

## 【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】	平成30年 9月 3日
【報告者の名称】	株式会社桑山
【報告者の所在地】	東京都台東区東上野二丁目23番21号
【最寄りの連絡場所】	東京都台東区東上野二丁目23番21号
【電話番号】	03(3835)7231(代表)
【事務連絡者氏名】	取締役管理本部長 佐伯 仁
【縦覧に供する場所】	株式会社桑山 (東京都台東区東上野二丁目23番21号) 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、株式会社桑山をいいます。

(注2) 本書中の「公開買付者」とは、有限会社山洋をいいます。

(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6) 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。

## 1【公開買付者の氏名又は名称及び住所又は所在地】

名称 有限会社山洋  
所在地 東京都文京区千駄木三丁目5番3号

## 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、平成30年8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、いわゆるマネジメント・バイアウト(MBO)(注)の一環として行われる公開買付けによる当社の発行済普通株式(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。)に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。

なお、上記取締役会決議は、下記「(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」の「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」に記載の方法により決議されております。

(注) 「マネジメント・バイアウト(MBO)」とは、一般に、買収対象会社の経営陣が、買収資金の全部又は一部を出資して、買収対象会社の事業の継続を前提として買収対象会社の株式を取得する取引をいいます。

### (2) 意見の根拠及び理由

本「(2) 意見の根拠及び理由」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おります。

#### (ア) 本公開買付けの概要

公開買付者は、資産管理業務等を主たる目的として、昭和61年5月に設立された有限会社であり、本書提出日現在、当社の代表取締役会長かつ主要株主であり公開買付者の取締役である桑山征洋氏及び桑山征洋氏の配偶者であり公開買付者の代表取締役である桑山みき子氏、並びに当社の代表取締役社長であり桑山征洋氏と桑山みき子氏の長男である桑山貴洋氏及びその親族がその発行済株式の全部を所有しております。公開買付者は、本書提出日現在、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。)が開設するJASDAQスタンダード市場(以下「JASDAQ市場」といいます。)に上場している当社株式3,353,200株(所有割合: 33.34%)を所有する当社の主要株主である筆頭株主であります。

今般、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、本公開買付けは、いわゆるマネジメント・バイアウト(MBO)に該当し、当社の代表取締役会長である桑山征洋氏及び当社の代表取締役社長である桑山貴洋氏は、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。

本公開買付けに際し、公開買付者は、桑山征洋氏(所有株式数: 1,301,862株、所有割合: 12.95%)、桑山みき子氏(所有株式数: 429,308株、所有割合: 4.27%)及び桑山貴洋氏(所有株式数: 471,519株、所有割合: 4.69%)(以下、総称して「応募予定株主」といいます。)との間で、平成30年8月31日付で、それぞれの所有する当社株式の全て(所有株式数の合計: 2,202,689株、所有割合の合計: 21.90%)について、本公開買付けに応募する旨を合意しているとのことです。なお、桑山征洋氏及び桑山貴洋氏は、当社の役員持株会の会員であり、役員持株会を通じた持分としてそれぞれ1,898株(小数点以下切捨て、所有割合: 0.02%)、1,913株(小数点以下切捨て、所有割合: 0.02%)に相当する当社株式を間接的に所有しており、桑山征洋氏及び桑山貴洋氏が所有する当社株式数1,301,862株及び471,519株には、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が含まれております。当該合意の詳細につきましては、下記「(7) 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。

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3,351,300株(所有割合: 33.32%)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3,351,300株は、当社第1四半期報告書に記載された平成30年6月30日現在の当社の発行済株式総数(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)の3分の2に相当する株式数に1単元(100株)未満に係る数を切り上げた株式数(6,704,500株)から、公開買付者が所有する当社株式数(3,353,200株)を控除した株式数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いるため、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（3,351,300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「(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。

