



2022年11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
(T E L 0 4 5 - 6 5 0 - 8 8 1 1)

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

当社は、本日公表している「臨時株主総会の開催日時等の決定並びに臨時株主総会の付議議案及び株主提案に対する当社取締役会の意見に関するお知らせ」のとおり、3D OPPORTUNITY MASTER FUND（以下3D Investment Partners と合わせて「3D 様」といいます。）の当社に対する臨時株主総会招集請求に関し、会社提案議案として付議する内容及び3D 様の株主提案に対する当社取締役会の意見を公表いたしました。

一方、3D 様は2022年10月に「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（以下、「3D 様10月資料」といいます。）をインターネットサイトにて公表されました（<https://www.compoundfujisoft.com/presentation>）。詳細は下記のとおりですが、当社といたしましては、事実誤認や客観的とは言えない印象操作とも言える表現等、正す点が多くあると考えておりますので、お知らせいたします。

当社は、2022年8月5日に、会社の事業方針、キャピタルアロケーション、ガバナンス、ステークホルダーとの対話等の当社の経営課題について真摯に再検証を行い、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、企業価値向上委員会を新設したこと、及び、企業価値向上委員会は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する方針であることを公表いたしました。この活動の中で、3D 様を含めて、様々な市場関係者様との対話の中で頂いたご意見やご指摘も踏まえ、まさに、積極的に再検証を進めているところでございます。

一方で、3D 様10月資料に記載されている内容については、公表資料にて数値分析されている部分とは別に、10年以上前の特定の雑誌から引用された情報や在籍時期の明らかでない元社員と称する匿名の情報、またSNS上で収集した情報等、当社の現状を正確には反映していない情報等をベースとした憶測に基づく指摘のほか、当社関係者へのインタビューの一部分を都合良く切り取った記載など、客観的とは言えない記載も多く含まれていると考えております。また、当社事業に関する部分についても、企業価値向上委員会における検討材料の一つとはしておりますが、外部情報を中心に推測されているとはいえ、3D 様が独自に置いた仮定に基づく数値も使われており、当社の現状を表しているとは言い難いと感じております。

なお、本年3月の定時株主総会に際しても、3D 様は同様のプレゼンテーション資料をインターネットサイトにて公表されました。その際にも、当該資料や、同時期の3D 様の関係者によるメディアにおける発言において、過去資料の記載等を切り取っての記載や当社や当社役員を揶揄するような表現が見受けられたため、3D 様の代表に対し、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頂くよう抗議をいたしました。

それに対して、3D様からは、「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」旨の返答を頂き、その後、2022年3月24日付プレスリリース「3Dは富士ソフトの持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のために、引き続き執行部をサポートしていく方針を表明」を公表して頂きましたので、当社としても建設的な対話を進めるべく、それ以上の抗議や当社からの反論文書の公表は差し控えた経緯があります。

かかる経緯にもかかわらず、3D様10月資料においても同様の記載が多数見受けられることは、誠に遺憾です。また、本日公表した株主提案に対する取締役会の意見においても述べておりますとおり、当社は、臨時株主総会の請求を受けて以降、本日に至るまで、3D様との間で、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行っておりましたが、当該資料は、その協議が本格的に開始された直後に公表されました。当社は、まさに3D様が主張される建設的なエンゲージメントを目指して3D様と対話を続けてまいりましたが、3D様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ます。

当社といたしましては、3D様のご指摘を含め、企業価値向上の観点から株主様より頂く様々なご提案やご指摘について真摯に受け止めさせていただきますが、株主の皆様におかれましては、今後も当社が公表する内容をご覧頂き、3D様の主張及び当社の考えについて公正に評価して頂いた上で株主総会において議決権を行使して頂きますようお願い申し上げます。

記

当社の企業価値向上に向けた取り組みについて

※以下の括弧内の頁番号は、3D様が公表したプレゼンテーション資料中の該当頁を意味します。

(P. 15)

- 3D様は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」と指摘されています。当社といたしましては、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、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掲げて取り組んでおります。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あります。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ます。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と考えております。また、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く、中期経営計画公表前の3D様との面談においては、「売上と営業利益額、更に資本効率も意識している」と発言しています。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」を目指すものであるという指摘は誤りであり、正しくは「10%の営業利益率確保」として利益率を確保する目標です。加えて、これも15年以上前に使われたことがある表現に過ぎませんが、社長交代の目安が「減収」であるとする指摘も誤りであり、正しくは「減収減益」です。これらは3D様が引用している「変化の時を生き抜く(財界研究所出版)」にも記載され

