

【表紙】

【提出書類】	意見表明報告書
【提出先】	関東財務局長
【提出日】	令和2年2月3日
【報告者の名称】	株式会社 J E U G I A
【報告者の所在地】	京都市中京区三条通寺町東入石橋町11番地 (同所は登記上の本店所在地であり実際の業務は下記の場所で行っております。)
【最寄りの連絡場所】	京都市中京区三条通寺町西入弁慶石町61番地
【電話番号】	075 255 1566 (代表)
【事務連絡者氏名】	取締役兼執行役員経営管理部長 山根 篤
【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)

(注1) 本書中の「当社」とは、株式会社 J E U G I A をいいます。

(注2) 本書中の「公開買付者」とは、cross road 株式会社をいいます。

(注3) 本書中の記載において計数が四捨五入又は切捨てされている場合、合計として記載される数値は計数の総和と必ずしも一致しません。

(注4) 本書中の「株券等」とは、株式に係る権利をいいます。

(注5) 本書中の「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6) 本書中の記載において、日数又は日時の記載がある場合は、特段の記載がない限り、日本国における日数又は日時を指すものとします。

(注7) 本書の提出にかかる公開買付け(以下「本公開買付け」といいます。)は、法で定められた手続及び情報開示基準を遵守して実施されるものです。

1【公開買付者の氏名又は名称及び住所又は所在地】

名称 cross road株式会社
所在地 京都市中京区三条通寺町東入石橋町11番地

2【公開買付者が買付け等を行う株券等の種類】

普通株式

3【当該公開買付けに関する意見の内容、根拠及び理由】

(1) 意見の内容

当社は、2020年1月31日開催の取締役会において、下記「(2) 意見の根拠及び理由」に記載の根拠及び理由に基づき、本公開買付けに関し、賛同の意見を表明するとともに、当社の株主の皆様が本公開買付けに応募することを推奨する旨の決議をいたしました。

(2) 意見の根拠及び理由

本項の記載のうち、公開買付者に関する記載については、公開買付者から受けた説明に基づいて記載しております。

本公開買付けの概要

公開買付者は、本公開買付けによる当社株式の取得及び所有等を目的として、2019年12月6日付で設立された株式会社であり、当社の代表取締役社長兼社長執行役員営業本部長である西村昌史氏がその発行済株式の全てを所有し、かつ、代表取締役を務めているとのことです。なお、本書提出日現在、公開買付者は当社株式を所有していないとのことです。

今般、公開買付者は、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。）市場第二部に上場している当社株式の全て（ただし、当社が所有する自己株式を除きます。）を取得し、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、本公開買付けを実施することとしたとのことです。なお、本取引は、いわゆるマネジメント・バイアウト（MBO）に該当し、西村昌史氏は、本取引後も継続して当社の経営にあたることを予定しているとのことです（本公開買付け後の経営方針の詳細につきましては、下記「本公開買付け後の経営方針」をご参照ください。）。

本公開買付けの実施にあたり、公開買付者は、()当社のその他の関係会社及び主要株主である筆頭株主の株式会社ヤマハミュージックジャパン（所有株式数：263,960株、所有割合：32.10%。以下「ヤマハミュージックジャパン」といいます。）、()当社の第6位の大株主で当社の創業家の資産管理会社である有限会社田中商店（所有株式数：26,006株、所有割合：3.16%。以下「田中商店」といいます。）、及び()西村昌史氏（所有株式数：5,310株（注）、所有割合：0.65%）との間で、2020年1月31日付で、所有する当社株式の全てについて、本公開買付けに応募する旨の契約をそれぞれ締結しているとのことです（以下、ヤマハミュージックジャパン、田中商店及び西村昌史氏を総称して「応募合意株主」といい、応募合意株主が所有する上記当社株式の合計（所有株式数の合計：295,276株、所有割合の合計：35.91%）を以下「応募合意株式」といいます。）。なお、これらの契約の概要につきましては、下記「4. 公開買付者と当社の株主・取締役等との間における公開買付けへの応募に係る重要な合意に関する事項」をご参照ください。

（注）西村昌史氏は、当社の役員持株会を通じた持分として454株（小数点以下を切捨て。以下、本注において同じとします。）に相当する当社株式を間接的に所有しており、上記西村昌史氏の所有株式数（5,310株）には、西村昌史氏が当該役員持株会を通じた持分として間接的に所有している当社株式454株が含まれておりません。また、西村昌史氏との間で同氏が本公開買付けに応募する旨合意している当社株式には、当該役員持株会を通じた持分として間接的に保有している当社株式は含まれておりません。以下同じです。

公開買付者は、本公開買付けにおいて、買付予定数の下限を558,795株（所有割合：67.95%）としており、本公開買付けに応募された株券等（以下「応募株券等」といいます。）の数の合計が買付予定数の下限に満たない場合には、公開買付者は、応募株券等の全部の買付け等を行わないとのことです。なお、買付予定数の下限である558,795株は、当社第3四半期決算短信に記載された2019年12月31日現在の当社の発行済株式総数（827,250株）から、同日現在の当社が所有する自己株式数（4,937株）及び応募合意株式数（295,276株）を控除した株式数（527,037株）の過半数に相当する株式数（263,519株、所有割合：32.05%。これは、公開買付者と利害関係を有しない当社の株主の皆様が所有する当社株式の数の過半数、すなわち、いわゆる「マジョリティ・オブ・マイノリティ（majority of minority）」に相当する数にあたります。）に、応募合意株式数（295,276株）を加算した株式数（558,795株）となります。これにより、当社の少数株主の皆様を重視して、公開買付者の利害関係者以外の株主の皆様を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ているとのことです。一方、公開買付者は、当社株式の全て（ただし、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ことを企図しておりますので、本公開買付けにおいては、買付予定数の上限を設定しておらず、応募株券等の数の合計が買付予定数の下限(558,795株)以上の場合、応募株券等の全部の買付け等を行うとのことです。

公開買付者は、本公開買付けにより当社株式の全て(ただし、当社が所有する自己株式を除きます。)を取得できなかった場合には、本公開買付けの成立後に、下記「(5)本公開買付け後の組織再編等の方針(いわゆる二段階買取に関する事項)」に記載のとおり、当社の株主を公開買付者のみとするための一連の手続(以下「本スクイズアウト手続」といいます。)を実施することを予定しているとのことです。また、公開買付者は、本スクイズアウト手続の完了後に、当社を吸収合併存続会社、公開買付者を吸収合併消滅会社とする吸収合併(以下「本合併」といいます。)を行うことを予定しているが、その時期については、本書提出日現在、未定であるとのことです。

また、公開買付者は、本公開買付けを含む本取引に係る決済に要する資金を、株式会社みずほ銀行(以下「みずほ銀行」といいます。)からの1,947百万円を上限とした借入れ(以下「本銀行融資」といいます。)及びみずほ事業承継ファンド投資事業有限責任組合による公開買付者の優先株式の引受けによる500百万円を上限とした出資(以下「本優先株出資」といいます。)により賄うことを予定しており、本公開買付けの成立等を条件として、本公開買付けに係る決済の開始日の前営業日までに本銀行融資を、本公開買付けに係る決済の開始日の2営業日前までに本優先株出資を、それぞれ受けることを予定しているとのことです。本銀行融資に係る融資条件の詳細は、みずほ銀行と別途協議の上、本銀行融資に係る融資契約において定めることとされているとのことです。本銀行融資に係る融資契約では、公開買付者が本公開買付けにより取得する当社株式が担保に供されること、及び下記「(5)本公開買付け後の組織再編等の方針(いわゆる二段階買取に関する事項)」に記載の本スクイズアウト手続を通じて当社の株主が公開買付者のみとなった後は、本銀行融資に関して、当社を公開買付者の連帯保証人とし、かつ、当社の一定の資産等が担保に供されることが予定されているとのことです。

