

【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 8 月 1 日

【会社名】 株式会社ゴルフダイジェスト・オンライン

【英訳名】 Golf Digest Online Inc.

【代表者の役職氏名】 代表取締役社長 石坂 信也

【本店の所在の場所】 東京都品川区東五反田二丁目10番 2 号

【電話番号】 (03) 5656-2888

【事務連絡者氏名】 執行役員最高財務責任者 中村 怜

【最寄りの連絡場所】 東京都品川区東五反田二丁目10番 2 号

【電話番号】 (03) 5656-2888

【事務連絡者氏名】 執行役員最高財務責任者 中村 怜

【縦覧に供する場所】 株式会社東京証券取引所
(東京都中央区日本橋兜町 2 番 1 号)

1【提出理由】

当社は、2025年8月1日開催の当社取締役会において、当社の普通株式（以下「当社株式」といいます。）5,300,000株を1株に併合する株式の併合（以下「本株式併合」といいます。）を目的とする2025年9月5日開催予定の当社の臨時株主総会（以下「本臨時株主総会」といいます。）及び当社株式の株主による種類株主総会（以下「本種類株主総会」といいます。）を招集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4の規定に基づき、本臨時報告書を提出するものであります。

2【報告内容】

1. 本株式併合の目的

当社が、2025年5月15日付で公表しました「MBOの実施及び応募の推奨に関するお知らせ」（以下「本意見表明プレスリリース」といいます。）に記載のとおり、株式会社TGTホールディングス（以下「公開買付者」といいます。）は、当社株式の全て（但し、本新株予約権（注1）の行使により交付される当社株式を含み、当社が所有する自己株式（但し、株式給付信託（以下「BBT」といいます。）の信託財産として、BBTの受託者であるみずほ信託銀行株式会社（以下「みずほ信託銀行」といいます。）が所有する当社株式（67,600株）（以下「BBT所有株式」といいます。）を除きます。）及び本不応募合意株式（当社の代表取締役社長である石坂信也氏（以下「石坂氏」といいます。）（所有株式数：3,241,200株、所有割合：17.73%）、株式会社ゴルフダイジェスト社（所有株式数：1,750,000株、所有割合：9.57%）、株式会社モーターマガジン社（所有株式数：1,600,000株、所有割合：8.75%）、木村玄一氏（所有株式数：1,150,000株、所有割合：6.29%）及び木村正浩氏（所有株式数：800,000株、所有割合：4.38%）（以下、石坂氏、株式会社ゴルフダイジェスト社、株式会社モーターマガジン社、木村玄一氏及び木村正浩氏を併せて「本不応募合意株主」といいます。）が所有する当社株式合計8,541,200株（所有割合：46.73%）を総称していいます。以下同じです。）を除きます。）並びに本新株予約権の全て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、公開買付者による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。）を2025年5月16日から開始することを決定しております。

（注1）「本新株予約権」とは、以下の新株予約権を総称していいます。

2021年4月22日開催の当社取締役会の決議に基づき発行された新株予約権（以下「2021年度新株予約権」といいます。）（行使期間は2023年4月23日から2031年4月22日まで）

2023年4月27日開催の当社取締役会の決議に基づき発行された新株予約権（以下「2023年度新株予約権」といいます。）（行使期間は2025年4月28日から2033年4月27日まで）

2024年7月23日開催の当社取締役会の決議に基づき発行された新株予約権（以下「2024年度新株予約権」といいます。）（行使期間は2026年7月23日から2034年7月22日まで）

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

そして、当社が2025年7月4日付で公表いたしました「株式会社TGTホールディングスによる当社株券等に対する公開買付けの結果並びにその他の関係会社及び主要株主である筆頭株主の異動に関するお知らせ」（以下「本公開買付結果プレスリリース」といいます。）に記載のとおり、公開買付者は2025年5月16日から2025年7月3日まで本公開買付けを行い、その結果、2025年7月10日（本公開買付けの決済の開始日）をもって、当社株式6,582,812株を保有するに至りました。

公開買付者は、当社の株券等を取得及び所有することを主たる目的として、2025年4月8日付で設立された株式会社であり、本日現在、インテグラル株式会社（以下「インテグラル」といいます。）がその発行済株式の全てを所有しているとのことです。なお、本公開買付けの公表日である2025年5月15日時点で、インテグラル並びに公開買付者を含むインテグラルの子会社及び関連会社その他公開買付者に対する出資に関わる各主体は、当社株式及び本新株予約権を所有していなかったとのことです。

本意見表明プレスリリースにおいてお知らせしましたとおり、当社及び主要な連結子会社3社により構成される企業グループ(以下「当社グループ」といいます。)は、IT・技術革新を駆使し、ゴルフそのものの変革に挑戦し続けることを使命と捉え、ゴルフ×インターネットを主軸に、日米を筆頭としたゴルフ市場において、ゴルフ専門のグローバルサービス企業としてゴルフビジネスを行っております。具体的には、国内事業としてオンラインのゴルフ用品販売チャネルである「GDOゴルフショップ」や中古品を中心に扱う実店舗「ゴルフガレージ」を通じたゴルフ用品販売事業、ゴルフ場予約サイト「GDOゴルフ場予約」の運営等を行うゴルフ場事業、トップトレーサー・レンジ(注3)の国内代理店として国内各所のゴルフ練習場への導入を行うゴルフ練習場事業、ゴルフ関連のインターネットメディアの運営を行うメディア事業及びトレーニングセンター「GOLFTEC by GDO」においてインドアでのマンツーマンゴルフレッスン事業等を展開しております。また、海外事業では米国を中心に世界7か国262店舗(2024年12月末時点)を展開するトレーニングセンター「GOLFTEC」において、インドアでのマンツーマンのゴルフレッスンやクラブフィッティング販売等を提供するGOLFTEC事業、ゴルフ弾道測定器「SKYTRAK」(注4)の企画、開発、販売や「SKYTRAK」利用にあたり必要となるネット、マット、ケースやプロジェクターといった周辺機器の販売を行うゴルフ弾道測定器事業及びゴルフ関連事業の開発等を行っております。

