2023年１月６日

東京都千代田区丸の内二丁目５番２号
株式会社ユーザベース
代表取締役　稲垣　裕介

株式等売渡請求に関する事前開示事項

（会社法第179条の５第１項及び会社法施行規則第33条の７に定める事前開示書類）

当社は、当社の会社法（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項に定める特別支配株主である株式会社THE SHAPER（以下「THE SHAPER」といいます。）から、2023年１月６日付で、同法第179条の３第１項の規定に基づき、当社の株主の全員（ただし、THE SHAPER及び当社を除きます。以下「本売渡株主」といいます。）に対し、その所有する当社の株式（以下「本売渡株式」といいます。）の全部をTHE SHAPERに売り渡すことを請求（以下「本株式売渡請求」といいます。）するとともに、併せて、本新株予約権（注１）の保有者の全員（ただし、THE SHAPERを除きます。以下「本売渡新株予約権者」といいます。）に対し、その保有する本新株予約権（以下「本売渡新株予約権」といいます。）の全部をTHE SHAPERに売り渡すことを請求（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。）する旨の通知を受領し、同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。

本株式等売渡請求に関する会社法第179条の５第１項及び会社法施行規則第33条の７に掲げる事項は、下記のとおりです。

（注１）「本新株予約権」とは、以下の新株予約権を総称していいます。以下同じです。

①2013年５月３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（以下「第４回新株予約権」といいます。）（行使期間は2013年５月５日から2023年５月３日まで）
②2014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５回新株予約権（以下「第５回新株予約権」といいます。）（行使期間は2014年５月１日から2024年３月28日まで）
③2015年６月19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（以下「第８回新株予約権」といいます。）（行使期間は2015年７月２日から2025年３月27日まで）
④2016年１月４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（以下「第９回新株予約権」といいます。）（行使期間は2016年１月６日から2025年12月18日まで）
⑤2016年７月15日開催の当社取締役会の決議に基づき発行された第11回新株予約権（以下「第11回新株予約権」といいます。）（行使期間は2016年７月20日から2025年12月18日まで）
⑥2016年７月15日開催の当社取締役会の決議に基づき発行された第12回新株予約権（以下

「第 12 回新株予約権」といいます。）（行使期間は 2016 年７月 20 日から 2025 年 12 月 18 日まで）

⑦2017 年５月 22 日開催の当社取締役会の決議に基づき発行された第 13 回新株予約権（以下「第 13 回新株予約権」といいます。）（行使期間は 2023 年４月１日から 2027 年６月 18 日まで）

⑧2017 年５月 22 日開催の当社取締役会の決議に基づき発行された第 14 回新株予約権（以下「第 14 回新株予約権」といいます。）（行使期間は 2022 年４月１日から 2027 年６月 18 日まで）

⑨2017 年５月 22 日開催の当社取締役会の決議に基づき発行された第 15 回新株予約権（以下「第 15 回新株予約権」といいます。）（行使期間は 2021 年４月１日から 2027 年６月 18 日まで）

⑩2018 年３月 16 日開催の当社取締役会の決議に基づき発行された第 16 回新株予約権（以下「第 16 回新株予約権」といいます。）（行使期間は 2019 年２月 15 日から 2024 年７月 31 日まで）

⑪2018 年３月 16 日開催の当社取締役会の決議に基づき発行された第 17 回新株予約権（以下「第 17 回新株予約権」といいます。）（行使期間は 2019 年２月 15 日から 2024 年７月 31 日まで）

⑫2022 年４月 14 日開催の当社取締役会の決議に基づき発行された第 28 回新株予約権（以下「第 28 回新株予約権」といいます。）（行使期間は 2022 年４月 30 日から 2027 年４月 29 日まで）

記

１．　特別支配株主の名称及び住所（会社法第 179 条の５第１項第１号）

名称：　株式会社 THE SHAPER

住所：　東京都千代田区丸の内一丁目５番１号

２．　会社法第 179 条の２第１項各号に掲げる事項（会社法第 179 条の５第１項第２号）

（１）　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。

（２）　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号及び第３号）

THE SHAPER 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 1,500 円の割合をもって金銭を割当交付いたします。

（３）　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）

THE SHAPER 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個につき下記の割合をもって金銭を割当交付いたします。

第４回新株予約権１個につき金 17,160 円
第５回新株予約権１個につき金 16,992 円
第８回新株予約権１個につき金 14,496 円
第９回新株予約権１個につき金 14,496 円
第 11 回新株予約権１個につき金 14,496 円
第 12 回新株予約権１個につき金 14,496 円
第 13 回新株予約権１個につき金１円
第 14 回新株予約権１個につき金 94,800 円
第 15 回新株予約権１個につき金 94,800 円
第 16 回新株予約権１個につき金１円
第 17 回新株予約権１個につき金１円
第 28 回新株予約権１個につき金 472 円

（４）　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）

2023 年２月９日

（５）　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）

THE SHAPER 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、株式会社三菱 UFJ 銀行との間で、本株式売渡対価及び本新株予約権売渡対価の支払資金の借入に関する金銭消費貸借契約を締結しており、当該契約に基づき借入を行う予定です。

（６）　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、取得日後合理的な期間内に、THE SHAPER が本売渡株式及び本売渡新株予約権を取得する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若しく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各本売渡株主若しくは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（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 THE SHAPER 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支払うものとします。

３．　本株式売渡対価及び本新株予約権売渡対価の総額の相当性に関する事項、本株式等売渡請求の承認に当たり本売渡株主の利益を害さないように留意した事項その他の会社法第 179 条の２第１項第２号及び第３号に掲げる事項についての定めの相当性に関する事項（会社法第 179 条の５第１項第４号、会社法施行規則第 33 条の７第１項第１号）

（１）　本株式売渡対価及び本新株予約権売渡対価の総額の相当性に関する事項その他の会社法第 179 条の２第１項第２号及び第３号に掲げる事項についての定めの相当性に関する事項

本株式等売渡請求は、THE SHAPER が、2022 年 12 月 23 日付「株式会社 THE SHAPER による当社株式等に対する公開買付けの結果並びに親会社、主要株主である筆頭株主及び主要株主の異動に関するお知らせ」に記載のとおり、2022 年 11 月 10 日から 2022 年 12 月 22 日までを公開買付期間として、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。）に対して実施しておりました公開買付け（以下「本公開買付け」といいます。）の成立により、当社の総株主の議決権の 90%以上を所有するに至ったことから、当社が 2022 年 11 月９日付で公表した「株式会社 THE SHAPER による当社株式等に対する公開買付けに関する賛同の意見表明及び応募推奨のお知らせ」（以下「当社 11 月９日プレスリリース」といいます。）の「３．本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等の方針（いわゆる二段階買収に関する事項）」に記載のとおり、当社株券等の全て（ただし、当社が所有する自己株式を除きます。以下同じです。）を取得することにより、当社を非公開化することを目的とした取引（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、当社 11 月９日プレスリリースの「３．本公開買付けに関する意見の内容、根拠及び理由」の「（２）本公開買付けに関する意見の根拠及び理由」の「②公開買付者が本公開買付けの実施を決定するに至った背景、目的及び意思決定の過程並びに本公開買付け後の経営方針」及び「③当社が本公開買付けに賛同するに至った意思決定の経緯及び理由」に記載のとおり、以下の経緯及び理由により、2022 年 11 月９日開催の取締役会において、本公開買付けに賛同する旨の意見を表明するとともに、当社の株主の皆様に対し、本公開買付けへの応募を推奨すること、本新株予約権の所有者（以下「本新株予約権者」といいます。）のうち、第４回新株予約権、第５回新株予約権、第８回新株予約権、第９回新株予約権、第 11 回新株予約権、第 12 回新株予約権、第 14 回新株予約権、第 15 回新株予約権及び第 28 回新株予約権に係る本新株予約権者の皆様に対し、本公開買付けに応募することを推奨し、第 13 回新株予約権、第 16 回新株予約権及び第 17 回新株予約権に係る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。なお、上記取締役会決議は、下記「（２）

本株式等売渡請求の承認に当たり本売渡株主及び本売渡新株予約権者の利益を害さないように留意した事項」の「⑤当社における利害関係を有しない取締役全員（監査等委員を含みます。）の承認」に記載の方法により決議されております。

（i）検討体制の構築の経緯

当社11月９日プレスリリースの「３．本公開買付けに関する意見の内容、根拠及び理由」の「（２）本公開買付けに関する意見の根拠及び理由」の「②公開買付者が本公開買付けの実施を決定するに至った背景、目的及び意思決定の過程並びに本公開買付け後の経営方針」の「(i) 公開買付者が本公開買付けの実施を決定するに至った背景、目的及び意思決定の過程」に記載のとおり、当社は、高成長プロダクトである「SPEEDA EXPERT RESEARCH」、「FORCAS」及び「AlphaDrive/NewsPicks」への継続投資、コアアセットである経済情報への投資、NewsPicks事業の成長率の回復、SaaSとNewsPicks事業の融合や各SaaS事業プロダクト間の連携等の施策の実行、効率的かつ迅速な経営意思決定を可能とする組織体制の強化、今後の当社の成長を支える優秀な人材の採用・育成・リテンションの強化、営業効率向上に向けたコーポレート機能の強化等の施策への取組みといった経営課題の解決のために非公開化を含む様々な検討を行う過程において、2022年３月上旬、カーライル（The Carlyle Groupとその関係会社及びその他の関連事業体のことをいい、THE SHAPERを含みます。以下同じです。）との間で、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、さらには当社の最適な資本構成等について意見交換を行い、カーライルに対してかかる経営戦略や資本構成等について初期的な検討の依頼をし、これと並行して、2022年３月上旬以降、他のプライベート・エクイティ・ファンドを含む３社とも接点を持ち、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、さらには当社の最適な資本構成等について意見交換や協議を開始しました。

その後、当社は、2022年４月18日に、カーライルから非公開化を含む企業価値向上施策検討の申し入れを受け、同日、カーライルに対して本件検討に向けた協議を進める旨の連絡をした上で、かかる非公開化を含む企業価値向上施策の検討の機会を与えることとし、2022年４月から同年７月にかけて実施されたカーライルによるビジネスに関する初期的なレビューを経て、同年７月中旬にカーライルとして考える事業理解、今後の戦略等の説明を受けました。また、カーライルとの間で非公開化を含む企業価値向上施策に係る協議が徐々に進んできたことを踏まえて、当社は、2022年６月下旬、カーライル及び当社から独立したリーガル・アドバイザーとして長島・大野・常松法律事務所を選任し、同法律事務所から受けた本取引に関する意思決定の過程、方法その他の本取引に関する意思決定に当たっての留意点等についての法的助言を踏まえ、カーライルから独立した立場で、当社の企業価値の向上及び当社の少数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構築を開始いたしました。

