

各位

会 社 名 株式会社 デジタルホールディングス  
 代 表 者 名 代表取締役社長 金澤大輔  
 (コード番号 2389 東証プライム市場)  
 電 話 0 3 - 5 7 4 5 - 3 6 1 1

## 株式併合、単元株式数の定め廃止及び定款の一部変更に関するお知らせ

当社は、本日開催の取締役会において、2026年2月25日開催予定の臨時株主総会（以下「本臨時株主総会」といいます。）を招集し、本臨時株主総会に、株式併合、単元株式数の定め廃止及び定款の一部変更に関する議案を付議することを決議いたしましたので、下記のとおりお知らせいたします。

なお、当社の普通株式（以下「当社株式」といいます。）は、上記手続の過程において、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。）の有価証券上場規程に定める上場廃止基準に該当することとなります。これにより当社株式は、2026年2月25日から2026年3月18日までの間、整理銘柄に指定された後、2026年3月19日をもって上場廃止となる予定です。上場廃止後は、当社株式を東京証券取引所プライム市場において取引することはできませんので、ご留意くださいますようお願いいたします。

## 記

### I. 株式併合について

#### 1. 株式併合の目的及び理由

当社が2025年9月11日付で公表いたしました「株式会社博報堂DY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」（2025年10月28日付で公表いたしました「(変更)「株式会社博報堂DY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」の一部変更について」、2025年11月12日付で公表いたしました「(変更)「株式会社博報堂DY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」の一部変更について」、及び2025年11月18日付で公表いたしました「(変更)「株式会社博報堂DY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」の一部変更について」による変更を含み、以下「本意見表明プレスリリース」といいます。)においてお知らせいたしましたとおり、株式会社博報堂DYホールディングス（以下「公開買付者」といいます。）は、東京証券取引所プライム市場に上場している当社株式の全て（但し、本新株予約権（注1）の行使により交付される当社株式を含み、当社が所有する自己株式を除きます。以下同じです。）及び本新株予約権の全てを取得し、当社を公開買付者の完全子会社とすることを目的とする取引（以下「本取引」といいます。）の一環として、当社株式及び本新株予約権に対する公開買付け（以下「本公開買付け」といいます。）を実施することを決定いたしました。

そして、当社が2025年12月4日付で公表いたしました「株式会社博報堂DY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の結果並びに親会社及び主要株主である筆頭株主の異動に関するお知らせ」においてお知らせいたしましたとおり、公開買付者は、2025年9月12日から2025年12月3日までを買付け等の期間（以下「公開買付期間」といいます。）として本公開買付けを行い、その結果、2025年12月10日（本公開買付けの決済の開始日）をもって、当社株式9,552,431株（所有割合（注2）51.15%）を所有するに至っております。

（注1）「本新株予約権」とは、下記①及び②の新株予約権を総称していいます。

- ① 2023年2月13日開催の当社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2023年3月1日から2027年3月31日まで）

② 2024 年 10 月 22 日開催の当社取締役会の決議に基づき発行された第 10 回新株予約権（以下「第 10 回新株予約権」といいます。）（行使期間は 2025 年 1 月 1 日から 2028 年 3 月 31 日まで）

（注 2）「所有割合」は、当社が 2025 年 11 月 6 日に提出した 2025 年 12 月期第 3 四半期決算短信に記載された 2025 年 9 月 30 日現在の発行済株式総数（17,960,907 株）に、同日現在残存する本新株予約権（7,150 個）の目的となる当社株式の数（715,000 株）を加算した株式数（18,675,907 株）に対する割合（小数点以下第三位を四捨五入。以下、所有割合の計算において同じとします。）をいいます。なお、2025 年 9 月 30 日現在、当社は自己株式を所有しておりません。以下同じです。

本公開買付け及び当社の株主を公開買付者のみとするための当社株式の併合（以下「本株式併合」といいます。）を含む本取引の目的及び背景の詳細は、本意見表明プレスリリースにおいてお知らせいたしましたとおりですが、以下に改めてその概要を申し上げます。なお、以下の記載のうち公開買付者に関する記載については、公開買付者から受けた説明に基づいております。

#### （i）検討体制の構築の経緯

当社は、公開買付者から 2025 年 2 月 5 日になされた、マネジメント・バイアウト（MBO）（以下「MBO」といいます。）（注 1）による当社の非公開化の後、公開買付者が当社の完全子会社である株式会社オプト（以下「オプト」といいます。）の全株式を取得することを内容とする提案（以下「当初提案」といいます。）及び公開買付者が当社を完全子会社とする取引の検討並びに公開買付者との当初提案及び公開買付者が当社を完全子会社とする取引に係る協議及び交渉を行うにあたり、公開買付者が当社を完全子会社とする取引が実施される場合における公開買付けは、支配株主による公開買付けには該当しないものの、公開買付者が当社を公開買付者の完全子会社とすることを目的とする場合には当社の一般株主に大きな影響を与えること等を踏まえて、本公開買付けの実施を決定するに至る当社の意思決定に慎重を期し、当社取締役会の意思決定過程における恣意性を排除し、その公正性を担保することを目的として、①当社、②当社の取締役ファウンダーである鉢嶺登氏（所有株式数：5,000 株（注 2）、所有割合：0.03%。所有新株予約権数：2,000 個（目的となる当社株式の数：200,000 株）、所有割合：1.07%。以下「鉢嶺氏」といいます。）及び当社の代表取締役会長である野内敦氏（所有株式数：885,000 株（注 3）、所有割合：4.74%。所有新株予約権数：3,000 個（目的となる当社株式の数：300,000 株）、所有割合：1.61%。以下「野内氏」といい、鉢嶺氏と総称して「本応募合意株主」といいます。）、③鉢嶺氏が全株式を所有し、代表取締役を務める資産管理会社の H I B C 株式会社（以下「H I B C」といいます。）及び野内氏が全株式を所有し、代表取締役を務める資産管理会社の株式会社タイム・アンド・スペース（以下「タイム・アンド・スペース」といい、H I B C と総称して「本不応募合意株主」といいます。）、並びに④公開買付者から独立した立場で、交渉及び判断を行うための体制の構築を開始しました。

具体的には、当社は、下記「3. 株式併合に係る端数処理により株主に交付することが見込まれる金銭の額の根拠等」の「（3）本取引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」の「③当社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」に記載のとおり、2025 年 3 月 21 日から、当社の独立社外取締役により構成される特別委員会の設置に向けて準備を進めました。その上で、2025 年 3 月 28 日開催の当社取締役会における決議により、当社、本応募合意株主、本不応募合意株主及び公開買付者から独立した荻野泰弘氏（当社独立社外取締役）、水谷智之氏（当社独立社外取締役）、柳澤孝旨氏（当社独立社外取締役）及び鍵崎亮一氏（当社独立社外取締役、監査等委員）の 4 氏によって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. 株式併合に係る端数処理により株主に交付することが見込まれる金銭の額の根拠等」の「（3）本取引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」の「③当社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）本取引の是非（本取引が当社の企業価値向上に資するかを含みます。）、（ii）本取引の条件（本取引の買収対価の水準、買収の方法及び買収対価の種類等を含みます。）の公正性、（iii）本取引の手続（取引条件の公正さを担保するための手続が十分に講じられているかどうかを含みます。）の公正性、（iv）（i）～（iii）を踏ま

え、本取引が当社の少数株主にとって不利益なものであるか否か、(v) 当社取締役会が、本公開買付けについて賛同意見を表明すること、並びに当社の株主及び本新株予約権の所有者（以下「本新株予約権者」といいます。）に対して、本公開買付けに応募することを推奨することそれぞれの是非（以下、これらを総称して「本諮問事項」といいます。）について諮問いたしました。また、当社取締役会は、本特別委員会の設置にあたり、

(i) 本諮問事項の検討に必要な情報収集を行う権限、(ii) 当社の費用負担において特別委員会独自のファイナンシャル・アドバイザー及びリーガル・アドバイザーの選任を行う権限（当社が選任するアドバイザーと同一のアドバイザーを選任することも可能）(iii) 公開買付者との交渉権限、及び(iv) その他本諮問事項の検討に必要となる事項に関する権限を付与することを決議しました。なお、下記「3. 株式併合に係る端数処理により株主に交付することが見込まれる金銭の額の根拠等」の「(3) 本取引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」の「③当社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」に記載のとおり、本特別委員会は、2025年3月28日、当社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みずほ証券株式会社（以下「みずほ証券」といいます。）について独立性及び専門性に問題がないことを確認の上、必要に応じて専門的助言又は説明を求めることを確認するとともに、当社、本応募合意株主、本不応募合意株主及び公開買付者から独立した本特別委員会のリーガル・アドバイザーとして長島・大野・常松法律事務所を選任しております（後述のとおり、その後、当社は長島・大野・常松法律事務所を独立性及び専門性に問題がないことを確認の上、当社のリーガル・アドバイザーとして選任しております。）。

(注1) 「マネジメント・バイアウト (MBO)」とは、公開買付者が当社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当社の役員と利益を共通にするものである取引をいいます。

(注2) 当社が2025年8月7日に提出した第32期中半期報告書（以下「当社半期報告書」といいます。）の「大株主の状況」においては、鉢嶺氏の所有株式数は、H I B Cが所有する当社株式（所有株式数：4,520,200株、所有割合：24.20%。以下「H I B C所有当社株式」といいます。）も含めた実質所有株式数として4,525,200株（所有割合：24.23%）が記載されており、2025年6月30日現在、当社の主要株主である筆頭株主です。

(注3) 当社半期報告書の「大株主の状況」においては、野内氏の所有株式数は、タイム・アンド・スペースが所有する当社株式（所有株式数：400,800株、所有割合：2.15%。以下「タイム・アンド・スペース所有当社株式」といい、タイム・アンド・スペース所有当社株式とH I B C所有当社株式と併せて「本不応募合意株式」といいます。）も含めた実質所有株式数として1,285,800株（所有割合：6.88%）が記載されており、2025年6月30日現在、当社の第三位株主です。

#### (ii) 検討・交渉の経緯

当社は、当社の企業価値向上を実現する観点からは、外部のパートナーとの資本業務提携等についても有力な選択肢の一つであるとの考えから、2024年10月頃、当時当社の代表取締役会長であった鉢嶺氏、当時当社の代表取締役社長であった野内氏、当社の現代表取締役社長である金澤氏を中心に、公開買付者に対して、Marketing事業に関する資本業務提携の可能性についてヒアリングを実施し、公開買付者による当社の完全子会社化も選択肢の一つとして検討を開始しました。2024年10月21日には、公開買付者及び当社は、面談を実施し、両社の事業シナジーについて協議いたしました。公開買付者と当社での協議を踏まえて、資本業務提携の可能性をさらに検討するため、2024年12月上旬から2025年1月下旬にかけて、公開買付者から当社に対する初期的なデュー・ディリジェンスを実施いたしました。かかる状況下、2025年2月5日に、公開買付者より、本応募合意株主によるMBOによる当社株式の非公開化後に、公開買付者による、当社の完全子会社であるオプトの買収を行う一連の取引の実施を提案する旨の当初提案を受領したことを受け、当社は、2025年2月13日に、当社、本応募合意株主、本不応募合意株主及び公開買付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としてみずほ証券を選任いたしました。そして、みずほ証券から助言を受け、公開買付者に対して、Marketing事業及びオプトの取得に関心があるのであれば、一般株主が取引の対価を直接享受できることが望ましいとの判断から、公開買付者が当社を完全子会社とする取引を検討するように要請いたしました。その後、2025年3月14日に公開買付者から、当初提案でのMBOがファイナンスを理由に実行が困難であれば、公開買付者によるファイナンス面での支援も検討可能である旨及び、MBOが困

難な場合には本応募合意株主が保有する当社株式のみを公開買付者が取得するストラクチャーを検討している旨の書類を受領いたしました。これを受け、2025 年 3 月中旬以降、鉢嶺氏、野内氏及び金澤氏を中心に、Financial Services 事業（以下「F S 事業」といいます。）及び Investment 事業についての追加的な説明を公開買付者に対して実施し、公開買付者が当社を完全子会社とする取引の可能性について、公開買付者との協議を継続いたしました。

そして、当社及び本特別委員会は、本取引が当社の企業価値向上に資する取引となるか否かを適切に検討・分析するため、みずほ証券の助言を踏まえつつ、当社の企業価値の向上及び株主利益の確保に資する可能性のある資本政策について慎重に検討及び協議を行ってまいりました。そして、かかる検討の結果、本特別委員会は、当社が今後も成長し、中長期的に企業価値を高めていくためには、当社の企業価値向上のための取り組みに対して付加価値を提供し、当社の中長期的な成長を促進してくれることが期待できる戦略的パートナーの下、当社株式を非公開化することも経営上の合理的な選択肢の一つであるという考えに至り、当社は、かかる本特別委員会の考えを踏まえて、2025 年 4 月 10 日、公開買付者に対して、公開買付者による当社の完全子会社化を前提とした意向表明書の提出を要請いたしました。

その後、当社及び本特別委員会は、2025 年 6 月 10 日、公開買付者から、当社を完全子会社化することを前提とした本取引を行う旨及び当社株式 1 株当たりの希望取得価格等が記載された意向表明書を受領いたしました。そして、当社及び本特別委員会は、意向表明書における取引条件、本取引後の経営方針及び経営体制等を総合的に考慮した結果、企業価値及び株主共同の利益の確保及び向上の観点から十分かつ真摯に検討するため、公開買付者との協議を継続することとし、公開買付者に対し、当社経営陣へのインタビューを含む詳細なデュー・ディリジェンスの機会を提供することを決定いたしました。その後、当社は事業計画を本特別委員会の承認を受けて公開買付者に提出いたしました。

その後、2025 年 8 月 5 日に、当社及び本特別委員会は、公開買付者より、公開買付者による当社への詳細なデュー・ディリジェンスを踏まえた検討の結果、当社の完全子会社である株式会社バンカブル（以下「バンカブル」といいます。）が営む F S 事業と公開買付者グループ（公開買付者、子会社 384 社及び関連会社 64 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。）とのシナジーが限定的であることから、当社の連結財務諸表の対象からバンカブルを除外する又は除外するための施策を決定することを本取引実施の前提条件とする想定であるとの連絡を受けました。これを受け、2025 年 8 月 7 日の本特別委員会において、バンカブルの株式の譲渡等様々な方策について、その実現可能性や所要期間等の観点から慎重に議論を行い、本公開買付けの公表日にバンカブルの解散及び清算を実施する方針に関する決議を行うことで上記の本取引実施の前提条件を満たすのであれば、当該決議を行うことにより本取引を実現することが、当社の企業価値ひいては一般株主の共同利益に資するとの判断から、本公開買付けの公表日において本公開買付けの成立を条件としてバンカブルの解散及び清算を実施する方針に関する決議を行うことが望ましい旨を、全会一致で決定いたしました。かかる本特別委員会での議論を踏まえ、同日、当社及び本特別委員会は、公開買付者に対し、本公開買付けの公表日においてバンカブルの解散及び清算を実施する方針に関する決議を行う方針であること伝えたところ、公開買付者として、本取引の検討を継続する意向の連絡を受けました。それを受けて、当社は、バンカブルが営む F S 事業を清算し事業継続をしない前提の事業計画を、本特別委員会の承認を受けて公開買付者に再提出いたしました。その後、当社及び本特別委員会は、2025 年 8 月 12 日に、公開買付者より本公開買付けにおける当社株式 1 株当たりの買付け等の価格（以下「本公開買付価格」といいます。）を当社株式 1 株当たり 1,943 円、本公開買付けにおける第 9 回新株予約権 1 個当たりの買付け等の価格（以下「第 9 回新株予約権買付価格」といいます。）を 76,400 円、本公開買付けにおける第 10 回新株予約権 1 個当たりの買付け等の価格（以下「第 10 回新株予約権買付価格」といい、第 9 回新株予約権買付価格と総称して、「本新株予約権買付価格」といいます。）を 92,700 円とすること、また、本公開買付けの公表日において、バンカブルの解散及び清算に関する決議を当社取締役会において実施するものと理解していること等が記載された 2025 年 8 月 12 日付の意向表明書を受領いたしました。これに対して、当社及び本特別委員会は、2025 年 8 月 14 日に、当社の一般株主の利益に配慮する観点から、本公開買付価格の見直しを検討するように要請する回答書を公開買付者に対して送付いたしました。当社及び本特別委員会は、かかる要請を受けた公開買付者から、2025 年 8 月 19 日付で、本公開買付価格を当社株式 1 株当たり 1,943 円とする第 2 回提案を書面で受領いたしました。これに対して、当社及び本特別委員会は、2025 年 8 月 21 日に、再度当社の一般株主の利

益に配慮する観点から、本公開買付価格の見直しを検討するように要請する回答書を公開買付者に対して送付いたしました。その後、当社及び本特別委員会は、2025年8月26日に、公開買付者より本公開買付価格を当社株式1株当たり1,943円とする第3回提案を書面で受領いたしました。これに対して、当社及び本特別委員会は、2025年9月2日に、再度当社の一般株主の利益に配慮する観点から、本公開買付価格の見直しを検討するように要請する回答書を公開買付者に対して送付いたしました。その後、当社及び本特別委員会は、2025年9月8日に、公開買付者より本公開買付価格を当社株式1株当たり1,970円とする第4回提案を書面で受領いたしました。これに対して、当社及び本特別委員会は、2025年9月9日に、本取引により当社グループ（当社、子会社4社、関連会社1社及び3組合を総称して「当社グループ」といいます。以下同じです。）の中長期的な企業価値の向上が見込まれるという意味において本公開買付けに賛同の意見を表明する一方で、応募に関しては中立の立場を取り、また、本公開買付けの成否は当社の少数株主の判断に委ねたいとのことから、いわゆる「マジョリティ・オブ・マイノリティ」（Majority of Minority）を満たす一般株主からの応募を本公開買付けの成立の条件とすることを要請する回答書を公開買付者に対して送付いたしました。

