

【表紙】

【提出書類】	意見表明報告書
【提出先】	関東財務局長
【提出日】	2025年9月12日
【報告者の名称】	株式会社デジタルホールディングス
【報告者の所在地】	東京都千代田区四番町6番
【最寄りの連絡場所】	東京都千代田区四番町6番
【電話番号】	03-5745-3611
【事務連絡者氏名】	執行役員グループファイナンス領域担当 高橋 慎治
【縦覧に供する場所】	株式会社デジタルホールディングス (東京都千代田区四番町6番) 株式会社東京証券取引所 (東京都中央区日本橋兜町2番1号)

(注1) 本書中の「当社」とは、株式会社デジタルホールディングスをいいます。

(注2) 本書中の「公開買付者」とは、株式会社博報堂DYホールディングスをいいます。

(注3) 本書中の記載において計数が四捨五入又は切捨てされている場合、合計として記載される数値は計数の総和と必ずしも一致しません。

(注4) 本書中の「法」とは、金融商品取引法（昭和23年法律第25号。その後の改正を含みます。）をいいます。

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

(注6) 本書中の「株券等」とは、株式及び新株予約権に係る権利をいいます。

(注7) 本書中の「営業日」とは、行政機関の休日に関する法律（昭和63年法律第91号。その後の改正を含みます。）第1条第1項各号に掲げる日を除いた日をいいます。

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

(注9) 本書の提出に係る公開買付け（以下「本公開買付け」といいます。）は、日本の金融商品取引法で定められた手続及び情報開示基準を遵守して実施されますが、これらの手続及び基準は、米国における手続及び情報開示基準とは必ずしも同じではありません。特に、米国1934年証券取引所法（Securities Exchange Act of 1934）（その後の改正を含みます。以下「米国1934年証券取引所法」といいます。）第13条(e)項又は第14条(d)項及びこれらの条項に基づく規則は本公開買付けには適用されず、本公開買付けはこれらの手続及び基準に沿ったものではありません。本書及び本書の参照書類に含まれる全ての財務情報は米国の会計基準に基づくものではなく、米国の会社の財務諸表と同等のものとは限りません。また、公開買付者及び当社は米国外で設立された法人であり、それらの役員の一部又は全部は米国居住者ではないこと等から、米国の証券関連法に基づいて主張し得る権利及び請求を行使することが困難となる可能性があります。さらに、米国の証券関連法の違反を根拠として、米国外の法人又はその役員に対して米国外の裁判所において法的手続を開始することができない可能性があります。加えて、米国外の法人並びに当該法人の子会社・関連者（affiliate）について米国の裁判所の管轄が認められるとは限りません。また、株主が米国外の法人並びに当該法人の子会社及び関連者に米国の裁判所の管轄に従わせることができる保証はありません。

(注10) 本公開買付けに関する全ての手続は、特段の記載がない限り、全て日本語において行われるものとします。本公開買付けに関する書類の全部又は一部については英語で作成されますが、当該英語の書類と日本語の書類との間に齟齬が存在した場合には、日本語の書類が優先するものとします。

(注11) 本書及び本書の参照書類の記載には、米国1933年証券法（Securities Act of 1933）（その後の改正を含みます。）第27A条及び米国1934年証券取引所法第21E条で定義された「将来に関する記述」が含まれています。既知若しくは未知のリスク、不確実性又はその他の要因により、実際の結果がこれらの「将来に関する記述」に明示的又は黙示的に示された内容と大きく異なる可能性があります。公開買付者、当社又はそれぞれの関連者は、これらの「将来に関する記述」に明示的又は黙示的に示された内容が達成されることを保証するものではありません。本書及び本書の参照書類中の「将来に関する記述」は、本書の日付の時点で公開買付者及び当社が有する情報を基に作成されたものであり、法令又は金融商品取引所規則で義務付けられている場合を除き、公開買付者、当社又はそれぞれの関連者は、将来の事象や状況を反映するために、その記述を更新したり修正したりする義務を負うものではありません。

(注12) 公開買付者及び当社の各ファイナンシャル・アドバイザー並びに公開買付代理人（それらの関連者を含みます。）は、それらの通常の業務の範囲において、日本の金融商品取引関連法規制及びその他適用ある法令上許容される範囲で、米国1934年証券取引所法規則14e - 5 (b)の要件に従い、当社の普通株式又は新株予約

権を自己又は顧客の計算で、本公開買付けの開始前、又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。）中に本公開買付けによらず買付け等又はそれに向けた行為を行う可能性があります。そのような買付けは市場取引を通じた市場価格又は市場外での交渉で決定された価格で行われる可能性があります。そのような買付け等に関する情報が日本で開示された場合には、当該買付け等を行った者の英語ウェブサイト（又はその他の開示方法）により米国においても英文で開示が行われます。

1【公開買付者の氏名又は名称及び住所又は所在地】

名称 株式会社博報堂D Yホールディングス

所在地 東京都港区赤坂五丁目3番1号

2【公開買付者が買付け等を行う株券等の種類】

(1) 普通株式

(2) 新株予約権

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）

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新株予約権（以下「第10回新株予約権」といいます。）第9回新株予約権及び第10回新株予約権を総称して以下「本新株予約権」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）

3【当該公開買付けに関する意見の内容、根拠及び理由】

(1) 意見の内容

当社は、2025年9月11日開催の取締役会において、下記「(2) 意見の根拠及び理由」の「当社が本公開買付けに賛同するに至った意思決定の過程及び理由」に記載の根拠及び理由に基づき、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の所有者（以下「本新株予約権者」といいます。）の皆様のご判断に委ねる旨の決議を行いました。

なお、上記取締役会決議は、下記「(6) 本公開買付価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置」の「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」に記載の方法により決議されております。

(2) 意見の根拠及び理由

本「(2) 意見の根拠及び理由」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。

本公開買付けの概要

公開買付者は、2025年9月11日開催の取締役会において、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。）プライム市場に上場している当社の普通株式（以下「当社株式」といいます。）の全て（但し、本新株予約権の行使により交付される当社株式を含み、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1）、所有割合（注2）：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。）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。）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。）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4）、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」といいます。）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」といいます。）H I B Cと総称して「本不応募合意株主」といいます。）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」といいます。）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。4,921,000株、所有割合：26.35%）並びに当社が所有する自己株式を除きます。）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、本公開買付けを実施することを決議したとことです。なお、本書提出日現在、公開買付者は、当社株式及び本新株予約権を所有していないとことです。

（注1） 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所有当社株式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2） 「所有割合」とは、当社半期報告書に記載された2025年6月30日現在の発行済株式総数（17,459,907株）に、当社の2025年6月30日現在残存する本新株予約権（12,160個（注3））の目的となる当社株式の数（1,216,000株）を加算した株式数（18,675,907株。以下「潜在株式勘案後株式総数」といいます。）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。）をいうとことです。なお、2025年6月30日現在、当社は自己株式を所有しておりません。

（注3） 当社の2025年6月30日現在残存する本新株予約権の内訳は以下のとおりです。なお、本新株予約権のいずれも、目的となる当社株式の数は1個につき100株です。

名称	個数	目的となる当社株式の数
第9回新株予約権	3,460個	346,000株
第10回新株予約権	8,700個	870,000株
計	12,160個	1,216,000株

(注4) 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・スペース所有当社株式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。

本公開買付けの実施にあたり、公開買付者は、2025年9月11日付で、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%。以下「鉢嶺氏応募合意株式」といいます。)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%。鉢嶺氏応募合意株式と併せて「鉢嶺氏応募合意株式等」といいます。)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。)を締結しており、また、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H I B Cの発行済株式の全て(以下「H I B C株式」といいます。)を公開買付者に譲り渡すこと、及び鉢嶺氏が、H I B Cをして、H I B C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。)を締結しているとのことです。なお、鉢嶺氏応募契約の詳細については、下記「(7)本公開買付けに関する重要な合意に関する事項」の「鉢嶺氏応募契約」を、鉢嶺氏株式譲渡契約の詳細については、下記「(7)本公開買付けに関する重要な合意に関する事項」の「鉢嶺氏株式譲渡契約」を、それぞれご参照ください。

また、公開買付者は、2025年9月11日付で、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%。以下「野内氏応募合意株式」といいます。)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%。野内氏応募合意株式と併せて「野内氏応募合意株式等」といいます。)(以下、鉢嶺氏及び野内氏を総称して「本応募合意株主」といい、鉢嶺氏及び野内氏が本公開買付けに応募することに合意している鉢嶺氏応募合意株式等及び野内氏応募合意株式等を併せて「本応募合意株式等」といいます。合計:1,390,000株、所有割合:7.44%)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。)を締結しており、また、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(以下「タイム・アンド・スペース株式」といいます。)を公開買付者に譲り渡すこと(以下、公開買付者がH I B C株式及びタイム・アンド・スペース株式を譲り受けることを通じて、間接的に本応募合意株式を所有することを含め、以下「本株式譲渡」といいます。)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。)を締結したとのことです。なお、野内氏応募契約の詳細については、下記「(7)本公開買付けに関する重要な合意に関する事項」の「野内氏応募契約」を、野内氏株式譲渡契約の詳細については、下記「(7)本公開買付けに関する重要な合意に関する事項」の「野内氏株式譲渡契約」を、それぞれご参照ください。

公開買付者は、下記「公開買付者が本公開買付けの実施を決定するに至った背景、目的及び意思決定の過程、並びに本公開買付け後の経営方針」に記載のとおり、本応募合意株主から、税務的な観点を踏まえ、H I B C所有当社株式の全て及びタイム・アンド・スペース所有当社株式の全てを本公開買付けに応募せず、本公開買付け成立後に本応募合意株主からH I B C株式及びタイム・アンド・スペース株式を譲り受ける本株式譲渡のストラクチャーの提案を受けたところ、本株式譲渡によっても、公開買付者は本応募合意株主を通じて本応募合意株式の全てを間接的に取得することが可能であることから本取引の目的を達成できると考えているとのことです。また、本応募合意株主のいずれもが、本株式譲渡の実行日(以下「本株式譲渡日」といいます。)までに、本応募合意株式及び有利子負債以外の資産及び債務を野内氏が別途設立する会社(以下「新設分割設立会社」といいます。)に新設分割(以下「本新設分割」といいます。)の方法若しくは、効率的に承継手続を進める観点から本公開買付けの開始前に鉢嶺氏が別途設立した同氏が代表取締役を務める株式会社3i(以下「吸収分割承継会社」といいます。)に吸収分割(以下「本吸収分割」といいます。)の方法により承継させ、本株式譲渡日において本応募合意株式及び有利子負債以外の資産及び負債を有しない資産管理会社となることを踏まえて、本応募合意株主との間で、H I B C株式及びタイム・アンド・スペース株式の取得価額、取得方法等について協議を重ね、本株式譲渡日において本応募合意株主が所有する本応募合意株式以外の資産及び負債の内容を確認した結果、公開買付者が鉢嶺氏に対して支払うH I B C株式の譲渡価額(以下「H I B C株式譲渡価額」といいます。)は、H I B CがH I B C所有当社株式を本公開買付けに応募した場合にH I B Cが受領する価額と同等の経済的価値を受領すること、また、同じく公開買付者が野内氏に対して支払うタイム・アンド・ス

ペース株式の譲渡価額（以下「タイム・アンド・スペース株式譲渡価額」といいます。）は、タイム・アンド・スペースがタイム・アンド・スペース所有当社株式を本公開買付けに応募した場合にタイム・アンド・スペースが受領する価額と同等の経済的価値を受領することとなるため、いずれも法第27条の2第3項及び令第8条第3項に定める公開買付け価格の均一性規制に反しないと判断しているとのことです。なお、H I B C 株式譲渡価額は、（ ）H I B C 所有当社株式に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「本公開買付け価格」といいます。）（1株につき1,970円）を乗じた金額（8,904,794,000円）から、（ ）本株式譲渡日におけるH I B C の負債の簿価（約3,456百万円）及び本株式譲渡の実行後にH I B C にて支払い予定の課税債務を控除した額とすることを想定しており、その場合、H I B C が当社株式の所有・管理を目的とする資産管理会社であることを踏まえると、H I B C 株式譲渡価額は、H I B C がその所有する当社株式を本公開買付けに応募した場合の対価と実質的に異ならず、経済的な合理性が認められると判断しているとのことです（注5）。また、本株式譲渡後同日付で、H I B C の当社株式を所有している事業（以下「H I B C 当社株式保有事業」といいます。）に関する権利義務（すなわち、本吸収分割の方法により吸収分割承継会社に承継させなかったH I B C の本不応募合意株式及び有利子負債をいいます。）を、簡易吸収分割の方法により公開買付者へ承継すること（以下「H I B C 吸収分割」といいます。）を予定しているとのことです。また、タイム・アンド・スペース株式譲渡価額も、（ ）タイム・アンド・スペース所有当社株式に本公開買付け価格（1株につき1,970円）を乗じた金額（789,576,000円）から、（ ）本株式譲渡日におけるタイム・アンド・スペースの負債の簿価（約381百万円）及び本株式譲渡の実行後にタイム・アンド・スペースにて支払い予定の課税債務を控除した額とすることを想定しており、その場合、タイム・アンド・スペースが当社株式の所有・管理を目的とする資産管理会社であることを踏まえると、タイム・アンド・スペース株式譲渡価額は、タイム・アンド・スペースがその所有する当社株式を本公開買付けに応募した場合の対価と実質的に異ならず、経済的な合理性が認められると判断しているとのことです（注6）。また、本株式譲渡後同日付で、タイム・アンド・スペースの当社株式を所有している事業（以下、H I B C 当社株式保有事業と併せて「本当社株式保有事業」といいます。）に関する権利義務（すなわち、本新設分割の方法により新設分割設立会社に承継させなかったタイム・アンド・スペースの本不応募合意株式及び有利子負債をいいます。）を、簡易吸収分割の方法により公開買付者へ承継すること（以下「タイム・アンド・スペース吸収分割」といい、H I B C 吸収分割と併せて「本簡易吸収分割」といいます。）を予定しているとのことです。

