



2024年11月15日

各 位

会 社 名 富 士 ソ フ ト 株 式 会 社
代 表 者 名 代表取締役 社長執行役員 坂 下 智 保
(コード番号：9749 東証プライム市場)
問 合 せ 先 経営財務部長 小 西 信 介
(TEL. 045-650-8811)

**FK 株式会社による当社株券等に対する第2回公開買付け
及び株式会社BCJ-88による当社株券等に対する公開買付け
に関する意見表明の決議についてのお知らせ**

当社は、本日開催の取締役会において、当社が設置した特別委員会（以下「本特別委員会」といいます。）から本日付「追加意見書」（以下「本追加意見書」といいます。）の提出を受け、その内容を最大限尊重しつつ議論した結果、FK 株式会社による当社の普通株式（以下「当社株式」といいます。）及び本新株予約権（注）（以下、「当社株式」及び「本新株予約権」を総称して「当社株券等」といいます。）に対する2回目の公開買付け（以下「KKR 第2回公開買付け」といいます。）、並びに、株式会社 BCJ-88 による当社株券等に対する公開買付け（以下「ベインキャピタル公開買付け」といいます。以下、KKR 第2回公開買付けと総称して、「両公開買付け」といいます。）に関する意見表明として、以下のとおり決議いたしましたので、お知らせいたします。

なお、上記取締役会決議は、審議及び決議に参加しなかった坂下智保氏を除く当社の取締役の全員の賛成により行われております。また、上記取締役会には、当社の監査役3名が出席し、出席した監査役はいずれも上記決議を行うことについて異議がない旨の意見を述べております。ベインキャピタルは、当社株主である野澤宏氏、野澤智恵子氏及び有限会社エヌエフシー（以下、合わせて「創業家株主」といいます。）との間で、創業家株主がベインキャピタルによる当社の非公開化に関する一連の取引と競合、矛盾若しくは抵触し、又はそのおそれのある一切の行為を行わないことに合意しているとのことであるところ、当社の代表取締役である坂下智保氏は、創業家株主と姻族関係にあり、上記合意を前提とすると、KKR 第2回公開買付けとベインキャピタル公開買付けのいずれについても、特別な利害関係を有していると判断される可能性があることから、上記取締役会の審議及び決議に参加しておりません。

本追加意見書の内容につきましては、別紙をご参照ください。

(注)「本新株予約権」とは、下記 (i) から (iii) の新株予約権を総称していいます。

- (i) 2022年3月29日開催の当社取締役会の決議に基づき発行された第5回新株予約権（以下「第5回新株予約権」といいます。）（行使期間は2024年4月1日から2027年3月29日まで）
- (ii) 2023年3月28日開催の当社取締役会の決議に基づき発行された第6回新株予約権（以下「第6回新株予約権」といいます。）（行使期間は2025年4月1日から2028年3月28日まで）
- (iii) 2024年3月26日開催の当社取締役会の決議に基づき発行された第7回新株予約権（以下「第7回新株予約権」といいます。）（行使期間は2026年3月27日から2034年3月24日まで）

・KKR 第2回公開買付けに対する意見

当社取締役会は、本追加意見書の内容を最大限尊重しつつ、当社株券等に対する両公開買付けについて真摯かつ慎重に検討を行った結果、KKR 第2回公開買付けに対して賛同の意見を表明するとともに、当社の株主の皆様及び本新株予約権者の皆様に対してKKR 第2回公開買付けに応募することを推奨する。

・ベインキャピタル公開買付けに対する意見

当社取締役会は、本追加意見書の内容を最大限尊重しつつ、当社株券等に対する両公開買付けについて真摯かつ慎重に検討を行った結果、ベインキャピタル公開買付けに対して反対の意見を表明する。

当社は、FK 株式会社から、本日、KKR 第 2 回公開買付けの買付け等の価格を、当社普通株式 1 株につき 9,451 円、第 5 回新株予約権 1 個につき 1,197,200 円、第 6 回新株予約権 1 個につき 1,059,800 円、第 7 回新株予約権 1 個につき 293,200 円とする旨の連絡を受けており、上記取締役会決議はかかる提案を前提に行われたものです。