以上のとおり、当社及び本特別委員会としては、長島・大野・常松法律事務所からの助言やみずほ証券による当社株式の株式価値の試算結果も踏まえつつ、意思決定の公正性及び透明性を担保した上で、公開買付者に対して、本公開買付価格の見直しを複数回に亘って要請し、当社の少数株主の利益のために継続的に交渉を行うとともに、株式価値評価額、本取引に必要となる資金確保の確実性、本取引実施後の経営方針及びシナジー効果等の観点から、公開買付者からの上記の最終提案を慎重に検討いたしました。その結果、2025年9月11日、下記「(iii) 判断内容」に記載のとおり、本取引により当社グループの中長期的な企業価値の向上が見込まれるという意味において本公開買付けに賛同の意見を表明する一方で、本公開買付価格を当社株式1株当たり1,970円、第9回新株予約権買付価格を79,100円、第10回新株予約権買付価格を95,400円とする公開買付者の最終提案は、みずほ証券による当社の株式価値の試算結果、当社株式の市場価格等を踏まえると十分とはいえないまでも一定のプレミアムが付されていると考えており、当社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があり、公正性を欠くものとは認められないものの、近時の上場企業の非公開化を目的とした本取引に類似する事例におけるプレミアムの水準と比較し、十分なプレミアムが付されているとまでは認められないことから、当社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ることができる水準には達しているとまでは認められないとの結論に達したため、本公開買付けに応募するか否かについては、当社の株主及び本新株予約権者の皆様のご判断に委ねることといたしました。

### （iii）判断内容

以上の経緯のもと、当社は、みずほ証券より取得した2025年9月10日付株式価値算定書（以下「本株式価値算定書」といいます。）及び長島・大野・常松法律事務所から得た法的助言を踏まえつつ、本特別委員会における検討及び本特別委員会から提出を受けた2025年9月10日付答申書（以下「本答申書」といいます。）の内容を最大限尊重しながら、本取引に関する諸条件について企業価値向上の観点から慎重に検討を行いました。

その結果、当社は、公開買付者とともに本取引を実施することにより、以下の観点から、本取引は企業価値向上に資すると判断いたしました。

### （ア）更なるLTVM（注1）戦略の加速

公開買付者グループは異なる専門性を持つ複数のグループ会社で構成されており、グループ各社が相互に連携することで、生活者起点でのフルファネル型のマーケティングソリューション提案に強みを有しております。一方、当社グループは、デジタルマーケティングにおける直接的な成果につながる提案力及び運用力を強みとしております。当社グループが、公開買付者グループに加わることで、新たなケイパビリティの獲得が可能となり、当社グループのデジタルマーケティング領域での強みと公開買付者グループのマスメディア領域やリアル領域での強みを掛け合わせることで、顧客への提供価値の向上を通じてLTVM戦略をさらに強化できるものと考えております。

（注1）「LTVM」とは、「Life Time Value Marketing」の略であり、LTV（顧客生涯価値：Life Time

Value) は、従来、あるユーザーが商品・サービスを初めて利用してから、長期的な関係のなかで、サービスを提供する企業が、当該ユーザーから得られる利益を指し、サービスを提供する企業側が「いかに一人の顧客から利益を得られるか」という視点で表現されることが多い状況にあるのに対して、当社グループにおいては、企業側が得られる利益を示す観点でのLTVではなく、これまで以上にエンドユーザーを理解し、真に顧客に寄り添った支援に注力し、エンドユーザーへの本質的な価値提供に重きを置くことで、短期利益ではなく、顧客の永続的な事業成長に貢献するという概念として捉え、その実現を目指す手段として、「LTVM (Life Time Value Marketing)」と名付けております。

#### (イ) 顧客基盤の拡大

当社グループはデジタルマーケティング領域においてミドル層の顧客基盤に強みを持つ一方で、公開買付者グループはマスマーケティング領域における大企業層の顧客に強みを有しております。当社グループが公開買付者グループに加わることで、これまでアクセスが難しかった顧客層へアプローチできることが期待されます。

#### (ウ) AI活用の高度化

公開買付者グループでは、AIの活用や独自ツールの開発など、クリエイティブ領域及びデータ活用の両面において先進的な取り組みを進めており、生活者データや業界データ、広告効果等の多岐にわたる膨大なデータを独自ツールによって効率的に活用できる体制を整えております。当社グループが公開買付者グループに加わった際には、公開買付者グループが有するAI活用基盤へのアクセスが可能となり、当社グループのサービス品質・効率性・競争力のさらなる向上が期待されます。

#### (エ) 人材交流・経営資源の相互補完

当社グループは、競争優位性を確保するにあたり、人材を重要な経営資源と位置付けており、優秀な人材の確保及び教育・育成を重要な経営課題と認識しております。公開買付者グループでは、企画・営業・技術・クリエイティブ等の多様な分野で、グループ各社を横断した人材交流や共同プロジェクトが活発に行われております。当社グループが公開買付者グループに加わった際には、当社グループの人材に、より広範なフィールドでの活躍機会を提供することが可能となり、自立した人材の育成と長期的に活躍できる仕組みを構築する上で、非常に魅力的であると考えております。こうした取り組みを通して、人的資本の強化を図ることにより、当社グループの中長期的な競争力の向上を実現することが期待されます。

なお、当社株式の非公開化により、当社は、資本市場からエクイティ・ファイナンスによる資金調達を行うことができなくなり、また、上場会社であることに伴う社会的な信用の向上といったこれまで上場会社として享受してきたメリットを喪失することになります。もっとも、当社は、2024年12月期の自己資本比率は63.6%と十分な自己資本を有していることから、当社のかかる現在の財務状態を踏まえると、当面の間エクイティ・ファイナンスの必要性は高くなく、また、東京証券取引所プライム市場に上場する公開買付者のグループ企業となることから、上場会社でなくなることによる取引先や従業員への影響は限定的であると考えられ、上場会社であることによるメリットは大きくないことから、今後も継続して当社株式の上場を維持する必要性は限定的であると考えております。また、当社と公開買付者の間では事業領域の重複がありますが、公開買付者との間で本取引を実施することによる当社の取引関係等に対する影響は限定的であると考えております。

上記のとおり、当社は、本公開買付けを含む本取引が、当社グループの企業価値向上に資するものであると考えておりますが、他方、本公開買付価格を含む取引条件については、(a) 下記「3. 株式併合に係る端数処理により株主に交付することが見込まれる金銭の額の根拠等」の「(3) 本取引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」の「②当社における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からの株式価値算定書の取得」に記載されているみずほ証券による本株式価値算定書における

当社株式の株式価値の算定結果のうち、市場株価基準法による算定結果のレンジの中央値を上回るものであり、ディスカунテッド・キャッシュ・フロー法（以下「DCF法」といいます。）による算定結果のレンジの範囲内であること、(b) (i) 本公開買付けの公表日の前営業日（以下「前営業日」といいます。）である2025年9月10日の東京証券取引所プライム市場における当社株式の終値2,163円に対して8.92%（小数点以下第三位を四捨五入。以下、プレミアム率又はディスカウント率の計算において同じとします。）のディスカウントとなる金額であり、また、2025年8月12日から2025年9月10日までの直近1ヶ月の終値単純平均株価1,738円（小数点以下四捨五入。以下、終値単純平均値の計算において同じ。）に対して13.35%、2025年6月11日から2025年9月10日までの直近3ヶ月の終値単純平均株価1,414円に対して39.32%、2025年3月11日から2025年9月10日までの直近6ヶ月の終値単純平均株価1,400円に対して40.71%のプレミアムを加えた価格であること、(ii) 当社株式の市場株価は、2025年8月1日から前営業日まで基本的に上昇し続けており、同年8月21日には終値が1,586円と同年3月27日の年初来高値である1,572円をも上回り、その後も、同年8月21日から前営業日までの期間において1,586円から2,163円まで36.38%上昇するなど急激に高騰しているところ、前営業日前直近1ヶ月における当社株式の市場株価の終値の最高値2,163円（2025年9月10日終値）は、前営業日前直近1ヶ月を除いた前営業日前直近3年間に於ける当社株式の市場株価の終値の最高値1,572円（2025年3月27日終値）を大きく上回る水準であることに加えて、当社が2025年8月7日に公表した2025年12月期第2四半期（中間期）決算短信〔日本基準〕（連結）の内容を踏まえて当社株式の市場株価が一定程度上昇した可能性があることは否定できないものの、過去の当社株式の市場株価の推移に照らしてみても、合理的な説明を行うことが困難な金額の変動が認められ、原因は明確ではないものの、上場解消への期待を含んだ思惑買いがなされている可能性も否定できないことを踏まえると、当社株式の市場株価が、公表日前約1ヶ月前後、合理的な説明が困難な株式市場の影響を受けて一時的に形成されたものである可能性が否定できず、本公開買付価格について、前営業日の当社株式の終値及び前営業日前直近1ヶ月の当社株式の平均終値との比較を過度に重視すべきではないと考えられること、(iii) 上記のとおり、本公開買付価格が、前営業日前直近3ヶ月の終値単純平均株価及び前営業日前直近6ヶ月の終値単純平均株価に対してそれぞれ約40%のプレミアムが付されているところ、同種案件（経済産業省が「公正なM&Aの在り方に関する指針」（以下「公正M&A指針」といいます。）を公表した2019年6月28日以降2025年8月31日までに公開買付けが成立した事例のうち、上場企業の非公開化を目的とした本取引に類似する事例61件）におけるプレミアム水準（公表前営業日の終値に対するプレミアムの中央値（41.29%）、公表前営業日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値に対するプレミアムの中央値（42.50%）、公表前営業日までの過去3ヶ月間の終値単純平均値に対するプレミアムの中央値（45.03%）、公表前営業日までの過去6ヶ月間の終値単純平均値に対するプレミアムの中央値（49.82%））をいずれも下回っているものの、公表前営業日までの過去3ヶ月間の終値単純平均値に対するプレミアム及び公表前営業日までの過去6ヶ月間の終値単純平均値に対するプレミアムにおける比較においては、上記の事例の水準に比して遜色のないプレミアムが付されているといえ、本公開買付価格には当社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があると考えられること、(c) 本公開買付価格は、下記「3. 株式併合に係る端数処理により株主に交付することが見込まれる金銭の額の根拠等」の「(3) 本取引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」に記載の本公開買付けの公正性を担保するための措置が十分に採られた上で、本特別委員会が公開買付者との間で主体的に協議・交渉を重ねて形成されたものであり、公開買付者の回答内容を踏まえるとこれ以上の価格の引上げを求めるのが困難であると合理的に考えられること等を踏まえ、本公開買付価格を含む本取引の条件は公正性を欠くものとは認められないと判断いたしました。

他方で、本公開買付価格は、前営業日の東京証券取引所プライム市場における当社株式の終値2,163円に対して8.92%のディスカウントとなる金額であることに加えて、上記の同種案件におけるプレミアム水準と比べて十分なプレミアムが付されているとまでは認められないことから、当社の少数株主の皆様へ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るとまでは認められないとの結論に達しました。

また、本新株予約権買付価格についても、本公開買付価格から本新株予約権の当社株式1株当たりの行使価額（第9回新株予約権：1,179円、第10回新株予約権：1,016円）を控除した価格に本新株予約権1個の目的となる当社株式数（100株）を乗じた金額を基に算定されているものであるため、本新株予約権買付価格

は、当社株式と同等の経済的利益をもたらす価格であり、本公開買付価格と同様、本新株予約権者に本新株予約権の売却の機会を提供するという観点では一定の合理性があり、公正性を欠くものとは認められないものの、本新株予約権者の皆様に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るとまでは認められないとの結論に達しました。

これらを踏まえ、当社は、2025年9月11日開催の当社取締役会において、本公開買付けに賛同の意見を表明するとともに、本公開買付けに応募するか否かについては、当社の株主及び本新株予約権者の皆様のご判断に委ねることを決議いたしました。上記の取締役会決議の詳細は、下記「3. 株式併合に係る端数処理により株主に交付することが見込まれる金銭の額の根拠等」の「(3) 本取引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」の「⑤当社における利害関係を有しない出席取締役全員（監査等委員を含みます。）の承認」をご参照ください。

その後、当社は、2025年9月22日付で、SilverCape Investments Limited（以下「SilverCape」といいます。）から、SilverCape 又は SilverCape の関連会社が直接・間接に出資する株式会社が、(i) 当社の株式 3,927,700 株（当社発行済株式総数の 22%に相当）を下限として、1株当たり 2,380 円の公開買付価格で、当社の発行済普通株式及び新株予約権の全てを対象とする公開買付けを実施することに関する提案（以下「本対抗提案」といいます。）、並びに(ii) 当該公開買付け、その後の潜在的なスクイズアウト及び当社の非公開化の具体的な検討を進めることを目的とした、当社及び当社の主要グループ会社の事業に関する調査（デュー・ディリジェンス）の実施の要求をその主な内容とする「提案書」を受領しました。当社及び本特別委員会は、本対抗提案が、経済産業省が公表した 2023 年 8 月 31 日付「企業買収における行動指針—企業価値の向上と株主利益の確保に向けて—」（以下「企業買収行動指針」といいます。）3.1.2 に定める「真摯な提案」に該当するか判断するために必要な情報を収集すべく、みずほ証券及び長島・大野・常松法律事務所の助言を受け、SilverCape との間で、書面による質問及び回答のやり取りや、Web ミーティングでの質疑応答を行って、慎重に検討を進めました。その上で、当社は、2025 年 10 月 16 日、本特別委員会に対して、(i) 本対抗提案が企業買収行動指針 3.1.2 に定める「真摯な買収提案」に該当するか、(ii) 本対抗提案が「真摯な買収提案」に該当するか否かその他の事情を踏まえて、当社取締役会が、SilverCape に対してデュー・ディリジェンスの機会を付与すべきか、また、付与すべき場合、どの程度の機会を付与すべきか、(iii) 本対抗提案が「真摯な買収提案」に該当すると判断した場合、当社取締役会が、本対抗提案に対し、どのような意見を表明すべきか、並びに(iv) 本対抗提案を踏まえて、本特別委員会から 2025 年 9 月 10 日に当社取締役会に提出された本答申書において表明された本取引に係る答申の内容について変更があるかのそれぞれの是非（以下、これらを総称して「本追加諮問事項」といいます。）について諮問し、これらの点についての答申を当社に提出することを囑託いたしました。同時に、本特別委員会に対して、(i) 本追加諮問事項の検討に必要な情報収集を行う権限、(ii) 当社の費用負担において特別委員会独自のファイナンシャル・アドバイザー及びリーガル・アドバイザーの選任を行う権限（当社が選任するアドバイザーと同一のアドバイザーを選任することも可能）、(iii) SilverCape その他当社に提案をする第三者との交渉権限、並びに(iv) その他本追加諮問事項の検討に必要となる事項に関する権限を付与することを決議しております。

その後、当社による検討が完了する前に、SilverCape が、2025 年 10 月 20 日、SilverCape による当社株式及び本新株予約権に対する公開買付け（以下「本対抗公開買付け」といいます。）を開始する旨を公表しました。これを受け、当社は、本公開買付けに関して、本対抗公開買付けが開始される旨が公表されたことを受けてもなお本公開買付けに賛同する旨の意見を維持することができるかどうかという点について、慎重に協議・検討を行いました。

本追加諮問事項の諮問及び本対抗公開買付けの公表を受け、本特別委員会は、2025 年 10 月 22 日に改めて特別委員会を開催し、本特別委員会の委員、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のみずほ証券、並びにリーガル・アドバイザーとしての長島・大野・常松法律事務所について、SilverCape の関連当事者には該当せず、本取引及び本対抗提案の成否について重要な利害関係を有しておらず、独立性に問題ないことを確認した上で、みずほ証券及び長島・大野・常松法律事務所の助言を受け、本追加諮問事項について慎重に検討を行いました。

その後、当社は、本特別委員会から、当該検討結果として、2025 年 10 月 28 日付「追加答申書」（以下「本追加答申書」といいます。）の提出を受け、(i) 2025 年 10 月 20 日付で、本対抗公開買付けが 2025 年 11 月



下旬を目処に開始される旨が既に公表されているため、本対抗提案が「真摯な買収提案」に該当するか否かについての検討は省略する旨、(ii) SilverCape が 2025 年 10 月 20 日付で公表いたしました「株式会社デジタルホールディングス（証券コード:2389）の株券等に対する公開買付けの開始予定に関するお知らせ」によれば、当社及び当社の主要グループ会社の事業に関する調査（デュー・ディリジェンス）の実施は、本対抗公開買付けの前提条件にされていないため、当社取締役会が、SilverCape に対してデュー・ディリジェンスの機会を付与すべきか、また、付与すべき場合、どの程度の機会を付与すべきかについての検討は省略する旨、(iii) 本対抗公開買付けに係る提案については、引き続き慎重に検討していくべきである旨、並びに (iv) 2025 年 9 月 10 日付「答申書」において、本特別委員会は、①本取引の目的は相当であり、本取引は当社の企業価値向上に資すると認められること、②本取引の条件（本取引の買収対価の水準、買収の方法及び買収対価の種類等を含みます。）については、公正性を欠くものではないが、本公開買付価格及び本新株予約権買付価格が本公開買付けへの応募を積極的に推奨できる水準の価格に達しているとまでは認められないことから、当社株主及び本新株予約権者に対して本公開買付けへの応募を推奨すべきとまではいえないこと、③本取引の手続（取引条件の公正さを担保するための手続が十分に講じられているかどうかを含みます。）には公正性が認められること、④①～③を踏まえ、本取引が当社の少数株主にとって不利益でないと認められることから、当社取締役会が、本公開買付けに賛同の意見を表明することは相当と認められるものの、本公開買付けに応募するか否かは当社の株主及び本新株予約権者の判断に委ねる旨の意見を表明することが相当である旨の答申を表明しているところ、(a) 本対抗公開買付けの開始予定を踏まえても、現時点で本特別委員会による上記判断の基礎となる事情に変更すべき点は認められないため、当社取締役会が本公開買付けに対して賛同する意見を表明することは妥当であると考えられる旨の本特別委員会の答申に変更はない旨、及び、(b) 本対抗公開買付けに係る公開買付価格（1 株あたり 2,380 円）が、本公開買付けにおける本公開買付価格（1 株あたり 1,970 円）を上回っていることに鑑みても、本公開買付けに応募するか否かは当社の株主及び本新株予約権者の判断に委ねる旨の意見を表明することが相当である旨の本特別委員会の答申に変更はない旨の答申を得ました。