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

当社は、1898年に、東京銀座三丁目に本店を構えた十字屋が京都に置いた仮店舗から独立する形で、「十字屋田中商店」として創業いたしました。1952年5月に当社の前身である株式会社田中楽器店を設立後、1952年10月に株式会社十字屋楽器店に、1975年1月には株式会社十字屋に、商号を変更した後、1990年3月に現在の社名である株式会社J E U G I Aへ商号を変更いたしました。また、当社株式については、1991年7月に株式会社大阪証券取引所(以下「大阪証券取引所」といいます。)市場第二部特別指定銘柄(その後、1996年1月に大阪証券取引所市場第二部に指定替え)及び株式会社京都証券取引所(2001年3月に大阪証券取引所と合併)に上場し、2013年7月に東京証券取引所と大阪証券取引所との現物市場の統合に伴い、東京証券取引所市場第二部に上場し、現在に至っております。

当社及びその連結子会社である十字屋Culture株式会社(以下、総称して「当社グループ」といいます。)は、音楽関連事業を主体に地域に密着した事業を展開し、取扱う商品やサービスを通じて人々に「生きがいや潤い、ゆとり」を提供するという企業理念のもと、単に商品を販売する、教室を運営するだけではなく、店舗や教室の拡充を図ることで購入した楽器等の使い方を教室で習得する、教室に通う中で習熟度合いや興味に合わせて楽器等を購入するといった当社グループ内の事業間の結びつき等を活かし、より複合的かつ有機的なサービスを提供するとともに、商品の品揃えやサービスの向上に努めて企業価値をさらに高め、事業の拡大と収益力強化を行い、お客様、当社の株主の皆様、取引先、従業員及び地域社会に信頼される会社を目指しております。

当社グループのこれまでの経緯といたしましては、まず、創業事業として楽器の販売を行い、今日の事業基盤を構築いたしました。そして、当社グループは楽器の次にCDやレコードを始めとしたAVソフトへと販売商品のバリエーションを拡充することで、その業容を拡大するとともに、1964年からは、ヤマハ株式会社の特約店としてヤマハ音楽教室の運営業務を開始し、音楽教室事業に参入いたしました。当社グループはこれらの事業を主軸として成長してまいりましたが、平成の時代に入ると、インターネットを通じて楽曲を配信する音楽配信サービスの普及といったデジタル音楽へのシフトに伴うAVソフトの売上高減少が予見され、新たな収益源を確保するため、1998年にカルチャー教室等を運営するカルチャー事業に参入いたしました。このカルチャー事業は2016年に教室出店数が60店舗に到達し、現在では当社グループの売上高の約4割を占める主力事業となっております。そして、本書提出日現在においては、当社グループは、以下のとおり音楽事業部門及びカルチャー事業部門を主要セグメントとして事業を展開しております。なお、ヤマハ株式会社とは、同社が、協業維持と取引関係の強化を目的として、当社が1991年に大阪証券取引所に上場する以前より当社株式を保有しており、その所有株式数を増加させることで関係性を強化してまいりました。そして同社は、2012年5月24日付で当社の創業家一族であり、田中商店の代表取締役社長である田中義雄氏より当社株式1,426,000株(当時の所有割合:17.31%)を取得することで、当社のその他の関係会社及び主要株主である筆頭株主(所有株式数:2,639,600株、当時の所有割合:32.04%)となり、当社は同社の持分法適用会社となりました。その後、ヤマハ株式会社が所有する当該当社株式は、同社を吸収分割会社、同社の完全子会社であるヤマハミュージックジャパン(当時の商号:ヤマハミュージックトレーディング株式会社)を吸収分割承継会社とする吸収分割に基づき、2013年4月1日付で、ヤマハミュージックジャパンに承継されたため、現在、当社はヤマハミュージックジャパンの持分法適用会社となっております。

() 音楽事業部門

主たる事業として、「ヤマハ音楽教室」「ヤマハ大人の音楽レッスン」「ヤマハ英語教室」等の教室運営（音楽教室事業）を京都府、滋賀県及び大阪府において展開するとともに、ピアノ、エレクトーン等の鍵盤楽器のほか、アコースティックギター等のポピュラー楽器その他の楽器の販売並びに楽譜、音楽書籍、各種楽譜CD及びDVD等の販売（楽器・AVソフト等販売事業）を行っております。

() カルチャー事業部門

主たる事業として、ダンス・舞踊・武道、美容・健康・癒し、音楽、趣味・教養及び資格取得講座等、総合カルチャーセンターとしてカルチャー教室事業を全国展開しております。

他方、当社グループを取り巻く事業環境については、音楽事業部門のうち楽器・AVソフト等販売市場においては、上記のとおりデジタル音楽へのシフト及び近年における少子化の進行等による楽器及びAVソフトの売上高の減少等のマクロ要因に起因する市場規模縮小に加えて、当該市場への家電量販店等の異業種からの参入により競争環境は激化しております。また、音楽教室市場においても、音楽教室の大半を占める子供向け教室が少子化の影響を受けて会員数が減少する等厳しい状況にある上に、趣味・習い事の多様化の影響も受け、結果として消費者の音楽教室事業への支出が低減することで市場規模は縮小傾向にあり、当社グループにおいても子供向け教室の会員数は2019年時点で、ピーク時である2008年から2割程度減少しております。また、カルチャー事業部門の主要なターゲットであるカルチャー教室市場においては、市場全体としてとりわけ若年層の新規会員層の開拓が進んでおらず、公開買付者としては受講者層の高齢化に伴い市場規模は縮小傾向にあると考えているとのことです。さらに、地方公共団体等の公的機関が運営する教養系講座等の開講・拡充や、インターネット環境の普及による無償で得られる類似コンテンツの一般化により、競争環境は激化しつつあります。

また、上記の事業環境の変化に加えて、当社グループは、中長期的視点に立って店舗及び教室の運営を担う店長クラスの人材の高齢化に起因した将来的な人材不足及び商圈人口・交通量・競合店状況・賃借料等の立地条件が良好な出店候補地の減少という課題を抱えております。加えて、主要な出店候補先である総合スーパーにおけるカルチャー教室の内製化等の影響に伴い、誘致の必要性が低下したため、総合スーパーへのテナント誘致の観点から新規出店時において総合スーパー側が一部負担していた出店関連コストの割合が従前に比して減少しており、結果として当社グループによる新規出店コストの負担額が増加しております。

かかる状況下、当社グループの2019年3月期の連結業績は、全事業の売上高が73億79百万円（前事業年度比：98.3%）、営業利益が66百万円（前事業年度比：121.6%）となっております。セグメントごとの経営成績としては、音楽事業部門の売上高が45億97百万円（前事業年度比：96.8%）、セグメント利益が2億23百万円（前事業年度比：91.7%）であり、現在の事業区分とした2016年3月期以降、音楽事業部門の売上高及びセグメント利益は毎年減少しております。また、カルチャー事業部門も、売上高が27億81百万円（前事業年度比：101.0%）、セグメント利益が1億45百万円（前事業年度比：129.6%）であり、現在の事業区分とした2016年3月期のカルチャー事業部門における売上高26億81百万円、セグメント利益1億5百万円と比較し、増収増益となっているものの、一部の特定店舗における増収等を主要因としたものであり、市場全体としては、上記のとおり市場規模が縮小傾向にあること等に鑑みると、今後も堅調に推移するとは断言できない状況であります。

公開買付者は、上記のような当社グループの状況に鑑みて、当社グループにおいては、今後の安定成長を確固たるものにするべく、音楽事業部門が直面する課題を適切に対処しながら、好調であるカルチャー事業部門における収益基盤を盤石なものとするための抜本的な改革を図る必要があると考えているとのことです。具体的には、本取引の実行後においては、次のような施策を実施することを検討しているとのことです。

