

株式等売渡請求に関する事前開示事項
(会社法第 179 条の 5 第 1 項及び会社法施行規則第 33 条の 7 に掲げる事項)

2025 年 6 月 12 日
株式会社 WACUL

2025 年 6 月 12 日

東京都千代田区神田小川町 3-26-8

神田小川町三丁目ビル 2F

株式会社 WACUL

代表取締役社長 大淵 亮平

株式等売渡請求に関する事前開示事項
(会社法第 179 条の 5 第 1 項及び会社法施行規則第 33 条の 7 に掲げる事項)

当社は、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 179 条第 1 項に規定する特別支配株主である株式会社 TBS ホールディングス（以下「TBS ホールディングス」といいます。）から、2025 年 6 月 12 日付で、会社法第 179 条第 1 項及び第 2 項に基づき、当社の株主（ただし、TBS ホールディングスを除き、以下「本売渡株主」といいます。）の全員に対し、その有する当社の普通株式（以下「当社普通株式」といい、本売渡株主が所有する当社普通株式を、以下「本売渡株式」といいます。）の全部を TBS ホールディングスに売り渡すことを請求（以下「本株式売渡請求」といいます。）するとともに、併せて、当社の新株予約権者の全員（以下「本売渡新株予約権者」といいます。）に対し、その有する本新株予約権（注 1）の全部（以下「本売渡新株予約権」といいます。）を TBS ホールディングスに売り渡すことを請求（以下「本新株予約権売渡請求」といい、「本株式売渡請求」と併せて「本株式等売渡請求」と総称します。）する旨の通知を受け、2025 年 6 月 12 日開催の当社取締役会において、本株式等売渡請求を承認することを決議いたしました。本株式等売渡請求に関する会社法第 179 条の 5 第 1 項及び会社法施行規則第 33 条の 7 に掲げる事項は以下のとおりです。

（注 1）「本新株予約権」とは、以下の新株予約権を総称しています。なお、本日現在において残存する本新株予約権は、下記④の第 5 回新株予約権、下記⑤の第 6 回新株予約権、下記⑥の第 7 回新株予約権、下記⑦の第 8 回新株予約権及び下記⑧の第 9 回新株予約権であり、これらが本新株予約権売渡請求の対象となります。

- ① 2019 年 5 月 28 日開催の当社取締役会の決議に基づき発行された第 2 回新株予約権（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 日開催の当社取締役会の決議に基づき発行された第 3 回新株予約権（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 日開催の当社取締役会の決議に基づき発行された第 4 回新株予約権（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 日開催の当社取締役会の決議に基づき発行された第 5 回新株予約権（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 日開催の当社取締役会の決議に基づき発行された第 6 回新株予約権（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 日開催の当社取締役会の決議に基づき発行された第 7 回新株予約権（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 日開催の当社取締役会の決議に基づき発行された第 8 回新株予約権（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（行使期間は 2026 年 6 月 28 日から 2034 年 6 月 27 日まで）

1 特別支配株主の名称及び住所（会社法第 179 条の 5 第 1 項第 1 号）

名称：株式会社 TBS ホールディングス

住所：東京都港区赤坂 5 丁目 3 番 6 号

2 会社法第 179 条の 2 第 1 項各号に掲げる事項（会社法第 179 条の 5 第 1 項第 2 号）

- （1）特別支配株主完全子法人に対して本株式売渡請求をしないこととするときは、その旨及び当該特別支配株主完全子法人の名称（会社法第 179 条の 2 第 1 項第 1 号）

該当事項はありません。

- （2）本株式売渡請求により本売渡株主に対して、本売渡株式の対価として交付する金銭の額及びその割当に関する事項（会社法第 179 条の 2 第 1 項第 2 号、同項第 3 号）

TBS ホールディングスは、本売渡株主に対し、本売渡株式の対価（以下「本株式売渡対価」といいます。）として、その有する本売渡株式 1 株につき 502 円（以下「本売渡価格」といいます。）の割合をもって金銭を割当交付いたします。

- （3）本新株予約権売渡請求に関する事項（会社法第 179 条の 2 第 1 項第 4 号）

- （ア）特別支配株主完全子法人に対して本新株予約権売渡請求をしないこととするときは、その旨及び当該特別支配株主完全子法人の名称（会社法第 179 条の 2 第 1 項第 4 号イ）

該当事項はありません。

- （イ）本新株予約権売渡請求により本売渡新株予約権者に対して本売渡新株予約権の対価として交付する金銭の額及びその割当に関する事項（会社法第 179 条の 2 第 1 項第 4 号ロ及びハ）

TBS ホールディングスは、本売渡新株予約権者に対し、本売渡新株予約権の対価（以下「本新株予約権売渡対価」といいます。）として、その有する本売渡新株予約権 1 個につき 1 円の割合をもって金銭を割当交付いたします。

- （4）特別支配株主が本売渡株式及び本売渡新株予約権を取得する日（以下「取得日」といいます。）（会社法第 179 条の 2 第 1 項第 5 号）

2025 年 7 月 4 日

- （5）本株式売渡対価及び本新株予約権売渡対価の支払のための資金を確保する方法（会社法第 179 条の 2 第 1 項第 6 号、会社法施行規則第 33 条の 5 第 1 項第 1 号）

