

【表紙】

【提出書類】	臨時報告書
【提出先】	関東財務局長
【提出日】	2025年6月12日
【会社名】	株式会社WACUL
【英訳名】	WACUL . INC
【代表者の役職氏名】	代表取締役社長 大淵 亮平
【本店の所在の場所】	東京都千代田区神田小川町3 - 26 - 8 - 2 F
【電話番号】	03-5244-5535
【事務連絡者氏名】	取締役 コーポレート担当 竹本 祐也
【最寄りの連絡場所】	東京都千代田区神田小川町3 - 26 - 8 - 2 F
【電話番号】	03-5244-5535
【事務連絡者氏名】	取締役 コーポレート担当 竹本 祐也
【縦覧に供する場所】	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)

1【提出理由】

当社は、会社法（平成17年法律第86号。その後の改正を含みます。以下同じです。）第179条第1項に規定する特別支配株主（以下「特別支配株主」といいます。）である株式会社TBSホールディングス（以下「TBSホールディングス」といいます。）から、会社法第179条の3第1項の規定による株式売渡請求（以下「本株式売渡請求」といいます。）及び新株予約権売渡請求（以下「本新株予約権売渡請求」といい、本株式売渡請求と併せて「本株式等売渡請求」といいます。）の通知を受け、2025年6月12日開催の当社取締役会において、本株式等売渡請求を承認することを決議いたしましたので、金融商品取引法第24条の5第4項及び企業内容等の開示に関する内閣府令第19条第2項第4号の2に基づき、本報告書を提出するものであります。

2【報告内容】

1. 本株式等売渡請求の通知に関する事項

(1) 当該通知がされた年月日

2025年6月12日

(2) 当該特別支配株主の商号、本店の所在地及び代表者の氏名

名称	株式会社TBSホールディングス
住所	東京都港区赤坂5丁目3番6号
代表者の氏名	阿部 龍二郎

(3) 当該通知の内容

当社は、TBSホールディングスから、特別支配株主として、当社の株主（ただし、TBSホールディングスを除きます。）の全員（以下「本売渡株主」といいます。）に対し、その所有する当社の普通株式（以下「当社株式」といい、本売渡株主が所有する当社株式を「本売渡株式」といいます。）の全部をTBSホールディングスに売り渡す旨の請求を行うとともに、併せて、本新株予約権の保有者（以下「本新株予約権者」といいます。）の全員（以下「本売渡新株予約権者」といいます。）に対し、その所有する本新株予約権（注1）（以下「本売渡新株予約権」といいます。）の全部を売り渡す旨の請求を行う旨の通知を2025年6月12日付で受領いたしました。当該通知の内容は以下のとおりです。

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

2019年5月28日開催の当社取締役会の決議に基づき発行された第2回新株予約権（行使期間は2019年9月1日から2029年8月31日まで）

2019年5月28日開催の当社取締役会の決議に基づき発行された第3回新株予約権（行使期間は2021年5月29日から2029年5月28日まで）

2019年10月24日開催の当社取締役会の決議に基づき発行された第4回新株予約権（行使期間は2021年10月25日から2029年10月24日まで）

2019年10月24日開催の当社取締役会の決議に基づき発行された第5回新株予約権（行使期間は2019年12月1日から2029年11月30日まで）

2022年4月28日開催の当社取締役会の決議に基づき発行された第6回新株予約権（行使期間は2024年4月29日から2032年4月28日まで）

2023年6月23日開催の当社取締役会の決議に基づき発行された第7回新株予約権（行使期間は2025年6月24日から2033年6月23日まで）

2023年6月23日開催の当社取締役会の決議に基づき発行された第8回新株予約権（行使期間は2025年6月1日から2030年5月31日まで）

2024年6月27日開催の当社取締役会の決議に基づき発行された第9回新株予約権（行使期間は2026年6月28日から2034年6月27日まで）

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

該当事項はありません。

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

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

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

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

該当事項はありません。

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

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

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

2025年 7 月 4 日

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

TBSホールディングスは、本株式売渡対価及び本新株予約権売渡対価の全てをTBSホールディングスの現預金により支払うことを予定しています。TBSホールディングスは、本株式売渡対価及び本新株予約権売渡対価の支払のための資金に相当する額の銀行預金を保有しております。

その他の本株式等売渡請求に係る取引条件（会社法第 179 条の 2 第 1 項第 6 号、会社法施行規則第 33 条の 5 第 1 項第 2 号）

本株式売渡対価及び本新株予約権売渡対価は、取得日以降合理的な期間内に、取得日の前日の最終の当社の株主名簿及び新株予約権原簿に記載又は記録された本売渡株主及び本売渡新株予約権者の住所又は本売渡株主及び本売渡新株予約権者が当社に通知した場所において、当社による配当財産の交付の方法に準じて交付されるものとします。

ただし、当該方法による交付ができなかった場合には、当社の本店所在地にて当社が指定した方法により（ただし、本株式売渡対価及び本新株予約権売渡対価の交付についてTBSホールディングスが指定したその他の場所及び方法があるときは、当該場所及び方法により）、本売渡株主に対する本株式売渡対価及び本売渡新株予約権者に対する本新株予約権売渡対価を交付するものとします。

