

【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 5 月16日
【報告者の名称】	株式会社ゴルフダイジェスト・オンライン
【報告者の所在地】	東京都品川区東五反田二丁目10番 2 号
【最寄りの連絡場所】	東京都品川区東五反田二丁目10番 2 号
【電話番号】	(03)5656-2888
【事務連絡者氏名】	執行役員最高財務責任者 中村 怜
【縦覧に供する場所】	株式会社ゴルフダイジェスト・オンライン (東京都品川区東五反田二丁目10番 2 号) 株式会社東京証券取引所 (東京都中央区日本橋兜町 2 番 1 号)

- (注 1) 本書中の「当社」とは、株式会社ゴルフダイジェスト・オンラインをいいます。
- (注 2) 本書中の「公開買付者」とは、株式会社TGT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いたしません。
- (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、株式等に係る権利をいいます。
- (注 7) 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意味します。
- (注 8) 本書中の「営業日」とは、行政機関の休日に関する法律(昭和63年法律第91号。その後の改正を含みます。)第 1 条第 1 項各号に掲げる日を除いた日をいいます。
- (注 9) 本書の提出に係る公開買付け(以下「本公開買付け」といいます。)は、法で定められた手続及び情報開示基準に従い実施されるものです。
- (注10) 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。)に従って株主による単元未満株式の買取請求権が行使された場合には、当社は法令の手続に従い本公開買付けにおける買付け等の期間(以下「公開買付期間」といいます。)中に自己の株式を買い取ることがあります。

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TGTホールディングス
所在地 東京都千代田区丸の内一丁目9番2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

2021年4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「2021年度新株予約権」といいます。)(行使期間は2023年4月23日から2031年4月22日まで)

2023年4月27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「2023年度新株予約権」といいます。)(行使期間は2025年4月28日から2033年4月27日まで)

2024年7月23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「2024年度新株予約権」といいます。)(行使期間は2026年7月23日から2034年7月22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5月15日開催の取締役会において、下記「(2) 意見の根拠及び理由」に記載の根拠及び理由に基づき、本公開買付けに関し、賛同の意見を表明するとともに、当社の株主の皆様が本公開買付けに応募することを推奨する旨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。)(の皆様が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いたしました。

なお、上記取締役会決議は、下記「(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」の「当社における利害関係を有しない取締役全員の承認及び利害関係を有しない監査役全員の異議がない旨の意見」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」の記載のうち、公開買付者に関する記載については、公開買付者から受けた説明に基づいております。

本公開買付けの概要

公開買付者は、当社の株券等を取得及び所有することを主たる目的として、2025年4月8日付で設立された株式会社であり、本書提出日現在、インテグラル株式会社(以下「インテグラル」といいます。)(がその発行済株式の全てを所有しているとのことです。なお、本書提出日現在、インテグラル並びに公開買付者を含むインテグラルの子会社及び関連会社その他公開買付者に対する出資に関わる各主体は、当社の普通株式(以下「当社株式」といいます。)(及び本新株予約権を所有していないとのことです。

インテグラルは日本国内の上場企業・未公開企業等に投資するエクイティ投資会社とのことです。社名である「インテグラル」とは、『積分、積み重ね』を意味し、投資先企業と信頼関係を構築し、持続的な企業価値の向上に資する施策を積み重ねていくという長期的視野に立ったエクイティ投資を行うことを理念としており、『経営と同じ目線・時間軸』をもって投資先企業と共に歩み、投資先の事業方針を尊重して企業価値の最大化に向けて経営・財務の両面での最適な経営支援を行うことを方針としているとのことです。

インテグラルは、2007年9月の創業からこれまでキュービーネットホールディングス株式会社、スカイマーク株式会社、株式会社シノケングループ、株式会社ダイオーズ、旭化成メディカル株式会社等、計34件の投資実績(本書提出日現在)を有し、企業価値向上に向けた経営・財務の両面でのサポートを行っているとのことです。インテグラルは、コスト削減やオペレーションの効率化のみによる短期的な利益の追求ではなく、長期的な視野に立った投資やリソース配分を行い、永続的な事業の成長・発展を目指しているとのことです。M&A業務及び会社のマネジメントに従事し、それらの高度な専門的知識を有する者が集まった国内独立系の投資会社として、日本企業のマネジメント層の特性を十分に理解・尊重しながら、投資先企業の企業価値向上を最優先した成長戦略促進の支援に全力で取り組んでいるとのことです。

今般、公開買付者は、株式会社東京証券取引所(以下「東京証券取引所」といいます。)のプライム市場(以下「東京証券取引所プライム市場」といいます。)に上場している当社株式の全て(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、当社が所有する自己株式(但し、BBT所有株式(以下に定義します。以下同じです。))を除きます。))及び本不応募合意株式(以下に定義します。以下同じです。))を除きます。))及び本新株予約権の全てを取得し、当社株式を非公開化するための取引(以下「本取引」といいます。))の一環として、2025年5月15日付で本公開買付けを実施することを決定したとのことです。

本公開買付けにおいて、本公開買付けの成立後の株券等所有割合が3分の2以上となることから、公開買付者に法第27条の2第5項及び令第8条第5項第3号並びに法第27条の13第4項及び令第14条の2の2に基づく全部勧誘義務及び全部買付義務が生じるため、2025年5月15日において残存している当社が発行する新株予約権の全てである本新株予約権についても本公開買付けの対象としているとのことです。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。))については、本新株予約権は、いずれも、2025年5月15日において、当社株式1株当たりの行使価額が本公開買付価格(430円)を上回っているため、それぞれ1円と決定したとのことです。

本公開買付けは、いわゆるマネジメント・バイアウト(MBO)の一環として、当社取締役会の賛同のもと、友好的に当社株式の全て(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、当社が所有する自己株式(但し、BBT所有株式を除きます。))及び本不応募合意株式を除きます。))及び本新株予約権の全てを取得するために実施することを予定しているとのことです。また、本取引の実行後も、当社の代表取締役社長である石坂信也氏(以下「石坂氏」といいます。))及び当社の取締役である木村玄一氏は、引き続き当社の経営にあたることを予定しているとのことです。

(注1) 「マネジメント・バイアウト(MBO)」とは、一般に、買収対象者の経営陣が、買収資金の全部又は一部を出資して、買収対象者の事業の継続を前提として買収対象者の株式を取得する取引をいいます。

インテグラルは、本公開買付けの実施にあたり、当社の代表取締役社長かつ筆頭株主である石坂氏(所有株式数：3,241,200株、所有割合：17.73%)(注2、3、4)、当社の第2位株主である株式会社ゴルフダイジェスト社(以下「GD社」といいます。)(所有株式数：1,750,000株、所有割合：9.57%)、当社の第3位株主である株式会社モーターマガジン社(以下「MM社」といいます。)(所有株式数：1,600,000株、所有割合：8.75%)、当社の取締役かつ第4位株主である木村玄一氏(所有株式数：1,150,000株、所有割合：6.29%)、当社の第6位株主である木村正浩氏(所有株式数：800,000株、所有割合：4.38%)(以下、石坂氏、GD社、MM社、木村玄一氏及び木村正浩氏を併せて「本不應募合意株主」といい、本不應募合意株主が所有する当社株式合計8,541,200株(所有割合：46.73%)を「本不應募合意株式」といいます。また、石坂氏と木村玄一氏を併せて、以下「本経営株主」といいます。)、インテグラル5号投資事業有限責任組合(注5)、Innovation Alpha V L.P.(注6)、Initiative Delta V L.P.(注7)及びInfinity Gamma V L.P.(注8)(以下、インテグラル、インテグラル5号投資事業有限責任組合、Innovation Alpha V L.P.、Initiative Delta V L.P.及びInfinity Gamma V L.P.を「インテグラルグループ」と総称します。但し、下記「(7) 公開買付者と当社の株主・取締役等との間における公開買付けへの応募に係る重要な合意に関する事項」の「本MB0覚書」に記載の契約当事者の変更後は、「インテグラルグループ」は、以下に定義する中間ピークル (Atagoインテグラル1投資事業有限責任組合、Atagoインテグラル2投資事業有限責任組合、Innovation Alpha Atago L.P.、Initiative Delta Atago L.P.及びInfinity Gamma Atago L.P.の総称)を意味します。以下同じです。)との間で、2025年5月15日付でMB0覚書(以下「本MB0覚書」といいます。)を締結しており、本不應募合意株主が本不應募合意株式の全てについて本公開買付けに応募しない旨を合意しているとのことです。なお、本MB0覚書の詳細については、下記「(7) 公開買付者と当社の株主・取締役等との間における公開買付けへの応募に係る重要な合意に関する事項」をご参照ください。

(注2) 「所有割合」とは、当社が2025年5月15日付で公表した「2025年12月期 第1四半期決算短信〔日本基準〕(連結)」に記載された2025年3月31日現在の当社の発行済株式総数(18,274,000株)から、同日現在の当社が所有する自己株式数(但し、株式給付信託(以下「BBT」といいます。)の信託財産として、BBTの受託者であるみずほ信託銀行株式会社(以下「みずほ信託銀行」といいます。)が所有する当社株式(67,600株)(以下「BBT所有株式」といいます。)を控除しております。以下、自己株式数の記載において同じです。)(393株)を控除した株式数(18,273,607株)に、当社から2025年3月31日現在残存するものと報告した2021年度新株予約権及び2023年度新株予約権計55個の目的となる当社株式の合計(5,500株)を加算した株式数(18,279,107株)(以下「潜在株式勘案後本基準株式数」といいます。)に対する割合(小数点以下第三位を四捨五入しております。以下、所有割合の計算において同じです。)をいいます。なお、本新株予約権のうち、2024年度新株予約権については、行使期間の初日が2026年7月23日であり、公開買付け期間中に、2024年度新株予約権が行使され、当社株式が2024年度新株予約権の所有者に対して発行又は移転されることを想定していないため、2024年度新株予約権1,975個の目的となる株式数(197,500株)は潜在株式勘案後本基準株式数に加算しておりません。

(注3) 2025年3月31日現在における本新株予約権の個数は、2021年度新株予約権35個(目的となる株式数：3,500株)、2023年度新株予約権20個(目的となる株式数：2,000株)、2024年度新株予約権1,975個(目的となる株式数：197,500株)であり、合計2,030個(目的となる株式数：203,000株)です。

(注4) 石坂氏は、当社の役員持株会を通じた持分として4,224株(小数点以下を切り捨てております。)に相当する当社株式を間接的に所有しておりますが、上記石坂氏の所有株式数(3,241,200株)には、石坂氏が当該役員持株会を通じた持分として間接的に所有している当社株式4,224株は含まれていないとのことです。

(注5) インテグラル5号投資事業有限責任組合は、インテグラルの子会社であるインテグラル・パートナーズ株式会社が無限責任組合員として運営・管理するインテグラル5号GP投資事業有限責任組合が無限責任組合員として運営・管理する、投資事業有限責任組合契約に関する法律に基づき設立された投資事業有限責任組合とのことです。

(注6) Innovation Alpha V L.P.は、インテグラルが投資助言を行うInnovation Partners Alpha V Ltd.がGeneral Partnerとして運営・管理する、ケイマン諸島法に基づき設立されたExempted Limited Partnershipとのことです。

(注7) Initiative Delta V L.P.は、インテグラルが投資助言を行うInitiative Partners Delta V Ltd.がGeneral Partnerとして運営・管理する、ケイマン諸島法に基づき設立されたExempted Limited Partnershipとのことです。

(注8) Infinity Gamma V L.P.は、インテグラルが投資助言を行うInfinity Partners Gamma V Ltd.がGeneral Partnerとして運営・管理する、ケイマン諸島法に基づき設立されたExempted Limited Partnershipとのことです。

本公開買付けの実施にあたり、インテグラルグループは、本MO覚書において、本不応募合意株主との間で、本公開買付けが成立した場合には本臨時株主総会(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)」に定義します。以下同じです。))において本スクイズアウト手続(以下に定義します。以下同じです。))に関連する各議案に賛成する旨を書面で合意しているとのことです。また、本スクイズアウト手続として行われる当社株式の株式併合(以下「本株式併合」といいます。))の効力発生前に、公開買付者の要請に従い、石坂氏を除く本不応募合意株主(以下総称して「木村氏ら」といいます。))は当社株式についての消費貸借契約を締結して本貸株取引(以下に定義します。))を行う旨も書面で合意しているとのことです。これにより、本公開買付けが成立した場合、当社の株主は、公開買付者及び木村氏ら(以下総称して「本存続予定株主」といいます。))、石坂氏並びに本公開買付けに応募しなかった当社の株主(但し、本不応募合意株主を除きます。))となる予定とのことです。そして、本公開買付け成立後に実施を予定している本スクイズアウト手続により、本存続予定株主のみが当社の株主となることを予定しているとのことです。なお、石坂氏は米国に居住しているため、本公開買付けに応募することはできませんが、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、本株式併合における当社株式の併合の割合は、本公開買付けに応募しなかった当社の株主(但し、本存続予定株主及び当社を除きます。))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される予定であるため、本株式併合により1株に満たない端数となった部分に相当する当社株式の対価として、本公開買付価格(430円)に石坂氏の所有する当社株式の数(3,241,200株)を乗じた価格(1,393,716,000円)と同額の金銭の交付を受ける予定とのことです。石坂氏は、2023年8月4日付で石坂氏が提出した当社株式に係る大量保有報告書の変更報告書No.30に記載のとおり、その保有する当社株式の一部に担保権(以下「本担保権」といいます。))が存在するところ、本株式併合により1株に満たない端数となった部分に相当する当社株式の対価として受領した金銭の一部を利用して、本担保権(当該受領の時点で残存しているものに限り、以下同じです。))に係る被担保債務を弁済し、本担保権を消滅させる予定とのことです。

公開買付者は、本公開買付けにおいて3,599,800株(所有割合：19.69%)を買付予定数の下限として設定しており、本公開買付けに応募された株券等(以下「応募株券等」といいます。))の数の合計が買付予定数の下限(3,599,800株)に満たない場合には、応募株券等の全部の買付け等を行わないとのことです。一方、本公開買付けは当社株式を非公開化し、当社の株主を本存続予定株主のみとすることを目的としているため、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おらず、応募株券等の数の合計が買付予定数の下限(3,599,800株)以上の場合に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、買付予定数の下限(3,599,800株)は、潜在株式勘案後本基準株式数(18,279,107株)に係る議決権数(182,791個)から、BBT所有株式(67,600株)に係る議決権数(676個)を控除した議決権数(182,115個)に3分の2を乗じた数(121,410個)より、本不応募合意株主が所有する本不応募合意株式に係る議決権数の合計(85,412個)を控除した議決権数(35,998個)に、当社の単元株式数である100株を乗じた株式数とされており、かかる買付予定数の下限を設定したのは、本取引においては当社株式を非公開化することを目的としており、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)」に記載の本株式併合の手続を実施する際には、会社法第309条第2項に規定する株主総会における特別決議が要件とされているところ、BBT所有株式(67,600株)については、当社とみずほ信託銀行との間で締結されている株式給付信託契約書において、本公開買付けのように当社取締役会が賛同の意見を表明した公開買付けの場合には、信託管理人は当該公開買付けに応募する旨の指示は行わない旨が規定されていることから、本公開買付けへの応募が想定されず、また、みずほ信託銀行は信託管理人の指図に基づき当該当社株式の議決権を一律不行使とする旨が規定されていることを踏まえ、本取引を確実に実施できるように設定しているとのことです。なお、本不応募合意株式については、本不応募合意株主との間で本公開買付けに応募しない旨及び本公開買付けが成立した場合には本臨時株主総会において本スクイズアウト手続に関連する各議案に賛成する旨の合意が成立しているため、上記の議決権数の算定において控除されているとのことです。

公開買付者は、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、当社が所有する自己株式及び本不応募合意株式を除きます。)を取得できなかった場合には、本公開買付けの成立後に、当社の株主を本存続予定株主のみとするための一連の手続(以下「本スクイズアウト手続」といいます。詳細については、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)」をご参照ください。)を実施する予定とのことです。

本スクイズアウト手続として行われる本株式併合により当社の株主を本存続予定株主のみとすることを可能とするため、その効力発生日に先立って、公開買付者の要請に従い、木村氏らが所有する当社株式の全部又は一部をGD社とMM社のいずれか(以下、仮に「X社」とします。)に集約し、X社の所有割合が石坂氏の所有割合を上回るように、X社にて、他の木村氏らとの間で当社株式についての消費貸借契約を締結し、本株式併合の効力発生前を効力発生時として、貸主となる株主の所有する当社株式の全部又は一部を借り受ける(以下「本貸株取引」といいます。)予定とのことです。具体的には、木村玄一氏、木村正浩氏及びY社(GD社とMM社のうち、X社でない方をいいます。以下同じです。)が本貸株取引における貸主となり、所有する当社株式の全部又は一部をX社へ貸し出すこと、並びに、本貸株取引における借主となったX社が、貸主に対して、本株式併合の効力発生後、本貸株取引を解消し、当該借り受けた当社株式の全てを返却(以下「本貸株返却」といいます。)することを通じて、木村氏らが本スクイズアウト手続後も当社株式を継続して保有することを実現する予定とのことです。なお、本貸株取引が実行される場合には、借主となるX社が、本株式併合後に、借り受けた当社株式と同等の価値の当社株式を返却できるようにするため、公開買付者は、当社に対して、公開買付者の別途指定する基準日及び割合をもって、当社株式の公開買付者及びX社に対する無償割当(以下「本株式無償割当」といいます。)を行うことを要請する予定であるものの、本書提出日現在において詳細は未定とのことです。

なお、貸株料等の条件は未定とのことです。独立当事者間で同様の貸株取引が実施される場合に設定される取引条件と同水準の取引条件を設定する予定とのことです。また、本不応募合意株主のうち、木村玄一氏及び木村正浩氏はX社の取締役であり(注9)、各株式貸借契約を締結する日以前1年以上継続して法第27条の2第7項第1号に定める形式的特別関係者に該当するとのことです。さらに、本不応募合意株主のうち、Y社は、X社と、株式貸借契約を締結する日以前1年以上継続して令第6条の2第1項第5号に定める関係(いわゆる兄弟会社の関係)にあるとのことです(注10)。したがって、本貸株取引は、法第27条の2第1項但書に定める「適用除外買付け等」に該当することになるとのことです。

(注9) 木村玄一氏及び木村正浩氏のいずれも、GD社及びMM社の取締役です。

(注10) 木村総業株式会社(下記吸収合併前の旧商号は「八雲エンタープライズ株式会社」。以下「現木村総業」といいます。)が、2019年11月11日より、GD社及びMM社の議決権の全てを所有しているとのことです。具体的には、現木村総業は、2019年11月11日付で、現木村総業を完全親会社、GD社、MM社及び木村総業株式会社(以下「旧木村総業」といいます。)を完全子会社とする株式交換を実施し、上記3社を完全子会社化したとのことです。その後、現木村総業は、2020年7月1日付で、現木村総業を存続会社、旧木村総業を消滅会社とする吸収合併を実施し、同日、商号を「木村総業株式会社」に変更したとのことです。なお、現木村総業の議決権は、木村玄一氏が55.8%、木村正浩氏が44.2%所有しているとのことです。