(注3)「トップトレーサー・レンジ」とは、米国Topgolf社が提供するゴルフレンジに設置されるカメラで打ったボールの弾道・飛距離・ボールスピード等を計測し、計測情報を各打席に設置されたスクリーンに映し出す計測機器です。

(注4)「SKYTRAK」とは、一般ゴルファー向けのゴルフ弾道測定器製品で、飛距離、スピード、回転数等のボールデータ及びスイングスピード、クラブパス等のクラブデータを計測することが可能です。

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

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

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

しかしながら、本公開買付けが成立したことに伴い、財務制限条項に抵触した上述の金銭消費貸借契約及び優先株式投資契約については、当該金融機関及びA種優先株式を有する株主との協議により、2025年12月末までは期限の利益喪失に伴う権利行使をしない旨の同意を得ていること、並びに、継続企業の前提に重要な疑義を生じさせるような状況は一部存在するものの、本公開買付けが成立したことにより、継続企業の前提に関する重要な不確実性は認められなくなったと判断し、「継続企業の前提に関する注記」の解消を決定の上、当社は、2025年7月4日付で、「継続企業の前提に関する注記」の記載解消に関するお知らせを公表しております。かかる内容の詳細につきましては、当社が2025年7月4日付で公表した上記「継続企業の前提に関する注記」の記載解消に関するお知らせをご参照ください。

() マーケティング戦略の強化

当社グループの根幹をなす顧客データベース及びメディア力を最大限活かし、事業拡大を進めるためには、マーケティング戦略の強化が不可欠です。ゴルファーのみならずノンゴルファーとの接点数、接触頻度の最大

化、既存顧客との関係強化、日本・米国を含む世界各国に点在する「GOLFTEC」店舗数及びその知名度を活かした施策の検討等を実行しております。また、日々進化するマーケティングソリューションを効果的かつ迅速に展開するために、事業サービスを越えた横断的な連携の強化に取り組んでおります。

() ゴルフ業界における確固たる地位の構築

当社グループは、IT・技術革新及びゴルフの変革を推進することで、世界のゴルフ関連企業との差別化を図り、当社グループならではの付加価値を高めることを目指しております。そのためには、良質な情報を得ることが必要であり、世界のゴルフ市場において1位、2位のシェアを誇る米国、日本（注5）に拠点を置くことで、より先進的な、より優れた情報が得られると考えております。その情報力をもって想像力や競争力を高め、各拠点での事業活動の相乗効果を発揮して、最先端のサービスを目指してまいります。

() グローバル展開の推進

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

（注5）出典：2023 World Golf Report / Yano Research Institute Ltd.&Golf Datatech, L.L.C.

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

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

当社グループにおける主要な国内事業「ゴルフ用品販売事業」に関しては、最新ゴルフ用品を購入する前に一定期間月額定額で使用可能なオリジナルサービス「TRY SHOT」やゴルフクラブの「下取り割」（注6）の強化や、発注精度向上、在庫管理等により事業成長を目指している一方、コスト上昇に伴う商品単価の上昇により、個人消費活動に影響が出ている状況にあると考えております。

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

（注6）「下取り割」とは、商品購入時にお手持ちのゴルフクラブを下取りに出していただく前提で、ご注文時に下取り金額を割引するサービスをいいます。

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

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

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

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

加え、2024年12月期決算において債務超過状態となったことから、新たに「純資産の額」が抵触しました。

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

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

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

石坂氏及びインテグラルは、2025年2月上旬以降も当社グループの企業価値の向上に向けた上記課題の解決について協議・検討を重ねた結果、日米におけるゴルフに対する需要の落ち着き、消費者における嗜好の多様化、各原材料価格や輸送コストの高騰等、当社グループの位置する事業環境は急速に変化を続けており、特に海外事業の再成長及び体制整備の推進が急務であると認識するに至ったとのことです。具体的には、国内事業においてはUI/UX（注7）の改善によるサービスの向上、生成AIを活用した新サービスの開発・提供を通じた新規顧客の獲得、米国事業においてはGOLFTECの収益性改善、経営管理体制の強化及び将来的な新規出店加速、GOLFTECとSKYTRAKを掛け合わせたGOLFTEC ANYWHERE構想の推進を目指しつつ、これら施策を柔軟かつ機動的に検討・実行できる組織への転換が重要であると認識するに至ったとのことです。しかしながら、石坂氏及びインテグラルは、抜本的な組織転換に向けた取組みは、中長期的には当社グループの企業価値向上が期待できるものの、各施策の効果の発現には一定の時間を要することから早期の利益貢献は見込めず、むしろ、ガバナンス体制構築、新規IT投資等で必須の多額な投資を行っても計画とおりに事業が展開しないリスクもあり、ひいては東京証券取引所プライム市場の上場維持基準を充たしていない状況が継続する結果となるリスクもある中で、短期的には当社株主に悪影響を及ぼす可能性があることに大きな懸念があると考えに至ったとのことです。結果として、当社が上場を維持したままでこれらの施策を実施すれば、資本市場から十分な評価が得られず、当社の株主の皆様に対して、短期的に当社株式の株価下落といった不利益を与えるおそれが懸念され、かかる懸念を払拭するためには、当社株式を非公開化した上でインテグラルの経営支援を得ながらこれらの施策を実施することが、最も望ましい選択肢であると判断するに至ったとのことです。

（注7）「UI/UX」とは、User Interface/User Experienceの略で、UIはユーザーとサービスや製品との接点（画面レイアウト、ボタン、フォント等）を指し、UXはサービス・製品等の利用で得られる体験を表す概念をいいます。

