

【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】	2021年5月17日
【報告者の名称】	AOI TYO Holdings株式会社
【報告者の所在地】	東京都品川区東品川二丁目2番24号
【最寄りの連絡場所】	東京都品川区東品川二丁目2番24号
【電話番号】	03(5495)7575
【事務連絡者氏名】	取締役グループCFO 譲 原理
【縦覧に供する場所】	AOI TYO Holdings株式会社 (東京都品川区東品川二丁目2番24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、AOI TYO Holdings株式会社をいいます。

(注2) 本書中の「公開買付者」とは、スタジオ・クルーズ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計数の総和と必ずしも一致しません。

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

(注5) 本書中の「本公開買付け」とは、本書提出に係る公開買付けをいいます。

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

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

1 【公開買付者の氏名又は名称及び住所又は所在地】

名称 スタジオ・クルーズ株式会社
所在地 東京都千代田区丸の内一丁目5番1号

2 【公開買付者が買付け等を行う株券等の種類】

- (1) 普通株式
- (2) 新株予約権

共同株式移転(注1)に際して、2012年11月12日開催の株式会社AOI Pro.(以下「AOI Pro.」といいます。)取締役会の決議に基づき発行された第5回新株予約権に代わるものとして2017年1月4日付で発行された新株予約権(以下「第2回新株予約権」といいます。)(行使期間は2017年1月4日から2042年11月27日まで)

共同株式移転に際して、2014年12月25日開催の株式会社ティー・ワイ・オー(以下「ティー・ワイ・オー」といいます。)取締役会の決議に基づき発行された第10回新株予約権に代わるものとして2017年1月4日付で発行された新株予約権(以下「第7回新株予約権」といいます。)(行使期間は2017年1月4日から2024年12月25日まで)

共同株式移転に際して、2014年12月25日開催のティー・ワイ・オー取締役会の決議に基づき発行された第11回新株予約権に代わるものとして2017年1月4日付で発行された新株予約権(以下「第8回新株予約権」といい、「第2回新株予約権」、「第7回新株予約権」、「第8回新株予約権」を総称して「本新株予約権」といいます。)(行使期間は2017年1月4日から2024年12月25日まで)

(注1) 「共同株式移転」とは、AOI Pro.及びティー・ワイ・オーを株式移転完全子会社とし、当社を株式移転設立完全親会社とした共同株式移転(2017年1月4日効力発生)をいいます。

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、2021年5月14日開催の当社取締役会において、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、本公開買付けに賛同する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、一方、本新株予約権の所有者(以下「本新株予約権者」といいます。)の皆様に対しては、本新株予約権に関して本公開買付けに応募するか否かについては、本新株予約権者の皆様のご判断に委ねる旨の決議を行いました。

なお、当該取締役会決議は、下記「(6) 本公開買付価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置」の「当社における利害関係を有しない取締役全員(監査等委員を含む。)の承認」に記載の方法により決議されております。

- (2) 意見の根拠及び理由

本「(2) 意見の根拠及び理由」の記載のうち、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、本公開買付けを通じた当社の普通株式(以下「当社株式」といいます。)及び本新株予約権(以下「当社株式」及び「本新株予約権」を総称して「当社株券等」といいます。)の取得等を目的として、2021年4月16日に設立された株式会社とのことです。本書提出日現在、ケイマン諸島法に基づき2020年12月8日に組成されたリミテッド・パートナーシップであって、The Carlyle Group(関係会社及びその他の関連事業体を含め、以下「カーライル」といいます。)が運用するStudio Cruise, L.P.(以下「カーライル・ファンド」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。本書提出日現在、公開買付者は、当社株券等を所有していないとのことです。

カーライルは、グローバルに展開する投資会社であり、2021年3月末現在、136の独自ファンド及び301のファンド・オブ・ファンズを運用し、運用総額は約2,600億ドル、世界5大陸の29拠点において1,800名以上の社員がおり、「グローバル・プライベート・エクイティ」、「グローバル・クレジット」及び「インベストメント・ソリューションズ」の3つの分野(注1)で投資活動を行っているとのことです。このうち、「グローバル・プライベート・エクイティ」部門における企業への投資活動を行うコーポレート・プライベート・エクイティ投資では、1987年の設立以来、累計687件の投資実績を有しているとのことです。また、日本国内でも、2000年に活動を開始して以来、株式会社ツバキ・ナカシマ、株式会社ソラスト、株式会社おやつカンパニー、アルヒ株式会社、日立機材株式会社(現センクシア株式会社)、及びオリオンビール株式会社等に対して累計27件の投資実績を有しているとのことです。「グローバル・クレジット」においては、運用総額約590億ドル、「インベストメント・ソリューションズ」においては、運用総額約640億ドルの資産を運用しているとのことです。

(注1) 2021年1月8日に事業セグメントの再編を発表し、従来の4分野から()本取引(以下に定義します。)の目的の一つであるマネジメント・バイアウト(MBO)(注2)、グロース・キャピタル(新興企業への成長資金の提供)、戦略的マイノリティ出資(少数持分投資)などの投資活動や、不動産やエネルギーなどのリアルアセット投資を含む「グローバル・プライベート・エクイティ」、()ローン担保証券、メザニン等、主に債券への投資を行う「グローバル・クレジット」、及び()プライベート・エクイティ・ファンドや不動産ファンドに投資を行うファンド・オブ・ファンズの運営を行う「インベストメント・ソリューションズ」の3分野に変更しているとのことです。

(注2) 「マネジメント・バイアウト(MBO)」とは、公開買付者が対象者の役員である公開買付け(公開買付者が対象者の役員の依頼に基づき公開買付けを行う者であって対象者の役員と利益を共通にする者である公開買付けを含みます。)をいいます(株式会社東京証券取引所(以下「東京証券取引所」といいます。))の有価証券上場規程第441条参照)。

今般、公開買付者は、2021年5月14日、当社株式を非公開化することを目的として、当社株券等の全て(ただし、当社が所有する自己株式(当社の株式給付信託(BBT)の所有分を除きます。)を除きます。以下本において同じです。)を取得するための一連の取引(以下「本取引」といいます。)の一環として、本公開買付けを2021年5月17日から開始することを決定したとのことです。

本公開買付けは、当社の代表取締役グループCEOである中江康人氏(以下「中江氏」といいます。所有する当社株券等の数(注3): 52,176株(当社株式40,176株及び第2回新株予約権24個(目的となる株式数: 12,000株))、当社株式及び第2回新株予約権に係る所有割合(注4): 0.22%)及び当社の代表取締役グループCOOである上窪弘晃氏(以下「上窪氏」といいます。所有する当社株券等の数: 29,978株(当社株式29,978株)、所有割合: 0.12%)の依頼に基づいて、公開買付者が実施するものであるため、いわゆるマネジメント・バイアウト(MBO)に該当することです。なお、中江氏及び上窪氏は、当社の役員持株会の会員であり、役員持株会を通じた持分としてそれぞれ476株、158株に相当する当社株式を間接的に所有しており、中江氏及び上窪氏が所有する当社株券等の数52,176株及び29,978株には、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が含まれているとのことです。カーライル・ファンドは、中江氏及び上窪氏との間で、本取引成立後も、中江氏及び上窪氏が、当社の代表取締役として経営を担っていく旨を合意しているとのことです(詳細については、下記「(7) 本公開買付けに関する重要な合意」の「本覚書」をご参照ください。)、公開買付者と当社のその他の取締役との間には、本公開買付け後の役員就任について特段の合意はありません。

- (注3) 当社株券等の数を計算するに当たり、本新株予約権は、それぞれの目的となる当社株式の数(第2回新株予約権1個につき500株、第7回新株予約権1個につき18株及び第8回新株予約権1個につき18株)に換算して計算しております。以下同じです。
- (注4) 「所有割合」とは、()当社が2021年5月14日に公表した「2021年12月期第1四半期決算短信〔日本基準〕(連結)」(以下「当社四半期決算短信」といいます。)に記載された2021年3月31日現在の当社の発行済株式総数(24,566,447株)に、()当社が2021年3月25日付で提出した第4期有価証券報告書(以下「当社有価証券報告書」といいます。)に記載された2020年12月31日現在の全ての新株予約権(14,463個(目的となる株式数:344,966株))から、2021年1月1日以降2021年5月13日までに行使され又は消滅した新株予約権(506個(第5回新株予約権358個(目的となる株式数:32,220株)(注5)、第6回新株予約権148個(目的となる株式数:13,320株)(注6)))を除いた数の本新株予約権(13,957個(第2回新株予約権100個(目的となる株式数:50,000株)、第7回新株予約権6,747個(目的となる株式数:121,446株)、第8回新株予約権7,110個(目的となる株式数:127,980株)))の目的となる株式数(299,426株)を加算した株式数(24,865,873株)から、()当社四半期決算短信に記載された2021年3月31日現在の当社が所有する自己株式数(1,086,556株)から同日現在の当社の株式給付信託(BBT)の所有分(411,200株)を除いた株式数(675,356株)を控除した株式数(24,190,517株)(以下「当社潜在株式勘案後株式総数」といいます。)に対する割合(小数点以下第三位を四捨五入)をいいます。以下所有割合の記載において同じとします。
- (注5) 共同株式移転に際して、2011年1月14日開催のティー・ワイ・オー取締役会の決議に基づき発行された第8回新株予約権に代わるものとして2017年1月4日付で発行された新株予約権(以下「第5回新株予約権」といいます。)(行使期間は2017年1月4日から2021年1月14日まで)
- (注6) 共同株式移転に際して、2011年1月14日開催のティー・ワイ・オー取締役会の決議に基づき発行された第9回新株予約権に代わるものとして2017年1月4日付で発行された新株予約権(以下「第6回新株予約権」といいます。)(行使期間は2017年1月4日から2021年1月14日まで)

カーライル・ファンドは、2021年5月14日付で、中江氏及び上窪氏との間で、覚書(以下「本覚書」といいます。)を締結し、中江氏が所有する当社株式40,176株(所有割合:0.17%)の全てについて本公開買付けに応募する旨、中江氏が所有する本不応募株券等(注7)の全てについて行使せず、本公開買付けに応募しない旨、上窪氏が所有する当社株式29,978株(所有割合:0.12%)の全てについて本公開買付けに応募する旨、中江氏及び上窪氏が、中江氏及び上窪氏が所有する当社株式を本公開買付けに応募することにより得られた売却代金相当額につき、本取引成立後、第三者割当の方法による公開買付者の株式の引受けその他の方法により公開買付者に対する出資を行う旨(当該出資後における中江氏及び上窪氏の公開買付者に対する議決権割合は、いずれも1%未満となる予定とのことです。)等を合意しているとのことです。本覚書の詳細については、下記「(7) 本公開買付けに関する重要な合意」の「本覚書」をご参照ください。