公開買付者は、最終的に公開買付者が当社の唯一の株主となることを予定しており、かかる目的を達成する手段として、本スクイズアウト手続の完了を条件として、公開買付者を株式交換完全親会社、当社を株式交換完全子会社とし、公開買付者の株式を対価とする株式交換(以下「本株式交換」といいます。)を実施することを予定しているものの、本書提出日現在において詳細は未定とのことです(注11、注12)。

(注11) 本株式交換により、木村氏らは公開買付者の株式を取得することとなりますが、その目的は、公開買付者の株式の所有を通じて非公開化後に当社に關与することを目的として実施されるものであり、木村氏らによる本公開買付けへの応募の可否とは独立して検討されたものであることから、公開買付価格の均一性規制(法第27条の2第3項)の趣旨に反するものではないと考えているとのことです。

(注12) 本株式交換の株式交換比率を定めるにあたっては、公開買付価格の均一性規制(法第27条の2第3項)の趣旨に反しないよう、当社株式の価値は、本公開買付価格と実質的に同額で評価する予定とのことです。

また、本株式併合において、木村氏らの所有する当社株式の数に1株に満たない端数が生じる場合、本株式交換の実行後、木村氏らは、本株式併合により1株に満たない端数となった部分に相当する当社株式の対価として受領した金銭から、想定される譲渡益課税額を控除した金額(但し、木村氏らの裁量により、当該控除を行わない可能性もあるとのことです。)を譲渡対価として、公開買付者の株式をインテグラルグループから譲り受けること(以下「本株式譲渡」といいます。)を予定しているとのことです。木村氏らは、原則として当社株式の保有継続を予定しているとのことです。本株式譲渡は、本株式併合により1株に満たない端数となる部分が発生し、本株式交換の対価として受領する公開買付者の株式が減少する場合に、当該端数の対価を原資として公開買付者の株式を直接取得することを可能とするものとのことです(したがって、本株式併合に係る併合比率によっては、木村氏らに端数株式が生じず、本株式譲渡が実施されない可能性があるとのことです。)。木村氏らは、本株式交換及び本株式譲渡により取得する公開買付者の株式の所有を通じて、非公開化後に当社に関与することになるとのことです。

さらに、本株式交換の実行後、石坂氏は、本株式併合により1株に満たない端数となった部分に相当する当社株式の対価として受領した金銭から、想定される譲渡益課税額及び本担保権の消滅に要した支出額を控除した金額(但し、石坂氏の裁量により、当該控除を行わない可能性もあるとのことです。)を譲渡対価として、公開買付者の株式をインテグラルグループから譲り受けること(以下「本株式譲渡」といいます。)を予定しているとのことです。本株式譲渡は、本スクイーズアウト手続により当社の株主でなくなる石坂氏が、公開買付者の株式の所有を通じて非公開化後に当社に関与するために必要となるとのことです。本書提出日現在において、本株式譲渡及び本株式譲渡の詳細は未定とのことです(注13)が、本株式交換並びに本株式譲渡及び本株式譲渡の実施後のインテグラルグループの公開買付者に対する出資比率は、少なくとも3分の2を超える予定とのことです。また、本株式譲渡及び本株式譲渡のいずれについても、1株当たりの譲渡対価は、インテグラルグループによる公開買付者株式の1株当たり取得価格と同額とする想定とのことです。

(注13) 本株式譲渡及び本株式譲渡は、本不応募合意株主が公開買付者の株式の所有を通じて非公開化後に当社に関与することを目的として実施されるものであり、木村氏らによる本公開買付けへの応募の可否とは独立して検討されたものであることから、公開買付価格の均一性規制(法第27条の2第3項)の趣旨に反するものではないと考えているとのことです。

公開買付者は、本公開買付けを含む本取引に要する資金を、インテグラル、インテグラル5号投資事業有限責任組合、Innovation Alpha V L.P.、Initiative Delta V L.P.及びInfinity Gamma V L.P.による出資により賄うことを予定しており、これをもって、本公開買付けの決済資金等に充当することを予定しているとのことです。なお、インテグラル、インテグラル5号投資事業有限責任組合、Innovation Alpha V L.P.、Initiative Delta V L.P.及びInfinity Gamma V L.P.は、公開買付者に対する上記出資を、本公開買付けの開始後に設立される予定の投資ピークルを通じて間接的に行うこと(以下「本間接出資ストラクチャー」といいます。)を予定しているとのことです。本間接出資ストラクチャーの詳細は以下のとおりとのことです。

(インテグラル等から中間ピークルへの出資)

インテグラル、インテグラル5号投資事業有限責任組合、Innovation Alpha V L.P.、Initiative Delta V L.P.及びInfinity Gamma V L.P.は、それぞれ、Atago 1投資事業有限責任組合、Atago 2投資事業有限責任組合、IA Atago L.P.、ID Atago L.P.及びIG Atago L.P.(以下、総称して「中間ピークル」といいます。)に対して、それぞれ330,000,000円、1,990,000,000円、680,000,000円、840,000,000円、及び680,000,000円の出資を行う予定とのことです。

(中間ピークルから中間ピークルへの出資)

Atago 1投資事業有限責任組合、Atago 2投資事業有限責任組合、IA Atago L.P.、ID Atago L.P.及びIG Atago L.P.は、それぞれ、Atagoインテグラル1投資事業有限責任組合、Atagoインテグラル2投資事業有限責任組合、Innovation Alpha Atago L.P.、Initiative Delta Atago L.P.及びInfinity Gamma Atago L.P.(以下、総称して「中間ピークル」といいます。)に対して、それぞれ320,000,000円、1,980,000,000円、670,000,000円、830,000,000円、及び670,000,000円の出資を行う予定とのことです。

(中間ピークル から公開買付者への出資)

Atagoインテグラル1 投資事業有限責任組合、Atagoインテグラル2 投資事業有限責任組合、Innovation Alpha Atago L.P.、Initiative Delta Atago L.P.及びInfinity Gamma Atago L.P.は、それぞれ、公開買付者に対して、310,000,000円、1,970,000,000円、660,000,000円、820,000,000円、及び660,000,000円の出資を行う予定と
のことです。

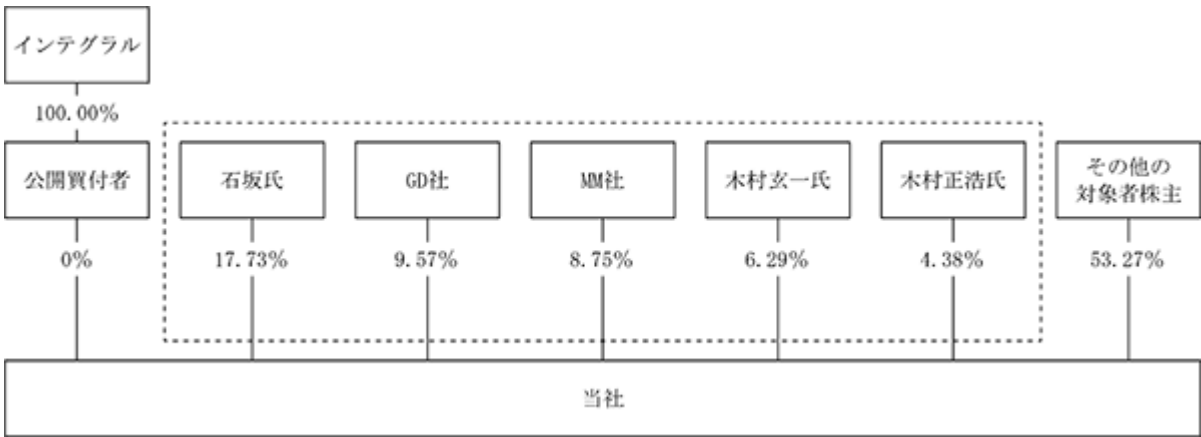
本書提出日現在、中間ピークル 及び中間ピークル は、いずれも設立されていないとのことです。本書提出
日以降に中間ピークル 及び中間ピークル が設立され、本間接出資ストラクチャーにより公開買付者への出資
が行われることとなった場合には、公開買付者は、法第27条の8 第2 項に基づき、直ちに公開買付届出書の訂正
届出書を関東財務局長に提出するとのことです。

なお、当社は、2025年 5 月15日開催の当社取締役会において、本公開買付けに賛同の意見を表明するととも
に、当社の株主の皆様に対しては本公開買付けへの応募を推奨すること、本新株予約権者の皆様に対しては、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、当該本新株予約権
者の皆様のご判断に委ねる旨を決議いたしました。

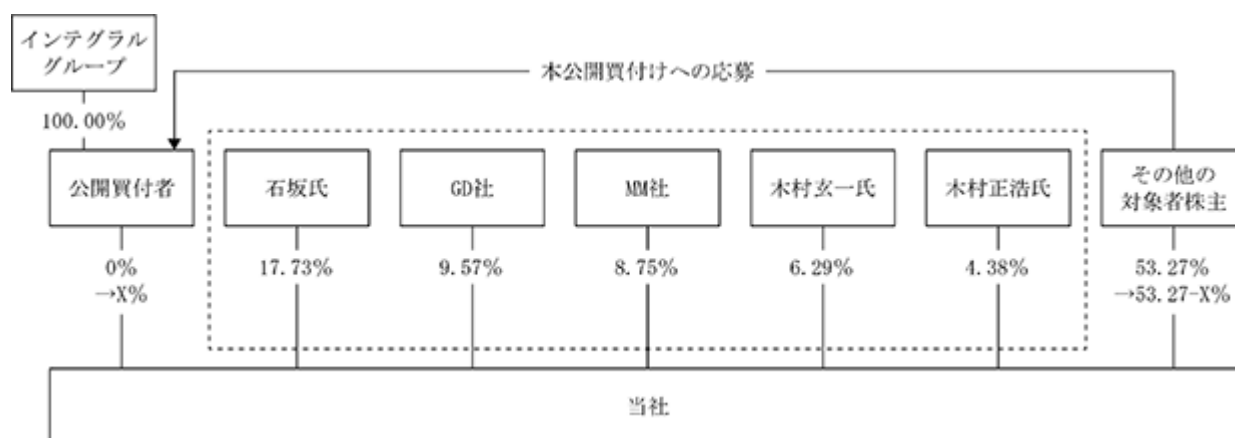
上記の当社取締役会の決議の詳細については、下記「(6) 本公開買付価格の公正性を担保するための措置及び
利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置」の「 当社における利害関
係を有しない取締役全員の承認及び利害関係を有しない監査役全員の異議がない旨の意見」をご参照ください。

以下は、本取引の概要を図示したものです。

・ 現状

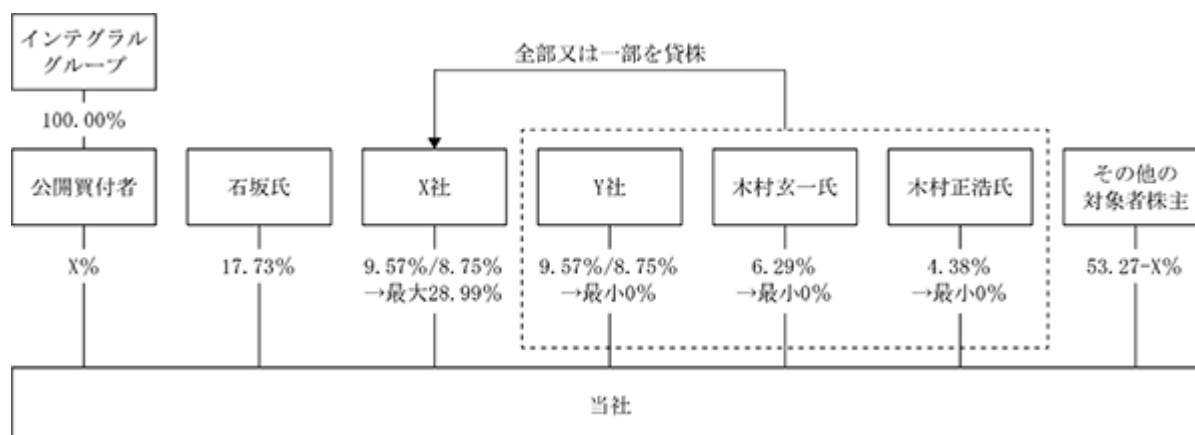


・本公開買付けの決済



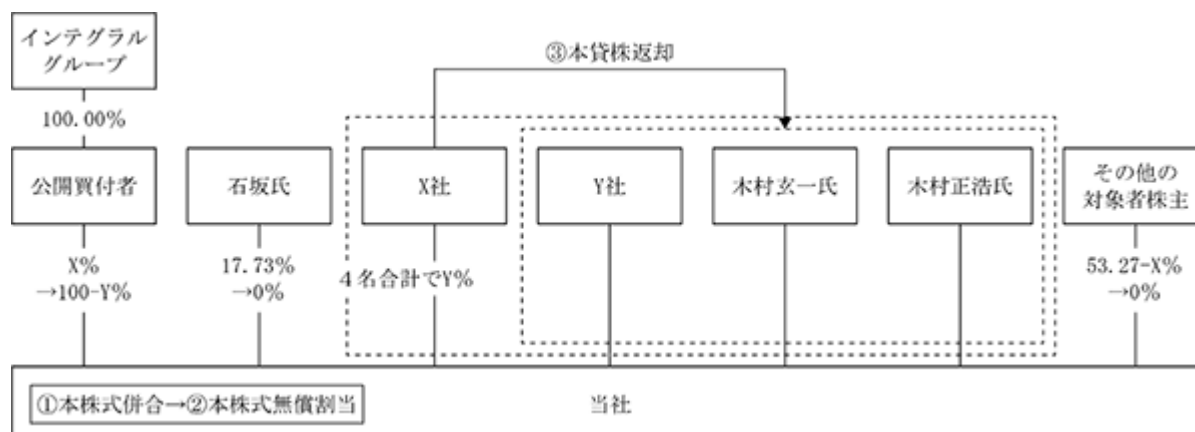
・株式併合の効力発生前に本貸株取引を実施(2025年9月中旬～下旬頃を予定)

GD社とMM社のうち、本貸株取引において借主となるのがX社、X社でない方がY社

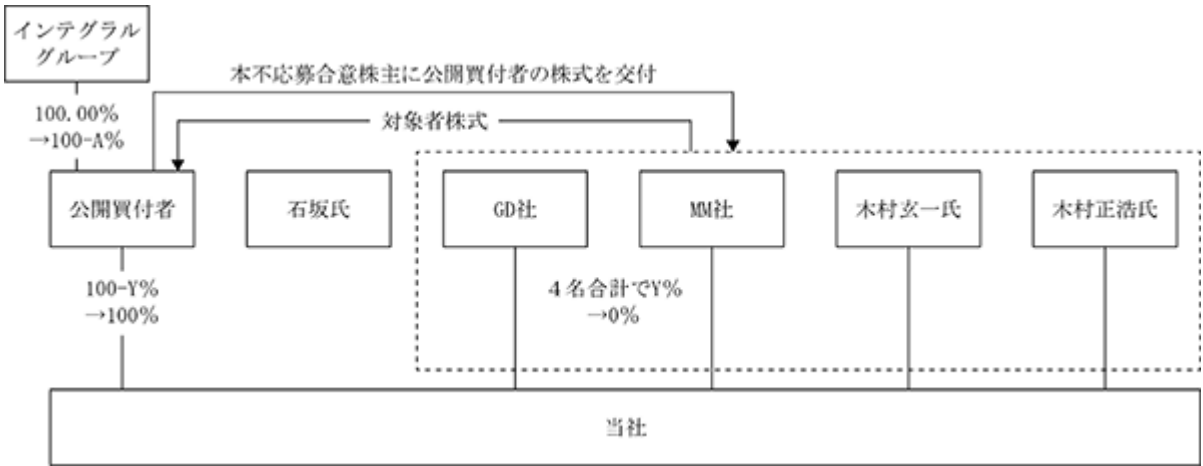


・本スクイズアウト手続の実施

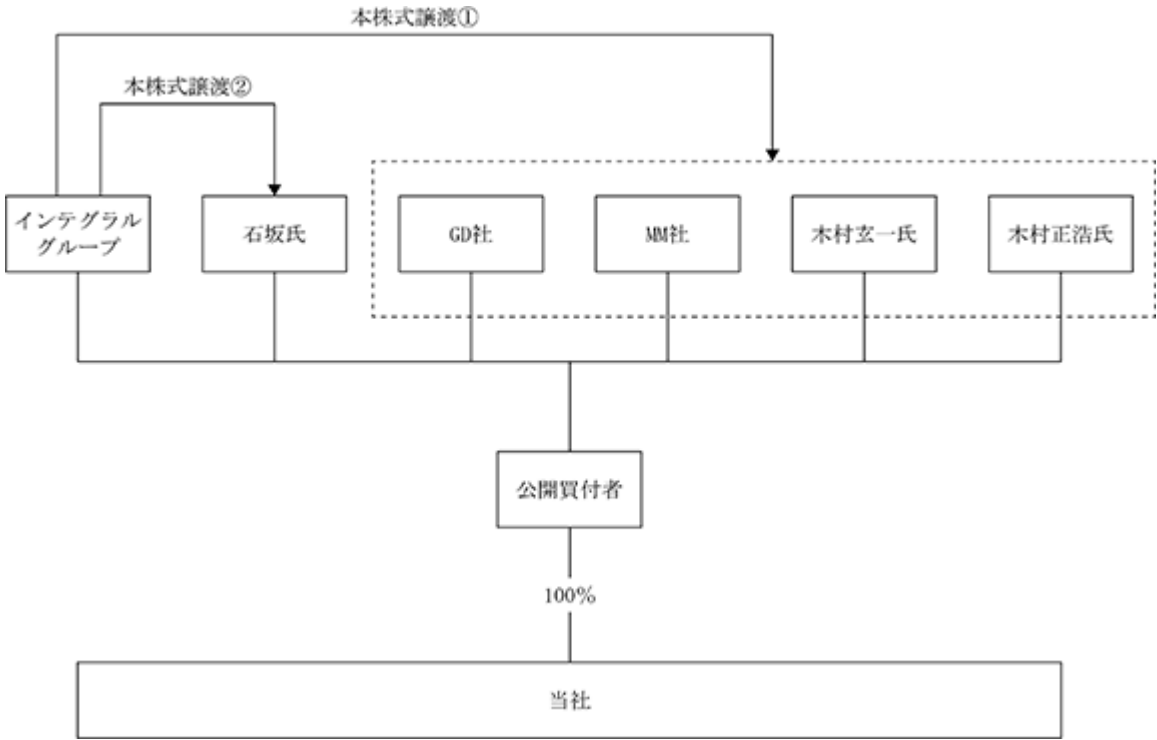
本株式併合の効力発生後、本株式無償割当を実施し、その後本貸株返却を実施(2025年9月中旬～下旬頃を予定)