本意見表明プレスリリースにおいてお知らせしましたとおり、当社は、2025年2月21日、石坂氏及びインテグラルから、当社に対して本取引の実施に向けた協議・検討の申入れに係る提案書を受領したこと受け、みずほ証券株式会社（以下「みずほ証券」といいます。）及びCPAパートナーズ株式会社（以下「CPAパートナーズ」といいます。）から当社株式の価値算定結果に関する報告、公開買付者との交渉方針に関する助言その他の財務的見地からの助言を受けるとともに、森・濱田松本法律事務所外国法共同事業（以下「森・濱田松本法律事務所」といいます。）から本取引における手続の公正性を確保するための対応についてのガイダンスその他の法的助言を受け、これらを踏まえ、本取引の是非及び取引条件の妥当性について慎重に検討を行ってまいりました。

さらに、当社は、本特別委員会（下記「3.1株に満たない端数の処理をすることが見込まれる場合における当該処理の方法、当該処理により株主に交付されることが見込まれる金銭の額及び当該額の算定根拠」の「（3）本

取引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」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」の「(i) 設置等の経緯」で定義します。以下同じです。) から、2025年5月15日付で答申書(以下「本答申書」といいます。)の提出を受け、その上で、当社は、森・濱田松本法律事務所から受けた法的助言、みずほ証券から取得した株式価値算定書(以下「本株式価値算定書(みずほ証券)」)といいます。)の内容及び本特別委員会がCPAパートナーズより2025年5月14日付で取得した当社株式の株式価値に関する株式価値算定書(以下「本株式価値算定書(CPAパートナーズ)」)といいます。)を踏まえつつ、本特別委員会から提出された本答申書の内容を最大限に尊重しながら、本取引を通じて当社の企業価値を向上させることができるか、本公開買付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。)を含む本取引の諸条件は妥当なものか、本取引は公正な手続を通じて行われることにより一般株主の享受すべき利益が確保されるものとなっているか等の観点から慎重に協議・検討を行いました。

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

a. 抜本的な組織転換の実施

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

b. 海外セグメントの収益改善

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

c. マーケティング戦略等の強化

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

また、当社は、下記「3. 1株に満たない端数の処理をすることが見込まれる場合における当該処理の方法、当該処理により株主に交付されることが見込まれる金銭の額及び当該額の算定根拠」の「(2) 当該処理により株主に交付されることが見込まれる金銭の額及び当該額の相当性に関する事項」に記載のとおり、当社取締役会は、本公開買付け価格及び本公開買付けに係るその他の諸条件は当社の株主の皆様にとって妥当であり、本公開買付けは、株主の皆様に対して、合理的な株式の売却の機会を提供するものであると判断いたしました。

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

その後、本公開買付けが成立いたしましたので、当社は、公開買付者から要請を受け、本意見表明プレスリリースにてお知らせしました方針に従い、2025年8月1日開催の当社取締役会において、本臨時株主総会及び本種類株主総会において株主の皆様のご承認をいただくことを条件として、当社の普通株主を本存続予定株主（公開買付者及び石坂氏を除く本不応募合意株主を総称していいます。以下同じです。）のみとするために、当社株式5,300,000株を1株に併合する当社株式の併合（以下「本株式併合」といいます。）を本臨時株主総会及び本種類株主総会に付議することを決議いたしました。

なお、本株式併合により、本存続予定株主以外の株主の皆様の所有する普通株式の数は、1株に満たない端数となる予定です。

本取引の経緯の詳細につきましては、本意見表明プレスリリース及び本公開買付結果プレスリリースも併せてご参照ください。

2. 本株式併合の割合

当社普通株式5,300,000株を1株に併合いたします。

3. 1株に満たない端数の処理をすることが見込まれる場合における当該処理の方法、当該処理により株主に交付されることが見込まれる金銭の額及び当該額の算定根拠

(1) 1株に満たない端数の処理をすることが見込まれる場合における当該処理の方法

上記「1. 本株式併合の目的」に記載のとおり、本株式併合により、本存続予定株主以外の普通株主の皆様の保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。

本株式併合の結果生じる1株未満の端数については、その合計数（会社法第235条第1項の規定により、その合計数に1株に満たない端数がある場合にあっては、当該端数は切り捨てられます。）に相当する数の株式を、会社法第235条その他の関係法令の規定に従って売却し、その端数に応じて、その売却により得られた代金を普通株主の皆様へ交付いたします。当該売却について、当社は、本株式併合が、当社の普通株主を本存続予定株主のみとすることを目的とする本取引の一環として行われるものであること、当社株式が2025年9月29日をもって上場廃止となる予定であり、市場価格のない株式となることから、競売によって買受人が現れる可能性は低いと考えられることに鑑み、会社法第235条第2項の準用する同法第234条第2項の規定に基づき、裁判所の許可を得て公開買付者が買い取ることを予定しております。

この場合の売却額は、上記裁判所の許可が予定どおり得られた場合には、普通株主の皆様の所有する当社株式の数に本公開買付価格と同額である430円を乗じた金額に相当する金銭を各株主の皆様へ交付できるような価格に設定する予定です。

(2) 当該処理により株主に交付されることが見込まれる金銭の額及び当該額の相当性に関する事項

上記「(1) 1株に満たない端数の処理をすることが見込まれる場合における当該処理の方法」に記載のとおり、端数処理により株主の皆様へ交付されることが見込まれる金銭の額は、株主の皆様が所有する当社株式の数に、本公開買付価格と同額である430円を乗じた金額となる予定です。

本公開買付価格である430円については、(i)本公開買付け実施についての公表日の前営業日である2025年5月14日の当社株式の東京証券取引所プライム市場における終値336円に対して27.98%、直近1か月間の終値の単純平均値334円に対して28.74%、直近3か月間の終値の単純平均値327円に対して31.50%及び直近6か月間の終値の単純平均値346円に対して24.28%のプレミアムをそれぞれ加えた価格であること、(ii)本株式価値算定書（みずほ証券）及び本株式価値算定書（CPAパートナーズ）の算定結果のうち、市場株価基準法の算定レンジの上限値を上回るとともに、DCF法による算定結果の中央値付近の水準にあること、(iii)下記「(3) 本取引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」に記載の利益相反を回避するための措置等、一般株主の利益への配慮がなされていると認められること、(iv)上記利益相反を解消するための措置が採られた上で、当社並びに本特別委員会と石坂氏及びインテグラルの間で協議・交渉が複数回行われ、より具体的にはみずほ証券及びCPAパートナーズによる算定結果の内容や本特別委員会との協議、森・濱田松本法律事務所から受けた法的助言等を踏まえながら、真摯かつ継続的に協議・交渉が行われた上で決定された価格であることに加え、当社は、

