及び協議を行ったとのことです。
- ・なお、マクサス・コーポレートアドバイザー及び東京丸の内法律事務所は、いずれも本取引の候補先、対象者及び大淵氏及び垣内氏のいずれに対しても独立性を有しており、かつ、これらの者との間で本公開買付けを含む本取引に関して重要な利害関係はございません。本特別委員会は、上記の点を含め、マクサス・コーポレートアドバイザー及び東京丸の内法律事務所の独立性及び専門性に問題がないことを確認し、2024年11月1日、対象者の第三者算定機関、ファイナンシャル・ア

ドバイザー及びリーガル・アドバイザーとして承認しているとのことです。

(d) 本特別委員会による協議・交渉

対象者は、本特別委員会に対し、本取引の取引条件等の交渉を行う権限を付与しているとのことです。これを前提に、本特別委員会は、マクサス・コーポレートアドバイザーを窓口として、公開買付者のファイナンシャル・アドバイザーであるフーリハン・ローキーを介し、公開買付者との間で、公開買付価格について、少数株主の利益保護の観点からその公正性を確保するための実質的な協議・交渉を行ったとのことです。具体的には、公開買付者は、2025年3月11日付で、対象者に対して、本公開買付価格を431円とすること等を記載した本提案書を提出し、これに対して、本公開買付価格の提案価格431円は、対象者が考える対象者株式の適正な価値を大幅に下回る水準と認識しており、対象者の株主に対して応募推奨を行うという観点からは、不十分な価格であると考えており、本公開買付価格について大幅な引上げを要請する旨の回答書を提出したとのことです。これを受け、公開買付者は、同年3月17日、対象者に対して、本公開買付価格の引上げを真摯に検討する一方で、公開買付者は本提案書における本公開買付価格の提案価格431円は、過去の類似取引と比較しても遜色がないプレミアムが付されているものと認識していることから、対象者が当該提案価格を、対象者の株主に対して応募推奨を行うという観点からは、不十分な価格であると考えている具体的な背景や判断理由を確認したい旨の回答書を提出し、これに対して、本特別委員会より、同年3月19日、本提案書における本公開買付価格の提案価格431円は、対象者のファイナンシャル・アドバイザーであるマクサス・コーポレートアドバイザーが、DCF法により算定した対象者の株式価値の算定結果の下限値を大幅に下回ること及び対象者株式の取引高実績から推計される、多くの対象者の一般株主における取得価格帯を大幅に下回る水準であることから、対象者の株主に対して応募推奨を行うには、不十分な価格であると考えている旨の回答書を提出したとのことです。これを受け、公開買付者は、同年3月24日、対象者に対して、本公開買付価格を474円とする旨の回答書を提出し、これに対して、本特別委員会より、同年3月25日、上記提案価格は、対象者のファイナンシャル・アドバイザーであるマクサス・コーポレートアドバイザーが、対象者の本事業計画を基にDCF法により算定した対象者の株式価値の算定結果の下限値を大幅に下回ること及び対象者株式の取引高実績から推計される、多くの当社の一般株主における株式取得価格帯を大幅に下回る水準であることから、対象者の株主に対して応募推奨を行うには、不十分な価格であると考えており、本公開買付価格の大幅な引上げを要請する旨の回答書を提出したとのことです。その後、対象者は、2025年4月1日に、公開買付者から本公開買付価格を500円とする再提案を受けたとのことです。これに対し、2025年4月2日、本特別委員会は、マクサス・コーポレートアドバイザーから受けた対象者株式の株式価値に係る助言及び本特別委員会における議論を踏まえて、公開買付者に対して、マクサス・コーポレートアドバイザーが対象者の本事業計画を基にDCF法により算定した対象者の株式価値の算定結果、対象者株式の取引高実績から推計される対象者の多くの一般株主における取得価格帯、及び対象者と同じ業界に属する他の会社の公開買付事例におけるプレミアム水準などを総合的に考慮し、本公開買付価格を550円以上に引き上げることがを要請したとのことです。その後、2025年4月2日の米国政府による相互関税導入の発表を発端とする株式市場の大幅な変動が発生した状況下において、対象者は、2025年4月8日に、公開買付者から本公開買付価格を502円とする最終提案を受けたとのことです。

以上のとおり、本特別委員会は、公開買付者との間で、本公開買付価格について、少数株主の利益保護の観点からその公正性を確保するための実質的な協議・交渉を行っているとのことです。

(e) 入札手続の実施

対象者は、本取引の相手方の選定にあたり、2024年11月上旬より、公開買付者及び他の候補企業を含む事業会社及び投資ファンドである候補先に打診することによる入札プロセスを実施したとのことです。そして、上記打診先のうち4社から、2024年12月13日付で意向表明書の提出を受け、複数の候補者から対象者の企業価値向上に向けた提案を受ける機会を確保したとのことです。対象者及び本特別委員会は、本取引の目的、本取引後の対象者の経営方針や事業戦略の方向性、対象者とのシナジー効果及び従業員への処遇、提示された対象者株式1株当たりの希望取得価格等について慎重に検討した上で、公開買付者が、対象者の株主にとってより最も有利な条件を提示する候補者であると判断し、2024年12月25日に、公開買付者1社を本第二次プロセスに招聘することを決定したとのことです。

したがって、市場における潜在的な買収者の有無を調査・検討するいわゆる積極的なマーケット・チェックが実施されているといえるとのことです。

(f) 対抗的な買付け等の機会確保

①本公開買付けに関しては、公開買付期間が法令に定められた最短期間（20営業日）よりも長期である32営業日に設定される予定であるとともに、②公開買付者と対象者とは、公開買付者以外の対抗的買収提案者と接触することを制限するような内容の合意等は一切行っておらず、上記公開買付期間

の設定と併せ、対抗的な買付け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されているといえるとのことです。

(g) 少数株主への適切な情報提供

本取引に際しては、以下に掲げる情報又はこれらと実質的に同様の情報が開示書類において開示される予定であり、少数株主に対して適切な情報提供が行われる予定とのことです。

- ・本特別委員会に関する情報
- ・本特別委員会に付与された権限の内容に関する情報
- ・対象者株式価値算定書による対象者の株式価値の算定結果に関する情報
- ・本取引の実施を決定するに至ったプロセス等に関する情報
- ・本取引を行うことを選択した背景・目的等に関する情報
- ・対象者と公開買付者との間で行われた取引条件等に関する協議・交渉の経緯並びに本特別委員会の関与状況に関する情報
- ・本公開買付けの公正性を担保するための措置に関する情報

(h) 強圧性の排除

本公開買付け後の本スクイーズアウト手続は、株式等売渡請求（会社法第179条第1項）又は株式併合（会社法第180条第1項）を用いるスキームにより実行するとされており、いずれのスキームを用いる場合であっても、本公開買付けに応募しなかった対象者の少数株主には、価格決定の申立て（会社法第179条の8第1項、会社法第182条の5第2項）を行う権利が認められています。そして、公開買付者によれば、本スクイーズアウト手続においては、本公開買付けに応募しなかった対象者の少数株主に対して、本公開買付価格に当該株主が所有していた対象者株式の数を乗じた価格と同一になるよう算定された額が交付される予定であり、その旨がプレスリリース等で明示される予定です。

以上を踏まえると、本公開買付けに応募するか否かについて適切に判断を行う機会は少数株主に対して与えられており、強圧性は排除されているといえるとのことです。

(i) 小括

以上のような点を踏まえ、本特別委員会において、慎重に協議及び検討した結果、本取引においては適切な公正担保措置が講じられており、本取引に至る交渉過程等の手続は公正であることが認められるとのことです。

d 賛同意見表明及び応募推奨の是非

上記 a 乃至 c 及び下記 e に記載のとおり、本取引は対象者の企業価値向上に資するものであり、本取引の目的は合理的であると認められ、また、本取引において公正な手続を通じて対象者の少数株主への配慮がなされているうえ、本公開買付価格についても、対象者株式の現在の市場価格に対して一定のプレミアムが付されており、対象者の少数株主に対し投資回収機会を提供する観点では一定の合理性はあるものの、2025年4月2日の米国政府による相互関税導入の発表を発端とする株式市場の大幅な変動を考慮すると当該プレミアムが適正な水準にあると現時点で判断することは困難であること、対象者株式の上場来の株価推移を考慮すると株式取得価格が本公開買付価格を上回る株主も一定程度存在すると想定されること、本公開買付価格はマクス・コーポレートアドバイザーが対象者の本事業計画を基にDCF法により算定した対象者の株式価値の算定結果の下限値を越えるものの中央値を下回り且つ下限値に近い価格であること等を総合的に判断すれば、対象者の少数株主及び本新株予約権に対して本公開買付けへの応募を積極的に推奨すべきとまではいえないと認められるとのことです。したがって、本公開買付けに賛同する旨の意見表明を行うことは合理的であるものの、本公開買付けに応募することの是非については中立の立場を取り、対象者株主及び本新株予約権者の判断に委ねるのが相当であるといえるとのことです。

e 対象者取締役会が本取引の実施を決定することは、対象者の少数株主に不利益か否か

上記 a 乃至 c その他の事情を踏まえ、本取引の目的は合理性を有するといえ、また、本取引の取引条件の妥当性は一定程度確保されており、また、本取引に係る手続は公正であるといえることから、対象者取締役会が本取引の実施（本公開買付けに関する意見表明を含みます。）を決定することは当社の少数株主にとって不利益ではないといえるとのことです。

② 対象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) 算定機関の名称並びに対象者及び公開買付者との関係

対象者プレスリリースによれば、対象者は、本公開買付けに関する意見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ファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関であるマクス・コーポレートアドバイザーに対して、対象者の株式価値の算定を依頼し、2025年4月9日付で、対象者株式価値算定書を取得したとのことです。なお、マクス・コーポレートアドバイザーは、公開買付者及び対象者の関連当事者には該当せず、本公開買付けを含む本取引に関して重要な利害関係を有していないとのことです。本特別委員会は、第1回特別委員会において、マクス・コーポレートアドバイザーの独立性及び専門性に問題がないことを確認し、対象者の第三者算定機関として承認しているとのことです。

(ii) 算定の概要

マクス・コーポレートアドバイザーは、複数の株式価値算定手法の中から対象者の株式価値の算定にあたり採用すべき算定手法を検討した結果、対象者が東京証券取引所グロース市場に上場しており、市場株価が存在することから市場株価平均法を用い、対象者と比較的類似する事業を営む上場会社が複数存在し、類似会社との比較による株式価値の類推が可能であることから類似会社比較法を、また、将来の事業活動の状況を算定に反映するためにDCF法を用いて対象者の株式価値を算定しているとのことです。

マクス・コーポレートアドバイザーが上記の手法に基づき算定した対象者株式の1株当たりの価値の範囲はそれぞれ以下のとおりとのことです。

市場株価平均法	268円～315円
類似会社比較法	380円～506円
DCF法	495円～612円

市場株価平均法では、本公開買付けの公表日の前営業日である2025年4月9日を算定基準日として、東京証券取引所グロース市場における対象者株式の基準日終値268円、同日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値292円、同日までの過去3ヶ月間の終値単純平均値300円及び同日までの過去6ヶ月間の終値単純平均値315円を基に、対象者株式1株当たりの株式価値の範囲を268円から315円と算定しているとのことです。

類似会社比較法では、対象者と比較的類似する事業を営む上場企業の市場株価や収益性を示す財務指標との比較を通じて、対象者株式1株当たりの株式価値の範囲を380円から506円と算定しているとのことです。