() 音楽事業部門の強化

上記のとおり、当社グループの音楽事業部門のうち楽器・AVソフト等販売事業においては、マクロ要因に起因する市場規模縮小に加えて、異業種からの参入により競争環境が激化しております。また、当社グループの音楽事業部門のうち音楽教室事業については、子供向けの「ヤマハ音楽教室」からの収益に大きく依存しており、今後さらなる少子化の進行が予想されるわが国において、かかる現体制では、近い将来当該事業の成長に限界が生じると予想されるとのことです。したがって、特定の楽器に特化した常設の楽器展示場の設置により消費者の楽器演奏への興味及び関心を高めるとともに、大人向けの「ヤマハ大人の音楽レッスン」の拡充を図り、子供だけでなく幅広い年齢層に対応した、一層強い顧客基盤を有する音楽事業部門を築いていきたいと考えているとのことです。具体的には、不採算店舗の統合及び小規模店舗の大規模な教室への移設等の店舗再編を実施しつつ、ヤマハ株式会社製アコースティックピアノをフルラインアップしたピアノサロンを新設すること及び「ヤマハ大人の音楽レッスン」の講座を増設し会員数を拡大させることで、演奏人口の拡大と、それに伴うピアノを中心とした鍵盤楽器やギター及び、管楽器等の楽器販売の強化につなげることを企図しているとのことです。また、両教室は楽器レッスンを中心とした音楽教室であります。楽器レッスン以外に主眼を置いた教室の開発にも取り組みたいと考えているとのことです。具体的には、音楽を用いた認知症予防コンテンツ等の高齢化社会に対応した当社グループ独自の音楽関連コンテンツの提供、ひいてはこれによる会員数の拡大を企図しているとのことです。このようなコンテンツは、わが国

が抱える高齢化に伴う諸問題の解決の一助になり得る、社会的要請の高いコンテンツと考えているとのこと
です。

() カルチャー事業部門における積極的投資

当社グループの事業セグメントの中で比較的好調なカルチャー事業部門の収益基盤を盤石なものとするには、継続的な会員数の増加及びそのための新規出店が必要となりますが、上記のとおり、足元の新規出店コストは増加しており、現在同事業で提供しているコンテンツのみでは当該コストに見合う収益の確保を期待できる立地が限定されている状況にあります。そのため、公開買付者は、さらなる新規出店だけでなく、当該コストを賄うことができる新たな独自のコンテンツ開発による同業他社との差別化を企図しているとのことです。具体的には、当社グループが既に実施しております、地域の観光名所や名店等で舞踊や芸事等を嗜むご当地講座において、当社グループが強みとする京都ブランドを活用して、100以上のご当地講座の開講実績に裏付けられた講座開発力を基に、同業他社との差別化を図り、かつ新たなターゲット層として外国人旅行者等からのニーズも想定したご当地講座等の新規コンテンツの開発を考えているとのことです。

また、近年、IT企業がWeb上での講座配信という方法によりカルチャー教室市場に参入してきておりますが、インターネットの普及した現代社会において、若年層を中心とした消費者の皆様によるかかるWeb講座配信への要請はますます高まるものと考えられ、かかる動向に対応するためにも、公開買付者は、当社グループもWeb上での講座配信を展開すべく、Web配信コンテンツの開発を行う必要があると考えているとのことです。

公開買付者は、これらの新規コンテンツの開発等は、主婦層及び高年層を中心とした当社グループの従来
の顧客層とは異なる層へのアプローチを可能にし、将来的な収益拡大に資するものであると確信している
とのことです。

() 若手社員育成の強化

上記のとおり、当社グループでは、店舗運営を担う店長クラス、及び管理部門の人材の高齢化が進んでおり、これらに対応すべく新卒社員の採用の強化等を図っておりますが、抜本的な改善には至っておらず、早急な対応策の検討・実施が必要となっております。公開買付者は、当社グループがかかる課題を克服し、中長期的に安定して成長するためには、若手社員の採用強化に加えて、採用後の若手社員の育成を強化することが必要不可欠と考えているとのことです。具体的には、Web上で閲覧可能な店舗運営オペレーションマニュアルの作成及びそれを利用したWeb研修の実施、若手社員のこれまでよりも短期間での店長クラスや管理部門等への積極的な登用等を進め、今後当社グループの中核を担っていく若手人材の育成強化に努めていきたいと考えているとのことです。

() IT技術を活用した顧客対応等のオペレーションの強化

当社グループの展開する音楽教室及びカルチャー教室の店舗においては、現在も、顧客情報の入力等の事務作業の省人化が進んでおらず、IT技術の活用が不十分な状況です。そのため、店舗における業務効率化が不十分であるだけでなく、一部店舗では、顧客との関係にも影響が及んでおり、入会時及びその後の各種申請等における書類作成等の煩雑さから顧客満足度が低下するといった事態も生じております。

公開買付者は、このような現状に対応するために、事務作業の省人化に向けた新規ITシステムの導入や既存ITシステムの改善等の店舗のIT化のための積極的投資を行い、業務効率の改善及び顧客満足度の向上に努めたいと考えているとのことです。

() Eコマース(注)への対応

経済産業省が2019年5月に公表した「平成30年度 我が国におけるデータ駆動型社会に係る基盤整備(電子商取引に関する市場調査)報告書」によりますと、近年、IT化の進行に伴い、Eコマース市場は年々拡大しており、日本のBtoC-E C(消費者向け電子商取引)分野におきましては、その市場規模は2018年時点で、2010年時点と比較すると約2.3倍となっております。楽器・AVソフト等販売市場におけるEコマースでの取引量におきましても、同様に増加していると考えられますが、当社グループの当該事業における売上高の大半は依然として店頭販売によるものです。当社グループにおいても、外部のオンラインショッピングサイト上での販売サイトの設置等を実施しておりますが、公開買付者は、現状では十分な売上高を計上するに至っておらず、Eコマースによる楽器・AVソフト等販売事業の改善が急務と考えているとのことです。具体的には、公開買付者は、上記販売サイトを顧客にとって利用しやすいものに改良することは勿論のこと、同事業のEコマース市場における当社グループの知名度はまだまだ高いとはいえない状況であることから、積極的な広告宣伝による知名度向上を図るとともに、話題となる目玉商品の仕入・販売強化を図ること等により、Eコマース市場における集客力を向上させることで、販売基盤を確立し、また変化する顧客の需要に対応する必要があると考えているとのことです。

(注) 「Eコマース」とは、Electronic Commerceの略称であり、インターネット等のネットワークを利用して、電子的に契約や決済といった商取引をすることをいいます。

上記の各施策（特に（ ）、（ ）、（ ）の施策）を並行して実施することは、多額の初期投資や継続的な投資によるキャッシュ・フローの悪化により、短期的には当社の財務状況や業績に大きな影響を与えるリスクがあることに加え、期待される収益を生むかどうかは不明確であり、資本市場から十分な評価が得られない可能性があるため、当社の株価の下落が生じ、当社の株主の皆様に対して利益を還元することができないおそれがあると考えているとのこと。しかしながら、上記のような当社グループの状況に鑑みれば、上記の各施策をはじめとする多額の初期投資や継続的な投資を要する施策を行わずに、当社の中長期的な企業価値の向上を図ることは困難であり、かつ、そのような施策の実施にあたっては、その短期的な効果に捉われず、中長期的な視点から抜本的かつ機動的な意思決定を迅速かつ果敢に実践することが必要であるとともに、そのような意思決定を可能とする経営体制を構築する必要があると考えているとのこと。

さらに、近年、当社における株式の上場を維持するために必要なコスト（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）は増加しており、今後当該コストは当社の経営上のさらなる負担となる可能性があると考えているとのこと。たしかに、当社は、1991年の大阪証券取引所市場第二部特別指定銘柄への上場以来、知名度の向上による優れた人材の確保、社会的な信用の向上等、上場会社として様々なメリットを享受してきたと言えます。もっとも、公開買付者は、当面の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当社の財務状況及び昨今の間接金融における低金利環境等から、当面は当社におけるエクイティ・ファイナンスの活用による大規模な資金調達必要性は高くなく、また、近年はブランド力や社会的な信用も事業活動を通じて維持・獲得される部分がより大きくなっていることから、今後も継続して当社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ると考えているとのこと。

以上のような検討を踏まえ、公開買付者の代表取締役である西村昌史氏は、上記の各施策を通じて当社の企業価値向上を図るためには、当社株式を非公開化することで、当社の株主の皆様に対して発生する可能性がある上記の各施策の実行に伴う株価の下落等の悪影響を回避しつつ、中長期的な視点から抜本的かつ機動的な意思決定を迅速かつ果敢に実践することを可能とする経営体制を構築することが適切であり、また、西村昌史氏が当社グループの事業内容を最も熟知していることからすれば、そのような経営体制を構築するためには、西村昌史氏の主導によりマネジメント・バイアウト（MBO）を実施し、西村昌史氏が当社の所有と経営の双方を担うことが最も有効な手段であると考えに至り、2019年10月18日、当社に、本取引の実施に向けた協議・交渉の申し入れを行ったとのこと。その上で、西村昌史氏は2019年12月6日に、本公開買付けによる当社株式の取得及び所有等を目的として、公開買付者を設立し、公開買付者は、本公開買付価格を含む本取引の諸条件等の検討を進め、2019年12月9日に、当社に対し、当社のマネジメント・バイアウト（MBO）を正式に提案する旨の提案書（以下「本提案書」といいます。）を提出しました。

