

【表紙】

【提出書類】 臨時報告書

【提出先】 関東財務局長

【提出日】 2021年12月15日

【会社名】 株式会社イーブックイニシアティブジャパン

【英訳名】 eBOOK Initiative Japan CO.,LTD.

【代表者の役職氏名】 代表取締役社長 高橋 将峰

【本店の所在の場所】 東京都千代田区麹町一丁目12番地 1

【電話番号】 03(3518)9544 (代表)

【事務連絡者氏名】 執行役員 最高財務責任者 阿部 逸人

【最寄りの連絡場所】 東京都千代田区麹町一丁目12番地 1

【電話番号】 03(3518)9544 (代表)

【事務連絡者氏名】 執行役員 最高財務責任者 阿部 逸人

【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、2021年12月14日付の取締役会決議により、当社の普通株式（以下「当社株式」といいます。）の併合（以下「本株式併合」といいます。）を目的とする、2022年1月13日開催予定の臨時株主総会（以下「本臨時株主総会」といいます。）を招集することを決定いたしましたので、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

2021年9月30日付当社プレスリリース「LINE Digital Frontier株式会社による当社株券等に対する公開買付けに関する意見表明及び応募推奨に関するお知らせ」においてお知らせいたしましたとおり、LINE Digital Frontier株式会社（以下「公開買付者」といいます。）は、2021年9月30日開催の公開買付者の取締役会において、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。）市場第一部に上場している当社株式を非公開化することを前提として行われる一連の取引（以下「本取引」といいます。）の一環として、当社株式の全て（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、ヤフー株式会社（以下「ヤフー」といいます。なお、本書提出日現在、ヤフーは、Zホールディングス株式会社（以下「Zホールディングス」といいます。）の完全子会社です。）が所有する当社株式（以下「本応募株式」といいます。）及び当社が所有する自己株式を除きます。以下「当社株式の全て」といいます。）及び本新株予約権の全てを対象にした公開買付け（以下「本公開買付け」といいます。）を実施することを決議いたしました。

（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。

2012年4月26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「第10回新株予約権」といいます。）（行使期間は2015年5月26日から2022年4月25日まで）

2012年4月26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「第11回新株予約権」といいます。）（行使期間は2015年5月26日から2022年4月25日まで）

2013年10月4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「第12回新株予約権」といいます。）（行使期間は2016年10月30日から2023年9月29日まで）

2013年10月28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「第13回新株予約権」といいます。）（行使期間は2016年11月23日から2023年9月29日まで）

2014年10月9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「第14回新株予約権」といいます。）（行使期間は2017年11月1日から2024年10月31日まで）

2015年10月20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「第15回新株予約権」といいます。）（行使期間は2018年11月1日から2025年10月31日まで）

2019年7月25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「第16回新株予約権」といいます。）（行使期間は2021年8月16日から2029年7月24日まで）

2020年6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「第17回新株予約権」といいます。）（行使期間は2022年7月16日から2030年6月21日まで）

そして、2021年11月16日付当社プレスリリース「LINE Digital Frontier株式会社による当社株券等に対する公開買付けの結果並びに主要株主及びその他の関係会社の異動に関するお知らせ」においてお知らせいたしましたとおり、公開買付者は、2021年10月1日から2021年11月15日までを買付け等の期間（以下「公開買付期間」といいます。）とする本公開買付けを行い、その結果、本公開買付けの決済の開始日である2021年11月22日をもって、当社株式1,939,871株（議決権所有割合（注2）：34.35%）を所有するに至りました。

（注2）「議決権所有割合」の計算においては、当社が2021年11月10日に提出した第22期第2四半期報告書に記載された2021年9月30日現在の発行済株式総数（5,715,100株）に、同日以降2021年11月16日までに行使された新株予約権（第10回新株予約権（23個）、第11回新株予約権（1個）、第12回新株予約権（30個）、第13回新株予約権（13個）及び第16回新株予約権（42個））の目的となる当社株式数（13,300株）を加え、同日現在の当社が所有する自己株式数（80,518株）を控除した株式数（5,647,882株）に係る議決権の数（56,478個）を分母として計算（小数点以下第三位を四捨五入）しております。

当社は、2021年3月上旬、公開買付者よりバックエンド業務を中心とした、公開買付者と当社との間の業務提携契約の締結（以下「本業務提携」といいます。）の打診を受け、公開買付者との間で協議を進めておりましたが、その

結果、2021年6月1日、公開買付者との間で、電子書籍事業における業務提携を行うことを決定するに至りました（本業務提携の詳細については、当社が2021年6月1日付で公表した「LINE Digital Frontier株式会社との業務提携に関するお知らせ」をご参照ください。）。本業務提携においては、「LINEマンガ」のバックエンド業務の一部を当社が受託し、同業務の共通化を進めることで、事業効率の改善及びコンテンツ力の向上を目的としております。他方、バックエンド業務の共通化以外の協業について、継続して協議を行うこととしておりました。

このような状況下、当社は、2021年5月31日、NAVER Corporation（以下「NAVER」といいます。）より、NAVERの子会社である公開買付者による当社の非公開化に関する取引を行うことについての初期的な打診を受けました。その後、2021年6月上旬にNAVERから、当該取引について、別途正式に提案書を提出する意向を有している旨の連絡を受けました。当該初期的な打診においては、公開買付者が当社の親会社であるヤフーの完全親会社であるZホールディングスと合意した上で、当社の非公開化を実施する想定となっており、ヤフー及びZホールディングスと当社の少数株主と利害が一致しない可能性があることを踏まえ、当社は、下記「3. 会社法第234条の規定により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す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」に記載のとおり、2021年6月上旬、当社、NAVER、Zホールディングス、ヤフー、及び公開買付者から独立したリーガル・アドバイザーとしてアンダーソン・毛利・友常法律事務所外国法共同事業（以下「アンダーソン・毛利・友常法律事務所」といいます。）を選任いたしました。また、本公開買付けの公正性を担保するとともに、本取引に関する意思決定の恣意性を排除し、当社の意思決定過程の公正性、透明性及び客観性を確保し、利益相反を回避するために、当社、NAVER、Zホールディングス、ヤフー、及び公開買付者からの独立性を有し、ヤフーとの間に利害関係を有しない当社の独立社外役員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2021年6月9日に設置いたしました。さらに、2021年7月上旬、当社、NAVER、Zホールディングス、ヤフー、及び公開買付者から独立したファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関として大和証券株式会社（以下「大和証券」といいます。）を、選任いたしました。これらの措置の詳細については、下記「3. 会社法第234条の規定により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す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」をご参照ください。

上記体制の下で、当社は、ファイナンシャル・アドバイザーとしての大和証券から財務的見地等に関する助言及び支援を受け、また、リーガル・アドバイザーであるアンダーソン・毛利・友常法律事務所から本公開買付けにおける意思決定過程、意思決定方法その他本公開買付けにおける意思決定にあたっての留意点についての法的助言を受け、本取引が当社の企業価値の向上に資するものか、また、公開買付価格を含む本取引における諸条件は妥当なものであるか等の観点から慎重に協議及び検討を行いました。

