

KKR vs. Bain Capital—富士ソフトに対する競合TOB

ブレイクモア法律事務所は、KKR及びBain Capitalによる富士ソフトに対する競合TOBに関する法的問題点を分析した¹

2024年9月12日

第1 事業価値の評価に関する根本的な問題

1 本論

本件の特徴は、富士ソフト株式会社（「富士ソフト」）が、連結ベース（帳簿ベース）で、1006億4200万円もの巨額の有形固定資産（不動産）を有している（次頁及び次々頁の連結貸借対照表²参照）点である。

富士ソフトは、年間の税金等調整前当期純利益が204億3900万円³の約5倍の帳簿価格の不動産を有しているため、その不動産を売却して設備投資に使うのが、同社の事業価値を向上させることに資することは明らかであると思われる。

本株式価値算定書（SMB C日興証券）について、「DCF法による分析において前提とした財務予測は当社が作成した本事業計画に基づいているところ、大幅な増減益及びフリー・キャッシュ・フローの増減を見込んでいる事業年度は含まれておりません。」と、本意見表明報告書に記載されている。

本株式価値算定書（JPモルガン証券）についても、「DCF法による分析において前提とした財務予測は当社が作成した本事業計画に基づいているところ、大幅な増減益及びフリー・キャッシュ・フローの増減を見込んでいる事業年度は含まれておりません。」と、本意見表明報告書に記載されている。

¹ 付属書類Aとして「KKR vs. Bain Capital／時系列表」と題された書類（「時系列表」という）が、本書に添付されている。時系列表、FK株式会社による富士ソフト（後で定義される）に対する公開買付けに係る公開買付け届出書（2024年9月5日付）、及び、かかる公開買付けに関する意見表明報告書（2024年9月5日付）（「本意見表明報告書」という）の中で定義された用語が本書において使用された場合、本書において別異に定義されない限り、かかる用語は、当該書類において定義された意味を有する。

² 富士ソフトの半期報告書（2024年8月9日）による。

³ 富士ソフトの有価証券報告書（2024年3月27日）による。

Briefing

1 【中間連結財務諸表】

(1) 【中間連結貸借対照表】

(単位：百万円)

	前連結会計年度 (2023年12月31日)	当中間連結会計期間 (2024年6月30日)
資産の部		
流動資産		
現金及び預金	35,324	40,777
受取手形、売掛金及び契約資産	※1 62,696	※1 62,941
有価証券	8,100	1,700
商品	1,350	988
仕掛品	4,478	3,982
原材料及び貯蔵品	91	88
その他	11,214	11,773
貸倒引当金	△102	△99
流動資産合計	123,153	122,153
固定資産		
有形固定資産		
建物及び構築物	64,846	76,638
減価償却累計額	△33,138	△32,596
建物及び構築物（純額）	31,707	44,042
土地	55,322	50,966
建設仮勘定	14,273	2,416
その他	13,175	13,665
減価償却累計額	△10,315	△10,448
その他（純額）	2,859	3,217
有形固定資産合計	104,163	100,642
無形固定資産		
のれん	272	240
ソフトウェア	5,242	5,050
その他	30	30
無形固定資産合計	5,544	5,320

Briefing

投資その他の資産		
投資有価証券	8,986	10,791
退職給付に係る資産	7,400	7,862
繰延税金資産	3,904	2,997
再評価に係る繰延税金資産	64	—
その他	4,459	4,231
貸倒引当金	△81	△87
投資その他の資産合計	24,734	25,795
固定資産合計	134,443	131,757
資産合計	257,596	253,911

Briefing

前記を前提にすれば、優良不動産を大量に売却した事業年度においては、大幅な増益及びフリー・キャッシュ・フローの増加が見込まれるが、かかる事業年度はDCF法による分析に含まれないことになる。

