

## 【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】	2022年4月12日
【報告者の名称】	株式会社フルスピード
【報告者の所在地】	東京都渋谷区円山町3番6号
【最寄りの連絡場所】	東京都渋谷区円山町3番6号
【電話番号】	03(5728)4460(代表)
【事務連絡者氏名】	グループ経営管理本部長 松岡 聖人
【縦覧に供する場所】	株式会社フルスピード (東京都渋谷区円山町3番6号) 株式会社東京証券取引所 (東京都中央区日本橋兜町2番1号)

- (注1) 本書中の「当社」とは、株式会社フルスピードをいいます。
- (注2) 本書中の「公開買付者」とは、フリービット株式会社をいいます。
- (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必ずしも計数の総和と一致しません。
- (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「株券等」とは、株式に係る権利をいいます。
- (注6) 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7) 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。

## 1【公開買付者の氏名又は名称及び住所又は所在地】

名称 フリービット株式会社  
所在地 東京都渋谷区円山町3番6号

## 2【公開買付者が買付け等を行う株券等の種類】

普通株式

## 3【当該公開買付けに関する意見の内容、根拠及び理由】

### (1) 本公開買付けに関する意見の内容

当社は、2022年4月11日開催の取締役会において、下記「(2) 本公開買付けに関する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、本公開買付けへの応募を推奨する旨の決議をいたしました。

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無い旨の意見」に記載の方法により決議されております。

### (2) 本公開買付けに関する意見の根拠及び理由

本公開買付けに関する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、本書提出日現在、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。）スタンダード市場に上場している当社株式8,870,400株（所有割合：57.41%）を所有し、当社を連結子会社としております。公開買付者は、この度、2022年4月11日開催の取締役会において、当社株式の全て（但し、公開買付者が所有する当社株式及び当社が所有する自己株式を除きます。）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のことです。

本公開買付けにおいて、公開買付者は、買付予定数の下限を1,430,000株（所有割合：9.26%）と設定しており、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。他方、公開買付者は、当社株式の全て（但し、公開買付者が所有する当社株式及び当社が所有する自己株式を除きます。）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、買付予定数の上限を設定しておらず、応募株券等の総数が買付予定数の下限（1,430,000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（1,430,000株）は、当社第3四半期報告書に記載された2022年1月31日現在の当社の発行済株式総数（15,571,000株）から、同日現在の当社が所有する自己株式数（120,346株）を控除した株式数（15,450,654株）に係る議決権数（154,506個）の3分の2以上となる議決権数（103,004個）に当社の単元株式数（100株）を乗じた株式数（10,300,400株）から、公開買付者が所有する当社株式数（8,870,400株）を控除した株式数として設定しているとのことです。かかる買付予定数の下限を設定したのは、本公開買付けは、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ところ、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）」に記載の株式併合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。以下同じです。）第309条第2項に規定する株主総会における特別決議が要件とされるため、本取引を確実に遂行すべく、本公開買付け後に公開買付者が当社の総株主の議決権数の3分の2以上を所有することとなるようにするためとのことです。

公開買付者は、本公開買付けにより当社株式の全て（但し、公開買付者が所有する当社株式及び当社が所有する自己株式を除きます。）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公開買付者のみとするための一連の手続を実施する予定とのことです。詳細につきましては、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。

なお、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、本公開買付けの成立を条件に、株式会社三井住友銀行及び株式会社三菱UFJ銀行から借り入れることを予定しているとのことです。

#### 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

公開買付者は、2000年5月、東京都渋谷区にインターネットビジネス支援を事業目的とした株式会社フリービット・ドットコムを設立しブロードバンド事業を開始したとのことです。その後、2002年12月にフリービット株式会社に商号を変更し、2007年3月に東京証券取引所マザーズ市場に上場したのち、2016年7月に東京証券取引所市場第一部に市場変更したとのことです。2022年4月4日からは、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上場しているとのことです。

公開買付者、連結子会社20社及び関連会社2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、「Being The NET Frontier! ~ Internetをひろげ、社会に貢献する」を企業理念に掲げ、特許取得技術を含む最先端のテクノロジーと、市場のニーズを先取りするマーケティングを組み合わせ、独自のサービスを展開し、5G/Web3.0時代の新たな抜本的価値の創造を目指しているとのことです。具体的には、公開買付者は2021年7月に公表した新中期経営計画『SiLK VISION 2024』（計画期間は2022年4月期から2024年4月期まで）より公開買付者グループの事業セグメントを改め、持続可能な社会の実現に貢献しつつ、「5Gインフラ支援事業（注1）」、「5G生活様式支援事業（注2）」、「企業・クリエイター5G DX支援事業（注3）」を成長領域として経営資源を集中投下することで、2024年4月期での売上高500億円、営業利益50億円の目標達成に向けた事業展開を推進しているとのことです。

（注1） 「5Gインフラ支援事業」とは、5GとeSIM（SIM（Subscriber Identity Module）のソフトウェア化）/AI/Blockchain（取引履歴を暗号技術によって過去から一本の鎖のようにつなげ、正確な取引履歴を維持しようとする技術）により、「ヒト」だけでなく膨大な「モノ」を安心・安価に接続した状態とすることで、その先につながる「コト（消費）」市場の創出までを支援するプラットフォームを提供する事業とのことです。

（注2） 「5G生活様式支援事業」とは、5Gインフラ支援事業によって生み出されるプラットフォームを活用し、5G時代ならではの「安心安全な生活」「健康」「働き方」「住まい」等の様々な「コト」市場の創造を支援する事業プラットフォームを構築・提供する事業とのことです。

（注3） 「企業・クリエイター5G DX支援事業」とは、5G時代のモノづくりを、企業だけでなく、今後のモノづくりの中心となるクリエイターやインフルエンサーに寄り添って、「（市場創出） 価値創造 検証 市場投入 顧客関係維持」までを可能とするプラットフォーム構築を、独自のDX手法により支援する事業とのことです。

一方、当社は、2001年1月4日にWebサイトの企画、制作、運営を目的として京都府城陽市に有限会社エクシスとして設立され、2003年12月に株式会社エクシスへと組織変更を行った後、2005年7月にはその商号を株式会社フルスピードへと変更しました。その後、当社は2007年8月に東京証券取引所マザーズ市場に上場し、2018年9月には東京証券取引所市場第二部に市場変更いたしました。当社は今般の東京証券取引所における市場区分の見直しに関し、2021年7月9日付で東京証券取引所より、新市場区分における上場維持基準への適合状況に関する一次判定結果を受領し、「スタンダード市場」の上場維持基準に適合していることを確認いたしました。この結果を踏まえ、当社は2021年11月19日に東京証券取引所へ「スタンダード市場」の選択申請をしており、当社は2022年4月4日より東京証券取引所スタンダード市場に移行いたしました。なお、上記のとおり、公開買付者は本公開買付け及びその後の一連の手続を経て当社を完全子会社とすることを企図しており、公開買付者は、本公開買付けにおいて買付け等を行う株券等の数に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い、当社株式は、所定の手続を経て上場廃止となる可能性があります。また、本公開買付けの成立時点では上場廃止基準に該当しない場合でも、公開買付者は、本公開買付けが成立した場合には、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）」に記載の各手続を実施することを予定しておりますので、その場合には、当社株式は、東京証券取引所の定める上場廃止基準に従い、所定の手続を経て上場廃止となります。

当社は、本書提出日現在、連結子会社11社及び関連会社2社により構成され（以下、当社並びにその連結子会社及び関連会社を総称して「当社グループ」といいます。）、「アドテクノロジーを基盤に、インターネットマーケティングを必要とされる国内外企業を総合的に支援する」を事業方針として掲げ、「インターネットマーケティング事業」及び「アドテクノロジー事業」に取り組んでおります。

「インターネットマーケティング事業」領域においては、ソーシャルメディア上での人々の繋がりを通じ、多くの人々に情報を発信することで効果的な宣伝広告を行えるマーケティングサービスの提供を行う「ソーシャルメディアマーケティング事業」、Webサイトでの集客や企業広告を行うクライアントに対し、コンテンツの制作・配信を行うことで、クライアントのWebサイトへの流入数を高めるサービスの提供を行う「コンテンツマーケティング事業」、アフィリエイト広告の販売（広告を掲載したい媒体主（アフィリエイト/インフルエンサー）と広告を出稿したい企業との媒介）及びコンサルティングを行う「アフィリエイト広告事業」、並びに、リスティング広告（Webサイト上での検索結果頁に設定された広告枠に表示されるテキスト広告）及びコンテンツ連動型広告の販売及びコンサルティングを行う「リスティング広告事業」を中心とした各種サービスの提供を行っております。

「アドテクノロジー事業」領域では、広告主及び提携サイトのネットワークを構築し、広告取引を仲介する情報システム「afb」及び「Webbridge」サービスを提供する「パフォーマンスマーケティング・プラットフォーム事業」、並びに 複数のWebサイトの広告枠を束ね、その広告枠にディスプレイ広告（Webサイトの広告枠に表示される画像広告、動画広告、テキスト広告）を配信する広告プラットフォーム「ADMATRIX DSP」の提供を行う「ディスプレイ型アドネットワーク（DSP）事業」を行うアドテクノロジー（インターネット広告に関するシステム）に関する事業等に取り組んでおります。また、当社の子会社である株式会社フォーイトにおいて、クリ

エーターエコノミーの活性化を見据え、NFT（注4）市場への展開を進めており、新たなクリエイター支援のサービス開発と支援の促進を行っております。加えて、市場拡大が進むアジア・ASEAN地域にも事業展開を進めており、中国（上海）、台湾（台北）、マレーシア（クアラルンプール）、フィリピン（セブ）に現地法人を有しております。

（注4） 「NFT」とは、「Non-Fungible Token：非代替性トークン」の略称であり、アート作品や音楽、コレクションアイテムなどの唯一無二かつ代替不可能なデジタル資産にブロックチェーン上で所有証明書を記録し、固有の価値を持たせる非代替性のデジタルトークンのことをいいます。

当社と公開買付者の資本関係としては、公開買付者は、インターネット広告関連サービス事業における当社との相互補完・協力関係を構築するため、2010年6月28日付で公開買付者との間で締結した資本業務提携契約に基づき、それまで資本関係のなかった当社を連結子会社化することを目的とした公開買付け（公開買付期間：2010年6月29日から2010年8月11日まで。買付予定数の上限：当社株式72,204株、買付予定数の下限：なし）を行い、公開買付者は2010年8月16日付で当社株式を72,204株（当時の所有割合（注5）：50.30%）を取得したことにより、当社を連結子会社としました。その後、当社は、ノンコア事業の整理の一環として、当社が保有するアパレル事業を営む子会社（株式会社ギルドホールディングス及びギルドコーポレーション株式会社）の株式譲渡等を行ったことに伴い、1,062百万円の特別損失を計上することとなり、当社の自己資本が薄くなっている状況を補い、当社がインターネットマーケティングのサービス拡充やシステム構築等を行い早期に業績回復を目指すことを目的として、2011年7月13日開催の取締役会において公開買付者を引受先とする第三者割当増資（発行新株式数：3,500株）の実施を決議し、公開買付者が全株を引き受けたことにより、2011年7月29日付で、公開買付者が所有する当社株式は75,704株（当時の所有割合（注6）：51.46%）となりました。その後、公開買付者は、当社が2012年12月7日開催の当社取締役会において決議した、研究・開発投資や体制強化等を行うことや、資本の増強及び手元流動性の確保を目的として実施する第三者割当増資（発行新株式数：5,200株）においても全株を引受け、2012年12月26日付で発行新株式数5,200株を取得しました。加えて、公開買付者は2012年12月11日から2012年12月26日までの期間において、両社の協力関係を強化することを目的として、市場内で当社株式1,083株の取得を行うことにより、公開買付者が所有する当社株式数は81,987株（当時の所有割合（注7）：53.83%）となり、その後も、公開買付者は、2012年12月27日から2013年4月2日までの期間において、安定株主としての公開買付者の株式所有割合を増加させることによる当社の事業基盤の安定化を目的として、継続的に当社株式を市場内で取得し、2013年4月2日現在において公開買付者が所有する当社株式は88,548株（当時の所有割合（注8）：58.14%）となったとのことです。以後も、公開買付者は、安定株主としての公開買付者の株式所有割合を増加させることによる当社の事業基盤の安定化を目的として当社株式を市場内で取得し、2013年11月1日を効力発生日とする当社普通株式1株につき100株の割合とする株式分割を経て、公開買付者は本日現在において、当社株式8,870,400株（所有割合：57.41%）を所有するに至っているとのことです。