(イ) 本公開買付けを実施するに至った背景、目的及び意思決定の過程並びに本公開買付け後の経営方針  
本公開買付けの背景等

当社は、昭和39年4月に創業者である桑山征洋氏が東京都墨田区にて主に貴金属チェーンを扱う桑山鎖を創業後、昭和45年4月にその前身である株式会社桑山貴金属鎖として設立されました。平成7年3月には株式を日本証券業協会の店頭売買有価証券として登録し、平成12年8月に現在の社名である株式会社桑山へ商号変更を行い、平成16年12月に株式会社ジャスダック証券取引所に株式を上場いたしました。その後、各証券取引所の統合に伴い、平成25年7月から東京証券取引所のJASDAQ市場に株式を上場しております。

当社グループは、当社並びに子会社14社（連結子会社9社、非連結子会社5社）及び持分法非適用関連会社1社の合計16社で構成され、人々の生活に豊かな彩りを添えるジュエリーの企画製造に携わる企業として、「心と夢を、輝きてむすぶ」というコーポレートメッセージの下、企業理念として「誠実を礎として、創造性豊かな製品の提供を通じ、人々の生活に輝きと潤いを届けます」を掲げ、総合ジュエリーメーカーとして各種宝飾品の製造・加工及び販売等を主たる事業の目的とし、さらに各事業に関する研究・調査及びサービス業の事業活動を展開しております。

当社グループのこれまでの事業展開としては、まず、当社が創業事業として貴金属チェーンの製造を行い、今日の事業基盤を構築いたしました。当社が製造する貴金属チェーンは日本市場において約30%～33%のシェア（注1）を有し、現在においても当社グループの根幹の事業であります。当社は、貴金属チェーンの次に、鑄造製品（注2）、鍛造製品（注3）と商品バリエーションを拡充し、その業容を拡大してまいりました。それらに、ダイヤモンドや真珠の素材販売が加わり、現在の総合ジュエリーメーカーとしての体制に至っております。このような中で、国内においては、平成16年9月に宝飾品卸売業を行う株式会社エヌジェーを株式取得によって、平成28年1月には西日本を中心に宝飾品卸売業を展開していた株式会社白光を事業譲受によって、それぞれグループ傘下に入れ、製造にとどまらず卸売の分野へと進出し、その体制を拡充しました。また、海外においては、平成7年4月にダイヤモンドの調達を行う現地法人をベルギーに設立し、平成30年1月には香港現地法人を、海外事業を統括するKuwayama International Co.,Ltd（以下「桑山インターナショナル」といいます。）として体制を変更するなど、グローバルな体制を構築しました。近時、成長が鈍化している国内から、成長著しい中国・アジアへ需要がシフトする中で、平成24年から平成25年に亘って、中国江蘇省の無錫工場に大規模な設備投資を行い、平成26年12月にタイ工場を増床し、平成27年9月には中国広東省の広州に中国第2工場を立ち上げるなど、経営資源の投入も行ってまいりました。結果として、製造部門では、基幹工場である富山工場に加え、タイ、中国の無錫、広州の4工場体制を確立し、当社グループに多種多様な製品を供給しております。

また、当社は、国内外のジュエリーデザインアワードで数々の賞を受賞しております。なかでも、平成29年3月に、International Jewellery Design Excellence Awardにおいて、当社の作品「Rhythm」がChampion of the Championsという最高賞を受賞しました。この作品は、ジュエリー業界では前例がない3D技術を駆使した作品で、当社のデザイン力、技術力が高く評価されたものと考えております。

(注1) 「2018年版宝石・貴金属市場年鑑（市場分析編）」（出典：株式会社矢野経済研究所）の宝飾卸・メーカーシェア（408頁）をベースに推計した市場シェア。

(注2) 「鑄造製品」とは、ロストワックス鑄造（lost-wax casting）によって製造される製品を指し、「ロストワックス鑄造（lost-wax casting）」とは、ワックスを利用した鑄造方法の一種で、ワックスで原型を作り、周りを鑄砂や石膏で覆い固め、加熱により中のワックスを溶かし出して除去することによってできた空洞に、溶かした金属を流し込むことにより原型と同じ形をした鑄物を製造する手法をいう。指輪やペンダントヘッド等が代表的な鑄造製品に当たる。

