



2025年2月7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)

**(変更)「(追加) FK 株式会社による当社株券等に対する
第2回公開買付けに関する賛同の意見表明及び応募推奨のお知らせ」の一部変更について**

当社が2024年11月19日付で公表いたしました「(追加) FK 株式会社による当社株券等に対する第2回公開買付けに関する賛同の意見表明及び応募推奨のお知らせ」(2024年12月19日付で公表した「(変更)「(追加) FK 株式会社による当社株券等に対する第2回公開買付けに関する賛同の意見表明及び応募推奨のお知らせ」の一部変更について」、2025年1月10日付で公表した「(変更)「(追加) FK 株式会社による当社株券等に対する第2回公開買付けに関する賛同の意見表明及び応募推奨のお知らせ」の一部変更について」、2025年1月24日付で公表した「(変更)「(追加) FK 株式会社による当社株券等に対する第2回公開買付けに関する賛同の意見表明及び応募推奨のお知らせ」の一部変更について」及び2025年2月4日付で公表した「(変更)「(追加) FK 株式会社による当社株券等に対する第2回公開買付けに関する賛同の意見表明及び応募推奨のお知らせ」の一部変更について」で訂正及び変更された事項を含みます。以下「2024年11月19日付当社プレスリリース」といいます。)のとおり、FK 株式会社(以下「公開買付者」といいます。)は、当社株券等に対する公開買付け(以下「第2回公開買付け」又は「本公開買付け」といいます。)を2024年11月20日より実施しておりますが、2025年2月4日、公開買付者より公開買付届出書の訂正届出書が提出され、当社は、公開買付者より、公開買付届出書の訂正届出書に記載のとおり、第2回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「第2回公開買付け価格」又は「本公開買付け価格」といいます。)を9,850円に引き上げ、本新株予約権1個当たりの買付け等の価格(以下「第2回新株予約権買付け価格」又は「本新株予約権買付け価格」といいます。)についても、第2回公開買付け価格(9,850円)と本新株予約権1個当たりの行使価額との差額(第5回新株予約権：6,385円、第6回新株予約権：5,698円、第7回新株予約権：3,331円)に本新株予約権1個当たりの目的となる当社株式数を乗じた金額(第5回新株予約権：1,277,000円、第6回新株予約権1,139,600円、第7回新株予約権333,100円)とすること、買付け等の期間(以下「第2回公開買付け期間」といいます。)を、2025年2月7日までの合計52営業日から、2025年2月19日までの合計59営業日に延長することを決定した旨の連絡を受け、2025年2月7日、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。)第370条に基づく決議(取締役会の決議に代わる書面決議)において、同日時点の当社の意見として、第2回公開買付けに対して、引き続き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、第2回公開買付けへの応募を推奨する旨、並びに、ベインキャピタルによる公開買付けの開始予定に対して、引き続き反対の意見を表明する旨の決議を行っております。

これらに伴い、2024年11月19日付当社プレスリリースに一部変更すべき事項がございましたので、下記のとおりお知らせいたします。

なお、変更箇所につきましては、下線を付しております。

(注)「本新株予約権者」とは、下記(i)から(iii)の新株予約権の新株予約権者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(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(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（行使期間は2026年3月27日から2034年3月24日まで）

記

3. 第2回公開買付けに関する意見の内容、根拠及び理由

(1) 第2回公開買付けに関する意見の内容

(訂正前)

<前略>

当社は、2024年11月15日及び2024年11月19日開催の取締役会において、ベインキャピタルによる公開買付けの開始予定に対して、反対意見を表明する旨を決議しておりましたが、2024年12月11日付でベインキャピタルから当社株式1株当たりの買付け等の価格（以下「ベインキャピタル公開買付価格」といいます。）を9,450円から9,600円に引き上げる（以下「ベインキャピタル価格引上げ」といいます。）旨の提案（以下「2024年12月11日付ベインキャピタル提案」といいます。）を受領したことを受け、当社及び本特別委員会において、第2回公開買付け及びベインキャピタルによる公開買付けの開始予定について慎重に検討を重ねました。その結果、2024年12月17日開催の取締役会において、2024年12月17日時点の当社の意見として、引き続き第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、第2回公開買付けへの応募を推奨する旨、並びに、ベインキャピタルによる公開買付けに対して、引き続き反対の意見を表明する旨の決議を行いました。

なお、2024年11月15日、2024年11月19日及び2024年12月17日開催の取締役会決議は、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、本両公開買付けの公正性を担保するための措置」の「⑦ 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。

<後略>

(訂正後)

<前略>

当社は、2024年11月15日及び2024年11月19日開催の取締役会において、ベインキャピタルによる公開買付けの開始予定に対して、反対意見を表明する旨を決議しておりましたが、2024年12月11日付でベインキャピタルから当社株式1株当たりの買付け等の価格（以下「ベインキャピタル公開買付価格」といいます。）を9,450円から9,600円に引き上げる（以下「ベインキャピタル価格引上げ」といいます。）旨の提案（以下「2024年12月11日付ベインキャピタル提案」といいます。）を受領したことを受け、当社及び本特別委員会において、第2回公開買付け及びベインキャピタルによる公開買付けの開始予定について慎重に検討を重ねました。その結果、2024年12月17日開催の取締役会において、2024年12月17日時点の当社の意見として、引き続き第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、第2回公開買付けへの応募を推奨する旨、並びに、ベインキャピタルによる公開買付けに対して、引き続き反対の意見を表明する旨の決議を行いました。