東京証券取引所プライム市場の上場維持基準のうち、流通株式時価総額100億円以上及び純資産の額が正であることとの基準を充足していない状況にあること、及び2024年12月期決算における債務超過状態の継続により上場維持基準に抵触する可能性も否定できないことから、本公開買付価格について、本公開買付けは、当社の株主の皆様に対して合理的な株式の売却の機会を提供するものであると判断し、2025年5月15日開催の当社取締役会において、当社の取締役6名のうち、石坂氏及び木村玄一氏を除く取締役4名において審議の上、その全員一致により、本公開買付けに賛同する旨の意見を表明するとともに、当社の株主の皆様が本公開買付けに応募することを推奨する旨及び本新株予約権者の皆様が本公開買付けに応募するか否かについて本新株予約権者の皆様のご判断に委ねる旨を決議いたしました。その後、本臨時株主総会及び本種類株主総会の招集を決議した2025年8月1日付の当社取締役会の開催時点に至るまでに、本公開買付価格に関する当社の判断の基礎となる諸条件に重大な変更が生じていないことを確認しております。

以上より、当社は、端数処理の方法及び端数処理により株主の皆様へ交付することが見込まれる金銭の額については、相当であると判断しております。

(3) 本取引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

本株式併合は、本公開買付けのいわゆる二段階買収の二段階目の手続として行われるものであるところ、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)(注8)に該当する本取引の一環として行われるものであり、構造的な利益相反の問題が存在すること等を踏まえ、本公開買付価格の公正性の担保、本公開買付けの実施を決定するに至る意思決定の過程における恣意性の排除及び利益相反の回避の観点から、本公開買付けを含む本取引の公正性を担保するため、以下の措置を実施いたしました。

なお、公開買付者は、本公開買付けにおいて、いわゆる「マジョリティ・オブ・マイノリティ」(Majority of Minority)の買付予定数の下限を設定すると、本公開買付けの成立が不安定なものとし、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るものと考え、本公開買付けにおいて「マジョリティ・オブ・マイノリティ」(Majority of Minority)の買付予定数の下限は設定していないとのことです。もっとも、公開買付者及び当社において、本公開買付価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置として、以下の措置を実施していることから、当社の少数株主の利益には十分な配慮がなされていると考えております。

(注8)「マネジメント・バイアウト(MBO)」とは、一般に、買収対象者の経営陣が、買収資金の全部又は一部を出資して、買収対象者の事業の継続を前提として買収対象者の株式を取得する取引をいいます。

当社における独立した特別委員会の設置及び特別委員会からの答申書の取得

() 設置等の経緯

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

そして、当社は、上記臨時取締役会決議に基づき、本特別委員会に対し()本公開買付けについて当社取締役会が賛同すべきか否か、及び、当社株主及び当社新株予約権者に対して本公開買付けへの応募を推奨すべきか否かを検討し、当社取締役会に勧告を行うこと、(ii)当社取締役会における本取引についての決定が、当社の少数株主にとって不利益なものでないかを検討し、当社取締役会に意見を述べること(な

お、かかる勧告及び意見に際しては、本取引の目的の正当性、本取引の手の公正性及び本取引に係る公開買付価格等の条件の妥当性のそれぞれを踏まえるものとしております。) (以下()及び(ii)を総称して「本委嘱事項」といいます。) について委嘱いたしました。

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

() 検討の結果

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

具体的には、まず、当社が選任したファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関であるみずほ証券並びにリーガル・アドバイザーである森・濱田松本法律事務所について、いずれも独立性及び専門性等に問題がないことを確認した上で、その選任を承認しております。

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

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

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

含む提案を受け、結果として合計6回の提案を受け、本公開買付価格を引き上げております。

() 判断内容

本特別委員会は、上記の協議及び検討の内容を踏まえ、本委嘱事項について慎重に協議及び検討を行った結果、2025年5月15日に、当社取締役会に対し、委員全員の一致で、大要以下の内容の本答申書を提出いたしました。

答申内容

- (a) 当社取締役会は、本公開買付けに賛同する旨の意見を表明するとともに、当社の株主に対しては、本公開買付けへの応募を推奨すること、本新株予約権者に対しては、本公開買付けに応募するか否かについて、当該本新株予約権者の判断に委ねる旨を決議するべきであると考えます。
- (b) 当社取締役会において本公開買付けに賛同する旨の意見を表明するとともに、当社の株主に対し、本公開買付けへの応募を推奨する旨の決議を行うこと、本新株予約権者に対しては、本公開買付けに応募するか否かについて、当該本新株予約権者の判断に委ねる旨を決議することは、当社少数株主（一般株主）にとって不利益なものではないと考える。また、本公開買付けにより公開買付者が当社株式の全て（但し、本新株予約権の行使により交付される当社株式を含み、当社が所有する自己株式（但し、BBT所有株式を除く。）及び本不応募合意株式を除く。）を取得するに至らなかった場合に、本公開買付けの成立後に行われる当社の株主を本存続予定株主のみとするための一連の手続は、当社少数株主（一般株主）にとって不利益なものではないと考える。