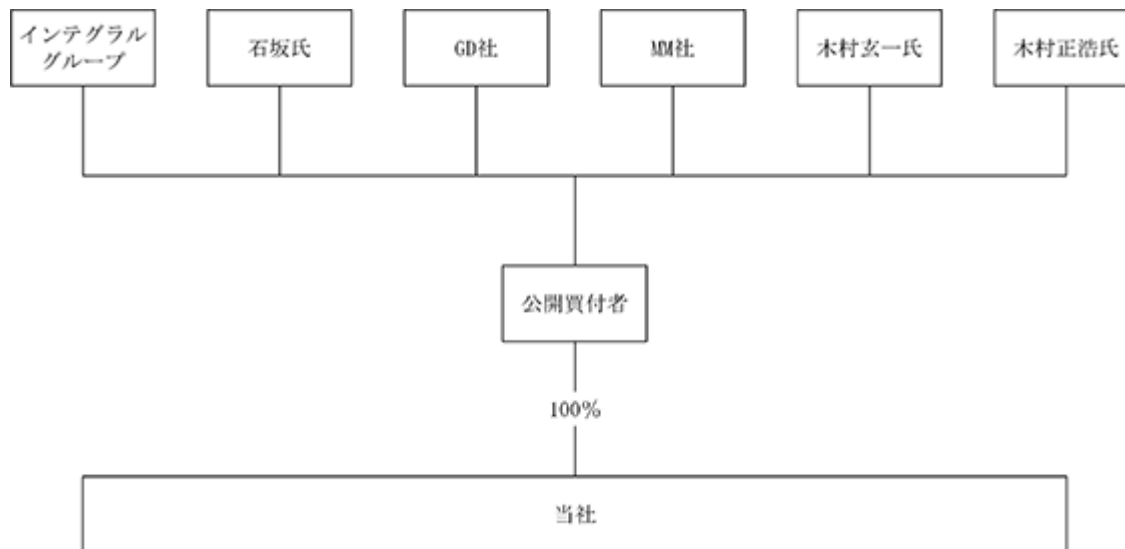
・ 本株式交換の実施
(本スクイーズアウト手続の完了を条件として、本貸株返却の実施後、実務上可能な限り速やかに実施。具体的な実施日程は未定)



・ 本株式譲渡 及び本株式譲渡 の実施
(本株式交換の完了後、実務上可能な限り速やかに実施。具体的な実施日程は未定)



- ・本株式交換並びに本株式譲渡 及び本株式譲渡 の実施後
(インテグラルグループ及び各本不応募合意株主の公開買付者に対する出資比率は未定。但し、インテグラルグループの公開買付者に対する出資比率は3分の2を超える予定)



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

(ア)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

当社は、2000年5月に東京都港区に設立され、2004年4月にその株式を東京証券取引所マザーズ市場に上場いたしました。その後、2015年5月に東京証券取引所市場第二部へ市場変更し、同年9月に東京証券取引所市場第一部銘柄に指定され、2022年4月の東京証券取引所の市場区分の見直しにより、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。

本書提出日現在、当社及び主要な連結子会社3社により構成される企業グループ(以下「当社グループ」といいます。)は、IT・技術革新を駆使し、ゴルフそのものの変革に挑戦し続けることを使命と捉え、ゴルフ×インターネットを主軸に、日米を筆頭としたゴルフ市場において、ゴルフ専門のグローバルサービス企業としてゴルフビジネスを行っております。具体的には、国内事業としてオンラインのゴルフ用品販売チャネルである「GD0ゴルフショップ」や中古品を中心に取り扱う実店舗「ゴルフガレージ」を通じたゴルフ用品販売事業、ゴルフ場予約サイト「GD0ゴルフ場予約」の運営等を行うゴルフ場事業、トップトレーサー・レンジ(注1)の国内代理店として国内各所のゴルフ練習場への導入を行うゴルフ練習場事業、ゴルフ関連のインターネットメディアの運営を行うメディア事業及びトレーニングセンター「GOLFTEC by GD0」においてインドアでのマンツーマンゴルフレッスン事業等を展開しております。また、海外事業では米国を中心に世界7か国262店舗(2024年12月末時点)を展開するトレーニングセンター「GOLFTEC」において、インドアでのマンツーマンのゴルフレッスンやクラブフィッティング販売等を提供するGOLFTEC事業、ゴルフ弾道測定器「SKYTRAK」(注2)の企画、開発、販売や「SKYTRAK」利用にあたり必要となるネット、マット、ケースやプロジェクターといった周辺機器の販売を行うゴルフ弾道測定器事業及びゴルフ関連事業の開発等を行っております。

(注1) 「トップトレーサー・レンジ」とは、米国Topgolf社が提供するゴルフレンジに設置されるカメラで打ったボールの弾道・飛距離・ボールスピード等を計測し、計測情報を各打席に設置されたスクリーンに映し出す計測機器です。

(注2) 「SKYTRAK」とは、一般ゴルファー向けのゴルフ弾道測定器製品で、飛距離、スピード、回転数等のボールデータ及びスイングスピード、クラブパス等のクラブデータを計測することが可能です。

当社を取り巻く経営環境につきましては、気候変動や地政学リスク等様々な要因を背景に物価上昇が加速し、これに伴う家計の購買力低下、特に消費者の高額品や非必需品の支出控え等が見られ、厳しい局面が続いていると認識しております。また、インターネットを取り巻く環境は、Eコマース市場や各種インターネット関連サービス市場等が成長を続け、IoT、AIに代表されるデジタル技術は進化し続けており、様々な場面においてデジタル化が進んでいると考えております。ゴルフ市場においても進化するデジタル技術や生活スタイルの変化に伴い、ゴルファーの需要スタイルも多様化し日々変化していると考えております。このような環境の中、当社グループは、国内事業においては、既存サービスを引き続き安定的に成長させることに加えて、AI等を活用した新たなサービスへの着手も開始し、米国事業においては、更なる将来成長のため、既存のGOLFTEC事業の収益改善及び新規出店による事業拡大、ゴルフ弾道測定機事業の成長促進を進めていくことに加えて、GOLFTEC事業とゴルフ弾道測定機事業のシナジーを発揮させることで、いつでもどこでも世界クラスのゴルフ体験を提供する「GOLFTEC ANYWHERE」構想を推進していくことを目指しております。それと同時にグループ全体の財務基盤の立て直しを早急に図ることも重要であり、具体的には、以下の施策及び対応に取り組んでおります。

() 継続企業の前提に重要な疑義を生じさせるような事象又は状況の解消に向けた取組み

当社グループは、2024年12月期において重要な営業損失、経常損失及び親会社株主に帰属する当期純損失が発生しました。その結果、複数の金融機関と締結している金銭消費貸借契約及びA種優先株式を有する株主と締結している優先株式投資契約上の財務制限条項である利益維持基準及び純資産維持基準に抵触しました。このような状況により、継続企業の前提に重要な疑義を生じさせるような事象又は状況が存在しております。当該事象又は状況を解消すべく、特に、大幅なセグメント損失を計上している海外セグメントの収益改善に注力しております。GOLFTEC事業の採算性改善を徹底追求し、経費の効率化及び生産性向上を図り、ゴルフ弾道測定器事業等も含めた海外セグメント全体としてもソフトウェア及びコンテンツの更なる開発と実装で収益性向上に取り組んでおります。また、財務制限条項に抵触した金銭消費貸借契約については、金融機関に対して期限の利益喪失請求権の権利行使を猶予いただくよう申し入れるとともに、優先株式投資契約については当該優先株主に対して償還請求権の権利行使を猶予いただくよう申し入れをしております。

() マーケティング戦略の強化

当社グループの根幹をなす顧客データベース及びメディア力を最大限活かし、事業拡大を進めるためには、マーケティング戦略の強化が不可欠です。ゴルファーのみならずノンゴルファーとの接点数、接触頻度の最大化、既存顧客との関係強化、日本・米国を含む世界各国に点在する「GOLFTEC」店舗数及びその知名度を活かした施策の検討等を実行しております。また、日々進化するマーケティングソリューションを効果的かつ迅速に展開するために、事業サービスを超えた横断的な連携の強化に取り組んでおります。

() ゴルフ業界における確固たる地位の構築

当社グループは、IT・技術革新及びゴルフの変革を推進することで、世界のゴルフ関連企業との差別化を図り、当社グループならではの付加価値を高めることを目指しております。そのためには、良質な情報を得ることが必要であり、世界のゴルフ市場において1位、2位のシェアを誇る米国、日本(注3)に拠点を置くことで、より先進的な、より優れた情報が得られると考えております。その情報力をもって想像力や競争力を高め、各拠点での事業活動の相乗効果を発揮して、最先端のサービスを目指してまいります。

() グローバル展開の推進

当社グループは、海外事業展開を重要な戦略と位置付け、米国を中心に事業展開を行っております。海外子会社の経営管理を充実させ、売上及び利益の拡大を図っております。また、グローバル人材の開発・育成を進め、海外事業の飛躍的成長のため土台を構築することを企図しております。

(注3) 出典：2023 World Golf Report / Yano Research Institute Ltd. & Golf Datatech, L.L.C.

一方で、当社は、「中期経営計画2024-2026」の公表以降、当社グループを取り巻く事業環境が厳しさを増している状況にあると認識しており、現状のままでの事業運営では、将来に向けた持続的な成長は見込めず、更なる企業価値向上のためには、当社グループの役職員が一丸となって事業構造の転換を推進していくことが必要と考えております。

国内の経営環境は、新型コロナウイルス感染症(COVID - 19)の収束により経済社会活動が正常化し、個人消費活動やインバウンド需要が回復する一方、少子高齢化、人口減少に伴うゴルフプレー人口減少、物価高によるコスト上昇や労働需給の逼迫等が見込まれていると考えております。

当社グループにおける主要な国内事業「ゴルフ用品販売事業」に関しては、最新ゴルフ用品を購入する前に一定期間月額定額で使用可能なオリジナルサービス「TRY SHOT」やゴルフクラブの「下取り割」(注4)の強化や、発注精度向上、在庫管理等により事業成長を目指している一方、コスト上昇に伴う商品単価の上昇により、個人消費活動に影響が出ている状況にあると考えております。

国内事業「ゴルフ場事業」においても、あらかじめゴルフ場から予約枠を買い取り、当社がゴルフ利用者に魅力的な価格で販売する等様々な形の予約方法の強化に取り組む一方、ゴルフ場運営におけるコスト上昇に伴うプレー料金の上昇により、国内においてゴルフ場利用の落ち込み等も見受けられている状況です。

(注4) 「下取り割」とは、商品購入時にお手持ちのゴルフクラブを下取りに出していただく前提で、ご注文時に下取り金額を割引するサービスをいいます。

また、海外の経営環境、特に米国においては、高水準で推移するインフレ率、消費者の高額品や非必需品の支出控え、労働力不足の深刻化、地政学的リスクの継続等、先行き不透明な状況が見込まれていると考えております。

当社グループにおける主要な海外事業「GOLFTEC事業」におけるトレーニングセンター「GOLFTEC」は米国において対面型ゴルフレッスンを展開する競合と比較してテクノロジーや所属コーチの質が高く、独自のポジショニングを築いていると考えている一方で、2023年来、事業を左右する所属コーチの人員不足が課題となり、2024年において積極的なコーチの採用、育成等に注力し一定の効果を果たした一方、想定した売上成長に結びつかず、新規顧客の獲得に苦戦を強いられ、売上成長が計画に対して限定的となった結果、人件費負担が先行し、期初の想定より営業損失が拡大しました。

海外事業「ゴルフ弾道測定器事業」においては2022年9月に事業を開始して以降、毎年売上高が10%以上成長しており、特にホームスタジオ(プロジェクター、ネット、マット等の周辺機器)サービスが好調な推移を見せている一方、市場における価格競争の激化により、収益性の維持が課題となっており、原材料価格及び輸送コストの高騰、為替変動等を前に、今後の見通しを正確に予測することが非常に困難でありました。

以上のことから、当社は、2024年11月12日付で公表した「営業外収益(為替差益)の計上及び通期連結業績予想の取り下げに関するお知らせ」と題するプレスリリースの通り、2024年2月14日に公表していた2024年12月期通期の連結業績予想を取り下げたほか、2025年3月27日付で公表した「上場維持基準の適合に向けた計画書に基づく進捗状況及び純資産の額に係る基準への抵触(改善期間入り)について」と題するプレスリリースの通り、東京証券取引所プライム市場の上場維持基準のうち「流通株式時価総額」が基準を充たしていない状況が続いていることに加え、2024年12月期決算において債務超過状態となったことから、新たに「純資産の額」が抵触しました。

上記のような状況を踏まえ、厳しい事業環境の継続が想定される中で、石坂氏は、大幅な損失を計上している海外事業の立て直しや当社グループ全体の長期的な成長を果たしていくための方策を検討してきたとのことです。

この検討の過程において、石坂氏は、上記の経営課題に対する問題意識を踏まえ、当社グループの更なる成長及び企業価値向上を実現するためには、当社グループの独自の経営努力に加え、外部の経営資源を活用することが有益であると考え、いかなる活用方法があるのかを含めて、当社グループの経営施策や最適な資本構成を相談する目的で、2024年10月中旬より、当社グループの資本政策及び中長期的な企業価値向上施策について、以前より当社に提案・情報提供を行っていた野村證券株式会社より、インテグラルを含む複数社の紹介を受け、順次意見を聴取、交換したとのことです。

その後、石坂氏は、協議を行った複数社の中でも、インテグラルは、BtoC業界及び日米両市場で事業を展開することへの理解の深さ、石坂氏との対話を重視する姿勢の強さ、石坂氏及び当社の構想の実現を支援する意欲の高さという観点を踏まえ、他社と比較して当社グループの企業価値の向上に貢献することが可能であると考えたとのことです。また、石坂氏は、インテグラルから、インテグラルが当社に資本参加した暁には、インテグラルが有する経営・財務戦略・マーケティング等の豊富な人材ネットワークにより、当社グループはインテグラルを通じて当社の事業改革推進に必要な人材の供給を受けることが可能になり、さらに、当社グループの必要に応じて、インテグラルの企業価値向上支援チーム「i-Engine」からの支援を受けることにより、インテグラルが、経営、ガバナンス、コンプライアンス等の経営管理の高度化を目的とした支援を当社グループに実施し、当社グループの事業改革を着実に推進していくことも可能になるとの説明を受けたとのことです。かかる協議の結果を踏まえ、石坂氏は、インテグラルが有するネットワーク、ノウハウ等を最大限活用することが当社グループの企業価値の向上につながるものと考え、インテグラルを最適なパートナーとして、2025年2月上旬、本取引を検討するに至ったとのことです。

石坂氏及びインテグラルは、2025年2月上旬以降も当社グループの企業価値の向上に向けた上記課題の解決について協議・検討を重ねた結果、日米におけるゴルフに対する需要の落ち着き、消費者における嗜好の多様化、各原材料価格や輸送コストの高騰等、当社グループの位置する事業環境は急速に変化を続けており、特に海外事業の再成長及び体制整備の推進が急務であると認識するに至ったとのことです。具体的には、国内事業においてはUI/UX(注5)の改善によるサービスの向上、生成AIを活用した新サービスの開発・提供を通じた新規顧客の獲得、米国事業においてはGOLFTECの収益性改善、経営管理体制の強化及び将来的な新規出店加速、GOLFTECとSKYTRAKを掛け合わせたGOLFTEC ANYWHERE構想の推進を目指しつつ、これら施策を柔軟かつ機動的に検討・実行できる組織への転換が重要であると認識するに至ったとのことです。しかしながら、石坂氏及びインテグラルは、抜本的な組織転換に向けた取組みは、中長期的には当社グループの企業価値向上が期待できるものの、各施策の効果の発現には一定の時間を要することから早期の利益貢献は見込めず、むしろ、ガバナンス体制構築、新規IT投資等で必須の多額な投資を行っても計画通りに事業が展開しないリスクもあり、ひいては東京証券取引所プライム市場の上場維持基準を充たしていない状況が継続する結果となるリスクもある中で、短期的には当社株主に悪影響を及ぼす可能性があることに大きな懸念があると考えに至ったとのことです。結果として、当社が上場を維持したままでこれらの施策を実施すれば、資本市場から十分な評価が得られず、当社の株主の皆様に対して、短期的に当社株式の株価下落といった不利益を与えるおそれが懸念され、かかる懸念を払拭するためには、当社株式を非公開化した上でインテグラルの経営支援を得ながらこれらの施策を実施することが、最も望ましい選択肢であると判断するに至ったとのことです。

上記のような考えの下、石坂氏及びインテグラルは、本取引は、当社グループが短期的な業績変動に動じることなく中長期的な当社の企業価値の向上に資するものでありながらも、上記の各施策に必然的に伴うリスクが当社の株主の皆様及びごことを回避するとともに、当社の株主を、当該リスクを許容できるインテグラル及び本不応募合意株主に限定した上で各施策に取り組むことが、当社の一般株主の皆様のみならず様々なステークホルダーにとって最良の方策であると判断するに至ったとのことです。そこで、2025年2月21日、石坂氏及びインテグラルは、当社に対して本取引の実施に向けた協議・検討の申し入れに係る提案書(以下「本提案書」といいます。)を提出したとのことです。

(注5) 「UI/UX」とは、User Interface/User Experienceの略で、UIはユーザーとサービスや製品との接点(画面レイアウト、ボタン、フォント等)を指し、UXはサービス・製品等の利用で得られる体験を表す概念をいいます。

その後、インテグラルは、2025年3月上旬から2025年4月下旬まで実施した当社に対するデュー・ディリジェンスの途中経過等を踏まえ、当社及び本特別委員会(以下に定義します。以下同じです。))に対し、2025年4月16日、本公開買付価格を350円(同日の前営業日である2025年4月15日の東京証券取引所プライム市場における当社株式の株価終値334円に対して4.79%(小数点以下第三位を四捨五入しております。以下株価に対するプレミアムの数値において同じです。))のプレミアムを付した金額)、本新株予約権買付価格を1円とする旨の、本取引の提案を含む本公開買付価格に係る価格提案を行ったとのことです。これに対し、同月17日、インテグラルは、本特別委員会から、第1回提案における本公開買付価格(350円)は、当社の少数株主の利益を保護し、本特別委員会としての説明責任を果たす観点から、十分に議論を深めることができる水準に到底達していないとして、提示価格の大幅な引き上げ要請を受けたとのことです。

かかる要請を受けて、インテグラルは、当社に対し、同月24日、本公開買付価格を380円(同日の前営業日である2025年4月23日の東京証券取引所プライム市場における当社株式の株価終値324円に対して17.28%のプレミアムを付した金額)、本新株予約権買付価格を1円とする旨の本公開買付けに係る第2回目の価格提案を行ったとのことです。これに対し、同日、インテグラルは、本特別委員会から、第2回提案における本公開買付価格(380円)は、類似事例と比較して十分なプレミアム水準に達していないこと、当社が想定している、米国事業の立て直しや今後の大幅な業績拡大を踏まえた当社の本源的価値が反映された価格とは全くもって言い難いこと、インテグラルが当社と協働することで、当社が検討しているGOLFTEC ANYWHERE構想を含む各施策の実現及び効果の最大化が想定されることを踏まえれば、未だ十分に価格の引き上げ余地が残っていると考えられることから、提示価格の大幅な引き上げ要請を受けたとのことです。

かかる要請を受けて、インテグラルは、当社に対し、2025年4月28日、本公開買付価格を400円(同日の前営業日である2025年4月25日の東京証券取引所プライム市場における当社株式の株価終値357円に対して12.04%のプレミアムを付した金額)、本新株予約権買付価格を1円とする旨の本公開買付けに係る第3回目の価格提案を行ったとのことです。これに対し、同日、インテグラルは、本特別委員会から、第3回提案における本公開買付価格(400円)は、類似事例と比較して十分なプレミアム水準に達していないこと、当社が想定している、米国事業の立て直しや今後の大幅な業績拡大を踏まえた当社の本源的価値が反映された価格とは全くもって言い難いこと、インテグラルが当社と協働することで、当社が検討しているGOLFTEC ANYWHERE構想を含む各施策の実現及び効果の最大化が想定されることを踏まえれば、未だ十分に価格の引き上げ余地が残っていると考えられることから、提示価格の大幅な引き上げ要請を受けたとのことです。