その後、2025年2月4日、当社は、公開買付者より、本価格変更（下記、「(2) 意見の根拠及び理由」の「① 本両公開買付けの概要」にて定義します。）を行い、また、第2回公開買付期間を、2025年2月7日までの合計52営業日から、2025年2月19日までの合計59営業日に延長することを決定した旨の連絡を受け、当社及び本特別委員会において、第2回公開買付け及びベインキャピタルによる公開買付けの開始予定について慎重に検討を行いました。その結果、2025年2月7日、会社法第370条に基づく決議（取締役会の決議に代わる書面決議）にて、引き続き第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、第2回公開買付けへの応募を推奨する旨、並びに、ベインキャピタルによる公開買付けの開始予定に対して、引き続き反対の意見を表明する旨の決議を行いました。

なお、2024年11月15日、2024年11月19日及び2024年12月17日開催の取締役会決議並びに2025年2月7日付の会社法第370条に基づく決議（取締役会の決議に代わる書面決議）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、本両公開買付けの公正性を担保するための措置」の「⑦ 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。

<後略>

(2) 意見の根拠及び理由

③ 当社における意思決定の過程及び理由

(ii) 検討・交渉の経緯

(訂正前)

<前略>

その後、2024年12月11日、当社取締役会は、ベインキャピタルより、ベインキャピタル価格引上げを含む2024年12月11日付ベインキャピタル提案を受領いたしました。かかる提案を踏まえ、本特別委員会において慎重に検討が行われた結果、2024年12月17日付で(i) ①2024年12月11日ベインキャピタル提案には、大株主が併存することによる株主総会特別決議事項に関するデッドロックのリスクがあるため、特別決議を要する組織再編等を用いたインオーガニックな成長を達成し得るかという点において、本取引と比較して企業価値の向上になお疑義が残ること、②ベインキャピタルによる公開買付けの完了は、第2回公開買付けの完了よりも少なくとも3ヶ月程度遅れることが想定され、かつ、ベインキャ

ピタルによる公開買付けが第2回公開買付けに先だって完了する可能性はないことから、2024年12月11日付ベインキャピタル提案は本取引に比して非公開化を通じた当社中計の達成に向けた企業価値向上策の実行着手時期が遅れるため、将来キャッシュフローの割引現在価値という定量的な観点においても本取引に劣ること、(ii)①第2回公開買付価格は、企業買収における行動指針が要請する株主利益の確保を実現するための合理的な努力が貫徹された上で形成された価格であって、価格としての十分性が認められること、②ベインキャピタル公開買付価格と第2回公開買付価格の差は149円(約1.58%)である一方で、第2回公開買付価格には早期に現金化が可能になるという意味において時間的価値も認められることもあわせて考えると、ベインキャピタル公開買付価格による売却の機会を確保する必要性は低いことから、ベインキャピタル公開買付けに反対意見を表明するよう勧告する旨の追加意見書(以下「12月17日付意見書」といいます。当該意見書の内容については、当社が2024年12月17日付で公表いたしました「株式会社BCJ-88による当社株券等に対する公開買付けに係る当社取締役会の意見(反対)に関するお知らせ」をご参照ください。)を受領いたしました。当社は、2024年12月17日開催の取締役会において、12月17日付意見書の内容を最大限尊重しつつ、ベインキャピタル公開買付けについて真摯かつ慎重に検討を行った結果、引き続きベインキャピタル公開買付けの開始予定について反対意見を表明する旨を決議いたしました。なお、第2回公開買付けについては、12月17日付意見書において、11月18日付答申書提出から12月17日付意見書提出日に至るまで、第2回公開買付けに関する本特別委員会の意見を覆すに足る事情は発生しておらず、第2回公開買付価格に価格としての十分性が認められ、株主利益の確保の点において懸念はなく、また、ベインキャピタル公開買付価格と第2回公開買付価格の間には149円(約1.58%)の価格差がある一方で、第2回公開買付価格はベインキャピタル公開買付価格よりも約3ヶ月早期に現金化が可能になるという意味において時間的価値に勝るものであり、ベインキャピタルによる公開買付けに賛同意見を表明してベインキャピタル公開買付価格による売却機会を確保しなければならない必要性に乏しいことから、11月18日付答申書と同様の意見を述べることで示されており、当社は、2024年12月17日開催の取締役会において、十分な競争手続を経て提示された第2回公開買付価格に価格としての十分性が認められ、株主利益の確保の点において懸念はなく、また、第2回公開買付価格は本公開買付価格よりも約3ヶ月早期に現金化が可能になるという意味において時間的価値に勝るものであることから、12月17日付意見書において指摘されたその他の点も踏まえ、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、第2回公開買付けへの応募を推奨することを決議しております。

<後略>

(訂正後)