（注5） 上記（ ）につき、H I B C が所有する本不応募合意株式を本公開買付け価格と同額に評価するものであり、かつ、上記（ ）につき、本株式譲渡日におけるH I B C の負債をその元利金の合計額と同額で簿価評価の上、H I B C 株式譲渡価額を調整するものであるため、公開買付者は、本株式譲渡は、H I B C の株式の取得における価格に相当性があると認められる場合であると判断しているとのことです。なお、本株式譲渡日におけるH I B C の負債については、貸付人を鉢嶺氏とするH I B C による借入金債務及び本株式譲渡の実行後にH I B C にて支払い予定の課税債務であり、貸付人を鉢嶺氏とするH I B C による借入金債務については、H I B C は、本株式譲渡の実行後、本株式譲渡の実行日である本公開買付けの決済の開始日に、鉢嶺氏に対し当該借入金を返済する予定であることから、当該日のその元利金の合計額と同額で評価しているとのことです。

（注6） 上記（ ）につき、タイム・アンド・スペースが所有する本不応募合意株式を本公開買付け価格と同額に評価するものであり、かつ、上記（ ）につき、本株式譲渡日におけるタイム・アンド・スペースの負債をその元利金の合計額と同額で簿価評価の上、タイム・アンド・スペース株式譲渡価額を調整するものであるため、公開買付者は、本株式譲渡は、タイム・アンド・スペースの株式の取得における価格に相当性があると認められる場合であると判断しているとのことです。なお、本株式譲渡日におけるタイム・アンド・スペースの負債については、貸付人を野内氏とするタイム・アンド・スペースによる借入金債務及び本株式譲渡の実行後にタイム・アンド・スペースにて支払い予定の課税債務であり、貸付人を野内氏とするタイム・アンド・スペースによる借入金債務については、タイム・アンド・スペースは、本株式譲渡の実行後、本株式譲渡の実行日である本公開買付けの決済の開始日中に、野内氏に対し当該借入金を返済する予定であることから、当該日のその元利金の合計額と同額で簿価評価しているとのことです。

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（所有割合：40.55%）として設定しており、本公開買付けに応募された株券等（以下「応募株券等」といいます。）の総数が買付予定数の下限（7,572,454株）に満たない場合は、応募株券等の全部の買付け等を行わないとのことです。他方、公開買付者は、本公開買付けにおいて当社株式の全て（但し、本新株予約権の行使により交付される当社株式を含み、本不応募合意株式及び当社が所有する自己株式を除きます。）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していることから、買付予定数の上限は設定しておらず、応募株券等の総数が買付予定数の下限（7,572,454株）以上の場合は、応募株券等の全部の買付け等を行うとのことです。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、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

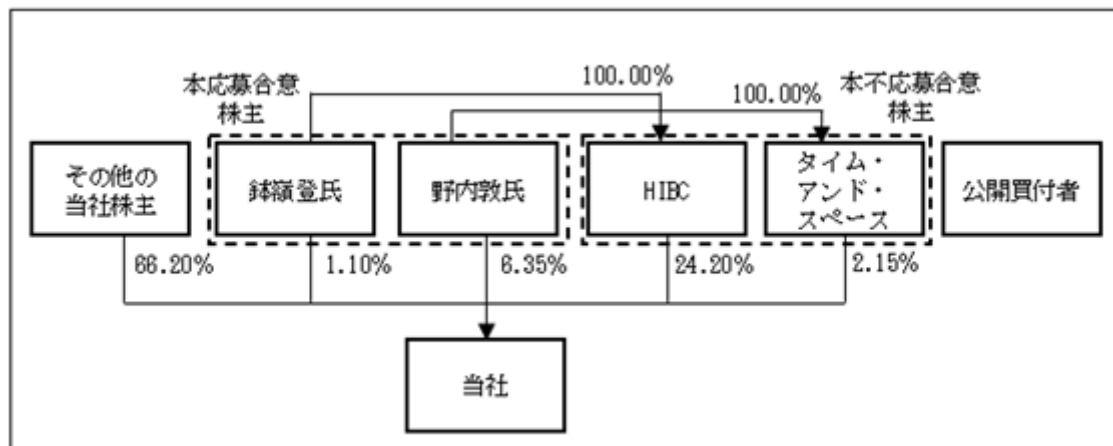
を本公開買付けに応募することにより公開買付者に対して譲渡することについて包括的に承認する旨の決議をしております。

買付予定数の下限は、潜在株式勘案後株式総数（18,675,907株）から、本応募合意株主が所有する本応募合意株式等数（1,390,000株）及び本不応募合意株式数（4,921,000株）を控除した株式数（12,364,907株）の過半数となる株式数（6,182,454株、小数点以下切り上げ）に、本応募合意株式等数（1,390,000株）を加算した株式数（7,572,454株）としたとのことです。かかる買付予定数の下限を設定したことで、公開買付者及び本応募合意株主と利害関係を有しない当社の株主からその株式数の過半数、すなわち、いわゆる「マジョリティ・オブ・マイノリティ（Majority of Minority）」（下記「(6) 本公開買付価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置」の「マジョリティ・オブ・マイノリティ（Majority of Minority）」に相当する数を上回る買付予定数の下限の設定」において定義します。以下同じです。）に相当する数の同意が得られない場合には本公開買付けは成立しないため、当社の少数株主の意思を重視したものとなっているとのことです。なお、公開買付者は、当社を完全子会社化することを目的として、本公開買付けが成立したものの、公開買付者が当社株式の全て（但し、本新株予約権の行使により交付される当社株式を含み、本不応募合意株式及び当社が所有する自己株式を除きます。）及び本新株予約権の全てを取得できなかった場合で、本株式併合（下記「(5) 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）」の「本株式併合」において定義します。以下同じです。）の手続を実施する際には、会社法（平成17年法律第86号。その後の改正を含みます。以下「会社法」といいます。）第309条第2項に規定する株主総会における特別決議が要件とされますが、かかる買付予定数の下限は、本公開買付け成立後に公開買付者及び本株式譲渡により公開買付者の特別支配株主完全子法人となる予定の本不応募合意株主が所有する当社の議決権の数の合計が当社の総株主の議決権の数の3分の2以上を所有するものであり、本取引の実施を確実に遂行できる株式数となっているとのことです。

公開買付者は、本公開買付けが成立したものの、本公開買付けにより、当社株式の全て（但し、本新株予約権の行使により交付される当社株式を含み、本不応募合意株式及び当社が所有する自己株式を除きます。）及び本新株予約権の全てを取得できなかった場合には、本公開買付けの成立後、下記「(5) 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）」に記載の手続（以下「本スクイズアウト手続」といいます。）を実施することを予定しているとのことです。

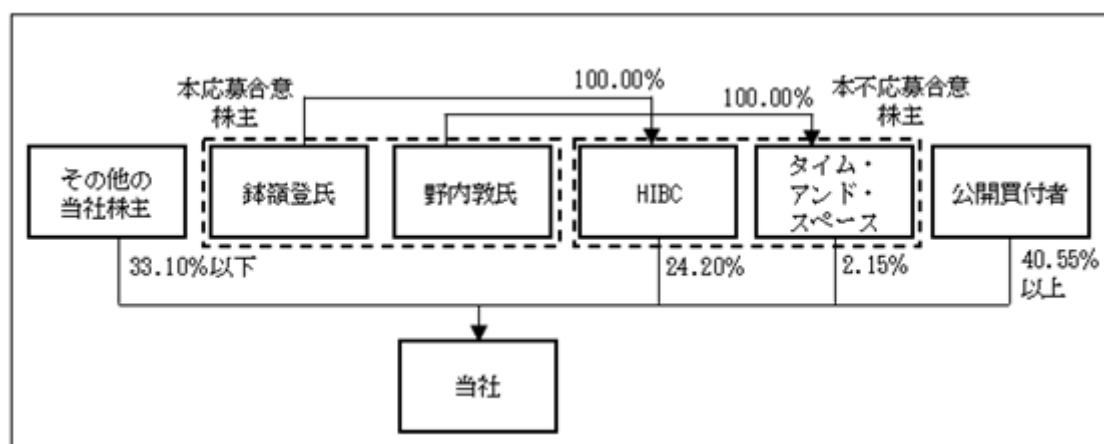
なお、現在想定されている本取引を図で表示するとその概要は概要以下のとおりとなるとのことです。

・ 本公開買付け実施前（現状）



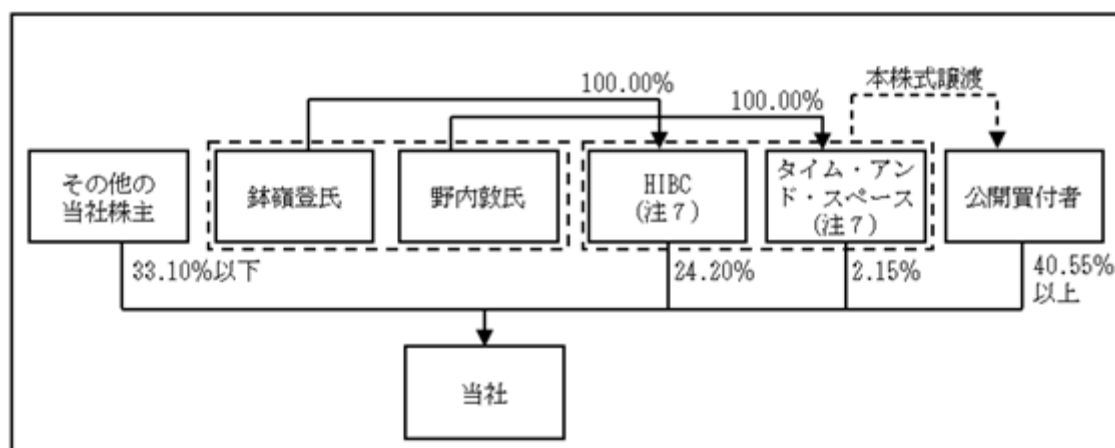
・本公開買付けの実施後

公開買付者は、当社株式の全て（但し、本新株予約権の行使により交付される当社株式を含み、本不應募合意株式及び当社が所有する自己株式を除きます。）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化することを目的とする本取引の一環として、本公開買付けを実施。



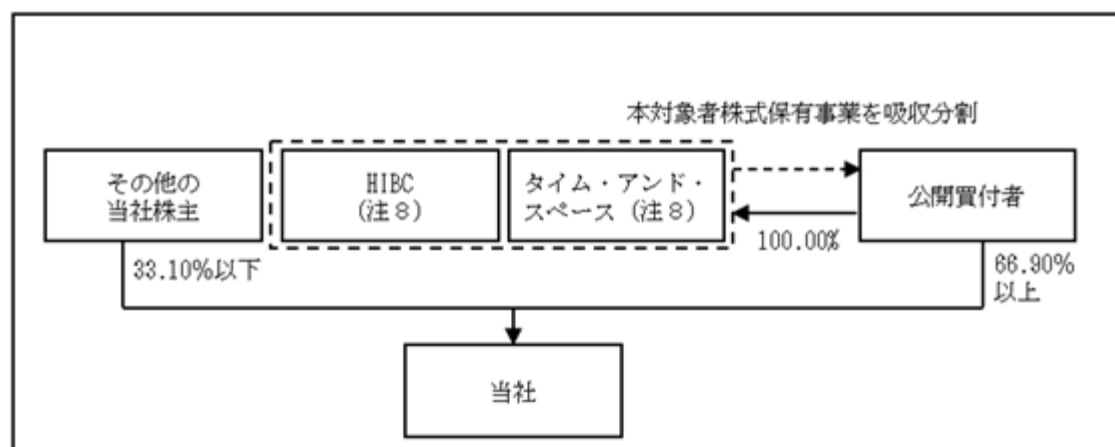
・本株式譲渡

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に、公開買付者は鉢嶺氏からHIBC株式を、野内氏からタイム・アンド・スペース株式をそれぞれ取得する本株式譲渡を実施。



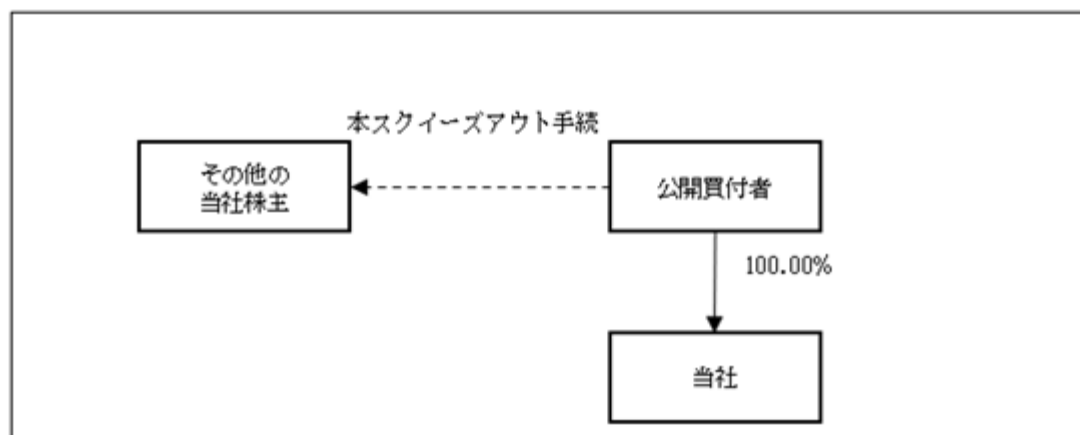
（注7） 本株式譲渡の実行日までに、HIBC及びタイム・アンド・スペースは、それぞれ本吸収分割又は本新設分割の方法により、本不應募合意株式のみの資産を所有し、本応募合意株主からの借入債務のみの有利子負債を負う会社となり、本不應募合意株式及び有利子負債以外の資産及び債務は吸収分割承継会社若しくは新設分割設立会社に承継される予定とのことです。

・本簡易吸収分割



（注8） 本株式譲渡後同日付で、HIBC及びタイム・アンド・スペースは、本当社株式保有事業に関する権利義務を、簡易吸収分割により公開買付者へ承継することを予定しているとのことです。