当社は、上記の本追加答申書の答申を踏まえ、2025 年 10 月 28 日開催の当社取締役会において、本公開買付けに対して引き続き賛同の意見を表明するとともに、本公開買付けに応募するか否かについては、当社の株主及び本新株予約権者の皆様のご判断に委ねる旨の意見を維持することについて、審議及び決議に参加した利害関係を有しない当社の取締役（監査等委員である者を含みます。）全員の一致（鉢嶺氏、野内氏を除く当社の取締役 8 名の全員一致）により、決議いたしました。

当社及び本特別委員会は、SilverCape からの提案を受けた 2025 年 9 月下旬以降、みずほ証券及び長島・大野・常松法律事務所からの助言を踏まえつつ、本公開買付者に対し、みずほ証券を通じて、本公開買付価格の引上げを複数回要請してきました。その後、当社及び本特別委員会は、2025 年 11 月 7 日、公開買付者から、買付予定数の下限を 7,572,454 株（所有割合：40.55%）から 4,607,448 株（所有割合：24.67%）に変更すること、本公開買付価格を 1,970 円から 2,015 円、第 9 回新株予約権買付価格を 79,100 円から 83,600 円及び第 10 回新株予約権買付価格を 95,400 円から 99,900 円に変更すること、並びに公開買付期間を 2025 年 12 月 3 日まで延長し 54 営業日とすること（以下「本買付条件変更」といいます。）に関する提案を受けたため、当社は、2025 年 11 月 11 日、本特別委員会に対して、本買付条件変更及び 2025 年 10 月 28 日付本追加答申書の提出以降に生じた事情を前提としても、本特別委員会から当社取締役会に提出された 2025 年 9 月 10 日付本答申書において表明され、また、2025 年 10 月 28 日付本追加答申書において維持された、本取引に係る本特別委員会の答申の内容に変更があるか（以下「求意見事項」といいます。）を諮問し、この点について当社に答申することを囑託いたしました。なお、本特別委員会は、2025 年 11 月 5 日に、本特別委員会独自のリーガル・アドバイザーとして本公開買付け及び本対抗提案の検討等につき必要な助言を得ることを目的として、その独立性及び専門性に問題がないことを確認の上、アンダーソン・毛利・友常法律事務所外国法共同事業（以下「アンダーソン・毛利・友常法律事務所」といいます。）を選定・起用しております。

当社からの求意見事項の諮問を受けた後、本特別委員会は、アンダーソン・毛利・友常法律事務所の助言を受けながら、2025 年 11 月 12 日、公開買付者に対して本買付条件変更に関する要請（強圧性への配慮の観点から、本買付条件変更の公表以降、本公開買付けにおける応募株券等の数の合計が、本買付条件変更後の本公開買付けにおける買付予定数の下限に達した時点で、その事実を公表し、かつ、当該公表から公開買付期間の

末日まで10営業日を確保することの要請を含みます。)を書面で行い、同年11月14日付で公開買付者から当該要請に対する回答書(本買付条件変更に係る公開買付届出書の訂正届出書において、当該訂正届出書の前日又は当日時点における本公開買付けにおける応募株券等の数及び当該応募株券等の数が本買付条件変更後の本公開買付けにおける買付予定数の下限を上回っていることを開示した上で、当該訂正届出書の提出日から起算して10営業日後まで公開買付期間を延長する予定であるため、強圧性については配慮がなされている旨の回答を含みます。)を取得するなど、公開買付者との間で本買付条件変更について協議を行い、2025年11月17日に開催された特別委員会において、求意見事項について慎重に検討を行いました。

その後、当社は、本特別委員会から、当該検討結果として、2025年11月18日付「追加答申書」(以下「本追加答申書(3)」)といたします。)の提出を受け、本買付条件変更及び2025年10月28日付本追加答申書の提出以降に生じた事情を前提としても、2025年9月10日付本答申書及び2025年10月28日付本追加答申書における当社取締役会が、本公開買付けに賛同の意見を表明することは相当と認められるものの、本公開買付けに応募するか否かは当社の株主及び本新株予約権者の判断に委ねる旨の意見を表明することが相当である旨の答申内容について、いずれの点についても変更はない旨の答申を得ました。本追加答申書(3)の内容は、大要、以下のとおりです。

- ① 「本取引の目的には正当性・合理性が認められ、本取引は当社の企業価値向上に資すると認められる」旨の意見を変更する必要はないこと。
  - ・ 2025年10月28日付本追加答申書の提出以降、本取引の意義・目的、並びにメリット及びデメリットに重大な変化は生じていない。
- ② 「本取引の条件(本取引の買収対価の水準、買収の方法及び買収対価の種類等を含む。)については、公正性を欠くものではないが、本公開買付価格及び本新株予約権買付価格が本公開買付けへの応募を積極的に推奨できる水準の価格に達しているとまでは認められない」旨の意見を変更する必要はないこと。
  - ・ 本公開買付価格を、当社株式1株あたり1,970円から2,015円に引き上げること(本新株予約権買付価格についても同様に引き上げるものとし、第9回新株予約権1個につき83,600円、第10回新株予約権1個につき99,900円とすること。)(以下「本件価格変更」という。)は、当社から公開買付者に対する本公開買付価格の引上げの要請を真摯に受け止めて行われるものとのことであり、これは、少数株主が享受する利益の増加をもたらすものであることから、少数株主に適切な売却機会を与える観点から、望ましいものと評価することができる。
  - ・ 他方で、本件価格変更を踏まえても、本取引の条件(本取引の買収対価の水準、買収の方法及び買収対価の種類等を含む。)については、公正性を欠くものではないが、本公開買付価格及び本新株予約権買付価格が本公開買付けへの応募を積極的に推奨できる水準の価格に依然として達しているとまでは認められないことから、当社株主及び本新株予約権者に対して本公開買付けへの応募を推奨すべきとまではいえない。
- ③ 「本取引の手続(取引条件の公正さを担保するための手続が十分に講じられているかどうかを含む。)には公正性が認められる」旨の意見を変更する必要はないこと。
  - ・ 本公開買付けを含む本取引に係る交渉過程及び意思決定に至る手続の公正性の確保については、本特別委員会が2025年9月10日付本答申書で指摘した、(i)特別委員会の設置、(ii)外部専門家からの専門的助言等の取得、(iii)マーケットチェック及び(iv)一般株主への情報提供の充実とプロセスの透明性の向上の各項目の内容について、(ii)に関して本特別委員会のリーガル・アドバイザーとしてアンダーソン・毛利・友常法律事務所が新たに選任されたことや、(iii)に関して公開買付期間が54営業日に延長される予定であることから、いずれも公正性に資する事情変更が生じたことのほかは、いずれも本追加答申書(3)作成日(2025年11月18日)時点においても変更されておらず、引き続き維持されている。
  - ・ 他方で、まず、(vi)マジョリティ・オブ・マイノリティ条件の項目との関係では、本買付条件変更後の

本公開買付けにおける買付予定数の下限（4,607,448 株）が、マジョリティ・オブ・マイノリティ条件を満たしていない。もっとも、公正M&A指針 3.5.2 においては、取引阻害効果の懸念等から、マジョリティ・オブ・マイノリティ条件の設定は必須とはされておらず、対象会社の取締役会や特別委員会において、「当該M&Aにおける具体的状況を踏まえて、マジョリティ・オブ・マイノリティ条件の設定の有効性や弊害の有無等を総合的に判断し、その要否を検討することが望ましいと考えられる。」とされている。

- ・ 公開買付者によれば、本公開買付けの当初の公開買付期間の最終日である 2025 年 10 月 28 日の 15 時 30 分時点の応募株券等の総数（4,796,257 株）（所有割合：25.68%）と本不応募合意株式の数（4,921,000 株）（所有割合：26.35%）を合計した株式数が 9,717,257 株（所有割合：52.03%）とのことであり、多くの当社株主が本公開買付けの趣旨に賛同していたものと考えられることも踏まえると、本公開買付けにおいて、マジョリティ・オブ・マイノリティの買付予定数の下限を設定すると、本公開買付けの成立を不安定なものとし、かえって本公開買付けに応募することを希望する当社の一般株主の利益に資さない可能性もあるものと考えられる。
- ・ よって、他の公正性担保措置の内容によって当社の少数株主の利益に十分な配慮がなされていることにも鑑みて、マジョリティ・オブ・マイノリティ条件を設定しないことをもって、本取引の手の公正性が損なわれるものではない。
- ・ また、(v) 強圧性の排除の観点についても、買付予定数の下限を 7,572,454 株（所有割合：40.55%）から 4,607,448 株（所有割合：24.67%）に変更（以下「本件下限変更」という。）した後の買付予定数の下限が、本公開買付けの成立後に、本株式併合を確実に実施できる株式数に設定されていないため、これによって強圧性が生じる可能性を検討する必要がある。
- ・ しかし、公開買付者の説明によれば、本件下限変更は、本公開買付けの公表後、当社株式の市場株価が本件価格変更前の本公開買付価格（1,970 円）を上回る水準で概ね推移していたにもかかわらず、当初の公開買付期間の最終日である 2025 年 10 月 28 日の 15 時 30 分時点の応募株券等の総数（4,796,257 株）（所有割合：25.68%）と本不応募合意株式の数（4,921,000 株）（所有割合：26.35%）を合計した株式数が 9,717,257 株（所有割合：52.03%）であり、多くの当社株主が本公開買付けの趣旨に賛同していたと考えられることから、当社の非公開化に支障が生じない範囲内において本公開買付けに係る買付予定数の下限を引き下げることで、本公開買付けの成立の確度を高めることを企図しているものであり、パッシブ・インデックス運用ファンドが所有する直近の当社株式の数及び当社の過去 5 年間の定時株主総会における議決権行使比率の最大値を考慮して設定した本件下限変更後の買付予定数の下限での本公開買付けが成立すれば、本株式併合に係る議案の可決要件を満たすことが予想されるという公開買付者の説明に不合理な点は見当たらない。
- ・ 加えて、(i) 公開買付者は、パッシブ・インデックス運用ファンドが所有する直近の当社株式の合計数の推計に当たっては、外部の情報ベンダーによるデータベース情報に依拠しており、また、当該推計値は、本特別委員会が、当社のアドバイザーを通じて独自に取得した外部の情報ベンダーによるデータベース情報に基づく情報に照らしても、その妥当性を疑うべき点は特段見当たらないこと、(ii) 公開買付者は、本株式併合に係る議案の成立に必要な当社株式の数の推計に当たって、当社の過去 5 事業年度における定時株主総会の議決権行使比率の平均値である 75.19%ではなく、保守的に、それよりも相当程度割合が高い最大値である 81.03%を用いていること、(iii) 本件下限変更に係る公開買付届出書の訂正届出書において、当該訂正届出書の提出日の前営業日時点又は当日時点において、応募株券等の総数が本件下限変更後の本公開買付けにおける買付予定数の下限（4,607,448 株。所有割合：24.67%）を上回っていることを開示することを想定しており、これにより、当該訂正届出書の提出日から起算して 10 営業日後まで公開買付期間を延長する予定であり、これにより強圧性について配慮できていると考えられること等を併せて考慮すると、本公開買付けが成立した場合に当社株式の非公開化が実現されない可能性は相当程度低いと認められ、また、当社の株主及び本新株予約権者に対し、本公開買付けの成立後における本株式併合の確実性や、本公開買付けの成立後、本臨時株主総会において本株式併合に係る議案が否決された場合の追加取得の方針に関して詳細な開示が予定されていることからすれば本件下限

変更後においても、引き続き、強圧性は排除又は十分に低減されているものと考えられる。

- ④ 「①～③を踏まえ、本取引が当社の少数株主にとって不利益でないと認められることから、当社取締役会が、本公開買付けに賛同の意見を表明することは相当と認められるものの、本公開買付けに応募するか否かは当社の株主及び本新株予約権者の判断に委ねる旨の意見を表明することが相当である」旨の意見を変更する必要はないこと。
- ・ 上記①～③についていずれも 2025 年 9 月 10 日付本答申書及び 2025 年 10 月 28 日付本追加答申書から意見を変更する必要はないと考えられることを踏まえると、「本取引が当社の少数株主にとって不利益でないと認められることから、当社取締役会が、本公開買付けに賛同の意見を表明することは相当と認められるものの、本公開買付けに応募するか否かは当社の株主及び本新株予約権者の判断に委ねる旨の意見を表明することが相当である」旨の意見を変更する必要はない。

当社は、上記の本追加答申書（3）の答申を踏まえ、2025 年 11 月 18 日開催の当社取締役会において、本公開買付けに対して引き続き賛同の意見を表明するとともに、本公開買付けに応募するか否かについては、当社の株主及び本新株予約権者の皆様のご判断に委ねる旨の意見を維持することについて、審議及び決議に参加した利害関係を有しない当社の取締役（監査等委員である者を含みます。）全員の一致（鉢嶺氏、野内氏を除く当社の取締役 8 名の全員一致）取締役の全員の賛成により、決議いたしました。

その後、上記のとおり、本公開買付けが成立いたしました。公開買付者は、本公開買付けにより当社株式の全て及び本新株予約権の全てを取得できなかったことから、当社は、公開買付者の要請を受け、本日開催の当社取締役会において、当社の株主を公開買付者のみとするため、本臨時株主総会において株主の皆様のご承認をいただくことを条件として、下記「2. 株式併合の要旨」の「（2）株式併合の内容」の「②併合比率」に記載の併合比率による本株式併合に関する議案を本臨時株主総会に付議することを決議いたしました。

なお、本株式併合により、公開買付者以外の株主の皆様の保有する当社株式の数は、1 株に満たない端数となる予定です。

また、本取引の詳細につきましては、本意見表明プレスリリースも併せてご参照ください。

## 2. 株式併合の要旨

### （1）株式併合の日程

臨時株主総会基準日公告日	2025 年 12 月 26 日（金）
臨時株主総会基準日	2026 年 1 月 15 日（木）
取締役会決議日	2026 年 1 月 26 日（月）
臨時株主総会開催日	2026 年 2 月 25 日（水）（予定）
整理銘柄指定日	2026 年 2 月 25 日（水）（予定）
当社株式の最終売買日	2026 年 3 月 18 日（水）（予定）
当社株式の上場廃止日	2026 年 3 月 19 日（木）（予定）
株式併合の効力発生日	2026 年 3 月 24 日（火）（予定）

### （2）株式併合の内容

#### ①併合する株式の種類

普通株式

#### ②併合比率

当社株式 8,000,000 株を 1 株に併合いたします。

#### ③減少する発行済株式総数

18,675,905 株

④効力発生前における発行済株式総数

18,675,907 株

⑤効力発生後における発行済株式総数

2 株

⑥効力発生日における発行可能株式総数

8 株

⑦ 1 株未満の端数が生じる場合の処理の方法及び当該処理により株主に交付されることが見込まれる金銭の額

- (i) 会社法第 235 条第 1 項又は同条第 2 項において準用する同法第 234 条第 2 項のいずれの規定による処理を予定しているかの別及びその理由

上記「1. 株式併合の目的及び理由」に記載のとおり、本株式併合により、公開買付者以外の株主の皆様が所有する当社株式の数は、1 株に満たない端数となる予定であります。本株式併合により生じる 1 株に満たない端数について、端数が生じた当社の株主の皆様に対して、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 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（会社法第 235 条第 1 項の規定により、その合計数に 1 株に満たない端数がある場合には、当該端数は切り捨てられます。以下同じです。）に相当する当社株式を売却すること等によって得られる金銭を交付いたします。当該売却について、当社は、本株式併合が、当社の株主を公開買付者のみとすることを目的とする本取引の一環として行われるものであること、及び当社株式が 2026 年 3 月 19 日をもって上場廃止となる予定であり、市場価格のない株式となることから、競売によって買取人が現れる可能性は低いと考えられることに鑑み、会社法第 235 条第 2 項の準用する同法第 234 条第 2 項の規定に基づき、裁判所の許可を得て公開買付者に売却することを予定しております。この場合の売却額は、上記裁判所の許可が予定どおり得られた場合には、本株式併合の効力発生日の前営業日である 2026 年 3 月 23 日の当社の最終の株主名簿において株主の皆様が所有する当社株式の数に本公開買付価格と同額である 2,015 円を乗じた金額に相当する金銭が交付されるような価格に設定することを予定しております。但し、裁判所の許可が得られない場合や計算上の端数調整が必要な場合等においては、実際に交付される金額が上記金額と異なる場合もあります。

- (ii) 売却に係る株式を買い取る者となることが見込まれる者の氏名又は名称  
株式会社博報堂 D Y ホールディングス（公開買付者）

- (iii) 売却に係る株式を買い取る者となることが見込まれる者が売却に係る代金の支払のための資金を確保する方法及び当該方法の相当性

公開買付者は、本株式併合により生じる端数の合計数に相当する当社株式の取得に要する資金を、自己資金により賄うことを予定しているとのことです。

当社は、本公開買付けに係る公開買付届出書の添付書類として提出された、公開買付者の預金残高に係る 2025 年 9 月 11 日付残高証明書を確認しており、また、公開買付者によれば、本株式併合の結果生じる 1 株未満の端数の合計数に相当する当社株式の売却代金の支払に支障を及ぼす可能性のある事象は発生しておらず、また、今後発生する可能性も認識していないとのことです。