その後、当社は、2022年９月２日、カーライルから、本取引の実施に向けた協議・検討の申し入れを受け、また、本取引について本格的に検討するため、当社に対して同年９月上旬から同年10月中旬の期間でデュー・ディリジェンスを実施したい旨の連絡を受

けました。当社は、2022年３月上旬以降、カーライルとの協議と並行して、他のプライベート・エクイティ・ファンドを含む３社との接点を持ち、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、さらには当社の最適な資本構成等について意見交換や協議を行いましたが、カーライルとの間で、種々意見交換や協議を重ねる中で、2022年９月上旬には、カーライルが国内外において豊富な投資実績を有していることから、当社事業に対する理解が最も深く、当社が展開する事業の近接領域への投資を踏まえた知見やネットワークの活用により経営戦略の早期実現が期待できると考えるようになり、当該他のプライベート・エクイティ・ファンドを含む３社とではなく、カーライルとの間で協議を進めるべきと考えるようになりました。具体的には、海外においてビジネスインテリジェンス･プラットフォームを展開するZoominfo Holdingsや、金融情報分析プラットフォームであるDealogicへの投資実績を有していること、国内においてもシンプレクス株式会社及びウイングアーク１ｓｔ株式会社への投資を通じてエンジニアが競争力の源泉となる組織風土への理解を有していると考えられること、AOI TYO Holdings株式会社への投資を通じてメディア業界の深い知見を有していると考えられることが挙げられます。当社は、これらの投資実績を踏まえ、非公開化を含む当社の中長期的な企業価値向上を推進する最適なパートナー候補であるという判断に至り、2022年９月２日、カーライルから本取引の実施に向けた協議・検討の申し入れを受けたことを機に、カーライルと本取引の実施に向けた協議を進めることといたしました。

そこで、当社は、2022年９月９日、カーライルに対して、本取引の実施に向けた協議を進める旨の連絡をするとともに、当社において本取引に係る検討、交渉及び判断を行うための体制を改めて整備するため、ファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関としてフーリハン・ローキー株式会社（以下「フーリハン・ローキー」といいます。）を選任し、また、下記「（２）本株式等売渡請求の承認に当たり本売渡株主及び本売渡新株予約権者の利益を害さないように留意した事項」の「①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、2022年９月９日の開催の取締役会決議により特別委員会（以下「本特別委員会」といいます。）を設置し、本取引の是非、取引条件の妥当性及び手続の公正性等について諮問いたしました（本特別委員会の委員の構成、具体的な諮問事項、検討の経緯及び判断内容等については、下記「（２）本株式等売渡請求の承認に当たり本売渡株主及び本売渡新株予約権者の利益を害さないように留意した事項」の「①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。）。また、当社は、上記取締役会において、当社の取締役会は、本特別委員会の判断を最大限尊重して意思決定を行うこと、本取引の取引条件について本特別委員会が妥当でないと判断した場合には、取締役会は本取引の実施を決定しない（本公開買付けに賛同せず応募推奨をしない）こととすることを決議しております。

また、当社は、下記「（２）本株式等売渡請求の承認に当たり本売渡株主及び本売渡新株予約権者の利益を害さないように留意した事項」の「①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、2022年９月９日、本特別委員会において、当社のリーガル・アドバイザーである長島・大野・常松法律事務

所並び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フーリハン・ローキーについて、その独立性及び専門性に問題がないことを確認の上、その選任の承認を受けております。

さらに、当社は、下記「（２）本株式等売渡請求の承認に当たり本売渡株主及び本売渡新株予約権者の利益を害さないように留意した事項」の「④当社における独立した検討体制の構築」に記載のとおり、カーライルから独立した立場で、本取引に係る検討、交渉及び判断を行うための体制（本取引に係る検討、交渉及び判断に関与する当社の役職員の範囲及びその職務を含みます。）を当社の社内に構築するとともに、かかる検討体制に独立性の観点から問題がないことについて本特別委員会の承認を受けております。

（ii）検討・交渉の経緯

当社は、上記検討体制を構築して以降、カーライルとの協議及び交渉の過程において、本特別委員会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意見、指示、要請等に基づき、フーリハン・ローキーによる当社の公正な株式価値に係る分析に関する報告、カーライル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や、長島・大野・常松法律事務所から本取引における手続の公正性を確保するための対応についてのガイダンスその他の法的助言を受けながら、カーライルとの間で複数回にわたる協議・検討を重ねてきました。

本公開買付価格を含む本取引に関する取引条件については、当社は、2022 年 10 月７日、本公開買付価格を 1,100 円（本公開買付価格 1,100 円は、提案日前営業日（注２）である 2022 年 10 月６日終値 701 円に対して 56.9%のプレミアム、過去１ヶ月間の終値平均値 679 円に対して 62.0%のプレミアム、過去３ヶ月間の終値平均値 712 円に対して 54.5%のプレミアム、過去６ヶ月間の終値平均値 763 円に対して 44.2%のプレミアムを付した金額となります。）、第４回新株予約権、第５回新株予約権、第８回新株予約権、第９回新株予約権、第 11 回新株予約権、第 12 回新株予約権及び第 28 回新株予約権の本新株予約権買付価格を、本公開買付価格 1,100 円と各本新株予約権の当社株式１株当たりの行使価額との差額に各本新株予約権１個の目的となる当社株式の株式数を乗じた金額とし、第 13 回新株予約権、第 14 回新株予約権、第 15 回新株予約権、第 16 回新株予約権及び第 17 回新株予約権は、各本新株予約権の当社株式１株当たりの行使価額が本公開買付価格 1,100 円を上回っている、又は権利行使条件を充足していないことを理由に本新株予約権買付価格を１円とする旨の初回の価格提案を書面で受領しました。また、本公開買付けの諸条件に関して、買付け等の期間を 2022 年 11 月 10 日から同年 12 月 22 日の 30 営業日とし、買付予定数の下限を当社潜在株式勘案後株式総数（注３）に係る議決権の数に３分の２を乗じた数（小数点以下切り上げ）に 100 株を乗じた数以上となるよう設定し、上限を設定しない旨の提案も同時に書面で受領しました。本新株予約権買付価格については、各本新株予約権の当社株式１株当たりの行使価額が本公開買付価格 1,100 円を下回っており、かつ権利行使条件を充足している本新株予約権については、行使期間未到来の新株予約権も含めて本公開買付価格 1,100 円と各本新株予約権の行使価額との差額に本新株予約権１個の目的となる当社株式数を乗じた金額としており、他方

で、各本新株予約権の当社株式１株当たりの行使価額が本公開買付価格 1,100 円を上回っている、又は権利行使条件を充足していない本新株予約権については、いずれも１円としている旨の説明を受けました。これに対して、当社は、フーリハン・ローキー及び長島・大野・常松法律事務所の助言並びに本特別委員会からの意見も参考に慎重に協議を行ったところ、本新株予約権買付価格の設定方法の考え方については合理性を有するものの、本公開買付価格 1,100 円については、当社の公正な株式価値に関するフーリハン・ローキーの初期的な分析において、ディスカウンテッド・キャッシュ・フロー法（以下「ＤＣＦ法」といいます。）に基づく１株当たり株式価値の算定レンジを下回っていること、当社株式の過去の市場株価の年初来高値が 1,499 円であること等を踏まえれば、当社として受け入れ可能な価格水準に達していないと判断し、2022 年 10 月 11 日に、本公開買付価格の引き上げを検討いただきたい旨、書面で返答しました。その後、2022 年 10 月 14 日、カーライルから、本公開買付価格を 1,300 円（本公開買付価格 1,300 円は、提案日前営業日である 2022 年 10 月 13 日終値 677 円に対して 92.0%のプレミアム、過去１ヶ月間の終値平均値 678 円に対して 91.7%のプレミアム、過去３ヶ月間の終値平均値 708 円に対して 83.6%のプレミアム、過去６ヶ月間の終値平均値 748 円に対して 73.8%のプレミアムを付した金額となります。）、第４回新株予約権、第５回新株予約権、第８回新株予約権、第９回新株予約権、第 11 回新株予約権、第 12 回新株予約権、第 14 回新株予約権、第 15 回新株予約権（なお、第 14 回新株予約権及び第 15 回新株予約権については、本公開買付価格に関する提案価格が引き上げられたことで、当該提案価格が当該新株予約権の当社株式１株当たりの行使価額を上回ったことから、当該提案価格である本公開買付価格 1,300 円と各本新株予約権の当社株式１株当たりの行使価額との差額に各本新株予約権１個の目的となる当社株式の株式数を乗じた金額としたものです。）及び第 28 回新株予約権の本新株予約権買付価格を、本公開買付価格 1,300 円と各本新株予約権の当社株式１株当たりの行使価額との差額に各本新株予約権１個の目的となる当社株式の株式数を乗じた金額とし、第 13 回新株予約権、第 16 回新株予約権及び第 17 回新株予約権は、権利行使条件を充足していないことを理由に本新株予約権買付価格を１円とする旨の再提案を書面にて受領しました。これに対して、当社は、フーリハン・ローキー及び長島・大野・常松法律事務所の助言並びに本特別委員会からの意見も参考に慎重に協議を行ったところ、本新株予約権買付価格の設定方法の考え方については合理性を有するものの、本公開買付価格 1,300 円については、当社の公正な株式価値に関するフーリハン・ローキーの初期的な分析において、ＤＣＦ法に基づく１株当たり株式価値の算定レンジの中央値を下回っていること、当社株式の市場株価の年初来高値が 1,499 円であること等を踏まえれば、当社として依然受け入れ可能な価格水準に達していないと判断し、2022 年 10 月 18 日に、本公開買付価格の引き上げを検討いただきたい旨、書面で返答しました。その後、2022 年 10 月 21 日、カーライルから、本公開買付価格を 1,400 円（本公開買付価格 1,400 円は、提案日前営業日である 2022 年 10 月 20 日終値 700 円に対して 100.0%のプレミアム、過去１ヶ月間の終値平均値 681 円に対して 105.6%のプレミアム、過去３ヶ月間の終値平均値 707 円に対して 98.0%のプレミアム、過去６ヶ月間の終値平均値 737 円に対して 90.0%のプレミアムを付した金額となります。）、第

