



平成 30 年 11 月 2 日

各 位

会 社 名 株式会社桑山  
代 表 者 名 代表取締役社長 桑山 貴洋  
(JASDAQ コード番号 7889)  
問 合 せ 先 取締役管理本部長 佐伯 仁  
(電話番号 03-3835-7231)

有限会社山洋による当社株式に係る株式売渡請求を行うことの決定、  
当該株式売渡請求に係る承認及び当社株式の上場廃止に関するお知らせ

平成 30 年 10 月 18 日付「有限会社山洋による当社株式に対する公開買付けの結果並びに親会社、親会社以外の支配株主及び主要株主の異動に関するお知らせ」にてお知らせいたしましたとおり、有限会社山洋(以下「山洋」といいます。)は、平成 30 年 9 月 3 日から当社の普通株式(以下「当社株式」といいます。)に対する公開買付け(以下「本公開買付け」といいます。)を行い、その結果、平成 30 年 10 月 24 日をもって、当社株式 9,853,018 株(議決権所有割合(注)97.97%)を所有するに至り、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。)に定める特別支配株主(以下「特別支配株主」といいます。)となっております。

当社は、本日付で、山洋より、同社が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、平成 30 年 8 月 31 日に当社が公表した「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。)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、当社株式の全て(但し、当社が所有する自己株式を除きます。)を取得することにより、当社株式を非公開化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、会社法第 179 条第 1 項に基づき、当社の株主の全員(山洋及び当社を除きます。以下「本売渡株主」といいます。)に対し、その所有する当社株式の全部(以下「本売渡株式」といいます。)を山洋に売り渡すことの請求(以下「本株式売渡請求」といいます。)を行う旨の通知を受領いたしました。これを受け、当社は、本日、会社法第 370 条による決議(取締役会の決議に代わる書面決議)によって、本株式売渡請求を承認する旨の決議をいたしましたので、以下のとおりお知らせいたします。

また、本株式売渡請求の承認により、当社株式は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。)の上場廃止基準に該当することとなり、本日から平成 30 年 12 月 3 日まで整理銘柄に指定された後、平成 30 年 12 月 4 日をもって上場廃止となる予定です。上場廃止後は、当社株式を東京証券取引所が開設する JASDAQ スタンダード市場(以下「JASDAQ 市場」といいます。)において取引することはできなくなりますので、併せてお知らせいたします。

(注) 「議決権所有割合」は、当社が平成30年8月9日に提出した「第50期第1四半期報告書」に

記載された平成30年6月30日現在の発行済株式総数(10,331,546株)から、同日現在の当社が所有する自己株式数(274,838株)を控除した株式数(10,056,708株)に対する割合をいい、小数点以下第三位を四捨五入しております。以下、議決権所有割合の記載について同じとします。

## 記

### 1. 本株式売渡請求の概要

#### (1) 特別支配株主の概要

(1) 名 称	有限会社山洋	
(2) 所 在 地	東京都文京区千駄木三丁目5番3号	
(3) 代表者の役職・氏名	代表取締役 桑山 みき子	
(4) 事 業 内 容	不動産の賃貸及び管理業、有価証券の売買及び管理業、飲食店の経営等	
(5) 資 本 金	34,000,000 円	
(6) 設 立 年 月 日	昭和 61 年5月 22 日	
(7) 大株主及び持株比率	桑山 貴洋(以下「桑山貴洋氏」といいます。)	67.06%
	桑山 征洋(以下「桑山征洋氏」といいます。)	12.76%
	桑山 みき子(以下「桑山みき子氏」といいます。)	10.18%
	桑山 みゆき	5.00%
	伊藤 祐子	5.00%
(8) 当社と特別支配株主の関係		
資 本 関 係	山洋は、本日現在、当社株式 9,853,018 株(議決権所有割合 97.97%)を所有しております。	
人 的 関 係	当社の代表取締役会長である桑山征洋氏が、山洋の取締役を兼務しております。	
取 引 関 係	当社は、接待等の目的で、山洋の経営する飲食店を利用しております。	
関 連 当 事 者 へ の 該 当 状 況	山洋は、当社の親会社であり、関連当事者に該当します。	

#### (2) 本株式売渡請求の日程

売 渡 請 求 日	平成 30 年 11 月 2 日(金曜日)
当社の取締役会決議日	平成 30 年 11 月 2 日(金曜日)
売 買 最 終 日(予定)	平成 30 年 12 月 3 日(月曜日)

上 場 廃 止 日(予定)	平成 30 年 12 月 4 日(火曜日)
取 得 日	平成 30 年 12 月 7 日(金曜日)

(3) 売渡対価

普通株式1株につき、金 790 円

2. 本株式売渡請求の内容

当社は、山洋より、平成 30 年 11 月 2 日付で、本株式売渡請求をする旨の通知を受けました。当該通知の内容は以下のとおりです。

(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・3号)