上記取締役会決議の詳細につきましては、近日中に当社が開示するプレスリリースをご参照ください。

以上

2024年11月15日

富士ソフト株式会社 取締役会 御中

追 加 意 見 書

富士ソフト株式会社 特別委員会

当委員会は、頭書日付時点における当委員会の判断として、以下のとおり意見する。

なお、本追加意見書で使用されている用語は、特段の記載のない限り、当委員会がこれまで提出した答申書及び意見書（2024年8月7日付答申書（以下「**8月7日付答申書**」という。）、2024年9月4日付追加答申書（以下「**9月4日付追加答申書**」という。）、2024年9月24日付追加意見書（以下「**9月24日付追加意見書**」という。）及び2024年10月15日付追加意見書（以下「**10月15日付追加意見書**」という。））で用いられた用語と同様の意味を有するものとする。

第1 本意見書に至る経緯等

1. 当社の現況等

本意見の前提となる当社の現況並びに KKR 及び Bain による提案内容の概要は、以下のとおりである。

- (1) 2024年8月8日、当社は、8月7日付答申書を踏まえ、KKRの1株当たり8,800円による非公開化（以下「**KKR 提案**」という。）を目的とする公開買付けの開始予定に対して賛同及び応募推奨の意見を表明した。これにより当社の状況は、経済産業省が2023年8月31日に公表した「企業買収における行動指針」（以下「**行動指針**」という。）に定める「取締役会が買収に応じる方針を決定する場合」に該当することとなった。
- (2) 2024年8月23日以降、当社は、当委員会の2024年8月20日付「意見書」を踏まえ、Bainの要請に応じて、BainにKKRを含む他のPEファンドに開示した情報と同一内容の情報を開示した。
- (3) 2024年9月4日、当社は、9月4日付追加答申書を踏まえ、KKRによる公開買付けに対して賛同及び応募推奨の意見を表明し、これに基づき KKR は公開買付けを開始した。
- (4) 2024年9月19日、KKRは公開買付けの買付予定数の下限を撤廃する旨の条件変更を

行い(以下、KKRによる条件変更後の公開買付けを「**KKR 第1回公開買付け**」という。)、2024年9月26日、当社は、9月24日付追加意見書を踏まえ、KKR 第1回公開買付けに対して賛同及び応募推奨の意見を表明した。

- (5) 2024年10月11日、Bainは、当社に、公開買付けの買付予定数の下限を設けず、1株当たり9,450円(以下「**Bain 提案価格**」という。)による非公開化を目的とする法的拘束力のある買収提案(以下「**Bain 提案**」という。)を提出し、公開買付け(以下「**Bain 公開買付け**」という。)の開始予定に関する開示を行った。
- (6) 2024年10月18日、当社は、Bain提案を受けて提出された10月15日付追加意見書を踏まえ、KKR 第1回公開買付けに対して引き続き賛同及び応募推奨の意見を維持した。また、当社は同時に、(i)当社の株主等が、Bain提案の存在を考慮し、KKR 第1回公開買付けには応募せず、Bain提案の帰趨を踏まえつつ、KKRによる第2回公開買付け(以下「**KKR 第2回公開買付け**」という。)への応募を選択することも合理的である旨、及び(ii)Bain提案も真摯な提案と考えており、引き続き検討する旨を付言した。なお、2024年10月21日、KKRは、当社の上記意見に基づき、KKR 第1回公開買付けの公開買付期間を2024年11月5日まで延長した。
- (7) 2024年11月5日、KKR 第1回公開買付けの公開買付期間が満了し、KKRは、当社株式の34.01%(議決権所有割合¹)を取得した。
- (8) 2024年11月15日、当社は、KKRより、KKR 第2回公開買付けの買付価格を、8,800円から9,451円(以下「**KKR 提案価格**」という。)に引き上げる旨の連絡を受けた。
- (9) 以上の経緯により、現時点で当社の検討対象となっているKKR提案及びBain提案の概要は、以下のとおりである。
 - KKR提案は、既に当社株式の約34%を保有した上で、当社株式の全部を取得することを通じてKKR単独での非公開化を目的とするものである。
 - Bain提案は、最終的には当社株式の全部を取得することを通じてBain単独での非公開化を目的とするものである。但し、創業家株主が保有する当社株式11,691,882株(約18.57%(議決権所有割合))を確保しているものの、KKRが既に当社株式の約34%を保有していることから、KKRが売却に応じない限り単独での非公開化は難しく、Bain公開買付け成立後はBainとKKRが当社の大株主として併存する状況も許容するものとなっている。この結果Bain公開買付けは、いわゆる部分買付の側面を有する。
 - 価格の観点からみると、KKR提案価格はBain提案価格を上回っている状況である。