(注3) 「鍛造製品」とは、金属を叩いて密度を高くする製法である鍛造によって製造される製品を指し、「鑄造製品」とは強度に大きな違いがある。変形に強く耐久性のある製品が作れるが、硬度がある分加工が困難で複雑なデザインは難しい。鍛造指輪が代表的な鍛造製品に当たる。

当社グループは、( )総合ジュエリーメーカーとしての堅固な経営基盤を確立すること、( )国際化に対応するため、よりグローバルな視点で事業を展開すること、( )新しいトレンドを創造する提案型のジュエリービジネスを展開することの3つの方向性を中長期的な経営戦略としております。

一方、当社グループを取り巻く事業環境においては、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では約3兆円を超えておりましたが、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、市場規模の縮小は余儀なくされました。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き、直近10年間では国内宝飾品市場の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まで縮小いたしました。国内では平成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で、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や平成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ますが、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おります。また、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では、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。

このような環境認識の下、当社は、主要取引先と協働での年間開発計画の策定に注力し、受注予定管理の精緻化と納期短縮を図るため、営業・製造間の緊密な連携と、当社グループ4工場の生産管理の一元化による生産能力の最適化を推進しております。また、国内市場では、「クオリティ・ファースト」を土台として競争力を高め、ジュエリー製造において国内で優位的な地位をさらに固めるため、取引先ニーズに応える迅速な新製品の開発に向けて、営業・製造の開発チームを統合する組織変更を実施しております。海外市場では、桑山インターナショナルの体制の充実を図るため、現地での多様な人材の発掘・採用を進め、市場動向の把握から商品の開発提案、製造販売に至る現地化したビジネスモデルを確立し、取引先とのより緊密な関係の構築を目指しております。さらに、グループ事業拡大に対応して、国内外に展開するグループ会社間での緊密な連携により、スピード感のある事業の発展に努め、市場の環境変化に対するリスク軽減の視点から、在庫の縮減・効率化、徹底した与信管理にも引き続き取り組んでおります。

公開買付者は、当社が掲げる上記施策は、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、市場規模の大きな伸びは期待できず、現状の延長線上では一段の飛躍は難しいと考えているとのことです。また、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、当社株式の株価に悪影響を及ぼす等の不利益を当社の株主の皆様と与える可能性があるものと考えているに至ったとのことです。

そのため、公開買付者としては、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、上記の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るに至ったとのことであり、公開買付者は、平成30年3月下旬頃より、マネジメント・バイアウト（MBO）の手法により、当社株式を非公開化することについて具体的な検討を開始したとのことです。

公開買付者は、本取引により、当社を非公開化し、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、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と考えているとのことです。すなわち、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るべく、既存事業のポートフォリオ拡大を目標として、具体的に主に次のような施策を実施することにより、当社の新たな収益基盤の確立を図ることを考えているとのことです。

#### （ ）新規成長分野へのスピード感ある事業展開

公開買付者は、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、今後主要マーケットである国内の宝飾品市場は大きな伸びは期待できないと考えているとのことですが、地金の買取ビジネスや宝飾品リサイクルビジネスにおいては、国内消費者による過去からの宝飾品の購入蓄積は厚く、家庭等に潜在する宝飾品を含めれば、極めて魅力的なマーケットが存在しており、地金の買取ビジネスや宝飾品リサイクルビジネスは今後も有望な事業分野だと考えているとのことです。当社においては、従前、このマーケットへの参入を検討しておりましたが、上場会社であるために短期的な業績や利益を重視せざるを得ず、既存事業への投資が先行し、その黎明期において将来の成長を見込み、買取拠点の組織化、買取ビジネスに必要な人材育成、真贋機等の設備投資、地金等の価格変動リスクをヘッジする仕組みの構築、新たな販売ルートの開拓といった、大胆な経営資源の投入ができませんでした。公開買付者としては、当社の中長期的な企業価値を向上させるためには、今後も拡大が見込まれる地金の買取ビジネスや宝飾品リサイクルビジネスに加え、新規成長分野である宝飾品のリペア及び修理等の分野も含めて、総合ジュエリーメーカーとして蓄積した物づくりのノウハウを活用し、新規成長分野へのスピード感ある事業展開が可能であると考えているとのことです。