４回新株予約権、第５回新株予約権、第８回新株予約権、第９回新株予約権、第 11 回新株予約権、第 12 回新株予約権、第 14 回新株予約権、第 15 回新株予約権及び第 28 回新株予約権の本新株予約権買付価格を、本公開買付価格 1,400 円と各本新株予約権の当社株式１株当たりの行使価額との差額に各本新株予約権１個の目的となる当社株式の株式数を乗じた金額とし、第 13 回新株予約権、第 16 回新株予約権及び第 17 回新株予約権は、権利行使条件を充足していないことを理由に本新株予約権買付価格を１円とする旨の再提案を書面にて受領しました。これに対して、当社は、フーリハン・ローキー及び長島・大野・常松法律事務所の助言並びに本特別委員会からの意見も参考に慎重に協議を行ったところ、本新株予約権買付価格の設定方法の考え方については合理性を有するものの、本公開買付価格 1,400 円については、当社の公正な株式価値に関するフーリハン・ローキーの初期的な分析において、ＤＣＦ法に基づく１株当たり株式価値の算定レンジの中央値を下回っていること、当社株式の市場株価の年初来高値が 1,499 円であること等を踏まえれば、当社として依然受け入れ可能な価格水準に達していないと判断し、2022 年 10 月 28 日に、本公開買付価格の引き上げを検討いただきたい旨、書面で返答しました。その後、2022 年 11 月２日、カーライルから、本公開買付価格を 1,485 円（本公開買付価格 1,485 円は、提案日前営業日である 2022 年 11 月１日終値 745 円に対して 99.3％のプレミアム、過去１ヶ月間の終値平均値 704 円に対して 110.9％のプレミアム、過去３ヶ月間の終値平均値 698 円に対して 112.8％のプレミアム、過去６ヶ月間の終値平均値 732 円に対して 102.9％のプレミアムを付した金額となります。）、第４回新株予約権、第５回新株予約権、第８回新株予約権、第９回新株予約権、第 11 回新株予約権、第 12 回新株予約権、第 14 回新株予約権、第 15 回新株予約権及び第 28 回新株予約権の本新株予約権買付価格を、本公開買付価格 1,485 円と各本新株予約権の当社株式１株当たりの行使価額との差額に各本新株予約権１個の目的となる当社株式の株式数を乗じた金額とし、第 13 回新株予約権、第 16 回新株予約権及び第 17 回新株予約権は、権利行使条件を充足していないことを理由に本新株予約権買付価格を１円とする旨の再提案を書面にて受領しました。これに対して、本特別委員会は、フーリハン・ローキー及び長島・大野・常松法律事務所の助言も参考に慎重に協議を行ったところ、本新株予約権買付価格の設定方法の考え方については合理性を有しており、本公開買付価格 1,485 円については、当社の公正な株式価値に関するフーリハン・ローキーの初期的な分析において、ＤＣＦ法に基づく１株当たり株式価値の算定レンジの中央値を上回っていること等を踏まえれば、一定の合理性を有すると考えられるものの、当社の株主の皆様の利益のため、2022 年 11 月２日に、本公開買付価格のさらなる引き上げを検討いただきたい旨、書面で返答しました。その後、2022 年 11 月７日、カーライルから、本公開買付価格を 1,500 円（本公開買付価格 1,500 円は、提案日前営業日である 2022 年 11 月４日終値 805 円に対して 86.3％のプレミアム、過去１ヶ月間の終値平均値 718 円に対して 108.9％のプレミアム、過去３ヶ月間の終値平均値 694 円に対して 116.1％のプレミアム、過去６ヶ月間の終値平均値 733 円に対して 104.6％のプレミアムを付した金額となります。）、第４回新株予約権、第５回新株予約権、第８回新株予約権、第９回新株予約権、第 11 回新株予約権、第 12 回新株予約権、第 14 回新株予約権、第 15 回新株予約権及び第 28 回新株

予約権の本新株予約権買付価格を、本公開買付価格 1,500 円と各本新株予約権の当社株式１株当たりの行使価額との差額に各本新株予約権１個の目的となる当社株式の株式数を乗じた金額とし、第 13 回新株予約権、第 16 回新株予約権及び第 17 回新株予約権は、権利行使条件を充足していないことを理由に本新株予約権買付価格を１円とする旨の再提案を書面にて受領しました。これに対して、2022 年 11 月８日、本特別委員会は、フーリハン・ローキー及び長島・大野・常松法律事務所の助言も参考に慎重に協議を行ったところ、本公開買付価格 1,500 円については、当社の公正な株式価値に関するフーリハン・ローキーの分析において、ＤＣＦ法に基づく１株当たり株式価値の算定レンジの中央値を上回っていること、当社株式の市場株価の年初来高値が 1,499 円であること等を踏まえれば、当社の少数株主の皆様に対して適切なプレミアムを付した価格での合理的な当社株式の売却の機会を提供するものであり、本新株予約権買付価格の設定方法の考え方についても合理性を有していると判断いたしました。当社は、かかる本特別委員会の判断を踏まえ、同日、カーライルに対して、本公開買付価格を 1,500 円とすることに合意する旨の回答を、電子メールにより行いました。

（注２）「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３）「当社潜在株式勘案後株式総数」とは、(i)当社が 2022 年 11 月９日に提出した 2022 年 12 月期第３四半期報告書（以下「本第３四半期報告書」といいます。）に記載された同年９月 30 日現在の当社の発行済株式総数(37,067,757 株）に、(ii)当社が、当社及び当社関係会社の一定の役職員に対して、株式報酬制度として付与した、事後交付型株式ユニット（Restricted Stock Unit。以下「RSU」といいます。）のうち、第２回 RSU に基づき当該役職員に対して当社株式を割り当てるために 2022 年 10 月 11 日付で発行した当社株式 21,088 株、及び(iii)2022 年９月 30 日現在残存し、2022 年 11 月９日現在行使可能な本新株予約権の合計である 341,033 個（注４）の目的となる株式数（1,947,056 株）を加算した数（39,035,901 株）から(iv)当社が 2022 年 11 月９日に公表した「2022 年 12 月期第３四半期決算短信〔日本基準〕（連結）」（以下「本第３四半期決算短信」といいます。）に記載された同年９月 30 日現在の当社が所有する自己株式数（304 株）を控除した数（39,035,597 株）をいいます。

（注４）2022 年９月 30 日現在残存し、2022 年 11 月９日現在行使可能な本新株予約権の内訳は以下のとおりです。

新株予約権の名称	2022 年９月 30 日現在の個数（個）	目的となる当社株式の数（株）
第４回新株予約権	9,620	115,440
第５回新株予約権	26,202	314,424

第８回新株予約権	4,277	51,324
第９回新株予約権	6,375	76,500
第 11 回新株予約権	12,700	152,400
第 12 回新株予約権	2,494	29,928
第 14 回新株予約権	1,133	453,200
第 15 回新株予約権	1,192	476,800
第 28 回新株予約権	554,046 個のうち 277,040（注５）	277,040
合計	341,033	1,947,056

（注５）第 28 回新株予約権 554,046 個のうち 277,006 個については、権利確定日が 2022 年 12 月 31 日又は 2023 年３月 31 日であり、公開買付期間中に第 28 回新株予約権 554,046 個のうち 277,006 個を行使できないため、その目的となる株式数（277,006 株）は当社潜在株式勘案後株式総数に加算しておりません。

なお、本新株予約権買付価格を、第４回新株予約権、第５回新株予約権、第８回新株予約権、第９回新株予約権、第 11 回新株予約権、第 12 回新株予約権、第 14 回新株予約権、第 15 回新株予約権及び第 28 回新株予約権については、本公開買付価格である 1,500 円と各本新株予約権の当社株式１株当たりの行使価額との差額に当該本新株予約権１個の目的となる普通株式数を乗じた金額とし、第 13 回新株予約権、第 16 回新株予約権及び第 17 回新株予約権については、2022 年 11 月９日現在において行使条件が充たされていないため、買付け等の価格を１円とすること、また、買付け等の期間を 11 月 10 日から 12 月 22 日の 30 営業日とし、買付予定数の下限を当社潜在株式勘案後株式総数に係る議決権の数に３分の２を乗じた数（小数点以下切り上げ）に 100 株を乗じた数以上となるよう設定し、上限を設定しないことについても、合意しました。

以上の検討・交渉過程において、本特別委員会は、当社や当社のアドバイザーから都度報告を受け、本公開買付けの条件について意見を述べることにより、本公開買付価格を含む本取引に関する取引条件につき、交渉過程に実質的に関与しております。また、当社は、カーライルとの交渉にあたって、本特別委員会において審議の上決定した交渉方針に従って対応を行っており、また、カーライルから提案・要請に対する回答を受領した際には、その都度、直ちに本特別委員会に対して報告を行い、その指示に従って対応を行いました。

当社は、このような協議・検討の過程において、フーリハン・ローキーから、2022 年 11 月８日付で株式価値算定書（以下「本株式価値算定書」といいます。）を取得しました（本株式価値算定書の概要は、当社 11 月９日プレスリリースの「３．本公開買付けに関する意見の内容、根拠及び理由」の「（３）算定に関する事項」の「①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」をご参照ください。）。また、当社は、長島・大野・常松法律事務所から、本取引に関する諸手続を含む当社取締役会の意思決

定の方法及び過程その他の留意点について、必要な法的助言を受けるとともに、本特別委員会から2022年11月８日付で答申書（以下「本答申書」といいます。）の提出を受けました（本答申書の概要及び本特別委員会の具体的な活動内容等については、下記「（２）本株式等売渡請求の承認に当たり本売渡株主及び本売渡新株予約権者の利益を害さないように留意した事項」の「①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。）。

（iii）判断内容

以上の経緯の下で、当社は、2022年11月９日開催の取締役会において、長島・大野・常松法律事務所から受けた法的助言、フーリハン・ローキーから受けた財務的見地からの助言並びに同年11月８日付で提出を受けた本株式価値算定書の内容を踏まえつつ、本特別委員会における検討及び本答申書において示された本特別委員会の判断内容を最大限尊重しながら、本公開買付けを含む本取引が当社の企業価値の向上に資するか否か、及び本公開買付価格を含む本取引に係る取引条件が妥当なものか否かについて、慎重に協議及び検討を行いました。

その結果、以下のとおり、当社は、当社グループがTHE SHAPERの完全子会社となることが、当社グループの企業価値向上に資するものであり、本公開買付価格は当社の少数株主の皆様が享受すべき利益が確保された妥当な価格であり、本公開買付けは、当社の少数株主の皆様に対して適切なプレミアムを付した価格での合理的な当社株式の売却の機会を提供するものであると判断いたしました。

当社は、2021年まで掲げていたミッションである「経済情報で、世界を変える」の実現を目指し、創業以来、「NewsPicks」や「INITIAL」、「FORCAS」などの新規事業を立ち上げてまいりました。創業来、それぞれの事業責任者に対して、事業拡大の責任と事業運営に必要な裁量を明確に与え、自由度と独立性を持って事業運営を行うことは、当社の事業運営の特徴の一つでもありました。しかしながら、複数の事業が自由度と独立性をもって、個別に事業の最大化を追求している状況では、事業シナジーを生み出すことができず、事業毎の目指すべき方向性も統一されないことから、ミッションとして掲げた「経済情報で、世界を変える」ことは難しく、世界を変えるためには事業毎ではなく全社共通の一貫した目的と戦略が必要である、という考えに至りました。この全社共通の一貫した目的と戦略を段階的に構築していくために、Ｂ２Ｃ（注６）領域での事業展開を中心とする「NewsPicks」を除いて、2020年には、「SPEEDA」、「FORCAS」及び「INITIAL」の事業を束ねたSaaS事業のCEO兼取締役に佐久間衡氏が就任しました。その際、まずはSaaS事業全体で、当社の競争優位性の源泉である経済情報を共同活用し、「顧客起点で、変化にスピーディーに適応する経営（アジャイル経営）」の実現をサポートするプラットフォームを構築するというSaaS事業共通の目的と戦略を固め、2021年より動き出しています。