答申理由

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

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

ア 当社を取り巻く事業環境及び当社の経営課題

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

イ 本取引の意義

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

ウ 本取引のデメリット

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

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

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

ア みずほ証券による株式価値算定の結果及びその内容の合理性

- ・市場株価基準法による分析においては、当社の市場株価を直近終値及び一定期間の終値の平均値を分析することで当社の株式価値を算定しているところ、このような算定の方法は本取引と類似の取引において一般的に用いられているものであり、市場株価基準法による算定の内容に不合理な点は認められない。
- ・ディスカунティッド・キャッシュ・フロー法(以下「DCF法」といいます。)による分析においては、当社が作成した2025年12月期から2028年12月期までの4期分の事業計画における収益予測及び投資計画、並びに一般に公開された情報等の諸要素を前提として、2025年12月期以降に当社の国内事業及び海外事業が生み出すと見込まれるエクイティ・キャッシュ・フローを一定の割引率で現在価値に割り引いて株式価値を算定している。DCF法による分析に用いられた割引率については、国内事業は9.14%~10.14%、海外事業は14.19%~15.19%が、継続価値の算定については永久成長法を採用し、国内事業及び海外事業の永久成長率は、0.5%~0.5%が、それぞれ用いられているところ、これらはそれぞれみずほ証券がファイナンシャル・アドバイザーとしての専門的見地から設定したものであり、本特別委員会におけるみずほ証券によるこれらの数値の算出根拠及び算出方法等についての説明にも特に不合理な点は認められない。

イ CPAパートナーズによる株式価値算定の結果及びその内容の合理性

- ・市場株価基準法では、本公開買付けの公表日の前営業日である2025年5月14日を算定基準日として、東京証券取引所プライム市場における当社株式の基準日の終値、直近1か月間の終値単純平均値、直近3か月間の終値の単純平均値、直近6か月間の終値単純平均値を基に、当社株式1株当たりの株式価値の範囲を算定しているところ、このような算定の方法は本取引と類似の取引において一般的に用いられているものであり、市場株価基準法による算定の内容に不合理な点は認められない。
- ・DCF法では、当社グループの事業を、国内事業と海外事業に分類して株式価値算定を行うサム・オブ・ザ・パーツ分析を実施している。当社が作成した2025年12月期から2028年12月期までの事業計画における財務予測及び投資計画、一般に公開された情報等の諸要素を前提として、2025年12月期以降に当社の国内事業及び海外事業がそれぞれ創出すると見込まれるフリー・キャッシュ・フローを一定の割引率で現在価値に割り引いて企業価値や株式価値を評価し、当社株式1株当たりの株式価値の範囲を算定している。これはCPAパートナーズが第三者算定機関としての専門的見地から設定したものであり、本特別委員会におけるCPAパートナーズによるこれらの数値の算出根拠及び算出方法等についての説明にも特に不合理な点は認められない。

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

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

エ 当社株式の市場価格に対するプレミアム

- ・本公開買付け価格のプレミアムは、経済産業省により「公正なM&Aの在り方に関する指針 - 企業価値

の向上と株主利益の確保に向けて - 」が公表された2019年6月28日以降の国内の上場会社のMBO案件（全80件）における、公表日前営業日の終値、並びに過去1か月間、3か月間及び6か月間の終値単純平均値それぞれに対するプレミアム水準の中央値（対公表日前営業日終値：42.4%、対過去1か月間：44.9%、対過去3か月間：46.0%、対過去6か月間：47.3%）と比較すると、本公開買付価格に付されたプレミアムは必ずしも高い水準とは評価できないが、仮に本取引が実行されなかった場合には、足元の当社株式の市場株価の推移を踏まえると、当社が単独で流通株式時価総額100億円以上という上場維持基準を充足することは困難と考えられ、また、2024年12月期決算における債務超過状態の継続により上場維持基準に抵触する可能性も否定できないため、今後、当社の少数株主が当社株式を本公開買付価格よりも低い水準で売却せざるを得ない状況や売却すること自体が困難となる状況が生じ、当社の少数株主に看過できない損害を生じさせる可能性が否定できず、他のMBO案件全体の平均水準と同水準のプレミアムでなければ本取引を実施すべきではないと直ちに判断することは必ずしも適切ではないと考えられる。

- ・本公開買付価格が、上記のとおり、直近3か月間の終値単純平均値に対して30%を上回るプレミアムが付されたものであり、かつ、みずほ証券及びCPAパートナーズによる市場株価基準法に基づいて算定された価格帯の上限値を上回っており、DCF法の算定に基づく価格帯の中央値付近の水準にあること等も合わせて考慮すると、本公開買付価格に付されたプレミアム割合を理由に、本公開買付価格の妥当性が損なわれるものとはいえない。
- ・なお、東京証券取引所プライム市場における当社株式の株価は、最近2年以上の間、下落傾向にあるが、これは当社の財務状態や、東京証券取引所プライム市場の上場維持基準を満たしていない、既存借入金のコベナンツに抵触しているなどの状況が反映されたものと考えられ、現在の市場株価をもとにプレミアムを検討することには合理性があるといえる。

オ 本新株予約権買付価格の妥当性

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

カ 交渉過程・価格決定プロセス

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

キ 本取引の実施時期について

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

ク 取引の方法の合理性

- ・一段階目として公開買付けを行い、二段階目として株式併合を行うという方法は、この種の非公開化取引においては一般的に採用されている方法であり、かつ、株式併合については、一般株主が本公開買付け又は本公開買付けの成立後に行われる当社株式の併合のいずれによって対価を得

たとしても、本公開買付価格と同額の対価を得ることが確保されていることが公表される予定であること、本公開買付けの公表から本公開買付けの終了まで長期間が確保されていること、当社株主においては株式買取請求後の価格決定の申立てを行うことにより株式の価格を争うことが可能であることから、本取引の方法に不合理な点は認められない。

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

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

ア 独立した特別委員会の設置

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

イ 特別委員会による交渉への実質的な関与

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

ウ 当社による独立したリーガル・アドバイザーからの助言の取得

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

エ 当社による独立したファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関からの株式価値算定書の取得

・当社は、本公開買付けに関する意見表明を行うにあたり、ファイナンシャル・アドバイザーの専門性、過去の実績及び独立性などを総合的に勘案し、みずほ証券を、公開買付者、インテグラルグループ及び本不応募合意株主並びに当社から独立した専門性を有するファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関として選任した。当社は、みずほ証券から本公開買付価格を始めとする本公開買付けの条件について財務的見地からの助言・意見等を得るとともに、本公開買付価格の妥当性を確保するため、本株式価値算定書（みずほ証券）を取得している。