上記のとおり、当社は、NAVERより、正式に提案書を提出する意向を有している旨の連絡を受けておりましたが、その後、2021年6月18日、NAVERから、その子会社である公開買付者を通じて、当社株式の公開買付け及びそれに引き続くスクイズアウト手続きを通じて当社の全株式を取得する旨の初期的な意向表明書を受領しました。その後、2021年6月下旬から、公開買付者、NAVER及びWEBTOON Entertainment Inc.（以下「WEBTOON Entertainment」といい、公開買付者、NAVER及びWEBTOON Entertainmentを総称して「公開買付者ら」といいます。）による、当社の事業・財務・税務・法務等に関するデュー・ディリジェンス（2021年8月中旬に終了しております。）が実施され、また、当社経営陣と公開買付者らとの面談等が実施された後、当社は、同年8月10日、公開買付者らより、NAVERを通じて、公開買付価格を1株当たり4,000円とすることを含む提案書を受領しました。これに対し、本特別委員会は、同年8月13日、大和証券及びアンダーソン・毛利・友常法律事務所から聴取した意見を踏まえて検討を行った上で、提案された公開買付価格は公正な価格に達しておらず、当社の少数株主の利益に十分に配慮できていないとして、その付与された権限に基づき、直接の交渉主体として、NAVERに対し公開買付価格の再検討を要請いたしました。その後、本特別委員会は、2021年9月3日、公開買付者より、NAVERを通じて、公開買付価格を1株当たり4,250円とする提案を受領しました。当該提案を受け、当社は、当社のファイナンシャル・アドバイザーである大和証券を通じて、公開買付者らとの間で協議を継続いたしましたが、本特別委員会は、当該大和証券を通じた協議の内容並びに大和証券からの財務的見地からの助言及びアンダーソン・毛利・友常法律事務所からの法的見地からの助言を踏まえ、NAVERに対し、上記の提案価格は、大和証券によりディスカунテッド・キャッシュ・フロー法（以下「DCF法」といいます。）に基づき算定される株式価値の水準に照らし、引き続き当社の少数株主の利益に十分に配慮できていないと考えていること等を理由として、再度公開買付価格の再考を依頼しました。

その後も公開買付者との間で、当社のファイナンシャル・アドバイザーを通じて、継続的に協議及び交渉を行い、その結果、本特別委員会は、2021年9月24日、公開買付者から、当社株式1株当たりの買付け等の価格（以下「本公開買付価格」といいます。）を4,750円とすることを含む最終提案を受けるに至りました。また、当社及び本特別委員会は、公開買付者らとの間で、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。）についても、協議・交渉を行っております。具体的には、当社は、公開買付者らより、上記の2021年8月10日付の提案書において、本新株予約権の買付価格について、新株予約権1個につき1円とする提案を受けました。これに対し、本特別委員会は、同年8月13日、公開買付者らに対し、当該新株予約権は、当社役員に対する報酬制度として付与しているものであり、特に、当該新株予約権の内、現時点では行使不可であるものの、保有者に多大な経済的価値が見込まれる新株予約権を適切な価格で買い取らないとすると、保有者である当社従業員のモチベーションが大きく低下し、非公開化後の経営統合プロセスに支障をきたすことが想定されることから、権利行使をした場合に利益が出る状態にある新株予約権については、本公開買付価格と当該新株予約権に係る行使価格の差額とするように再考を依頼しました。その後、本特別委員会は、2021年9月3日、公開買付者より、NAVERを通じて、新株予約権に係る買付価格については、本公開買付価格と当該新株予約権に係る行使価格の差額とする旨の提案を受けるに至りました。

以上の検討・交渉過程において本特別委員会は、まず、大和証券による当社株式の価値算定の基礎ともなる2022年3月期から2027年3月期までの事業計画（以下「本事業計画」といいます。）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、当社から説明を受け、確認及び承認しております。また、公開買付者から公開買付価格を含む本取引の条件についての提案を受領する都度、本特別委員会は、大和証券から受けた財務的見地からの助言を踏まえ、公開買付者からより高い価格を引き出すために、相互に独立した第三者間のM&Aで行われる一般的な交渉プロセスに即して十分な交渉を実施することを含む交渉方針について審議・検討した上で、公開買付者と直接書面のやり取りを行うこと等により、公開買付者との間で公開買付価格に関する協議・交渉を行っております。当該協議を踏まえた本特別委員会の答申の概要については、下記「3. 会社法第234条の規定により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す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答申書の取得」をご参照ください。

その後、当社は、2021年9月29日付で大和証券より株式価値算定書（以下「大和証券株式価値算定書」といいます。）を取得し、2021年9月30日、本特別委員会から、(a)当社取締役会は、本公開買付けについて賛同するとともに、当社の株主及び本新株予約権の所有者（以下「本新株予約権者」といいます。）に対し、本公開買付けへの応募を推奨するべきであると考えられ、(b)当社取締役会が、本公開買付けについて賛同するとともに、当社の株主及び本新株予約権者に対し、本公開買付けへの応募を推奨する旨の意見を決定することは、当社の少数株主にとって不利益ではないと考えられ、また、当社取締役会が、本取引において予定されている方法によることを前提に、本株式併合による当社の非公開化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ではないと考えられる旨の答申書（以下「本答申書」といいます。）の提出を受けております（なお、本答申書の概要については、下記「3. 会社法第234条の規定により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す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答申書の取得」をご参照ください。）。

その上で、当社取締役会は、アンダーソン・毛利・友常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過程、意思決定方法その他本公開買付けを含む本取引に関する意思決定にあたっての留意点についての法的助言、大和証券から受けた財務的見地からの助言及び大和証券株式価値算定書の内容を踏まえつつ、本特別委員会から取得した本答申書の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の向上を図ることができるか、公開買付価格を含む本取引における諸条件は妥当なものであるか等の観点から慎重に協議及び検討を行いました。

上記の検討及び交渉の結果、当社は、2021年9月30日、本取引を実施して公開買付者の完全子会社となることにより、引き続き当社とヤフーとの間の資本関係を維持することにより当社とヤフーとの間の協業関係を継続して発展させつつ、公開買付者との間の連携を強化し、協業を推進することにより、以下のシナジーを見込むことができ、当社の収益基盤と事業競争力の強化が図られ、中長期的にも当社の企業価値の向上に資するとの結論に至りました。

まず、当社としては、競争の激しい国内電子書籍市場において、国内取扱高No.1という当社の目標を達成するため

には、(a)競合他社を上回る規模・効率での広告・販促活動や投資の継続、(b)当社が競合他社と比較して補強が必要であると認識している領域（サービスに対する認知の向上、若年層利用者の取り込み、電子書籍アプリの強化、先行・独占・オリジナル等のコンテンツ強化等）への投資、(c)消費者ニーズの変化に対する迅速な対応（スマートフォンに特化した縦スクロールのカラーコンテンツの拡充、無料で読めるコンテンツの拡充等）及び(d)今後成長が見込まれるグローバル市場への積極的な展開といった各課題を解決していく必要があるものと認識しております。これらの各課題については、早期の解決を図っていくことが必要であるものの、他方、現状のヤフー及びZホールディングスとの間の提携関係のみでは、その実現に相応の期間が必要となるものと考えており、当社としても、外部企業との間の資本提携を含むパートナーシップの構築の必要性について検討を行ってまいりました。そのような状況下、上記のとおり、2021年6月1日、公開買付者との間で、本業務提携を開始いたしました。当社としては、公開買付者との間には資本関係はなく独立した当事者間の協業であることや上場を維持することにより一般株主の皆様の利益に配慮する必要があること等から、本業務提携に関し、経営資源・人材の相互活用や意思決定のスピードなどにおいて、一定の限界があるものと認識しております。そこで、当社は、本取引を実施して公開買付者の完全子会社となることにより、以下のメリットをより効率的に享受できることが見込まれ、当社の収益基盤と事業競争力の強化に繋がり、中長期的にも当社の企業価値の持続的な向上に資するとの結論に至りました。

