



2024年12月17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)

**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**

当社は、2024年11月15日付「FK株式会社による当社株券等に対する第2回FK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」にて公表のとおり、同日開催の取締役会において、FK株式会社（以下「FK」といいます。）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（下記「2. 買付け等の価格」の「(2) 新株予約権」において定義します。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。）に対する公開買付け（以下「第2回FK公開買付け」といい、2024年9月5日から2024年11月5日までを買付け等の期間とし、当社株式1株当たりの買付け等の価格を8,800円とする公開買付け（以下「第1回FK公開買付け」といい、「第2回FK公開買付け」と併せて「FK公開買付け」といいます。)) 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の所有者（以下「本新株予約権者」といいます。）の皆様に対して、第2回FK公開買付けへの応募を推奨する旨を決議し、ベインキャピタル・プライベート・エクイティ・LPが投資助言を行う投資ファンド及びそのグループ（以下、個別に又は総称して「ベインキャピタル」といいます。）が2024年10月11日付で公表した「富士ソフト株式会社株式（証券コード：9749）に対する公開買付けの開始予定に関するお知らせ」（以下「2024年10月11日付ベインキャピタルプレスリリース」といいます。）にて公表した、株式会社BCJ-88（以下「公開買付者」といいます。）による当社株券等に対する公開買付け（以下「本公開買付け」といいます。）の開始予定に対しては、反対意見を表明する旨の決議を行いました。また、2024年11月18日付で、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。）から答申書（以下「11月18日付答申書」といいます。）を受領したこと、及びFKより買付け等の期間を2024年11月20日から2024年12月19日として第2回FK公開買付けを実施する旨の連絡を受領したことを踏まえ、2024年11月19日開催の取締役会において、引き続き第2回FK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FK公開買付けへの応募を推奨する旨の決議、及び本公開買付けの開始予定に対して引き続き反対意見を表明する旨の決議を行いました。

その後、当社取締役会及び本特別委員会は、2024年12月11日付で、ベインキャピタルより本公開買付けの実施にあたり、当社株式1株当たりの買付け等の価格（以下「本公開買付け価格」といいます。）を9,450円から9,600円に引き上げる（以下「本価格引上げ」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。）を受領いたしました。2024年12月11日付ベインキャピタル提案を受け、当社及び本特別委員会は、第2回FK公開買付け及び本公開買付けの開始予定について慎重に検討を重ねた結果、本日開催の取締役会で、現時点の当社の意見として、引き続き第2回FK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FK公開買付けへの応募を推奨する旨、並びに、本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ので、お知らせいたします。

1. 公開買付者の概要

(1)	名 称	株式会社BCJ-88
(2)	所 在 地	東京都千代田区丸の内一丁目1番1号 パレスビル5階
(3)	代表者の役職・氏名	代表取締役 杉本 勇次

(4) 事業内容	1. 会社の株式又は持分を所有することにより、当該会社の事業活動を支配、管理する業務 2. 前号に付帯関連する一切の業務
(5) 資本金	5,000 円
(6) 設立年月日	2024 年 10 月 2 日
(7) 大株主及び持株比率	株式会社BCJ-87 100.00%
(8) 上場会社と公開買付者の関係	
資本関係	該当事項はありません。
人的関係	該当事項はありません。
取引関係	該当事項はありません。
関連当事者への該当状況	該当事項はありません。

## 2. 買付け等の価格

(1) 普通株式 1 株につき、9,600 円

(2) 新株予約権

- ① 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）1 個につき、1 円
- ② 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）1 個につき、1 円
- ③ 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。）第 5 回新株予約権、第 6 回新株予約権及び第 7 回新株予約権を総称して、以下「本新株予約権」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）1 個につき、1 円

## 3. 本公開買付けに関する意見の内容、根拠及び理由

### (1) 本公開買付けに関する意見の内容

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、本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すが、2024 年 12 月 11 日付ベインキャピタル提案を受け、当社及び本特別委員会は、第 2 回 FK 公開買付け及び本公開買付けの開始予定について慎重に検討を重ねた結果、本日開催の取締役会において、現時点の当社の意見として、引き続き第 2 回 FK 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 FK 公開買付けへの応募を推奨する旨、並びに、本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、上記 2024 年 11 月 15 日、2024 年 11 月 19 日及び本日開催の取締役会決議は、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「⑦ 当社における利害関係を有しない取締役過半数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。

### (2) 本公開買付けに関する意見の根拠及び理由

当社が本公開買付けに対して反対の意見を表明する根拠及び理由は以下のとおりです。

#### ① 本公開買付けに関する検討の経緯

当社は 2024 年 10 月 11 日付ベインキャピタルプレスリリースを受けて当社及び本特別委員会で慎重に検討を行い、2024 年 11 月 15 日及び 2024 年 11 月 19 日の取締役会決議において、本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しております。

その後、2024 年 12 月 11 日、当社取締役会は、公開買付者より、本価格引上げを含む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、FK に

よる非公開化と比較して企業価値の向上になお疑義が残ること、②本公開買付けの完了は、第2回FK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、本公開買付けが第2回FK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日ベインキャピタル提案はFKによる非公開化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FKによる非公開化に劣ること、(ii)①第2回FK公開買付けにおける当社株式1株当たりの買付け等価格（以下「第2回FK公開買付価格」といいます。）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」といいます。）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本公開買付価格と第2回FK公開買付価格の差は149円（約1.58%）である一方で、第2回FK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、本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、本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。）を受領いたしました。当社は、本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、本公開買付けについて真摯かつ慎重に検討を行った結果、引き続き本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。行動指針の要請の内容や、第2回FK公開買付価格の価格としての十分性等、12月17日付意見書の詳細な内容につきましては、別紙をご参照ください。なお、第2回FK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FK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FK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、本公開買付価格と第2回FK公開買付価格（9,451円）の間には149円（比率にして約1.58%）の価格差がある一方で、第2回FK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り、本公開買付けに賛同意見を表明して本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事が示されており、当社は、本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FK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FK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FK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FK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。

以上の検討・交渉過程において、本特別委員会は、当社や当社のファイナンシャル・アドバイザーから都度報告を受け、本公開買付けの条件について意見を述べることにより、交渉過程に関与しております。また、当社はFKの実質的な株主であるKohlberg Kravis Roberts & Co. L.P.（関係会社及び関連ファンドを含め、以下「KKR」といいます。）及びベインキャピタルとの交渉にあたって、本特別委員会において検討の上決定した交渉方針に従って対応を行っており、当社がKKR及びベインキャピタルからの回答を受領した際には、その都度、直ちに本特別委員会に対して報告を行い、その指示に従って対応を行いました。なお、本公開買付けを含む当社の非公開化に関する検討の経緯につきましては、当社が2024年11月19日付で公表した「(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」（以下「2024年11月19日付当社プレスリリース」といいます。）をご参照ください。

