



2022年11月28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)

**3D OPPORTUNITY MASTER FUND 様が公表したプレゼンテーション資料についての当社見解のまとめ**

当社は、3D OPPORTUNITY MASTER FUND 様（以下「3D 社」といいます。）が2022年10月に公表した「富士ソフトの飛躍的な企業価値創造のために」と題するプレゼンテーション資料を受けて、11月7日に「3D OPPORTUNITY MASTER FUND 様が公表したプレゼンテーション資料についての当社見解」を開示し、当社としての意見を公表いたしました。その後、11月13日に3D社は「改訂」として11月資料 (<https://www.compoundfujisoft.com/presentation>) を公表しております。

つきましては、これらに関する当社の見解について、添付のとおりご説明いたします。

以 上



**FUJISOFT**

# 3D OPPORTUNITY MASTER FUND様が 公表したプレゼンテーション資料について の当社見解のまとめ

富士ソフト 株式会社

(コード番号：9749 東証プライム市場)

2022年11月28日



## 本資料の目的

- ▶ 当社は、本年11月18日に「企業価値向上委員会の活動状況に関する説明資料」（以下「中間報告資料」）を通じて、本年6月に第1回目を開催した企業価値向上委員会が、どのような論点に対し、どのような方法で、どのような検証をこれまでに行い、今後どのような事項を検証するのかについて株主の皆様へ開示した
- ▶ 他方で、当社の筆頭株主である3D OPPORTUNITY MASTER FUND様（以下「3D社」）よりプレゼンテーション資料（以下「3D社資料」）が複数開示されており、**現実を正確に表していない情報が一人歩きすることで、他の株主様の認識が歪められてしまう可能性を考慮し、中間報告資料とは別に、3D社資料に対する当社の見解を本資料にて開示する**

## 本資料の公開に至った経緯

- ▶ 3D社が本年10月に公表したプレゼンテーション資料（以下「10月資料」）及び11月に公表した改訂版資料（以下「11月資料」）には、公開資料をベースに分析した内容とは別に、当社の現状を客観的かつ正確には反映していない情報（例：10年以上前の特定の雑誌からの引用、在籍時期の明らかでない元社員と称する匿名人物からの情報、当社関係者へのインタビューの一部を都合よく切り取った記載）が多く含まれており、**当社としては3D社の分析・主張は現実を正確に表しているとは言い難いと思料する**
- ▶ 本年3月の定時株主総会に際しても、3D社に対して当社代表より、事実に基づかない指摘や揶揄するような内容については慎んでいただくよう抗議。**3D社からは、「表現に問題があったことで我々の意図しない形で世間に伝わっている部分については是正を検討する」旨の返答があったが、かかる経緯にもかかわらず、3D社資料に同様の記載が多数見受けられ、当社としては誠に遺憾である**
- ▶ 当社は、本臨時株主総会招集請求以降、3D社との間で、建設的な対話の継続のため、取締役候補者についての協議等を複数回に亘り実施。3D社資料は、その協議が本格的に開始された直後から複数回に亘り公表されている。**また、直近では11月17日に資料が更新され、その度に記載内容が微妙に異なっている。**3D社のこのようなご対応については非常に残念に感じており、**株主の皆様を混乱を招いていないか危惧している**



## エグゼクティブサマリ (2/2)

### アジェンダ

#### ガバナンス体制 について

- ▶ 今年6月に第1回目を開催した企業価値向上委員会の設置に向けた議論の中で、ガバナンス体制についても今までの枠組みにとられない形で見直し、再構築することが長期的な企業価値向上に資するという結論に至り、コーポレートガバナンスの高度化における重要な検証論点として設定した
- ▶ 当社は自発的に**企業価値向上委員会を通じて、業務執行に関する意思決定の権限委譲を通じた監督機能の強化や、経営委員会の機能分化と社外取締役の議長任命の推進などの具体的な検討を行っている状況**である

#### 当社の資本コストに関する 基本的な考え方

- ▶ 当社は**コーポレートファイナンス理論に基づき資本コストを理解し、現在は企業価値向上委員会において資本コストをもとに各種検証を行っている**。実際に、企業価値向上委員会では、資本コストをもとにしたハードルレートを策定し、不動産検証WGや企業グループ検証WGでの定量評価に用いている。投資判断は、資本コストを基にした定量評価と同時に、企業価値向上の観点より定性評価も実施する ※WG:ワーキンググループ
- ▶ 個別の事業・資産のリスクプロファイルに応じて資本コストを算出のうえでハードルレートを設定し、投資判断を行うことがファイナンス理論上適切であると考え、企業価値向上委員会では、事業や資産でハードルレートを使い分ける方向で検討中

#### 本臨時株主総会 の議案について

- ▶ 今回会社提案を上程したのは、株主の皆様意思を確認する以上は「**現時点における検証結果を踏まえた、当社としてのあるべき取締役構成**」を示す必要があると判断したため
- ▶ 辻氏については、JVCケンウッドCOO就任時では非常に厳しい事業環境下で事業基盤を強化し、安定的な利益体質への転換に成功、CEO就任後は資本を増強し、成長の基礎を確立、また、コーポレート・ガバナンス改革により外形的ではなく実効的なコーポレート・ガバナンス体制を確立しており、当社の取締役としてふさわしいスキルを有していると考えている
- ▶ 仁科氏は企業価値向上委員会を通じたすべての改革について大きな貢献を期待することができる。企業価値向上委員会に企業統治検証WGを設置している通り、当社はガバナンス改革の実現を重要視しており、かつ、各種の改革が法的・コンプライアンス的に問題のない形で行われるためにも取締役会レベルでの監督が重要であると考えている

#### 当社と3D社の対話 について

- ▶ 3D社のこれまでの主張に加え、多くの株主様との対話を踏まえ、事業方針、社内資源配分、ガバナンス、ステークホルダーとの対話について再検証を行い、**ステークホルダーに対する更なる価値向上を推進するため、自ら企業価値向上委員会を設立しており、合理的な主張内容については積極的に取り入れている**
- ▶ 臨時株主総会招集請求の受領後も、3D社と当社との見解のすり合わせや、その結果としての臨時株主総会における議案の内容、合意書の締結等について、複数回に亘って意見交換を重ねてきたが、合意には至らなかった



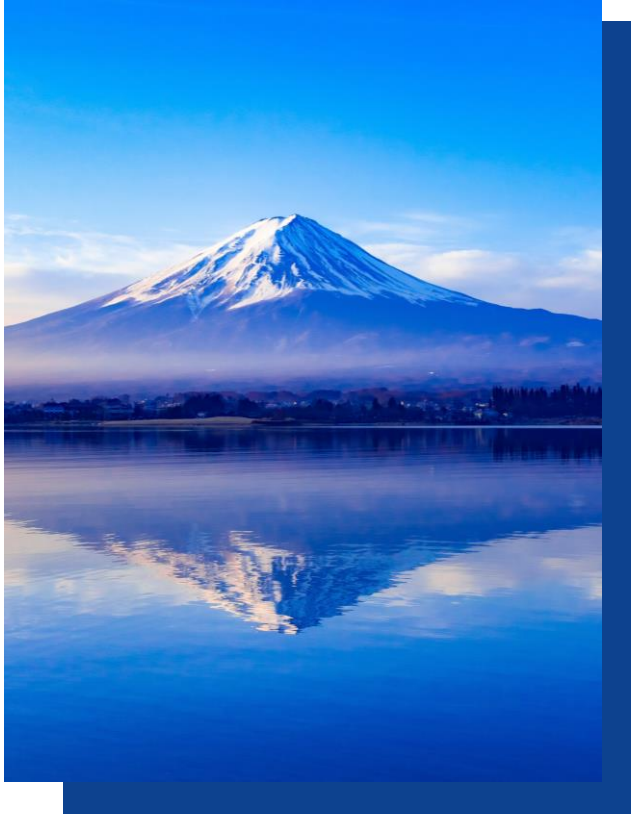
### 3D社による プレゼンテーション資料開示 について

- ▶ 3D社は今年に入って2月、10月、11月と3度プレゼンテーション資料を開示している。その度3D社は過去のプレゼンテーション資料をホームページから削除している
- ▶ 当社が10月資料を受けて11月7日時点で「3D OPPORTUNITY MASTER FUND 様が公表したプレゼンテーション資料についての当社の見解」を開示し、当社としての意見を公表した。**その後の11月13日に3D社は「改訂」として11月資料を公表したが、新規ページの追加だけでなく、当社が指摘した箇所を含む既存ページの内容も修正されていることを確認している。上記の修正について、3D社は修正箇所の明示も修正理由の説明も行っていない**
- ▶ それについて、3D社は免責事項として「3DIPは、いかなる人に通知することなく、本プレゼンテーションの全部又は一部を変更することができますが、本プレゼンテーションにおける修正、更新、追加情報若しくは資料を提供する義務、又は不正確を訂正する義務は負いません」と記載している
- ▶ しかし、当社の筆頭株主である3D社のプレゼンテーション資料は**ステークホルダーに対して重大な影響力を持つものであり、3D社は当社の経営、ひいてはステークホルダーの利益を左右する主体としての相応の社会的責任を有していると思料する**
- ▶ また、当社は建設的な対話を行う上でコミュニケーションを積み重ねていくことが重要であると考えており、その基盤となる資料の開示が継続性のない形で行われていることに困惑している状況である