DCF法では、対象者が作成した2026年2月期から2028年2月期までの3期分の事業計画（以下「本事業計画」といいます。）に基づく収益予測や投資計画等、合理的と考えられる前提を考慮した上で、対象者が2026年2月期以降に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（加重平均資本コスト）で現在価値に割り引いて対象者の企業価値や株式価値を分析し、対象者株式1株当たりの株式価値の範囲を495円から612円と算定しているとのことです。なお、本取引の実行により実現することが期待されるシナジー効果については、現時点において具体的に見積もることが困難であるため、財務予測には加味していないとのことです。

なお、マクス・コーポレートアドバイザーがDCF法による分析において前提とした本事業計画に基づく財務予測には、大幅な増減益及び大幅なフリー・キャッシュ・フローの変動を見込んでいる事業年度が含まれております。具体的にはGoogleアナリティクスのメジャーアップデートの完了によるデータ分析需要の回復を起点とした新規顧客獲得の改善と営業体制の強化を主因として、営業利益は2026年2月期においては対前年比90%超の増益、2027年2月期においては対前年比70%超の増益、2028年2月期においては対前年比40%超の増益を見込んでいるとのことです。また、フリー・キャッシュ・フローについては、2025年2月期はマイナスであったものの、関係会社株式の取得がなければプラスであったこともあり、2026年2月期はプラスに転じることで大幅な増加を見込んでおり、2027年2月期において対前年比30%超の増加を見込んでいるとのことです。マクス・コーポレートアドバイザーは、対象者の株式価値算定に際して、対象者から提供を受けた情報、ヒアリングにより聴取した情報及び一般に公開された情報等を原則としてそのまま採用し、採用したそれらの資料及び情報等が、全て正確かつ完全であること、対象者の株式価値算定に重大な影響を与える可能性がないこと、マクス・コーポレートアドバイザーに対して未開示の事実はないこと等を前提としており、独自にそれらの正確性及び完全性の検証は行っていないとのことです。また、マクス・コーポレートアドバイザーは、対象者の資産及び負債（デリバティブ取引、簿外資産・負債、その他偶発債務を含みます。）について、個別の資産及び負債の分析及び評価を含め、独自の評価又は鑑定を行っておらず、第三者機関への評価、鑑定又は査定の依頼も行っていないとのことです。また、かかる算定において参照した対象者の財務見通しについては、対象者により現時点で得られる最善の予測及び判断に基づき合理的に準備・作成されたことを前提としていること、並びにかかる算定は2025年4月9日現在の情報と経

済情勢を反映したものであることを前提としているとのことです。

なお、本公開買付けの対象には本新株予約権も含まれますが、本新株予約権については、本新株予約権買付価格が1円と決定されていることから、対象者は第三者算定機関から算定書及び本新株予約権買付価格の公正性に関する意見（フェアネス・オピニオン）を取得していないとのことです。

また、本新株予約権はいずれも、新株予約権発行要項で譲渡による本新株予約権の取得については対象者取締役会の承認を要するものとされており、また、新株予約権割当契約書において譲渡が禁止されているとのことです。対象者は、本新株予約権の譲渡が可能となるよう、2025年4月10日開催の対象者取締役会において、本公開買付けの成立を条件として、本新株予約権者がその所有する本新株予約権を本公開買付けに応募することにより公開買付者に対して譲渡することについて包括的に承認すること、及び譲渡を希望する本新株予約権者との間では新株予約権割当契約書の内容を変更し譲渡可能な内容とする旨の決議をしたとのことです。

③ 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

公開買付者は、本公開買付価格を決定するにあたり、公開買付者グループ、対象者並びに大淵氏及び垣内氏から独立した第三者算定機関として、ファイナンシャル・アドバイザーであるフーリハン・ローキーに対して、対象者の株式価値の算定を依頼し、2025年4月9日付で株式価値算定書（以下「買付者株式価値算定書」といいます。）を取得いたしました。

なお、フーリハン・ローキーは、対象者の株式価値の算定手法として、事業内容や財務状況の対象者との類似性の制約に鑑み、類似会社比較法は採用していないとのことです。また、フーリハン・ローキーは、公開買付者、対象者並びに大淵氏及び垣内氏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。また、公開買付者は、「(3) 本公開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」に記載の措置を実施しており、かつ対象者、大淵氏及び垣内氏並びに本特別委員会との協議・交渉を経て本公開買付価格を判断・決定しているため、フーリハン・ローキーから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。

公開買付者がフーリハン・ローキーから取得した買付者株式価値算定書の概要については、下記「4 買付け等の期間、買付け等の価格及び買付予定の株券等の数」の「(2) 買付け等の価格」の「算定の基礎」をご参照ください。

④ 対象者における独立した法律事務所からの助言

対象者プレスリリースによれば、対象者は、本取引等に関する対象者取締役会における意思決定の過程における公正性及び適正性を担保するため、公開買付者及び対象者から独立したリーガル・アドバイザーとして東京丸の内法律事務所を選任し、本取引等に関する諸手続を含む対象者取締役会の意思決定の過程、意思決定の方法その他の留意点について法的助言を受けているとのことです。

なお、東京丸の内法律事務所は、公開買付者及び対象者の関連当事者には該当せず、本公開買付けを含む本取引に関して重要な利害関係を有していないとのことです。また、東京丸の内法律事務所の報酬は、本取引の成否にかかわらず、稼働時間に時間単価を乗じて算出されるものとされており、本取引の成立を条件とする成功報酬は含まれていないとのことです。

⑤ 対象者における利害関係を有しない取締役（監査等委員を含む。）全員の承認

対象者プレスリリースによれば、対象者取締役会は、マクサス・コーポレートアドバイザーから取得した株式価値算定書の内容及び東京丸の内法律事務所から受けた法的助言を踏まえつつ、本特別委員会から提出された本答申書の内容を最大限に尊重しながら、本取引について、対象者の企業価値の向上、少数株主等の皆様の利益保護を含む本取引に関する諸条件の妥当性等の観点から、慎重に協議及び検討を行ったとのことです。

その結果、対象者は、上記「3 買付け等の目的」の「(2) 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本公開買付け後の経営方針」に記載のとおり、2025年4月10日開催の取締役会においては、対象者の取締役8名のうち、代表取締役社長である大淵氏及び代表取締役である垣内氏は、対象者の主要株主であり、本公開買付けに応募する旨を合意していることから、本取引における構造的な利益相反の問題による影響を受けるおそれを可能な限り排除する観点より、大淵氏及び垣内氏を除く対象者取締役6名において審議の上、その全員一致により、本公開買付けの実施も含めた本取引が、上記したシナジーの発現を通じて、対象者の企業価値向上に資するものであることから、本公開買付けに賛同の意見を表明する一方、対象者の株主の皆様に対しては、本公開買付価格である502円は、対象者の少数株主に投資回収機会を提供する観点では一定の合理性があるものの、少数株主に対し本公開買付けへの応募を積極的に推奨すべきとまではいえないことから、本公開買付けに応募するか否かについては中立の立場をとった上で、対象者株主の皆様のご判断に委ねること及び本新株予約権者の皆様に対しては各本新株予約権買付価格が1円とされていることから、本公開買付けに応募す

るか否かについて、本新株予約権者の皆様のご判断に委ねる旨を決議しているとのことです。また、上記の取締役会に参加した取締役6名において、公開買付者の役員との兼職関係にある等利害関係を有する役員は存在していないとのことです。なお、対象者取締役のうち、大淵氏及び垣内氏は、利益相反の疑いを回避する観点より、対象者取締役会における本取引の検討に関する議題の審議には一切参加しておらず、また、対象者の立場において本取引の検討、本取引に係る公開買付者との協議・交渉にも一切参加していないとのことです。

⑥ マジョリティ・オブ・マイノリティ (Majority of Minority) を満たす買付予定数の下限の設定

本公開買付けにおける買付予定数の下限は、本公開買付け成立後に公開買付者が所有する対象者の議決権が対象者の総議決権数の3分の2以上となるように5,180,200株（所有割合66.51%）に設定しております。本公開買付けが成立するためには、大淵氏及び垣内氏が所有する対象者株式（合計：1,952,100株、所有割合：25.06%）及び対象者新株予約権（合計：14,400個（目的となる対象者株式数：432,000株、所有割合：5.55%））の他に、公開買付者と利害関係を有さない対象者の株主の皆様が所有する対象者株式2,796,100株以上の応募が必要であり、これは、いわゆる「マジョリティ・オブ・マイノリティ (Majority of Minority)」の水準（2,702,200株。公開買付者と利害関係を有さない対象者の株主の皆様が所有する対象者株式数は、対象者潜在株式勘案後株式総数から大淵氏及び垣内氏が所有する株式（計1,952,100株）及び新株予約権（計14,400個（目的となる対象者株式の数：432,000株））を控除した数（5,404,240株）に係る議決権の数（54,042個）の過半数に相当する数（27,022個）に相当する対象者株式数（2,702,200株））を上回っており、「マジョリティ・オブ・マイノリティ (Majority of Minority)」条件を満たしております。

⑦ 他の買付者からの買付機会を確保するための措置

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「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（法第27条の2第2項、令第8条第1項）、公開買付期間を32営業日に設定しております。公開買付期間を法令に定められた最短期間に照らして長期に設定することにより、対象者の株主の皆様の本公開買付けに対する応募について適切な判断機会を確保するとともに、対象者株式について公開買付者以外の者にも対抗的な買付け等を行う機会を確保することにより、本公開買付けの公正性を担保することを企図しております。

(4) 本公開買付け後の組織再編等の方針（いわゆる二段階買取に関する事項）

公開買付者は、上記「(1) 本公開買付けの概要」に記載のとおり、本公開買付けにおいて公開買付者が対象者株式の全て（ただし、本新株予約権の行使により交付される対象者株式を含みます。）及び本新株予約権の全てを取得できなかった場合には、本公開買付けの成立後、以下の方法により、本スクイズアウト手続を実施することを予定しております。

① 株式等売渡請求

公開買付者は、本公開買付けの成立により、公開買付者が所有する対象者の議決権の合計数が対象者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、本公開買付けに応募しなかった対象者の株主（公開買付者及び対象者を除きます。）の全員（以下「売渡株主」といいます。）に対し、その所有する対象者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。）するとともに、併せて、本新株予約権者（公開買付者を除きます。）の全員（以下「売渡新株予約権者」といいます。）に対し、その所有する本新株予約権の全てを売り渡すことを請求（以下「新株予約権売渡請求」といい、「株式売渡請求」と併せて「株式等売渡請求」といいます。）する予定です。株式売渡請求においては、対象者株式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売渡株主に対して交付することを定める予定であり、新株予約権売渡請求においては、本新株予約権1個当たりの対価として本新株予約権買付価格と同額の金銭を売渡新株予約権者に対して交付することを定める予定です。この場合、公開買付者は、その旨を対象者に通知し、対象者に対して株式等売渡請求の承認を求めます。対象者が取締役会の決議により株式等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、売渡株主及び売渡新株予約権者の個別の承認を要することなく、公開買付者は、株式等売渡請求において定めた取得日をもって、売渡株主の全員からその所有する対象者株式の全部を取得し、売渡新株予約権者の全員からその所有する本新株予約権の全てを取得します。この場合、公開買付者は、売渡株主がそれぞれ所有していた対象者株式1株当たりの対価として、各売渡株主に対し、本公開買付価格と同額の金銭を交付するとともに、売渡新株予約権者がそれぞれ所有していた本新株予約権1個当たりの対価として、各売渡新株予約権者に対し、本新株予約権買付価格と同額の金銭を交付する予定です。