## ② 意見の根拠及び理由

以上の経緯の下で、当社取締役会は、2024年12月11日、公開買付者より、本価格引上げを含む提案を受領いたしました。本特別委員会は、当社取締役会が第2回FK公開買付け及び本公開買付けの開始予定に関する意見表明を行うにあたり、2024年12月17日に、当社取締役会に対して、12月17日付意見書を提出いたしました。12月17日付意見書においては、(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、FKによる非公開化と比較して非公開化を通じた企業価値の向上になお疑義が残ること、②本公開買付けの完了は、第2回FK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、本公開買付けが第2回FK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日ベインキャピタル提案はFKによる非公開化に比して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3ヶ月程度遅れることが見込まれているため、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FKによる非公

開化に劣ること、(ii) ①第2回 FK 公開買付価格は、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本公開買付価格と第2回 FK 公開買付価格の差は149円(約1.58%)である一方で、第2回 FK 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考えると、本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、本公開買付けに反対意見を表明するよう勧告する旨が記載されており、当社は、2024年12月17日開催の取締役会において、12月17日付意見書の内容を最大限尊重しつつ、本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第2回 FK 公開買付けにおける当社株式1株当たりの買付価格は、十分な競争手続を経て提示された、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本公開買付価格と第2回 FK 公開買付けにおける当社株式1株当たりの買付価格の差は149円(約1.58%)であること、③本公開買付けの完了は、第2回 FK 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ることを踏まえると、当該期間において株主の皆様が期待するリターン及び時間的価値を考慮した場合、本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と考えられることから、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、本公開買付けに対して反対意見を表明する旨を、審議及び決議に参加しなかった当社の代表取締役である坂下智保氏(以下「坂下氏」といいます。)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。また、第2回 FK 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 FK 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 FK 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、本公開買付価格と第2回 FK 公開買付価格(9,451円)の間には149円(比率にして約1.58%)の価格差がある一方で、第2回 FK 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り、本公開買付けに賛同意見を表明して本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が示されており、当社は、本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 FK 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 FK 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 FK 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 FK 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。

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 FK 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 FK 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、本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。

・本公開買付価格と第2回 FK 公開買付価格の149円の価格差について、第2回 FK 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、本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、当社が本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。

### (3) 算定に関する事項

#### 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

2024年11月19日付当社プレスリリースをご参照ください。

#### ② 特別委員会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及び本フェアネス・オピニオンの取得

2024年11月19日付当社プレスリリースをご参照ください。

### (4) 上場廃止となる見込み及びその事由

当社株式は、本日現在、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。)プライム市場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、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)」に記載の当社を非公開化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。)が実施された場合には、東京証券取引所の上場廃止基準に従い、所定の手続を経て上場廃止となります。上場廃止後は、当社株式を東京証券取引所プライム市場において取引することはできなくなります。

(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、本公開買付けにおいて公開買付者が当社株式の全て (ただし、譲渡制限付株式報酬として当社の各取締役及び各執行役員に付与された当社の譲渡制限付株式 (以下「本譲渡制限付株式」といいます。)) 及び本新株予約権の行使により交付される当社株式を含み、不応募合意株式 (以下で定義します。)) 及び当社が所有する自己株式を除きます。)) 及び本新株予約権の全て (ただし、不応募合意新株予約権 (以下で定義します。)) 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、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「会社法」といいます。)) 第 180 条に基づき当社株式の併合 (以下「本株式併合」といいます。)) を行うこと及び本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。)) の開催を当社に要請する予定とのことです。公開買付者は、当社の企業価値向上の観点から、本臨時株主総会を可能な限り早期に開催することが望ましいと考えており、本公開買付けの決済の開始後の近接する日が本臨時株主総会の基準日となるように、当社に対して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。)) 中に基準日設定公告を行うことを要請する予定とのことです。本臨時株主総会の開催時期は現時点で未定とのことです。なお、公開買付者及び本不応募合意株主 (以下で定義します。)) 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。また、当社の創業者であり当社の第 5 位株主 (2024 年 6 月 30 日現在) である野澤宏氏 (所有株式数 : 3,531,058 株、所有割合 (注 1) : 5.60%、所有する本新株予約権の数 : 40 個、所有割合 : 0.01%、以下「野澤氏」といいます。)) 及び野澤氏の親族である野澤智恵子氏 (所有株式数 : 610,668 株、所有割合 : 0.97%) は、本公開買付けの成立後、本株式併合の効力発生前に、野澤氏の資産管理会社であり当社の第 2 位株主 (2024 年 6 月 30 日現在) である有限会社エヌエフシー (所有株式数 : 6,056,800 株、所有割合 9.61%、以下「エヌエフシー」といいます。)) (以下、野澤氏、野澤智恵子氏及びエヌエフシーを総称して「本不応募合意株主」といい、本不応募合意株主が所有する当社株式の全て (10,198,526 株、所有割合 16.18%) を「不応募合意株式」、本新株予約権の全て (本新株予約権の行使により交付される当社株式を含みます。8,000 個、所有割合 : 0.01%) を「不応募合意新株予約権」といいます。)) に対して、その所有する当社株式の全て (本新株予約権の行使により交付される当社株式を含みます。)) を譲渡する予定とのことです。

本臨時株主総会において本株式併合の議案について承認された場合には、本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本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るとのことです。本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等によって得られる金銭が交付されることになるとのことです。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、エヌエフシー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に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、本株式併合の割合は、本日現在において未定とのことです。公開買付者は、当社に対して、公開買付者及びエヌエフシーのみが当社株式の全て (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、エヌエフシー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要請する予定とのことです。ただし、本公開買付け後において、エヌエフシーが所有する当社株式数を上回る数の当社株式を所有する株主 (公開買付者を除きます。)) が存在し又は生ずることが見込まれる場合、公開買付者は、エヌエフシーと協議の上、公開買付けの成立後に予定している当社の株主を公開買付者及びエヌエフシーのみとなるように、必要な措置を講じる予定とのことです。この本株式併合に関する具体的な手続については、公開買付者と当社との間で協議の上、決定次第、当社が速やかに公表する予定とのことです。