・また、当社及び本特別委員会は、本取引において独立した第三者算定機関からいわゆるフェアネス・オピニオンを取得していないが、フェアネス・オピニオンを取得しないことにより手続の公正性が損なわれるものではないと考えられる。

オ 本特別委員会による独立した第三者算定機関からの株式価値算定書の取得

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

カ 当社における独立した社内検討体制の構築

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

- キ 利害関係を有する取締役の取締役会における審議・決議、本取引の検討・交渉過程からの除外
- ・石坂氏、木村玄一氏及び上住敬一氏は、本取引の公正性を担保する観点から、これまでの全ての本取引に関する議案において、その審議及び決議には一切参加しておらず、2025年5月15日開催の取締役会における本取引に関する議案の審議及び決議にも参加しないことが予定されており、また、これまでも本取引に関して当社の立場において公開買付者との協議及び交渉に一切参加していない。
- ク 他の買収者による買収提案の機会の確保（マーケット・チェック）
- ・市場における潜在的な買収者の有無を調査・検討するいわゆる積極的なマーケット・チェックについては、当社及び本特別委員会による検討状況、本公開買付けの公正性を担保するために実施された各措置の内容、その他本取引における具体的な状況に鑑みて、これを行っていないことをもって本公開買付けにおける手続の公正性を損なうものではない。
- ケ マジヨリティ・オブ・マイノリティ条件の設定
- ・公開買付者は、本公開買付けにおいて、いわゆるマジヨリティ・オブ・マイノリティ条件を設定しない予定とのことであるが、本取引では当社において他に十分な充実した公正性担保措置が講じられており、公正な手続を通じた当社の株主の利益への十分な配慮がなされていると評価できることを踏まえれば、マジヨリティ・オブ・マイノリティ条件の設定が行われていないことは、本公開買付けにおける手続の公正性を損なうものではないと考えられる。
- コ 適切な情報開示
- ・本特別委員会は、森・濱田松本法律事務所及びみずほ証券から、当社が公表又は提出予定の本取引に係るプレスリリース及び意見表明報告書の各ドラフトの内容について説明を受けてその内容を確認している。上記各ドラフトによって、充実した情報開示が予定されており、かかる充実した開示は、本取引に関する情報の非対称性を緩和し、少数株主に十分な情報に基づく適切な判断機会を確保するものであるといえる。
- サ スクイズアウト手続の適法性・強圧性の排除
- ・石坂氏及びインテグラルは、完全子会社化の取引においては一般的に採用されているスクイズアウトの方法を採用することを予定しており、かつ、株式買取請求後の裁判所に対する価格決定の申立てが可能である。
 - ・当該手続において株主に交付される金銭の額については、本公開買付け価格に株主が所有している当社株式の数を乗じた価格と同一になるよう設定した上で裁判所に対して任意売却許可の申立てを行うことを当社に要請する予定であること等から、本取引については強圧性の問題が生じないように配慮の上、スクイズアウト手続の適法性も確保されているといえる。
- シ 公正性を疑わせるその他の事情の不存在
- ・本取引に係る協議、検討及び交渉の過程において、当社が公開買付者より不当な影響を受けたことを推認させる事実は認められない。
 - ・なお、当社は、2025年2月14日に「営業外収益（為替差益）の計上及び通期連結業績の前年実績値との差異並びに期末配当予想の修正に関するお知らせ」との適時開示を行っているが、業績については業績予想の修正ではなく通期連結業績の当期実績を東京証券取引所有価証券上場規程に従い開示したに過ぎず、また配当については親会社株主に帰属する当期純損失となり、連結で債務超過となることから、期末配当を行わないこととしたのであり、特段不合理な点は見当たらない。
- (エ) 「当社取締役会による本取引についての決定が、当社の少数株主にとって不利益なものでないか」について
- 上記(ア)「本取引の目的は正当・合理的と認められるか（本取引が当社の企業価値向上に資するかを含む。）」について記載のとおり、本取引は当社の企業価値向上に資するものであり、本取引の目的には正当性・合理性が認められる。また、上記(イ)「本取引の条件（本公開買付けにおける買付け等の価格を含む。）の公正性・妥当性が確保されているか」について記載のとおり、買付け等の価格を含む本取引の条件の公正性・妥当性は確保されており、上記(ウ)「本取引において、公正な手続を通じた当社の株主の利益への十分な配慮がなされているか」について記載のとおり、公正な手続も履践されていることから、当社の株主の利益への十分な配慮がなされているものと認められる。
- したがって、当社取締役会が本取引についての決定をすることは、当社の少数株主にとって不利益なものではないと考える。

当社における独立した第三者算定機関からの株式価値算定書の取得

() 算定機関の名称並びに当社及び公開買付者との関係

当社は、本公開買付けに関する意見表明を行うにあたり、公開買付者から提示された本公開買付価格に対する意思決定の公正性を担保するために、公開買付者、インテグラルグループ及び本不応募合意株主並びに当社から独立したファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関であるみずほ証券に対し、当社株式の株式価値の算定を依頼し、2025年5月14日付で本株式価値算定書（みずほ証券）を取得いたしました。

みずほ証券は、公開買付者、インテグラルグループ及び本不応募合意株主並びに当社の関連当事者には該当せず、本公開買付けを含む本取引に関して重要な利害関係を有しておりません。なお、みずほ証券のグループ企業である株式会社みずほ銀行（以下「みずほ銀行」といいます。）は、インテグラル及び当社に対して、通常の銀行取引の一環としての融資取引等を行っておりますが、みずほ証券によれば、みずほ証券は法第36条第1項及び金融商品取引業等に関する内閣府令（平成19年内閣府令第52号。その後の改正を含みます。）第70条の4の適用法令に従い、みずほ証券とみずほ銀行間の情報隔壁措置等の適切な利益相反管理体制を構築し、かつ実施しており、みずほ銀行の貸付人の地位とは独立した立場で、当社の株式価値の算定を行っているとのこと。当社は、みずほ証券の算定機関としての実績に加え、みずほ証券とみずほ銀行との間において適切な弊害防止措置が講じられていること等に鑑み、本取引におけるファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関として職務を行うにあたり十分な独立性が確保されており、当社がみずほ証券に対して当社株式の株式価値算定を依頼することに関し、特段の問題はないと判断しております。なお、本取引に係るみずほ証券に対する報酬には、本取引の成立等を条件に支払われる成功報酬が含まれておりますが、当社は、同種の取引における一般的な実務慣行等も勘案の上、上記の報酬体系によりみずほ証券を当社のファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関として選任いたしました。また、本特別委員会は、みずほ証券の独立性及び専門性に問題がないことを確認した上で、当社のファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関として選任することを承認しております。