・本スクイーズアウト手続後



公開買付者が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

() 本公開買付けの実施を決定するに至った背景、目的及び意思決定の過程

公開買付者は、2003年10月に、株式会社博報堂、株式会社大広及び株式会社読売広告社の経営統合に伴い、これら国内広告会社3社の株式移転により設立された持株会社であり、2003年12月には、上記3社のメディア・コンテンツ関連組織を分社・統合して設立された総合メディア事業会社である株式会社博報堂DYメディアパートナーズを加えた4社（本書提出日現在、株式会社博報堂DYメディアパートナーズを除く3社は公開買付者の完全子会社となります。）を中核とする広告会社グループとなり、2005年2月に東京証券取引所市場第一部に株式を上場し、2022年4月の東京証券取引所の市場区分見直しに伴い、東京証券取引所プライム市場に移行したとのことです。2024年4月には公開買付者グループにおけるデジタルマーケティングのコアカンパニーとして、広告運用、データ分析及びソリューション開発等の統合的なデジタルマーケティングサービスを提供する株式会社Hakuhodo DY ONEを設立し、2025年4月には、株式会社Hakuhodo DY ONEを吸収合併存続会社、デジタル・アドバイジング・コンソーシアム株式会社及び株式会社アイレップを吸収合併消滅会社とする吸収合併を行うことによりこれら2社を統合し、公開買付者グループのデジタルマーケティングのリソースとノウハウを集約したとのことです。さらに2025年4月には、よりシームレスなフルファネルマーケティング（注9）体制の構築を目指して、総合広告会社である株式会社博報堂と総合メディア事業会社としての機能を担っていた株式会社博報堂DYメディアパートナーズを統合したとのことです。公開買付者、子会社384社及び関連会社64社（本書提出日現在）により構成される企業グループ（以下「公開買付者グループ」といいます。）は、「生活者発想」「パートナー主義」という2つのポリシーを基軸に、時代と社会の変化をいち早くつかみ、企業のマーケティング活動やイノベーションの創出を推進するパートナーとして、従来の広告ビジネスの枠組みにとらわれることなく事業領域を拡大させてきたと考えているとのことです。

（注9） 「フルファネルマーケティング」とは、商品やサービスに対する消費者の認知から購買、さらにはリピートに至るまで、消費者の一連の購買プロセスを包括的に捉えながら、各プロセスに応じて最適な働きかけをするマーケティング手法をいうとのことです。

現在は、総合広告会社である株式会社博報堂グループ、株式会社大広グループ、株式会社読売広告社グループ、デジタルマーケティング領域のコアとなる株式会社Hakuhodo DY ONEグループ、中小企業（いわゆるSMB企業）や地域企業の支援に特徴を持つソウルドアウト株式会社グループ、戦略事業組織であるkyuグループの6つのグループがそれぞれ異なる専門性と個性を活かしたユニークな企業集団として成長し続けていると考えているとのことです。

公開買付者は、2024年6月21日に発表した新中期経営計画（2025年3月期～2027年3月期）において、これまで以上に急激に変化する不確実な環境の中、ブレない強固な価値観を持ちながら常時変革を行い成長し続けるために、「グローバルパーパス」と「目指すべき姿」を定めたとのことです。グループのグローバルパーパスを「生活者、企業、社会。それぞれの内なる想いを解き放ち、時代をひらく力にする。Aspirations Unleashed」と設定し、このパーパスを起点に、全ての企業活動を行っているとのことです。そしてこのグローバルパーパスを実現するために、「従来の“広告会社グループ”の枠を超え、“クリエイティビティ・プラットフォーム”へと進化していく」ことを掲げているとのことです。生活者発想を起点としたクリエイティビティを強みとして、生活者・企業・社会をつなぎ、新たな関係価値を生み出すことで、未来を創造するグループとなることを目指し、当該中計の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」「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

いるとのこと。さらに、「クリエイティビティ・プラットフォーム」を構成する6つの事業領域として、「マーケティングビジネス」「コンサルティングビジネス」「テクノロジービジネス」「コンテンツビジネス」「インキュベーションビジネス」「グローバルビジネス」を設定し、グループ全体の事業構造変革を推進しているとのこと。中でも「マーケティングビジネス」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、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とのこと。

一方で、当社は、1994年3月に鉢嶺氏によって、東京都港区にファックスを用いたダイレクトメール等のマーケティングサービスの提供を目的に有限会社デカレッグスとして設立され、1995年4月に株式会社に組織変更すると同時に株式会社オプトに商号変更いたしました。また、当社株式については、2004年2月に日本証券業協会に店頭売買銘柄として登録され、同年12月に日本証券業協会へ店頭売買銘柄としての登録を取り消し、株式会社ジャスダック証券取引所に上場し、2013年10月に東京証券取引所第一部指定を受けました。2015年4月に純粋持株体制に移行すると同時に商号を株式会社オプトホールディングに変更後、2020年7月に、主事業を2000年7月から本格的に開始した「インターネット広告代理事業」から企業のデジタルシフト支援とプロダクト開発を主軸に据えた「デジタルシフト事業」への構造改革を行うにあたり現在の株式会社デジタルホールディングスへ商号変更いたしました。その後、2022年4月4日の東京証券取引所の市場区分の変更に伴い、東京証券取引所プライム市場に株式を上場し、本書提出日現在、東京証券取引所プライム市場に株式を上場しております。

当社グループ（以下において定義します。）は、1994年の創業以来変わらず大切にしている5つのバリュー（注10）を企業理念として掲げ、バリューの体現者を誠実な野心家と呼び、「誠実な野心家であれ。」という理想の姿を追求し、新たな価値を創造することを目指しております。

（注10） 5つのバリューとは、「1.新しい価値創造」、「2.チャレンジ（変革し続ける）」、「3.楽天主義（プラス思考）」、「4.先義後利」、「5.一人一人が社長」という5つの価値観を指しております。

この経営理念のもと、2021年に「新しい価値創造を通じて産業変革を起こし、社会課題を解決する」というパーパスを策定し、持続的な顧客の事業成長への貢献を通じて、産業変革=IX: Industrial Transformation®を目指しています。そして、創業以来、成長志向企業の発展に直結する「独自の仕組み（祖業であるマーケティングを中心にDX開発及び成長のための資金提供等を組み合わせた総合的な支援）」を提供することで、新しい価値を創造し続け、グループ丸となって産業変革を推進することで、成長志向企業の持続的発展と、働き手の価値が正当に引き上げられる日本社会の実現を目指しております。

パーパス実現に向け、株式会社オプト（当社完全子会社。以下「オプト」といいます。）を中心に、次の飛躍的な成長に向けて、新たに準大手・中堅企業をメインターゲットに据え、収益管理体系の整備と運用の徹底、オペレーション部門を中心とした従業員の多能化の推進等を実施し、営業利益率の改善を進め基盤強化を進めてまいりました。また、IXに注力するためのアセット（人的資源・金融資源）を確保し、新たな収益モデルによる収益機会の多様化に向け、積極的に成長資金を投下してきました。

一方で、当社グループを取り巻くデジタル広告支援事業の競争環境は、大手広告代理店のM&Aによる市場の寡占の進行、大手広告プラットフォームの広告運用の自動化の加速、広告主によるマーケティング活動の内製化の動きが加速するなど、年々厳しさを増し、また新規領域における早期の収益化の実現を求められる中、2024年4月に、これまで機能別に磨き上げてきたグループアセットを集約し、顧客の多様なニーズに対し柔軟に提案可能なサービスの幅の拡充を目的として連結子会社の統廃合を行い、オプトを中心に、営業連携の強化と同時に今まで以上に顧客との接点及び顧客との向き合い時間を創出し、広告とデジタルトランスフォーメーション（DX）の統合提案をさらに加速させてまいりました。また、2021年から注力してきたIXにおいては、当社グループにおける低シナジー事業の整理を行い、祖業の強みを活かした株式会社バンカブル（以下「バンカブル」といいます。）が行うBNPLサービス事業に注力し、早期の収益化を目指してまいりました。

当社グループは、本書提出日現在、当社、子会社4社、関連会社1社及び3組合（以下、これらを総称して「当社グループ」といいます。）によって構成され、Marketing事業、Financial Services事業（以下「FS事業」といいます。）及びInvestment事業を主たる事業としております。

各事業における概要は以下のとおりです。

(A) Marketing事業

オプトが提供するデジタルマーケティング支援及びDX開発等で構成されております。マーケティングに関わる広告、CRM支援（注11）、開発支援、人材の常駐支援などを通じて、顧客の持続的な事業成長を目指しています。パーパスとして掲げる産業変革の実現に向け、顧客の先のエンドユーザーへの深い理解と、真に顧客に寄り添った顧客視点でのLTVM（注12）を通じて、広告産業の変革に取り組んでいます。

（注11） 「CRM支援」とは、主に企業のコミュニケーションアプリ（LINE）の公式アカウント運用を効率化し、マーケティング効果を最大化することに特化した「TSUNAGARU」をはじめとするプロダクト提供による顧客との関係性管理・強化の支援と、顧客との関係性管理・強化の枠組みを設計するコンサルティング支援をいいます。

（注12） 「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、顧客の持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。

(B) Financial Services事業（FS事業）

当社の完全子会社であるバンカブルが提供する広告費等の分割・後払いサービス事業等で構成されております。成長を志す企業におけるキャッシュ・フローの課題を解決し、より高い成長曲線を描けるよう、広告主の方向けに広告費の4分割・後払いサービス「AD YELL（アドエール）」、広告代理店向けに媒体費の支払いサイト延長サービス「AD YELL PRO（アドエールプロ）」、及び期日の迫った請求書のお支払いに、カードで後払いサービス「バンカブル 請求書カード払い」を提供しています。企業規模の大小にとらわれることなく、誰もが挑戦できる社会の実現を目指し、新たな金融のカタチの創出を目指しています。

(C) Investment事業

当社、Bonds Investment Group株式会社、BIG 1号投資事業有限責任組合、BIG 2号投資事業有限責任組合、BIG SX 1号投資事業有限責任組合、及びOPT America, Inc.にて運用を行う投資事業で構成されております。成長を志す企業と人を応援し、新たなイノベーションの創出を目指しています。IT領域での豊富な事業経験を活かしたハンズオン型ベンチャーキャピタル投資により、スタートアップ経営者・企業を支援することで、経済発展・社会課題の解決に尽力しています。

当社グループを取り巻く経営環境は、近年の資源価格の高騰等に伴う物価上昇の日本経済への影響や、中長期的な少子高齢化に伴う人口減少による国内市場への影響等が懸念される一方で、生成AI等の飛躍的な技術革新により、大量のデータとデジタル技術を活用した、従来の製品やサービス・ビジネスモデルを変革するDXの実現を目指す動きがより一層活発化しております。

当社グループの主要事業であるデジタル広告業界では、企業のマーケティングDXが進展し、動画・SNS広告や生成AIを活用した広告運用、データ活用的重要性が増しています。今後はAIの社会実装やメタバース、リテールメディア（注13）の台頭に加え、プライバシー規制強化など事業環境の変化が一層加速する見通しです。

このような中、2025年4月から新経営体制のもと、祖業からの圧倒的な強みであるMarketing事業に再注力し、マーケティング×AIを基軸にフロント競争力を高め、業種別アプローチで新しい価値創造に挑戦しております。

(注13) 小売店が運営するECサイト上の各種オンライン広告や小売店の店舗に設置されたサイネージ広告などに見られる「小売店が媒体社として提供している広告媒体」のことをいいます。

< 2025年12月期の取組みと進捗状況 >

Marketing事業：

取組み：LTVM×AI活用×戦略業種により売上高及び営業利益大幅改善

進捗状況：LTVMの実現に向けて、顧客の多様なニーズに対して、広告、マーケティングコンサルティング、エンドユーザー向けの開発支援など提供サービスの幅を広げるとともに、営業連携及びAI活用を強化したことで生産性が向上し、売上高及び営業利益が増加

Financial Services事業（FS事業）：

取組み：最適な債権ポートフォリオ確立と更なる顧客幅の拡大

進捗状況：取引社数増加（2025年6月末時点：938社 対前年同期比：+398.9%）

小口分散化の進捗：1社当たりの利用金額に上限を設け、同時に再成長のために一時的に停止していた顧客獲得のためのプロモーションを再開したことにより取引社数を増加
上記が順調に進捗した結果、再成長に向け準備完了（再成長のために一時的に停止していた顧客獲得のためのプロモーションを再開したことによる取引社数の増加と1社当たりの利用金額に上限を設けたことによる債権小口分散化を進めた結果、GMV（取引総額）は対前年同期比で79.0%と減少したものの、2025年上期末でボトム（1,055百万円）となり、今後は増加していく見込み）

Investment事業：

取組み：継続的な利益創出とグループ成長資金確保

進捗状況：利益創出中（2025年上半期EBITDA：2,975百万円）

公開買付者は、公開買付者の子会社である総合広告会社及びデジタル広告会社において、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、より競争力のある体制を確立することで、公開買付者グループ一体として提供価値を一段と高められると考えており、特に顧客ニーズが高まる統合マーケティングへ対応するため、デジタルマーケティング領域を強化してきたとのことです。上記のような状況の中、2024年7月頃より、公開買付者は、当社が公開買付者グループ全体のプレゼンスを飛躍的に高めるための重要な役割を担う存在になりうることを、当社は当社が掲げるLTVM戦略を公開買付者グループのリソースをフルに活用しながら実現し成長しうることを考え、2024年7月下旬より当社株式の取得の是非について検討を開始したとのことです。2024年10月21日には、公開買付者は当社と面談を実施し、両社の事業シナジーについて協議したとのことです。そこで、公開買付者は、2024年12月上旬から2025年1月下旬まで、当社に対する事業、財務・税務に関するデュー・ディリジェンスや当社経営陣との面談を実施し、公開買付者グループと当社グループとの間の事業シナジーの創出に向けた具体的な施策、買収ストラクチャー及び公開買付者による当社の完全子会社化後の経営方針等について分析及び検討を進めたとのことです。

かかる検討の結果、2025年2月5日、公開買付者は、マネジメント・バイアウト（MBO）（注14）による当社の非公開化の後、公開買付者がオプト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。）を、当社に対して行ったとのことです。2025年2月20日に、公開買付者は当社と面談を実施し、当社より、当初提案の取り下げ及び当社の全株式取得の打診、併せて当社の全株式取得を前提とした法的拘束力のない意向表明書提出の打診を受けたとのことです。2025年4月上旬には、当社のファイナンシャル・アドバイザーであるみずほ証券株式会社（以下「みずほ証券」といいます。）より、正式に法的拘束力のない意向表明書提出の依頼を受けたとのことです。その後、公開買付者は2025年4月中旬から2025年6月上旬にかけ当社との間で複数回にわたる意見交換を行い、本取引の検討を本格化させるために、2025年6月5日に、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ファイナンシャル・アドバイザー及び第三者評価機関としてSMB C日興証券株式会社（以下「SMB C日興証券」といいます。）、リーガル・アドバイザーとして森・濱田松本法律事務所外国法共同事業（以下「森・濱田松本法律事務所」といいます。）をそれぞれ選任したとのことです。その後、2025年6月10日、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、本取引の戦略的意義、想定されるシナジー及び当社株式1株当たりの希望取得価格等を記載した法的拘束力のない意向表明書を提出し、本取引の実現可能性を精査するための詳細なデュー・ディリジェンスの実施を当社に申し入れ、2025年6月下旬から2025年7月下旬にかけて、事業、財務・税務及び法務に関するデュー・ディリジェンスや当社経営陣との面談を実施し、公開買付者グループと当社グループとの間の事業シナジーの創出に向けた具体的な施策、買収ストラクチャー及び公開買付者による当社の完全子会社化後の経営方針・事業運営方針等についてさらなる分析及び検討を進めたとのことです。