なお、対象者は、本書提出日においては、公開買付者より株式等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、かかる株式等売渡請求を承認することを予定していま

すが、本新株予約権買付価格は1個当たり1円とされているため、本新株予約権を行使することによって交付される対象者株式ではなく、本新株予約権が新株予約権売渡請求の結果公開買付者に取得されることは想定していないとのことです。株式等売渡請求に関連する一般株主及び新株予約権者の権利保護を目的とした会社法上の規定として、会社法第179条の8その他の関係法令の定めに従って、売渡株主及び売渡新株予約権者は、裁判所に対して、その所有する対象者株式又は本新株予約権の売買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います。なお、上記申立てがなされた場合の対象者株式又は本新株予約権の売買価格は、最終的には裁判所が判断することになります。

## ② 株式併合

本公開買付けの成立により、公開買付者が所有する対象者の議決権の合計数が対象者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、本公開買付けの決済の完了後速やかに、対象者に対し、会社法第180条に基づき、対象者株式の併合（以下「本株式併合」といいます。）を行うこと及び本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の一部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2025年7月頃を目途に開催することを対象者に要請する予定です。

なお、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です。対象者によれば、本書提出日現在においては、上記要請を受けた場合、それに応じて本臨時株主総会を開催することを予定しているとのことです。

本臨時株主総会において本株式併合の議案についてご承認をいただいた場合には、本株式併合がその効力を生ずる日において、対象者の株主の皆様は、本臨時株主総会においてご承認をいただいた本株式併合の割合に応じた数の対象者株式を所有することとなります。本株式併合により株式の数に1株に満たない端数が生じるときは、端数が生じた対象者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。）に相当する対象者株式を対象者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対象者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されなかった対象者の株主の皆様（公開買付者及び対象者を除きます。）に交付される金銭の額が、本公開買付価格に当該株主の皆様が所有していた対象者株式の数を乗じた価格と同一となるよう算定した上で、裁判所に対して任意売却許可の申立てを行うことを対象者に対して要請する予定です。また、対象者株式の併合の割合は、本書提出日現在において未定ですが、公開買付者は、対象者に対して、公開買付者が対象者株式の全て（ただし、本新株予約権の行使により交付される対象者株式を含みます。）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の皆様（公開買付者及び対象者を除きます。）の所有する対象者株式の数が1株に満たない端数となるように決定するよう要請する予定です。対象者は本公開買付けが成立した場合には、公開買付者によるこれらの要請に応じる予定とのことです。

本株式併合に関連する一般株主の権利保護を目的とした会社法上の規定として、本株式併合により株式の数に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って、所定の条件を満たす場合に、対象者の株主の皆様（公開買付者及び対象者を除きます。）は、対象者に対してそ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対象者株式の価格決定の申立てを行うことができる旨が定められています。

上記のとおり、本株式併合においては、本公開買付けに応募されなかった対象者の株主の皆様（公開買付者及び対象者を除きます。）の所有する対象者株式の数は1株に満たない端数となる予定ですので、本株式併合に反対する対象者の株主の皆様（公開買付者及び対象者を除きます。）は、上記申立てを行うことができることとなる予定です。なお、上記申立てがなされた場合の対象者株式の買取価格は、最終的には裁判所が判断することとなります。

なお、公開買付者は、本公開買付けが成立したものの本公開買付けにおいて本新株予約権の全てを取得できず、かつ、本新株予約権が行使されず残存した場合には、対象者に対して、本新株予約権者に対する本新株予約権の放棄の勧奨等、本取引の実行に合理的に必要な手続を実践することを要請する予定です。対象者によれば、対象者は、当該要請を受けた場合には、本公開買付けに係る決済の開始日（以下「本決済開始日」といいます。）以降速やかに、これに協力する意向であるとのことです。

上記の株式等売渡請求及び本株式併合の各手続については、関係法令についての改正、施行、当局の解釈等の状況等によっては、実施の方法及び時期に変更が生じる可能性があります。ただし、その場合でも、本公開買付けに応募されなかった対象者の株主の皆様（公開買付者及び対象者を除きます。）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であり、その場合に当該各株主に交付される金銭の額については、本公開買付価格に当該各株主が所有していた対象者株式の数を乗じた価格と同一になるよう算定する予定です。

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、公開買付者は、対象者と協議の上、決定次第、速やかに公表する予定です。なお、本公開買付けは、本臨時株主総会における対象者の株主の皆様との賛同

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上記の各手続における税務上の取扱いについては、対象者の株主の皆様及び本新株予約権者の皆様において自らの責任にて税理士等の専門家にご確認いただきますようお願いいたします。

(5) 上場廃止となる見込み及びその理由

対象者株式は、本書提出日現在、東京証券取引所グロース市場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予定数の上限を設定していないため、本公開買付けの結果次第では、対象者株式は、東京証券取引所の定める上場廃止基準に従って、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、本公開買付けの成立時点では当該基準に該当しない場合でも、公開買付者は、本公開買付けが成立した場合には、上記「(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）」に記載の本スクイーズアウト手続を実施することを予定しておりますので、当該手続が実施された場合には、対象者株式は、東京証券取引所の定める上場廃止基準に従い、所定の手続を経て上場廃止となります。なお、対象者株式の上場廃止後は、対象者株式を東京証券取引所グロース市場において取引することができなくなります。

(6) 本公開買付けに係る重要な合意に関する事項

① 本応募契約

上記「(1) 本公開買付けの概要」に記載のとおり、公開買付者は、大淵氏及び垣内氏との間で2025年4月10日付で本応募契約を締結しており、大淵氏及び垣内氏が、応募予定株式等の全てについて本公開買付けに応募すること（以下「本応募」といいます。）を合意しております。本応募契約において、大淵氏及び垣内氏は、いかなる場合であっても、本公開買付けへの応募を撤回し、当該応募の結果成立した当該株式の買付けに係る契約を解除することはできないものとされています。なお、本応募契約において、大淵氏及び垣内氏による応募の前提条件は存在しません。また、本応募契約において、公開買付者は、(i)設立及び存続の有効性、(ii)本応募契約の適法かつ有効な締結及び履行、(iii)本応募契約の強制執行可能性、(iv)公開買付者による本応募契約の締結及び履行についての法令等との抵触の不存在、(v)倒産手続等の不存在、(vi)公開買付者と反社会的勢力等との関係の不存在について表明及び保証を行っており、また、(i)補償義務、(ii)秘密保持義務、(iii)本応募契約上の地位又は本応募契約に基づく権利義務の譲渡禁止義務等を負っております。

また、大淵氏及び垣内氏は、(i)本応募契約の締結日から公開買付期間末日までの間、本公開買付けの開始及び成立その他本公開買付けの円滑な遂行に合理的な範囲で協力すること、(ii)WACUL従業員持株会の名義で所有する対象者株式、及び対象者の役員及び従業員が所有する対象者株式について、本公開買付けに応募され、その応募が撤回されないよう合理的な範囲で協力すること、(iii)本応募契約の締結日から本公開買付けの決済が完了する日（公開買付者が本公開買付けにより買い付けた対象者株式に係る振替手続が完了する日をいい、以下「本決済完了日」といいます。）までの間、対象者の代表取締役として、善良なる管理者の注意をもって、対象者グループの事業を遂行すること、(iv)本応募契約の締結日から本決済完了日までの間、対象者の株式等又は当該株式等に係る権利の取得を行わないこと（ただし、本応募を行うため、その保有する対象会社第2回新株予約権の全部又は一部を行使することにより、対象者株式を取得することができます。）、(v)本応募契約の締結日から本決済完了日までの間、本公開買付けと実質的に競合若しくは矛盾し又は本公開買付けの障害となる取引に応じず、また、当該取引に関する協議又はそのための情報提供を行わないこと、(vi)第三者から本公開買付けと実質的に競合若しくは矛盾し又は本公開買付けの障害となる取引に係る提案を受けた場合、速やかに、公開買付者に対し、その旨及び当該提案の内容を通知し、対応につき、誠実に協議すること（ただし、当該提案が本公開買付けに係る公開買付価格を10%以上上回る買付価格を内容とする場合であって、当該通知の日から起算して5営業日以内（但し、公開買付期間の末日の5営業日前を限度とします。）に協議が整わない場合、大淵氏及び垣内氏は本公開買付けに対する応募を行わないことができ、また、既に応募している場合には応募を撤回することができます。）、及び(vii)本決済完了日以前の日を議決権行使の基準日とする対象者の株主総会が開催されるときは、当該株主総会において、公開買付者の指示に従い、応募予定株式等に係る議決権その他の株主としての権利の行使を行うことについて合意しております。なお、本応募契約においては、相手方当事者（公開買付者にとっては大淵氏又は垣内氏を、大淵氏又は垣内氏にとっては公開買付者を指します。以下本項目において同じです。）が支払停止、支払不能若しくは債務超過となった場合、相手方当事者について法的倒産手続の開始の申立があった場合又は相手方当事者について表明及び保証について重大な点において違反があった場合が解除事由として規定されています。また、本公開買付けが撤回され又は本公開買付けが不成立となった場合には、本応募契約は自動的に終了するものとされています。

② 本経営委任契約

公開買付者は、2025年4月10日付で、大淵氏及び垣内氏の各氏との間で、本経営委任契約を締結し、本公開買付けの成立を効力発生条件として、大淵氏及び垣内氏に対し、対象者の代表取締役としての職務を委任することを合意しております。なお、当該職務執行の対価については、固定報酬については本経営委任契約の締結時点と同水準とすること、2027年2月期からは別途業績等を踏まえたインセンティブ報酬の導入を検討すること及び報酬内容は毎期その内容を見直すことを合意しております。

なお、公開買付者は、本公開買付けに関して、本応募契約及び本経営委任契約以外に、大淵氏及び垣内氏との間で合意を行っておらず、本応募により得られる金銭以外に公開買付者から大淵氏及び垣内氏に対して供与される利益は存在しません。

#### 4 【買付け等の期間、買付け等の価格及び買付予定の株券等の数】

##### (1) 【買付け等の期間】

###### ① 【届出当初の期間】

買付け等の期間	2025年4月11日（金曜日）から2025年5月29日（木曜日）まで（32営業日）
公告日	2025年4月11日（金曜日）
公告掲載新聞名	電子公告を行い、その旨を日本経済新聞に掲載します。 電子公告アドレス ( <a href="https://disclosure2.edinet-fsa.go.jp/">https://disclosure2.edinet-fsa.go.jp/</a> )

###### ② 【対象者の請求に基づく延長の可能性の有無】

該当事項はありません。

###### ③ 【期間延長の確認連絡先】

該当事項はありません。

##### (2) 【買付け等の価格】

株券	1株につき金502円
新株予約権証券	第2回新株予約権 1個につき金1円 第3回新株予約権 1個につき金1円 第4回新株予約権 1個につき金1円 第5回新株予約権 1個につき金1円 第6回新株予約権 1個につき金1円 第7回新株予約権 1個につき金1円 第8回新株予約権 1個につき金1円 第9回新株予約権 1個につき金1円
新株予約権付社債券	—
株券等信託受益証券 ( )	—
株券等預託証券 ( )	—
算定の基礎	<p>(普通株式)</p> <p>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、公開買付者グループ、対象者並びに大淵氏及び垣内氏から独立した第三者算定機関としてのファイナンシャル・アドバイザーであるフーリハン・ローキーに対して、対象者株式の株式価値の算定を依頼いたしました。フーリハン・ローキーは、複数の株式価値算定手法の中から対象者の株式価値算定にあたり採用すべき算定手法を検討の上、市場株価平均法及びDCF法を用いて対象者の株式価値の算定を行い、公開買付者は、フーリハン・ローキーから2025年4月9日付で買付者株式価値算定書を取得いたしました。なお、フーリハン・ローキーは、対象者のようにSaaSを自社保有し、デジタルマーケティングの分野で戦略策定から実行支援までを手がけるという事業面と、成長性や収益性等の財務面の双方の観点での対象者との類似性の制約に鑑み、対象者の株式価値の算定手法として、類似会社比較法は採用しておりません。また、フーリハン・ローキーは公開買付者、対象者並びに大淵氏及び垣内氏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。また、公開買付者は、上記「3 買付け等の目的」の「(3) 本公開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」に記載の措置を実施し、対象者の少数株主の利益には十分な配慮がなされていると考えていることから、フーリハン・ローキーから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。</p> <p>上記各手法において算定された対象者株式1株当たりの株式価値の範囲は以下のとおりです。</p> <p>市場株価平均法：268円から315円 DCF法：431円から629円</p>