具体的言え、2025事業年度において全ての不動産を売却し、多額の現金を得たうえで、それを2026事業年度において2025年事業年度に係る配当として、その時点における株主（公開買付者）に交付した場合、2025事業年度において多額の現金を得たことは、「大幅な増益及びフリー・キャッシュ・フローの増加」に当たるので、2025事業年度はDCF法による分析に含まれないことになるが、それは、富士ソフトの不動産の含み益を公開買付者が独占し、少数株主は、その分配に与れないことを意味する（2026事業年度の財務諸表には、多額の含み益（現金）も計上されず、設備投資もされなかったため、設備投資に係る資産も計上されないことになる）。今回のTOBにおいてプレミアムが付けられているので、その一部は少数株主にも分配されることになるが、不動産の含み益の金額も開示されない状況の下で、公開買付者と少数株主との間で、どの程度の比率でかかる含み益が分配されるのか開示されていない。従って、富士ソフトの取締役会として、公開買付者に対して上記に係る開示を求めるか、それとも、自ら、それを開示し、そのうえで、どういう理由で、公開買付者の示す公開買付価格について応募推奨するのかを株主に説明すべきではないかと思料する。

従って、上記のような、大幅な増益及びフリー・キャッシュ・フローの増加が見込まれる事業年度をDCF法による分析に含めないという方法を使って作成された本株式価値算定書（SMB C日興証券）及び本株式価値算定書（JPモルガン証券）は、富士ソフトの1株当たりの評価額を著しく低く評価することになるので、合理的なものではないのではないかと疑義が生じる。本株式価値算定書（JPモルガン証券）に依拠して作成された本フェアネス・オピニオンも、同様に、合理的なものではないのではないかと疑義が生じる。

2 補論その1（3DPIの立ち位置）

上記の1の立論に対しては、それは、3DIPにも当てはまるのではないかと反論がなされることも予想される。即ち、3DPIは、富士ソフトの不動産の含み益を自分のものにするためにKKRにTOBをさせたとの主張もあるが、その主張が正しいのであれば、3DPIが少数株主と同額の公開買付者

Briefing

の提示した公開買付価格で富士ソフト株式を売却するのであれば、3DPIとして、公開買付価格が安値になることを見逃すはずはなく、不動産の含み益を反映させた公開買付価格とするよう、アレンジしたはずである、という反論である。

これに対しては、確かに3DPIは、公開買付者との間で本3DIP応募契約に基づきKKRのTOBに応募することを約束しているが、その売買代金を、公開買付者の優先株式の購入代金に充当することにより、公開買付者の優先株主となることによって富士ソフトの不動産の含み益の分配に与ることもできるとの反論が考えられる。

かかる反論を払拭するためにも、上記のような取り決めが3DPIと公開買付者との間でなされていることは無いということをKKRのTOBに係る開示書類の中で明示すべきであろう。

もし、かかる取り決めが3DPIと公開買付者との間でなされているのであれば、その内容をKKRのTOBに係る開示書類の中で明示すべきである。そうでないのであれば、少数株主は、公開買付者の提示する公開買付価格を受け入れることができるか否か、判断ができないであろう。

3 補論その2 (Majority of Minority)

上記1及び2の状況を考慮したとき、後で少数株主からクレームを付けられることを減少させるため、TOB成立の要件として、MOMを入れるべきではないかと思料する。

ただ、MOMを入れても、少数株主の中には、不動産の含み益について何も知らせず、TOB及びその後のスクイーズ・アウト完了後に公開買付者がそれを独り占めしたということを知って、何らかのクレームを公開買付者及び当該TOBに推奨意見を発出した富士ソフトの取締役会及び本特別委員会に付けて来る者もいると考えられるので、不動産の含み益の金額、及び、その、公開買付者と少数株主との間の分配割合についてより適切な開示を行うべきではないかと思料する。

第2 非公開化が富士ソフトの事業価値の向上のために最善の策なのかについて、富士ソフトとして結論を出さないままに、富士ソフトは、KKRによるTOBに賛同したのではないか？