2. 本株式売渡請求を承認する旨の決定に関する事項

（1）当該通知がなされた年月日

2025年 6 月12日

（2）当該決定がされた年月日

2025年 6 月12日

(3) 当該決定の内容

TBSホールディングスからの通知のとおり、同社による本株式等売渡請求を承認いたします。

(4) 当該決定の理由及び当該決定に至った過程

本株式等売渡請求は、TBSホールディングスが2025年4月11日から2025年5月29日までを公開買付期間として行った当社株式及び本新株予約権に対する公開買付け（以下「本公開買付け」といいます。）に関し、当社が2025年4月11日付で提出した意見表明報告書（以下「本意見表明報告書」といいます。）の「3 当該公開買付けに関する意見の内容、根拠及び理由」の「(4) 本公開買付け後の組織再編などの方針（いわゆる二段階買収に関する事項）」に記載のとおり、本公開買付けの結果、TBSホールディングスが当社の総株主の議決権の90%以上を所有するに至ったものの当社株式の全て（ただし、本新株予約権の行使により交付される当社株式を含みます。）及び本新株予約権の全てを取得できなかったことから、当社株式の全て（ただし、本新株予約権の行使により交付される当社株式を含みます。）及び本新株予約権の全てを取得し、当社をTBSホールディングスの完全子会社とするための取引（以下「本取引」といいます。）の一環として行われるものであり、本株式売渡対価は、本公開買付けにおける当社株式1株当たりの買付け等の価格（以下「本公開買付け価格」といいます。）と本新株予約権売渡対価は、本公開買付けにおける本新株予約権1個当たりの買付け等の価格（以下「本新株予約権買付け価格」といいます。）と、それぞれ同一の価格に設定されております。

当社は、本意見表明報告書の「3 当該公開買付けに関する意見の内容、根拠及び理由」の「(2) 本公開買付けに関する意見の根拠及び理由」の「本公開買付けの実施を決定するに至った背景、目的及び意思決定の過程並びに本公開買付け後の経営方針」の「(イ) 当社における意思決定の過程及び理由」に記載のとおり、以下の経緯及び理由により、2025年4月10日開催の取締役会において、本公開買付けに賛同の意見を表明するとともに、株主の皆様及び本新株予約権者の皆様に対しては、本公開買付けに応募するか否かについては中立の立場をとった上で、当社株主の皆様及び当該本新株予約権者の皆様のご判断に委ねることを決議いたしました。

() 検討体制の構築の経緯

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

当社は、TBSホールディングスと協業について幅広い検討を継続している中で、2024年9月10日に、TBSホールディングスとは別のある事業会社（以下「他の候補企業」といいます。）の資金提供者から当社に対し、協業の可能性についての問い合わせがあり、2024年10月2日に当該資金提供者及び他の候補企業との面談を実施しました。その際、当社は他の候補企業より資本業務提携に関する検討をしたい旨の説明を受けました。その後、2024年10月18日付で他の候補企業から、当社株式の過半数以上の取得を目指す旨の法的拘束力のない意向表明書を受領いたしました。

当社は、このような状況の中で、当意向表明書の受領を契機として、当社株式及び新株予約権の全て又は一部を取得するための一連の取引（以下「本取引等」といいます。）の意思決定の過程における公正性及び適正性を担保するために、2024年11月1日開催の取締役会において当社、TBSホールディングス及び他の候補企業から独立した当社のファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関としてマクサス・コーポレートアドバイザーズ株式会社（以下「マクサス・コーポレートアドバイザーズ」といいます。）を、また当社のリーガル・アドバイザーとして東京丸の内法律事務所を、それぞれ選任いたしました。

また、当社は、当社において本取引等の是非につき審議及び決議するに先立ち、本取引等に係る当社取締役の意思決定に慎重を期し、当社取締役会の意思決定過程における恣意性及び利益相反のおそれを排除し、その公正性を担保することを目的として、2024年11月1日付で独立社外取締役である船木 真由美氏（当社社外取締役）、吉村 貞彦氏（当社社外取締役、常勤監査等委員、公認会計士）、梅本 大祐氏（当社社外取締役、監査等委員、弁護士）及び井出 彰氏（当社社外取締役、監査等委員、公認会計士）の4名から構成される特別委員会（以下「本特別委員会」といいます。本特別委員会の設置等の経緯、検討の経緯及び判断内容等については、本意見表明報告書