(注 1) 「所有割合」とは、(i) 当社が 2024 年 11 月 7 日に提出した 2024 年 12 月期第 3 四半期 (中間期) 決算短信 [日本基準] (連結) (以下「当社第 3 四半期 (中間期) 決算短信」といいます。)) 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) に、(ii) 2024 年 11 月 19 日現在残存し、同日現在

行使期間が到来している第5回新株予約権(1,089個)の目的となる株式数(217,800株)から、FKが同日現在所有する第5回新株予約権(1,013個)の目的となる株式数(202,600株)を控除した数(15,200株)を加算した数(67,415,200株)から(iii)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)(注2)を控除した株式数(63,028,271株)(以下「当社潜在株式勘案後株式総数」といいます。)に占める割合(なお、小数点以下第三位を四捨五入しております。)とのことです。なお、本新株予約権のうち、第6回新株予約権及び第7回新株予約権については、行使期間の初日が、それぞれ2025年4月1日、2026年3月27日であり、公開買付期間中に、第6回新株予約権及び第7回新株予約権が行使され当社株式が第6回新株予約権及び第7回新株予約権の所有者に対して発行又は移転されることを想定していないため、第6回新株予約権(1,310個)及び第7回新株予約権(2,900個)の目的となる株式数(第6回新株予約権:262,000株、第7回新株予約権:290,000株)は当社潜在株式勘案後株式総数に加算していないとのことです。また、第5回新株予約権のうち、FKが所有する第5回新株予約権については、FKが当社の役職員の地位にはなく原則として行使条件を満たさないことから、公開買付期間中に、第5回新株予約権が行使され当社株式がFKに対して発行又は移転されることを想定されていないと考えられるため、FKが所有する第5回新株予約権(1,013個)の目的となる株式数(202,600株)は当社潜在株式勘案後株式総数に加算していないとのことです。また、当社が2024年3月27日に提出した第54期有価証券報告書に記載された第4回新株予約権は、その行使期間が2024年3月26日の経過をもって満了し、これをもって当該時点で存在していた第4回新株予約権は全て消滅しております。

(注2) 当社第3四半期(中間期)決算短信に記載された2024年9月30日現在の自己株式数4,388,528株には、当社の持分法適用関連会社である株式会社日本ビジネスソフトが所有する当社株式3,998株(所有割合:0.01%)の40%(当社の株式会社日本ビジネスソフトに対する議決権割合)に相当する1,599株が含まれており、2024年9月30日現在、当社が所有する自己株式数は、4,388,528株から1,599株を控除した4,386,929株です。

本株式併合に関連する少数株主の権利保護を目的とした規定として、本株式併合がなされた場合であって、本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い、本公開買付けに応募しなかった当社の株主(公開買付者、エヌエフシー及び当社を除きます。)は、当社に対し、自己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、本株式併合においては、本公開買付けに応募しなかった当社の株主(公開買付者、エヌエフシー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、本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い、価格決定の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。

公開買付者は、FKが第2回FK公開買付けの買付予定数の下限に相当する株式数を取得できないこととなった場合には、第1回FK公開買付けを通じて取得した当社株式及び本新株予約権を本公開買付けに応募するよう協議・交渉していく予定とのことです。仮にFKがかかる要請に応じず、本臨時株主総会の基準日において当社株式を所有する場合には、第1回FK公開買付け及び本公開買付け後に残存する当社の株主及び本新株予約権者の皆様の地位が不安定にならないよう、FKに対して、本株式併合の実施に協力(本臨時株主総会において上記各議案に賛成することを含みます。)するよう要請する予定とのことです。公開買付者としては、(i)本公開買付けが成立し、かつ、第2回FK公開買付けが不成立となった場合であって、本スクイーズ・アウト手続が実施されずに当社の株主及び本新株予約権者の皆様が放置される結果となるのは、当社の株主及び本新株予約権者の皆様の利益を害する可能性があること、(ii)本公開買付け及びFK公開買付けの結果、FKによる当社株式の非公開化の目的が達成できないことが確定した場合にまでFKが当社株式及び本新株予約権を所有し続けることは経済合理性の観点から考えにくいことから、FKがかかる要請に応じない合理的な理由はないものと考えているとのことです。かかる要請にもかかわらず、万が一、FKがこれに応じず、本スクイーズ・アウト手続の実施の目処が立たないと公開買付者が合理的に判断した場合であって、当社が東京証券取引所の上場維持基準を満たさない状況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、残存する当社の株主及び本新株予約権者の皆様に重大な不利益が生じる蓋然性が高いと公開買付者が合理的に判断したときは、公開買付者は、残存する当社の株主及び本新株予約権者の皆様にかかる不利益を生じさせないよう、再度

本公開買付けと実質的に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、残存する当社の株主及び本新株予約権者に対して合理的な退出機会を与える予定とのことです。また、公開買付者としては、本スクイーズ・アウト手続の実施の目処が立たない場合であっても、その時点で残存する当社の株主の皆様と協力の上、コンサルティング・アプローチを活用した成長戦略・事業構造変革の設計・遂行や人的支援等を通じ、当社の企業価値向上に向けて当社を全面的に支援していく予定とのことです。FK との協議状況その他具体的な状況によっては、本株式併合のスキーム及び具体的な手続に変更が生じる可能性はありますが、変更が生じた場合には、決定次第、当社を通じて速やかに公表する予定とのことです。

なお、本公開買付け及びFK 公開買付けの結果、公開買付者及び本不応募合意株主が所有する当社の議決権の合計数が、FK が所有する当社の議決権の数を下回る場合には、本スクイーズ・アウト手続は実施しない予定とのことです。

上記の手続については、関係法令の改正、施行及び当局の解釈等の状況によっては、実施に時間を要し、又は実施の方法に変更が生じる可能性があるとのことです。ただし、その場合でも、本公開買付けが成立した場合には、本公開買付けに応募しなかった当社の株主（公開買付者、エヌエフシー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する予定とのことです。