（注６）「Ｂ２Ｃ」とは、「Business to Customer」の略称で、企業による一般

消費者向けの事業又は取引をいいます。

2021年には、稲垣裕介氏と佐久間衡氏のCo-CEO体制となり、同年12月にアジャイル経営のコンセプトを包含する形で、全事業共通で目指すパーパス「経済情報の力で、誰もがビジネスを楽しめる世界をつくる」を策定しています。それと同時に、パーパスを実現するために、2025年までにSaaS事業とNewsPicks事業を融合して人の知見の循環を促進し、企業経営や個人の意思決定に（外部の）人の知見が活かされる状態を実現するという長期経営戦略の策定も行いました。

このような背景の下、2022年12月期は、パーパスと長期経営戦略の実現に向けて、事業運営に邁進してまいりましたが、これまで当社は、それぞれの事業毎の自由度と独立性を認めて運営してきたため、社内システムやモニタリング体制、各種オペレーション等、事業の共通基盤であるコーポレート体制とその運営が複雑となっており、システム導入による各種オペレーションの非効率性の排除やモニタリング体制の整備など、スケーラビリティの高い体制の構築に時間を要しています。当社従業員の共通価値観である「The 7 Values」（注７）の下に、全従業員が起業家精神を持ち、ユーザーの理想のために自律的に行動することが全体として大きな成果に結びつく、起業家精神と、継続的な新規事業の創出や事業拡大を両立する経営システムを構築するには、当社グループより高い売上高成長率を実現している企業の事業運営や経営に対する知見を有した外部の専門家の知見も取り入れて進めていくことが必要であり、かかる経営システムの構築は、パーパスと長期経営戦略を実現するための重要な経営課題の一つであると認識しています。

（注７）「The 7 Values」とは、「自由主義で行こう」「創造性がなければ意味がない」「ユーザーの理想から始める」「スピードで驚かす」「迷ったら挑戦する道を選ぶ」「渦中の友を助ける」「異能は才能」という、当社において大切にしているパーパス実現に向けた当社グループ従業員の行動指針です。

また、2013年以降は海外事業も展開していますが、Quartz事業の撤退を経験し、海外事業における売上規模は当社グループ全体の2021年12月期の売上高実績に対して５％程度であることから、海外事業における大きな成果はまだ得られていないと考えています。そのため、将来的に海外事業を国内事業と同等あるいはそれ以上に大きく成長させ、グローバル経営を行っていくことが可能な体制を整えることも当社の経営課題であると認識しています。「経済情報の力で、誰もがビジネスを楽しめる世界をつくる」というパーパスのとおり、当社は「世界」を変えることを目指しています。パーパス実現のためには、グローバル経営は必須条件であり、そのためには当社グループより高い売上高成長率を実現するなど、グローバルで企業を成長させた経験を有する外部有識者とパートナーシップを組むことも必要であると考えています。

他方で、足元の事業環境においては将来の予測が困難なVUCA（注８）時代に突入する中で、人々も企業も必要とする正確な情報へ素早くアクセスし、変化に適応していくこ

とがより重要になってきているとの認識の下で、当社は経済情報をコアアセットとし、顧客のアジャイル経営の実現をサポートすべく、事業戦略、顧客戦略、組織戦略領域へとサービスの提供領域を順次拡大しています。SaaS 事業全体の顧客社数は前年同期比16%増の 2,645 社（2022 年９月末時点）となるなど、経営コンサルティングという巨大市場の中で成長を継続しています。

（注８）「VUCA」とは、Volatility、Uncertainty、Complexity、Ambiguity の頭文字を並べた頭字語です。

また NewsPicks 事業も、「NewsPicks」アプリの UI（ユーザーインターフェース）の改良や、オリジナル記事コンテンツだけでなく、オリジナル動画コンテンツの提供強化などによって、有料会員 19.3 万人（2022 年９月末時点）が利用する経済メディアへと成長しています。しかしながら、コロナ禍による巣ごもり需要の反動により、Netflix は 2022 年第２四半期にかけて有料会員数が減少するなど、外部環境が急速に変化しており、また、広告事業の体制構築の遅れなども相まって、2022 年第３四半期連結累計期間における NewsPicks 事業の売上高は、前年同期比で 6.3%の減収となっています。

また、資本市場においては 2022 年初頭以降、世界的にボラティリティが高まり、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。）のグロース市場（以下「東京証券取引所グロース市場」といいます。）に上場するスタートアップ企業の株価が下落している事例も見られ、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強まっています。当社がパーパスを実現するには、一時的な収益性への悪影響が生じるリスクはあるものの、早期に中長期的な成長に必要な投資を行い、長期経営戦略の実行スピードを上げることが必要不可欠ですが、当社が上場を維持したままそれらを実行する場合には、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に乖離が生じてしまう可能性も否定できません。そのため、当社は、2022 年３月上旬に、パーパスの実現に向けた長期経営戦略の実行を可能とする手段として、当社株式の非公開化を選択肢として検討するに至りました。カーライルは、日本のプライベート・エクイティ・ファンド創世記から活動し、海外企業を中心に投資実績を誇るとともに、当社と類似する事業を営む企業への投資実績及び知見・ネットワーク（当該投資実績及び知見・ネットワークについては上記「(i) 検討体制の構築の経緯」をご参照ください。）を有しています。そして、当社は、2022 年 11 月９日開催の当社取締役会において、本取引を通じて、短期的な業績変動にとらわれることなく、中長期的な視点で経営課題に機動的かつ柔軟に取り組み、カーライルの豊富な実績及び知見・ネットワークを最大限活用することで、当社のパーパスの実現と持続的な成長の実現、及び当社の中長期的な企業価値の向上の実現可能性を高めることができると判断しました。これらの実現可能性を高めるために、カーライルから得られると当社が考えるサポートは以下のとおりです。

(a)　長期での成長を軸とした投資方針の下での、当社パーパスの実現と長期経営戦

略の推進に向けた支援

事業の本質的な成長を重視し、当該成長を実現するために必要な人員・投資をサポートするというカーライルの投資哲学によって、一時的な収益性への悪影響が生じるリスクはあるものの、長期視点での投資を前倒しで行いパーパスの実現と長期経営戦略の推進に注力できることが期待できます。

特に、長期経営戦略を実現する上で重要なのは、当社の競争優位性の源泉である経済情報へ投資を行うことです。当社は長期的な信頼関係を構築した複数のパートナーからデータ・コンテンツの提供を受けておりますが、同時に、2021 年 10 月にパートナー企業でも取り扱っていないデータを中心とした経済情報の取得・整理を目的とした株式会社 UB Datatech を設立し、経済情報の自社組成化にも注力しています。今後、経済情報の自社組成の割合を高めていきながら、パートナーからの調達と自社組成の２軸で、経済情報を最適な形で構築し、当社グループで共同活用することが競争優位性のさらなる強化につながると考えています。一方で、経済情報の自社組成はイニシャルコストが極めて高いことから、これまでは全社への利益状況を睨みながら自社組成への投資を決定してきましたが、カーライルのサポートを受け当社株式を非公開化することで、中長期的な競争力・収益性強化に向けて自社組成データへの投資を加速することが可能となると考えています。

(b)　基盤となる経営システムをアップデートする専門性と執行力

起業家精神と、継続的な新規事業の創出や事業拡大を両立する経営システムを構築することは、当社の経営課題の一つです。カーライルの成長企業への投資実績・ネットワークを基にした、当社が目指す事業拡大に必要となる社内システム、モニタリング体制、コーポレート人材の育成に対するサポート、組織体制の強化やオペレーションの改善といった支援によって、パーパスと長期経営戦略を実現するための、起業家精神と事業拡大を両立する経営システムの構築が期待できます。

加えて、インセンティブプラン設計の許容度が高まることにより、所有と経営の一致率が高まり、株主目線を持ち、全社的かつ長期的な企業価値向上を目指す役職員が増加し、優秀な人材の採用・リテンションの強化にもつながるため、より強固な経営体制の構築と、スピード感をもって全社で経営課題に取り組むことが可能となり、当社の中長期的な企業価値の向上が期待できます。

(c)　グローバル企業への豊富な投資実績に基づく、グローバル経営の知見の活用

上記「(iii) 判断内容」に既に記載のとおり、当社は、将来的に海外事業を国内事業と同等あるいはそれ以上に大きく成長させ、グローバル経営を行っていくことが可能な体制を整えることも当社の経営課題であると認識しており、グローバル経営の推進も当社の経営課題の一つです。長期的に見れば、人口減少により市場成長が見込まれない国内から、将来の成長の種を海外で育てることと既存事業の海外展開は、パーパスの実現という観点においても重要な課題です。カーライルは海外企業に対する投資実績を有しており、また、当社事業の近接領域における海外の成長企業への投資実績

も有しております。カーライルが現在も株式を保有している、ビジネスインテリジェンス・プラットフォームを展開するZoominfo Holdingsや、金融情報分析プラットフォームであるDealogicなどは、当社SaaS事業のベンチマーク企業でもあります。このようにカーライルはグローバルのSaaS領域において知見やネットワークを有しており、当社の国内における事業基盤の強化のみならず中長期的なグローバル経営の加速においてもそれらを活用できることが期待できます。

なお、当社は、2021年12月16日開催の取締役会において中長期での成長と企業価値のさらなる向上を目指すため、東京証券取引所プライム市場への市場区分変更申請に向けた準備を行う旨の決議を行い、かかる準備を進めてまいりました。東京証券取引所プライム市場への市場区分変更申請を行うことを含め、当社株式の上場を維持した場合と比較して、当社株式の非公開化を行った場合のデメリットとしては、資本市場からの資金調達を行うことができなくなり、また、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ます。しかしながら、資金調達については、当社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いと考えており、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可能なものであると考えております。そのため、当社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、上記(a)～(c)に記載の当社株式の非公開化のメリットは、上記デメリットを上回ると判断しました。

以上により、2022年11月9日開催の当社取締役会において、当社グループがTHE SHAPERの完全子会社となることが、当社グループの企業価値向上に資する最善の策であると判断しました。

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

(a) 本公開買付価格が、当社において、下記「（２）本株式等売渡請求の承認に当たり本売渡株主及び本売渡新株予約権者の利益を害さないように留意した事項」に記載の本公開買付価格を含む本取引に係る取引条件の公正性を担保するための措置が十分に講じられた上で、カーライルとの十分な交渉を重ねた結果合意された価格であること。
(b) 本公開買付価格が、当社11月9日プレスリリースの「３．本公開買付けに関する意見の内容、根拠及び理由」の「（３）算定に関する事項」の「①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」に記載の本株式価値算定書におけるフーリハン・ローキーによる当社株式の価値算定結果のうち、市場株価法及