の「3 当該公開買付けに関する意見の内容、根拠及び理由」の「(6) 公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置」の「当社における独立した特別委員会の設置及び特別委員会からの答申書の取得」をご参照ください。)を設置し、本特別委員会に対し、()本取引等の目的の正当性・合理性(本取引等が当社の企業価値向上に資するかを含みます。)、()本取引等に係る手続の公正性、()本取引等に係る取引条件の公正性・妥当性(本取引等の実施方法や対価の妥当性を含みます。)、()本公開買付けに対して当社取締役会が賛同の意見を表明すること及び当社株主に対して本公開買付けへの応募を推奨することの是非、()上記を踏まえ、当社取締役会が本取引等の実施に関する決定を行うことが、当社の少数株主に不利益が否か(以下、かかる()ないし()の事項を総称して「本諮問事項」といいます。)を諮問いたしました。当社取締役会は、本特別委員会への諮問にあたり、当社取締役会において、本取引等に関する当社取締役会的意思決定は本特別委員会の判断内容を最大限尊重して行われること、特に本特別委員会が本取引等の取引条件を妥当でないと判断したとき又は本公開買付けに賛同すべきでないと判断したときには、当社取締役会は本取引等を行う旨の意思決定(本公開買付けに賛同すること及び本取引等の承認をすることを含みます。)を行わないものとするを決議しております。併せて、当社は、上記取締役会決議に基づき、本特別委員会に対して、(a)適切な判断を確保するために、当社のファイナンシャル・アドバイザー及びリーガル・アドバイザー(以下「アドバイザー等」といいます。)を指名又は承認(事後承認を含みます。)する権限、(b)本諮問事項の検討にあたって、本特別委員会が必要と認める場合には、当社のアドバイザー等を選任する権限(本特別委員会のアドバイザー等の専門的助言に係る合理的な費用は当社の負担とします。なお、本特別委員会は、当社のアドバイザー等の独立性及び専門性に問題がないことを確認した場合には、当社のアドバイザー等に対して専門的助言を求めることができるものといたします。)、(c)適切な判断を確保するために、当社の取締役、従業員その他本特別委員会が必要と認める者に本特別委員会への出席を要求し、必要な情報について説明を求める権限、(d)当社の取締役、従業員その他本特別委員会が必要と認める者から本取引等の検討及び判断に必要な情報を受領する権限、(e)必要に応じて、本取引等の取引条件等の交渉を行う権限(なお、本特別委員会が、本取引等の取引条件等の交渉を直接行わない場合であっても、必要に応じて、本取引等の取引条件等に関する交渉について、事前に方針を確認し、適時にその状況の報告を受け、重要な局面で意見を述べ、指示や要請を行うこと等により、本取引等の取引条件等の交渉に実質的に関与する権限及び当社の役職員やアドバイザー等を通じた間接的な交渉を行う権限を含みます。)、(f)その他本取引等に関する検討及び判断に際して必要と本特別委員会が認める事項に関する権限を付与しております。なお、本特別委員会は、弁護士、算定機関、公認会計士その他のアドバイザーを独自に選任しておりません(当該取締役会における決議の方法については、本意見表明報告書の「3 当該公開買付けに関する意見の内容、根拠及び理由」の「(6) 公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置」の「当社における利害関係を有しない取締役(監査等委員を含む。)全員の承認」をご参照ください。)

また、本特別委員会は、2024年11月1日に、当社のファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関であるマクサス・コーポレートアドバイザー及び当社のリーガル・アドバイザーである東京丸の内法律事務所について、その独立性及び専門性に問題がないことを確認の上、その選任を承認いたしました。

その後、当社は、2024年11月上旬に、本特別委員会、マクサス・コーポレートアドバイザー及び東京丸の内法律事務所と本取引等に関する協議を行い、当社の更なる成長を実現させるためのパートナー選定プロセス(以下「本パートナー選定プロセス」といいます。)を実施することを決定いたしました。本パートナー選定プロセスにおいては、当社の事業に強い関心を持つと考えられるTBSホールディングス及び他の候補企業を含む複数の事業会社及び投資ファンドに対して打診をいたしました。その結果、TBSホールディングス及び他の候補企業を含む事業会社及び投資ファンド4社の候補先がその後の入札プロセスへの参加に関心を示していることを確認したことから、当社は、2024年11月中旬、当該4社の候補先に対し、当社の今後の更なる成長を実現させるための戦略的パートナーの選定に関して、当社との資本提携又は当社株式の非公開化を前提とした取引に関する提案を行うことを要請することによる入札を行うこととし、その第一次プロセス(以下「本第一次プロセス」といいます。)を開始する旨の連絡をいたしました。当社は、本第一次プロセスへ参加したTBSホールディングス及び他の候補企業を含む複数の候補先に対して、質問書に対する回答及び当社経営陣へのインタビュー等の機会を提供いたしました。

そして、当社は、2024年12月中旬にこれらの候補先4社より第一次意向表明書を受領いたしました。当社及び本特別委員会は、本取引等の目的、本取引等後の当社の経営方針や事業戦略の方向性、当社とのシナジー効果及び従業員の処遇、提示された当社株式1株当たりの希望取得価格等について慎重に検討した上で、2024年12月25日にTBSホールディングスのみを第二次プロセス(以下「本第二次プロセス」といいます。)に招聘することを決定し

たしました。また、TBSホールディングスから提示された第一次意向表明書では、第一次プロセス終了後のデュー・ディリジェンスを含む本取引等の具体的な検討プロセスをTBSホールディングスと当社の相対で実施することが提案の前提条件となっていたことから、2024年12月26日の当社の取締役会において、合理的な理由なく提案価格を下げないことを条件としてTBSホールディングスへの独占交渉権の付与を決議いたしました。