	<p>市場株価平均法では、2025年4月9日を基準日として、東京証券取引所グロース市場における対象者株式の基準日終値268円、同日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値292円、同日までの過去3ヶ月間の終値単純平均値300円、同日までの過去6ヶ月間の終値単純平均値315円を基に、対象者株式1株当たりの株式価値の範囲を268円から315円と算定しております。</p> <p>DCF法では、対象者が作成した本事業計画（なお、本事業計画は、本公開買付けの実行を前提としたものではなく、本公開買付けにより実現することが期待されるシナジー効果については、現時点において具体的に見積もることが困難であるため、本事業計画には加味していないとのことです。）に基づく収益予測や投資計画、公開買付者が2025年1月上旬から同年2月下旬までに実施した対象者に対するデュー・ディリジェンスの結果、対象者の有価証券報告書、決算短信、ホームページで公表している財務情報等の諸要素を基に、公開買付者において調整を行った2025年2月期から2029年2月期までの対象者の収益予想に基づき、対象者が2025年2月期第4四半期以降に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引くことにより対象者の株式価値を分析し、対象者株式1株当たりの株式価値の範囲を431円から629円と算定しております。なお、DCF法で前提とした対象者の本事業計画に基づく財務予測には、大幅な増減益及び大幅なフリー・キャッシュ・フローの変動を見込んでいる事業年度が含まれているとのことです。具体的には、Googleアナリティクスのメジャーアップデートの完了によるデータ分析需要の回復を起点とした新規顧客獲得の改善と営業体制の強化を主因として、営業利益は2026年2月期においては対前年比90%超の増益、2027年2月期においては対前年比70%超の増益、2028年2月期においては対前年比40%超の増益を見込んでいるとのことです。また、フリー・キャッシュ・フローについては、2025年2月期はマイナスであったものの、関係会社株式の取得がなければプラスであったこともあり、2026年2月期はプラスに転じることで大幅な増加を見込んでおり、2027年2月期において対前年比30%超の増加を見込んでいるとのことです。</p> <p>公開買付者は、本公開買付価格について、フリーハン・ローキーから取得した買付者株式価値算定書で示された市場株価平均法による算定結果のレンジの上限を上回っているもののDCF法による算定結果のレンジの範囲内であることに加え、公開買付者が2025年1月上旬から同年2月下旬までに実施した対象者に対するデュー・ディリジェンスの結果、対象者の取締役会による本公開買付けへの賛同の可否及び本公開買付けに対する応募数の見通し等を総合的に勘案し、対象者との協議・交渉の結果等を踏まえ、最終的に2025年4月10日開催の取締役会決議により本公開買付価格を502円とすることを決定いたしました。</p> <p>なお、本公開買付価格502円は、本公開買付けの実施についての公表日の前営業日である2025年4月9日の東京証券取引所グロース市場における対象者株式の終値268円に対して87.31%、同日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値292円に対して71.92%、同日までの過去3ヶ月間の終値単純平均値300円に対して67.33%、同日までの過去6ヶ月間の終値単純平均値315円に対して59.37%のプレミアムをそれぞれ加えた価格となります。また、本書提出日の前営業日である2025年4月10日の東京証券取引所グロース市場における対象者株式の終値295円に対して70.17%のプレミアムを加えた価格となります。</p> <p>（本新株予約権）</p> <p>本新株予約権は、その権利行使時点において対象者若しくは対象者関係会社（なお、対象者は2025年4月10日現在子会社を有しておりません。）の取締役、監査役、従業員又は（第5回新株予約権について）社外協力者の地位を有していることが権利行使の条件として定められており、仮に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たとしてもこれらを行使することができないと解されることから、公開買付者は、2025年4月10日に本新株予約権買付価格をいずれも1円とすることを決定いたしました。</p> <p>なお、公開買付者は、上記のとおり、本新株予約権買付価格を決定したことから、第三者算定機関から算定書や意見書（フェアネス・オピニオン）を取得しておりません。</p>
算定の経緯	<p>上記「3 買付け等の目的」の「(2) 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、並びに本公開買付け後の経営方針」に記載のとおり、公開買付者は、フリーハン・ローキーからも適宜助言等を受ける等しつつ、マクサス・コーポレートアドバイザーより受領した対象者の事業に係る資料を基に初期的な分析を実施した後、2024年12月13日、公開買付者は、本公開買付け及び本スクイーズアウトを通じた現金対価による対象者の完全子会社化の実施に係る法的拘束力の無い第一次意向表明書を提出いたしました。</p>

その後、公開買付者は、マクサス・コーポレートアドバイザーを通じて、対象者から、2024年12月26日に本第一次プロセス通過の連絡及び本第二次プロセスへの参加を認め、合理的な理由なく提案価格を下げないことを条件として本取引についての一定期間の独占交渉権を公開買付者に対して付与する旨の通知を受け、本第二次プロセスに参加することとなりました。公開買付者は、本第二次プロセスにおいて、2025年1月上旬から同年2月下旬まで対象者に対する事業、財務・税務、法務及び人事等に関するデュー・ディリジェンスや対象者の経営陣との面談を実施し、公開買付者グループと対象者との間の事業シナジー創出に向けた具体的な施策、買収ストラクチャー及び公開買付者による対象者の完全子会社化後の経営方針等について更なる分析及び検討を進めてまいりました。

上記の検討の結果を踏まえ、公開買付者は、2025年3月11日付で、対象者に対して、本公開買付けを実施した場合における本公開買付価格及び本新株予約権買付価格等の諸条件について、公開買付者において2025年1月上旬から同年2月下旬までに実施した対象者に対するデュー・ディリジェンスを踏まえた法的拘束力のある提案として、(i)対象者の発行する全株式を対象とした完全子会社化を企図した公開買付けを実施し、(ii)本公開買付価格を431円(提案実施日の前営業日である2025年3月10日の終値302円に対して42.72%、直近1ヶ月間の終値の単純平均値308円に対して39.94%、直近3ヶ月間の終値の単純平均値307円に対して40.39%、直近6ヶ月間の終値の単純平均値329円に対して31.00%のプレミアム)とし、(iii)本新株予約権買付価格を1円とする旨の公開買付者の意向及び本公開買付けに係る条件を記載した本提案書を提出いたしました。

その後、これに対して、対象者より、同年3月13日、本特別委員会とも協議をした結果、本提案書における本公開買付価格の提案価格431円は、対象者が考える対象者株式の適正な価値を大幅に下回る水準と認識しており、対象者の株主に対して応募推奨を行うという観点からは、不十分な価格であると考えており、本公開買付価格について大幅な引上げを要請する旨の回答書を受領いたしました。

これを受け、公開買付者は、同年3月17日、対象者に対して、本公開買付価格の引上げを真摯に検討する一方で、公開買付者は本提案書における本公開買付価格の提案価格431円は、過去の類似取引と比較しても遜色がないプレミアムが付されているものと認識していることから、対象者が当該提案価格を、対象者の株主に対して応募推奨を行うという観点からは、不十分な価格であると考えている具体的な背景や判断理由を確認したい旨の回答書を提出いたしました。

その後、これに対して、本特別委員会より、同年3月19日、本提案書における本公開買付価格の提案価格431円は、対象者のファイナンシャル・アドバイザーであるマクサス・コーポレートアドバイザーが、対象者の本事業計画を基にDCF法により算定した対象者の株式価値の算定結果の下限値を大幅に下回ること及び対象者株式の取引高実績から推計される、対象者の多くの一般株主における取得価格帯を大幅に下回る水準であることから、対象者の株主に対して応募推奨を行うには、不十分な価格であると考えている旨の回答書を受領いたしました。

これを受け、公開買付者は、同年3月24日、対象者に対して、本公開買付価格を第2回提案価格である474円(提案実施日の前営業日である2025年3月21日の終値304円に対して55.92%、直近1ヶ月間の終値の単純平均値303円に対して56.44%、直近3ヶ月間の終値の単純平均値305円に対して55.41%、直近6ヶ月間の終値の単純平均値325円に対して45.85%のプレミアム)とする旨の回答書を提出いたしました。

その後、これに対して、本特別委員会より、同年3月25日、第2回提案価格は、対象者のファイナンシャル・アドバイザーであるマクサス・コーポレートアドバイザーが、対象者の本事業計画を基にDCF法により算定した対象者の株式価値の算定結果の下限値を大幅に下回ること及び対象者株式の取引高実績から推計される、対象者の多くの一般株主における株式取得価格帯を大幅に下回る水準であると想定されることから、対象者の株主に対して応募推奨を行うには、不十分な価格であると考えており、本公開買付価格の大幅な引上げを要請する旨の回答書を受領いたしました。

これを受け、公開買付者は、同年4月1日、対象者に対して、本公開買付価格を第3回提案価格である500円(提案実施日の前営業日である2025年3月31日の終値295円に対して69.49%、直近1ヶ月間の終値の単純平均値301円に対して66.11%、直近3ヶ月間の終値の単純平均値304円に対して64.47%、直近6ヶ月間の終値の単純平均値322円に対して55.28%のプレミアム)とする旨の回答書を提出いたしました。

その後、これに対して、本特別委員会より、同年4月2日、第3回提案価格は、対象者の株主に対して応募推奨を行うには未だ十分な価格とは考えておらず、対象者のファイナンシャル・アドバイザーであるマクサス・コーポレートアドバイザーが対象者の本事業計画を基にDCF法により算定した対象者の株式価値の算定結果の中央値の水準、対象者株式の取引高実績から推計される対象者の多くの一般株主における取得価格帯を下回る水準であること、及び対象者事業と類似するデジタルマーケティング業界等に属する他の会社の公開買付事例と比較して必ずしも第3回提案価格のプレミアム水準が十分であるとはいえないこと等を総合的に考慮し、本公開買付価格を550円以上に引き上げることを要請する旨の回答書を受領しました。

これを受け、公開買付者は、同年4月8日、対象者に対して、最終提案として本公開買付価格を最終提案価格である502円（提案実施日の前営業日である2025年4月7日の終値249円に対して101.61%、直近1ヶ月間の終値の単純平均値294円に対して70.75%、直近3ヶ月間の終値の単純平均値301円に対して66.78%、直近6ヶ月間の終値の単純平均値317円に対して58.36%のプレミアム）とする旨の回答書を提出いたしました。