び類似企業比較法による算定結果のレンジを上回っており、また、ＤＣＦ法による算定結果のレンジの中央値を上回ること。

(c) 本公開買付価格が、本公開買付けの実施についての公表日の前営業日である 2022 年 11 月８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 859 円に対して 74.6%、同日までの直近１ヶ月間の終値単純平均値 734 円（小数点以下第一位を四捨五入しております。以下、終値単純平均値の計算において同じです。）に対して 104.4%、同直近３ヶ月間の終値単純平均値 698 円に対して 114.9%、同直近６ヶ月間の終値単純平均値 734 円に対して 104.4%のプレミアムが加算されたものであり、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 日以降の、発行者以外の者による非公開化を目的とした公開買付けの事例（ディスカウント案件を除きます。）133 件におけるプレミアムの水準の平均値（公表日の前営業日の終値に対して 45.6%、同日までの直近１ヶ月間の終値単純平均値に対して 48.3%、同直近３ヶ月間の終値単純平均値に対して 50.3%、同直近６ヶ月間の終値単純平均値に対して 50.7%）及び中央値（公表日の前営業日の終値に対して 41.9%、同日までの直近１ヶ月間の終値単純平均値に対して 42.7%、同直近３ヶ月間の終値単純平均値に対して 42.3%、同直近６ヶ月間の終値単純平均値に対して 46.1%のプレミアム）を上回るものであり、合理的な水準と認められること。

(d) 本公開買付価格が、下記「（２）本株式等売渡請求の承認に当たり本売渡株主及び本売渡新株予約権者の利益を害さないように留意した事項」の「①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、本特別委員会から取得した本答申書においても、本公開買付価格については、(i)市場株価法に基づく算定結果のレンジを上回る価格であり、(ii)また、類似企業比較法に基づく算定結果のレンジの上限を超過しており、(iii)ＤＣＦ法に基づく算定結果のレンジの範囲内かつ中央値を超えていることをより重視した上で、様々な事情を総合的に考慮した結果、妥当であると判断されていること。

また、当社は、本新株予約権買付価格のうち、第４回新株予約権、第５回新株予約権、第８回新株予約権、第９回新株予約権、第 11 回新株予約権、第 12 回新株予約権、第 14 回新株予約権、第 15 回新株予約権及び第 28 回新株予約権に係る本新株予約権買付価格については、本公開買付価格と各本新株予約権の行使価額との差額に各本新株予約権１個の目的となる当社株式の数を乗じた金額とされており、本公開買付価格を基準に算定されていることから、上記(a)乃至(d)の点等を踏まえ、本取引を通じて本新株予約権者の皆様が享受すべき利益が確保された妥当な価格であると判断し、第 13 回新株予約権、第 16 回新株予約権及び第 17 回新株予約権については、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、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。

さらに、当社は、買付け等の期間及び買付予定数の下限といったその他の本取引に係

る取引条件についても、下記「（２）本株式等売渡請求の承認に当たり本売渡株主及び本売渡新株予約権者の利益を害さないように留意した事項」の「⑥本公開買付けの公正性を担保する客観的状況の確保」に記載のとおり、買付け等の期間については、当社の株主の皆様及び本新株予約権者の皆様が本公開買付けに応募するか否かについて適切な判断を行う機会を確保するとともに、当社株式について対抗的買収提案者にも対抗的な買付け等を行う機会を確保するものとなっており、また下記「（２）本株式等売渡請求の承認に当たり本売渡株主及び本売渡新株予約権者の利益を害さないように留意した事項」の「⑦マジョリティ・オブ・マイノリティ条件（majority of minority）を達成する買付予定数の下限の設定」に記載のとおり、買付予定数の下限についても、THE SHAPER と利害関係を有さない当社の株主から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、当社の少数株主の皆様の意思を重視した買付予定数の下限の設定となっているため、公正なものと判断しました。

以上より、当社は、本取引が当社の企業価値の向上に資するものであるとともに、本公開買付価格を含む本取引に係る取引条件は妥当なものであると判断し、2022 年 11 月９日開催の当社取締役会において、本公開買付けに賛同する旨の意見を表明するとともに、当社の株主の皆様に対し、本公開買付けに応募することを推奨し、本新株予約権者の皆様のうち、第４回新株予約権、第５回新株予約権、第８回新株予約権、第９回新株予約権、第 11 回新株予約権、第 12 回新株予約権、第 14 回新株予約権、第 15 回新株予約権及び第 28 回新株予約権に係る本新株予約権者の皆様に対して、本公開買付けへの応募を推奨し、第 13 回新株予約権、第 16 回新株予約権及び第 17 回新株予約権に係る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、当該本新株予約権者の皆様のご判断に委ねる旨、決議いたしました。当該取締役会における決議の方法については、下記「（２）本株式等売渡請求の承認に当たり本売渡株主及び本売渡新株予約権者の利益を害さないように留意した事項」の「⑤当社における利害関係を有しない取締役全員（監査等委員を含みます。）の承認」をご参照ください。

その後、当社は、2022 年 12 月 23 日、THE SHAPER より、本公開買付けの結果について、当社株券等 38,451,375 株（本新株予約権についてはその目的となる株式数に換算しています。）の応募があり、買付予定数の下限（26,023,700 株）以上となり、本公開買付けが成立したことから、その全てを取得することとなった旨の報告を受けました。この結果、THE SHAPER は、議決権所有割合（注９）93.92％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９）「議決権所有割合」とは、(i)本第３四半期報告書に記載された 2022 年９月 30 日現在の当社の発行済株式総数（37,067,757 株）に、(ii)当社が 2022 年 10 月 11 日付で発行した当社株式 21,088 株、及び（iii）2022 年９月 30 日現在残存する本新株予約権の目的となる当社株式数（3,852,262 株）を加算した数（40,941,107 株）から(iv)本第３四半期決算短信に記載された 2022 年９月 30 日現在の自己株式数（304 株）を控除した数（40,940,803株）に係る議決権

の数(409,408 個)に対する割合(小数点第三位以下を四捨五入しております。)をいいます。

このような経緯を経て、当社は、THE SHAPER より、2023 年１月６日付で、当社 11 月９日プレスリリースの「３．本公開買付けに関する意見の内容、根拠及び理由」の「(４)本公開買付け後の組織再編等の方針(いわゆる二段階買収に関する事項)」に記載のとおり、本株式等売渡請求をする旨の通知を受領いたしました。

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、2023 年１月６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り、2022 年 11 月９日開催の取締役会において、当社の取締役９名のうち、梅田優祐氏(以下「梅田氏」といいます。)及び平野正雄氏(以下「平野氏」といいます。)を除く(注 10)利害関係を有しない取締役全員が審議及び決議に参加し、審議及び決議に参加した当社の取締役全員(監査等委員を含みます。)の一致で決議したとおり、当社が本取引により THE SHAPER の完全子会社となることが、当社の企業価値の向上に資するものであると判断しており、当該判断を変更すべき事情は特段生じていないこと、(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、下記「(２)本株式等売渡請求の承認に当たり本売渡株主及び本売渡新株予約権者の利益を害さないように留意した事項」に記載のとおり、2022 年 11 月８日付答申書を取得する等、本取引に係る取引条件の公正性を担保するための措置が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)THE SHAPER は、本株式売渡対価及び本新株予約権売渡対価を、THE SHAPER が、株式会社三菱 UFJ 銀行からの融資により調達した現預金により支払うことを予定しているところ、当社としても、株式会社三菱 UFJ 銀行作成の THE SHAPER 宛融資証明書(2022 年 11 月９日付)を確認し、その後 THE SHAPER 及び株式会社三菱 UFJ 銀行の間で当該融資に係る金銭消費貸借契約が締結されたことを確認する方法により THE SHAPER による資金確保の方法を確認していること、さらに、THE SHAPER によれば、当該金銭消費貸借契約の締結日以降、本株式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、また今後発生する可能性も認識されていないとのことであること等から、THE SHAPER による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の準備状況・確保手段は相当であり、THE SHAPER による本株式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ず、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 2023 年１月６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がそれぞれ認められると判断し、当社の取締役９名のうち、梅田氏及び平野氏を除く利害関係を有しない取締役全員が審議及び決議に参加し、審議及び決

議に参加した取締役全員（監査等委員を含みます。）の一致で、THE SHAPER からの通知のとおり、本株式等売渡請求を承認することを決議いたしました。

（注 10）当社取締役の梅田氏は THE SHAPER と本応募契約（注 11）を締結していること、及び当社取締役の平野氏は、既に 10 年以上経過しているものの、2007 年から 2011 年までカーライルのマネージングディレクター・日本共同代表の地位にあったことに鑑み、利益相反の疑いを回避し、本取引の公正性を担保するため、いずれも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 THE SHAPER 又はカーライルとの協議及び交渉にも一切関与しておりません。

（注 11）「本応募契約」とは、2022 年 11 月９日付で、当社株券等を保有する当社の創業者の一部（以下「本応募創業者」といいます。）（注 12）との間で、それぞれ締結された、当社株券等の応募に関する契約をいい、本応募契約に基づき応募予定の当社株券等を「本応募予定株券等」といいます。なお、本応募予定株券等に係る株式数は、特段の記載がない限り、本新株予約権の目的となる株式数を勘案した潜在株式勘案後の株式数を指すものとします。

（注 12）「本応募創業者」とは、当社の第１位株主の新野良介氏（所有する当社株券等の数：6,048,156 株）、当社の非常勤取締役かつ第２位株主の梅田氏（所有する当社株券等の数：4,857,656 株）を個別に又は総称していいます（株主順位及び所有する当社株券等の数は、いずれも本公開買付けの開始日時点の状況です。）。

（２） 本株式等売渡請求の承認に当たり本売渡株主及び本売渡新株予約権者の利益を害さないように留意した事項

本株式等売渡請求は、本取引の一環として、本公開買付け後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、当社 11 月９日プレスリリースの「３．本公開買付けに関する意見の内容、根拠及び理由」の「（６）本公開買付価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置」に記載のとおり、THE SHAPER 及び当社は、本公開買付価格及び本新株予約権買付価格を含む本取引の公正性をより高める観点から、以下の措置を講じております。なお、以下の記載のうち、THE SHAPER において実施した措置については、THE SHAPER から受けた説明に基づくものです。

①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

（i）設置等の経緯

当社は、2022 年９月９日開催の取締役会において、当社の取締役会が本取引について検討又は決議するにあたって、意思決定の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、透明性及び客観性を担保することを目的として、松本真輔氏（当社社外取締役、監査等委員、弁護士、中村・角田・松本法律事務所パートナー）、浅子信太郎氏（当社社外取締役、監査等委員）及び琴坂将広氏（当社社外取締役、監査等委員、