(注14) 「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。

かかる検討の結果、2025年7月下旬、公開買付者は、本取引が、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、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けるとの考えに至ったとのことです。また、公開買付者は、当社グループとの成長戦略を迅速かつ大胆に実行するためには、本取引を通じて当社を完全子会社化し上場廃止することが不可欠であると考えているとのことです。当社が上場企業である限り、短期的な業績変動や少数株主への配慮から中長期的な戦略的投資を迅速に実行することが出来ない可能性があるところ、公開買付者は本取引を通じて、グループ全体として最適な事業体制の構築や事業の改革を迅速かつ柔軟に推進することが可能になると考えているとのことです。本取引を通じて、公開買付者は、公開買付者及び当社の両グループの企業価値を最大化し持続的な成長を実現できるものと考えているとのことです。公開買付者が本取引において現在想定している具体的なシナジー効果は以下のとおりとのことです。なお、公開買付者は、非公開化のデメリット、本応募合意株主と当社との間の資本関係がなくなることによるデメリット及び当社が公開買付者グループの一員となることによるデメリットとして懸念している事項はないとのことです。

() より強固なデジタルマーケティング体制の構築

公開買付者グループ内の各社が持つ得意領域や機能を再定義し、役割を最適化することで、顧客に対してより強固なデジタルマーケティング体制の構築を目指します。当社グループの主要顧客層は、公開買付者グループの主に準大手・中堅企業領域を手掛ける事業会社がかバーする顧客戦略において当社グループが有するデジタルマーケティングの対応力を補完することが可能であり、公開買付者グループが有するテレビをはじめとしたマスメケティングや販促等に関するソリューションと掛け合わせることで協業体制を構築できると考えているとのことです。

() 新規アカウント開拓力の一層の強化

当社グループの新規クライアントを開拓する力を一層強化するために、公開買付者グループのマーケティング戦略等の提案力及びクリエイティブリソース(注15)を共有し、提案力を高める支援を行うとのことです。

(注15) 「クリエイティブリソース」とは、広告を構成するビジュアルデザイン、コピー、動画、音声等の制作物や素材等を作成するための有形・無形の資源を指すとのことです。

() 顧客への提供価値の拡張

当社グループの顧客群に対して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、新たな付加価値を提供できると確信しているとのことです。とりわけ、マスメディアバイイング力(注16)を活かした「テレビ×デジタル」の統合提案や、販促・リアル接点支援、専門機能子会社との連携によるフルファネル型のマーケティング(注17)ソリューション提案が可能となり、顧客への提供価値の拡張と収益源の多様化が見込まれるとのことです。

(注16) 「マスメディアバイイング力」とは、テレビ・新聞・雑誌・ラジオなどのマスメディアの広告枠を、広告主の目的やターゲット層を踏まえて、媒体社から効果的かつ効率的に買い付け、広告主にとって最適な広告掲載を行う能力をいうとのことです。

(注17) 「フルファネル型のマーケティング」とは、商品やサービスに対する消費者の認知から購買、さらにはリピートに至るまで、消費者の一連の購買プロセスを包括的に捉えながら、各プロセスに応じて最適な働きかけをするマーケティング手法をいうとのことです。

() 顧客基盤の拡張

当社グループが強みを持つ準大手・中堅企業層の顧客企業は、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もあり、顧客基盤の拡張という観点からも、両社の補完関係が大いに期
待できるとのことです。

() 持続的なコスト最適化

費用面では広告運用におけるナレッジやノウハウの共有により生産性の向上が見込まれるとのこと
です。また、コーポレート機能の連携や人材採用 / 教育などを含む業務の効率化も期待できるとのこ
とです。具体的には、法務、経理財務、情報システムなどのコーポレート部門の一部機能共有や、専門領
域の人材交流やナレッジの共有を推進することで、人材の採用・教育に関するノウハウを相互に活用し、
業務効率の向上を図ることができると考えているとのことです。さらに、これまで各社で個別に行っ
ていたAIや自動化技術に関する研究開発 (R&D) を今後は共同で推進することで重複投資の回避やノウ
ハウの集約が可能となり、総じて持続的なコスト最適化が実現できると考えているとのことです。

公開買付者は、2025年8月5日に、当社及び本特別委員会 (下記「 当社が本公開買付けに賛同するに
至った意思決定の過程及び理由」の「 () 検討体制の構築の経緯」において定義します。以下同じで
す。) に対して、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、パンカブルが営むFS事業
と公開買付者グループ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パンカブルを
除外する又は除外するための施策を検討するよう連絡を行ったとのことです。その後、公開買付者は、当社
及び本特別委員会より、2025年8月7日の本特別委員会においてパ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との連絡を受けたとのことです。公開買付者が2025年6月下旬から2025年7月下旬
の間に当社に対して行ったデュー・ディリジェンスや当社経営陣との面談の結果を踏まえ、2025年8月12
日、当社を完全子会社化することを前提に、公開買付者は、当社との連携を深め、協業によるメリットを享
受することが、公開買付者及び当社のさらなる成長・発展と企業価値の向上に資するものであるとの考えに
至ったため、当社の事業及び財務の状況並びに将来キャッシュ・フローを精査し、公開買付者にとって当社
株式の本源価値を1株当たり1,943円と分析した上で、市場株価動向として2025年8月12日の当社株式の
東京証券取引所市場プライム市場における終値及び同日までの終値の単純平均値に対していずれもプレミア
ムであること (同日終値1,449円に対して34.09% (小数点以下第三位を四捨五入。以下、プレミアム率の計
算において同じです。) 、同日までの過去1ヶ月間の終値の単純平均値1,270円 (小数点以下を四捨五入し
ております。以下、終値の単純平均値の計算において同じです。) に対して52.99%、同日までの過去3ヶ
月間の終値の単純平均値1,291円に対して50.50%、同日までの過去6ヶ月間の終値の単純平均値1,351円に
対して43.82%) 、当社取締役会による本公開買付けへの賛同の可否及び本公開買付けに対する応募の見通
し等を総合的に勘案し、本公開買付価格を1株当たり1,943円、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「本新株予約権買付価格」といいます。) を、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。) については、本公開買付価格である
1,943円と第9回新株予約権の当社株式1株当たりの行使価額である1,179円との差額に当該新株予約権1個
当たりの目的となる当社株式の数100株を乗じた金額である76,400円及び第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」といいます。) については、本公開買付価格である
1,943円と第10回新株予約権の当社株式1株当たりの行使価額である1,016円との差額に当該新株予約権1個
当たりの目的となる当社株式の数100株を乗じた金額である92,700円として本取引を行う旨の意向表明書を
当社及び本特別委員会へ提出したとのことです。その後、公開買付者は、2025年8月14日に、当社及び本特
別委員会より、当社の一般株主の利益保護の観点から、より高い買付価格の再提示の要請を受けたとのこ
とです。当該要請を受け、公開買付者は、本公開買付価格について慎重に再検討をいたしました。当該
1,943円は当社の本源価値を踏まえて提案した価格であることから、2025年8月19日に、本公開買付格
を前回の提案と同額の1,943円とする旨の提案を行ったとのことです。その後、公開買付者は、2025年8
月21日に、当社及び本特別委員会より、当社の一般株主の利益保護の観点から、より高い買付価格の再提示
の要請を受けたとのことです。当該要請を受け、公開買付者は本公開買付価格について再度慎重に検討をい
たしましたが、当該1,943円は過去3年間の当社株式の株価の最高値であること、また、同期間における出
来高合計の9割に対して40%超のプレミアムを付した水準であることから、2025年8月26日に、本公開買付
価格を当初の提案と同額の1,943円とする旨の提案を行ったとのことです。その後、公開買付者は、2025年
9月2日に、当社及び本特別委員会より、再度当社の一般株主の利益に配慮する観点から、本公開買付格
の見直しを検討するように要請を受けたとのことです。当該要請を受け、公開買付者は、2025年9月8日
に、本公開買付価格を当社株式1株当たり1,970円とする旨の最終提案を行ったとのことです。その後、公
開買付者は、2025年9月9日に、当社及び本特別委員会より、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、足元の株価動向

を踏まえると、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、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受領したとのことです。その後、公開買付者は、2025年9月10日、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の設定をすることに応じることを決定したとのことです。

他方、上記の当社及び本特別委員会との交渉と並行して、公開買付者は、2025年6月16日に鉢嶺氏との面談を実施し、H I B C株式の取得によっても間接的に当社株式の取得が可能であることから、税務的な観点から、本株式譲渡の提案を受けたとのことです。その後、公開買付者は、鉢嶺氏との間で、継続して鉢嶺氏応募契約、鉢嶺氏株式譲渡契約及びH I B C株式の取得価額、取得方法等について協議を重ねた結果、当社及び本特別委員会との協議・交渉の結果も踏まえ、2025年9月11日、本公開買付価格を1,970円とする鉢嶺氏応募契約及び鉢嶺氏株式譲渡契約株式譲渡契約について合意に至ったことから、2025年9月11日、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締結したとのことです。

また、公開買付者は、2025年6月16日に野内氏とも面談を実施し、タイム・アンド・スペース株式の取得によっても間接的に当社株式の取得が可能であることから、税務的な観点から、本株式譲渡の提案を受けたとのことです。その後、公開買付者は、野内氏との間で、継続して野内氏応募契約、野内氏株式譲渡契約及びタイム・アンド・スペース株式の取得価額、取得方法等について協議を重ねた結果、当社及び本特別委員会との協議・交渉の結果も踏まえ、2025年9月11日、本公開買付価格を1,970円とする野内氏応募契約及び野内氏株式譲渡契約について合意に至ったことから、2025年9月11日、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締結したとのことです。

これらの協議・交渉を経て、公開買付者は、2025年9月11日、本公開買付価格を1,970円とし、本取引の一環として本公開買付けを開始することを決定したとのことです。

() 本公開買付け後の経営方針

公開買付者グループは、グループ経営方針において、多様な個性とチーム力が価値創造の源泉であると位置付け、自立と連携の精神で新しい挑戦を続けることを尊重しており、公開買付者グループの全体戦略と、当社の成長戦略とを自立と連携の視点で掛け合わせ、お互いの成長戦略を強化し合うことを予定しているとのことです。本公開買付け後の当社の経営体制・取締役会の構成については、役員派遣の有無その他人事に関する事項を含め、本書提出日現在、当社と合意している事項はありませんが、本取引後も基本的に当社の経営体制を維持・尊重する予定とのことです。当社とのシナジー効果を最大限実現できる体制作りを目指し、公開買付者としては、公開買付者グループから当社グループに対して役員を派遣することは想定しているとのことです。現段階では公開買付者として具体的な人数規模について検討しておらず、当社と協議、合意した事実もないとのことです。詳細については本取引後に公開買付者及び当社との間で協議して決定する予定とのことです。また、本書提出日現在、当社と他の公開買付者グループ会社との再編・統合は予定していないとともに、原則として、当社の従業員の地位及び雇用条件を一定期間維持し、当社の役職員には引き続き事業の発展に尽力していただきたいと考えているとのことです。

当社が本公開買付けに賛同するに至った意思決定の過程及び理由

() 検討体制の構築の経緯

当社は、公開買付者によってなされた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、当社の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、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「(6) 本公開買付価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置」の「 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)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。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「(6) 本公開買付価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するため

の措置」の「 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、()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。)、()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、()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、() ()～()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、()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、特別委員会の設置にあたり、()本諮問事項の検討に必要な情報収集を行う権限、()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)()公開買付者との交渉権限、及び()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、特別委員会は、下記「(6)本公開買付けの公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置」の「 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。))。

() 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マネジメント・バイアウト(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が困難な場合には鉢嶺氏及び野内氏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、FS事業及び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パンカブルが営むFS事業と公開買付者グループ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パ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、パ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方針であること伝えたと、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、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価格を当社株式1株当たり1,943円、第9回新株予約権買付価格を76,400円、第10回新株予約権買付価格を92,700円とすること、また、本公開買付けの公表日において、パンカブルの解散及び清算に関する決議を当社の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、本取引に必要な資金確保の確実性、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「() 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。

() 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)

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LTV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LTV戦略をさらに強化できるものと考えております。

(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「(6) 本公開買付価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置」の「 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) () 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、（ ）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、（ ）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「（6）本公開買付価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置」に記載の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ました。

これらを踏まえ、当社は、2025年9月11日開催の取締役会において、本公開買付けに賛同の意見を表明するとともに、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「（6）本公開買付価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置」の「 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。

（3）算定に関する事項

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

（ ）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、みずほ証券は法第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。以下同じです。）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關し、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（具体的には下記「(6) 本公開買付価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置」の「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」乃至「マジョリティ・オブ・マイノリティ（Majority of Minority）に相当する数を上回る買付予定数の下限の設定」に記載の措置）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。

（ ）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、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、LTV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LTV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。

（ ）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。

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

（ ）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S M B C日興証券に対して、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、S M B 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、本取引に係るS M B C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、S M B C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、S M B C日興証券の第三者算定機関としての実績に鑑み、かつ、S M B C日興証券によれば、弊害防止措置としてS M B C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S M B C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、S M B C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S M B C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、S M B C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。

（ ）当社株式に係る算定の概要

S M B C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D C F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S M B C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、S M B C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。

S M B C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

D C F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。

D C F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、D C F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、S M B 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日開催の取締役会において、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。

() 本新株予約権に係る算定の概要

本新株予約権は、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（1,970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1,970円と各本新株予約権の目的となる当社株式の数を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791円に1個当たりの目的となる当社株式の数100株を乗じた金額である79,100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954円に1個当たりの目的となる当社株式の数100株を乗じた金額である95,400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S M B 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、S M B 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られていることから、S M B 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

