

富士ソフトの飛躍的な企業価値創造のために

2022年11月



真の成長を、問う。

私たち3D INVESTMENT PARTNERSは、

「見せかけの成長」ではなく、「ゆたかな価値の向上」

「一過性の成長」ではなく、「有機的・複利的・持続的な成長」

「一部の人たちの利益」ではなく、「事業に参加しているみんなの利益」

といった視点・志・気概を大切にして投資活動を実行し、

見かけではない「真の成長」をサポートし、実現していく集団です。

「挑戦と創造」により、富士ソフトに真の成長を。

1970年の創業以来、富士ソフトは「挑戦と創造」を社是に、常に新しい技術トレンドを取り入れ、「弛まぬ人財づくり」をベースにして大きく成長してきたICTの専門プロ集団です。

しかしその一方で、近年では「過度な自社オフィス開発投資」と「売上高フォーカスによる低利益率」を主因として、ROEは業界最低水準にとどまったままであり、企業価値の向上が図られているとは言えません。

テクノロジーの進化と発展が劇的な今だからこそ、「挑戦と創造」という社是に立ち戻り、不動産投資から、DX・クラウド領域を中心とした成長産業への投資へと経営をシフトするなど、富士ソフトらしい真の成長を図り、企業価値を向上させていくことが、私たちの提案の根幹です。

エグゼクティブ・サマリー	4
富士ソフトの経営上の課題	10
現取締役会の問題点	18
企業価値向上委員会の問題点	29
企業価値向上に向けた3Dの取り組み	33
4名の取締役選任提案	39
会社による3名の取締役選任提案	46
結論	57
（再掲）経営課題に対応した「5つの検証」（2022年2月公開）	59
免責事項	94

エグゼクティブ・サマリー

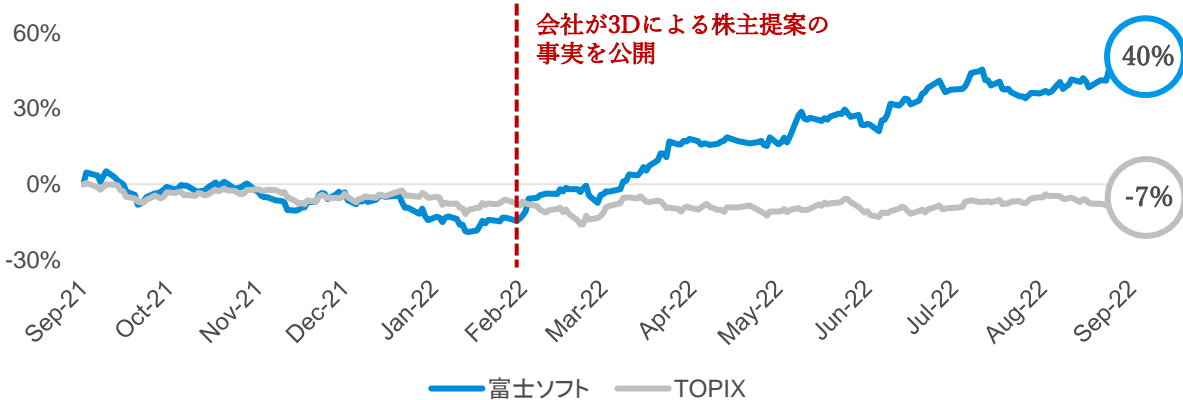
エグゼクティブ・サマリー

- 富士ソフトは、低資本効率という明確な経営課題を抱えており、長期間に亘って低いパフォーマンスに留まっています
 - 3Dが関与する以前、富士ソフトの株主リターンは1年、3年、5年、10年の各期間において同業他社に劣後
 - 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
- 現取締役会は専門性と独立性に欠けており、経営課題の検証能力を有していません
 - 過去の実績や開示に基づけば、現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
 - 過去の開示や社外取締役との面談に基づけば、経営課題に対応した「5つの検証」¹を行うための専門性も現取締役会に備わっていない
 - 現任社外取締役の就任経緯に基づけば、経営課題を客観的に検証するための独立性も備わっていない
- 22年8月に立ち上げた企業価値向上委員会は、その本質的な問題を解決するものではありません
 - 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いるため、専門性と独立性の不足は解消せず、適切な企業価値向上策には至り得ない
- 3Dは、企業価値の向上に向けて数多くの提案を行ってきましたが、進捗がないか、明確な拒絶をされるかのいずれかでした
 - 3Dは2019年に富士ソフトへの投資を開始し、現在は株式を20%超保有している筆頭株主である
 - 3Dは、これまで合計数百ページに及ぶ、現状分析や企業価値向上策の提案を行ってきたが、具体的な進捗がないか、明確に拒絶されるかのいずれかだった
- 3月の定時株主総会の結果や株価の推移に基づけば、株主が富士ソフトの経営課題の検証を求めていることは明らかです
 - 会社から独立した株主の多くが3Dの候補者に賛成票を投じ、定時総会後の株価も好反応を示した
- 3Dは、経営課題の検証を通した中長期の企業価値成長を実現すべく、4名の取締役候補者を推薦いたします
 - 経営課題に対応した高度な専門性と富士ソフトおよび3Dからの完全なる独立性を有する4名の取締役の選任提案を実施する
 - 4名全員が選任されることで、取締役会に経営課題を検証するに十分な専門性と独立性を具備することができる
 - 特に、企業価値向上委員会は来年2月に最終結論を出すため、それに先立った即時の就任が必要となる
- 会社提案の3名について、辻氏、仁科氏の選任に反対し、今井氏の選任に賛成いたします
 - 3Dの株主提案を受けて急遽選定された3名の会社提案取締役候補者は、原則、富士ソフトの取締役会の監督機能強化を避ける試みであると当社は捉えている
 - 加えて、辻氏の就任経緯、JVCケンウッドでの実績、仁科氏の経験、外部弁護士による代替容易性から、両名の選任について反対する
 - 一方、今井氏については、その資質を真摯に検討した結果、取締役会の機能強化に資すると考え、選任を支持する

概要

- 富士ソフトは、1970年に野澤宏氏が設立した組込みシステム開発・システムインテグレーション
- 現在、野澤氏は取締役相談役を務め、義理の息子の坂下智保氏が代表取締役社長を務める
- 自社オフィスを「持つ経営」と売上高偏重主義が特徴だが、いずれも創業間もなくに形成された経営方針である。現在もそれは踏襲され、自社オフィスへの投資と売上拡大が優先されている。結果、資本効率は低迷し、企業価値成長が鈍化している
- 3Dは過去3年間富士ソフトへ投資しており、建設的な対話を継続している
- 会社が3Dから取締役選任の株主提案を受けている事実を公開して以降、株価は競合をアウトパフォームしているが、それは3Dによる事業変革への期待を織り込んだものと考えられる (Pg 37)

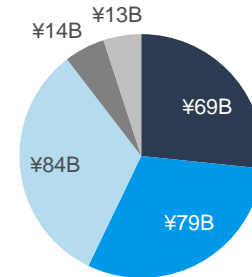
株価推移 (過去1年間)



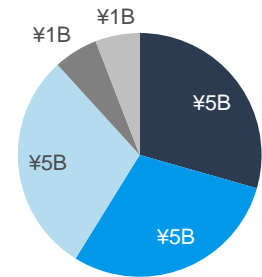
富士ソフトの事業セグメント

組込ソフトウェア開発	車載、通信機器、FA機器等のソフトウェア開発を提供
オペレーションソフトウェア	ITシステムの導入や保守など、システムインテグレーションサービスを提供
プロダクト・サービス	自社プロダクト、他社プロダクト等を販売

売上高 (FY21)



営業利益 (FY21)



■ 組込みシステム ■ オペレーションSW ■ 製品・サービス ■ アウトソーシング ■ その他

時価総額 (十億円)	¥274
企業価値(十億円)	¥274
LTM売上高(十億円)	¥267
LTM営業利益(十億円)	¥17
EV/LTM売上高	1.0x
EV/LTM営業利益	16.0x
従業員数	14,956

企業価値向上プロセスにおいて、取締役会の機能強化は欠かせません

3Dが考える企業価値向上プロセス

1. 中長期の企業価値成長を追求するために必要な専門性と独立性を取締役に整備する

- 経営課題に対応した専門性は、①不動産投資 ②資本配分 ③利益率改善 ④成長戦略 ⑤コーポレート・ガバナンスの5つ
- 創業来の経営方針の検証が必要になるため、執行からの高い独立性が求められる
 - しかし、実績や開示、社外取締役との面談に基づけば、現取締役会は、専門性と執行からの独立性の両面において欠けている
 - そこで、まずは新任取締役の就任によって、取締役会に不足している専門性と独立性を整備する必要がある

本株主提案の位置付け

2. 5つの視点に立ち、聖域なく経営方針を検証し、適切な企業価値向上策を追求する

- ① 低ROICの不動産投資： 不動産を売却することで得られる企業価値と、不動産に資本を投下し続けることで得られる企業価値を評価、比較する
- ② 低評価に留まる上場子会社： 現状維持の場合に得られる企業価値と、上場子会社の完全子会社化・売却をした場合の企業価値を評価、比較する
- ③ 低水準の株主還元： 株主資本コストを適切に算出し、株主資本コストに基づいて既存および将来の投資を評価する
- ④ 低い利益率： 外部の専門コンサルタントと協働し、全社的に抜本的な利益率改善策に取り組む
- ⑤ 総花的な成長戦略： 外部の専門コンサルタントと協働し、将来の事業機会の詳細な分析を行い、選択と集中を伴った成長戦略を検討する

取締役会の機能強化にむけて、当社は4名の取締役候補者を推薦いたします

会社は支持を表明



石丸 慎太郎 氏

元伊藤忠商事CIO、元伊藤忠テクノソリューションズ常勤監査役

- 株式会社みずほホールディングスにてIT企画部長などを務めたのち、伊藤忠商事株式会社においてIT企画部長、金融不動産保険物流カンパニー担当常務執行役員、CIOを歴任
- 伊藤忠テクノソリューションズ株式会社の常勤監査役の経験も有する
- 事業・資本効率の向上に資する知見を有しているほか、ITサービス提供者の企業経営についても卓越した専門知識と、実践に裏付けられた経験を有する



清水 雄也 氏

ひびき・パース・アドバイザーズ代表取締役社長兼CIO

- ゴールドマン・サックス証券会社において日本の不動産セルサイドアナリストを担当のち、ムーア・キャピタルにて不動産、不動産担保付債権等に投資
- ダルトン・インベストメンツでは東京における助言子会社の社長を務め、株主として数多くの企業と対話
- 現在は、ひびき・パース・アドバイザーズの代表取締役兼最高投資責任者を務めており、バリュート投資を投資手法として、日本の上場企業への投資と対話を継続
- 日本での不動産投資、株式市場における資本コストやコーポレート・ガバナンスの在り方に関して卓越した専門知識と経験を有する



岡村 宏太郎 氏

元JPモルガン・チェース銀行在日代表

- JPモルガンにおいて通算19年の経歴を有し、アセットマネジメント及び投資銀行部門でのシニアのポジションを含む幅広い役職に従事
- J.P.モルガン・チェース銀行在日代表兼東京支店長、トムソン・ロイター日本最高責任者兼トムソン・ロイター・マーケット代表取締役社長、ソシエテ・ジェネラルのシニア・アドバイザー等を歴任
- 現在、インフラ資産への投資を専門とするグローバルな資産運用会社、IFMインベスターズのシニアアドバイザー
- グローバルな資本市場に対する深い見解や、株式市場における資本コスト、コーポレート・ガバナンスの在り方について、卓越した専門知識と経験を有する



筒井 高志 氏

日本ペイント社外取締役、元ジャスダック証券取引所代表取締役社長

- 野村證券株式会社に勤務後、株式会社ジャスダック証券取引所の代表取締役を歴任
- 株式会社LIXILグループにおいて経営にも携わった
- グローバルM&A戦略により飛躍的な成長を遂げた日本ペイントホールディングス株式会社で社外取締役を務めており、報酬委員長として取締役の監督ひいては株主価値最大化に資する役員報酬設計を牽引
- 株式市場における資本コストやコーポレート・ガバナンスの在り方、コア事業への再投資を通じた成長戦略について、卓越した専門知識と経験を有する



Dalton Investments



J.P.Morgan



THOMSON REUTERS

NOMURA



LIXIL

JASDAQ

4名全員が取締役に就任することで、経営の検証に必要な専門性が網羅的に整備されます



石丸 慎太郎 氏



清水 雄也 氏



岡村 宏太郎 氏



筒井 高志 氏

経営課題に対応した専門性

A 不動産投資

ゴールドマン・サックス証券で不動産のセルサイド・アナリストを、ムーア・キャピタルで不動産および不動産担保付債権投資を担当

B 資本配分

不動産、プライベートエクイティ、日本株・アジア株の機関投資家として17年の経験を持ち、資本配分を通じた企業価値の向上に高い実績を持つ

JPモルガンのアセットマネジメント部門および投資銀行部門において、シニアポジションを含む幅広い役職に従事

野村證券に30年間在籍し、専務執行役員を務め、ジャスダック証券会社では、代表取締役社長を歴任

C 利益率改善

みずほHD IT企画部長、伊藤忠商事 CIO、伊藤忠テクノソリューションズ 常勤監査役等を努め、IT業界についての経験・知見を有する

JPモルガン・チェース銀行日本代表、トムソン・ロイター・マーケッツ代表取締役社長、ソシエテジェネラルシニア・アドバイザー等、事業効率の高いグローバル企業の経営について、実践に裏付けられた経験を有する

D 成長戦略

みずほHD IT企画部長、伊藤忠商事 CIO、伊藤忠テクノソリューションズ 常勤監査役等を努め、IT業界についての経験・知見を有する

日本ペイントホールディングスの取締役を務め、同社のグローバルM&A戦略の監督に貢献

E コーポレート・ガバナンス

ダルトン・アドバイザー元社長、ひびき・パース・アドバイザーズのCEO・CIO。過去に多数の日本の上場企業に投資を行い対話を重ねてきた

上場企業と株主との間の、資本政策や事業戦略に関する対話のサポート、資産運用会社への助言の提供等を行ってきた

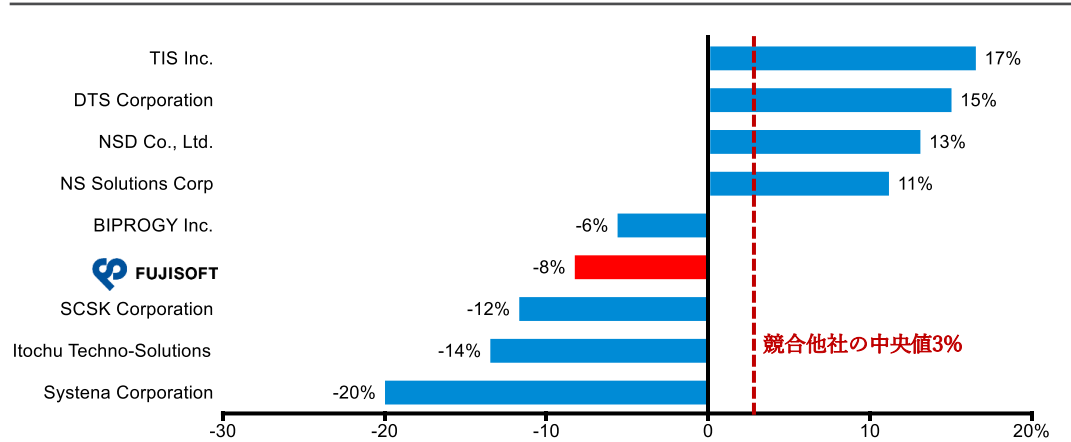
ジャスダック証券取引所代表取締役、日本ペイントホールディングス株式会社社外取締役・報酬委員会委員長を歴任