その後、公開買付者は、下記「当社が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、2019年12月19日に当社に対して本公開買付価格を1株当たり1,650円とする旨の提案を行った後、2020年1月8日に、当社から、本公開買付価格の再検討の要請を受けたため、本公開買付価格の再検討を行い、当社との交渉を経て、2020年1月15日に、当社に対して、本公開買付価格を1株当たり1,700円とする旨の再提案を行いました。その後も、公開買付者は、当社との間で、継続的に協議・交渉を続け、2020年1月20日に、本公開買付価格を1株当たり1,720円とする旨の再々提案を行いました。かかる協議・交渉の結果等を踏まえ、2020年1月31日に、本公開買付価格を1,720円として本公開買付けを実施することを決定したとのこと。

なお、公開買付者は、当社株式の価値推移及び過去のMBO事例におけるプレミアム率を参考に等、当社の株式価値に関する諸要素を総合的に考慮し、かつ、当社との協議・交渉を経て本公開買付価格を決定したとのことであり、第三者算定機関からの株式価値算定書は取得していないとのこと。

当社が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

当社は、2019年10月18日に西村昌史氏から本公開買付けを含む本取引に関する協議・申し入れを受け、当該申し入れの内容を検討するにあたり、下記「(6) 買付け等の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」の「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」及び「当社における独立した法律事務所からの助言」に記載のとおり、本公開買付価格の公正性その他本公開買付けを含む本取引の公正性を担保すべく、2019年10月下旬に、本取引について専門的助言を行うことができる法律事務所について、当社の独立社外取締役及び主幹証券たるみずほ証券株式会社の担当者等から、北浜法律事務所・外国法共同事業（以下「北浜法律事務所」といいます。）を含む複数の候補先の情報を得た上で、当社の独立社外取締役とともに、それらの候補先について、当社及び公開買付者から過去に法律相談を受けたことがないか、また、本取引と同種の取引に関する過去の実績及び知見、本件に要する弁護士費用等の観点から比較検討した結果、北浜法律事務所が公開買付者及び当社からの独立性に問題がなく、かつ、適任であると判断し、リーガル・アドバイザーとして、北浜法律事務所を選任しました。また、当社は、2019年11月上旬に、公開買付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として株式会社KPMG FAS（以下「KPMG FAS」といいます。）を選任するとともに、リーガル・アドバイザーである北浜法律事務所の法的助言を受け、本取引に関する提案を検討するために、2019年11月13日

に、特別委員会（当該特別委員会の構成及び具体的な活動内容等については、下記「(6) 買付け等の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」の「 当社における独立した特別委員会の設置及び特別委員会からの答申書の取得」をご参照ください。以下「本特別委員会」といいます。）を設置いたしました。

その後、当社は、本提案書に記載された本取引の目的を含む本公開買付けの概要、本取引が当社に与える影響、本取引後の経営方針の内容や足元の株価動向を踏まえ、本特別委員会に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、要請等に基づいた上で、KPMG FAS及び北浜法律事務所の助言を受けながら、公開買付者との間で複数回に亘る協議・検討を重ねてまいりました。

また、本公開買付価格については、当社は、2019年12月19日に公開買付者から本公開買付価格を1株当たり1,650円とする旨の提案を受けた後、KPMG FASから受けた当社株式の株式価値に係る試算結果の報告内容及び本特別委員会の意見を踏まえた上で、KPMG FASの助言を受けながら、2020年1月8日に、公開買付者に対して本公開買付価格の再検討を要請し、公開買付者との間において、本取引の諸条件について協議・交渉を重ね、2020年1月15日に本公開買付価格を1,700円とする旨の再提案を受けました。その後も公開買付者との間で、継続的に協議・交渉を行い、その結果、公開買付者からは、2020年1月20日に、本公開買付価格を1株当たり1,720円とする旨の再々提案を受けました。当社は、当該提案について、その妥当性を本特別委員会に確認するほか、KPMG FASからさらに意見等を聴取するとともに、2020年1月30日付でKPMG FASから取得した株式価値算定書（以下「当社株式価値算定書」といいます。）の内容も踏まえて慎重に検討を行い、その結果、当該価格は、市場価格から見れば相当のプレミアムが付されていると評価でき、また、下記で述べるKPMG FASによるディスカунテッド・キャッシュ・フロー法（以下「DCF法」といいます。）の算定結果（注）のレンジの中央値を上回るものである等合理性を有することから、妥当な価格であると判断いたしました。このように、当社は、公開買付者との間で、継続的に本公開買付価格の交渉を行ってまいりました。

（注） KPMG FASがDCF法に基づく算定の前提とした当社の事業計画に基づく財務予測に係る数値には、当社が2020年1月31日公表しました「特別損失の計上及び2020年3月期の連結業績予想の修正に関するお知らせ」における業績予想の下方修正の影響は織り込んでおりません。

さらに、当社は、北浜法律事務所から、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等について法的助言を受けるとともに、本特別委員会から2020年1月31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（本答申書の概要については、下記「(6) 買付け等の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」の「 当社における独立した特別委員会の設置及び特別委員会からの答申書の取得」をご参照ください。）。そして、当社は、リーガル・アドバイザーである北浜法律事務所から受けた法的助言並びにKPMG FASから取得した当社株式価値算定書の内容を踏まえた上で、本特別委員会から提出された本答申書の内容を最大限に尊重しながら、本取引に関する諸条件について、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、本取引における本公開買付価格その他の条件は妥当なものか等の観点から慎重に協議・検討を行ってまいりました。

上記「 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、当社グループの音楽事業部門においては、楽器・AVソフト等販売市場及び音楽教室市場の市場規模の縮小等の影響により売上高及びセグメント利益が減少傾向にあり、カルチャー事業部門においても、売上高及びセグメント利益は増加傾向にあるものの、カルチャー教室市場の市場規模が縮小傾向にあること等に鑑みると、今後も堅調に推移するとは断言できない状況にあります。そのため、当社としても、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、中長期的な企業価値向上の観点から、それを阻害するあらゆる要因を検証しなおし、新たな戦略を採用・推進することが必要と考えております。そして、公開買付者は、協議・交渉の過程において、上記「 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、当社グループについて、音楽事業部門が直面する課題に適切に対処しながら、好調のカルチャー事業部門における収益基盤を盤石なものとするための抜本的な改革を図る必要があること、その具体的な施策として、()大人向けの音楽レッスンの拡充、高齢者向けの音楽関連コンテンツの提供等の音楽事業部門の強化、()カルチャー事業部門における積極的投資、()若手社員育成の強化、()IT技術を活用した顧客対応等のオペレーションの強化、()Eコマースへの対応等の施策が考えられることを、当社に対して伝達し、当社といたしましても、それらの施策は、当社グループの中長期的かつ安定的な高収益企業とな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、これらの施策は、当社の今後の収益性に不確実性を伴い、短期的には、利益水準の低下、多額の初期投資や継続的な投資によるキャッシュ・フローの悪化等による財務状況の悪化を招来するリスクがあります。そのため、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、資本市場から十分な評価が得られない可能性があり、当社の株価の下落を招き、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。本書提出日現在の当社の株価の水準を踏まえると、当社の株価がさらに下落した場合、当

社株式の月間平均時価総額又は月末時価総額が有価証券上場規程第601条第1項第4号a本文に定める所要額（10億円）未滿となり、東京証券取引所本則市場の上場廃止基準に抵触する可能性があります。他方で、上記のとおり、当社の置かれている事業環境を踏まえ、早急に抜本的な対応策を実施することが必要であると考慮しております。