山洋は、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 790 円の割合をもって金銭を割当交付します。

(3) 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)

該当事項はありません。

(4) 特別支配株主が本売渡株式を取得する日(以下「取得日」といいます。)(会社法第 179 条の2第1項第5号)

平成 30 年 12 月 7 日

(5) 本株式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)

山洋は、株式会社みずほ銀行を貸付人として平成 30 年 10 月 18 日に締結した金銭消費貸借契約に基づく借入れを原資として、本株式売渡対価を支払うことを予定しております。

(6) 本株式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)

本株式売渡対価の支払は、取得日後合理的な期間内に、取得日の前日の最終の当社の株主名簿に記載若しくは記録された本売渡株主の住所又は本売渡株主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。但し、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（本株式売渡対価の交付について山洋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）、本売渡株主に対して本株式売渡対価を支払うものとします。

### 3. 本株式売渡請求に対する承認に関する判断の根拠及び理由等

#### (1) 承認に関する判断の根拠及び理由

本株式売渡請求は、本取引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。）と同一の価格に設定されております。

当社は、本意見表明プレスリリースの「3. 本公開買付けに関する意見の内容、根拠及び理由」の「(2) 意見の根拠及び理由」の「(ウ) 本公開買付けに賛同するに至った意思決定の過程及び理由」に記載のとおり、平成30年8月31日開催の取締役会において、本公開買付けを含む本取引により当社株式を非公開化することが、当社グループの企業価値の向上に資するものであると判断いたしました。

当社グループの主要マーケットである国内の宝飾品市場の規模は、少子高齢化の進展や持続的な人口減少等から縮小傾向が続いております。また、海外市場については、中国をはじめとするアジア新興国には魅力的なマーケットが存在すると考えられますが、昨今の米国を中心とする通商問題を発端とした、世界的な経済の先行きの不確実性や、金融資本市場の変動等による景気下振れリスクが懸念されます。

当社では、このような環境認識を踏まえ、様々な施策に取り組んでまいりましたが、上記の環境下では、今後、市場規模の大きな伸びは期待できず、当社といたしましても、現状の延長線上では一段の飛躍は難しいと考えており、安定的かつ継続的に当社の企業価値を向上させるためには、上場企業である当社において求められる短期的な利益確保を重視する既存の戦略を推進するのではなく、中長期的な成長を阻害するあらゆる要因を検証し直し、新たな戦略を採用・推進することが必要であると考えております。そして、山洋は、当社の新たな収益基盤を確立するための具体的な施策として、(i) 新規成長分野へのスピード感ある事業展開、(ii) 新しい領域への進出及び(iii) 3D構造解析技術、精密製造技術、自動判別検査技術への中長期的な投資と他分野への応用を挙げておりますが、当社といたしましても、それらの施策は、現状を打破するために、積極的に推進していくべき施策であり、かかる施策の実施には機動的かつ柔軟な経営体制の構築が望ましいと認識しております。

しかしながら、上記の施策を含む新規事業への進出に当たっては、多額の先行投資が必要となり、短期的には利益水準の低下やキャッシュ・フローの悪化をもたらすリスクがあり、また、新規事業は必ずしも成功が保証されたものではないため、当社が上場を維持したままこれらの各施策を実行した場合には、当社の株主の皆様に対して多大なる悪影響を与えてしまう可

能性は否定できません。また、当社が上場を維持した状態では、当社株式の株価への悪影響を回避するために、これまでと同様、短期的な業績や利益確保を重視する戦略を取らざるを得ない状況に置かれ、中長期的な企業価値の向上を十分に追求できないおそれもあると考えております。

このような状況下で、当社としては、短期的には利益水準の低下を招くリスクを認識しながらも、中長期的な視点から新たな戦略を推進するためには、マネジメント・バイアウト(MBO)により株主と経営者が一体となって、迅速かつ果敢に意思決定できる経営体制を構築することが必要であると考えています。加えて、株式の非公開化を行った場合には、増加を続けていた上場維持コストを削減することができ、経営資源のさらなる有効活用を図ることも可能になると考えております。

なお、当社が株式の非公開化を行った場合には、株式市場からの資金調達を行うことができなくなり、また、上場会社として当社が享受してきた知名度や信用力に影響を及ぼす可能性が考えられます。しかしながら、通常の営業活動を行うために必要な資金が確保できている現在の財務状況等からは、当面はエクイティ・ファイナンスの活用による大規模な資金調達の必要性は見込まれず、今後も継続して株式の上場を維持することの意義を見出しにくい状況にあります。加えて、当社は、創業以来の事業活動の中で、製造卸としての知名度や信用力を十分に獲得してきたものと考えておりますので、非公開化により当社の製造卸としての知名度や信用力が下落することは考えにくいと判断しております。したがって、当社取締役会は、株式の非公開化のメリットは、そのデメリットを上回ると判断いたしました。