富士ソフトの経営上の課題

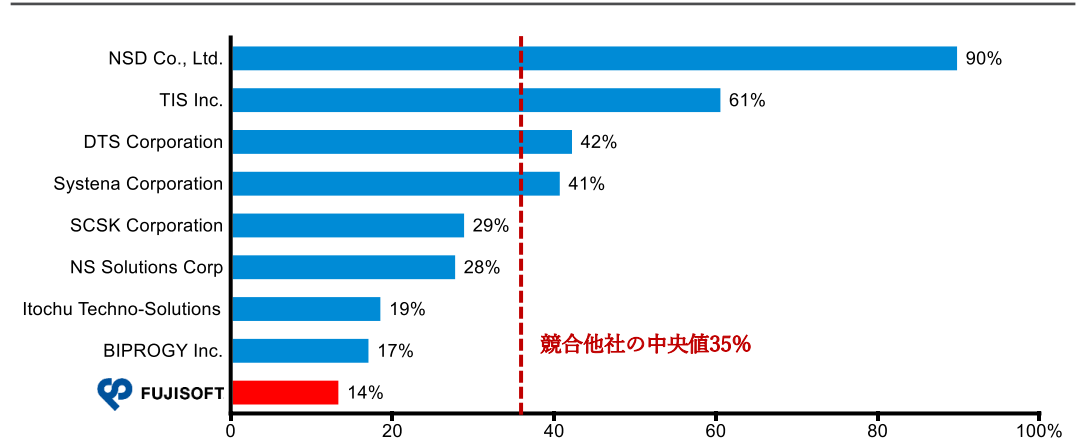
3Dによる関与が公になるまでの期間において、富士ソフトのTSRは競合に大きく劣後してきた

3Dによる株主提案の事実を会社が公表する前日（2022年2月16日）時点のTotal Shareholder Return (TSR)

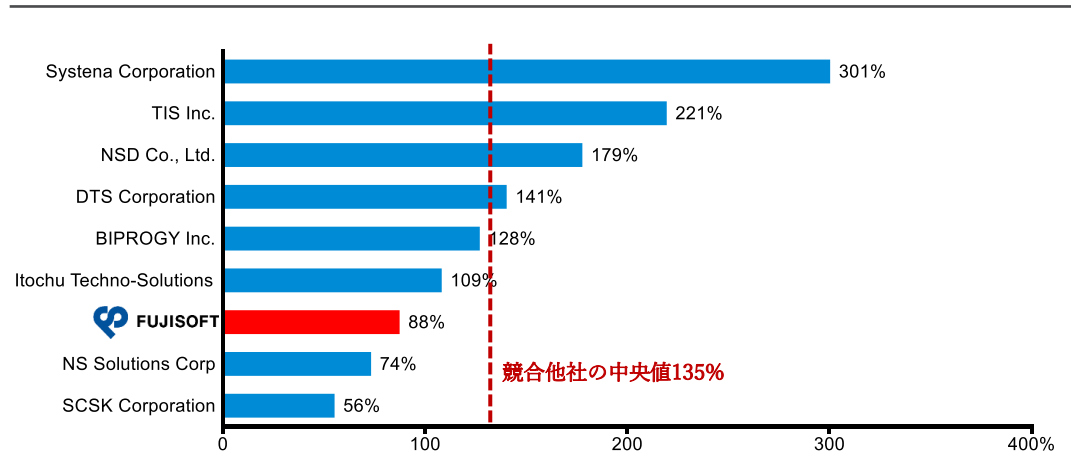
過去1年間のTSR¹



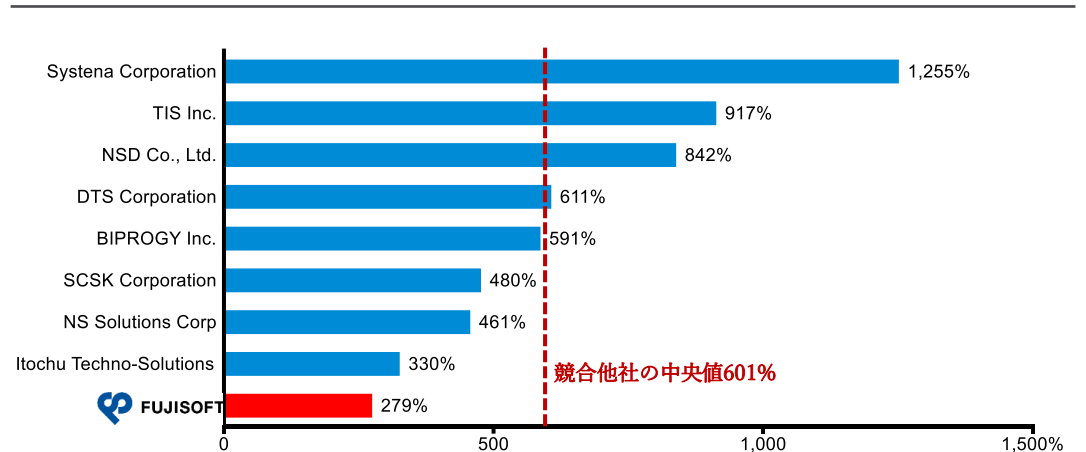
過去3年間のTSR¹



過去5年間のTSR¹



過去10年間のTSR¹



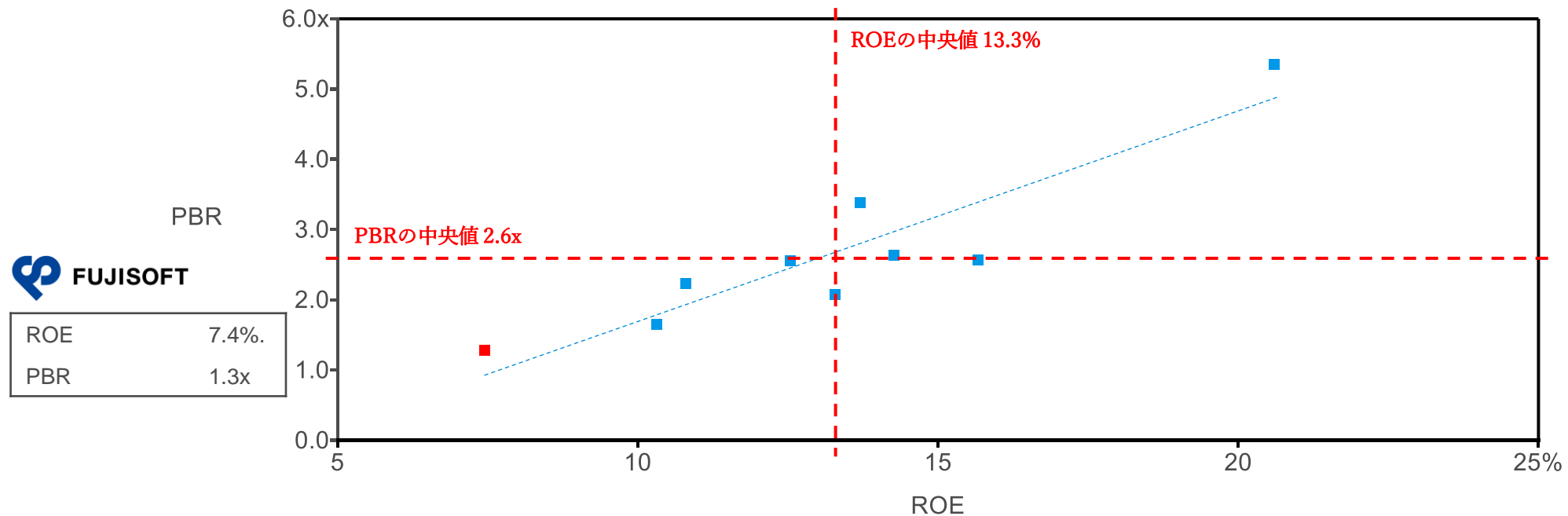
出典：FactSet

注：会社が3Dから株主提案を受けたことを公開する前日の2022年2月16日時点のデータ；競合他社とは、2021年12月末時点で、SPEEDAの産業分類においてシステムインテグレーターまたはシステムデベロッパーに分類され、時価総額が1,000億円以上1兆円未満の会社を指す

主因は業界最低水準の資本効率であり、結果として低い市場評価に留まってきた

- 富士ソフトのROEは業界中央値の半分程度で業界最低値
- PBRは、業界の中央値を大きく下回る水準

システムインテグレーション業界 ROE(X軸), PBR(Y軸) (2022年2月16日時点1)



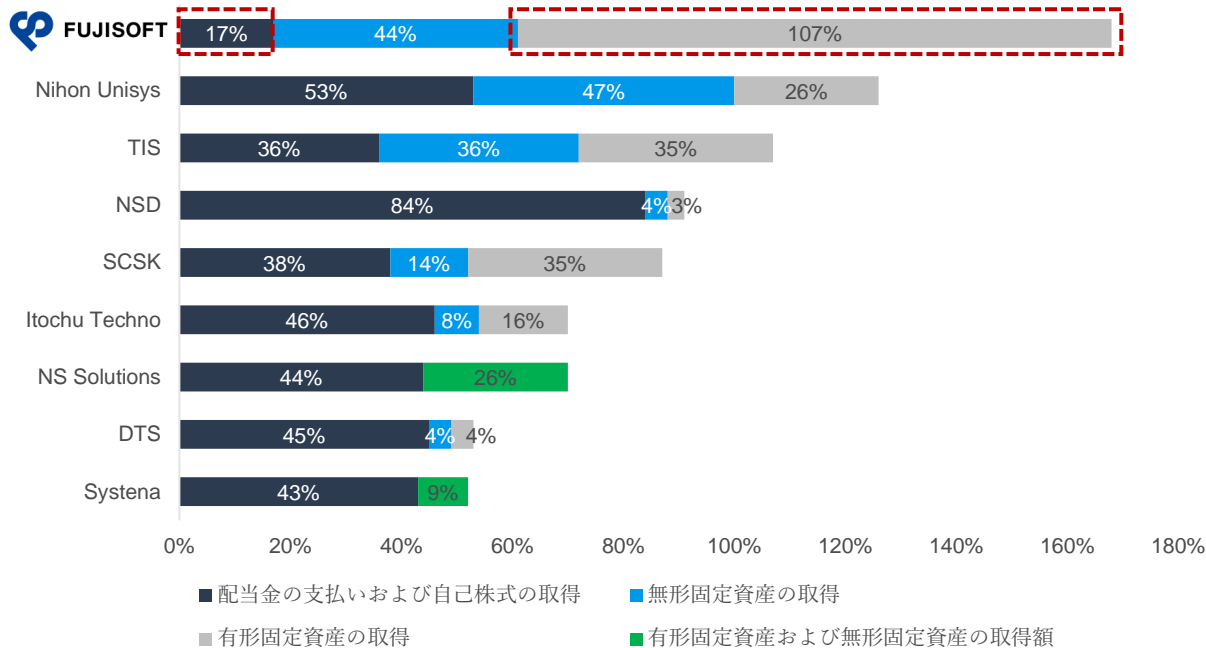
“富士ソフトの営業成績は同業他社の中で最下位にとどまっている。営業成績の悪さは、同業他社と比較した当社の評価額の落ち込みに反映されている”

(翻訳) ISS 議決権調査レポート 2022年2月25日

低資本効率の主因① 自社オフィスを「持つ経営」による過大な投下資産

- 富士ソフトは過去5年間、業界で最も低い配当性向を維持しながら、純利益の合計額に相当する金額を自社オフィス開発とオフィス取得に充当
- 富士ソフトと同水準の自社オフィスを有する競合は存在しない
 - SCSK、TIS等はデータセンター所有を背景に有形固定資産比率が比較的高水準

過去5年間の資金使途（対累計当期純利益比率）



売上高および総資産に占める有形固定資産の割合

(単位：10億円)

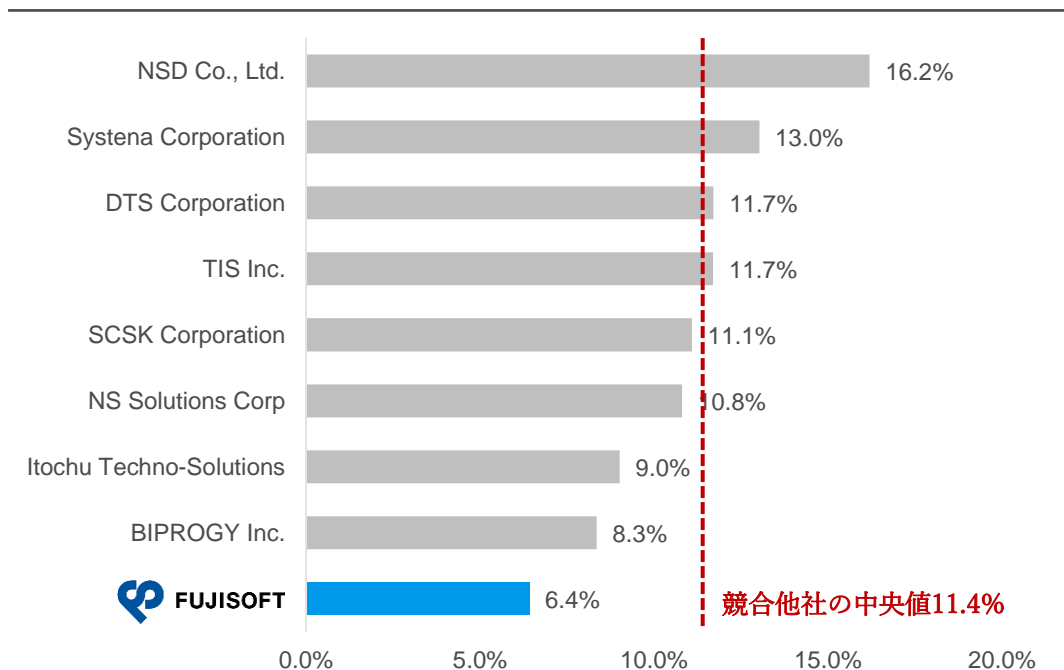
名前	2021年12月期時点				有形固定資産/総資産	有形固定資産/売上高
	時価総額 (22/2/10)	12ヶ月累計売上高	総資産	有形固定資産		
富士ソフト	171	258	229	90	39%	35%
伊藤忠テクノ	730	508	466	30	6%	6%
T I S	693	483	470	66	14%	14%
S C S K	623	409	383	114	30%	28%
日本ユニシス	353	314	244	32	13%	10%
NSソリューションズ	345	268	297	24	8%	9%
N S D	200	69	61	1	2%	2%
システナ	170	64	39	1	2%	1%
D T S	135	93	75	4	5%	4%
同業他社平均					10%	9%