¹ (i)当社が2024年8月8日に提出した2024年12月期第2四半期(中間期)決算短信〔日本基準〕(連結)に記載された2024年6月30日現在の当社の発行済株式総数(67,400,000株)から(ii)2024年6月30日現在の当社が所有する自己株式数(4,428,925株)を控除した株式数(62,971,075株)に係る議決権の数(629,710個)に占める割合(小数点以下第三位を四捨五入)をいう。

- 企業価値の観点から見ると、Bain 提案は、Bain と KKR が当社の大株主として併存することにより両社間のデッドロックが発生し、もって当社の企業価値を毀損する懸念があり得る。

(10) 現在の当社株主には多様な価値基準を有する株主が混在するため、当社は本件の対応に多大な労力を費やしており、また、当社株主の一部について混乱が生じており、当該混乱がさらに拡大していく可能性も懸念される。斯様な現状は、当社が 2024 年 2 月 14 日に公表した「中期経営計画 2028」（以下「**当社中計**」という。）の着実な実行と計画期間内の企業価値向上の実現を停滞させ、もって当社の企業価値を毀損し続けている懸念がある。

2. 当委員会の活動内容

当委員会を構成する委員に変更はない。

当委員会は、10 月 15 日付追加意見書提出以降、以下の活動を行った。

- (1) 当委員会は、KKR 第 2 回公開買付けに関して、以下の対応を行った。
 - ① KKR に Bain 提案を受けた KKR の対応方針等に関する質問状を 1 回送付し、KKR よりその回答を得た。
 - ② KKR に対して、KKR 第 2 回公開買付けの買付価格の引き上げに関する意向を確認した。
 - ③ KKR と 2 回面談し、KKR 第 2 回公開買付けの内容等に関する協議を重ねた。
 - ④ KKR より、KKR のリーガルアドバイザーが KKR に提出したリーガルオピニオンを取得し、検討した。
- (2) 当委員会は、Bain 公開買付けに関して、以下の対応を行った。
 - ① Bain 提案について、Bain に 3 回質問状を送付し、Bain よりその回答を得た。
 - ② Bain と 3 回面談し、大要以下の内容に関する協議を重ねた。
 - Bain 公開買付けが部分買付となることによる Bain 提案の企業価値向上策の実現可能性及び妥当性並びに問題点（デッドロック等のリスク）
 - Bain 公開買付けが部分買付となることによる強圧性の問題点
 - Bain 公開買付けの内容
 - ③ Bain より、Bain のリーガルアドバイザーが Bain に提出した Bain 公開買付けの強圧性に関するリーガルオピニオンを取得し、検討した。
- (3) 当委員会は、当社執行部との間で合計 5 回の連絡会議を開催し、適時に、当社執行部から本件に関する情報の共有を受け、かつ、当社執行部に当委員会の審議状況を伝達するとともに、必要な指示を行った。
- (4) 当委員会は、当委員会が登用した各アドバイザーの専門的助言を受けつつ、上記の活動を通じて入手した情報等を踏まえて、適時に開催した合計 9 回の委員会において