以上を踏まえ、当社取締役会は、本公開買付けを含む本取引により当社株式を非公開化することが、当社グループの企業価値の向上に資するものであると判断いたしました。

また、本公開買付け価格(790 円)が、(a) 下記「(4) 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「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」に記載されている山田コンサルティンググループ株式会社(以下「山田コンサル」といいます。)による当社株式の株式価値の算定結果のうち、市場株価法に基づく算定の結果を上回るものであり、かつ、ディスカунテッド・キャッシュ・フロー法(以下「DCF法」といいます。)による算定結果のレンジの範囲内であること、(b) 本公開買付けの公表日の前営業日である平成 30 年8月 30 日の東京証券取引所 JASDAQ 市場における当社株式の終値 617 円に対して 28.04%(小数点以下第三位を四捨五入。以下、プレミアム率の計算において同じです。)、平成 30 年8月 30 日までの過去 1 ヶ月間の終値単純平均値 612 円(小数点以下四捨五入。以下、終値単純平均値の計算において同じです。)に対して 29.08%、過去3 ヶ月間の終値単純平均値 632 円に対して 25.00%、過去6 ヶ月間の終値単純平均値 618 円に対して 27.83%のプレミアムが加算されており、相当なプレミアムが付されていると考えられること、(c) 下記「(4) 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解消するための措置が採られていること等、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、(d) 上記利益相反を解消するための措置が採られた上で、当

社と山洋の間で独立当事者間の取引における協議・交渉と同等の協議・交渉が複数回行われた上で決定された価格であること等を踏まえ、当社取締役会は、本取引について、(i)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るとともに、(ii)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、合理的な売却の機会を提供するものであると判断いたしました。

なお、当社の平成 30 年 6 月 30 日現在の簿価純資産から算出した株価純資産倍率(PBR)は1倍を下回っておりますが、資産売却等の困難性や清算に伴う相当な追加コストの発生等を考慮すると、簿価純資産額がそのまま換価されるわけではなく、相当程度毀損することが見込まれます。当社は、本公開買付け価格について、市場株価法に加え、当社の将来の事業活動の状況を算定に反映するためのDCF法による分析結果を勘案して検討した結果、妥当であるものと判断しております。

以上より、当社は平成 30 年 8 月 31 日開催の取締役会において、審議及び決議に参加した当社の取締役(当社の代表取締役社長である桑山貴洋氏及び代表取締役会長である桑山征洋氏を除く取締役5名)の全員一致で、本公開買付けへの賛同の意見を表明するとともに、当社の株主の皆様に対して本公開買付けへの応募を推奨する旨の決議をいたしました。

その後、当社は、平成 30 年 10 月 18 日、山洋より、本公開買付けに対して当社株式 6,499,818 株の応募があり、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、平成 30 年 10 月 24 日(本公開買付けの決済の開始日)付で、山洋の有する当社株式の議決権所有割合は 97.97%となり、山洋は、当社の特別支配株主に該当することとなりました。

このような経緯を経て、当社は、山洋より、平成 30 年 11 月 2 日付で、本意見表明プレスリリースの「3. 本公開買付けに関する意見の内容、根拠及び理由」の「(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、本取引の一環として、本株式売渡請求をする旨の通知を受けました。

そして、当社は、かかる通知を受け、本株式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、平成 30 年 11 月 2 日、会社法第 370 条による決議(取締役会の決議に代わる書面決議)によって、(i)本株式売渡請求は本取引の一環として行われるものであり、上記のとおり、本取引により当社株式を非公開化することが、当社グループの企業価値の向上に資するものであると判断しており、当該判断を変更すべき事情は特段生じていないこと、(ii)本株式売渡対価である 790 円は、本公開買付け価格と同一であり、下記「(4)公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置」に記載のとおり、本取引の公正性を担保するための措置が講じられていること等に鑑みれば、本売渡株主にとって合理的な価格であり、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、(iii)山洋は、株式会社み

ずほ銀行から、本株式売渡対価の支払のための資金に相当する額の借入れを行うことを予定しており、当社としても、株式会社みずほ銀行作成に係る融資証明書により山洋による資金確保の方法を確認していること、また、山洋によれば、本株式売渡対価の支払に支障を及ぼす可能性のある事象は発生しておらず、また今後発生する可能性は現在認識されていないとのこと等から、山洋による本株式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、本株式売渡対価の交付の見込みがあると考えられること、(iv)本株式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、(v)本公開買付けの開始以降本日に至るまで当社グループの企業価値に重大な変更は生じていないこと等を踏まえ、本株式売渡請求は、本売渡株主の利益に配慮したものであり、本株式売渡請求の条件等は適正であると判断し、当社が山洋の完全子会社となるための本取引を進めるべく、山洋からの通知のとおり、本株式売渡請求を承認する旨の決議をいたしました。