TISとSCSKは、データセンターへの投資などを背景に、有形固定資産比率が高い。

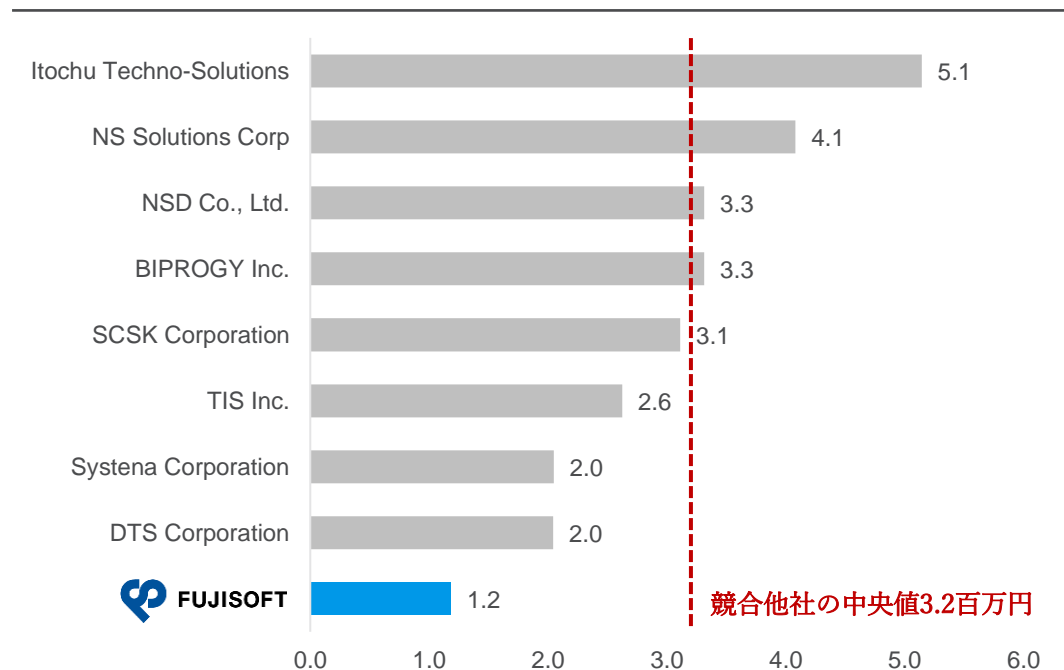
低資本効率の主因② 「売上高偏重主義」による低い事業効率性

- 富士ソフトは創業来、売上高成長にフォーカスした経営がなされ、事業効率が追求されてこなかった（次ページ）
- 結果、営業利益率は業界最低水準、従業員1名当たり営業利益額は業界平均の半分にも満たない水準のまま放置されてきた

営業利益率¹



従業員1人当たりの営業利益²



“経営効率や経営資源配分の改善余地は大きくかつ、アクティビスト投資家と対峙する中で中期的にROICが資本コストを超過する可能性が高いと弊社は考えた”

証券会社A アナリストレポート 2022年8月23日付

「持つ経営」と「売上高偏重主義」は、企業文化に沁みついてしまっている

持つ経営

自社オフィスを「持つ経営」が企業文化に沁みついていく

- 創業当初は、主要顧客に合わせて本社を頻繁に移転（1970～1983年で5回本社移転）¹
- 1985年に本社新社屋を主要顧客企業近く²に建設、自社オフィス所有の文化が形成された
- 以降35年以上に亘り、顧客近くのオフィスを開発/取得し、そこからエンジニアを派遣する、という定石の戦略が執られてきた

売上偏重主義

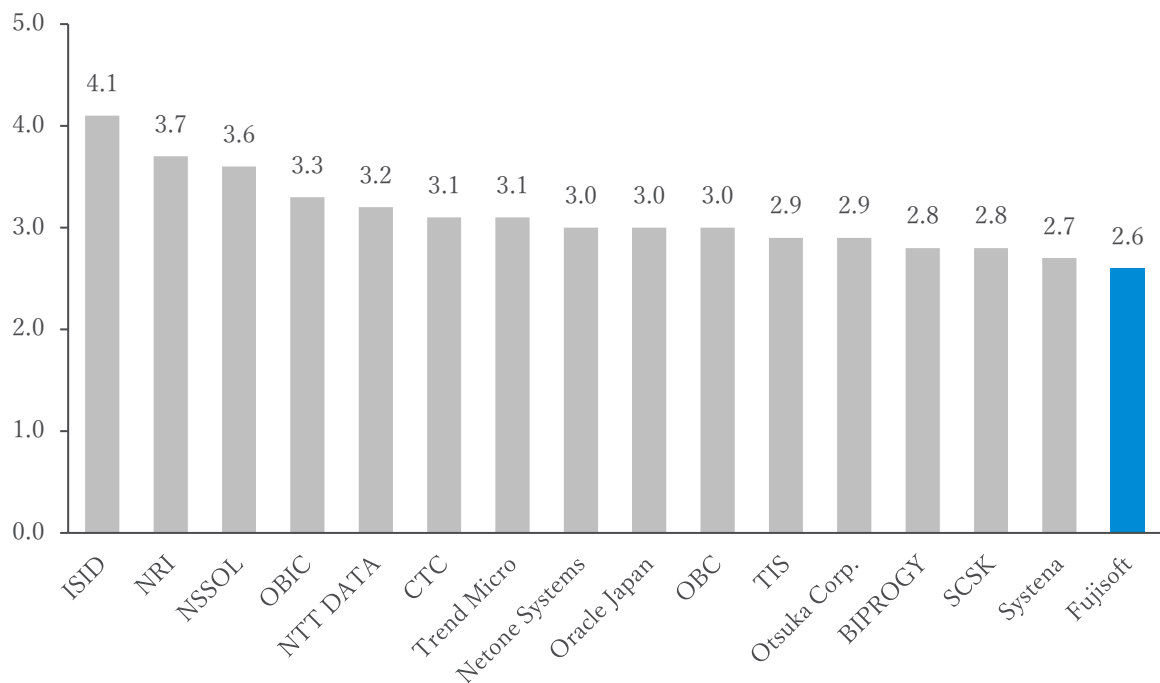
「売上高偏重主義」が企業文化に沁みついていく

- 富士ソフトが、収益性よりも売上高成長に注力してきたことは、様々な企業スローガンが物語っている
 - “2501”：2000年までに売上高500億円を達成、東証一部上場を目指す³
 - “3・1・50”：売上高30%増、経常利益10%増⁴/経常利益率10%以上⁵、配当金50円をめざす
- 過去、社長の降格条件として売上高マイナス成長が採用されてきた
 - “「3期連続の減収ならば、社長を降格する」”³
- 現在でも、事業部制が採用された上で、各事業部がそれぞれ売上高成長を競っている状態⁶
 - “事業部制を採用していることで、社内が反目しあって、風通しを悪くしている”富士ソフト元従業員⁶
 - “年功序列の企業で役職者は部の売上を上げて他部門と売上高を競い合うことで必死”富士ソフト元従業員⁶

「持つ経営」と「売上高偏重主義」は、従業員の満足度にもつながっていない

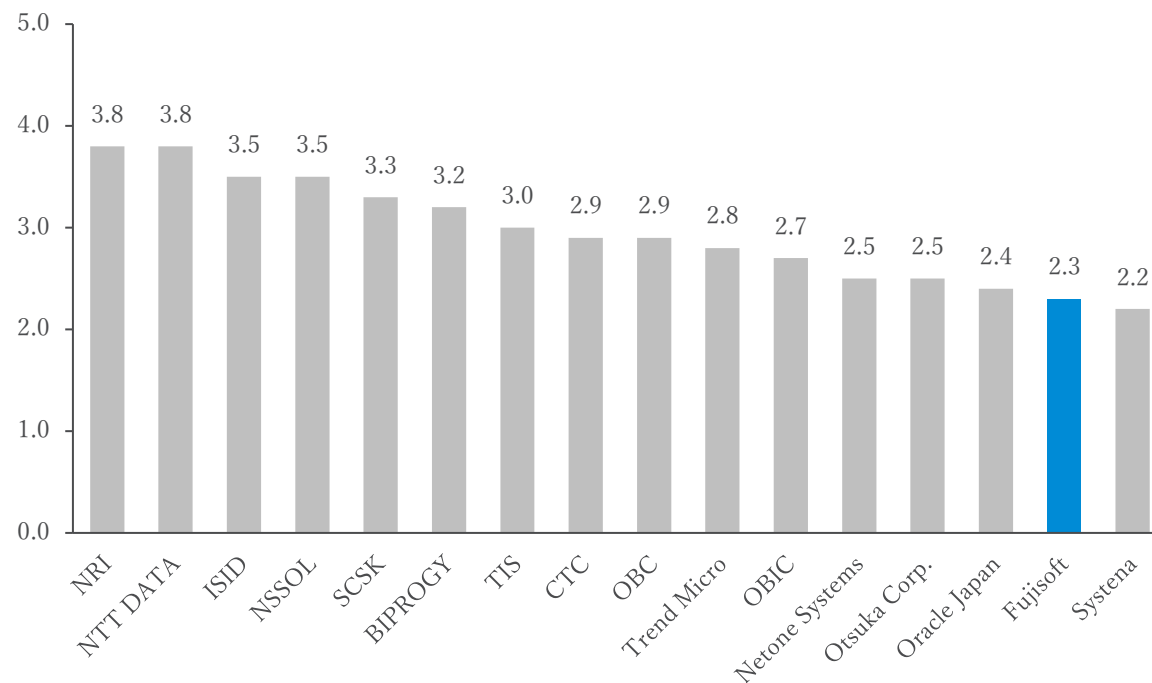
従業員の士気は、競合の中で最も低く評価されている

従業員の士気に対する評価



また、人材の育成環境についても最低水準の評価

人材の長期育成に対する評価



「持つ経営」と「売上高偏重主義」は、第三者からも経営課題として指摘されている



“富士ソフトは同業他社に比べ売上高営業利益率改善が遅れ（直近実績6.5%、業界平均11.8%）、特に類似性の高いシステナ（14.0%）に大きく劣後する。適正な価格設定や過大な間接部門見直しによって中期的に収益性改善の余地は大きいと考えられる”

証券会社A アナリストレポート 2022年8月23日



“全体的に、営業成績は長期にわたって同業他社に遅れをとっている状況。経営陣の資本配分には疑問が残る”

“富士ソフトの過去5年間の平均営業利益率は6.0%であり、競合他社の中でも最低水準。更に同社は、不動産の大半を所有しているにも関わらず利益率が低い状況にある”

（翻訳）議決権調査レポート 2022年2月24日



“当社としては、利益率・収益性改善の見通しについては、少なくとも今後数年間圧倒的な売上成長を達成するということであれば、受け入れられるものと考えます。しかし、同社は売上高CAGR5%を目標としており、競合他社の平均的な売上高成長率と殆ど変わらない水準である。このことが、富士ソフトの取締役会が、競合他社と比較して同社の業績を改善するために十分な努力を行っていないことを示唆する証拠になるかもしれない”

（翻訳）議決権調査レポート 2022年2月26日



現取締役会の問題点

現取締役会は専門性と独立性に不足があり、経営課題の検証能力に欠けている

実績に基づけば、現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

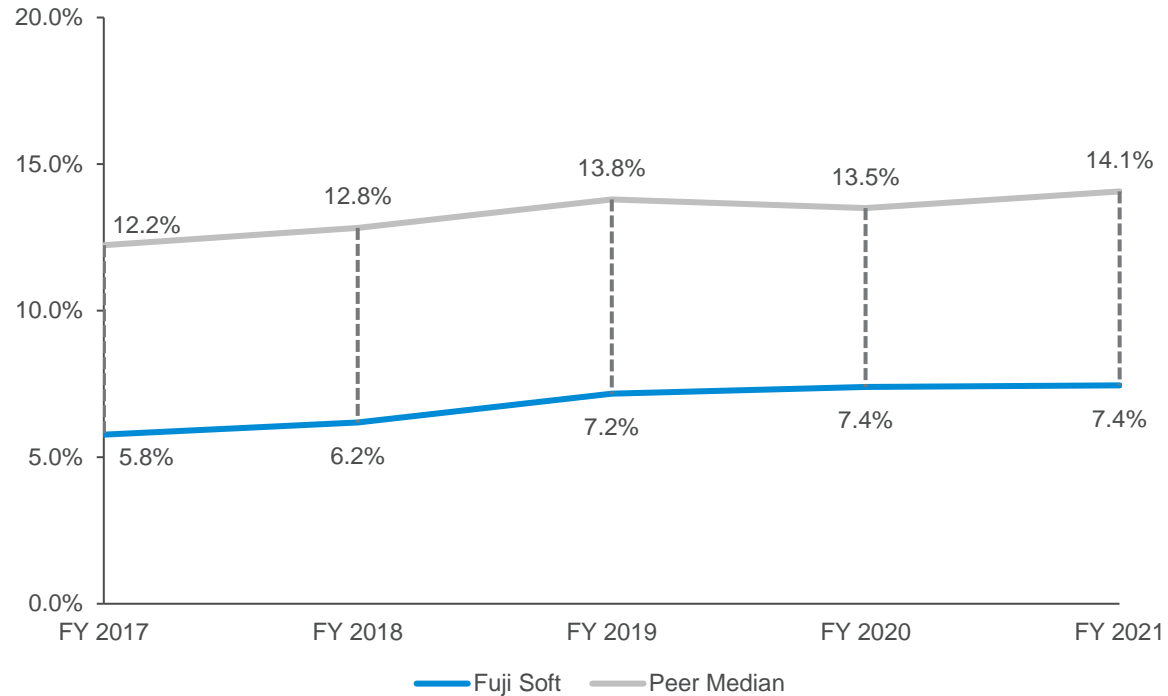
- a 過去の乏しい実績：現取締役会は長年に亘って富士ソフトの資本効率を改善できてこなかった
- b 課題認識の不足：中期経営計画上、現取締役会は低資本効率を課題として認識していない