なお、本譲渡制限付株式については、その割当契約書において、(a) 譲渡制限期間中に、本株式併合（各取締役及び執行役員の有する本譲渡制限付株式が1株に満たない端数のみとなる場合に限り。）に関する事項が当社の株主総会で承認された場合（ただし、本株式併合の効力発生日（以下「スクイーズ・アウト効力発生日」といいます。）が譲渡制限期間の満了時より前に到来するときに限り。）には、当社取締役会の決議により、スクイーズ・アウト効力発生日の前営業日の直前時をもって、本譲渡制限付株式の割当日を含む月から当該承認の日を含む月までの月数を12で除した数（その数が1を超える場合は、1とみなします。）に、当該承認の日において各取締役及び執行役員が保有する本譲渡制限付株式の数を乗じた結果得られる数の本譲渡制限付株式について、譲渡制限を解除するとされ、(b) 上記(a) に規定する場合は、当社は、スクイーズ・アウト効力発生日の前営業日をもって、同日において譲渡制限が解除されていない本譲渡制限付株式の全部を当然に無償で取得するとされており、本スクイーズ・アウト手続においては、上記割当契約書の(a) の規定に従い、スクイーズ・アウト効力発生日の前営業日の直前時をもって譲渡制限が解除された本譲渡制限付株式については、本株式併合の対象とし、上記割当契約書の(b) の規定に従い、スクイーズ・アウト効力発生日の前営業日の直前時をもって譲渡制限が解除されていない本譲渡制限付株式については、当社において無償取得する想定とのことです。

また、公開買付者は、本公開買付けが成立したものの本公開買付けにおいて本新株予約権の全て（ただし、不応募合意新株予約権を除きます。）を取得できず、かつ、本新株予約権が行使されず残存した場合には、当社に、本新株予約権の取得、本新株予約権者に対する本新株予約権の放棄の勧奨等、当社株式を非公開化することを目的とする一連の取引（以下「本取引」といいます。）の実行に合理的に必要な手続を実践することを要請し、又は実施することを予定しているとのことです。なお、公開買付者は、本公開買付けの成立後に本スクイーズ・アウト手続を実施することになった場合には、本新株予約権が当社の役職員へのインセンティブ報酬として付与されていることに鑑み、本新株予約権者である当社の役職員の不利益にならないよう、本スクイーズ・アウト手続の一環として、本新株予約権の放棄等に協力いただくことを条件に、FK を除く本新株予約権者の皆様に対して、本公開買付価格と本新株予約権の当社株式1株当たりの行使価額との差額に、本新株予約権の目的となる普通株式数を乗じた金額を交付することを予定しているとのことです。その具体的な方法は本新株予約権者及び当社と協議の上、決定することを想定しているとのことです。

以上の各場合における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想定とのことです。

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と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、当社の株主及び本新株予約権者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) 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

当社は取締役会の意思決定過程における恣意性のおそれを排除し、その公正性及び透明性を確保するため、以下の公

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を講じた上で、第2回FK公開買付けに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FK公開買付けへの応募を推奨しており、本公開買付けに関しては、反対の意見を表明することを決議しております。

① 複数のPEファンドからの提案の受領と検討

2024年11月19日付当社プレスリリースをご参照ください。

② 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

2024年11月19日付当社プレスリリースをご参照ください。

③ 当社における独立した法律事務所からの助言

2024年11月19日付当社プレスリリースをご参照ください。

④ 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

2024年11月19日付当社プレスリリースに記載のとおり、当社は、当社株式の非公開化に関する提案について、意思決定の恣意性を排除し、当社の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、2023年9月12日の取締役会において、公開買付者及び当社との間に重要な利害関係を有しない、当社の独立社外取締役である今井光氏、荒牧知子氏、辻孝夫氏、仁科秀隆氏、清水雄也氏及び石丸慎太郎氏の6名から構成される本特別委員会を設置いたしました。本特別委員会の委員は設置当初から変更しておりませんが、2024年6月12日からは、同じく当社の独立社外取締役である大石健樹氏がオブザーバーとして参加しております。本特別委員会の委員の報酬は、答申内容にかかわらず支払われる固定報酬のみであり、FK公開買付け及び本公開買付けを含む本取引の成立等を条件に支払われる成功報酬は含まれておりません。

本特別委員会への委嘱事項は、以下のとおりであり、当社の取締役会は、本特別委員会の設置に係る取締役会決議に際し、下記の委嘱事項に関する本特別委員会の判断内容を最大限尊重して当該事項に関する意思決定を行うことといたしました。

- (a) 当社の策定した企業価値向上策と、非公開化提案に係る買収者の提示する企業価値向上策について、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という観点から比較検討を行い、いずれが望ましいかについて取締役会に提言又は勧告を行うこと
- (b) (a)において非公開化提案の買収者の提示する企業価値向上策が当社の策定した企業価値向上策よりも望ましいという判断になった場合には、非公開化提案について、当社の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の観点から検討し、当社の取締役会において非公開化提案を承認すべきか否かについて、取締役会に提言又は勧告を行うこと

なお、当社は、本特別委員会の設置に係る取締役会決議に際し、(i)上記の委嘱事項について検討するにあたり、必要に応じ、自らの財務のアドバイザー又は第三者算定機関及び法務のアドバイザー等を選任又は指名すること（この場合の費用は当社が負担する。）、(ii)当社の役職員、買収提案者その他本特別委員会が必要と認める者から、本特別委員会への出席その他の方法により、上記の委嘱事項に係る検討及び判断に合理的に必要な情報の提供を求めること、(iii)当社が買収提案者との間で行う協議・交渉過程に実質的に関与し、本特別委員会が必要と認める場合には、当社と買収提案者との協議・交渉に直接又は間接に参加し、当社のために協議・交渉をすることの権限を付与することを併せて決議いたしました。

また、当社取締役会は、2024年8月5日、本特別委員会の8月4日付で、2024年6月28日付で提出した本特別委員会の意見を変更するに足る事情はない旨の意見書を受けて、KKRによる2024年6月14日付の当社の事業及び財務の状況を多面的・総合的に分析の上、当社と事業内容、事業規模、収益の状況等において比較的類似する複数の上場会社の市場株価と収益性等との比較を通じて当社株式の株式価値を分析し、当社に対して、当社株式の非公開化を前提とした、第1回FK公開買付けにおける買付け等の価格についての記載を含む法的拘束力を有する本件に関する最終提案書に係る提案に関する検討に関して、本特別委員会に対し、(a)当社の取締役会に対し、当社の普通株式及び新株予約権に対する公開買付け並びにその後の一連の手続により当社の普通株式を非公開化する取引の実施を勧告