### 本資料で 採用している前提

- ▶ 臨時株主総会招集請求の後に初めて出された10月資料は多くの株主様に影響を与えたと認識している。そのため、本資料では11月資料だけでなく、10月資料における主張内容も加味する形で作成した

# Agenda



## ガバナンス体制について

当社の資本コストに関する基本的な考え方

本臨時株主総会の議案について

当社と3D社の対話について



## (3D社との認識の相違点) 現取締役会の問題点

- ▶ 3D社は、当社の株主リターンが低位のパフォーマンスに留まっており、これは取締役会が専門性・独立性を有していないからであり、企業価値向上委員会はこの問題を解決しないと主張している
- ▶ 当社としては、中間報告資料で開示しているように、しっかりと経営課題を認識した上で各種論点の検証を行っており、3D社の主張は事実誤認

### 3D社の主張

- 富士ソフトの株主リターンは長期間に亘り低いパフォーマンスに留まっている
- その理由として、当社の現取締役会は中長期の企業価値向上を実現するための専門性と独立性を有していないからとしている
- 経営課題に対応した専門性は①不動産投資、②資本効率、③利益率改善、④成長戦略、⑤コーポレートガバナンスであり、これに加え執行からの独立性が求められる
- 企業価値向上委員会は、取締役会と同一のメンバーで構成されており問題を抱えている

3D

当社の見解

- ▶ 3D社は当社が中長期的な価値を創出できていないと主張しているが、当社としては、**当然改善の余地はあるものの、これまでも一定水準の価値創出は行えていると認識している**
- ▶ そもそも、現在の経営委員会を軸としたガバナンス体制は、元々各種の経営課題について社内外の知見を結集して検討する場として2007年に設立され、外部アドバイザーも参画していたが、コーポレート・ガバナンス体制整備の過程でメンバーを絞った結果、現在の体制に至った。**企業価値向上に向け外部の知見を活用することを厭わない社内文化は存在している**
- ▶ 他方で、今年6月に第1回目を開催した企業価値向上委員会の設置に向けた議論の中で、**ガバナンス体制についても今までの枠組みにとらわれない形で抜本的に見直し、再構築することが長期的な企業価値向上に資するという結論に至り、CG高度化WG※での重要な検証論点として設定した**
- ▶ 企業価値向上委員会のメンバー構成についても、**そもそも現取締役は株主の皆様から選任され、負託を受けた立場にある。また、これまでの事業環境等を詳しく理解している現取締役を含めて議論を行うことは地に足の着いた企業価値向上施策を検討するために不可欠な要素。社外取締役、社外監査役に加えて外部アドバイザーも登用し、客観的視点を確保している**
- ▶ 3D社は、当社の現取締役が「経営課題について認識していない」といった主張を展開しているが、**中間報告資料で開示したように、当社は自発的に企業価値向上委員会を設立し、コーポレートガバナンスの強化や不動産の検証等5つのワーキンググループでの検討を行い、様々な課題に対して真摯に取り組んでいる**
- ▶ **3D社の主張は著しい事実誤認を生じさせる可能性がある」と危惧している**

※CG:コーポレートガバナンス、WG:ワーキンググループ



## (3D社との認識の相違点) 当社の株価上昇の背景

- ▶ 3D社は、2022年3月からの当社の株価上昇は、3D社による企業変革をアナリスト及び市場参加者が期待していることがあると主張
- ▶ 他方で、株価上昇の大半は定時株主総会において株主提案が否決された以降に発生し、3D社の急速な当社株式の取得による影響も勘案すると、株価上昇はむしろ現経営陣による企業価値向上への期待を表しているとも考えられる

### 3D社の主張

- 2022年3月開催の定時株主総会における（3D社からの）株主提案の公表以降、当社の株価が急上昇している
- これは、3D社による企業変革をアナリスト及び市場参加者が期待しているからである

3D

当社の見解

- ▶ 実際は、当社が株主提案を受けた事実を公表した同年2月17日の前営業日である同年2月16日の株価終値5,120円に対し、定時株主総会が開催された同年3月11日の株価終値は5,680円（+10.9%）、同年9月16日の株価終値は8,120円（2月16日からは+58.6%、3月11日からは+43.0%）と、**株価上昇の大半は定時株主総会において3D社による株主提案が否決された以降に発生したものである**
- ▶ 同期間において、3D社は当社の株式を急速に取得しており、**株価上昇は3D社自身による当社株式の急速な取得による買い圧力が影響している可能性が相応にある**と思料している。具体的には、3D社が平均14.9%の市場関与率で積極的に市場内買付を行っていた3月第3週から6月第4週における株価上昇率は38.2%であったが、買付を中断していた6月第5週から9月第1週における株価上昇率は4.8%にとどまっていた
- ▶ 定時株主総会において3D社の提案した取締役候補者の選任が否決された後に株価が上昇していることにも鑑みれば、**株価の上昇は、3D社主導の事業変革への期待ではなく、現経営陣による企業価値向上への期待を表しているとも考えられる**
- ▶ **いずれにせよ、複合的な要因で株価が形成されたと考えるのが合理的であり、3D社への期待と断定はできない**





## (3D社との認識の相違点) 「持つ経営」と「売上高偏重主義」

- ▶ 3D社は、「持つ経営」と「売上高偏重主義」が当社の企業文化に沁みついていると主張している
- ▶ 当社としては、各種の経営施策は経営課題を解決するために合理的な手法として実施したものであり、企業価値向上委員会を通して状況変化に応じた見直しを行っている。硬直的な考えであるかの如く企業文化として沁みついているという指摘は、事実を客観的に捉えていない

### 3D社の主張

- 当社の経営上の課題及び企業文化について「自社オフィスを『持つ経営』と『売上高偏重主義』による低資本効率が明確な経営課題だが、それは企業文化として沁みついている」と指摘している
- 「3・1・50:売上高30%、経常利益10%増、配当金50円をめざす」といった社内スローガンが売上偏重主義を物語っている

3D

当社の見解

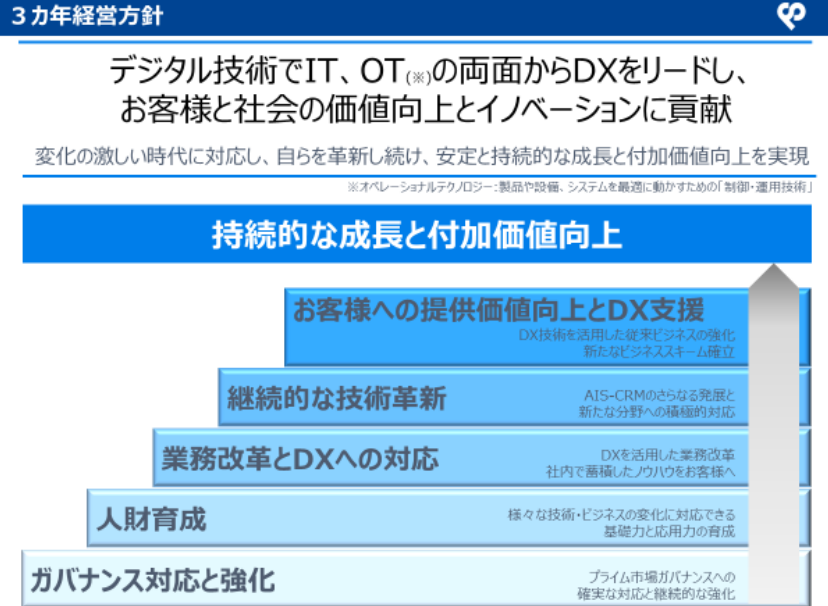
- ▶ 「持つ経営」については、当社が過去の業績拡大のために、顧客のオフィス近くにオフィスを開発、取得することを戦略的に行った経緯はあるが、**オフィス保有はあくまで業績拡大のために戦略的に行ったものであり、企業文化とは直接的な関係はない**
- ▶ また、当社は企業価値向上委員会の下部WGとして、**不動産検証WGという不動産に特化したWGを設置し、不動産所持の意義と資本効率等の観点での再検証により、必要に応じた見直しを行っている**
- ▶ 「売上高偏重主義」についても、当社は2022年2月10日に2024年12月期を最終年度とする中期経営計画を公表しており、売上高や営業利益の拡大とともに資本効率を意識した経営指標を目標として取り組んでいる
- ▶ 独立系である当社が新たなお客様を開拓する手段の一つとして、利益率の低いライセンスビジネス等を戦略的に展開していること等により全体の利益率を押し下げている側面は存在する一方で、これらの戦略的な取り組みにより売上高を確保しつつ営業利益率の改善を行い、競争力を増大させたことで、直近5年間における営業利益はCAGR13.9%で成長しており、同業他社平均を上回っている
- ▶ 更に、**当社は、企業価値向上委員会において今後の目標とすべき経営指標の検証を進めており、「売上高偏重主義」が硬直的な考えであるかの如く企業文化として沁みついているという指摘は、事実を客観的に捉えていない。代表取締役の坂下は、これまでに「売上高偏重主義」に傾倒した主張をしていた事実は無い**
- ▶ また、当社において掲げられている創業期からの発展を支えた「3・1・50」というスローガンの「1」は「経常利益10%増」を目指すものではなく「10%以上の営業利益率確保」であるし、「50」は「1株当たり当期純利益50円以上」を目指すもので、**売上成長だけでなく利益率や株主価値の向上も追求する当社の姿勢を示すものである**