その後、これに対して、本特別委員会より、同年4月9日、最終提案価格は、対象者株式の現在の市場価格に対して一定のプレミアムが付されており対象者の少数株主に対し投資回収機会を提供する観点では一定の合理性はあるものの、2025年4月2日の米国政府による相互関税導入の発表を発端とするこの数日間にわたる株式市場の大幅な変動を考慮すると当該プレミアムが適正な水準にあると現時点で判断することは困難であること、対象者株式の上場来の株価推移を考慮すると株式取得価格が本公開買付価格を上回る株主も一定程度存在すると想定されること及びマクサス・コーポレートアドバイザーが対象者の本事業計画を基にDCF法により算定した対象者の株式価値の算定結果の下限値を越えるものの中央値を下回り且つ下限値に近い価格であること等を総合的に判断し、対象者の株主に対して、本公開買付けへの応募を積極的に推奨することができる水準には達していないとする旨の回答書を受領いたしました。

一方で、公開買付者は、最終提案価格には十分なプレミアムが付されており、対象者の多くの一般株主に応募いただける可能性が高いと判断した上で、対象者による対象者の株主への応募推奨を得ていないものの、対象者も本取引による対象者の非公開化の意義に賛同している点も踏まえ、2025年4月10日開催の取締役会決議により、本公開買付価格を502円、本新株予約権買付価格を1円とし、本公開買付けを実施すること、大淵氏及び垣内氏の各氏との間で本応募契約及び本経営委任契約を締結することを決定いたしました。

(a) 算定の際に意見を聴取した第三者の名称

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、公開買付者グループ、対象者並びに大淵氏及び垣内氏から独立した第三者算定機関としてのファイナンシャル・アドバイザーであるフリーハン・ローキーから提出された買付者株式価値算定書を参考にいたしました。なお、フリーハン・ローキーは、公開買付者、対象者並びに大淵氏及び垣内氏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。また、公開買付者は、上記「3 買付け等の目的」の「(3) 本公開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」に記載の措置を実施しており、かつ対象者、大淵氏及び垣内氏並びに本特別委員会との協議・交渉を経て本公開買付価格を判断・決定しているため、フリーハン・ローキーから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。

(b) 当該意見の概要

フリーハン・ローキーは、市場株価平均法及びDCF法の各手法を用いて対象者株式の算定を行っており、各手法において算定された対象者株式1株当たりの株式価値の範囲は以下のとおりです。

市場株価平均法：268円から315円  
 DCF法：431円から629円

(c) 当該意見を踏まえて本公開買付価格を決定するに至った経緯  
 公開買付者は、本公開買付価格について、フリーハン・ローキーから取得した買付者株式価値算定書で示された市場株価平均法による算定結果のレンジの上限を上回っているもののDCF法による算定結果のレンジの範囲内であることに加え、公開買付者が2025年1月上旬から同年2月下旬までに実施した対象者に対するデュー・ディリジェンスの結果、対象者の取締役会による本公開買付けへの賛同の可否及び本公開買付けに対する応募数の見通し等を総合的に勘案し、対象者との協議・交渉の結果等を踏まえ、最終的に2025年4月10日開催の取締役会決議により本公開買付価格を502円とすることを決定いたしました。

(注) フリーハン・ローキーは、対象者の株式価値の算定に際して、公開情報及びフリーハン・ローキーに提供された一切の情報が正確かつ完全であることを前提としており、独自にそれらの正確性及び完全性についての検証は行っておりません。対象者の資産又は負債（金融派生商品、簿外資産及び負債、その他の偶発債務を含みます。）について、個別の資産及び負債の分析及び評価を含め、独自に評価、鑑定又は査定を行っておらず、第三者機関への鑑定又は査定の依頼も行っておりません。また、買付者株式価値算定書は、対象者に関する未開示の重要事実、訴訟、紛争、環境、税務その他の偶発債務、簿外債務が存在しないことを前提としています。フリーハン・ローキーは、対象者から提供された本事業計画に公開買付者が一定の調整を行い、フリーハン・ローキーによる使用につき公開買付者の了承を得た対象者の財務予測（利益計画その他の情報を含みます。）について、公開買付者の経営陣により現時点で得られる最善の予測及び判断に基づき合理的に作成されたことを前提としています。フリーハン・ローキーの算定は、2025年4月9日までにフリーハン・ローキーが入手した情報及び経済条件を反映したものです。フリーハン・ローキーの算定は、公開買付者の取締役会が対象者の株式価値を検討するための参考に資することを唯一の目的としております。

(3) 【買付予定の株券等の数】

株券等の種類	買付予定数	買付予定数の下限	買付予定数の上限
普通株式	7,788,340 (株)	5,180,200 (株)	— (株)
合計	7,788,340 (株)	5,180,200 (株)	— (株)

(注1) 応募株券等の総数が買付予定数の下限（5,180,200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等を行います。

(注2) 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可能性のある株券等の最大数である7,788,340株を記載しております。なお当該最大数は、対象者潜在株式勘案後株式総数になります。

(注3) 単元未満株式も本公開買付けの対象としております。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、対象者は法令の手續に従い公開買付期間中に自己の株式を買い取ることがあります。

(注4) 公開買付期間末日までに本新株予約権が行使される可能性があります。当該行使により発行又は移転される対象者株式についても本公開買付けの対象とします。

## 5【買付け等を行った後における株券等所有割合】

区分	議決権の数
買付予定の株券等に係る議決権の数（個）（a）	77,883
aのうち潜在株券等に係る議決権の数（個）（b）	6,442
bのうち株券の権利を表示する株券等信託受益証券及び株券等預託証券に係る議決権の数（個）（c）	—
公開買付者の所有株券等に係る議決権の数（2025年4月11日現在）（個）（d）	—
dのうち潜在株券等に係る議決権の数（個）（e）	—
eのうち株券の権利を表示する株券等信託受益証券及び株券等預託証券に係る議決権の数（個）（f）	—
特別関係者の所有株券等に係る議決権の数（2025年4月11日現在）（個）（g）	—
gのうち潜在株券等に係る議決権の数（個）（h）	—
hのうち株券の権利を表示する株券等信託受益証券及び株券等預託証券に係る議決権の数（個）（i）	—
対象者の総株主等の議決権の数（2024年8月31日現在）（個）（j）	71,328
買付予定の株券等に係る議決権の数の総株主等の議決権の数に占める割合（a/j）（%）	100.00
買付け等を行った後における株券等所有割合 ((a+d+g)/(j+(b-c)+(e-f)+(h-i))×100)（%）	100.00

（注1） 「買付予定の株券等に係る議決権の数（個）（a）」は、本公開買付けにおける買付予定数（7,788,340株）に係る議決権の数を記載しております。

（注2） 「aのうち潜在株券等に係る議決権の数（個）（b）」は、買付予定の株券等に係る議決権のうち、本新株予約権の発行要項に基づき株式に換算した株式数（644,250株）に係る議決権の数を記載しております。

（注3） 「特別関係者の所有株券等に係る議決権の数（2025年4月11日現在）（個）（g）」は、各特別関係者（ただし、特別関係者のうち法第27条の2第1項各号における株券等所有割合の計算において府令第3条第2項第1号に基づき特別関係者から除外される者を除きます。）が所有する株券等に係る議決権の数の合計を記載しております。また、公開買付者は、本書提出後に特別関係者の所有する対象者の株券等を確認の上、本書の訂正が必要な場合には、本書に係る訂正届出書を提出する予定です。

（注4） 「対象者の総株主等の議決権の数（2024年8月31日現在）（個）（j）」は、対象者が2024年10月11日に提出した第15期半期報告書に記載された2024年8月31日現在の総株主の議決権の数（1単元の株式数を100株として記載されたもの）です。ただし、単元未満株式及び本新株予約権の行使により発行又は移転される可能性のある対象者株式についても本公開買付けの対象としているため、「買付予定の株券等に係る議決権の数の総株主等の議決権の数に占める割合」及び「買付け等を行った後における株券等所有割合」の計算においては、対象者潜在株式勘案後株式総数に係る議決権数77,883個を分母として計算しております。

（注5） 「買付予定の株券等に係る議決権の数の総株主等の議決権の数に占める割合」及び「買付け等を行った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おります。

## 6【株券等の取得に関する許可等】

該当事項はありません。

## 7【応募及び契約の解除の方法】

### （1）【応募の方法】

#### ① 公開買付代理人

東海東京証券株式会社 愛知県名古屋市中村区名駅四丁目7番1号

② 本公開買付けに応募しようとする方（株主及び本新株予約権者をいい、以下「応募株主等」といいます。）は、公開買付代理人所定の「公開買付応募申込書」に所要事項を記載し、公開買付期間の末日の16時まで、公開買付代理人の本店又は全国各支店において応募してください（ただし、各営業店によって営業時間が異なります。事前にご利用になられる営業店の営業時間等をご確認の上、お手続きください。）。応募の際には、ご印鑑、

マイナンバー（個人番号）又は法人番号、本人確認書類等が必要になる場合があります。

- ③ 本公開買付けに係る株券等の応募の受付にあたっては、応募株主等が、公開買付代理人に証券取引口座を開設した上、応募する予定の株券等が当該証券取引口座に記録管理されている必要があります。本公開買付けにおいては、公開買付代理人以外の金融商品取引業者を経由した応募の受付は行われません。また、本公開買付けにおいては、対象者指定の株主名簿管理人（三菱UFJ信託銀行株式会社）の特別口座に記録されている株券等をもって本公開買付けに応募することはできません。応募する予定の株券等が、公開買付代理人以外の金融商品取引業者等に開設された証券取引口座又は株主名簿管理人の特別口座に記載又は記録されている場合は、応募に先立ち、公開買付代理人に開設した証券取引口座への振替手続を完了している必要があります。（注1）
- ④ 本新株予約権には譲渡制限が付されておりますので、新株予約権の応募にあたっては、新株予約権者の請求により対象者によって発行される「新株予約権譲渡承認通知書」を「公開買付応募申込書」とともにご提出ください。また、新株予約権者であることの確認書類として、新株予約権者の請求により対象者によって発行される「新株予約権原簿記載事項を記載した書面」及び本公開買付けの成立を条件とする新株予約権原簿の名義書換えの請求に必要な書類をご提出ください。「譲渡承認通知書」、「新株予約権原簿記載事項を記載した書面」及び新株予約権原簿の名義書換の請求に必要な書類の具体的な発行手続につきましては、対象者までお問い合わせください。
- ⑤ 公開買付代理人に証券取引口座を開設しておられない応募株主等には、新規に証券取引口座を開設していただく必要があります。証券取引口座を開設される際には、マイナンバー（個人番号）又は法人番号及び本人確認書類の提出をお願いします。（注2）
- ⑥ 上記③の応募株券等の振替手続及び上記⑤の口座の新規口座開設には、一定の日数を要しますのでご注意ください。
- ⑦ 外国の居住者である株主等（法人株主等を含みます。以下「外国人株主等」といいます。）の場合、日本国内の常任代理人を通じて応募してください。
- ⑧ 日本の居住者である個人株主の場合、公開買付けにより売却された株券等に係る売却代金と取得費との差額は、原則として株式等の譲渡所得等に関する申告分離課税の適用対象となります。（注3）
- ⑨ 応募株券等の全部の買付けが行われないこととなった場合、買付けの行われなかった株券等は応募株主等に返還されます。
- ⑩ 応募の受付に際し、公開買付代理人より応募株主等に対して、公開買付応募申込みの受付票が交付されず。

（注1） 対象者指定の株主名簿管理人の特別口座から公開買付代理人の証券取引口座に株券等の記録を振替える手続について

対象者指定の株主名簿管理人の特別口座から公開買付代理人の証券取引口座に株券等の記録を振替える手続を公開買付代理人経由で行う場合は、当該株主名簿管理人に届け出ている個人情報と同一の情報が記載された「口座振替申請書」による申請が必要となります。詳細については、公開買付代理人又は当該株主名簿管理人にお問い合わせくださいますようお願い申し上げます。