するか（当該公開買付けについて賛同すべきか否か、また、当社の株主及び新株予約権者に対して当該公開買付けへの応募を推奨すべきか否かに係る勧告を含む。）、(b) 当社の取締役会が当該取引の実施に関する決定を行うことが当社の少数株主にとって不利益なものでないか（以下「本諮問事項」といいます。）について諮問することを決議いたしました。なお、本諮問事項の検討に際しては、(i) 当社の企業価値の向上に資するか否かの観点から、取引を実施することの是非について検討・判断するとともに、(ii) 当社の少数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・判断するものとされております。また、当社の取締役会は、かかる決議に際して、上記取引に関する意思決定は、上記諮問に基づく本特別委員会の判断内容を最大限尊重して行うものとし、特に本特別委員会が上記取引に関する取引条件を妥当でないとは判断したときには、当社の取締役会は当該取引条件による上記取引に賛同しないものとする旨を併せて決議するとともに、従前の委嘱事項や本特別委員会に対して付与している権限を変更するものではないことを確認しています。

上記を踏まえ本特別委員会は当社取締役会に対して12月17日付意見書を提出しております。

同意書の内容につきましては、別紙をご参照ください。

⑤ 特別委員会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及び本フェアネス・オピニオンの取得  
2024年11月19日付当社プレスリリースをご参照ください。

⑥ 特別委員会における独立した法律事務所からの助言  
2024年11月19日付当社プレスリリースをご参照ください。

⑦ 当社における利害関係を有しない取締役過半数の承認及び監査役全員の異議がない旨の意見

当社取締役会は、2024年11月15日付で、第2回FK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FK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の全会一致により、決議しており、本公開買付けに関しては、反対の意見を表明することを決議しております。その後、2024年12月11日付バ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、本公開買付けについて真摯かつ慎重に検討を行った結果、「(2) 本公開買付けに関する意見の根拠及び理由」の「② 意見の根拠及び理由」に記載のとおり、本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FK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FK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FK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FK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、本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。

・本公開買付価格と第2回FK公開買付価格の149円の価格差について、第2回FK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える考え方を含め、本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、当社が本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、本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。

#### 4. 公開買付者と当社の株主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

##### (1) 本応募契約

公開買付者は、野澤氏の親族である野澤則子氏（所有株式数：1,158,156株、所有割合：1.84%）、野澤佳子氏（所有株式数：167,600株、所有割合：0.27%）、及び竹内可奈氏（所有株式数：167,600株、所有割合：0.27%）（以下「本応募合意株主」と総称します。）との間で、2024年10月11日付でそれぞれ応募契約（以下「本応募契約」と総称します。）を締結し、本応募合意株主が、応募合意株式の全て（1,493,356株、所有割合の合計：2.37%）について、本公開

買付けが開始された場合、本公開買付けに応募する旨の合意をしているとのことです。また、公開買付者は、本応募契約において、以下の内容を合意しているとのことです。なお、公開買付者は、本公開買付けに関して、本応募契約以外に、本応募合意株主との間で合意を行っていないとのことです。

a) 公開買付者は、以下の前提条件が充足されていること又は公開買付者により放棄されていることを条件に、本公開買付けを開始するものとされているとのことです。

- ① 本応募契約に定める本応募合意株主による表明及び保証（注1）が、重要な点において真実かつ正確であること。
- ② 本応募合意株主について、本応募契約に基づき履行又は遵守すべき義務（注2）が、重要な点において全て履行又は遵守されていること。
- ③ 当社の取締役会において、本公開買付けに賛同する旨の意見表明決議が行われ、その旨が公表されており、かつ、かかる意見表明を変更若しくは撤回する又はこれと矛盾する内容のいかなる決議も行われていないこと。
- ④ 当社及びその子会社において、(i)金融商品取引法施行令（昭和40年政令第321号。その後の改正を含みます。以下「令」といいます。）第14条第1項第1号イ乃至ヌ及びワ乃至ツに掲げる事項が決定されておらず、(ii)当社において、同項第3号イ乃至チ及び第4号に定める事項が発生しておらず、(iii)当社の重要な子会社に同項第3号イ乃至トに掲げる事項が発生しておらず、(iv)当社において、同条第2項第3号乃至第6号に定める事項が発生しておらず、また、(v)当社が過去に提出した法定開示書類について、重要な事項につき虚偽の記載があり、又は記載すべき重要な事項の記載が欠けていることが判明し、かつ、公開買付者が当該虚偽記載等があることを知らないこと。
- ⑤ 当社グループの事業、財務状況、経営状況、資産、負債、キャッシュ・フロー若しくは今後の見通し、又は関連する経済及び市場状況に重大な悪影響を与え得る事態が生じていないことその他当社グループにおいて公開買付者の本公開買付けを開始する判断に重要な影響を与えると合理的に認められる事象が生じていないこと。
- ⑥ 本件取引の実施に必要な(i)独占禁止法、(ii)外国為替及び外国貿易法、並びに(iii)ベトナムの競争法に基づく許認可等（以下「本クリアランス」といいます。）の取得が完了し、又は完了が合理的に見込まれていること。
- ⑦ 公開買付者が、当社に係る業務等に関する重要事実（金融商品取引法（昭和23年法律第25号。その後の改正を含みます。以下「法」といいます。）第166条第2項に定めるものをいう。）で当社が公表（法第166条第4項に定める意味を有する。）していないものを認識していないこと。
- ⑧ 司法・行政機関等に対して、本公開買付け又は本応募合意株主の所有する当社株式の本公開買付けへの応募（以下「本応募」といいます。）を制限又は禁止することを求める旨のいかなる申立、訴訟等も係属しておらず、かつ、本公開買付け又は本株主による本応募を制限又は禁止する旨のいかなる法令等又は司法・行政機関等の判断等も存在していないこと。

(注1) 本応募契約においては、(i)本応募契約の締結に関する権利能力、行為能力及び意思能力、(ii)本応募契約の有効性及び執行可能性、(iii)必要な許認可等の取得、(iv)本応募契約の締結及び履行についての法令等との抵触の不存在、(v)倒産手続等及びその原因の不存在、(vi)反社会勢力との関係の不存在、(vii)適用ある各国の腐敗防止法令の遵守、(viii)株式及び新株予約権の保有の適法性及び有効性並びに株式及び新株予約権に係る合意の不存在が、本応募合意株主の表明保証事項とされているとのことです。