かかる要請を受けて、インテグラルは、当社に対し、2025年4月30日、本公開買付価格を415円(同日の前営業日である2025年4月28日の東京証券取引所プライム市場における当社株式の株価終値337円に対して23.15%のプレミアムを付した金額)、本新株予約権買付価格を1円とする旨の本公開買付けに係る第4回目の価格提案を行ったとのことです。これに対し、2025年5月1日、インテグラルは、本特別委員会から、第4回提案における本公開買付価格(415円)は、類似事例と比較して十分なプレミアム水準に達していないこと、当社が想定している、米国事業の立て直しや今後の大幅な業績拡大を踏まえた当社の本源的価値が反映された価格とは全くもって言い難いこと、インテグラルが当社と協働することで、当社が検討しているGOLFTEC ANYWHERE構想を含む各施策の実現及び効果の最大化が想定されることを踏まえれば、未だ十分に価格の引き上げ余地が残っていると考えられることから、当社の第三者算定機関であるみずほ証券株式会社(以下「みずほ証券」といいます。))及び本特別委員会独自の第三者算定機関であるCPAパートナーズ株式会社(以下「CPAパートナーズ」といいます。))による株式価値試算結果、本取引との類似事例のプレミアムや近時の当社の市場株価の水準等を総合的に勘案し、本公開買付価格を460円とする旨の要請を受けたとのことです。

かかる要請を受けて、インテグラルは、当社に対し、2025年5月7日、本公開買付価格を425円(同日の前営業日である2025年5月2日の東京証券取引所プライム市場における当社株式の株価終値335円に対して26.87%のプレミアムを付した金額)、本新株予約権買付価格を1円とする旨の本公開買付けに係る第5回目の価格提案を行ったとのことです。これに対し、2025年5月8日、インテグラルは、本特別委員会から、第5回提案における本公開買付価格(425円)は、当社の少数株主の利益を保護し、本特別委員会としての説明責任を果たす観点から、本公開買付価格の引き上げを改めて要請すべきと判断し、当社の第三者算定機関であるみずほ証券及び本特別委員会独自の第三者算定機関であるCPAパートナーズによる株式価値試算結果、本取引との類似事例のプレミアムや近時の当社の市場株価の水準等を総合的に勘案し、本公開買付価格を450円とする旨の要請を受けたとのことです。

かかる要請を受けて、インテグラルは、当社に対し、2025年5月13日、本公開買付価格を430円(同日の前営業日である2025年5月12日の東京証券取引所プライム市場における当社株式の株価終値337円に対して27.60%のプレミアムを付した金額)、本新株予約権買付価格を1円とする旨の本公開買付けに係る第6回目の価格提案を行ったとのことです。これに対し、同日、インテグラルは、本特別委員会から、第6回提案における本公開買付価格(430円)は、当社の少数株主の利益を保護し、本特別委員会としての説明責任を果たす観点から、本公開買付価格の引き上げを改めて要請すべきと判断し、当社の第三者算定機関であるみずほ証券及び本特別委員会独自の第三者算定機関であるCPAパートナーズによる株式価値試算結果、本取引との類似事例のプレミアムや近時の当社の市場株価の水準等を総合的に勘案し、本公開買付価格を432円とする旨の最終要請を受けたとのことです。

かかる要請を受けて、インテグラルは、当社に対し、2025年5月13日、慎重に再検討した結果、第6回提案における本公開買付価格(430円)を引き上げることは困難との結論に至った旨を返答したとのことです。これに対し、2025年5月14日、インテグラルは、本特別委員会から、第6回提案を応諾する旨の回答を受領し、本公開買付価格を430円とすることについて当社との間で合意に至ったとのことです。

加えて、インテグラルは、石坂氏、木村玄一氏及び木村正浩氏との間で、2025年3月中旬から5月上旬にかけて、本取引のストラクチャー、本取引後の出資比率、本取引後の当社の経営に対する本不応募合意株主の関与についての協議を行った結果、2025年5月15日付で、本MBO覚書、本株主間協定(以下に定義します。)及び本経営委任契約(以下に定義します。)を締結したとのことです。詳細は下記「(7) 公開買付者と当社の株主・取締役等との間における公開買付けへの応募に係る重要な合意に関する事項」をご参照ください。なお、本不応募合意株主のうち、GD社及びMM社は、木村玄一氏及び木村正浩氏が両方で議決権の全てを所有する現木村総業が、それぞれ議決権の全てを所有している会社であるため、インテグラルは、GD社及びMM社との協議は特段実施していないとのことです。以上の協議及び交渉を経て、公開買付者は、2025年5月15日、本取引の一環として本公開買付けを実施することを決定したとのことです。

(イ)本公開買付け後の経営方針

本取引が、いわゆるマネジメント・バイアウト(MBO)に該当し、本経営株主は、本公開買付け終了後も継続して当社の経営にあたる予定とのことです。インテグラルグループは、本公開買付け後の当社の経営に関して、本経営株主との間で、当社の代表取締役又は取締役としての職務を委託する旨の経営委任契約(以下「本経営委任契約」といいます。)を締結しているとのことです。

なお、下記「(7) 公開買付者と当社の株主・取締役等との間における公開買付けへの応募に係る重要な合意に関する事項」の「 本MBO覚書」の「(b) 本公開買付けから本株式交換までの間の当社の経営等に関する事項」に記載のとおり、本MBO覚書において、インテグラルグループは、本公開買付けが成立した場合には、本株式交換の効力発生までの間、当社の取締役7名の指名権を有することとされており。また、下記「(7) 公開買付者と当社の株主・取締役等との間における公開買付けへの応募に係る重要な合意に関する事項」の「 本株主間協定」に記載のとおり、インテグラルグループは、本不応募合意株主との間で、2025年5月15日付で、株主間協定(以下「本株主間協定」といいます。)を締結しているとのことです。もっとも、本公開買付け成立後の当社の取締役の候補者及び本株式交換の効力発生後の公開買付者の取締役の候補者については、本経営株主以外は現時点では未定であり、また、本経営株主以外の者との間で、本公開買付け後の当社又は公開買付者の役員の就任について何らの合意も行っていないとのことです。本公開買付け実施後の当社又は公開買付者の役員構成を含む経営体制の詳細については、本取引の完了後、当社と協議しながら決定していく予定とのことです。

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

当社は、2024年3月28日付「上場維持基準への適合に向けた計画書」及び2025年3月27日付「上場維持基準の適合に向けた計画書に基づく進捗状況及び純資産の額に係る基準への抵触(改善期間入り)について」に記載のとおり、東京証券取引所プライム市場の上場維持基準のうち、流通株式時価総額100億円以上及び純資産の額が正であることとの基準を充足しておらず、債務超過の状況にあることから、事業の収益改善に向けた各種施策を講じてまいりました。特に、当社グループのうち、国内セグメントにおいては安定した営業利益を生み出しているため、大幅なセグメント損失を計上している海外セグメントの収益改善に注力し、GOLFTEC事業の採算性改善を徹底追求するとともに、全社及び本部経費の効率化及び生産性向上を目指してまいりました。また、海外セグメント全体としてもソフトウェア及びコンテンツの更なる開発と実装で収益性向上の実現を目指しております。これらに加えて、直接的な債務超過の解消に向けた施策として、資本政策(米国GOLFTECにおける第三者割当増資や当社グループが保有する同社持分の一部売却等)や純資産が会計的に増加する施策等も検討し、さらに、株価の上昇施策としては、優先株主を含む株主配当の早期回復やIR活動を含む情報発信力の強化についても努めてまいりました。そうした状況の中、当社は、上記「 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」の「(ア)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」に記載のとおり、2025年2月21日、公開買付者から本提案書を受領したことを踏まえ、本取引に関する具体的な検討を開始いたしました。

当社は、下記「(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」に記載のとおり、本公開買付けがマネジメント・バイアウト(MBO)のための本取引の一環として行われるものであり、構造的な利益相反の問題が存在すること等を踏まえ、本公開買付け価格の公平性の担保、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平性を担保するため、2025年2月下旬、独立性及び専門性・実績等を検討の上、公開買付者、インテグラルグループ及び本不応募合意株主並びに当社から独立したリーガル・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、また、同月25日、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、それぞれ下記の特別委員会の承認を得られることを条件として選任いたしました。そして、当社は、本取引の公正性を担保するため、森・濱田松本法律事務所による本取引に関する意思決定の過程、方法その他の本取引に関する意思決定に当たっての留意点等についての助言を踏まえ、直ちに、公開買付者、インテグラルグループ及び本不応募合意株主から独立した立場で、当社の企業価値の向上及び当社の一般株主の皆様の利益の確保の観点から本取引に係る検討、交渉及び判断を行うための体制の構築を開始いたしました。

当社は、2025年2月25日開催の臨時取締役会決議により、当社の独立社外取締役であり、IT関連企業の経営に関する豊富な知識・実績と高い見識を有する岩澤俊典取締役、当社の独立社外取締役であり、弁護士として法務に関する専門的な知見と豊富な経験を有する水戸重之取締役、並びに水戸重之取締役から公認会計士及び企業経営者としての豊富な経験と専門的な見識を有する特別委員候補として紹介のあった安田昌彦氏の3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。なお、当社の社外取締役である木村玄一氏については、本取引においては公開買付者と特別な利害関係を有するため、さらに当社の独立社外取締役である高橋真木子氏については、多忙のため本特別委員会における審議に専念することが困難となるおそれがあったことから、本特別委員会の委員としては選任しておりません。また、本特別委員会の設置等の経緯、検討の経緯及び判断内容等については、下記「(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、()本公開買付けについて当社取締役会が賛同すべきか否か、及び、当社株主及び当社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か否かを検討し、当社取締役会に勧告を行うこと、()当社取締役会における本取引についての決定が、当社の少数株主にとって不利益なものでないかを検討し、当社取締役会に意見を述べること(なお、かかる勧告及び意見に際しては、本取引の目的の正当性、本取引の手段の公正性及び本取引に係る公開買付価格等の条件の妥当性のそれぞれを踏まえるものとしております。)(以下()及び()を総称して「本委嘱事項」といいます。)について委嘱いたしました。

また、当社は、上記臨時取締役会において、本特別委員会の設置にあたり、当社取締役会における本取引に関する意思決定は、本公開買付けへの賛否を含め、本特別委員会の判断内容を最大限尊重して行うものとする、及び本特別委員会が本取引に係る取引条件が妥当でないと判断した場合には、当社取締役会は当該取引条件による本取引の承認をしない(本公開買付けに賛同しないことを含む。)ことを決議するとともに、本特別委員会に対し、石坂氏及びインテグラルとの間で取引条件等についての交渉(当社役職員やアドバイザーを通じた間接的な交渉を含む。)を行うこと、本委嘱事項に関する答申を行うに際し、必要に応じ、自らの財務若しくは法務等に関するアドバイザーを選任し(この場合の費用は当社が負担する。)、又は、当社の財務若しくは法務等に関するアドバイザーを指名し若しくは承認(事後承認を含む。)すること、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こと、必要に応じ、当社の役職員から本取引に関する検討及び判断に必要な情報を受領すること、その他本取引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ついて権限を付与することを決議しております(当該取締役会における決議の方法については、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「当社における利害関係を有しない取締役全員の承認及び利害関係を有しない監査役全員の異議がない旨の意見」をご参照ください。)

また、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6日、本特別委員会において、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並びに当社のリーガル・アドバイザーである森・濱田松本法律事務所について、その独立性及び専門性・実績等に問題がないことを確認の上、その選任の承認を受けております。

さらに、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検討体制の構築」に記載のとおり、公開買付者、インテグラルグループ及び本不応募合意株主から独立した立場で、本取引に係る検討、交渉及び判断を行うための体制を当社の社内に構築いたしました。具体的には、当社は、本取引に係る検討、交渉及び判断(当社の株式価値の評価の基礎となる事業計画の作成など高い独立性が求められる職務を含みます。)は、全て公開買付者、インテグラルグループ及び本不応募合意株主から独立した者が担当することとした上で、構造的な利益相反の問題による影響を受けるおそれを排除する観点から、本取引に関して公開買付者の検討、交渉及び判断に参加若しくは補助する者は関与せず、公開買付者、インテグラルグループ及び本不応募合意株主からの独立性が認められる役職員として取締役の吉川雄大氏、執行役員2名、経営管理部門5名及びリスクマネジメント部門2名の合計10名で構成するものとしており、2025年3月6日、かかる検討体制に独立性・公正性の観点から問題がないことについて本特別委員会の承認を受けております。

加えて、本特別委員会は、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「 特別委員会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、2025年4月21日、本公開買付価格についてより慎重に判断する観点から、公開買付者、インテグラルグループ、石坂氏及び本取引の成否からの独立性(報酬構造等を含む。)、並びに過去の実績や専門性等を確認した上で、本特別委員会独自の第三者算定機関としてCPAパートナーズを選任いたしました。

かかる体制の下で、当社は、みずほ証券及びCPAパートナーズ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るとともに、森・濱田松本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受け、これらを踏まえ、本取引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。

本特別委員会は、本取引に係る公開買付者の提案内容を踏まえ、事業内容、経営環境、経営課題やそれらに対して現状想定している経営戦略、事業計画の内容及び前提、当社における本取引の検討体制及び検討経緯並びに本取引の背景、目的及び効果等について当社から説明を受け、これらの点に関する検討及び協議を行いました。その中でも、みずほ証券及びCPAパートナーズが当社株式の株式価値の算定において基礎とする事業計画に関しては、本特別委員会は、当該事業計画が、公開買付者、インテグラルグループ及び本不応募合意株主から独立した者(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検討体制の構築」に記載のとおり、当社における本取引に関する検討体制には、本取引に関する公開買付者の検討、交渉及び判断に参加若しくは補助する者は関与せず、公開買付者、インテグラルグループ及び本不応募合意株主からの独立性が認められる役職員のみで構成することとされております。)により作成されていることについて確認するとともに、その作成過程においても、作成中の事業計画案の内容、重要な前提条件等について説明を受け、最終的な事業計画の内容、重要な前提条件及び作成経緯等の合理性について確認しております。また、本特別委員会は、インテグラル及び石坂氏と直接面談を行うこと等を通じて、当社の経営環境、経営課題、本取引の目的及び背景(本取引に係る提案を上記の時期に行うに至った背景を含みます。)、経緯、非公開化の必要性、目的及び効果等、本取引後の経営方針、本取引のスキーム、本取引における諸条件等について、確認を行いました。

また、本公開買付価格については、当社及び本特別委員会は、2025年4月16日、2025年3月上旬から実施した当社に対するデュー・ディリジェンスの途中経過等を踏まえ、公開買付者から本公開買付価格を350円(同日の前営業日である2025年4月15日の東京証券取引所プライム市場における当社株式の株価終値334円に対して4.79%(小数点以下第三位を四捨五入しております。以下株価に対するプレミアムの数値において同じです。))のプレミアムを付した金額、同日までの過去1か月間の終値単純平均値318円に対して10.06%のプレミアムを付した金額、同日までの過去3か月間の終値単純平均値335円に対して4.48%のプレミアムを付した金額、同日までの過去6か月間の終値単純平均値363円に対して3.58%ディスカウントした金額)とすること、本新株予約権については、2025年4月16日現在において、当社株式1株当たりの行使価額(2021年度新株予約権：1,445円、2023年度新株予約権：874円、2024年度新株予約権：474円)が、いずれも1株当たり株式評価額(350円)を上回っていることから、本新株予約権買付価格は1円とすることを含む第1回提案を受領いたしました。これに対し、同月17日、本特別委員会は、公開買付者に対して、第1回提案における本公開買付価格(350円)は、当社の少数株主の利益を保護し、本特別委員会としての説明責任を果たす観点から、十分に議論を深めることができる水準に到底達していないとして、公開買付者に対して、提示価格の大幅な引き上げを要請いたしました。

かかる要請を受けて、同月24日、公開買付者から、当社の少数株主の利益に対する配慮の観点から、本公開買付価格を380円(同日の前営業日である2025年4月23日の東京証券取引所プライム市場における当社株式の株価終値324円に対して17.28%のプレミアムを付した金額、同日までの過去1か月間の終値単純平均値318円に対して19.50%のプレミアムを付した金額、同日までの過去3か月間の終値単純平均値333円に対して14.11%のプレミアムを付した金額、同日までの過去6か月間の終値単純平均値357円に対して6.44%のプレミアムを付した金額)とすること、本新株予約権買付価格は、1円とすることを含む第2回提案を受領いたしました。これに対し、同日、本特別委員会は、当社の少数株主の利益保護の観点から応募推奨をすることができる水準を大きく下回っているため、公開買付者に対して、提示価格の大幅な引き上げを要請いたしました。また、公開買付価格が当社の少数株主の利益に十分に資するものか否かをより慎重に判断する観点から、本特別委員会独自の第三者算定機関としてCPAパートナーズを追加で起用する予定である旨も併せて伝達いたしました。かかる要請を受けて、同月28日、公開買付者から、当社の少数株主の利益に対する配慮の観点から、本公開買付価格を400円(同日の前営業日である2025年4月25日の東京証券取引所プライム市場における当社株式の株価終値357円に対して12.04%のプレミアムを付した金額、同日までの過去1か月間の終値単純平均値319円に対して25.39%のプレミアムを付した金額、同日までの過去3か月間の終値単純平均値333円に対して20.12%のプレミアムを付した金額、同日までの過去6か月間の終値単純平均値355円に対して12.68%のプレミアムを付した金額)とすること、本新株予約権買付価格は、1円とすることを含む第3回提案を受領いたしました。これに対し、同日、本特別委員会は、第3回提案における本公開買付価格(400円)は、当社の少数株主の利益保護の観点から応募推奨をすることができる水準を引き続き下回っているため、公開買付者に対して、提示価格の大幅な引き上げを要請いたしました。かかる要請を受けて、同月30日、公開買付者から、当社の少数株主の利益に対する配慮の観点から、本公開買付価格を415円(同日の前営業日である2025年4月28日の東京証券取引所プライム市場における当社株式の株価終値337円に対して23.15%のプレミアムを付した金額、同日までの過去1か月間の終値単純平均値318円に対して30.50%のプレミアムを付した金額、同日までの過去3か月間の終値単純平均値332円に対して25.00%のプレミアムを付した金額、同日までの過去6か月間の終値単純平均値354円に対して17.23%のプレミアムを付した金額)とすること、本新株予約権買付価格は、1円とすることを含む第4回提案を受領いたしました。これに対し、5月1日、本特別委員会は、第4回提案における本公開買付価格(415円)は、当社の少数株主の利益保護の観点から応募推奨をすることができる水準を引き続き下回っているため、当社の第三者算定機関であるみずほ証券及び本特別委員会独自の第三者算定機関であるCPAパートナーズによる株式価値試算結果、本取引との類似事例のプレミアムや近時の当社の市場株価の水準等を総合的に勘案し、公開買付者に対して本公開買付価格を460円としていただくことを要請いたしました。かかる要請を受けて、同月7日、公開買付者から、当社の少数株主の利益に対する配慮の観点から、本公開買付価格を425円(同日の前営業日である2025年5月2日の東京証券取引所プライム市場における当社株式の株価終値335円に対して26.87%のプレミアムを付した金額、同日までの過去1か月間の終値単純平均値321円に対して32.40%のプレミアムを付した金額、同日までの過去3か月間の終値単純平均値331円に対して28.40%のプレミアムを付した金額、同日までの過去6か月間の終値単純平均値352円に対して20.74%のプレミアムを付した金額)とすること、本新株予約権買付価格は、1円とすることを含む第5回提案を受領いたしました。これに対し、5月8日、本特別委員会は、第5回提案における本公開買付価格(425円)は、当社の少数株主の利益保護の観点から本公開買付価格の引き上げを改めて要請すべきと判断したため、当社の第三者算定機関であるみずほ証券及び本特別委員会独自の第三者算定機関であるCPAパートナーズによる株式価値試算結果、本取引との類似事例のプレミアムや近時の当社の市場株価の水準等を総合的に勘案し、公開買付者に対して本公開買付価格を450円としていただくことを要請いたしました。かかる要請を受けて、同月13日、公開買付者から、当社の少数株主の利益に対する配慮の観点から、本公開買付価格を430円(同日の前営業日である2025年5月12日の東京証券取引所プライム市場における当社株式の株価終値337円に対して27.60%のプレミアムを付した金額、同日までの過去1か月間の終値単純平均値333円に対して29.13%のプレミアムを付した金額、同日までの過去3か月間の終値単純平均値328円に対して31.10%のプレミアムを付した金額、同日までの過去6か月間の終値単純平均値347円に対して23.92%のプレミアムを付した金額)とすること、本新株予約権買付価格は、1円とすることを含む第6回提案を最終提案として受領いたしました。これに対し、同日、本特別委員会は、第6回提案における本公開買付価格(430円)は、当社の少数株主の利益保護の観点から本公開買付価格の引き上げを改めて要請すべきと判断したため、当社の第三者算定機関であるみずほ証券及び本特別委員会独自の第三者算定機関であるCPAパートナーズによる株式価値試算結果、本取引との類似事例のプレミアムや近時の当社の市場株価の水準等を総合的に勘案し、公開買付者に対して本公開買付価格を432円としていただくよう最終要請いたしました。かかる要請を受けて、同日、公開買付者から、慎重に再検討をしたものの、第6回提案における本公開買付価格(430円)は当社の一般株主の皆様にも十分に魅力的な提案であり、当社の一般株主の皆様に対して、公正な価格による当社株式の売却機会