したがって、当社は、公開買付者による端数相当株式の売却に係る代金の支払のための資金を確保する方法は相当であると判断しております。

- (iv) 売却する時期及び売却により得られた代金を株主に交付する時期の見込み

当社は、本株式併合の効力発生後、2026年4月上旬を目途に、会社法第235条第2項の準用する同法第234条第2項の規定に基づき、裁判所に対して、本株式併合の結果生じる1株未満の端数の合計数に相当する当社株式を売却し、公開買付者において当該当社株式を買い取ることにについて許可を求める申立てを行うことを予定しております。当該許可を得られる時期は裁判所の状況等によって変動し得ますが、当社は当該裁判所の許可を得て2026年5月上旬を目途に公開買付者において買い取りを行う方法により、当該当社株式を売却し、その後、当該売却によって得られた代金を株主の皆様へに交付するために必要な準備を行った上で、2026年6月下旬を目途に、当該売却代金を株主の皆様へに交付することを見込んでおります。

当社は、本株式併合の効力発生日から売却に係る一連の手續に要する期間を考慮し、上記のとおり、それぞれの時期に、本株式併合の結果生じる1株未満の端数の合計数に相当する当社株式の売却が行われ、また、当該売却代金の株主の皆様への交付が行われるものと判断しております。

なお、当該売却代金は、本株式併合の効力発生の前営業日である2026年3月23日時点の当社の最終の株主名簿における各株主の皆様に対し、当社による配当財産の交付の方法に準じて交付する予定です。

### 3. 株式併合に係る端数処理により株主に交付することが見込まれる金銭の額の根拠等

#### (1) 端数処理により株主に交付することが見込まれる金銭の額の根拠及び理由

##### ①親会社等がある場合における当該親会社等以外の株主の利益を害さないように留意した事項

本株式併合は、本公開買付け後のいわゆる二段階買収の二段階目の手續として行われるものであるところ、公開買付者が本公開買付けの実施を決定した2025年9月11日現在において、公開買付者は当社株式を有しておらず、本公開買付けは、支配株主その他の関係会社による公開買付けには該当しません。また、公開買付者としては、本応募合意株主には本取引が完了した後も一定期間引き続き継続して当社の経営に関与いただく想定とのことではありますが、本応募合意株主を含めた当社の経営陣の全部又は一部が公開買付者に直接又は間接に出資することも予定されておらず、また、当社は、一般株主が取引の対価を直接享受できることが望ましいとの判断から、公開買付者が当社を完全子会社とする取引を検討するように、一貫して要請した経緯を踏まえて、いわゆるマネジメント・バイアウト（MBO）取引にも該当しないものと認識しております。

もともと、公開買付者が、鉢嶺氏との間で、同氏が所有する当社株式の全て（所有株式数：5,000株、所有割合：0.03%）及び同氏が所有する本新株予約権の全て（所有新株予約権数：2,000個（目的となる当社株式の数：200,000株、所有割合：1.07%））の行使により同氏が取得する当社株式の全て（所有株式数：200,000株、所有割合：1.07%）を本公開買付けに応募することに合意する公開買付応募契約（以下「鉢嶺氏応募契約」といいます。）、並びに本公開買付けの成立を条件に、本公開買付けの決済の開始日をもって鉢嶺氏が所有するHIBCの発行済株式の全てを公開買付者に譲り渡すこと、及び鉢嶺氏が、HIBCをして、HIBC所有当社株式（所有株式数：4,520,200株、所有割合：24.20%）を本公開買付けに応募させないことに合意する株式譲渡契約（以下「鉢嶺氏株式譲渡契約」といいます。）、を、野内氏との間で、同氏が所有する当社株式の全て（所有株式数：885,000株、所有割合：4.74%。）及び同氏が所有する本新株予約権の全て（所有新株予約権数：3,000個（目的となる当社株式の数：300,000株、所有割合：1.61%））の行使により同氏が取得する当社株式の全て（所有株式数：300,000株、所有割合：1.61%。）を本公開買付けに応募することに合意する公開買付応募契約（以下「野内氏応募契約」といいます。）、並びに本公開買付けの成立を条件に、本公開買付けの決済の開始日をもって野内氏が所有するタイム・アンド・スペースの発行済株式の全てを公開買付者に譲り渡すこと及び野内氏が、タイム・アンド・スペースをして、タイム・アンド・スペース所有当社株式の全て（所有株式数：400,800株、所有割合：2.15%）を本公開買付けに応募させないことに合意する株式譲渡契約（以下「野内氏株式譲渡契約」といいます。）をそれぞれ締結しており、本応募合意株主及び本不応募合意株主以外の当社の株主の皆様との利益が一致しない可能性があるほか、公開買付者が本取引を通じて当社を公開買付者の完全子会社とすることを目的としていることから、公開買付者及び当社は、本公開買付価格及び本新株予約権買付価格を含む取引条件の公正性の担保、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の排除及び利益相反の回避の観点から、本公開買付けを含む本取引の公正性を担保するため、下記

「(3) 本取引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」に記載の措置を実施いたしました。

② 1 株未満の端数が生じる場合の処理の方法並びに当該処理により株主に交付されることが見込まれる金銭の額及び当該額の相当性に関する事項

端数処理により株主の皆様へ交付することが見込まれる金銭の額は、上記「2. 株式併合の要旨」の「(2) 株式併合の内容」の「⑦ 1 株未満の端数が生じる場合の処理の方法及び当該処理により株主に交付されることが見込まれる金銭の額」の「(i) 会社法第 235 条第 1 項又は同条第 2 項において準用する同法第 234 条第 2 項のいずれの規定による処理を予定しているかの別及びその理由」に記載のとおり、本株式併合の効力発生日の前営業日である 2026 年 3 月 23 日の当社の最終の株主名簿において株主の皆様が所有する当社株式の数に本公開買付価格と同額である 2,015 円を乗じた金額となる予定です。

当社は、本件価格変更前の本公開買付価格（当社株式 1 株あたり 1,970 円）を含む取引条件について、下記「(3) 本取引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」の「②当社における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からの株式価値算定書の取得」に記載されているみずほ証券による本株式価値算定書における当社株式の株式価値の算定結果のうち、市場株価基準法による算定結果のレンジの中央値を上回るものであり、DCF 法による算定結果のレンジの範囲内であること、(b) (i) 本公開買付けの公表日の前営業日（以下「前営業日」といいます。）である 2025 年 9 月 10 日の東京証券取引所プライム市場における当社株式の終値 2,163 円に対して 8.92%（小数点以下第三位を四捨五入。以下、プレミアム率又はディスカウント率の計算において同じとします。）のディスカウントとなる金額であり、また、2025 年 8 月 12 日から 2025 年 9 月 10 日までの直近 1 ヶ月の終値単純平均株価 1,738 円（小数点以下四捨五入。以下、終値単純平均値の計算において同じ。）に対して 13.35%、2025 年 6 月 11 日から 2025 年 9 月 10 日までの直近 3 ヶ月の終値単純平均株価 1,414 円に対して 39.32%、2025 年 3 月 11 日から 2025 年 9 月 10 日までの直近 6 ヶ月の終値単純平均株価 1,400 円に対して 40.71%のプレミアムを加えた価格であること、(ii) 当社株式の市場株価は、2025 年 8 月 1 日から前営業日まで基本的に上昇し続けており、同年 8 月 21 日には終値が 1,586 円と同年 3 月 27 日の年初来高値である 1,572 円をも上回り、その後も、同年 8 月 21 日から前営業日までの期間において 1,586 円から 2,163 円まで 36.38%上昇するなど急激に高騰しているところ、前営業日前直近 1 ヶ月における当社株式の市場株価の終値の最高値 2,163 円（2025 年 9 月 10 日終値）は、前営業日前直近 1 ヶ月を除いた前営業日前直近 3 年間ににおける当社株式の市場株価の終値の最高値 1,572 円（2025 年 3 月 27 日終値）を大きく上回る水準であることに加えて、当社が 2025 年 8 月 7 日に公表した 2025 年 12 月期第 2 四半期（中間期）決算短信〔日本基準〕（連結）の内容を踏まえて当社株式の市場株価が一定程度上昇した可能性があることは否定できないものの、過去の当社株式の市場株価の推移に照らしてみても、合理的な説明を行うことが困難な金額の変動が認められ、原因は明確ではないものの、上場解消への期待を含んだ思惑買いがなされている可能性も否定できないことを踏まえると、当社株式の市場株価が、公表日前約 1 ヶ月前後、合理的な説明が困難な株式市場の影響を受けて一時的に形成されたものである可能性が否定できず、本件価格変更前の本公開買付価格について、前営業日の当社株式の終値及び前営業日前直近 1 ヶ月の当社株式の平均終値との比較を過度に重視すべきではないと考えられること、(iii) 上記のとおり、本件価格変更前の本公開買付価格が、前営業日前直近 3 ヶ月の終値単純平均株価及び前営業日前直近 6 ヶ月の終値単純平均株価に対してそれぞれ約 40%のプレミアムが付されているところ、同種案件（経済産業省が公正 M&A 指針を公表した 2019 年 6 月 28 日以降 2025 年 8 月 31 日までに公開買付けが成立した事例のうち、上場企業の非公開化を目的とした本取引に類似する事例 61 件）におけるプレミアム水準（公表前営業日の終値に対するプレミアムの中央値（41.29%）、公表前営業日までの過去 1 ヶ月間の終値単純平均値に対するプレミアムの中央値（42.50%）、公表前営業日までの過去 3 ヶ月間の終値単純平均値に対するプレミアムの中央値（45.03%）、公表前営業日までの過去 6 ヶ月間の終値単純平均値に対するプレミアムの中央値（49.82%））をいずれも下回っているものの、公表前営業日までの過去 3 ヶ月間の終値単純平均値に対するプレミアム及び公表前営業日までの過去 6 ヶ月間の終値単純平均値に対するプレミアムにおける比較においては、上記の事例の水準に比して遜色のないプレミアムが付されている

といえ、本件価格変更前の本公開買付価格には当社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があると考えられること、(c)本件価格変更前の本公開買付価格は、下記「(3)本取引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」に記載の本公開買付けの公正性を担保するための措置が十分に採られた上で、本特別委員会が公開買付者との間で主体的に協議・交渉を重ねて形成されたものであり、公開買付者の回答内容を踏まえるとこれ以上の価格の引上げを求めるのが困難であると合理的と考えられること等を踏まえ、本件価格変更前の本公開買付価格を含む本取引の条件は公正性を欠くものとは認められないと判断いたしました。

これらを踏まえ、当社は、2025年9月11日開催の当社取締役会において、本公開買付けに賛同の意見を表明するとともに、本公開買付けに応募するか否かについては、当社の株主及び本新株予約権者の皆様のご判断に委ねることを決議いたしました。

その後、公開買付者から提案された本件価格変更は、当社から公開買付者に対する本公開買付価格の引上げの要請を真摯に受け止めて行われるものとのことであり、これは、少数株主が享受する利益の増加をもたらすものであることから、少数株主に適切な売却機会を与える観点から、望ましいものと評価することができるものの、他方で、本件価格変更を踏まえても、本取引の条件（本取引の買収対価の水準、買収の方法及び買収対価の種類等を含む。）については、公正性を欠くものではないが、本件価格変更後の本公開買付価格及び本新株予約権買付価格が本公開買付けへの応募を積極的に推奨できる水準の価格に依然として達しているとまでは認められないことから、当社株主及び本新株予約権者に対して本公開買付けへの応募を推奨すべきとまではいえないと判断したこと等を踏まえ、当社は、2025年11月18日開催の当社取締役会において、本公開買付けに対して引き続き賛同の意見を表明するとともに、本公開買付けに応募するか否かについては、当社の株主及び本新株予約権者の皆様のご判断に委ねる旨の意見を維持することを決議いたしました。

また、当社は、2025年11月18日開催の当社取締役会において、本公開買付けに対して引き続き賛同の意見を表明するとともに、本公開買付けに応募するか否かについては、当社の株主及び本新株予約権者の皆様のご判断に委ねる旨の意見を維持することを決議した後、本臨時株主総会の招集を決議した本日開催の当社取締役会の決議時点に至るまでに、本公開買付価格の算定の基礎となる諸条件に重大な変更が生じていないことを確認しております。

以上により、当社は、端数処理により株主の皆様へ交付することが見込まれる金銭の額については、相当であると判断しております。

### ③当社において最終事業年度の末日後に生じた重要な財産の処分、重大な債務の負担その他の会社財産の状況に重要な影響を与える事象

#### (i) 本公開買付け

上記「1. 株式併合の目的及び理由」に記載のとおり、公開買付者は、2025年9月12日から2025年12月3日までを公開買付期間とする本公開買付けを行い、その結果、本公開買付けの決済の開始日である2025年12月10日をもって、当社株式9,552,431株（所有割合51.15%）を所有するに至りました。

#### (ii) 配当予想の修正（無配）

当社は、2025年9月11日付「2025年12月期の配当予想修正（期末配当無配）に関するお知らせ」でお知らせいたしましたとおり、同日開催の当社取締役会において、本公開買付けが成立することを条件に、2025年12月期の配当予想を修正し、2025年12月期の期末配当を行わないことを決議しております。詳細については、当該公表内容をご参照ください。

#### (iii) バンカブルの解散及び清算

当社は、2025年9月11日付で公表した「株式会社バンカブルの解散及び清算に向けた方針決議のお知らせ」でお知らせいたしましたとおり、同日開催の取締役会において、本公開買付けが成立することを条件に、連結子会社であるバンカブルを解散及び清算を実施する方針を決議いたしました。その後、2025年12月8日付で公表した「株式会社バンカブルの解散及び清算に関するお知らせ」でお知らせいたしました。



とおり、同日開催の取締役会において、パンカブルを解散及び清算することを決議いたしました。パンカブルは、必要な手続が完了次第、清算終了となる予定であります（2026年3月末頃を予定）。詳細は、当該公表内容をご参照ください。

## （2）上場廃止となる見込み

### ①上場廃止

上記「1. 株式併合の目的及び理由」に記載のとおり、当社は、本臨時株主総会において株主の皆様のご承認をいただくことを条件として、本株式併合を実施し、当社の株主を公開買付者のみとする予定です。その結果、当社株式は、東京証券取引所の上場廃止基準に従い、所定の手続を経て上場廃止となる予定です。日程といたしましては、2026年2月25日から2026年3月18日まで整理銘柄に指定された後、2026年3月19日に上場廃止となる予定です。上場廃止後は、当社株式を東京証券取引所プライム市場において取引することはできません。

### ②上場廃止を目的とする理由

上記「1. 株式併合の目的及び理由」に記載のとおり、本取引により当社株式を非公開化することが、当社の企業価値の向上に資するものであると判断したためであります。

### ③少数株主への影響及びそれに対する考え方

下記「（3）本取引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」の「③当社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」に記載のとおり、当社は、本特別委員会より、本取引が当社の少数株主にとって不利益なものではないことに関して、2025年9月10日付本答申書、2025年10月28日付本追加答申書及び2025年11月18日付本追加答申書（3）の提出を受けております。

## （3）本取引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

公開買付者が本公開買付けの実施を決定した2025年9月11日現在、公開買付者は当社株式を有しておらず、本公開買付けは、支配株主その他の関係会社による公開買付けには該当しません。また、公開買付者としては、本応募合意株主には本取引が完了した後も一定期間引き続き継続して当社の経営に関与いただく想定とのことではありますが、本応募合意株主を含めた当社の経営陣の全部又は一部が公開買付者に直接又は間接に出資することも予定されておらず、また、当社は、一般株主が取引の対価を直接享受できることが望ましいとの判断から、公開買付者が当社を完全子会社とする取引を検討するように、一貫して要請した経緯を踏まえて、いわゆるMBO取引にも該当しないものと認識しております。

もっとも、公開買付者が、鉢嶺氏との間で、鉢嶺氏応募契約及び鉢嶺氏株式譲渡契約を、野内氏との間で、野内氏応募契約及び野内氏株式譲渡契約をそれぞれ締結しており、本応募合意株主及び本不応募合意株主以外の当社の株主の皆様との利益が一致しない可能性があるほか、公開買付者が本取引を通じて当社を公開買付者の完全子会社とすることを目的としていることから、公開買付者及び当社は、本公開買付価格及び本新株予約権買付価格を含む取引条件の公正性の担保、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の排除及び利益相反の回避の観点から、本公開買付けを含む本取引の公正性を担保するため、以下の措置を実施しました。なお、公開買付者は、本買付条件変更を経て、本公開買付けにおいて、いわゆる「マジョリティ・オブ・マイノリティ」（Majority of Minority）の買付予定数の下限を設定しておりませんが、本公開買付けにおいて、いわゆる「マジョリティ・オブ・マイノリティ」（Majority of Minority）の買付予定数の下限を設定すると、本公開買付けの成立を不安定なものとし、かえって本公開買付けに応募することを希望する当社の一般株主の皆様の利益に資さない可能性もあるものと考えているとのことです。また、以下の①～⑥までの措置が講じられていることから、当社の一般株主の皆様の利益には十分な配慮がなされていると考えているとのことです。なお、以下の記載のうち、公開買付者において実施した措置については、公開買付者から受けた説明に基づくものです。