#### ( ) バックエンド業務の共通化による経営の強化

公開買付者との間で、既に2021年6月、公開買付者が運営する「LINEマンガ」のバックエンド業務の一部を当社が受託する本業務提携を実施しております。本業務提携契約におけるバックエンド業務は、電子書籍配信に関するバックエンドシステムの開発・運用、配信コンテンツの入稿、書誌データ管理に関するオペレーション、電子書籍コンテンツの調達及び提供を指しており、「LINEマンガ」の同業務を当社が受託するとともに、「ebookjapan」の同業務との共通化を進めることを目指しております。本取引を実施して公開買付者の完全子会社となることにより、意思決定の迅速化や公開買付者と当社間での人員交流等が促進され、バックエンド業務の共通化に向けた連携がより強固なものとなり、取扱規模の拡大及び出版社窓口の一本化の結果、事業効率の改善及び出版社への営業力の強化、並びにコンテンツ力の向上を着実に図ることを見込んでおります。

#### (ii) 販売作品数の増加によるユーザーの獲得

公開買付者が運営する「LINEマンガ」は、配信作品数約60万点の国内最大級のコミックサービスであり、特にオリジナル・独占・先行配信作品を480タイトル以上取り揃えています。グローバル市場で多くのユーザーの人気を得ている縦スクロールのカラー作品であるWEBTOON等、当社には少ないオリジナル作品を多数有しており、これらを「ebookjapan」でも販売可能とすることにより、ユーザーの獲得並びに収益の拡大に繋がると考えております。

#### (iii) マーケットにおける利用者層の拡大

「LINEマンガ」は主にiOS、Androidアプリで多くの利用者を獲得しているのに対し、「ebookjapan」はWEBブラウザで多くの利用者を獲得しており、また、利用者層においても比較的若年層が多い「LINEマンガ」と、中高年層を含めた幅広い利用者を持つ「ebookjapan」とで、それぞれ異なる強みを持っております。これらは、相互に補完し合う関係にあり、今後両社が持つマーケティングソリューションを最大限活用し、統一されたブランドマーケティングを行うことで、WEBブラウザ、アプリの両方に強みを持ち、若年層から中高年層まで幅広い年齢層の利用者に支持される国内随一の電子書籍サービスグループとなることが可能と考えております。

以上の点を踏まえて、当社は、2021年9月30日、本取引を実施して公開買付者の完全子会社となることにより、公開買付者との間で電子書籍事業の幅広い分野において互いの強みを活かし、さらなる連携強化を図ることは、当社の中長期的な企業価値向上に資するものであるとの考えに至りました。

以上より、当社は、2021年9月30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、当社の株主及び本新株予約権者の皆様に対し、本公開買付けへの応募を推奨することを決議いたしました。

このような経緯を経て本取引が進められて参りましたが、上記のとおり、公開買付者は、本公開買付けにより、当社株式の全てを取得できませんでした。かかる本公開買付けの結果を踏まえ、公開買付者から要請を受けたことから、当社は、当社の株主を公開買付者及びヤフーのみとするための一連の процедуруを実施することとし、2021年12月14日開催の取締役会において、本臨時株主総会の開催を決議するとともに、本臨時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、下記「3. 会社法第234条の規定により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することが見込まれる金銭の額及び当該額の算定根拠」に記載のとおり、本株式併合を実施することを決議いたしました。

本株式併合により、株主の皆様（但し、公開買付者及びヤフーを除きます。）の所有する当社株式の数は、1株に満たない端数となる予定です。

## 2. 本株式併合の割合

当社株式について、814,533株を1株に併合いたします。

## 3. 会社法第234条の規定により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す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

会社法第235条第1項又は同条第2項において準用する同法第234条第2項のいずれの規定による処理を予定しているかの別及びその理由

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、公開買付者及びヤフー以外の当社の株主の皆様が所有する当社株式の数は、1株に満たない端数となる予定です。本株式併合をすることにより株式の数に1株に満たない端数が生じるときは、当社の株主に対して、会社法（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235条その他の関係法令の定める手続きに従い、当該端数の合計数（合計した数に1株に満たない端数がある場合には、当該端数は切り捨てられます。以下同じです。）に相当する当社株式を売却することによって得られる金銭が交付されることとなります（以下「本端数処理」といいます。）。当該端数の合計数に相当する当社株式の売却価格については、当該売却の結果、本公開買付けに応募しなかった当社の株主（公開買付者、ヤフー及び当社を除きます。）に交付される金銭の額が、本公開買付価格に当該各株主が所有していた当社株式の数を乗じた価格と同一となるよう設定し、会社法第235条第2項の準用する会社法第234条第2項の規定に基づき、裁判所に対して公開買付者への任意売却許可の申立てを行う予定です。

売却に係る株式を買い取る者となることが見込まれる者の氏名又は名称

LINE Digital Frontier株式会社

売却に係る株式を買い取る者となることが見込まれる者が売却に係る代金の支払のための資金を確保する方法及び当該方法の相当性

当社は、公開買付者が、本株式併合により生じる端数の合計額に相当する当社株式の取得に係る資金を確保できることを、WEBTOON Entertainmentによる、11,234,300千円を限度として公開買付者に対して出資を行う用意がある旨の2021年9月30日付証明書及びNAVER WEBTOONから4,814,700千円を限度として公開買付者に対して出資を行う用意がある旨の2021年9月30日付証明書を確認する方法等により確認しております。

したがって、公開買付者による端数相当株式の売却に係る代金の支払のための資金を確保する方法は相当であると判断しております。

売却する時期及び売却により得られた代金を株主に交付する時期の見込み

当社は、本株式併合の効力発生後、2022年2月上旬から中旬を目途に会社法第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、裁判所に対して、本株式併合の結果生じる1株未満の端数の合計数に相当する当社株式を売却することについて許可を求める申立てを行うことを予定しております。当該許可を得られる時期は裁判所の状況等によって変動し得ますが、当社は、当該裁判所の許可を得て、2022年2月下旬から3月上旬を目途に当社株式を売却し、その後、当該売却によって得られた代金を株主の皆様へに交付するために必要な準備を行った上で、2022年3月下旬から4月上旬を目途に、当該売却代金を株主の皆様へに交付することを見込んでおります。

当社は、本株式併合の効力発生日から売却に係る一連の手続きに要する期間を考慮し、上記のとおり、それぞれの時期に、本株式併合の結果生じる1株未満の端数の合計数に相当する当社株式の売却が行われ、また、当該売却代金の株主の皆様への交付が行われる見込みがあるものと判断しております。

### (2) 端数処理により株主に交付す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

上記のとおり、本端数処理により株主の皆様へに交付することが見込まれる金銭の額は、本公開買付価格に当該各株主が所有していた当社株式の数を乗じた価格と同一となる予定です。