# 企業価値向上委員会に関して2022年8月5日に公表した事項

- ▶ 中期経営計画を発表して以降、多くの株主の皆様と建設的な対話を実施し、その中でいただいた指摘や提案を取り入れ、ステークホルダーに対する更なる価値向上を推進するため企業価値向上委員会を新設した

## - 現行の中期経営計画の推進



## - 企業価値向上委員会を通じた改革の推進

- より客観性と実効性を高めたガバナンス体制の整備
- 保有資産構成とキャピタルアロケーションの見直しを通じた資本効率とお客様への提供価値の向上
- より透明性のある開示とより積極的な対話を通じた株主コミュニケーションの強化

### 企業価値向上委員会の位置づけ

- 経営方針のベクトル合わせと各課題の検討に向けて企業価値向上委員会を設置
- 取締役会出席者に加えて外部アドバイザーの起用により客観的視点を確保

### 活動スケジュール

#### 2022年11月

- ▶ 社内での中間報告の取りまとめ

#### 2022年12月期 通期決算説明会（2023年2月）

- ▶ 2022年度の最終報告を実施、決算発表と合わせて検証結果等を開示

#### 2023年12月期 第1四半期以降（2023年3月～）

- ▶ 最終報告後も企業価値向上に向けた経営課題に対し継続的な活動を推進

事業方針、社内資源配分、ガバナンス、ステークホルダーとの対話について再検証を行い、企業価値向上を目指す



# 企業価値向上委員会の体制について

- ▶ 重要な経営課題は外部アドバイザーを起用した上で個別ワーキンググループにおいて検証を行い、委員会としては社外取締役及び社外監査役の意見を反映させる形で意思決定を行うことで実効性と公正性を両立する
- ▶ 今後新たに選任される社外取締役も企業価値向上委員会に参画いただく予定

詳細後述

## 企業価値向上委員会

### CG高度化WG (※)

サステナビリティ会議と連携

#### 1) 企業統治検証WG

現状のガバナンス体制の課題を検証し、より客観性や実効性を高める改善点について検討する

#### 2) 株主投資家対応WG

株主・投資家との対話方法を検証し、非財務情報も含めた、より適切な情報開示とIR/SR活動のあり方を検討する

### 経営財務戦略WG (※)

#### 3) 事業検証WG

これまでの事業戦略を再検証し、長期的な方向性の検討と併せて、キャピタルアロケーション方針を検討する

#### 4) 企業グループ検証WG

子会社上場の意義の再検証を行い、今後のあり方を検討する

#### 5) 不動産検証WG

不動産保有の意義と資本効率観点での再検証により、必要に応じた見直しを行う

### 企業価値向上委員会の体制

- 企業価値向上委員会における主要な経営課題に関しては、5つのWG（ワーキンググループ）において個別論点の再検証を実施
- 実効性と公正性を担保するために、事業面の知見を有する社内取締役だけでなく、社外取締役及び社外監査役が委員として参画
- 加えて、専門性を持つ適切な外部アドバイザーを起用することで各パートの知見やノウハウを補完

※CG:コーポレートガバナンス、WG:ワーキンググループ



## 現在の経営委員会を軸としたガバナンス体制が成立した経緯と再検証の必要性に関する状況整理

- ▶ 当社のガバナンス体制は、経営委員会を軸としたガバナンス体制から発展させてきた
- ▶ 現在の体制は、経営課題全般に対する検討組織として発足した経営委員会を現代型ガバナンスに適応する形に変化させることで成立
- ▶ 他方で、あるべき姿をゼロベースで見直すために企業価値向上委員会の検証論点として設定

### 経営委員会を軸とした ガバナンス体制の現状

- 当社は会社法に基づく委員会等設置会社ではないものの、取締役会の諮問機関として社外取締役を交えた経営委員会を設置しており、指名・報酬・倫理委員会機能も経営委員会が内包している
- 現在の経営委員会は社内取締役2名、社外取締役3名で構成され、社長の坂下が委員長を務めている

### 現在の体制 に至る経緯

- 経営委員会は各種の経営課題について社内外の知見を結集して検討する場として2007年に設立
- 当時は取締役だけでなく、経営コンサルタントや経営学者、ITの専門家など外部アドバイザーも参画していた
- その後、取締役の指名・報酬を中心としたコーポレート・ガバナンス体制整備の過程で、実質的にその役割を有していた経営委員会に機能を集約することを決め、委員会としての要件を満たすために取締役にメンバーを絞った結果、現在の体制に至った

### 企業価値向上の 検証論点とした理由

- 当社の現在のガバナンス体制は、上場企業に求められるコーポレート・ガバナンスのあるべき姿の時代的变化に対して、既存の組織のあり方を変化させる形で適応してきた
- 企業価値向上委員会の設置に向けた議論の中で、ガバナンス体制についても今までの枠組みにとられない形で抜本的に見直し、再構築することが長期的な企業価値向上に資するという結論に至り、WGでの検証論点として設定した



## 取締役会の機能及び機関・委員会設計の方針

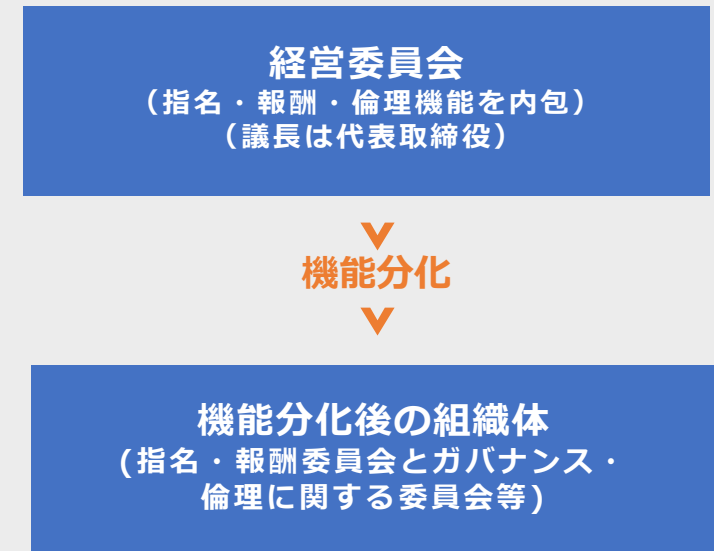
- ▶ 取締役会の機能はこれまでは「業務執行に関する意思決定」が中心的であったものの、今後は「経営戦略・方針決定」や「監督機能」の比重を大きく増加させる予定
- ▶ 最適な機関設計の選択については検討を継続しつつも、現在の監査役会設置会社として実質的なガバナンス強化に向けて経営委員会（指名・報酬・倫理機能を内包）を分化し、議長に社外取締役を任命することも検討

### 業務執行に関する意思決定の権限委譲を進め監督機能を強化



- ▶ 今後は「経営戦略・方針決定」及び「監督機能」（経営陣の指名や報酬、リスクマネジメント等）を強化し、**業務執行に関する意思決定については権限委譲を進める**
- ▶ 「経営戦略・方針決定」「監督機能」を強化するにあたり、**取締役会において必要となるスキルの拡充と、経営陣の指名報酬機能などのガバナンス強化も実施予定**