（注5） 2010年7月31日現在の当社の発行済株式総数（143,560株）から自己株式数（0株）を控除した数（143,560株）に対する割合（小数点以下第三位を四捨五入。）。

（注6） 2011年7月29日現在の当社の発行済株式総数（147,100株）から自己株式数（0株）を控除した数（147,100株）に対する割合（小数点以下第三位を四捨五入。）。

（注7） 2012年10月31日現在の当社の発行済株式総数（147,100株）から自己株式数（0株）を控除し、2012年12月26日に発行された株式数（5,200株）を加えた数（152,300株）に対する割合（小数点以下第三位を四捨五入。）。

（注8） 2013年4月2日現在の当社の発行済株式総数（152,300株）から2013年1月31日現在の当社の自己株式数（0株）を控除した数（152,300株）に対する割合（小数点以下第三位を四捨五入。）。

公開買付者は、2021年7月、2022年4月期から2024年4月期までの3カ年を計画期間とする公開買付者グループの新中期経営計画『SiLK VISION 2024』を公表したとのことです。新中期経営計画『SiLK VISION 2024』において掲げる2024年4月期の売上高500億円、営業利益50億円の目標達成にあたっては、AI、Blockchainといった破壊的テクノロジー（注9）の活用や、新型コロナウイルス感染症の罹患リスクを発端とする社会の新常態（“New Normal”）において、持続的成長可能な企業グループとなるために中長期的な視点での需要の創出や先行投資、グループ再編が不可欠であると捉えているとのことです。そして、2021年4月期（2020年5月1日から2021年4月30日まで）は、“トランスフォーメーション・ターム”と位置付け、『SiLK VISION 2024』の達成のために必要な基礎を構築するために、「SiLK Investment Policy」（注10）に則り、2017年4月期から2020年4月期までの4カ年を計画期間とする中期経営計画である『SiLK VISION 2020』に沿って行われた買収・提携を通じて公開買付者のグループとなった会社の有する多様なデータを、「Trusted Internet」（注11）構想の下で徹底的に統合/連携/活用することを実行し、かかるデータの統合/連携/活用後は、異なる事業を行うグループ会社の資本関係を強めて技術やサービスにおける相互の連携を強化し、組織や経営体制を再整備していくことによる垂直統合の実行、及び、将来の公開買付者の連結財務諸表における影響を考慮し社会の新常態（“New Normal”）に対応するためにノンコア事業である、不動産仲介サービス事業、薬局向けソリューション

サービス事業、及び個人/法人向け語学教育サービス事業を非グループ化することにより、これまでと同様に「インフラ」、「プラットフォーム」をコア領域としながら社会の新常態（“New Normal”）へ対応した新たな収益基盤を確立するためのグループ再編を行ってきたとのことです。

公開買付者は、AI、Blockchain、量子コンピュータ（注12）といった破壊的テクノロジーの到来や、新型コロナウイルス感染症の罹患リスクを発端とする社会の新常態（“New Normal”）が出来上がる中で、当社は公開買付者グループのコア領域である「プラットフォーム」構築における「企業・クリエイター5G DX支援事業」の中核企業として、公開買付者グループの成長を支えており、当社が属するインターネット広告市場は一貫して成長を続けている（出典：株式会社電通「日本の広告費」）一方で、競争相手は国内外に多数存在すると認識しており、今後も競合他社の新規参入による競争激化が見込まれると考えているとのことです。また、公開買付者は、インターネット広告市場は、景気の変動に連動して広告支出量が変化するため、市場環境の変化、景気の影響を受けやすい特徴があり、昨今の新型コロナウイルス感染症の感染拡大等の影響によりインターネット広告視聴者の広告掲出店舗への顧客送客が減少したことで、店舗型広告顧客案件の需要低迷が生じており、更に景気が悪化した場合には、企業収益の大幅な悪化に伴う広告需要の減退が起こり、当社の業績、ひいては公開買付者グループの業績に今後も影響を及ぼす可能性があると考えているとのことです。

（注9） 「破壊的テクノロジー」とは、既存のテクノロジーを置き換えて破壊又は廃止するような、既存のテクノロジーを強化した、又は完全に新しいテクノロジーとのことです。

（注10） 「SiLK Investment Policy」とは、『SiLK VISION 2020』に沿ってオンバランス化（グループ化）した会社の構造改革を実施しデータ連携を図ったうえで、『SiLK VISION 2024』の達成に向け、ノンコア事業を行う会社のオフバランス化（非グループ化）とコア事業を担う組織や経営体制の再整備していくことによる垂直統合を実行する方針とのことです。

（注11） 「Trusted Internet」とは、内閣官房デジタル市場競争会議より2020年6月に公表された「デジタル市場競争に係る中期展望レポート」に記載されている今後インターネット構造が目指すべき姿であり、中央集権型のデータのガバナンス構造ではなく、「データへのアクセスのコントロールを、それが本来帰属すべき個人・法人等が行い、データの活用から生じる価値をマネージできる仕組み」の構築（「データ・ガバナンス」のレイヤーの構築）を図っていくことで「データ社会における「信頼」」が「再構築」された状態をいいます。

（注12） 「量子コンピュータ」とは、量子力学の現象を情報処理技術に適用することで、従来型のコンピュータでは容易に行うことのできない複雑な計算を行うことができるコンピュータをいいます。

公開買付者及び当社は、当社のインターネット広告業界における知識・ノウハウと、公開買付者の有する顧客基盤及び新技術に関する研究・開発ノウハウを共有することでより一層の事業シナジーを生み出し、また、安定株主としての公開買付者の株式所有割合を増加させることによる当社の事業基盤の安定化を図るべく、2010年8月に公開買付者が当社の親会社となって以降も、上記のとおり資本関係の強化を進めてまいりました。

しかしながら、公開買付者は、上記のような業界環境に加え、サードパーティCookie（注13）の規制による広告配信システムの見直しやプライバシー強化の流れ、さらには競争激化による利益率の低下等、昨今のインターネット広告市場は依然として不透明な環境が続いているものと認識しているとのことです。また、公開買付者グループとして新中期経営計画『SiLK VISION 2024』を作成する際に、当社の事業分析を目的として2021年3月下旬から4月上旬まで実施したビジネス・デュー・ディリジェンスの結果、公開買付者及び当社の双方は、当社の既存事業であるアフィリエイト事業（注14）における生産性（従業員一人当たり売上高）は競合他社と比較して高い一方、広告代理店事業を主とする「インターネットマーケティング事業」の生産性は競合他社と比べ低い状況であると認識し、また、当社及び公開買付者を含む公開買付者グループとして今後の継続的成長と収益改善のためには、当社の広告代理店事業の抜本的な構造改革、若しくは当該事業を中心とした事業構造からの脱却が必要であるという課題を認識しております。

（注13） 「サードパーティCookie」とは、アクセスしたWebサイトとは異なるドメイン（サードパーティ）から発行されるCookie（Webサイトを訪問したユーザーの情報を一時的に保存する仕組み、または保存した情報）のことであり、Webサイトに訪問するユーザーのインターネット上での行動履歴が含まれることから、ターゲティング広告等において活用されます。

（注14） 「アフィリエイト事業」とは、「アフィリエイト（Webサイトに掲載した広告を経由してユーザーが商品購入や資料請求を行った場合のみ（Webサイト運営者に）コミッションを支払う、成果報酬型の広告手法）」を利用した事業をいいます。

そのような中、公開買付者としては、今後も当社及び公開買付者を含む公開買付者グループが継続的な成長を遂げていくために、公開買付者グループが有する特許取得済みの技術（代表例として、ネットワーク仮想化技術「Emotion Link」（注15））をはじめとした独自開発技術及びネットワークやサーバーらを統合した高効率なインフラ・プラットフォーム運営に関するノウハウと、当社が有する各種サービスの提供により培ったインターネットマーケティングに関する知見や多様なデータを連携・活用することで、当社が行ってきた従来型のイン

ターネット広告代理店事業を中心とした事業構造から脱却し、アフィリエイト事業の生産性向上とともにサードパーティCookie規制（注16）による影響を受けやすい既存のアフィリエイトネットワークへの依存度を軽減し、個人の自己実現に主眼を置いたコト市場に対応したプラットフォームの構築の展開を企図した『SiLK VISION 2024』全般における目標達成のための業態転換を早期に行っていく必要があると考えているとのことです。

（注15） 「ネットワーク仮想化技術「Emotion Link」」とは、既存のTCP/IPネットワーク上に仮想的なネットワークを安全に構築することにより、NAT（Network Address Translation：IPアドレスを変換する技術）やファイアウォールを越えて、自由かつ安全な通信を実現する技術とのことです。

（注16） 「サードパーティCookie規制」とは、プライバシー保護の観点から、Webブラウザを提供する会社が、WebブラウザにおいてWebサイト閲覧者の行動をトラッキングできるサードパーティCookieの利用を規制することをいいます。

公開買付者は、上記の当社を取り巻く外部環境及び当社のビジネスにおける課題認識を踏まえ、2022年1月中旬、本取引を通じて公開買付者が、新中期経営計画『SiLK VISION 2024』における成長領域であり公開買付者グループのコア領域である「プラットフォーム」構築における「企業・クリエイター5G DX支援事業」を営む当社を完全子会社とすることで、昨今の変動的な市場環境や景気動向に対して、機動的かつ柔軟な体制を構築することが可能となるほか、両社の有する経営資源を最大限活用することで、今後も新型コロナウイルス感染症の感染拡大等による景気変動が想定される中であっても、「企業・クリエイター5G DX支援事業」領域において、グループ独自の新規サービス、例えばその一つとして「StandAlone」（クリエイターが大手プラットフォームを介さず自ら情報発信し、その価値を最大化するクリエイター向けプラットフォーム）を早期に立ち上げ展開していくことが可能となるとの認識に至り、社会の新常態（“New Normal”）へ対応するためには当社を完全子会社とすることは不可欠で、それにより新中期経営計画『SiLK VISION 2024』における目標の早期達成に繋がるものと判断したとのことです。

その上で、当社における課題解決のために相応の先行投資を行う場合には、短期的な収益の悪化による当社一般株主への影響を回避できず、資本市場から十分な評価を得られないことで当社の株式価値が大きく毀損する可能性があることから、上場を維持しながら当社の中長期的な発展・再成長に取り組むことは必ずしも最善の策ではない一方、当社を非上場化することにより、中長期的な観点で当社の継続的な成長に取り組むことができ、当社の企業価値向上にとって有益かつ早期に目的を達成することが可能となると捉えるに至ったとのことです。その結果、当社を完全子会社化することは双方の更なる成長に繋がるものと認識するに至り、2022年1月下旬、当社の完全子会社化と公開買付者グループ内での当社の在り方を含めたグループ戦略についての本格的な検討を開始したとのことです。なお、上記の検討過程において、当社を完全子会社とするための手法として、買付対価を金銭とするか株式とするか、及び公開買付けを経ない株式併合や株式交換を選択すべきかについて検討を行ったとのことです。については、金銭を対価とすることで、経済条件を比率ではなく金額で提示することができるため、当社の株主の皆様にとって分かりやすく、また、対価株式の継続所有を希望しない株主にとっては現金化の手間が省けること、については、公開買付けに対する当社の意見表明の内容も踏まえた上で経済条件についてご検討いただく機会を提供できること、及び、公開買付け後の公開買付者の議決権数が当社の総株主の議決権数の3分の2以上を所有することとなるように買付予定数の下限を設定し、当該下限を超える応募がなされて公開買付けが成立した場合には、公開買付けへの応募を通じて当社の少数株主の皆様の意思を確認できたこととなり、株式併合や株式交換の手続を実施する際の要件である株主総会における特別決議を確実に成立させることができるようになるため取引の安定性に繋がることを踏まえ、現金対価による本公開買付けを実施し、当社株式の全て（但し、公開買付者が所有する当社株式及び当社が所有する自己株式を除きます。）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公開買付者のみとするための一連の手続（詳細は下記「(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。）を実施することが最適であると判断したとのことです。

公開買付者は、当社を完全子会社とした後、より強固な資本関係のもとで一体経営を行うことで、これまでは当社の上場会社としての独立性を尊重する観点から、秘匿性が高いために自由に情報共有/活用ができなかった両社間でのユーザートラフィックデータ（注17）をご参照ください。）の活用・連携が可能となることや、これまでは上記独立性の尊重の観点から、親会社である公開買付者のみに管理部門を設置することや、子会社である当社に管理部門を設置しつつも、人員を親会社である公開買付者からの出向者を中心に構成するといったことができなかったために柔軟な人材配置を行えなかったものが、両社が持つ人材の専門知識や経験を融合させ補完する形で可能となることから、既存事業においてもビジネスチャンスが広がり、当社が上場会社である場合には実現することが困難であった以下の施策を一層進展させていきたい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シナジーは以下のとおりとのことです。