（注2） マイナンバー（個人番号）又は法人番号、本人確認書類について

公開買付代理人において新規に証券取引口座を開設される場合又は日本国内の常任代理人を通じて応募する外国人株主の場合には、次の個人番号又は法人番号確認書類が必要となります。また、応募株主等が外国要人等（外国PEPs）に該当する場合は、その旨を申告していただく必要がございます。なお、個人番号又は法人番号確認書類の詳細につきましては、公開買付代理人にお問い合わせください。

（注3） 日本の居住者の株式等の譲渡所得等に関する申告分離課税について（個人株主の場合）

日本の居住者の個人株主の方につきましては、株式等の譲渡所得等には原則として申告分離課税が適用されます。本公開買付けへの応募による売却につきましても、通常の金融商品取引業者を通じた売却として取り扱われることとなります。税務上の具体的なご質問等は税理士等の専門家にご相談いただき、ご自身でご判断いただきますようお願いいたします。

<個人の場合>

次の表の①から③のいずれかの組合せによるマイナンバー（個人番号）確認書類及び本人確認書類等の提出をお願いします。なお、マイナンバー（個人番号）のご提供をいただけない方は、公開買付代理人である東海東京証券株式会社にて口座開設を行うことはできません。

また、公開買付代理人において既に証券取引口座を開設している方であっても、氏名、住所、マイナンバー（個人番号）等を変更する場合にはマイナンバー（個人番号）確認書類及び本人確認書類等の提出が必要になります。詳細については公開買付代理人へお問い合わせください。

	個人番号確認書類	マイナンバー（個人番号）受入れのための本人確認書類
①	個人番号カード（裏面コピー）	個人番号カード（表面コピー）
②	通知カード（コピー） 通知カードに記載されているお客様の氏名、住所及び個人番号に変更がない場合のみ、ご利用いただけます。	<ul style="list-style-type: none"> <li>・以下の書類のいずれか1つ（コピー）  <u>運転免許証、運転経歴証明書、旅券（パスポート（住所、氏名、生年月日が確認できるものに限ります。））、在留カード</u>                      または</li> <li>・以下の書類のいずれか2つ  <u>住民票の写し（原本）、住民票記載事項証明書（原本）、各種健康保険証、印鑑登録証明書、国民年金手帳、身体障害者手帳のコピー（住民票の写し及び住民票記載事項証明書並びに印鑑登録証明書については、発行日から6ヶ月以内の原本が有効）</u>  <u>（以下「確認書類」といいます。）</u></li> </ul>
③	マイナンバー（個人番号）が記載された住民票の写し（原本） 又は 住民票記載事項証明書（原本）	<ul style="list-style-type: none"> <li>・確認書類のいずれか1つ  <u>（ただし、住民票の写し又は住民票記載事項証明書を除きます。）</u></li> </ul>

なお、顔写真のない本人確認書類をご提出くださった場合には、他の本人確認書類の提出をお願いするか、又は書留等の転送不要郵便物等を郵送し取引時確認をさせていただきます。

<法人の場合>

「法人番号指定通知書」の写し、又は、国税庁法人番号公表サイト（<http://www.houjinbangou.nta.go.jp/>）から印刷した法人番号が印刷された書面及び本人確認書類（登記事項証明書、官公庁から発行された書類等（6ヶ月以内に作成されたもので名称及び本店又は主たる事務所の所在地の両方を確認できるもの））が必要になります。

なお、法人自体の本人確認に加え、取引担当者（当該法人の代表者が取引する場合はその代表者）個人の確認書類のいずれかの1つのコピーのご提出が必要となります。

また、公開買付代理人において既に証券取引口座を開設している法人であっても、法人名称及び所在地を変更する場合には法人番号確認書類及び本人確認書類が必要になりますので、詳細については、公開買付代理人へお問い合わせください。

<外国人株主の場合>

常任代理人に係る上記本人確認書類及び常任代理人との間の委任契約に係る委任状又は契約書（当該外国人株主の氏名又は名称、代表者の氏名及び国外の住所地の記載のあるものに限ります。）の写し、並びに常任代理人が金融機関以外の場合には、日本国政府の承認した外国政府若しくは権限ある国際機関の発行した書類その他これに類するもので、居住者の本人確認書類に準じるものが必要になります。

(2) 【契約の解除の方法】

応募株主等は、公開買付期間中においては、いつでも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は、公開買付期間の末日の16時までには、応募受付けをした公開買付代理人の本店又は全国各支店に公開買付応募申込みの受付票を添付の上、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。）を交付又は送付してください。契約の解除は、解除書面が公開買付代理人に交付され、又は到達した時に効力を生じます。したがって、解除書面を送付する場合は、解除書面が公開買付期間の末日の16時までには公開買付代理人に到達しなければ解除できないことにご注意ください。

解除書面を受領する権限を有する者

東海東京証券株式会社 愛知県名古屋市中村区名駅四丁目7番1号  
(その他の東海東京証券株式会社全国各支店)

(3) 【株券等の返還方法】

応募株主等が上記「(2) 契約の解除の方法」に記載の方法により公開買付けに係る契約の解除を申し出た場合には、解除手続き終了後速やかに、下記「10 決済の方法」の「(4) 株券等の返還方法」に記載の方法により応募株券等を返還します。

(4) 【株券等の保管及び返還を行う金融商品取引業者・銀行等の名称及び本店の所在地】

東海東京証券株式会社 愛知県名古屋市中村区名駅四丁目7番1号

## 8 【買付け等に要する資金】

(1) 【買付け等に要する資金等】

買付代金(円)(a)	3,909,746,680
金銭以外の対価の種類	—
金銭以外の対価の総額	—
買付手数料(b)	39,000,000
その他(c)	3,400,000
合計(a)+(b)+(c)	3,952,146,680

(注1) 「買付代金(円)(a)」欄には、買付予定数(7,788,340株)に本公開買付価格(502円)を乗じた金額を記載しております。

(注2) 「買付手数料(b)」欄には、公開買付代理人に支払う手数料の見積額を記載しております。

(注3) 「その他(c)」欄には、本公開買付けに関する公告及び公開買付説明書その他必要書類の印刷費その他諸費用につき、その見積額を記載しております。

(注4) その他公開買付代理人に支払われる諸経費及び弁護士報酬等がありますが、その額は未定です。

(注5) 上記金額には消費税等は含まれておりません。

(2) 【買付け等に要する資金に充当しうる預金又は借入金等】

① 【届出日の前々日又は前日現在の預金】

種類	金額(千円)
普通預金	10,072,452
計(a)	10,072,452

② 【届出日前の借入金】

イ 【金融機関】

	借入先の業種	借入先の名称等	借入契約の内容	金額(千円)
1	—	—	—	—
		計		—

ロ【金融機関以外】

借入先の業種	借入先の名称等	借入契約の内容	金額（千円）
—	—	—	—
—	—	—	—
計			—

③【届出日以後に借入れを予定している資金】

イ【金融機関】

	借入先の業種	借入先の名称等	借入契約の内容	金額（千円）
1	—	—	—	—
計(b)				—

ロ【金融機関以外】

借入先の業種	借入先の名称等	借入契約の内容	金額（千円）
—	—	—	—
—	—	—	—
計(c)			—

④【その他資金調達方法】

内容	金額（千円）
—	—
計(d)	—

⑤【買付け等に要する資金に充当しうる預金又は借入金等の合計】

10,072,452千円 ((a) + (b) + (c) + (d))

(3)【買付け等の対価とする有価証券の発行者と公開買付者との関係等】

該当事項はありません。

9【買付け等の対価とする有価証券の発行者の状況】

該当事項はありません。

## 10【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】

東海東京証券株式会社 愛知県名古屋市中村区名駅四丁目7番1号

### (2) 【決済の開始日】

2025年6月5日（木曜日）

### (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（外国人株主の場合はその常任代理人）の住所宛に郵送いたします。買付けは、現金にて行います。買付けられた株券等に係る売却代金を応募株主等（外国人株主の場合はその常任代理人）の指示により、決済の開始日以降遅滞なく、応募受けをした公開買付代理人から応募株主等（外国人株主の場合はその常任代理人）の指定した金融機関口座へ送金するか、公開買付代理人の応募受けをした応募株主等の証券取引口座へお支払いいたします。

### (4) 【株券等の返還方法】

下記「11 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」及び「(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の全部を買付けないこととなった場合には、公開買付期間末日の翌々営業日（公開買付けの撤回等を行った場合は撤回等を行った日の翌営業日）以後速やかに、応募が行われた直前の記録に戻す（公開買付代理人の証券取引口座に記録する。）ことにより返還します。新株予約権については、新株予約権の応募に際して提出された書類（上記の「7 応募及び契約の解除の方法」の「(1) 応募の方法」④に記載した書類）をそれぞれ応募株主等の指示により応募株主等への交付又は応募株主等の住所への郵送により返還します。

## 11【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（5,180,200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。応募株券等の総数が買付予定数の下限（5,180,200株）以上の場合は、応募株券等の全部の買付け等を行います。

### (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号イないしヌ及びワないしネ、第3号イないしチ及びヌ、第4号並びに同条第2項第3号ないし第6号に定める事情のいずれかが生じた場合は、本公開買付けの撤回等を行うことがあります。なお、本公開買付けにおいて、令第14条第1項第1号ネに定める「イからツまでに掲げる事項に準ずる事項」とは、対象者の業務執行を決定する機関が、本公開買付けに係る決済の開始日前を基準日とする剰余金の配当（株主に交付される金銭その他の財産の額が、対象者が2024年5月31日に提出した有価証券報告書（以下「本有価証券報告書」といいます。）に記載された単体の貸借対照表上の純資産の帳簿価額の10%に相当する額（122百万円（注））未満であると見込まれるものを除きます。）を行うことについての決定をした場合（具体的な剰余金の配当の額を示さず、本公開買付けに係る決済の開始日前を剰余金の配当の基準日とする旨を決定した場合を含みます。）又は上記配当を行う旨の議案を対象者の株主総会に付議することを決定した場合をいいます。令第14条第1項第3号ヌに定める「イからリまでに掲げる事実」に準ずる事実」とは、対象者が過去に提出した法定開示書類について、重要な事項につき虚偽の記載があり、又は記載すべき重要な事項の記載が欠けていることが判明した場合をいいます。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。

（注） ご参考：株主に交付される金銭その他の財産の額が、本有価証券報告書に記載された純資産の帳簿価額の10%に相当する額となる剰余金の配当が行われる場合、当該配当に係る基準日時点の対象者の発行済株式総数及び自己株式の数が本書記載のこれらの数と一致していると仮定すると、1株当たりの配当額は16円に相当します（具体的には、本有価証券報告書に記載された2024年2月29日現在における対象者の純資産額1,221百万円の10%に相当する額である122百万円（百万円未満を切り捨てて計算しています。）を、対象者潜在株式勘案後株式総数（7,788,340株）で除し、1円未満の端数を切り上げて計算しています。）。

(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項の規定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、いつでも公開買付けに係る契約を解除することができます。解除の方法については、上記「7 応募及び契約の解除の方法」の「(2) 契約の解除の方法」に記載の方法によるものとします。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、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。解除を申し出られた場合には、応募株券等は当該解除の申出に係る手続き終了後速やかに上記「10 決済の方法」の「(4) 株券等の返還方法」に記載の方法により返還します。

(5) 【買付条件等の変更をした場合の開示の方法】

公開買付者は、公開買付期間中、法第27条の6第1項及び令第13条第2項により禁止される場合を除き、買付条件等の変更を行うことがあります。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（ただし、法第27条の8第11項ただし書に規定する場合を除きます。）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方法により訂正します。