#### (2) 算定に関する事項

本株式売渡請求は、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り、本売渡株式対価は本公開買付け価格と同一であることから、当社は、本株式売渡請求に係る承認を行うことを決定する際に改めて算定書を取得しておりません。

#### (3) 上場廃止となる見込み

当社株式は、本日現在、東京証券取引所 JASDAQ 市場に上場しておりますが、本株式売渡請求の承認により、当社株式は東京証券取引所の上場廃止基準に該当することとなり、本日から平成 30 年 12 月 3 日まで整理銘柄に指定された後、平成 30 年 12 月 4 日をもって上場廃止となる予定です。上場廃止後は、当社株式を東京証券取引所 JASDAQ 市場において取引することはできなくなります。

#### (4) 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きとして行われるものであるところ、本意見表明プレスリリースの「3. 本公開買付けに関する意見の内容、根拠及び理由」の「(6) 本公開買付け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、山洋及び当社は、本公開買付けを含む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として以下の措置を実施いたしました。

なお、以下の記載のうち、山洋において実施した措置に関する記載については、山洋から受けた説明に基づいております。

##### ① 山洋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

山洋は、本公開買付価格を決定するにあたり、山洋及び当社から独立した第三者算定機関としてファイナンシャル・アドバイザーであるみずほ証券株式会社(以下「みずほ証券」といいます。)に対して、当社の株式価値の算定を依頼したとことです。みずほ証券は、市場株価基準法及びDCF法の各手法を用いて当社の株式価値の算定を行い、山洋は、平成 30 年8月 30 日付で当社の株式価値に関する株式価値算定書(以下「山洋株式価値算定書」といいます。)を取得したとことです。なお、山洋は、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)を取得していないとことです。

上記各手法にお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あるとのことです。

市場株価基準法:612 円から 632 円

DCF法:669 円から 881 円

市場株価基準法では、平成 30 年8月 30 日を基準日として、東京証券取引所 JASDAQ 市場における当社株式の基準日終値 617 円、同日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値 612 円、同日までの過去3ヶ月間の終値単純平均値 632 円及び同日までの過去6ヶ月間の終値単純平均値 618 円を基に、当社株式1株当たりの株式価値の範囲を 612 円から 632 円と算定しているとのことです。

DCF法では、当社から提供を受けた事業計画(平成 31 年3月期から平成 33 年3月期までの3年間)を基礎とし、山洋の確認のもと直近までの業績の動向、当社との間の書面質疑、一般に公開された情報等の諸要素を考慮した平成 31 年3月期以降の当社の将来の収益予想に基づき、当社が将来生み出す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引くことにより当社の株式価値を評価し、当社株式1株当たりの株式価値の範囲を 669 円から 881 円と算定しているとのことです。なお、上記DCF法の算定の基礎となる当社の事業計画については、前年度比で大幅な増減益を見込んでいる事業年度は含まれていないとのことです。

山洋は、みずほ証券から取得した山洋株式価値算定書における当社の株式価値の算定結果を参考にしつつ、過去に行われたMBO事例におけるプレミアム率の実例、当社株式の基準日までの過去6ヶ月間及び直近の市場株価の動向、当社との複数回に亘る協議・交渉の結果、当社取締役会による本公開買付けへの賛同の可否及び本公開買付けに対する応募の見通し等を勘案し、最終的に平成 30 年8月 31 日に本公開買付価格を 790 円とすることを決定したとことです。

なお、本公開買付価格 790 円は、本公開買付けの公表日の前営業日である平成 30 年8月 30 日の当社株式の東京証券取引所 JASDAQ 市場における終値 617 円に対して 28.04%、同日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値 612 円に対して 29.08%、同日までの過去3ヶ月間の終値単純平均値 632 円に対して 25.00%、同日までの過去6ヶ月間の終

値単純平均値 618 円に対して 27.83%のプレミアムをそれぞれ加えた価格となります。

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

当社取締役会は、山洋から提示された本公開買付価格に対する意思決定の過程における公正性を担保するために、当社及び山洋から独立した第三者算定機関として、山田コンサルに当社株式の株式価値の算定を依頼しました。なお、山田コンサルは、当社及び山洋の関連当事者には該当せず、本公開買付けに関して、重要な利害関係を有しておりません。

山田コンサルは、複数の算定手法の中から当社株式の株式価値の算定にあたり採用すべき算定手法を検討の上、当社が継続企業であるとの前提の下、当社株式の価値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、当社の市場株価の動向を勘案した市場株価法及び当社業績の内容や予想等を勘案したDCF法の各手法を用いて当社株式の1株当たりの株式価値の分析を行い、当社は、平成 30 年8月 30 日付で株式価値算定書(以下「当社株式価値算定書」といいます。)を取得しました。なお、当社は、山田コンサル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。