その後、当社は、TBSホールディングスに対して、2025年1月上旬から2025年2月下旬にかけて当社経営陣へのインタビュー及び当社従業員への実務者インタビューを含むデュー・ディリジェンスの機会を提供いたしました。そして、当社は、2025年3月11日に、TBSホールディングスより、本公開買付価格を431円とする法的拘束力を有する最終意向表明書を受領いたしました。

() 検討・交渉の経緯

当社は、マクス・コーポレートアドバイザーから当社株式の価値算定結果に関する報告、TBSホールディングスとの交渉方針に関する助言その他の財務的見地からの助言を受け、東京丸の内法律事務所から本取引等における手続の公正性を確保するための対応についての助言その他の法的助言を受け、これらを踏まえ、本特別委員会の意見の内容を最大限尊重しながら、本取引等の是非及び取引条件の妥当性について慎重に検討を行ってまいりました。

具体的には、本公開買付価格については、当社は、2025年3月11日、TBSホールディングスから本公開買付けを実施した場合における本公開買付価格及び本新株予約権買付価格等の諸条件について、TBSホールディングスにおいて2025年1月上旬から同年2月下旬までに実施した当社に対するデュー・ディリジェンスを踏まえた法的拘束力のある提案として、() 当社の発行する全株式を対象とした完全子会社化を企図した公開買付けを実施し、() 本公開買付価格を431円(提案実施日の前営業日である2025年3月10日の終値302円に対して42.72%(小数点以下第三位四捨五入。以下、株価に対するプレミアムの数値(%))の計算において同じです。)、直近1ヶ月間の終値の単純平均値308円(小数点以下四捨五入。以下、終値株価の単純平均値(円))の計算において同じです。)に対して39.94%、直近3ヶ月間の終値の単純平均値307円に対して40.39%、直近6ヶ月間の終値の単純平均値329円に対して31.00%のプレミアム)とし、(iii) 本新株予約権買付価格を1円とする旨のTBSホールディングスの意向及び本公開買付けに係る条件を記載した最終意向表明書(以下「本提案書」といいます。)を受領しました。

これに対し、2025年3月13日、当社は、マクス・コーポレートアドバイザーから受けた当社株式の株式価値に係る助言及び本特別委員会における議論を踏まえて、TBSホールディングスに対して、当該提案価格は、当社が考える当社の株式価値を大幅に下回る水準であることから、当社の少数株主保護の観点において妥当な水準とは到底いえないとして、提案内容の再検討を書面で要請いたしました。

その後、2025年3月17日に、TBSホールディングスより本公開買付価格の引上げを真摯に検討する一方で、TBSホールディングスは本提案書における本公開買付価格の提案価格431円は、過去の類似取引と比較しても遜色がないプレミアムが付されているものと認識していることから、当社が当該提案価格を、当社の株主に対して応募推奨を行うという観点からは、不十分な価格であると考えている具体的な背景や判断理由を確認したい旨の回答を受領いたしました。

これに対し、同年3月19日に、本特別委員会は、本提案書における本公開買付価格の提案価格431円は、当社のファイナンシャル・アドバイザーであるマクス・コーポレートアドバイザーが、当社が作成した2026年2月期から2028年2月期までの3期分の事業計画(以下「本事業計画」といいます。)を基にディスカунテッド・キャッシュ・フロー(以下「DCF」といいます。)法により算定した当社の株式価値の算定結果の下限値を大幅に下回ること及び当社株式の上場来の価格帯別取引高実績から推し量られる、当社の多くの一般株主における取得価格帯を大幅に下回る水準であるから、当社の株主に対して応募推奨を行うには、不十分な価格であると考えている旨の回答書を送付し、改めて公開買付価格の引き上げについて書面で要請いたしました。

その後、当社は、2025年3月24日に、TBSホールディングスから本公開買付価格を474円(当該再提案がなされた2025年3月24日の前営業日である同月21日の東京証券取引所グロース市場における当社株式の終値304円に対して55.92%、同日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値303円に対して56.44%、同日までの過去3ヶ月間の終値単純平均値305円に対して55.41%、同日までの過去6ヶ月間の終値単純平均値325円に対して45.85%のプレミアムをそれぞれ加えた金額です。)とする再提案を受けました。

これに対し、2025年3月25日、本特別委員会は、マクサス・コーポレートアドバイザーから受けた当社株式の株式価値に係る助言及び本特別委員会における議論を踏まえて、TBSホールディングスに対して、当該提案価格は、依然として当社が考える当社の株式価値を大幅に下回る水準であることから、当社の少数株主保護の観点において妥当な水準とは到底いえないとして、提案内容の再検討を要請いたしました。

その後、当社は、2025年4月1日に、TBSホールディングスから本公開買付価格を500円（当該再提案がなされた2025年4月1日の前営業日である3月31日の東京証券取引所グロース市場における当社株式の終値295円に対して69.49%、同日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値301円に対して66.11%、同日までの過去3ヶ月間の終値単純平均値304円に対して64.47%、同日までの過去6ヶ月間の終値単純平均値322円に対して55.28%のプレミアムをそれぞれ加えた金額です。）とする再提案を受けました。