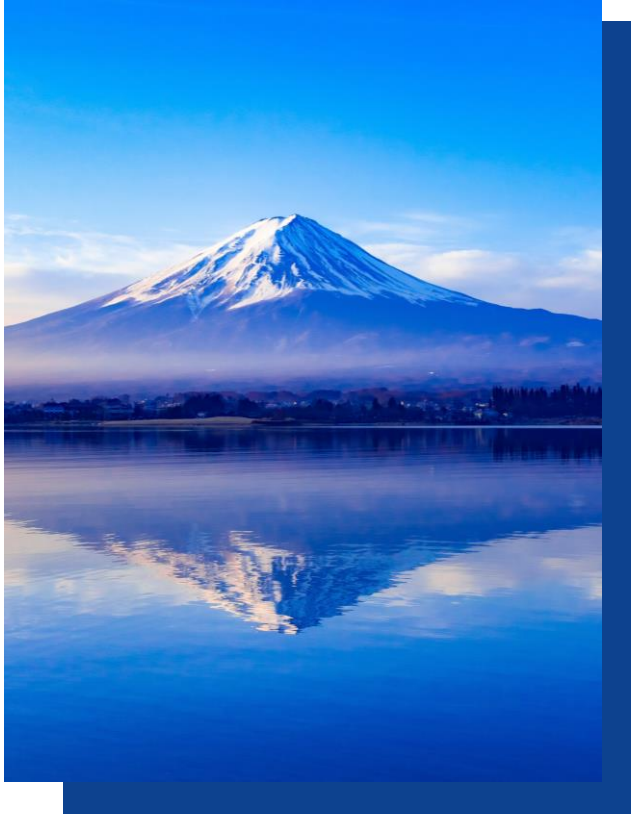
### 経営委員会の分化と社外取締役の議長任命を推進



- ▶ 経営委員会を機能分化した上で、議長に社外取締役を任命することも含め検討

**最適な機関設計の検討は継続するものの、現在の監査役会設置会社としての実質的なガバナンス強化に取り組む**

# Agenda



ガバナンス体制について

**当社の資本コストに関する基本的な考え方**

本臨時株主総会の議案について

当社と3D社の対話について



## (3D社との認識の相違点) 資本コストやハードルレートに関する認識

- ▶ 3D社は、当社が「資本コストに関する基本的な理解に欠けている」と主張しているが、当社はコーポレートファイナンスの理論を踏まえ資本コストを理解しており、実際に企業価値向上委員会では資本コストをもとにした各種検証を実施中

### 3D社の主張

- 3D社資料では、当社は「資本コストに関する基本的な理解に欠けている」と主張し、以下2点を指摘している
- 1点目は、「当社が公表している資本コストは市場で認識されている資本コストを大幅に下回る」との指摘
- 2点目は、当社の中期経営計画補足資料の賃貸事業単体においてROICが資本コストを0.1%上回るので投資が合理的と判断したとの箇所を引用し、「0.1%の安全域はその投資を合理化できない」との指摘。付加価値を出すために、ハードルレートは資本コストに対し最低+2%必要と主張

3D

当社の見解

- 1 当社はコーポレートファイナンスの理論に基づき資本コストを理解し、現在は企業価値向上委員会において資本コストをもとに各種検証をしている。実際に、企業価値向上委員会では、**資本コストをもとにしたハードルレートを策定し、不動産検証WGや企業グループ検証WGでの投資・維持・撤退の定量評価に用いている。投資判断は、資本コストを基にした定量評価と同時に、企業価値向上の観点より定性評価も実施する**
- 2 1点目の指摘に関して、**当社の資本コスト算出方法は、ヒストリカルベータを基にしたCAPM法であり、コーポレートファイナンスの理論に基づいた広く一般的に用いられる合理的な手法**と言える
- 3 2点目の指摘に関して、ハードルレートにおける資本コストのあるべきスプレッドは一意に定まるものではないと考えており、また、スプレッドを過大に設定することはかえって過少投資を招く恐れもある。**企業価値向上委員会では、ハードルレートと資本コストの間にスプレッドを設ける必要性等についても検討している**
- 4 加えて、3D社がこれまでの対話の中で主張するような、**当社の全ての事業・資産について全社一律のハードルレートを適用することは、コーポレートファイナンスの原則より必ずしも適切ではない**と考えている。個別の事業・資産のリスクプロファイルに応じて資本コストを算出のうえでハードルレートを設定し、投資判断を行うことが適切であると考えており、企業価値向上委員会では検討する事業や資産で使い分けることを想定している



# 企業価値向上委員会では、資本コストをもとにハードルレートを策定

P13 当社の見解： 1 3

- ▶ 企業価値向上委員会では、事業・不動産・子会社等のアセットへの投資/撤退の意思決定において、資本コストに適切なスプレッドを追加したハードルレートを策定し評価・判断している。このことからわかる通り、3D社による「当社は資本コストに関する基本的な理解に欠けている」との指摘は当てはまらない

## 適用対象

- 不動産検証WGと企業グループ検証WGにおける、投資・維持・撤退の定量評価において事業別のハードルレートの使用を検討。具体的には、各資産に対し以下の考え方をもとにしたハードルレートを算出し、「IRR法」や「NPV法」によって評価する

## ハードルレートの基本的な考え方

- ハードルレート = 「資本コスト」 + 「適切なスプレッド」として設定
- 資本コストは、不動産とSI事業など検討する事業や資産で使い分けることを想定
- 複数のハードルレートを参照する背景には、「資本コストは企業によって先に決まっているのではなく、行っている事業や持っている資産それ自体によって決まる」というコーポレートファイナンスの理論によるもの

## ハードルレートのベースとなる資本コストの算出

- 原則として、M&A実務において広く受け入れられている算出方法を使用
- 資本コストはCAPM法を使用。ベータは評価する事業別のリスクプロファイルに応じた業種別の平均値を使用

## 全社での資本利益率へのコミット

- 個別事業・資産での定量評価は上記のハードルレートをを用いた検証を予定しているが、全社としての資本利益率（ROIC）が、株主をはじめとしたステークホルダーの期待する水準に応える形で最終的な意思決定を行う
- 全社の資本利益率の評価における基準には、WACC（加重平均資本コスト）を用いる





## 資本コストをもとにした定量評価に加えて、定性評価も実施

P13 当社の見解： 1

- ▶ これまでの対話の中では、3D社は一律の資本コストで、定量的な評価のみを主張している
- ▶ しかしながら、企業価値向上委員会では、定量・定性の両方の要素を鑑みたうえで総合的に評価・判断している。なぜならば、事業会社における企業価値向上の源泉には「事業会社固有の付加価値を向上させるシナジー」や「長期的な価値向上を担保するサステナビリティ」といった定性要素も含まれていると考えているため

### 総合評価

- ▶ 定量評価だけでなく、定性評価まで含めたうえで、**総合的に判断**
- ▶ 定性評価についても、**あくまでも企業価値向上という視点から客観的に判断**

### 定量評価

- ▶ **当社全体の資本コスト（WACC）を参考指標に位置付け、各アセットのリスクプロファイルを勘案しつつ、事業別のハードルレートの設定を検討**
- ▶ そのうえで、NPV法・IRR法などの複数の手法を用いて評価

### 定性評価

- ▶ 前提として、**事業会社における企業価値向上の源泉には「（事業会社固有の付加価値を向上させる）シナジー」や「（長期的な価値向上を担保する）サステナビリティ」といった定性要素も含まれていると定義**
- ▶ その上で、下記の観点から評価
  - ① コア事業の付加価値向上に貢献するか（=シナジーは存在するか）
  - ② 長期的な企業価値向上に寄与するか（=サステナビリティ向上に貢献しているか）
  - ③ 投資対象として見た時のリスクの評価



## 当社が算出した資本コストは、コーポレートファイナンスの理論に基づいたもの

- ▶ 3D社は、「当社が公表している資本コストは市場で認識されている資本コストを大幅に下回る」と指摘している。背景には、3D社による以下のよ  
うな当社の資本コストの見立てがあったと認識している
- ▶ 当社の資本コスト算出はCAPM法であり、コーポレートファイナンスの理論に基づいた広く一般的に用いられる合理的な手法と考えている
- ▶ 3D社は当社が「資本コストに関する基本的な理解に欠けている」と主張している一方で、3D社自身はWACCと株主資本コストを混同しており、  
恣意的な主張を行っていると思料する

### 3D社の主張

- 「富士ソフトが公表している資本コストは市場で認識されている資本コストを大幅に下回る」と主張。根拠として、セルサイドアナリストのレポート掲載の「資本コ  
スト」を参照
- 「証券会社A アナリストレポート 2022年5月2日」にて資本コストが推計7.1%であると記載している部分を引用し、同様に「証券会社B アナリストレポート 2019  
年2月22日」では6.9%、「証券会社C アナリストレポート2022年2月18日」では5.8%であるとしている