上記各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。

市場株価法	:612 円～632 円
DCF法	:650 円～857 円

市場株価法は、多くの投資家が企業の将来性、収益力、財産価値等の多様な要素を勘案して市場で取引を行うことによって形成される客観性の高い市場株価を基礎として株式価値を算定する手法であり、上場会社の株式価値を表す適切な指標であると考えられることから、山田コンサルは市場株価法を採用することとし、市場株価法では、本公開買付けの公表日の前営業日である平成 30 年8月 30 日を基準日として、東京証券取引所 JASDAQ 市場における当社株式の基準日終値 617 円、基準日までの直近1ヶ月間の終値単純平均値 612 円、基準日までの直近3ヶ月間の終値単純平均値 632 円及び基準日までの直近6ヶ月間の終値単純平均値 618 円を基に、当社株式1株当たりの株式価値の範囲を 612 円から 632 円までと分析しています。

DCF法は、企業が将来の一定期間に獲得するであろうフリー・キャッシュ・フローを、リスクを考慮した適切な割引率によって現在価値に還元したものを事業価値とし、これに事業外資産や有利子負債等を考慮することにより企業価値及び株式価値を算定する手法であり、継続企業の評価においては最も理論的であるといわれていることから、山田コンサルはDCF法を採用することとし、DCF法では、当社が作成した平成 31 年3月期から平成 33 年

3月期までの事業計画における収益や投資計画、一般に公開された情報等の諸要素等を前提として、平成 31 年3月期第2四半期以降に当社が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、当社株式の1株当たりの株式価値の範囲を 650 円から 857 円までと分析しています。割引率は 4.49%から 4.99%を採用しており、継続価値の算定にあたっては永久成長率法を採用し、永久成長率を0%として算定しております。山田コンサルがDCF法の算定の前提とした当社の事業計画の具体的な数値は以下のとおりです。なお、DCF法による分析に用いた当社の業績見込みにおいては大幅な増減益を見込んでおりません。また、DCF法による算定の基礎となる事業計画は、本取引の実行を前提としたものではなく、したがって、本取引実行後の各種施策の効果等を考慮しておりません。

(単位:百万円)

	平成 31 年 3月期 (9ヵ月)	平成 32 年 3月期	平成 33 年 3月期
売上高	28,051	35,700	36,771
営業利益又は営業損失 (△)	963	1,167	1,293
EBITDA	1,295	1,649	1,785
フリー・キャッシュ・フロー	△827	1,140	465

### ③ 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確保するために、当社及び山洋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、同事務所から、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ております。なお、アンダーソン・毛利・友常法律事務所は、山洋及び当社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おりません。

### ④ 当社における第三者委員会の設置

当社は、本公開買付けにおける意思決定の恣意性を排除し、当社の意思決定の過程の公正性、透明性及び客観性を確保することを目的として、平成 30 年7月 27 日、山洋及び当社から独立した、外部の有識者を含む委員によって構成される第三者委員会(第三者委員会の委員としては、高橋明人氏(弁護士 高橋・片山法律事務所)、当社の独立役員であり社外取締役である上平光一氏及び、当社社外監査役である松田良行氏を選定しております。また、当社は、当初からこの3氏を第三者委員会の委員として選定しており、第三者委員会の委員を変更した事実はありません。)を設置しました。

そして、当社は第三者委員会に対し、(a) 本取引の目的は合理的か(当社の企業価値向上に資するかを含む。)、(b) 本取引の条件(公開買付価格を含む。)の公正性・妥当性が確保されているか、(c) 本取引において公正な手続を通じた株主の利益への十分な配慮がなされているか、(d) 本公開買付け及び本スクイーズアウト手続が当社の少数株主にとって不利益なものでないか、を諮問し(以下(a)乃至(d)の事項を「本諮問事項」といいます。)、これらの点についての答申書(以下「本答申書」といいます。)を当社取締役会に提出することを平成 30 年7月 27 日に委嘱しました。

第三者委員会は、平成 30 年8月2日より同年8月 27 日まで合計4回開催され、本諮問事項について、慎重に検討及び協議を行いました。具体的には、当社から、事業環境、事業計画、経営課題、本取引の提案を受けた経緯、本取引の目的、本取引により生じるシナジー効果等に関する説明を受け、質疑応答を行いました。また、山洋からは、本取引を提案するに至った経緯及び理由、本取引の目的、本取引によって見込まれるシナジー、本取引後の当社グループ及び当社の経営方針、本取引の諸条件等について説明を受け、質疑応答を行いました。さらに、山田コンサルから当社株式の株式価値の算定方法及び結果に関する説明を受けるほか、アンダーソン・毛利・友常法律事務所から本取引において利益相反を軽減又は防止するために採られている措置及び本取引に関する説明を受け、それぞれ、質疑応答を行うとともに、当社からは本取引の諸条件の交渉経緯及び決定過程等に関する説明を受け、質疑応答を行いました。これらの内容を踏まえ、第三者委員会は、山田コンサル及びアンダーソン・毛利・友常法律事務所と議論を重ね、本諮問事項について協議・検討を行いました。