3DIP プロセスは、3DIP 主導の下、富士ソフト株式の非公開化を通じた企業価値向上

Briefing

策を潜在的な投資家から募集するプロセスである。即ち、3DIP プロセスにおいては、富士ソフト株式の非公開化は企業価値向上のための所与の前提とされている。

当然のことであるが、事業価値の向上のために、非公開化が必要なのか否かについて検討がなされるべきである。

優良な不動産を多数抱える富士ソフトの場合、かかる不動産を売却し、その売却代金を、大きな成長が見込まれるその本業（システム構築、クラウド関連、及び制御ソフト開発）に係る設備投資に早急に投入することこそが、富士ソフトの事業価値向上の最善策である。

そのために、富士ソフト株式の非公開化を行う必然性は全く無いのではないかと思われる。非公開化されれば、巨額の不動産の売買代金を配当という形で公開買付者が独占することを許すことになるので、少数株主にとって不利である。

そのことも考慮したため、富士ソフト情報提供プロセスは、複数の候補者を招聘した企業価値向上に関する情報提供を目的としたプロセスと定義されたと思われる。即ち、富士ソフト情報提供プロセスにおいては、富士ソフト株式の非公開化は所与の前提とはされていないのである。

そして、本特別委員会への委嘱事項は、

- 「(a) KKRを含む3DIP プロセス優先交渉権を付与された候補先3社の案の比較
- (b) 非公開化提案の候補先3社の提示する企業価値向上策が富士ソフト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、富士ソフトの取締役会において非公開化提案を承認する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」

とされており、

「富士ソフトは、富士ソフト情報提供プロセスにおいて4社から情報提供を受けていたが、当該情報提供はあくまでも企業価値向上策に係る情報提供にとどまり、富士ソフトに対する買収提案ではなかった」ことを理由として、富士ソフトは、上記4社（ベインキャピタルを含む）の案を、本特別委員会における検討対象とはしなかったのである。

これは、非公開化を所与の前提としたうえで、KKRを含む3DIP プロセス優先交渉権を付与された候補先3社の案の中から、富士ソフトの企業価値向上に最も資するものを選ぶということを意味する。そして、上記(b)において、「富士ソフト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」と言っているが、上記の通り、富士ソフト情報提供プロセスにおいて情報提供した4社の案は、本特別委員会における検討対象とならなかったのであるから、KKRを含む3DIP プロセス優先交

Briefing

渉権を付与された候補先3社の案のうち最善のものが候補として残ることになる。上記(b)において、「富士ソフトの取締役会において非公開化提案を承認すべきか否か」という文言が使われているが、ここでいう「非公開化提案」とは、「KKRを含む3DIPプロセス優先交渉権を付与された候補先3社の案のうち最善のもの」を意味するに過ぎない。即ち、企業価値向上のために非公開化する必要があるか否かについては、検討せずに、非公開化を前提としたうえで、複数の案を出させ優劣を決めるということになったのである。

事実、時系列表の2024年6月28日、2024年8月4日、及び、2024年8月7日の、それぞれの行の1番右の列の記述を見れば、実際そのようになっている。本特別委員会は、企業価値向上のために非公開化する必要があるか否かについて判断していないのである。

この点は、ベインキャピタルが、「ベインキャピタルによる富士ソフト株式会社（証券コード：9749）に対する公開買付けに係る提案提出のお知らせ」（2024年9月3日付）で指摘する通りであると思料する。

そもそも、上記のような合理的でない事項を本特別委員会に委嘱事項としたことについて、富士ソフト取締役会は、富士ソフトに対する善管注意義務の懈怠の責任を問われ得るのではないかと思料する。

第3 ベインキャピタルの提案について、取締役会が本特別委員会の委嘱事項としなかった点について

非公開化が富士ソフトの事業価値の向上のために最善の策なのかについて本特別委員会の委嘱事項とされなかったことについては、上記第2において論じた。

ここでは、ベインキャピタルの1株当たり8006円の買収提案について、取締役会が本特別委員会の委嘱事項としなかった点について論じる。

ベインキャピタルは、富士ソフト株式の非公開化取引を実施する場合の富士ソフト株式1株あたりの取得価格は8006円とすることを、2023年8月上旬以降に、富士ソフトに提案した、と主張している。