慶応義塾大学総合政策学部准教授）の３名から構成される本特別委員会を設置する旨を決議し、本特別委員会を同日設置するとともに、本特別委員会に対し、以下の事項（以下「本諮問事項」といいます。）を諮問いたしました。

(a)（ア）当社の企業価値向上に資するか否かの観点から、本取引の是非について検討・判断するとともに、（イ）当社の少数株主の利益を図る観点から、取引条件の妥当性及び手続の公正性について判断・検討した上で、当社取締役会が本公開買付けに賛同するべきか否か及び、当社の株主及び新株予約権者に対して本公開買付けへの応募を推奨するべきか否かについて当社取締役会に勧告を行うこと

(b) 当社の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

また、当社は、上記取締役会において、当社の取締役会は、本特別委員会の判断を最大限尊重して意思決定を行うこと、本取引の取引条件について本特別委員会が妥当でないと判断した場合には、取締役会は本取引の実施を決定しない（本公開買付けに賛同せず応募推奨をしない）こととすることを決議するとともに、本特別委員会に対して以下の権限を付与いたしました。

(a) 本取引の取引条件等の交渉の過程に実質的に関与すること（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、及び必要に応じて自ら本取引の相手方と交渉を行うことを含みます。）

(b) 本諮問事項に関する答申を行うに際し、必要に応じ、本特別委員会として独自に財務アドバイザー、法務アドバイザー、第三者評価機関その他のアドバイザーを指名又は選任すること（この場合の費用は当社が負担すること）、又は、当社のアドバイザーを指名し若しくは承認（事後承認を含みます。）すること

(c) 本諮問事項の検討に必要な情報収集を行うこと（必要に応じて本特別委員会への出席を要求すること等の方法により関係者から直接聴取等を行うことを含みます。）

(d) その他本取引に関する検討及び判断に際して必要な事項を行うこと

なお、本特別委員会の委員は、当社及びカーライルから独立しており、本取引の成否に関して、少数株主とは異なる重要な利害関係を有しておりません。また、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。さらに、本特別委員会の委員の報酬は、答申内容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。

（ii）検討の経緯

本特別委員会は、2022 年９月９日より 2022 年 11 月８日までの間に合計 14 回開催されたほか、各会合間においても Slack 等を通じて報告・情報共有、審議及び意思決定等を行う等して、本諮問事項についての協議及び検討を行いました。

具体的には、本特別委員会は、その付与された権限に基づき、2022 年９月９日、当社

において、カーライル及び当社からの独立性並びに専門性に問題がない旨を確認の上、当社が選任したリーガル・アドバイザーである長島・大野・常松法律事務所並びにファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関であるフーリハン・ローキーから、本特別委員会も助言を受けることに問題ないことを確認しました。

さらに、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、交渉及び判断に関与する当社の役職員の範囲及びその職務を含みます。）に独立性の観点から問題がないことを確認の上、承認をしております。

その上で、本特別委員会は、長島・大野・常松法律事務所から特別委員会の設置が求められる背景、特別委員会の役割等について説明を受け、本取引に関する意思決定の過程、方法その他の本取引に関する意思決定にあたっての留意点等についての法的助言を踏まえ、本取引において手続の公正性を確保するために講じるべき措置について検討を行っております。

また、本特別委員会は、本取引に関する交渉の過程において、本取引の背景・経緯、本取引によって見込まれる企業価値向上効果の有無や本取引の意義・目的、本取引後の経営方針、本取引における諸条件等についてのカーライルの考えを確認することを含め、重要な交渉上の局面において当社に対して意見を述べております。また、本特別委員会は、当社に対して、本取引に係るカーライルの提案内容を踏まえ、当社の事業の状況、事業環境、経営課題、当社が今回作成した 2022 年 12 月期から 2025 年 12 月期までの事業計画（以下「本事業計画」といいます。）の内容、本取引の意義、本取引による企業価値向上効果の創出、当社事業に対する影響等についての当社としての意見を確認しております。

加えて、本特別委員会は、当社から本事業計画の作成経緯及び内容の説明を受け、本事業計画の内容、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。その上で、当社 11 月９日プレスリリースの「３．本公開買付けに関する意見の内容、根拠及び理由」の「（３）算定に関する事項」の「①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」に記載のとおり、フーリハン・ローキーは、本事業計画を前提として当社株式の価値算定を実施しておりますが、本特別委員会は、フーリハン・ローキーから、実施した当社株式の価値算定に係る算定方法、当該算定方法を採用した理由、各算定方法による算定の内容及び重要な前提条件（類似企業比較法における類似企業及びその選定理由その他の前提、ＤＣＦ法における割引率（WACC）等のパラメータの数値、継続価値の算定方法及びその採用理由を含みます。）について説明を受け、質疑応答及び審議・検討を行った上で、その合理性を確認しております。

さらに、本特別委員会は、カーライルから 2022 年 10 月７日に本公開買付価格及び本新株予約権買付価格等の初回の提案を受けて以降も、当社や当社のアドバイザーから都度報告を受け、本公開買付けの条件について意見を述べ、又は本特別委員会から直接カーライルに対して返答書面を送付することにより、本公開買付価格を含む本取引に関する取引条件につき、交渉過程に実質的に関与しております。

加えて、本特別委員会は、長島・大野・常松法律事務所から、複数回、当社が公表又は提出予定の本公開買付けに係るプレスリリースのドラフト等の内容について説明を受け、

充実した情報開示がなされる予定であることを確認しております。

（iii）判断内容

本特別委員会は、以上の経緯の下で、本諮問事項について慎重に協議及び検討した結果、2022年11月８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。

(a) 答申内容

（ア）(a)本取引は当社の企業価値向上に資するという考えに合理性が認められ、かつ、(b)当社の少数株主の利益を図る観点から、本取引の取引条件の妥当性・合理性及び手続の公正性が認められることから、当社取締役会が、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こと、本新株予約権者のうち、第４回新株予約権、第５回新株予約権、第８回新株予約権、第９回新株予約権、第11回新株予約権、第12回新株予約権、第14回新株予約権、第15回新株予約権及び第28回新株予約権に係る本新株予約権者に対し、本公開買付けに応募することを推奨し、第13回新株予約権、第16回新株予約権及び第17回新株予約権に係る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ことを決議することは妥当である。

（イ）当社取締役会における本取引についての決定は、当社の少数株主にとって不利益なものではない。

(b) 答申の理由

（ア）以下の点より、本取引は当社の企業価値向上に資するものという考えには合理性が認められる。

・ これまで当社は、それぞれの事業毎の高い自由度と独立性を認めて運営してきたため、社内システムやモニタリング体制、各種オペレーション等、事業の共通基盤であるコーポレート体制とその運営が複雑で難易度も高くなっており、効率的な体制の構築に時間を要している状況がある。起業家精神と、継続的な新規事業の創出や事業拡大を両立する経営システムを構築するには、外部の高度な専門家の知見も取り入れて進めていくことが必要であり、かかる経営システムの構築は重要な経営課題の一つであると認識している。起業家精神と、継続的な新規事業の創出や事業拡大を両立する経営システムを構築するには、外部の専門家の知見も取り入れて進めていくことが必要であり、かかる経営システムの構築は重要な経営課題の一つであること、また、海外事業を国内事業と同等あるいはそれ以上に大きく成長させ、グローバル経営を行っていくことが可能な体制を整えることも当社の経営課題であると認識している。資本市場においては2022年初頭以降、世界的にボラティリティが高まり、東京証券取引所グロース市場に上場するスタートアップ企業の株価が下落している事例も見られ、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強まっている。

・ カーライルからの本取引に係る提案は、当社がこのような経営環境の認識を有する中で行われたものであるが、当社からは、本取引による企業価値向上効果として、カーライルによる①長期での成長を軸とした投資方針の下での、当社パーパスの実現と長期経営戦略の推進に向けた支援、②基盤となる経営システムをアップデートする専門性と執行力、③グローバル企業への豊富な投資実績に基づく、グローバル経営の知見の活用を期待しているとの説明を受けている。また、カーライルからは、本取引による企業価値向上効果として、①継続的な成長投資や事業間シナジーの創出による競争力強化、②組織体制の強化が挙げられるといった説明を受けている。

・ 他方、本取引によって生じる可能性のあるデメリットとしては、①上場廃止に伴う影響、②プライベート・エクイティ・ファンドの完全子会社になることの影響、③ＬＢＯローンに伴う経営の自由度の低下等が挙げられるものの、当社からは、①上場廃止により資本市場からの資金調達が受けられなくなることの影響については、当社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いと考えており、また、上場会社であることによる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可能なものであり、②現時点において当社経営陣とカーライルとの間で信頼関係が構築できていると考えており、③ＬＢＯローンの条件についても、当社が負担する負債比率は合理的な水準であり、また、コベナンツ等の事業への影響も限定的であるといった説明を受けており、カーライルからも同様の説明がなされている。

・ 以上を踏まえて、本取引に関する当社及びカーライルの説明は一定の具体性を有しており、当社側の説明とカーライル側の説明とで矛盾している点や大きな認識の齟齬は見当たらず、また、本特別委員会は、当社経営陣の経営環境に対する認識や本取引による企業価値向上効果に係る当社経営陣の方針に特に違和感はなく、本取引によって複数のメリットが認められる一方で、本取引によるデメリットとして、重大なものは特に見当たらないとの認識に至った。

（イ）以下の点より、本公開買付けを含めた本取引全体について、当社の少数株主からみて、条件の妥当性・合理性が確保されている。

・ 当社は、フーリハン・ローキーの助言を受けながら本公開買付価格に関する交渉を行っており、本特別委員会は、その一連の交渉経緯について、当社担当者及びフーリハン・ローキーから詳細な説明を受けた。また、本特別委員会もその交渉過程で本公開買付価格、当社の交渉方針等についての意見を述べており、当社は、かかる意見を踏まえてカーライルに対して複数回にわたり公開買付価格の引き上げを要請した。最終的な本

公開買付価格（１株当たり 1,500 円）は、当初にカーライルが当社に対して提示した価格（１株当たり 1,100 円）から４回にわたり 400 円（36.4％）の上積みがされており、当社が、少数株主にとってできる限り有利な取引条件でＭ＆Ａが行われることを目指して交渉した経緯が認められる。

・ 本株式価値算定書の基礎となる当社作成の本事業計画については、本特別委員会は、その作成経緯に関して、当社及びフーリハン・ローキーから詳細な説明を受け、作成の前提、内容等について質疑応答を行い合理性の確認に努めたが、カーライルの恣意的な圧力が介在した事実等は認められず、本事業計画は合理的に作成されたものと認められる。なお、本事業計画の数値と当社が 2021 年 12 月に公表した長期経営戦略における財務目標値との間に差異があるが、当該長期経営戦略は、当社の各事業がいずれも 2025 年末に目指す姿を実現できた場合における目標値として設定したものであり、当社が、フーリハン・ローキーにて当社株式の価値算定を行うにあたり、NewsPicks 事業及び SaaS 事業いずれにおいても事業の進捗に遅れが見られる足下の状況を反映することが適切であると判断し、2025 年 12 月期の連結売上高を 298 億円、EBITDA を 50 億円とする本事業計画を新たに策定したことは合理的であると考える。