S M B C日興証券は、市場株価法及びD C F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とのことです。

市場株価法：1,400円～1,738円
D C F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、S M B 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。

(4) 上場廃止となる見込み及びその事由

当社株式は、本書提出日現在、東京証券取引所プライム市場に上場されておりますが、公開買付者は、本公開買付けにおいて買付予定数の上限を設定していないため、本公開買付けの結果次第では、東京証券取引所の定める上場廃止基準に従って、当社株式は、所定の手続きを経て上場廃止となる可能性があります。また、公開買付者は、本公開買付けの成立時点では当該基準に該当しない場合でも、本公開買付けの成立後に、下記「(5) 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、本スクイーズアウト手続の実施を予定しているとのことです。かかる手続が実行された場合には、東京証券取引所の定める上場廃止基準に従い、当社株式は、所定の手続きを経て上場廃止となります。なお、当社株式が上場廃止となった後は、当社株式を東京証券取引所において取引することはできません。

(5) 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）

公開買付者は、上記「(2) 意見の根拠及び理由」の「 本公開買付けの概要」に記載のとおり、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本公開買付けを実施するため、本公開買付けにより、当社株式の全て（但し、本不応募合意株式及び当社が所有する自己株式を除きます。）及び本新株予約権の全てを取得できなかった場合には、本公開買付けの成立後、以下の方法により、公開買付者が当社株式の全て（但し、本不応募合意株式及び当社が所有する自己株式を除きます。）を取得することを目的とした本スクイーズアウト手続を実施することを予定しているとのことです。

株式等売渡請求

具体的には、本公開買付けの成立及び本株式譲渡の実行により、公開買付者及び本株式譲渡により公開買付者の特別支配株主完全子法人となる予定の本不応募合意株主が所有する、当社の議決権の数の合計が当社の総株主の議決権の10分の9以上に至り、公開買付者が会社法第179条第1項に規定する特別支配株主となる場合には、公開買付者は、本公開買付けの決済の完了後速やかに、会社法第2編第2章第4節の2の規定に基づき、本公開買付けに応募しなかった当社の株主（公開買付者、当社及び本不応募合意株主を除きます。以下「売渡株主」といいます。）の全員に対し、その所有する当社株式の全てを売り渡すことを請求（以下「株式売渡請求」といいます。）するとともに、併せて、本新株予約権者（公開買付者を除きます。）の全員（以下「売渡新株予約権者」といいます。）に対し、その有する本新株予約権の全てを売り渡すことを請求（以下「新株予約権売渡請求」といい、「株式売渡請求」と併せて「株式等売渡請求」と総称します。）する予定とのことです。株式売渡請求においては、当社株式1株当たりの対価として、本公開買付価格と同額の金銭を売渡株主に対して交付することを定める予定であり、新株予約権売渡請求においては、本新株予約権1個当たりの対価として本新株予約権買付価格と同額の金銭を売渡新株予約権者に対して交付することを定める予定とのことです。この場合、公開買付者は、会社法第179条の3第1項の定めに従って、その旨を当社に通知し、当社に対し株式等売渡請求の承認を求めるとのことです。当社がその取締役会の決議により株式等売渡請求を承認した場合には、関係法令の定める手続に従い、売渡株主及び売渡新株予約権者の個別の承諾を要することなく、公開買付者は、株式等売渡請求において定めた取得日をもって、売渡株主の全員からその所有する当社株式の全てを取得し、売渡新株予約権者からその所有する本新株予約権の全てを取得するとのことです。この場合、公開買付者は、当該各売渡株主の所有していた当社株式の1株当たりの対価として、当該各売渡株主に対し、本公開買付価格と同額の金銭を交付するとともに、当該各売渡新株予約権者の所有していた本新株予約権1個当たりの対価として、当該各売渡新株予約権者に対し、本新株予約権買付価格と同額の金銭を交付する予定とのことです。なお、当社は、公開買付者より株式等売渡請求をしようとする旨及び会社法第179条の2第1項各号の事項について通知を受けた場合には、当社取締役会において、上記株式等売渡請求を承認する予定です。

株式等売渡請求がなされた場合、株式等売渡請求に関連する少数株主の権利保護を目的とした会社法上の規定として、会社法第179条の8その他の関係法令の定めに従って、売渡株主及び売渡新株予約権者は、裁判所に対してその所有する当社株式又は本新株予約権の売買価格の決定の申立てを行うことができる旨が会社法上定められております。なお、上記申立てがなされた場合の当社株式又は本新株予約権の売買価格は、最終的には裁判所が判断することになります。

本株式併合

本公開買付けが成立したものの、公開買付者、本不応募合意株主が所有する当社の議決権の数の合計が当社の総株主の議決権の10分の9以上を所有するに至らなかった場合には、公開買付者は、会社法第180条に基づき、

当社株式の併合（以下「本株式併合」といいます。）を行うこと及び本株式併合の効力発生を条件として単元株式数の定めを廃止する旨の定款の一部変更を行うことを付議議案に含む臨時株主総会（以下「本臨時株主総会」といいます。）を本公開買付けの決済の完了後速やかに開催することを、当社に要請する予定とのことです。本臨時株主総会の開催時期は現時点で未定とのことです。なお、本書提出日現在、2025年12月上旬の開催を予定しているとのことです。なお、公開買付者及び本不応募合意株主は、本臨時株主総会において上記各議案に賛成する予定とのことです。

本臨時株主総会において本株式併合の議案について承認された場合には、本株式併合がその効力を生ずる日において、当社の株主の皆様は、本臨時株主総会において承認された本株式併合の割合に応じた数の当社株式を所有することとなります。本株式併合をすることにより株式の数に1株に満たない端数が生じるときは、端数が生じた当社の株主の皆様に対して、会社法第235条その他の関係法令の定める手続に従い、当該端数の合計数（合計した数に1株に満たない端数がある場合には、当該端数は切り捨てられます。以下同じです。）に相当する当該当社株式を当社又は公開買付者に売却することによって得られる金銭が交付されることとなります。なお、当該端数の合計数に相当する当該当社株式の売却価格については、当該売却の結果、本公開買付けに応募しなかった当社の各株主（公開買付者、当社及び本不応募合意株主を除きます。）に交付される金銭の額が、本公開買付け価格に当該各株主が所有していた当社株式の数に乗じた価格と同一となるよう算定した上で、当社に裁判所に対して任意売却許可の申立てを行うことを要請する予定とのことです。

また、本株式併合の割合は、本書提出日現在において未定とのことです。公開買付者が当社株式の全て（但し、当社が所有する自己株式を除きます。）を所有することとなるよう、本公開買付けに応募しなかった当社の各株主（公開買付者、当社及び本不応募合意株主を除きます。）の所有する当社株式の数が1株に満たない端数となるように決定するよう当社に要請する予定とのことです。なお、当社は、本公開買付けが成立した場合には、公開買付者によるこれらの要請に応じる予定です。

本株式併合においては、株式併合に関連する少数株主の権利保護を目的とした会社法上の規定として、株式併合により株式の数に1株に満たない端数が生じるときは、会社法第182条の4及び第182条の5その他の関係法令の定めに従って、本公開買付けに応募しなかった当社の株主の皆様（公開買付者、当社及び本不応募合意株主を除きます。）は、当社に対してその所有する株式のうち1株に満たない端数となるものの全部を公正な価格で買い取ることを請求することができる旨及び裁判所に対して当社株式の価格決定の申立てを行うことができる旨が定められています。上記申立てがなされた場合の当社株式の買取価格は、最終的には裁判所が判断することとなります。

また、公開買付者は、本公開買付けが成立したものの、公開買付者及び本不応募合意株主が当社の総株主の議決権の10分の9以上を所有するに至らなかった場合において、本公開買付けにおいて本新株予約権の全てを取得できず、かつ、本新株予約権が行使されず残存した場合には、当社に対して、本新株予約権の取得、本新株予約権者に対する本新株予約権の放棄の勧奨その他本取引の実行に必要な合理的な手続を実施することを要請し、又は実施する予定とのことです。詳細については、本書提出日現在においては未定とのことです。

上記各手続については、関係法令についての改正、施行及び当局の解釈、本公開買付け後の公開買付者及び本不応募合意株主以外の当社の株主の当社株式の所有状況等の状況によっては、実施の方法及び時期に変更が生じる可能性があります。但し、その場合でも、本公開買付けが成立した場合には、本公開買付けに応募しなかった当社の各株主（公開買付者、当社及び本不応募合意株主を除きます。）に対しては、最終的に金銭を交付する方法を採用する予定とのことであり、その場合に当該当社の各株主に交付される金銭の額については、本公開買付け価格に当該当社の各株主が所有していた当社株式の数に乗じた価格と同一になるよう算定する予定とのことです。

以上の各場合における具体的な手続及びその実施時期等について、本公開買付け成立後、公開買付者は、当社に協議の申入れを行い、決定次第、当社に速やかに公表していただくよう要請する予定とのことです。

なお、本公開買付けは、本臨時株主総会における当社の株主の皆様への賛同を勧誘するものではありません。また、本公開買付けへの応募又は上記の各手続における税務上の取扱いについては、当社の株主の皆様が、自らの責任にて税理士等の専門家にご確認くださいようお願いいたします。

(6) 本公開買付け価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置

本書提出日現在、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・パイアウト（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、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。

公開買付者における独立した第三者算定機関からの株式価値算定書の取得

公開買付者は、本公開買付価格の公正性を担保するため、本公開買付価格を決定するにあたり、公開買付者、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ＳＭＢＣ日興証券に対して、当社株式の株式価値の算定を依頼し、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、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。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公正性に関する意見書（フェアネス・オピニオン）を取得していないとのことです。

なお、公開買付者がＳＭＢＣ日興証券から取得した本株式価値算定書の概要については、上記「(3) 算定に関する事項」の「☐ 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。

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

当社は、上記「(3) 算定に関する事項」の「☐ 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、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・アドバイザー兼第三者算定機関であるみずほ証券に対して、当社株式価値の算定を依頼し、2025年9月10日付で本株式価値算定書を取得しました。本株式価値算定書の概要については、上記「(3) 算定に関する事項」の「☐ 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」をご参照ください。

なお、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、みずほ証券に対する報酬は、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。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の判断の上、上記の報酬体系で、みずほ証券を当社のファイナンシャル・アドバイザー兼第三者算定機関として選任しました。

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

(☐) 設置等の経緯

上記「(2) 意見の根拠及び理由」の「☐ 当社が本公開買付けに賛同するに至った意思決定の過程及び理由」の「(☐) 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おりません。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「(2) 意見の根拠及び理由」の「☐ 当社が本公開買付けに賛同するに至った意思決定の過程及び理由」の「(☐) 検討体制の構築の経緯」に記載のとおり、取締役会における決議により、本特別委員会に対し、(☐) 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。）、(☐) 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、(☐) 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、(☐) (☐) ~ (☐) 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、(☐) 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、()本諮問事項の検討に必要な情報収集を行う権限、()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)、()公開買付者との交渉権限、及び()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。

() 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会議等を通じて報告・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の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「(3) 算定に関する事項」の「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。

() 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

- ・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。
- ・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。
- ・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。
- ・ ～ 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。
- ・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

- ・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Hakuhodo 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鉢嶺氏及び野内氏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、LTV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LTV戦略が一段と加速すると同時に、戦略の幅の広がりが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、(c)公開買付者グループが保有する「生活者データ」、「AI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LTV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。合わせて、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AI関連事業への関心がある人材が多いことから、仮にDX分野やAI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)FS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AI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、FS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FS事業を継続するのではなく、解散及び清算を行うことは、FS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。

・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MB0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円の引き上げが行われ、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

主である鉢嶺氏及び野内氏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。

- ・当委員会は、公開買付者から、当社の連結財務諸表の対象からパ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、パ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パ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、パ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、当委員会としては、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パ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史料する。

- ・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。
 - ・公開買付者並びに鉢嶺氏及び野内氏が本事業計画の作成に関与していないこと
 - ・パ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、パ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、（ ）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、（ ）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。

・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日付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日付当社取締役会決議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)。

． ～ 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料する。

．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。

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「(2) 意見の根拠及び理由」の「 当社が本公開買付けに賛同するに至った意思決定の過程及び理由」の「() 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。

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「(2) 意見の根拠及び理由」の「 当社が本公開買付けに賛同するに至った意思決定の過程及び理由」に記載のとおり、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「(2) 意見の根拠及び理由」の「 当社が本公開買付けに賛同するに至った意思決定の過程及び理由」に記載のとおり、本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、当社の取締役ファウンダーである鉢嶺氏及び代表取締役会長である野内氏については、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、同氏らは、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。

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、30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、当社の株主の皆様が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。

マジョリティ・オブ・マイノリティ（Majority of Minority）に相当する数を上回る買付予定数の下限の設定

公開買付者は、本書提出日現在、当社株式を所有していないところ、本公開買付けにおける買付予定数の下限（7,572,454株）は、潜在株式勘案後株式総数（18,675,907株）から、本応募合意株式等（1,390,000株）及び本不応募合意株式（4,921,000株）を控除した株式数（12,364,907株）の過半数に相当する株式数（6,182,454株、小数点以下切り上げ）に、本応募合意株式等（1,390,000株）を加算した株式数（7,572,454株）以上となるとのことです。すなわち、公開買付者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、当社の少数株主の皆様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）の条件を満たしているとのことです。

なお、本応募合意株主は、公開買付者と利害関係を有しない独立した第三者であり、鉢嶺氏応募契約及び野内氏応募契約は独立した当事者間で行われた真摯な協議・交渉に基づき締結に至ったものであることから、公開買付者としては、鉢嶺氏応募契約及び野内氏応募契約の締結の事実により、本応募合意株主が、いわゆる「マジョリティ・オブ・マイノリティ」(majority of minority)条件の判断における、公開買付者と利害関係を有する当社の株主に該当することになるものではないと考えているとのことです。