3D

当  
社  
の  
見  
解

- ▶ 3D社は「WACC」と「株主資本コスト」を区別せずに議論を展開。資本コストとして引用している証券会社Bのアナリストレポートにおける  
「資本コスト」という表現は「株主資本コスト」を指し示している。他方で、証券会社A及びCは「WACC」である
- ▶ また、3D社は2019年のレポートと2022年のレポートを用いて比較している
- ▶ つまり、3D社は異なる時点における「株主資本コスト」と「WACC」という単純に比較できるものではない指標を恣意的に引用しており、他  
の株主様に混乱を招くことを危惧している
- ▶ なお、当社の資本コストの算出は一般的なCAPM法によるものであり、他の算出方法やCAPM法に用いる各種パラメータの取り方等についても  
複数の外部の意見も参考にした結果、合理的なものであると考えている



- ▶ 3D社はハードルレート=資本コスト+スプレッドとし、スプレッド値2%~4%と主張。スプレッドは対話の中で4%から2%に変更された
- ▶ 企業価値向上委員会では、ハードルレート=「資本コスト」+「適切なスプレッド」のフレームワークを使用し、どの程度のスプレッドを設けるかについても検討している
- ▶ また、個別の事業・資産のリスクプロファイルに応じて資本コストを算出しハードルレートを設定し、投資判断を行うことが適切であると考え、事業や資産でハードルレートを使い分けることも検討している

## 3D社の主張

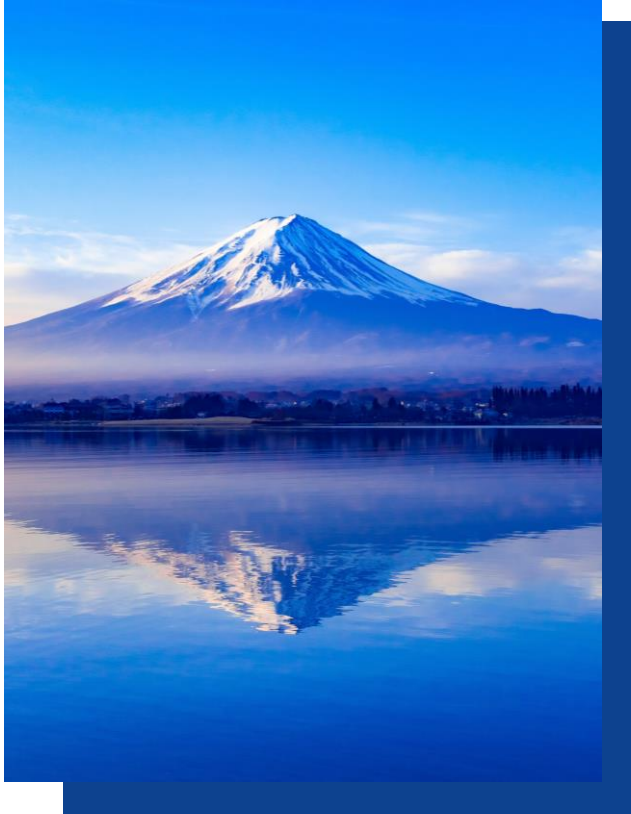
- これまでの対話の中で、3D社はハードルレート=資本コスト+スプレッドとし、スプレッド値を2%~4%と主張していた
- 当初は、資本コスト（WACC、スプレッドへの言及無し）とROICを比較すべきであると主張していた
- 続いて、「富士ソフトにしかできない企業価値成長」の実現に向けてとの理由で、資本コスト+4%以上と主張が変化した
- 3D社資料では、スプレッドの「0.1%の安全域はその投資を合理化できない」とし「付加価値を出すには資本コスト+2%の水準が少なくとも必要」と主張している
- なお、3D社は全ての事業・資産について一律のハードルレートを適用している

3D

当社の見解

- ▶ 当社は、2021年11月に3D社から受領した提案に従い、2022年2月に公表した「中期経営計画」において、資本コスト（WACC）と不動産のROICの比較についての説明を行った
- ▶ 上記を受け、3D社は資本コスト+4%のスプレッドで構成されるハードルレートの考え方を提示し、その後の資料ではスプレッドを2%に変化させているように主張が一貫しておらず、当社としても、複数の専門家の意見も参考にハードルレートについて検証している
- ▶ ハードルレートにおける資本コストのスプレッドについては、一意に定まるものではないと考えている。他方で、スプレッドを過大に設定することは却って過少投資を招くことになり企業価値を毀損する恐れもあると認識している
- ▶ リスクを伴うプロジェクトの不確実性を反映するためにも、個別の事業・資産のリスクプロファイルに応じて資本コストを算出のうえでハードルレートを設定し、投資判断を行うことが適切であると考えている
- ▶ したがって、スプレッドは慎重に設定をする必要があると考えている。企業価値向上委員会では、ハードルレートと資本コストの間に設けるスプレッドの必要性等についても検討している

# Agenda



ガバナンス体制について

当社の資本コストに関する基本的な考え方

**本臨時株主総会の議案について**

当社と3D社の対話について



## 臨時株主総会における会社提案上程

- ▶ 企業価値向上委員会（企業統治検証WG）にてガバナンス強化の検証を進めている中で、臨時株主総会招集請求及び取締役選任の株主提案を受け、株主の皆様意思を確認する以上は「現時点における検証結果を踏まえた、当社としてのあるべき取締役構成」を示す必要があると判断し、会社提案を議案として上程することを決定した

### 企業統治検証WG における検証を推進

- あるべき取締役構成については、企業統治検証WGにおける再検証活動の一環として、企業価値向上委員会の当初から積極的に議論を進めていた
- 現任の取締役は定時株主総会にて選任されたメンバーであり、かつ企業価値向上委員会で適切な判断を行うための見識もあるものの、さらなる強化を目指して、現状体制の見直しの検討も含めて検証を推進している
- そのため、適切な外部アドバイザリーを起用することで専門的知見と客観性を確保しながら検証を実施し、遅くとも次回の定時株主総会までにはガバナンスの強化を図るべく検証を進めていた

### 3D社からの臨時株主総 会招集請求の受領

- 8月に3D社から「推薦する候補者4名中3名の取締役選任を要求する。受け入れない場合は臨時株主総会の招集請求を行う」旨の書簡を受領した
- 当社としては適切な資質を備えた候補者については積極的に受け入れる姿勢であり、資質の確認と取締役指名のプロセスの公正性担保の観点から、候補者との面談を打診した
- 面談調整を実施している最中、9月1日に臨時株主総会の招集請求を受領するに至った

### 「現時点でのあるべき 取締役構成案」として 会社提案を上程

- 臨時株主総会において当社の取締役会構成について株主の皆様意思確認を行う以上は、当社の考えるあるべき取締役構成を示す必要があると考え、現時点における考えに基づいて会社提案を上程した
- 株主提案候補者については招集請求受領後に個別に連絡を取る形で面談を実施した。他の候補者と同一の評価基準で審査を行い、結果として清水雄也氏及び石丸慎太郎氏を会社提案候補とした
- なお、臨時株主総会終了後もあるべき取締役体制については来年の定時株主総会も見据えて引き続き検証する予定



## 臨時株主総会における会社提案上程

- ▶ 本総会における会社提案議案、株主提案議案は以下の通り
- ▶ 当社の取締役会は第3号議案に反対の意見を公表

### 第1号議案 会社提案議案

議案名 取締役3名選任の件

内容 社外取締役として3名選任（辻孝夫氏、仁科秀隆氏 及び 今井光氏）

取締役会意見：賛成

### 第2号議案 会社提案議案・株主提案議案

議案名 取締役2名選任の件

内容 社外取締役として2名選任（清水雄也氏 及び 石丸慎太郎氏）

取締役会意見：賛成

### 第3号議案 株主提案議案

議案名 取締役2名選任の件

内容 社外取締役として2名選任（岡村宏太郎氏 及び 筒井高志氏）

取締役会意見：反対



## (3D社との認識の相違点) 会社提案上程の目的

- ▶ 3D社は、当社が会社提案を上程した意図を、現在の取締役会の機能が不十分であることを当社自ら認め、取締役会における監督機能低下を狙っているためと主張している
- ▶ 当社としては、そのような狙いは持っておらず、むしろ会社提案上程は現取締役会が監督機能を有していたことの証左であり、新体制になることで監督機能はさらに強化されると考えている

### 3D社の主張

- ・富士ソフトが、急遽、会社提案として3名の新任社外取締役の選任提案を行うことは、以下を示唆する
  - ①富士ソフトは、現在の取締役会の機能が不十分であることを自ら認めている
  - ②会社側が選任した社外取締役比率を上げることで、経営陣から真に独立した候補者の影響力を最小化し、取締役会の監督機能強化を避けようとしている