① 公開買付者における独立した第三者算定機関からの株式価値算定書の取得

(i) 算定機関の名称並びに当社及び公開買付者との関係

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、当社、本応募合意株主及び本不応募合意株主から独立した第三者算定機関として、公開買付者のファイナンシャル・アドバイザーであるSMBC日興証券株式会社（以下「SMBC日興証券」といいます。）に対して、当社株式の株式価値の算定を依頼したとのことです。なお、SMBC日興証券は公開買付者、当社、本応募合意株主及び本不応募合意株主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。また、本取引に係るSMBC日興証券に対する報酬には、本取引の成立等を条件とする成功報酬が含まれているとのことです。

なお、SMBC日興証券は、当社に対して通常の銀行取引の一環として融資取引等を行っている株式会社三井住友銀行と同じ株式会社三井住友フィナンシャルグループの一員ですが、公開買付者は、SMBC日興証券の第三者算定機関としての実績に鑑み、かつ、SMBC日興証券によれば、弊害防止措置としてSMBC日興証券における当社株式の株式価値の算定を実施する部署とその他の部署及び株式会社三井住友銀行との間で社内の規程に定める情報遮断措置が講じられていること、公開買付者とSMBC日興証券は一般取引先と同様の取引条件での取引を実施しているためファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関としての独立性が確保されていること、SMBC日興証券は、公開買付者及び当社の関連当事者には該当せず、公開買付者がSMBC日興証券に対して当社株式の株式価値の算定を依頼することに関し、特段の問題はないと考えられることを踏まえた上で、SMBC日興証券をファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関に選任したことです。

(ii) 当社株式に係る算定の概要

SMBC日興証券は、複数の株式価値算定手法の中から当社株式の株式価値の算定にあたり採用すべき算定手法を検討の上、当社株式が東京証券取引所プライム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法及び将来の事業活動を評価に反映するためにDCF法の各手法を用いて当社株式の株式価値の算定を行い、公開買付者はSMBC日興証券から2025年9月10日付で株式価値算定書を取得したとのことです。なお、公開買付者は本取引に際して実施されている他の本公開買付価格の公正性を担保するための措置並びに利益相反を回避するための措置を踏まえて、当社の少数株主の利益に十分な配慮がなされていると考えていることから、SMBC日興証券から本公開買付価格の妥当性に関する意見（フェアネス・オピニオン）を取得していないとのことです。

SMBC日興証券による当社株式の1株当たり株式価値の算定結果は以下のとおりとのことです。

市場株価法	: 1,400円～1,738円
DCF法	: 1,732円～2,073円

市場株価法では、算定基準日を2025年9月10日として、東京証券取引所プライム市場における当社株式の算定基準日（2025年9月10日）までの直近1ヶ月間の終値の単純平均値1,738円、直近3ヶ月間の終値の単純平均値1,414円及び直近6ヶ月間の終値の単純平均値1,400円を基に、当社株式1株当たりの株式価値の範囲を1,400円から1,738円までと算定しているとのことです。

DCF法では、当社から提供された2025年12月期から2029年12月期までの事業計画、2025年6月下旬から2025年7月下旬まで実施した当社に対するデュー・ディリジェンスの結果、一般に公開された情報等の諸要素を前提として、公開買付者にて一部調整を加え、2025年12月期第2四半期以降に当社が将来創出すると見込まれるフリー・キャッシュ・フローを一定の割引率で現在価値に割り引くことにより当社の企業価値や株式価値を評価し、当社株式1株当たりの株式価値の範囲を1,732円から2,073円までと算定しているとのことです。なお、DCF法において前提とした当社の将来の財務予測においては、前年度比で大幅な増減益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、2026年12月期において、

営業利益で対前年度比 46.4%（小数点以下第二位を四捨五入。）減を見込んでいるとのことです。また、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、現時点において収益に与える影響を具体的に見積もることが困難であるため、反映していないとのことです。

公開買付者は、SMB C 日興証券から取得した株式価値算定書の算定結果に加え、公開買付者において 2025 年 6 月下旬から 2025 年 7 月下旬まで実施した当社に対するデュー・ディリジェンスの結果、当社取締役会による本公開買付けへの賛同の可否、当社株式の市場株価の動向及び本公開買付けに対する応募の見通し等を総合的に勘案し、当社及び本応募合意株主との協議・交渉の結果も踏まえ、最終的に 2025 年 9 月 11 日開催の当社取締役会において、本買付条件変更前の本公開買付価格を 1 株当たり 1,970 円とすることを決定したとのことです。

本買付条件変更前の本公開買付価格 1,970 円は、公開買付者が、当社が設置した本特別委員会との間における複数回に亘る真摯な協議・交渉を経て決定したものであり、加えて、当社の大株主であり、本応募合意株主とも、複数回に亘る真摯な協議・交渉を経て、鉢嶺氏応募契約及び野内氏応募契約並びに両者の資産管理会社株式に関する鉢嶺氏株式譲渡契約及び野内氏株式譲渡契約を本公開買付価格を前提に締結しており、本公開買付けは、当社の株主及び本新株予約権者の皆様、並びに顧客、取引先、従業員等、様々なステークホルダーの皆様にとって、合理的な機会・取引であるとともに、当社は当社にとっての最善の事業パートナーであると確信しているとのことです。しかし、当社の株主及び本新株予約権者の皆様による本公開買付けへの応募状況や当社からの本公開買付価格の引上げの要請を真摯に受け止め、本公開買付価格の引上げを検討したとのことです。その結果、2025 年 11 月 18 日、本公開買付価格を 1,970 円から 2,015 円、第 9 回新株予約権買付価格を 79,100 円から 83,600 円及び第 10 回新株予約権買付価格を 95,400 円から 99,900 円に変更することを決定したとのことです。

本買付条件変更前の本公開買付価格である 1,970 円は、前営業日である 2025 年 9 月 10 日の当社株式の東京証券取引所プライム市場における終値 2,163 円に対して 8.92%のディスカウント、同日までの過去 1 ヶ月間の終値の単純平均値 1,738 円に対して 13.35%、同日までの過去 3 ヶ月間の終値の単純平均値 1,414 円に対して 39.32%、同日までの過去 6 ヶ月間の終値の単純平均値 1,400 円に対して 40.71%のプレミアムをそれぞれ加えた価格となるとのことです。

### （iii）本新株予約権に係る算定の概要

本新株予約権は、公開買付者が本公開買付けの実施を決定した 2025 年 9 月 11 日現在において、各本新株予約権における当社株式 1 株当たりの行使価額（第 9 回新株予約権：1,179 円、第 10 回新株予約権：1,016 円）がいずれも本公開買付価格（2,015 円）を下回っており、かつ、権利行使期間が到来していることから、公開買付者は、本新株予約権買付価格については、本公開買付価格である 2,015 円と各本新株予約権の目的となる当社株式の数に乗じた金額とすることを決定したとのことです。

具体的には、第 9 回新株予約権買付価格については、当社株式 1 株当たりの行使価額である 1,179 円との差額である 836 円に 1 個当たりの目的となる当社株式の数 100 株に乗じた金額である 83,600 円、第 10 回新株予約権買付価格については、当社株式 1 株当たりの行使価額である 1,016 円との差額である 999 円に 1 個当たりの目的となる当社株式の数 100 株に乗じた金額である 99,900 円とそれぞれ決定したとのことです。

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、本新株予約権買付価格の決定に際し、第三者算定機関からの算定書や意見（フェアネス・オピニオン）等を取得していないとのことです。

#### （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、本公開買付価格を決定するにあたり、公開買付者、当社、本応募合意株主及び本不応募合意株主から独立した第三者算定機関である SMB C 日興証券から提出された株式価値算定書を参考にしたとのことです。なお、SMB C 日興証券は公開買付者、当社、本応募合意株主及び本不応募合意株主の関連

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。また、公開買付者は、本取引に際して実施されている他の本公開買付価格の公正性を担保するための措置並びに利益相反を回避するための措置を踏まえて、当社の少数株主の利益に十分な配慮がなされていると考えていることから、SMB C日興証券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）を取得していないとのことです。

(b) 当該意見の概要

SMB C日興証券は、市場株価法及びDCF法の各手法を用いて当社株式の株式価値の算定を行っており、各手法において算定された当社株式1株当たりの株式価値の範囲は以下のとおりです。

市場株価法	: 1,400 円～1,738 円
DCF法	: 1,732 円～2,073 円

(c) 当該意見を踏まえて本公開買付価格及び本新株予約権買付価格を決定するに至った経緯

公開買付者は、SMB C日興証券から取得した株式価値算定書の算定結果に加え、公開買付者において2025年6月下旬から2025年7月下旬まで実施した当社に対するデュー・ディリジェンスの結果、当社取締役会による本公開買付けへの賛同の可否、当社株式の市場株価の動向及び本公開買付けに対する応募の見通し等を総合的に勘案し、当社、本応募合意株主との協議・交渉の結果等も踏まえ、最終的に2025年9月11日開催の当社取締役会において、本公開買付価格を1株当たり1,970円、第9回新株予約権買付価格を79,100円及び第10回新株予約権買付価格を95,400円とすることを決定したとのことです。

その後、2025年11月18日、本公開買付価格を1,970円から2,015円、第9回新株予約権買付価格を79,100円から83,600円及び第10回新株予約権買付価格を95,400円から99,900円に変更することを決定したとのことです。

② 当社における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からの株式価値算定書の取得

(i) 算定機関の名称並びに当社及び公開買付者との関係

当社は、本公開買付けに関する意見表明を行うにあたり、公開買付者から提示された本公開買付価格に対する意思決定の公正性を担保するために、当社、本応募合意株主、本不応募合意株主及び公開買付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みずほ証券に対し、当社株式価値の算定を依頼し、同社から2025年9月10日付で、本株式価値算定書を取得いたしました。

みずほ証券は、当社、本応募合意株主、本不応募合意株主及び公開買付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おりません。また、みずほ証券のグループ企業である株式会社みずほ銀行（以下「みずほ銀行」といいます。）は、当社及び公開買付者に対して通常の銀行取引の一環として融資取引等を実施しておりますが、みずほ証券は金融商品取引法（昭和23年法律第25号。その後の改正を含みます。）第36条及び金融商品取引業等に関する内閣府令（平成19年内閣府令第52号。その後の改正を含みます。）第70条の4に従い、みずほ証券及びみずほ銀行の間に情報隔壁措置等の適切な利益相反管理体制を構築し、かつ実施しており、みずほ銀行の貸付人の地位とは独立した立場で当社の株式価値算定を行っているとのことです。本特別委員会及び当社は、みずほ証券の過去の同種事案の算定機関としての実績に加え、みずほ証券とみずほ銀行との間において適切な弊害防止措置が講じられていること等に鑑み、本取引におけるファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関として職務を行うにあたり十分な独立性が確保されており、当社がみずほ証券に対して当社株式の株式価値算定を依頼することに関し、特段の問題はないと判断しております。また、本取引に係るみずほ証券に対する報酬には、本取引の成立等を条件に支払われる成功報酬が含まれておりますが、当社は、同種の取引における一般的な実務慣行も勘案すれば、本公開買付けの完了を条件に支払われる成功報酬が含まれることをもって独立性が否定されるわけではないと判断の上、上記の報酬体系によりみずほ証券を当社の独立したファイナンシャル・アドバイザー及

び第三者算定機関として選任しております。

なお、当社は、当社及び公開買付者において、本公開買付価格及び本新株予約権買付価格の公正性を担保するための措置並びに利益相反を回避するための措置を実施し、当社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、みずほ証券から本公開買付けの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。

## （ii）当社株式に係る算定の概要

みずほ証券は、複数の算定手法の中から当社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、当社株式の株式価値について多面的に評価することが適切であるとの考えに基づき、当社株式が東京証券取引所プライム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基準法を、将来の事業活動の状況を算定に反映させるためにDCF法を採用して当社株式価値算定を行いました。上記各手法において算定された当社株式1株当たりの株式価値の範囲はそれぞれ以下のとおりです。

市場株価基準法	: 1,400 円から 2,163 円
DCF法	: 1,909 円から 2,116 円

市場株価基準法においては、前営業日である 2025 年 9 月 10 日を算定基準日として、当社株式の東京証券取引所プライム市場における算定基準日の終値 2,163 円、同日までの直近 1 ヶ月間（2025 年 8 月 12 日から 2025 年 9 月 10 日）の終値単純平均株価 1,738 円、同日までの直近 3 ヶ月間（2025 年 6 月 11 日から 2025 年 9 月 10 日）の終値単純平均株価 1,414 円及び同日までの直近 6 ヶ月間（2025 年 3 月 11 日から 2025 年 9 月 10 日）の終値単純平均株価 1,400 円を基に、当社株式の 1 株当たりの価値の範囲を 1,400 円から 2,163 円までと算定しております。

DCF法では、当社が直近の事業環境に基づき本取引に際して作成した 2025 年 12 月期から 2029 年 12 月期までの 5 期分の連結ベースの事業計画（以下「本事業計画」といいます。）、一般に公開された情報等の諸要素を前提として、当社が 2025 年 12 月期第 3 四半期以降において創出すると見込まれるフリー・キャッシュ・フローを、一定の割引率で現在価値に割り引いて当社の企業価値や株式価値を算定し、当社株式 1 株当たりの株式価値の範囲を 1,909 円から 2,116 円と算定しております。なお、本事業計画は、バンカブルが営む F S 事業を清算し事業継続をしない前提の事業計画です。また、本事業計画は、本取引の実行を前提としたものではなく、本取引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、本事業計画には加味しておりません。また、本事業計画においては、前年度比で大幅な増益及び大幅なフリー・キャッシュ・フローの増減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、2026 年 12 月期において、L T V M 戦略が順調に進捗することなどの影響から、営業利益で対前年度比 54.7%（小数点以下第二位を四捨五入。）増を見込んでおります。また、2027 年 12 月期においても、引き続き L T V M 戦略の順調な進捗を勘案した結果、フリー・キャッシュ・フローで対前年度比 101.5%増を見込んでおります。なお、本事業計画における 2025 年 12 期の業績予想値は、当社が直近に公表した 2025 年 12 期における財務予測を上回っているものの、当該修正は本特別委員会が承認した時点で可能な最善の予測と判断に基づき作成されております。

みずほ証券は、当社株式の株式価値の算定に際し、当社から提供を受け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、それらの情報等が全て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の検証を行っておりません。また、当社及びその子会社・関連会社の資産及び負債（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、独自の評価又は鑑定を行っていないことを前提としております。また、かかる算定において参照した当社の財務見通しについては、当社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 9 月 10 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おります。

(iii) 本新株予約権に係る算定の概要

本新株予約権は、本新株予約権買付価格が、本公開買付価格と本新株予約権の行使価額との差額に本新株予約権1個当たりの目的となる当社株式の数を乗じた金額とされ、本公開買付価格をもとに決定されていることから、当社は、本新株予約権の買付価格について第三者算定機関から算定書及び意見書（フェアネス・オピニオン）を取得していません。

なお、本新株予約権はいずれも新株予約権発行要項において譲渡による本新株予約権の取得については当社取締役会の承認を要するものとされております。当社は、本新株予約権の譲渡が可能となるよう、2025年9月11日開催の当社取締役会において、本公開買付けの成立を条件として、本新株予約権者の皆様が、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旨の決議をしております。

③ 当社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) 設置等の経緯

上記「1. 株式併合の目的及び理由」の「(i) 検討体制の構築の経緯」に記載のとおり、当社は、2025年3月28日に開催された当社取締役会における決議により、当社、本応募合意株主、本不応募合意株主及び公開買付者から独立した荻野泰弘氏（当社独立社外取締役）、水谷智之氏（当社独立社外取締役）、柳澤孝旨氏（当社独立社外取締役）及び鍵崎亮一氏（当社独立社外取締役、監査等委員）の4氏から構成される本特別委員会を設置いたしました。なお、同日時点で、当社には合計7名の社外取締役がおりましたが、本特別委員会全体としての知識・経験・能力のバランスを確保しつつ適正な規模をもって本特別委員会を構成するべく、上記4氏を本特別委員会の委員の候補として選定しております。また、本特別委員会の委員の互選により、本特別委員会の委員長として荻野泰弘氏が選定されております。なお、本特別委員会の委員は設置当初から変更されていません。また、本特別委員会の委員の報酬は、その職務の対価として、答申内容にかかわらず固定額の報酬を支払うものとされており、当該報酬には、本取引の成立を条件とする成功報酬は含まれておりません。

その上で、当社は、上記「1. 株式併合の目的及び理由」の「(i) 検討体制の構築の経緯」に記載のとおり、当社取締役会における決議により、本特別委員会に対し、(i) 本取引の是非（本取引が当社の企業価値向上に資するかを含みます。）、(ii) 本取引の条件（本取引の買収対価の水準、買収の方法及び買収対価の種類等を含みます。）の公正性、(iii) 本取引の手続（取引条件の公正さを担保するための手続が十分に講じられているかどうかを含みます。）の公正性、(iv) (i)～(iii)を踏まえ、本取引が当社の少数株主にとって不利益でないか否か、(v) 当社取締役会が、本公開買付けについて賛同意見を表明すること、並びに当社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推奨することのそれぞれの是非について諮問いたしました。

また、当社取締役会は、本特別委員会への諮問にあたり、本取引に関する当社取締役会の意思決定は、本特別委員会の答申を最大限尊重して行われるものとし、本特別委員会が本取引に関する取引条件を妥当でないと判断したときには、当社取締役会は当該取引条件による本取引に賛同しないものとしています。同時に、(i) 本諮問事項の検討に必要な情報収集を行う権限、(ii) 当社の費用負担において特別委員会独自のファイナンシャル・アドバイザー及びリーガル・アドバイザーの選任を行う権限（当社が選任するアドバイザーと同一のアドバイザーを選任することも可能）、(iii) 公開買付者との交渉権限、及び(iv) その他本諮問事項の検討に必要な事項に関する権限を付与することを決議しております。