もし、これが真実であるならば（真実であることの証明が必要である）、取締役会が、2023年9月13日に本件特別委員会への委嘱事項の中にベインキャピタルの買収提案の検討（比較）を入れなかったのは、善管注意義務に反するであろう。

また、「富士ソフトは、富士ソフト情報提供プロセスにおいて4社から情報提供を

Briefing

受けていたが、当該情報提供はあくまでも企業価値向上策に係る情報提供にとどまり、富士ソフトに対する買収提案ではなかったため、本特別委員会における検討対象とはされなかった」（時系列表の「2023.9.15」の行の、左から3番目の列の記載参照）という富士ソフトの主張は、上記ベインキャピタルの主張が真実であれば、虚偽の事柄を記載したことになるので、富士ソフトは、金商法に違反の責めを負わされ得ると思料する。

なお、本特別委員会の8月4日付意見書では、2024年7月26日付ベインキャピタル提案は法的拘束力を有しない提案であることを、6月28日付意見書の変更の必要性が無いことの主要な理由の1つにしているが、本特別委員会として、買収価格の引き上げのため、ベインキャピタルになぜ法的拘束力のある買収提案をするよう求めなかったのか、疑問が残る。

第4 今後の展開

FKのTOBの公開買付期間：2024年9月5日から2024年10月21日

ベインキャピタルは、

「FK公開買付けの成立前に、ベインキャピタルがFK公開買付けの公開買付価格を上回る公開買付価格での法的拘束力のある提案を行った事実が公表されれば、FK公開買付けへの応募を控えるというのが一般株主の皆様にとって経済的合理性のある行動であり、FK公開買付けは下限を満たさずに不成立となる可能性が高いと考えております。」と主張している。

ベインキャピタルは、2024年10月21日までに、FK公開買付けの公開買付価格を上回る公開買付価格での法的拘束力のある提案（「**法的拘束力のあるベインキャピタル提案**」という）を行うのではないかと思料される。

ただ、公開買付けの実施については、富士ソフトの取締役会決議による賛同意見の表明及び応募推奨という前提条件を付けている。

現時点では、3DPIとKKRは協調しているので、3DPI側の2名の委員を含む本特別委員会が法的拘束力のあるベインキャピタル提案について賛同意見を表明し、応募推奨を出すか否か不透明だと思われる。ブラザー工

Briefing

業の法的拘束力のある、タイヨウ・サイドの公開買付価格を上回る公開買付価格と付けた買取提案に対し、ローランド ディー・ジー・取締役会が、タイヨウ・サイドの公開買付けに賛同意見を表明するが、応募については中立とする、との立場を採った。

もし、富士ソフトの取締役会（及び本特別委員会）が、ローランド ディー・ジー・取締役会と同様に、KKRの公開買付けに賛同意見を表明し、応募については中立とする、とした場合、上記前提条件が満たされないことを理由に、ベインキャピタルが公開買付を実施しないことを決定する可能性がある。

その場合、より高いTOB価格を付けた法的拘束力のあるベインキャピタル提案について富士ソフト取締役会（及び本特別委員会）が賛同意見を表明せず、応募推奨を出さなかったことに関して、取締役（本特別委員会の会員）としての善管注意義務を果たさなかったことを理由に、一般株主から損害賠償請求を提起される可能性があるのではないかと思料する。

富士ソフト取締役会（及び本特別委員会）としては、そのようなリスクも踏まえたうえで、どのように対応するのが合理的であるのか、慎重に検討することになる。

第5 全体的総括

富士ソフトの事業価値を最大にするためには、所有する不動産全部を速やかに売却し、その売買代金を、遅滞なく、本業（システム構築、クラウド関連、及び制御ソフト開発）に係る設備投資に注入することであろう。このことに反論できる者はいないであろう。

問題は、そのことを実現すべき富士ソフトの取締役会が弱体化しており、外部の勢力（3DPI等）の私的利益実現の要求を抑えきれなくなっていることではないかと思料する。

本来、不動産を売却し、その売買代金を設備投資に充てることは、もっと早く行うべきであったと思料する。そして、不動産を売却の推進役となっていたのが3DPIであることは、事実である。