3D

当社の見解

- ▶ 現経営陣は経営における意思決定を十全に行う資質を有しており、それゆえ定時株主総会において株主総会の大多数の賛成をもって選任されたと理解している。加えて、それを客観的・専門的観点からサポートするためのアドバイザーも起用している
- ▶ 今回会社提案を上程したのは、株主の皆様意思を確認する以上は「現時点における検証結果を踏まえた、当社としてのあるべき取締役構成」を示す必要があると判断したため。企業価値向上委員会において、遅くとも2023年3月の定時株主総会までにはガバナンスを強化した新体制にすべく検討を進めていたが、今回の株主提案は取締役構成、ひいては企業経営そのものに極めて大きな影響を与えるため、現時点での結論を会社提案として上程することが株主様の適切な意思決定、ひいては企業価値向上に資すると考えた
- ▶ 今回のようなガバナンス改革案を上程できていること自体が、十分な検証能力を有していたことの証左であると理解している
- ▶ また、3D社の主張とは異なり、**会社提案が可決されれば、独立社外取締役が過半を占めることとなり、監督機能は強化される。**社内・社外問わずすべての取締役は株主の負託を受ける形で選任されており、その期待に応えることに全力を尽くすべきであると考えている。当社は企業価値向上委員会における経営課題の再検証と、その後の施策実行を通じた企業価値向上活動の実践がすべての株主様の利益につながると考えている



## (3D社との認識の相違点) 辻氏に関する補足

- ▶ 辻氏について、3D社はあたかも旧知の人物を坂下の独断で取締役候補としたかのように記載している
- ▶ 当社としては、他の候補者との比較検討を行い、公正な審議プロセスを経た後に正式に依頼を行った

### 3D社の主張

- 辻氏は、長年親交のある坂下社長が抜擢した人物である
- 3Dとのインタビューでは「皆さんのようなインベスター」は過激なことを言いがちでありどうしてもイメージが悪いなど、株主に対する認識がアップデートされていない印象を受けた
- 辻氏が取締役就任期間中のJVCケンウッド社のパフォーマンスが低く、当社の経営課題の解決に寄与するとは考えにくい

3D

当社の見解

- ▶ JVCケンウッド社は当社のお客様でもあり、辻氏と坂下との面識はあったが、個人的な関係は存在しない。また、「直接依頼され」という表現を切り取って使われているが、他の候補者含め、直接的な依頼については、坂下が行っており、礼を失しないようにする当社の基本的な動きである。これらは、**事実誤認と一部経緯・発言の切り抜きによる印象操作である**
- ▶ 辻氏はこれまで、2社の東証一部上場企業（当時）の経営を担い企業改革に大きな実績を残しており、**日商エレクトロニクス社においては、コンピュータ関連輸入商社からネットワーク・インテグレータへの変革を見事に成功**させている。JVCケンウッド社においては、COO就任後、非常に厳しい事業環境下で統合した旧日本ビクターと旧ケンウッドの脆弱な事業基盤を強化し、安定的な利益体質への転換に成功。2016年にCEO就任後は、**過去の非効率な投資の整理・清算に加え、資本増強、新たな投資による事業基盤の強化と成長の基礎を確立**し、更に、**コーポレート・ガバナンス改革に取り組み、外形的ではなく実効的なコーポレート・ガバナンス体制を確立**している。その過程において、**2014年の代表取締役社長就任時に249円（2014年3月終値）だった株価を最高で421円（2018年1月終値）まで上昇させ企業価値を向上**。2021年に退任した後、**3か年計画を1年前倒しで達成し、2022年度末には合併後最高利益となる予定となっているが、これも辻氏の行った様々な企業改革が少なからず貢献しているものと評価できる**
- ▶ また、3D社とのインタビューにおける発言は「特定大株主の意向に過度に忖度することが企業価値向上にはつながらない。少数株主を含む全体の利益のために活動を行う」という趣旨で言ったものを切り取った内容である。当社としては、辻氏は株主利益の最大化に対して十分な見識と適切な姿勢を有していると認識している
- ▶ なお、3D社とは、対話の中にて「臨時株主総会において中傷合戦は行わない」との当社の要望を伝えていたが、**取締役候補個人について中傷的な言葉や意図的な事実の切り取りで悪印象を与えるような印象操作を行っており、極めて遺憾である**





## (3D社との認識の相違点) 仁科氏に関する補足

- ▶ 仁科氏について、3D社は、弁護士であり、富士ソフトの経営課題に即した専門性（不動産投資・資本配分・利益率改善・成長戦略等）を有していないと主張している
- ▶ 当社としては、3D社のアジェンダ以外にも会社全体では様々な経営課題があり、企業価値向上委員会だけでなく、取締役会においても議論を深め、意思決定をする際にはリーガル面の知識や経験を取り入れることは重要であると認識している

### 3D社の主張

- 企業法務・証券関連法務の弁護士としてのキャリアを積んでおり、経営陣として意思決定した経験は全くない
- 弁護士であり、富士ソフトの経営課題に即した専門性（不動産投資・資本配分・利益率改善・成長戦略等）を有していない
- 提供が期待される価値は全て外部弁護士を登用することで足りるものである

3D

当社の見解

- ▶ 企業価値向上委員会に企業統治高度化WGを設置している通り、当社はガバナンス改革の実現を重要視している。また、**各種の改革は法的・コンプライアンス的に問題のない形で行われることが前提であり、特に過渡期においては顧問弁護士や監査役だけでなく取締役会レベルでの監督が重要であると考えている**
- ▶ 仁科氏は、弁護士として会社法務や金融法務を専門分野としてキャリアを積んでいる中で、日本銀行や法務省での勤務経験もある。**事業会社としては株式会社キタムラでは東証二部上場時の社外取締役を経験、IT業界を含む様々な企業での社外監査役の経験も有しており、様々な意思決定や経営判断は数多く行っている**
- ▶ 上記の観点から、**仁科氏は企業価値向上委員会を通したすべての改革について大きな貢献を期待することができる。加えて、法務だけでなくコーポレートガバナンスの知見も豊富であり、経営に係る視点と法的リスク回避の視点の両面から当社のガバナンス改革を含めた企業価値向上への貢献を期待している**
- ▶ 3D社は、自分たちが設定した当社の経営課題に対する専門性のみについて言及しているが、3D社のアジェンダ以外にも**会社全体では様々な経営課題があり、企業価値向上委員会だけでなく、取締役会においても議論を深め、意思決定をする際にはリーガル面の知識や経験を取り入れることは重要である**
- ▶ なお、議決権行使助言会社グラス・ルイス社による分析において、**3D社が当社と比較している上場企業8社のうち7社のスキルセットにおいて、法的専門知識が項目として挙げられ、その7社が弁護士経験のある社外取締役を選任していることも賛成推奨の理由として挙げられており、仁科氏が当社の取締役会において、重要な監督の役割を果たすことができることを示唆している**と思料する

# 当社企業価値向上にとって最適な機関設計について

- ▶ 企業価値向上委員会において議論した結果、現時点においては、現状の機関構成のまま、社外取締役を増員することで、取締役会の過半数を社外取締役とし、客観的な視点から、企業価値向上と株主共同の利益のためのアドバイス及び監督を行うことが最適と判断した

## 当社の最適な機関設計について

現状の取締役会：監査役会設置会社

社外比率 33.3%



会社提案議案 社外取締役5名増員することで

新たな取締役会

社外比率 57.1%

- ▶ 経営戦略や方針の決定に関する機能や監督機能をさらに強化
- ▶ 指名や報酬等の観点も含めてチェック機能を強化
- ▶ 経営委員会の機能を指名・報酬委員会とガバナンス・倫理に関する委員会等に機能分化させ、これまで以上に社外取締役による監督を強化

## 今後の検討事項

- ▶ 今後、さらに客観性と透明性を高めるため、指名・報酬委員会とガバナンス・倫理に関する委員会の議長を社外取締役が務める体制とすることも検討中



## 取締役会に必要なスキルセットに関する検討

- ▶ 当社の取締役会に必要なスキルセットとして、従来のスキルに加え、株主との対話を踏まえ「資本市場」を新たに項目として追加した
- ▶ 現在の当社の企業価値向上のために重要であり強化すべきスキルを「資本市場」「企業経営」「法務」と判断した

### スキルマトリクス項目

■ 追加する項目

■ 強化する項目

企業経営	経営管理	人財
システム開発	新規事業	プロダクト・サービス
営業	財務/会計	法務
資本市場		

### 詳細

#### 資本市場

- 株主の皆様との対話を踏まえ、**投資家目線で当社の今後の資本配分、資金調達、投資、株主還元の適正化を検討**する必要性が高いと判断

#### 企業経営

- 今後の企業価値向上における検討を推進するために、プライム市場上場企業として資本市場に向き合い、**コーポレートガバナンス強化や事業変革を推進するなど、代表取締役**に相当する立場での**経営経験**を有する人材が必要であると判断

#### 法務

- 多様なバックボーンを持つ取締役で構成される取締役会において、監査役のみならず取締役にも**リーガル面の知識や経験を取り入れる必要がある**と判断
- 会社統治の基本となる**会社法や、コーポレートガバナンス・コードについて知悉し、それらの豊富な実務経験を有し、当社事業に適した形への適用・判断**ができる人材が必要と判断