TBS ホールディングスは、本株式売渡対価及び本新株予約権売渡対価の全てを、TBS ホールディングスが保有する現預金により支払うことを予定しております。TBS ホールディングスは、公開買付届出書の添付書類として 2025 年 4 月 9 日時点の TBS ホールディングスの預金残高証明書を提出しており、また、同日以降、TBS ホールディングスにおいて、本株式売渡対価及び本新株予約権売渡対価の支払に支障を及ぼす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おりません。

- （6）その他の本株式等売渡請求に係る取引条件（会社法第 179 条の 2 第 1 項第 6 号、会社法施行規則

第 33 条の 5 第 1 項第 2 号)

本株式売渡対価及び本新株予約権売渡対価は、取得日以降合理的な期間内に、取得日の前日の最終の当社の株主名簿及び新株予約権原簿に記載又は記録された本売渡株主及び本売渡新株予約権者の住所又は本売渡株主及び本売渡新株予約権者が当社に通知した場所において、当社による配当財産の交付の方法に準じて交付されるものとします。ただし、当該方法により本株式売渡対価及び本新株予約権売渡対価の交付ができなかった本売渡株主及び本売渡新株予約権者については、当社の本店所在地にて、当社が指定した方法により（本株式売渡対価及び本新株予約権売渡対価の交付について TBS ホールディングスが指定したその他の場所及び方法があるときは、当該場所及び方法により）本株式売渡対価及び本新株予約権売渡対価が交付されるものとします。

- 3 本株式売渡対価及び本新株予約権売渡対価の総額の相当性に関する事項及び本株式等売渡請求の承認に当たり本売渡株主及び本売渡新株予約権者の利益を害さないように留意した事項その他の会社法第 179 条の 2 第 1 項第 2 号及び第 3 号に掲げる事項についての定め相当性に関する事項（会社法第 179 条の 5 第 1 項第 4 号、会社法施行規則第 33 条の 7 第 1 号）

- (1) 本株式売渡対価及び本新株予約権売渡対価の総額の相当性に関する事項その他の会社法第 179 条の 2 第 1 項第 2 号及び第 3 号に掲げる事項についての定め相当性に関する事項

本株式等売渡請求は、当社を TBS ホールディングスの完全子会社とすることを目的とした一連の取引（以下「本取引」といいます。）の一環として行われるものであり、本株式売渡対価は、TBS ホールディングスが 2025 年 4 月 11 日から当社株式に対して実施した公開買付け（以下「本公開買付け」といいます。）における当社株式 1 株当たりの買付け等の価格（以下「本公開買付け価格」といいます。）と、本新株予約権売渡対価は、本公開買付けにおける本新株予約権 1 個当たりの買付け等の価格（以下「本新株予約権買付け価格」といいます。）と、それぞれ同一の価格に設定されております。当社は、2025 年 4 月 10 日付で当社が公表した「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「本意見表明プレスリリース」といいます。）の「3. 本公開買付けに関する意見の内容、根拠及び理由」の「(2) 本公開買付けに関する意見の根拠及び理由」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」の「(イ) 当社における意思決定の過程及び理由」に記載のとおり、以下の過程及び理由により、本取引は当社の企業価値の向上に資するものであるとの結論に至りました。

- (i) 検討体制の構築の経緯

2024 年 4 月 22 日、TBS ホールディングスから当社の代表取締役であり、2025 年 4 月 10 日時点において主要株主かつ第 2 位株主である垣内勇威氏（以下「垣内氏」といいます。）に対し、協業の可能性についての問い合わせがあり、その後に協業の具体的な検討について議論したい旨について打診を受け、2024 年 6 月 26 日に当社の代表取締役社長であり、2025 年 4 月 10 日時点で主要株主かつ筆頭株主でもある大淵亮平氏氏（以下「大淵氏」といいます。）および垣内氏が面談を行いました。その後、協業の可能性について断続的に議論を行ってまいりました。

当社は、TBS ホールディングス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、TBS ホールディングスとは別のある事業会社（以下「他の候補企業」といいます。）の資金提供者から当社に対し、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ました。その際、当社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ました。その後、2024 年 10 月 18 日付で他の候補企業から、当社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いたしました。

当社は、このような状況の中で、当意向表明書を受領を契機として、当社株式及び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日開催の取締役会において当社、TBSホールディングス及び他の候補企業から独立した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。）を、また当社のリーガル・アドバイザーとして東京丸の内法律事務所を、それぞれ選任いたしました。

また、当社は、当社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、本取引等に係る当社取締役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（当社社外取締役）、吉村貞彦氏（当社社外取締役、常勤監査等委員、公認会計士）、梅本大祐氏（当社社外取締役、監査等委員、弁護士）及び井出彰氏（当社社外取締役、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、本意見表明プレスリリースの「3. 本公開買付けに関する意見の内容、根拠及び理由」の「(6) 公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置」の「④ 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) 本取引等の目的の正当性・合理性（本取引等が当社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当社取締役会が賛同の意見を表明すること及び当社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、当社取締役会が本取引等の実施に関する決定を行うことが、当社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。）を諮問いたしました。当社取締役会は、本特別委員会への諮問にあたり、当社取締役会において、本取引等に関する当社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、当社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ことを決議しております。併せて、当社は、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、当社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、当社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当社の負担とします。なお、本特別委員会は、当社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、当社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、当社の取締役、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) 当社の取締役、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当社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おります。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おりません（当該取締役会における決議の方法については、本意見表明プレスリリースの「3. 本公開買付けに関する意見の内容、根拠及び理由」の「(6) 公正性を担保するための措