(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、米国内においてもしく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も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。）を使用して行われるものではなく、更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、も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、公開買付届出書又は関連する買付書類は米国内においても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（外国人株主等の場合は常任代理人）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。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。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、米国内においても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。買付けもしく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も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。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はないこと（当該他の者が買付けに関するすべての指示を米国外から与えている場合を除きます。）。

## 第2【公開買付者の状況】

### 1【会社の場合】

#### (1)【会社の概要】

##### ①【会社の沿革】

##### ②【会社の目的及び事業の内容】

##### ③【資本金の額及び発行済株式の総数】

##### ④【大株主】

年 月 日現在

氏名又は名称	住所又は所在地	所有株式数 (千株)	発行済株式(自己 株式を除く)の総 数に対する所有株 式数の割合 (%)
—	—	—	—
—	—	—	—
—	—	—	—
—	—	—	—
計	—	—	—

##### ⑤【役員の職歴及び所有株式の数】

年 月 日現在

役名	職名	氏名	生年月日	職歴		所有株式数 (千株)
—	—	—	—	—	—	—
—	—	—	—	—	—	—
—	—	—	—	—	—	—
計						—

#### (2)【経理の状況】

##### ①【貸借対照表】

##### ②【損益計算書】

##### ③【株主資本等変動計算書】

(3) 【継続開示会社たる公開買付者に関する事項】

① 【公開買付者が提出した書類】

イ 【有価証券報告書及びその添付書類】

事業年度 第97期（自 2023年4月1日 至 2024年3月31日） 2024年6月27日関東財務局長に提出

ロ 【半期報告書】

事業年度 第98期中（自 2024年4月1日 至 2024年9月30日） 2024年11月12日関東財務局長に提出

ハ 【訂正報告書】

該当事項はありません。

② 【上記書類を縦覧に供している場所】

株式会社TBSホールディングス  
（東京都港区赤坂五丁目3番6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）

2 【会社以外の団体の場合】

該当事項はありません。

3 【個人の場合】

該当事項はありません。

### 第3【公開買付者及びその特別関係者による株券等の所有状況及び取引状況】

#### 1【株券等の所有状況】

(1)【公開買付者及び特別関係者による株券等の所有状況の合計】

該当事項はありません。なお、公開買付者は、本書提出後に特別関係者の所有する対象者の株券等を確認の上、本書の訂正が必要な場合には、本書に係る訂正届出書を提出する予定です。

(2)【公開買付者による株券等の所有状況】

該当事項はありません。

(3)【特別関係者による株券等の所有状況（特別関係者合計）】

該当事項はありません。なお、公開買付者は、本書提出後に特別関係者の所有する対象者の株券等を確認の上、本書の訂正が必要な場合には、本書に係る訂正届出書を提出する予定です。

(4)【特別関係者による株券等の所有状況（特別関係者ごとの内訳）】

該当事項はありません。

#### 2【株券等の取引状況】

(1)【届出日前60日間の取引状況】

該当事項はありません。

#### 3【当該株券等に関して締結されている重要な契約】

該当事項はありません。

#### 4【届出書の提出日以後に株券等の買付け等を行う旨の契約】

該当事項はありません。

## 第4【公開買付者と対象者との取引等】

### 1【公開買付者と対象者又はその役員との間の取引の有無及び内容】

(1) 公開買付者と対象者との間の取引の有無及び内容

公開買付者は、対象者に対し、マーケティングコンサルティング業務を委託しておりますが、公開買付者の仕入高及び対象者の売上高のいずれにおいてもその取引額が占める割合は限定的です。

(2) 公開買付者と対象者の役員との間の取引の有無及び内容

該当事項はありません。

### 2【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との間の合意の有無及び内容

① 本公開買付けへの賛同及び応募推奨

対象者プレスリリースによれば、対象者は、2025年4月10日開催の対象者取締役会において、本公開買付けに賛同の意見を表明するとともに、対象者の株主の皆様及び本新株予約権者の皆様に対しては、本公開買付けに応募するか否かについて中立の立場をとった上で、対象者の株主の皆様及び本新株予約権者の皆様のご判断に委ねる旨を決議したとのこととです。

詳細については、対象者プレスリリース及び上記「第1 公開買付要項」の「3 買付け等の目的」の「(3) 本公開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」の「⑤ 対象者における利害関係を有しない取締役（監査等委員を含む。）全員の承認」をご参照ください。

(2) 公開買付者と対象者の役員との間の合意

① 本応募契約

公開買付者は、2025年4月10日付で、対象者の代表取締役社長である大淵氏（所有株式数：1,125,900株、所有割合：14.46%所有新株予約権：9,800個（目的となる対象者株式の数：294,000株、所有割合：3.77%）及び対象者の代表取締役である垣内氏（所有株式数：826,200株、所有割合：10.61%、所有新株予約権：4,600個（目的となる対象者株式の数：138,000株、所有割合：1.77%）との間で、本応募契約を締結しております。本応募契約の概要については、上記「第1 公開買付要項」の「3 買付け等の目的」の「(6) 本公開買付けに係る重要な合意に関する事項」をご参照ください。

② 本経営委任契約

公開買付者は、2025年4月10日付で、大淵氏及び垣内氏との間で、本経営委任契約を締結しております。本経営委任契約の概要については、上記「第1 公開買付要項」の「3 買付け等の目的」の「(6) 本公開買付けに係る重要な合意に関する事項」をご参照ください。

## 第5【対象者の状況】

### 1【最近3年間の損益状況等】

#### (1)【損益の状況】

決算年月	—	—	—
売上高	—	—	—
売上原価	—	—	—
販売費及び一般管理費	—	—	—
営業外収益	—	—	—
営業外費用	—	—	—
当期純利益（当期純損失）	—	—	—

#### (2)【1株当たりの状況】

決算年月	—	—	—
1株当たり当期純損益	—	—	—
1株当たり配当額	—	—	—
1株当たり純資産額	—	—	—

### 2【株価の状況】

(単位：円)

金融商品取引所名 又は認可金融商品 取引業協会名	東京証券取引所 グロース市場						
月別	2024年10月	2024年11月	2024年12月	2025年1月	2025年2月	2025年3月	2025年4月
最高株価	403	372	332	341	324	308	297
最低株価	328	325	299	297	297	291	238

(注) 2025年4月については、4月10日までのものです。

### 3【株主の状況】

#### (1)【所有者別の状況】

年 月 日現在

区分	株式の状況（1単元の株式数 株）								単元未満株式の状況 (株)
	政府及び地方公共団体	金融機関	金融商品取引業者	その他の法人	外国法人等		個人その他	計	
					個人以外	個人			
株主数(人)	—	—	—	—	—	—	—	—	—
所有株式数 (単元)	—	—	—	—	—	—	—	—	—
所有株式数の割合(%)	—	—	—	—	—	—	—	—	—

(2) 【大株主及び役員の所有株式の数】

① 【大株主】

年 月 日現在

氏名又は名称	住所又は所在地	所有株式数 (株)	発行済株式(自己 株式を除く)の総 数に対する所有株 式数の割合(%)
—	—	—	—
—	—	—	—
—	—	—	—
—	—	—	—
計	—	—	—

② 【役員】

年 月 日現在

氏名	役名	職名	所有株式数 (株)	発行済株式(自己 株式を除く)の総 数に対する所有株 式数の割合(%)
—	—	—	—	—
—	—	—	—	—
—	—	—	—	—
—	—	—	—	—
計	—	—	—	—

4 【継続開示会社たる対象者に関する事項】

(1) 【対象者が提出した書類】

① 【有価証券報告書及びその添付書類】

事業年度 第13期(自 2022年3月1日 至 2023年2月28日) 2023年5月31日関東財務局長に提出

事業年度 第14期(自 2023年3月1日 至 2024年2月29日) 2024年5月31日関東財務局長に提出

② 【四半期報告書又は半期報告書】

事業年度 第15期第1四半期(自 2024年3月1日 至 2024年5月31日) 2024年7月12日 関東財務局長に提出

事業年度 第15期中(自 2024年3月1日 至 2024年8月31日) 2024年10月11日 関東財務局長に提出

③ 【臨時報告書】

該当事項はありません。

④ 【訂正報告書】

該当事項はありません。

(2) 【上記書類を縦覧に供している場所】

株式会社WACUL

(東京都千代田区神田小川町3-26-8-2F)

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)

## 5 【伝達を受けた公開買付け等の実施に関する事実の内容等】

該当事項はありません。

## 6 【その他】

(1) 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

① 「2025年2月期決算短信〔日本基準〕（非連結）」の公表

対象者は、2025年4月10日付で、対象者決算短信を公表しており、当該公表の概要は以下のとおりです。なお、当該内容につきましては、法第193条の2第1項の規定に基づく監査法人の監査を受けていないとのことです。以下の公表内容の概要は、対象者が公表した内容を一部抜粋したものです。詳細につきましては、当該公表の内容をご参照ください。

(i) 損益の状況（非連結）

決算年月	2025年2月期
売上高	1,848,692千円
営業利益	107,084千円
当期純利益	93,062千円

(ii) 1株当たりの状況（非連結）

決算年月	2025年2月期
1株当たり当期純利益	13.03円
1株当たり配当額	—

## 【公開買付者に係る事業内容の概要及び主要な経営指標等の推移】

### 【事業の内容】

公開買付者グループ（公開買付者及び公開買付者の関係会社）は、株式会社TBSホールディングス（公開買付者）及び子会社46社、関連会社35社により構成されており、テレビ・ラジオの放送及び関連事業、ライフスタイル事業、不動産賃貸業を主に、これらに附帯するサービス、保守等を行っております。

事業内容と公開買付者及び関係会社の当該事業に係る位置付けは次のとおりです。

区分	主要な関係会社
メディア・コンテンツ事業 ・放送関連事業 放送、番組制作、映像技術、美術制作、VFX、音声技術、照明技術、カメラ取材、映像投資、調査・研究等 ・各種催物、ビデオソフト等の企画・制作事業、CS事業、コンピュータソフト企画・開発 映像・音声ソフト制作・販売・配信事業、各種催物、番組販売、ビデオソフト制作・販売、アニメ・マンガの企画・制作、音楽ソフト企画・制作等	公開買付者、(株)TBSラジオ、(株)TBSテレビ、(株)BS-TBS、(株)TBSスパークル、(株)TBSグロウディア、(株)TBSメディア総合研究所、(株)TBSアクト、TOKYO BROADCASTING SYSTEM INTERNATIONAL, INC.、(株)日音、(株)THE SEVEN、(株)CS-TBS、TCエンタテインメント(株)、(株)マンガボックス、(株)Seven Arcs、(株)WOWOW、(株)リトプラ、(株)U-NEXT その他会社42社  (会社数 計60社)
ライフスタイル事業 通信販売、雑貨小売、化粧品製造・販売、知育・教育事業等	(株)スタイリングライフ・ホールディングス、(株)ライトアップショッピングクラブ、(株)CPコスメティクス、(株)やる気スイッチグループホールディングス、(株)やる気スイッチグループ、(株)やる気スイッチキャリア、(株)YPスイッチ、碧芯珞（上海）化粧品有限公司、(株)YGC、台湾拓人教育事業股份有限公司、その他会社1社  (会社数 計11社)
不動産・その他事業 ・不動産賃貸・保守及びサービス事業 スタジオ管理、冷暖房管理、駐車場管理、機材リース、保険代理、不動産賃貸等	公開買付者、(株)TBSテレビ、(株)緑山スタジオ・シティ、(株)TBS企画、(株)TBSサンワーク、(株)TBSヘクサ、赤坂熱供給(株)、(株)Amazing Sports Lab Japan、その他会社1社  (会社数 計9社)