- (注7) 「本不応募株券等」とは、中江氏が所有する第2回新株予約権24個(目的となる株式数:12,000株、所有割合:0.05%)をいいます。

また、公開買付者は、本公開買付けの実施にあたり、2021年5月14日付で、原文子氏(以下「文子氏」といいます。所有する当社株式の数：328,000株、所有割合：1.36%)、原砂織氏(以下「砂織氏」といいます。所有する当社株式の数：52,000株、所有割合：0.21%)、原千浪氏(以下「千浪氏」といいます。所有する当社株式の数：87,000株、所有割合：0.36%)(なお、文子氏、砂織氏及び千浪氏が共有する当社株式は400,000株(所有割合：1.65%)になります。)、及び2020年12月31日現在当社の第2位株主であって、当社の子会社であるAOI Pro.の創業者である原仁氏の持株会社であった(本書提出日現在、文子氏が代表取締役を務めております。)株式会社コスモチャンネル(以下「コスモチャンネル」といいます。所有する当社株式の数：1,153,740株、所有割合：4.77%)、ティー・ワイ・オーの創業者である吉田博昭氏(以下「吉田氏」といいます。所有する当社株式の数：211,635株、所有割合：0.87%)、並びにAOI Pro.の元代表取締役社長である松本洋一氏(所有する当社株式の数：200,000株、所有割合：0.83%。以下「松本氏」といい、文子氏、砂織氏、千浪氏、コスモチャンネル、吉田氏及び松本氏を総称して「応募予定株主」といいます。)との間で、それぞれ本公開買付けの応募に関する契約(以下、総称して「本応募契約」といいます。)を締結し、文子氏、砂織氏、千浪氏及びコスモチャンネルがそれぞれ所有する当社株式の全て(合計1,620,740株、所有割合：6.70%)、並びに文子氏、砂織氏及び千浪氏が共有する当社株式の全て(400,000株、所有割合：1.65%)、吉田氏が所有する当社株式の全て(211,635株、所有割合：0.87%)、並びに松本氏が所有する当社株式の全て(200,000株、所有割合：0.83%)をそれぞれ本公開買付けに応募すること等を合意しているとのことです(なお、文子氏、砂織氏、千浪氏及びコスモチャンネル、吉田氏、並びに松本氏が所有し又は共有する当社株式(以下「応募予定株式」といいます。)は合計2,432,375株、所有割合：10.06%となるとのことです。)。本応募契約の詳細については、下記「(7) 本公開買付けに関する重要な合意」の「本応募契約」をご参照ください。

本公開買付けにおいて、公開買付者は、当社株式を非公開化することを目的としているため、15,844,900株(所有割合：65.50%)を買付予定数の下限と設定しており、本公開買付けに応募された当社株券等(以下「応募株券等」といいます。)の合計が買付予定数の下限に満たない場合は、応募株券等の全ての買付け等を行わないとのことです。買付予定数の下限(15,844,900株)は、当社潜在株式勘案後株式総数(24,190,517株)から、本不応募株券等(第2回新株予約権24個)の目的となる株式数(12,000株)及び当社の株式給付信託(BBT)の所有分(411,200株)を控除した株式数(23,767,317株)に係る議決権数(237,673個)に3分の2を乗じた数(小数点以下を切上げ。158,449個)に100を乗じた数としているとのことです。本不応募株券等の目的となる当社株式及び当社の株式給付信託(BBT)の所有する当社株式については、本公開買付けへの応募が想定されず、かつ、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)」の「株式併合」において定義します。以下同じです。)において、()本不応募株券等については本覚書にて本不応募株券等を行使しない旨を合意しており、()当社の株式給付信託(BBT)の所有する当社株式については、当社と株式給付信託の受託者であるみずほ信託銀行株式会社との間で締結されている株式給付信託契約において、受託者は信託管理人の指図に基づき信託財産に属する当社株式の議決権を一律不行使とする旨が規定されており、いずれも議決権を行使することが想定されないため、公開買付者が本公開買付けにより買付予定数の下限以上の当社株式を取得した場合には、公開買付者が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%未満であった場合であっても、本臨時株主総会において、公開買付者のみの賛成によって、本株式併合(下記「(5) 本公開買付け後の組織再編等の方針(いわゆる二段階買収に関する事項)」の「株式併合」において定義します。以下同じです。)に係る議案を承認することが可能となるため、かかる買付予定数の下限の設定により、本公開買付けの成立後に本スクイズアウト手続き(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)」において定義します。以下同じです。)が確実に実施されることが担保されることとなるとのことです。

また、買付予定数の下限(15,844,900株)は、当社潜在株式勘案後株式総数(24,190,517株)から、本不応募株券等(第2回新株予約権24個)の目的となる株式数(12,000株)、当社の株式給付信託(BBT)の所有分(411,200株)、応募予定株式の数(2,432,375株)、中江氏が所有する当社株式(40,176株)、及び上窪氏が所有する当社株式(29,978株)を控除した株式数(21,264,788株)の過半数、すなわち、公開買付者と利害関係を有さない当社の株主が所有する当社株券等の数の過半数、いわゆる「マジョリティ・オブ・マイノリティ(majority of minority)」に相当する数(10,632,395株)に、応募予定株式の数(2,432,375株)、中江氏が所有する当社株式(40,176株)、及び上窪氏が所有する当社株式(29,978株)を加算した株式数(13,134,924株)を上回るものとなるとのことです。

一方、公開買付者は、当社株券等の全てを取得することにより、当社株式を非公開化することを目的としているため、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以上の場合は、応募株券等の全ての買付け等を行うとのことです。

公開買付者は、本公開買付けにより、公開買付者が当社株券等の全てを取得できなかった場合には、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)」の一連の手続きを実施することを予定しているとのことです。また、公開買付者は、当該手続きの実施後に、当社との間で吸収合併を実施することを予定しているとのことです(なお、本書提出日現在、公開買付者としては、本スクイズアウト手続きの完了後速やかに、公開買付者を吸収合併存続会社、当社を吸収合併消滅会社として吸収合併を行うことを想定しているとのことです。が、当該吸収合併の実施時期及び公開買付者と当社のいずれを吸収合併存続会社とするかについては、本公開買付け成立後に、当社とともに、より詳細に分析及び検討を行い、当社と協議の上決定する予定とのことです。)

本公開買付けの実施を決定するに至った背景、目的及び意思決定の過程並びに本公開買付け後の経営方針

() . 本公開買付けの実施を決定するに至った背景、目的及び意思決定の過程

当社グループ(当社並びにその子会社及び関連会社をいいます。以下同じです。)は、主にコンテンツプロデュース事業及びコミュニケーションデザイン事業を展開しております。当社の主要子会社の一社であるAOI Pro. は、1963年10月に株式会社葵プロモーションとして設立され、テレビCM制作事業を開始し、その後業容の拡大を経て、1990年4月に店頭登録銘柄として日本証券業協会に登録、1998年2月に東京証券取引所市場第二部に上場し、2000年9月には東京証券取引所市場第一部に指定され、2012年7月に現在の商号である株式会社AOI Pro. に変更しております。同じく当社の主要子会社の一社である株式会社xpd(以下「xpd」といいます。)は1982年4月にティー・ワイ・オー(2021年1月4日付で、同社を新設分割会社、株式会社TYO(以下「TYO」といいます。)を新設分割設立会社とする新設分割を行い、株式会社xpdに商号変更しております。)として設立され、テレビCM制作事業を開始し、その後業容の拡大を経て、2002年4月に店頭登録銘柄として日本証券業協会に登録、2004年12月にジャスダック証券取引所に上場、2010年4月に大阪証券取引所JASDAQ市場に上場、2010年10月に大阪証券取引所JASDAQ(スタンダード)に上場、2013年7月に大阪証券取引所と東京証券取引所の市場統合に伴い東京証券取引所JASDAQ(スタンダード)に上場、2013年10月に東京証券取引所市場第二部に市場変更、2014年1月には東京証券取引所市場第一部に指定されておりました。その後、2017年1月にAOI Pro. 及びティー・ワイ・オーは経営統合し、当社は、両社の共同株式移転によりAOI Pro. 及びティー・ワイ・オーの共同持株会社として設立され、AOI Pro. 及びティー・ワイ・オーに代わり当社が東京証券取引所市場第一部に株式を上場、2021年1月には「コンテンツプロデュース事業」と「コミュニケーションデザイン事業」の2事業体制への組織再編を実施しております。当社グループは、ミッション「新しい『心動かす』で、新しい価値創出をしつづける。」の達成に向け、「未来を、感動を、人を、プロデュース。」をスローガンとして掲げており、「未来を」は成長領域へのチャレンジ、「感動を」は強みの一層の深掘り、「人を」は資産である人が成長する場、これらをグループ社員一丸となりプロデュースし、企業成長を目指しております。

コンテンツプロデュース事業は、主にAOI Pro.、TYO、株式会社TREE Digital Studio(2021年1月に株式会社デジタル・ガーデンを存続会社、株式会社メディア・ガーデン及び株式会社TTRを消滅会社とする吸収合併を実施し、株式会社デジタル・ガーデンは株式会社TREE Digital Studioに商号変更しております。)によって構成されており、広告会社を主な顧客として広告映像制作及び広告映像制作の後工程であるポストプロダクション(注1)を手掛けております。コンテンツプロデュース事業について、テレビCMにおける高クオリティ広告映像制作の実績及び経験を活かし、一層の事業成長を目指す方針です。

(注1) ポストプロダクションとは、広告映像の撮影後における、映像・音楽の編集、ナレーションや効果音の追加等の編集作業を総称したものです。

コミュニケーションデザイン事業は、xpdを中心に広告主との直接取引を通じて、広告主の広告・宣伝戦略に対して映像、並びにPR、イベント、空間デザイン等のソリューションの提供を手掛けております。広告主への直接的な営業スタイルを強化することにより、広告主のトータル・プロモーション戦略の立案から実行までを包含するワンストップソリューションを提供し、当社グループ内のクロスセルの早期実現を遂げる方針です。

また、コンテンツプロデュース事業及びコミュニケーションデザイン事業ともに、各事業の戦略に適した人材育成や技術開発、営業・管理体制の整備、さらにM & A等も活用しつつ、成長が期待されるデジタル動画広告制作の強化、及びこれまでの商流にとらわれない、より高収益のビジネスモデルの構築を目指しております。

近年、インターネットを中心としたデジタルメディア等の媒体の多様化や、スマートフォン・タブレット端末等に代表されるデバイスの多様化に加え、通信速度やデータ解析、VR(Virtual Reality=仮想現実)やAR(Augmented Reality=拡張現実)等のテクノロジーの進化もあいまって、広告事業を取り巻く環境は大きく変化しております。当社グループが主軸としているテレビCM制作市場は、企業のテレビ広告費の減少に連動して中期的に緩やかな縮小トレンドにあり、また当社グループの収益・利益の柱の1つであった複製(プリント)に係る売上・利益が減少する(注2)一方で、テレビ以外の映像媒体(インターネットを通じたデジタルメディア)へのデジタルシフトの加速により、デジタル動画広告制作市場は大きな成長が見込まれる等、当社グループを取り巻く事業領域は、その構造や重心の変化の過渡期にあると考えております。このような事業環境を踏まえて、当社グループは、従来のテレビCM制作を主軸としたビジネスモデルに加え、多様化するデジタルメディア等の媒体に対応した収益モデル及び多様化する広告主のニーズに対応する営業モデルの早期確立を目指して事業運営に取り組んでまいりました。

