



2020年3月26日

各位

会社名 株式会社 J E U G I A  
代表者名 代表取締役社長兼  
社長執行役員営業本部長 西村 昌史  
(コード番号 9826 東証第二部)  
問合せ先 取締役兼  
執行役員経営管理部長 山根 篤  
(TEL 075-255-1566)

### **cross road株式会社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**

2020年3月18日付当社プレスリリース「cross road株式会社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、その他の関係会社及び主要株主である筆頭株主の異動に関するお知らせ」にてお知らせいたしましたとおり、cross road株式会社(以下「cross road」といいます。)は、2020年2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、2020年3月25日(本公開買付けの決済の開始日)をもって、当社株式765,834株(当社の総株主の議決権に対するcross roadの所有する当社株式の議決権の割合(以下「議決権所有割合」といいます。(注))にして93.13%(少数点以下第三位を四捨五入))を所有するに至り、cross road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。)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、cross roadより、同社が、当社の議決権数の90%以上を所有するに至ったことから、当社が2020年1月31日付で公表いたしました「MBOの実施及び応募の推奨に関するお知らせ」(以下「本意見表明プレスリリース」といいます。)の「3.本公開買付けに関する意見の内容、根拠及び理由」の「(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。)を取得し、当社をcross roadの完全子会社と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、会社法第179条第1項に基づき、当社の株主(cross road及び当社を除きます。以下「本売渡株主」といいます。)の全員に対し、その所有する当社株式(以下「本売渡株式」といいます。)の全部をcross roadに売り渡す旨の請求(以下「本売渡請求」といいます。)を行う旨の通知を本日付で受領いたしました。これを受け、当社取締役会は、本日、本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になり、本日から2020年4月14日まで整理銘柄に指定された後、同年4月15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市場第二部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2020年1月31日に公表した「2020年3月期 第3四半期決算短信〔日本基準〕（連結）（以下「当社第3四半期決算短信」といいます。）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)を控除した株式数に係る議決権の数(8,223個)を分母として計算し、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です。

## 1. 本売渡請求の概要

### (1) 特別支配株主の概要

(1) 名称	cross road株式会社	
(2) 所在地	京都市中京区三条通寺町東入石橋町11番地	
(3) 代表者の役職・氏名	代表取締役社長 西村昌史	
(4) 事業内容	株式保有による事業活動の支配管理	
(5) 資本金	500,000円	
(6) 設立年月日	2019年12月6日	
(7) 大株主及び持株比率	西村 昌史 100%	
(8) 当社とcross roadの関係	資本関係	cross roadと当社との間には、記載すべき資本関係はありません。なお、cross roadの代表取締役である西村昌史氏は、当社株式を合計5,310株（所有割合（注）0.65%）所有しております。
	人的関係	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、cross roadの代表取締役を兼務しております。
	取引関係	当該事項はありません。
	関連当事者への該当状況	cross roadは、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議決権の全部を所有しており、当社の関連当事者に該当します。

（注）「所有割合」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)を控除した株式数(822,313株)を分母として計算し、小数点以下第三位を四捨五入しております。以下、所有割合の記載について同じです。

### (2) 本売渡請求の日程

売 渡 請 求 日	2020年3月26日（木）
当社の取締役会決議日	2020年3月26日（木）
売 買 最 終 日	2020年4月14日（火）
上 場 廃 止 日	2020年4月15日（水）
取 得 日	2020年4月17日（金）

### (3) 売渡対価

普通株式1株につき金1,720円

## 2. 本売渡請求の内容

当社は、2020年3月26日付で、本株式売渡請求をする旨の通知を受領いたしました。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、同項第3号）

crossroadは、本売渡株主に対し、本売渡株式の対価（以下「本売渡対価」といいます。）として、その有する本売渡株式1株につき1,720円の割合をもって金銭を割当交付いたします。

### (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）

2020年4月17日

### (5) 本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）

crossroadは、本売渡対価を、crossroadが保有する手元現預金により本売渡対価を支払うことを予定しております。

### (6) その他の本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）

本売渡対価は、取得日以降合理的な期間内に、取得日の前日の最終の当社の株主名簿に記載又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（本売渡対価の交付についてcrossroad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売渡対価を支払うものとします。

## 3. 本売渡請求に対する承認に関する判断の根拠及び理由

### (1) 承認に関する判断の根拠及び理由

本売渡請求は、本取引の一環として行われるものであり、本売渡対価は、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「③ 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、cross roadとの間において、本取引について、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、複数回にわたり協議・検討を重ねてまいりました。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、cross roadは、協議・交渉の過程において、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、(i) 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、(ii) カルチャー事業部門における積極的投資、(iii) 若手社員育成の強化、(iv) IT技術を活用した顧客対応等のオペレーションの強化、(v) 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えております。

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・バイアウト（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、cross road、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えております。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、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。

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、(i) 本公開買付価格が、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「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」に記載されている株式会社KPMG FAS（以下「KPMG FAS」といいます。）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、(ii) 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、(iii) 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、(iv) 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cross road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KPMG FASによる当社株式の株式価値に係る算定結果の内容や当社が設置した特別委員会（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、「(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。）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、本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。