(7) 本公開買付けに関する重要な合意に関する事項

鉢嶺氏応募契約

公開買付者は、上記「(2) 意見の根拠及び理由」の「 本公開買付けの概要」に記載のとおり、2025年9月11日付で、鉢嶺氏との間で、鉢嶺氏応募契約を締結しているとのことです。鉢嶺氏応募契約の概要は、以下のとおりとのことです。なお、本書提出日現在、公開買付者と鉢嶺氏との間で、鉢嶺氏応募契約及び下記「 鉢嶺氏株式譲渡契約」に記載の鉢嶺氏株式譲渡契約以外に、本公開買付けに係る合意は存在せず、本公開買付けに応募することにより得られる金銭及び鉢嶺氏株式譲渡契約の譲渡対価以外に、本公開買付けに関して公開買付者から鉢嶺氏に対して供される対価は存在しないとのことです。

鉢嶺氏は、公開買付者が本公開買付けを開始した場合、当社の取締役会が、本特別委員会の答申を受けて、本公開買付けに賛同する旨の意見表明を行い、当該意見が撤回されていないことを前提条件として、実務上合理的な範囲で速やかに（遅くとも本公開買付けが開始してから10営業日以内に）、鉢嶺氏応募合意株式等を本公開買付けに応募し、かつ、当該応募を撤回せず、当該応募の結果成立した鉢嶺氏応募合意株式等の買付けに係る契約を解除しないことについて、合意をしているとのことです。但し、下記記載の定めに従い、鉢嶺氏が対抗公開買付け（以下において定義します。）に応じ、又は、対抗公開買付けに関連する合意をすることができる場合には、この限りでないとされているとのことです。

鉢嶺氏は、その所有する本新株予約権2,000個の全てを本公開買付け開始後速やかに（但し、遅くとも本公開買付けへの応募の相当期間前までに）行使するものとされているとのことです。

鉢嶺氏は、直接であるか間接であるか又は自己の計算であるか他人の計算であるかを問わず、鉢嶺氏応募契約締結日後、本公開買付けの決済の開始日までの間、鉢嶺氏応募合意株式等及び本新株予約権の譲渡、担保設定、質借その他の処分その他本公開買付けと実質的に抵触し又は本公開買付けの実行を困難にする取引（以下「抵触取引」といいます。）及びそれらに関する合意を行わず、かかる取引に関する提案、勧誘、協議、交渉又は情報提供を行わないものとされているとのことです。但し、第三者が当社に対して、本公開買付け価格（但し、買付条件の変更により本公開買付け価格が引き上げられた場合には、当該変更後の買付価格をいいます。）を5%以上上回る買付価格により、当社の普通株式及び新株予約権の全てを対象とし、当社の非公開化を目的とする公開買付け（以下「対抗公開買付け」といいます。）を実施する旨の法的拘束力のある提案を当社に対して行い、当社の特別委員会がかかる対抗公開買付けに賛同し、かつ、本公開買付けに係る賛同意見の撤回を行う旨の答申を行い、当社の取締役会が特別委員会の当該答申を受けて、かかる対抗公開買付けに賛同する旨の意見表明を行い、かつ、本公開買付けに係る賛同意見の撤回を行った場合には、鉢嶺氏は、損害賠償、違約金その他名目を問わず何らの金銭の支払いをすることなく、またその他何らの義務、負担又は条件を課されることなく、当該対抗公開買付けに応じ、又は、当該対抗公開買付けに関連する合意をすることができるものとされているとのことです。

鉢嶺氏は、第三者から抵触取引に関する情報提供、提案、勧誘、協議その他の申出を受けた場合には、速やかに、公開買付者に対して、その事実及び内容を通知し、対応につき公開買付者との間で誠実に協議するものとされているとのことです。

鉢嶺氏は、本公開買付けが成立し決済が完了した場合であって、本公開買付けの決済の開始日以前の日を権利行使の基準日として本公開買付けの決済の開始日後に当社の株主総会が開催されるときには、当該株主総会における本公開買付けにより買い付けられた当社株式に係る議決権その他の一切の権利行使について、公開買付者の選択に従い、（ ）公開買付者若しくは公開買付者の指定する者に対して包括的な代理権を授与するか、又は（ ）公開買付者の指示に従って議決権を行使するものとされているとのことです。

また、上記のほか、鉢嶺氏応募契約においては、表明保証条項（注1）（注2）、補償条項（注3）及び契約の解除事由（注4）が規定されているとのことです。

（注1） 鉢嶺氏応募契約において、公開買付者は、 設立及び存続の有効性、 鉢嶺氏応募契約の締結及び履行に必要な権限及び権能の存在、 鉢嶺氏応募契約の有効性及び強制執行可能性、 鉢嶺氏応募契約の締結及び履行に必要な許認可等の取得又は履践、 鉢嶺氏応募契約の締結及び履行についての法令等との抵触の不存在、 倒産手続等の不存在、並びに 反社会的勢力に該当しないこと及び反社会的勢力との関係の不存在について表明及び保証を行っているとのことです。

（注2） 鉢嶺氏応募契約において、鉢嶺氏は、 鉢嶺氏応募契約の締結及び履行に必要な権利能力、行為能力及び意思能力の存在、 鉢嶺氏応募契約の有効性及び強制執行可能性、 鉢嶺氏応募契約の締結及び履行に必要な許認可等の取得又は履践、 鉢嶺氏応募契約の締結及び履行についての法令等との抵触

の不存在、倒産手続等の不存在、反社会的勢力に該当しないこと及び反社会的勢力との関係の不存在、鉢嶺氏が所有する当社株式及び本新株予約権に対する権利、並びに 本公開買付けに関する事実を除き、当社に係る未公表の重要事実等の不存在について表明及び保証を行っているとのことです。

(注3) 鉢嶺氏及び公開買付者は、自らの鉢嶺氏応募契約に基づく義務の違反又は表明及び保証の違反に起因又は関連して相手方が被った損害等については、相当因果関係の範囲内において、相手方に対し補償をするものとされているとのことです。

(注4) 鉢嶺氏及び公開買付者は、()相手方当事者に鉢嶺氏応募契約締結日における表明及び保証の重大な違反が存在する場合、()鉢嶺氏応募契約に規定される相手方当事者の重大な義務の違反が存在する場合、又は()自らの責めに帰すべからざる事由により本公開買付けが2025年10月31日までに開始されない場合には、本公開買付けの開始日前に限り、相手方当事者に対する書面による通知により、直ちに鉢嶺氏応募契約を解除することができるのとされているとのことです。また、当該()乃至()にかかわらず、鉢嶺氏は、対抗公開買付けに応じ、又は対抗公開買付けに関連する合意をした場合、公開買付者に対して書面で通知することにより、鉢嶺氏応募契約を解除することができるのとされているとのことです。

野内氏応募契約

公開買付者は、上記「(2) 意見の根拠及び理由」の「 本公開買付けの概要」に記載のとおり、2025年9月11日付で、野内氏との間で、野内氏応募契約を締結しているとのことです。野内氏応募契約の概要は、以下のとおりとのことです。なお、本書提出日現在、公開買付者と野内氏との間で、野内氏応募契約及び下記「 野内氏株式譲渡契約」に記載の野内氏株式譲渡契約以外に、本公開買付けに係る合意は存在せず、本公開買付けに応募することにより得られる金銭及び野内氏株式譲渡契約の譲渡対価以外に、本公開買付けに関して公開買付者から野内氏に対して供される対価は存在しないとのことです。

野内氏は、公開買付者が本公開買付けを開始した場合、当社の取締役会が、特別委員会の答申を受けて、本公開買付けに賛同する旨の意見表明を行い、当該意見が撤回されていないことを前提条件として、実務上合理的な範囲で速やかに（遅くとも本公開買付けが開始してから10営業日以内に）、野内氏応募合意株式等を本公開買付けに応募し、かつ、当該応募を撤回せず、当該応募の結果成立した野内氏応募合意株式等の買付けに係る契約を解除しないことについて、合意をしているとのことです。但し、下記記載の定めに従い、野内氏が対抗公開買付けに応じ、又は、対抗公開買付けに関連する合意をすることができる場合には、この限りでないとのことです。

野内氏は、その所有する本新株予約権3,000個の全てを本公開買付け開始後速やかに（但し、遅くとも本公開買付けへの応募の相当期間前までに）行使するものとされているとのことです。

野内氏は、直接であるか間接であるか又は自己の計算であるか他人の計算であるかを問わず、野内氏応募契約締結日後、本公開買付けの決済の開始日までの間、抵触取引及びそれらに関する合意を行わず、かかる取引に関する提案、勧誘、協議、交渉又は情報提供を行わないものとされているとのことです。但し、第三者が当社に対して、本公開買付価格（但し、買付条件の変更により本公開買付価格が引き上げられた場合には、当該変更後の買付価格をいいます。）を5%以上上回る買付価格により、当社の普通株式及び新株予約権の全てを対象とし、対抗公開買付けを実施する旨の法的拘束力のある提案を当社に対して行い、当社の特別委員会がかかる対抗公開買付けに賛同し、かつ、本公開買付けに係る賛同意見の撤回を行う旨の答申を行い、当社の取締役会が特別委員会の当該答申を受けて、かかる対抗公開買付けに賛同する旨の意見表明を行い、かつ、本公開買付けに係る賛同意見の撤回を行った場合には、野内氏は、損害賠償、違約金その他名目を問わず何らの金銭の支払いをすることなく、またその他何らの義務、負担又は条件を課されることなく、当該対抗公開買付けに応じ、又は、当該対抗公開買付けに関連する合意をすることができるものとされているとのことです。

野内氏は、第三者から抵触取引に関する情報提供、提案、勧誘、協議その他の申出を受けた場合には、速やかに、公開買付者に対して、その事実及び内容を通知し、対応につき公開買付者との間で誠実に協議するものとされているとのことです。

野内氏は、本公開買付けが成立し決済が完了した場合であって、本公開買付けの決済の開始日以前の日を権利行使の基準日として本公開買付けの決済の開始日後に当社の株主総会が開催されるときには、当該株主総会における本公開買付けにより買い付けられた当社株式に係る議決権その他の一切の権利行使について、公開買付者の選択に従い、()公開買付者若しくは公開買付者の指定する者に対して包括的な代理権を授与するか、又は()公開買付者の指示に従って議決権を行使するものとされているとのことです。

また、上記のほか、野内氏応募契約においては、表明保証条項（注5）（注6）、補償条項（注7）及び契約の解除事由（注8）が規定されているとのことです。

- (注5) 野内氏応募契約において、公開買付者は、設立及び存続の有効性、野内氏応募契約の締結及び履行に必要な権限及び権能の存在、野内氏応募契約の有効性及び強制執行可能性、野内氏応募契約の締結及び履行に必要な許認可等の取得又は履践、野内氏応募契約の締結及び履行についての法令等との抵触の不存在、倒産手続等の不存在、並びに反社会的勢力に該当しないこと及び反社会的勢力との関係の不存在について表明及び保証を行っているとのことです。
- (注6) 野内氏応募契約において、野内氏は、野内氏応募契約の締結及び履行に必要な権利能力、行為能力及び意思能力の存在、野内氏応募契約の有効性及び強制執行可能性、野内氏応募契約の締結及び履行に必要な許認可等の取得又は履践、野内氏応募契約の締結及び履行についての法令等との抵触の不存在、倒産手続等の不存在、反社会的勢力に該当しないこと及び反社会的勢力との関係の不存在、野内氏が所有する当社株式及び本新株予約権に対する権利、並びに本公開買付けに関する事実を除き、当社に係る未公表の重要事実等の不存在について表明及び保証を行っているとのことです。
- (注7) 野内氏及び公開買付者は、自らの野内氏応募契約に基づく義務の違反又は表明及び保証の違反に起因又は関連して相手方が被った損害等については、相当因果関係の範囲内において、相手方に対し補償をするものとされているとのことです。
- (注8) 野内氏及び公開買付者は、()相手方当事者に野内氏応募契約締結日における表明及び保証の重大な違反が存在する場合、()野内氏応募契約に規定される相手方当事者の重大な義務の違反が存在する場合、又は()自らの責めに帰すべからざる事由により本公開買付けが2025年10月31日までに開始されない場合には、本公開買付けの開始日前に限り、相手方当事者に対する書面による通知により、直ちに野内氏応募契約を解除することができるものとされているとのことです。また、当該()乃至()にかかわらず、野内氏は、対抗公開買付けに応じ、又は対抗公開買付けに関連する合意をした場合、公開買付者に対して書面で通知することにより野内氏応募契約を解除することができるものとされているとのことです。

鉢嶺氏株式譲渡契約

公開買付者は、上記「(2) 意見の根拠及び理由」の「本公開買付けの概要」に記載のとおり、2025年9月11日付で、鉢嶺氏との間で、鉢嶺氏株式譲渡契約を締結しているとのことです。鉢嶺氏株式譲渡契約の概要は、以下のとおりとのことです。

鉢嶺氏は、本公開買付けの成立及びその他一定の前提条件の充足を条件に、鉢嶺氏株式譲渡日において、鉢嶺氏が所有する全てのH I B C株式を公開買付者に譲渡する旨を合意しているとのことです。鉢嶺氏株式譲渡契約上、H I B C株式譲渡価額は、()H I B C所有当社株式に本公開買付け価格を乗じた金額から、()本株式譲渡日におけるH I B Cの負債の簿価(約3,456百万円)及び本株式譲渡の実行後にH I B Cにて支払い予定の課税債務を控除した額とする旨が合意されているとのことです。なお、本書提出日現在、公開買付者と鉢嶺氏との間で、上記「鉢嶺氏応募契約」記載の鉢嶺氏応募契約及び鉢嶺氏株式譲渡契約以外に、本公開買付けに係る合意は存在せず、本公開買付けに応募することにより得られる金銭及び鉢嶺氏株式譲渡契約の譲渡対価以外に、本公開買付けに関して公開買付者から鉢嶺氏に対して利益が供与されるものではないことから、鉢嶺氏株式譲渡契約は、公開買付け価格の均一性規制(法第27条の2第3項)の趣旨に抵触するものではないと考えているとのことです。

公開買付者の義務の履行は、本株式譲渡の実行日において、以下の各号に掲げる条件が全て成就していることを条件としているとのことです。なお、公開買付者は、以下の各号に掲げる条件のいずれについても、その裁量により条件不成就を主張する権利を放棄することができるとのことです。但し、かかる条件不成就を主張する権利の放棄によっても、鉢嶺氏に対する補償等の請求が妨げられるものではないとのことです。