(ii) 検討の経緯

本特別委員会は、2025年3月28日から同年9月10日までの間に合計17回の日程で、各会日間においても頻繁に電子メールやWebミーティング等を通じて報告・情報共有、審議及び意思決定等を行う等して、本諮問事項に係る職務を遂行いたしました。具体的には、当社において、2025年2月13日に、当社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みずほ証券を選任していたところ、本特別委員会は、同年3月28日に、当社独自のファイナンシャル・アドバイザー兼第三者算定機関であるみず

ほ証券について、独立性に問題ないことを確認の上、必要に応じて専門的助言又は説明を求めることを確認し、長島・大野・常松法律事務所についても、独立性及び専門性に問題がないことを確認の上、本特別委員会独自のリーガル・アドバイザーとして承認し、必要に応じて、長島・大野・常松法律事務所から専門的助言を受けることを確認しております。なお、長島・大野・常松法律事務所については同年6月20日に、本特別委員会の承認を得た上で、当社のリーガル・アドバイザーとしても選任いたしました。

その上で、本特別委員会は、みずほ証券から受けた財務的見地からの助言も踏まえつつ、事業計画の内容、重要な前提条件及び作成経緯等（本応募合意株主、本不応募合意株主及び公開買付者が当該事業計画の作成に関与していないことを含みます。）について合理性を確認した上で、事業計画を公開買付者に対して開示することを承認いたしました。その後、本特別委員会は、2025年8月12日に、公開買付者より本公開買付けの公表日において、パンカブルの解散及び清算に関する決議を当社取締役会において実施するものと理解していること等が記載された2025年8月12日付の意向表明書を受領したことを踏まえ、本公開買付けの公表日において本公開買付けの成立を条件としてパンカブルの解散及び清算を実施する方針に関する決議を行うことが望ましい旨を、全会一致で決定したことから、みずほ証券から受けた財務的見地からの助言も踏まえつつ、本事業計画の内容、重要な前提条件及び作成経緯等（本応募合意株主、本不応募合意株主及び公開買付者が当該事業計画の作成に関与していないことを含みます。）について合理性を確認した上で、パンカブルが営むFS事業を清算し事業継続をしない前提の本事業計画を公開買付者に対して開示することを承認いたしました。

また、本特別委員会は、本諮問事項の検討にあたり、公開買付者に対し、質問事項を提示し、公開買付者から、本取引の目的、公開買付者グループ入り後の事業戦略、本取引のストラクチャー、並びに本取引後に予定している当社の経営方針（本取引後に当社代表取締役である金澤大輔氏に対して期待する役割を含みます。）等についてインタビュー形式及び書面により質疑応答を実施するとともに、当社に対しても、当社の事業環境、公開買付者グループ入り後の事業戦略や本取引の意義、当社事業に対する影響等についてインタビュー形式により質疑応答を実施いたしました。加えて、本応募合意株主に対しても、他の候補先の可能性、公開買付者グループ入り後の事業戦略や本取引の意義、当社事業に対する影響等についてインタビュー形式により質疑応答を実施いたしました。

さらに、上記「②当社における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からの株式価値算定書の取得」に記載のとおり、みずほ証券は、本事業計画を前提として当社株式の株式価値の算定を実施しておりますが、本特別委員会は、みずほ証券から、株式価値の算定結果とともに、当社の株式価値の算定方法、当該算定方法を選定した理由、各算定方法による算定内容及び重要な前提条件について説明を受け、質疑応答及び審議・検討を行った上で、これらの事項について合理性を確認いたしました。

また、本特別委員会は、当社と公開買付者との交渉方針について、みずほ証券から意見を聴取した上で、みずほ証券から受けた財務的見地からの助言も踏まえて審議・検討を行い、当社の交渉方針を確認いたしました。

### （iii）本諮問事項についての判断内容

本特別委員会は、以上の経緯の下で、長島・大野・常松法律事務所から受けた法的助言、並びにみずほ証券から受けた財務的見地からの助言及び2025年9月10日付で提出を受けた本株式価値算定書の内容を踏まえつつ、本諮問事項について慎重に協議及び検討を重ねた結果、同日付で、当社取締役会に対し、委員全員の一致で、大要以下の内容の本答申書を提出しております。

#### （a）答申内容

- i. 本取引の目的は相当であり、本取引は当社の企業価値向上に資すると認められる。
- ii. 本取引の条件（本取引の買収対価の水準、買収の方法及び買収対価の種類等を含みます。）については、公正性を欠くものではないが、本公開買付価格及び本新株予約権買付価格が本公開買付けへの応募を積極的に推奨できる水準の価格に達しているとまでは認められないことから、当社株主及び本新株予約権者に対して本公開買付けへの応募を推奨すべきとまではいえない。

- iii. 本取引の手続（取引条件の公正さを担保するための手続が十分に講じられているかどうかを含みます。）には公正性が認められる。
- iv. i～iiiを踏まえ、本取引が当社の少数株主にとって不利益でないと認められる。
- v. 当社取締役会が、本公開買付けに賛同の意見を表明することは相当と認められる。しかし、本公開買付けに応募するか否かは当社の株主及び本新株予約権者の判断に委ねる旨の意見を表明することが相当である。

（b）答申理由

- i. 本取引の是非（本取引が当社の企業価値向上に資するかを含みます。）について

本取引の意義、目的及び本取引により向上することが見込まれる当社の企業価値の具体的内容（本取引のメリット及びデメリット）等について、以下の点を検討の上、本取引の目的には正当性及び合理性があると認められ、本取引は当社の企業価値向上に資するものであると認められる。

（ア）本取引の意義・目的

公開買付者及び当社（金澤氏）の考える本取引の意義・目的について、公開買付者及び当社（金澤氏）から以下のとおり説明され、その説明内容について、当社及び公開買付者に対するインタビューを踏まえて検討した結果、その説明内容に特段不合理な点は認められないと考えられる。

- ・ 公開買付者によれば、公開買付者は、新中期経営計画（2025 年 3 月期～2027 年 3 月期）において、当該中期経営計画の 3 年間に「マーケティングビジネスの構造改革」「新たな成長オプションの創造」及び「グローバルビジネスのリモデル」の 3 つの観点で事業構造変革を進めている。特に「マーケティングビジネスの構造改革」においては、デジタルマーケティング領域を成長領域と捉えており、競争力の強化、生産性の向上、及び収益力の強化を図ることで業界 No. 1 のポジションを目指している。
- ・ 公開買付者によれば、デジタル広告業界は、公開買付者グループ、電通グループ、及びサイバーエージェントグループの大手 3 社の競争が激化している状況にあり、AI などのテクノロジーを駆使した効率化・高度化の競争も加速していることから、今後はかかる効率化・高度化への投資も拡大していくものと考えられる。また、広告主はより費用対効果の高い統合的なマーケティングソリューションを求める傾向が強まっていくこと、各プラットフォームは、自社のエコシステム内での広告主獲得競争が激化しており、より高度なデータ活用や AI 技術による広告運用の最適化を提供しており、今後、競争環境はさらに激化していくものと想定される。
- ・ 公開買付者によれば、デジタル広告領域における事業は成長市場である一方で、リソースの制約から、獲得しきれていないビジネス機会や顧客ニーズが存在する。本取引を通じて、公開買付者グループ全体として市場平均を上回る成長と、持続的な利益成長を実現する。当社には、公開買付者グループ全体の市場におけるプレゼンスを飛躍的に高める重要な役割を担うことを期待している。
- ・ 公開買付者によれば、公開買付者グループには、株式会社 Hakuodo DY ONE グループやソウルドアウト株式会社グループなどのデジタル領域の広告会社は既に存在しているが、本取引後においては、当社グループを含めた公開買付者グループ各社の得意領域や顧客ターゲットに応じた新たな役割分担を再編成し、より競争力のあるフォーメーションを確立することで、グループとしてマーケットへの対応力と提供価値を一段と高めることができ、また、そのことが成熟市場となりつつあるデジタルマーケティング領域において、競合他社を凌駕する利益ある成長を生み出していくことに繋がり、公開買付者グループ及び当社グループが力強く成長していくことができると考えられる。
- ・ 当社によれば、近年、当社グループが主戦場とするインターネット広告業界では、大手広



告代理店、コンサルティング企業又はIT企業によるM&Aが活発化し、業界再編が進んでおり、当社グループにおいては、デジタルマーケティングを中心に据えた戦略に回帰する中で、これまで当社グループを牽引してきた創業者である本応募合意株主を中心とする経営体制から新たな経営体制に移行して「事業の成長」に向き合っているところ、当社グループの足元の業績は、LTVM戦略を掲げた主力のデジタルマーケティング事業において再成長する兆しが明確に見えてきたことから、当社グループは、事業の加速度的な成長を実現するための次なる手段を模索していた。

- ・ 当社によれば、そのような中、当社は、公開買付者グループと間で、協業に向けて様々なオプションを検討しながらコミュニケーションを重ねる中で、公開買付者グループから、当社グループのカルチャー、人材、目指す事業像に対する強い共感と尊重を得るに至り、当社グループとしても、公開買付者グループは、当社の事業に加速度的な成長をもたらす最良のパートナーであるとの判断に至った。具体的には、公開買付者が「生活者発想」、「クリエイティビティ」に独自性と強みを持つため、本取引の実行によって、「マス、リアル領域への展開」、「豊富な生活者データへのアクセス」及び「最先端のAI技術、サイエンティストとの連携」が可能となることにより、当社グループのLTVM戦略が一段と加速すると同時に、戦略の幅の広がり当社グループ従業員のキャリアの拡張にも寄与すると考えられる。
- ・ 当社によれば、当社グループが今後も成長し、中長期的に企業価値を高めていくためには、公開買付者グループのような当社の企業価値向上のための取り組みに対して付加価値を提供し、当社の中長期的な成長を促進してくれることが期待できる戦略的パートナーの下、当社株式を非公開化することも経営上の合理的な選択肢の一つであると考えられる。

#### (イ) 本取引のメリット及びデメリット

公開買付者及び当社（金澤氏）の考える本取引のメリット及びデメリットに関する以下の説明内容について、当社及び公開買付者に対するインタビューを踏まえて検討した結果、その説明内容に特段不合理な点は認められず、いずれのデメリットに関しても、当社グループに与える影響は限定的と考えられ、また、上記のデメリットのほか、本取引の実施により想定され得るデメリットは見当たらないと考えられる。よって、本取引によって期待されるメリットを明らかに上回るデメリットが生じる具体的な可能性は特段認められないと思料する。

- ・ 公開買付者によれば、公開買付者が想定する本取引のメリットとして、(a)相互のケイパビリティを活かす協業体制を構築できるなど、当社グループを含む公開買付者グループ内の各社が持つ得意領域、顧客層や機能を再定義し、役割を最適化することにより、顧客に対してより強固なデジタルマーケティング体制を構築することが可能になること、(b) 公開買付者グループのストラテジックプランニング及びクリエイティブリソースを当社グループに共有し、提案力を高める支援を行うことにより、新規アカウント開拓力の一層の強化されること、(c)「テレビ×デジタル」の統合提案等、当社グループの顧客群に対し公開買付者グループが有するデジタルマーケティング以外の機能を融合し提供することによって、顧客への提供価値の拡張が可能になること、(d) 当社グループが強みを持つミドル層の顧客企業は、公開買付者グループがこれまで十分に対応しきれていなかった領域であり、顧客基盤の拡張が見込まれること、(e) 広告運用におけるナレッジやノウハウの共有による生産性の向上、コーポレート機能の連携や人材採用・従業員への教育における業務の効率化、さらには、これまで当社グループと公開買付者グループが個別に行っていた重複投資の回避やノウハウの集約を通じた持続的なコスト最適化が実現できることが挙げられるとのことである。また、当社によれば、当社が想定する本取引のメリットと

して、(a)当社グループと公開買付者グループ会社とでのケイパビリティの重複が限定的であることから、当社グループが得意とするミドルティア領域の顧客層に対し、両社グループによる共同提案等が可能となり、顧客提案機会の拡充が期待できること、(b)従来デジタルマーケティング領域に特化していた当社グループの提案に、「生活者発想」と「クリエイティビティ」に強い公開買付者グループのケイパビリティを掛け合わせることで、マス、リアル領域への展開及びこれに付随するソリューションを通じたフルファネル型の提案が可能となり、顧客への提供価値の拡充につながることで、(c)公開買付者グループが保有する「生活者データ」、「A I 技術」をはじめとするアセットの活用により顧客への提供価値が向上し、当社グループのL T V M戦略を一段と加速することができること、(d)当社グループの役員及び従業員にとって、今後は当社グループだけでなく、公開買付者グループ全体が成長のフィールドとなることから、将来的なキャリア拡張やスキルアップの機会の増加が期待できる。併せて、公開買付者グループの専門性の高い人材の当社グループへの派遣を通じ、短期的な業績寄与に限らず、人材育成面での相乗効果を期待することができることが挙げられるとのことである。上記の想定される本取引のメリットに関する説明内容について、当社及び公開買付者に対するインタビューを踏まえて検討した結果、その説明内容に特段不合理な点は認められず、合理的なものであると考えられる。

- ・ 公開買付者によれば、公開買付者が想定する本取引のデメリットとして、(a)当社グループが公開買付者グループの競合会社との間で取引をしている場合には、当該取引が継続できなくなる可能性が考えられることが挙げられる。また、当社によれば、当社が想定する本取引のデメリットとして、(b)非上場化により資本市場からエクイティ・ファイナンスによる資金調達を行うことができなくなること、(c)当社グループの人はDX分野やA I 関連事業への関心がある人が多いことから、仮にDX分野やA I 関連事業へ注力する公開買付者グループの経営方針が変更された場合、一定の規模の人材流出が発生すると考えられること、(d)上場会社であることに伴う社会的な信用を喪失するおそれがあること、(e)本取引後における公開買付者による当社グループのガバナンス体制が、当社グループの現状に沿ったものにはならず、当社グループの経営体制に影響が生じる可能性もあること、(f)本取引後において、当社グループと他の公開買付者グループ会社の再編・統合が行われる場合には、当社グループ独自の文化が失われ、当社グループの従業員が退職することも考えられること、(g)F S 事業は当社グループの企業価値向上のための重点施策のひとつとして位置づけて一定のコストを投下していたことから、パンカブルを解散及び清算する場合は同コストを回収することができなくなることが挙げられる。しかし、当社によれば、上記 (b) については、当社の現在の財務状態を踏まえると、当面の間エクイティ・ファイナンスの必要性は高くないと考えられ、また、当社自身が資本市場からのエクイティ・ファイナンスができなくなったとしても、公開買付者は上場会社であり、必要な場合には公開買付者を通じたファイナンスは可能と考えられ、上記 (c) については、DX分野やA I 関連事業へ注力する経営方針は、公開買付者グループの新中期経営計画にも掲げられている事項であり、本取引直後に同経営方針が突然変わるということはないと考えられ、上記(d)については、東京証券取引所プライム市場に上場する公開買付者のグループ企業となることにより、信用力向上につながり、上場会社でなくなることによる取引先や従業員への影響は限定的であると考えられ、上記(e)については、公開買付者によれば、本取引後も基本的に当社グループの経営体制を維持・尊重する予定とのことであることからすれば、公開買付者の子会社になることにより、当社グループの経営体制に対して直ちには悪影響は生じないと考えられ、上記 (f) については、公開買付者は、そのような再編・統合は予定していないとのことであることからすれば、そのような人員流出の可能性は低いと考えられ、上記 (g) については、F S 事業に関しては当

期においても営業損失を計上する見込みであり、来期以降も営業損失を計上しつづける可能性があるため、パンカブルの解散及び清算による悪影響は限定的であり、むしろ業績が振るわない状況下においてF S事業を継続するのではなく、解散及び清算を行うことは、F S事業を継続する場合に比べ当社の企業価値を高める要因になりうることから合理性が認められるものと考えられるとのことである。上記の想定される本取引のデメリットに関する説明内容について、当社及び公開買付者に対するインタビューを踏まえて検討した結果、その説明内容に特段不合理な点は認められず、いずれのデメリットに関しても、当社グループに与える影響は限定的と考えられる。上記のデメリットのほかに、本取引の実施により想定され得るデメリットは見当たらず、本取引によって期待されるメリットを明らかに上回るデメリットが生じる具体的な可能性は特段認められないと考えられる。

ii. 本取引の条件（本取引の買収対価の水準、買収の方法及び買収対価の種類等を含みます。）の公正性について

本取引の条件（本取引の買収対価の水準、買収の方法及び買収対価の種類等を含みます。）の公正性について、以下の点等の様々な事情を総合的に考慮した結果、本取引の条件の公正性は確保されていると史料する。

（ア）公開買付者との取引条件に関する協議・交渉過程

公開買付者との取引条件に関する協議・交渉過程において、以下のとおり、企業価値を高めつつ少数株主にとってできる限り有利な取引条件でM&Aが行われることを目指して合理的な努力が行われる状況が確保され、合理的な努力が行われたと史料する。