ていることであり、単なる勘違いや誤解ではなく、当社を「売上高偏重主義」と印象付けるために意図的に利益の部分の記載を変えたものではないかと推察せざるを得ないと考えております。

- 3D様は当社に対し、自社オフィスを「持つ経営」が企業文化に沁みついていると指摘されています。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りますが、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ありません。また、当社は企業価値向上委員会の下部WG（ワーキンググループ）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うことは既に公表しているとおります。

(P. 18～21)

- 3D様は、当社の経営上の課題として資本効率、自社オフィスへの投資方針、利益率等を指摘されています。当社においても、当社の事業戦略、キャピタルアロケーション、ガバナンス、ステークホルダーとの対話等の当社の経営課題について真摯に再検証を行い、企業価値の向上を目指す体制を整備することを目的に、自ら企業価値向上委員会を新設したこと及び企業価値向上委員会は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する方針であることを公表しております。当社取締役会が経営課題として認識し、対応中であることを対外的に公表していることについて、あたかも取締役会として対応していないような事実誤認を生じさせる指摘であると感じております。

(P. 25)

- 3D様は、当社による資本コストの推計値がアナリストレポートで引用されている資本コストとの比較において下回っていることを理由に、当社の取締役会が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をされています。資本コストの計算方法については様々な考え方があると認識しておりますので、他者が計算した資本コスト自体を否定するものではありませんが、3D様が、当社の資本コストが高く算出されるようなデータの選択と論理構成をしているように思われる一方で、当社の計算した資本コストの計算方法も、恣意的なデータ選択によるものではなく、CAPMに基づく広く一般的に用いられる手法に基づくものと考えており、取締役会の資本コストの考え方に関する専門性が欠けていることを示すものではないと考えております。また、3D様が計算されているものやアナリストレポートで引用されている資本コストについては、市場関係者からのご意見として捉え、企業価値向上委員会で再検証を進めているところです。

(P. 6、P. 36)

- 3D様は、2022年3月開催の定時株主総会に向けて、当社が3D様からの株主提案を受けた事実を公表して以降、直近までの株価の上昇について、3D様による事業変革に対する期待を織り込んだものと主張されています。3D様は2022年9月16日から遡る1年間の当社株価が40%上昇していることを図示されています。しかし、実際の株価としては、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様による株主提案が否決された以降に生じているものです。同期間において、3D様は当社の株式を急速に取得されています。3D様は株価上昇を3D主導の事業変革への期待と捉えていますが、その株価上昇は3D様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考えております。なお、当社としても、株式市場のご参加者が当社に対して企業価値向上を期待されていることを理解しておりますが、定時株主総会において3D様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 様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ます。

当社の取締役のスキルセットについて

(P. 30)

- 3D 様は、企業価値向上委員会を取締役会と同一のメンバーで構成していることを問題視されております。しかし、現任の取締役も株主総会において株主の皆様からご支持を頂いて選任され、株主の皆様からの負託を受けた立場にあります。これまでの当社の経営に関する考え方や事業環境等を正しく理解している現任の取締役を含めて議論を行うことは、株主の皆様からの負託に応え、地に足の着いた企業価値向上策を検討するためには不可欠な要素であり、新たに会社提案候補者として選任予定の社外取締役を含めた取締役全体で、外部の知見も含めて、更なる議論を深めていくことが、最適な検討プロセスであると考えております。

(P. 23)

- 3D 様は当社の過去の実績を基に、当社の取締役会は低資本効率という経営課題を解決する能力を有していないと主張されています。しかし、当社としても様々な株主との建設的な対話も踏まえて、更なる価値向上を推進することが急務であるとの判断の上、企業価値向上委員会を新設して、企業価値向上についての検討を推進する体制を整備しております。当社が変革を進めようとしている事実に対し、3D 様の主張は当社の現状を考慮しない、一方的なものであると考えております。
- 3D 様は、自身が主張する当社の経営課題に基づいて当社の社外取締役に必要なスキルを選定した上で、現任社外取締役は必要となる専門性を殆ど有していないと主張されています。まず、この主張は、当社の取締役として求められる多様なスキルの中の一部を 3D 様が設定されたアジェンダのみに基づいて整理したものに過ぎず、当社としては、現任の社外取締役においても、当社の社外取締役として必要な専門性を有していると考えております。なお、3D 様は、現任社外取締役の内、大石健樹氏及び小山稔氏が 2019 年 3 月から社外取締役として就任して以降の実績について、当該期間の ROE は改善していないと主張されていますが、実際には、2018 年 12 月期の ROE が 6.2%であるのに対し、2019 年 12 月期は 7.2%、2020 年 12 月期は 7.4%、2021 年 12 月期は 7.5%と改善してきていることから事実と異なる記載であることは明らかです。また、この 3 年間においては、コロナ禍もあって一時的に業績が下降した同業他社もある中で、当社は、売上高 CAGR8%、営業利益 CAGR13.9%と大きく成長しており、これらの結果による ROE の改善と合わせて、両氏の就任後に企業価値が着実に向上していることを表しています。
- 更に、当社は、本日公表いたしました「臨時株主総会の開催日時等の決定並びに臨時株主総会の付議議案及び株主提案に対する当社取締役会の意見に関するお知らせ」のとおり、企業価値向上委員会において、当社の取締役として必要とするスキルセット項目を再検証いたしました。その結果、スキルセットの中でも特に重要性が高いと判断した「資本市場」「企業経営」「法務」のスキルを有し、社外取締役としてふさわしい経験・実績を有し、かつ当社の中長期的な企業価値向上のため、積極的に取締役としての活動を行う意思のある方に就任頂くことが望ましいと判断いたしました。今般、新たな社外取締役候補者を会社提案議案として付議しており、株主の皆様へ会社提案議案をご承認頂きますと、取締役全体として必要なスキルセットの強化になると考えております。