置及び利益相反を回避するための措置」の「⑤当社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。）。

また、本特別委員会は、2024 年 11 月 1 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であるマクサス・コーポレートアドバイザー及び当社のリーガル・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、その選任を承認いたしました。

その後、当社は、2024 年 11 月上旬に、本特別委員会、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と本取引等に関する協議を行い、当社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いたしました。本パートナー選定プロセスにおいては、当社の事業に強い関心を持つと考えられる TBS ホールディングス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いたしました。その結果、TBS ホールディングス及び他の候補企業を含む事業会社及び投資ファン 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、当社は、2024 年 11 月中旬、当該 4 社の候補先に対し、当社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、当社との資本提携又は当社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。）を開始する旨の連絡をいたしました。当社は、本第一次プロセスへ参加した TBS ホールディングス及び他の候補企業を含む複数の候補先に対して、質問書に対する回答及び当社経営陣へのインタビュー等の機会を提供いたしました。

そして、当社は、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いたしました。当社及び本特別委員会は、本取引等の目的、本取引等後の当社の経営方針や事業戦略の方向性、当社とのシナジー効果及び従業員の処遇、提示された当社株式 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 TBS ホールディングスのみを第二次プロセス（以下「本第二次プロセス」といいます。）に招聘することを決定いたしました。また、TBS ホールディングス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 TBS ホールディングスと当社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 日の当社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して TBS ホールディングスへの独占交渉権の付与を決議いたしました。

その後、当社は、TBS ホールディングスに対して、2025 年 1 月上旬から 2025 年 2 月下旬にかけて当社経営陣へのインタビュー及び当社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いたしました。そして、当社は、2025 年 3 月 11 日に、TBS ホールディングスより、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いたしました。

（ii）検討・交渉の経緯

当社は、マクサス・コーポレートアドバイザーから当社株式の価値算定結果に関する報告、TBS ホールディングス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まいりました。

具体的には、本公開買付価格については、当社は、2025 年 3 月 11 日、TBS ホールディングス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当社株式の終値 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。)とする提案を受けました。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ました。

これに対し、2025 年 3 月 13 日、当社は、マクサス・コーポレートアドバイザーから受けた当社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、TBS ホールディングスに対して、当該提案価格は、当社が考える当社の株式価値を大幅に下回る水準であることから、当社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いたしました。

その後、2025 年 3 月 17 日に、TBS ホールディングスより本公開買付価格の引上げを真摯に検討する一方で、TBS ホールディングス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、当社が当該提案価格を、当社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いたしました。

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、当社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、当社が作成した 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。）を基に、ディスカウント・キャッシュフロー法（以下「DCF 法」といいます。）により算定した当社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当社株式の上場来の価格帯別取引高実績から推し量られる、当社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から、当社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いたしました。

その後、当社は、2025 年 3 月 24 日に、TBS ホールディングス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当社株式の終値 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ました。

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当社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、TBS ホールディングスに対して、当該提案価格は、依然として当社が考える当社の株式価値を大幅に下回る水準であることから、当社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いたしました。

その後、当社は、2025 年 4 月 1 日に、TBS ホールディングス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当社株式の終値 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ました。

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当社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、TBS ホールディングスに対して、マクサス・コーポレートアドバイザーが当社の本事業計画を基に DCF 法により算定した当社の株式価値の算定結果、当社株式の取引高実績から推計される当社の多くの一般株主における取得価格帯、及び当社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いたしました。

その後、当社は、2025 年 4 月 8 日に、TBS ホールディングス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当社株式の終値 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ました。また、当該提案は、受領した書面によれば、必ずしも当社の多くの少数株主の皆様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。

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、当社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、当社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当社の本事業計画を基に DCF 法により算定した当社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、当社の少数株主の皆様は本公開買付けへ応募を積極的に推奨すべきとまではいえないと判断いたしました。

以上のとおり、当社としては、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、TBS ホールディングス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、当社の少数株主の利益のために継続的に交渉いたしました。しかし、本公開買付価格については当社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、当社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 2）、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当社の本事業計画を基に DCF 法により算定した当社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、当社の少数株主の皆様は本公開買付けへ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りました。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、当社株主の皆様のご判断に委ねることといたしました。

（注 2）当社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）当社の意思決定の内容

以上の経緯の下で、当社は、2025 年 4 月 10 日開催の取締役会において、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、マクサス・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「本株式価値算定書（マクサス・コーポレートアドバイザー）」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

により当社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いました。

当社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」(注 3)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」の年を迎え、新型コロナウイルス感染症拡大もあり、拡大を続けております。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ます。

(注 3) 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、当社は 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まいりました。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おります。

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おります。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 への出資も行っております。

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ります。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、当社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あいだに齟齬が生じ、必ずしも十分な評価を得ることができず、当社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ります。