本公開買付価格については、(a)本公開買付価格が、大和証券による当社株式の株式価値の算定結果のうち、市場株価平均法に基づく算定結果の上限を上回るものであり、かつ、DCF法に基づく評価レンジの範囲内であり、かつ中央値(DCF法による算定の基礎となる割引率及び永久成長率について、その感応度分析において用いた数値の中央値を使用して算出された当社株式の1株当たりの株式価値)の4,788円と遜色ない価格であると認められること、(b)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(なお、当社は、公開買付者らから、2021年6月1日以降の当社の株価は、本業務提携によるシナジー以外にも、本取引によらなければ実現できないシナジーが本業務提携に引き続いて実現する可能性があるとの期待を先取りして上昇を見せているとの説明を受けておりましたが、当社としては、当該可能性を合理的に検証することができないことから、他の同種の案件において一般的である、公表日の前営業日を基準とした一定期間の株価のプレミアムを考慮しています。)である2021年9月29日の直近1ヶ月間の終値単純平均値4,000円に対して18.75%のプレミアムを加えた価格、直近3ヶ月間の終値単純平均値3,697円に対して28.48%のプレミアムを加えた価格、直近6ヶ月間の終値単純平均値3,274円に対して45.08%のプレミアムを加えた価格であり、このうち、直近1ヶ月間の終値単純平均値に対するプレミアム率を取り上げると、直近約2年間(2019年8月以降)に公表された公開買付けを利用した支配株主による完全子会社化事例におけるプレミアム水準(中央値が36%程度から41%程度)に照らして、必ずしも高い水準であるとは言い難いものの、直近3ヶ月間の終値単純平均値及び直近6ヶ月間の終値単純平均値に対するプレミアムに鑑みれば、本公開買付価格は相応のプレミアムが付された価格であると評価できること、(c)本公開買付価格は、本公開買付けの実施についての公表日の前営業日である2021年9月29日の東京証券取引所市場第一部における当社株式の終値4,510円に対して5.32%のプレミアムを加えた価格であり、当該プレミアムについては、非公開化を目的とした他の公開買付けの事例におけるプレミアム水準との比較において低水準であると考えられるものの、2021年9月27日以降、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2021年9月29日までの3日間において当社株式の株価が急激に変動していること、及び、本公開買付価格は、当社が2011年10月に東京証券取引所マザーズ市場にその株式を上場して以来の市場株価の最高値を超える水準であることを勘案すると、本公開買付けの実施についての公表日の前営業日における当社株式の終値に対するプレミアムが低水準であることをもって、本公開買付価格の合理性が欠けることになるものではないと考えられること、(d)本公開買付価格の決定に際しては、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」に記載の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置が採られており、少数株主の利益への配慮がなされていると認められること、(e)本公開買付価格が、上記の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置が採られた上で、公開買付者らと当社との間で、それぞれ独立当事者間の取引における協議・交渉と同等の協議・交渉が行われた上で決定された価格であること等を踏まえ、当社は、2021年9月30日、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売却の機会を提供するものであると判断いたしました。

同様に、本新株予約権買付価格についても、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当該各本新株予約権1個の目的となる当社株式数(第10回新株予約権及び第11回新株予約権については200、第12回新株予約権ないし第17回新株予約権については100)を乗じた金額をもとに算定されているものであるため、本公開買付けは、当社の本新株予約権者の皆様に対して合理的な本新株予約権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。

また、当社は、本公開買付けに賛同し、株主の皆様に対して応募することを推奨する旨の意見を表明した後、2021年12月14日の当社取締役会の開催時点に至るまでに、本公開買付価格の算定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。

以上のことから、当社は、本端数処理により株主に交付することが見込まれる金銭の額については、相当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、本公開買付け後のいわゆる二段階買収の二段階目の手続き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、本株式併合を含む本取引の公正性を担保するとともに、本取引に関する意思決定の恣意性を排除し、当社の意思決定過程の公正性、透明性及び客観性を確保し、また利益相反の疑いを回避する観点から、本公開買付けの開始までの間に、以下の措置を実施しました。

なお、以下の記述中の公開買付者において実施した措置については、公開買付者から受けた説明に基づくものです。また、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)」の応募を本公開買付け成立の条件とはしておりませんが、ヤフーは、本公開買付けの公表日現在、当社株式を2,443,600株(議決権所有割合:43.27%)所有していたことから、本公開買付けにおいて、いわゆる「マジョリティ・オブ・マイノリティ(Majority of Minority)」の買付予定数の下限を設定すると、本公開買付けの成立を不安定なものとし、かえって本公開買付けに応募することを希望する少数株主の皆様の利益に資さない可能性もある

ものと考えているとのことです。また、公開買付者及び当社において以下「ないし」の措置を講じていることから、当社の一般株主の利益には十分な配慮がなされていると考えているとのことです。

#### 当社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、公開買付者から提示された本公開買付価格を検討し、本公開買付けに関する賛同の意見表明及び応募推奨を行うにあたり、公正性を担保するための措置として、当社、NAVER、Zホールディングス、ヤフー及び公開買付者から独立した第三者算定機関である大和証券に対して、当社の株式価値算定を依頼し、大和証券から2021年9月29日付で大和証券株式価値算定書を取得いたしました。なお、当社は、大和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）を取得しておりません。

大和証券は、本公開買付けにおける算定手法を検討した結果、当社株式が東京証券取引所市場第一部に上場していることから市場株価平均法を、当社業績の内容や予想等を評価に反映するためにDCF法を用いて当社株式の株式価値の算定を行い、当社は、大和証券から2021年9月29日付で、大和証券株式価値算定書を取得しております。

大和証券によれば、当社株式の株式価値算定にあたり、採用した手法及び当該手法に基づいて算定された当社株式1株当たりの株式価値の範囲は以下のとおりです。

市場株価平均法	3,274円から4,510円
DCF法	4,043円から5,814円

市場株価平均法では、2021年9月29日を算定基準日として、当社株式の東京証券取引所市場第一部における基準日終値4,510円、直近1ヶ月間の終値単純平均値4,000円、直近3ヶ月間の終値単純平均値3,697円及び直近6ヶ月間の終値単純平均値3,274円を基に、当社株式の1株当たりの株式価値の範囲は、3,274円から4,510円までと算定しております。

DCF法では、当社が作成した本事業計画に基づく収益予測や投資計画等、合理的と考えられる前提を考慮した上で、当社が2022年3月期第2四半期以降において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当社の企業価値や株式価値を分析し、1株当たりの株式価値の範囲は、4,043円から5,814円までと算定しております。なお、割引率は9.1%～11.1%を採用しており、継続価値の算定については永久成長法を採用し、永久成長率を0.0%～1.0%として算定しております。

大和証券がDCF法において前提とした本事業計画に基づく財務予測は以下のとおりです。なお、本事業計画には、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、2022年3月期から2027年3月期にかけて、電子書籍事業の市場拡大を背景とした電子書籍サービス「ebookjapan」の取扱高拡大により、継続的な増益を見込んでおります。2022年3月期から2024年3月期にかけては、グループシナジーのさらなる深化や広告宣伝を中心とした積極的なマーケティング投資によるユーザー獲得拡大を想定しており、アプリ及びウェブサイトの機能改善、オリジナル作品のラインアップ拡大等も相まって、継続的な取扱高の拡大を見込んでおります。その結果としての限界利益の増加、及び事業規模拡大に伴う固定費負担の軽減を踏まえ、2022年3月期及び2024年3月期は、大幅な増益を見込んでおります。その後、2025年3月期においては、ユーザー獲得のためのマーケティング投資が一巡することに伴い売上高広告宣伝費率を抑制することで、大幅な増益を見込んでおります。また、本取引実行により実現することが期待されるシナジー効果については、現時点において具体的に見積もることが困難であるため、本事業計画には加味しておりません。なお、本業務提携が業績に与える影響については、本公開買付けの公表日現在、本業務提携の公表から4ヶ月が経過しておりますが、本業務提携に基づく取り組みの範囲、時期等について当事者間で協議中であり、その影響についても引き続き精査中であること、また、業務提携に基づく取り組みが進展したと仮定しても、今期において、業績への影響は限定的と考えられ、業績予想の修正に至るような状況は想定していないこと、さらに、本取引が実施されないとの前提を置く場合、本業務提携が解消される可能性もあることから、リーガル・アドバイザー、ファイナンシャル・アドバイザーの助言も経た上で、本事業計画には織り込んでおりません。

(単位：百万円)

	2022年 3月期 (9ヶ月)	2023年 3月期	2024年 3月期	2025年 3月期	2026年 3月期	2027年 3月期
売上高 (新収益認識基準)	25,928	41,736	51,672	59,441	67,992	77,276