慎重に議論を重ねた。

第2 意見の内容

1. KKR 第2回公開買付けについて

当委員会は、取締役会に対して、(i)KKR 提案が当社株式の全部を取得することを通じて KKR 単独での非公開化を目的とするものであり、当社の企業価値向上に資すること、(ii)KKR 第2回公開買付けは、価格面で Bain 公開買付けを上回っていることを踏まえ、KKR 第2回公開買付けに賛同意見を表明し、かつ、当社の株主及び新株予約権者に対して、KKR 第2回公開買付けへの応募を推奨する旨の意見を表明するよう勧告する。

2. Bain 公開買付けについて

当委員会は、取締役会に対して、(i)Bain 提案は、大株主が併存することによるデッドロック等のリスクにより企業価値の向上に疑義が残り、また、強圧性の問題についても十分な手当がなされているとはいいがたいことから、企業価値の向上及び手続の公正性という点において、KKR 提案に劣後すること、(ii)価格面においても、Bain 公開買付けが KKR 第2回公開買付けより優れている点はないこと、(iii)上記の各点で優れる KKR 提案に一本化し、当社中計の達成に邁進できる状況を早期に整えることが、より企業価値の向上に資すると考えられることを踏まえ、Bain 公開買付けに反対意見を表明するよう勧告する。

3. Bain 公開買付けに対する意見の補足及び今後の対応について

上記(iii)の理由について付言すれば、現在の当社株主には多様な価値基準を有する株主が混在するため、当社は本件の対応に多大な労力を費やしており、また、当社株主の一部について混乱が生じており、当該混乱がさらに拡大していく可能性も懸念される。KKR 提案価格が 9,451 円に引き上げられた現状においては、速やかにこのような状態を確定的に解消し、当社が当社中計の着実な実行に集中できる状況を整えることが、当社の企業価値が毀損される懸念を一刻も早く解消するために最も重要である。かかる観点からも、当社は Bain 提案に対して反対する立場を明確にすることが望ましいと考える。

そして、当委員会は、取締役会に対して、上記のような現状を速やかに解消するため、Bain にさらなる価格の引き上げ交渉を行うべきではない旨、意見する。また、当委員会は、取締役会に対して、Bain と当社との間で締結された秘密保持契約に基づき、Bain に開示した一切の秘密情報の破棄を Bain に請求すべきである旨、あわせて意見する。

第3 意見の理由 (KKR 提案:賛同・応募推奨)

1. 企業価値の向上について

KKR 提案は、既に当社株式の約 34%を保有した上で、当社株式の全部を取得することを通じて KKR 単独での非公開化を目的とするものである。

当該提案は、8月7日付答申書において述べたとおり、安定した株主構成を確保し、当社中計の実現に向け邁進することで、当社中計の実行性を高め、当該目標達成の確度を高めることを目的とするものであり、当社の企業価値に資するとの評価に変更はない。なお、2024年8月7日以降の事実経過において、当該事実及び検討結果を左右する事実は発生していない。

よって、KKR 第2回公開買付けは、企業価値の向上に資するものとする。

2. 条件の妥当性について

8月7日付答申書に記載した条件の妥当性にかかる事実及び検討結果（公開買付者との取引条件に関する協議・交渉過程、フェアネス・オピニオンの取得、株式価値算定書の算定結果との関係、同種の案件において一般に付与されるプレミアム水準との関係など）は、KKR 第2回公開買付けにも妥当するものである。

なお、8月7日付答申書提出後に Bain 提案が提出されたものの、上述した過去の事実を覆すものではなく、KKR 提案価格そのものの条件の妥当性（価格としての十分性）は左右されない。その他にも、8月7日付答申書にて認定した事実及び検討結果に反し、又は、これらを疑わせしめる事実は発生していない。

当委員会は、Bain 提案の提出後、株主利益の確保を実現するための合理的な努力を果たすべく、当社執行部を通じて KKR に対して、買付価格の引き上げに関する意向を確認した。

その結果、KKR 提案価格は 8,800 円から 9,451 円まで引き上げられ、KKR 提案価格は Bain 提案価格を上回る価格となった。当該事実は、8月7日付答申書時点にも増して KKR 提案価格そのものの条件の妥当性を補強する要素である。