Briefing

その功績は認めるが、3 DPI として、もし、不動産の含み益を少数株主を排除した少数の者で分配しようと考えているのであれば、それは、明らかに少数株主の利益を害する。富士ソフトの事業価値を最大にするためには、株式の非公開化は、不要ではないかと思料する。富士ソフトの事業価値を最大にするという使命感を持った者が経営を行い、不動産の売却益を設備投資に回すだけで十分であり、株式を非公開化する必要は無い。

能力のある経営陣を揃えたうえで、不動産の売却益を設備投資に回せば、株価は十分に上がると思われる。その段階で、3 DPI だけでなく、少数株主のうちの希望者は、富士ソフトの株式を売却すれば良いだけの話である。

TOB の勝者が KKR になるにしろ、ベインキャピタルになるにしろ、公開買付者の所有割合が 65% を下回るように設定し、上場廃止にならないようにアレンジしたうえで、不動産の売却益を設備投資に回すことにより、富士ソフトの事業価値（及び株価）を最大にすることを目指すべきである。

非公開化する必要も無いのに非公開化した場合、強制的に株式を取り上げられた少数株主は、仮に、公開価格と同額で富士ソフトが当該株式を買取ったとしても、その価格は公正な価格ではないとして、より高額の支払いを求めて裁判所に救済を求めるかもしれない。なぜならば、本株式価値算定書(SMBC 日興証券)、本株式価値算定書(JP モルガン証券)、及び本フェアネス・オピニオン(本株式価値算定書(JP モルガン証券)に依拠している)のいずれも、「DCF 法による分析において前提とした財務予測は当社が作成した本事業計画に基づいているところ、大幅な増減益及びフリー・キャッシュ・フローの増減を見込んでいる事業年度は含まれておりません。」とされているため、優良不動産を大量に売却した事業年度においては、大幅な増益及びフリー・キャッシュ・フローの増加が見込まれるが、かかる事業年度は DCF 法による分析に含まれないことになり、KKR サイドの公開価格⁴が公正な価格(優良不動産を大量に売却した事業年度においては、大幅な増益及びフリー・キャッシュ・フローの増

⁴ ベインキャピタル・サイドの公開買付価格も、これまでの経緯からみれば、非公開化を前提として、「DCF 法による分析において前提とした財務予測は当社が作成した本事業計画に基づいているところ、大幅な増減益及びフリー・キャッシュ・フローの増減を見込んでいる事業年度は含まれておりません。」という論法を採ってくるのではないかと思料する。

Briefing

加が見込まれる、ということを反映した価格)よりも著しく、又は、相当程度、低く抑えられたものであると、少数株主において考えるからである。

但し、KKR (又はベインキャピタル)・サイド及び3 DPI⁵として、そのようなリスクを覚悟のうえで、非公開化 (残った少数株主のスクイーズ・アウト) を強行することが彼らの利益の最大化に資するという考えを採ってそれを強行するかもしれない。

その場合、非公開化 (残った少数株主のスクイーズ・アウト) を強行した (株主の2/3が賛成したと雖も) 富士ソフトの取締役に対して残った少数株主からの損害賠償請求訴訟がなされる可能性があるのではないかと思料する。

このブリーフィングに関して責任を有するパートナーは、家守昭光 (Email: a-kamori@blakemore.gr.jp; Tel. (81-3) 3503-5591) である。

このブリーフィングに係るブレイクモア法律事務所における担当者は、次のページに記載されている。

⁵ 3 DPI は、公開買付者との間で本3 DIP 応募契約に基づきKKRのTOBに応募することを約束しているが、その売買代金を、公開買付者の優先株式の購入代金に充当することにより、公開買付者の優先株主となることによって富士ソフトの不動産の含み益の分配に与ることもできる。

家守 昭光

パートナー

Blakemore & Mitsuki

Emai: a-kamori@blakemore.gr.jp

(81-3) 3503-5591