営業利益	1,022	1,593	2,493	3,708	4,474	5,347
EBITDA	1,277	1,971	2,860	4,064	4,865	5,702
フリー・キャッシュ・フロー	186	75	405	1,493	1,982	2,455

本新株予約権の買付価格に関しては、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当該各本新株予約権1個の目的となる当社株式数（第10回新株予約権及び第11回新株予約権については200、第12回新株予約権ないし第17回新株予約権については100）を乗じた金額を基に算定されているものであるため、本公開買付けは、当社の本新株予約権者の皆様に対して合理的な本新株予約権の売却の機会を提供するものであると判断しております。

なお、本新株予約権はいずれも、譲渡による取得については当社取締役会の承認を要するものとされておりますが、当社は、本新株予約権の譲渡が可能となるよう、2021年9月30日開催の取締役会において、本公開買付けの成立を条件として、本新株予約権者の皆様が、その所有する本新株予約権を本公開買付けに応募することにより公開買付者に対して譲渡することについて包括的に承認すること、及び譲渡を希望する本新株予約権者との間では新株予約権割当契約の内容を変更し譲渡可能な内容とする旨を決議しております。

なお、公開買付者は、本新株予約権買付価格の決定に際し、本公開買付価格を基に算定していることから、第三者算定機関からの算定書は取得していません。

#### 当社における独立した法律事務所からの助言

当社は、本公開買付けを含む本取引に関する当社取締役会の意思決定過程における透明性及び合理性を確保するため、2021年6月上旬、当社、NAVER、Zホールディングス、ヤフー及び公開買付者から独立したリーガル・アドバイザーであるアンダーソン・毛利・友常法律事務所を選任し、同法律事務所から、本公開買付けにおける意思決定過程、意思決定方法その他本公開買付けにおける意思決定にあたっての留意点について、必要な法的助言を受けております。また、アンダーソン・毛利・友常法律事務所は当社、NAVER、Zホールディングス、ヤフー及び公開買付者の関連当事者には該当せず、本公開買付けに関して記載すべき重要な利害関係を有していません。

#### 当社における独立した特別委員会の設置及び答申書の取得

当社取締役会は、2021年6月9日、本公開買付けの公正性を担保するとともに、本取引に関する意思決定の恣意性を排除し、当社の意思決定過程の公正性、透明性及び客観性を確保し、利益相反を回避するために、東京証券取引所に独立役員として届け出ている当社の社外取締役及び社外監査役のうち、当社、NAVER、Zホールディングス、ヤフー及び公開買付者から独立した、寺田航平氏（当社独立社外取締役、寺田倉庫株式会社代表取締役社長）、小林雅人氏（当社独立社外取締役、シティユウワ法律事務所パートナー）、高橋鉄氏（当社独立社外監査役、ITN法律事務所代表パートナー）の3名から構成される本特別委員会を設置しました。なお、本特別委員会の委員は設置当初から変更されておりません。本特別委員会の委員長については、当社取締役会の構成員として経営判断に直接関与する立場にあり、当社の事業に相当程度の知見を有していること、また、本公開買付けを含む本取引を検討する見識・適格性を有すること等を踏まえ、委員の互選に基づき、寺田航平氏が就任しております。また、本特別委員会の委員の報酬については、取引の成否にかかわらず時間単位の報酬のみとされており、本取引の成立を条件とする成功報酬は含まれておりません。当社取締役会は、本特別委員会設置の決定に資し、本特別委員会に対し、(a)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、当社の株主及び本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、(b)本非公開化取引についての当社取締役会による決定（(i)本公開買付けに賛同の意見を表明し、当社の株主及び本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旨の決定、及び、(ii)本公開買付け後に行われる本株式併合による非公開化手続きに係る決定をいう。）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（上記の勧告及び意見に際しては、本非公開化取引の目的が正当性を有するか、本非公開化取引に係る手続きの公正性が確保されているか、本非公開化取引の取引条件の妥当性が担保されているかについて検討するものとする。また、本非公開化取引に関する交渉状況等に応じて、本特別委員会が必要又は適切と認める場合は、本特別委員会は、上記諮問事項を追加又は変更することができる。）を諮問（以下「本諮問事項」といいます。）し、これらの点についての答申書を当社に提出することを委嘱いたしました。また、当社は、2021年6月9日付の上記取締役会において、(a)取締役会における本取引に関する意思決定は、本公開買付けへの賛否及び応募推奨の有無を含め、本特別委員会の判断内容を最大限尊重して行うこと、(b)本特別委員会が本非公開化取引の取引条件が妥当で

ないと判断した場合、当社取締役会は本取引の承認を行わないこととすることを併せて決議しております。さらに、当社は、上記取締役会において、本特別委員会に対し、(a) 当社が公開買付者らとの間で行う交渉の過程に実質的に関与すること（必要に応じて、公開買付者らとの交渉方針に関して指示又は要請を行うこと、及び、自ら公開買付者らとの交渉を行うことを含む。）、(b) 本諮問事項に関する答申を行うに際し、必要に応じ、自らの財務もしくは法務等に関するアドバイザーを選任し（この場合の費用は当社が負担する。）、又は、当社の財務もしくは法務等に関するアドバイザーを指名しもしくは承認（事後承認を含む。）すること、(c) 必要に応じ、当社の役職員から本非公開化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及び(d) その他本非公開化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関する権限を付与いたしました。

本特別委員会は、2021年6月16日より2021年9月30日までの間に合計20回、合計約24時間開催され、本諮問事項についての協議及び検討が慎重に行われました。具体的には、本特別委員会は、当社の第三者算定機関かつファイナンシャル・アドバイザーである大和証券及びリーガル・アドバイザーであるアンダーソン・毛利・友常法律事務所につき、いずれも独立性及び専門性に問題がないことから、それぞれ当社のファイナンシャル・アドバイザー及びリーガル・アドバイザーとして承認いたしました。

その後の具体的な審議状況として、本特別委員会は、当社に対して質問事項を提示し、当社との間で、本取引の目的及び背景、本取引後の経営方針等についてインタビュー形式により質疑応答を実施し、別の会合において、NAVERに対して質問事項を提示し、同社との間で、本取引の目的及び背景、本取引後の経営方針等についてインタビュー形式により質疑応答を実施しております。

また、本特別委員会は、当社が作成した本事業計画について、当社からその内容及び作成経緯等について説明を受けるとともに、これらの事項について合理性を確認しております。そして、大和証券からの、本事業計画を基礎として行った株式価値算定の内容、DCF法及びDCF法における割引率の計算根拠を含む重要な前提条件についての説明も踏まえて、質疑応答及び審議・検討を行った上で、これらの事項について合理性を確認しております。

さらに、本特別委員会は、当社、大和証券及びアンダーソン・毛利・友常法律事務所から、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説明を受け、本取引において手続きの公正性を確保するために講じるべき措置について審議・検討を行っております。

また、本特別委員会は、大和証券から受けた財務的見地からの助言を踏まえ、公開買付者からより高い価格を引き出すために、相互に独立した第三者間のM&Aで行われる一般的な交渉プロセスに即して十分な交渉を実施することを含む交渉方針について審議・検討するとともに、本特別委員会が公開買付者らから公開買付価格に関する提案を受領する都度、大和証券から受けた財務的見地からの助言も踏まえて公開買付者らに対する交渉方針を審議・検討した上で、公開買付者らと直接書面のやり取りを行うこと等により、公開買付者らとの間で公開買付価格に関する協議・交渉を行いました。