## ( ) 新しい領域への進出

当社はジュエリーの製造を事業の起源とし、現状では卸売までを展開しておりますが、消費者への直接販売は行っておらず、消費者への直接販売の際に重要なキーとなる、ブランド力に関しては課題がありました。一方、昨今ではEコマースや通信販売の拡大により、製造から卸売や小売を介さずに、直接消費者へという新しい販売チャンネルが確立されてまいりました。消費者と製造者の距離が急速に縮まっていく中、公開買付者としては、現状の製造卸にとどまることなく、独自のブランドを持ちEコマースや通信販売等により、直接消費者への販売を行なうことも重要な選択肢として考えているとのことです。なお、独自のブランドを立ち上げ、消費者に浸透させるためには、ブランド構築に向けた消費者向けプロモーションや広告活動といった多額の先行投資が必要となり、それにより当社の収益が短期的に落ち込む可能性があるとのことです。しかし、独自のブランドで直接消費者と接することによって、消費者ニーズの変化を直に製造へフィードバック可能な体制を構築することが可能となり、消費者ニーズを反映した、より魅力的でより良い製品作りに活かせるとともに、商流を変えることにより、低水準にとどまっている当社の利益率の改善につなげることができると考えているとのことです。

また、公開買付者は、当社のダイヤモンドを素材とした宝飾品市場において、天然ダイヤモンドとの価格差や海外での合成ダイヤモンド(注4)の取り扱いの広がりによって、合成ダイヤモンドを素材とした製品は宝飾品市場において無視し得ない存在になりつつあると考えているとのことです。当社におけるダイヤモンド関連宝飾事業においては、天然ダイヤモンドとの厳格な分別管理の必要性等から現状までは、天然ダイヤモンドしか取り扱っておりませんが、公開買付者としては、当社はジュエリーの製造会社であり、製品に使用する材料として合成ダイヤモンド等の新素材を取り入れた新しい製品を提供することにより、消費者への新しい価値訴求につながっていくと考えているとのことです。

(注4) 「合成ダイヤモンド」とは、地球内部で生成される天然ダイヤモンドと異なり、人工的に製造されたダイヤモンドを指し、その主な製法は、CVD(「Chemical Vapor Deposition」の略)製法とHPHT(「High Pressure and High Temperature」の略)製法に大別される。CVD製法は化学気相蒸着法とも呼ばれ、基板上に炭素をプラズマ状態に変化させ炭素原子を堆積させる製法。HPHT製法は、天然ダイヤモンドが作られるのと同様の高温高压状態を人工的に作り、その機械の中に炭素を入れてダイヤモンドを作る製法。

## ( ) 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

当社は、現在、ジュエリーを製造するにあたり、3D構造解析技術を用いて完成品の製品強度や重量、容積、最適鋳造方法等の解析を行っております。この解析はサンプル製品を製作する前に強度や重量を推定でき、最適な鋳造方法等を導き出すことで、製造期間を短縮し製造効率を画期的に向上させました。また、製品の製作に際しては、高性能な多機能旋盤等を用いて微細な貴金属加工を行っております。検査においても自動判別検査機を使った検査を一部実施しており、将来的にはAIの活用や製造機械のIoT(Internet of Things)の整備により、製造現場の自動化を進め生産性向上につなげていくことを計画しております。当社の先端的な技術への取り組みは、緒についたばかりではありますが、公開買付者としては、上述のとおり今後大きな成長が期待できない国内宝飾品市場において、ジュエリーの効率的な製造による利益率の改善を図るだけでなく、市場規模の拡大が予想される医療器具等の他分野へ応用することも模索し、ジュエリーメーカーとしての枠を超えた新しいビジネスモデルの構築が必要であると考えているとのことです。

公開買付者は、経済情勢の変化や持続的な人口減少による消費の落ち込みにより縮小傾向が続く国内宝飾品市場において、消費者ニーズやデザイントレンド等が目まぐるしく変化する中、現状の収益基盤を足場としつつも、上記の各施策を迅速に実施し、国内宝飾品市場の現在に対応する新たな収益基盤を確立することが中長期的かつ安定的な高収益企業となるために不可欠であると考えているとのことです。また、新規成長分野へスピード感ある事業展開を実現するためには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することが望ましいと考えているとのことです。