このような状況下において、当社としては、当社の株主の皆様に対して発生する可能性がある上記の悪影響を回避しつつ、抜本的かつ機動的な経営戦略を実践し中長期的な視点から当社の企業価値を向上させるためには、マネジメント・パイアウト（MBO）の手法により当社を非公開化するとともに、所有と経営を一定の範囲で一致させ、公開買付者、取締役及び従業員が一丸となって各施策に迅速かつ果敢に取り組むことができる経営体制を構築することが必要であると考慮しております。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慮しております。

なお、当社が株式の非公開化を行った場合には、資本市場からのエクイティ・ファイナンスによる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社会的な信用力及び知名度の向上による優れた人材の確保及び取引先の拡大等に影響を及ぼす可能性が考えられます。しかしながら、当社の現在の財務状況や昨今の間接金融における低金利環境等に鑑みると、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、近時の上場維持コストの上昇を踏まえると、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、当社の社会的な信用力及び知名度の向上による優れた人材の確保及び取引先の拡大等も事業活動を通じて獲得される部分がより大きくなっており、株式の上場を維持する必要性は相対的に減少していると考えております。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。

また、上記「本公開買付けの概要」に記載のとおり、ヤマハミュージックジャパンは公開買付者との間で本公開買付けに応募する旨の契約を締結しておりますが、当社は、上記「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、ヤマハ株式会社が当社の株式を保有する以前から同社との協業関係を維持してきたこと等に鑑み、上記のとおり、本取引後も、かかる協業関係に基づく音楽事業部門の強化を始めとする諸施策に取り組んでまいりたいと考えております。

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、()本公開買付価格が、下記「(3)算定に関する事項」に記載されているKPMGFASによる当社株式に係る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を上回るものであり、また、DCF法に基づく算定結果のレンジの中央値を上回るものであること、()本公開買付けの公表日の前営業日である2020年1月30日の東京証券取引所市場第二部における当社株式の普通取引終値の1,272円に対して35.22%（小数点以下第三位四捨五入。以下、プレミアム率の計算において同じとします。）、直近1ヶ月間の普通取引終値の単純平均値1,274円（小数点以下四捨五入。以下終値の単純平均値の計算において同じとします。）に対して35.01%、直近3ヶ月間の普通取引終値の単純平均値1,273円に対して35.11%、直近6ヶ月間の普通取引終値の単純平均値1,265円に対して35.97%のプレミアムをそれぞれ加えた金額となっていること、()下記「(6)買付け等の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」に記載の本公開買付けの公正性を担保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、()上記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、当社と公開買付者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・交渉が行われ、より具体的にはKPMGFASによる当社株式の株式価値に係る算定結果の内容や本特別委員会との協議、北浜法律事務所から受けた法的助言等を踏まえながら、真摯かつ継続的に協議・交渉が行われた結果として提案された価格であること等を踏まえ、本公開買付価格及び本公開買付けに係るその他の諸条件は妥当であり、本公開買付けは、当社の株主の皆様に対して合理的なプレミアムを付した価格及び合理的な諸条件により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。なお、本公開買付価格は、当社の2019年12月31日現在の連結簿価純資産から算出した1株当たり純資産額（2,696円）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ることに加え、純資産額は会社の清算価値を示すものであり、継続企業である当社の企業価値の算定において重視することは合理的ではないと考えております。

以上より、当社は、2020年1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（西村昌史氏、鈴木龍彦氏及び斎藤典子氏を除く取締役3名）の全員一致で、本公開買付けに賛同する意見を表明するとともに、当社の株主の皆様が本公開買付けに応募することを推奨する旨の決議をいたしました。

なお、上記の当社取締役会においては、当社の取締役6名のうち、()代表取締役社長兼社長執行役員営業本部長である西村昌史氏は、公開買付者の株主であり、公開買付者の代表取締役を兼任していること及び本取引後も継続して当社の代表取締役としてその経営にあたることを予定しており、本取引に関して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、上記取締役会を含む本取引に係る取締役会の審議及び決議には参加しておらず、かつ、当社の立場で本取引の協議及び交渉に参加していません。

加えて、()鈴木龍彦氏については、応募予定株主であるヤマハミュージックジャパンの従業員の地位を有しており、また()斎藤典子氏については、同社の出身者であるため、いずれも利益相反の疑いを回避する観点から、上記取締役会を含む本取引に係る取締役会の審議及び決議には参加しておらず、かつ、当社の立場で本取引の協議及び交渉に参加していません。

本公開買付け後の経営方針

本取引は、いわゆるマネジメント・バイアウト(MBO)に該当し、西村昌史氏は、本公開買付け終了後も継続して当社の代表取締役社長として経営にあたることを予定しており、上記「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」に記載の施策を推進することを検討しているとのことです。なお、公開買付者と当社の西村昌史氏以外の取締役との間では、本公開買付け後の役員就任について何らの合意も行っておりませんが、本公開買付け実施後の当社の役員構成を含む経営体制の詳細については、本公開買付けの成立後、当社と協議しながら決定していく予定とのことです。また、公開買付者は、本スクイーズアウト手続の完了後に、本合併を行うことを予定しているが、その時期については、本書提出日現在、未定であるとのことです。

(3) 算定に関する事項

算定機関の名称並びに当社及び公開買付者との関係

当社は、本公開買付けに関する意見表明を行うにあたり、当社及び公開買付者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KPMG FASに対して、当社株式の株式価値の算定を依頼しました。なお、KPMG FASは、応募合意株主、当社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重要な利害関係を有していません。

算定の概要

KPMG FASは、複数の株式価値分析手法の中から当社株式の株式価値の分析にあたって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、当社株式が東京証券取引所市場第二部に上場しており市場株価が存在することから市場株価平均法を、当社の将来の事業活動の状況を評価に適切に反映するためにDCF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、2020年1月30日付でKPMG FASより当社株式価値算定書を取得しました。なお、KPMG FASは、当社株式の価値評価の算定手法として、事業内容や収益性の当社との類似性における制約に鑑み、類似会社比較法は採用しておらず、また、当社が継続企業としてその事業を継続していくことを企図していることから、純資産法は採用していません。当社は、KPMG FASから本公開買付け価格の公正性に関する意見書(フェアネス・オピニオン)を取得していません。

上記各手法に基づいて算定された当社株式の1株当たりの株式価値の範囲は以下のとおりです。

市場株価平均法：1,265円から1,274円

DCF法：1,300円から1,804円

市場株価平均法においては、2020年1月30日を基準日として、東京証券取引所市場第二部における当社株式の基準日終値1,272円、直近1ヶ月間の普通取引終値の単純平均値1,274円、直近3ヶ月間の普通取引終値の単純平均1,273円、直近6ヶ月間の普通取引終値の単純平均値1,265円を基に、当社株式の1株当たりの株式価値の範囲を1,265円から1,274円までと算定しております。

DCF法では、当社が作成した2020年3月期第2四半期から2025年3月期までの事業計画における収益や投資計画、当社の2020年3月期第2四半期における財務情報、及び一般に公開された情報等の諸要素を前提として、当社が2020年3月期第2四半期以降に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評価し、当社株式の1株当たりの株式価値の範囲を1,300円から1,804円までと算定しております。割引率は6.5%から7.5%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0.5%から0.5%として算定しております。

KPMG FASがDCF法に基づく算定の前提とした当社の事業計画に基づく財務予測は以下のとおりです。以下の財務予測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、2024年3月期の営業利益は前期比35%増の142百万円の予測となっておりますが、これは主に、2021年以降に新規開設する予定のカルチャー教室の利益貢献によるものです。また、本取引実行により実現することが期待される各種施策の効果については、現時点で収益に与える影響を具体的に見積もることが困難であるため、以下の財務予測においては加味していません。さらに、以下の財務予測に係る数値には、当社が2020年1月31日付で公表しました「特別損失の計上及び2020年3月期の連結業績予想の修正に関するお知らせ」における業績予想の下方修正の影響は織り込んでおりません。

(単位：百万円)

	2020年3月期 (6ヶ月)	2021年3月期	2022年3月期	2023年3月期	2024年3月期	2025年3月期
売上高	3,629	7,301	7,318	7,329	7,344	7,360
営業利益	21	80	95	105	142	165
E B I T D A	79	208	217	222	240	252
フリー・キャッシュ・フロー	78	127	104	102	137	141