<前略>

その後、2024年12月11日、当社取締役会は、ベインキャピタルより、ベインキャピタル価格引上げを含む2024年12月11日付ベインキャピタル提案を受領いたしました。かかる提案を踏まえ、本特別委員会において慎重に検討が行われた結果、2024年12月17日付で(i)①2024年12月11日付ベインキャピタル提案には、大株主が併存することによる株主総会特別決議事項に関するデッドロックのリスクがあるため、特別決議を要する組織再編等を用いたインオーガニックな成長を達成し得るかという点において、本取引と比較して企業価値の向上になお疑義が残ること、②ベインキャピタルによる公開買付けの完了は、第2回公開買付けの完了よりも少なくとも3ヶ月程度遅れることが想定され、かつ、ベインキャピタルによる公開買付けが第2回公開買付けに先だって完了する可能性はないことから、2024年12月11日付ベインキャピタル提案は本取引に比して非公開化を通じた当社中計の達成に向けた企業価値向上策の実行着手時期が遅れるため、将来キャッシュフローの割引現在価値という定量的な観点においても本取引に劣ること、(ii)①第2回公開買付価格は、企業買収における行動指針が要請する株主利益の確保を実現するための合理的な努力が貫徹された上で形成された価格であって、価格としての十分性が認められること、②ベインキャピタル公開買付価格と第2回公開買付価格の差は149円(約1.58%)である一方で、第2回公開買付価格には早期に現金化が可能になるという意味において時間的価値も認められることもあわせて考えると、ベインキャピタル公開買付価格による売却の機会を確保する必要性は低いことから、ベインキャピタル公開買付けに反対意見を表明するよう勧告する旨の追加意見書(以下「12月17日付意見書」といいます。当該意見書の内容については、当社が2024年12月17日付で公表いたしました「株式会社BCJ-88による当社株券等に対する公開買付けに係る当社取締役会の意見(反対)に関するお知らせ」をご参照ください。)を受領いたしました。当社は、2024年12月17日開催の取締役会において、12月17日付意見書の内容を最大限尊重しつつ、ベインキャピタル公開買付けについて真摯かつ慎重に検討を行った結果、引き続きベインキャピタル公開買付けの開始予定について反対意見を表明する旨を決議いたしました。なお、第2回公開買付けについては、12月17日付意見書において、11月18日付答申書提出から12月17日付意見書提出日に至るまで、第2回公開買付けに関する本特別委員会の意見を覆すに足る事情は発生しておらず、第2回公開買付価格に価格としての十分性が認められ、株主利益の確保の点において懸念はなく、また、ベインキャピタル公開買付価格と第2回公開買付価格の間には149円(約1.58%)の価格差がある一方で、第2回公開買付価格はベインキャピタル公開買付価格よりも約3ヶ月早期に現金化が可能になるという意味において時間的価値に勝るものであり、ベインキャピタルによる公開買付けに賛同意見を表明してベインキャピタル公開買付価格による売却機会を確保しなければならない必要性に乏しいことから、11月18日付答申書と同様の意見を述べることで示されており、当社は、2024年12月17日開催の取締役会において、十分な競争手続を経て提示された第2回公開買付価格に価格としての十分性が認められ、株主利益の確保の点において懸念はなく、また、第2回公開買付価格は本公開買付価格よりも約3ヶ月早期に現金化が可能になるという意味において時間的価値に勝るものであることから、12月17日付意見書において指摘されたその他の点も踏まえ、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、第2回公開買付けへの応募を推奨することを決議しております。

その後、当社取締役会は、2025年2月4日、公開買付者より、本価格変更を行い、また、第2回公開買付期間を、2025年2月7日までの合計52営業日から、2025年2月19日までの合計59営業日に延長することを決定した旨の連絡を受けました。本特別委員会は、第2回公開買付け及びベインキャピタルによる公開買付けの開始予定について慎重に検討した結

果、2025年2月6日付で、(i)①第2回公開買付けが当社株式の全部を取得することを通じて公開買付者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、②第2回公開買付け価格がペインキャピタル公開買付け価格を250円(約2.60%)上回っていることを踏まえ、第2回公開買付けに賛同し、かつ、当社の株主及び新株予約権者に対して、第2回公開買付けへの応募を推奨する旨の意見を維持するよう勧告する旨、(ii)①ペインキャピタル提案は、大株主が併存することによる株主総会特別決議事項に関するデッドロックのリスクがあるため、特別決議を要する組織再編等を用いたインオーガニックな成長を達成し得るかという点において、第2回公開買付けと比較して企業価値の向上になお疑義が残ること、②第2回公開買付け価格がペインキャピタル公開買付け価格を250円(約2.60%)上回っていることを踏まえ、ペインキャピタルによる公開買付けの開始予定に反対する旨の意見を維持するよう勧告する旨の追加意見書(以下「2月6日付意見書」といいます。当該意見書の内容については、別紙をご参照ください。)を受領しました。当社は、特別委員会から受領した2月6日付意見書の内容を最大限尊重しつつ、第2回公開買付けについて真摯かつ慎重に検討を行った結果、①公開買付者単独での当社株式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、②第2回公開買付け価格がペインキャピタル公開買付け価格を250円(約2.60%)上回っていることから、2月6日付意見書において指摘されたその他の点も踏まえ、2025年2月7日、会社法第370条に基づく決議(取締役会の決議に代わる書面決議)にて、引き続き第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、第2回公開買付けへの応募を推奨する旨を決議しております。また、当社は、①ペインキャピタル提案には引き続き大株主が併存することによるデッドロックリスクの懸念があり、企業価値向上の観点から疑義が残ること、②第2回公開買付け価格がペインキャピタル公開買付け価格を250円(約2.60%)上回っていることから、2月6日付意見書において指摘されたその他の点も踏まえ、2025年2月7日、会社法第370条に基づく決議(取締役会の決議に代わる書面決議)にて、ペインキャピタルによる公開買付けの開始予定に対し、引き続き反対の意見を表明する旨を決議しております。

<後略>

(iii) 判断内容
(訂正前)

<前略>

上記の決議に賛成しなかった取締役2名の意見は、以下のとおりです。なお、当該取締役2名も、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、第2回公開買付けへの応募を推奨することについては賛成しており、以下の意見は、ペインキャピタル公開買付けに対して反対意見を表明するという点について述べられたものです。

- ・本公開買付け価格と第2回FK公開買付け価格の149円の価格差について、第2回公開買付けでは早期に現金化が可能であり、時間的価値に勝るといふ考え方を含め、ペインキャピタルによる公開買付けに反対意見を表明するよう勧告する理由として本特別委員会が指摘する点については理解ができるものの、当該価格差の存在を踏まえると、当社がペインキャピタルによる公開買付けに対して積極的に反対意見を表明すべき理由にまでは至らないと考える。

(訂正後)