具体的には、2021年8月10日に公開買付者らより公開買付価格を1株当たり4,000円とすることを含む提案書を受領したのに対し、本特別委員会は、大和証券及びアンダーソン・毛利・友常法律事務所から聴取した意見を踏まえて検討を行った上で、提案された公開買付価格は公正な価格に達しておらず、当社の少数株主の利益に十分に配慮できていないとして、公開買付者らに対し公開買付価格の再検討を要請いたしました。その後、本特別委員会は、2021年9月3日、公開買付者より、NAVERを通じて、公開買付価格を1株当たり4,250円とする提案を受領しました。当該提案を受け、当社は、当社のファイナンシャル・アドバイザーである大和証券を通じて、公開買付者らとの間で協議を継続いたしました。本特別委員会は、当該大和証券を通じた協議の内容並びに大和証券からの財務的見地からの助言及びアンダーソン・毛利・友常法律事務所からの法的見地からの助言を踏まえ、2021年8月13日、NAVERに対し、上記の提案価格は、大和証券によりDCF法に基づき算定される株式価値の水準に照らし、引き続き当社の少数株主の利益に十分に配慮できていないと考えていること等を理由として、再度公開買付価格の再考を依頼しました。その後も公開買付者らとの間で、当社のファイナンシャル・アドバイザーである大和証券を通じて、継続的に協議及び交渉を行い、その結果、本特別委員会は、2021年9月24日、公開買付者らから、本公開買付価格を4,750円とすることを含む最終提案を受けるに至りました。

また、本特別委員会は、公開買付者らとの間で、本新株予約権の買付価格についても、協議・交渉を行っております。具体的には、当社は、公開買付者らより、上記の2021年8月10日付の提案書において、本新株予約権の買付価格について、新株予約権1個につき1円とする提案を受けました。これに対し、本特別委員会は、同年8月13日、公開買付者らに対し、当該新株予約権は、当社役職員に対する報酬制度として付与しているものであり、特に、当該新株予約権の内、現時点では行使不可であるものの、保有者に多大な経済的価値が見込まれる新株予約権を適切な価格で買い取らないとすると、保有者である当社従業員のモチベーションが大きく低下し、非公開化後の

経営統合プロセスに支障をきたすことが想定されることから、権利行使をした場合に利益が出る状態にある新株予約権については、本公開買付価格と当該新株予約権に係る行使価格の差額とするように再考を依頼しました。その後、本特別委員会は、2021年9月3日、公開買付者より、NAVERを通じて、新株予約権に係る買付価格については、本公開買付価格と当該新株予約権に係る行使価格の差額とする旨の提案を受けるに至りました。

本特別委員会は、以上の経緯の下、大和証券株式価値算定書等も考慮し、本諮問事項について慎重に協議及び検討を重ねた結果、2021年9月30日付で、当社取締役会に対し、委員全員の一致で、大要以下の内容の答申書を提出しております。

(i) 答申内容

- i 当社取締役会は、本公開買付けについて賛同するとともに、当社の株主及び本新株予約権者に対し、本公開買付けへの応募を推奨するべきであると考えられる。
- ii 当社取締役会が、本公開買付けについて賛同するとともに、当社の株主及び本新株予約権者に対し、本公開買付けへの応募を推奨する旨の意見を決定することは、当社の少数株主にとって不利益ではないと考えられる。また、当社取締役会が、本取引において予定されている方法によることを前提に、本株式併合による当社の非公開化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ではないと考えられる。

(ii) 答申理由

- i 本取引が当社の企業価値向上に資するものであり、その目的は正当なものであると認められるかについて
  - ・世界的にみても市場規模が大きく、また、エンターテインメントサービスの源泉となる知的財産権が多く存在する日本の電子コミック市場は、多数の競合他社が存在する極めて競争環境の厳しい市場である。当社は、かかる厳しい競争環境を勝ち抜き、電子コミック分野での国内取扱高No.1を獲得するためには、収益基盤と事業競争力の強化がその経営課題であると認識し、現在、Zホールディングスグループとのシナジー強化に取り組んでいる。もっとも、当社によれば、競争の激しい国内電子コミック市場において、国内取扱高No.1という当社の目標を達成するためには、(a)競合他社を上回る規模・効率での広告・販促活動や投資の継続、(b)当社が競合他社と比較して補強が必要であると認識している領域（サービスに対する認知の向上、若年層利用者の取り込み、電子書籍アプリの強化、先行・独占・オリジナル等のコンテンツ強化等）への投資、(c)消費者ニーズの変化に対する迅速な対応（スマートフォンに特化した縦スクロールのカラーコンテンツの拡充、無料で読めるコンテンツの拡充等）及び(d)今後成長が見込まれるグローバル市場への積極的な展開といった各課題を解決していく必要があり、これらの各課題については、早期の解決を図っていくことが必要である一方で、現状のヤフー及びZホールディングスとの間の提携関係のみでは、その実現に相応の期間が必要となるものと考えており、外部企業との間の資本提携を含むパートナーシップの構築の必要性について検討を行っていたとのことである。
  - ・公開買付者らの提案する、公開買付者及び当社の利用者の拡大、人気IPの創出と獲得、マーケティング戦略の統一と効率化、サービス開発、インフラ基盤の安定と強化等の本取引によるシナジー及び本取引後の企業価値向上施策は、上記の当社の経営課題の解決に資するものである。また、アプリを通じたコンテンツ配信に強みを持つ公開買付者とWEBを通じたコンテンツ配信に強みを持つ当社が相互補完的に互いのプラットフォームを活用しつつ、より効率的に潜在的な顧客を獲得すると同時に、日本における優良マンガコンテンツの配信を行う当社がコンテンツ配信を海外で展開する公開買付者らのグループに加入することで日本の優良マンガコンテンツのグローバルでの存在感の向上が可能であり、より広範な顧客層を対象として当社のコンテンツ配信が可能になるという公開買付者らの説明は合理的であり、当社にとって、本取引は、国内市場における競争力強化のみならず、グローバル市場への展開にも資するものと評価し得る。
  - ・本取引後の各施策については、当社は既に公開買付者との間でバックエンド業務に関する業務提携を実施しており、現在の資本構成の下でも実施可能なのではないかとこの点が問題となり得るが、当社によれば、公開買付者との間には資本関係はなく独立した当事者間の協業であることや上場を維持することにより一般株主の利益に配慮する必要性があること等から、当該業務提携に関しては、経営資源・人材の相互活用や意思決定のスピードなどにおいて、中長期的な成長を実現する上で一定の限界があると認識していたとのことである。本取引を実施して当社が公開買付者の完全子会社となり、

バックエンド業務に限らない分野も含めて両社がより密接に連携することで、上記のような厳しい市場環境において、当社の収益基盤と事業競争力の強化に繋がり、スピード感をもって中長期的にも両社の成長戦略及び企業価値向上策を一体的に実現していくことが可能になるとのことである。