当社は、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ます。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おります。

当社は、以下の点等から、当社が TBS ホールディングス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、当社の企業価値向上に資するものであると考えるに至りました。

① 事業領域の拡大

TBS ホールディングスは、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。

当社はマスメディアを保有する TBS ホールディングス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ります。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おります。

②独自データの取得・強化

TBS ホールディングスは、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られていると認識しております。当社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提供し、成果創出をしております。TBS ホールディングスの独自データも含めた、当社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、ひいては当社の企業価値向上を実現できるものと考えております。

③エンタープライズ企業へのリーチ強化

当社は、「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おります。TBS ホールディングスの提供する 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おり、当社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、TBS ホールディングスの提供する広告媒体を絡めるかたちで、当社のリーチを拡大させ、当社の事業及び企業価値の向上に資するものと考えております。

なお、当社は、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、当社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、TBS ホールディングス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、当社が本取引を通じて非公開化されることが、当社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おります。また、TBS ホールディングスとしては、当社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、当社としては、当社が本取引を通じて非公開化されることは、当社グループの取引先、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おります。

また、当社は、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おります。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おります。

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、当社としては、現状において資本市場からの資金調達の必要性はないこと、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 TBS ホールディングス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おります。なお、当社が TBS ホールディングスの完全子会社になることや TBS ホールディングス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。

当社としては、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当社株式の終値 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」(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、TBS ホールディングス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おります。

上記の通り、当社は、本公開買付けを含む本取引が、当社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、当社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、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、当社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当社の本事業計画を基に DCF 法により算定した当社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、当社の少数株主の皆様へ本公開買付けへ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りました。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、当社株主の皆様のご判断に委ねるのが相当であると判断いたしました。

なお、当社は、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、また当社が意図的に当社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ものではありません。したがって、マクサス・コーポレートアドバイザーによる本意見表明プレスリリースの「3. 本公開買付けに関する意見の内容、根拠及び理由」の「(3) 算定に関する事項」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当社株価も考慮の対象とすることに問題はないと考えております。

また、当社は、TBS ホールディングスが本新株予約権を取得したとしても TBS ホールディングス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は、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りました。

以上により、当社は、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、当社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、当社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いたしました。

当該取締役会における決議の方法については、下記「(2) 本株式売渡請求の承認に当たり本売渡株主の利益を害さないように留意した事項」の「⑤当社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。

その後、当社は、2025 年 5 月 30 日、TBS ホールディングスより、本公開買付けの結果について、当社普通株式 7,014,268 株の応募があり、その全てを取得することとなった旨の報告を受けました。この結果、2025 年 6 月 5 日（本公開買付けの決済の開始日）付で、TBS ホールディングスの有する当社普通株式の議決権所有割合（注 4）は、90.06%となり TBS ホールディングスは、当社の特別支配株主に該当することとなりました。

（注 4）「議決権所有割合」とは、①当社が 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「当社決算短信」といいます。）に記載された 2025 年 2 月 28 日現在の当社の発行済株式総数（7,144,090 株）に、②2025 年 2 月 28 日現在残存する第 2 回新株予約権 17,200 個（目的となる当社株式の数：516,000 株）、第 3 回新株予約権 2,625 個（目的となる当社株式の数：78,750 株）、第 4 回新株予約権 250 個（目的となる当社株式の数：7,500 株）、第 5 回新株予約権 100 個（目的となる当社株式の数：3,000 株）、第 6 回新株予約権 6,000 個（目的となる当社株式の数：6,000 株）、第 7 回新株予約権 9,000 個（目的となる当社株式の数：9,000 株）、第 8 回新株予約権 15,000 個（目的となる当社株式の数：15,000 株）及び第 9 回新株予約権 9,000 個（目的となる当社株式の数：9,000 株）の合計 59,175 個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）に係る議決権数（77,883 個）を分母として計算し、小数点以下第三位を四捨五入しております。

このような経緯を経て、当社は、TBS ホールディングスより、本意見表明プレスリリースの「3. 本公開買付けに関する意見の内容、根拠及び理由」の「(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）」に記載のとおり、本取引の一環として、会社法第 179 条第 1 項及び第 2 項に基づき本株式等売渡請求を行う旨の通知を、2025 年 6 月 12 日付で受領いたしました。そして、当社は、かかる通知を受け、本株式等売渡請求を承認するか否かについて、慎重に協議、検討いたしました。

その結果、当社は、2025 年 6 月 12 日開催の当社取締役会において、(a)本取引は当社の企業価値の向上に資すると判断しており、当該判断を変更すべき特段の事情が見受けられないこと、(b)本株式売渡対価は、本公開買付価格と同一の価格であるところ、当該価格の決定に際しては、本取引の公正性を担保するための措置が講じられていること等に鑑みれば、本売渡株主にとって合理的な価格であり、本売渡株主の利益を害することのないよう十分留意されていると考えられること、(c)TBS ホールディングスによれば、TBS ホールディングスは、本株式等売渡対価の全てを、同社が保有する現預金を原資として支払うことを予定しているとのことであり、本公開買付けに係る公開買付届出書の添付書類として 2025 年 4 月 9 日時点の同社の残高証明書を提出しており、同日以降、本株式等売渡対価の支払に支障を及ぼす事象は発生しておらず、今後発生する可能性も認識していないとのことであることなどから、TBS ホールディングスによる本株式等売渡対価の支払のための資金の準備状況・確保手段は相当であり、TBS ホールディングスによる本株式等売渡対価の交付の見込みはあると考えられること、(d)本株式等売渡対価の交付までの期間及び支払方法について不合理