K P M G F A Sは、当社株式の株式価値の算定に際して、当社から受けた情報、ヒアリングにより聴取した情報、一般に公開された情報等を原則としてそのまま採用し、採用したそれらの資料及び情報が全て正確かつ完全なものであること、かつ、当社株式の株式価値の算定に重大な影響を与える可能性がある事実でK P M G F A Sに対して未開示の事実はないことを前提としており、独自にそれらの正確性及び完全性の検証を行っておりません。また、K P M G F A Sは、当社及びその子会社の資産又は負債（簿外資産及び負債、その他偶発債務を含みます。）について個別の資産及び負債の分析及び評価を含め、独自に評価、鑑定又は査定を行っており、第三者算定機関への評価、鑑定又は査定の依頼も行っておりません。K P M G F A Sによる当社株式の株式価値の算定は、2020年1月30日までの情報及び経済条件等を反映したものであり、K P M G F A SがD C F法による評価に使用した当社の事業計画については、当社の経営陣により当該基準日時点で得られる最善の予測と判断に基づき合理的に作成されたことを前提としております。ただし、K P M G F A Sは、算定の基礎とした当社の事業計画について、複数回、当社と質疑応答を行い、その作成経緯及び当社の現状を把握した上で、それらに不合理な点がないかという限りにおいて、当社の事業計画の合理性を確認しております。

(4) 上場廃止となる見込み及びその事由

当社株式は、本書提出日現在、東京証券取引所市場第二部に上場されていますが、公開買付者は本公開買付けにおいて買付予定数に上限を設定していないため、本公開買付けの結果次第では、東京証券取引所の上場廃止基準に従い、当社株式は、所定の手続を経て上場廃止となる可能性があります。また、本公開買付けの成立時点では当該基準に該当しない場合でも、本公開買付けの成立後に、下記「(5) 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）」に記載された本スクイーズアウト手続が実行された場合には、当社株式は、上場廃止基準に該当し、所定の手続を経て上場廃止となります。なお、上場廃止後は、当社株式を東京証券取引所において取引することができなくなります。

(5) 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）

公開買付者は、上記「(2) 意見の根拠及び理由」の「 本公開買付けの概要」に記載のとおり、本公開買付けにより当社株式の全て（ただし、当社が所有する自己株式を除きます。）を取得できなかった場合には、本公開買付け成立後、以下の方法による本スクイーズアウト手続を実施することを予定しているとのことです。

具体的には、公開買付者は、本公開買付けの成立により、公開買付者の所有する当社の議決権の合計数が当社の総株主の議決権の数の90%以上となり、公開買付者が会社法（平成17年法律第86号。その後の改正を含みます。以下同じとします。）第179条第1項に規定する特別支配株主となる場合には、本公開買付けの決済の完了後速やかに、会社法第2編第2章第4節の2の規定に基づき、当社の株主（公開買付者及び当社を除きます。以下同じです。）の全員（以下「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を売り渡すことを請求（以下「株式売渡請求」といいます。）する予定とのことです。株式売渡請求においては、当社株式1株当たりの対価として、本公開買付価格と同額の金銭を売渡株主に対して交付することを定める予定とのことです。この場合、公開買付者は、その旨を当社に通知し、当社に対して株式売渡請求の承認を求めるとのことです。当社が取締役会の決議により株式売渡請求を承認した場合には、関係法令の定める手続に従い、当社の株主の個別の承諾を要することなく、公開買付者は、株式売渡請求において定めた取得日をもって、売渡株主の全員からその所有する当社株式の全部を取得します。この場合、売渡株主がそれぞれ所有していた当社株式1株当たりの対価として、公開買付者は、当該各株主に対し、本公開買付価格と同額の金銭を交付する予定とのことです。なお、当社は、公開買付者より株式売渡請求をしようとする旨及び会社法第179条の2第1項各号の事項について通知を受けた場合には、対価その他の条件が上記のとおりであることを条件として、当社取締役会にてかかる株式売渡請求を承認する予定です。

株式売渡請求に関連する少数株主の権利保護を目的とした会社法の規定として、会社法第179条の8その他の関係法令の定めに従って、当社の株主の皆様は、裁判所に対して、その所有する当社株式の売買価格の決定の申立てを行うことができる旨が定められております。なお、当該申立てがなされた場合の売買価格は、最終的に裁判所が判断することになります。

他方で、本公開買付けの成立後、公開買付者の所有する当社の議決権の合計数が当社の総株主の議決権の数の90%未満である場合には、公開買付者は、会社法第180条に基づき当社株式の併合（以下「株式併合」といいます。

す。)を行うこと及び株式併合の効力発生を条件として単元株式数の定めを廃止する旨の定款変更を行うことを付議議案に含む当社の臨時株主総会(以下「本臨時株主総会」といいます。)を開催することを、本公開買付けの決済の完了後速やかに当社に要請する予定とのことです。なお、公開買付者は、本臨時株主総会において上記各議案に賛成する予定とのことです。

本臨時株主総会において株式併合の議案が承認された場合には、株式併合がその効力を生ずる日において、当社の株主は、本臨時株主総会において承認された株式併合の割合に応じた数の当社株式を所有することとなります。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、端数が生じた当社の株主に対して、会社法第235条その他の関係法令の定める手続に従い、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当社又は公開買付者に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。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とのことです。また、当社株式の併合の割合は、本書提出日現在において未定ですが、公開買付者のみが当社株式の全て(当社が所有する自己株式を除きます。)を所有することとなるよう、本公開買付けに応募しなかった当社の株主(公開買付者及び当社を除きます。)の所有する当社株式の数が1株に満たない端数となるように決定される予定です。

株式併合に関連する少数株主の権利保護を目的とした会社法上の規定としては、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、会社法第182条の4及び第182条の5その他の関係法令の定めに従って、当社の株主(公開買付者及び当社を除きます。)は、当社に対してその所有する株式のうち1株に満たない端数となるものの全部を公正な価格で買い取ることを請求することができる旨及び裁判所に対して当社株式の価格の決定の申立てを行うことができる旨が会社法上定められています。

上記のとおり、株式併合においては、本公開買付けに応募されなかった当社の株主(公開買付者及び当社を除きます。)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ので、株式併合に反対する当社の株主(公開買付者及び当社を除きます。)は、上記申立てを行うことができることになる予定です。なお、上記申立てがなされた場合の買取価格は最終的に裁判所が判断することになります。

上記の各手続については、関係法令についての改正、施行、当局の解釈等の状況等によっては、実施の方法及び時期に変更が生じる可能性があります。ただし、その場合でも、本公開買付けに応募しなかった当社の株主(公開買付者及び当社を除きます。)に対しては、最終的に金銭を交付する方法が採用される予定であり、その場合に当該当社の株主に交付される金銭の額については、本公開買付価格に当該当社の株主が所有していた当社株式の数を乗じた価格と同一になるよう算定される予定とのことです。上記の本臨時株主総会を開催する場合、2020年5月をめどに開催されるよう当社に要請する予定とのことです。具体的な手続及びその実施時期等については、公開買付者と協議の上、決定次第、当社が速やかに公表する予定です。なお、本公開買付けは、本臨時株主総会における当社の株主の皆様への賛同を勧誘するものではありません。また、本公開買付けへの応募又は上記の各手続における税務上の取扱いについては、当社の株主の皆様が自らの責任にて税務専門家にご確認ください。

(6) 買付け等の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

公開買付者及び当社は、本公開買付けがマネジメント・バイアウト（MBO）のための本取引の一環として行われるものであり、構造的な利益相反の問題が存在すること等を踏まえ、本公開買付け価格の公正性の担保、本公開買付けの実施を決定するに至る意思決定の過程における恣意性の排除及び利益相反の回避の観点から、本公開買付けを含む本取引の公正性を担保するため、以下の措置を実施いたしました。また、以下の記載のうち、公開買付者において実施した措置に関する記載については、公開買付者から受けた説明に基づいております。