<前略>

上記の決議に賛成しなかった取締役2名の意見は、以下のとおりです。なお、当該取締役2名も、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、第2回公開買付けへの応募を推奨することについては賛成しており、以下の意見は、ペインキャピタル公開買付けに対して反対意見を表明するという点について述べられたものです。

- ・本公開買付け価格と第2回FK公開買付け価格の149円の価格差について、第2回公開買付けでは早期に現金化が可能であり、時間的価値に勝るといふ考え方を含め、ペインキャピタルによる公開買付けに反対意見を表明するよう勧告する理由として本特別委員会が指摘する点については理解ができるものの、当該価格差の存在を踏まえると、当社がペインキャピタルによる公開買付けに対して積極的に反対意見を表明すべき理由にまでは至らないと考える。

その後、当社取締役会は、2025年2月4日、公開買付者より、本価格変更を行うとともに、第2回公開買付け期間を、2025年2月7日までの合計52営業日から、2025年2月19日までの合計59営業日に延長することを決定した旨の連絡を受けました。本特別委員会は、当社取締役会が、かかる連絡を踏まえ、第2回公開買付け及びペインキャピタルによる公開買付けの開始予定に関する意見表明を改めて行うにあたり、2025年2月6日に、当社取締役会に対して、2月6日付意見書を提出いたしました。2月6日付意見書においては、(i)①第2回公開買付けが当社株式の全部を取得することを通じて公開買付者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、②第2回公開買付け価格がペインキャピタル公開買付け価格を250円(約2.60%)上回っていることを踏まえ、第2回公開買付けに賛同し、かつ、当社の株主及び新株予約権者に対して、第2回公開買付けへの応募を推奨する旨の意見を維持するよう勧告する旨、(ii)①ペインキャピタル提案は、大株主が併存することによる株主総会特別決議事項に関するデッドロックのリスクがあるため、特別決議を要する組織再編等を用いたインオーガニックな成長を達成し得るかという点において、第2回公開買付けと比較して企業価値の向上になお疑義が残ること、②第2回公開買付け価格がペインキャピタル公開買付け価格を250円(約2.60%)上回っていることを踏まえ、ペインキャピタルによる公開買付けの開始予定に反対する旨の意見を維持するよう勧告する旨が記載されておりました。当社取締役会は、本特別委員会から受領した2月6日付意見書の内容を最大限尊重しつつ、第2回公開買付けについて真摯かつ慎重に検討を行った結果、①公開買付者単独での当社株式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、②第2回公開買付け価格がペインキャピタル公開買付け価格を250円(約2.60%)上回っていることから、2月6日付意見書において指摘されたその他の点も踏まえ、2025年2月7日、会社法第370条に基づく決議(取締役会の決議に代わる書面決議)にて、引き続き第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、第2回公開買付けへの応募を推奨する旨を決議しております。また、当社取締役会は、①ベインキャピタル提案には引き続き大株主が併存することによるデッドロックリスクの懸念があり、企業価値向上の観点から疑念が残ること、②第2回公開買付け価格がベインキャピタル公開買付け価格を250円（約2.60%）上回っていることから、2月6日付意見書において指摘されたその他の点も踏まえ、2025年2月7日、会社法第370条に基づく決議（取締役会の決議に代わる書面決議）にて、ベインキャピタルによる公開買付けの開始予定に対し、引き続き反対の意見を表明する旨を決議しております。

（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、本両公開買付けの公正性を担保するための措置

⑦ 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監査役全員の異議がない旨の意見
（訂正前）

<前略>

その後、2024年12月11日付ベインキャピタル提案を受け、12月17日付意見書の内容を最大限尊重しつつ、ベインキャピタルによる公開買付けについて真摯かつ慎重に検討を行った結果、上記「（2）意見の根拠及び理由」の「③当社における意思決定の過程及び理由」の「（iii）判断内容」に記載のとおり、ベインキャピタルによる公開買付けに対して反対意見を表明する旨、及び引き続き第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、第2回公開買付けへの応募を推奨する旨を、審議及び決議に参加しなかった坂下氏を除く取締役11名のうち9名の賛成により、決議いたしました。

上記の決議に賛成しなかった取締役2名の意見は以下のとおりです。なお、当該取締役2名も、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、第2回公開買付けへの応募を推奨することについては賛成しており、以下の意見は、ベインキャピタルによる公開買付けに対して反対意見を表明するという点について述べられたものです。

・ベインキャピタル公開買付け価格と第2回公開買付け価格の149円の価格差について、第2回公開買付けでは早期に現金化が可能であり、時間的価値に勝るという考え方を含め、ベインキャピタルによる公開買付けに反対意見を表明するよう勧告する理由として本特別委員会が指摘する点については理解ができるものの、当該価格差の存在を踏まえると、当社がベインキャピタルによる公開買付けに対して積極的に反対意見を表明すべき理由にまでは至らないと考える。

なお、2024年12月17日開催の取締役会には、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。

（訂正後）

<前略>

その後、2024年12月11日付ベインキャピタル提案を受け、12月17日付意見書の内容を最大限尊重しつつ、ベインキャピタルによる公開買付けについて真摯かつ慎重に検討を行った結果、上記「（2）意見の根拠及び理由」の「③当社における意思決定の過程及び理由」の「（iii）判断内容」に記載のとおり、ベインキャピタルによる公開買付けに対して反対意見を表明する旨、及び引き続き第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、第2回公開買付けへの応募を推奨する旨を、審議及び決議に参加しなかった坂下氏を除く取締役11名のうち9名の賛成により、決議いたしました。

上記の決議に賛成しなかった取締役2名の意見は以下のとおりです。なお、当該取締役2名も、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、第2回公開買付けへの応募を推奨することについては賛成しており、以下の意見は、ベインキャピタルによる公開買付けに対して反対意見を表明するという点について述べられたものです。