・ フーリハン・ローキーは、本株式価値算定書において、市場株価法、類似企業比較法、ＤＣＦ法を採用しているところ、フーリハン・ローキーから、当社株式の株式価値の算定方法及び評価プロセス、算定に係る進捗状況等について詳細な説明及び経過報告を受け、そのいずれについても不合理な点は見当たらないことを確認した。とりわけ、本特別委員会においては、フーリハン・ローキーから、本株式価値算定書における株式価値評価に用いられた算定手法、類似企業比較法における類似企業及びその選定理由その他の前提、ＤＣＦ法における割引率（WACC）等のパラメータの数値、継続価値の算定方法及びその採用理由その他の前提、他社事例におけるプレミアムの実例等について説明を受けて検討したが、恣意的な数値操作や特に不合理な点は見当たらなかった。

・ 本公開買付価格である１株当たり 1,500 円は、(i)市場株価法に基づく算定結果のレンジを上回る価格であり、(ii)また、類似企業比較法に基づく算定結果のレンジの上限を超過しており、(iii)ＤＣＦ法に基づく算定結果のレンジの範囲内かつ中央値を超えている。

・ 発行者以外の者による非公開化を目的とした公開買付けの事例におけるプレミアムの水準（公正Ｍ＆Ａ指針の公表後に公表されたディスカウント案件を除く 133 件）事例におけるプレミアムの水準の平均値（公表日の前営業日の終値に対して 45.6％、同日までの直近１ヶ月間の終値単純平均値に対して 48.3％、同直近３ヶ月間の終値単純平均値に対して 50.3％、同直近６ヶ月間の終値単純平均値に対して 50.7％）及び中央値（公表日の前営業日の終値に対して 41.9％、同日までの直近１ヶ月間の

終値単純平均値に対して 42.7%、同直近３ヶ月間の終値単純平均値に対して 42.3%、同直近６ヶ月間の終値単純平均値に対して 46.1%のプレミアム）に比べると、本公開買付価格 1,500 円のプレミアム（本公開買付けの実施についての公表日の前営業日である 2022 年 11 月８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 859 円に対して 74.6%、同日までの直近１ヶ月間の終値単純平均値 734 円に対して 104.4%、同直近３ヶ月間の終値単純平均値 698 円に対して 114.9%、同直近６ヶ月間の終値単純平均値 734 円に対して 104.4%）は、他社事例のプレミアムを大きく上回る水準と認められる。

・ 本新株予約権の買付価格は第４回新株予約権については１個当たり 17,160 円、第５回新株予約権については１個当たり 16,992 円、第８回新株予約権については１個当たり 14,496 円、第９回新株予約権については１個当たり 14,496 円、第 11 回新株予約権については１個当たり 14,496 円、第 12 回新株予約権については１個当たり 14,496 円、第 13 回新株予約権については１個当たり１円、第 14 回新株予約権については１個当たり 94,800 円、第 15 回新株予約権については１個当たり 94,800 円、第 16 回新株予約権については１個当たり１円、第 17 回新株予約権については１個当たり１円、第 28 回新株予約権については１個当たり 472 円である。買付者からの書面による提案によれば、本新株予約権買付価格については、権利行使条件未充足の本新株予約権を除く各本新株予約権については、本公開買付価格と各本新株予約権の当社株式１株当たりの行使価額との差額に本新株予約権の目的となる当社株式数を乗じた金額としており、他方で、権利行使条件未充足の本新株予約権については、いずれも１円としている旨の説明を受けている。この点、権利行使条件未充足の本新株予約権については、行使条件となっている EBITDA・時価総額に関する業績要件を充足できていないことが明らかであり、経済的な価値を認めることは困難であることを踏まえると、本新株予約権の価格の設定の考え方は合理的であると認められる。

・ 当社は、本公開買付けが成立することを条件に、当社 11 月９日プレスリリース「３．本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等の方針（いわゆる二段階買収に関する事項）」記載の本公開買付けにおいて当社株券等の全てを取得できなかった場合の、本公開買付けの成立後の、当社株券等の全ての取得を目的とした手続（以下「本スクイーズアウト手続」といいます。）の完了前に、第３回 RSU 及び第４回 RSU に基づく当社株式の割当てに替えて、当該役職員に対して、かかる第３回 RSU 及び第４回 RSU に基づき割当てを受ける予定であった当社株式１株につき本公開買付価格に相当する金銭を交付する予定である。THE SHAPER による完全子会社化を目的とした本取引の性質に鑑みれば、かかる完全子会社化の前に一定の措置を行うことが前提と

なるが、権利行使期間が未到来の第 28 回新株予約権と同様の結果となるべく、本公開買付けに応募したのと同等のタイミングで本公開買付価格と同額の金銭を交付するという措置は、当社の RSU が交付された経緯・背景に鑑みると合理的であると認められる。

・ 以上のとおり、本公開買付価格については、(i)市場株価法に基づく算定結果のレンジを上回る価格であり、(ii)また、類似企業比較法に基づく算定結果のレンジの上限を超過しており、(iii)ＤＣＦ法に基づく算定結果のレンジの範囲内かつレンジの中央値を超えていることをより重視した上で、様々な事情を総合的に考慮した結果、妥当であると判断される上、その他の条件についても同種の取引における条件と比較して合理的又は同等であると認められる。

（ウ）以下の点より、本取引においては、公正な手続を通じて当社の少数株主の利益への十分な配慮がなされていると認められる。

・ 本特別委員会は、当社社外取締役監査等委員３名により構成される委員会であり、当社がカーライルと本公開買付価格について協議する場合には、事前に本特別委員会に確認を求めており、これにより、本特別委員会は、適時に交渉状況の報告を受け、重要な局面で意見を述べ、指示や要請を行って、取引条件に関する交渉過程に実質的に影響を与え得る状況が確保されている等、その実効性を高める観点から採られた各措置は、経済産業省が公表した「公正なＭ＆Ａの在り方に関する指針」が提示する特別委員会の実効性を高めるための方策に照らして十分なものであると認められるし、また、本特別委員会と同種の目的で設置される他の特別委員会における対応と比較しても遜色はない。

・ 本公開買付けは、支配株主による買収やＭＢＯ取引には該当せず、特別な事情のない限り、当社取締役と当社少数株主との間に利益相反関係は存在しないと評価できるが、当社の役員のうち、梅田氏は THE SHAPER と本応募契約を締結していること、及び平野氏は、10 年以上前にカーライルのマネージングディレクター・日本共同代表であったことから、利益相反の疑いを回避する観点から、本公開買付けにおける当社の意見表明に係る当社取締役会の審議及び決議には参加しない予定であり、梅田氏及び平野氏は、本取引に係る検討、交渉及び判断を行うための当社の検討体制に加わらないこととされており、かかる取扱いを 2022 年 11 月８日まで継続しており、慎重な対応がされていると認められ、当社における意思決定プロセスに、公正性に疑義のある点は見当たらない。

・ 当社取締役会は、意思決定を行うにあたり、リーガル・アドバイザーである長島・大野・常松法律事務所の弁護士から助言を受けており、カーライルから独立したリーガル・アドバイザーによる独立した専門的助言を取得したと認められる。また、当社取締役会は、本公開買付価格の公正性を担保するために、独立した第三者算定機関であるフーリハン・ロ

ーキーから、当社株式の株式価値に関する資料として、本株式価値算定書を取得している。

- 本公開買付けの買付期間は30営業日に設定されており、公開買付期間を比較的長期に設定することにより、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しつつ、THE SHAPER以外にも当社株式の買付け等を行う機会を確保する効果があると認められる。また、当社とTHE SHAPERとの間において、取引保護条項を含む対抗的買収提案者との接触を制限する旨の合意は行われていない。以上からすると、本取引においては、公表後に他の潜在的な買収者が対抗提案を行うことが可能な環境を構築した上でM&Aを実施することによって、いわゆる間接的なマーケット・チェックが実施されているとみることができる。
- THE SHAPERと重要な利害関係を共通する株主はおらず、買付予定数の下限（26,023,700株）を設定することにより、少数株主（THE SHAPERと重要な利害関係を共通にしない株主）が保有する株式の過半数の支持が得られなければ公開買付けが成立しない関係にあるため、独自にマジョリティ・オブ・マイノリティ条件を検討する必要はなく、自動的にマジョリティ・オブ・マイノリティの水準を満たすこととなる。仮に、本応募創業者を「THE SHAPERと重要な利害関係を共通しない当社の株主」ではないと取り扱った場合であっても、買付予定数の下限（26,023,700株）は、マジョリティ・オブ・マイノリティの水準（当社潜在株式勘案後株式総数（39,035,597株）から、本応募予定株券等の数である10,905,812株を控除した株式数に係る議決権の数（281,297個）の過半数に相当する数（140,649個）に相当する当社株式数（14,064,900株）に相当する数に、本応募予定株券等の数である10,905,812株を加算した株式数である24,970,712株）を上回る。したがって、少数株主（THE SHAPERと重要な利害関係を共通にしない株主）が保有する株式の過半数の支持が得られなければ公開買付けが成立しないことが担保されているため、少数株主による判断機会の確保と少数株主にとって有利な取引条件で取引が行われることに資すると認められる。
- 少数株主が取引条件の妥当性等についての判断に資する重要な判断材料を提供する観点から充実した開示が期待される情報として、①特別委員会に関する情報、②本株式価値算定書に関する情報及び③その他の情報として交渉の経緯等が、当社のプレスリリースにおいて開示される予定であり、少数株主への十分な情報提供が行われると認められる。
- 本スクイーズアウト手続においては、株主には価格決定の申立てを行う権利が認められ、しかも、公開買付届出書等でその旨が明示的に開示され、また、本スクイーズアウト手続の際に少数株主に対して交付される金銭は本公開買付価格と同一の価格とすることが予定されている旨が公開買付届出書等で開示されている。以上からすれば、本取引については、

強圧性を排除するための対応が行われていると認められる。

・ 本取引では、取引条件の形成過程における独立当事者間取引と同視し得る状況の確保及び少数株主による十分な情報に基づく適切な判断の機会の確保という視点のいずれの面から見ても、本取引にとって必要かつ十分な内容での公正性担保措置が採用されている。また、それらの公正性担保措置が、実際に実効性をもって運用されている。したがって、本取引においては、公正な手続を通じて当社の少数株主の利益への十分な配慮がなされていると認められる。