(注2) 本応募契約においては、本応募合意株主は、(i)本応募契約において別途明示的に規定される場合を除き、応募合意株式の処分、並びに当社株式及び本新株予約権又はそれらに係る権利の取得を行わない義務、(ii)本取引と競合、矛盾若しくは抵触し、又はそのおそれのある行為を行わない義務、(iii)公開買付者以外の第三者から(ii)の勧誘、提案、情報提供又は申込みを受けた場合の通知及び協議義務、(iv)本応募契約の締結日から本公開買付けに係る決済の開始日（以下「本決済開始日」といいます。）までの間、公開買付者の事前の書面による承諾なく、当社の株主総会の招集請求権又は株主提案権を行使してはならない義務、(v)本応募契約の締結日から本決済開始日までに開催される当社の株主総会において、一定の議案に反対の議決権を行使する義務、(vi)本決済開始日より前の日を権利行使の基準日とし、本決済開始日以降に開催される当社の株主総会において、公開買付者の指示に従って権利を行使する義務、(vii)義務又は表明保証事項違反が生じた場合の補償義務、(viii)表明保証違反又は義務違反の場合の通知義務、(ix)秘密保持義務、(x)契約上の地位又は権利義務の譲渡等禁止義務等を負っているとのことです。

b) 本応募は、以下①から⑤が前提条件とされているとのことです（なお、以下の各前提条件のいずれかが充足されな

い場合でも、本応募合意株主が自らの裁量で応募合意株式の全部又は一部を本公開買付けに応募することができるのと  
のことです。)

- ① 本応募契約に定める公開買付者の表明及び保証(注3)が、重要な点において真実かつ正確であること
- ② 公開買付者が本応募契約に基づき履行又は遵守すべき義務(注4)が、重要な点において全て履行又は遵守されていること
- ③ 本公開買付けが開始されていること
- ④ 本応募合意株主が、当社に係る業務等に関する重要事実(法第166条第2項に定めるものをいう。)で当社が公表(法第166条第4項に定める意味を有する。)していないものを認識していないこと(ただし、公開買付者の合理的な協力により法第166条第6項第7号の適用を受けることができる場合はこの限りではない。)
- ⑤ 司法・行政機関等に対して、本公開買付け又は本応募を制限又は禁止することを求める旨のいかなる申立、訴訟等も係属しておらず、かつ、本公開買付け又は本応募合意株主による本応募を制限又は禁止する旨のいかなる法令等又は司法・行政機関等の判断等も存在していないこと

(注3) 本応募契約においては、(i)設立及び存続の適法性及び有効性、(ii)本応募契約の締結に関する権利能力及び必要な手続きの履践、(iii)本応募契約の有効性及び執行可能性、(iv)必要な許認可等の取得、(v)本応募契約の締結及び履行についての法令等との抵触の不存在、(vi)倒産手続等及びその原因の不存在、(vii)反社会勢力との関係の不存在、(viii)適用ある各国の腐敗防止法令の遵守、(ix)本取引を行うための資金の十分性及び調達見込みが公開買付者の表明保証事項とされているとのことです。

(注4) 本応募契約においては、公開買付者は、(i)本応募契約に定める前提条件が全て充足されていること又は公開買付者により放棄されていることを条件とした本公開買付けの開始義務、(ii)義務又は表明保証事項違反が生じた場合の補償義務、(iii)表明保証違反又は義務違反の場合の通知義務、(iv)秘密保持義務、(v)契約上の地位又は権利義務の譲渡等禁止義務等を負っているとのことです。

c) 公開買付者及び本応募合意株主は、本応募合意株主が、本不応募合意株主及び本応募合意株主その他の野澤氏の親族が公開買付者親会社に出資(以下「本再出資」といいます。)を行うことを確認しています。本再出資の具体的な内容は、公開買付者と本応募合意株主が別途誠実に協議して合意するものとされているとのことです。

## (2) 本不応募契約

公開買付者は、本不応募合意株主との間で、2024年10月11日付でそれぞれ不応募契約(以下「本不応募契約」といいます。)を締結し、本不応募合意株主が、不応募合意株式の全て(10,198,526株、所有割合16.18%)及び不応募合意新株予約権の全て(本新株予約権の行使により交付される当社株式を含みます。8,000個、所有割合:0.01%)について、本公開買付けが開始された場合、本公開買付けに応募しない旨、本臨時株主総会において、不応募合意株式に関して、本株式併合に関連する議案に本不応募合意株主が賛成する旨の合意をしているとのことです。また、本不応募契約において、以下の内容を合意しております。なお、本不応募契約を除いて、公開買付者と本不応募合意株主との間で本取引に関する合意は締結されていないとのことです。

a) 公開買付者は、以下の前提条件が充足されていること又は公開買付者により放棄されていることを条件に、本公開買付けを開始するものとされているとのことです。

- ① 本不応募契約に定める本不応募合意株主による表明及び保証(注5)が、重要な点において真実かつ正確であること。
- ② 本不応募合意株主について、本不応募契約に基づき履行又は遵守すべき義務(注6)が、重要な点において全て履行又は遵守されていること。
- ③ 当社の取締役会において、本公開買付けに賛同する旨の意見表明決議が行われ、その旨が公表されており、かつ、かかる意見表明を変更若しくは撤回する又はこれと矛盾する内容のいかなる決議も行われていないこと。
- ④ 当社及びその子会社において、(i)令第14条第1項第1号イ乃至ヌ及びワ乃至ツに掲げる事項が決定されておらず、(ii)当社において、同項第3号イ乃至チ及び第4号に定める事項が発生しておらず、(iii)当社の重要な子会社に同項第3号イ乃至トに掲げる事項が発生しておらず、(iv)当社において、同条第2項第3号乃至第6号に定める事項が発生しておらず、また、(v)当社が過去に提出した法定開示書類について、重要な事項につき虚偽の記載があり、又は記載すべき重要な事項の記載が欠けていることが判明し、かつ、公開買付者が当該虚偽記載等が

あることを知らないこと。

- ⑤ 当社グループの事業、財務状況、経営状況、資産、負債、キャッシュ・フロー若しくは今後の見通し、又は関連する経済及び市場状況に重大な悪影響を与え得る事態が生じていないことその他当社グループにおいて公開買付者の本公開買付けを開始する判断に重要な影響を与えると合理的に認められる事象が生じていないこと。
- ⑥ 本クリアランスの取得が完了し、又は完了が合理的に見込まれていること。
- ⑦ 公開買付者が、当社に係る業務等に関する重要事実（法第166条第2項に定めるものをいう。）で当社が公表（法第166条第4項に定める意味を有する。）していないものを認識していないこと。
- ⑧ 司法・行政機関等に対して、本公開買付けを制限又は禁止することを求める旨のいかなる申立、訴訟等も係属しておらず、かつ、本公開買付けを制限又は禁止する旨のいかなる法令等又は司法・行政機関等の判断等も存在していないこと。