よって、KKR 第2回公開買付けには条件の妥当性が認められると考える。

3. 手続の公正性について

(1) 8月7日付答申書に記載した手続について

8月7日付答申書に記載した手続の公正性にかかる事実及び検討結果（当委員会の設置、独立専門家の登用、積極的なマーケット・チェックに準ずる競争環境の確保、当社内におけ

る意思決定プロセス、一般株主への情報提供、強圧性の排除など)は、KKR 第 2 回公開買付けにも妥当するものである。

(2) KKR 第 1 回公開買付けのストラクチャー変更について

9 月 24 日付追加意見書に記載したとおり、当該ストラクチャー変更時点において、KKR 第 1 回公開買付けの手續の公正性を失わしめる事情は不見当であった。

(3) KKR 第 2 回公開買付けの強圧性について

KKR 第 2 回公開買付けは、公開買付けと株式併合を用いた二段階の現金対価による全部買収であり、KKR 第 2 回公開買付け成立後、速やかにスクイーズアウト手続を実行することを企図している。一般にこのような全部買収の方法は強圧性が低いと評価されている。

なお、KKR 第 2 回公開買付けは、買付予定数の下限を 19.27% (議決権所有割合) に設定する予定であるが、これはパッシブ・インデックス運用ファンド等の議決権比率をあわせ考えると、スクイーズアウトにかかる同ファンドの賛成の議決権行使により賛成の決議が成立すると見込まれる下限としたものであり、当該下限設定に問題がないことは、9 月 4 日付追加意見書において述べたとおりである。

(4) Bain 提案提出後のマーケット・チェックについて

本件においては、KKR による当初の公開買付け開始時点から、3DIP 及び Farallon が保有株式 20,667,670 株 (約 33%) を KKR に売却することが確定していた。また、KKR 第 1 回公開買付けにストラクチャーが変更され、かつ、KKR 第 1 回公開買付けが成立したことにより、KKR 第 2 回公開買付けは、支配株主による買収に準じた構造に変化している。

このような買収者が支配株主である場合におけるマーケット・チェックが公正性担保措置として機能する場面は限定的であり、実施する意義が乏しいとされている。

このような状況下にあっても当委員会は、Bain 提案について以下のような手当を追加的に講じることにより、マーケット・チェックが機能するよう最大限配慮した。

- Bain からの要請を受け、デューデリジェンスを受け入れた。
- KKR に対して KKR 第 1 回公開買付けの公開買付期間を 30 営業日とするよう要請した。
- 前記「当委員会の活動内容」に記載した活動を行った上、当該活動を通じて得た情報を下に KKR 提案と Bain 提案を真摯に比較検討した。

以上のようなマーケット・チェックの結果、現に、(i) Bain 提案が提出され、かつ、(ii) KKR 提案価格は、Bain 提案価格を上回る価格まで引き上げられたのであるから、マーケット・

チェックが実質的に機能したことは明らかである。

(5) 株主意思の原則について

後述するとおり、Bain 提案に当委員会は反対の意見を述べるものであることから、Bain 公開買付けが開始されることはない。もっとも、KKR による非公開化が企業価値向上の観点で最良であること、及び株主は最高価格をもって売却することを期待していると合理的に予想されるため、当該帰結が株主の合理的意思に反するとは考えられず、株主意思の原則に反する事情はない。

(6) 小括

よって、KKR 第 2 回公開買付けには、手続の公正性が認められるものとする。

4. 結語

以上を踏まえ当委員会は、取締役会に対して、(i) KKR 提案が当社株式の全部を取得することを通じて KKR 単独での非公開化を目的とするものであり、当社の企業価値向上に資すること、(ii) KKR 第 2 回公開買付けは、価格面で Bain 公開買付けを上回っていることを踏まえ、KKR 第 2 回公開買付けに賛同意見を表明し、かつ、当社の株主及び新株予約権者に対して、KKR 第 2 回公開買付けへの応募を推奨する旨の意見を表明するよう勧告する。

第 4 意見の理由 (Bain 提案: 反対)