これに対し、2025年4月2日、本特別委員会は、マクサス・コーポレートアドバイザーから受けた当社株式の株式価値に係る助言及び本特別委員会における議論を踏まえて、TBSホールディングスに対して、マクサス・コーポレートアドバイザーが当社の本事業計画を基にDCF法により算定した当社の株式価値の算定結果、当社株式の取引高実績から推計される当社の多くの一般株主における取得価格帯、及び当社と同じ業界に属する他の会社の公開買付事例におけるプレミアム水準などを総合的に考慮し、本公開買付価格を550円以上に引き上げることを要請いたしました。

その後、当社は、2025年4月8日に、TBSホールディングスから本公開買付価格を502円（当該再提案がなされた2025年4月8日の前営業日である4月7日の東京証券取引所グロース市場における当社株式の終値249円に対して101.61%、同日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値294円に対して70.75%、同日までの過去3ヶ月間の終値単純平均値301円に対して66.78%、同日までの過去6ヶ月間の終値単純平均値317円に対して58.36%のプレミアムをそれぞれ加えた金額です。）とする最終提案を受けました。また、当該提案は、受領した書面によれば、必ずしも当社の多くの少数株主の皆様の実取得価格帯を下回る水準とはいえず、また、少数株主の皆様にとっては魅力的なプレミアム水準でもありと考えているとのことです。

これに対し、2025年4月9日、本特別委員会は、最終提案価格は、当社株式の現在の市場価格に対して一定のプレミアムが付されており当社の少数株主に対し投資回収機会を提供する観点では一定の合理性はあるものの、2025年4月2日の米国政府による相互関税導入の発表を発端とするこの数日間にわたる株式市場の大幅な変動を考慮すると当該プレミアムが適正な水準にあると現時点で判断することは困難であること、当社株式の上場来の株価推移を考慮すると株式取得価格が本公開買付価格を上回る株主も一定程度存在すると想定されること、本公開買付価格はマクサス・コーポレートアドバイザーが当社の本事業計画を基にDCF法により算定した当社株式価値の算定結果の下限値を越えるものの中央値を下回り且つ下限値に近い価格であること等を総合的に判断し、当社の少数株主の皆様が本公開買付けへ応募を積極的に推奨すべきとまではいえないと判断いたしました。

以上のとおり、当社としては、マクサス・コーポレートアドバイザー及び東京丸の内法律事務所の助言を受け、本特別委員会とも継続的に協議を重ねる等、意思決定の公正性及び透明性を担保した上で、TBSホールディングスに対し本公開買付価格の引上げを複数回に亘って要請し、当社の少数株主の利益のために継続的に交渉いたしました。しかし、本公開買付価格については当社株式の現在の市場価格に対して一定のプレミアムが付されており当社の少数株主に対し投資回収機会を提供する観点では一定の合理性はあるものの、2025年4月2日の米国政府による相互関税導入の発表を発端とするこの数日間にわたる株式市場の大幅な変動を考慮すると当該プレミアムが適正な水準にあると現時点で判断することは困難であること、当社株式の上場来の株価推移を考慮すると株式取得価格が本公開買付価格を上回る株主も一定程度存在すると想定されること（注2）、本公開買付価格はマクサス・コーポレートアドバイザーが当社の本事業計画を基にDCF法により算定した当社株式価値の算定結果の下限値を越えるものの中央値を下回り且つ下限値に近い価格であること等を総合的に判断し、当社の少数株主の皆様が本公開買付けへ応募を積極的に推奨すべきとまではいえないとの結論に至りました。そのため、本公開買付けに応募することの是非については中立の立場を取り、当社株主の皆様のご判断に委ねることといたしました。

（注2）当社の新規上場時の公開価格（1,050円）及び上場来最高値（4,780円）の水準、並びに上場来の価格帯別取引高実績における500円以下の出来高割合が10%未満であること等から想定しています。

（ ）当社の意思決定の内容

以上の経緯の下で、当社は、2025年4月10日開催の取締役会において、東京丸の内法律事務所から受けた本公開買付けを含む本取引に関する意思決定に当たっての助言その他の法的助言、マクサス・コーポレートアドバイザーから受けた財務の見地からの助言及び2025年4月9日付で取得した株式価値算定書（以下「本株式価値算定書（マクサス・コーポレートアドバイザー）」）といえます。）の内容を踏まえつつ、本特別委員会から提出された2025年4月9日付答申書（以下「本答申書」といいます。）において示された本特別委員会の判断内容を最大限に尊重しながら、本取引により当社の企業価値向上を図ることができるか、本公開買付け価格等を含む本取引に関する諸条件は妥当なものか等の観点から慎重に協議及び検討を行いました。