（エ）以上から、本特別委員会としては、①(a)本取引は当社の企業価値向上に資するという考えに合理性が認められ、かつ、(b)当社の少数株主の利益を図る観点から、本取引の取引条件の妥当性・合理性及び手続の公正性が認められることから、当社取締役会が、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こと、本新株予約権者のうち、第４回新株予約権、第５回新株予約権、第８回新株予約権、第９回新株予約権、第 11 回新株予約権、第 12 回新株予約権、第 14 回新株予約権、第 15 回新株予約権及び第 28 回新株予約権に係る本新株予約権者に対し、本公開買付けに応募することを推奨し、第 13 回新株予約権、第 16 回新株予約権及び第 17 回新株予約権に係る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ことを決議することは妥当であり、②当社取締役会における本取引についての決定は、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。

②当社における独立した第三者算定機関からの株式価値算定書の取得

当社は、本公開買付けに関する意見を表明するにあたり、カーライル、本応募創業者及び当社から独立したファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関であるフーリハン・ローキーに対して、当社株式の価値算定を依頼し、2022 年 11 月８日付で、本株式価値算定書を取得しました。本株式価値算定書の概要につきましては、当社 11 月９日プレスリリースの「３．本公開買付けに関する意見の内容、根拠及び理由」の「（３）算定に関する事項」の「①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」をご参照ください。なお、当社は、THE SHAPER 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が講じられており、当社の少数株主の利益には十分な配慮がなされていると考えられることから、フーリハン・ローキー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。また、フーリハン・ローキーは、THE SHAPER 及び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、本取引に係るフーリハン・ローキーに対する報酬には、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。当社は、同種の取引における一般的な実務慣行を踏まえ、本取引の完了を条件に支払われる成功報酬が含まれていることをもって独立性が否定されるわけではないと判断の上、上記の報酬体系によりフーリハン・ローキーを当

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しております。また、本特別委員会において、フーリハン・ローキーの独立性に問題ないことが確認されております。

③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、当社 11 月９日プレスリリースの「３．本公開買付けに関する意見の内容、根拠及び理由」の「（２）本公開買付けに関する意見の根拠及び理由」の「③当社が本公開買付けに賛同するに至った意思決定の経緯及び理由」の「(i) 検討体制の構築の経緯」に記載のとおり、本取引に係る当社取締役会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、当社において本取引に係る検討を開始した初期段階である 2022 年６月下旬にカーライル及び当社から独立したリーガル・アドバイザーとして長島・大野・常松法律事務所を選任し、同事務所から、特別委員会の設置が求められる背景、特別委員会の役割等について説明を受け、本取引に関する意思決定の過程、方法その他の本取引に関する意思決定にあたっての留意点等についての法的助言を受けております。

なお、長島・大野・常松法律事務所は、THE SHAPER 及び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、本特別委員会において、長島・大野・常松法律事務所の独立性に問題ないことが確認されております。また、長島・大野・常松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、本取引の成立を条件とする成功報酬は含まれておりません。

④当社における独立した検討体制の構築

当社は、当社 11 月９日プレスリリースの「３．本公開買付けに関する意見の内容、根拠及び理由」の「（２）本公開買付けに関する意見の根拠及び理由」の「③当社が本公開買付けに賛同するに至った意思決定の経緯及び理由」の「(i) 検討体制の構築の経緯」に記載のとおり、2022 年９月９日、カーライルから独立した立場で、当社の企業価値の向上及び当社の少数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（本取引に係る検討、交渉及び判断に関与する当社の役職員の範囲及びその職務を含みます。）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、交渉及び判断は、全てカーライルから独立した者が担当することとした上で、当社の主要株主である梅田氏、及び 2007 年から 2011 年までカーライルのマネージングディレクター・日本共同代表の地位にあった平野氏は検討体制に加わらないこととし、カーライルからの独立性の認められる役員（執行役員を含みます。）５名のみで構成することとしました。

カーライルに対して提示し、またフーリハン・ローキーが当社株式の株式価値の算定において基礎とする本事業計画は、必要に応じて、フーリハン・ローキーのサポートを得つつ、カーライル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、最終的な本事業計画の内容、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、その承認を受けています。

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（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、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。

⑤当社における利害関係を有しない取締役全員（監査等委員を含みます。）の承認

当社は、長島・大野・常松法律事務所から受けた法的助言、フーリハン・ローキーから受けた財務的見地からの助言、当社株式価値算定書の内容、カーライル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、本答申書において示された本特別委員会の判断内容を最大限尊重しながら、本公開買付けを含む本取引が当社の企業価値の向上に資するか否か、及び本公開買付価格を含む本取引に係る取引条件が妥当なものか否かについて、慎重に協議・検討をいたしました。

その結果、当社は、当社 11 月９日プレスリリースの「３．本公開買付けに関する意見の内容、根拠及び理由」の「（２）本公開買付けに関する意見の根拠及び理由」の「③当社が本公開買付けに賛同するに至った意思決定の経緯及び理由」に記載のとおり、2022 年 11 月９日開催の当社取締役会において、当社の経営課題の解決及び株主様への利益還元の機会の提供という観点から、本取引が当社の企業価値の向上に資するものであるとともに、当社株式価値算定書の算定結果、本公開買付価格のプレミアム水準、カーライルとの交渉過程及び本公開買付価格の決定プロセス等に照らし、本公開買付価格を含む本取引に係る取引条件は妥当なものであると判断し、本公開買付けに賛同する旨の意見を表明するとともに、当社の株主の皆様に対し、本公開買付けへの応募を推奨すること、本新株予約権者のうち、第４回新株予約権、第５回新株予約権、第８回新株予約権、第９回新株予約権、第 11 回新株予約権、第 12 回新株予約権、第 14 回新株予約権、第 15 回新株予約権及び第 28 回新株予約権に係る本新株予約権者の皆様に対し、本公開買付けに応募することを推奨し、第 13 回新株予約権、第 16 回新株予約権及び第 17 回新株予約権に係る本新株予約権者の皆様に対しては、本新株予約権買付価格が１円とされていることから、本公開買付けに応募するか否かについて、当該本新株予約権者の皆様のご判断に委ねることを決議いたしました。

上記の当社取締役会においては、当社の取締役９名のうち、梅田氏及び平野氏を除く利害関係を有しない取締役全員が審議及び決議に参加し、決議に参加した取締役全員（監査等委員を含みます。）の一致により上記の決議を行っております。なお、当社取締役の梅田氏は THE SHAPER と本応募契約を締結していること、及び当社取締役の平野氏は、既に 10 年以上経過しているものの、2007 年から 2011 年までカーライルのマネージングディレクター・日本共同代表の地位にあったことに鑑み、利益相反の疑いを回避し、本取引の公正性を担保するため、いずれも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カーライルとの協議及び交渉にも一切関与しておりません。

⑥本公開買付けの公正性を担保する客観的状況の確保

THE SHAPER は、公開買付期間を、法令に定められた最短期間が 20 営業日であるところ、30 営業日に設定しているとのことです。公開買付期間を比較的長期に設定することにより、

当社の株主の皆様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な判断を行う機会を確保するとともに、当社株式について対抗的買収提案者にも対抗的な買付け等を行う機会を確保し、これをもって本公開買付価格の公正性を担保することを企図しているとのことです。

また、THE SHAPER 及び当社は、当社が対抗的買収提案者と接触することを禁止するような取引保護条項を含む合意等、当該対抗的買収提案者が当社との間で接触することを制限するような内容の合意を行っておりません。このように、上記公開買付期間の設定とあわせ、対抗的な買付け等の機会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。

⑦マジョリティ・オブ・マイノリティ条件（majority of minority）を達成する買付予定数の下限の設定

本公開買付けにおいて、THE SHAPER は、当社 11 月９日プレスリリースの「３．本公開買付けに関する意見の内容、根拠及び理由」の「（２）本公開買付けに関する意見の根拠及び理由」の「①本公開買付けの概要」に記載のとおり、当社の完全子会社化を目的としているため、買付予定数の下限を 26,023,700 株に設定しており、応募株券等の総数が買付予定数の下限（26,023,700 株）に満たない場合は、応募株券等の全部の買付け等を行わないとのことです。仮に、当社 11 月９日プレスリリースの「３．本公開買付けに関する意見の内容、根拠及び理由」「（２）本公開買付けに関する意見の根拠及び理由」の「①　本公開買付けの概要」に記載のとおり、本応募契約を締結した本応募創業者を「THE SHAPER と重要な利害関係を共通しない当社の株主」ではないと取り扱った場合であっても、買付予定数の下限（26,023,700 株）は、マジョリティ・オブ・マイノリティの水準（当社潜在株式勘案後株式総数（39,035,597 株）から、本応募予定株券等の数である 10,905,812 株を控除した株式数に係る議決権の数（281,297 個）の過半数に相当する数（140,649 個）に相当する当社株式数（14,064,900 株）に相当する数に、本応募予定株券等の数である 10,905,812 株を加算した株式数である 24,970,712 株）を上回ることになるとのことです。

このように、THE SHAPER は、THE SHAPER と利害関係を有さない当社の株主から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、当社の少数株主の皆様の意思を重視した買付予定数の下限の設定を行っているとのことです。

４．　株式売渡対価及び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についての定めの相当性その他の株式売渡対価及び新株予約権売渡対価の交付の見込みに関する事項（会社法第 179 条の５第１項第４号、会社法施行規則第 33 条の７第１項第２号）

THE SHAPER は、本株式売渡対価及び本新株予約権売渡対価を、THE SHAPER が、株式会社三菱 UFJ 銀行からの融資により調達した現預金により支払うことを予定しているところ、当社としても、株式会社三菱 UFJ 銀行作成の THE SHAPER 宛融資証明書（2022 年 11 月９日付）を確認し、その後 THE SHAPER 及び株式会社三菱 UFJ 銀行の間で当該融資に係る金銭消費貸借契約が締結されたことを確認する方法により THE SHAPER による資金確保の方法を確認していること、さらに、THE SHAPER によれば、当該金銭消費貸借契約の締結日以降、本株式売渡対価

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、また今後発生する可能性も認識されていないとのことであること等から、THE SHAPER による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の準備状況・確保手段は相当であり、THE SHAPER による本株式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判断しております。

５．　株式等売渡請求に係る取引条件についての定めの相当性に関する事項（会社法第 179 条の５第１項第４号、会社法施行規則第 33 条の７第１項第３号）

本株式売渡対価及び本新株予約権売渡対価は、取得日後合理的な期間内に、THE SHAPER が本売渡株式及び本売渡新株予約権を取得する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若しく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各本売渡株主若しくは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（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 THE SHAPER 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支払うものとします。

上記の本株式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判断しております。

６．　当社において最終事業年度の末日後に生じた重要な財産の処分、重大な債務の負担その他の会社財産の状況に重要な影響を与える事象の内容（会社法第 179 条の５第１項第４号、会社法施行規則第 33 条の７第１項第４号）

該当事項はありません。

以　上