- ・ 本取引は、公正M&A指針が直接の適用対象とする種類の取引であるMBO取引等には該当しないものの、当社は、本公開買付価格及び本新株予約権買付価格を含む取引条件の公正性の担保、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の排除及び利益相反の回避の観点から、公開買付者から独立した立場で、本取引を検討及び交渉を行うための体制を当社の社内に構築した（本特別委員会の設置を含む。）。
- ・ 上記体制の下、本特別委員会は、公開買付者との間で、本公開買付価格及び本新株予約権買付価格を含む本取引の条件等に関して交渉を行うとともに、みずほ証券から当社株式の価値算定結果に関する報告、公開買付者との交渉の方針に関する助言その他の財務的見地からの助言を、また、長島・大野・常松法律事務所から本取引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ガイダンスその他の法的助言をそれぞれ受けながら、本特別委員会が主体となって交渉・協議を行った。
- ・ その結果、最終的に合意された本公開買付価格は、前営業日の当社株式の終値である2,163円を下回るものの、公開買付者から当初提示された公開買付価格から27円上回っている。本特別委員会は、本公開買付け開始に係る公表日前約1ヶ月間において当社株式の株価が上昇し続けていることや他事例と比較して確保すべき本公開買付価格のプレミアムの水準を踏まえた価格交渉を実施したものの、公開買付者から当初提示された公開買付価格から27円の引上げが行われ、公開買付者からこれ以上の引上げについては応じられない旨明確に回答がなされたこと、当社の大株主である本応募合意株主が本公開買付価格にて本公開買付けに応募する意向を示していること、本取引は当社の企業価値向上に資するものと考えられるところ、情報漏洩のリスクによるステークホルダーとの関係性や株式市場への悪影響があることから、本取引の検討において双方において時間的制約がある中で更なる価格交渉を行うことは本取引の機会自体を失いかねないことに鑑みると、本特別委員会としては、本公開買付価格は、前営業日の当社株式の終値を下回るとしても、少数株主にとってできる限り有利な取引条件で本取引が行われることを目指

して合理的な努力が行われ、独立当事者として真摯な交渉が行われた結果合意されたものだと考える。そして、下記「(イ)株式価値算定の内容及びその前提とされた財務予測や前提条件等の合理性」に記載のとおり、本公開買付価格は、みずほ証券による株式価値算定結果のレンジの範囲に含まれており、当社の本源的価値の観点からも合理的な水準にあると考えられ、本取引に関する交渉を早期に妥結し情報漏洩のリスクを回避し速やかに本取引を公表することが少数株主を含む当社株主及び当社の利益に適うと考える。

- ・ 本特別委員会は、公開買付者から、当社の連結財務諸表の対象からバンカブルを除外する又は除外するための施策を決定することを本取引実施の前提条件とする旨の連絡を受けたことを踏まえ、バンカブルの株式の譲渡等様々な方策について、その実現可能性や所要期間等の観点から慎重に議論を行い、本公開買付けの公表日にバンカブルの解散及び清算を実施する方針の決議を行うことで上記の本取引実施の前提条件を満たすのであれば、当該決議を行うことにより本取引を実現することが、当社の企業価値ひいては一般株主の共同利益に資するとの判断から、当該決議を行うことが望ましいという決定を行った。上記の本取引実施の前提条件が満たされない場合には本取引の機会自体を失いかねないこと、上記の本取引実施の前提条件を満たす方法として、実現可能性や所要期間等を踏まえると、バンカブルの解散及び清算の実施が最も現実的であると考えられたことに鑑みると、本特別委員会としては、当社が本公開買付けの公表日に本公開買付けの成立を条件としてバンカブルの解散及び清算を実施する方針の決議を行うという本取引の条件についても、少数株主にとってできる限り有利な取引条件で本取引が行われることを目指して合理的な努力が行われた結果合意されたものだと考える。

#### (イ) 株式価値算定の内容及びその前提とされた財務予測や前提条件等の合理性

以下の点を踏まえ、本事業計画及び本株式価値算定書における当社株式の価値算定の内容は現在の実務に照らして妥当なものであると思料する。

- ・ 当社は、買付関連当事者及び当社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みずほ証券から本株式価値算定書を取得している。みずほ証券は、複数の算定手法の中から当社株式の価値算定に当たり採用すべき算定手法を検討の上、当社株式が東京証券取引所プライム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基準法を、当社の将来の事業活動の状況を算定に反映させるためにDCF法を算定方法として用いて、当社の1株当たりの株式価値の分析を行っているところ、本特別委員会は、みずほ証券から、株式価値の算定結果とともに、当社の株式価値の算定方法、当該算定方法を選定した理由、各算定方法による算定の内容及び重要な前提条件について説明を受け、質疑応答及び審議・検討を行った上で、これらの事項について合理性を確認した。
- ・ 本株式価値算定書の基礎資料となる当社作成のDCF法による算定に用いた本事業計画について、本特別委員会は、当社作成に係る当社の連結及びMarketing事業の事業計画について、その内容、重要な前提条件（以下に記載する。）及び作成経緯等についての当社からの説明及び当社との質疑応答に基づき、これらの事項についても、恣意的に計画を押し下げたり、過度に保守的な前提を措いたりするものではなく、合理性が認められることを確認した。
- ・ 公開買付者及び本応募合意株主が本事業計画の作成に関与していないこと
- ・ バンカブルの解散及び清算による影響も含め、本事業計画が過度に保守的な見積もりに基づくものとなっていないこと
- ・ 公開買付者の要請に従って、バンカブルの解散及び清算を実施し、事業を継続しないこと
- ・ 従前の財務予測と大きく異なる財務予測を行っていないこと/過度に保守的な見積りになっていないこと

- ・ 本株式価値算定書によれば、市場株価基準法に基づく当社株式の1株当たり株式価値の算定結果は、1,400円から2,163円、DCF法に基づく当社株式の1株当たり株式価値の算定結果は、1,909円から2,116円である。本公開買付価格（1株当たり1,970円）は、（i）市場株価基準法に基づく算定結果のレンジの中央値を上回る価格であり、（ii）本事業計画に基づくDCF法に基づく算定結果のレンジの範囲に含まれる価格である。
- ・ 本公開買付価格は、前営業日の東京証券取引所プライム市場における当社株式の基準日終値（2,163円）に対して8.92%のディスカウント（小数点以下第三位を四捨五入）となる金額であり、また、同日までの直近1ヶ月間の終値単純平均値（1,738円）に対して13.35%、直近3ヶ月間の終値単純平均値（1,414円）に対して39.32%、直近6ヶ月間の終値単純平均値（1,400円）に対して40.71%のプレミアム（小数点以下第三位を四捨五入）を加えた金額となっている。
- ・ 経済産業省が公正M&A指針を公表した2019年6月28日以降に公表された株式の非公開化を目的とした公開買付けかつ対象会社が賛同・応募推奨を表明した事例のうち、2025年8月31日までに成立した事例61件におけるプレミアム水準（公表前営業日の終値に対するプレミアムの中央値（41.29%）、公表前営業日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値に対するプレミアムの中央値（42.50%）、公表前営業日までの過去3ヶ月間の終値単純平均値に対するプレミアムの中央値（45.03%）、公表前営業日までの過去6ヶ月間の終値単純平均値に対するプレミアムの中央値（49.82%））と比較して、本公開買付価格は、それらの中央値をいずれも下回っている。もっとも、当社株式の市場株価は、2025年8月1日から前営業日まで基本的に上昇し続けており、同年8月21日には終値が1,586円と同年3月27日の年初来高値である1,572円をも上回り、その後も、同年8月21日から前営業日までの期間において1,586円から2,163円まで36.38%上昇するなど急激に高騰しているところ、前営業日前過去1ヶ月における当社株式の市場株価の終値の最高値2,163円（2025年9月10日終値）は、前営業日前直近1ヶ月を除いた前営業日前直近3年間における当社株式の市場株価の終値の最高値1,572円（2025年3月27日終値）を大きく上回る水準である。また、当社が2025年8月7日に公表した2025年12月期第2四半期（中間期）決算短信〔日本基準〕（連結）の内容を踏まえて当社株式の市場株価が一定程度上昇した可能性があることは否定できないものの、過去の当社株式の市場株価の推移に照らしてみても、合理的な説明を行うことが困難な金額の変動が認められ、原因は明確ではないものの、上場解消への期待を含んだ思惑買いがなされている可能性も否定できないことを考慮すると、当社の市場株価が、公表日前約1ヶ月前後、合理的な説明が困難な株式市場の影響を受けて一時的に形成されたものである可能性が否定できない。以上を踏まえると、本公開買付価格について、前営業日の当社株式の終値及び前営業日前直近1ヶ月の当社株式の平均終値との比較を過度に重視すべきではないと考える。そして、本公開買付価格が、前営業日前直近3ヶ月の当社株式の平均終値1,414円に対して39.32%、前営業日前直近6ヶ月の当社株式の平均終値1,400円に対して40.71%のプレミアムを加えた価格であり、それぞれ約40%のプレミアムが付与されていることを踏まえると、本公開買付価格は当社の少数株主に投資回収機会を提供するという観点では一定の合理性があり、公正性を欠くものとは認められない。もっとも、本公開買付価格は、非公開化事例におけるプレミアム水準と比較して十分なプレミアムが付されているとまでは認められないことから、本公開買付けへの応募を積極的に推奨できる水準の価格に達しているとまでは認められない。
- ・ 本新株予約権買付価格に関しては、本公開買付価格と各本新株予約権の当社株式1株当たりの行使価額（第9回新株予約権：1,179円、第10回新株予約権：1,016円）との差額に当該各本新株予約権1個の目的となる当社株式数（各新株予約権につき100株）を乗じた金額を基に算定されているものである。したがって、本新株予約権買付価格は、本公

開買付価格と同様、本新株予約権者に対して本新株予約権の売却の機会を提供するという観点では一定の合理性があり、公正性を欠くものとは認められないものの、本新株予約権買付価格が本新株予約権者に対し本公開買付けへの応募を積極的に推奨できる水準の価格に達しているとまでは認められない。

- ・ 公開買付者によれば、金銭を対価とする本取引及び本取引後の株式併合又は株式等売渡請求を用いるスクイーズアウト手続（以下「本スクイーズアウト手続」といいます。）は、上場会社の非公開化の手法として一般的に採用されている方法であること、株主には会社法第 179 条の 8、第 182 条の 4 及び第 182 条の 5 その他関係法令の定めに従って価格決定の申立てを行う権利が認められていること、及び本スクイーズアウト手続の際に少数株主に対して交付される金銭は本公開買付価格と同一の価格とすることが予定されていることからすると、本取引の方法及び対価の種類は、当社の少数株主にとって公正なものであると認められる。

iii. 本取引の手続（取引条件の公正さを担保するための手続が十分に講じられているかどうかを含みます。）の公正性について

本取引の手続（取引条件の公正さを担保するための手続が十分に講じられているかどうかを含みます。）の公正性について、以下の点等の様々な事情を総合的に考慮した結果、本取引では、(a) 取引条件の形成過程において独立当事者間で企業価値を高めつつ少数株主にとってできる限り有利な取引条件で本取引が行われることを目指して合理的な努力が行われる状況の確保及び(b) 少数株主による十分な情報に基づく適切な判断の機会の確保という視点（公正M&A指針 2.4 参照）のいずれの面から見ても、本取引にとって必要かつ十分な内容での公正性担保措置が採用されており、また、それらの公正性担保措置が、実際に実効性をもって運用されていると認められるから、本取引に係る交渉過程及び意思決定に至る手続には、公正性が認められると思料する。

- ・ 当社において本特別委員会が設置されているところ、本特別委員会は、当社より、本諮問事項に関する検討について諮問を受けており、本特別委員会では、その実効性を高める観点から、以下のような措置を講じており（公正M&A指針 3.2.4 参照）、各措置は、公正M&A指針が提示する特別委員会の実効性を高めるための方策に照らして十分なものであると認められるし、また、本特別委員会と同種の目的で設置される他の特別委員会における対応と比較しても遜色はないと思料する。
- ・ 本特別委員会は、取引条件が公開買付者と当社との間で決定される以前に設置されていること（公正M&A指針 3.2.4.1）。
- ・ 本特別委員会は、公正M&A指針で特別委員会の委員として最も適格性があるとされる社外取締役のみで構成されていること（公正M&A指針 3.2.4.2）。
- ・ 当社のビジネスの特徴に関する知見（本特別委員会の委員はいずれも設置当時から当社の独立社外取締役又は独立社外取締役兼監査等委員である。）、企業価値評価への知見、法律面での知見（本特別委員会の委員のうち 1 名は弁護士の資格を有している。）がいずれも委員により充足されていること（公正M&A指針 3.2.4.2）。
- ・ 本特別委員会の設置のプロセスに独立社外取締役が主体的に関与していること（公正M&A指針 3.2.4.3）。
- ・ 本特別委員会が取引条件の交渉を行う権限の付与を受け、自ら直接交渉を行っていること（公正M&A指針 3.2.4.4）。
- ・ 本特別委員会独自のアドバイザーを起用することとし、本特別委員会のリーガル・アドバイザーとして長島・大野・常松法律事務所を選任している（公正M&A指針 3.2.4.5）。
- ・ 本取引において期待されるメリットは多岐に亘り、その全ての詳細を一般に公開することは難しいことから、本特別委員会は、少数株主に代わり、本取引に関する重要な情報を

入手し、これを踏まえて検討・判断を行った（公正M&A指針 3. 2. 4. 6）。

- ・ 本特別委員会の各委員に対しては、その職務の対価として、社外取締役としての報酬とは別に、固定額の報酬を支払うものとされており、本取引の公表や成立を条件とする成功報酬は含まれていない（公正M&A指針 3. 2. 4. 7）。
- ・ 当社は、本特別委員会の組成を決議した 2025 年 3 月 28 日開催の当社取締役会において、当社取締役会が特別委員会の意見を最大限尊重の上で本取引に係る決議を実施することとし、また、本特別委員会が本取引に関する取引条件を妥当でないと判断した場合には、当社取締役会が当該取引条件による本取引を承認しない旨を決議しており、同年 6 月 20 日開催の当社取締役会においても再度決議をしている（公正M&A指針 3. 2. 5）。
- ・ 本特別委員会及び当社は、意思決定を行うにあたり、リーガル・アドバイザーである長島・大野・常松法律事務所から助言を受けており、公開買付者及び当社から独立したリーガル・アドバイザーによる独立した専門的助言を取得している（公正M&A指針 3. 3. 1）。
- ・ 当社取締役会は、本公開買付価格の公正性を担保するために、独立した第三者算定機関である当社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みずほ証券から、当社株式の価値算定結果に関する資料としての本株式価値算定書を取得している（公正M&A指針 3. 3. 2. 1）。本株式価値算定書においては、複数の算定方法を利用しており、恣意的な価格の算定がされないよう配慮がされている。また、算定の前提となる当社の本事業計画の作成に当たって、公開買付者の役職員による恣意的行動があった事実とは認められず、算定に当たって公正性を疑わせるような事情も見当たらない。
- ・ 当社は、本公開買付価格が当社の少数株主にとって財務的見地から公正である旨の意見書（フェアネス・オピニオン）は取得していない。もっとも、公正M&A指針でもフェアネス・オピニオンの取得は必須とはされておらず（公正M&A指針 3. 3. 2. 2）、当社において、本取引の公正性担保措置及び利益相反回避措置が実施されることにより、当社の少数株主の利益に配慮がなされていると認められることから、当社が本株式価値算定書に基づき本取引への賛同の可否の判断をしたことにも、公正性との関係で問題はないと考えられる。
- ・ 本公開買付けの買付期間は 30 営業日に設定されており、公開買付期間を比較的長期に設定することにより、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しつつ、公開買付者以外にも当社株式の買付け等を行う機会を確保する効果があると認められる。当社と公開買付者との間において、取引保護条項を含む対抗的買収提案者との接触を制限する旨の合意は行われていない。以上からすると、本取引においては、本公開買付けの公表後に他の潜在的な買収者が対抗提案を行うことが可能な環境を構築した上でM&Aを実施することによって、いわゆる間接的なマーケット・チェック（公正M&A指針 3. 4. 2）が実施されていると評価することができる。
- ・ 公開買付者は、本公開買付けにおける買付予定数の下限を 7,572,454 株以上と設定していることにより、公開買付者と利害関係を有さない当社の少数株主が所有する当社株式の過半数の賛同を得られない場合には本公開買付けは成立せず、当社の一般株主による判断機会の確保の意思を重視した設定となっており、いわゆる「マジョリティ・オブ・マイノリティ」（Majority of Minority）の条件を満たし、本取引の公正性をより一層担保するものであると評価できる。
- ・ 当社及び公開買付者は、適切な情報開示を行う予定であり、少数株主が取引条件の公正性等についての判断に資する重要な判断材料を提供していると認められる（公正M&A指針 3. 6. 1）。
- ・ 本取引後の株式併合又は株式等売渡請求を用いる本スクイーズアウト手続は、上場会社の非公開化の手法として一般的に採用されている方法であること、株主には会社法第 179 条の 8、第 182 条の 4 及び第 182 条の 5 その他関係法令の定めに従って価格決定の申立

てを行う権利が認められていること、及び本スクイーズアウト手続の際に少数株主に対して交付される金銭は本公開買付価格と同一の価格とすることが予定されていることから、本取引の方法及び対価は、当社の少数株主にとって公正なものであると認められることから、強圧性を排除するための対応が行われていると認められる（公正M&A指針3.7）。

iv. i～iiiを踏まえ、本取引が当社の少数株主にとって不利益でないか否かについて

本取引の目的には正当性及び合理性があると認められ、本取引は当社の企業価値向上に資するものである上、本公開買付けを含む本取引全体について、当社の少数株主からみて、本公開買付価格及び本新株予約権買付価格について応募を積極的に推奨できる水準の価格に達しているとまでは認められないものの、その他の取引条件の公正性が確保されており、かつ、公正な手続を通じて当社の少数株主の利益への十分な配慮がされていると認められるため、本取引は、当社の少数株主にとって不利益でないものであると思料する。

v. 当社取締役会が、本公開買付けについて賛同意見を表明すること、並びに当社の株主及び本新株予約権者に対して、本公開買付けへの応募を推奨すること、それぞれの是非について

当社取締役会が、本公開買付けについて賛同の意見を表明することは相当である。他方で、本公開買付価格及び本新株予約権買付価格は、当社の少数株主及び本新株予約権者に投資回収機会を提供する観点では一定の合理性があり、公正性を欠くものとは認められないものの、本公開買付価格及び本新株予約権買付価格が本公開買付けへの応募を積極的に推奨できる水準の価格に達しているとまでは認められないことから、当社株主及び本新株予約権者に対して本公開買付けへの応募を推奨することまではできず、本公開買付けに応募するか否かは当社の株主及び本新株予約権者の判断に委ねる旨の意見を表明することが相当であると認められる。