1. 企業価値の向上について

Bain 提案は、最終的には当社株式の全部を取得することを通じて Bain 単独での非公開化を目的とするものである。しかし、企業価値の向上という点については、Bain 提案には以下に述べる懸念があり、Bain 提案について、当社の企業価値が毀損されるおそれが完全には払拭できない。

(1) Bain 提案の懸念及び当該懸念に関する当委員会の考え

① Bain 提案の懸念点

Bain 提案は、KKR が既に当社株式の約 34%を保有していることから、KKR が売却に応じ

ない限り単独での非公開化は難しく、Bain 公開買付け成立後は Bain と KKR が当社の大株主として併存する状況も許容するものとなっている。

このため、仮に Bain と KKR の間で意思決定に関する見解の相違が発生した場合、いわゆるデッドロックによって、(i) 特別決議事項などの重要な決定が行えず、インオーガニックな成長が達成し得ないリスク、(ii) 迅速な意思決定が達成できないリスクがある。

② 当委員会の評価

上述したリスクは、行動指針が採用する企業価値基準（買収の望ましさは、本来、企業価値を基準に判断すべきであるという見解）のもとで、企業価値向上の判断において当社に相応の裁量が認められることを踏まえると、少なくとも定性的には、企業価値の向上を妨げ得るリスクであることは明らかである。

この点、当委員会は、Bain に対して当該リスクに対する対応方針を繰り返し確認した。Bain によれば、Bain は創業家株主が保有する当社株式 11,691,882 株（約 18.57%（議決権所有割合））を確保しており、Bain 公開買付けの結果、議決権比率で過半数の株式を確保可能と考えているとのことであった。また、これにより、特別決議事項を除き、迅速な意思決定が可能になるとのことであった。

しかし、これらの説明によっても、企業価値向上という観点から、Bain 提案には以下の問題点が指摘できる。

- KKR が既に当社株式の約 34%を保有していることから、特別決議事項などの重要な決定が行い得ないという結論に変化はなく、そのようなデッドロックが発生した場合に、KKR とどのように意見集約を図るかについて、具体的な方策は明らかにされていないこと。
- 議決権比率で過半数に相当する株式を確保して、経営の主導権を握ることを目途としているのであれば、Bain 公開買付けの買付予定数の下限を議決権比率で過半数に相当する株式数と設定して、企業価値を棄損する懸念を可能な限り払拭することも考えられるが、そのような具体的な対応策もとられていないこと（その結果、Bain 提案価格が KKR 提案価格を上回っていない現状において、実際に Bain 公開買付けにより Bain が上記株式数を確保できるかは不明確であること。）。

さらに、仮にデッドロックにより当社の事業運営が極めて困難な状況となれば、最悪は顧客離反・新規案件獲得の停滞や従業員モチベーションの低下・離職などの弊害が生じる可能性も皆無ではない。

(2) 小括

以上の点からすると、Bain 提案については、当社の企業価値が毀損されるおそれが完全

には払拭できず、企業価値の向上について、疑義が残る。KKR 提案との比較においては、KKR 提案の方が、企業価値の向上の点について、Bain 提案に優位である。

2. 手続の公正性について

(1) 強圧性の懸念について

KKR が既に当社株式の約 34%を保有しており、かつ、現時点で KKR は Bain 公開買付けに応募する意向を有していない。このため Bain が Bain 公開買付けによってスクイーズアウトに必要な株式数を買集めることは不可能であり、この結果 Bain 公開買付けは、いわゆる部分買付の側面を有する。

部分買付には、「対象会社の株主が買収に応じないでいる間に買収が実現すると、買収に応じた場合と比較して不利益を被ると予想される場合には、たとえ多くの株主が買付価格は客観的な株式の価値より低いと考えている場合であっても、株主が買収に応じるような圧力を受けるという問題」（強圧性の問題）があり、例えば以下のような懸念があるとされている。