第三者委員会は、このように本諮問事項について慎重に協議及び検討した結果、平成 30 年8月 30 日付で、当社取締役会に対し、委員全員の一致で、大要以下の内容の本答申書を提出しました。

- (a)(i)本取引の目的及び必要性・背景事情としては、(1)当社グループを取り巻く事業環境として、主要マーケットである国内宝飾品の市場規模は、昭和 61 年から平成 3 年まで続いたいわゆるバブル景気の時代には約3兆円を超えていたものの、その後、急激な景気後退や株価・不動産価格等の資産価格の下落の影響を受け、贅沢品とされるジュエリーの需要は大幅に冷え込み、市場規模の縮小を余儀なくされ、さらに、経済情勢の変化や持続的な人口減少等による消費の落ち込みから縮小傾向が続く、直近 10 年間では縮小ペースは緩やかになっているものの、消費税率引き上げ前の駆け込み需要があった平成 26 年においても 9,726 億円にとどまるなど、ピーク時の3分の1まで縮小していること、(2) 国内においては、平成 24 年からスタートしたいわゆるアベノミクスによる景気浮揚策により、低迷していた株価・不動産価格等の資産価格が上昇傾向にあり、景気回復感が高まりを見せる中、平成 31 年に予定されている消費税率引き上げ前の駆け込み需要、また平成 32 年の東京オリンピック・パラリンピックにおけるインバウンド(訪日外国人客)需要や国内需要が期待され

るものの、いずれも一時的な需要であり今後大きく伸長することは難しいと予測していること、(3) 海外市場においては、高所得者層の著しい増加や所得水準の持続的上昇が続く中国をはじめとするアジア新興国においては、魅力的なマーケットが存在すると考えられる一方で、昨今の米国を中心とする通商問題を発端とした、世界的な経済の先行きの不確実性や、金融資本市場の変動等による景気下振れリスクが懸念されること、(4) このような環境認識の下、当社の従来からの延長線上での各種事業施策により、中長期的に見れば水準は低位ながら相応の成長と収益が見込まれるものの、主要マーケットである国内の宝飾品市場の規模は少子高齢化の進展や持続的な人口減少という環境下では、今後、大きな伸びは期待できず、一段の飛躍は難しいと考えられること、(5) 仮に、国内経済情勢の急激な変化により、主要マーケットである国内の宝飾品需要が急速に縮小した場合や、成長が期待される中国をはじめとするアジア新興国において宝飾品の製造・販売に関する規制が強化され、製造・販売に影響が出た場合は、当社の業績は急速に悪化し、企業価値が毀損される可能性も否定できず、株価に悪影響を及ぼす等の不利益を当社株主に与える可能性があること、(6) そのため、安定的かつ継続的に当社の企業価値を向上させるためには、上記環境変化に伴う短期的な業績変動に過度に捉われることなく、中長期的な視点に立った上で機動的かつ柔軟な意思決定を可能とする経営体制を構築し、当社が一丸となって事業の拡大と経営基盤の強化を推進することが必要であると考えられること、(7) 反面、事業拡大あるいは新規事業への進出にあたっては、多額の先行投資が必要となり、短期的には利益水準の低下やキャッシュ・フローの悪化をもたらすリスクがあり、また、新規事業は必ずしも成功が保証されたものではないため、当社が上場を維持したままでは、当社株主に対して多大なる悪影響を与えてしまう可能性も否定できないこと、(8) さらに、当社が上場を維持した状態では、株価への悪影響を回避するために、これまでと同様、短期的な業績や利益確保を重視する戦略を取らざるを得ない状況に置かれ、中長期的な企業価値の向上を十分に追求できないおそれもあると考えられること等の説明を受けており、また、(ii) 本公開買付けを経て行われる本取引のメリットの具体的な内容としては、(1) 上場企業である当社において求められる短期的な利益確保を重視する既存の戦略を推進するのではなく、中長期的な成長を阻害するあらゆる要因を検証し直し、新たな戦略を採用・推進し得ること、(2) より具体的には、山洋が挙げる、当社の新たな収益基盤を確立するための具体的な施策である、i 新規成長分野へのスピード感ある事業展開、ii 新しい領域への進出及び iii 3D 構造解析技術、精密製造技術、自動判別検査技術への中長期的な投資と他分野への応用は、いずれも当社の現状を打破するために、積極的に推進していくべき施策となり得ること、(3) これにより、既存の事業基盤を安定的な成長の原資とする一方で、適切にリスクをコントロールしながら新規事業への投資にも積極的に着手し、過去 5 年間において平均して 3.3%とい