() 算定の概要

(a) 当社株式

みずほ証券は、複数の算定手法の中から当社株式価値算定にあたり採用すべき算定手法を検討の上、当社株式について多面的に評価することが適切であるとの考えに基づき、当社株式が東京証券取引所プライム市場に上場していることから市場株価基準法を、将来の事業活動の状況を算定に反映するためにDCF法を採用して、当社の株式価値を算定いたしました。なお、事業計画期間中に資本構成が大きく変化することから、エクイティDCF法を採用しております。また、公開買付者及び当社において、本公開買付価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置を実施していることから、当社は、みずほ証券から本公開買付価格の公正性に関する意見（フェアネス・オピニオン）は取得しておりません。

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

市場株価基準法	: 327円～346円
DCF法	: 338円～538円

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

DCF法では、当社グループの事業を、国内事業と海外事業に分類して株式価値算定を行うサム・オブ・ザ・パーツ分析を実施しております。当社が作成した2025年12月期から2028年12月期までの事業計画における財務予測及び投資計画、一般に公開された情報等の諸要素を前提として、2025年12月期以降に当社の国内事業及び海外事業がそれぞれ創出すると見込まれるエクイティ・キャッシュ・フローを一定の割引率で現在価値に割り引いて株式価値を評価し、当社株式1株当たりの株式価値の範囲を338円から538円までと算定しております。なお、割引率は、国内事業は9.14%～10.14%、海外事業は14.19%～15.19%を採用しております。また、継続価値の算定にあたっては永久成長法を採用し、国内事業及び海外事業の永久成

長率を 0.5%～0.5%としております。なお、2025年12月期以降の計画期間においては、計画期間各期に発生するエクイティ・キャッシュ・フロー（除く有利子負債増減）を全額有利子負債の返済に充てる前提としているため、エクイティ・キャッシュ・フローは発生しない計画となっております。また、国内事業と海外事業をサム・オブ・ザ・パーツ分析で計算しているため、のれん等償却費は勘案しておらず、各事業の計画値を合計しても当社の連結ベースの数値とは一致しません。

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

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

国内事業（単位：百万円）

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

海外事業（単位：百万米ドル）

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

みずほ証券は、当社株式の株式価値の算定に際し、当社から提供を受けた情報及び一般に公開された情報等を原則としてそのまま採用し、それらの資料及び情報等が、全て正確かつ完全なものであることを前提としており、独自にそれらの正確性及び完全性の検証を行っていないとこのことです。加えて当社の財務予測に関する情報については、当社の経営陣による現時点での得られる最善の予測と判断に基づき合理的に作成されたことを前提としているとこのことです。また、当社の資産及び負債（簿外資産及び負債、その他偶発債務を含みます。）に関して独自の評価・査定を行っておらず、第三者機関への鑑定又は査定の依頼も行っておりません。みずほ証券の算定は、2025年5月14日までの上記情報を反映したものとこのことです。

(b) 本新株予約権

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

特別委員会における独立した第三者算定機関からの株式価値算定書の取得

() 算定機関の名称並びに当社及び公開買付者との関係

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

なお、CPAパートナーズは、当社及び公開買付者のいずれの関連当事者には該当せず、本公開買付けを含む本取引に関して重要な利害関係を有しておりません。また、本取引に係るCPAパートナーズの報酬は、本取引の成否にかかわらず支払われる固定報酬のみであり、本公開買付けを含む本取引の成立等を条件に支払われる成功報酬は含まれておりません。

() 算定の概要

(a) 当社株式

CPAパートナーズは、複数の算定手法の中から当社株式の価値算定にあたり採用すべき算定手法を検討の上、当社株式について多面的に評価することが適切であるとの考えに基づき、当社株式が東京証券取引所プライム市場に上場していることから市場株価基準法を、将来の事業活動の状況を算定に反映するためにDCF法を採用して、当社株式の株式価値算定を行いました。

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

市場株価基準法	: 327円～346円
DCF法	: 322円～538円

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

DCF法では、当社グループの事業を、国内事業と海外事業に分類して株式価値算定を行うサム・オブ・ザ・パーツ分析を実施しております。当社が作成した2025年12月期から2028年12月期までの事業計画における財務予測及び投資計画、一般に公開された情報等の諸要素を前提として、2025年12月期以降に当社の国内事業及び海外事業がそれぞれ創出すると見込まれるフリー・キャッシュ・フローを一定の割引率で現在価値に割り引いて企業価値や株式価値を評価し、当社株式1株当たりの株式価値の範囲を322円から538円までと算定しております。なお、割引率は、国内事業は7.25%～7.75%、海外事業は10.05%～10.55%を採用しております。また、継続価値の算定にあたっては永久成長法を採用し、国内事業及び海外事業の永久成長率を0.25%～0.75%としております。また、CPAパートナーズがDCF法において前提とした当社作成の国内事業及び海外事業の事業計画は、当社が2024年2月14日に公表した中期経営計画の作成において前提とした国内事業及び海外事業の事業計画とは異なりますが、中期経営計画の策定時から現在までの市場環境の変化、足元の収益環境及び当社の業績等を踏まえ、当社がより現状に即した客観的かつ合理的と考える財務予測に基づいて株式価値を算定し、本公開買付価格の妥当性を検討することが適切であると判断いたしました。なお、当社が本取引のために事業計画を作成するにあたり、本特別委員会は、当社より事業計画案の内容、重要な前提条件等について説明を受けるとともに、最終的な事業計画の内容、重要な前提条件及びその作成経緯等の合理性を確認しており、また、中期経営計画と当該財務予測の数値との間に乖離が生じていることに関しても、中期経営計画の策定時から現在までに市場環境が変化していることから、足元の収益環境及び当社の業績等を踏まえ、本特別委員会においてその合理性を確認しております。