現取締役会には経営課題に対応した「5つの検証」¹に必要な専門性と独立性が備わっていない

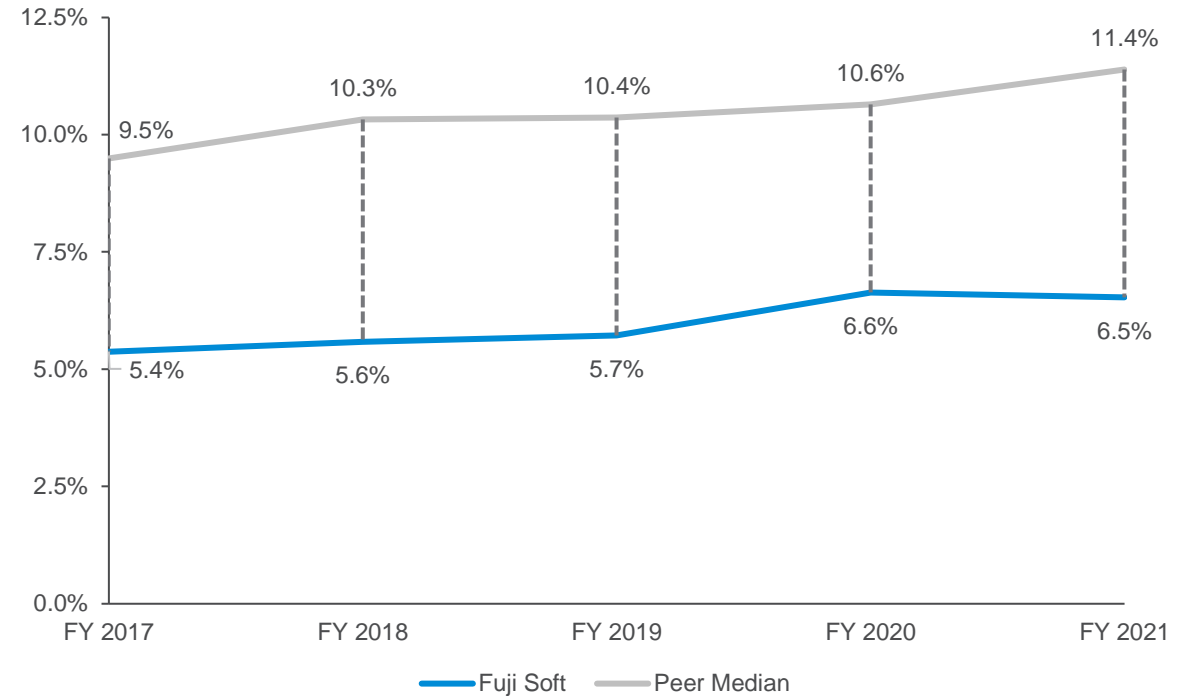
- c 専門性の不備：取締役会に「5つの検証」¹に必要な専門性が備わっておらず、経営課題を解決に導けない
- d 独立性の不備：現任社外取締役に執行からの独立性が備わっておらず、企業文化に根差した経営課題を検証できない

a 現取締役会は長年に亘って富士ソフトの資本効率を改善できてこなかった

ROEは競合比での改善が見られない



営業利益率についても、競合比での改善が見られない



“換言すれば、大規模な土地建物の所有無くしても、超過利潤を確保する高収益のIT サービス事業を運営可能であるということだ”

証券会社A アナリストレポート 2022年11月1日

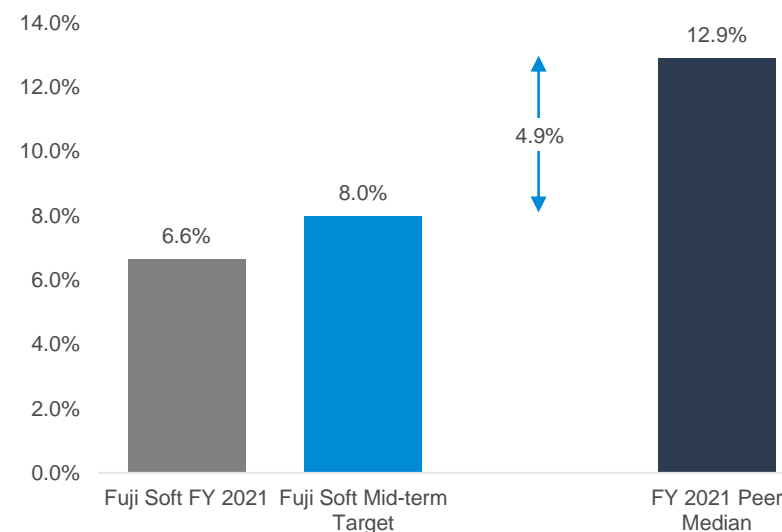
b 中期経営計画上、現取締役会は低資本効率を課題として認識していない - 「持つ経営」

- 富士ソフトは2022年2月に中期経営計画を発表したが、自社ビルへの投資方針を引き続き明示した
- 更に、2024年12月時点のROIC目標値は、現状からほとんど改善が見られないものだった
- 3Dは、本発表に先立ち、資本効率を改善することの重要性とその具体策を提示していたが、それらが反映された形跡は皆無だった

2022年2月に発表した中期経営計画上で自社オフィスへの投資継続を宣言



2024年12月時点のROICの目標値は、現状から殆ど改善が見られない

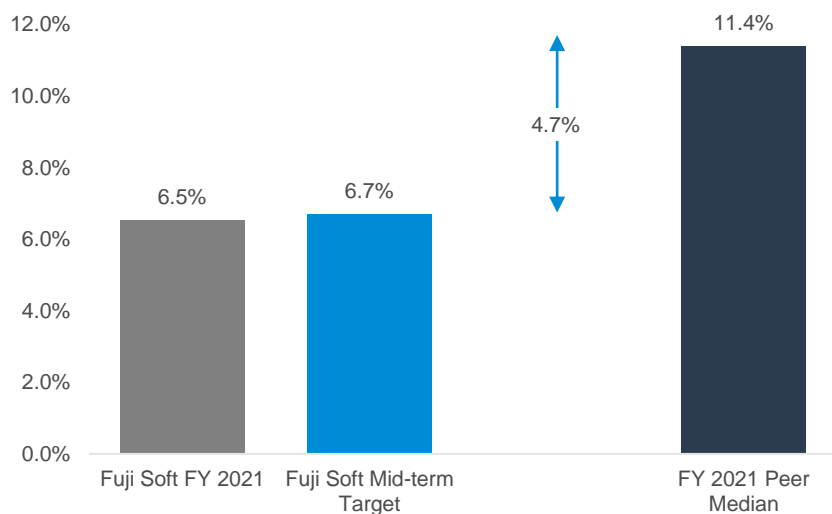


現取締役会は自社オフィスを「持つ経営」とそれに伴う低資本効率を経営課題として認識していない

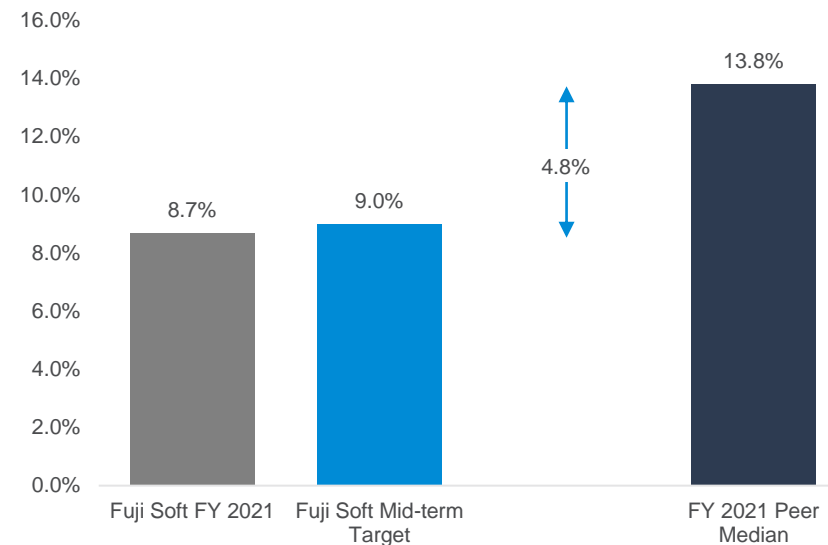
② 中期経営計画上、現取締役会は低資本効率を課題として認識していない - 「売上高偏重主義」

- また、営業利益率、EBITDAマージンの2024年12月時点目標値は、現状から殆ど改善を見込まないものだった
 - 仮に目標を達成できたとしても、同業他社との大きな差は依然として存在
- 3Dは、本発表に先立ち、利益率を改善することの重要性とその具体策を提示していたが、それらが反映された形跡は皆無だった

2024年12月時点の営業利益率の目標値は、現状から殆ど改善が見られない



同様に、EBITDAマージンの目標値も、現状から殆ど改善が見られない



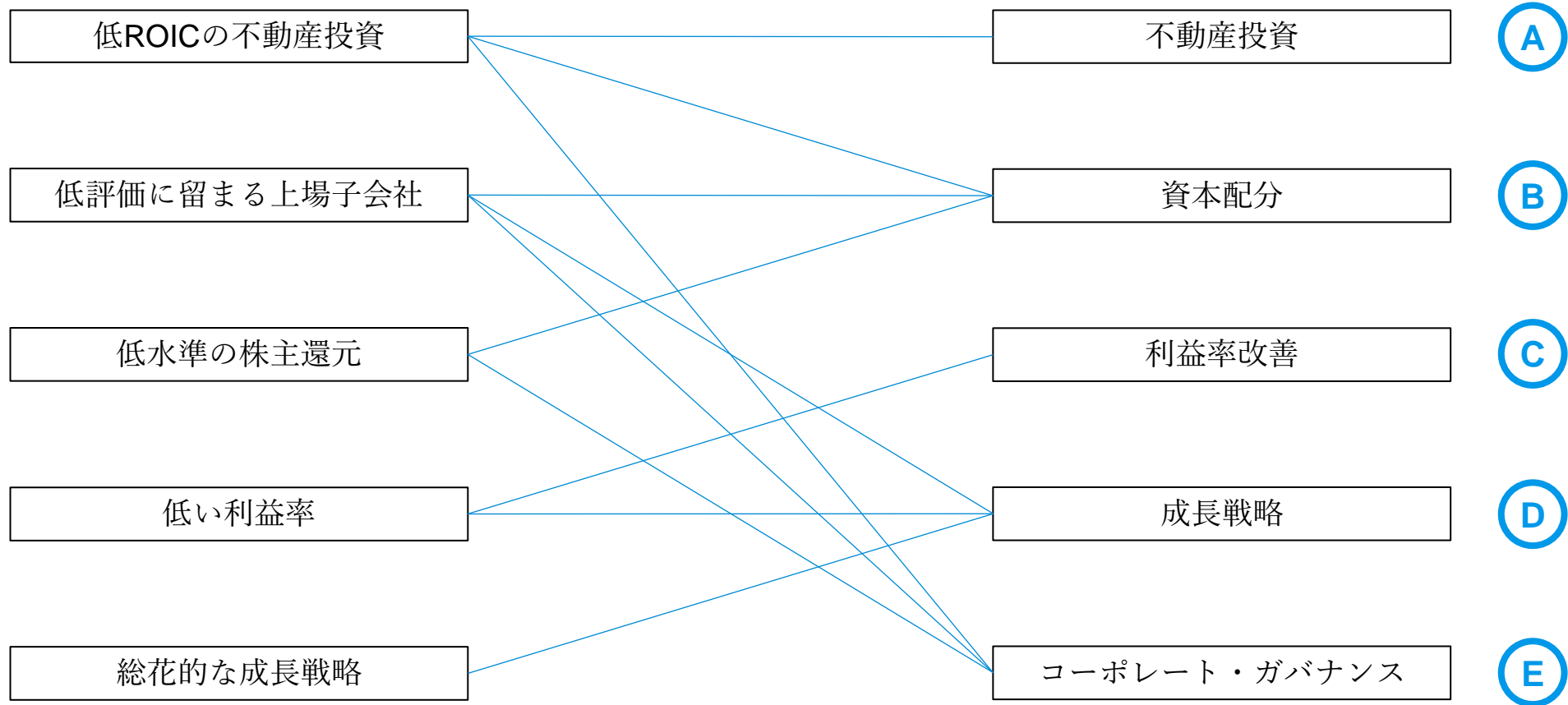
“第二に、利益成長の目線の低さである。[中略] 会社ガイダンスは每期1桁増収増益に留まる非常に保守的なものである。中期経営計画も示されず、経営陣が、リスクを取ってでも高水準の利益成長を目指そうとする、そういったコミットメントが伺われないものであった。3Dの株式大量保有が明らかになった21年12月期決算になって初めて、富士ソフトは中期経営計画を発表した（詳細は後述）が、売上高営業利益率の現状維持を目指すなど、十分に積極的とは言い難い目標となっている”

証券会社A アナリストレポート 2022年11月1日

③ 本質的な企業価値向上策を追求する上では、経営課題に対応した専門性が必要となる

経営課題に対応した「5つの検証」¹

必要となる専門性



③ しかし、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

荒牧知子氏

大石健樹氏

小山稔氏

富士ソフトの
社外取締役と
しての実績

- 就任から間もない（2022年3月～）

- 2019年3月から社外取締役
- 当該期間のROEは改善せず

- 2019年3月から社外取締役
- 当該期間のROEは改善せず

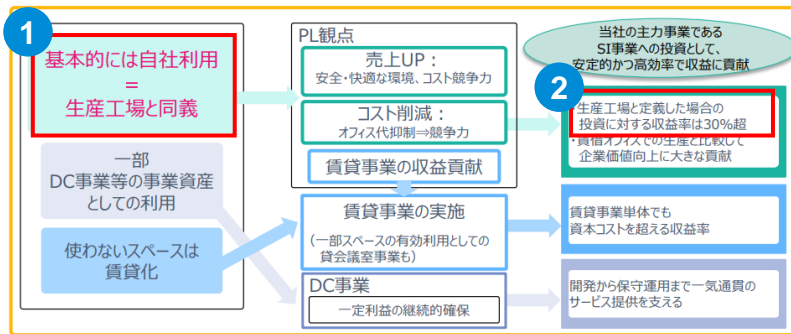
A	不動産投資	不動産投資に係る専門性を有さず		
B	資本配分	資本配分に係る専門性を有さず		
C	利益率改善	利益率改善に係る専門性を有さず		
D	成長戦略	戦略策定に係る専門性を有さず	カシオグループ在籍時に、 商品戦略立案を中心とした経験を有する	戦略策定に係る専門性を有さず
E	コーポレート・ガバナンス	コーポレート・ガバナンスに係る専門性を有さず		

取締役会全体で見ても、経営課題に対応した専門性に欠けている (1/3) : 投資リターンについて基本的な理解に欠けている

中期経営計画 (2022年2月)