- ・公開買付者らの提案に対し、当社の経営陣からは、本取引を実施して公開買付者の完全子会社となることにより、意思決定の迅速化や公開買付者と当社間での人員交流等が促進され、バックエンド業務の共通化に向けた連携がより強固なものとなり、取扱規模の拡大及び出版社窓口の一本化の結果、事業効率の改善及び出版社への営業力の強化、並びにコンテンツ力の向上を着実に図ることができること、公開買付者が運営する「LINEマンガ」のオリジナル作品を「ebookjapan」でも販売可能とすることにより、ユーザーの獲得及び収益の拡大に繋がること、アプリで多くの利用者を獲得し、利用者層においても比較的若年層が多い「LINEマンガ」と、WEBブラウザで多くの利用者を獲得し、中高年層を含めた幅広い利用者を持つ「ebookjapan」は利用者層が異なり、相互に補完し合う関係にあるところ、今後両社が持つマーケティングソリューションを最大限活用し、統一されたブランドマーケティングを行うことで、WEBブラウザ、アプリの両方に強みを持ち、若年層から中高年層まで幅広い年齢層の利用者に支持される国内随一の電子書籍サービスグループとなることが可能となること等から、本取引を実施して公開買付者の完全子会社となることにより、公開買付者との間で電子書籍事業の幅広い分野において互いの強みを活かし、さらなる連携強化を図ることは、当社の中長期的な企業価値の向上に資するものと考えているとの見解が示された。
  - ・公開買付者らによれば、当社及び公開買付者らの中でのシナジーを最大限発揮していく観点からは、当社と密接な競争関係にあるヤフー及びその親会社であるZホールディングスとこれまで以上に緊密に連携していくことが不可欠であり、本取引後もヤフー及びZホールディングスとの当社の既存の協業関係は維持・継続する方針とのことである。
  - ・当社の親会社であるヤフーは本公開買付けに応募しないことが予定されているが、公開買付者らによれば、その目的は、本取引後もWEBTOON Entertainmentへの出資を間接的に継続し、本取引の実行により当社に生まれるシナジーの一部を享受することができるZホールディングスグループと、本取引により当社の株主ではなくなる一般株主との間で同一の価格で当社株式を評価することは一般株主に不利益をもたらすとの考えから、ヤフーが所有する当社株式を本公開買付価格より低い価格で評価するため、公開買付者がまず当社が所有する自己株式及びヤフーの所有する株式を除く当社株式の全てを本公開買付け及び本株式併合により取得し、その後ヤフーが所有する当社株式を本三角株式交換により取得するスキームを採用することとしたものであり、かかる説明に特段不合理な点は認められない。
  - ・当社は、本取引によって当社は非公開化されることとなるが、韓国最大のインターネット・サービス企業である公開買付者らのグループの一員として十分な社会的信用力、知名度を維持するものであるから、資本市場からのエクイティによる資金調達容易性が失われることによる影響や優れた人材の確保及び取引先の拡大等に与える影響は限定的であり、当社の企業価値を毀損するものではないと考えられる。
- ii 本取引に係る手続きの公正性は確保されていると認められるかについて
- ・本取引においては、公開買付者、当社、NAVER、ヤフー及びZホールディングスから独立した本特別委員会が、本取引に係る取引条件等の形成過程の初期段階から設置され、アドバイザー等の選任・承認権限や本取引の取引条件等の交渉過程に実質的に関与する権限が付与された上、本特別委員会の答申内容を最大限尊重して本取引に係る意思決定を行うものと決議されているところ、本特別委員会はこれらの権限を行使して、直接の交渉主体として、公開買付者との間の取引条件に関する交渉を行った。
  - ・本特別委員会及び当社は、当社、NAVER、Zホールディングス、ヤフー、及び公開買付者から独立したリーガル・アドバイザーとしてアンダーソン・毛利・友常法律事務所を選任し、各種のアドバイスを受けている。
  - ・特別委員会及び当社は、当社、NAVER、Zホールディングス、ヤフー、及び公開買付者から独立したファイナンシャル・アドバイザーである大和証券に対して、当社の株式価値の算定を依頼し、2021年9月29日付で大和証券株式価値算定書を取得している。
  - ・当社においては、利害関係を有する取締役等を本取引の検討・交渉過程から除外し、NAVER、Zホールディングス、ヤフー、及び公開買付者から独立した立場で検討・交渉等を行うことができる体制が構築されていたものと認められる。
  - ・本公開買付けにおいては、いわゆる間接的なマーケット・チェックが行われているものと認められ

る。

- ・本公開買付けにおいては、公開買付期間が法令に定められた最短期間である20営業日を超える31営業日に設定されている。
- ・本公開買付けにおいては、一般株主による十分な情報に基づく適切な判断の機会が確保される予定であると認められる。
- ・本取引においては、本公開買付けの決済完了後、公開買付者は速やかに本株式併合にかかる臨時株主総会の開催を当社に要請し、また、本株式併合に際して株主に交付される予定の金銭の額を本公開買付価格と同額に設定した上で、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から、強圧性が排除されているものと認められる。
- ・本公開買付けにおいては、いわゆるマジョリティ・オブ・マイノリティ (Majority of Minority) 条件が設定されていないものの、本公開買付けが成立した場合に公開買付者及びヤフーが当社の議決権数の3分の2以上を所有することとなるようにするため、1,328,800株(所有割合:23.48%)が買付予定数の下限として設定される予定である。かかる下限は、相当程度の一般株主の応募がなければ本公開買付けが成立しないという意味において、一定程度の公正性担保措置として機能すると考えられ、また、本取引においては、他に十分な公正性担保措置が講じられていることからすれば、マジョリティ・オブ・マイノリティ (Majority of Minority) が設定されていないとしても、そののみにより本取引における手続きの公正性が損なわれるものではないと考えられる。

iii 一般株主の利益を図る観点から、取引条件の妥当性は確保されていると認められるかについて

- ・本取引の買収の方法について、一段階目として本公開買付けを行い、二段階目として本株式併合を行う方法は、本取引のような非公開化の取引においては一般的に採用されている方法である。
- ・本取引の取引条件に係る協議・交渉過程においては、公開買付者らによる最終意向表明書の提出後も、本特別委員会の要請に基づき、これ以上の価格交渉が困難であると判断されるまで協議・交渉を繰り返し、結果として公開買付者らから有意な譲歩(当初の4,000円から750円(18.7%)増額された4,750円という提案)を引き出した本公開買付価格が提案されている等、本特別委員会の実質的な関与のもと、企業価値を高めつつ少数株主にとってできる限り有利な取引条件で本取引が行われることを目指した合理的な努力が行われる状況が確保されていたものと認められる。
- ・大和証券株式価値算定書におけるDCF法に基づく算定の基礎とされている当社の事業計画の策定目的、策定手続き及び内容につき特に不合理な点はないと認められる。当社によれば、本業務提携の具体的な業務は開始していないため、その影響については引き続き精査中であること、また、本取引が実施されないとの前提を置く場合、本業務提携が解消される可能性もあることから、本業務提携が当社の業績に与える影響については、本事業計画には織り込まれていないとのことであるが、本取引が実施されないとの前提を置く場合に本業務提携が解消される可能性があるとの当社の説明に不合理な点はなく、リーガル・アドバイザー、ファイナンシャル・アドバイザーの助言も経た上で、当社のスタンダードベースの事業計画において本業務提携の影響が織り込まれていないことに不合理な点はないと認められる。
- ・大和証券株式価値算定書の内容は、算定の方法及び内容のいずれにおいても不合理な点は認められず、信用できるものと判断するところ、本公開買付価格は、大和証券株式価値算定書の市場株価平均法に基づく算定結果の上限を上回り、DCF法に基づく評価レンジの範囲内にあり、かつ中央値(DCF法による算定の基礎となる割引率及び永久成長率について、その感応度分析において用いた数値の中央値を使用して算出された当社株式の1株当たりの株式価値)の4,788円と遜色ない価格であると認められる。
- ・本公開買付価格は、本公開買付けの実施についての公表日の前営業日である2021年9月29日の直近1ヶ月間の終値単純平均値4,000円(小数点以下を四捨五入。以下、終値単純平均値について同じです。)に対して18.75%(小数点以下第三位を四捨五入。以下、プレミアムの数値(%)について同じです。)のプレミアムを加えた価格、直近3ヶ月間の終値単純平均値3,697円に対して28.48%のプレミアムを加えた価格、直近6ヶ月間の終値単純平均値3,274円に対して45.08%のプレミアムを加えた価格であり、このうち、直近1ヶ月間の終値単純平均値に対するプレミアム率を取り上げると、直近約2年間(2019年8月以降)に公表された公開買付けを利用した支配株主による完全子会社化事例におけるプレミアム水準(中央値が36%程度から41%程度)に照らして、必ずしも高い水準であるとは言えないものの、直近3ヶ月間の終値単純平均値及び直近6ヶ月間の終値単純平均値に対するプレミアムに鑑みれば、本公開買付価格は相応のプレミアムが付された価格であると評価できると考えられる。他