(注2) 当社グループは、2017年10月以前は、放送局に対して、テレビCM素材を電子記録媒体に複製(プリント)した上で納品しており、その複製にかかる売上・利益を計上しておりましたが、2017年10月以降、当社グループから放送局に対するテレビCM素材の提供方法としてオンラインでのデータ送稿が可能となったため、当社グループにおける複製(プリント)に係る売上・利益は減少しております。

中江氏及び上窪氏は、これらの広告事業を取り巻く環境の大きな変化を踏まえて、経営課題の解決のために様々な検討を行う中で、複数の経営コンサルタント、金融機関、コーポレートアドバイザー会社、プライベート・エクイティ・ファンドとの接点を持ち、中長期的な経営環境の見通しを踏まえた当社グループの経営戦略及び施策、さらには当社株式の非公開化や上場を維持した状態での最適な資本構成等について種々意見交換や協議を重ねてきたとのこと。なお、カーライルとはコーポレートアドバイザー会社の紹介で2019年7月中旬に初めて接点を持ち、それ以降、カーライルとの間で当社グループの経営課題について不定期で議論を行っていたとのこと。

2020年2月以降のCOVID-19の感染拡大に伴い、当社グループは、感染拡大防止策を講じて業務を実施しておりましたが、2020年4月から5月の緊急事態宣言発令下では、撮影・編集スタジオの臨時休業や広告会社・広告主に対して撮影の延期要請を行うなど、COVID-19の感染拡大は、当社グループの事業に直接的な影響を与えました。また、COVID-19の感染拡大を受けた活動制限の影響により实体经济も低迷し、国内の広告市場においては、企業の広告費削減を受け、広告市場全体が落ち込み、当社グループが主軸としているテレビCM制作の需要は大幅に減少しました。

そのような事業環境の中、当社は、COVID-19による不安定な事業環境に対する当社グループの方針をステークホルダーに示すべく、上記の事業運営に関する具体的な取り組み、並びにCOVID-19の感染拡大による当社グループの事業への影響の足元の状況及び将来の見通しを織り込んで、中期経営計画に取り纏め、2020年8月24日に2021年度から2025年度の5カ年を対象とする当社グループ中期経営計画(以下「当社グループ中期経営計画」といいます。)を公表いたしました(なお、カーライルは当社グループ中期経営計画の策定に關与する立場になく、關与しておりません。)

しかしながら、2020年秋以降もCOVID-19の流行は継続し、当社グループを取り巻く事業環境の変化のスピードは一層加速しました。具体的には、COVID-19の感染拡大の長期化に伴い企業の広告費全般の緊縮傾向が継続する中で、企業がより費用対効果が分かりやすい広告を志向し、テレビCMからデジタルメディア等の媒体に予算を振り分ける傾向が顕著となった一方で、より効率的・効果的な広告の実現のため、複合的なメディア戦略やオンラインマーケティング戦略等の広告に関する施策を制作会社から広告主に対して直接提供するサービスの需要の拡大は当社グループ中期経営計画で想定されていた以上の速度で進展しております。また、リモートワーク、オンライン会議、オンラインイベント・ウェビナー、キャッシュレス決済、デリバリー・サービス、ネット通販など生活全般の行動様式及び経済活動の変容は急速に浸透・定着し、それに伴って消費者が接する媒体の種類や、接する場所や時間も大きく変化し、広告の目的も店舗などリアルの場への集客とするものが急激に減少する等、生活全般の行動様式及び経済活動の変容は、広告の媒体及びコンテンツの双方における変化をもたらし、その変化は、当社グループ中期経営計画で想定されていたよりも早期に、かつ、急激に進展しております。中江氏及び上窪氏としては、このように事業環境の変化のスピードが一層加速していることに対応するためには、当社グループ中期経営計画で掲げた重点施策である「事業セグメントの再構築」、及び中長期的に持続可能な企業価値向上を目的とする事業展開方針である、事業領域の「掘り下げる」と「広げる」戦略を当社グループ中期経営計画で想定していた時期よりも前倒しで実現させることの必要性を認識し、積極的な外部の優秀な人材の獲得、VRやAR等のテクノロジーへの投資、及びテクノロジーと映像制作が融合したコンテンツへの戦略投資等を早期に実施することで、当社グループの改革スピードを上げることが必要であるものと考えに至ったとのことです。一方で、当社グループは、2020年12月期の業績が営業赤字に転落する厳しい状況の中、上場企業としてはコスト削減により短期的な利益を確保する必要があり、改革のスピードを上げるための中長期的な視点での大胆な戦略や投資を実施することは非常に難しい局面にあると認識しております。中江氏及び上窪氏は、2020年10月から11月にかけて、当社グループを取り巻く事業環境や今後の事業戦略を協議する中で、当社グループ中期経営計画で想定していた施策を前倒しで実現することに向けて、短期的には業績の悪化や株価下落リスクを当社の株主に負担させ、上場会社として安定的な株主還元コミットできない可能性があり、また当社グループが上場会社としての株主還元のみにとらわれずリスクを伴う戦略的な意思決定を柔軟かつスピード感をもって実行していくためには、当社株式を非公開化するとともに、事業環境の変化に対応するために外部から優秀な人材獲得や広告のデジタル化への対応等に必要なりソース(ネットワーク、ノウハウ、資金調達等を含みます。)のサポートを得ることで当社グループ中期経営計画の早期達成に必要な人的及び資金的な経営資源を確保し、中期的な視点で当社グループの経営に注力できる状況を作り出すことによる、多様化する事業環境に対応する事業基盤の構築が有効かつ不可欠と考えるに至ったとのことです。

中江氏及び上窪氏は、COVID-19の影響の長期化及び当社グループを取り巻く事業環境の変化のスピードの一層の加速を踏まえ、上記の共通認識を前提として、接点を持った各社と意見交換・協議を重ねる中で、カーライルが当社グループ中期経営計画で掲げた戦略的方向性及び施策に対して深い理解を示したこと、広告業界においては人的ネットワーク及び経営のノウハウが極めて重要な成長ドライバーであるとの認識の下、カーライルとの協業により、カーライルの有する人的ネットワークに加え、カーライルが投資先企業を通じて蓄積した広告のデジタル化対応を含む最新の業界トレンド及び多様化する広告主のニーズ的確な把握、並びに全世界の様々な業界における投資先企業において得られた視点・ノウハウへの理解などを当社グループにおいて活用することにより、当社グループ中期経営計画で掲げる戦略の早期実現が可能となること、当社グループの中長期的な成長と企業価値向上に資する最適なパートナーであると判断したことから、2020年12月上旬から、カーライルとの間で、上場維持した状態での戦略実行ではなく、当社株式の非公開化を前提とする協議を本格化させたとのことです。なお、中江氏及び上窪氏は、カーライルとの協議が本格化される以前に、カーライルも含めて第三者から具体的な提案は受け取っていないとのことです。

中江氏、上窪氏及びカーライルは、2021年1月上旬から2021年1月下旬にかけての協議を通じて、当社グループの成長可能性や中長期的な経営環境の見通しを踏まえた当社グループの経営施策、さらには各々が認識する当社グループの経営課題や最適な資本構成等について議論を深める中で、当社グループが中長期に亘ってさらなる成長と企業価値向上を実現するためには、既存事業の収益力強化に加え、デジタル動画広告制作のような今後成長が期待される領域には、社内の経営資源に限定せず、社外からの人材や経営ノウハウを活用し、短期間で着実に実行できる体制を構築することが必要であるとの認識を共有するに至ったとのことです。

さらに、中江氏、上窪氏及びカーライルは、当社グループ中期経営計画が今後の広告業界の潮流を的確に捉えた有効な戦略であると考える一方で、上記のとおり、当社グループを取り巻く事業環境の変化のスピードは想定されていた以上に加速しており、当該事業環境の変化に対応するためには、当社グループ中期経営計画における重点施策等を想定していた時期よりも前倒して実現させる必要があるとともに、そのような前倒しにより短期的には業績の悪化のおそれもある中で、上場企業としてスピード感をもった施策実行が困難となる可能性があるとの認識を共有し、短期的な業績の悪化や株価の下落のリスクを当社の既存株主に負担させることなく抜本的かつ機動的な経営戦略を断行して中長期的な視点から当社の企業価値を向上させるためには、当社株式を非公開化し、短期的な株式市場からの評価にとらわれず、迅速かつ抜本的な事業変革を行うことが必要であるとの考えに至ったとのことです。

また、カーライルは、2021年1月下旬、中江氏及び上窪氏から、当社の企業価値向上により一層主体的かつ責任を持って関与する立場にあることを明確化すべく、中江氏及び上窪氏が所有する当社株式を本公開買付けに応募することにより得られた売却代金相当額につき、第三者割当の方法による公開買付者の株式の引受けその他の方法により公開買付者に対して出資する意向を有している旨の表明を受けたとのことです。

カーライルとしては、2021年2月上旬、中江氏及び上窪氏がこれまでに推し進めてきた当社グループの事業変革を切れ目なく継続しつつ、カーライルが考える戦略・施策を取り入れることが、当社の企業価値向上を実現していく上で必要であり、そのためには、中江氏は当社の代表取締役グループCEO、上窪氏は当社の代表取締役グループCOOであり、両氏は当社グループの持株会社である当社が2017年に設立されて以来、当社の取締役を務め、当社グループの各事業及び体制を熟知していることから、中江氏及び上窪氏が、本取引成立後も、当社の経営を担っていくことが重要であるものと考えているに至ったとのことです。また、カーライルとしては、中江氏及び上窪氏から表明を受けた公開買付者に対する出資の意向について、個人としての出資であるため本取引に要する資金全体に占める割合は限定的ではあるものの(当該時点においても、出資後における中江氏及び上窪氏の公開買付者に対する議決権割合は、いずれも1%未満となることを想定しているとのことです。)、個人としては決して小さくない額であるため、当社株式の非公開化及びその後の当社グループの経営に対する中江氏及び上窪氏による高いコミットメントであり、当社グループの役職員、取引先その他のステークホルダーとの関係性の維持・発展等の観点から、かかるコミットメントは本取引成立後の当社の企業価値向上に資するものであり、マネジメント・バイアウト(MBO)の方法により当社株式を非公開化すること、すなわち、中江氏及び上窪氏の依頼に基づきカーライルが公開買付者を通じて当社株式を非公開化した後、中江氏及び上窪氏が公開買付者に対して出資し、かつ、中江氏及び上窪氏が非公開化後も継続的に当社の経営を担うことには十分な合理性があると判断したとのことです。