さらに、上記の施策にある新規事業への投資は、従来のビジネスモデルと異なることから、多額の初期投資が必要となり、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るとのことです。公開買付者としては、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おそれがあり、他方、かかるリスクを最小限に抑えるために、かかる施策を縮小し、先延ばしにすることは、当社の長期的な競争力・収益力を弱めることにつながる可能性があると考えているとのことです。

また、公開買付者は、当社における株式の上場を維持するために必要な費用(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)は増加していることから、株式の上場を維持するために必要なコストが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です。公開買付者としては、当社は、平成7年の日本証券業協会への店頭登録以来、知名度の向上による優れた人材の確保、社会的な信用力の向上等、上場企業として様々なメリットを享受してきたものの、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財務状況等から、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実現性は見込まれず、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ると考えているとのことです。

以上のような経緯を経て、公開買付者は、当社が上記各施策を実施するにあたっては、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ことが、当社の株主の皆様に対して発生する可能性がある上記悪影響を回避し、かつ中長期的な視点から抜本的かつ機動的な経営戦略を迅速かつ果敢に実践するために最も有効な手段であるという結論に至ったとのことであり、平成30年7月下旬、当社に、本取引の実施に向けた協議・交渉の申し入れを行いました。その後、公開買付者は、本公開買付価格（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をいいます。以下同じとします。）を含む本取引の諸条件等の検討を進め、平成30年8月7日に本公開買付価格を1株当たり775円とする当社のマネジメント・バイアウト（MBO）を正式に提案いたしました。

その後、公開買付者は、平成30年8月21日に、当社より公開買付価格の再検討の要請を受け、公開買付価格の再検討を行い、平成30年8月24日に、当社に対して公開買付価格を1株当たり790円とする旨の再提案を行うなど、当社との間で、複数回に亘り協議・交渉を続けてまいりました。かかる協議・交渉の結果を踏まえ、公開買付者は、平成30年8月31日、本取引の一環として、本公開買付価格を790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です。

#### 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、桑山征洋氏及び桑山貴洋氏は、本公開買付け終了後も継続して当社の代表取締役会長及び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「本公開買付けの背景等」に記載の経営を推進する予定とのことです。なお、公開買付者と当社のその他の取締役及び監査役との間では、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。

#### （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

当社は、上記「（イ）本公開買付けを実施するに至った背景、目的及び意思決定の過程並びに本公開買付け後の経営方針」に記載のとおり、平成30年7月下旬に公開買付者から本公開買付けを含む本取引に関する上記提案を受け、下記「(6) 本公開買付価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置」に記載のとおり、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、第三者算定機関として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。）を、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するとともに、本取引の提案を検討するための第三者委員会（当該第三者委員会の委員の構成及び具体的な活動内容等については、下記「(6) 本公開買付価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置」の「当社における第三者委員会の設置」をご参照ください。）を設置し、本取引に関する提案を検討するための体制を整備いたしました。

その後、当社は、平成30年8月7日に、公開買付者から公開買付価格を1株当たり775円とする旨の提案を受けました。当社は、公開買付者から提出された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、第三者委員会との協議も行ったうえで、山田コンサル及びアンダーソン・毛利・友常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り協議・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、平成30年8月7日に公開買付者から公開買付価格を1株当たり775円とする旨の提案を受けた後、山田コンサルから、当社株式の株式価値に係る試算結果の報告を受け、当該報告内容及び第三者委員会での検討を踏まえた上で、平成30年8月21日に、公開買付者に対し、公開買付価格の再検討を要請いたしました。その後も当社は、山田コンサルの助言を受けながら、公開買付価格について、公開買付者との間で、複数回に亘り協議・交渉を行い、その結果、公開買付者からは、平成30年8月24日に、本公開買付価格を1株当たり790円とする旨の再提案を受けました。当社は、当該再提案について、第三者委員会及び山田コンサルからさらに意見を聴取するとともに、平成30年8月30日付で山田コンサル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、下記で述べる山田コンサルによるディスカунテッド・キャッシュ・フロー法（以下「DCF法」といいます。）の算定結果のレンジの中央値を超え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、継続的に公開買付価格の交渉を行ってまいりました。