・ベインキャピタル公開買付け価格と第2回公開買付け価格の149円の価格差について、第2回公開買付けでは早期に現金化が可能であり、時間的価値に勝るという考え方を含め、ベインキャピタルによる公開買付けに反対意見を表明するよう勧告する理由として本特別委員会が指摘する点については理解ができるものの、当該価格差の存在を踏まえると、当社がベインキャピタルによる公開買付けに対して積極的に反対意見を表明すべき理由にまでは至らないと考える。

なお、2024年12月17日開催の取締役会には、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。

その後、当社取締役会は、2025年2月4日、公開買付者より、本価格変更を行い、また、第2回公開買付け期間を、2025年2月7日までの合計52営業日から、2025年2月19日までの合計59営業日に延長することを決定した旨の連絡を受け、本特別委員会の2月6日付意見書の内容を最大限尊重しつつ、第2回公開買付けについて真摯かつ慎重に検討を行った結果、上記「（2）意見の根拠及び理由」の「③当社における意思決定の過程及び理由」の「（iii）判断内容」に記載のとおり、2025年2月7日、会社法第370条に基づく決議（取締役会の決議に代わる書面決議）にて、引き続き第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、第2回公開買付け

への応募を推奨する旨、並びに、ベインキャピタルによる公開買付けの開始予定に対して、引き続き反対の意見を表明する旨を、決議に参加しなかった坂下氏を除く取締役全員の賛成により、決議いたしました。

なお、当社の監査役3名は、上記2025年2月7日付の会社法第370条に基づく決議（取締役会の決議に代わる書面決議）に際して、異議がない旨の意見を述べております。

以上

2025年2月7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

委員長 今井 光

委員 荒牧 知子

委員 辻 孝夫

委員 仁科 秀隆

委員 清水 雄也

委員 石丸 慎太郎

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。）、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。）、2024年11月15日付追加意見書（以下「**11月15日付追加意見書**」という。）、2024年11月18日付答申書（以下「**11月18日付答申書**」という。）及び2024年12月17日付追加意見書（以下「**12月17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 本追加意見書に至る経緯等

1. 当社の現況等

本追加意見書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、11 月 15 日付追加意見書を踏まえ、KKR 第 2 回公開買付けに対して賛同及び応募推奨の意見を表明するとともに、Bain 提案に反対する旨の意見を表明した。
- (9) 2024 年 11 月 20 日、KKR は KKR 第 2 回公開買付けを開始した。
- (10) 2024 年 12 月 11 日、当社は、Bain より、公開買付けの内容に関する提案 (以下「**Bain 追加提案**」という。) を受領した。その内容は、大要以下のとおりである (以下の条件による Bain による公開買付けを、以下「**Bain 公開買付け**」という。)
- 法的拘束力あり。但し、「弊社は、貴社のご意向に関係なくその内容を撤回する可能性がございます。」との記載がある。
 - 公開買付けの主要条件
 - ① 公開買付価格：1 株当たり 9,600 円 (以下「**Bain 追加提案価格**」という。)
 - ② 買付予定数の下限：21,370,674 株、所有割合²：33.91% (Bain 及び KKR と利害関係を有しない当社の株主が保有する当社株式の数の過半数の賛同が得られない場合には成立せず、いわゆる「マジョリティ・オブ・マイノリティ (majority of minority)」条件を満たす水準)
 - ③ 公開買付期間：2025 年 1 月下旬又は同年 2 月上旬を目処に開始することを目指し、30 営業日とする。
 - 公開買付け開始の主な前提条件
 - ① 当社取締役会において賛同意見を表明する決議がなされ、これが法令等に従って公表されていること。
 - ② KKR 第 2 回公開買付けが撤回され又は不成立となっていること。
 - Bain 追加提案は、Bain 公開買付け後において株式併合が直ちに実現できない場合においても、最終的な当社の非公開化に向けた各対応を行うことを含め提案するものである。当社の非公開化が実現に至るまでの間、当社の株主構成の状況を問わず、当社の大株主として当社の成長や企業課題の改善に向けて徹底的にサポートを行う。
 - KKR 第 2 回公開買付け期間中 (2024 年 12 月 19 日まで) に当社の検討結果の開示を要請する。

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。

² (i) 当社の 2024 年 12 月期第 3 四半期 (中間期) 決算短信 [日本基準] (連結) に記載された 2024 年 9 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 9 月 30 日現在の当社が所有する自己株式数 (4,386,929 株) を控除した株式数 (63,013,071 株) に係る議決権の数 (630,130 個) に占める割合 (小数点以下第三位を四捨五入) をいう。

- (11) 2024年12月17日、当社は、12月17日付追加意見書を踏まえ、引き続き、KKR第2回公開買付けに対して賛同及び応募推奨の意見を表明するとともに、Bain 公開買付けに対して反対する旨の意見を表明した。
- (12) 2024年12月18日、Bain は、Bain 公開買付け開始の主な前提条件のうち、上記(10)①にかかる前提条件（当社取締役会において賛同意見を表明する決議がなされ、これが法令等に従って公表されていること。）を放棄することを公表した。
- (13) 2024年12月19日、KKR は、KKR 第2回公開買付けの公開買付け期間を、2025年1月9日まで延長した。
- (14) 2025年1月9日、KKR は、KKR 第2回公開買付けの公開買付け期間を、2025年1月24日まで延長した。
- (15) 2025年1月24日、KKR は、KKR 第2回公開買付けの公開買付け期間を、2025年2月7日まで延長した。
- (16) 2025年2月4日、KKR は、KKR 第2回公開買付けの買付価格を、9,451円から9,850円（以下「**KKR 追加提案価格**」という。）に引き上げ、また、KKR 第2回公開買付けの公開買付け期間を、2025年2月19日まで延長した。
- (17) 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 追加提案の概要は、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 追加提案は、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 追加提案価格は、Bain 追加提案価格を250円（約2.60%）上回っている状況である。
 - 企業価値の観点から見ると、Bain 追加提案は、Bain と KKR が当社の大株主として併存することにより、特別決議事項に関する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。
- (18) 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、非公開化を通じた当社が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、12月17日付追加意見書の提出以降、以下の活動を行った。