中江氏、上窪氏及びカーライルは、当社と本取引の実施の可能性について協議を重ねた上で、当社に対して、2021年2月上旬に本取引に関する正式な意向を表明する提案書を提出したとのことです。その後、カーライルは、2021年2月中旬から2021年3月下旬までの間、本取引の実現可能性の精査のため当社グループに対するデュー・ディリジェンスを実施したとのことです。また、当該デュー・ディリジェンス期間中である2021年2月16日に、当社が公表した「特別損失(連結)の計上及び通期連結業績予想の修正に関するお知らせ」の内容についても、当社グループ中期経営計画の進捗に対して大きな影響がないことを確認しているとのことです。カーライルは、上記と並行して、中江氏及び上窪氏との間で、本取引の諸条件についての協議を続けたとのことです。具体的には、中江氏、上窪氏及びカーライルは、当社の事業及び財務に関する多面的かつ総合的な分析、過去の発行者以外の者による公開買付けの事例におけるプレミアムの実例及び当社の過去の一定期間における市場株価の動向等を参考に、価格帯別売買高分析において過去一定期間の相当程度の取引をカバーする水準を踏まえ、2021年4月7日、当社に対して、本公開買付けにおける当社株式の買付け等の価格(以下「本公開買付価格」といいます。)を1株当たり741円とし、第2回新株予約権については、AOI Pro.の取締役に対して株式報酬型ストックオプションとして発行されたもので、権利行使の条件としてAOI Pro.の取締役の地位を喪失した日の翌日以降5年を経過する日までの間に限り権利行使できるとされており、公開買付者が第2回新株予約権を取得したとしても行使できないと解されること、第7回新株予約権及び第8回新株予約権については、当該各新株予約権における当社株式1株当たりの行使価格(第7回新株予約権：1,045円、第8回新株予約権：1,045円)が本公開買付価格の提案価格(1株当たり741円)を上回っていたことから、本公開買付けにおける本新株予約権1個当たりの買付け等の価格(以下「本新株予約権買付価格」といいます。)を1円とする旨の初回の価格提案を行ったとのことです。これに対し、2021年4月13日、当社から、当社株式1株当たり741円という本公開買付価格は、当社が実現しうる本源的価値が適切に反映された水準とはいえないこと及び近時の当社の株価推移を踏まえると、少数株主の利益保護の観点から妥当なプレミアムの水準とはいえないことを理由に、本公開買付価格の再検討を要請したことから(なお、本新株予約権買付価格の再検討は要請しておりません。)、中江氏、上窪氏及びカーライルは、2021年4月20日、本公開買付価格を1株当たり776円とする旨の再提案を行ったとのことです。これに対し、2021年4月26日、当社から、当社株式1株当たり776円という本公開買付価格は、当社が実現しうる本源的価値が適切に反映された水準とはいえないこと及び近時の同種案件の動向に照らしても、少数株主の利益保護の観点から妥当なプレミアムの水準とはいえないことを理由に本公開買付価格の再検討を要請したことから、中江氏、上窪氏及びカーライルは、2021年4月27日、本公開買付価格を1株当たり800円とする旨の再提案を行ったとのことです。これに対し、2021年4月28日、当社から、当社の2021年12月期の第1四半期決算の着地見通しが予算対比で大幅増収増益となる見込みであり、2021年12月通期業績見通しの修正の可能性が想定されること及び当社株式1株当たり800円という本公開買付価格は、当社が実現しうる本源的価値が少数株主に対して適切に分配される水準とはいえないことを理由に本公開買付価格の再検討を要請したことから、中江氏、上窪氏及びカーライルは、2021年5月10日、本公開買付価格を1株当たり885円とする旨の再提案を行ったとのことです。これに対し、2021年5月11日、当社から、当社の一般株主の利益を最大限追求するという観点より本公開買付価格の再検討を要請したことから、中江氏、上窪氏及びカーライルは、2021年5月12日、本公開買付価格を1株当たり900円、本新株予約権買付価格を1個当たり1円とする旨の最終提案を行ったとのことです。その後、中江氏、上窪氏及びカーライルは、2021年5月14日、当社から、本公開買付価格を1株当たり900円、本新株予約権買付価格を1個当たり1円とする旨の最終提案を応諾する旨の回答を受けたとのことです。

また、中江氏、上窪氏及びカーライルは、当社との交渉と並行して、2021年4月下旬、文子氏、砂織氏、千浪氏、コスモチャンネル及び松本氏に対し、2021年5月上旬、吉田氏に対し、本取引の説明を行い、本取引を実施した場合の応募予定株式の本公開買付けへの応募の可否について打診したところ、応募予定株主が本公開買付けへの応募に前向きであることを確認したとのことです。

その結果、中江氏、上窪氏及びカーライルは、当社グループに対するデュー・ディリジェンスの結果も踏まえ、2021年5月14日、本公開買付価格を1株当たり900円とし、本新株予約権買付価格については1円として、本取引の一環として公開買付者を通じて本公開買付けを開始することを決定し、公開買付者は、同日、応募予定株主との間で本応募契約を締結したとのことです。

() . 本公開買付け後の経営方針

本取引は、いわゆるマネジメント・バイアウト(MBO)に該当し、本取引の完了後も引き続き当社の経営にあたる中江氏、上窪氏、及び公開買付者は、上記「() . 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」に記載の経営を推進する予定とのことです。さらに、中江氏及び上窪氏は、本取引成立後、本スクイズアウト手続きが完了し、公開買付者と当社との間の吸収合併が完了した後速やかに、第三者割当の方法による公開買付者の株式の引受けその他の方法により公開買付者に対する出資を行う予定とのことです。なお、公開買付者としては、カーライルが指名する者1名又は複数名を当社の役員に就任させることを考えているとのことですが、中江氏及び上窪氏以外の当社の取締役とも協議し、当社グループ全体のガバナンス体制を踏まえて決定することを想定しており、その具体的な人数、時期及び候補者等については現時点では未定とのことです。公開買付者と、中江氏及び上窪氏以外の当社の取締役との間では、本公開買付け後の役員就任について何らの合意も行っておりませんが、現時点において、公開買付者は、当社の役員を含む現状の経営体制を維持する方針であり、本公開買付け後も引き続き職務を執行していただくことを予定しているとのことです。当社の経営体制の詳細については、本公開買付け成立後に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、上記「本公開買付けの実施を決定するに至った背景、目的及び意思決定の過程並びに本公開買付け後の経営方針」に記載のとおり、2020年12月上旬に、中江氏及び上窪氏がカーライルとの間で当社株式の非公開化を前提とする協議を本格化させたことを受け、本公開買付価格の公正性その他の本公開買付けを含む本取引の公正性を担保すべく、2020年12月上旬に、中江氏、上窪氏及びカーライル、当社並びに応募予定株主(以下「公開買付関連当事者」と総称します。)から独立したリーガル・アドバイザーとしてTMI総合法律事務所を選任するとともに、2021年1月中旬に、公開買付関連当事者から独立したファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関として株式会社KPMG FAS(以下「KPMG」といいます。)を選任いたしました。なお、当社は、2019年7月中旬以降、カーライルと当社において当社グループの経営課題について議論を行うに際しても、当該議論を行うにあたっての法的留意点等についてTMI総合法律事務所から助言を受けておりましたが、2020年12月上旬に、中江氏及び上窪氏がカーライルとの間で当社株式の非公開化を前提とする協議を本格化させたことを受け、改めてTMI総合法律事務所を本取引に係るリーガル・アドバイザーとして選任いたしました。

さらに、当社は、中江氏、上窪氏及びカーライルから、2021年2月上旬に本取引に関する正式な意向を表明する提案書を受領したことを受け、本公開買付けを含む本取引に係る当社の意思決定に慎重を期し、当社取締役会の意思決定過程における恣意性及び利益相反のおそれを排除し、その公正性を担保することを目的として、2021年2月12日付で、特別委員会(以下「本特別委員会」といいます。本特別委員会の構成及び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。)を設置し、本取引を検討するための体制を構築いたしました。

上記の体制の下、当社は、本取引の目的、本取引後の経営方針、本公開買付価格を含む本取引の諸条件について、本特別委員会により事前に確認された交渉方針や交渉上重要な局面における本特別委員会からの意見・指示・要請等に基づいて、TMI総合法律事務所及びKPMGの助言を受けながら、公開買付者との間で複数回にわたる協議・検討を重ねました。

その結果、当社は、以下の点等を踏まえると、本取引が当社グループの企業価値向上に資するものであると考えるに至りました。

- () 上記「 本公開買付けの実施を決定するに至った背景、目的及び意思決定の過程並びに本公開買付け後の経営方針」に記載の当社グループ中期経営計画の公表後におけるCOVID-19の影響の長期化及び当社グループを取り巻く事業環境の変化のスピードの一層の加速を踏まえると、当社の中長期的な企業価値向上を図る観点からは、当社グループ中期経営計画で掲げた重点施策等を、当社グループ中期経営計画で想定していた時期よりも前倒して実現させることが適切であること
- () 一方、当社グループ中期経営計画は、上場企業として求められる短期的な利益を確保しつつ、中長期的な視点での戦略・投資の実行を行うことを念頭に策定されたものであるところ、これを前倒して実現しようとする場合には、短期的な業績の悪化や株価の下落のリスクを当社の既存株主に負担させるおそれがあることからすれば、そのようなおそれを回避しつつ中長期的な視点から当社の企業価値を向上させる方法として、当社株式を非公開化するという手法には合理性があると考えられること
- () マネジメント・バイアウト(MBO)により当社株式を非公開化すること、すなわち、当社グループの事業内容を最も熟知している当社の代表取締役グループCEOである中江氏及び当社の代表取締役グループCOOである上窪氏の依頼に基づきカーライルが公開買付者を通じて当社株式を非公開化した後、中江氏及び上窪氏が公開買付者に対して出資し、かつ、中江氏及び上窪氏が非公開化後も継続的に当社の経営を担うことは、当社グループ中期経営計画で掲げた重点施策等を前倒して実現させることの実効性を高める観点から、有用であり、また、中江氏及び上窪氏が当社の非公開化後に公開買付者に対して出資することは、当該出資後における中江氏及び上窪氏の公開買付者に対する議決権割合はいずれも1%未満となることが想定されており、当該割合自体は大きくないものの、当該出資の額は個人としては決して小さくない額であるため、当社株式の非公開化及びその後の当社グループの経営に対する中江氏及び上窪氏による高いコミットメントであり、当社グループの役職員、取引先その他のステークホルダーとの関係性の維持・発展等の観点から、かかるコミットメントは本取引成立後の当社の企業価値向上に資すると考えられること
- () また、当社株式の非公開化に際して、カーライルとの協業を行うことは、カーライルの有する人的ネットワーク、カーライルが投資先企業を通じて蓄積した広告のデジタル化対応を含む最新の業界トレンド及び多様化する広告主のニーズの的確な把握、並びに全世界の様々な業界における投資先企業において得られた視点・ノウハウへの理解などを当社グループにおいて活用することが期待でき、合理的と考えられること
- () 一般に、株式の非公開化に伴うデメリットとしては、資本市場からのエクイティ・ファイナンスによる資金調達を行うことができなくなることや、知名度や社会的信用の向上といった上場会社として享受してきたメリットを以後享受できなくなることが挙げられるものの、エクイティ・ファイナンスによる資金調達については、当社グループの現在の財務状況及び昨今の間接金融における低金利環境等を考慮すると、少なくとも当面の間その必要性は高くなく、また、知名度や社会的信用の向上についても、真摯な事業遂行により実現することが可能なものであることからすれば、当社グループにおける株式の非公開化に伴うデメリットは限定的と考えられること