を提供するものであると確信しており、更なる価格の引き上げは困難との回答を受領いたしました。これに対し、同月14日、本特別委員会は、同日に開催された特別委員会における議論を踏まえ、本公開買付価格を430円とすること及び本新株予約権買付価格を1円とすることに応諾する旨の回答をいたしました。

さらに、当社は、リーガル・アドバイザーである森・濱田松本法律事務所から、本取引に関する諸手続を含む当社取締役会の意思決定の方法及び過程その他の留意点について、必要な法的助言を受けるとともに、本特別委員会から、2025年5月15日付で答申書(以下「本答申書」といいます。)の提出を受けました(本答申書の概要及び本特別委員会の具体的な活動内容等については、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。)。その上で、当社は、森・濱田松本法律事務所から受けた法的助言、みずほ証券から取得した株式価値算定書(以下「本株式価値算定書(みずほ証券)」)といいます。)の内容及び本特別委員会がCPAパートナーズより2025年5月14日付で取得した当社株式の株式価値に関する株式価値算定書(以下「本株式価値算定書(CPAパートナーズ)」)といいます。)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、本取引を通じて当社の企業価値を向上させることができるか、本公開買付価格を含む本取引の諸条件は妥当なものか、本取引は公正な手続を通じて行われることにより一般株主の享受すべき利益が確保されるものとなっているか等の観点から慎重に協議・検討を行いました。

その結果、当社は、以下の観点から、本取引は当社の企業価値向上に資するものであると認識しております。

a. 抜本的な組織転換の実施

当社が「中期経営計画2024-2026」を公表して以降、当社を取り巻く事業環境は厳しさを増していると認識しており、現状のままの事業運営では、将来に向けた持続的な成長は見込めず、更なる企業価値向上により競合する企業との差別化を図り、当社ならではの付加価値を示していくためには、当社の役職員が一丸となって事業構造の転換を推進していくことが必要であると考えております。具体的には、国内事業においてはサービスの向上及び生成AIを活用した新サービスの開発・提供を通じた新規顧客の獲得、並びに、米国事業においては収益性改善、経営管理体制の強化及び将来的な新規出店加速並びにグローバル人材の開発・育成によるグローバル展開の推進等の施策を実行することが必要であると認識しております。もっとも、かかる施策を実行するにあたっては、各施策の効果の発現には一定の時間を要することから早期の利益貢献は見込めず、むしろ、ガバナンス体制構築や新規IT投資等に必須の多額な投資を行っても、計画通りに事業が展開しないリスクもあり、ひいては東京証券取引所プライム市場の上場維持基準を充たしていない状況が継続することとなるリスクも想定されるため、短期的には当社の株主の皆様にも悪影響を及ぼす懸念もあります。したがって、当社株式を非公開化した上でインテグラルの経営支援を得ながらこれらの抜本的な組織転換に向けた施策を実施するために、本取引が必要であると考えております。

b. 海外セグメントの収益改善

当社の海外セグメントにおいては、上記「a. 抜本的な組織転換の実施」に記載のとおり、現在の経営体制として、特に米国事業における管理・ガバナンス体制が不十分という問題点があると認識しております。そのため、長年にわたるM&A業務及び会社経営で培った高度な専門知識、並びに過去に複数社を再建した実績を有するインテグラルグループの人員を当社の米国事業に派遣いただくことにより、ガバナンス体制を含めた支援を受け、米国事業の立て直しが促進されと考えております。加えて、インテグラルは、日本企業のマネジメント層の特性を十分に理解・尊重しながら投資先企業の企業価値向上を最優先した成長戦略促進の支援に全力に取り組んでおり、インテグラルの基本的な姿勢として、当社の経営の独立性を維持・尊重することが示されていることにも鑑みれば、当社のこれまでの事業運営のノウハウとインテグラルグループの資金力の相乗効果により、本取引のシナジーを十分に享受でき、海外セグメントの収益改善が可能になると考えております。

c. マーケティング戦略等の強化

当社の事業拡大を進めるためには、マーケティング戦略の強化が不可欠であるところ、インテグラルは、「i-Engine」というインテグラルのノウハウの集積体ともいえる企業革新支援チームを有しており、「i-Engine」を用いて投資先企業を支援することによって、投資先企業の重要案件の推進をプロジェクトベースで支援することや、インテグラルが有するネットワークを活用した新規取引先の紹介、M&A戦略の支援、海外展開支援、新規事業の立ち上げ支援等を実施することにより、実績を積み重ねていると認識しております。そのため、本取引によって、インテグラルグループから当社の事業改革推進に必要な経営、ガバナンス及びコンプライアンス等の経営管理の高度化を目的とした支援を受け、当社グループの事業改革を着実に推進していくことが期待できると考えております。

以上より、当社は、2025年5月15日開催の取締役会において、本公開買付けに関し、賛同の意見を表明するとともに、当社の株主の皆様が本公開買付けに応募することを推奨する旨を決議いたしました。また、本新株予約権については、本新株予約権買付価格が1円とされていることから、本新株予約権者の皆様が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いたしました。

なお、当社取締役会における決議の方法については、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「当社における利害関係を有しない取締役全員の承認及び利害関係を有しない監査役全員の異議がない旨の意見」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、公開買付者、インテグラルグループ及び本不応募合意株主並びに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に対し、当社株式の株式価値の算定を依頼し、2025年5月14日付で本株式価値算定書(みずほ証券)を取得いたしました。

みずほ証券は、公開買付者、インテグラルグループ及び本不応募合意株主並びに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。なお、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、インテグラル及び当社に対して、通常の銀行取引の一環としての融資取引等を行っておりますが、みずほ証券によれば、みずほ証券は法第36条第1項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の適用法令に従い、みずほ証券とみずほ銀行間の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、当社の株式価値の算定を行っているとのことです。当社は、みずほ証券の算定機関としての実績に加え、みずほ証券とみずほ銀行との間において適切な弊害防止措置が講じられていること等に鑑み、本取引におけるファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関として職務を行うにあたり十分な独立性が確保されており、当社がみずほ証券に対して当社株式の株式価値算定を依頼することに関し、特段の問題はないと判断しております。なお、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等も勘案の上、上記の報酬体系によりみずほ証券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いたしました。また、本特別委員会は、みずほ証券の独立性及び専門性に問題がないことを確認した上で、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することを承認しております。

()算定の概要

(a) 当社株式

みずほ証券は、複数の算定手法の中から当社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い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するためにディスカунティッド・キャッシュ・フロー法(以下「DCF法」といいます。)を採用して、当社の株式価値を算定いたしました。なお、事業計画期間中に資本構成が大きく変化することから、エクイティDCF法を採用しております。また、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」に記載のとおり、公開買付者及び当社において、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を実施していることから、当社は、みずほ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)は取得しておりません。

みずほ証券が上記各手法に基づき算定した当社株式の1株当たりの株式価値の範囲は以下のとおりです。

市場株価基準法 : 327円～346円

DCF法 : 338円～538円

市場株価基準法では、本公開買付けの公表日の前営業日である2025年5月14日を基準日として、東京証券取引所プライム市場における当社株式の基準日終値336円、直近1か月間(2025年4月15日から2025年5月14日まで)の終値の単純平均値334円、直近3か月間(2025年2月17日から2025年5月14日まで)の終値の単純平均値327円、直近6か月間(2024年11月15日から2025年5月14日まで)の終値の単純平均値346円を基に、当社株式の1株当たりの株式価値の範囲を327円から346円までと算定しております。DCF法では、当社グループの事業を、国内事業と海外事業に分類して株式価値算定を行うサム・オブ・ザ・パーツ分析を実施しております。当社が作成した2025年12月期から2028年12月期までの事業計画における財務予測及び投資計画、一般に公開された情報等の諸要素を前提として、2025年12月期以降に当社の国内事業及び海外事業がそれぞれ創出すると見込まれるエクイティ・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338円から538円までと算定しております。なお、割引率は、国内事業は9.14%～10.14%、海外事業は14.19%～15.19%を採用しております。また、継続価値の算定にあたっては永久成長法を採用し、国内事業及び海外事業の永久成長率を0.5%～0.5%としております。なお、2025年12月期以降の計画期間においては、計画期間各期に発生するエクイティ・キャッシュ・フロー(除く有利子負債増減)を全額有利子負債の返済に充てる前提としているため、エクイティ・キャッシュ・フローは発生しない計画となっております。また、国内事業と海外事業をサム・オブ・ザ・パーツ分析で計算しているため、のれん等償却費は勘案しておらず、各事業の計画値を合計しても当社の連結ベースの数値とは一致しません。

また、みずほ証券がDCF法において前提とした当社作成の国内事業及び海外事業の事業計画は、当社が2024年2月14日に公表した中期経営計画の作成において前提とした国内事業及び海外事業の事業計画とは異なりますが、中期経営計画の策定時から現在までの市場環境の変化、足元の収益環境及び当社の業績等を踏まえ、当社がより現状に即した客観的かつ合理的と考える財務予測に基づいて株式価値を算定し、本公開買付価格の妥当性を検討することが適切であると判断いたしました。なお、当社が本取引のために事業計画を作成するにあたり、本特別委員会は、当社より事業計画案の内容、重要な前提条件等について説明を受けるとともに、最終的な事業計画の内容、重要な前提条件及びその作成経緯等の合理性を確認しており、また、中期経営計画と当該財務予測の数値との間に乖離が生じていることに関しても、中期経営計画の策定時から現在までに市場環境が変化していることから、足元の収益環境及び当社の業績等を踏まえ、本特別委員会においてその合理性を確認しております。

みずほ証券がDCF法の算定の前提とした当社の事業計画に基づく財務予測は以下のとおりです。なお、みずほ証券がDCF法に用いた当社の事業計画には、対前年度比較において大幅な増減益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、海外事業における2026年12月期～2028年12月期までの各期において、GOLFTEC事業におけるサービス追加、運営コスト抑制による既存店の収益改善及び2026年12月期以降の新規出店の利益寄与、ゴルフ弾道測定器事業におけるソフトウェア(サブスクリプション)ビジネスへのシフト等が主因となり、対前年度比較において営業利益の大幅な増益を見込んでおります。また、本取引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は困難であるため、以下の財務予測に加味しておらず、これを算定の基礎としたみずほ証券による算定にも盛り込まれておりません。

国内事業(単位：百万円)

	2025年12月期	2026年12月期	2027年12月期	2028年12月期
売上高	29,924	30,499	31,168	31,850
営業利益	1,668	1,750	1,923	2,115
EBITDA	2,437	2,573	2,773	2,993
エクイティ・キャッシュ・フロー	0	0	0	0

海外事業(単位：百万米ドル)

	2025年12月期	2026年12月期	2027年12月期	2028年12月期
売上高	198	220	243	266
営業利益	6	0	7	11
EBITDA	13	18	24	28
エクイティ・キャッシュ・フロー	0	0	0	0

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、それらの資料及び情報等が、全て正確かつ完全なもの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いないとのことです。加えて当社の財務予測に関する情報については、当社の経営陣による現時点での得られる最善の予測と判断に基づき合理的に作成されたことを前提としているとのことです。また、当社の資産及び負債(簿外資産及び負債、その他偶発債務を含みます。)に関して独自の評価・査定を行っておらず、第三者機関への鑑定又は査定の依頼も行っておりません。みずほ証券の算定は、2025年5月14日までの上記情報を反映したものとのことです。

(b) 本新株予約権

当社は、本新株予約権買付価格について第三者算定機関から算定書及びフェアネス・オピニオンを取得しておりません。なお、本新株予約権は、いずれも、本書提出日現在において、当社株式1株当たりの行使価額が本公開買付価格(430円)を上回っているため、本新株予約権1個に係る買付け等の価格をそれぞれ1円とされております。

特別委員会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

本特別委員会は、本委嘱事項の検討を行うにあたり、公開買付者及び当社グループから独立した第三者算定機関としてCPAパートナーズを選任し、2025年5月14日付で本株式価値算定書(CPAパートナーズ)を取得いたしました。なお、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」に記載のとおり、公開買付者及び当社において、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を実施していることから、CPAパートナーズから本公開買付価格の公正性に関する意見書(フェアネス・オピニオン)を取得しておりません。

なお、CPAパートナーズは、当社及び公開買付者のいずれ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、本取引に係るCPAパートナーズの報酬は、本取引の成否にかかわらず支払われる固定報酬のみであり、本公開買付けを含む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。

()算定の概要

(a) 当社株式

CPAパートナーズは、複数の算定手法の中から当社株式の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い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するためにDCF法を採用して、当社株式の株式価値算定を行いました。

CPAパートナーズが上記各手法に基づき算定した当社株式の1株当たりの株式価値の範囲は以下のとおりです。

市場株価基準法	: 327円～346円
DCF法	: 322円～538円

市場株価基準法では、本公開買付けの公表日の前営業日である2025年5月14日を算定基準日として、東京証券取引所プライム市場における当社株式の基準日の終値336円、直近1か月間(2025年4月15日から2025年5月14日まで)の終値の単純平均値334円、直近3か月間(2025年2月17日から2025年5月14日まで)の終値の単純平均値327円、直近6か月間(2024年11月15日から2025年5月14日まで)の終値の単純平均値346円を基に、当社株式1株当たりの株式価値の範囲を327円から346円と算定しております。

DCF法では、当社グループの事業を、国内事業と海外事業に分類して株式価値算定を行うサム・オブ・ザ・パーツ分析を実施しております。当社が作成した2025年12月期から2028年12月期までの事業計画における財務予測及び投資計画、一般に公開された情報等の諸要素を前提として、2025年12月期以降に当社の国内事業及び海外事業がそれぞれ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322円から538円までと算定しております。なお、割引率は、国内事業は7.25%～7.75%、海外事業は10.05%～10.55%を採用しております。また、継続価値の算定にあたっては永久成長法を採用し、国内事業及び海外事業の永久成長率を0.25%～0.75%としております。また、CPAパートナーズがDCF法において前提とした当社作成の国内事業及び海外事業の事業計画は、当社が2024年2月14日に公表した中期経営計画の作成において前提とした国内事業及び海外事業の事業計画とは異なりますが、中期経営計画の策定時から現在までの市場環境の変化、足元の収益環境及び当社の業績等を踏まえ、当社がより現状に即した客観的かつ合理的と考える財務予測に基づいて株式価値を算定し、本公開買付価格の妥当性を検討することが適切であると判断いたしました。なお、当社が本取引のために事業計画を作成するにあたり、本特別委員会は、当社より事業計画案の内容、重要な前提条件等について説明を受けるとともに、最終的な事業計画の内容、重要な前提条件及びその作成経緯等の合理性を確認しており、また、中期経営計画と当該財務予測の数値との間に乖離が生じていることに関しても、中期経営計画の策定時から現在までに市場環境が変化していることから、足元の収益環境及び当社の業績等を踏まえ、本特別委員会においてその合理性を確認しております。

CPAパートナーズがDCF法の算定の前提とした当社作成の事業計画に基づく連結財務予測は以下のとおりです。なお、CPAパートナーズがDCF法に用いた当社の事業計画においては、対前年度比較において大幅な増減益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、海外事業における2026年12月期～2028年12月期の各期において、GOLFTEC事業におけるサービス追加、運営コスト抑制による既存店の収益改善及び2026年12月期以降の新規出店の利益寄与、ゴルフ弾道測定器事業におけるソフトウェア(サブスクリプション)ビジネスへのシフト等が主因となり、対前年度比較において営業利益の大幅な増益を見込んでおります。さらに、減価償却費と同程度の設備投資を計画していることから、営業利益の増益に起因するフリー・キャッシュ・フローの大幅な増加を見込んでおります。また、本取引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、以下の財務予測に加味しておらず、これを算定の基礎としたCPAパートナーズによる算定にも盛り込まれておりません。

国内事業(単位：百万円)

	2025年12月期	2026年12月期	2027年12月期	2028年12月期
売上高	29,924	30,499	31,168	31,850
営業利益	1,668	1,750	1,923	2,115
EBITDA	2,437	2,573	2,773	2,993
フリー・キャッシュ・フロー	594	1,153	1,258	1,416

海外事業(単位：百万米ドル)

	2025年12月期	2026年12月期	2027年12月期	2028年12月期
売上高	198	220	243	266
営業利益	6	0	7	11
EBITDA	13	18	24	28
フリー・キャッシュ・フロー	9	7	13	16

CPAパートナーズは、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、それらの資料及び情報等が、全て正確かつ完全なもの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いないとのことです。加えて当社の財務予測に関する情報については、当社の経営陣による現時点での得られる最善の予測と判断に基づき合理的に作成されたことを前提としているとのことです。また、当社の資産及び負債(簿外資産及び負債、その他偶発債務を含みます。)に関して独自の評価・査定を行っておらず、第三者機関への鑑定又は査定の依頼も行っておりません。CPAパートナーズの算定は、2025年5月14日までの上記情報を反映したものとのことです。