また、当社は、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、本取引に関する諸手続を含む当社取締役会の意思決定の方法及び過程その他の留意点について、必要な法的助言を受けると

もに、第三者委員会から平成30年8月30日付で答申書（以下「本答申書」といいます。）の提出を受けました（本答申書の概要及び第三者委員会の具体的な活動内容等については、下記「(6)本公開買付価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置」の「当社における第三者委員会の設置」をご参照ください。）。その上で、当社は、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受けた法的助言及び第三者算定機関である山田コンサルから取得した当社株式価値算定書の内容を踏まえつつ、第三者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・検討を行いました。

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不振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、公開買付者は、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、( )新規成長分野へのスピード感ある事業展開、( )新しい領域への進出及び( )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・パイアウト(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、( )本公開買付価格(790円)が、(a)下記「(3)算定に関する事項」に記載されている山田コンサル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、DCF法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「(6)本公開買付価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置」に記載の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、( )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、( )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公開買付者の株主であり、公開買付者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公開買付者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公開買付者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公開買付者との協議・交渉にも参加しておりません。

### (3) 算定に関する事項

当社取締役会は、公開買付者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、当社及び公開買付者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日付で当社株式価値算定書を取得しました。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
E B I T D A	1,295	1,649	1,785
フリー・キャッシュ・フロー	827	1,140	465

#### (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)

公開買付者は、上記「(2)意見の根拠及び理由」の「(ア)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。)を取得することができなかった場合には、本公開買付けの成立後、以下の方法により本スクイズアウト手続を行うことを企図しているとのことです。

具体的には、本公開買付けの成立により、公開買付者が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合計数の90%以上となる場合には、公開買付者は、本公開買付けの決済の完了後速やかに、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条に基づき、当社の株主(公開買付者及び当社を除きます。)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。そして、売渡株主がそれぞれ所有していた当社株式の対価として、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、当社取締役会は、公開買付者より株式売渡請求がなされた場合には、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上の規定として、会社法第179条の8その他関係法令の定めに従って、売渡株主は、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います。なお、上記申立てがなされた場合の当社株式の売買価格は、最終的には裁判所が判断することとなります。

他方で、本公開買付けの成立後、公開買付者が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合計数の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を行うこと(以下「株式併合」といいます。)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の一部変更を行うことを付議議案を含む臨時株主総会(以下「本臨時株主総会」といいます。)の開催を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についてご承認をいただいた場合には、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ご承認をいただい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条及び第234条第2項乃至第5項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。以下同じとします。)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されなかった当社の各株主(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算定した上で、裁判所に対して任意売却許可の申立てを行うよう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、公開買付者は当社の発行済株式の全て(ただし、当社が所有する自己株式を除きます。)を所有することとなるよう、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が1株に満たない端数となるように決定するよう当社に対して要請する予定とのことです。当社は本公開買付けが成立した場合には、公開買付者によるこれらの要請に応じる予定です。

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、株式併合がなされた場合であっても、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決定の申立てを行うことができる旨が定められています。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、価格決定の申立てを行うことが可能となる予定です。なお、上記申立てがなされた場合の当社株式の買取価格は、最終的には裁判所が判断することとなります。

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、本公開買付け後の公開買付者の株券等所有割合及び公開買付者以外の当社の株主の当社株式の所有状況等によっては、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されなかった当社の各株主（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、その場合に当該各株主に交付される金銭の額については、本公開買付け価格に当該各株主が所有していた当社株式の数に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、平成30年12月頃を目処に開催す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、当社と協議の上、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、当社の株主の皆様において自らの責任にて税理士等の専門家に確認いただきますようお願いいたします。

#### (5) 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JASDAQ市場に上場されておりますが、公開買付者は本公開買付けにおいて買付予定数の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、上記「(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）」に記載の本スクイズアウト手続が実行された場合には東京証券取引所の上場廃止基準に該当し、当社株式は、所定の手続を経て上場廃止になります。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ません。