また、当社は、以下の点等を考慮した結果、本公開買付価格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するに至りました(なお、当社は2021年2月16日に2020年12月期通期連結業績に関する「特別損失(連結)の計上及び通期連結業績予想の修正に関するお知らせ」を公表しております。これは、新型コロナウイルス感染拡大の影響で減少していた売上高が2020年12月期第4四半期に回復に転じたこと等により、売上高、営業利益、経常利益が業績予想を上回ったこと、一方で、特別損失に事業構造改善費用、減損損失を計上したこと等から親会社株主に帰属する当期純利益が業績予想を下回ったことが、2020年12月期連結決算の集計作業中に判明したために公表したものです。当該公表の影響については下記「(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第三者算定機関からの株式価値算定書の取得」に記載のKPMGによる当社株式の株式価値の算定において、株価参照期間に特段の調整を行うことなく市場株価法を用いることで織り込み済みです。)

- () 本公開買付価格が、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第三者算定機関からの株式価値算定書の取得」に記載のKPMGによる当社株式の株式価値の算定結果のうち、市場株価法に基づく算定結果の上限を上回るものであり、かつ、ディスカунテッド・キャッシュ・フロー法(以下「DCF法」といいます。)に基づく算定結果のレンジの中央値を上回る金額であること
- () 本公開買付価格の決定に際しては、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」に記載の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が採られており、少数株主の利益への配慮がなされていると認められること
- () 本公開買付価格が、上記措置が採られた上で、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・交渉が行われ、真摯かつ継続的に協議・交渉が行われた結果として提案された価格であること
- () 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」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、当社が本特別委員会から2021年5月14日付で取得した答申書(以下「本答申書」といいます。)においても、本公開買付価格を含む本取引の取引条件が妥当である旨判断されていること

なお、当社は、かかる判断に際し、本公開買付価格が、本公開買付けの公表日の前営業日である2021年5月13日の東京証券取引所市場第一部における当社株式の終値589円に対して52.80%(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とします。)、同日までの過去1ヶ月間の終値の単純平均値620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とします。)に対して45.16%、同日までの過去3ヶ月間の終値の単純平均値586円に対して53.58%、同日までの過去6ヶ月間の終値の単純平均値507円に対して77.51%のプレミアムをそれぞれ加えた金額であるところ、これらの市場株価には、当社が2021年5月14日に公表した「2021年12月期通期連結業績予想の修正に関するお知らせ」に記載の業績予想の上方修正の影響が反映されていないため、当該プレミアム水準のみを重視して本公開買付価格の是非を判断することはできないものの、少なくとも、当該上方修正の影響が反映されていない市場株価を基準としたプレミアム水準は、近時の他のMBO事例におけるプレミアム水準と比較して不合理に低い水準ではないと認められることから、当該上方修正の影響が反映されていない市場株価を基準としたプレミアム水準が本公開買付価格の妥当性を否定する理由とはならないことも考慮しております。

一方で、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に対しては、本新株予約権に関して本公開買付けに応募するか否かについては、本新株予約権者の皆様のご判断に委ねることが適当であると判断いたしました。

以上より、当社は、2021年5月14日開催の取締役会において、本公開買付けに賛同する意見を表明するとともに、当社の株主の皆様に対して、本公開買付けへの応募を推奨する旨、一方、本新株予約権者の皆様に対しては、本新株予約権に関して本公開買付けに応募するか否かについては、本新株予約権者の皆様のご判断に委ねる旨の決議を行いました。

(3) 算定に関する事項

算定機関の名称及び公開買付関連当事者との関係

当社は、本公開買付けを含む本取引に関する意見表明を行うにあたり、本公開買付価格の公正性その他の本公開買付けを含む本取引の公正性を担保すべく、公開買付関連当事者から独立した第三者算定機関として、当社のファイナンシャル・アドバイザーであるKPMGに対して、当社株式の株式価値の算定を依頼しました。また、KPMGは、公開買付関連当事者の関連当事者には該当せず、本公開買付けに関して重要な利害関係を有しておりません。なお、本取引に係るKPMGに対する報酬は、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。

本特別委員会は、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につき、独立性及び専門性に問題がないことから、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承認し、本特別委員会としても必要に応じて専門的助言を受けることができることを、第1回の本特別委員会において確認しております。

算定の概要

KPMG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した結果、当社株式が東京証券取引所市場第一部に上場しており、市場株価が存在することから市場株価法及び将来の事業活動の状況を評価に反映するためDCF法を用いてそれぞれ株式価値の算定を行い、当社はKPMGから2021年5月13日付で株式価値算定書(以下「当社株式価値算定書」といいます。)を取得しました。なお、当社は、KPMGから本公開買付価格の妥当性に関する意見書(フェアネス・オピニオン)を取得しておりません。

上記各手法において算定された当社株式1株当たりの価値の範囲はそれぞれ以下のとおりです。

市場株価法	: 507円から620円
DCF法	: 784円から982円

市場株価法では、本公開買付けに関する当社取締役会決議の前営業日にあたる2021年5月13日を基準日として、東京証券取引所市場第一部における当社株式の基準日終値589円、直近1ヶ月間の終値単純平均値620円、直近3ヶ月間の終値単純平均値586円及び直近6ヶ月間の終値単純平均値507円を基に、当社株式の1株当たり株式価値の範囲を507円から620円までと算定しております。

DCF法では、当社の2021年12月期から2025年12月期までの5期分の事業計画における収益や投資計画、一般に公開された情報等の諸要素を前提として当社が2021年12月期より将来創出すると見込まれるフリー・キャッシュ・フローを、事業リスクを考慮した適切な割引率で現在価値に割り引いて当社の株式価値を算定し、当社株式の1株当たり株式価値の範囲を784円から982円と算定しております。なお、割引率には加重平均資本コスト(Weighted Average Cost of Capital : WACC)を使用しております。加重平均資本コストは、資本資産価格モデル(Capital Asset Pricing Model : CAPM)により見積もった資本コストと、節税効果控除後の予想調達金利により見積もった負債コストを、当社及び類似上場会社の情報により見積もられた株主資本構成比率で加重平均することにより計算しており、8.9%~9.9%を採用しております。また、継続価値の算定にあたっては、永久成長率法を採用し、永久成長率法では成長率を0.0%~1.0%としております。

KPMGがDCF法による算定の前提とした当社の事業計画(以下「本事業計画」といいます。)に基づく財務予測は以下のとおりです。

本事業計画には、2025年12月期にかけて対前年度比において大幅な増益を見込んでいる事業年度が含まれております。主な要因として、2021年12月期は、いまだ新型コロナウイルス感染拡大による広告市場の落ち込みの影響が残るものの、今後は緩やかな回復が見込まれる中、当社グループ中期経営計画で掲げた重点施策である「事業セグメントの再構築」、及び中長期的に持続可能な企業価値向上を目的とする事業展開方針である、グループ一体経営、事業領域の「掘り下げる」と「広げる」戦略を実現することで2025年12月期には売上高が68,034百万円、営業利益が4,351百万円となる損益計画を見込んでおります。

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、本事業計画には加味されておりませんが、以下の財務予測においては、上場関連費用の削減効果のみ考慮しております。

KPMGは、当社株式の株式価値の算定に際して、当社から受けた情報、ヒアリングにより聴取した情報、一般に公開された情報等を原則としてそのまま採用し、採用したそれらの資料及び情報が全て正確かつ完全なものであること、かつ、当社株式の株式価値の算定に重大な影響を与える可能性がある事実でKPMGに対して未開示の事実はない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、KPMGは、当社及びその子会社の資産又は負債(簿外資産及び負債、その他偶発債務を含みます。)について個別の資産及び負債の分析及び評価を含め、独自に評価、鑑定又は査定を行っておらず、第三者算定機関への評価、鑑定又は査定の依頼も行っておりません。KPMGによる当社株式の株式価値の算定は、2021年5月13日までの情報及び経済条件等を反映したものであり、KPMGがDCF法による評価に使用した当社の事業計画については、当社の経営陣により当該基準日時点で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おります。ただし、KPMGは、算定の基礎とした当社の事業計画について、複数回、当社と質疑応答を行い、当社の現状を理解した上で、それらに不合理な点がないかという限りにおいて、当社の事業計画の合理性を確認しており、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、本特別委員会がその内容、重要な前提条件及び作成経緯等の合理性を確認しております。

(単位：百万円)

	2021年12月期	2022年12月期	2023年12月期
売上高	56,520	59,010	61,800
営業利益	1,622	2,795	3,148
EBITDA	2,603	3,784	4,424
フリー・キャッシュ・フロー	1,388	1,161	1,306

	2024年12月期	2025年12月期
売上高	64,376	68,034
営業利益	3,690	4,351
EBITDA	4,967	5,654
フリー・キャッシュ・フロー	1,745	1,857

上記の財務予測は、当社が2021年5月14日に公表した「2021年12月期通期連結業績予想の修正に関するお知らせ」に記載の2021年12月期通期連結業績予想を考慮したものであります。

なお、当社は、本新株予約権買付価格に関して、第三者算定機関から算定書及びその妥当性に関する意見書(フェアネス・オピニオン)を取得しておりません。

(4) 上場廃止となる見込み及びその理由

当社株式は、本書提出日現在、東京証券取引所市場第一部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当該基準に該当しない場合でも、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)」のとおり、公開買付者は、本スクイズアウト手続き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。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。

(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」のとおり、本公開買付けにおいて当社株券等の全て(ただし、当社が所有する自己株式(当社の株式給付信託(BBT)の所有分を除きます。)を除きます。以下本(5)において同じです。)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、当社株券等の全ての取得を目的とした手続き(以下「本スクイズアウト手続き」といいます。)を実施することを予定しているとのことです。

株式等売渡請求

公開買付者は、本公開買付けの成立により、公開買付者が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%以上となり、公開買付者が会社法(平成17年法律第86号。その後の改正を含みます。以下同じです。)第179条第1項に規定する特別支配株主となる場合には、本公開買付けの決済の完了後速やかに、会社法第2編第2章第4節の2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。以下本において同じです。)の全員に対し、その所有する当社株式の全部を売り渡すことを請求(以下「株式売渡請求」といいます。)するとともに、併せて、本新株予約権者の全員(以下「売渡新株予約権者」といいます。)に対し、その有する本新株予約権の全部を売り渡すことを請求(以下「新株予約権売渡請求」といい、株式売渡請求と総称して「株式等売渡請求」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、1株当たりの本公開買付価格と同額の金銭を当社の株主に対して交付することを定める予定であり、また、新株予約権売渡請求においては、本新株予約権1個当たりの対価として、本新株予約権買付価格と同額の金銭を当社の売渡新株予約権者に対して交付することを定める予定とのことです。この場合、公開買付者は、その旨を当社に通知し、当社に対して株式等売渡請求の承認を求めるとのことです。当社が取締役会の決議により株式等売渡請求を承認した場合には、関係法令の定める手続きに従い、当社の株主及び売渡新株予約権者の個別の承認を要することなく、公開買付者は、株式等売渡請求において定めた取得日をもって、当社の株主全員からその所有する当社株式の全部及び売渡新株予約権者が所有する本新株予約権の全部を取得するとのことです。当社は、公開買付者から株式等売渡請求をしようとする旨及び会社法第179条の2第1項各号の事項について通知を受けた場合には、当社取締役会にてかかる株式等売渡請求を承認する予定です。株式等売渡請求がなされた場合については、会社法第179条の8その他の関係法令の定めに従って、当社の株主は、裁判所に対して、その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ます。