(b) 本新株予約権

本特別委員会は本新株予約権買付価格について第三者算定機関から算定書及びフェアネス・オピニオンを取得しておりません。なお、本新株予約権は、いずれも、2025年5月15日において、当社株式1株当たりの行使価額が本公開買付価格(430円)を上回っているため、本新株予約権1個に係る買付け等の価格をそれぞれ1円とされております。

(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、当社株式は東京証券取引所の上場廃止基準に従い、所定の手続きを経て上場廃止となる可能性があります。また、本公開買付けの成立時点では当該基準に該当しない場合でも、公開買付者は、本公開買付けの成立後、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)」に記載のとおり、本スクイズアウト手続を実施することを予定しておりますので、その場合、当社株式は東京証券取引所の上場廃止基準に従い、所定の手続きを経て上場廃止となります。なお、上場廃止後は、当社株式を東京証券取引所プライム市場において取引することはできません。

(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、本公開買付けにおいて、本公開買付けが成立したものの、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、当社が所有する自己株式及び本不応募合意株式を除きます。)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、当社の株主を本存続予定株主のみとし、当社株式を非公開化することを目的とした本スクイ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。

具体的には、本公開買付けの成立後、公開買付者は、会社法第180条に基づき、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。)を開催することを当社に要請する予定であり、本存続予定株主は、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。また、公開買付者は、当社の企業価値向上の観点から、本臨時株主総会を早期に開催することが望ましいと考えており、本公開買付けの決済の開始日後、それと近接する日が本臨時株主総会の基準日となるように、当社に対して、公開買付期間中に基準日設定公告を行うことを要請する予定であり、本臨時株主総会の開催日は2025年8月下旬～9月上旬頃を予定しているとのことです。なお、当社は、公開買付者からかかる要請を受けた場合には、かかる要請に応じる予定です。

本臨時株主総会において本株式併合の議案についてご承認をいただいた場合には、本株式併合がその効力を生じる日において、当社の株主の皆様は、本臨時株主総会においてご承認をいただい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、当該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になるとのことです。なお、当該端数の合計数に相当する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されなかった当社の株主の皆様(但し、本存続予定株主及び当社を除きます。)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の皆様が所有していた当社株式の数を乗じた価格と同一となるよう設定した上で、裁判所に対して任意売却許可の申立てを行うことを当社に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ですが、公開買付者は、当社に対し、本存続予定株主のみが当社株式の全て(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されなかった当社の株主の皆様(但し、本存続予定株主及び当社を除きます。)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要請する予定とのことです。なお、下記「(7) 公開買付者と当社の株主・取締役等との間における公開買付けへの応募に係る重要な合意に関する事項」に記載のとおり、公開買付者の要請に従い、本株式併合の効力発生前を効力発生時として、X社が他の木村氏らとの間で本貸株取引を実施する予定とのことです。また、本貸株取引が実行される場合には、本貸株返却を実施できるように、本株式無償割当を行うことを要請する予定とのことです。本提出日現在において詳細は未定とのことです。

なお、公開買付者は、本公開買付けの成立後、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、本株式無償割当に先立ち、当社に対して、本新株予約権の取得及び消却、又は本新株予約権者に対する本新株予約権の放棄の勧奨、その他残存した本新株予約権の消滅に合理的に必要な手続の実施を要請することを検討しているとのことです。なお、当社は、当該要請を受けた場合にはこれに協力する意向です。

もっとも、本新株予約権の内容として、当社が完全子会社となる株式交換契約承認の議案が当社の株主総会又は取締役会で承認された場合には、当社が無償で本新株予約権を取得することができる旨の無償取得条項が定められております。公開買付者は、下記のとおり、本スクイズアウト手続の完了を条件として、公開買付者を株式交換完全親会社、当社を株式交換完全子会社とし、公開買付者の株式を対価とする本株式交換を実施することを予定しているとのことです。本公開買付けの成立後、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であっても、上記残存した本新株予約権の消滅のための手続を行わず、当該無償取得条項に基づき当社が本新株予約権を無償取得及び消却した上で、本株式無償割当を行うことも検討しているとのことです。

上記の各場合における具体的な手続及びその実施時期等については、公開買付者と協議の上、決定次第、当社が速やかに公表する予定です。

本株式併合がなされた場合であって、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、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い、本公開買付けに応募されなかった当社の株主は、当社に対し、自己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ができ旨及び裁判所に対して当社株式の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。

上記の手続については、関係法令の改正、施行及び当局の解釈等の状況等によっては、実施に時間を要し、又は実施の方法に変更が生じる可能性があるとのことです。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されなかった当社の株主の皆様(但し、本存続予定株主及び当社を除きます。)に対しては、最終的に金銭を交付する方法が採用される予定であり、その場合に当該各株主の皆様へ交付される金銭の額については、本公開買付価格に当該当社の株主の皆様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する予定とのことです。

具体的な手続及びその実施時期等については、公開買付者と協議の上、決定次第、当社が速やかに公表する予定です。

なお、本公開買付けは、本臨時株主総会における当社の株主の皆様及び本新株予約権者の皆様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、当社の株主の皆様及び本新株予約権者の皆様において自らの責任にて税理士等の専門家にご確認いただきますようお願いいたします。

また、公開買付者は、最終的に公開買付者が当社の唯一の株主となることを予定しており、かかる目的を達成する手段として、本スクイズアウト手続の完了を条件として、公開買付者を株式交換完全親会社、当社を株式交換完全子会社とし、公開買付者の株式を対価とする本株式交換を実施することを予定しているとのことです。本書提出日現在において、詳細については未定とのことです。

(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

公開買付者及び当社は、本公開買付けがいわゆるマネジメント・バイアウト(MBO)に該当する本取引の一環として行われるものであり、構造的な利益相反の問題が存在すること等を踏まえ、本公開買付価格の公正性の担保、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、以下の措置を実施いたしました。

なお、公開買付者は、本公開買付けにおいて、いわゆる「マジョリティ・オブ・マイノリティ」(Majority of Minority)の買付予定数の下限を設定すると、本公開買付けの成立を不安定なものとし、かえって本公開買付けに応募することを希望する当社の少数株主の利益に資さない可能性もあるものと考え、本公開買付けにおいて「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は設定していないとのことです。もっとも、公開買付者及び当社において、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として、以下の措置を実施していることから、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おります。また、下記のうち、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。

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

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け価格に対する意思決定の公正性を担保するために、公開買付者、インテグラルグループ及び本不応募合意株主並びに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に対し、当社株式の株式価値の算定を依頼し、2025年5月14日付で本株式価値算定書(みずほ証券)を取得いたしました。本株式価値算定書(みずほ証券)の概要については、上記「(3) 算定に関する事項」をご参照ください。

なお、みずほ証券のグループ企業であるみずほ銀行は、インテグラル及び当社に対して、通常の銀行取引の一環としての融資取引等を行っておりますが、みずほ証券によれば、みずほ証券は法第36条第1項及び金融商品取引業等に関する内閣府令第70条の4の適用法令に従い、みずほ証券とみずほ銀行間の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、当社の株式価値の算定を行っているとのことです。当社は、みずほ証券の算定機関としての実績に加え、みずほ証券とみずほ銀行との間において適切な弊害防止措置が講じられていること等に鑑み、本取引におけるファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関として職務を行うにあたり十分な独立性が確保されており、当社がみずほ証券に対して当社株式の株式価値算定を依頼することに関し、特段の問題はないと判断しております。なお、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等も勘案の上、上記の報酬体系によりみずほ証券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いたしました。また、本特別委員会は、みずほ証券の独立性及び専門性に問題がないことを確認した上で、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することを承認しております。

当社における独立した法律事務所からの助言の取得

当社は、本公開買付けを含む本取引に係る当社取締役会の意思決定の公正性及び適正性を担保するため、2025年2月下旬に、公開買付者、インテグラルグループ及び本不応募合意株主並びに当社から独立したリーガル・アドバイザーとして森・濱田松本法律事務所を選任し、同事務所から、本公開買付けを含む本取引に関する当社取締役会の意思決定の過程及び方法その他の留意点について、必要な法的助言を受けております。

森・濱田松本法律事務所は、公開買付者、インテグラルグループ及び本不応募合意株主並びに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、本取引に係る森・濱田松本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するものとされており、本取引の公表や成立等を条件とする成功報酬は含まれておりません。また、本特別委員会は、森・濱田松本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。

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

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、本取引がいわゆるマネジメント・パイアウト(MBO)の一環として行われるものであり、当社における本取引の検討において構造的な利益相反状態が生じ得ること等に鑑み、2025年2月25日開催の当社臨時取締役会において、公開買付者、インテグラルグループ及び本不応募合意株主からの独立性を有すること、及び本取引の成否に関して一般株主とは異なる重要な利害関係を有していないことに加え、委員としての適格性を有することを確認した上で、当社の独立社外取締役であり、IT関連企業の経営に関する豊富な知識・実績と高い見識を有する岩澤俊典取締役、当社の独立社外取締役であり、弁護士として法務に関する専門的な知見と豊富な経験を有する水戸重之取締役、並びに水戸重之取締役から公認会計士及び企業経営者としての豊富な経験と専門的な見識を有する特別委員候補として紹介のあった安田昌彦氏の3名によって構成される本特別委員会を設置いたしました。なお、当社の社外取締役である木村玄一氏については、本取引において公開買付者と特別な利害関係を有するため、さらに当社の独立社外取締役である高橋真木子氏については、多忙のため本特別委員会における審議に専念することが困難となるおそれがあったことから、本特別委員会の委員としては選任しておりません。また、当社は、当初から上記3名を本特別委員会の委員として選定しており、本特別委員会の委員を変更した事実はありません。また、本特別委員会の委員の互選により、岩澤俊典氏が本特別委員会の委員長に就任しております。なお、本特別委員会の委員の報酬は、本取引の成否にかかわらず支払われる固定報酬のみであり、本取引の公表や成立等を条件とする成功報酬は含まれておりません。

そして、当社は、上記臨時取締役会決議に基づき、本特別委員会に対し、本委嘱事項について委嘱いたしました。

また、当社取締役会は、本特別委員会の設置にあたり、当社取締役会における本取引に関する意思決定は、本特別委員会の判断内容を最大限尊重して行うものとする、及び本特別委員会が本取引の実施又は取引条件が妥当でないと判断した場合には、当社取締役会は本取引の実施を承認しない(本公開買付けに賛同しないことを含む。)ものとするを決議するとともに、本特別委員会に対し、石坂氏及びインテグラルとの間で取引条件等についての交渉(当社役職員やアドバイザーを通じた間接的な交渉を含む。)を行うこと、本委嘱事項に関する答申を行うに際し、必要に応じ、自らの財務若しくは法務等に関するアドバイザー等を選任し(この場合の費用は当社が負担する。)、又は、当社の財務若しくは法務等に関するアドバイザーを指名し若しくは承認(事後承認を含む。)すること、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こと、必要に応じ、当社の役職員から本取引に関する検討及び判断に必要な情報を受領すること、その他本取引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ついて権限を付与することを決議いたしました。

本特別委員会は、2025年3月6日から2025年5月15日までに合計15回、合計18時間半にわたって開催したほか、電子メール等を通じて、意見表明や情報交換、情報収集等を行い、必要に応じて随時協議を行う等して、本委嘱事項に関し、慎重に検討を行いました。

具体的には、まず、当社が選任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並びにリーガル・アドバイザーである森・濱田松本法律事務所について、いずれも独立性及び専門性等に問題がないことを確認した上で、その選任を承認しております。

また、本特別委員会は、当社が社内に構築した本取引の検討体制(本取引に係る検討、交渉及び判断に關与する当社の役職員の範囲及びその職務を含みます。)に独立性の観点から問題がないことを確認の上、承認をしております。

その上で、本特別委員会は、当社から、事業内容、経営環境、経営課題やそれに対して現状想定している経営戦略、事業計画の内容及び前提、当社における本取引の検討体制及び検討経緯並びに本取引の背景、目的及び効果等について説明を受け、これらの点に関する検討及び協議を行いました。その中でも、みずほ証券及びCPAパートナーズが当社株式の株式価値の算定において基礎とする事業計画に関しては、本特別委員会は、当該事業計画が、公開買付者、インテグラルグループ及び本不応募合意株主から独立した者(下記「当社における独立した検討体制の構築」に記載のとおり、当社における本取引に関する検討体制には、本取引に関する公開買付者の検討、交渉及び判断に参加若しくは補助する者は関与せず、公開買付者、インテグラルグループ及び本不応募合意株主からの独立性が認められる役職員のみで構成することとされており。))により作成されていることについて確認するとともに、その作成過程においても、作成中の事業計画案の内容、重要な前提条件等について説明を受け、最終的な事業計画の内容、重要な前提条件及び作成経緯等の合理性について確認しております。また、公開買付者と直接面談を行うこと等を通じて、当社の経営環境、経営課題、本取引の目的及び背景(本取引に係る提案を上記の時期に行うに至った背景を含みます。)、経緯、非公開化の必要性、目的及び効果等、本取引後の経営方針、本取引のスキーム、本取引における諸条件等について、確認を行いました。

さらに、本特別委員会は、みずほ証券及びCPAパートナーズから、当社株式の株式価値の算定に関する説明を受け、質疑応答を行った上で、当該算定結果の合理性について検討いたしました。なお、みずほ証券は、DCF法の算定の基礎とした当社の事業計画について、複数回にわたって当社と質疑応答を行い、その内容を分析及び検討しており、また、本特別委員会は、その内容及び作成経緯等について、当社の一般株主の利益に照らして不合理な点がないことを確認しております。また、森・濱田松本法律事務所から、本特別委員会の意義・役割等を含む本取引の手續面における公正性を担保するための措置、並びに本取引に係る当社取締役会の意思決定の方法及び過程その他の利益相反を回避するための措置の内容について助言を受けました。そして、本特別委員会は、当社から、当社と公開買付者との間における本取引に係る協議・交渉の経緯及び内容等につき適時に報告を受けた上で、本特別委員会において協議し、本公開買付価格につき、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」に記載のとおり交渉が行われ、公開買付者から本公開買付価格を430円とする旨の提案を受けるに至るまで、公開買付者に対して本公開買付価格の増額を要請すべき旨を当社に複数回意見するなどして、公開買付者との交渉過程に実質的に関与いたしました。その結果、当社は、2025年5月14日、公開買付者から、本公開買付価格を430円とすることを含む提案を受け、結果として合計6回の提案を受け、本公開買付価格を引き上げております。

以上の経緯で、本特別委員会は、本委嘱事項について慎重に審議及び検討を重ねた結果、2025年5月15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いたしました。

(a) 答申内容

当社取締役会は、本公開買付けに賛同する旨の意見を表明するとともに、当社の株主に対しては、本公開買付けへの応募を推奨すること、本新株予約権者に対しては、本公開買付けに応募するか否かについて、当該本新株予約権者の判断に委ねる旨を決議するべきであると考えます。

当社取締役会において本公開買付けに賛同する旨の意見を表明するとともに、当社の株主に対し、本公開買付けへの応募を推奨する旨の決議を行うこと、本新株予約権者に対しては、本公開買付けに応募するか否かについて、当該本新株予約権者の判断に委ねる旨を決議することは、当社少数株主(一般株主)にとって不利益なものではないと考える。また、本公開買付けにより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、当社が所有する自己株式(但し、BBT所有株式を除く。))及び本不応募合意株式を除く。)を取得するに至らなかった場合に行われる本スクイズアウト手続は、当社少数株主(一般株主)にとって不利益なものではないと考える。

(b) 答申理由

- () 「本取引の目的は正当・合理的と認められるか(本取引が当社の企業価値向上に資するかを含む。)」について

本特別委員会は、以下の諸点を考慮し、本取引が当社の企業価値向上に資するものであり、本取引の目的は正当・合理的であると判断する。

ア．当社を取り巻く経営環境及び当社の経営課題

- ・ 当社は、「中期経営計画2024-2026」の公表以降、当社グループを取り巻く事業環境が厳しさを増している状況にあり、現状のままの事業運営では、将来に向けた持続的な成長は見込めないため、更なる企業価値向上のためには、当社グループの役職員が一丸となって事業構造の転換を推進していくことが必要であると考えており、当社を取り巻く事業環境及び当社の経営課題並びにそれらを踏まえた施策の内容及びその実施状況に関する当社の認識は、本特別委員会の認識とも相違がない。加えて、当社において必要と認識している上記施策及び当社の中期経営計画を実行するに際しては、一定の成長資金の確保が必要であるところ、現状、当社は既存借入金のコベナントに抵触している状況であり、資金を成長投資に用いることについて一定のハードルがあり、また、決算配当を停止している状態にあることに鑑みれば、当社株主の理解を得ながら成長投資を実施することについても難易度が高い。
- ・ したがって、上記各経営課題に係る実効的な経営改革・改善をスピード感を持って成し遂げ、当社が更なる成長を遂げるためには、一層の取組みが必要な状況にあるといえる。

イ．本取引の意義

- ・ インテグラルの参画により、当社の財務基盤の安定による債務超過の回避及び与信の回復が見込まれ、米国事業の収益改善及び新規出店の実行等が促進され、従前から当社において、成長及びリターンが見込めると想定していた事業への更なる投資が可能になると期待されるとともに、米国事業の立て直しが促進されるものと考えられる。加えて、石坂氏及びインテグラルの基本的な姿勢として、当社の経営の独立性を維持・尊重することが示されていることにも鑑みれば、当社のこれまでの事業運営のノウハウとインテグラルグループの資金力の相乗効果により、本取引のシナジーを十分に享受できると考えられる。さらに、当社株式を非公開化することで、中長期的な企業価値向上のためにリスクをとって先行投資を行うことで構造改革を実施することができるものと考えられる。
- ・ したがって、当社は、本取引によって、経営の改革・改善に関する各施策を適時に、迅速かつ着実に実行できるようになることが期待されるといえる。

ウ．本取引のデメリット

- ・ 本取引のデメリットとして考えられる上場会社として得られる知名度や信頼等が失われること及び従業員のモチベーションの低下については、当社がゴルファーの間で既に非常に高い知名度を有していることを踏まえれば、非公開化に伴う当該影響は限定的であると考えられ、また、当社の経営層から従業員への当社で働く意義の説明等による一定のエンゲージメントが認められる状況を前提とすれば、本取引に伴う従業員のモチベーションの低下も、限定的なものであると思われる。
- ・ また、当社が既存借入金のコベナントに抵触している財務状況にある一方で、本取引に伴い当社に参画するインテグラルの社会的信用、企業規模、財務状態及び本取引後のインテグラルの信用補完による当社の資金調達能力の向上に照らせば、むしろ、当社がインテグラルグループの一員となることによって、当社の社会的信用にはポジティブな効果が生じる可能性すら考えられる。

- () 「本取引の条件(本公開買付けにおける買付け等の価格を含む。)の公正性・妥当性が確保されているか」について

本特別委員会は、以下の諸点を考慮し、本取引の条件の公正性・妥当性が確保されていると判断する。

ア．みずほ証券による株式価値算定の結果及びその内容の合理性

- ・ 市場株価基準法による分析においては、当社の市場株価を直近終値及び一定期間の終値の平均値を分析することで当社の株式価値を算定しているところ、このような算定の方法は本取引と類似の取引において一般的に用いられているものであり、市場株価基準法による算定の内容に不合理な点は認められない。