CPAパートナーズがDCF法の算定の前提とした当社作成の事業計画に基づく連結財務予測は以下のとおり

です。なお、CPAパートナーズがDCF法に用いた当社の事業計画においては、対前年度比較において大幅な増減益を見込んでいる事業年度が含まれております。具体的には、海外事業における2026年12月期～2028年12月期の各期において、GOLFTEC事業におけるサービス追加、運営コスト抑制による既存店の収益改善及び2026年12月期以降の新規出店の利益寄与、ゴルフ弾道測定器事業におけるソフトウェア（サブスクリプション）ビジネスへのシフト等が主因となり、対前年度比較において営業利益の大幅な増益を見込んでおります。さらに、減価償却費と同程度の設備投資を計画していることから、営業利益の増益に起因するフリー・キャッシュ・フローの大幅な増加を見込んでおります。また、本取引により実現することが期待されるシナジー効果については、現時点において具体的に見積もることが困難であるため、以下の財務予測に加味しておらず、これを算定の基礎としたCPAパートナーズによる算定にも盛り込まれておりません。

国内事業（単位：百万円）

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

海外事業（単位：百万米ドル）

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

CPAパートナーズは、当社株式の株式価値の算定に際し、当社から提供を受けた情報及び一般に公開された情報等を原則としてそのまま採用し、それらの資料及び情報等が、全て正確かつ完全なものであることを前提としており、独自にそれらの正確性及び完全性の検証を行っていないとのことです。加えて当社の財務予測に関する情報については、当社の経営陣による現時点での得られる最善の予測と判断に基づき合理的に作成されたことを前提としているとのことです。また、当社の資産及び負債（簿外資産及び負債、その他偶発債務を含みます。）に関して独自の評価・査定を行っておらず、第三者機関への鑑定又は査定の依頼も行っておりません。CPAパートナーズの算定は、2025年5月14日までの上記情報を反映したものとのことです。

(b) 本新株予約権

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

当社における独立した法律事務所からの助言の取得

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

森・濱田松本法律事務所は、公開買付者、インテグラルグループ及び本不応募合意株主並びに当社の関連当事者には該当せず、本公開買付けを含む本取引に関して重要な利害関係を有しておりません。また、本取引に係る森・濱田松本法律事務所の報酬は、本取引の成否にかかわらず、稼働時間に時間単価を乗じて算出するものとされており、本取引の公表や成立等を条件とする成功報酬は含まれておりません。また、本特別委員会

は、森・濱田松本法律事務所の独立性に問題がないことを確認した上で、当社のリーガル・アドバイザーとして承認しております。

当社における独立した検討体制の構築

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

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

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

当社は、みずほ証券から受けた財務的見地からの助言及びみずほ証券から取得した本株式価値算定書（みずほ証券）、本特別委員会を通じて提出を受けた本株式価値算定書（CPAパートナーズ）、森・濱田松本法律事務所からの法的助言、公開買付者との間で実施した複数回にわたる継続的な協議の内容及びその他の関連資料を踏まえつつ、本特別委員会から提出された本答申書の内容を最大限尊重しながら、本公開買付けを含む本取引が当社の企業価値の向上に資するか否か、及び本公開買付価格を含む本取引の諸条件について慎重に協議及び検討を行いました。

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

イザーである上住敬一氏を除く、監査役2名が出席し、出席した監査役はいずれも上記決議を行うことについて異議がない旨の意見を述べております。

なお、当社の取締役のうち、石坂氏及び木村玄一氏は、本公開買付けが成立した場合には、公開買付者に対して出資を行うとともに、本公開買付け成立後も継続して当社の経営にあたることを予定していることから、本取引において当社との間で構造的な利益相反状態にあるため、当該取締役会における審議及び決議には一切参加しておらず、また、当社の立場において公開買付者との協議及び交渉にも一切関与しておりません。

本公開買付けの公正性を担保する客観的状況の確保

公開買付者は、()本公開買付けの決済の完了後速やかに、本株式併合を行うこと及び本株式併合の効力発生を条件として単元株式数の定めを廃止する旨の定款の一部変更を行うことを付議議案に含む本臨時株主総会及び本種類株主総会の開催を当社に要請することを予定しており、当社の株主の皆様に対して、株式買取請求権又は価格決定申立権が確保されない手法は採用しないこと及び()本株式併合をする際に、当社の株主の皆様に対価として交付される金銭は本公開買付け価格に当該各株主(但し、本存続予定株主及び当社を除きます。)の所有する当社株式の数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することにより、当社の株主の皆様が本公開買付けに応募するか否かについて適切に判断を行う機会を確保し、これをもって強圧性が生じないように配慮しているとのことです。

また、公開買付者は、公開買付期間を、法令に定められた最短期間である20営業日より長期の35営業日としているとのことです。このように公開買付期間を法定最短期間より比較的長期に設定することにより、当社の株主の皆様が本公開買付けに対する応募について適切な判断機会を確保するとともに、公開買付者以外の者(以下「対抗的買取提案者」といいます。)にも対抗的な買付け等を行う機会を確保し、これをもって本公開買付けの公正性を担保することを企図しているとのことです。

さらに、公開買付者及び当社は、当社が対抗的買取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、当該対抗的買取提案者が当社との間で接触することを制限するような内容の合意は行っており、上記公開買付期間の設定と併せ、対抗的な買付け等の機会が確保されることにより、本公開買付けの公正性の担保に配慮しております。

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

4. 本株式併合の効力が生ずる日

2025年10月1日

以上