不動産所持について

当社のコア事業であるソフトウェア開発への投資としての考え



1 「自社利用=生産工場」という不合理な前提をおいて投資リターンを算出している

- 富士ソフトの自社オフィスは、利益獲得に不可欠なものではなく、生産工場とは同視し得ない
 - 競合他社は自社オフィスを所有していない
 - 富士ソフトは一部オフィスを賃借している
 - 自社オフィスの一部を賃貸化しており、富士ソフトに特化した構造ではない
- 富士ソフトは、取締役会の承認を得て、自社オフィスの必要性を株主に納得させるために、このような比較を行ったと考えられる

2 不合理な前提に基づいた、明らかに過大な投資収益率を算出し、公表している

- 富士ソフトの保有不動産が「30%を超える投資収益率」を生み出していると主張している
 - 不合理な前提に基づいた、富士ソフト独自の算出方法が採用されている (Pg26参照)
- しかし、オフィスのキャップレートが10%を大きく下回る中、30%の投資リターンは明らかに過大である

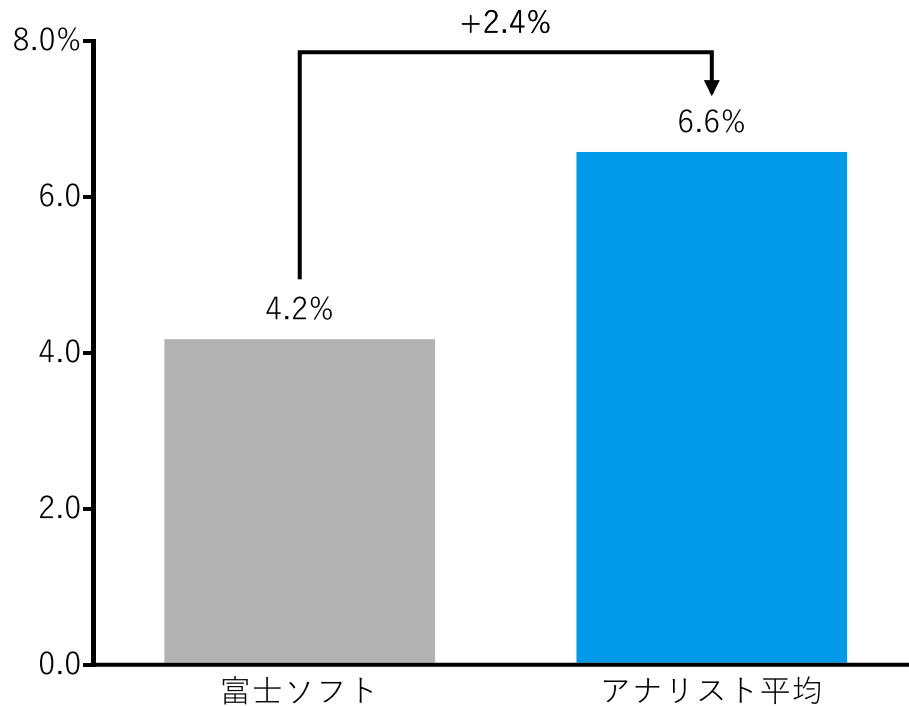
“富士ソフトは「不動産投資のリターンは30%以上」であると興行しています。しかしこの計算に関する開示は明らかに曖昧なものであり、この点に関する同社の主張は投資家にとっては現実的であるとは言い難いと思われる”

(翻訳) Glass Lewis 議決権調査レポート 2022年2月26日

© 取締役会全体で見ても、経営課題に対応した専門性に欠けている (2/3) :
同様に、資本コストに関する基本的な理解に欠けている

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

資本コスト



富士ソフト公表

“不動産賃貸事業は当社のコア事業ではないものの、ご参考情報として、仮に全ての不動産を賃貸事業に利用した場合として算出したROICは4.3%であり、**当社資本コスト4.2%以上の収益率があることを記載しています**”
富士ソフト 中期経営計画 補足資料

アナリスト想定

“ROICは前期実績4.7%、今期弊社予想5.7% (従来5.3%)、27年12期予想8.1% (同6.9%)とし、**中期的には資本コスト (弊社推計7.1%) を上回る水準が可能と考えた**。中期EPS成長率は従来7%増→今回9%増とした”
証券会社A アナリストレポート 2022年5月2日

“19年度弊社予想ROE7.8%は同社**資本コスト6.9% (弊社試算)**を上回るが、ITサービス各社 (弊社カバー) のROEスプレッドに比べて低い”
証券会社B アナリストレポート 2019年2月22日

WACC (加重平均資本コスト)	5.8%
期待収益率	6.6%
負債コスト (税引後)	1.5%
FCF永久成長率	0.0%

証券会社C アナリストレポート 2022年2月18日

③ 取締役会全体で見ても、経営課題に対応した専門性に欠けている (3/3) :
同様に、資本コストに関する基本的な理解に欠けている (続)

ROICが資本コストを0.1%上回るので投資が合理的と判断

中期経営計画補足資料 (2022年3月)

「賃貸事業単体でも資本コストを超える収益率」について

当社は、その時々々のビジネス環境、中長期の展望や物件のテナントニーズ等を総合的に勘案して、不動産利用の最適化を図っており、一時的に自社利用の必要性が無くなったビルや一部フロアを賃貸事業として活用しております。不動産賃貸事業は当社のコア事業ではないものの、ご参考情報として、仮に全ての不動産を賃貸事業に利用した場合として算出したROIC (※④) は4.3%であり、当社資本コスト (※⑤) WACC) 4.2%以上の収益率があることを記載しています。なお、各種投資の際の社内審議におきましては、2020年末時点の数値にて算出した資本コストを期初に設定し、2021年度を通じて用いておりますので、「中期経営計画」におきましても、同資本コストを使用しております。

$$\text{※④ ROIC (投下資本利益率)} = \frac{\text{営業利益 (外部賃貸収入※ - 不動産運営コスト)} \times 0.7 \text{ (簡便的に税率30\%を使用)}}{\text{初期投資額 (土地 + 建物 + 構築物)}}$$

※2021年末日における外部賃貸の単価、または近隣の同等オフィスの賃料単価にて算出

$$\text{※⑤ 当社資本コスト (WACC)} = \frac{E}{E+D} r_e + \frac{D}{E+D} r_d (1-t)$$

E: 株式時価総額、D: 有利子負債残高
 re: 自己資本の資本コスト (= rf + β (rm - rf))
 (rf: 10年国債利回り、β: 10年間の当社株式の対TOPIXでの感応度 (証券会社提供)、rm: 日本株約50年の平均収益率)
 rd: 有利子負債コスト (税引前) (2018年12月期から2020年12月期の3年平均)
 t: 実効税率30.6%

不動産賃貸事業のROIC 4.3% > 資本コスト 4.2%
 であるため、自社オフィス投資は合理的である、との記述

当然ながら、0.1%の安全域はその投資を合理化し得ない

- 市況によってROICも資本コスト(WACC基準)も容易に変動し得るものであり、0.1%の差は誤差の範囲内である
- 一般に、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¹
 - 柳良平氏 (早稲田大学客員教授) が多数の世界の投資家にヒアリングして、価値創造のエクイティスプレッドの水準は少なくとも「概ね2%が要求されている」ことが判明している
 - 従って、柳氏は投資採択基準で「資本コスト+2%」つまりIRRスプレッド2%を最低限の水準として記述している

d 現任社外取締役は企業文化に根差した経営課題を検証するに必要な独立性を有していない

面談にて、社外取締役に就任した経緯を聴取

荒牧知子氏

- 富士ソフトの監査法人である、太陽有限責任監査法人のトップから坂下社長へ紹介された
- 取引関係のある太陽有限責任監査法人のトップの推薦のみで、社外取締役に就任
- 就任の際、その他の候補者と比較されることはなかった（他の社外取締役から聴取）

大石健樹氏

- カシオ日立モバイルコミュニケーションズの代表取締役を務めていた際に、ソフトウェアの構成の外注先として富士ソフトと取引
- 富士ソフトとの取引量が増加する中で、トップ同士との面談・会食が行われ、当時の社長であった野澤氏との親交を深めた
- カシオグループを離れる際に、声がかかり富士ソフト子会社のVinx/Cybercomの社外取締役に就任
- その後、坂下社長に声掛けされ、富士ソフトの社外取締役に就任

小山稔氏

- 当時の監査役であった山口氏の紹介で就任
- アマノ在籍時代に、ソフトウェア開発において富士ソフトとの取引有（工場長時代の5年間は直接の取引先）
- 資材調達部門在籍時には、富士ソフトと月1億円近くの取引が存在

企業価値向上委員会の問題点

2022年8月、富士ソフトは「企業価値向上委員会」の設置を発表した

富士ソフトは8月5日に企業価値向上委員会の設立を発表

来年の2月に最終報告を予定

企業価値向上委員会を新設する目的

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

■ 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

企業価値向上委員会の体制

企業価値向上委員会の下部にWGを設置
委員会での方針に基づいた個別課題の調査・検証を実施し、その素案を委員会で審議する

■ 企業価値向上委員会の運営体制

企業価値向上委員会

CG高度化WG (※)

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

サステナビリティ会議と連携

※CG:コーポレートガバナンス、WG:ワーキンググループ

経営財務戦略WG

3 事業検証WG

これまでの事業戦略を検証し、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

不動産所持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

5

© 2022 FUJII SOFT INCORPORATED. All rights reserved.

今後の活動スケジュール

企業価値向上委員会の検証過程やその後の実行状況は継続的に報告予定

■ 活動・報告予定

2022年11月

- 社内での中間報告のとりまとめ

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

しかし、「企業価値向上委員会」は問題を抱えており、適切な企業価値向上策に至り得ない

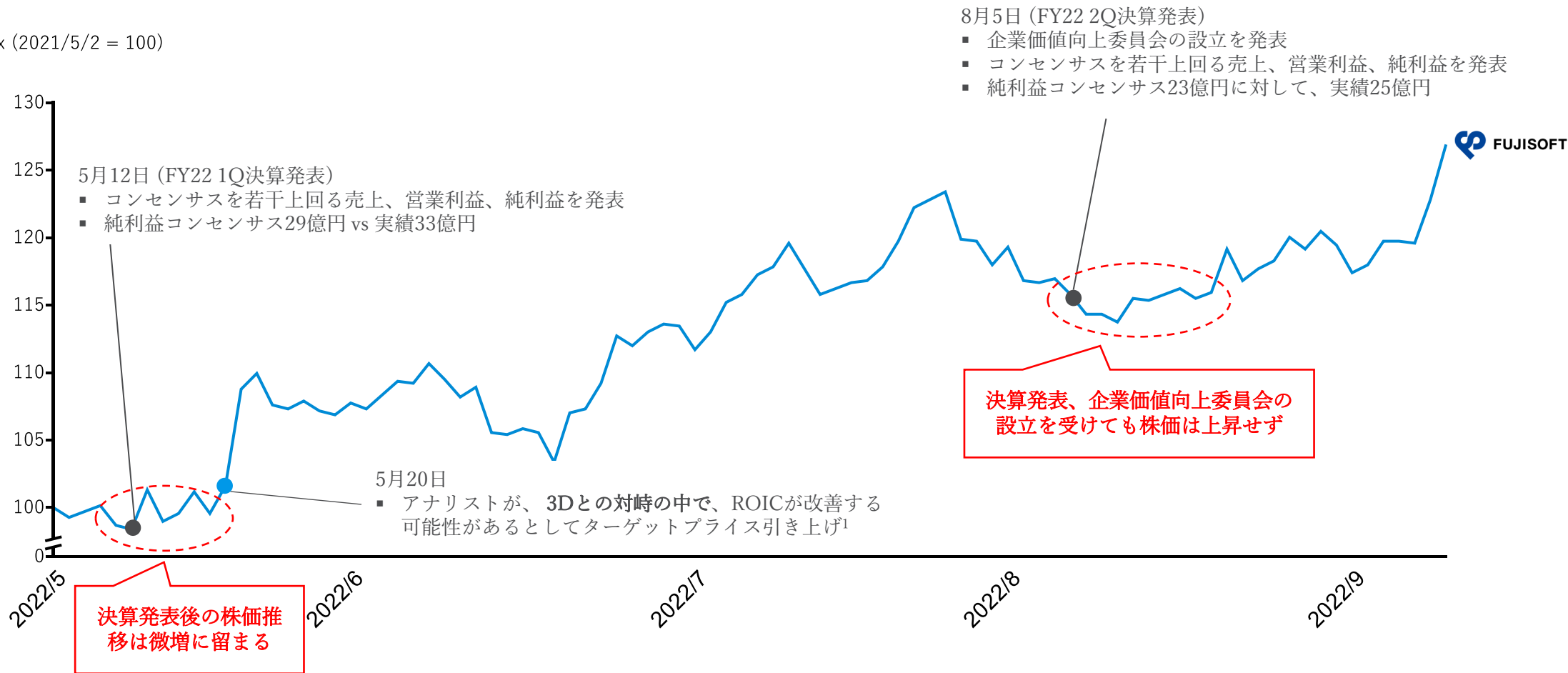
- 企業価値向上委員会は、取締役会と同一のメンバーで構成されている
- 現取締役会は、経営課題の検証に必要な専門性と独立性に欠けている



企業価値向上委員会は、取締役会の根本的な問題を解決しておらず、適切な企業価値向上策に至り得ない

事実、市場は企業価値向上委員会が実効性を持ち、価値を創出することを期待していない

株価Index (2021/5/2 = 100)



企業価値向上に向けた3Dの取り組み

当社は、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、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

March
コア事業への投資を通じた企業価値成長戦略を提案

August
坂下社長との面談を終え、ROEを最重要指標として再考するよう要望

June
創業者一族、経営陣、従業員が企業価値向上のために非公開化するMBOスキームを提案

November
3Dは富士ソフトの事業環境、収益改善策を詳細に分析し、提案資料と共に提供。外部コンサルティング会社を登用の上、企業価値成長戦略を検討するよう要望

May
3Dは、富士ソフトの保有する不動産を詳細に分析した上で、セール・アンド・リースバックによる不動産の売却を要望

September
3Dは、新たに4名の社外取締役を選任する議案を提出し、臨時株主総会を招集請求

併せて、3Dは富士ソフトに対し、詳細な企業価値向上策を提示

2020

2021

2022

June
坂下社長との面談でROE向上が企業価値向上に繋がる旨説明

富士ソフトは、ROEではなく売上高成長を最重要視していると回答

September
野澤会長との面談を要望

富士ソフトは、野澤氏との面談は不可能と回答

August
6月の面談にて坂下社長が「従業員が経営の最重要要素である。市場評価が低いことは認識している」と発言したため、従業員エンゲージメント改善会社、リサーチレポート会社の紹介を打診