- ・ DCF法による分析においては、当社が作成した2025年12月期から2028年12月期までの4期分の事業計画における収益予測及び投資計画、並びに一般に公開された情報等の諸要素を前提として、2025年12月期以降に当社の国内事業及び海外事業が生み出すと見込まれるエクイティ・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株式価値を算定している。DCF法による分析に用いられた割引率については、国内事業は9.14%～10.14%、海外事業は14.19%～15.19%が、継続価値の算定については永久成長法を採用し、国内事業及び海外事業の永久成長率は、0.5%～0.5%が、それぞれ用いられているところ、これらはそれぞれみずほ証券がファイナンシャル・アドバイザーとしての専門的見地から設定したものであり、本特別委員会におけるみずほ証券によるこれらの数値の算出根拠及び算出方法等についての説明にも特に不合理な点は認められない。

イ．CPAパートナーズによる株式価値算定の結果及びその内容の合理性

- ・ 市場株価基準法では、本公開買付けの公表日の前営業日である2025年5月14日を算定基準日として、東京証券取引所プライム市場における当社株式の基準日の終値、直近1か月間の終値単純平均値、直近3か月間の終値の単純平均値、直近6か月間の終値単純平均値を基に、当社株式1株当たりの株式価値の範囲を算定しているところ、このような算定の方法は本取引と類似の取引において一般的に用いられているものであり、市場株価基準法による算定の内容に不合理な点は認められない。
- ・ DCF法では、当社グループの事業を、国内事業と海外事業に分類して株式価値算定を行うサム・オブ・ザ・パーツ分析を実施している。当社が作成した2025年12月期から2028年12月期までの事業計画における財務予測及び投資計画、一般に公開された情報等の諸要素を前提として、2025年12月期以降に当社の国内事業及び海外事業がそれぞれ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算定している。これはCPAパートナーズが第三者算定機関としての専門的見地から設定したものであり、本特別委員会におけるCPAパートナーズによるこれらの数値の算出根拠及び算出方法等についての説明にも特に不合理な点は認められない。

ウ．本株式価値算定書(みずほ証券・CPAパートナーズ)の内容と本公開買付価格の比較

- ・ 本公開買付価格は、みずほ証券及びCPAパートナーズによる当社株式の株式価値の算定結果のうち、市場株価基準法に基づいて算定された価格帯の上限値を上回っており、また、DCF法に基づく算定結果の価格帯の中央値付近の水準にある。

エ．当社株式の市場価格に対するプレミアム

- ・ 本公開買付価格のプレミアムは、経済産業省により「公正なM&Aの在り方に関する指針 - 企業価値の向上と株主利益の確保に向けて - 」が公表された2019年6月28日以降の国内の上場会社のMBO案件(全80件)における、公表日前営業日の終値、並びに過去1か月間、3か月間及び6か月間の終値単純平均値それぞれに対するプレミアム水準の中央値(対公表日前営業日終値：42.4%、対過去1か月間：44.9%、対過去3か月間：46.0%、対過去6か月間：47.3%)と比較すると、本公開買付価格に付されたプレミアムは必ずしも高い水準とは評価できないが、仮に本取引が実行されなかった場合には、足元の当社株式の市場株価の推移を踏まえると、当社が単独で流通株式時価総額100億円以上という上場維持基準を充足することは困難と考えられ、また、2024年12月期決算における債務超過状態の継続により上場維持基準に抵触する可能性も否定できないため、今後、当社の少数株主が当社株式を本公開買付価格よりも低い水準で売却せざるを得ない状況や売却すること自体が困難となる状況が生じ、当社の少数株主に看過できない損害を生じさせる可能性が否定できず、他のMBO案件全体の平均水準と同水準のプレミアムでなければ本取引を実施すべきではないと直ちに判断することは必ずしも適切ではないと考えられる。
- ・ 本公開買付価格が、上記のとおり、直近3か月間の終値単純平均値に対して30%を上回るプレミアムが付されたものであり、かつ、みずほ証券及びCPAパートナーズによる市場株価基準法に基づいて算定された価格帯の上限値を上回っており、DCF法の算定に基づく価格帯の中央値付近の水準にあること等も合わせて考慮すると、本公開買付価格に付されたプレミアム割合を理由に、本公開買付価格の妥当性が損なわれるものとはいえない。

- ・ なお、東京証券取引所プライム市場における当社株式の株価は、最近２年以上の間、下落傾向にあるが、これは当社の財務状態や、東京証券取引所プライム市場の上場維持基準を満たしていない、既存借入金のコベナントに抵触しているなどの状況が反映されたものと考えられ、現在の市場株価をもとにプレミアムを検討することには合理性があるといえる。

オ．本新株予約権買付価格の妥当性

- ・ 2025年５月15日現在、当社には、2,030個の本新株予約権が残存するところ、2025年５月15日現在において、いずれも当社株式１株当たりの行使価額が本公開買付価格を上回っている。また、本新株予約権のうち行使条件が満たされているものを所有する新株予約権者は、本新株予約権を行使した上で、取得した当社株式を本公開買付けに応募することができる。そのため、本新株予約権買付価格を１円としても、本新株予約権者にとって必ずしも不利益とはいえず、本新株予約権買付価格は不合理とはいえない。
- ・ 本新株予約権買付価格が上記の方法により１円と決定されていることから、算定書及びフェアネス・オピニオンを取得しないことも不合理とはいえない。

カ．交渉過程・価格決定プロセス

- ・ 本特別委員会は、当社が、2025年４月16日にインテグラル・パートナーズから本公開買付価格を350円とする初回提案を受領して以降、石坂氏及びインテグラルとの間で、本公開買付価格を含む本取引における諸条件について協議・交渉を行った。
- ・ その結果として、公開買付価格は計５回にわたり引き上げられ、最終的には、当初提案から22.86%の価格の引き上げを実現している。

キ．本取引の実施時期について

- ・ 厳しい事業環境の継続が想定される中で、当社は、東京証券取引所プライム市場の上場維持基準のうち「流通株式時価総額」が基準を充たしていない状況が続いていることに加え、2024年12月期決算において債務超過状態となっており、既存借入金のコベナントに抵触している現状においては、資金を成長投資に用いることについて一定のハードルがあり、また、決算配当を停止している状態にあることに鑑みれば、当社株主の理解を得ながら成長投資を実施することについても難易度が高い。
- ・ 国内事業及び米国事業について、当社グループが成長投資及び再成長を果たすためには、現時点において、資本構成の再構築を行い、筋肉質な組織体制及び環境変化に迅速に対応できる体制を整える必要性が認められ、当社の独自の経営努力に加え、外部の経営資源を活用することが有益であり、本取引をこのタイミングで実施することにも合理性が認められる。

ク．取引の方法の合理性

- ・ 一段階目として公開買付けを行い、二段階目として株式併合を行うという方法は、この種の非公開化取引においては一般的に採用されている方法であり、かつ、株式併合については、一般株主が本公開買付け又は本公開買付けの成立後に行われる当社株式の併合のいずれによって対価を得たとしても、本公開買付価格と同額の対価を得ることが確保されていることが公表される予定であること、本公開買付けの公表から本公開買付けの終了まで長期間が確保されていること、当社株主においては株式買取請求後の価格決定の申立てを行うことにより株式の価格を争うことが可能であることから、本取引の方法に不合理な点は認められない。

() 「本取引において、公正な手続を通じた当社の株主の利益への十分な配慮がなされているかについて

本特別委員会は、以下の諸点を考慮し、公正な手続を通じた当社の株主の利益への十分な配慮がなされていると判断する。

ア．独立した特別委員会の設置

- ・ 本特別委員会は、独立した立場から少数株主の利益を保護すべく適正な構成とされているといえ、また、当社取締役会が、本特別委員会の判断内容を最大限尊重して意思決定を行う仕組みが担保されており、さらに、本特別委員会が有効に機能するために必要な権限等が付与されているものと考えられる。

イ．特別委員会による交渉への実質的な関与

- ・ 本特別委員会は、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による当社の株式価値の算定結果や石坂氏及びインテグラルとの交渉方針等を含めた財務的な助言、本特別委員会独自の第三者算定機関であるCPAパートナーズによる当社の株式価値の算定結果及び当社のリーガル・アドバイザーである森・濱田松本法律事務所からの助言等を踏まえ、当社に対し、石坂氏及びインテグラルとの間における本公開買付価格を含む本取引に係る取引条件の交渉方針について、継続的に検討・要請を行った。また、当社は、石坂氏及びインテグラルとの間で本取引に係る取引条件の協議・交渉を行うに際して、石坂氏及びインテグラルから受領した本取引に係る取引条件の提案を直ちに本特別委員会に対して報告し、本特別委員会から意見、指示及び要請等を受け、これに従って対応を行った。したがって、本取引においては、本特別委員会が当社と石坂氏及びインテグラルとの間の買収対価等の取引条件に関する交渉過程に実質的に関与していたと評価できる。

ウ．当社によ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、本取引の検討を具体的に進めるに際して、公開買付者、インテグラルグループ及び本不応募合意株主並びに当社から独立したリーガル・アドバイザーとして森・濱田松本法律事務所を選任し、本公開買付けを含む本取引に関する当社取締役会の意思決定の過程及び方法その他の留意点について、必要な法的助言を受けている。

エ．当社によ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、本公開買付けに関する意見表明を行うにあたり、ファイナンシャル・アドバイザーの専門性、過去の実績及び独立性などを総合的に勘案し、みずほ証券を、公開買付者、インテグラルグループ及び本不応募合意株主並びに当社から独立した専門性を有す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選任した。当社は、みずほ証券から本公開買付価格を始めとする本公開買付けの条件について財務的見地からの助言・意見等を得るとともに、本公開買付価格の妥当性を確保するため、本株式価値算定書(みずほ証券)を取得している。
- ・ また、当社及び本特別委員会は、本取引において独立した第三者算定機関からいわゆるフェアネス・オピニオンを取得していないが、フェアネス・オピニオンを取得しないことにより手続の公正性が損なわれるものではないと考えられる。

オ．本特別委員会によ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

- ・ 当社は、公開買付者、インテグラルグループ及び本不応募合意株主並びに当社の関連当事者から独立した第三者算定機関としてCPAパートナーズを選任し、CPAパートナーズに対して、当社株式の株式価値の算定を依頼し、2025年5月14日付で本株式価値算定書(CPAパートナーズ)を取得した。

カ．当社における独立した社内検討体制の構築

- ・ 本特別委員会は、森・濱田松本法律事務所の助言を踏まえ、当社の検討体制(本取引の検討、交渉及び判断に関与する当社の役職員の範囲及びその職務を含む。)に独立性の観点から問題がないことについて承認しており、当社は、公開買付者から独立した立場で、本取引に係る検討、交渉及び判断を行う体制を当社の社内に構築している。

キ．利害関係を有する取締役の取締役会における審議・決議、本取引の検討・交渉過程からの除外

- ・ 石坂氏、木村玄一氏及び上住敬一氏は、本取引の公正性を担保する観点から、これまでの全ての本取引に関する議案において、その審議及び決議には一切参加しておらず、2025年5月15日開催の取締役会における本取引に関する議案の審議及び決議にも参加しないことが予定されており、また、これまでも本取引に関して当社の立場において公開買付者との協議及び交渉に一切参加していない。

ク．他の買収者による買収提案の機会の確保(マーケット・チェック)

- ・ 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・チェックについては、当社及び本特別委員会による検討状況、本公開買付けの公正性を担保するために実施された各措置の内容、その他本取引における具体的な状況に鑑みて、これを行っていないことをもって本公開買付けにおける手続の公正性を損なうものではない。

ケ．マジョリティ・オブ・マイノリティ条件の設定

- ・ 公開買付者は、本公開買付けにおいて、いわゆるマジョリティ・オブ・マイノリティ条件を設定しない予定とのことであるが、本取引では当社において他に十分な充実した公正性担保措置が講じられており、公正な手続を通じた当社の株主の利益への十分な配慮がなされていると評価できることを踏まえれば、マジョリティ・オブ・マイノリティ条件の設定が行われていないことは、本公開買付けにおける手続の公正性を損なうものではないと考えられる。

コ．適切な情報開示

- ・ 本特別委員会は、森・濱田松本法律事務所及びみずほ証券から、当社が公表又は提出予定の本取引に係るプレスリリース及び意見表明報告書の各ドラフトの内容について説明を受けてその内容を確認している。上記各ドラフトによって、充実した情報開示が予定されており、かかる充実した開示は、本取引に関する情報の非対称性を緩和し、少数株主に十分な情報に基づく適切な判断機会を確保するものであるといえる。

サ．スクイーズアウト手続の適法性・強圧性の排除

- ・ 石坂氏及びインテグラルは、完全子会社化の取引においては一般的に採用されているスクイーズアウトの方法を採用することを予定しており、かつ、株式買取請求後の裁判所に対する価格決定の申立てが可能である。
- ・ 当該手続において株主に交付される金銭の額については、本公開買付価格に株主が所有している当社株式の数を乗じた価格と同一になるよう設定した上で裁判所に対して任意売却許可の申立てを行うことを当社に要請する予定であること等から、本取引については強圧性の問題が生じないように配慮の上、スクイーズアウト手続の適法性も確保されているといえる。

シ．公正性を疑わせるその他の事情の不存在

- ・ 本取引に係る協議、検討及び交渉の過程において、当社が公開買付者より不当な影響を受けたことを推認させる事実は認められない。
- ・ なお、当社は、2025年2月14日に「営業外収益(為替差益)の計上及び通期連結業績の前年実績値との差異並びに期末配当予想の修正に関するお知らせ」との適時開示を行っているが、業績については業績予想の修正ではなく通期連結業績の当期実績を東京証券取引所有価証券上場規程に従い開示したに過ぎず、また配当については親会社株主に帰属する当期純損失となり、連結で債務超過となることから、期末配当を行わないこととしたのであり、特段不合理な点は見当たらない。

() 「当社取締役会による本取引についての決定が、当社の少数株主にとって不利益なものでないか」について

上記() 「本取引の目的は正当・合理的と認められるか(本取引が当社の企業価値向上に資するかを含む。)」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、本取引の目的には正当性・合理性が認められる。また、上記() 「本取引の条件(本公開買付けにおける買付け等の価格を含む。)の公正性・妥当性が確保されているか」に記載のとおり、買付け等の価格を含む本取引の条件の公正性・妥当性は確保されており、上記() 「本取引において、公正な手続を通じた当社の株主の利益への十分な配慮がなされているか」に記載のとおり、公正な手続も履践されていることから、当社の株主の利益への十分な配慮がなされているものと認められる。

したがって、当社取締役会が本取引についての決定をすることは、当社の少数株主にとって不利益なものではないと考える。

特別委員会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

本特別委員会は、上記「(3) 算定に関する事項」の「特別委員会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「()算定機関の名称並びに当社及び公開買付者との関係」に記載のとおり、公開買付者、インテグラルグループ、石坂氏及び本取引の成否から独立した独自の第三者算定機関としてCPAパートナーズを選任し、当社株式の価値算定に関する助言を含む財務的見地からの助言を受けるとともに、2025年5月14日付で本株式価値算定書(CPAパートナーズ)を取得しております。本株式価値算定書(CPAパートナーズ)の概要については、上記「(3) 算定に関する事項」の「特別委員会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「()算定の概要」をご参照ください。なお、CPAパートナーズは、当社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者を有しておりません。その他、CPAパートナーズの独立性については、上記「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。

当社における独立した検討体制の構築

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、公開買付者、インテグラルグループ及び本不応募合意株主から独立した立場で、当社の企業価値の向上及び当社の一般株主の皆様の利益の確保の観点から本取引に係る検討、交渉及び判断を行うための体制を当社の社内に構築いたしました。具体的には、当社は、本取引に係る検討、交渉及び判断(当社の株式価値の評価の基礎となる事業計画の作成など高い独立性が求められる職務を含みます。)は、全て公開買付者、インテグラルグループ及び本不応募合意株主から独立した者が担当することとした上で、構造的な利益相反の問題による影響を受けるおそれを排除する観点から、本取引に関して公開買付者の検討、交渉及び判断に参加若しくは補助する者は関与せず、公開買付者、インテグラルグループ及び本不応募合意株主からの独立性が認められる役職員として取締役の吉川雄大氏、執行役員2名、経営管理部門5名及びリスクマネジメント部門2名の合計10名で構成することとし、本書提出日に至るまでかかる取扱いを継続しております。

公開買付者に対して提示する事業計画、並びにみずほ証券及びCPAパートナーズが当社株式の株式価値の算定において基礎とする事業計画は、必要に応じて、みずほ証券のサポートを得つつ、公開買付者、インテグラルグループ及び本不応募合意株主から独立した者による主導の下作成されており、その作成過程においても、本特別委員会に対して作成中の事業計画案の内容、重要な前提条件等について説明が行われるとともに、最終的な事業計画の内容、重要な前提条件及び作成経緯等の合理性について本特別委員会の確認を受けております。また、かかる取扱いを含めて、当社の社内に構築した本取引の検討体制(本取引に係る検討、交渉及び判断に関与する当社の役職員の範囲及びその職務(当社の株式価値の評価の基礎となる事業計画の作成など高い独立性が求められる職務を含みます。))を含みます。)は、森・濱田松本法律事務所の助言を踏まえたものであり、独立性の観点から問題がないことについては、本特別委員会の承認を得ております。

当社における利害関係を有しない取締役全員の承認及び利害関係を有しない監査役全員の異議がない旨の意見

当社は、みずほ証券から受けた財務的見地からの助言及びみずほ証券から取得した本株式価値算定書(みずほ証券)、本特別委員会を通じて提出を受けた本株式価値算定書(CPAパートナーズ)、森・濱田松本法律事務所からの法的助言、公開買付者との間で実施した複数回にわたる継続的な協議の内容及びその他の関連資料を踏まえつつ、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、及び本公開買付け価格を含む本取引の諸条件について慎重に協議及び検討を行いました。

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、本公開買付けを含む本取引により当社の企業価値が向上すると見込まれ、本公開買付価格について、()本公開買付け実施についての公表日の前営業日である2025年5月14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336円に対して27.98%、直近1か月間の終値の単純平均値334円に対して28.74%、直近3か月間の終値の単純平均値327円に対して31.50%及び直近6か月間の終値の単純平均値346円に対して24.28%のプレミアムをそれぞれ加えた価格であること、()本株式価値算定書(みずほ証券)及び本株式価値算定書(CPAパートナーズ)の算定結果のうち、市場株価基準法の算定レンジの上限値を上回るとともに、DCF法による算定結果の中央値付近の水準にあること、()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」に記載の利益相反を回避するための措置等、一般株主の利益への配慮がなされていると認められること、()上記利益相反を解消するための措置が採られた上で、当社並びに本特別委員会と石坂氏及びインテグラルの間で協議・交渉が複数回行われ、より具体的にはみずほ証券及びCPAパートナーズによる算定結果の内容や本特別委員会との協議、森・濱田松本法律事務所から受けた法的助言等を踏まえながら、真摯かつ継続的に協議・交渉が行われた上で決定された価格であることに加え、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、当社は、東京証券取引所プライム市場の上場維持基準のうち、流通株式時価総額100億円以上及び純資産の額が正であることとの基準を充足していない状況にあること、及び2024年12月期決算における債務超過状態の継続により上場維持基準に抵触する可能性も否定できないことから、本公開買付価格について、本公開買付けは、当社の株主の皆様に対して合理的な株式の売却の機会を提供するものであると判断し、2025年5月15日開催の当社取締役会において、当社の取締役6名のうち、石坂氏及び木村玄一氏を除く取締役4名において審議の上、その全員一致により、本公開買付けに賛同する旨の意見を表明するとともに、当社の株主の皆様が本公開買付けに応募することを推奨する旨及び本新株予約権者の皆様が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いたしました。なお、上記取締役会には、当社の監査役3名のうち、石坂氏のアドバイザーである上住敬一氏を除く、監査役2名が出席し、出席した監査役はいずれも上記決議を行うことについて異議がない旨の意見を述べております。