な点は認められないことから、本株式等売渡請求に係る取引条件は相当であると考えられること、(e)本公開買付けの開始日以降本日に至るまで当社の企業価値に重大な変更は生じていないこと等を踏まえ、本株式等売渡請求は、本売渡株主及び本売渡新株予約権者の利益に配慮したものであり、本株式等売渡対価を含む本株式等売渡請求の条件等は妥当であると判断し、TBS ホールディングスからの通知のとおり、本株式等売渡請求を承認する決議をいたしました。

(2) 本株式等売渡請求の承認に当たり本売渡株主及び本売渡新株予約権者の利益を害さないように留意した事項

本株式等売渡請求は、本取引の一環として、本公開買付け後のいわゆる二段階買収の手続として行われるものであるところ、本意見表明プレスリリースの「3. 本公開買付けに関する意見の内容、根拠及び理由」の「(6) 公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置」に記載のとおり、TBS ホールディングスが2025年4月10日時点の当社の主要株主かつ筆頭株主であり当社の代表取締役社長である大淵氏及び当社の主要株主かつ第2位株主であり代表取締役である垣内氏との間で、応募予定株式の全てを本公開買付けに応募する旨の本応募契約を2025年4月10日付で締結していること、並びに本公開買付けにおいて、当社株式を非公開化することを目的としていることに鑑み、本公開買付けの公正性を担保し、利益相反を回避するため、以下の措置を講じております。以下の記載のうちTBS ホールディングスにおいて実施した措置等については、TBS ホールディングスから受けた説明に基づくものです。

① TBS ホールディングス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

TBS ホールディングスは、本公開買付け価格を決定するにあたり、TBS ホールディングス及び当社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・ローキー株式会社（以下「フーリハン・ローキー」といいます。）に対して、当社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を取得しているとのことです。詳細については、本意見表明プレスリリース「3. 本公開買付けに関する意見の内容、根拠及び理由」の「(3) 算定に関する事項」の「② 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」をご参照ください。

② 当社における独立した第三者算定機関からの株式価値算定書の取得

本意見表明プレスリリース「3. 本公開買付けに関する意見の内容、根拠及び理由」の「(3) 算定に関する事項」の「① 当社における独立した第三者算定機関からの株式価値算定書の取得」に記載のとおり、当社は本公開買付けに関する意見を決定するにあたり、TBS ホールディングス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マクサス・コーポレートアドバイザーに対して、当社の株式価値の算定を依頼し、2025年4月9日付で、本株式価値算定書（マクサス・コーポレートアドバイザー）を取得いたしました。なお、マクサス・コーポレートアドバイザーは、TBS ホールディングス及び当社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、マクサス・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、当社の第三者算定機関として承認しております。

当社がマクサス・コーポレートアドバイザーから取得した本株式価値算定書（マクサス・コーポレートアドバイザー）の概要については、本意見表明プレスリリース「3. 本公開買付けに関する意見の内容、根拠及び理由」の「(3) 算定に関する事項」の「① 当社における独立した第三者算定機関からの株式価値算定書の取得」の「(イ) 算定の概要」をご参照ください。

③ 当社における独立した法律事務所からの助言

当社は、本取引等に関する当社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、TBS ホールディングス及び当社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当社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おります。

なお、東京丸の内法律事務所は、TBS ホールディングス及び当社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、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おりません。

④ 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

(ア) 設置などの経緯

当社は、当社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、本取引等に係る当社取締役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 日開催の取締役会において、いずれも当社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いたしました。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おります。なお、当社は、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、また当社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 TBS ホールディングス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おります。

その上で、当社は、本特別委員会に対し、(i) 本取引等の目的の正当性・合理性（本取引等が当社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、(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当社取締役会が賛同の意見を表明すること及び当社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、当社取締役会が本取引等の実施に関する決定を行うことが、当社の少数株主に不利益か否か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、当社取締役会において、本取引等に関する当社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、当社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ことを決議しております。併せて、当社は、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、当社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、当社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当社の負担とします。なお、本特別委員会は、当社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、当社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、当社の取締役、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) 当社の取締役、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当社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おります。

(イ) 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ました。具体的には、本特別委員会は、当社、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、当社の事業概要、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、質疑応答を行っております。また、本特別委員会は、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マクサス・コーポレートアドバイザーから、当社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おります。さらに、当社のリーガル・アドバイザーである東京丸の内法律事務所から、当社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当社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、検討を行いました。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当社の判断の合理性、候補先から受領した最終意向表明書を基に、TBSホールディングスを最終候補先として選定した当社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、意見を述べることにより、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おります。