()本公開買付けが適法かつ有効に成立していること、()鉢嶺氏株式譲渡契約上の鉢嶺氏の表明及び保証(注9)が重要な点で真実かつ正確であること、()鉢嶺氏が鉢嶺氏株式譲渡契約上の義務(注10)を重要な点で履行又は遵守していること、()H I B C株式の譲渡を承認する旨のH I B Cの株主総会決議が適法かつ有効に行われていること、()H I B Cの取締役である岡本高彰氏及び鉢嶺氏(以下「本辞任役員(H I B C)」)といいます。)が本株式譲渡の実行日をもって辞任する旨の辞任届を提出していること、()鉢嶺氏応募契約に基づき、鉢嶺氏がその保有する当社の株式全て(新株予約権を行使した分を含みます。)を本公開買付けに応募し、撤回していないこと、()本吸収分割の手続が全て適法かつ有効に完了し、本吸収分割の効力が適法かつ有効に生じていること、()H I B CがH I B C所有当社株式の全てについて、本公開買付けに応募していないこと、()本株式譲渡の実行日において、H I B C吸収分割の効力が適法かつ有効に生じる見込みがあること、及び()公開買付者が上記()に係る株主総会議事録の写し、上記()に係る吸収分割契約書の写し、本吸収分割に係るH I B Cの株主総会の議事録の写し、H I B C吸収分割に係るH I B Cの株主総会の議事録の写し、本辞

任役員（ＨＩＢＣ）の辞任届の写し、及びＨＩＢＣによる鉢嶺氏に対する有利子負債に係る金銭債務確認書の各書類を受領していること。

（注９） 鉢嶺氏は、鉢嶺氏に関する事項として、 鉢嶺氏株式譲渡契約の締結及び履行に必要な権利能力、行為能力及び意思能力の存在、 鉢嶺氏株式譲渡契約の有効性、 鉢嶺氏株式譲渡契約の強制執行可能性、 鉢嶺氏株式譲渡契約の締結及び履行についての法令等との抵触の不存在、 倒産手続等の不存在、 反社会的勢力に該当しないこと及び反社会的勢力との関係の不存在、並びに 鉢嶺氏が所有する当社株式及び新株予約権に対する権利について表明及び保証を行っているとのことです。また、ＨＩＢＣに関する事項として ＨＩＢＣの適法な設立及び権利能力、 鉢嶺氏株式譲渡契約の締結及び履行に必要な権限及び権能の存在、 鉢嶺氏株式譲渡契約の締結及び履行に必要な許認可等の取得、 鉢嶺氏株式譲渡契約の締結及び履行についての法令等との抵触の不存在、 倒産手続等の不存在、 ＨＩＢＣの発行する株式及び新株予約権の有効性等、 ＨＩＢＣが所有する当社株式及び新株予約権に対する権利、 ＨＩＢＣの税務申告及び支払いの適正性、 ＨＩＢＣが反社会的勢力に該当しないこと及び反社会的勢力との関係の不存在、 ＨＩＢＣの財務諸表及び会計帳簿等の内容の適正性、 重要な後発事象の不存在、 本吸収分割の適法かつ有効な実行、 子会社・関連会社等の不存在、 ＨＩＢＣ所有当社株式を除いた資産の不存在、 ＨＩＢＣによる鉢嶺氏に対する有利子負債以外の債務の不存在、 ＨＩＢＣによる鉢嶺氏に対する有利子負債及び本辞任役員（ＨＩＢＣ）に対する取締役の委任を除く契約等の不存在、 取得している許認可等の不存在、 法令等及び司法・行政機関等の判断等を遵守していること、 従業員の不存在、 ＨＩＢＣの役員及び従業員に関する福利厚生、退職金及び年金に係る制度の不存在、 訴訟又はクレーム等の不存在、 関連当事者取引の不存在、並びに 開示情報の正確性、について表明及び保証しているとのことです。

（注10） 鉢嶺氏は、鉢嶺氏株式譲渡契約において、 ＨＩＢＣ株式を公開買付者に対して譲り渡す義務のほか、 鉢嶺氏株式譲渡契約の締結日から本株式譲渡の実行日までの間、 ＨＩＢＣをして、 ＨＩＢＣ所有当社株式の保有を除く何らの事業をも行わず、かつ、既存の資産及び負債を維持させる義務、 ＨＩＢＣ及び吸収分割承継会社をして、本吸収分割を行わせる義務、 本公開買付けへ応募しないことに関する義務（注11）、 公開買付者とともに ＨＩＢＣ吸収分割を行う義務、 本辞任役員（ ＨＩＢＣ ）をして辞任する旨の辞任届を提出させる義務、 鉢嶺氏株式譲渡契約の締結日から本株式譲渡の実行日までの間、公開買付者に対して、 ＨＩＢＣに係る情報への一定のアクセスを認める義務、 本株式譲渡の実行時までの鉢嶺氏の表明保証違反、前提条件不充足及び鉢嶺氏の義務違反に関する事実が生じた場合の通知義務、 鉢嶺氏株式譲渡契約上の鉢嶺氏の義務又は鉢嶺氏の表明及び保証の違反に起因又は関連して公開買付者及びその関係者が被った損害等を補償する義務、及び 秘密保持義務その他の鉢嶺氏株式譲渡契約上の一般条項に基づく義務その他一定の義務を負っているとのことです。

（注11） 鉢嶺氏は、鉢嶺氏株式譲渡契約において、鉢嶺氏株式譲渡契約の締結日から本株式譲渡の実行日までの間、 ＨＩＢＣをして、 ＨＩＢＣ所有当社株式について、本公開買付けにおいてその全部又は一部に応募させないことを含め、譲渡、担保設定、賃借その他の処分（本公開買付け以外の公開買付けへの応募を含むがこれに限られません。）を行わず、また、当社株式又は当社株式に係る権利の取得を行わせない旨を合意しているとのことです。

また、鉢嶺氏は、 ＨＩＢＣをして、鉢嶺氏株式譲渡契約締結日以降、公開買付者以外の者との間で、直接又は間接に、抵触取引及びそれらに関する合意を行わず、かかる取引に関する第三者との合意、合意に向けた申込み、申込みの誘引、承諾、協議、交渉、勧誘又は情報提供を行わせない旨も規定しており、これらの規定に関わらず、第三者が当社に対して、対抗公開買付けを実施する旨の法的拘束力のある提案を当社に対して行い、当社の特別委員会がかかる対抗公開買付けに賛同し、かつ、本公開買付けに係る賛同意見の撤回を行う旨の答申を行い、当社の取締役会が特別委員会の当該答申を受けて、かかる対抗公開買付けに賛同する旨の意見表明を行い、かつ、本公開買付けに係る賛同意見の撤回を行った場合には、鉢嶺氏は、損害賠償、違約金その他名目を問わず何らの金銭の支払いをすることなく、またその他何らの義務、負担又は条件を課されることなく、 ＨＩＢＣをして、当該対抗公開買付けへの応募をさせ、又は、当該対抗公開買付けに関連する合意をさせることができるものとする旨の合意をしているとのことです。

また、鉢嶺氏は、鉢嶺氏株式譲渡契約締結日以降、自ら又は ＨＩＢＣをして、公開買付者以外の第三者から抵触取引に関する勧誘、提案、情報提供又は申込みを受けた場合には、直ちに公開買付者にその旨及びこれらの内容を通知し又は通知させ、かかる第三者への対応について公開買付者と誠実に協議し又は協議させる旨を合意しているとのことです。

鉢嶺氏の義務の履行は、本株式譲渡の実行日において、以下の各号に掲げる条件が全て成就していることを条件としているとのことです。なお、鉢嶺氏は、以下の各号に掲げる条件のいずれについても、その裁量により条件不成就を主張する権利を放棄することができるとのことです。但し、かかる条件不成就を主張する権利の放棄によっても、公開買付者に対する補償等の請求が妨げられるものではないとのことです。

()本公開買付けが成立していることに加えて、()鉢嶺氏株式譲渡契約上の公開買付者の表明及び保証(注12)が重要な点で真実かつ正確であること、()公開買付者が鉢嶺氏株式譲渡契約上の義務(注13)を全ての重要な点で履行又は遵守していること、()本株式譲渡の実行時において、H I B C 吸収分割の効力が適法かつ有効に生じる見込みがあること、及び()鉢嶺氏が、H I B C 吸収分割に係る公開買付者の取締役会の議事録の写しを受領していること。

(注12) 公開買付者は、設立及び存続の有効性、鉢嶺氏株式譲渡契約の締結及び履行に必要な権限及び権能の存在、鉢嶺氏株式譲渡契約の有効性及び強制執行可能性、鉢嶺氏株式譲渡契約の締結及び履行についての法令等との抵触の不存在、倒産手続等の不存在、反社会的勢力に該当しないこと及び反社会的勢力との関係の不存在、並びに譲渡対価の支払いを完了するに足る資金を調達していること、について表明及び保証しているとのことです。

(注13) 公開買付者は、鉢嶺氏株式譲渡契約に基づき、H I B C 株式を譲り受ける義務のほか、鉢嶺氏株式譲渡契約上の公開買付者の義務又は上記の注12に記載した公開買付者の表明及び保証の違反に起因又は関連して鉢嶺氏が被った損害等を補償する義務、本株式譲渡の実行時までの公開買付者の表明保証違反、前提条件不充足及び公開買付者の義務違反に関する事実が生じた場合の通知義務、鉢嶺氏株式譲渡契約上の公開買付者の義務又は公開買付者の表明及び保証の違反に起因又は関連して鉢嶺氏及びその関係者が被った損害等を補償する義務、及び秘密保持義務その他の鉢嶺氏株式譲渡契約上の一般条項に基づく義務を負っているとのことです。なお、本株式譲渡の実行日後の義務として()鉢嶺氏株式譲渡契約の本株式譲渡の実行が行われることを条件とし、自ら又はH I B C をして、本株式譲渡の実行後実務上速やかに(遅くとも本株式譲渡日中に)、H I B C による鉢嶺氏に対する有利子負債に係る債務を完済し又は完済させる義務、()本株式譲渡の実行日以降2025年12月末までの間、H I B C 吸収分割及びH I B C の清算のために合理的に必要な行為及び鉢嶺氏が事前に書面により同意したものを除き、H I B C をして、何らの事業も行わせない義務、()本株式譲渡の実行後実務上合理的に可能な範囲で速やかに、H I B C をして、本辞任役員(H I B C)の辞任に伴い必要となる登記手続の申請を行わせ、本辞任役員(H I B C)に対して、本株式譲渡の実行以前のH I B C の役員等としての一切の作為又は不作為に関する責任(会社法第423条第1項又は第429条第1項に定める損害賠償責任を含むが、これらに限られません。)を追及せず、また、H I B C をして、当該責任を追及させない(但し、本辞任役員(H I B C)の故意又は重過失による場合を除きます。)義務、鉢嶺氏とともにH I B C 吸収分割を行う義務を負っているとのことです。

公開買付者は、鉢嶺氏株式譲渡契約上、本公開買付けに係る買付け等の期間の末日(当該末日を含みます。)において、鉢嶺氏が鉢嶺氏株式譲渡契約に基づく表明及び保証若しくは義務に重要な点において違反した場合(但し、当該違反が実務上合理的な範囲で速やかに(但し、本公開買付けに係る買付け等の期間の末日前までに)治癒された場合、又は、鉢嶺氏がH I B C をして対抗公開買付けへの応募をさせ若しくは対抗公開買付けに関連する合意をさせることができる場合を除きます。)で、かつ、公開買付者が鉢嶺氏株式譲渡契約に基づく表明及び保証若しくは義務に重要な点において違反していない場合、公開買付者は、鉢嶺氏に対し書面で通知をすることにより、鉢嶺氏に対しH I B C 株式の譲渡に代えて、()H I B C をして当社株式の全てを本公開買付けに応募させること(但し、H I B C 所有当社株式及び鉢嶺氏株式譲渡契約に規定されるH I B C 所有当社株式を除いて本公開買付けが成立する見込みが存在する場合に限ります。)、又は、()本公開買付けの成立後、当社が非公開化(株式の併合により当社の株主を公開買付者又は公開買付者及びH I B C のみとすることを含みます。)するまでの間に開催される全ての当社の株主総会について、鉢嶺氏は、H I B C をして、当該株主総会におけるH I B C 所有当社株式に係る議決権その他の一切の権利の行使について、公開買付者の選択に従い、(a)公開買付者若しくは公開買付者の指定する者に対して包括的な代理権を授与させるか、又は(b)公開買付者の指示に従って議決権を行使させるものとされているとのことです。公開買付者が当該通知を行った場合、本株式譲渡の実行は行われない旨合意しているとのことです。

野内氏株式譲渡契約

公開買付者及び上記「(2)意見の根拠及び理由」の「本公開買付けの概要」に記載のとおり、2025年9月11日付で野内氏との間で、野内氏株式譲渡契約を締結しているとのことです。野内氏株式譲渡契約の概要は、以下のとおりです。

野内氏は、本公開買付けの成立及びその他一定の前提条件の充足を条件に、野内氏株式譲渡日において野内氏が所有するすべてのタイム・アンド・スペース株式を公開買付者に譲渡する旨を合意しているとのことです。野

内氏株式譲渡契約上、タイム・アンド・スペース株式譲渡価額は、()タイム・アンド・スペース所有当社株式に本公開買付価格を乗じた金額から、()本株式譲渡日におけるタイム・アンド・スペースの負債の簿価(約381百万円)及び本株式譲渡の実行後にタイム・アンド・スペースにて支払い予定の課税債務を控除した額とする旨が合意されているとのことです。なお、本書提出日現在、公開買付者と野内氏との間で、上記「野内氏応募契約」記載の野内氏応募契約及び野内氏株式譲渡契約以外に、本公開買付けに係る合意は存在せず、本公開買付けに応募することにより得られる金銭及び野内氏株式譲渡契約の譲渡対価以外に、本公開買付けに関して公開買付者から野内氏に対して利益が供与されるものではないことから、野内氏株式譲渡契約は、公開買付価格の均一性規制(法第27条の2第3項)の趣旨に抵触するものではないと考えているとのことです。

公開買付者の義務の履行は、本株式譲渡の実行日において、以下の各号に掲げる条件が全て成就していることを条件としているとのことです。なお、公開買付者は、以下の各号に掲げる条件のいずれについても、その裁量により条件不成就を主張する権利を放棄することができるとのことです。但し、かかる条件不成就を主張する権利の放棄によっても、野内氏に対する補償等の請求が妨げられるものではないとのことです。