## 現時点における、当社の取締役会に求められる条件

- ▶ 社内外問わず、取締役は企業価値向上と株主共同の利益に資する経営を行うという前提
- ▶ そのうえで、スキルマトリクスに適合し、かつダイバーシティやバランスを考慮した取締役会構成とする
- ▶ 機動的な運営や実効性のある審議のために取締役人数の不要な膨張は避け、同規模の上場企業の実績を勘案して、14名を上限とする

### - 現行の中期経営計画の推進

取締役会に求められる資質	社内取締役	<ul style="list-style-type: none"> <li>▶ 経営全般の執行についての経験者</li> <li>▶ 当社事業執行面の責任経験者クラス（技術、営業、管理）</li> <li>▶ 財務管理責任者</li> </ul>
	社外取締役	<ul style="list-style-type: none"> <li>▶ 上場企業代表経験者</li> <li>▶ 当社事業についての知識・見識と経営経験</li> <li>▶ <b>資本市場についての知識・経験（追加）</b></li> <li>▶ 企業法務についての知識・経験</li> <li>▶ 企業財務についての知識・経験</li> </ul>
取締役会全体としての構成		<ul style="list-style-type: none"> <li>• 業務執行の意思決定を行う機関としての機能を維持しつつ、業務執行の監督を行う機能を強化し、客観性・透明性を持った議論を行うため、<b>取締役会全体の構成として社外取締役が過半数を占める体制に移行</b></li> <li>• 取締役会の機動的な運営と実質的な討議の観点から、<b>取締役人数の不要な膨張は避け、同規模の上場企業の実績を勘案して、14名を上限とする</b></li> </ul>

#### 検討事項の実行に係る想定

- 現任の取締役は定時株主総会にて選任されたメンバーであり、かつ企業価値向上委員会で適切な判断を行うための見識もあるものの、さらなる強化を目指して、現状体制の見直しの検討も含めて検証を推進。適切な外部アドバイザーも起用し、次回の定時株主総会までには必要なガバナンスの強化を図るべく検証を進めていた
- 臨時株主総会が実施されることを踏まえ、現時点でのありべき取締役構成を示す必要があると考え、会社提案を上程



## 取締役の人員/スキル構成

▶現在の企業価値向上委員会での検討も踏まえ、当社の中長期的な企業価値向上のためには、特に「企業経営」「法務」「資本市場」のスキルを有する取締役を増員する必要があると考え、これら項目において、十分な経験・実績を有する社外取締役候補者を新たに選定した

地位	氏名	企業経営	経営管理	人財	システム開発	プロダクト・サービス	新規事業	営業	財務/会計	法務	資本市場
取締役相談役	野澤 宏	◎	○	◎	◎	◎	◎	◎	○	○	
代表取締役 社長執行役員	坂下 智保	◎	○	○	◎	◎	○	○	○	○	
取締役 専務執行役員	大迫 館行	○	○	○	◎	◎	○	○			
取締役 常務執行役員	筒井 正	○	◎	◎	○			○		○	
取締役 執行役員	森本 真里	○				○	○	◎			
取締役 執行役員	梅津 雅史	○	◎		○			○	○		
取締役(社外)	小山 稔	○	◎	○					○	○	
取締役(社外)	大石 健樹	○	○		○	◎	◎				
取締役(社外)	荒牧 知子	○	○						◎		○
<b>NEW</b>	取締役(社外)	辻 孝夫	◎	◎	○	○	◎	○	○	○	○
<b>NEW</b>	取締役(社外)	仁科 秀隆	○	○					○	◎	
<b>NEW</b>	取締役(社外)	今井 光	○	○	○				◎	○	◎
<b>NEW</b>	取締役(社外)	清水 雄也	○						◎		◎
<b>NEW</b>	取締役(社外)	石丸 慎太郎	○	○	○	◎	◎	○	○		
常勤監査役	木村 宏之	○	○		○	○	○	○	○	○	
監査役(社外)	石井 茂雄		○						◎		
監査役(社外)	押味 由佳子		○							◎	

### Point

現経営陣については、定時株主総会にて株主の皆様からの信任を賜っており、職責を全うするため続投

その上で、下記の条件が全て満たされるような形で、会社側候補者を選定

- ▶ 取締役の過半数が社外取締役
- ▶ 「企業経営」「法務」「資本市場」を中心に、必要なスキルセットが取締役会に完備される
- ▶ 取締役の人数が取締役会運営の効率性を損なわない（14名を上限）



## 3D社提案候補者のうち2名を会社提案候補者としなかった理由について(1/2)

- ▶ 取締役会の諮問機関であり独立社外取締役が過半数を占める経営委員会（指名・報酬・倫理委員会機能を内包）は、3D社が提案する社外取締役候補者を含めた複数の候補者との面談を経て、当社の企業価値向上の観点から適切な人材としての評価・検討を行った
- ▶ 3D社提案候補者のうち2名を会社提案候補者としなかった理由については、以下の通り

### 岡村氏及び筒井氏を会社提案候補者としなかった理由

#### 一般株主の利益への配慮

- ▶ 大株主となっている3D社は短期間で急速に当社株を買増しており、推薦候補者を取締役として受け入れるに際しては、その他の一般株主の利益にも配慮した慎重な検討が必要と考えた

#### 面談、経歴、候補者の比較等による総合判断

- ▶ **株主提案の取締役候補者4名が全て金融市場出身者に偏っており、かつ、そのスキルにも会社提案候補者を含む候補者との重複が見られる**
- ▶ また、経歴、面談を通じて評価する中で、当社の**企業価値向上のためにその能力を発揮していただけるとの確証が得られない**
- ▶ これらから、3D社以外の株主を含むステークホルダーに対して提供する**当社の企業価値を真の意味で高める観点からの優先順位は劣る**と考えた

当社の企業価値の向上の観点からは、取締役会全体の適正規模の観点も踏まえつつ、取締役会の構成等に関する当社のこれまでの検討に基づいて必要な人材であれば選任すべきという視点で検討した結果、上記理由により、両氏を会社提案の候補者としないと判断した



## 3D社提案候補者のうち2名を会社提案候補者としなかった理由について(2/2)

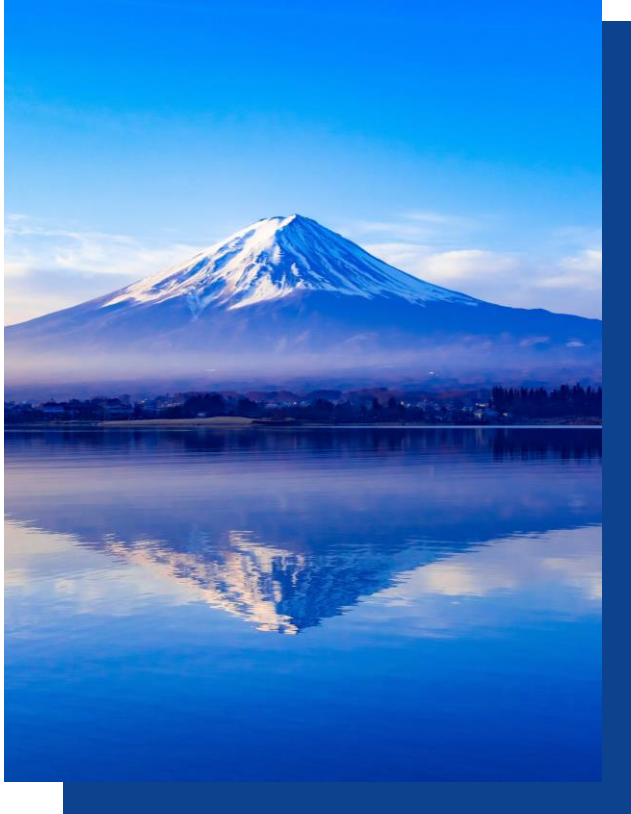
- ▶ 3D社が資料で明示した経営の検証に必要とした専門性と当社が重要性が高いとした「資本市場」「企業経営」「法務」のスキルの関係性、各候補者がどのようなスキルを有しているかは以下の通り
- ▶ 3D社提案候補者4名全員が金融市場出身者と偏りがあり、筒井氏、岡村氏の強みである資本配分やコーポレート・ガバナンスのスキルは会社提案候補者との重複が見られる等、総合的に判断し、会社推薦の候補者として適当ではないと判断した