(iv) 本追加諮問事項についての検討等の経緯及び判断内容

その後、上記「1. 株式併合の目的及び理由」の「(iii) 判断内容」に記載のとおり、当社は、SilverCapeより本対抗提案を受領したことを受け、本対抗提案が「真摯な提案」に該当するか判断するために必要な情報を収集すべく、みずほ証券及び長島・大野・常松法律事務所の助言を受け、SilverCapeとの間で、書面による質問及び回答のやり取りや、Webミーティングでの質疑応答を行って、慎重に検討を進めました。その上で、当社は、2025年10月16日、本特別委員会に対して、本追加諮問事項について諮問し、これらの点についての答申を当社に提出することを囑託いたしました。同時に、本特別委員会に対して、(i) 本追加諮問事項の検討に必要な情報収集を行う権限、(ii) 当社の費用負担において特別委員会独自のファイナンシャル・アドバイザー及びリーガル・アドバイザーの選任を行う権限（当社が選任するアドバイザーと同一のアドバイザーを選任することも可能）、(iii) SilverCape その他当社に提案をする第三者との交渉権限、並びに (iv) その他本追加諮問事項の検討に必要な事項に関する権限を付与することを決議しております。

その後、当社による検討が完了する前に、SilverCapeが、2025年10月20日、本対抗公開買付けを開始する旨を公表しました

本追加諮問事項の諮問及び本対抗公開買付けの開始を受け、本特別委員会は、2025年10月22日に改めて特別委員会を開催し、本追加諮問事項について慎重に検討を行いました。本特別委員会の当該検討過程は、上記「1. 株式併合の目的及び理由」の「(iii) 判断内容」に記載のとおりです。

本特別委員会は、本追加諮問事項について慎重に協議及び検討を重ねた結果、2025年10月28日付で、当社取締役会に対し、委員全員の一致で、本追加答申書を提出しております。本追加答申書の内容は、大要、上記「1. 株式併合の目的及び理由」の「(iii) 判断内容」に記載のとおりです。

(v) 求意見事項についての検討等の経緯及び判断内容



その後、上記「１．株式併合の目的及び理由」の「(iii) 判断内容」に記載のとおり、当社及び本特別委員会は、公開買付者から、本買付条件変更に関する提案を受けたため、当社は、2025 年 11 月 11 日、本特別委員会に対して、求意見事項についての答申を当社に提出することを嘱託いたしました。

求意見事項の諮問を受けた後、本特別委員会は、アンダーソン・毛利・友常法律事務所の助言を受けながら、2025 年 11 月 12 日、公開買付者に対して、本買付条件変更に関する要請（強圧性への配慮の観点から、本買付条件変更の公表以降、本公開買付けにおける応募株券等の数の合計が、本買付条件変更後の本公開買付けにおける買付予定数の下限に達した時点で、その事実を公表し、かつ、当該公表から公開買付期間の末日まで 10 営業日を確保することの要請を含みます。）を書面で行い、同年 11 月 14 日付で公開買付者から当該要請に対する回答（本買付条件変更に係る公開買付届出書の訂正届出書において、当該訂正届出書の前日又は当日時点における本公開買付けにおける応募株券等の数及び当該応募株券等の数が本買付条件変更後の本公開買付けにおける買付予定数の下限を上回っていることを開示した上で、当該訂正届出書の提出日から起算して 10 営業日後まで公開買付期間を延長する予定であるため、強圧性については配慮がなされている旨の回答を含みます。）を書面で受領するなど、公開買付者との間で本買付条件変更について協議を行い、2025 年 11 月 17 日に開催された特別委員会において、求意見事項について慎重に検討を行いました。本特別委員会の当該検討過程は、上記「１．株式併合の目的及び理由」の「(iii) 判断内容」に記載のとおりです。

本特別委員会は、求意見事項について慎重に協議及び検討を重ねた結果、2025 年 11 月 18 日付で、当社取締役会に対し、委員全員の一致で、本追加答申書（３）を提出しております。本追加答申書（３）の内容は、大要、上記「１．株式併合の目的及び理由」の「(iii) 判断内容」に記載のとおりです。

#### ④ 当社における独立したリーガル・アドバイザーからの助言の取得

当社は、上記「１．株式併合の目的及び理由」の「(ii) 検討・交渉の経緯」に記載のとおり、当社、本応募合意株主、本不応募合意株主及び公開買付者から独立したリーガル・アドバイザーとして長島・大野・常松法律事務所を選任し、本取引において手続の公正性を確保するために講じるべき措置、本取引の諸手続並びに本取引に係る当社の意思決定の方法及びその過程等に関する助言を含む法的助言を受けております。

なお、長島・大野・常松法律事務所は、当社、本応募合意株主、本不応募合意株主及び公開買付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おりません。本特別委員会は、長島・大野・常松法律事務所の独立性に問題がないことを確認した上で、当社のリーガル・アドバイザーとして承認しております。また、長島・大野・常松法律事務所に対する報酬には、本取引の成立等を条件に支払われる成功報酬は含まれておりません。

#### ⑤ 当社における利害関係を有しない出席取締役全員（監査等委員を含みます。）の承認

当社取締役会は、上記「１．株式併合の目的及び理由」の「(ii) 検討・交渉の経緯」に記載のとおり、長島・大野・常松法律事務所から受けた法的助言、みずほ証券から受けた財務的見地からの助言及び本株式価値算定書の内容を踏まえつつ、本答申書において示された本特別委員会の判断内容を最大限尊重しながら、本公開買付けを含む本取引が当社の企業価値の向上に資するか否か、及び本公開買付価格を含む本取引に係る取引条件が妥当なものか否かについて、慎重に協議・検討いたしました。

その結果、当社は、上記「１．株式併合の目的及び理由」の「(ii) 検討・交渉の経緯」に記載のとおり、本取引が当社の企業価値の向上に資するものであるとともに、本公開買付価格を含む本取引に係る取引条件は妥当なものであると判断し、2025 年 9 月 11 日開催の当社取締役会において、審議及び決議に参加した利害関係を有しない当社の取締役（監査等委員である者を含みます。）全員の一致（鉢嶺氏、野内氏及び柳澤孝旨氏を除く当社の取締役 7 名の全員一致）で、本公開買付けに賛同する旨の意見を表明するとともに、本公開買付けに応募するか否かについては、当社の株主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行いました。

なお、当社の本応募合意株主については、鉢嶺氏が公開買付者との間で鉢嶺氏応募契約及び鉢嶺氏株式譲渡契約を、野内氏が公開買付者との間で野内氏応募契約及び野内氏株式譲渡契約をそれぞれ締結しており、

当社の少数株主との利害が必ずしも一致しない可能性があることから、利益相反の疑義を回避する観点から、上記の当社取締役会の審議及び決議には一切参加しておりません。また、当社は、公開買付者から、2025年6月10日付の書面をもって、同氏らとの間で本公開買付けへの応募に向けて協議したいという旨の意向を伝えられたため、同日以降、同氏は、当社の立場において、公開買付者との協議及び交渉にも一切参加しておりません。また、柳澤孝旨氏は、一身上の都合から、上記の当社取締役会を欠席いたしました。同氏は、本特別委員会全17回に出席して議論に参加しており、かつ、当社は、同氏からも、当社取締役会が本公開買付けに賛同する旨の意見を表明するとともに、本公開買付けに応募するか否かについては、当社の株主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行うことに賛同する旨を別途確認しております。

その後、当社は、本対抗公開買付けの開始予定が公表されたことを受けて、2025年10月28日開催の当社取締役会において、本公開買付けに関して、本対抗公開買付けが開始される旨が公表されたことを受けてもなお本公開買付けに賛同する旨の意見を維持することができるかどうかという点について慎重に協議・検討を行いました。そして、上記「1. 株式併合の目的及び理由」の「(iii) 判断内容」に記載のとおり、当社は、本追加答申書の答申を踏まえ、2025年10月28日開催の当社取締役会において、本公開買付けに対して引き続き賛同の意見を表明するとともに、本公開買付けに応募するか否かについては、当社の株主及び本新株予約権者の皆様のご判断に委ねる旨の意見を維持することについて、審議及び決議に参加した利害関係を有しない当社の取締役（監査等委員である者を含みます。）全員の一致（鉢嶺氏、野内氏を除く当社の取締役8名の全員一致）により、決議いたしました。

その後、当社は、公開買付者より本買付条件変更に関する提案がなされたこと等を受けて、2025年11月18日開催の当社取締役会において、本公開買付けに関して、本買付条件変更及び2025年10月28日開催の当社取締役会における本公開買付けに対する賛同意見の維持に係る決議以降に生じた事情を踏まえてもなお本公開買付けに賛同する旨の意見を維持することができるかどうかという点について慎重に協議・検討を行いました。そして、上記「1. 株式併合の目的及び理由」の「(iii) 判断内容」に記載のとおり、当社は、本追加答申書（3）の答申を踏まえ、2025年11月18日開催の当社取締役会において、本公開買付けに対して引き続き賛同の意見を表明するとともに、本公開買付けに応募するか否かについては、当社の株主及び本新株予約権者の皆様のご判断に委ねる旨の意見を維持することについて、審議及び決議に参加した利害関係を有しない当社の取締役（監査等委員である者を含みます。）全員の一致（鉢嶺氏、野内氏を除く当社の取締役8名の全員一致）により、決議いたしました。

#### ⑥ 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、公開買付期間を、法令に定められた最短期間が20営業日であるところ、54営業日に設定しております。このように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、当社の株主の皆様は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、当社株式について対抗的買収提案者にも対抗的な買付け等を行う機会を確保し、これをもって本公開買付けの公正性を担保することを企図しているとのことです。

また、公開買付者と当社は、当社が対抗的買収提案者と接触することを禁止するような取引保護条項を含む合意等、当該対抗的買収提案者が当社との間で接触等を行うことを制限するような内容の合意を行っておりません。このように、上記公開買付期間の設定とあわせ、対抗的な買付け等の機会が確保されることにより、本公開買付けの公正性の担保に配慮しております。

#### 4. 今後の見通し

本株式併合の実施に伴い、上記「3. 株式併合に係る端数処理により株主に交付することが見込まれる金銭の額の根拠等」の「(2) 上場廃止となる見込み」の「①上場廃止」に記載のとおり、当社株式は上場廃止となる予定です。

#### 5. 支配株主との取引等に関する事項

(1) 支配株主との取引等を行う際における少数株主の保護の方策に関する方針との適合状況

公開買付者は、本公開買付けの決済開始日（2025 年 12 月 10 日）をもって、当社の親会社に該当することとなったため、本株式併合に係る取引は支配株主との取引等に該当いたします。当社は 2025 年 4 月 1 日に開示したコーポレート・ガバナンスに関する報告書において、「支配株主との取引等を行う際における少数株主の保護の方策に関する指針」は定めておりませんが、支配株主との取引等を行う際には、必要に応じて弁護士や第三者機関等の助言を得るなど、その取引内容及び条件の公正性を担保するための措置を講ずるとともに、取締役会において慎重に審議の上決定することとし、少数株主の利益を害することのないように適切な対応を行うことを方針としております。

当社は、本公開買付けを含む本取引に関して、上記「3. 株式併合に係る端数処理により株主に交付することが見込まれる金銭の額の根拠等」の「(3) 本取引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」に記載の措置を講じており、かかる対応は上記方針に適合しているものと判断しております。

(2) 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に関する事項

上記「3. 株式併合に係る端数処理により株主に交付することが見込まれる金銭の額の根拠等」の「(3) 本取引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」をご参照ください。

(3) 本取引が少数株主にとって不利益なものではないことに関する、支配株主との利害関係のない者から入手した意見の概要

上記「3. 株式併合に係る端数処理により株主に交付することが見込まれる金銭の額の根拠等」の「(3) 本取引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」の「③当社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」に記載のとおり、当社は、2025 年 9 月 10 日付で、本特別委員会より、当社取締役会において本取引を行うことを決議することは、当社の少数株主にとって不利益なものではない旨の本答申書の提出を受けております。また、当社は、2025 年 10 月 28 日付で、本特別委員会より、本対抗公開買付けの開始予定を踏まえても、本答申書の内容に変更はない旨の本追加答申書の提出を受けております。さらに、当社は、2025 年 11 月 18 日付で、本特別委員会より、本買付条件変更及び 2025 年 10 月 28 日付本追加答申書の提出以降に生じた事情を前提としても、本答申書の内容に変更はない旨の本追加答申書(3)の提出を受けております。なお、本答申書、2025 年 10 月 28 日付本追加答申書及び 2025 年 11 月 18 日付本追加答申書(3)は、本株式併合を含む本取引に関するものであることから、当社は、本株式併合を行うに際しては、支配株主と利害関係を有しない者からの意見を改めて取得していません。

II. 単元株式数の定め廃止について

1. 廃止の理由

本株式併合の効力が発生した場合には、当社の発行済株式数は 2 株となり、単元株式数を定める必要がなくなるためです。

2. 廃止予定日

2026 年 3 月 24 日（火）（予定）

3. 廃止の条件

本臨時株主総会において、本株式併合に係る議案及び単元株式数の定め廃止に係る定款の一部変更に係る議案（下記「III. 定款の一部変更について」をご参照ください。）が原案どおり承認可決され、本株式併合の効力が発生することを条件といたします。

III. 定款の一部変更について

1. 定款変更の目的

(1) 本株式併合に係る議案が本臨時株主総会において原案どおり承認可決され、本株式併合の効力が発生

した場合には、会社法第 182 条第 2 項の定めに従って、当社株式の発行可能株式総数は 8 株に減少することになります。かかる点を明確にするために、本株式併合の効力が発生することを条件として、現行定款第 6 条（発行可能株式総数）を変更するものであります。

- (2) 本株式併合に係る議案が本臨時株主総会において原案どおり承認可決され、本株式併合の効力が発生した場合には、当社の発行済株式総数は 2 株となり、単元株式数を定める必要性がなくなります。そこで、本株式併合の効力が発生することを条件として、現在 1 単元 100 株となっている当社株式の単元株式数の定めを廃止するため、現行定款第 7 条（単元株式数）及び第 8 条（単元未満株式についての権利）の全文を削除するとともに、当該変更に伴う条数の繰り上げを行うものであります。
- (3) 本株式併合に係る議案が本臨時株主総会において原案どおり承認可決され、本株式併合の効力が発生した場合には、当社株式は上場廃止となるとともに、当社の株主は公開買付者のみとなるため、定時株主総会の基準日に関する規定、市場取引等による自己株式の取得に係る規定、及び株主総会資料の電子提供措置に関する規定はその必要性を失うこととなります。そこで、本株式併合の効力が発生することを条件として、現行定款第 11 条（基準日）、現行定款第 12 条（自己の株式の取得）及び現行定款第 15 条（株主総会参考書類等の電子提供措置等）の全文を削除するとともに、当該変更に伴う条数の繰り上げを行うものであります。

## 2. 定款変更の内容

変更の内容は次のとおりであります。

(変更箇所は下線の部分であります。)

現	行	定	款	変	更	案
---	---	---	---	---	---	---

<p>第1条～第5条 (条文省略)</p> <p>(発行可能株式総数)</p> <p>第6条 当社の発行可能株式総数は、<u>86,630,400株とする。</u></p> <p><u>(単元株式数)</u></p> <p>第7条 当社の単元株式数は、<u>100株とする。</u></p> <p><u>(単元未満株式についての権利)</u></p> <p>第8条 当社の株主は、その有する単元未満株式について、次の各号に掲げる権利以外の権利を行使することができない。  (1) 会社法第189条第2項各号に掲げる権利  (2) 会社法第166条第1項の規定による請求をする権利  (3) 株主の有する株式数に応じて募集株式の割当て及び募集新株予約権の割当てを受ける権利</p> <p>第9条～第10条 (条文省略)</p> <p><u>(基準日)</u></p> <p>第11条 当社は、毎年12月31日の最終の株主名簿に記載又は記録された議決権を有する株主をもって、その事業年度に関する定時株主総会において権利を行使することができる株主とする。  2 前項のほか必要があるときは、取締役会の決議によって、あらかじめ公告して、一定の日の最終の株主名簿に記載又は記録された株主又は登録株式質権者をもって、その権利を行使することができる株主又は登録株式質権者としてすることができる。</p> <p><u>(自己の株式の取得)</u></p> <p>第12条 当社は、取締役会の決議によって市場取引等により、自己の株式を取得することができる。</p> <p>第13条～第14条 (条文省略)</p> <p><u>(株主総会参考書類等の電子提供措置等)</u></p> <p>第15条 当社は、株主総会の招集に関し、株主総会参考書類等の内容である情報について、電子提供措置をとるものとする。  2 当社は、前条の措置をとる事項のうち法務省令で定めるものの全部又は一部について、議決権の基準日までに書面交付請求した株主に対して交付する書面に記載しないことができる。</p> <p>第16条～第42条 (条文省略)</p> <p>(附則) (条文省略)</p>	<p>第1条～第5条 (現行どおり)</p> <p>(発行可能株式総数)</p> <p>第6条 当社の発行可能株式総数は、<u>8株とする。</u></p> <p>(削 除)</p> <p>(削 除)</p> <p>第7条～第8条 (現行どおり)</p> <p>(削 除)</p> <p>(削 除)</p> <p>第9条～第10条 (現行どおり)</p> <p>(削 除)</p> <p>第11条～第37条 (現行どおり)</p> <p>(附則) (現行どおり)</p>
---	---

3. 定款変更の日程

2026 年 3 月 24 日（火）（予定）

4. 定款変更の条件

本臨時株主総会において、本株式併合に係る議案が原案どおり承認可決され、本株式併合の効力が発生することを条件といたします。

以 上