（ ）当社グループが有する多様なデータを連携/活用した新規事業の創出

公開買付者は、当社グループが「インターネットマーケティング事業」及び「アドテクノロジー事業」を展開する上で保有・蓄積しているユーザートラフィックデータ（注17）を、公開買付者及び公開買付者グ

ループの保有するプラットフォームサービスがそれぞれ個別に保持する情報と連携し、複数の手法を用いたマーケティングに活用する他、複数のプラットフォームサービスが保有するデータを組み合わせることで得られるより詳細なユーザー動向や特性を公開買付者グループ以外の他社のサービスにも展開していくことで新規事業の創出を企図しており、また、モノからコト市場への変化に対応する新たな「インターネットマーケティング事業」及び「アドテクノロジー事業」を両社で展開することを想定しているとのことです。

(注17) 「ユーザートラフィックデータ」とは、インターネットサイト内のWebページへの外部ユーザーのアクセスやWebページを移動する閲覧者のデータ(プライバシーへの配慮がなされており、個人情報を含みません。)を指します。

( ) 「企業・クリエイター 5G DX支援事業」における、モノからコト市場への変化に対応する新たなマーケティング事業の展開

単純にモノやサービスを利用するだけの「モノ消費」から、それらを利用した結果、顧客がどのような自分になれるのかを提案し自己実現欲求(自分らしさを求める欲求)までも満たすことが重要視される「コト消費」へと消費の在り方が移り替わっている時代の流れを踏まえ、公開買付者及び当社は、広告主がコンテンツのユーザーのライフスタイルに合ったコンテンツを配信するためのマーケティング支援サービスを立ち上げ展開していく必要があると考えております。公開買付者グループが有するネットワークやサーバーを統合した高効率なインフラ・プラットフォーム運営に関するノウハウと、当社が有するインターネットマーケティングに関する知見や多様なデータを連携することにより、公開買付者及び当社は、その第一段としてクリエイターやアーティスト等のマーケティング活動を支援するサービス「StandAlone」の共同開発を2021年より進め、コロナ禍におけるAIを駆使した感染対策を施した音楽アーティストのライブイベントやタレントのファンミーティング等を通じ、ライブ配信イベントを先行展開する等の実証実験を終えております。当社を完全子会社化することにより、上場会社である当社の独立性維持の観点から生じていた、秘匿性が高い情報を自由に共有/活用できないという制約がなくなることで両社間での迅速な活動連携が可能となり、今後は、既存の「StandAlone」を、先の実証実験で得られた課題も含めてアップデートを継続しながら、エンターテインメントに限らず、スポーツ、NFTなどの幅広い分野でより多くのクリエイターやアーティストへ多面展開すべく機能拡充を行ってまいります。例えば、クリエイターやアーティストが作った曲をNFT化したり、スポーツ選手のデジタル画像をNFT化する等、クリエイターやアーティスト向け支援サービスとしての新規開発を計画する等、クリエイターやアーティスト自身のニーズに合わせてカスタマイズしてコンテンツを発信できる独自のプラットフォームを構築していくとのことです。

さらに、当社のアドテクノロジーセグメントのアフィリエイトネットワーク(注18)につきましては、公開買付者のプラットフォームサービスと当社のアフィリエイトネットワークとを連携することにより、上記の「StandAlone」におけるクリエイターやアーティストのマーケティング活動の支援のほか、新常態(“New Normal”)におけるワークスタイルに対応したIT支援サービスの提供や、高齢化社会を見据えた個人の健康管理サービスの提供などを可能とするような、コト市場に対応したマーケティング支援プラットフォームへと発展させるべく、他社のプラットフォームとの提携等により既存アフィリエイト(注19)の支援(注20)及び新たなクリエイターやアーティストの開拓も行っていく予定です。

(注18) 「アフィリエイトネットワーク」とは、アフィリエイト及び広告主の仲介機能を果たす、アフィリエイト及び広告主の参加するプラットフォームをいいます。

(注19) 「アフィリエイト」とは、企業(広告主)が提供する商品やサービスを紹介するWebサイトやブログの運営者のことをいいます。

(注20) 当社は、アフィリエイトに対する「支援サービス」として、広告主に代わってアフィリエイトにおける戦略立案と運営支援を一手に担うアフィリエイト総合代理店の機能を果たしています。

## ( ) 管理部門を中心とするバックオフィス体制の強化

本取引後は公開買付者及び当社の管理部門や業務部門の統合を進めていく予定とのことです。両社が持つ人材の専門知識や経験を融合させ補完していくことで両社の経営基盤及びバックオフィス体制のさらなる強化を目指すとともに、両社において重複する業務につきましては標準化・効率化を図ることで収益性の改善にも繋がるものと考えているとのことです。

## ( ) 上場維持コスト及び関連する業務負担軽減並びに両社間での人材交流

当社を完全子会社化することにより、コーポレートガバナンス・コード等への対応を含めた近時の上場維持に係る業務負担や有価証券報告書等の継続的な情報開示、監査、株主総会の運営や株主名簿管理人への事務委託に要する費用に代表される上場維持に要する費用の削減が見込まれ、本取引を通じて、更なる事業成長への経営資源集中を図ることが可能になると考えているとのことです。当社経営陣についても、事業運営により専念する体制を確立することが可能になるものと考えているとのことです。

また、公開買付者及び当社の人材交流についても一層柔軟に行うことができるようになることから、当社グループの役職員のキャリアパスにおける選択肢も広がるものと考えているとのことです。

このような認識のもと、公開買付者は、当社と本取引に関する協議を開始することを踏まえ、2022年2月上旬、公開買付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としてS M B C日興証券株式会社（以下「S M B C日興証券」といいます。）を、公開買付者及び当社から独立したリーガル・アドバイザーとして西村あさひ法律事務所をそれぞれ選任し、2022年2月上旬、当社に対して両社の企業価値の向上のため本取引の実施に向けた協議を開始したい旨の意向を伝え、2022年2月10日、公開買付者から当社に対して、本取引の実施意向並びにシナジー、スキーム及びスケジュールを記載した意向表明書（以下「本意向表明書」といいます。）を提出し、両社の実務者間で具体的なプロセスの協議を開始したとのことです。

その後、公開買付者は、当社の了解を得て、2022年2月下旬から2022年3月下旬まで本取引の実現可能性の精査のためのデュー・ディリジェンスを実施し、本取引実行に重大な支障となる事項は発見されなかったことを確認し、並行して本公開買付けにおける当社株式1株当たりの買付け等の価格（以下「本公開買付価格」といいます。）を含む本取引に係る取引条件の具体的な検討を進めたとのことです。なお、公開買付者は、当社より、2022年2月25日に、本取引に係る協議を開始した上で、本取引における議論をさらに深化させていく方針とした旨の回答を受領したとのことです。

公開買付者は、2022年3月7日、本特別委員会（下記「当社における意思決定の過程及び理由」の「( ) 検討体制の構築の経緯」に定義します。）より、買付予定数の下限の設定に関して「マジョリティ・オブ・マイノリティ」(Majority of Minority)の採否について検討要請を受け、同年3月11日、公開買付者より、「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、公開買付けの成立を不安定なものとし、少数株主の皆様としては、公正価値を受け取れる機会を奪われ、かえってその利益に資さない可能性があると考えていること、当社及び公開買付者において、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」記載の乃至の公正性担保措置を実施する予定であることから、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られるとして、「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を設定しない旨の回答を行ったとのことです。なお、この時点では、本特別委員会より公開買付者に対して、公開買付者の回答を受けて、引き続きその要否を検討するとの意向のみが示されたとのことです。

その後、公開買付者は、デュー・ディリジェンスの進捗状況、当社の財務状況、当社株式の市場株価推移及び当社より提出された2022年4月期から2025年4月期までの事業計画（以下「本事業計画」といいます。）に基づくS M B C日興証券による当社株式の初期的な価値評価分析を踏まえた取引条件の検討結果、当社の取締役会による本公開買付けへの賛同の可否及び本公開買付けに対する応募の見通し等を総合的に勘案し、同年3月22日、当社に対して本公開買付価格を430円とする提案を行ったとのことです。なお、本公開買付価格430円は、経済産業省が「公正なM&Aの在り方に関する指針」を公表した2019年6月28日以降に実施されかつ成立した本公開買付けと同種の親会社による上場子会社の完全子会社化事例28件におけるプレミアム水準（公表日前営業日の終値、並びに直近1ヶ月間、直近3ヶ月間及び直近6ヶ月間の終値の単純平均値それぞれからのプレミアムの中央値（41.4%から43.6%）・平均値（38.7%から44.1%））と比較すると、2022年3月18日の終値351円に対するプレミアムは約23%にとどまるものの、当社と本公開買付価格を交渉するにあたり当社からの引上げ要請の可能性も加味した初期的な提案として当該提案を行ったとのことです。これに対し、同年3月23日、本特別委員会より、当該提案価格は当社の株式価値を適切に反映したあるべき価格から明らかに乖離しており、近年の本公開買付けと同種の支配株主による完全子会社化を目的とした公開買付けの事例におけるプレミアム水準等に鑑みても、少数株主の利益保護の観点から十分な水準にあるとは評価できないとして、提案内容の再検討の要請を受けたため、公開買付者は、同年3月29日、本公開買付価格を510円（同年3月28日の終値362円に対するプレミアム約41%）とする旨の再提案を行ったとのことです。しかし、同年3月31日、本特別委員会より、当該提案価格は



未だ当社の少数株主の利益保護の観点から十分な価格とは認められないとして、提案内容の再提案の要請を受けたとのことです。その後、公開買付者より同年4月4日に本公開買付価格を530円（同年4月1日の終値386円に対するプレミアム約37%）とする旨の提案を行いました。未だ当社の少数株主の利益保護の観点から十分な価格とは認められないとして、同日、本特別委員会より提案内容の再提案の要請を受けたとのことです。公開買付者は、同年4月6日、本公開買付価格を540円（同日の終値375円に対するプレミアム約44%）とする旨の再提案を行いました。同日、本特別委員会より現時点においても引き続き少数株主の利益保護の観点から十分な水準にあるとは評価できず、本公開買付価格を540円とするのであれば、少なくとも「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が必要になるとして提案内容の再提案の要請を受けたとのことです。

公開買付者は、同年4月7日、本特別委員会に対して本公開買付価格を551円（同日の終値373円に対するプレミアム約48%）とし、「マジョリティ・オブ・マイノリティ」（Majority of Minority）の買付予定数の下限を設定しない旨の再提案を行ったとのことです。かかる提案に対し、同年4月8日、本特別委員会より公開買付者からの提案を受諾する旨の回答があり、本特別委員会との間で、本公開買付価格を551円とすること、及び「マジョリティ・オブ・マイノリティ」（Majority of Minority）の買付予定数の下限を設定しないことについて合意に至ったとのことです。

#### 本公開買付け後の経営方針等

公開買付者は、当社を完全子会社化した後、公開買付者グループと当社グループの連携を加速させるとともに意思決定を迅速化し、経営の効率化も進め、当社の各事業の成長の蓋然性を高めていくとともに、当社グループとの一体運営により、当社グループを含めた公開買付者グループ全体の利益成長を加速させ、企業価値の向上に努めていくとのことです。なお、本書提出日現在、当社の取締役9名及び監査役3名のうち、取締役4名及び監査役1名が、公開買付者の役職員となっております。この点、今後の当社の経営体制については、本書提出日現在、本取引後の経営体制及び取締役会の構成について具体的な検討はしておらず、当社と協議・確定した合意事項はございませんが、役員派遣の有無その他人事に関する事項を含め、詳細については本取引後に当社と協議の上で、双方の更なる成長に繋がる事業シナジー発揮を企図した人員再配置を優先して実行していく方針とのことです。