### 3D社提案候補者を含めたスキルセットについて ※ … 当社主張

		3D社提案候補者※				会社提案候補者		
		筒井氏	岡村氏	清水氏	石丸氏	辻氏	仁科氏	今井氏
		金融市場	金融市場	金融市場	金融市場	上場企業経営者	弁護士	金融市場
資本市場	不動産投資			✓✓✓				
	資本配分	✓	✓✓✓	✓		✓✓ JVCケンウッド代表取締役社長として、資本配分の見直しを行い、事業構造変革の成功、財務健全性の改善させた実績を有する		✓✓✓ コーポレートファイナンスに強み。投資銀行、M&A助言会社における経験を活かした幅広い知識・経験を有する
企業経営・事業会社経営	利益率改善		✓		✓✓✓	✓✓✓ 上場2社の代表取締役社長として、事業環境に応じた事業戦略を立案・実行し、業績向上を牽引した		✓ オリンパスの社外取締役として、大規模な経営改革を推進した実績を有する
	成長戦略	✓			✓✓✓	✓✓✓ 上場2社での牽引経験豊富、特に、日商エレでの新たなビジネスモデルの確立やJVCケンウッドでのDVR事業推進等の実績を有する		✓ メリルリンチ日本証券やレコフにおいて、上場企業の重要な局面でのM&Aにおける投資判断を行った経験を複数有する
	CG	✓✓✓	✓	✓		✓✓✓ JVCケンウッド代表取締役社長として、社外取締役を中心に据えた実践的なガバナンス強化を主導	✓✓ 弁護士及び社外取締役として上場会社のCGに関する多くの案件の対応を通して培った幅広い知見と豊富な経験を有する	✓✓ 複数の上場企業の社外取締役を務め、コーポレート・ガバナンスについて深い経験とリスクマネジメントの強化の実績を有する
法務						✓ 複数の上場企業の取締役として、リーガルリスクを踏まえた多数のコーポレートアクションを経験	✓✓✓ 企業法務・証券分野に強み。多数の企業M&Aや組織再編、及び社外取締役の実績を多数有する	

※ 3D社提案候補者が有するスキルについては、3D社資料に記載のものを転記

# Agenda



ガバナンス体制について

当社の資本コストに関する基本的な考え方

本臨時株主総会の議案について

**当社と3D社の対話について**





## 3D社とのコミュニケーションの経緯

- ▶ 3D社は、企業価値の向上に向けて数多くの提案を行ってきたものの、当社の対応として、進捗がないか、明確な拒絶をされるかのいずれかであったと主張。一方、当社は3D社のこれまでの主張に加え、多くの株主様との対話を踏まえてステークホルダーに対する更なる価値向上を推進するため自ら企業価値向上委員会を設立
- ▶ 臨時株主総会招集請求の受領後も、3D社と当社との見解のすり合わせや、その結果としての臨時株主総会における議案の内容、合意書の締結等について、複数回に亘って意見交換を重ねてきた。それにもかかわらず、3D社は意見交換を重ねている最中に10月資料を開示。本行為は3D社が主張される建設的なエンゲージメントとはほど遠く、3D社の一連の対応は不誠実だと考えている

2/17	定時株主総会での3D社の株主提案に関する当社取締役会意見公表
3/11	定時株主総会開催 株主提案否決
5/20	3D社より、唐突に、当社保有不動産のセールス&リースバックに関する提案書を送付され、その検討を要求
6/3	3D社 長谷川代表と坂下で面談。面談時に、当社事業など当社のことを詳しく説明したいと打診
6/29	3D社より、唐突に、MBOに関する提案書を送付され、その検討を要求
6/30	6月3日の打ち合わせ内容に基づき、当社のことを説明する面談を打診。回答得られず
8/5	企業価値向上委員会設立の公表
8/9	3D社から、「企業価値向上委員会は独立した社外取締役のみによって構成されるべきであるが、現任社外取締役3名はその資質を有していないので、3D社が推薦する複数の社外取締役候補者を取締役として選定するか否かを8月25日までに決定し、通知すること」を求める書簡を受領
8/18	3D社との面談で当社から、社外取締役候補者リストの提示と、8月25日までに必要となる回答内容の詳細を要求
8/22	3D社から取締役候補者リストと、以下4点を8月25日までに確約しなかった場合、臨時株主総会を請求する旨の書簡を受領 (1) 本委員会の検証範囲に利益率の改善、成長戦略のレビューを含めることを明確にすること (2) 本委員会を社外取締役のみの構成とすること (3) 3D社が推薦する4名の候補者のうち、少なくとも3名を本委員会に加えること (4) 来年の定時株主総会を待たずに速やかに臨時株主総会を開催し、当該3名について会社提案の取締役候補者として上程すること
8/31	3D社が臨時株主総会招集請求書を送付
10/13	総会における候補者について両社での会話を始めた矢先に3D社がプレゼンテーション資料を開示
11/7	臨時株主総会での株主提案に関する当社取締役会意見公表
12/4	臨時株主総会開催



## (3D社との認識の相違点) 合意契約について

- ▶ 3D社は、当社が株主提案候補者の独立性に関する誓約書に触れておらず、合意契約についても合理的な理由を示さなかったと主張している
- ▶ 当社は独立性に対する疑義を反対理由にはしておらず、合意契約も企業価値向上の実現と少数株主保護を目的とした合理的なものであることを説明した上で締結を模索していたが、結果としてそれはかなわなかった

### 3D社の主張

- 11月4日付にて4名の候補者が独立していることを保証する誓約書を差し入れているにも関わらず、誓約書の存在には一切触れずに、3D社からの独立性に疑義を示し続けており、誤解を招く主張を行っている
- 3D社からの再三の質問にも拘わらず、株式取得制限が独立性確保に必要な理由、そして特に、それが企業価値向上に資する理由について、合理的な回答を示すことができなかった
- 独立性と関係がなく、企業価値にも資さないような合意を求めてきたことは、富士ソフトの経営陣の保身を疑わせるものである

3D

当社の見解

- ▶ 当社からの合意契約締結依頼を打診したのは、9月末の段階であり、その後、3D社より、株式の買い増し制限等の内容を含む合意書と、候補者の独立性に関する誓約書を分離して検討する案が提示され、それぞれの内容について検討を進めて来た。誓約書については、3D社からは、3D社・当社・候補者の3者契約での締結を提案されていたが、10月末の段階で3者での契約は、候補者の確認が取れていないということで、3D社と当社の契約となり、その合意に至ったのは、11月4日であり、各候補者個人との間の誓約は別途当社が直接進めている。3D社から当社に対する誓約については、候補者の独立性を判断する最低限の一要素であり、それ自体を取り上げて記載する必要性はないと考えている。そもそも、第3号議案の株主提案候補者（岡村氏・筒井氏）について、独立性が十分に確認できないことを理由に反対しているわけではなく、そのような記載もしていない。実際、第2号議案で、株主提案候補者のうち2名を受け入れている
- ▶ **当社は独立性確保における実効性の担保が企業価値向上を実現するために重要な点だと認識している。定時株主総会及び今回の臨時株主総会で信任を得た取締役が、特定の大株主からのプレッシャーを感じることなく、少数株主の利益にも配慮して、企業価値向上に向けた腰を据えた取り組みをしていただくことが必要であると考えている。**3月の定時株主総会以降、3D社が当社の株式を市場で急速に買い増したうえで今回の臨時株主総会請求を提案してきた経緯も踏まえると、今後更に3D社が当社株式の買い増しを進めて影響力を強めることで、上記のような取り組みが阻害される可能性が否定できないことから、当社と3D社が一定レベルの合意を形成することで、安定的な環境で企業価値向上の検討が進められると考えた。すなわち、経営陣の保身ではなく、少数株主を始めとするステークホルダーの利益を守り、安心していただくことを目的とするものである
- ▶ 締結を模索していた合意契約の内容は経済産業省が公表している「コーポレート・ガバナンス・システムに関する実務指針」に則ったものであり、米国では投資家株主が提案した候補者を会社が受け入れる場合、スタンドスティル条項（買い手株主が会社側の合意を得ずに行う株式の買い増し等を禁止する条項）などを含めた和解契約として締結することが一般的であり、少数株主の利益の確保の観点から重要な内容であると認識している
- ▶ そのため、**選任された取締役が当社の企業価値向上に専心しつつ、3D社とは引き続き建設的な対話を行うことができる環境を整えるという観点から、上記の説明を3D社に行うとともに短期間の株式の買い増し制限等を含む合意を模索してきたが、それはかなわなかった**



## 本資料のお取り扱いについての注意事項

本資料に掲載されている業績の見通し等将来に関する情報は、現在入手可能な情報に基づいて合理的と判断したものです。実際の業績は市場動向、経済情勢など様々な要因の変化により大きく異なる可能性があります。

また、資料配布の目的が、当社株式の保有継続及び追加購入を推奨するものではないことも、併せてご理解いただきますようお願い申し上げます。

本資料に関するお問合せ先：  
富士ソフト株式会社 経営財務部  
(TEL : 045-650-8811)