December
3Dは社外取締役に期待される事柄を詳細に分析し共有。社外取締役との面談を要望

February & March
3Dは新任社外取締役2名の選任を株主提案

富士ソフトの取締役会には、当社の意見を一度も聴取することなく、反対決議を実施

ISSとグラスルイスは3Dの提案に賛成を推奨。株主総会では、3Dの候補者が40%近い株主の支持を獲得

August
富士ソフトに対し、臨時株主総会を開催し、3Dの推薦する候補者を取締役とした上で、企業価値向上委員会の委員として登用することを要望

3Dは、富士ソフトの企業価値向上のために、5つの視点に立った経営方針の検証が必要と考えている

1

低ROICの不動産投資

- 不動産を売却することで得られる企業価値と、不動産に資本を投下し続けることで得られる企業価値を評価、比較する
- リモートワークによるオフィス使用床数の削減がもたらす企業価値増分を評価する

2

低評価に留まる上場子会社

- 現状維持の場合に得られる企業価値と、上場子会社の完全子会社化・売却をした場合の企業価値を評価、比較する
- 上場子会社を維持する場合は、上場子会社のガバナンス体制の有効性を再評価し、市場への透明性を確保する

3

低水準の株主還元

- 株主資本コストを適切に算出し、株主資本コストに基づいて既存および将来の投資を評価する
- 株主資本コストを上回る投資先がない場合、余剰資本は株主に還元する

4

低い利益率

- 外部の専門コンサルタントと協働し、利益率の改善を図る
- 現中期経営計画と外部専門コンサルタントの提案を評価、比較し、必要に応じて現経営計画を修正する

5

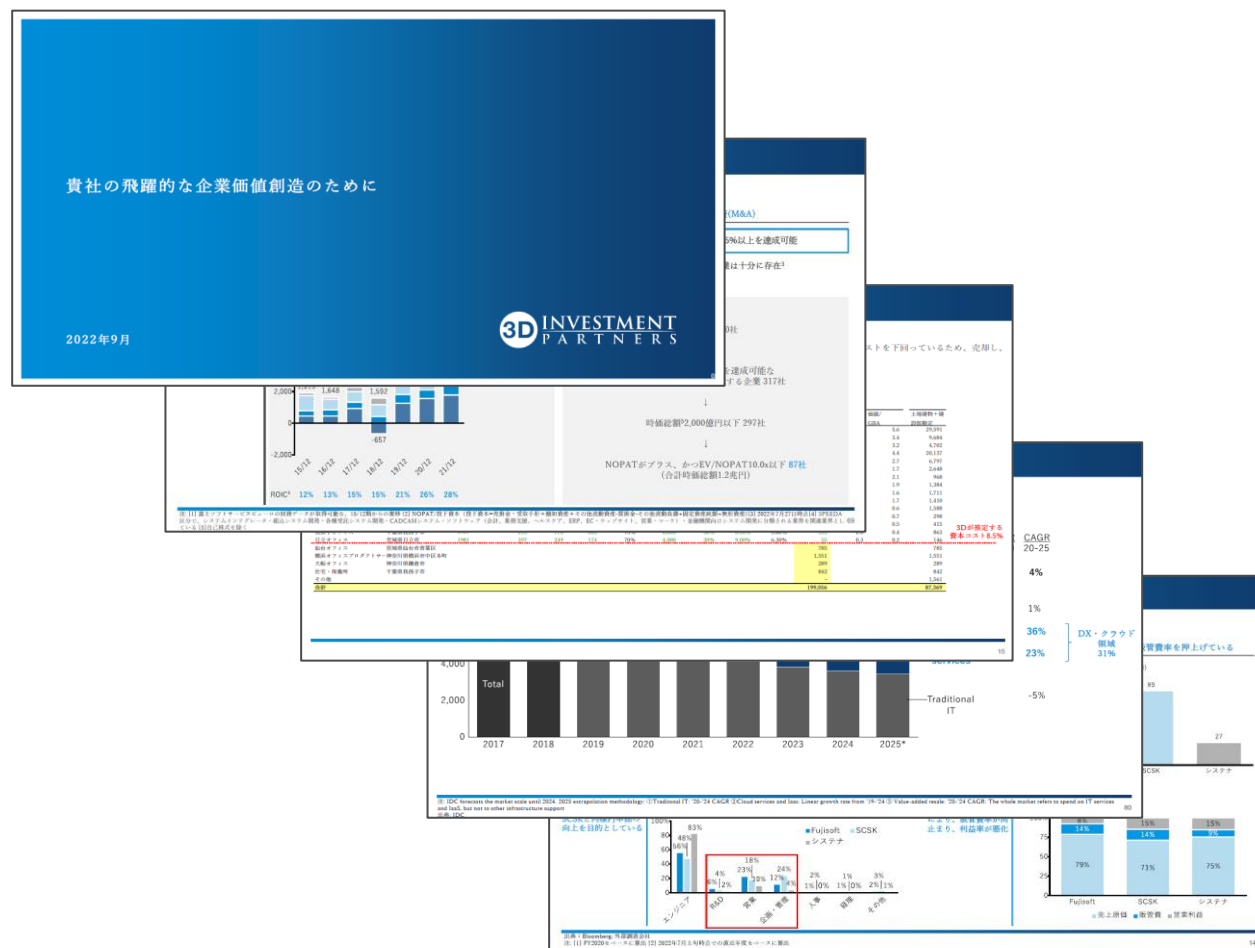
総花的な成長戦略

- 外部の専門コンサルタントと協働し、将来の事業機会の詳細な分析を行う
- 会社のリソースを集中的に投下すべき分野を特定の上戦略を策定し、既存の成長戦略と比較する

3Dは、その視点に基づき、既に詳細な企業価値向上策を策定し、提案済である

主なバリュードライバー

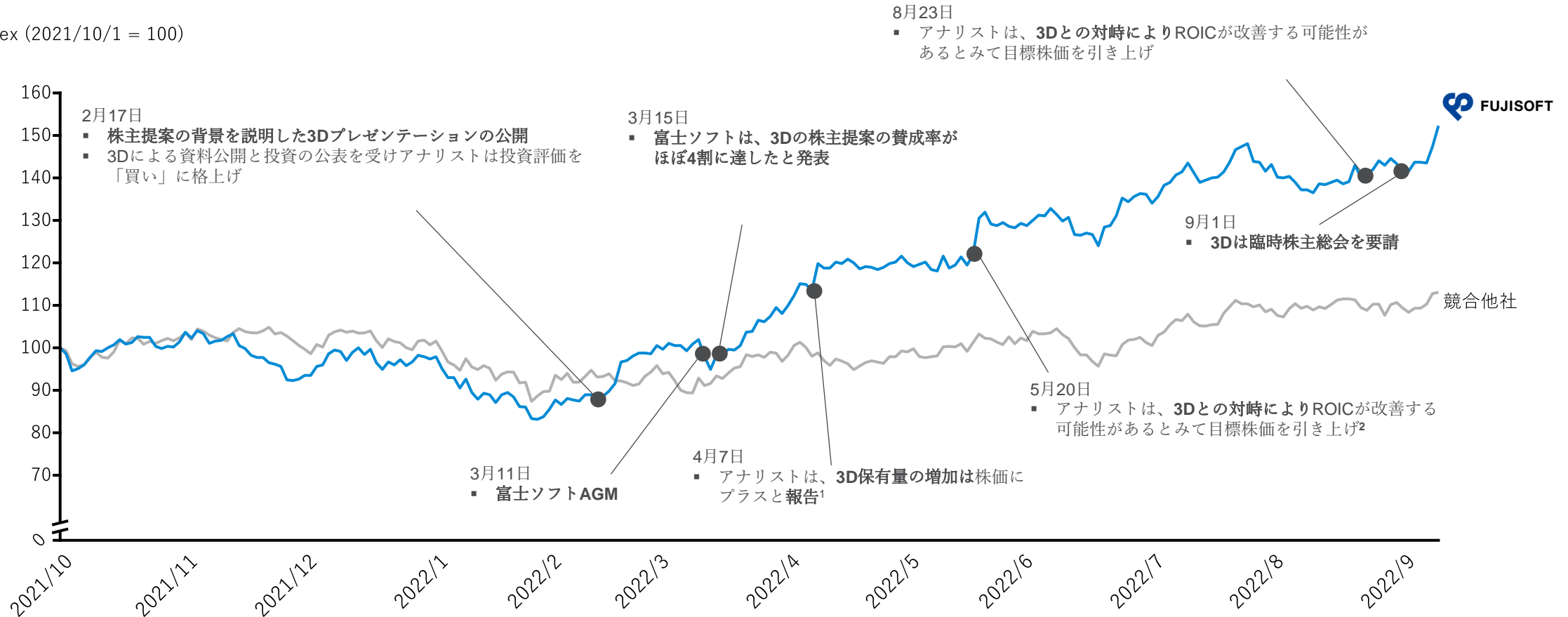
- ① 不動産の売却
- ② コア事業への再投資
- ③ 成長戦略の再検証
- ④ 利益率改善



市場参加者は3Dの取り組みを評価し、経営方針の検証を通じた富士ソフトの変革を期待している

3Dの株主提案をきっかけに株価は上昇しており、アナリスト及び市場参加者は3D主導での企業変革に期待している

株価 Index (2021/10/1 = 100)



“アクティビスト参画で、富士ソフトの企業価値や株主還元が高まる余地は大きいと考えられ、注目されよう”

証券会社A アナリストレポート 2022年11月1日

出典：Bloomberg

注：株価の期間は2021/10/1 - 2022/9/5；競合は、SPEEDA業界分類上でシステムインテグレータ業界、もしくはシステム開発業界に分類され、かつ2021年12月31日時点で時価総額が1,000億円以上1兆円以下の企業群と定義 [1] 証券会社Aアナリストレポート 2022年4月7日付 [2]：証券会社Aアナリストレポート 2022年5月20日付



“今後、①高すぎる間接部門比率見直しによる営業利益率改善、②都心一等地に不動産を取得する経営資源配分見直しによる投資効率改善やFCF拡大、等の働きかけが進むと見られる。このため、本件(3Dの保有比率増)は富士ソフトの株価にポジティブである”

証券会社A アナリストレポート 2022年4月7日



“重要提案を行う意思を有する大株主の存在によって資本効率向上に向けた動きが持続する可能性、[中略]等によって株価は下がりにくいと考え
Neutral”

証券会社B アナリストレポート 2022年6月8日

4名の取締役選任提案

3Dが考える企業価値向上プロセス

1. 中長期の企業価値成長を追求するために必要な専門性と独立性を取締役に整備する

- 経営課題に対応した専門性は、①不動産投資 ②資本配分 ③利益率改善 ④成長戦略 ⑤コーポレート・ガバナンスの5つ
- 創業来の経営方針の検証が必要になるため、執行からの高い独立性が求められる
 - しかし、実績や開示、社外取締役との面談に基づけば、現取締役会は、専門性と執行からの独立性の両面において欠けている
 - そこで、まずは新任取締役の就任によって、取締役会に不足している専門性と独立性を整備する必要がある

本株主提案の位置付け

2. 5つの視点に立ち、聖域なく経営方針を検証し、適切な企業価値向上策を追求する

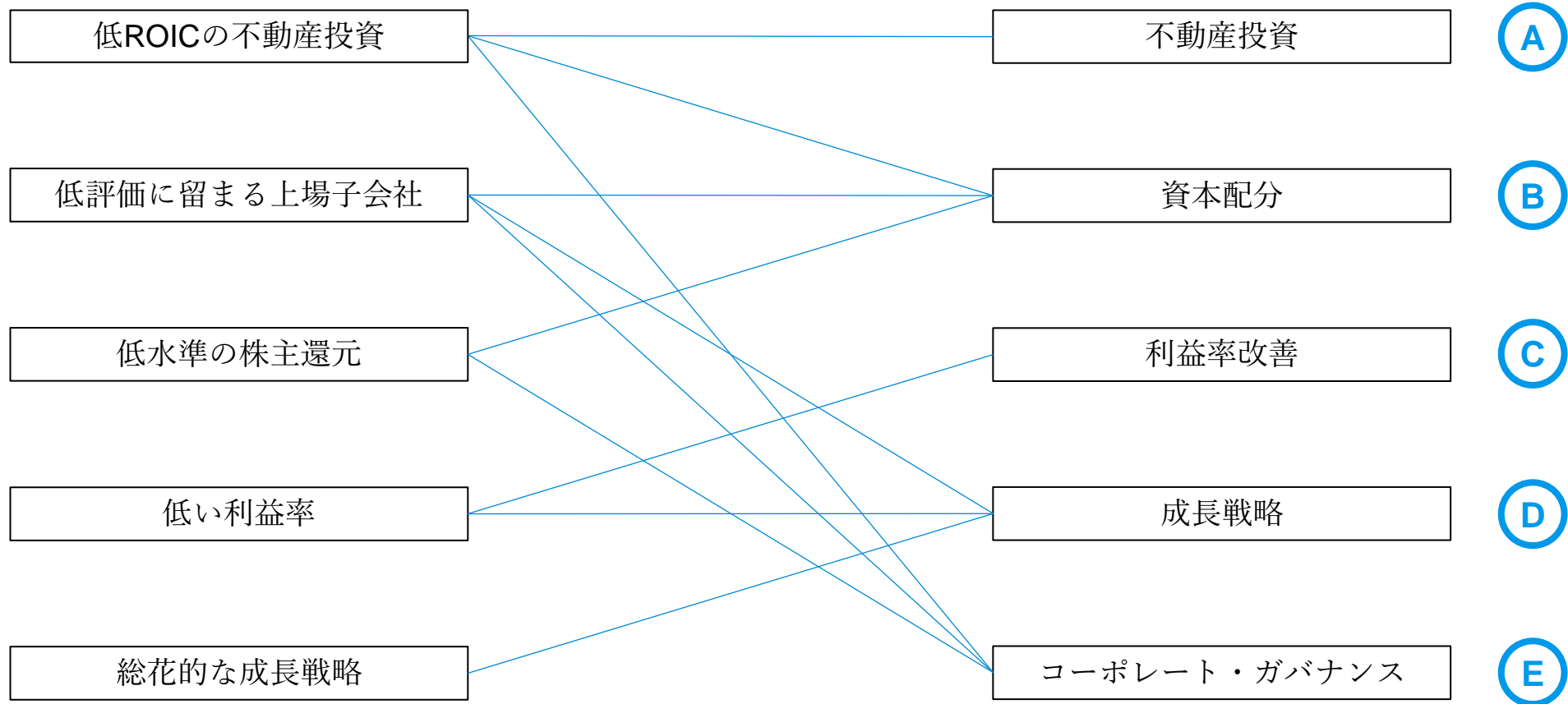
- ① 低ROICの不動産投資： 不動産を売却することで得られる企業価値と、不動産に資本を投下し続けることで得られる企業価値を評価、比較する
- ② 低評価に留まる上場子会社： 現状維持した場合に得られる企業価値と、上場子会社の完全子会社化・売却をした場合の企業価値を評価、比較する
- ③ 低水準の株主還元： 株主資本コストを適切に算出し、株主資本コストに基づいて既存および将来の投資を評価する
- ④ 低い利益率： 外部の専門コンサルタントと協働し、全社的に抜本的な利益率改善策に取り組む
- ⑤ 総花的な成長戦略： 外部の専門コンサルタントと協働し、将来の事業機会の詳細な分析を行い、選択と集中を伴った成長戦略を検討する