株式併合

他方で、本公開買付けの成立により、公開買付者が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90%以上を所有するに至らなかった場合には、公開買付者は、会社法第180条に基づき当社株式の併合(以下「本株式併合」といいます。)を行うこと及び本株式併合の効力発生を条件として単元株式数の定めを廃止する旨の定款の一部変更を行うことを付議議案に含む臨時株主総会(以下「本臨時株主総会」といいます。)を2021年9月上旬を目途に開催することを、本公開買付けの決済の完了後速やかに当社に要請する予定とのことです。また公開買付者は、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、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、当社の株主に対して、会社法第235条その他の関係法令の定める手続きに従い、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。)に相当する当社株式(以下「本端数合計株式」といいます。)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。本端数合計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(公開買付者を除きます。)に交付される金銭の額が、1株当たりの本公開買付価格に当該当社の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ことを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、公開買付者が当社株式の全て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よう要請する予定とのことです。この場合の具体的な手続きについては、決定次第、当社が速やかに公表する予定です。

株式併合に関連する少数株主の権利保護を目的とした会社法上の規定としては、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その他の関連法令の定めに従い、株式併合に反対する当社の株主は、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います。上記のとおり、本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株主(公開買付者を除きます。)の所有する当社株式の数は1株に満たない端数となる予定ですので、本株式併合に反対する当社の株主は、上記申立てを行うこと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。

上記及びの各手続きについては、関係法令についての改正、施行及び当局の解釈等の状況によっては、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。ただし、その場合でも、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いては、1株当たりの本公開買付価格に当該各株主が所有していた当社株式の数を乗じた価格と同一になるよう算定する予定とのことです。また、本公開買付けに応募されなかった当社の本新株予約権者に対して金銭を交付する場合には、本公開買付けにおける本新株予約権買取価格に当該本新株予約権者が所有していた当社の本新株予約権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。もっとも、株式等売渡請求に関する売買価格の決定の申立て又は株式併合についての株式買取請求に関する価格決定の申立てがなされた場合において、当社株式及び本新株予約権の売買価格又は株式買取請求に関する価格は、最終的に裁判所が判断することとなります。

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

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きにおける税務上の取扱いについては、株主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、当該手続きの実施後に、当社との間で吸収合併を実施することを予定しているとのことです(なお、本書提出日現在、公開買付者としては、本スクイズアウト手続きの完了後速やかに、公開買付者を吸収合併存続会社、当社を吸収合併消滅会社として吸収合併を行うことを想定しているとのことです。当該吸収合併の実施時期及び公開買付者と当社のいずれを吸収合併存続会社とするかについては、本公開買付け成立後に、当社とともに、より詳細に分析及び検討を行い、当社と協議の上決定する予定とのことです。)

(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)の一環として行われるものであり、構造的な利益相反状態が生じ得ること等を踏まえ、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、以下の記載のうち、公開買付者において実施した措置については、公開買付者から受けた説明に基づくものです。

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

上記「(3) 算定に関する事項」の「算定の概要」のとおり、当社は、本公開買付けを含む本取引に関する意見表明を行うにあたり、本公開買付価格の公正性その他の本公開買付けを含む本取引の公正性を担保すべく、公開買付関連当事者から独立した第三者算定機関として、当社のファイナンシャル・アドバイザーであるKPMGに対して、当社株式の株式価値の算定を依頼しました。なお、KPMGは、公開買付関連当事者の関連当事者には該当せず、本公開買付けに関して重要な利害関係を有しておりません。

本特別委員会は、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につき、独立性及び専門性に問題がないことから、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承認し、本特別委員会としても必要に応じて専門的助言を受けることができることを、第1回の本特別委員会において確認しております。

当社における独立した法律事務所からの助言

当社は、本公開買付価格の公正性その他の本公開買付けを含む本取引の公正性を担保すべく、公開買付関連当事者から独立したリーガル・アドバイザーとしてTMI総合法律事務所を選任し、同事務所から、本取引に関する諸手続き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ております。なお、TMI総合法律事務所は、公開買付関連当事者の関連当事者には該当せず、本公開買付けに関して重要な利害関係を有しておりません。また、TMI総合法律事務所の報酬は、本取引の成否にかかわらず時間単位の報酬のみとされており、本取引の成立を条件とする成功報酬は含まれておりません。

本特別委員会は、当社が選任したリーガル・アドバイザーにつき、独立性及び専門性に問題がないことから、当社のリーガル・アドバイザーとして承認し、本特別委員会としても必要に応じて専門的助言を受けることができることを、第1回の本特別委員会において確認しております。

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、本公開買付けを含む本取引に係る当社の意思決定に慎重を期し、当社取締役会の意思決定過程における恣意性及び利益相反のおそれを排除し、その公正性を担保することを目的として、2021年2月12日付で、公開買付関連当事者から独立した委員によって構成される本特別委員会を設置いたしました。本特別委員会の委員としては、いずれも当社の社外取締役、独立役員及び監査等委員でもある萩原義春氏(司法書士)、高田一毅氏(税理士)及び小久保崇氏(弁護士)の3名を選定しております。萩原義春氏は、司法書士として企業における上場準備・組織再編・M&A等を含む企業法務に関する業務を専門としており、当該分野に関する知見が豊富であることから、高田一毅氏は、税理士として税務顧問・経営計画の立案等を専門としており、当該分野に関する知見が豊富であることから、小久保崇氏は、弁護士として組織再編・M&A・コーポレートガバナンスを含む企業法務に関する知見が豊富であることから、それぞれ本特別委員会の委員に選定しております。なお、当社は、当初からこの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。なお、本特別委員会の各委員に対しては、その職務の対価として、答申内容にかかわらず固定額の報酬を支払うものとされ、当該報酬には、本取引の成立を条件とする成功報酬は含まれておりません。

そして、当社は、本特別委員会に対し、(a)本取引の目的の合理性(本取引が当社グループの企業価値の向上に資するかを含みます。)に関する事項、(b)本取引の取引条件の妥当性(本取引の実施方法や対価の種類)の妥当性を含みます。)に関する事項、(c)本取引の手続きの公正性(いかなる公正性担保措置をどの程度講じるべきかの検討を含みます。)に関する事項及び(d)上記(a)乃至(c)その他の事項を踏まえ、当社の取締役会が本取引の実施(本公開買付けに関する意見表明を含みます。)を決定することが当社の少数株主に不利益か否か(以下(a)乃至(d)の事項を総称して「本諮問事項」といいます。)について諮問しております。

なお、当社は、本諮問事項の諮問に関し、当社取締役会において本取引に係る決定を行うに際しては、本特別委員会の意見を最大限尊重し、本特別委員会が本取引について妥当でないと判断した場合には、本取引を行う旨の意思決定を行わないことをあらかじめ決定しております。

本特別委員会は、2021年2月12日より2021年5月14日まで合計11回、合計約15.5時間にわたって開催され、本諮問事項について、慎重に検討及び協議を実施しております。具体的には、公開買付者から、本取引の目的・理由、公開買付関連当事者が本取引を検討するに至った経緯、本取引実行後の経営方針・投資計画等に関する事項等について説明を受け、質疑応答を実施しております。また、当社から、当社グループの事業の内容、外部環境、現在の経営課題、KPMGによる株式価値算定の前提とした事業計画の内容、公開買付関連当事者が本取引を検討するに至った経緯、公開買付者の提案内容等に関する事項等に関する説明を受け、質疑応答を行い、その合理性を検証しております。さらに、公開買付者と当社との間における本取引に係る協議・交渉について、当社からそ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、当社をして、本特別委員会が承認した交渉方針に従って交渉を行わせるなどして、公開買付者との交渉過程に関与しております。加えて、KPMGから当社株式の株式価値の算定方法及び結果に関する説明を受け、当該算定方法及び結果に対し財務的見地から質疑応答を行い、その合理性を検証したほか、TMI総合法律事務所から本取引において利益相反を軽減又は防止するために採られている措置及び本取引に関する説明を受け、当該措置の十分性等に関して質疑応答を行うとともに、当社から本取引の諸条件の交渉経緯及び決定過程等に関する説明を受け、質疑応答を実施しております。これらの内容を踏まえ、本特別委員会は本諮問事項について慎重に協議・検討を行っております。

本特別委員会は、このように本諮問事項について慎重に協議・検討した結果、2021年5月14日付で、当社取締役会に対し、委員全員の一致で、大要以下の内容の本答申書を提出しております。

(a) 本取引の目的の合理性(本取引が当社グループの企業価値の向上に資するかを含む。)

本特別委員会は、本取引の目的及び本取引により向上することが見込まれる当社グループの企業価値の具体的内容等について、中江氏、上窪氏及びカーライル並びに当社に対してヒアリングを行い、上記「(2) 意見の概要及び理由」の「 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」及び「 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」に記載の内容の説明を受け、その具体的な内容の確認に加えて、当社グループ中期経営計画における計画期間後の当社グループの企業価値向上の可能性等を中江氏、上窪氏及びカーライル並びに当社に対するヒアリングによって確認した上で、詳細な検討を実施した。

その結果、本取引が当社グループの企業価値向上に資するという中江氏、上窪氏及びカーライル並びに当社の判断内容に不合理な点は認められず、本取引の目的は合理的であると判断するに至った。

(b) 本取引の取引条件の妥当性(本取引の実施方法や対価の種類)の妥当性を含む。)

() KPMGによる株式価値算定書

当社が、公開買付関連当事者から独立した第三者算定機関であるKPMGから取得した当社株式価値算定書によれば、当社株式の1株当たり株式価値は、市場株価法によると507円から620円、DCF法によると784円から982円とされている。なお、当社は2021年2月16日に2020年12月期通期連結業績に関する「特別損失(連結)の計上及び通期連結業績予想の修正に関するお知らせ」を公表しているところ、当該公表の影響については上記のKPMGによる当社株式の株式価値の算定において織り込まれている。

本特別委員会は、KPMGから株式価値評価に用いられた算定方法等について詳細な説明を受けるとともに、KPMG及び当社グループに対して評価手法の選択、本事業計画の重要な前提条件及び作成経緯、当該事業計画に基づく財務予測、割引率の算定根拠、継続価値の算定方法の選択、余剰現預金や有価証券を含む事業外資産等の取扱いに関する質疑応答を行った上で検討した結果、一般的な評価実務に照らして不合理な点は認められなかった。