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

上記「(3) 算定に関する事項」の「算定機関の名称並びに当社及び公開買付者との関係」に記載のとおり、当社は、本公開買付けに関する意見を決定するにあたり、当社及び公開買付者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KPMG FASに対して、当社の株式価値の算定を依頼しました。KPMG FASは、本公開買付けにおける算定手法を検討した結果、市場株価平均法及びDCF法の各手法を用いて当社株式の株式価値の算定を行い、当社は当社株式価値算定書を取得いたしました。なお、当社は、KPMG FASから本公開買付け価格の公正性に関する意見書（フェアネス・オピニオン）を取得していません。

また、KPMG FASは、応募合意株主、当社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、重要な利害関係を有していません。本特別委員会は、当社取締役会が選任した第三者算定機関につき、独立性及び専門性に問題がないことから、当社の第三者算定機関として承認し、本特別委員会としても必要に応じて専門的助言を受けることができることを、第一回の本特別委員会において確認しております。KPMG FASは、本取引の成否にかかわらず、KPMG FAS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のサービスに対する固定額の報酬を受領する予定です。

当社における独立した特別委員会の設置及び特別委員会からの答申書の取得

当社は、本公開買付けを含む本取引に係る当社の意思決定の恣意性を排除し、意思決定過程の公正性、透明性及び客観性を確保することを目的として、2019年11月13日、応募合意株主、当社及び公開買付者との間に利害関係を有しない、当社社外取締役兼独立役員であり監査等委員でもある小林千春氏（弁護士）及び中川正茂氏（公認会計士）並びに当社及び公開買付者から独立性が高い社外有識者であり、M&A取引を含めた企業法務に関する知見が豊富な岩本文男氏（弁護士、弁護士法人淀屋橋・山上合同）の3名から構成される本特別委員会を設置いたしました。なお、本特別委員会の委員は、その設置当初から変更しておらず、本特別委員会の互選により、本特別委員会の委員長として小林千春氏を選定しております。本特別委員会の委員の報酬は、委員会の業務に係る稼働時間を基準に算出された金額とする予定であり、成功報酬は採用していません。また、当社は、本特別委員会の設置に際し、本特別委員会が取引条件を妥当でないとして判断した場合には本公開買付けに賛同しないことを取締役会においてあらかじめ決定しております。

当社は、本特別委員会に対し、()本取引について当社取締役会が賛同するべきか否か、及び、当社の株主に対して本公開買付けへの応募を推奨するべきか否かを検討し、当社取締役会に勧告を行うこと、()当社取締役会における本取引についての決定が、当社の少数株主にとって不利益なものでないかを検討し、当社取締役会に意見を述べること、また、これらの検討に際しては、当社の企業価値の向上に資するかという観点から、本取引の是非について検討・判断するとともに、当社の一般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検討・判断すること（以下、これらを総称して「本諮問事項」といいます。）を諮問し、これらの点についての答申を当社に提出することを囑託いたしました。

本特別委員会は、2019年11月27日より2020年1月28日までの間に合計7回開催され、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、まず、第一回の本特別委員会において、当社が選任した第三者算定機関及びリーガル・アドバイザーにつき、いずれも独立性及び専門性に問題がないことから、それぞれを当社の第三者算定機関及びリーガル・アドバイザーとして承認し、本特別委員会としても必要に応じて専門的助言を受けることができることを確認するとともに、公開買付者との交渉過程への関与方針として、直接の交渉は当社のファイナンシャル・アドバイザーであるKPMG FASが当社の窓口として行うこととしつつ、交渉担当者から適時に状況の報告を受け、重要な局面で意見を述べ、指示や要請を行うこと等により、取引条件に関する交渉過程に実質的に関与することができることを確認しております。その上で、本特別委員会は、本取引の目的、本取引に至る背景、本取引についての考え方、当社の事業内容、業績・財務状況及び事業計画、本取引によって生ずることが見込まれる企業価値向上の具体的内容並びに本取引に替わる施策の可能性を含めての本取引を前提としない場合の企業継続に関する見通しについて当社から説明を受けるとともに、これらに関する質疑応答を行い、公開買付者との交渉の各局面においては、当社に対して意見表明や助言を行いました。また、本特別委員会は、公開買付者から、本取引の目的、本取引によって生ずることが見込まれる企業価値向上の具体的内容、本取引後の経営方針、本取引の諸条件、本取引以外の施策による企業価値向上の可能性についての考え方等について説明を受けるとともに、質疑応答を行いました。さらに、本特別委員会は、KPMG FASから、本取引の条件等に

ついでに交渉経緯及び当社の株式価値算定についての説明を受けるとともに、北浜法律事務所から、本取引の手續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の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、これらに関しても質疑応答を行っております。

以上の経緯で、本特別委員会は、本諮問事項について慎重に協議及び検討を重ねた結果、2020年1月31日、当社取締役会に対し、本諮問事項につき大要以下を内容とする本答申書を提出しております。

() 本取引の目的の正当性・合理性

当社は、少子高齢化等に伴う市場規模の縮小や異業種の参入等による競争環境の激化という経営課題に直面しているところ、そうした経営課題を克服し、中長期的かつ安定的な収益構造を構築するために上記「(2) 意見の根拠」の「 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」の()乃至()の各施策を実施する必要があるとする点について、特段不合理な点は見受けられない。

他方で、上記各施策を実行するためには、多額の初期投資や継続的な投資が必要となることから、そうした投資によって、キャッシュ・フローの悪化等による財務状況の悪化を招来するリスクも想定されるところである。そのため、当社が上場を維持したまま上記各施策を実行した場合には、資本市場から十分な評価が得られない可能性があり、その結果、株価の下落を招き、株主に対して多大な悪影響を与えてしまう可能性は否定できない。さらに、現在の当社の株価水準を踏まえると、株価がさらに下落した場合、当社株式の月間平均時価総額又は月末時価総額が有価証券上場規定第601条第1項第4号a本文に定める額(10億円)未満となり、東京証券取引所本則市場の上場廃止基準に抵触する可能性もある。

したがって、株主に対して発生する可能性がある上記の悪影響を回避しつつ、抜本的かつ機動的な経営戦略を実践し中長期的な視点から当社の企業価値を向上させるためには、MBOの手法により当社を非公開化することに合理性は認められる。

加えて、株式の非公開化を行った場合には、当社において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、当該コスト削減により経営資源のさらなる有効活用を図ることも可能になる。

以上のとおり、本取引は、当社の企業価値を向上させるものであり、目的において正当であり、合理性があると判断する。

() 本取引に係る取引条件の公正性・妥当性

(a) 当社は、取引条件の決定に至る過程において、当社及び公開買付者から独立し、M&A等について高度の専門性を有する、北浜法律事務所及びKPMG FASから助言を受けて、かつ、重要な局面においては、本特別委員会の意見や助言を受けながら、KPMG FASを通じて、公開買付者の選任したファイナンシャル・アドバイザーであるみずほ証券株式会社と交渉していること等からすると、本取引の条件に関する交渉過程は、独立した当事者間の交渉と認められる公正なものであり、企業価値を高めつつ一般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て合理的な努力が行われる状況を確保できていたものと判断する。

(b) KPMG FASの株式価値算定の手法の選定に不合理な点は見受けられない。KPMG FASがDCF法で採用した事業計画は当社が単独で策定したものであり、その過程において公開買付者関係者の関与や、本取引の実現を企図しての意図的な操作等がなされた形跡は確認できず、事業計画における損益計算書の各科目の前提条件に特段の不合理は認められず、達成可能性があるものであって、過度に保守的なものでもない。その他KPMG FASによる株式価値算定の内容、その前提とされた財務予測や前提条件等について、不合理な点は認められず、適切なものと判断する。

(c) 本公開買付価格(1,720円)は、KPMG FASのDCF法による株式価値のレンジの中央値を上回っており、KPMG FASの市場株価法による上限価格1,274円に対して35.01%、本公開買付けの公表日の前営業日である2020年1月30日の東京証券取引所市場第二部における当社株式の普通取引終値の1,272円に対して35.22%、直近1ヶ月間の普通取引終値の単純平均値1,274円に対して35.01%、直近3ヶ月間の普通取引終値の単純平均値1,273円に対して35.11%、直近6ヶ月間の普通取引終値の単純平均値1,265円に対して35.97%のプレミアムを加えた金額であり、近年における他のMBO案件におけるプレミアム水準と比較しても遜色のない水準であるということができ、本スクイーズアウト手続で交付される金銭の額も本公開買付価格と同一となるように算定される予定であると公開買付者が提案していること等を併せ考えると、本公開買付価格は妥当な水準である。