3Dは、経営課題に対応した専門性は5つであると考えている

再掲

富士ソフトの経営課題

必要な専門知識



4名全員が取締役に就任することで、経営の検証に必要な専門性が網羅的に整備される



石丸 慎太郎 氏



清水 雄也 氏



岡村 宏太郎 氏



筒井 高志 氏

経営課題に対応した専門性

A 不動産投資

ゴールドマン・サックス証券で不動産のセルサイド・アナリストを、ムーア・キャピタルで不動産および不動産担保付債権投資を担当

B 資本配分

不動産、プライベートエクイティ、日本株・アジア株の機関投資家として17年の経験を持ち、資本配分を通じた企業価値の向上に高い実績を持つ

JPモルガンのアセットマネジメント部門および投資銀行部門において、シニアポジションを含む幅広い役職に従事

野村證券に30年間在籍し、専務執行役員を務め、ジャスダック証券会社では、代表取締役社長を歴任

C 利益率改善

みずほHD IT企画部長、伊藤忠商事 CIO、伊藤忠テクノソリューションズ 常勤監査役等を努め、IT業界についての経験・知見を有する

JPモルガン・チェース銀行日本代表、トムソン・ロイター・マーケティング代表取締役社長、ソシエテジェネラルシニア・アドバイザー等、事業効率の高いグローバル企業の経営について、実践に裏付けられた経験を有する

D 成長戦略

みずほHD IT企画部長、伊藤忠商事 CIO、伊藤忠テクノソリューションズ 常勤監査役等を努め、IT業界についての経験・知見を有する

日本ペイントホールディングスの取締役を務め、同社のグローバルM&A戦略の監督に貢献

E コーポレート・ガバナンス

ダルトン・アドバイザー元社長、ひびき・パース・アドバイザーズのCEO・CIO。過去に多数の日本の上場企業に投資を行い対話を重ねてきた

上場企業と株主との間の、資本政策や事業戦略に関する対話のサポート、資産運用会社への助言の提供等を行ってきた

ジャスダック証券取引所代表取締役、日本ペイントホールディングス株式会社社外取締役・報酬委員会委員長を歴任

4名の候補者は、富士ソフトおよび3Dから、完全に独立している

- 3Dが推薦する4名の候補者は、富士ソフトおよび3Dから、完全に独立している
 - 4名の候補者はいずれも、富士ソフト・3Dと過去および現在において、商業上または取引上の関係を有していない
- 3Dは、富士ソフトのリーガルレビューを経た内容で、3Dから完全に独立していることを保証する誓約書を差し入れ済みである
 - 2022年10月4日、3Dは富士ソフトに誓約書の原案を送付し、4名の候補者が3Dから完全に独立していることを確約した
 - 富士ソフトからの要請により、3Dと富士ソフトは数回にわたって誓約書の修正を行った
 - 11月4日、富士ソフトのリーガルレビューが完了したとの報告を受けて、3Dは署名入りの誓約書を富士ソフトに送付、受領したとの連絡を受けた
- 富士ソフトは、依然として4名の3Dからの独立性について疑義を表明しているが、それは無根拠なものである
 - 富士ソフトは、11月7日の開示¹において、誓約書の存在には一切触れずに、何ら具体的な根拠がないまま4名の候補者の3Dからの独立性に疑義を示している

注1：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（富士ソフト 2022/11/7）

3Dは、高い専門性と独立性を有する4名の社外取締役候補を推薦する (1/2)

石丸慎太郎 氏

不動産投資

資本配分

利益率改善

成長戦略

コーポレート・ガバナンス

- 石丸慎太郎氏は、株式会社みずほホールディングスにてIT企画部長などを務めたのち、伊藤忠商事株式会社においてIT企画部長、金融不動産保険物流カンパニー担当常務執行役員、CIOを歴任
- 伊藤忠商事株式会社は、事業効率の向上と再投資による高ROEを実現し、過去10年間で株価は約5倍、時価総額ベースで国内商社中ナンバーワンになるなど、事業・資本効率の追求による価値成長を実現した会社である
- かかるご経歴を持つ石丸慎太郎氏は、当社における**事業・資本効率の向上に資する知見**を有しているほか、伊藤忠テクノソリューションズ株式会社の常勤監査役の経験も有しており、**ITサービス提供者の企業経営・目指すべき方向性についても卓越した専門知識と、実践に裏付けられた経験**を有する
- 3Dは、石丸慎太郎氏が、**当社取締役会に、特に利益率改善と成長戦略の分野において、多大な価値をもたらす**ことを確信

1976 株式会社第一勧業銀行（現、株式会社みずほ銀行）入社
1998 DKB Date Services (NY) 社長兼CEO
2003 株式会社みずほコーポレート銀行 台北支店 支店長
台北市日本工商会 理事長
2006 伊藤忠商事株式会社 執行役員
2006 同社 IT企画部 部長
2009 同社 常務執行役員 金融・不動産・保険・物流カンパニーエグゼクティブバイスプレジデント
2011 同社 特定業務担当役員補佐
2011 同社 CIO 兼 特定業務担当役員補佐
2012 同社 CIO 兼 住生活・情報カンパニーエグゼクティブバイスプレジデント
2013 伊藤忠テクノソリューションズ株式会社 常勤監査役
2019 伊藤忠商事株式会社 住生活カンパニー 業務委託 社外アドバイザー IT戦略担当

清水雄也 氏

不動産投資

資本配分

利益率改善

成長戦略

コーポレート・ガバナンス

- 清水雄也氏は、ゴールドマン・サックス証券で不動産のセルサイド・アナリストを務めた後、ムーア・キャピタルで不動産および不動産担保付債権投資を行い、それ以降17年に亘って、未公開株式、日本及びアジアの株式などを含む、広範囲の投資業務に携わっている
- ダルトン・インベストメンツでは東京における助言子会社（ダルトン・アドバイザリー株式会社）の社長を2009年から2014年まで務め、株主として数多くの企業と対話
- 現在は、ひびき・パース・アドバイザーズの代表取締役兼最高投資責任者を務めており、バリュート投資を投資手法として、日本の上場企業の株式への投資と対話を継続
- かかるご経歴を持つ清水雄也氏は、日本の不動産投資、株式市場における**資本コストやコーポレート・ガバナンスの在り方に関して卓越した専門知識と、実践に裏付けられた経験**を有する
- 3Dは、清水雄也氏が、**当社取締役会に、特に不動産投資（保有物件の最高値での売却を含む）の分野において、多大な価値をもたらす**ことを確信

1994 ゴールドマン・サックス証券株式会社 東京支店 入社
2000 ムーア・ストラテジック・バリュート・パートナーズ 入社
2003 エー・シー・キャピタル株式会社 入社
2004 あすかアセットマネジメント株式会社 入社
2005 株式会社ジャーミン・キャピタル 入社
2007 ダルトン・インベストメンツ・グループ 入社
2010 ダルトン・アドバイザリー株式会社 代表取締役就任
2011 サンテレホン株式会社 社外取締役就任
2015 OTSキャピタル・マネジメント（香港）創業
同社 共同創業者シニア・ポートフォリオマネージャー就任
2016 ひびき・パース・アドバイザーズ（シンガポール）創業
同社 代表取締役兼最高投資責任者（現任）

3Dは、高い専門性と独立性を有する4名の社外取締役候補を推薦する (2/2)

岡村宏太郎 氏

不動産投資

資本配分

利益率改善

成長戦略

コーポレート・ガバナンス

- 岡村宏太郎氏は、JPモルガンにおいて通算19年の経歴を有し、アセットマネジメント及び投資銀行部門でのシニアのポジションを含む幅広い役職に従事
- その後、J.P.モルガン・チェース銀行在日代表兼東京支店長、トムソン・ロイターの日本法人責任者として日本法人トムソン・ロイター・マーケティング株式会社代表取締役社長、ソシエテ・ジェネラルのシニア・アドバイザー等を歴任
- J.P.モルガンでは、不採算のオフィス自己勘定取引部門を閉鎖し、外国為替部門を強化して成長を実現する等の改革により、東京支店の純利益はわずか2年で2倍になった
- また、投資銀行家として、上場企業と投資家の資本政策や事業戦略をテーマとした議論に助言を行い、また資産運用会社に多様な助言を行ってきた
- トムソン・ロイターでは、金融危機後の環境下で日本事業を指揮し、新しいウェルス・マネジメント商品と戦略の開発を先導して成長を回復させた
- またトムソンロイターにおいて分散・非効率なオフィス群を集約・効率化して長期的なコスト削減を達成
- かかるご経歴を持つ岡村宏太郎氏は、企業価値向上を実現するための資本配分、事業効率の高いグローバル企業の経営手法、コーポレート・ガバナンスの在り方、などについて卓越した専門知識と、実践に裏付けられた経験を有する
- 3Dは、岡村宏太郎氏が、**当社取締役会に、特に資本配分（不動産や上場子会社の保有方針の見直し、資本構成の最適化を含む）の分野において、多大な価値をもたらす**ことを確信

1979 株式会社住友銀行（現、株式会社三井住友銀行） 入社
1990 JPモルガン入社 モルガン信託銀行 営業部
1995 JPモルガン証券 投資銀行本部
2004 JPモルガン・チェース銀行 在日代表東京支店長
2009 トムソン・ロイター・マーケティング株式会社 代表取締役社長
2012 ソシエテ ジェネラル証券会社東京支店 顧問
2019 IFM Investors シニア・アドバイザー（現任）

筒井高志 氏

不動産投資

資本配分

利益率改善

成長戦略

コーポレート・ガバナンス

- 筒井高志氏は、長年にわたって野村證券株式会社に勤務した後、株式会社ジャスダック証券取引所の代表取締役を務めた後、株式会社LIXILグループの取締役副社長執行役員を歴任
- ジャスダック証券取引所では、日本企業のコーポレート・ガバナンスの改革を重要なテーマとして掲げた
- リクシルでは、同社のIRやM&A、事業開発活動を統括し、同社のポートフォリオの再構築とグローバル市場への進出を実現する複数の大型案件の実行に貢献
- また、2018年より、日本ペイントホールディングス株式会社で社外取締役を務め、報酬委員長として取締役の監督については株主価値最大化に資する役員報酬設計を牽引
- なお、日本ペイントホールディングス株式会社は、日本企業の中でも類まれなグローバルM&A成長戦略をまい進し、2014年3月以降の売上高は約4倍、営業利益は約3倍、時価総額は約6倍と、正にコア事業への再投資を通じた飛躍的な価値成長を実現している会社である
- かかるご経歴を持つ筒井高志氏は、**企業価値向上を実現するためのコーポレート・ガバナンスの在り方や、株式市場における資本コストやM&Aを通じた成長戦略について、卓越した専門知識と、実践に裏付けられた経験を有する**
- 3Dは、筒井高志氏が、**当社取締役会に、特にコーポレート・ガバナンス（指名・報酬含む）の分野において、多大な価値をもたらす**ことを確信

1974 野村證券株式会社（現 野村ホールディングス株式会社） 入社
2002 野村ホールディングス株式会社 取締役
2003 野村證券株式会社（会社分割により野村ホールディングス株式会社の子会社として設立）専務執行役員
2005 株式会社ジャスダック証券取引所（現 株式会社日本取引所グループ）代表取締役社長
2011 株式会社LIXILグループ取締役 副社長執行役員
2014 株式会社LIXIL取締役 副社長執行役員 兼 Chief External Relations Officer
2017 龍樹コンサルティング代表（現任）
2018 日本ペイントホールディングス株式会社 社外取締役（現任）
2021 株式会社ロゼッタ（現 株式会社メタリアル）社外取締役（現任）

会社による3名の取締役選任提案

急遽行われた会社提案は、取締役会の監督機能強化を避ける試みであると当社は捉えている

- 富士ソフトは、直近の年次総会において、現取締役会の構成は十分な機能を有するとして、新たな社外取締役の必要性を認めなかった
 - 2022年2月22日付け第52回定時株主総会招集通知において、現在の取締役会が「当社基本方針や中期方針のもと企業価値を高めていく最適且つ実効性ある経営監督機能を有する体制」であり、現任取締役の9名が「最適な布陣である」と述べていた
- 3Dが臨時株主総会招集請求を行い、4名の取締役選任提案を実施した後に、富士ソフトは新たな取締役候補へのコンタクトを開始した
 - 3Dは、臨時株主総会招集請求を2022年9月1日に行い、4名の取締役選任提案を実施した
 - 会社提案の取締役候補者3名へのインタビューによれば、いずれも当事者へのコンタクトは、その後に行われている
- 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、以下のことを示唆する
 - 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
 - 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

辻氏、仁科氏の選任に反対。今井氏については取締役会の機能強化に寄与し得ると判断し賛成

■ 辻氏・仁科氏は、取締役会の機能を強化しないと考えられるため、選任に反対

a 辻孝夫氏：

- 個別のインタビュー結果に基づけば、代表取締役社長である坂下氏と長年親交がある。3Dの臨時株主総会招集請求後に、その坂下氏から直接依頼され候補者となっており、執行からの独立性に疑義
- 取締役就任期間中のJVCケンウッド社のパフォーマンスは低く、富士ソフトの経営課題の解決に寄与するとは考えにくい

b 仁科秀隆氏：

- 外部アドバイザーとしての経験しか有しておらず、意思決定者としての経験がない
- 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
- 会社法やコーポレートガバナンスの制度に関する知識はあるが、それは弁護士を外部アドバイザーとして登用することで代替できる