(注5) 本不応募契約においては、法人である本不応募合意株主について、(i)設立及び存続の適法性及び有効性、(ii)本不応募契約の締結に関する権利能力及び必要な手続きの履践、(iii)本不応募契約の有効性及び執行可能性、(iv)必要な許認可等の取得、(v)本不応募契約の締結及び履行についての法令等との抵触の不存在、(vi)倒産手続等及びその原因の不存在、(vii)反社会勢力との関係の不存在、(viii)適用ある各国の腐敗防止法令の遵守、(ix)株式及び新株予約権の保有の適法性及び有効性並びに株式及び新株予約権に係る合意の不存在が、自然人である本不応募合意株主について、(i)本不応募契約の締結に関する権利能力、行為能力及び意思能力、(ii)本不応募契約の有効性及び執行可能性、(iii)必要な許認可等の取得、(iv)本不応募契約の締結及び履行についての法令等との抵触の不存在、(v)倒産手続等及びその原因の不存在、(vi)反社会勢力との関係の不存在、(vii)適用ある各国の腐敗防止法令の遵守、(viii)株式及び新株予約権の保有の適法性及び有効性並びに株式及び新株予約権に係る合意の不存在が、それぞれ本不応募合意株主の表明保証事項とされているとのことです。

(注6) 本不応募契約においては、本不応募合意株主は、(i)本不応募契約において別途明示的に規定される場合を除き、不応募合意株式及び本新株予約権の、譲渡、担保設定その他の処分及び、当社株式及び本新株予約権又はそれらに係る権利の取得を行わない義務、(ii)本取引と競合、矛盾若しくは抵触し、又はそのおそれのある行為を行わない義務、(iii)公開買付者以外の第三者から(ii)の勧誘、提案、情報提供又は申込みを受けた場合の通知及び協議義務、(iv)本スクイズ・アウト手続への協力義務、(v)本不応募契約の締結日から本株式併合の効力発生日までの間、公開買付者の事前の書面による承諾なく、当社の株主総会の招集請求権又は株主提案権を行使してはならない義務、(vi)本不応募契約の締結日から本株式併合の効力発生日までに開催される当社の株主総会において、一定の議案に反対の議決権を行使する義務、(vii)本株式併合の効力発生日以降に開催される当社の株主総会において、公開買付者の指示に従って権利を行使する義務、(viii)義務又は表明保証事項違反が生じた場合の補償義務、(ix)表明保証違反又は義務違反の場合の通知義務、(x)秘密保持義務、(xi)契約上の地位又は権利義務の譲渡等禁止義務等を負っているとのことです。

- b) 公開買付者及び本不応募合意株主は、本不応募合意株主その他の野澤氏の親族が、本再出資を行うことを確認しています。本再出資の具体的な内容は、公開買付者と本不応募合意株主が別途誠実に協議して合意するものとされています。

#### 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。

9. 今後の見通し

2024年11月19日付当社プレスリリースをご参照ください。

10. 支配株主との取引等に関する事項

該当事項はありません。

11. その他

2024年11月19日付当社プレスリリースをご参照ください。

以 上

2024年12月17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。）及び2024年11月18日付答申書（以下「**11月18日付答申書**」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<sup>1)</sup>）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) 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<sup>2)</sup>：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）

<sup>1)</sup> (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。

<sup>2)</sup> (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。

- 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。
- (10) 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、Bain 追加提案価格が KKR 提案価格を 149 円（約 1.58%）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。
  - 公開買付けの決済完了予定時期で見ると、KKR 第2回公開買付けとの比較において、Bain 追加提案による公開買付けの完了時期は約3ヶ月遅れることが想定される。
- (11) 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、Bain 追加提案を受領した以降、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 Bain 追加提案を踏まえた KKR 第2回公開買付けの買付期間延長又は再度の公開買付け実施に関する意向確認
- (2) 当委員会は、Bain 追加提案に関して、以下の対応を行った。
  - ① Bain に対して、主に以下の事項に関する質問状を送付し、回答を得た。
    - 「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。」（提案書 1 頁）との記載の趣旨及び理由
    - KKR 第2回公開買付けの撤回又は不成立を前提条件に加えた理由
    - 企業価値向上にかかる提案内容のアップデートの有無



- (3) 当委員会は、当社執行部との間で合計 1 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 3 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. 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)①Bain 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、②Bain 公開買付けの完了は、KKR 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、Bain 公開買付けが KKR 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、Bain 追加提案は KKR 提案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 KKR 提案に劣ること、(ii) ①KKR 提案価格は、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、②Bain 追加提案価格と KKR 提案価格の差は 149 円 (約 1.58%) である一方で、KKR 提案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考えると、Bain 追加提案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、Bain 公開買付けに反対意見を表明するよう勧告する。
- (b) 当委員会は、取締役会に対して、Bain 公開買付けに反対意見を表明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ず、Bain 公開買付けは開始されないものと想定している。

### **2. KKR 第 2 回公開買付けについて**

11 月 18 日付答申書提出から本追加意見書提出日に至るまで、11 月 18 日付答申書における KKR 第 2 回公開買付けに関する当委員会の意見を覆すに足る事情は発生していない。

よって当委員会は改めて、取締役会に対して、KKR 第 2 回公開買付けについて、11 月 18 日付答申書で述べた意見と同様の意見を述べる。

## **第3 意見の理由**

### **1. Bain 追加提案の真摯な検討**

当委員会は、Bain から 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されたことを踏まえ、2024 年 12 月 11 日に受領した Bain 追加提案について、真摯な検討を行った。

### **2. 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、十分な説明責任を果たす必要がある。

### 3. 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。そして、KKR 第 2 回公開買付けの公開買付期間は 2024 年 12 月 19 日までである。

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。そして、Bain 公開買付けは 2025 年 1 月下旬又は 2 月上旬を目途に開始することとされており、公開買付期間は 30 営業日とされる予定である。そのため、Bain 公開買付けの完了は、最短で 2025 年 3 月中旬になるものと予想される。

##### 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 非公開化を通じた速やかな当社中計の達成について

11 月 18 日付答申書で指摘したとおり、当社は本件の対応に多大な労力を費やしており、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。