- (1) 当委員会は、Bain との間で、(i) Bain 追加提案の実現可能性を検証するため、Bain 公開買付けに関する前提条件、開始予定時期、資金調達の蓋然性、創業家と締結した不応募契約の現状等について質問状を送付して回答を得るとともに、(ii) 当社による情報破棄請求に関する対応状況についても、同様の確認を行った。
- (2) 当委員会は、当社執行部との間で連絡会議を開催し、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。
- (3) 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

- (a) 当委員会は、取締役会に対して、(i) KKR 第2回公開買付け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 追加提案価格 (9,850 円) が Bain 追加提案価格 (9,600 円) を 250 円 (約 2.60%) 上回っていることを踏まえ、KKR 第2回公開買付けに賛同し、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維持するよう勧告する。
- (b) 当社の取締役会が KKR 第2回公開買付けによる本取引の実施に関する決定を行うことは、当社の少数株主にとって不利益なものでない。

2. Bain 公開買付けについて

- (a) 当委員会は、取締役会に対して、(i) Bain 追加提案には、大株主が併存することによる株主総会特別決議事項に関するデッドロックのリスクがあるため、特別決議を要する組織再編等を用いたインオーガニックな成長を達成し得るかという点において、KKR 提案と比較して企業価値の向上になお疑義が残ること、(ii) KKR 追加提案価

格（9,850円）がBain追加提案価格（9,600円）を250円（約2.60%）上回っていることを踏まえ、Bain公開買付けに反対する旨の意見を維持するよう勧告する。

- (b) 当委員会は、取締役会に対して、Bain公開買付けに対して反対意見を維持するよう勧告するものであるため、当社の取締役会によりBain公開買付けによる本取引の実施に関する決定は行われたいものと想定している。

なお、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、非公開化を通じた当社中計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。

また、2024年11月20日のKKR第2回公開買付けの開始以降、KKR及びBainの間で複数回に渡って価格の引き上げが行われている。仮に当委員会及び当社が取得した株式価値の算定結果に照らして過度に高額な公開買付価格となれば、非公開化取引の完了後に当社が過大な債務を負担することになり、もって、非公開化後の当社の企業価値向上を制約する要因となることも懸念される。

第3 意見の理由

1. 当委員会が意見形成を行うに際して留意した考え方

当委員会が本追加意見書を検討するにあたり、特に留意した行動指針の原則及び考え方は以下のとおりである。

(1) 行動指針の第1原則（企業価値・株主共同利益の原則）

行動指針の第1原則（企業価値・株主共同の利益の原則）は、「望ましい買収か否かは、企業価値ひいては株主共同の利益を確保し、又は向上させるかを基準に判断されるべきである」とする。

行動指針は、買収が実行される場合には、「対象会社の企業価値を向上させ、かつ、その企業価値の増加分が当事者間で公正に分配されるような取引条件で行われるべき」と指摘し（行動指針2.2.2）、「取締役会が買収に応じる方針を決定する場合」、「会社の企業価値を向上させるか否かの観点から買収の是非を判断するとともに、株主が享受すべき利益が確保される取引条件で買収が行われることを目指して合理的な努力を行うべきである」としている（行動指針3.2.1）。

すなわち行動指針は、買収に応じるか否かの判断は、原則として企業価値の向上の観点か

ら行うことを要請しつつ（以下、当該判断基準を「**企業価値基準**」という。）、株主が享受すべき利益が確保される取引条件の確保に向けた合理的な努力も要請している。

但し、企業価値は「企業が将来にわたって生み出すキャッシュフローの割引現在価値の総和」（行動指針 1.4）と定義されている。「定量的な概念」であることから（行動指針 2.2.2）、
「定量的な観点から十分に比較検討する」ことが望ましく（行動指針 3.1.2）、「測定が困難である定性的な価値を強調することで、企業価値の概念を不明確にしたり、経営陣が保身を図る（経営陣が従業員の雇用維持等を口実として保身を図ることを含む。）ための道具とすべきではない」とされている（行動指針 2.2.2）。

(2) 株主が享受すべき利益の確保について

行動指針は、株主が享受すべき利益が確保される取引条件の確保に向けた合理的な努力も要請している。特に対抗提案が存在する場面について行動指針は、「取引条件が異なる複数の提案が提示され、公知となった場合には、株主の利益に配慮しているか（価格等の取引条件について最善の選択をしているか）という問題が特に顕在化しやすく、市場における説明責任を果たす必要が高まると考えられる」と指摘している（行動指針 3.2.1）。

さらに、行動指針は、取締役会は、「企業価値の向上に加えて株主利益の確保を実現するための合理的な努力を貫徹すべきである」ところ、『このような努力を貫徹してもなお、企業価値向上には資すると判断されるが「価格が十分とは言いがたい提案」に取締役会が賛同する例外的な判断をするのであれば、その判断の合理性については、十分な説明責任を果たすべきである』としている（行動指針 3.2.3）。

但し、行動指針の上記指摘は、あくまで取締役会に合理的な努力の貫徹と説明責任の履行を要請するものであり、常に最高価格の買収提案を選択する義務（以下、このような判断基準を「**買収価格基準**」という。）を課すものではない。我が国において、現時点では取締役がいわゆるレブロン義務（株主の利益のために合理的に入手可能な最善の価格を確保する義務）を負うことを明示的に認めた裁判規範は存在せず、行動指針も同様の理解に立っており、レブロン義務の履行を求めるものではない。