う低位にとどまっている利益率の改善、並びに既存の設備や技術といったリソースの活用による資産効率及びサービス向上を高め、既存事業のポートフォリオを拡大して当社の新たな収益基盤の確立を図り得ること、(4) そして、これら施策の実施には機動的かつ柔軟な経営体制の構築が望ましいと認識しているところ、本取引により、当社を非公開化し、いわゆるマネジメント・バイアウト(MBO)により株主と経営者が一体となって、迅速な意思決定かつ機動的に事業を再構築できる経営体制を構築し得ること、(5) さらに、株式の非公開化を行った場合には、増加を続けていた上場維持コスト(有価証券報告書等の継続的な情報開示に要する費用、株主総会の運営や株主名簿管理人への事務委託に要する費用等)を削減することができ、経営資源のさらなる有効活用を図ることも可能になり得ること等の説明を受けており、これらの説明からは、本取引の目的は当社の企業価値向上を目指したものであると考えられる。その理由として、山洋との間で当社の属する市場環境や将来における動向予想等も踏まえて本取引の必要性及びメリットの検討を行っていること、また当社等から説明を受けた当社の今後の事業見通し及び成長見通し並びに本取引後に実施を検討している各施策等については、当社の事業内容及び経営状況を前提とした上で、山洋の経営方針をも踏まえたものと言え、いずれも不合理なものとは認められないことから、第三者委員会としては本取引は当社の企業価値向上に資するであろうと考える。

- (b) 当社は、本取引の条件、とりわけ本公開買付価格の公正性を確保すべく、その検討・判断を行うにあたり、当社株式の株式価値の算定のための独立の第三者算定機関を選任し、当該第三者算定機関から株式価値算定書を取得した上で、当該株式価値算定書を参考としている。その上で、(i) 当該第三者算定機関作成の株式価値算定書の結論に至る計算過程について、その算定手法は現在の実務に照らして一般的、合理的な手法であると言え、またその内容についても現在の実務に照らして妥当なものであると考えられることから、特段不合理な点あるいは著しい問題等は認められないと考えられること、(ii) また当該株式価値算定書を基礎として当社においても本取引の必要性及びメリット、当社の今後の事業への影響といった事情等を全般的に考慮した上で本公開買付価格の検討を行ってきたこと、(iii) 経験豊富な第三者算定機関を起用し、本公開買付価格を含む本取引全般の条件交渉を実施したこと、(iv) 当社取締役会において最終的に決議を予定している本公開買付価格についても、本答申書提出日の終値を含む6ヶ月平均までの株価水準に対して付されたプレミアム及び第三者委員会委員の経験した過去事例から見ても、相応のプレミアムが付された価格と言え、(v) 上記(i)から(iv)までの第三者委員会での議論及び検討の結論を含め、特段不合理な点あるいは著しい問題等は認識していないことから、これら当社における対応は、本公開買付けの条件とりわけ本公開買付価格の公正性を確保し、またこれらに関する当社の判断・意思決定について、

その過程から恣意性を排除するための方法として合理性・相当性がある。また、本スクイーズアウト手続の条件に関しても、今後特段の事情が無い限り、本公開買付価格と同一の価格を基準として算定、決定するとの説明を受けており、本スクイーズアウト手続は、本公開買付けの後、本公開買付けに続く手続として行われることが予定されているもの（いわゆる二段階買収としての手続）であるところ、時間的に近接した両手続における取引条件が同一のものとなるようにすることについては、合理性が認められるものと考えられ、その上で、上記のとおり本公開買付けの条件、とりわけ本公開買付価格の公正性確保、またこれらに関する当社の判断・意思決定の過程から恣意性を排除するための方法についてはいずれも合理性・相当性が認められると考えられる。それゆえ、本スクイーズアウト手続の条件に関してもその公正性が確保されているものと思料する。

- (c) 当社は本取引への対応を検討するにあたり、本公開買付けの条件とりわけ本公開買付価格の公正性を確保すべく、当社株式の株式価値の算定を、当社及び山洋のいずれからでも独立した第三者算定機関である山田コンサルへ依頼した上で、当社株式価値算定書を取得している。また本取引に関する法的助言を得るべく、当社及び山洋のいずれからでも独立したリーガル・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ている。当該体制・状況の下、いわゆるMBOとしての完全子会社化取引として、相対的に構造的な利益相反性が強いとも考えられる本取引の特徴に鑑みて、当社においては、本取引についてより慎重に条件の妥当性・公正性を担保する必要がある旨を認識して、当社から山洋に対して協議過程の早い段階から少数株主の利益に十分配慮した取引条件を要請し、その妥当性・公正性、条件の現実性といった事情について全般的な検証を重ねた上で、山洋との協議を経て本公開買付価格に関して、今般取締役会決議が予定されている価格についての最終的な調整が進められた。その後、最終的に当社及び山洋間で本公開買付価格を含む本取引の条件について合意するに至り、当社において、当該合意された価格をもって、取締役会で決議を予定している本公開買付価格とするとのことである。これらの点を含め、本取引の対応及び検討に向けた過程の中で、早期かつ詳細な開示・説明による当社株主の適切な判断機会の確保、意思決定過程における恣意性の排除、また本公開買付けの条件、とりわけ本公開買付価格の公正性の担保、また本スクイーズアウト手続の条件の公正性の担保に向けた客観的状況の確保等の諸点について、具体的な対応が行われているものと考えられ、公正な手続を通じた当社株主の利益への十分な配慮がなされていると考えられる。
- (d) 上記(a)乃至(c)において検討した諸事項以外の点に関して、第三者委員会において、本公開買付け及び本スクイーズアウト手続が当社の少数株主にとって不利益なものであるとする事情は現時点において特段見当たらない。