#### 当社における意思決定の過程及び理由

##### （ ）検討体制の構築の経緯

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」に記載のとおり、2022年2月上旬、公開買付者より両社の企業価値の向上のため本取引の実施に向けた協議を開始したい旨の意向を示されたことから、当社及び公開買付者グループから独立した森・濱田松本法律事務所に対して、公開買付者から上記意向が示されたことに対する対応に関する相談を開始いたしました。そして、当社は、2022年2月10日、公開買付者から本意向表明書を受領しました。当社は、本意向表明書を受領を受けて、本取引を本格的に検討すべく、2022年2月17日に、当社及び公開買付者グループから独立した当社のファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関として株式会社アイ・アール ジャパン（以下「アイ・アール ジャパン」といいます。）を、当社及び公開買付者グループ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、それぞれ正式に選定いたしました。そして、当社は、公開買付者から本意向表明書を受領したことに対する対応について、各アドバイザーから助言を受けるとともに、公開買付者との間で本取引に関する具体的な協議を開始するにあたり、当社が公開買付者の連結子会社であり、公開買付者が当社の支配株主（親会社）であることから、本取引が支配株主との重要な取引等に該当すること、並びに、本取引が当社の少数株主との間で構造的な利益相反の問題及び情報の非対称性の問題が類型的に存する取引に該当することに鑑み、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講じることが必要であると判断しました。そして、森・濱田松本法律事務所の助言を踏まえ、当社及び公開買付者グループから独立した特別委員会（以下「本特別委員会」といいます。なお、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答申書の取得」をご参照ください。）を設置し、本取引に係る協議・交渉を行う体制を構築した上で、本取引に関して本格的な検討を開始いたしました。具体的には、公開買付者から本取引の実施の申し入れを受けた2022年2月上旬より、当社の独立社外取締役、常勤（独立社外）監査役及び社外有識者から構成される特別委員会の設置に向けた準備を開始し、2022年2月17日開催の当社取締役会の決議により、秦充洋氏（当社独立社外取締役）、高原俊介氏（当社常勤（独立社外）監査役）、熊澤誠氏（社外有識者、新幸総合法律事務所 弁護士）の3名から構成される特別委員会を設置し、本特別委員会に対し、(1)本公開買付けについて当社取締役会が賛同するべきか否か、及び、当社株主に対して本公開買付けへの応募を推奨するべきか否か、(2)当社取締役会において、本取引の実施について決定すること（本公開買付けについて当社取締役会が賛同の意見を表明すること、及び、当社株主に対して本公開買付けへの応募を推奨す

ることを含む。)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諮問いたしました。なお、上記諮問事項の検討に際しては、当社の企業価値の向上に資するか否かの観点から、本取引の是非について検討及び判断するとともに、当社の少数株主の利益を図る観点から、本取引の取引条件の妥当性及び手続の公正性について検討及び判断するものとしております。また、2022年2月17日開催の第1回特別委員会において、アイ・アール ジャパン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すること並びに森・濱田松本法律事務所を当社のリーガル・アドバイザーとすることについて、その独立性及び専門性に問題がないことを確認の上、その選任の承認を受けております。

そして、当社は公開買付者からの要請を受け、2022年2月下旬から2022年3月下旬まで、公開買付者からのデュー・ディリジェンスを受け入れております。また、当社は、上記の公開買付者からの本意向表明書の受領に対し、2022年2月25日、公開買付者に対し、本取引に係る協議を開始した上で、本取引における議論をさらに深化させていく方針とした旨を回答しております。

#### ( ) 検討・交渉の経緯

当社は、アイ・アール ジャパン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等について法的助言を受け、これらの助言を踏まえ、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。

具体的には、2022年3月7日、本特別委員会は、買付予定数の下限の設定に関して「マジョリティ・オブ・マイノリティ」(Majority of Minority)の採否について公開買付者に対し検討を要請し、2022年3月11日、公開買付者より、「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、公開買付けの成立を不安定なものとし、少数株主の皆様としては、公正価値を受け取れる機会を奪われ、かえってその利益に資さない可能性があると考えていること、当社及び公開買付者において、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」記載の乃至の公正性担保措置を実施する予定であることから、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られるとして、「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を設定しない旨の回答を受けております。なお、この時点では、本特別委員会は公開買付者に対して、公開買付者の回答を受けて、引き続きその要否を検討するとの意向のみを示しております。

その後、当社は、公開買付者より、同年3月22日に本公開買付価格を430円(同年3月18日の終値351円に対するプレミアム約23%)とする旨の提案を受け、本特別委員会において、当該価格提案の妥当性について検討いたしました。同月23日、本特別委員会は、当該提案に係る本公開買付価格に対して、当社の株式価値を適切に反映したあるべき価格からは明らかに乖離しており、近年の本公開買付けと同種の支配株主による完全子会社化を目的とした公開買付けの事例におけるプレミアム水準等に鑑みても、少数株主の利益保護の観点から十分な水準にあるとは評価できないことから、提案内容の再検討を要請し、公開買付者より、同年3月29日、本公開買付価格を510円(同年3月28日の終値362円に対するプレミアム約41%)とする旨の再提案を受けました。再提案を受け、本特別委員会にて当該価格提案の妥当性について検討いたしました。本特別委員会は、本公開買付価格に対して、未だ当社の少数株主の利益保護の観点から十分な価格とは認められないとして、同年3月31日、公開買付者に対して提案内容の再提案を要請いたしました。その後、本特別委員会は公開買付者より同年4月4日に本公開買付価格を530円(同年4月1日の終値386円に対するプレミアム約37%)とする旨の提案を受け、本特別委員会にて当該価格提案の妥当性について検討いたしました。本特別委員会は、本公開買付価格に対して、未だ当社の少数株主の利益保護の観点から十分な価格とは認められないとして、同日、公開買付者に対して提案内容の再提案を要請いたしました。本特別委員会は、同年4月6日、公開買付者より本公開買付価格を540円(同日の終値375円に対するプレミアム約44%)とする旨の再提案を受けましたが、同日、現時点においても引き続き少数株主の利益保護の観点から十分な水準にあるとは評価できず、本公開買付価格を540円とするのであれば、少なくとも「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が必要になるとして提案内容の再提案の要請をいたしました。

本特別委員会は、同年4月7日、公開買付者より本公開買付価格を551円(同日の終値373円に対するプレミアム約48%)とし、「マジョリティ・オブ・マイノリティ」(Majority of Minority)の買付予定数の下限を設定しない旨とする再提案を受けました。公開買付者からの当該提案に対し、同年4月8日、本特別委員会は、公開買付者からの提案を受諾する旨を回答し、本特別委員会は公開買付者との間で本公開買付価格を551円とすること、及び「マジョリティ・オブ・マイノリティ」(Majority of Minority)の買付予定数の下限を設定しないことについて合意に至りました。

#### ( ) 当社の意思決定の内容

以上の経緯のもとで、当社は、2022年4月11日開催の当社取締役会において、アイ・アール ジャパンから受けた財務的見地からの助言及び同年4月8日付で提出を受けた当社株式の価値算定結果に関する株式価値算定書（以下「本株式価値算定書」といいます。）の内容、森・濱田松本法律事務所から受けた法的助言の内容を踏まえつつ、本特別委員会から提出された答申書（以下「本答申書」といいます。）において示された本特別委員会の判断内容を最大限尊重しながら、本公開買付けを含む本取引の一連の手続、本取引に関する諸要件について、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、慎重に協議及び検討を行いました。

その結果、以下のとおり、当社としても、本取引を実施し、当社が公開買付者の完全子会社となることで、シナジーの創出を見込むことができ、当社の企業価値の向上に資するとの結論に至りました。

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」に記載のとおり、当社は、「アドテクノロジーを基盤に、インターネットマーケティングを必要とされる国内外企業を総合的に支援する」を事業方針として掲げ、「インターネットマーケティング事業」及び「アドテクノロジー事業」に取り組んでおります。

当社が事業を展開しているインターネット広告市場は、着実に拡大を継続しているものの競合の多い業界であり、「インターネットマーケティング事業」及び「アドテクノロジー事業」における主な競争相手は、国内外において存在しており、今後も競合他社の新規参入、5G技術の普及による社会全体のデジタルトランスフォーメーション（DX）の進行、市場環境の変化等により、競争が激化することが想定されております。特に当社が自社ブランドで展開するアフィリエイト事業及びDSP事業においては、引き続き、国内にて堅調な拡大が見込まれている一方、海外の既存の事業者の日本国内のマーケットへの参入による競争の激化、及びサードパーティCookieの規制強化により当社が事業を展開するDSP事業領域において、当社のクライアントが従来までの効果的な広告を実行することが難しくなることが想定され、当社も手数料収入の減少及び案件数減少などの影響を受ける可能性が想定されることや、新型コロナウイルス感染症の感染拡大等の影響による企業の広告需要の減退など、従来以上に厳しい市場環境下におかれています。これらの厳しい環境下においても当社グループが持続的に成長を遂げるためには、既存事業の成長を目的とした取り組み、投資のみならず、当社のインターネットマーケティングに関するノウハウや「アドテクノロジー事業」の技術を活用した新規事業に取り組み、また、プラットフォーム事業を中心とした自社プロダクトの開発の促進を目的として新たな事業柱への投資・展開を推進し、従来までの「インターネットマーケティング事業」を主軸とする当社の事業構造から、自社プロダクトとそれに付随するコンサルティングサービスを主軸とするビジネスモデルへと業態転換を図っていく必要があるものと考えております。

当社及び公開買付者は2010年6月28日付で資本業務提携を締結して以降、当社が有するインターネットマーケティング領域におけるノウハウ、サービス開発力、営業力等と、公開買付者が有する高い技術力、大規模なネットワークなどのインターネットインフラ、インターネット関連事業者の顧客基盤を連携し、様々な事業提携を行ってきました。具体的には、2020年6月1日より公開買付者グループが手掛ける子供やシニア世代に特化したスマートフォン「TONEモバイル」のマーケティングパートナーとして営業支援を行ってきたほか、2020年8月より当社の子会社である株式会社クライドが有する開発リソースを活用し、CDP（Customer Data Platform）のプロダクト開発を公開買付者と共同で行ってまいりました。また、2018年5月より公開買付者がサービスを展開している、クリエイターを支援するプラットフォーム「StandAlone」事業に2021年5月より当社も参画し、公開買付者と共同してプロダクト開発を行っております。当社グループが有している開発リソース並びにインフルエンサー及びクリエイターとの人脈・営業ノウハウを活用することで、事業開発業務及び新規開拓の促進に繋がり、その後も継続して「StandAlone」の多面展開に向けたアップデートを実行していることから、当社及び公開買付者の今後の収益化に向けて、一定の成果を上げております。

しかしながら、親会社である公開買付者と上場会社である当社の少数株主の間には構造的な利益相反関係が懸念され、当社が一定の独立性を確保して事業運営を行う必要があることから、当社及び公開買付者が有する高度なノウハウや技術等を双方に共有し、共同して新規事業等の取り組みを推進することには開示する情報に制約が生じることや、情報を伝達出来ないことによりプロジェクトの推進が停滞してしまうこと、開発に必要な以上の時間を要することなどの障壁が存在してまいりました。また、当社は公開買付者グループの一員として、2010年6月28日に資本業務提携契約を締結して以降、公開買付者グループと経営資源の相互活用や多様なデータの統合等に関して、一定の連携を推進してまいりましたが、当社が上場会社として一定の独立性を確保し事業運営に取り組んでいる以上、公開買付者及び当社それぞれのM&A戦略や人材の採用方針、従業員の業務環境についての考え方が異なることから、公開買付者グループの企業価値向上に資する施策や従業員の満足度向上に繋がる取り組みが、必ずしも当社の企業価値向上や従業員の満足度向上に繋がる場合も限らない場合もありました。また、公開買付者グループとの連携に関する施策の実行に検討時間を要することや、検討に際して、当社の少数株主の皆様の利益を考慮し十分な検討を行う必要があることから、労働及び時間面における人的なコストが生じることで、グループ一体での事業運営にも一定の限界が生じてまいりました。また、当社は上記のとおり、急速に変化する外部環境や事業環境の下では、従来までの「インターネットマーケティング事業」を主軸とする当社の事業構造からの業態転換を行う必要があるものとして認識して

おりますが、上場会社として当社の株価及び進行期の利益計上を意識する必要がある中では、大胆な事業構造の改革並びに事業及び人材への投資を行うことは、新規事業の収益化体制の構築までは、開発費やシステム投資、人件費が増加し、かかる費用の積み上がりによる業績の悪化が想定され、短期的には市場からの十分な評価を得られずに株価に悪影響を及ぼし、当社の既存株主の皆様にも不利益を与えることに繋がりがねず実行は難しいものと考えております。

本取引後においては、当社が公開買付者の完全子会社となることで、公開買付者と当社の少数株主との間の利益相反が改善され、これまでは当社が有する多様なデータ、秘匿性のある開発技術・ノウハウ、システムインフラ及び人材等の経営資源の公開買付者との連携には、公開買付者グループと当社少数株主との間の利益相反の懸念から開示や共有に慎重な検討プロセスが必要であるといった制限が生じておりましたが、本取引後においては当社が公開買付者の完全子会社となることで、公開買付者グループ内での当社が有する経営資源の連携が可能となり、当社と公開買付者が有する技術及びインフラ運営に関するノウハウを融合し一体的な運営を行うことで新たな価値を創造し、加えて、迅速かつ円滑に意思決定を行うことにより、当社の事業構造の変革を加速させることが可能になるものと考えております。また、本取引により当社が非上場となることで、上場企業としてのブランド力や人材採用時における信用力は低下する可能性があるものの、株価を意識せずに事業を運営することが可能となり、大胆な事業構造の改革、積極的な投資、当社グループの組織体制の再構築等の施策を機動的に実行し、中長期的な視点で経営に取り組むことで当社の企業価値の向上に資するものと考えております。