(d) 上記「(5) 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)」の本スクイーズアウト手続の方法等からすると、当社の一般株主にとり、本公開買付けに応募しなくとも、本公開買付けに応募した場合と等しい経済的価値が保障されると考えられ、本公開買付けに応募するよう不当な圧力が課されることにはならないと認められる。また、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。)は30営業日とされており、法令に定められた最短期間である20営業日に比較すると相応に長い期間であって、一般株主に十分な判断機会が確保されていると考えられる。加えて、公開買付者と当社は、

当社において公開買付者以外の者（以下「対抗的買収提案者」といいます。）と接触することを禁止する等の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をしていないことも確認できている。

(e) 以上のとおり、本公開買付価格を含め、本取引の条件については、妥当性が認められ、取引条件決定の過程についても公正な手続がとられているものと判断する。

() 本取引に係る手続（交渉過程及び意思決定に至る過程を含む。）の公正性

(a) 当社は、公開買付者及び当社から独立した K P M G F A S 及び北浜法律事務所をそれぞれ財務アドバイザー及び法務アドバイザーに選任した上、これらのアドバイザーから助言等を受けるとともに、公開買付者及び当社から独立した第三者算定機関として K P M G F A S に株式価値の算定を依頼し、提出された当社株式価値算定書を踏まえて、本取引の一連の手続の公正性を図るべく慎重な検討をしていること、(b) 当社は、本特別委員会を設置するに際し、本特別委員会が取引条件を妥当でないと判断した場合には本公開買付けに賛同しないことを取締役会においてあらかじめ決定しており、その上で、本特別委員会は、買収者との交渉を担当する K P M G F A S との間で、交渉についての方針を確認し、交渉状況の報告を受け、本公開買付価格の決定などの重要な局面で、意見を述べ、指示や要請を行い、その結果、公開買付者からは、当初の提案よりも公開買付価格を引上げる提案がなされるなどしていることを考えると、本特別委員会が取引条件に関する交渉過程に実質的に影響を与えうる状況が確保されていたと評価できること、(c) 当社の取締役会における意思決定においても公開買付者との利益相反の疑いを回避し、公正性を担保するための配慮をしていること、(d) 公開買付者は、いわゆるマジョリティ・オブ・マイノリティ条件を設定しているといえること等とを考慮すると、本取引に係る手続には公正性が認められると判断する。

() 本取引及び本取引に対して賛同の意見表明を行うことについての決定が当社の少数株主にとって不利益であるか否か

上記()乃至()を総合考慮すると、本取引は、本公開買付け及びその後予定されている本スクイーズアウト手続を通じて、取引条件の公正性、妥当性が確保されており、本取引及び本取引に対して賛同の意見表明を行うこと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はないと考える。

() 本公開買付けに対して当社取締役会が賛同意見を表明すること、当社の株主に対して本公開買付けへの応募を推奨することの是非

上記()乃至()を考慮すると、当社取締役会が本公開買付けに対して賛同意見を表明すること、当社の株主に対して本公開買付けへの応募を推奨することは妥当であると考えられる。

当社における独立した法律事務所からの助言

当社は、当社取締役会の意思決定の公正性及び適正性を担保するために、リーガル・アドバイザーとして北浜法律事務所を選任し、本特別委員会の委員の選定方法、本公開買付け及びその後の一連の手続に対する当社取締役会の意思決定の方法及び過程その他の意思決定にあたっての留意点に関する法的助言を受けております。

なお、北浜法律事務所は、当社及び公開買付者から独立しており、応募合意株主、当社及び公開買付者との間に重要な利害関係を有しておりません。特別委員会は、当社取締役会が選任したリーガル・アドバイザーにつき、独立性及び専門性に問題がないことから、当社のリーガル・アドバイザーとして承認し、本特別委員会としても必要に応じて専門的助言を受けることができることを、第一回の本特別委員会において確認しております。

当社における利害関係を有しない取締役全員の承認

当社は、北浜法律事務所から得た法的助言、当社株式価値算定書の内容、本特別委員会から入手した本答申書、公開買付者との間で実施した複数回に亘る継続的な協議の内容及びその他の関連資料を踏まえ、公開買付者による本公開買付けに関する諸条件の内容について慎重に協議・検討を行った結果、上記「(2) 意見の根拠及び理由」の「当社が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、2020年1月31日開催の当社取締役会において、審議及び決議に参加した当社の取締役（西村昌史氏、鈴木龍彦氏及び斎藤典子氏を除く取締役3名）の全員一致で、本公開買付けに賛同する旨の意見を表明するとともに、当社株式について本公開買付けに応募することを推奨することを決議しております。

なお、上記の当社取締役会においては、当社の取締役6名のうち、()代表取締役社長兼社長執行役員営業本部長である西村昌史氏は、公開買付者の株主であり、公開買付者の代表取締役を兼任していること及び本取引後も継続して当社の代表取締役としてその経営にあたることを予定しており、本取引に関して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、上記取締役会を含む本取引に係る取締役会の審議及び決議には参加しておらず、かつ、当社の立場で本取引の協議及び交渉に参加していません。

加えて、()鈴木龍彦氏については、応募予定株主であるヤマハミュージックジャンルの従業員の地位を有しており、また()斎藤典子氏については、同社の出身者であるため、いずれも利益相反の疑いを回避する観点か

ら、上記取締役会を含む本取引に係る取締役会の審議及び決議には参加しておらず、かつ、当社の立場で本取引の協議及び交渉に参加しておりません。

本公開買付けの公正性を担保する客観的状況の確保

公開買付者は、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。このように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けの公正性を担保することを企図しているとのことです。

また、公開買付者と当社は、当社が対抗的買収提案者と接触等を行う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。

マジョリティ・オブ・マイノリティに相当する買付予定数の下限の設定

公開買付者は、本公開買付けにおいて、買付予定数の下限を558,795株（所有割合：67.95%）と設定しており、応募株券等の数の合計が買付予定数の下限（558,795株）に満たない場合には、応募株券等の全部の買付け等を行わないとのことです。なお、買付予定数の下限である558,795株（所有割合：67.95%）は、当社第3四半期決算短信に記載された2019年12月31日現在の発行済株式総数（827,250株）から、同日現在の当社が所有する自己株式数（4,937株）及び応募合意株式数（295,276株）を控除した株式数（527,037株）の過半数に相当する株式数（263,519株、所有割合：32.05%。これは、公開買付者と利害関係を有さない当社の株主の皆様が所有する当社株式の数の過半数、すなわち、いわゆる「マジョリティ・オブ・マイノリティ（majority of minority）」に相当する数にあたります。）に、応募合意株式数（295,276株）を加算した株式数（558,795株）となります。これにより、当社の少数株主の皆様を重視して、公開買付者の利害関係者以外の株主の皆様を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ているとのことです。

4【役員が所有する株券等の数及び当該株券等に係る議決権の数】

氏名	役職名	所有株式数（株）	議決権の数（個）
西村 昌史	取締役社長兼社長執行役員営業本部長	5,764	57
山根 篤	取締役兼執行役員経営管理部長	3,806	38
鈴木 龍彦	取締役	-	-
斎藤 典子	取締役兼常勤監査等委員	1,351	13
中川 正茂	取締役兼監査等委員	4,590	45
小林 千春	取締役兼監査等委員	3,299	32

（注1） 役職名、所有株式数及び議決権数は本書提出日現在のもの（ただし、当社役員持株会を通じた所有株式数及びそれに係る議決権の数については2019年12月31日現在のもの）です。

（注2） 取締役鈴木龍彦、中川正茂、小林千春の各氏は、社外取締役であります。

（注3） 所有株式数及び議決権の数には、それぞれ当社役員持株会を通じた所有株式数（小数点以下切捨て）及びそれに係る議決権の数を含めております。

- 5 【公開買付者又はその特別関係者による利益供与の内容】
該当事項はありません。
- 6 【会社の支配に関する基本方針に係る対応方針】
該当事項はありません。
- 7 【公開買付者に対する質問】
該当事項はありません。
- 8 【公開買付期間の延長請求】
該当事項はありません。