当社を取り巻くマーケティングDXの市場は、経済産業省が2018年9月に発表した『DXレポート～ITシステム「2025年の崖」の克服とDXの本格的な展開～』において警告を發した「2025年の崖」の年を迎え、新型コロナウイルス感染症拡大もあり、拡大を続けております。特にDX人材の不足が顕著であり、知見を持つ人材も実行を担う人材も共に不足している状況です。そのため、DXを志向する事業会社各社は、DXの戦略立案の知見を持ちDXを推進しつつ、そのDXの実行までも、ワンストップで担える企業の伴走を強く求めています。

（注3）2018年5月に経済産業省が発表した『DXレポート～ITシステム「2025年の崖」の克服～』で提唱された概念を指します。具体的には、2025年に既存ITシステムのレガシー化やDX人材の不足といったDXに関する課題が噴出するだろうというもの。

そのような中、当社はDX市場の拡大を取り込むべく、DX戦略の立案を上流から支援するDXコンサルティング、データ分析・改善提案SaaS「AIアナリスト」による戦術設計、そして「AIアナリスト」のSEOやADなどのデータの分析機能の拡張とともにその分析機能と紐づくかたちで実行実装ソリューションであるSEO支援サービスの「AIアナリストSEO」やデジタル広告運用代行サービスの「AIアナリストAD」、そしてサイト制作サービスまで、マーケティングDXを上流から下流まで実現できるよう事業を縦に拡大してまいりました。上場後にはDX人材の不足にダイレクトに応えるべく、プロ人材のマッチングサービスの「Marketer Agent」も立ち上げ、人材事業にも乗り出しております。

また、見る角度を変えると、Webサイトの改善を主とする「AIアナリスト」の展開以降、前工程である集客領域のSEOや広告運用代行等の領域へ拡大し、現在はWeb上のコンバージョンの後工程にある顧客管理システムやマーケティングオートメーション、インサイドセールス等の領域にも拡大するなど、事業の横への展開も進めております。その一環として、2024年7月にはHubSpotソリューションパートナーとして日本トップである株式会社100への出資も行っております。

しかしながら、こうした縦横両軸での積極的な領域拡張への投資による事業拡大の取り組みは、中長期的に当社の企業価値向上に資するものであったとしても、短期的なキャッシュ・フローや収益の成長を阻むおそれがあります。また、中長期的な視点に立った積極的な成長施策よりも短期的な収益性確保が選好される傾向が近年更に強まっている中、上記の事業領域の拡大を推し進めると、当社の本源的な成長を達成するための戦略と資本市場からの期待のあいだに齟齬が生じ、必ずしも十分な評価を得ることができず、当社の株価に悪影響を及ぼし、既存株主の皆様にも不利益を与える可能性があります。

当社は、機械に「データ」と「成功事例・失敗事例」を学ばせる事で、成功確率の高い勝ちパターンを生み出すとともに、機械が得意なことは機械に任せ、人は人がやるべき本質的な施策に集中できる仕組みを、縦横無尽に提供することで、企業の生産性最大化を実現しています。この取り組みをさらに加速し、社会に実装するためには、事業領域の縦横双方への拡大は必須であり、独自データの取得・強化、変革による社会的インパクトの大きいエンタープライズ企業へのリーチが必須であると考えております。

当社は、以下の点等から、当社がTBSホールディングスの完全子会社となることにより、シナジーの創出その他のメリットを見込むことができ、これは本取引により生じうるデメリットを上回るものであるため、本取引は、当社の企業価値向上に資するものであると考えるに至りました。

事業領域の拡大

TBSホールディングスは、マスメディア及びテレビコンテンツの配信という限られた媒体を保有し、提供する事業を営んでおります。マスメディアはマーケティング市場において、手に入れることが難しい重要なケイパビリティであります。

当社はマスメディアを保有するTBSホールディングスの完全子会社となることで、新たなケイパビリティの獲得ができ、これまで行ってきた集客領域内における顕在層刈取施策として効果的なデジタル広告に加え、マスメディアという需要喚起施策の主要媒体へのリーチが容易となります。それにより、現在推し進めております縦横の事業拡大を力強く実行することができるものと考えております。

独自データの取得・強化

TBSホールディングスは、テレビ放送や配信サービスを通じて、そのユーザがどういったコンテンツにアクセスをしているかなど視聴データの蓄積を進められていると認識しております。当社は広告主のオウンドメディア上における流入元や参照ページ等のWeb行動データをAIアナリストに累計4万サイト以上に接続いただき、改善施策のPDCAデータ(効果測定結果)を1.2万以上保有し、分析の結果から生み出した“勝ちパターン”をクライアントの皆様へ提供し、成果創出をしております。TBSホールディングスの独自データも含めた、当社の保有する独自データのさらなる拡充が、新たな“勝ちパターン”の創出やクライアントの成果創出に繋がり、ひいては当社の企業価値向上を実現できるものと考えております。

エンタープライズ企業へのリーチ強化

当社は、「AIアナリスト」の単商材の提供から、「AIアナリスト」を中心としたプロダクト事業のコンパウンド戦略を推し進めており、それらマルチプロダクトのクロスセルによってLTV拡大を企図し、中企業以上をターゲットとした営業戦略を展開しております。TBSホールディングスの提供するTVCMは主にエンタープライズ企業が顧客となっていると認識しており、当社から複数サービスの提供が可能な規模を有する企業という主要ターゲットとの親和性が高く、TBSホールディングスの提供する広告媒体を絡めるかたちで、当社のリーチを拡大させ、当社の事業及び企業価値の向上に資するものと考えております。