(3) 小括

以上の考え方を踏まえると、KKR 提案と Bain 追加提案が併存する現状において、当社の取締役会には以下の行動規範に基づく対応が求められている。

当社取締役会は、①各提案の買収の望ましさについて、可能な限り定量的な観点から企業価値基準に基づき判断する。買収価格基準に基づく判断は行わない。

但し、②株主が享受すべき利益の確保の観点から、株主利益の確保を実現するための合理的な努力を貫徹し、各提案価格が「価格が十分とは言いがたい提案」に該当するか否かを評

価する。そして、かかる合理的な努力にもかかわらず、企業価値向上には資すると判断されるが「価格が十分とはいえない提案」に取締役会が賛同する例外的な判断をするのであれば、その判断の合理性について、十分な説明責任を果たす必要がある。

2. 上記考え方を踏まえた意見の理由

(1) 企業価値基準に照らして、いずれの提案が望ましいか

① KKR 提案及び Bain 追加提案の概要

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 追加提案も、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。もっとも、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、KKR が Bain 公開買付けへの応募を拒絶している現状を前提とすると、Bain 公開買付けが仮に成立した場合、Bain 及び創業家が合算して当社議決権の過半数を有することとなるが、他方で、KKR も当社株式の約 34%を保有し続けることとなる。

② デッドロックの可能性について

11 月 18 日付答申書で指摘したとおり、Bain 公開買付けが成立した場合、Bain と KKR がそれぞれ大株主として併存することとなる。そのため、11 月 18 日付答申書提出時点において、Bain 提案については、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、特別決議事項等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が存在した。

Bain 追加提案は 33.91%（所有割合）の下限を設定したため、Bain 公開買付けが成立した場合は Bain 及び創業家が当社議決権の過半数を占めることになり、少なくとも普通決議についてはデッドロックのおそれがなくなる。しかしながら、依然として、特別決議事項に関するデッドロックのおそれは残されており、デッドロックが発生した場合における KKR との意見集約の具体的な方策も示されていない。

以上の点からすると、特別決議を要する組織再編等を用いたインオーガニックな成長を達成し得るかという点において、Bain 追加提案は KKR 提案に劣後している。このため、Bain 追加提案が、KKR 提案のなし得る企業価値の向上と同様の企業価値の向上を達成しうるかについて、疑義がある状況である。

③ 当社経営陣に保身を図る目的がないこと

行動指針は、企業価値は定量的な観点から比較することが望ましいとし、「測定が困難である定性的な価値を強調することで、企業価値の概念を不明確にしたり、経営陣が保身を図る（経営陣が従業員の雇用維持等を口実として保身を図ることを含む。）ための道具とすべきではない」と述べている（行動指針 2.2.2）。

この点、KKR 提案と Bain 追加提案のうち一方の提案が他方の提案と比較して、当委員会の委員を含む当社経営陣の保身を強く誘引する内容とはなっておらず、当社経営陣が自己の保身を図る目的で一方の提案を採用する際に定性的な企業価値を強調する動機を欠く。また実際の議論においても、当社経営陣に自己の保身を図る目的はないものと認識している。

④ 小括

以上からすれば、企業価値基準に照らせば、当社にとってより望ましい提案は、KKR 提案であると考えられる。

(2) 株主が享受すべき利益は確保されているか

① 各提案価格が提示された経緯等

8月7日付答申書に記載したとおり、当社は、「積極的なマーケット・チェック」に準ずる競争環境の下で、KKR から公開買付価格を1株当たり8,800円とする提案を受領した。当該価格に条件の妥当性が認められることは、8月7日付答申書で指摘した事実及び検討結果（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）に記載のとおりである。

本件においては、当初より 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おり、その後に 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た。このような買収者が支配株主である場合においてマーケット・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。しかしながら当委員会は、2024年8月7日以降においても、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。
- Bainに対し、2024年8月23日以降のDD受入時に送付した同日付「法的拘束力を有する提案書ご提示に向けたDD実施のご案内」において、最高価格を明示した法的拘束力のある提案を提示するよう要請した。
- Bainから、公開買付価格を1株当たり9,450円とする法的拘束力のある提案を受領した。
- KKRに対し、KKR第2回公開買付けの価格引き上げに関する意向確認を行った。
- KKRから、KKR第2回公開買付け価格を1株当たり9,451円まで引き上げる提案を受領した。
- Bainから、Bain公開買付けの公開買付価格を1株当たり9,600円まで引き上げる提案を受領した。
- KKRは、KKR第2回公開買付け価格を1株当たり9,451円から9,850円まで引き上げた。

② 各提案価格の評価

以上のとおり、いわば本件では2回に渡って入札に類似する手続が実施されており、(i)公開買付価格を1株当たり9,450円とするBain提案の提出と(ii)公開買付価格を1株当たり9,451円とするKKR提案価格の提出をもって十分な競争手続がクローズしており、KKR提案価格(9,451円)は斯様な公正なプロセスを経た上での最高価格であった。

さらに、このような十分な競争手続がクローズした後においても、Bain追加提案価格(9,600円)が提出され、さらにKKR第2回公開買付けにおける買付価格は、KKR追加提案価格(9,850円)まで引き上げられている。

そして、現時点において、KKR追加提案価格(9,850円)は、Bain追加提案価格(9,600円)を250円(約2.60%)上回っている。

③ 小括

以上からすれば、株主が享受すべき利益の確保の点においても、当社にとってより望ましい提案は、KKR提案であると考えらる。

(3) 結語

上記(1)で述べたとおり、KKR提案とBain追加提案を比較した場合、特別決議を要する組織再編等を用いたインオーガニックな成長を達成し得るかという点について、Bain追加提案にはデッドロックのリスクが残存している。企業価値の向上の点において、KKR提案が当