当社が本取引を通じて、公開買付者の完全子会社となることで実現可能と考える具体的なシナジーは、以下のとおりです。

(a) グループ全体での経営資源の共有と活用及び新規事業への連携強化

これまで当社は、公開買付者の連結子会社ではありましたが、上場会社として、当社少数株主の利益保護の観点から、公開買付者からの独立性の確保に努めてまいりました。そのため、当社が公開買付者の上場子会社である現状においては、当社及び公開買付者グループが有する多様なデータ、秘匿性のある開発技術・ノウハウ、システムインフラ及び人材等の経営資源を共有し相互に活用することについては、公開買付者グループと当社少数株主との間に利益相反の懸念があり、慎重な検討プロセスを経る必要があることから、迅速に意思決定を行うことが困難な場合や、共有・相互活用に係る施策の検討を見送る場合があります。

もっとも、本取引後においては、当社が公開買付者の完全子会社となることで、上記のような公開買付者グループと当社少数株主との間の利益相反や、独立性確保に伴う制約が排除され、公開買付者と当社の利益を完全に一致させることができ、公開買付者グループ内で迅速かつ柔軟な意思決定のもと、一体として事業運営に取り組むことが可能になると考えております。具体的には、当社が「インターネットマーケティング事業」及び「アドテクノロジー事業」を展開する上で保有・蓄積しているデータを、公開買付者グループが有する開発技術やプラットフォームサービスと連携し、マーケティングや新規プロダクトの立案に活用するほか、公開買付者が有するブロックチェーン技術を活用しアフィリエイター及びクリエイターの支援強化やNFT (Non-Fungible Token) の展開拡大が可能になると考えております。また、当社及び公開買付者が有する顧客基盤の更なる連携に取り組んでいくことや、当社がこれまで有していなかったリソースを当社の既存のリソースと融合することで、当社の提供サービスやプロダクトの可能性の幅が広がり、当社が今後の事業運営の重点施策と考えている、5G時代を見据えた「プラットフォーム事業」及びクリエイターエコノミーの活発化を見据えた「新規事業」への取り組みの促進に繋がるものと考えております。当社としては、このような取り組みにより、自社プロダクト・サービスの開発を促進することで、当社の競争優位性の確保が可能になると考えております。加えて、短期的な結果に留まらないより中長期的な視点に立ったM&Aや投資実行に際しての意思決定の迅速化が見込めることから、更なる経営資源獲得機会の拡大に繋がり、かつ、公開買付者グループと一体となり共同でM&Aや投資を実行することで、当社単独では規模の観点から実施が困難であった案件にも本取引後は取り組んでいくことが可能になるものと考えております。また、上記の当社及び公開買付者が有する多様なデータ、秘匿性のある開発技術・ノウハウの連携を促進することで、これまで以上に公開買付者グループとの協業体制が強化され、当社の中長期的な企業価値の向上に必要となる、新たな当社の事業の主軸となる可能性を秘めている新規事業への取り組みが効率的に行えるものになると考えております。

(b) 非公開化による中長期的な成長の観点での事業運営への取り組み

本取引により当社が公開買付者の完全子会社となることで、短期的な結果や利益計上に拘泥し過ぎず、より中長期的な視点で事業運営に取り組むことが可能となり、従来までの「インターネットマーケティング事業」を主軸とする当社の事業構造からの大胆な改革、積極的な新規事業への投資、当社グループの組織体制の再構築等の施策を機動的に実行し、中長期的な視点で経営に取り組むことが可能になるものと考えております。具体的には、既に公開買付者と共同開発を行っている「StandAlone」や「CDP」といった自社プロダクトの開発を促進させるほか、(a)に記載のとおり、当社と公開買付者の連携を強化すること

による新規事業の創出への取り組みや、新規プロダクト開発に伴う人材及びシステムへの投資を行い、「インターネットマーケティング事業」に代わる当社の新たな収益柱となる事業を構築することで、当社の中長期的な企業価値の向上に資するものと考えております。

また、当社が公開買付者の完全子会社となり上場廃止となることで、結果として、これまで上場会社として必要とされていたIR活動、決算説明会及び株主総会等の業務負担が削減されることとなり、当社の経営陣が事業運営により専念することが可能となるほか、また、年間上場料金や株式事務関連費用等の金銭コストも削減されるため、当社の経営資源活用の効率化に繋がるものと考えております。

(c) グループ内での人材交流の強化

当社及び公開買付者が属するインターネット業界においては、近年IoT技術やAI技術の活用、5G技術の普及による社会全体のデジタルトランスフォーメーション(DX)の進行が急速に拡大していることを起因として、優秀なIT人材の獲得競争が年々激化しております。また、開発技術や必要とされるサービスは年々変化を続けており、変化する需要に対応するために人材の教育及び育成は、当社及び公開買付者にとって重要課題となっております。当社と公開買付者は2010年6月28日付で資本業務提携契約を締結して以降、プロダクトの共同開発などを通じて、人材の交流を進めて参りましたが、本取引後はジョブローテーションを通じて、更にその交流を強化し、当社及び公開買付者が有する独自の開発技術やプロダクトに両社の人材が携わることで、両社の人材の専門性の幅が広がり、優秀なIT人材の育成に繋がるものと考えております。また、人材の適性に鑑みながらより強固な組織体制の構築を目指していく予定であり、当社の従業員にとっても選択肢が広がることで、より多様なキャリアプランの形成が可能になると考えております。加えて、プライム市場に上場している公開買付者の知名度やブランド力を活用することで、当社グループにおいて現在採用を強化している優秀なエンジニア人材の確保の拡大に繋がるものと考えております。

また、当社は、主に以下の点から本公開買付価格である1株当たり551円は当社の一般株主の皆様が享受すべき利益が確保された妥当な価格であり、本公開買付けは、当社の一般株主の皆様に対して適切なプレミアムを付した価格での合理的な当社株式の売却の機会を提供するものであると判断いたしました。

- (ア) 当該価格が、当社において、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価格を含む本取引に係る取引条件の公正性を担保するための措置が十分に採られた上で検討され、決定された価格であること。
- (イ) 当該価格が、上記措置が採られた上で、本特別委員会の実質的な関与の下、当社と公開買付者との間で独立当事者間の取引における協議・交渉と同等の協議・交渉が複数回行われた上で決定された価格であること。
- (ウ) 当該価格が、下記「(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」に記載の本株式価値算定書におけるアイ・アール ジャパンによる当社株式の価値算定結果のうち、市場株価法における算定結果の上限値(372円)を上回っており、また、類似会社比較法に基づく算定結果の上限値(518円)を上回るものであること、かつDCF法による算定された価格帯の範囲内であること。
- (エ) 当該価格が、本公開買付けの公表日の前営業日である2022年4月8日の東京証券取引所スタンダード市場における当社株式の終値372円に対して48.12%(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360円(小数点以下を四捨五入。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53.06%、同日までの過去3ヶ月間の終値の単純平均値345円に対して59.71%、同日までの過去6ヶ月間の終値の単純平均値360円に対して53.06%のプレミアムをそれぞれ加えた価格であること、また、本取引が上場親会社による上場子会社の完全子会社化を目的とした取引であることから、経済産業省が「公正なM&Aの在り方に関する指針」を公表した2019年6月28日以降に公表された、公開買付者と同様に55%以上の株式を所有する上場親会社による公開買付けを利用した上場子会社の完全子会社化事例17件におけるプレミアム水準(公表日前営業日の終値、並びに直近1ヶ月間、3ヶ月間及び6ヶ月間の終値の単純平均値それぞれからのプレミアムの中央値(対公表日前営業日終値:44.4%、対直近1ヶ月間:44.9%、対3ヶ月間:43.1%、対6ヶ月間:43.6%)、平均値(対公表日前営業日終値:47.1%、対直近1ヶ月間:46.2%、対3ヶ月間:47.2%、対6ヶ月間:44.4%))と比較して、いずれの期間のプレミアムの中央値及び平均値をも上回っている水準であり、合理的なプレミアムが付されていると考えられること。
- (オ) 当該価格は、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」の「当社における独立した特別委

員会の設置及び答申書の取得」に記載のとおり、本特別委員会から取得した本答申書においても、妥当であると認められると判断されていること。

以上より、当社は、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、2022年4月11日開催の当社取締役会において、本公開買付けに賛同する旨の意見を表明するとともに、当社の株主の皆様に対し、本公開買付けに応募することを推奨することを決議いたしました。

当該取締役会における決議の方法については、下記「(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関する当社の意思決定の過程における公正性を担保するために、当社及び公開買付者グループ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アイ・アール ジャパンに対して、当社株式の価値の算定を依頼し、2022年4月8日付で本株式価値算定書を取得しております。なお、アイ・アール ジャパンは、当社及び公開買付者グループ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記載すべき重要な利害関係を有しません。また、本取引に係るアイ・アール ジャパンの報酬は、本取引の成否にかかわらず支払われる月額報酬となっております。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」の乃至に記載の公正性担保措置が講じられており、本公開買付けに係る公正性が十分に担保されていると判断したことから、アイ・アール ジャパン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。

#### ( ) 算定の概要

アイ・アール ジャパンは、本公開買付けにおいて、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、当社株式が東京証券取引所スタンダード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を、当社と比較可能な上場類似会社が複数存在し、類似会社比較による株価の類推が可能であることから類似会社比較法を、それに加えて将来の事業活動の状況を評価に反映するためDCF法を、それぞれ採用して算定を行い、当社は2022年4月8日付でアイ・アール ジャパンより本株式価値算定書を取得いたしました。上記各手法に基づいて算定された当社株式の1株当たりの株式価値の範囲は以下のとおりです。

市場株価法 : 345円～372円  
類似会社比較法 : 409円～518円  
DCF法 : 531円～692円

市場株価法においては、2022年4月8日を基準日として、東京証券取引所スタンダード市場（2022年4月1日までは東京証券取引所市場第二部）における当社株式の基準日終値372円、2022年3月9日から基準日までの直近1ヶ月間の終値の単純平均値360円、2022年1月11日から基準日までの直近3ヶ月間の終値の単純平均値345円、2021年10月11日から基準日までの直近6ヶ月間の終値の単純平均値360円を採用しており、当社株式の1株当たり株式価値の範囲を345円から372円までと算定しております。

類似会社比較法においては、当社と比較類似性があると想定される類似上場会社として、事業内容、損益、財務状況等の類似性を考慮し、株式会社ファンコミュニケーションズ、株式会社インタースペース、株式会社レントラックスの計3社を類似会社として選定した上で、企業価値に対する税引き前利益から受取利息及び支払利息を除外した数値（以下「EBIT」といいます。）の倍率、償却前EBITの倍率（以下「EBITDAマルチプル」といいます。）、さらに当社が保有する現金同等物のすべての価値を加算する等財務上の一定の調整を行い、当社株式の株式価値を算定しており、当社株式の1株当たり株式価値の範囲を409円から518円までと算定しております。

DCF法においては、当社が作成した2022年4月期から2025年4月期までの事業計画（以下「本事業計画」といいます。）に基づく将来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って企業価値や株式価値を算定しており、当社株式の1株当たり株式価値の範囲を531円から692円までと算定しております。なお、当社の保有する現預金は、最低限の必要運転資金（当社の過去の月間収支において、収支がマイナスとなった月間の最大額の2ヶ月程度の水準）を除き、株式価値に反映しております。また、割引率（加重平均資本コスト）については、株式価値評価実務において一般的に用いられているCAPM（資本資産価格モデル）理論に基づき分析を行っており、11.7%～13.7%を採用し、継続価値の算定にあたっては永久成長率は-0.5%～0.5%、EBITDAマルチプルは3.7倍～4.7倍として分析しております。加えて、本事業計画については、アイ・アール ジャパンが、当社に対して行ったヒアリング結果を踏まえて、その内容を分析及び検討しており、また、本特別委員会においても、本事業計画の内容並びに作成の前提条件及び作成経緯等について確認の上、その妥当性について本特別委員会より承認を受けております。