#### (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

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。なお、公開買付者としては、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）の買付予定数の下限を設定しておりませんが、下記 乃至 までの措置を通じて、当社の少数株主の利益には十分配慮がなされているものと考えているとのことです。

なお、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。

##### 公開買付者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

公開買付者は、本公開買付け価格を決定するにあたり、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のことです。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、公開買付者は、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「公開買付者株式価値算定書」といいます。）を取得したとのことです。なお、公開買付者は、みずほ証券から本公開買付け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のことです。

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、公開買付者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り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。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。

公開買付者は、みずほ証券から取得した公開買付者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のこと。

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。

#### 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、公開買付者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、当社及び公開買付者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。

当該株式価値算定書の概要は、上記「(3) 算定に関する事項」をご参照ください。

#### 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、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、公開買付者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いません。

#### 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、公開買付者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、公開買付者からは、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) ( )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き、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、( )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、公開買付け者が挙げる、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、新規成長分野へのスピード感ある事業展開、新しい領域への進出及び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することができると考えられる。その理由として、公開買付け者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、公開買付け者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け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、( )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、( )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け価格の検討を行ってきたこと、( )経験豊富な第三者算定機関を起用し、本公開買付け価格を含む本取引全般の条件交渉を実施したこと、( )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け価格についても、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ること、( )上記( )から( )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け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、当社及び公開買付者のいずれから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、当社及び公開買付者のいずれから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、当社から公開買付者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、公開買付者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、最終的に当社及び公開買付者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考える事情は現時点において特段見当たらない。

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、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「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、上記「(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、( )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、( )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公開買付者の株主であり、公開買付者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公開買付者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公開買付者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公開買付者との協議・交渉にも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、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。公開買付期間を比較的長期に

設定することにより、当社の株主の皆様にも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、これをもって本公開買付け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、公開買付者及び当社は、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、上記公開買付け期間の設定とあわせ、対抗的な買付け等の機会が確保されることにより、本公開買付けの公正性の担保に配慮しております。

(7) 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

本公開買付けに際して、公開買付者は、応募予定株主である桑山征洋氏（所有株式数：1,301,862株、所有割合：12.95%）、桑山みき子氏（所有株式数：429,308株、所有割合：4.27%）及び桑山貴洋氏（所有株式数：471,519株、所有割合：4.69%）との間で、平成30年8月31日付で、それぞれの所有する当社株式の全て（所有株式数の合計：2,202,689株、所有割合の合計：21.90%）について、本公開買付けに応募する旨を合意しているとのことです。なお、桑山征洋氏及び桑山貴洋氏は、当社の役員持株会の会員であり、役員持株会を通じた持分としてそれぞれ1,898株（小数点以下切捨て、所有割合：0.02%）、1,913株（小数点以下切捨て、所有割合：0.02%）に相当する当社株式を間接的に所有しており、桑山征洋氏及び桑山貴洋氏が所有する当社株式数1,301,862株及び471,519株には、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が含まれております。また、当該合意に基づく応募の前提条件は、特に定められていないとのことです。

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	役名	職名	所有株式数(株)	議決権数(個)
桑山 征洋	代表取締役会長		1,301,862	13,018
桑山 貴洋	代表取締役社長		471,519	4,715
佐伯 仁	取締役	最高財務責任者 管理本部長	1,776	17
原崎 則子	取締役	第1営業本部長	609	6
堀 功	取締役	製造本部長	216	2
松浦 茂	取締役	第2営業本部長	61	0
上平 光一	取締役		0	0
甘粕 正明	常勤監査役		6,000	60
松田 良行	監査役		0	0
立石 知雄	監査役		0	0
計		10名	1,782,043	17,818

(注1) 役名、職名、所有株式数及び議決権数は本書提出日現在のものです。

(注2) 取締役上平光一氏は、社外取締役であります。

(注3) 監査役松田良行氏及び立石知雄氏は、社外監査役であります。

(注4) 所有株式数及び議決権の数には、それぞれ当社の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。