社にとって最も望ましい提案であるとの評価は覆しがたい。

また、上記(2)にて記載したとおり、KKR 追加提案価格 (9,850 円) は、Bain 追加提案価格 (9,600 円) を 250 円 (約 2.60%) 上回っており、株主利益の確保の点においても KKR 提案が当社にとって最も望ましい提案である。

以上の点から、当委員会は、KKR 第 2 回公開買付けに対する賛同意見を維持し、Bain 追加提案に反対する旨の意見を維持することが、行動指針に最も忠実な結論であると考え。

(4) その他の重要な判断要素

当委員会の意見形成に際して行った当委員会の検討は上記 3. (1)乃至(3)に尽きるころではあるが、当委員会は、以下に述べる本件固有の事情についても検討を行った。

① 当社の情報破棄請求に対する Bain の対応について

当委員会は、11 月 18 日付答申書において当社及び Bain 間の秘密保持契約に基づく情報破棄請求を行うべきことを意見し、実際に当社は Bain に情報破棄請求を行ったが、当時の Bain は当該請求に応じなかった。このような状況下で提出された Bain 追加提案は、当社が Bain に提供した秘密情報を用いてなされたものと推定される。

当社はこれまで、可能な限り競争環境を維持し、マーケット・チェックを実質的に機能させるべく Bain に情報提供を行ってきた。斯様な対応は、手続の公正性を維持し、もって株主利益の確保を実現するために行われてきたものであるが、そのような手続の参加者である Bain があえて当社との秘密保持契約に違反したと解される行動を取ったことは、本件における手続の公正性を蔑ろにしているとも評価しうるものである。

これらの事情は、当委員会が Bain 追加提案に積極的な評価を下すことを躊躇せざるを得ない 1 つの要素となっている。

なお、2025 年 1 月 7 日、Bain は、当社による情報破棄請求に従い、当社から受領した秘密情報の廃棄を実施し、また、Bain から秘密情報を受領したアドバイザー、レンダーその他の開示先に対しても、同様に秘密情報の廃棄を要請した旨を公表している。

(5) 強圧性について

12 月 17 日付追加意見書に記載した通り、Bain 提案について、強圧性に関する一定の対応がなされ、強圧性の程度は低減したと考える。他方で、以下の各問題点については対応がなされておらず、本追加意見書作成日においても、これらの問題点は残存している。

- 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。

- Bain は、Bain 公開買付けにより上場維持基準を満たさない状態となり、その状態のまま上場廃止基準に定める期間を経過しようとする場合において、再度、Bain 公開買付けと同一の価格及び条件で公開買付けを実施するなどの方法により、株主に対して合理的な退出機会を与える予定とする。しかしながら、当該退出機会を付与するのは、Bain が残存する株主に重大な不利益が生じる蓋然性が高いと合理的に判断したときに限定されているため、残存株主のための追加応募期間が確実に設定されているわけではない。

3. 結論

(1) KKR 第 2 回公開買付けについて

- ① 当社の取締役会に KKR 第 2 回公開買付けによる本取引の実施（KKR 第 2 回公開買付けに賛同意見を表明し、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決議を行うことを含む。）を勧告するか（本諮問事項(a)）

当委員会は、取締役会に対して、(i) KKR 第 2 回公開買付け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 追加提案価格（9,850 円）が Bain 追加提案価格（9,600 円）を 250 円（約 2.60%）上回っていることを踏まえ、KKR 第 2 回公開買付けに賛同し、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維持するよう勧告する。

- ② 当社の取締役会が KKR 第 2 回公開買付けによる本取引の実施に関する決定を行うことは、当社の少数株主にとって不利益なものでないか（本諮問事項(b)）

当社の取締役会が KKR 第 2 回公開買付けによる本取引の実施に関する決定を行うことは、当社の少数株主にとって不利益なものでない。

(2) Bain 公開買付けについて

- ① 当社の取締役会に Bain 公開買付けによる本取引の実施（本公開買付けに賛同意見を表明し、当社の株主及び新株予約権者に対して本公開買付けへの応募を推奨する旨の決議を行うことを含む。）を勧告するか（本諮問事項(a)）

当委員会は、取締役会に対して、(i)Bain 追加提案には、大株主が併存することによる株主総会特別決議事項に関するデッドロックのリスクがあるため、特別決議を要する組織再編等を用いたインオーガニックな成長を達成し得るかという点において、KKR 提案と比較して企業価値の向上になお疑義が残ること、(ii) KKR 追加提案価格 (9,850 円) が Bain 追加提案価格 (9,600 円) を 250 円 (約 2.60%) 上回っていることを踏まえ、Bain 公開買付けに反対する旨の意見を維持するよう勧告する。

- ② 当社の取締役会が Bain 公開買付けによる本取引の実施に関する決定を行うことは、当社の少数株主にとって不利益なものではないか (本諮問事項(b))

当委員会は、取締役会に対して、Bain 公開買付けに対して反対意見を維持するよう勧告するものであるため、当社の取締役会により Bain 公開買付けによる本取引の実施に関する決定は行われないものと想定している。

なお、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、非公開化を通じた当社中計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。

また、2024 年 11 月 20 日の KKR 第 2 回公開買付けの開始以降、KKR 及び Bain の間で複数回に渡って価格の引き上げが行われている。仮に当委員会及び当社が取得した株式価値の算定結果に照らして過度に高額な公開買付価格となれば、非公開化取引の完了後に当社が過大な債務を負担することになり、もって、非公開化後の当社の企業価値向上を制約する要因となることも懸念される。

以 上