なお、当社は、本取引の実行に伴うディスシナジーについても検討した結果、当社が非公開化されることによって、ブランド力低下に伴う取引先、その他のステークホルダーへの影響や従業員のモチベーション低下の可能性が考えられるものの、TBSホールディングスは上場会社であり高い社会的信用及び認知度を有していることから、当社が本取引を通じて非公開化されることが、当社の社会的信用や社員のモチベーションに悪影響を与える可能性は低いと考えております。また、TBSホールディングスとしては、当社の経営体制等については維持を方針であること等を踏まえ、当社としては、当社が本取引を通じて非公開化されることは、当社グループの取引先、従業員、その他のステークホルダーにおいて受け入れられると考えており、本取引の実行後においても特段のディスシナジーは発生しないと認識しております。

また、当社は、2021年2月に新規上場しておりますが、当時の状況に比べ、DX市場の成長は加速していると認識しており、競争環境も激化しております。このような市場環境の中で、上述した独自性の高いデータの絶対量の増加や積極的な領域拡張への投資による事業拡大の取り組みを実行するためには、資本提携を通じたパートナーとのより深いレベルの協力関係による成長、及び非公開化によるスピード感を持った経営が必要であると認識しております。

また、上場廃止に伴う一般的なデメリットとして、資本市場から資金調達を行うことができなくなることや、人材の確保に影響を及ぼす可能性が考えられますが、当社としては、現状において資本市場からの資金調達の必要性はないこと、銀行調達を実行できるように取引各行と良好な関係を築けていること等から資金調達面では特段問題ないと考えていること、上場廃止後の採用活動は上場企業であるTBSホールディングスのグループ会社の一員として実施することから、当該悪影響は検討したものの大きなものは生じないと考えております。なお、当社がTBSホールディングスの完全子会社になることやTBSホールディングスグループに加わることによるデメリット及びディスシナジーについても、特段想定しておりません。

当社としては、本公開買付価格である502円は、本公開買付けの実施について公表日の前営業日である2025年4月9日の東京証券取引所グロース市場における当社株式の終値268円に対して87.31%のプレミアムを加えた価格、直近1ヶ月間の終値の単純平均値292円に対して71.92%のプレミアムを加えた価格、直近3ヶ月間の終値の単純平均値300円に対して67.33%のプレミアムを加えた価格、直近6ヶ月間の終値の単純平均値315円に対して59.37%のプレミアムを加えた価格であり、経済産業省が「公正なM&Aの在り方に関する指針」を公表した2019年6月28日以降に公表され且つ成立した上場会社の非公開化を目的とした公開買付け事例（MBO事例、公開買付者グループにおける対象者が連結子会社である事例、プレミアムがマイナスとなる事例等を除いた127件）におけるプレミアムの水準（公表日の前日、直近1ヶ月間、直近3ヶ月間及び直近6ヶ月間の終値の単純平均値それぞれからのプレミアムの中央値（それぞれ37.48%、39.92%、42.77%、53.03%）及び平均値（それぞれ45.63%、47.63%、51.06%、53.03%））に照らし、一定の合理性のある価格であると考えております。

上記の通り、当社は、本公開買付けを含む本取引が、当社グループの中長期的な企業価値の向上に資するものであると考えておりますが、一方、本公開買付価格である502円は、当社株式の現在の市場価格に対して一定のプレミアムが付されており、当社の少数株主に対し投資回収機会を提供する観点では一定の合理性はあるものの、2025年4月2日の米国政府による相互関税導入の発表を発端とするこの数日間にわたる株式市場の大幅な変動を考慮すると当該プレミアムが適正な水準にあると現時点で判断することは困難であること、当社株式の上場来の株価推移を考慮すると株式取得価格が本公開買付価格を上回る株主も一定程度存在すると想定されること、本公開買付価格はマクス・コーポレートアドバイザーが当社の本事業計画を基にDCF法により算定した当社株式価値の算定結果の下限値を越えるものの中央値を下回り且つ下限値に近い価格であること等を総合的に判断し、当社の少数株主の皆様の本公開買付けへ応募を積極的に推奨すべきとまではいえないとの結論に至りました。そのため、本公開買付けに応募することの是非については中立の立場を取り、当社株主の皆様のご判断に委ねるのが相当であると判断いたしました。

なお、当社は、2025年2月26日付で公表した「通期業績予想の修正に関するお知らせ」に記載の通り、2025年2月期の通期業績予想の下方修正を行っております。当該下方修正は、当該時点における業績状況を踏まえた判断であるため、本取引とは無関係の要因であり、また当社が意図的に当社株式の株価を下げる目的で当該下方修正を策定及び公表したものではありません。したがって、マクス・コーポレートアドバイザーによる本意見表明報告書の「3 当該公開買付けに関する意見の内容、根拠及び理由」の「(3) 算定に関する事項」に記載の市場株価平均法の算定において当該下方修正の公表日以降の当社株価も考慮の対象とすることに問題はないと考えております。