その上で、本公開買付価格は、DCF法による算定結果のレンジの中央値を上回る金額である。

また、本公開買付価格は、市場株価法における算定結果のレンジを上回るとともに、2021年5月13日の東京証券取引所市場第一部における当社株式の終値589円に対し52.80%、2021年5月13日までの直近1ヶ月間の終値単純平均値620円に対して45.16%、直近3ヶ月間の終値単純平均値586円に対して53.58%、直近6ヶ月間の終値単純平均値507円に対して77.51%のプレミアムをそれぞれ加えた価格である。下記()のとおり、当社は、本公開買付けの公表と同日に、当社が2021年2月19日付で公表した2020年12月期決算短信〔日本基準〕(連結)に記載された2021年12月期の連結業績予想の上方修正を公表することを予定しているため、当該上方修正による株価への影響が反映されていない市場株価を前提とした市場株価法による算定結果やプレミアム率を重視して本公開買付価格の是非を判断することはできないものの、少なくとも、当該上方修正による株価への影響が反映されていない市場株価を基準として、近時の他のMBO事例におけるプレミアムと比較して不合理に低い水準のプレミアムが付されているものではないといえる。

なお、KPMGによる当社株式価値の算定にあたっては、類似会社比準法が採用されていないところ、KPMGによれば、当社の直近最終事業年度(2020年12月期)の営業利益が赤字であり、類似会社比準法においては適切な分析が困難であるため、その採用をしなかったとのことであり、類似会社比準法を採用しないことについて、一般的な評価実務に照らして不合理な点は認められなかった。

() 本事業計画の作成経緯の公正性

当社株式価値算定書におけるDCF法の基礎となる本事業計画は、(ア)2020年8月24日に公表した当社グループ中期経営計画策定時にその基礎としていた2025年度までの事業計画(以下「中計時事業計画」という。)をベースとして、(イ)それ以降の足もとの業績の実績及び事業環境の変化を調整したものとなっているところ、カーライルは、コーポレートアドバイザー会社の紹介で2019年7月中旬に当社と接点を持ち、それ以降、当社との間で、当社グループの経営課題について不定期で議論を行っていた。

そこで、本特別委員会は、本事業計画に関して、カーライルによる不当な関与、又は本取引の存在を前提に不当にその財務数値が歪められたような事実がないか等を確認するために慎重な検証及び検討を行った。

具体的に、まず、本特別委員会は、当社に対して、当社グループ中期経営計画及び中計時事業計画(以下、総称して「当社グループ中期経営計画等」という。)の策定プロセスの流れを確認し、その上で、当社グループ中期経営計画等の策定に関与した各分科会の構成員に対して、(ア)当社グループ中期経営計画等の前提とされている経営戦略の合理性、(イ)財務予測値の算出の方法や考え方、(ウ)当社グループ中期経営計画等の策定に際して、カーライルの関与の有無、並びに中江氏及び上窪氏の関与の形態及び具体的な関与の内容等についてのヒアリングを行った。その結果、当社グループ中期経営計画等に関して、カーライルによる不当な関与、又は本取引の存在を前提に不当にその財務数値が歪められたような事実は見受けられなかった。

次に、本特別委員会は、KPMGの協力を得て、本事業計画の作成に際して中計時事業計画から不合理な調整や修正が行われていないことを確認した。

また、2019年7月中旬以降、カーライルと当社において当社グループの経営課題について議論を行うに際して、当社は、当該議論を行うにあたっての法的留意点等についてTMI総合法律事務所から助言を受けていたとのことであるため、本特別委員会は、TMI総合法律事務所に対しても、カーライル及び当社間の経営課題に係る議論の中で、少数株主の保護に悖るような不当なやり取りがなかったか否かや、TMI総合法律事務所が行った具体的な助言の内容やその後の対応に關してのヒアリングを実施した。

これらの結果、本特別委員会としては、本事業計画の作成経緯に不合理な点はなく、その作成に当たって手続きの公正性が確保されていることを確認した。

() 業績予想修正の公正性

当社は、本公開買付けの公表と同日に、当社が2021年2月19日付で公表した2020年12月期決算短信〔日本基準〕(連結)に記載された2021年12月期の連結業績予想(以下「2021年12月期業績予想」という。)の上方修正を公表することを予定しているとのことである。

本特別委員会は、2021年4月27日に、当社から、(ア)2021年12月期の第1四半期(同年1月1日から同年3月31日まで)の連結業績を集計する中で同四半期の業績が当初の想定よりも上振れする見込みが高まっていること、(イ)その影響により、2021年12月期業績予想についても上振れする可能性が高まっていること、(ウ)2021年12月期業績予想の修正の要否及び内容を検討するにあたっては、当社の各連結子会社へのヒアリング及びその結果を踏まえた精査が必要となるため、直ちに当該手続きを進めることとし、その結果、2021年12月期業績予想の修正が必要となる場合には直ちに適時開示を行う予定である旨の初期的な報告を受けた。

本特別委員会は、上記の報告を受けた2021年4月27日以降、当社に対するヒアリング等を通じて、(ア)2021年12月期の第1四半期の業績が当初の想定を超えた理由、(イ)2021年12月期業績予想の修正の要否及び内容に係る当社における検討過程(中江氏、上窪氏及びカーライルからの不当な関与の有無を含む。)、(ウ)2021年12月期業績予想の修正が本事業計画に与える影響の内容及び本事業計画の修正の妥当性等について検証を行った。

その結果、本特別委員会としては、当社における、2021年12月期業績予想の修正に不合理な点はなく、2021年12月期業績予想の修正をもって、本事業計画全体の信頼性を失わせる事情は見受けられないこと、また、当社として、2021年12月期業績予想の修正に係る適時開示を恣意的に遅らせたような事情もないことを確認した。

() 交渉過程の手続きの公正性

下記(c)のとおり、本公開買付けを含む本取引に係る交渉過程の手続きは公正であると認められるところ、本公開買付け価格は、かかる交渉の結果も踏まえて決定されたものであると認められる。

() 本公開買付け後の手続きにおいて交付される対価

本公開買付けに応募しなかった少数株主は、本公開買付けの後に実施される予定の本スクイズアウト手続きにおいて、最終的に金銭が交付されることになるところ、当該手続きにおいて交付される金銭の額については、本公開買付け価格に当該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される予定である旨が、プレスリリース等で明示される予定である。

() 新株予約権の対価

本新株予約権について公開買付者は、第2回新株予約権については公開買付者がこれを取得したとしても行使できないと解されること、第7回新株予約権及び第8回新株予約権についてはその行使価格が本公開買付価格を上回っていることから、本新株予約権買付価格をいずれも1円と決定している。

このうち第2回新株予約権については、公開買付者の立場からすれば、これを取得したとしてもこれら行使することができないものと解される上、第2回新株予約権の保有者の立場からしてみても、第2回新株予約権の内容として、当社が消滅会社となる合併等が行われる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、第2回新株予約権の行使前に当社が上場廃止となった場合には、第2回新株予約権を行使して当社株式を取得することができないことが前提となっていたものと考えられるため、第2回新株予約権に係る本新株予約権買付価格が1円とされていることが不合理であるとはいえない。また、第7回新株予約権及び第8回新株予約権については、後述のとおり本公開買付価格が妥当な価格であると考えられることからすれば、当該公開買付価格を上回る行使価格が設定されている以上、第7回新株予約権及び第8回新株予約権に係る本新株予約権買付価格が1円とされていることが不合理であるとはいえない。

() 小括

以上のような点を踏まえ、本特別委員会において、慎重に協議及び検討した結果、本取引により当社の少数株主に交付される対価及びその種類を含む本取引の取引条件は妥当であると判断するに至った。

(c) 本取引の手続きの公正性(いかなる公正性担保措置をどの程度講じるべきかの検討を含む。)

() 当社による検討体制及び方法

当社は、本取引がいわゆるMBO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、本取引について検討するにあたっては、公開買付関連当事者から独立した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KPMGを、公開買付関連当事者から独立したリーガル・アドバイザーとしてTMI総合法律事務所をそれぞれ選任し、さらに、当社の独立社外取締役(監査等委員)3名からなる本特別委員会を設置し、本取引を検討するための体制を構築した。

そのうえで、当社は、KPMG及びTMI総合法律事務所から助言・意見等を得ながら、当社グループの企業価値向上ひいては株主共同の利益の観点から、本公開買付価格をはじめとする本公開買付けの買付条件の妥当性及び本取引の一連の手続きの公正性といった点について慎重に検討を行ってきた。

本特別委員会は、KPMG及びTMI総合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、当社の第三者算定機関及びファイナンシャル・アドバイザー並びにリーガル・アドバイザーとして承認し、本特別委員会としても必要に応じて専門的助言を受けた。

() 当社による協議・交渉

当社は、本特別委員会が事前に承認した交渉方針に従い、本公開買付価格について、少数株主の利益保護の観点からその公正性を確保するための実質的な協議・交渉を公開買付者との間で複数回にわたって行っている。

具体的には、当社はKPMGを通じて、本特別委員会が承認した交渉方針に従った価格交渉を、公開買付者のファイナンシャル・アドバイザーである野村證券株式会社を介して実施した。

そして、その交渉の結果として、900円という本公開買付価格の決定に至るまでには、当社株式1株当たり741円とする公開買付者の当初の提案より、159円の価格引上げを引き出している。

() 本取引の交渉過程における特別利害関係人の不関与

当社を代表して本取引を検討・交渉する取締役には、本取引に特別な利害関係を有する者は含まれておらず、その他、本取引に係る協議、検討及び交渉の過程で、公開買付者その他の本取引に特別な利害関係を有する者が当社側に不当な影響を与えたことを推認させる事実は認められない。

() マジョリティ・オブ・マイノリティを上回る買付予定数の下限の設定

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設定し、応募株券等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予定であるところ、買付予定数の下限は、公開買付者と利害関係を有さない当社の株主が所有する当社株式の数の過半数、すなわち、いわゆる「マジョリティ・オブ・マイノリティ」に相当する数に、応募予定株式の数(公開買付者との間で自らが所有する全ての当社株式を本公開買付けに応募する旨の応募契約を締結する予定である当社株主が所有する当社株式の数の合計)を加算した株式数を上回るものとなる。

これにより、当社の少数株主の意思を重視して、公開買付者の利害関係者以外の株主の過半数の賛同が得られない場合には、本公開買付けを含む本取引を行わないことにより、本取引の手続きの公正性の担保について配慮されている。

() 対抗的な買付け等の機会を確保していること

(ア)本公開買付けに関しては、公開買付期間が法令に定められた最短期間(20営業日)よりも長期である36営業日に設定される予定であるとともに、(イ)公開買付者と当社とは、公開買付者以外の者による公開買付け等の機会が不当に制限されることがないように、当社が公開買付者以外の対抗的買収提案者と接触することを制限するような合意は一切行っておらず、上記公開買付期間の設定とあわせ、対抗的な買付けの機会が確保されることにより、本公開買付けの公正性の担保について配慮されている。

なお、中江氏、上窪氏及び当社は、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(本取引の公表前における入札手続き等を含む。)を実施していないものの、上記の各種措置の内容、その他本取引における具体的な状況に鑑みれば、これを実施しなくとも、特段、本取引の手続きの公正性が阻害されることはないと考えられる。

() 小括

以上のような点を踏まえ、本特別委員会において、慎重に協議及び検討した結果、本取引においては適切な公正性担保措置が講じられており、本取引の手続きは公正であると判断するに至った。