社外取締役としての独立性について

(P. 27)

- 社外取締役としての独立性について、3D様は当社の現任の社外取締役と面談した内容の一部を切り取り、社外取締役としての独立性が無いような印象を与えようとしています。2022年6月に、3D様からの要請に応じて当社の社外取締役と3D様が面談を行い、各社外取締役から自身のキャリア、当社に対する見方や改善点、取締役会における関わり方等の様々な観点で説明をいたしました。3D様は、面談内容のごく一部（社外取締役に就任した経緯に関する部分）のみを、自身の主張に都合良く切り取って記載されています。当社としてはこのような3D様の対応は不誠実であり、かつ、独立性や資質が無いとの結論ありきで整理されていると考えております。
- 当社の各社外取締役は、既に開示しておりますとおり、経営陣からの独立性が確保されており、一般株主との間に利益相反が生じる恐れはないことから、独立役員として指定しています。3D様の主張は、あたかも社外取締役が当社との関係が深く独立性に疑義が生じているというような印象操作をしているように思われ、現に各社外取締役は、取締役会において忌憚無く発言をすることで、取締役会における活発な議論に貢献していることから、3D様による主張は的外れなものであると考えております。

3D様とのコミュニケーションの経緯について

(P. 33)

- 3D様は、自身が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されています。当社といたしましては、特定の株主様の意向のみを踏まえた経営を行うことは妥当ではないと考えております。その上で、当社は、3D様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います。その後、当社が2022年8月5日に企業価値向上委員会の設立を公表した直後の8月9日に、当社は、3D様から、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様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可否かを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しました。当社といたしましては、これまでの3D様との定期的なコミュニケーションの中で取締役選任の要求が話題として出たことがなく、且つ、候補者の具体的な氏名もスキルもわからない状態での新たな社外取締役選任要求に困惑し、当社の夏季休暇期間終了直後の8月15日に、3D様の真意を確認するための会談を開催したい旨の連絡をしました。その後、当社は、3D様から会談の日程として提示された8月18日にエンゲージメントを行い、当社からは、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しました。その結果、3D様からは、取締役候補者リストと共に、以下4点を8月25日までに確約しなかった場合には臨時株主総会の招集を請求する旨の書簡を8月22日に受領しました。
 - (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様が推薦する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

これを受けて、当社取締役会からは、まずは本委員会の外部委員としての追加選任について検討するプロセスを早速開始するものの、経営委員会による審議を要する等の取締役候補者の指名手続等に鑑みて、8月25日までに取締役候補者としての選定を確約することは難しい旨の回答をしました。一方で、3D様の設定した回答期日までの決定は間に合わないとしても、社外取締役として当社の企業価値向上に尽力頂ける方であれば取締役候補者として選定すべく、各候補者との面談の調整を行っている最中、3D様は、当社に対し、2022年8月31日に臨時株主総会招集請求書を送付されました。なお、2022年9月1日以降も、3D様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まいりましたが、残念ながら合意には至りませんでした。3D様は意見交換を重ねている最中に3D様10月資料を開示しており、本行為は2022年3月に3D様が公表された「3Dは富士ソフトの持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のために、引き続き執行部をサポートしていく方針を表明」、及び3D様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様の一連の対応は不誠実であると考えております。

- 当社は今後も3D様を含む多くの株主様とコミュニケーションを図りながら、当社としての企業価値向上策を取りまとめ、推進してまいります。また、当社の企業価値向上に対する取り組みや考え方等につきましては、今後、別途公表させて頂くことも検討してまいります。

以 上