また、当社は、TBSホールディングスが本新株予約権を取得したとしてもTBSホールディングスは本新株予約権を行使することができないことから、本新株予約権買付価格が1円であることは不合理とはいえないと判断しており、本新株予約権買付価格がそれぞれ1円と決定されていることから、本公開買付けに応募するか否かについては、当該本新株予約権者の皆様のご判断に委ねることが相当と判断するに至りました。

以上により、当社は、2025年4月10日開催の取締役会において、本公開買付けに賛同する意見を表明するとともに、当社の株主の皆様及び本新株予約権者の皆様に対しては、本公開買付けに応募するか否かについて、当社の株主の皆様及び本新株予約権者の皆様のご判断に委ねる旨の決議をいたしました。

なお、当社取締役会の決議の詳細については、本意見表明報告書の「(6) 公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置」の「当社における利害関係を有しない取締役（監査等委員を含む。）全員の承認」をご参照ください。

その後、当社は、2025年5月30日、TBSホールディングスより、本公開買付けの結果について、当社株式7,014,268株の応募があり、その全部の買付け等を行う旨の報告を受けました。この結果、2025年6月5日（本公開買付けの決済の開始日）付で、TBSホールディングスは、議決権所有割合（注4）90.06%に相当する当社の株式を保有することとなり、当社の特別支配株主に該当することとなりました。

（注4）「議決権所有割合」は、当社が2025年4月10日に公表した「2025年2月期 決算短信〔日本基準〕（非連結）」に記載された2025年2月28日現在の当社の発行済株式総数（7,144,090株）に、2025年2月28日現在

残存する第2回新株予約権17,200個(目的となる当社株式の数:516,000株)、第3回新株予約権2,625個(目的となる当社株式の数:78,750株)、第4回新株予約権250個(目的となる当社株式の数:7,500株)、第5回新株予約権100個(目的となる当社株式の数:3,000株)、第6回新株予約権6,000個(目的となる当社株式の数:6,000株)、第7回新株予約権9,000個(目的となる当社株式の数:9,000株)、第8回新株予約権15,000個(目的となる当社株式の数:15,000株)及び第9回新株予約権9,000個(目的となる当社株式の数:9,000株)の合計59,175個の目的となる株式数(合計644,250株)を加えた株式数(7,788,340株)に係る議決権数(77,883個)を分母として計算し、小数点以下第三位を四捨五入しております。

このような経緯を経て、当社は、TBSホールディングスより、本日付で、本意見表明報告書の「3 当該公開買付けに関する意見の内容、根拠及び理由」の「(4)本公開買付け後の組織再編などの方針(いわゆる二段階買収に関する事項)」に記載のとおり、本取引の一環として、本株式等売渡請求をする旨の通知を受けました。

そして、当社はかかる通知を受け、本株式等売渡請求を承認するか否かについて、慎重に協議、検討いたしました。

その結果、当社は、本日開催の取締役会において、(a)本株式等売渡請求は、本取引の一環として行われるものであるところ、上記のとおり、当社は、本取引は当社の企業価値の向上に資すると判断しており、当該判断を変更すべき特段の事情が見受けられないこと、(b)本株式売渡対価は、本公開買付価格と同一の価格であり、本新株予約権売渡対価は本新株予約権買付価格と同一の価格であるところ、当該価格の決定に際しては、本意見表明プレスリリースの「3.本公開買付けに関する意見の内容、根拠及び理由」の「(6)公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置」に記載のとおり、本取引の公正性を担保するための措置が講じられていること等に鑑みれば、本売渡株主及び本売渡新株予約権者の皆様にとって合理的な価格であり、本売渡株主及び本売渡新株予約権者の皆様の利益を害することのないよう十分留意されていると考えられること、(c)TBSホールディングスによれば、TBSホールディングスは、本株式等売渡対価及び本新株予約権売渡対価の全てを、同社が保有する現預金を原資として支払うことを予定しているとのことであり、本公開買付けに係る公開買付届出書の添付書類として2025年4月9日時点の同社の残高証明書を提出しており、同日以降、本株式等売渡対価及び本新株予約権売渡対価の支払に支障を及ぼす事象は発生しておらず、今後発生する可能性も認識していないとのことであることなどから、TBSホールディングスによる本株式等売渡対価及び本新株予約権売渡対価の支払のための資金の準備状況・確保手段は相当であり、TBSホールディングスによる本株式等売渡対価及び本新株予約権売渡対価の交付の見込みはあると考えられること、(d)本株式等売渡対価及び本新株予約権売渡対価の交付までの期間及び支払方法について不合理な点は認められないことから、本株式等売渡請求に係る取引条件は相当であると考えられること、(e)本公開買付けの開始日以降本日に至るまで当社の企業価値に重大な変更は生じていないこと等を踏まえ、本株式等売渡対価及び本新株予約権売渡対価を含む本株式等売渡請求の条件等は妥当であると判断し、TBSホールディングスからの通知のとおり、本株式等売渡請求を承認する決議をいたしました。

以上