()本公開買付けが適法かつ有効に成立していることに加えて、()野内氏株式譲渡契約上の野内氏の表明及び保証(注14)が重要な点で真実かつ正確であること、()野内氏が野内氏株式譲渡契約上の義務(注15)を重要な点で履行又は遵守していること、()タイム・アンド・スペース株式の譲渡を承認する旨のタイム・アンド・スペースの株主総会決議が適法かつ有効に行われていること、()タイム・アンド・スペースの取締役である野内氏及び野内典子氏(以下「本辞任役員(タイム・アンド・スペース)」)といひます。)が、野内氏株式譲渡日の実行日をもって辞任する旨の辞任届を提出していること、()野内氏応募契約に基づき、野内氏がその保有する当社の株式全て(新株予約権を行使した分を含みます。)を本公開買付けに応募し、撤回していないこと、()本新設分割及び本現物配当(本新設分割の対価としてタイム・アンド・スペースが受領した新設分割設立会社の発行済株式の全てを剰余金の配当としてその時点におけるタイム・アンド・スペースの株主に分配することをいひます。)の手續が全て適法かつ有効に完了し、本新設分割に係る登記申請が行われ本新設分割の効力が適法かつ有効に生じていること、()タイム・アンド・スペースがタイム・アンド・スペース所有当社株式の全てについて、本公開買付けに応募していないこと、()本株式譲渡日において、タイム・アンド・スペース吸収分割の効力が適法かつ有効に生じる見込みがあること及び()公開買付者が上記()に係る株主総会議事録の写し、上記()に係る新設分割計画書の写し、株主総会議事録の写し及び登記申請書類、上記()に係る株主総会議事録の写し、本辞任役員の辞任届(タイム・アンド・スペース)の写し並びにタイム・アンド・スペースによる野内氏に対する有利子負債に係る金銭債務確認書の各書類を受領していること。

(注14) 野内氏は、野内氏に関する事項として 野内氏株式譲渡契約の締結及び履行に必要な権利能力、行為能力及び意思能力の存在、 野内氏株式譲渡契約の有効性、 野内氏株式譲渡契約の執行可能性、 野内氏株式譲渡契約の締結及び履行についての法令等との抵触の不存在、 倒産手続等の不存在、 反社会的勢力に該当しないこと及び反社会的勢力との関係の不存在、並びに 野内氏が所有する当社株式及び新株予約権に対する権利について表明及び保証を行っているとのことです。また、タイム・アンド・スペースに関する事項として タイム・アンド・スペースの適法な設立及び権利能力、 野内氏株式譲渡契約の締結及び履行に必要な権限及び権能の存在、 野内氏株式譲渡契約の締結及び履行に必要な許認可等の取得、 野内氏株式譲渡契約の締結及び履行についての法令等との抵触の不存在、 倒産手続等の不存在、 タイム・アンド・スペースの発行する株式及び新株予約権の有効性等、 タイム・アンド・スペースが所有する当社株式及び新株予約権に対する権利、 タイム・アンド・スペースの税務申告及び支払いの適正性、 タイム・アンド・スペースが反社会的勢力に該当しないこと及び反社会的勢力との関係の不存在、 タイム・アンド・スペースの財務諸表及び会計帳簿等の内容の適正性、 2025年1月1日以降の重要な変更の不存在、 本新設分割の適法かつ有効な実行、 子会社・関連会社等の不存在、 タイム・アンド・スペース所有当社株式を除いた資産の不存在、 タイム・アンド・スペースによる野内氏に対する有利子負債以外の債務の不存在、 タイム・アンド・スペースによる野内氏に対する有利子負債及び本辞任役員(タイム・アンド・スペース)に対する取締役の委任を除く契約等の不存在、 取得している許認可等の不存在、 法令等及び司法・行政機関等の判断等を遵守していること、 従業員の不存在、 タイム・アンド・スペースの役員及び従業員に関する福利厚生、退職金及び年金に係る制度の不存在 訴訟又はクレーム等の不存在、 関連当事者取引の不存在並びに、 開示情報の正確性、について表明及び保証しているとのことです。

(注15) 野内氏は、野内氏株式譲渡契約において、 タイム・アンド・スペース株式を公開買付者に対して譲り渡す義務のほか、 野内氏株式譲渡契約の締結日から本株式譲渡の実行日までの間、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保有を除く何らの事業をも行わせず、かつ、既存の資産及び負債を維持させる義務、 タイム・アンド・スペースをして、本新設分割を行わせる義務、 本公開買付けへ応募しないことに関する義務(注16)、 公開買付者とともにタイム・アンド・スペース吸収分割を行う義務、 本辞任役員(タイム・アンド・スペース)をして辞

任する旨の辞任届を提出させる義務、 野内氏株式譲渡契約の締結日から本株式譲渡の実行日までの間、公開買付者に対して、タイム・アンド・スペースに係る情報への一定のアクセスを認める義務、 本株式譲渡の実行時までの表明保証違反、義務履行の前提条件が不充足及び野内氏の義務違反に関する事実が生じた場合通知する義務、 野内氏株式譲渡契約上の野内氏の義務又は野内氏の表明及び保証の違反に起因又は関連して公開買付者及びその関係者が被った損害等を補償する義務、及び 秘密保持義務その他の野内氏株式譲渡契約上の一般条項に基づく義務その他一定の義務を負っているとのことです。

- (注16) 野内氏は、野内氏株式譲渡契約において、野内氏株式譲渡契約の締結日から本株式譲渡の実行日までの間、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について、本公開買付けにおいてその全部又は一部を応募させないことを含め、譲渡、担保設定、賃借その他の処分（本公開買付け以外の公開買付けへの応募を含むがこれに限られません。）を行わせず、また、当社株式又は当社株式に係る権利の取得を行わせない旨を合意しているとのことです。
- また、野内氏は、タイム・アンド・スペースをして、野内氏株式譲渡契約締結日以降、公開買付者以外の者との間で、直接又は間接に、抵触取引及びそれらに関する合意を行わず、かかる取引に関する第三者との合意、合意に向けた申込み、申込みの誘引、承諾、協議、交渉、勧誘又は情報提供を行わせない旨も規定しており、これらの規定にかかわらず、第三者が当社に対して、対抗公開買付けを実施する旨の法的拘束力のある提案を当社に対して行い、当社の特別委員会がかかる対抗公開買付けに賛同し、かつ、本公開買付けに係る賛同意見の撤回を行う旨の答申を行い、当社の取締役会が特別委員会の当該答申を受けて、かかる対抗公開買付けに賛同する旨の意見表明を行い、かつ、本公開買付けに係る賛同意見の撤回を行った場合には、野内氏は、損害賠償、違約金その他名目を問わず何らの金銭の支払いをすることなく、またその他何らの義務、負担又は条件を課されることなく、タイム・アンド・スペースをして、当該対抗公開買付けへの応募をさせ、又は、当該対抗公開買付けに関連する合意をさせることができるものとする旨の合意をしているとのことです。また、野内氏は、野内氏株式譲渡契約締結日以降、自ら又はタイム・アンド・スペースをして、公開買付者以外の第三者から抵触取引に関する勧誘、提案、情報提供又は申込みを受けた場合には、直ちに公開買付者にその旨及びこれらの内容を通知し又は通知させ、かかる第三者への対応について公開買付者と誠実に協議し又は協議させる旨を合意しているとのことです。

野内氏の義務履行は、本株式譲渡の実行日において、以下の各号に掲げる条件が全て成就していることを条件としているとのことです。なお、野内氏は、以下の各号に掲げる条件のいずれについても、その裁量により条件不成就を主張する権利を放棄することができるとのことです。但し、かかる条件不成就を主張する権利の放棄によっても、公開買付者に対する補償等の請求が妨げられるものではないとのことです。

()本公開買付けが成立していることに加えて、()野内氏株式譲渡契約上の公開買付者の表明及び保証（注17）が重要な点で真実かつ正確であること、()公開買付者が野内氏株式譲渡契約上の義務（注18）を全ての重要な点で履行又は遵守していること()本株式譲渡日において、タイム・アンド・スペース吸収分割の効力が適法かつ有効に生じる見込みがあること、及び()野内氏が、タイム・アンド・スペース吸収分割に係る公開買付者の取締役会の議事録の写しを受領していること。

- (注17) 公開買付者は、 設立及び存続の有効性、 野内氏株式譲渡契約の締結及び履行に必要な権限及び権能の存在、 野内氏株式譲渡契約の有効性及び強制執行可能性、 野内氏株式譲渡契約の締結及び履行についての法令等との抵触の不存在、 倒産手続等の不存在、 反社会的勢力に該当しないこと及び反社会的勢力との関係の不存在、並びに 譲渡対価の支払いを完了するに足る資金を調達していることについて表明及び保証しているとのことです。

- (注18) 公開買付者は、野内氏株式譲渡契約に基づき、 タイム・アンド・スペース株式を譲り受ける義務のほか、 野内氏株式譲渡契約上の公開買付者の義務又は上記の注17に記載した公開買付者の表明及び保証の違反に起因又は関連して野内氏が被った損害等を補償する義務、 本株式譲渡の実行時までの公開買付者の表明保証違反、前提条件不充足及び公開買付者の義務違反に関する事実が生じた場合の通知義務、 野内氏株式譲渡契約上の公開買付者の義務又は公開買付者の表明及び保証の違反に起因又は関連して野内氏及びその関係者が被った損害等を補償する義務、及び 秘密保持義務その他の野内氏株式譲渡契約上の一般条項に基づく義務を負っているとのことです。なお、本株式譲渡日後の義務として()野内氏株式譲渡契約の本株式譲渡の実行が行われることを条件とし、自ら又はタイム・アンド・スペースをして、本株式譲渡の実行後実務上速やかに（遅くとも本株式譲渡日中に）、タイム・アンド・スペースによる野内氏に対する有利子負債を完済し又は完済させる義務、()本株式譲渡の実行日以降2025年12月末までの間、本新設分割、タイム・アンド・スペースの清算のために合理的に必要な行為及び野内氏が事前に書面により同意したものを除き、タイム・アンド・スペースをし

て、何らの事業も行わせない義務、()本株式譲渡の実行後実務上合理的に可能な範囲で速やかに、タイム・アンド・スペースをして、本辞任役員(タイム・アンド・スペース)の辞任に伴い必要となる登記手続の申請を行わせ、本辞任役員(タイム・アンド・スペース)に対して、本株式譲渡の実行以前のタイム・アンド・スペースの役員等としての一切の作為又は不作為に関する責任(会社法第423条第1項又は第429条第1項に定める損害賠償責任を含むが、これらに限られません。)を追及せず、また、タイム・アンド・スペースをして、当該責任を追及させない(但し、本辞任役員(タイム・アンド・スペース)の故意又は重過失による場合を除きます。)義務、野内氏とともにタイム・アンド・スペース吸収分割を行う義務を負っているとのことです。

公開買付者は、野内氏株式譲渡契約上、本公開買付けに係る買付け等の期間の末日(当該末日を含みます。)において、野内氏が野内氏株式譲渡契約に基づく表明及び保証若しくは義務に重要な点において違反した場合(但し、当該違反が実務上合理的な範囲で速やかに(但し、本公開買付けに係る買付け等の期間の末日前までに)治癒された場合、又は、野内氏がタイム・アンド・スペースをして対抗公開買付けへの応募をさせ若しくは対抗公開買付けに関連する合意をさせることができる場合を除きます。)で、かつ、公開買付者が野内氏株式譲渡契約に基づく表明及び保証若しくは義務に重要な点において違反していない場合、公開買付者は、野内氏に対し書面で通知をすることにより、野内氏に対しタイム・アンド・スペース株式の譲渡に代えて、()タイム・アンド・スペースをして当社株式の全てを本公開買付けに応募させること(但し、タイム・アンド・スペース所有当社株式及び野内氏株式譲渡契約に規定されるタイム・アンド・スペース所有当社株式を除いて本公開買付けが成立する見込みが存在する場合に限ります。)、又は、()本公開買付けの成立後、当社が非公開化(株式の併合により当社の株主を公開買付者又は公開買付者及びタイム・アンド・スペースのみとすることを含みます。)するまでの間に開催される全ての当社の株主総会について、野内氏は、タイム・アンド・スペースをして、当該株主総会におけるタイム・アンド・スペース所有当社株式に係る議決権その他の一切の権利の行使について、公開買付者の選択に従い、(a)公開買付者若しくは公開買付者の指定する者に対して包括的な代理権を授与させるか、又は(b)公開買付者の指示に従って議決権を行使させるものとする。公開買付者が当該通知を行った場合、本株式譲渡の実行は行われない旨合意しているとのことです。

4【役員が所有する株券等の数及び当該株券等に係る議決権の数】

(1) 普通株式

氏名	役職名	所有株式数(株)	議決権の数(個)
鉢嶺 登	取締役ファウンダー	4,525,200	45,252
野内 敦	代表取締役会長	1,285,800	12,858
金澤 大輔	代表取締役社長	38,700	387
水谷 智之	取締役(社外/独立役員)	10,000	100
計		5,859,700	58,597

(注1) 役職名、所有株式数及び議決権の数は、本書提出日現在のものです。

(注2) 取締役ファウンダー鉢嶺登氏の所有株式数及び議決権の数には、同氏の資産管理会社であるHIBCが所有する当社株式数及びそれに係る議決権の数を含めております。

(注3) 代表取締役会長野内敦氏の所有株式数及び議決権の数には、同氏の資産管理会社であるタイム・アンド・スペースが所有する当社株式数及びそれに係る議決権の数を含めております。

(2) 新株予約権

氏名	役職名	所有個数(個)	株式に換算した数(株)	株式に換算した議決権の数(個)
鉢嶺 登	取締役ファウンダー	2,000	200,000	2,000
野内 敦	代表取締役会長	3,000	300,000	3,000
金澤 大輔	代表取締役社長	1,700	170,000	1,700
計		6,700	670,000	6,700

(注1) 役職名、所有個数、株式に換算した数及び株式に換算した議決権の数は、本書提出日現在のものです。

5【公開買付者又はその特別関係者による利益供与の内容】

該当事項はありません。

6【会社の支配に関する基本方針に係る対応方針】

該当事項はありません。

7【公開買付者に対する質問】

該当事項はありません。

8【公開買付期間の延長請求】

該当事項はありません。

以 上