当社が、最終候補先としてTBSホールディングスを選定した後も、当社がTBSホールディングスから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、当社が考える当社の株式価値を大幅に下回る水準であることから、当社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、TBSホールディングスに対して、「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いたしました。その後、2025年3月17日付でTBSホールディングスから「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いたしました。その後、当社は、2025年3月24日に、TBSホールディングスから本公開買付価格を474円とする再提案を受けました。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当社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、TBSホールディングスに対して、当該提案価格は、依然として当社が考える当社の株式価値を大幅に下回る水準であることから、当社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いたしました。その後、当社は、2025年4月1日に、

TBS ホールディングスから本公開買付価格を 500 円とする再提案を受けました。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当社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、TBS ホールディングスに対して、マクサス・コーポレートアドバイザーが当社の本事業計画を基に DCF 法により算定した当社の株式価値の算定結果、当社株式の取引高実績から推計される当社の多くの一般株主における取得価格帯、及び当社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いたしました。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、当社は、2025 年 4 月 8 日に、TBS ホールディングスから本公開買付価格を 502 円とする最終提案を受けました。また、当該提案は、受領した書面によれば、必ずしも当社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、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。

(ウ) 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、当社取締役会に対し、委員全員一致で、大要以下の内容の本答申書を提出しております。

(i) 答申内容

- a 本取引は、当社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、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積極的に推奨すべきとまではいえない。
- d 当社取締役会が、当社の株主に対しては、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、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か否かについて、当社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、当社取締役会が本取引の実施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。

(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、本取引に伴い当社に生じる企業価値の向上について、当社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、説明を受けました。

当社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、当社は、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、本取引は当社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(本意見表明プレスリリース「3. 本公開買付けに関する意見の内容、根拠及び理由」の「(2) 本公開買付けに関する意見の根拠及び理由」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」の「(イ) 当社における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、当社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、当社が認識する当社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ます。他方で、TBS ホールディングス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ます。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ます。

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

- ・ 当社は、本取引に関する意見表明を行うにあたり、本公開買付け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、当社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に対して、当社株式の株式価値の算定を依頼し、2025 年 4 月 9 日付で本株式価値算定書(マクサス・コーポレートアドバイザー)を取得しております。なお、マクサス・コーポレートアドバイザーは、公開買付け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おりません。なお、本取引に係るマクサス・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、マクサス・コーポレートアドバイザーを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選任しました。
- ・ 本株式価値算定書(マクサス・コーポレートアドバイザー)によれば、当社株式の 1 株当たりの株式価値は、市場株価平均法によると、268 円～315 円、DCF 法によると 495 円～612 円、類似会社比較法によると、380 円～506 円とされています(本意見表明プレスリリース「3. 本公開買付けに関する意見の内容、根拠及び理由」の「(3) 算定に関する事項」の「①当社における独立した第三者算定機関からの株式価値算定書の取得」の「(イ) 算定の概要」に記載のとおり)。
- ・ 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、当社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ました。

- ・ また、上記算定の前提となっている当社の本事業計画の内容に関する当社及びマクサス・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、当社の本事業計画の作成経緯及び当社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ます。
- ・ したがって、本株式価値算定書（マクサス・コーポレートアドバイザー）は、特段不合理なものではないと認められます。

(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、当社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、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積極的に推奨すべきとまではいえないと認められます。

- ・ 本株式価値算定書（マクサス・コーポレートアドバイザー）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当社株式の 2025 年 4 月 9 日の東京証券取引所グロース市場における当社株式の終値 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。
- ・ 当社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当社の本事業計画を基に DCF 法により算定した当社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ます。また、本公開買付けに応募しなかった株主に対しては、当社の株主を TBS ホールディングスのみとし、当社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。）を実施するに際し、本公開買付価格に当該各株主が所有していた当社株式の数を乗じた価格と同一の価格が交付される予定とのことあり、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ます。

(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ます。

(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、本取引により当社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、当社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、当社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当社の本事業計画を基に DCF 法により算定した当社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、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積極的に推奨すべきとまではいえないと認められます。

c 本取引の手続の公正性について

(a) 本特別委員会の組成

- ・ 上記（ア）のとおり、当社は、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 名を選任しました。なお、本特別委員会の委員は、いずれも当社の社外取締役であり、TBS ホールディングス及び当社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ます。
- ・ また、当社取締役会は、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、本取引の取引条件等の交渉に実質的に関与する権限及び当社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おります。
- ・ 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ました。

(b) 利益相反回避措置の実施

- ・ 当社の取締役会においては、当社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、当社の代表取締役社長大淵氏及び代表取締役垣内氏は、TBS ホール

ディングス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、当社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ます。

- ・ その他、本取引に係る協議、検討及び交渉の過程で、TBS ホールディングス又は本取引に特別な利害関係を有する者が当社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ません。
- ・ 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ます。

(c) 独立性を有する外部専門家の専門的助言等の取得

- ・ 当社は、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 TBS ホールディングス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、本取引に関して当社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、当社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本株式価値算定書（マクサス・コーポレートアドバイザー）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、当社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の公正性といった点について慎重に検討及び協議を行いました。
- ・ 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、当社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、当社の第三者算定機関、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おります。