(注) 1. 非連結子会社4社につきましては、セグメント上「全社（共通）」であるため、上記表に記載されている3セグメントにおける会社数に含めておりません。

2. (株)ライトアップショッピングクラブは2024年5月20日をもって、全株式を譲渡いたしました。

前記の企業集団等について図示すると次のとおりです。



(注) 無印 連結子会社

※1 関連会社で持分法適用会社

※2 (株)ライトアップショッピングクラブは2024年5月20日をもって、全株式を譲渡いたしました。

## 【主要な経営指標等の推移】

### (1) 連結経営指標等

回次	第93期	第94期	第95期	第96期	第97期
決算年月	2020年3月	2021年3月	2022年3月	2023年3月	2024年3月
売上高 (百万円)	356,796	325,682	358,269	368,130	394,309
経常利益 (百万円)	21,274	19,233	30,707	35,086	27,653
親会社株主に帰属する当期 純利益 (百万円)	30,174	28,072	32,008	35,182	38,126
包括利益 (百万円)	3,068	211,067	90,693	△69,732	380,105
純資産額 (百万円)	591,931	794,884	883,002	796,184	1,149,947
総資産額 (百万円)	783,024	1,100,223	1,201,632	1,067,865	1,567,504
1株当たり純資産額 (円)	3,356.30	4,575.61	5,087.12	4,726.87	7,038.78
1株当たり当期純利益 (円)	173.28	164.32	187.35	208.76	232.28
潜在株式調整後1株当たり 当期純利益 (円)	—	—	—	—	—
自己資本比率 (%)	73.9	71.0	72.3	73.1	72.6
自己資本利益率 (%)	5.2	4.1	3.9	4.3	4.0
株価収益率 (倍)	8.7	13.2	9.5	9.1	18.8
営業活動によるキャ ッシュ・フロー (百万円)	21,406	22,713	△2,853	30,632	26,535
投資活動によるキャ ッシュ・フロー (百万円)	5,962	△8,618	△8,154	△7,346	△29,556
財務活動によるキャ ッシュ・フロー (百万円)	△14,202	16,898	△8,164	△24,491	△51,012
現金及び現金同等物の 期末残高 (百万円)	85,059	116,061	98,707	97,589	43,698
従業員数 (人)	6,155	6,134	6,454	6,586	7,992
(外、平均臨時雇用者数)	(2,820)	(2,576)	(3,129)	(2,903)	(7,771)

- (注) 1. 「潜在株式調整後1株当たり当期純利益」については、潜在株式が存在しないため、記載しておりません。
2. 「収益認識に関する会計基準」(企業会計基準第29号 2020年3月31日)等を第95期の期首から適用しており、第95期以降に係る主要な経営指標等については、当該会計基準等を適用した後の指標等となっております。
3. 公開買付者は、第96期より株式付与ESOP信託を、第97期より役員向け株式交付信託を導入しており、「1株当たり純資産額」の算定上、株主資本において自己株式として計上されている株式付与ESOP信託及び役員向け株式交付信託が所有する公開買付者株式を期末発行済株式総数から控除する自己株式に含めております。また、「1株当たり当期純利益」の算定上、期中平均株式数の計算において控除する自己株式に含めております。

## (2) 公開買付者の経営指標等

回次	第93期	第94期	第95期	第96期	第97期
決算年月	2020年3月	2021年3月	2022年3月	2023年3月	2024年3月
売上高 (百万円)	17,759	16,701	16,348	17,188	18,905
経常利益 (百万円)	17,750	16,056	32,054	65,733	23,173
当期純利益 (百万円)	32,369	13,874	35,608	71,747	47,941
資本金 (百万円)	54,986	54,986	54,986	54,986	54,986
発行済株式総数 (千株)	174,709	174,709	171,591	171,591	168,591
純資産額 (百万円)	446,737	537,577	626,805	581,765	861,907
総資産額 (百万円)	593,842	762,970	894,722	781,426	1,211,256
1株当たり純資産額 (円)	2,591.85	3,147.21	3,670.78	3,521.69	5,331.38
1株当たり配当額 (円)	30.00	30.00	37.00	42.00	44.00
(うち1株当たり中間配当額) (円)	(13.00)	(15.00)	(15.00)	(20.00)	(22.00)
1株当たり当期純利益 (円)	185.84	81.20	208.38	425.63	292.01
潜在株式調整後1株当たり 当期純利益 (円)	—	—	—	—	—
自己資本比率 (%)	75.2	70.5	70.1	74.4	71.2
自己資本利益率 (%)	7.5	2.8	6.1	11.9	6.6
株価収益率 (倍)	8.1	26.8	8.6	4.5	14.9
配当性向 (%)	16.1	36.9	17.8	9.9	15.1
従業員数 (人)	110	96	111	133	254
(外、平均臨時雇用者数)	(32)	(55)	(120)	(70)	(83)
株主総利回り (%)	75.7	110.2	93.0	100.9	224.2
(比較指標：配当込み TOPIX) (%)	(90.5)	(128.6)	(131.2)	(138.8)	(196.2)
最高株価 (円)	2,183	2,470	2,255	1,974	4,428
最低株価 (円)	1,232	1,390	1,590	1,456	1,882

- (注) 1. 「潜在株式調整後1株当たり当期純利益」については、潜在株式が存在しないため、記載しておりません。
2. 最高株価及び最低株価は、2022年4月4日より東京証券取引所プライム市場におけるものであり、それ以前については東京証券取引所市場第一部におけるものであります。
3. 「収益認識に関する会計基準」(企業会計基準第29号 2020年3月31日)等を第95期の期首から適用しており、第95期以降に係る主要な経営指標等については、当該会計基準等を適用した後の指標等となっております。
4. 公開買付者は、第96期より株式付与ESOP信託を、第97期より役員向け株式交付信託を導入しており、「1株当たり純資産額」の算定上、株主資本において自己株式として計上されている株式付与ESOP信託及び役員向け株式交付信託が所有する公開買付者株式を期末発行済株式総数から控除する自己株式に含めております。また、「1株当たり当期純利益」の算定上、期中平均株式数の計算において控除する自己株式に含めております。

## 【対象者に係る主要な経営指標等の推移】

### 【主要な経営指標等の推移】

対象者の経営指標等

回次		第10期	第11期	第12期	第13期	第14期
決算年月		2020年2月	2021年2月	2022年2月	2023年2月	2024年2月
売上高	(千円)	485,984	712,016	1,086,661	1,349,675	1,817,530
経常利益又は経常損失(△)	(千円)	△141,715	56,861	184,060	187,310	208,608
当期純利益又は当期純損失(△)	(千円)	△142,004	83,657	226,008	192,284	200,548
持分法を適用した場合の投資利益	(千円)	—	—	—	—	—
資本金	(千円)	426,000	474,300	529,630	533,678	538,024
発行済株式総数	(株)					
普通株式		114,000	6,892,000	7,047,700	7,091,950	7,138,840
A種優先株式		57,000	—	—	—	—
B種優先株式		35,000	—	—	—	—
C種優先株式		20,400	—	—	—	—
純資産額	(千円)	286,290	466,547	803,029	1,005,227	1,221,744
総資産額	(千円)	504,512	711,178	1,251,671	1,579,867	2,234,406
1株当たり純資産額	(円)	41.83	67.37	113.66	141.20	169.58
1株当たり配当額 (うち1株当たり中間配当額)	(円)	— (—)	— (—)	— (—)	— (—)	— (—)
1株当たり当期純利益又は1株当たり当期純損失(△)	(円)	△20.91	12.31	32.12	27.16	28.12
潜在株式調整後1株当たり当期純利益	(円)	—	11.06	29.26	25.33	26.43
自己資本比率	(%)	56.31	65.29	64.00	63.38	54.18
自己資本利益率	(%)	—	22.36	35.72	21.34	18.13
株価収益率	(倍)	—	315.14	26.84	20.58	21.59
配当性向	(%)	—	—	—	—	—
営業活動によるキャッシュ・フロー	(千円)	△169,874	110,095	167,060	301,195	355,448
投資活動によるキャッシュ・フロー	(千円)	△36,847	△64,860	△91,095	△160,213	△118,967
財務活動によるキャッシュ・フロー	(千円)	123,080	37,644	232,735	△72,962	401,349
現金及び現金同等物の期末残高	(千円)	363,921	446,801	755,501	823,520	1,461,350
従業員数 (外、平均臨時雇用者数)	(人)	47 (28)	51 (19)	57 (15)	66 (12)	74 (18)
株主総利回り (比較指標：東証グロース市場250指数)	(%)	— (—)	— (—)	22.2 (59.8)	14.4 (61.7)	15.6 (63.6)
最高株価	(円)	—	4,780	4,150	1,175	1,066
最低株価	(円)	—	3,460	726	485	491

- (注) 1. 対象者は連結財務諸表を作成しておりませんので、連結会計年度に係る主要な経営指標等の推移については記載しておりません。
2. 持分法を適用した場合の投資利益については、関連会社を有しておりませんので記載しておりません。
3. 1株当たり配当額及び配当性向については、配当を実施していないため記載しておりません。
4. 第10期の潜在株式調整後1株当たり当期純利益については、潜在株式は存在するものの、対象者株式は非上場であり、期中平均株価が把握できないため、また、1株当たり当期純損失であるため記載しておりません。
5. 第10期における自己資本利益率については、当期純損失が計上されているため記載しておりません。
6. 第10期の株価収益率については、対象者株式は非上場であるため、記載しておりません。
7. 対象者は、2019年3月29日付で株式1株につき100株の割合で株式分割及び2020年10月31日付で普通株式1株につき30株の割合で株式分割を行っておりますが、第10期の期首に当該株式分割が行われたと仮定して1株当たり純資産額、1株当たり当期純利益又は1株当たり当期純損失及び潜在株式調整後1株当たり当期純利益を算定しております。
8. 従業員数は就業人員（正社員及び契約社員）であり、臨時雇用者数（パートタイマー）は、年間平均人員を（ ）外数で記載しております。
9. 2020年10月14日付で、A種優先株主、B種優先株主及びC種優先株主の株式取得請求権の行使を受けたことにより、全てのA種優先株式、B種優先株式及びC種優先株式を自己株式として取得し、対価として当該A種優先株主、B種優先株主及びC種優先株主にA種優先株式、B種優先株式及びC種優先株式1株につき普通株式1株を交付しております。また、同日付で当該A種優先株式、B種優先株式及びC種優先株式を消却しております。なお、対象者は2020年10月23日開催の臨時株主総会において、種類株式を発行する旨の定款の定めを廃止しております。
10. 2021年2月19日付をもって東京証券取引所マザーズに株式を上場いたしましたので、第10期及び第11期の株主総利回り及び比較指標については記載しておりません。また、株主総利回りの比較指数は、東京証券取引所の市場区分見直しに伴い、「東証マザーズ指数」から「東証グロース市場250指数」へ変更しております。
11. 最高株価及び最低株価は、2022年4月4日の東京証券取引所の市場区分の見直しにより、東京証券取引所グロース市場におけるものであります。それ以前については、東京証券取引所マザーズにおけるものであります。なお、2021年2月19日付をもって同取引所に株式を上場いたしましたので、それ以前の株価については記載しておりません。
12. 「収益認識に関する会計基準」（企業会計基準第29号 2020年3月31日）等を第13期の期首から適用しており、第13期以降に係る主要な経営指標等については、当該会計基準等を適用した後の指標等となっております。