その後、当社は、2020年3月18日、cross roadより、本公開買付けの結果について、当社株式765,834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、2020年3月25日(本公開買付けの決済の開始日)付で、cross roadの有する当社株式の議決権所有割合は93.13%となり、cross road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、cross roadより、本日付で、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「(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)」に記載のとおり、本取引の一環として、本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、当社取締役会は、(i)本売渡請求は本取引の一環として行われるものであるところ、当社は、上記のとおり、本取引を行うことが当社の企業価値向上に資するとの判断に至っており、当該判断を変更すべき特段の事情が見受けられないこと、(ii)本売渡株式1株につき金1,720円という本売渡対価は、本公開買付価格と同一の価格であること及び下記「(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から、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考えられること、(iii) cross roadは、本売渡対価を、株式会社みずほ銀行からの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cross road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。)により調達した手元現預金により支払うことを予定しており、当社としても、本銀行融資に係る株式会社みずほ銀行作成の融資証明書及び本優先株出資に係るみずほ事業承継ファンド投資事業有限責任組合作成の出資証明書によりcross roadによる資金確保の方法を確認していること、また、cross roadによれば、本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、cross roadによる本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、本売渡対価の交付の見込みがあると考えられること、(iv)本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、本売渡請求は、本売渡株主の利益に配慮したものであり、本売渡請求の条件等は適正であると判断し、本日、cross roadからの通知のとおり、本売渡請求を承認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、(i)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、cross roadの株主であり、cross road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りません。

加えて、(ii)鈴木龍彦氏については、応募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(iii)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。

(2) 算定に関する事項

本売渡請求は、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として行われるものであり、本売渡対価は本公開買付価格と同一の価格であることから、当社は、本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いません。

(3) 上場廃止となる見込み及びその理由

当社株式は、本日現在、東京証券取引所市場第二部に上場しておりますが、本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になり、本日から2020年4月14日まで整理銘柄に指定された後、同月15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市場第二部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

本売渡請求は、本取引において、本公開買付け後の二段階目の手続として本売渡対価を本公開買付価格と同一の価格に設定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) 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」に記載のとおり、当社及びcross roadは、本取引の公正性を担保する観点から、以下の①から⑥の各措置を実施いたしました。以下の記載のうちcross roadにおいて実施した措置等については、cross road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決定するにあたり、当社及びcross road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cross road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。

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す。

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値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おりません。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日に公表しました「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

KPMG FAS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KPMG FAS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、KPMG FAS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らず、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。KPMG FAS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、KPMG FASがDCF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、KPMG FAS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。

② 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cross road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cross road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おりません。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、（i）本取引について当社取締役会が賛同すべきか否か、及び、当社の株主に対して本公開買付けへの応募を推奨すべきか否かを検討し、当社取締役会に勧告を行うこと、（ii）当社取締役会における本取引についての決定が、当社の少数株主にとって不利益なものでないかを検討し、当社取締役会に意見を述べること、また、これらの検討に際しては、①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、②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、cross road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、cross road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、cross road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ての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日付で、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の提出を受けております。

(i) 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(i)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、(ii)カルチャー事業部門における積極的投資、(iii)若手社員育成の強化、(iv)IT技術を活用した顧客対応等のオペレーションの強化、(v)Eコマースへの対応等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市場規定第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。

(ii) 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cross road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、cross road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認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cross road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「(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)」に記載の当社の株主をcross roadのみとするための一連の手続(以下「本スクイーズアウト手続」といいます。)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cross road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) 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、cross roadと当社は、当社においてcross road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。

(iii) 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、cross road及び当社から独立したKPMG FAS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、cross road及び当社から独立した第三者算定機関としてKPMG FAS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、本取引の一連の手續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KPMG FAS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、本公開買付け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、cross roadからは、当初の提案よりも公開買付け価格を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cross road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) cross road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うことができると等と考慮すると、本取引に係る手續には公正性が認められると判断する。

(iv) 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(i)乃至(iii)を総合考慮すると、本取引は、本公開買付け及びその後に予定されている本スクイズアウト手續を通じて、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。

(v) 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(i)乃至(iv)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。

### ③ 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續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cross roadから独立しており、応募合意株主、当社及びcross road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られることを、第一回の本特別委員会において確認しております。

#### ④ 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、cross road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、cross road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、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「③ 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、(i) 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、cross roadの株主であり、cross road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おりません。

加えて、(ii) 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(iii) 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。

#### ⑤ 本公開買付けの公正性を担保する客観的状況の確保

cross road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、当社の株主の皆様が本公開買付けに対する応募について適切な判断機会を確保するとともに、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、cross road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。

#### ⑥ 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

cross road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、cross road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の意思を重視して、cross roadの利害関係者以外の株主の皆様の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. 今後の見通し

本売渡請求に対する当社の承認の決定後における当社の経営体制の予定、方針・計画等につきましては、今後、当社及びcross roadの両者の間で協議・検討する予定です。

#### 5. 支配株主との取引等に関する事項

cross roadは、当社の支配株主(親会社)であるため、本公開買付けを含む本取引は、当社にとって支配株主との取引等に該当します。

##### (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

当社は、2019年11月29日付のコーポレート・ガバナンス報告書において、「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」は定めておりませんが、支配株主との取引等を行う際には、必要に応じて弁護士や第三者機関等の助言を得るなど、その取引内容及び条件の公正性を担保するための措置を講ずるとともに、取締役会において慎重に審議の上決定することとし、少数株主の利益を害することの無いよう適切な対応を行うことを方針としております。

本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. 本売渡請求に対する承認に関する判断の根拠及び理由」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、その公正性を担保し、利益相反を回避するための措置を講じており、当社取締役会は、かかる対応は上記方針に適合していると考えております。

##### (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. 本売渡請求に対する承認に関する判断の根拠及び理由」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) 当該取引等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、2020年1月31日付で、特別委員会より、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ことを内容とする本答申書の提出を受けております。詳細は、上記「3. 本売渡請求に対する承認に関する判断の根拠及び理由」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「② 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。

以上