(d) 本特別委員会による協議・交渉

当社は、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ます。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、TBS ホールディングスのファイナンシャル・アドバイザーであるフリーハン・ローキー株式会社を介し、TBS ホールディングスとの間で、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・交渉を行いました。具体的には、TBS ホールディングスは、2025 年 3 月 11 日付で、当社に対して、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、当社が考える当社株式の適正な価値を大幅に下回る水準と認識しており、当社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いたしました。これを受け、TBS ホールディングスは、同年 3 月 17 日、当社に対して、本公開買付価格の引上げを真摯に検討する一方で、TBS ホールディングス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、当社が当該提案価格を、当社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、当社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 法により算定した当社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当社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取得価格帯を大幅に下回る水準であることから、当社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いたしました。これを受け、TBS ホールディングスは、同年 3 月 24 日、当社に対して、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、当社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、当社の本事業計画を基に DCF 法により算定した当社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当社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、当社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いたしました。その後、当社は、2025 年 4 月 1 日に、TBS ホールディングスから本公開買付価格を 500 円とする再提案を受けました。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当社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、TBS ホールディングスに対して、マクサス・コーポレートアドバイザーが当社の本事業計画を基に DCF 法により算定した当社の株式価値の算定結果、当社株式の取引高実績から推計される当社の多くの一般株主における取得価格帯、及び当社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いたしました。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、当社は、2025 年 4 月 8 日に、TBS ホールディングスから本公開買付価格を 502 円とする最終提案を受けました。

以上のとおり、本特別委員会は、TBS ホールディングスとの間で、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・交渉を行っております。

(e) 入札手続の実施

当社は、本取引の相手方の選定にあたり、2024 年 11 月上旬より、TBS ホールディングス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ました。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

の候補者から当社の企業価値向上に向けた提案を受ける機会を確保しました。当社及び本特別委員会は、本取引の目的、本取引後の当社の経営方針や事業戦略の方向性、当社とのシナジー効果及び従業員の処遇、提示された当社株式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、TBSホールディングスが、当社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、TBSホールディングス1社を本第二次プロセスに招聘することを決定しました。

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ます。

(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、本公開買付けにおける買付け等の期間(以下「公開買付け期間」といいます。)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、②TBSホールディングスと当社とは、TBSホールディングス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、上記公開買付け期間の設定と併せ、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ます。

(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
- ・ 本株式価値算定書(マクサス・コーポレートアドバイザリー)による当社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
- ・ 当社とTBSホールディングス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ます。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当社の少数株主には、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、TBSホールディングスによれば、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当社の少数株主に対して、本公開買付け価格に当該株主が所有していた当社株式の数を乗じた価格と同一になるよう算定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ます。

(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ます。

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、本取引は当社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当社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、当社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、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、当社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当社の本事業計画を基に DCF 法により算定した当社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、当社の少数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積極的に推奨すべきとまではいえないと認められます。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、当社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ます。

e 当社取締役会が本取引の実施を決定することは、当社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、当社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ます。

⑤ 当社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

当社取締役会は、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、当社の企業価値の向上、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いました。

その結果、当社は、本意見表明プレスリリース「3. 本公開買付けに関する意見の内容、根拠及び理由」の「(2) 本公開買付けに関する意見の根拠及び理由」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」の「(イ) 当社における意思決定の過程及び理由」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、当社の取締役 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、同時点における当社の主要株主であり、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当社取締役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、当社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、当社の株主の皆様に対しては、本公開買付価格である502円は、当社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、当社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おります。また、上記の取締役会に参加した取締役6名において、TBSホールディングス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おりません。なお、当社取締役のうち、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、当社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、当社の立場において本取引の検討、本取引に係るTBSホールディングスとの協議・交渉にも一切参加しておりません。

⑥ 入札プロセスの実施

当社は、2024年11月中旬より、TBSホールディングスを含む候補先に打診することによるパートナー選定プロセスを実施し、その結果、TBSホールディングスを含む4社の候補先と第1次入札プロセスを実施しました。本第1次入札プロセスでは、質問書に対する回答及び当社経営陣へのインタビュー等の機会を提供し、その結果、TBSホールディングスを含む4社の候補先から当社の企業価値向上に向けた第1次意向表明書を受領しました。当社は、本取引の目的、本取引後の当社の経営方針や事業戦略の方向性、当社とのシナジー効果及び従業員の処遇、提示された当社株式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、TBSホールディングスを最終入札プロセスに招聘することを決定しております。

かかる経緯を踏まれば、本取引においては、潜在的な買収者の有無を調査するマーケット・チェックが行われたと評価することが可能と考えられます。

⑦ 当社の株主が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を確保するための措置等

TBSホールディングスは、本意見表明プレスリリース「3. 本公開買付けに関する意見の内容、根拠及び理由」の「(4) 本公開買付け後の組織再編などの方針（いわゆる二段階買収に関する事項）」に記載のとおり、(i) 本公開買付けの決済の完了後速やかに、TBSホールディングスが本公開買付けの成立により取得する当社株式数に応じて、本株式等売渡請求をすること又は本株式併合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本臨時株主総会の開催を当社に対して要請することを予定しており、当社の株主の皆様（TBSホールディングス及び当社を除きます。）に対して株式買取請求権又は価格決定請求権が確保されない手法は採用しないこと、(ii) 本株式等売渡請求又は本株式併合をする際に、当社の株主の皆様に対価として交付される金銭は本公開買付価格に当該各株主の皆様（TBSホールディングス及び当社を除きます。）の所有する当社株式の数を乗じた価格と同一となるように算定されることを明らかにしていることから、当社の株主の皆様（TBSホールディングス及び当社を除きます。）が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を確保し、これをもって強圧性が