アイ・アール ジャパンがDCF法による算定の前提とした当社事業計画に基づく財務予測は以下表のとおりです。なお、アイ・アール ジャパンが算定に使用した当社の財務予測において、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、2023年4月期は「インターネットマーケティング事業」における「StandAlone」、「Start DX」、「Marketing 4.0」及びアドテクノロジー事業における「VIFT」、「B-Hack」といった新規事業への、人材や開発システムへの投資を行うことで、インターネット広告市場の拡大により既存事業の成長は見込むものの、新規事業への投資額が上回ることで、営業利益が前事業年度に比べて3割以上の大幅な減益となることが見込まれております。また、2024年4月期は前年に比べて新規事業への投資額の減少を見込むこと及び2023年4月期の業績の落ち込みの反動により、営業利益が前事業年度に比べて3割以上の大幅な増益となることが見込まれており、売上高の増加に伴う運転資本の増加及び利益の拡大によりフリー・キャッシュ・フローについても前事業年度に比べて3割以上の大幅な増加が見込まれております。2025年4月期には、新規事業の投資フェーズが完了し投資金額が減少すること及び既存事業においてもアフィリエイト事業を中心に成長が見込まれることや、インターネット広告市場の継続的な成長が期待されることを踏まえ受注の増加を見込んでいることにより、営業利益が前事業年度に比べて3割以上の大幅な増益となることが見込まれており、売上高の増加に伴う運転資本の増加及び利益の拡大によりフリー・キャッシュ・フローについても前事業年度に比べて3割以上の大幅な増加が見込まれております。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きましては、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、アイ・アール ジャパンが算定の前提とした本事業計画には加味されておらず、以下の財務予測にも含まれておりません。

(単位：百万円)

	2022年4月期 (3ヶ月)	2023年4月期	2024年4月期	2025年4月期
売上高	4,016	17,498	18,697	19,372
営業利益	216	516	840	1,136
EBITDA	228	551	872	1,165
フリー・キャッシュ・フロー	337	300	569	822

(注1) 売上高は「収益認識に関する会計基準」(企業会計基準第29号2020年3月31日)の適用後の数値を記載しております。

(注2) アイ・アール ジャパンは、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おりません。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・査定を行っており、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。アイ・アール ジャパンの算定は、2022年4月8日までの上記情報を反映したものであります。

公開買付者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

公開買付者は、本公開買付価格を決定するにあたり、公開買付者及び当社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SMB 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、SMB 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しません。SMB C日興証券は、公開買付者及び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おり、かつ、公開買付者に対して本取引に要する資金の融資を行う予定の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グループ企業の一員であります。公開買付者は、SMB C日興証券の算定機関としての実績に鑑み、かつ、弊害防止措置としてSMB 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所定の情報遮断措置が講じられていること、公開買付者とSMB 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、SMB C日興証券は公開買付者及び当社を含む公開買付者グループの関連当事者には該当せず、公開買付者がSMB 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、SMB 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ているとのことです。

( ) 算定の概要

SMB 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、当社が東京証券取引所スタンダード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、類似上場会社比較による株式価値の類推が可能であることから類似上場会社比較法及び将来の事業活動を評価に反映するためにDCF法の各手法を用いて当社株式の株式価値の算定を行い、公開買付者はSMB C日興証券から2022年4月11日付で当社株式の株式価値に関する株式価値算定書(以下「公開買付者株式価値算定書」といいます。)を取得しているとのことです。なお、公開買付者はSMB 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。

SMB 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 : 345円～360円  
類似上場会社比較法 : 452円～1,033円  
DCF法 : 489円～734円

市場株価法では、算定基準日を2022年4月8日として、東京証券取引所スタンダード市場(2022年4月1日までは東京証券取引所市場第二部)における当社株式の算定基準日までの直近1ヶ月間(2022年3月9日から同年4月8日まで)の終値の単純平均値360円、直近3ヶ月間(2022年1月11日から同年4月8日まで)の終値の単純平均値345円及び直近6ヶ月間(2021年10月11日から2022年4月8日まで)の終値の単純平均値360円を基に、当社株式1株当たりの株式価値の範囲を345円から360円までと算定しているとのことです。



類似上場会社比較法では、当社と類似する事業を営む上場会社の市場株価や収益性を示す財務指標との比較を通じて、当社株式の株式価値を評価し、当社株式1株当たりの株式価値の範囲を452円から1,033円までと算定しているとのことです。

DCF法では、当社から提供された本事業計画を、直近までの業績の動向、公開買付者が2022年2月下旬から2022年3月下旬の間に当社に対して行ったデュー・ディリジェンスの結果、一般に公開された情報等の諸要素を考慮して公開買付者において調整を行った当社の将来の収益予想に基づき、2022年4月期第4四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489円から734円までと算定しているとのことです。なお、DCF法において前提とした当社の将来の財務予測においては、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、2023年4月期は「インターネットマーケティング事業」における「Stand Alone」をはじめとした新規事業への人材や開発システムへの投資を行うことで、インターネット広告市場の拡大により既存事業の成長は見込むものの、新規事業への投資額が上回ることで、営業利益が前事業年度に比べて3割以上の大幅な減益となることが見込まれているとのことです。また、2024年4月期は前年に比べて新規事業への投資額の減少を見込むこと及び2023年4月期の業績の落ち込み反動により、営業利益が前事業年度に比べて3割以上の増益となることが見込まれているとのことです。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公開買付者株式価値算定書の算定結果に加え、公開買付者において2022年2月下旬から2022年3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、本公開買付けに対する応募の見通し及び経済産業省が「公正なM&Aの在り方に関する指針」を公表した2019年6月28日以降に実施されかつ成立した本公開買付けと同種の親会社による上場子会社の完全子会社化事例28件におけるプレミアム水準（公表日前営業日の終値、並びに直近1ヶ月間、直近3ヶ月間及び直近6ヶ月間の終値の単純平均値それぞれからのプレミアムの中央値（41.4%から43.6%）・平均値（38.7%から44.1%））を総合的に勘案し、当社との協議・交渉の結果等も踏まえ、最終的に2022年4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551円とすることを決定したとのことです。

なお、本公開買付価格551円は、本公開買付けの実施についての公表日の前営業日である2022年4月8日の当社株式の東京証券取引所スタンダード市場における終値372円に対して48.12%、同日までの過去1ヶ月間の終値の単純平均値360円に対して53.06%、同日までの過去3ヶ月間の終値の単純平均値345円に対して59.72%、同日までの過去6ヶ月間の終値の単純平均値360円に対して53.06%のプレミアムをそれぞれ加えた価格とのことです。また、本公開買付価格551円は、本公開買付けの実施についての公表日である2022年4月11日の当社株式の東京証券取引所スタンダード市場における終値369円に対して49.32%のプレミアムを加えた価格とのことです。

#### (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、東京証券取引所スタンダード市場に上場していますが、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上場廃止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、公開買付者は、適用法令に従い、当社株式の全て（但し、公開買付者が所有する当社株式及び当社が所有する自己株式を除きます。）の取得を目的とした手続きを実施することを予定しているとのことです。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において、取引することはできません。なお、上場廃止を目的とする理由及び少数株主の皆様への影響及びそれに対する考え方につきましては、上記「(2) 本公開買付けに関する意見の根拠及び理由」の「当社における意思決定の過程及び理由」の「( ) 当社の意思決定の内容」に記載のとおりです。

## (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) 本公開買付けに関する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方針であり、本公開買付けにおいて公開買付者が当社株式の全て（但し、公開買付者が所有する当社株式及び当社が所有する自己株式を除きます。）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、当社株式の全て（但し、公開買付者が所有する当社株式及び当社が所有する自己株式を除きます。）の取得を目的とした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

公開買付者は、本公開買付けの成立後、公開買付者が当社の総株主の議決権の90%以上を所有するに至った場合には、本公開買付けの決済の完了後速やかに、会社法第179条の規定に基づき、当社の株主（公開買付者及び当社を除きます。）の全員（以下「売渡株主」といいます。）に対し、その所有する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、本公開買付け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とのことです。この場合、公開買付者は、その旨を当社に通知し、当社に対して株式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、当社の株主の個別の承諾を要することなく、公開買付者は、株式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するとのことです。この場合、売渡株主がそれぞれ所有していた当社株式1株当たりの対価として、公開買付者は、当該各売渡株主に対し、本公開買付け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売渡請求がなされた場合には、当社取締役会において当該株式売渡請求を承認する予定です。

株式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は、会社法第179条の8その他の関係法令の定めに従って、当社の株主（公開買付者及び当社を除きます。）は、裁判所に対して、その所有する当社株式の売買価格の決定の申立てを行うことができる旨が定められております。なお、上記申立てがなされた場合の当社株式の売買価格は、最終的には裁判所が判断することになります。

## 株式の併合

他方で、本公開買付けの成立後、公開買付者の所有する当社の議決権の合計数が当社の総株主の議決権の数の90%未満である場合には、公開買付者は、会社法第180条に基づき当社株式の併合を行うこと（以下「株式併合」といいます。）及び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2022年8月上旬を目処に開催することを当社に要請する予定とのことです。なお、公開買付者は、本臨時株主総会において上記各議案に賛成する予定とのことです。本臨時株主総会において株式併合の議案についてご承認をいただいた場合には、株式併合がその効力を生ずる日において、当社の株主は、本臨時株主総会においてご承認をいただいた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。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、端数が生じた株主の皆様に対して、会社法第235条及び第234条第2項乃至第5項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。以下同じとします。）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となります。当該端数の合計数に相当する当社株式の売却価格につきましては、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各株主（公開買付者及び当社を除きます。）に交付される金銭の額が、本公開買付けに当該各株主が所有していた当社株式の数を乗じた価格と同一となるよう算定した上で、裁判所に対して任意売却許可の申立てを行うよう当社に対して要請する予定とのことです。また、当社株式の併合の割合は、本書提出日現在において未定ですが、公開買付者は当社の発行済株式の全て（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（公開買付者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当社に対して要請する予定とのことです。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。

上記手続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は、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って、当社の株主は、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て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。上記のとおり、株式併合においては、本公開買付けに応募されなかった当社の各株主（公開買付者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予定ですので、株式併合に反対する当社の株主（公開買付者及び当社を除きます。）は、上記申立てを行う事ができることになる予定です。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。

上記及びの各手続につきましては、関係法令についての改正、施行、当局の解釈等の状況等によっては、実施の方法及び時期に変更が生じる可能性があります。但し、その場合でも、本公開買付けに応募しなかった当社の各株主（但し、公開買付者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に交付される金銭の額につきましては、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になるよう算定する予定とのことです。以上の場合における具体的な手続及びその実施時期等につきましては、当社と公開買付者において協議の上、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各手続における税務上の取扱いにつきましては、当社の株主の皆様において自らの責任におい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。

(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

当社及び公開買付者は、当社が公開買付者の連結子会社であり、本公開買付けを含む本取引が支配株主との重要な取引等に該当し、また、公開買付者と当社の公開買付者以外の株主との間で構造的な利益相反関係にあることに鑑み、本公開買付け価格を含む本取引に係る取引条件の公正性を担保するため、以下の措置を実施しております。

なお、公開買付者は、上記「(2) 本公開買付けに関する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、公開買付者は、本書提出日現在、当社株式8,870,400株（所有割合：57.41%）を所有しているため、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少数株主の皆様の利益に資さない可能性もあると考え、本公開買付けにおいて、いわゆる「マジョリティ・オブ・マイノリティ」（Majority of Minority）の買付予定数の下限を設定していないとのことですが、公開買付者としては、公開買付者及び当社において以下乃至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いるとのことです。当社としては、本取引の検討の過程において、「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を設定することについて検討するよう買付者に対して要請いたしましたが、最終的に、本公開買付け価格の水準に加え、以下乃至の措置が実施されていることを総合的に考慮し、「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が設定されていなかったとしても、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の判断に至りました。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関する記載につきましては、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、公開買付者から提示された本公開買付け価格に関する当社の意思決定における公正性を担保するために、当社及び公開買付者グループ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アイ・アール ジャパンに対して、当社株式の価値の算定を依頼し、2022年4月8日付で本株式価値算定書を取得しております。なお、アイ・アール ジャパン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、重要な利害関係を有しません。また、本取引に係るアイ・アール ジャパンの報酬は、本取引の成否にかかわらず支払われる月額報酬となっております。当社はアイ・アール ジャパンから本公開買付け価格の公正性に関する意見（フェアネス・オピニオン）を取得していません。

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。

公開買付者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

公開買付者は、本公開買付価格を決定するにあたり、公開買付者及び当社から独立した公開買付者のファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関である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、2022年4月11日付で公開買付者株式価値算定書を取得しているとのことです。なお、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しないとのことです。公開買付者がS M B C日興証券から取得した公開買付者株式価値算定書の詳細については、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。