- 株主の適切な判断に必要な情報の開示と熟慮期間の確保を目指す公開買付規制の理念と抵触する。
- 強圧性を利用することで、対象会社の企業価値を低下させる買収者による非効率な買収ですら成立してしまうおそれがある。
- 企業価値を向上させる買収であっても、強圧性を用いることで、割安で支配権を獲得できてしまい、会社の支配権市場の効率性を害する。

(2) Bain 公開買付けの強圧性について

① Bain 公開買付けの懸念点

本件では KKR が既に当社株式の約 34%を保有していることから、KKR が売却に応じない限り単独での非公開化は不可能であり、Bain 提案は、Bain と KKR が当社の大株主として併存する状況も許容するものとなっている。

このため Bain 公開買付けは、以下のような懸念を孕んでいる。

- 当社の企業価値が毀損される懸念。
- 当社株式の流動株式比率が低下し、上場維持基準に抵触するおそれがあり、最終的に上場廃止となれば株主の売却機会が失われる懸念。
- 上記の各事由によって、当社株式の株価が下落する懸念。

② 当委員会の評価

前提として、いわゆる部分買付は法令上禁止されている買付手段ではない。上述した強圧性の問題点を解消することが要請されているに過ぎない。

この点、Bain は、Bain 公開買付け終了後に追加の公開買付け等の方法により継続的に売却機会を確保することを言明しており、このような措置は、非公開化取引における我が国の実務において、強圧性を解消・低減する一つの方策として認知されている。

しかし、Bain 公開買付けを見ると、以下の諸点からすれば、強圧性に関する対応がなお不十分であるとの評価は避けがたい。

- 既述のとおり、Bain 提案は、当社の企業価値を棄損するリスクが完全には払拭できないこと。
- 買収への賛否の意思表示と応募の意思表示を分離した上で、過半数の賛成の株主意思を確認することで強圧性を低減させることができるとの議論があるところ、そのような見解を前提として、Bain 公開買付けの買付予定数に過半数の下限を設定する等の低減措置が講じられていないこと。
- KKR の同意が得られない限り、株式併合等の会社法上の手続を用いたスクイーズアウトを実行できないため、株式買取請求権の行使や価格決定の申立てを通じた法的な救済手続が担保されていないこと。

(3) 小括

上記の点からすれば、Bain 公開買付けについては、強圧性に関する対応が不十分であるとの評価は避けがたい。KKR 提案との比較においては、KKR 提案の方が、手続の公正性の点についても、Bain 提案に優位である。

3. 結論

以上を踏まえ、当委員会は、取締役会に対して、(i) Bain 提案は、大株主が併存することによるデッドロック等のリスクにより企業価値の向上に疑義が残り、また、強圧性の問題についても十分な手当がなされているとはいえないことから、企業価値の向上及び手続の公正性という点において KKR 提案に劣後すること、(ii) 価格面においても、Bain 公開買付けが KKR 第 2 回公開買付けより優れている点はないこと、(iii) 上記の各点で優れる KKR 提案に一本化し、当社中計の達成に邁進できる状況を早期に整えることが、より企業価値の向上に資すると考えられることを踏まえ、Bain 公開買付けに反対意見を表明するよう勧告する。

なお、上記 (iii) の理由について付言すれば、現在の当社株主には多様な価値基準を有する

株主が混在するため、当社は本件の対応に多大な労力を費やしており、また、当社株主の一部について混乱が生じており、当該混乱がさらに拡大していく可能性も懸念される。KKR 提案価格が 9,451 円に引き上げられた現状においては、速やかにこのような状態を確定的に解消し、当社が当社中計の着実な実行に集中できる状況を整えることが、当社の企業価値が毀損される懸念を一刻も早く解消するために最も重要である。かかる観点からも、当社は Bain 提案に対して反対する立場を明確にすることが望ましいと考える。

そして、当委員会は、取締役会に対して、上記のような現状を速やかに解消するため、Bain にさらなる価格の引き上げ交渉を行うべきではない旨、意見する。また、当委員会は、取締役会に対して、Bain と当社との間で締結された秘密保持契約に基づき、Bain に開示した一切の秘密情報の破棄を Bain に請求すべきである旨、あわせて意見する。

以 上