方で、本公開買付価格は、本公開買付けの実施についての公表日の前営業日である2021年9月29日の東京証券取引所市場第一部における当社株式の終値4,510円に対して5.32%のプレミアムを加えた価格であり、当該プレミアムについては、非公開化を目的とした他の公開買付けの事例におけるプレミアム水準との比較においてプレミアムが低水準であると考えられるものの、2021年9月27日以降、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2021年9月29日までの3日間において当社株式の株価が急激に変動していること、及び、本公開買付価格は、当社が2011年10月に東京証券取引所マザーズ市場にその株式を上場して以来の市場株価の最高値を超える水準であることを勘案すると、公表日の前営業日における当社株式の終値に対するプレミアムが低水準であることをもって、本公開買付価格の合理性が欠けることになるものではないと認められる。

- ・本新株予約権買付価格は、それぞれ、本公開買付価格と行使価格の差額に目的株式数を乗じた額とされており、本公開買付価格と同等の水準にあると認められる。
- ・(a)本三角株式交換における株式交換比率は、ヤフーの保有する当社株式の1株当たり価値を、本公開買付け価格において公開買付者が市場価格に対して反映するプレミアムを考慮せず、3,529円(本公開買付価格の最終提案日である2021年9月24日までの過去1ヶ月間(2021年8月25日から2021年9月24日まで)における当社株式の東京証券取引所市場第一部における終値単純平均値に対して公開買付者ら及びZホールディングス間で協議して定めた一定のディスカウントを行った価格)とすること、本三角株式交換の対価として交付されるWEBTOON Entertainment株式の1株当たり価値を、NAVERが行うWEBTOON Entertainmentへの出資における1株当たり払込価格と同額として定めること、並びに、(b)本三角株式交換の効力発生後にNAVERが所有するWEBTOON Entertainment株式及び議決権と、Zホールディングスグループが所有するWEBTOON Entertainment株式及び議決権の比率が、本公開買付け公表日における当該比率である66.6% : 33.4%と等しくなるように調整し、もって本取引を通じたNAVER及びZホールディングスグループによるWEBTOON Entertainment株式の取得が出資比率に応じた比例的なものとなることが予定されており、それにより、NAVER及びZホールディングスグループの間で利益移転が生じないように配慮されており、本三角株式交換が当社の一般株主に比して有利なものとならないことが確保されるものと評価できる。
- ・本公開買付価格、本新株予約権買付価格及び本三角株式交換における株式交換比率以外の本取引の取引条件に関しても、当社の一般株主の犠牲のもとに、公開買付者ら及びZホールディングスグループが不当に利益を得るものと認めるべき事由は確認されておらず、本取引の取引条件の妥当性を害する事情は見当たらない。
- ・以上のとおり、当社の一般株主の利益を図る観点から、本取引の取引条件の妥当性は確保されていると考えられる。
- iv 当社取締役会が本公開買付けに賛同の意見を表明するとともに、当社の株主及び本新株予約権者に対して本公開買付けに応募することを推奨する旨の決議を行うことの是非について
  - ・上記iのとおり、本取引は当社の企業価値向上に資するものと認められ、本取引の目的は正当なものと考えられるため、当社取締役会は、本公開買付けについて賛同すべきであると考えられる。
  - ・また、上記iiのとおり、本取引においては、一般株主利益を確保するための公正な手続きが実施されており、上記iiiのとおり、本取引の取引条件の妥当性は確保されていると考えられるため、当社取締役会は、本公開買付けへの応募を推奨すべきであると考えられる。
- v 上記iからivを踏まえて、本取引が当社の少数株主にとって不利益なものではないと考えられるかについて
  - ・上記iからivを踏まえれば、本公開買付けについて賛同するとともに、当社の株主及び本新株予約権者に対し、本公開買付けへの応募を推奨する旨の意見を決定することは、当社の少数株主にとって不利益ではないと考えられ、また、当社取締役会が、本取引において予定されている方法によることを前提に、本公開買付け成立後の本株式併合による当社の非公開化についての決定をすることは、当社の一般株主にとって不利益ではないと考えられる。

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、大和証券から取得した大和証券株式価値算定書、本特別委員会から提出された答申書、アンダーソン・毛利・友常法律事務所からの法的助言その他の関連資料を踏まえ、本公開買付けを含む本取引に関する諸条件について、慎重に協議及び検討を行いました。

その結果、当社は、2021年9月30日開催の当社取締役会において、本公開買付けに賛同の意見を表明するととも

に、当社の株主及び本新株予約権者の皆様に対し、本公開買付けへの応募を推奨することを決議いたしました。

当該取締役会においては、当社の取締役のうち、津留崎耕平氏及び秀誠氏は、ヤフーの執行役員兼任者であること、高橋将峰氏は、ヤフーの出身者（2019年4月付で当社に転籍）であることから、利益相反のおそれを回避し、本取引の公正性を担保する観点から、（ア）まず当社の取締役5名のうち、津留崎耕平氏、秀誠氏及び高橋将峰氏を除く、2名の取締役において審議の上、その全員一致により上記の決議を行い、さらに、当社取締役会の定足数を確保する観点から、（イ）高橋将峰氏を加えた3名の取締役において改めて審議の上、その全員一致で再度上記の決議を行うという二段階の決議を経ております。また、上記の取締役会に出席した監査役（監査役3名中、出席監査役2名（うち社外監査役2名））の全員が上記決議につき異議は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、津留崎耕平氏及び秀誠氏の2名は、本取引における構造的な利益相反の問題及び情報の非対称性の問題による影響を受けるおそれを排除する観点から、上記2021年9月30日開催の当社取締役会を含む本取引に係る当社取締役会の審議及び決議には参加しておらず、かつ、当社の立場において、本取引に係る検討並びに公開買付者との協議及び交渉に参加しておりません。

また、高橋将峰氏は、取締役会の定足数を確保する観点から上記取締役会の二段階目の審議及び決議に参加したものの、ヤフーの出身者であることから、利益相反のおそれを回避し、本取引の公正性を担保する観点から、当社の立場において本取引に関する検討並びに公開買付者との協議及び交渉には参加しておりません。

また、当社の監査役である鬼塚ひろみ氏はヤフーの監査役を兼務していることから、上記の取締役会の審議には一切参加しておらず、上記の取締役会の決議に対して意見を述べることを差し控えております。

#### 他の買付者からの買付機会を確保するための措置

公開買付者は、公開買付期間について、法令に定められた最短期間が20営業日であるところ、比較的長期間である31営業日としております。公開買付期間を比較的長期に設定することにより、当社の株主及び本新株予約権者の皆様に本公開買付けに対する応募について適切な判断機会を確保しつつ、公開買付者以外の者にも対抗的な買付け等を行う機会を確保し、本公開買付価格の適正性も担保することを企図しているとのことです。さらに、公開買付者と当社は、当社が対抗的買収提案者と接触することを禁止するような取引保護条項を含む合意等、当該対抗的買収提案者が当社との間で接触等を行うことを制限するような内容の合意は一切行っておらず、上記公開買付期間の設定と合わせ、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も配慮しております。

#### 4. 本株式併合がその効力を生ずる日

2022年2月4日（予定）

以上