当社における独立した特別委員会の設置及び答申書の取得

( )設置等の経緯

上記「(2)本公開買付けに関する意見の根拠及び理由」の「当社における意思決定の過程及び理由」に記載のとおり、当社は、公開買付者が当社の支配株主(親会社)であることを踏まえ、当社取締役会において、本取引の是非を審議及び決議するに先立って、本取引に係る当社の意思決定に慎重を期し、また、当社取締役会の意思決定過程における恣意性及び利益相反のおそれを排除し、その公正性を担保するとともに、当社取締役会において本取引を行う旨の決定をすること(本公開買付けに対して、当社が特定の内容の意見表明を行うことを含みます。)が当社の少数株主にとって不利益なものであるかどうかについての意見を取得することを目的として、2022年2月17日、支配株主である公開買付者及び公開買付者グループとの間で利害関係を有しておらず、かつ、東京証券取引所に独立役員として届け出ている当社の社外取締役であり、当社の事業内容等について相当程度の知見がある秦充洋氏、支配株主である公開買付者及び公開買付者グループとの間で利害関係を有していない当社の常勤(独立社外)監査役であり、当社の事業内容、財務状況等について相当程度の知見がある高原俊介氏、並びに支配株主である公開買付者及び公開買付者グループとの間で利害関係を有しておらず、弁護士として本取引を検討する専門性・適格性を有すると判断される熊澤誠氏(新幸総合法律事務所)の3名によって構成される本特別委員会を設置しました。なお、熊澤誠氏は、当社において、当時のリーガル・アドバイザー候補やファイナンシャル・アドバイザー候補から、委員に相応しい人材の情報を収集する中で、過去に公表された本取引と同様の取引において特別委員会の委員としての経験を有する有識者の一名として候補に挙がり、当社において独立性等の観点から検討を行った結果、委員として選任いたしました。また、本特別委員会は、委員長として、秦充洋氏を選定しております。なお、当社は、本特別委員会の委員として設置当初からこの3名を選定しており、本特別委員会の委員を変更した事実はありません。また、本特別委員会の委員の報酬は、答申内容にかかわらず支給される固定金額のみとしており、本取引の成立等を条件とする成功報酬は採用していません。

そして、当社は、本特別委員会に対して、(1)本公開買付けについて当社取締役会が賛同するべきか否か、及び、当社株主に対して本公開買付けへの応募を推奨するべきか否か、(2)当社取締役会において、本取引の実施について決定すること(本公開買付けについて当社取締役会が賛同の意見を表明すること、及び、当社株主に対して本公開買付けへの応募を推奨することを含む。)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諮問いたしました。上記諮問事項の検討に際しては、当社の企業価値の向上に資するか否かの観点から、本取引の是非について検討及び判断するとともに、当社の少数株主の利益を図る観点から、本取引の取引条件の妥当性及び手続の公正性について検討及び判断するものとしております。また、本特別委員会への諮問にあたり、当社取締役会は、本取引の実施に関する取締役会の意思決定は、本公開買付けへの賛否を含め、本特別委員会による答申を最大限尊重するものとし、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、その実施を承認しないことを決議しております。

また、当社は、本特別委員会に対しては、(1)当社が公開買付者との間で行う交渉の過程に実質的に関与すること(必要に応じて、公開買付者との交渉方針に関して指示又は要請を行うこと、及び、自ら公開買付者と交渉を行うことを含む。)、(2)上記諮問事項に関する検討及び判断を行うに際し、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、(3)必要に応じ、当社の役職員その他特別委員会が必要と認める者から上記諮問事項の検討及び判断に必要な情報を受領することができる権限等を付与しております。なお、本特別委員会は本特別委員会独自の財務及び法務等に関するアドバイザーは選任していません。

本特別委員会の設置に係る当社取締役会の決議については、当社の取締役9名のうち、公開買付者の取締役を兼任している友松功一氏、清水高氏及び和田育子氏並びに公開買付者の従業員を兼任している服部司氏は、本取引が当社の少数株主との間で構造的な利益相反の問題及び情報の非対称性の問題が典型的に存する取引に該当することに鑑み、その審議及び決議に参加しておらず、これらの取締役を除く当社取締役5名にて審議の上、その全員一致により決議を行いました。また、当該審議及び決議に参加していないこれらの取締役は、当社と公開買付者との間における本取引の交渉にも、当社の立場として関与していません。加え

て、当社の監査役3名のうち、公開買付者の従業員を兼任する岡本真哉氏は当該取締役会に出席しておらず、意見を述べることを差し控えております。

( ) 検討の経緯

本特別委員会は、2022年2月17日より同年4月8日までの間に合計13回開催され、当社取締役会から諮問された事項についての協議及び検討等を行いました。

具体的には、本特別委員会は、まず、2022年2月17日開催の第1回特別委員会において、アイ・アール ジャパン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すること並びに森・濱田松本法律事務所を当社のリーガル・アドバイザーとすることについて、その独立性及び専門性に問題がないことを確認の上、その選任を承認いたしました。なお、本特別委員会は、必要に応じて当社のアドバイザー等から専門的助言を得ることとし、本特別委員会として独自にアドバイザー等を選任しないことを確認しております。

その上で、本特別委員会は、公開買付者との間で、公開買付者から提出された意向表明書、当社から公開買付者に対して提出した本取引の提案の背景・目的、本取引におけるスキーム選択、本取引後の組織・ビジネスに関する質問事項書に対する公開買付者の回答書を前提に、当社の事業環境、経営課題に対する認識、本取引の提案の背景・目的、非公開化の必要性、目的及び効果等、本取引後の組織・経営方針本取引における諸条件等について質疑応答を行い、本公開買付けにおける当社一株当たりの買付価格（以下「公開買付価格」といいます。）について、公開買付者との間で複数回に亘る協議・交渉を重ねました。

また、本特別委員会は、当社から、当社の事業内容、事業環境、経営課題、事業計画の内容、前提及び作成経緯並びに本取引の背景、経緯、目的及び効果等について説明を受け質疑応答を行いました。

さらに、本特別委員会は、アイ・アール ジャパンから、当社の事業計画の内容、株式価値算定の内容、方法等、公開買付けを用いた上場親会社による上場子会社の完全子会社化事例（以下「類似完全子会社化事例」といいます。）のプレミアム分析、及び公開買付価格の交渉状況等について説明を受け質疑応答を行いました。

加えて、本特別委員会は、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、特別委員会の設置が求められる背景、特別委員会の役割等について説明を受け、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ました。

本特別委員会は、これらの質疑応答に加えて、本特別委員会に提供された資料（当社の会社概要資料、当社の事業方針及び事業計画を記載した資料、公開買付者が過去に実施した当社に対するデュー・ディリジェンスの報告書（一部の要約部分のみ）、公開買付者作成に係る公開買付届出書の草案及び当社作成に係るプレスリリースの草案等）を確認及び検討することにより、当社取締役会から諮問された事項に関し、慎重に審議を尽くし、大要以下の内容の答申に至りました。

( ) 判断内容

(a) 答申内容

- ア 本公開買付けについて当社取締役会が賛同すること、及び、当社株主に対して本公開買付けへの応募を推奨することを決議すべきである。
- イ 本取引の実施について決定すること（本公開買付けについて当社取締役会が賛同の意見を表明すること、及び、当社株主に対して本公開買付けへの応募を推奨することを含む。）は、当社の少数株主にとって不利益なものでないと思料する。

(b) 答申理由

ア 以下の点より、当社を取り巻く事業環境、当社の経営課題及び本取引の実行により創出されるシナジー等に照らし、本取引は企業価値の向上に資するかという観点から合理性を有するものであると判断する。

- ・当社は、インターネットマーケティング事業及びアドテクノロジー事業について競合他社が多く、今後も競合他社の新規参入が想定され、デジタルトランスフォーメーション（DX）の進行等により競争が激化すること、当社が事業を展開するDSP事業領域においてはサードパーティCookieの規制強化により手数料収入の減少及び案件数減少などの影響を受ける可能性が想定されることや、新型コロナウイルス感染症の感染拡大等の影響による企業の広告需要の減退など、従来以上に厳しい市場環境下におかれている旨を認識しているところ、当社を取り巻く当該事業環境の認識については、インターネット広告業界について一般的に指摘されている事項や公開買付者がコンサルティング会社に依頼し作成されたデュー・ディリジェンスレポートの記述等からして、本特別委員会としても異論はない。
- ・かかる厳しい事業環境において、当社は、既存事業の成長を目的とした取り組み等に加えて、当社のインターネットマーケティングに関するノウハウやアドテクノロジー事業の技術を活用した新規事業に取り組み、また、プラットフォーム事業を中心とした自社プロダクトの開発の促進を目的として新たな事業への投資等を推進することで、これまでのインターネットマーケティング事業を主軸とする

事業構造から、自社プロダクトとそれに付随するコンサルティングサービスを主軸とするビジネスモデルへと業態転換を図っていくことを重要な経営課題として捉えているところ、上記事業環境並びに従前の取り組み（例えば、広告代理店事業を主とするインターネットマーケティング事業の収益性、生産性の向上を図る目的で、構造改革、代理店事業からコンサルティング事業や自社サービスの営業に注力するなど事業モデルの転換に着手しているが抜本的な解決には至っていないこと等）等からしても、当該経営課題の認識は合理的なものである。

- ・現状、存在している両グループの少数株主との間の利益相反の懸念が解消されることによって、意思決定の柔軟化・円滑化・迅速化、ノウハウ、技術及び人材等の経営資源の更なる共有や連携を含む公開買付者グループとの協業体制の強化が実現される可能性は高いように思われること、また、公開買付者の中期経営計画（「SiLK VISION 2024」）の基本方針（データやプラットフォームを軸にした事業運営等）、実績及びその有する技術等に鑑みると、インターネットマーケティング事業及びアドテクノロジー事業を展開する上で当社が保有しているデータを、公開買付者グループが有する開発技術やプラットフォームサービスと連携し、マーケティングや新規プロダクトの立案に活用が可能になること、公開買付者が有するブロックチェーン技術を活用しアフィリエイター及びクリエイターの支援強化やNFTの展開拡大が可能になること、既に公開買付者と共同開発を行っている「StandAlone」や「CDP」といった自社プロダクトの開発を促進させることが可能になることといったシナジーは、実現可能性及びその効果が認められるように思われる。
- ・その上で、かかる経営課題に取り組んでいくために、大胆な事業構造の改革並びに事業及び人材への投資を行うことは、新規事業の収益化体制の構築までは、開発費やシステム投資、人件費が増加し、かかる費用の積み上がりによる業績の悪化が想定され、短期的には市場からの十分な評価を得られずに株価に悪影響を及ぼし、当社の既存株主に不利益を与えることに繋がりがねず実行は難しいものと考えており、中長期的な視点で経営に取り組むことで当社の企業価値を向上させてきたいとの当社の認識が示されており、かかる認識は合理的であると考えられる。
- ・本取引により生じるデメリット（主に当社グループ役員や取引先への悪影響並びに内部統制やコーポレートガバナンスに対する悪影響）については、引き続き上場会社である公開買付者の子会社グループであることに変わりはないため、その影響は限定であると考えられ、具体的なデメリットが生じる可能性が高いとは認められない。

イ 以下の点から、本公開買付価格は独立した第三者算定機関の算定結果、本公開買付価格の決定プロセス等に照らして妥当であること及び本取引の条件について特に問題視すべき点が存在しないことに照らし、当社の一般株主の利益を図る観点から、取引条件の妥当性が確保されていると判断する。