⑤ 当社における利害関係を有しない取締役全員の賛成による承認決議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、山田コンサルより取得した当社株式価値算定書、アンダーソン・毛利・友常法律事務所から得た法的助言を踏まえつつ、第三者委員会(当該第三者委員会の構成及び具体的な活動内容等については、上記「④ 当社における第三者委員会の設置」をご参照ください。)から提出を受けた本答申書の内容を最大限に尊重しながら、本公開買付けを含む本取引の諸条件について慎重に検討しました。

その結果、本意見表明プレスリリースの「3.本公開買付けに関する意見の内容、根拠及び理由」の「(2)意見の根拠及び理由」の「(ウ)本公開買付けに賛同するに至った意思決定の過程及び理由」に記載のとおり、当社取締役会は、本取引について、(i)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るとともに、(ii)本公開買付け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、合理的な売却の機会を提供するものであると判断し、平成30年8月31日開催の取締役会において、審議及び決議に参加した当社の取締役(当社の代表取締役社長である桑山貴洋氏及び代表取締役会長である桑山征洋氏を除く取締役5名)の全員一致で、本公開買付けへの賛同の意見を表明するとともに、当社の株主の皆様に対して本公開買付けへの応募を推奨する旨の決議いたしました。

また、上記当社取締役会では、審議に参加した当社の監査役の全員(社外監査役である立石知雄氏を除く監査役2名)が、当社取締役会が上記決議をすることに異議がない旨の意見を述べました。

なお、当社の取締役のうち、代表取締役会長である桑山征洋氏は山洋の株主であり、山洋の取締役を兼任していること、また、代表取締役社長である桑山貴洋氏は山洋の筆頭株主であることから、本取引に関して当社と構造的な利益相反状態にあるため、特別利害関係人として、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山洋との協議及び交渉にも一切参加しておりません。

また、当社の社外監査役である立石知雄氏は、本取引において特別の利害関係を有するとみなされるおそれがあることを踏まえ、上記取締役会における本公開買付けを含む本取引に関する議題の審議には一切参加しておらず、上記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。また、立石知雄氏は、当社の立場において山洋との協議・交渉にも参加しておりません。

⑥ 本公開買付けの公正性を担保する客観的状況の確保

山洋は、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。)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、当社の株主の皆様の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、当社株式について山洋以

外の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適正性を担保することを企図しているとのことです。

また、山洋及び当社は、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。

#### 4. 今後の見通し

本株式売渡請求後における当社の経営体制等につきましては、今後、山洋及び当社との間で協議・検討していく予定です。

#### 5. 支配株主との取引等に関する事項

##### (1) 支配株主との取引等の該当性及び少数株主の保護の方策に関する指針への適合状況

山洋は当社の支配株主(親会社)であるため、当社取締役会による本株式売渡請求に係る承認は、支配株主との取引等に該当します。

当社は、平成 30 年6月 28 日に開示したコーポレート・ガバナンス報告書の「支配株主との取引等を行う際における少数株主の保護の方策に関する指針」に記載のとおり、当社と支配株主との間の取引が発生する場合は、取締役会において決議し、その際には、少数株主の保護に関する検討を充分行うこととしております。

本株式売渡請求の承認に係る当社の意思決定に至る過程においても、当社は、上記「3. 本株式売渡請求に対する承認に関する判断の根拠及び理由等」の「(4) 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、そ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講じており、かかる対応は、上記指針に適合しているものと考えます。

##### (2) 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関する事項

上記「3. 本株式売渡請求に対する承認に関する判断の根拠及び理由等」の「(4) 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。

##### (3) 本取引が少数株主にとって不利益なものではないことに関する、支配株主と利害関係のない者から入手した意見の概要

当社は、平成 30 年 8 月 30 日付で、第三者委員会より、本取引が当社の少数株主にとって特段不利益とは考えられない旨を内容とする本答申書を入手しております。詳細は、上記「3. 本株式売渡請求に対する承認に関する判断の根拠及び理由等」の「(4) 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「④ 当社における第三者委員会の

設置」をご参照ください。なお、本答申書が、本株式売渡請求を含む本取引に関するものであることから、当社は、本株式売渡請求の承認に際しては、支配株主と利害関係を有しない者からの意見を改めて取得していません。

以 上