この点、KKR 第 2 回公開買付けの公開買付期間は 2024 年 12 月 19 日までであり、KKR 第 2 回公開買付けが成立した場合、当社は速やかに、KKR と協働して、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に移ることが可能である。これに対して、Bain 公開買付けは最短で 3 月中旬に完了するため、非公開化を通じた企業価値向上策の実行着手時期の点で Bain 追加提案には少なくとも 3 ヶ月程度の遅れが見込まれることとなる。

そして、Bain 追加提案は「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」を Bain 公開買付け開始の前提条件としている。このため Bain 公開買付けが KKR 第 2 回公開買付けに先だって完了する可能性はない。すなわち、非公開化を通じた速やかな当社中計の達成という観点からすると、Bain 追加提案は常に KKR 提案に劣後する構造となっている。

このように非公開化を通じた企業価値向上策の実行着手時期が遅れることは、非公開化を通じた企業価値向

上策の実行により実現できる将来キャッシュフローの実現時期が遅れることにつながる。非公開化を通じた企業価値向上策の実行により実現される将来キャッシュフローの実現時期が遅れば遅れるほど、その割引現在価値は低下することとなる。すなわち、非公開化を通じた当社中計の達成時期において Bain 追加提案が KKR 提案に劣後することは、定量的な観点においても、Bain 追加提案が KKR 提案に劣ることを意味すると言える。

#### ④ 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。

#### ⑤ 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。

#### 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 提案価格は斯様な公正なプロセスを経た上での最高価格である。

また、Bain 追加提案価格 (9,600 円) と KKR 提案価格 (9,451 円) の間には 149 円 (比率にして約 1.58%) の価格差がある一方で、KKR 提案価格は Bain 追加提案価格よりも約 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。また、Bain 追加提案は「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」を Bain 公開買付け開始の前提条件としているため、Bain 公開買付けが KKR 第 2 回公開買付けに先だって完了する可能性はない。このため時間的価値について、Bain 追加提案は常に KKR 提案に劣後する構造となっている。

### ③ 小括

以上からすれば、少なくとも、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ことは明らかである。

また、KKR 提案価格 (9,451 円) には価格としての十分性が認められ、「価格が十分とは言いがたい提案」ではないと評価できる。このため KKR 提案に賛同する当社の取締役会の判断は、そもそも、行動指針が指摘する『「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』に該当しないとの評価も可能である。

仮に KKR 提案に賛同する当社の取締役会の判断が『「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』に当たるとしても、本追加意見書で述べるところにより、当社は当該判断の合理性について、十分な説明責任を果たしていると考ええる。

### (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。また、非公開化を通じた企業価値向上策の実行着手時期について、Bain 公開買付けは、KKR 第 2 回公開買付けに 3 ヶ月程度遅れることが見込まれており、早期に非公開化を通じた当社中計達成に向けた企業価値向上策の実行に着手できる KKR 提案の方が、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優れている。上記の点に鑑みれば、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。

そして、上記(2)にて記載したとおり、KKR 提案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い。また、Bain 追加提案価格 (9,600 円) と KKR 提案価格 (9,451 円) の間には 149 円 (比率にして約 1.58%) の価格差がある一方で、KKR 提案価格は Bain 追加提案価格よりも約 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、Bain 追加提案に賛同意見を表明して Bain 追加提案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。

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 追加提案に反対意見を表明することが、行動指針に最も忠実な結論であると考ええる。

### (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、Bainは当該請求に応じていない。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。

## ② Bain追加提案の撤回可能性について

2024年12月11日付の「富士ソフト株式会社の非公開化に関するご提案」と題する書面において「本書状は、引き続き本件取引に関する弊社による法的拘束力のあるご提案としますが、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。」と記載されている。

Bain追加提案の撤回可能性について当委員会がBainに確認したところによれば、(i)当社がBain追加提案を真摯に検討する限りにおいては、一方的にBain追加提案を撤回する意図はない、(ii)Bain追加提案の撤回に先立ち、当社取締役会がBain追加提案に賛同する場合は、Bain公開買付けを開始することを予定している、(iii)当社がBain公開買付けへの賛同意見を表明する旨の取締役会決議がなされる見込みがないとBainが判断した場合には、Bain追加提案を撤回する余地を残している、とのことであった。

しかしながら、上記のBainによる回答を前提としたとしても、Bain追加提案に関する真摯な検討が継続しているかといった点や、Bain公開買付けへの賛同意見を表明する旨の取締役会決議がなされる見込みがあるかという点について、Bainに判断の裁量が残されており、Bainの判断によりBain追加提案がいつ撤回されるかについて、具体的な見通しをたてることは困難である。

当社取締役会が賛同を行う限りにおいて、Bain追加提案は撤回されないと明確な言明はなされているものの、当社取締役会が意見形成を行うまでの間、Bainによる撤回可能性が留保されているとの評価は免れない。このようなBain追加提案は、株主利益の確保という観点から、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。

## (5) 強圧性について

11月18日付答申書に記載したとおり、Bain提案には、強圧性の問題があり、以下の理由から、強圧性についての対応が不十分であるとの評価を免れなかった。

- 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。

Bain追加提案では買付予定数に過半数の下限が設定されたことにより、普通決議についてデッドロックが生じるおそれはなく、企業価値を毀損するリスクが従前よりも減少し、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措置も講じられている。

よって、強圧性については一定の対応がなされ、強圧性の程度は低減したと考える。

但し、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という問題点はなお残っている。また、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。

#### 4. 結論

##### (1) 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)①Bain 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、②Bain 公開買付けの完了は、KKR 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、Bain 公開買付けが KKR 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、Bain 追加提案は KKR 提案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 KKR 提案に劣ること、(ii) ①KKR 提案価格は、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、②Bain 追加提案価格と KKR 提案価格の差は 149 円（約 1.58%）である一方で、KKR 提案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考えると、Bain 追加提案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、Bain 公開買付けに反対意見を表明するよう勧告する。

- 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 公開買付けに反対意見を表明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ず、Bain 公開買付けは開始されないものと想定している。

##### (2) KKR 第 2 回公開買付けについて

11 月 18 日付答申書提出から本追加意見書提出日に至るまで、11 月 18 日付答申書における KKR 第 2 回公開買付けに関する当委員会の意見を覆すに足る事情は発生していない。

よって当委員会は改めて、取締役会に対して、KKR 第 2 回公開買付けについて、11 月 18 日付答申書で述べた意見と同様の意見を述べる。

以 上