- ・アイ・アール ジャパンは、当社株式が東京証券取引所スタンダード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、当社と比較可能な上場類似会社が複数存在し、類似会社比較による株価の類推が可能であることから類似会社比較法、それに加えて将来の事業活動の状況を評価に反映するためDCF法により当社株式1株当たりの株式価値の範囲を算定しているところ、現在の評価実務に照らして、一般的、合理的な手法であると考えられる。
- ・本公開買付価格551円は、本公開買付けの実施についての公表日の前営業日である2022年4月8日の当社株式の東京証券取引所スタンダード市場における終値372円に対して48.12%、同日までの過去1ヶ月間の終値の単純平均値360円に対して53.06%、同日までの過去3ヶ月間の終値の単純平均値345円に対して59.71%、同日までの過去6ヶ月間の終値の単純平均値360円に対して53.06%のプレミアムがそれぞれ加算されており、類似完全子会社化事例と比較して、遜色のない水準のプレミアムが付されている。
- ・本公開買付価格である551円は、アイ・アール ジャパンが算定した類似会社比較法の上限值（518円）を上回っている。なお、類似会社比較法については、類似会社の選定基準及び比較指標について、現在の評価実務に照らして、不合理な点は見当たらない。
- ・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」の「( ) 算定の概要」のとおり、アイ・アール ジャパンはDCF法により当社の1株当たりの株式価値の範囲を、531円～692円と算定しており、本公開買付価格である551円は、当該価格帯の範囲内の数値である。なお、DCF法の将来キャッシュフローの前提となる事業計画の前提に特に不合理な点は見受けられず、本特別委員会は本事業計画の内容、前提条件及び作成経緯等の合理性について承認している。また、DCF法におけるWACC等の根拠に関する説明及び事業価値の算出口ジックにも、特に不合理な点は見当たらない。
- ・本特別委員会は、第三者算定機関であるアイ・アール ジャパンによる算定結果及びアイ・アール ジャパンから提供を受けた類似完全子会社化事例のプレミアム分析資料をもとに、本公開買付価格を妥当な水準にまで高めるために、公開買付者との間で交渉を複数回にわたり実施し、かかる交渉の結果として当初提示額よりも121円（当初提案価格430円の約28%）引き上げられた価格で決定されている。

- ・以上の点を総合的に考慮すると本公開買付価格は妥当であると判断する。

ウ 以下の点から、当社の一般株主の利益を図る観点から、本取引の手続には公正性が認められると判断する。

- ・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関する当社の意思決定における公正性を担保するために、当社及び公開買付者グループ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アイ・アール ジャパンに対して、当社株式の価値の算定を依頼し、2022年4月8日付で本株式価値算定書を取得している。なお、アイ・アール ジャパン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、重要な利害関係を有しない。また、本取引に係るアイ・アール ジャパンの報酬は、本取引の成否にかかわらず支払われる月額報酬となっている。第1回本特別委員会において、アイ・アール ジャパンの独立性に問題ないことを確認し、第三者算定機関及びファイナンシャル・アドバイザーとしてアイ・アール ジャパンを選任することを承認している。
- ・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・アドバイザー及び算定機関であるSMBC日興証券に対し、公開買付者株式価値算定書の提出を依頼し、2022年4月11日付で公開買付者株式価値算定書を取得している。なお、SMBC日興証券は、公開買付者及び当社の関連当事者には該当しない。
- ・当社は、本取引の是非を審議及び決議するに先立って、本取引に係る当社の意思決定に慎重を期し、また、当社取締役会の意思決定過程における恣意性及び利益相反のおそれを排除し、その公正性を担保するとともに、当社取締役会において本取引を行う旨の決定をすること（本公開買付けに対して、当社が特定の内容の意見表明を行うことを含む。）が当社の少数株主にとって不利益なものであるかどうかについての意見を取得することを目的として、各委員が、支配株主である公開買付者及び公開買付者グループとの間で利害関係を有しておらず独立性を有することに加え、委員としての適格性を有することを確認した上で、3名によって構成される本特別委員会を設置している。なお、本特別委員会の委員の報酬は、答申内容にかかわらず支給される固定金額のみとしており、本取引の成立等を条件とする成功報酬は採用していない。
- ・本特別委員会における審議、検討及び交渉の経緯及び判断内容については本答申書に記載のとおりであり、付与された上記権限に基づき実質的に充実した審議、検討及び公開買付者との複数回に亘る真摯な交渉が行われており、実質的に有効な公正性担保措置として機能したと評価できる。
- ・当社は、当社取締役会の意思決定の公正性及び適法性を担保するために、当社及び公開買付者グループ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、森・濱田松本法律事務所から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いる。なお、本特別委員会は、森・濱田松本法律事務所の独立性に問題ないことを確認し、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することを承認している。
- ・本公開買付けに賛同する旨の意見を表明及び本公開買付けへの応募を推奨することを決議する当社取締役会には、当社の取締役9名のうち、公開買付者の取締役を兼任している友松功一氏、清水高氏及び和田育子氏並びに公開買付者の従業員を兼任している服部司氏は、本取引が当社の少数株主との間で構造的な利益相反の問題及び情報の非対称性の問題が典型的に存する取引に該当することに鑑み、その審議及び決議に参加しない予定である。また、当社の監査役3名のうち、公開買付者の従業員を兼任する岡本真哉氏は上記取締役会に出席しない予定であり、意見を述べることを差し控える予定である。
- ・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を行っていない。
- ・また、公開買付者は、公開買付期間について、法令に定められた最短期間が20営業日であるところ、比較的長期間である31営業日としている。
- ・M&Aにおいて対抗的な買付け等の提案が行われる機会を確保すること（以下「マーケット・チェック」といいます。）は、当初の買収提案よりも条件のよい対抗提案を行う対抗的買収提案者の存否の確認を通じて、対象会社の価値や取引条件の妥当性に関する重要な参考情報が得られることに加えて、当初の買収提案者に対して、対抗的買収提案者が出現する可能性を踏まえて、対抗提案において想定される以上の取引条件を提示することを促す方向に働くため、取引条件の形成過程における対象会社の交渉力が強化され、企業価値を高めつつ一般株主にとってできる限り有利な取引条件でM&Aが行われることに資するという機能を有するとの指摘があるところ、本取引においては、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を確保していることにより、いわゆる間接的なマーケット・チェックが行われており、公正性担保措置として評価できる。なお、本取引においては、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・チェックが行われ

ていないが、本件では上記のとおり、公正性担保措置としては充実した措置が取られ、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、公開買付価格以上の価格での対抗提案がなされた場合であっても、約57%の所有割合を占める公開買付者が、当社株式を売却しない可能性も相応にあると考えられることを踏まえれば、いわゆる積極的なマーケット・チェックを行っていないと、本取引の公正性が否定されるものではないと考えられる。

- ・スクイズアウトの場合には、一般株主が公開買付けに応募するか否かについて適切に判断機会を確保するために強圧性（公開買付けが成功した場合に、公開買付けに応募しなかった株主が応募した株主よりも不利に扱われることが予想されるときには、株主において公開買付けに応募するよう心理的な圧力が生じ、それにより公開買付けに応募するか否かの自由な判断が歪められるおそれがあること。）が生じないように配慮されるべきであるところ、公開買付者は、（ ）本公開買付けの決済の完了後速やかに、公開買付者が本公開買付けの成立により取得する株式数に応じて、株式売渡請求をすること又は株式併合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いるとのことであり、当社の株主に対して価格決定請求権又は株式買取請求権が確保されない手法は採用しないこと、（ ）株式売渡請求又は株式併合をする際に、当社の株主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（当社及び公開買付者を除く。）の所有する当社株式の数に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していることから、株主が本公開買付けに応募するか否かについて適切に判断を行う機会を確保し、これをもって強圧性が生じないように配慮しており、公正性担保措置として評価できる。
- ・公開買付者は、本公開買付けにおいて、マジョリティ・オブ・マイノリティに相当する下限の設定を行っていないが、公開買付者は、当社株式8,870,400株（所有割合：57.41%）を所有しているため、マジョリティ・オブ・マイノリティに相当する下限を設定すると公開買付けの成否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少数株主の利益に資さない可能性もあり、また、本公開買付価格の価格水準が妥当であること、本件では充実した公正性担保措置が取られ、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を行っていないと、本取引の公正性が否定されるものではないと考えられる。
- ・公開買付者及び当社から、法令及び金融商品取引所の適時開示規制による開示制度を遵守するのみならず、公開買付届出書、意見表明報告書及びプレスリリースにおいて以下の情報が開示される予定であり、当社の株主の適切な判断に資する充実した情報の開示であると評価できる。
  - （ア）本特別委員会に関する情報（委員の独立性や専門性等の適格性に関する情報、特別委員会に付与された権限の内容に関する情報、特別委員会における検討経緯や、買収者との取引条件の交渉過程への関与状況に関する情報、当該本取引の是非、取引条件の妥当性や手続の公正性（公正性担保措置の実施状況等）についての特別委員会の判断の根拠・理由、答申書の内容に関する情報及び委員の報酬体系に関する情報）
  - （イ）株式価値算定書に関する情報（各算定方法に基づく株式価値算定の計算過程に関する情報及び第三者算定機関の重要な利害関係に関する情報）
  - （ウ）その他に関する情報（本取引を実施するに至ったプロセス等に関する情報、当該時期に本取引を行うことを選択した背景・目的等に関する情報、当社の取締役等が本取引に関して有する利害関係の具体的な内容に関する情報、当該取締役等の取引条件の形成過程への関与の有無に関する情報及び当社と公開買付者との間で行われた取引条件等に関する協議・交渉の具体的な経緯に関する情報等）



#### 当社における独立した法律事務所からの助言

当社は、当社取締役会の意思決定の公正性及び適法性を担保するために、当社及び公開買付者グループ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、森・濱田松本法律事務所から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、森・濱田松本法律事務所は、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を有しておりません。本特別委員会は、森・濱田松本法律事務所の独立性及び専門性に問題がないことを確認した上で、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、森・濱田松本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

上記「(2)本公開買付けに関する意見の根拠及び理由」の「当社における意思決定の過程及び理由」のとおり、当社は、アイ・アール ジャパン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、森・濱田松本法律事務所から受けた法的助言を踏まえつつ、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、及び本公開買付け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)本公開買付けに関する意見の根拠及び理由」の「当社における意思決定の過程及び理由」に記載のとおり、当社としても、本取引を実施し、当社が公開買付者の完全子会社となることで、シナジーの創出を見込むことができ、当社の企業価値の向上に資すると判断し、2022年4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当社の取締役5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、当社の株主の皆様に対し、本公開買付けへの応募を推奨することを決議いたしました。加えて、当該取締役会に参加した監査役2名(いずれも社外監査役)は、当社が本公開買付けに賛同する旨の意見を表明すること及び当社の株主の皆様に対して本公開買付けへの応募を推奨する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、上記の取締役会においては、当社の取締役9名のうち、公開買付者の取締役を兼任している友松功一氏、清水高氏及び和田育子氏並びに公開買付者の従業員を兼任している服部司氏は、本取引が当社の少数株主との間で構造的な利益相反の問題及び情報の非対称性の問題が典型的に存する取引に該当することに鑑み、その審議及び決議に参加しておりません。また、当該審議及び決議に参加していないこれらの取締役は、当社と公開買付者との間における本取引の交渉にも、当社の立場として関与しておりません。加えて、当社の監査役3名のうち、公開買付者の従業員を兼任する岡本真哉氏は上記取締役会に出席しておらず、意見を述べることを差し控えております。

#### 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、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一切行っておらず、対抗的な買付け等の機会を妨げないこととすることにより、本公開買付けの公正性の担保に配慮しております。

また、公開買付者は、公開買付け期間について、法令に定められた最短期間が20営業日であるところ、比較的長期である31営業日としているとのことです。公開買付け期間を比較的長期に設定し、公開買付者以外の者にも対抗的な買付け等を行う機会を妨げないこととすることにより、本公開買付け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。

#### 当社の株主が本公開買付けに応募するか否かについて適切に判断を行う機会を確保するための措置

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、公開買付者が本公開買付けの成立により取得する株式数に応じて、株式売渡請求をすること又は株式併合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いるとのことであり、当社の株主の皆様に対して価格決定請求権又は株式買取請求権が確保されない手法は採用しないこと、( )株式売渡請求又は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け価格に当該各株主(当社及び公開買付者を除きます。)の所有する当社株式の数を乗じた価格と同一となるように算定されることを明らかとしていることから、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、公開買付け期間について、法令に定められた最短期間が20営業日であるところ、比較的長期である31営業日としているとのことです。公開買付け期間を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ことを企図しているとのことです。

(7) 公開買付者と当社の株主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  
該当事項はありません。

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】

氏名	役名	職名	所有株式数(株)	議決権の数(個)
友松 功一	代表取締役会長		8,422	84
吉澤 竹晴	代表取締役社長		6,605	66
米村 一精	取締役	マーケティングカンパニー長	2,516	25
小宮山 雄己	取締役	グループ戦略室長	4,970	49
服部 司	取締役		13,969	139
秦 充洋	取締役		4,688	46
野口 航	取締役		7,800	78
清水 高	取締役			
和田 育子	取締役			
高原 俊介	常勤監査役		6,804	68
田中 秀明	監査役		4,077	40
岡本 真哉	監査役		400	4
計			60,251	599

(注1) 役名、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) 取締役野口航、秦充洋は、会社法第2条第15号に定める社外取締役であります。

(注3) 監査役高原俊介、田中秀明は、会社法第2条第16号に定める社外監査役であります。

(注4) 所有株式数及び議決権の数は、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。

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。