(d) 当社の取締役会が本取引の実施(本公開買付けに関する意見表明を含む。)を決定することが少数株主に不利益か否か

上記(a)乃至(c)その他の事項を踏まえると、当社の取締役会が本取引の実施を決定することは当社の少数株主にとって不利益であるとはいえない。

なお、上記意見は、当社の取締役会が、(ア)本公開買付けに賛同する意見を表明するとともに、当社の株主に対して、本公開買付けへの応募を推奨する旨、一方、本新株予約権者に対しては、本新株予約権に関して本公開買付けへ応募するか否かを本新株予約権者の判断に委ねる旨の決議を行うこと、及び(イ)本公開買付け後に株式併合又は株式等売渡請求の方法を用いた本スクイズアウト手続きを実施することを決定することについても、当社の少数株主にとって不利益なものであるとはいえないことを含むものである。

当社における利害関係を有しない取締役全員(監査等委員を含む。)の承認

当社は、KPMGより取得した当社株式価値算定書、TMI総合法律事務所から得た法的助言を踏まえつつ、本答申書の内容を最大限に尊重しながら、本公開買付けを含む本取引の諸条件について慎重に検討いたしました。

その結果、当社取締役会は、本取引が当社グループの企業価値の向上に資するものであると判断するとともに、本公開買付けは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し、2021年5月14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(全取締役8名のうち、中江氏及び上窪氏を除き、譲原氏、松尾一平氏、和田こいそ氏及び監査等委員である取締役3名(うち社外取締役3名)を含む取締役6名)の全員一致で、本公開買付けに賛同する意見を表明するとともに、当社の株主の皆様に対して、本公開買付けへの応募を推奨する旨、一方、本新株予約権者の皆様に対しては、本新株予約権に関して本公開買付けに応募するか否かについては、本新株予約権者の皆様のご判断に委ねる旨の決議を行いました。

なお、本公開買付けが中江氏及び上窪氏の依頼に基づいて実施されるものであること、また、中江氏及び上窪氏が本公開買付け後に公開買付者に対する出資を行う予定であることから、利益相反の疑いを回避する観点より、中江氏及び上窪氏は、上記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参加しておりません。

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)」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、当社株式の全て(ただし、当社が所有する自己株式(当社の株式給付信託(BBT)の所有分を除きます。)を除きます。)及び本新株予約権の全ての株式等売渡請求をすること又は本株式併合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、当社の株主及び本新株予約権者の皆様に対して株式買取請求権又は価格決定請求権が確保されない手法は採用しないこと、並びに、() 株式等売渡請求又は本株式併合をする際に、当社の株主の皆様に対価として交付される金銭は1株当たりの本公開買付価格に当該各株主(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になるように算定されること、本新株予約権者の皆様に対価として交付される金銭は1個当たりの本新株予約権買付価格に当該本新株予約権者が所有する当社の本新株予約権の数を乗じた価格と同一になるよう算定されることを明らかにしていることから、当社の株主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、本公開買付けの買付け等の期間を、法令に定められた最短期間が20営業日であるところ、比較的長期間である36営業日に設定することにより、当社の株主及び本新株予約権者の皆様に本公開買付けに対する応募につき適切な判断機会を提供するとともに、他の買付者による買付けの機会を確保しているとのことです。

さらに、公開買付者と当社は、当社が対抗的買収提案者と接触することを禁止するような取引保護条項を含む合意等、当該対抗的買収提案者が当社との間で接触等を行うことを不合理に制限するような内容の合意は一切行っておりません。このように上記公開買付期間の設定と併せ、対抗的な買付けの機会が確保されることにより、本公開買付けの公正性の担保に配慮しております。

なお、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」のとおり、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(本取引の公表前における入札手続き等を含みます。)については、本公開買付けを含む本取引の公正性を担保するために実施された各種措置の内容、その他本取引における具体的な状況に鑑みて、これを実施しなくとも特段、本取引の公正性が阻害されることはない旨を判断しております。

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

公開買付者は、本公開買付けにおいて、買付予定数の下限を15,844,900株(所有割合:65.50%)と設定しており、応募株券等の数の合計が買付予定数の下限(15,844,900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。他方、上記のとおり、公開買付者は、本公開買付けにおいて、当社株券等の全て(ただし、本不応募株券等及び当社が所有する自己株式(当社の株式給付信託(BBT)の所有分を含みます。))を除きま

す。)を取得することを企図しているため、買付予定数の上限を設定しておらず、応募株券等の合計が買付予定数の下限(15,844,900株)以上の場合、応募株券等の全部の買付けを行うとのことです。なお、買付予定数の下限(15,844,900株)は、当社潜在株式勘案後株式総数(24,190,517株)から、本不応募株券等(第2回新株予約権24個)の目的となる株式数(12,000株)、当社の株式給付信託(BBT)の所有分(411,200株)、応募予定株式の数(2,432,375株)、中江氏が所有する当社株式(40,176株)、及び上窪氏が所有する当社株式(29,978株)を控除した株式数(21,264,788株)の過半数、すなわち、公開買付者と利害関係を有さない当社の株主が所有する当社株券等の数の過半数、いわゆる「マジョリティ・オブ・マイノリティ(majority of minority)」に相当する数(10,632,395株)に、応募予定株式の数(2,432,375株)、中江氏が所有する当社株式(40,176株)、及び上窪氏が所有する当社株式(29,978株)を加算した株式数(13,134,924株)を上回るものとなるとのことです。これにより、公開買付者の利害関係者以外の当社の株主及び本新株予約権者の皆様の過半数の賛同が得られない場合には、本公開買付けを含む本取引を行わないこととしているとのことです。

(7) 本公開買付けに関する重要な合意

本覚書

カーライル・ファンドは、2021年5月14日付で、中江氏及び上窪氏との間で、本覚書を締結し、中江氏が所有する当社株式40,176株(所有割合:0.17%)の全てについて本公開買付けに応募する旨、中江氏が所有する本不応募株券等の全てについて行使せず、本公開買付けに応募しない旨、上窪氏が所有する当社株式29,978株(所有割合:0.12%)の全てについて本公開買付けに応募する旨、中江氏及び上窪氏が、本取引に際して必要な手続き(当社の役員持株会及び従業員持株会が、保有する当社株式を本公開買付けに応募する場合に必要な手続きを含みます。)につき、カーライル・ファンドの指示に従い協力する旨、中江氏及び上窪氏が、中江氏及び上窪氏が所有する当社株式を本公開買付けに応募することにより得られた売却代金相当額につき、本取引成立後、第三者割当の方法による公開買付者の株式の引受けその他の方法により公開買付者に対する出資を行う旨(当該出資後における中江氏及び上窪氏の公開買付者に対する議決権割合は、いずれも1%未満となる予定とのことです。)、当該出資の際に、カーライル・ファンド、中江氏及び上窪氏との間で、公開買付者の株式の譲渡の制限及び手続き等に関する株主間契約(注1)を締結する旨、公開買付者又はカーライル・ファンドが、中江氏及び上窪氏との間で、本取引の完了後に、当社の経営の委任に関する経営委任契約(注2)を締結する旨、中江氏及び上窪氏が本取引成立後も、当社の代表取締役として、その職務を誠実に遂行し、当社の企業価値及び株式価値を最大化すべく最大限努力する旨、中江氏及び上窪氏はカーライル・ファンドの事前の同意を得ずに当社の代表取締役たる地位を辞任し、又は再任を拒否しない旨を合意しているとのことです。なお、中江氏及び上窪氏は、当社の役員持株会の会員であり、役員持株会を通じた持分としてそれぞれ476株、158株に相当する当社株式を間接的に所有しており、中江氏及び上窪氏が所有する当社株式数40,176株及び29,978株には、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が含まれているとのことです。また、本覚書において、中江氏及び上窪氏による応募の前提条件は定められていないとのことです。

(注1) 公開買付者の株式の譲渡の制限及び手続きに関する事項は規定する予定とのことですが、その具体的な内容は現時点で未定とのことです。

(注2) 経営の委任に関する事項は規定する予定とのことですが、その具体的な内容は現時点で未定とのことです。

本応募契約

公開買付者は、応募予定株主との間で、それぞれ本公開買付けの応募に関する契約を締結し、 文子氏、砂織氏、千浪氏及びコスモチャンネルがそれぞれ所有する当社株式の全て(合計1,620,740株、所有割合：6.70%)、並びに文子氏、砂織氏及び千浪氏が共有する当社株式の全て(400,000株、所有割合：1.65%)、 吉田氏が所有する当社株式の全て(211,635株、所有割合：0.87%)、並びに 松本氏が所有する当社株式の全て(200,000株、所有割合：0.83%)をそれぞれ本公開買付けに応募すること等を合意しているとのことです(なお、応募予定株式は合計2,432,375株、所有割合：10.06%となるとのことです。)。いずれの本応募契約においても、()応募予定株式の応募について前提条件は定められておらず、()応募予定株主は、本公開買付けと実質的に矛盾もしくは抵触し、又は本公開買付けの実行を困難にする具体的なおそれのある取引(以下「抵触取引」といいます。)の条件にかかわらず、抵触取引に関連する合意をし、又は抵触取引に応じてはならず、また、直接又は間接を問わず、抵触取引の申込みもしくは申込みの勧誘又は抵触取引に関するいかなる協議もしくは交渉も行わないものとされているとのことです。

4 【役員が所有する株券等の数及び当該株券等に係る議決権の数】

(1) 普通株式

氏名	役名	職名	所有株式数(株)	議決権の数(個)
中江 康人	代表取締役 グループCEO	-	40,176	401
上窪 弘晃	代表取締役 グループCOO	-	29,978	299
譲原 理	取締役 グループCFO	-	21,858	218
松尾 一平	取締役	経営企画部長	1,020	10
和田 こいそ	取締役	財務・経理部長	6,480	64
萩原 義春	取締役 (監査等委員)	-	2,179	21
高田 一毅	取締役 (監査等委員)	-	18,617	186
小久保 崇	取締役 (監査等委員)	-	1,602	16
計	-	-	121,910	1,215

(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) 取締役萩原義春、高田一毅及び小久保崇は、社外取締役であります。

(注3) 所有株式数及び議決権の数には、それぞれ当社の役員持株会を通じて間接的に所有する当社株式数(小数点以下切捨て)及びそれに係る議決権の数を含めております。

(2) 新株予約権

氏名	役名	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)
中江 康人	代表取締役 グループCEO	-	24	12,000	120
上窪 弘晃	代表取締役 グループCOO	-	-	-	-
譲原 理	取締役 グループCFO	-	24	12,000	120
松尾 一平	取締役	経営企画部長	110	1,980	19
和田 こいそ	取締役	財務・経理部長	200	3,600	36
萩原 義春	取締役 (監査等委員)	-	-	-	-
高田 一毅	取締役 (監査等委員)	-	-	-	-
小久保 崇	取締役 (監査等委員)	-	-	-	-
計	-	-	358	29,580	295

(注1) 役名、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) 取締役中江康人は、第2回新株予約権を24個所有しています。

(注3) 取締役譲原理は、第2回新株予約権を24個所有しています。

(注4) 取締役松尾一平は、第8回新株予約権を110個所有しています。

(注5) 取締役和田こいそは、第8回新株予約権を200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。

以 上