生じないように配慮しているとのことです。

また、TBS ホールディングスは、公開買付期間について、法令に定められた最短期間が 20 営業日であるところ、32 営業日に設定しているとのことです。公開買付期間を法令に定められた最短期間 20 営業日より比較的長期に設定することにより、当社の株主の皆様及び本新株予約権者の皆様が本取引の是非や本公開買付価格の妥当性について熟慮し、本公開買付けに応募するか否かについて適切な判断を行うための機会を確保しているとともに、当社株式について TBS ホールディングス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いるとのことです。

⑧ 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 TBS ホールディングスが所有する当社の議決権が当社の総議決権数の 3 分の 2 以上となるように 5,180,200 株 (所有割合 (注 5) 66.51%) に設定しているとのことです。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当社株式 (合計: 1,952,100 株、所有割合: 25.06%) 及び当社新株予約権 (合計: 14,400 個 (目的となる当社株式数: 432,000 株、所有割合: 5.55%)) の他に、TBS ホールディングスと利害関係を有さない当社の株主の皆様が所有する当社株式 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。TBS ホールディングスと利害関係を有さない当社の株主の皆様が所有する当社株式数は、当社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 (目的となる当社株式の数: 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) に相当する当社株式数 (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)」条件を満たしているとのことです。

(注 5) 「所有割合」とは、①当社が 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「当社決算短信」といいます。)に記載された 2025 年 2 月 28 日現在の当社の発行済株式総数 (7,144,090 株) に、②当社から 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 (目的となる当社株式の数: 516,000 株)、第 3 回新株予約権 2,625 個 (目的となる当社株式の数: 78,750 株)、第 4 回新株予約権 250 個 (目的となる当社株式の数: 7,500 株)、第 5 回新株予約権 100 個 (目的となる当社株式の数: 3,000 株)、第 6 回新株予約権 6,000 個 (目的となる当社株式の数: 6,000 株)、第 7 回新株予約権 9,000 個 (目的となる当社株式の数: 9,000 株)、第 8 回新株予約権 15,000 個 (目的となる当社株式の数: 15,000 株) 及び第 9 回新株予約権 9,000 個 (目的となる当社株式の数: 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「当社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。))。

4 本株式売渡対価及び本新株予約権売渡対価の支払のための資金を確保する方法についての定め
の相当性その他の本株式売渡対価及び本新株予約権売渡対価の交付の見込みに関する事項 (会社法第 179 条の 5 第 1 項第 4 号、会社法施行規則第 33 条の 7 第 2 号)

TBS ホールディングスは、本株式売渡対価及び本新株予約権売渡対価の全てを、TBS ホールディングスが保有する現預金によりお支払いすることを予定しているところ、TBS ホールディングスが 2025 年 4 月 11 日から同年 5 月 29 日までの期間において実施した当社の株券等に対する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した 2025 年 4 月 9 日現在の TBS ホールディングスの預金に係

る残高証明書を確認した結果、TBS ホールディングスは本株式売渡対価及び本新株予約権売渡対価のための資金に相当する銀行預金を有していること、また、TBS ホールディングスによれば、同日以降、TBS ホールディングスにおいて、本株式売渡対価及び本新株予約権売渡対価の支払いに影響を及ぼす事象は発生しておらず、今後発生する可能性も現在認識していないことから、TBS ホールディングスによる本株式売渡対価及び本新株予約権売渡対価の交付の見込みがあると判断しております。

5 株式等売渡請求に係る取引条件についての定め相当性に関する事項（会社法第 179 条の 5 第 1 項第 4 号、会社法施行規則第 33 条の 7 第 3 号）

本株式売渡対価及び本新株予約権売渡対価は、取得日以降合理的な期間内に、取得日の前日における最終の当社の株主名簿及び新株予約権原簿に記載又は記録された本売渡株主及び本売渡新株予約権者の住所又は本売渡株主及び本売渡新株予約権者が当社に通知した場所において、当社による配当財産の交付の方法に準じて交付されるものとします。ただし、当該方法による交付ができなかった場合には、本株式売渡対価及び本新株予約権売渡対価の交付について、当社の本店所在地にて当社が指定した方法、TBS ホールディングスが指定した場所及び方法又は当社 TBS ホールディングスで協議の上決定された場所及び方法のいずれかにより、本売渡株主及び本売渡新株予約権者に対する本株式売渡対価及び本新株予約権売渡対価を支払うものとされているところ、上記の本株式売渡対価及び本新株予約権売渡対価の交付までの期間及び支払方法について不合理な点は認められないことから、本株式等売渡請求に係る取引条件は相当であると判断しております。

6 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の内容（会社法第 179 条の 5 第 1 項第 4 号、会社法施行規則第 33 条の 7 第 4 号）

TBS ホールディングスは、2025 年 4 月 11 日から 2025 年 5 月 29 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 6 月 5 日をもって、当社株式 7,014,268 株（所有割合：90.06%）を所有するに至りました。

以上