なお、当社の取締役のうち、石坂氏及び木村玄一氏は、本公開買付けが成立した場合には、公開買付者に対して出資を行うとともに、本公開買付け成立後も継続して当社の経営にあたることを予定していることから、本取引において当社との間で構造的な利益相反状態にあるため、当該取締役会における審議及び決議には一切参加しておらず、また、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関与しておりません。

本公開買付けの公正性を担保する客観的状況の確保

公開買付者は、上記「(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、()本公開買付けの決済の完了後速やかに、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要請することを予定しており、当社の株主の皆様に対して、株式買取請求権又は価格決定申立権が確保されない手法は採用しないこと及び()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(但し、本存続予定株主及び当社を除きます。)の所有する当社株式の数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とすることにより、当社の株主の皆様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、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である20営業日より長期の35営業日としているとのことです。このように公開買付期間を法定最短期間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、公開買付者以外の者(以下「対抗的買収提案者」といいます。))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価格の公正性を担保することを企図しているとのことです。

さらに、公開買付者及び当社は、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することを制限するような内容の合意は行っておらず、上記公開買付期間の設定と併せ、対抗的な買付け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。

なお、本特別委員会は、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・チェックについては、当社及び本特別委員会による検討状況、本公開買付けの公正性を担保するために実施された各措置の内容、その他本取引における具体的な状況に鑑みて、これを行っていないことをもって本公開買付けにおける手続の公正性を損なうものではない旨判断しており、当社としても同様に判断しております。

(7) 公開買付者と当社の株主・取締役等との間における公開買付けへの応募に係る重要な合意に関する事項

本MB0覚書

インテグラル、インテグラル5号投資事業有限責任組合、Innovation Alpha V L.P.、Initiative Delta V L.P.及びInfinity Gamma V L.P.は、2025年5月15日付で、本不応募合意株主との間で、その所有する当社株式の全てについて、本公開買付けに応募しない旨の契約を締結しているとのことです。なお、本書提出日以降に中間ピークル が全て設立された後、上記各社は、本不応募合意株主に対し通知し、当該通知の到達時をもって、本MB0覚書の当事者を中間ピークル 各社に変更する予定とのことです。具体的には、本MB0覚書上の契約当事者としての地位並びに本MB0覚書に基づく権利及び義務(発生済のものを含む。)の全部を、インテグラルはAtagoインテグラル1投資事業有限責任組合に、インテグラル5号投資事業有限責任組合はAtagoインテグラル2投資事業有限責任組合に、Innovation Alpha V L.P.はInnovation Alpha Atago L.P.に、Initiative Delta V L.P.はInitiative Delta Atago L.P.に、Infinity Gamma V L.P.はInfinity Gamma Atago L.P.に、それぞれ免責的に承継した上で、インテグラル、インテグラル5号投資事業有限責任組合、Innovation Alpha V L.P.、Initiative Delta V L.P.及びInfinity Gamma V L.P.は本MB0覚書の契約当事者ではなくなるものとし、本不応募合意株主は当該免責の承継及び当該本覚書上の契約当事者からの離脱について同意しているとのことです。本株主間協定及び本経営委任契約においても同様とのことです。

本MB0覚書の概要は以下のとおりとのことです。

(a) 本取引に関する事項

本MB0覚書において、本不応募合意株主は、その所有する本不応募合意株式(所有株式数：8,541,200株、所有割合：46.73%)の全てについて本公開買付けに応募しない旨を合意しているとのことです。なお、当該不応募につき前提条件は設定されていないとのことです。

また、本MB0覚書において、本不応募合意株主及びインテグラルグループは、本公開買付けの決済後、実務上可能な限り速やかに、当社をして、当社の株主を本存続予定株主のみとするために本臨時株主総会の開催を含む必要な手続を実施させ、また、そのために必要な一切の行為(当該株主総会における議決権の行使を含む。)を行うことのほか、本貸株取引、本株式無償割当、本貸株返却、本株式交換、本株式譲渡、及び本株式譲渡の実施についても合意しているとのことです。

(b) 本公開買付けから本株式交換までの間の当社の経営等に関する事項

本MBO覚書において、()本株式交換の効力が生じるまでの間、石坂氏は当社の代表取締役社長の地位を、また、木村玄一氏は当社の社外取締役の地位を、それぞれ維持すること、()本不応募合意株主は、本公開買付けが成立した場合には、当社をして、当社の取締役のうちインテグラルグループが本不応募合意株主と別途協議の上で指定した者から、それぞれ本臨時株主総会の終結時をもって当社の取締役の地位を辞する旨の辞任届(インテグラルグループが合理的に満足する様式及び内容による。)を取得させるよう実務上合理的な範囲で努力すること、()インテグラルグループは、本公開買付けが成立した場合には、本株式交換の効力発生までの間、当社の取締役7名の指名権を有すること、インテグラルグループが要請する場合、本不応募合意株主は、本臨時株主総会において、当社の取締役の員数を10名以内とする旨の定款変更を行うとともに、インテグラルグループが指名する者を当社の取締役として選任する旨の決議がされるよう、議案の上程、議決権の行使その他必要な行為を行うこと、()本不応募合意株主は、本スクイズアウト手続が完了した場合には、当社をして、当社の監査役のうちインテグラルグループが本不応募合意株主と別途協議の上で指定した者から、それぞれ当該完了時をもって当社の監査役の地位を辞する旨の辞任届(インテグラルグループが合理的に満足する様式及び内容による。)を取得させるよう実務上合理的な範囲で努力すること、()インテグラルグループは、本スクイズアウト手続が完了した場合には、本株式交換の効力発生までの間、当社の監査役の指名権を有すること、インテグラルグループが要請する場合、本不応募合意株主は、監査役会の廃止その他監査役に関しインテグラルグループが指定する内容の定款変更を行うとともに、インテグラルグループが指名する者を当社の監査役として選任する旨の決議がされるよう、議案の上程、議決権の行使その他必要な行為を行うこと、並びに()本不応募合意株主は、当社の事業の継続及び発展にとって重要と合理的に判断される取締役、監査役及び使用人について、その勤務継続に関する同意を取得するよう実務上合理的な範囲で努力することを合意しているとのことです。

また、各本不応募合意株主は、本MBO覚書の締結日から本株式交換の効力発生日までの間、インテグラルグループの事前の書面による承諾がない限り、その保有する本不応募合意株式に関し、当社の株主総会の招集請求権(会社法第297条)、株主提案権(会社法第303条乃至第305条)その他の株主権を行使せず、また、当社の株主総会における議決権その他の一切の権利行使について、インテグラルグループの指示に従うことを合意しているとのことです。

(c) 当社株式に関する事項

本不応募合意株主は、本MBO覚書の締結日以降、各本不応募合意株主の保有する本不応募合意株式について、第三者に対する譲渡、贈与、担保権の設定その他一切の処分を行ってはならず、また、市場取引による買増しその他方法及び理由の如何を問わず、当社株式を取得してはならない旨を合意しているとのことです。

また、本不応募合意株主は、本取引と抵触若しくは矛盾し又は抵触若しくは矛盾するおそれのある取引(以下「対抗取引」といいます。)に関して、情報提供、提案、勧誘、協議、交渉、合意又は決定を行ってはならないこと、対抗取引に関する提案、勧誘又は申込みがなされた場合には、これに対する対応策について、インテグラルグループと誠実に協議することについて、合意しているとのことです。

(d) その他の事項

本不応募合意株主は、本MBO覚書上の自己の義務の違反、自らの表明及び保証(注1)(但し、下記自己に関する事項及び当社グループに関する基礎的事項に限ります。)の違反、自らの表明及び保証の違反(当該表明及び保証について、不実又は不正確であることを知りながら、故意又は詐欺的行為により買主をして真実かつ正確であると信用させた場合に限ります。)のいずれかに起因又は関連して、インテグラルグループに損害、損失又は費用(合理的な範囲の弁護士報酬及び費用を含み、以下、本段落において「損害等」といいます。)が生じた場合には、当該相手方当事者に対し、かかる損害等を賠償又は補償する旨合意しているとのことです。

また、インテグラルグループは、本MBO覚書上の自己の義務の違反又は自らの表明及び保証(注2)の違反に起因又は関連して、本不応募合意株主に損害等が生じた場合には、当該本不応募合意株主に対し、かかる損害等を賠償又は補償する旨合意しております。

また、本不応募合意株主又はインテグラルグループは、相手方当事者に、()本MB0覚書上の義務につき重大な違反があり、所定の催告期間中にその違反が是正されない場合、()法的倒産手続開始の申立てがあった場合、又は()その他これらに準ずる事由が発生し、本MB0覚書の継続が客観的に困難と認められる場合には、公開買付期間の満了日までに限り、本MB0覚書を解除することができることとされているとのことです。

(注1) 本MB0覚書において、本不応募合意株主は、自己に関する事項(意思能力の存在、本MB0覚書の締結及び履行の権限等、本MB0覚書の強制執行可能性、本MB0覚書の締結及び履行と法令等との抵触の不存在、本MB0覚書の締結及び履行に係る許認可等の取得、倒産申立原因等の不存在、反社会的勢力との関係の不存在)のほか、当社グループに関する基礎的事項(設立及び存続の有効性、本MB0覚書の締結及び履行と法令等との抵触の不存在、当社の発行可能株式総数・発行済株式、当社グループの株式等)及び当社グループに関するその他の事項(許認可等の取得、財務諸表、有価証券報告書等、法令等の遵守、契約等、資産、知的財産権等、保険、公租公課、人事労務、訴訟等、環境、本不応募合意株主との取引の不存在、倒産手続等の不存在、反社会的勢力との関係の不存在、腐敗行為防止法令等の遵守、開示情報の正確性、並びにインサイダー情報の不存在等に関する事項)について、表明及び保証を行っているとのことです。

(注2) 本MB0覚書において、インテグラルグループは、成立及び存続の有効性、本MB0覚書の締結及び履行の権限等、本MB0覚書の強制執行可能性、本MB0覚書の締結及び履行と法令等との抵触の不存在、本MB0覚書の締結及び履行に係る許認可等の取得、倒産申立原因等の不存在、並びに反社会的勢力との関係の不存在等について、表明及び保証を行っているとのことです。

本株主間協定

インテグラルグループは、2025年5月15日付で、本不応募合意株主との間で、本株主間協定を締結し、本株式交換後の公開買付者及び当社の役員構成、公開買付者グループの運営等に関する事前承諾事項等、並びに公開買付者の株式の譲渡制限等に関する以下の内容を合意しているとのことです。本株主間協定は、一般規定を除き、本株式交換の効力発生時点でその効力を生ずるものと定められているとのことです。

- ()公開買付者及び当社の取締役は、それぞれ10名以下とし、そのうち3名(石坂氏を含む。)を本不応募合意株主が、7名をインテグラルグループが、指名することができること
- ()本株式交換後、石坂氏を公開買付者及び当社の代表取締役として選定すること
- ()公開買付者及び当社の監査役は、インテグラルグループが指名すること
- ()インテグラルグループは、その指名する者を公開買付者グループ各社の取締役会、経営会議その他重要な会議体にオブザーバーとして参加させることができること
- ()各当事者は、事前に他の当事者全員の承諾がない限り、公開買付者グループ各社をして、以下の事項について決定させてはならず、また、実行させてはならないこと
 - (1) 株式等の発行、処分又は付与
 - (2) 自己株式又は自己新株予約権の買受その他一切の取得
 - (3) 資本金の額の減少、準備金の額の減少その他資本金又は準備金の額の増減を伴う行為
 - (4) 年次予算及び事業計画の決定又は変更
 - (5) 訴訟等の提起又は取下げ、認諾、放棄若しくは和解その他の訴訟等を終了させる行為、その他訴訟等に関する方針の決定
 - (6) 定款の変更
 - (7) 解散、清算又は法的倒産手続の開始の申立て
 - (8) 会計方針の変更
 - (9) 株式等の分割、併合又は無償割当て
 - (10) 特別支配株主による株式等売渡請求の承認その他本不応募合意株主の意思にかかわらず本不応募合意株主が公開買付者の株主でなくなる行為(但し、インテグラルグループによるドラッグ・アロングの行使及びインテグラルグループによるコール・オプションの行使は含まれない)
- ()公開買付者グループ各社が以下の各号に該当する事項について決定し、又は実行しようとする場合、当事者間において事前に誠実に協議することを要すること
 - (1) 合併、会社分割、株式交換、株式移転、株式交付その他の組織再編行為
 - (2) 事業の全部又は重要な一部の譲渡又は譲受
 - (3) 組織変更

- (4) 子会社の設立、取得、売却又は解散その他子会社の異動を伴う行為
- (5) 剰余金の配当その他の方法による株主又はその親族に対する金銭の支払
- (6) 株式公開に関する重要な事項(時期、公開市場及び主幹事証券会社を含む。)の決定又は変更
- () 本不応募合意株主は、インテグラルグループの事前の書面による承諾がない限り、その保有する公開買付者の株式等の全部又は一部について、第三者に対する譲渡、贈与、担保権の設定その他一切の処分をしないこと
- () インテグラルグループは、その保有する公開買付者の株式について、第三者に対して譲渡することを希望する場合、本不応募合意株主との間で、事前に誠実に協議すること
- () インテグラルグループが、その保有する公開買付者の株式の全部又は一部の第三者に対する譲渡、贈与、担保権の設定その他一切の処分を行おうとする場合、本不応募合意株主は、当該譲渡を希望する株式の全部を自ら又は自らが指定する者が買い取るよう交渉することができる権利(優先交渉権)を有すること
- () インテグラルグループは、その保有する公開買付者の株式の全部又は一部を第三者に対して譲渡する場合、本不応募合意株主に対し、その保有する公開買付者の株式を同条件で当該第三者に譲渡することを請求できる権利(ドラッグ・アロング)を持つこと
- () インテグラルグループが、その保有する公開買付者の株式の全部又は一部を第三者に対して譲渡する場合であって、かつ、インテグラルグループがドラッグ・アロングを行使しない場合、本不応募合意株主は、その保有する公開買付者の株式を当該第三者に同条件で譲渡することを請求できる権利(タグ・アロング)を持つこと
- () 本不応募合意株主のいずれかが以下のいずれかに該当した場合、インテグラルグループは、当該本不応募合意株主に対し、その保有する公開買付者の株式の全部又はインテグラルグループが指定する一部を、インテグラルグループ又はインテグラルグループが指名する者に売り渡すことを請求することができる権利(コール・オプション)を持つこと
- (1) 本不応募合意株主が本株主間協定、本MBO覚書、本経営委任契約に定める重大な義務に違反した場合
- (2) 本不応募合意株主に対して、法的倒産手続の開始の申立てがなされた場合
- (3) 本不応募合意株主について、支払不能、支払停止、手形不渡り、差押え、又はこれらに類する信用不安事由が生じた場合
- (4) 本不応募合意株主が禁錮以上の刑に処せられた場合
- (5) 本不応募合意株主が死亡又は解散した場合
- () インテグラルグループのいずれかが本株主間協定、本MBO覚書、本経営委任契約に定める重大な義務に違反した場合、本不応募合意株主は、当該違反をしたインテグラルグループに対し、本不応募合意株主の保有する公開買付者の株式の全部又は本不応募合意株主が指定する一部を買い取ることを請求することができる権利(プット・オプション)を持つこと

本経営委任契約

インテグラルグループは、2025年5月15日付で、本経営株主との間で、本経営委任契約を締結し、以下の内容を合意しているとのことです。

(a) 経営委任

インテグラルグループは、石坂氏に対しては、当社の代表取締役、GDO Sports, Inc.の代表取締役社長及びGOLFTEC Enterprises LLCの取締役会長としての職務、木村玄一氏に対しては、当社の取締役としての職務を、それぞれ誠実に遂行することを委託しているとのことです。(当社の代表取締役又は取締役としての職務には当社の子会社及び関連会社の管理を含むとのことです。)

(b) 報酬

インテグラルグループは、本経営株主との間で、上記職務の対価としての報酬、賞与及び退職慰労金は、現行報酬水準を基準とし、株式等報酬を含め、インテグラルグループ及び本経営株主が別途協議し合意の上、決定すること、上記職務の対価に係るその他条件の詳細については、インテグラルグループ及び本経営株主が別途協議し合意の上、決定することを、それぞれ合意しているとのことです。

(8) その他

「2025年12月期 第1四半期決算短信〔日本基準〕(連結)」の公表

当社は、2025年5月15日付で当社決算短信を公表しております。詳細については、当該公表内容をご参照ください。

「営業外損失(為替差損)、特別利益及び特別損失の計上、通期連結業績予想の取り下げ、剰余金の配当(無配)並びに株主優待制度の廃止に関するお知らせ」の公表

当社は、2025年5月15日付で「営業外損失(為替差損)、特別利益及び特別損失の計上、通期連結業績予想の取り下げ、剰余金の配当(無配)並びに株主優待制度の廃止に関するお知らせ」を公表しております。詳細については、当該公表内容をご参照ください。

(参考)2025年5月15日付「株式会社TGTホールディングスによる株式会社ゴルフダイジェスト・オンライン(証券コード:3319)の株券等に対する公開買付けの開始に関するお知らせ」(別添)

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)	議決権数(個)
石坂 信也	代表取締役 社長 最高経営責任者	3,245,424	32,454
吉川 雄大	取締役 副社長 執行役員最高執行責任者	444,754	447
岩澤 俊典	取締役	4,225	42
木村 玄一	取締役	1,150,000	11,500
水戸 重之	取締役	1,688	16
高橋 真木子	取締役	632	6
大山 和彦	常勤監査役	1,054	10
上住 敬一	監査役	2,111	21
濱田 京子	監査役	2,111	21
計		4,452,000	444,520

- (注1) 役職名、所有株式数及び議決権数は本書提出日現在のものです。
- (注2) 取締役岩澤俊典氏、木村玄一氏、水戸重之氏及び高橋真木子氏は、社外取締役です。
- (注3) 監査役上住敬一氏及び濱田京子氏は、社外監査役です。
- (注4) 所有株式数及び議決権数は、それぞれ当社役員持株会を通じた所有株式数(小数点以下切り捨て)及びそれらに係る議決権の数を含めた数を記載しております。

(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)
石坂 信也	代表取締役 社長 最高経営責任者	0	0	0
吉川 雄大	取締役 副社長 執行役員最高執行責任者	565	56,500	565
岩澤 俊典	取締役	0	0	0
木村 玄一	取締役	0	0	0
水戸 重之	取締役	0	0	0
高橋 真木子	取締役	0	0	0
大山 和彦	常勤監査役	0	0	0
上住 敬一	監査役	0	0	0
濱田 京子	監査役	0	0	0
計		565	56,500	565

(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。
(注2) 取締役吉川雄大は、2024年度新株予約権を565個所有しています。

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。