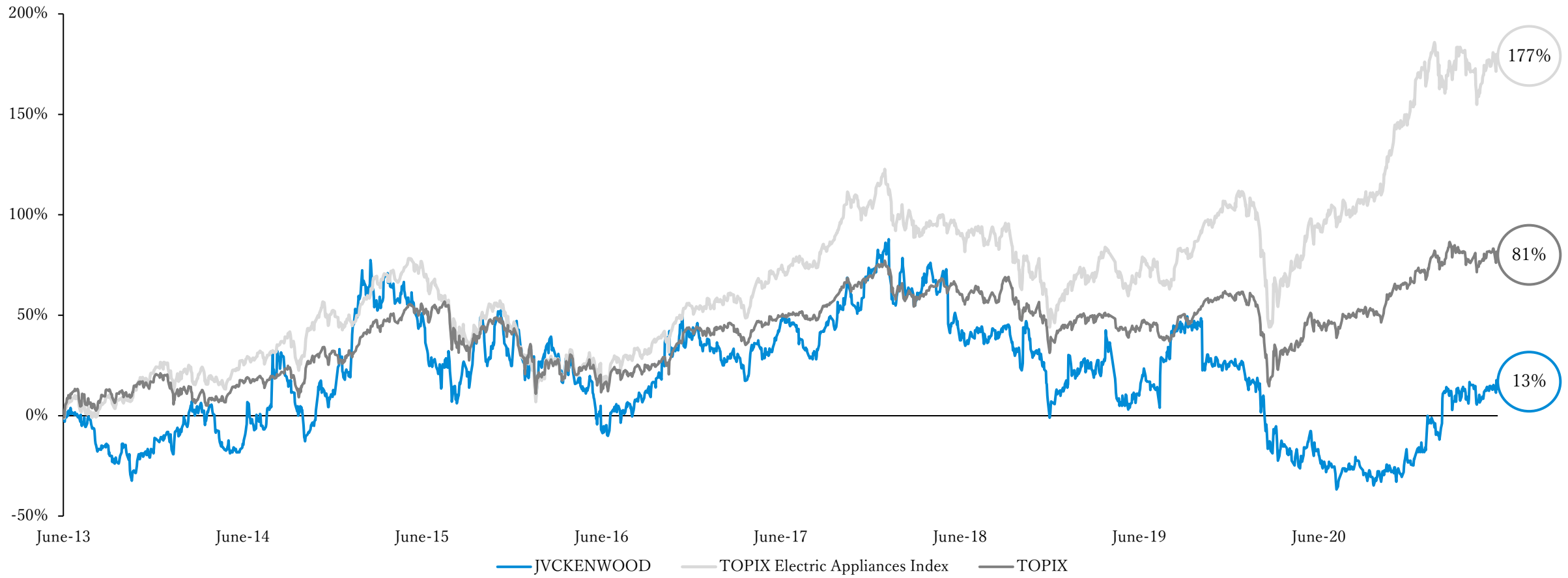
■ 今井氏は、取締役会の機能をより強化し得るため、選任に賛成

c 今井光氏：

- オリンパス社など、上場企業の社外取締役として、実際にパフォーマンスを改善させた実績を有する
- 3Dの社外取締役候補者の知見・経験を補強し、取締役会の機能強化に寄与し得る

a 辻氏の取締役在任期間中、JVCケンウッド社のパフォーマンスは低位にとどまる

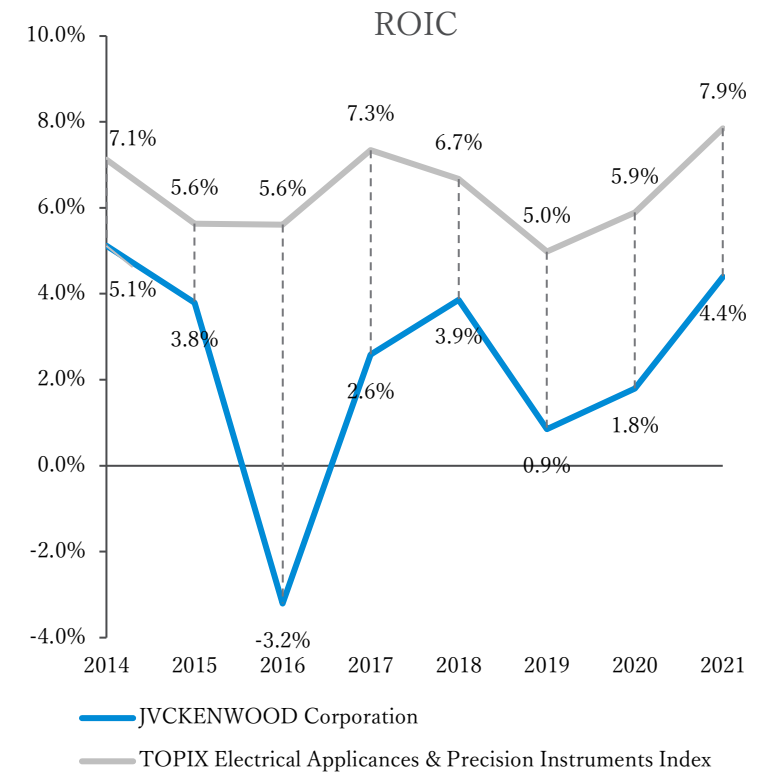
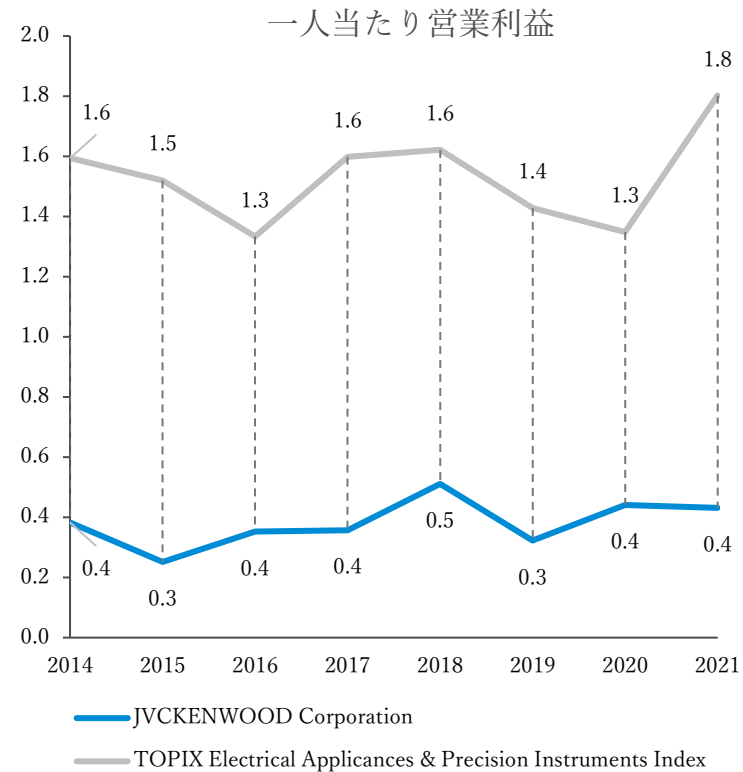
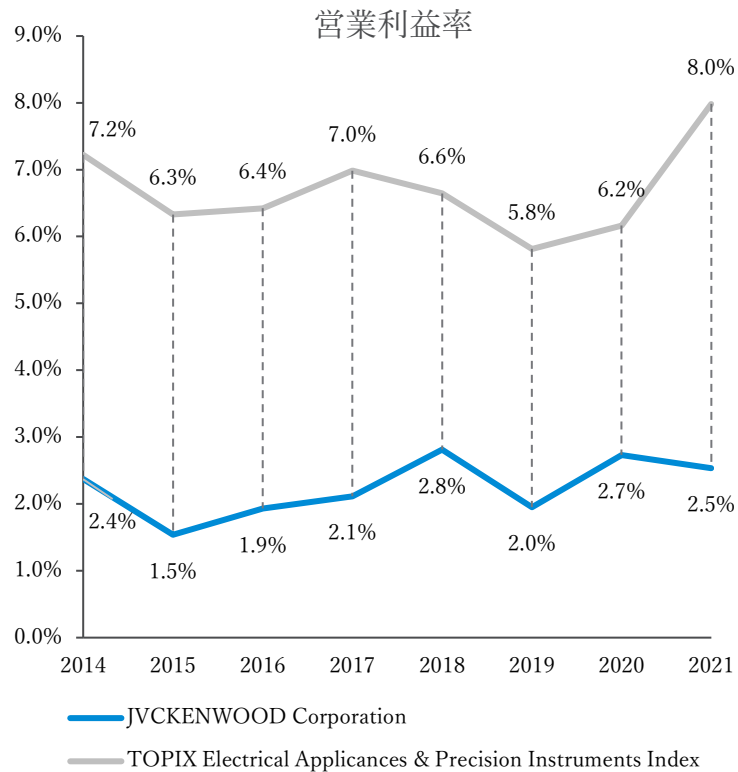
在任期間中のJVCケンウッド社のTSR



出典: FactSet
注: 期間は2013年6月25日から2021年6月24日まで

a 在任期間中、JVCケンウッド社は、富士ソフトと同様の課題を解決できなかった

在任期間中、営業利益率、一人当たり営業利益額、ROIC、いずれの指標も改善しなかった



辻氏が富士ソフトの経営課題解決へ寄与することは考えにくい

② 仁科氏に期待される役割は外部アドバイザーが担うべきである

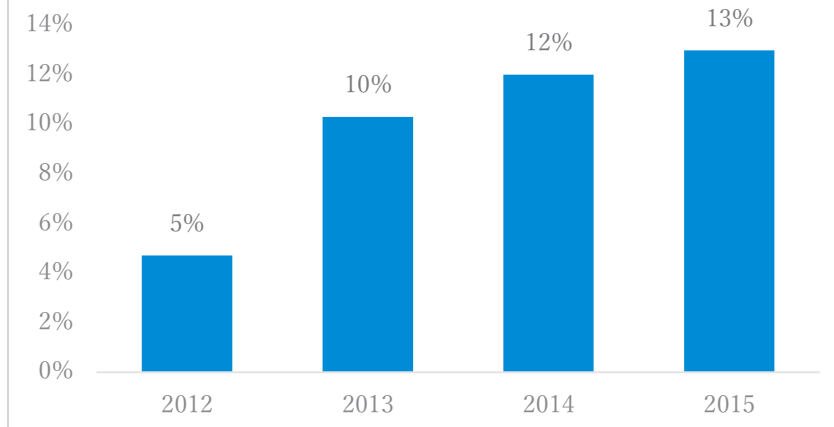
- 仁科氏は現役の弁護士であり、同氏を社外取締役として専任する必要性は極めて低い
 - 43歳の企業法務・証券法関連分野を専門とする現役の弁護士、かつ合計3社の社外役員を兼任しており多忙である
 - 上場会社の経営陣としての経験、富士ソフトに類する規模の上場会社の社外取締役を務めた経験はない
 - したがって、期待される役割は、会社法やコーポレートガバナンスの制度に関する知識の取締役会への提供であるが、それは外部弁護士を登用することで対応できる
- 今、新任取締役に求められるのは、富士ソフトの経営課題検証プロセスへの貢献だが、そのために必要な経験や知識を有していない
 - 不動産投資： 経験・知識を有していない¹
 - 資本配分： 経験・知識を有していない¹
 - 利益率改善： 経験・知識を有していない¹
 - 成長戦略： 経験・知識を有していない。ITサービス業界に関する知見もない¹
 - コーポレートガバナンス： 会社法やコーポレートガバナンスの制度に関する知識はあるが、当事者としての経験に欠ける¹

© 今井氏は、取締役会の機能強化に寄与し得る

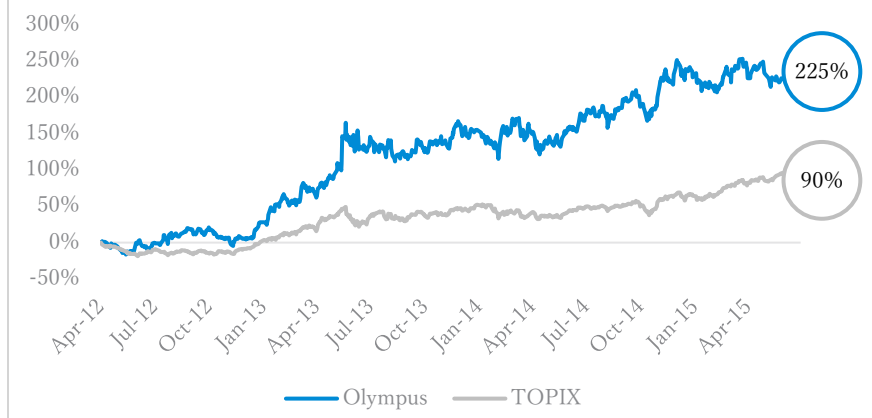
今井氏は、3Dの社外取締役候補者の知見・経験を補強し、取締役会の機能強化に寄与し得る

- コーポレートファイナンスの領域で、30年以上に亘りキャリアを構築してきた
- 上場企業の社外取締役として、実際にパフォーマンスを改善させた実績を有する
 - オリンパス社では、不正会計が露見した後に取締役会メンバーとなり、再建を進めた
 - 今井氏の在任中、オリンパス社は経営再建を果たし、利益率の改善を伴う形で、株価は3倍以上に上昇した

在任期間中のオリンパス社の営業利益率¹



在任期間中のオリンパス社のTSR¹



出典: [1] FactSet
注: 営業利益率は、今井氏が社外取締役を務めていた各年度を対象とした; TSRは2012年4月1日から2015年6月30日までを対象とした

当社は、辻氏、仁科氏の選任に反対し、今井氏の選任に賛成する

概要		辻 孝夫氏	仁科 秀隆氏	今井 光氏
A	不動産投資	不動産投資に係る専門性を有さず	不動産投資に係る専門性を有さず	不動産投資に係る専門性を有さず
B	資本配分	JVCケンウッド社のROEは在任中に7.7%から3.6%に低下	資本配分に係る専門性を有さず	助言者という立場で、コーポレートファイナンスに関して長期のキャリアを構築
C	利益率改善	JVCケンウッド社の営業利益率は在任中に他社を大きく下回る水準で推移	利益率改善に係る専門性を有さず	オリンパス社の営業利益率は在任中に改善
D	成長戦略	日商エレクトロニクス社では事業モデルの転換に成功	成長戦略に係る専門性を有さず	成長戦略に係る専門性を有さず
E	コーポレート・ガバナンス	複数の上場企業で取締役を歴任	当事者としてコーポレート・ガバナンスに向き合った経験を有さない	複数の上場企業で社外取締役を務めパフォーマンスを改善させた
	3Dの懸念	執行からの独立性の欠如 在任期間における低いパフォーマンス	経営課題に対応した専門性の欠如 外部弁護士を登用することで代替可能	

当社は、岡村氏・筒井氏両名の選任が、取締役会の機能をより強化すると確信している

会社提案の2名は独立性、専門性、必要性に疑義がある



辻 孝夫 氏

- 長年親交のある、坂下社長が抜擢
- JVCケンウッドでは、社外取締役、代表取締役社長・会長として、低利益率や低資本効率といった経営課題を改善することができず、TSRは低位に留まった
- 3Dとのインタビューでは、「皆さんのようなインベスター」は過激な事をい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



仁科 秀隆 氏

- 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
- 富士ソフトに類する規模の上場企業の社外取締役を務めたことがない
- 3Dとのインタビューでは、不動産投資、利益率改善、資本効率など、富士ソフトが抱える経営課題の多くについて、知見・経験がないことを認めている
- 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推薦の候補者は独立性、経験に裏打ちされた専門性を備えている



岡村 宏太郎 氏

- + JPモルガンやトムソン・ロイターなど、世界有数の企業で経営やコーポレート・ガバナンスの「ベストプラクティス」を経験し、実践
- + トムソン・ロイターの新製品と成長戦略の開発を担当し、金融危機後の回復を支えた
- + トムソン・ロイターにおいて、点在するオフィス用不動産の集約・効率化と長期的コスト削減を実現
- + 日本におけるJPモルガンの外国為替事業の転換と再建を主導



筒井 高志 氏

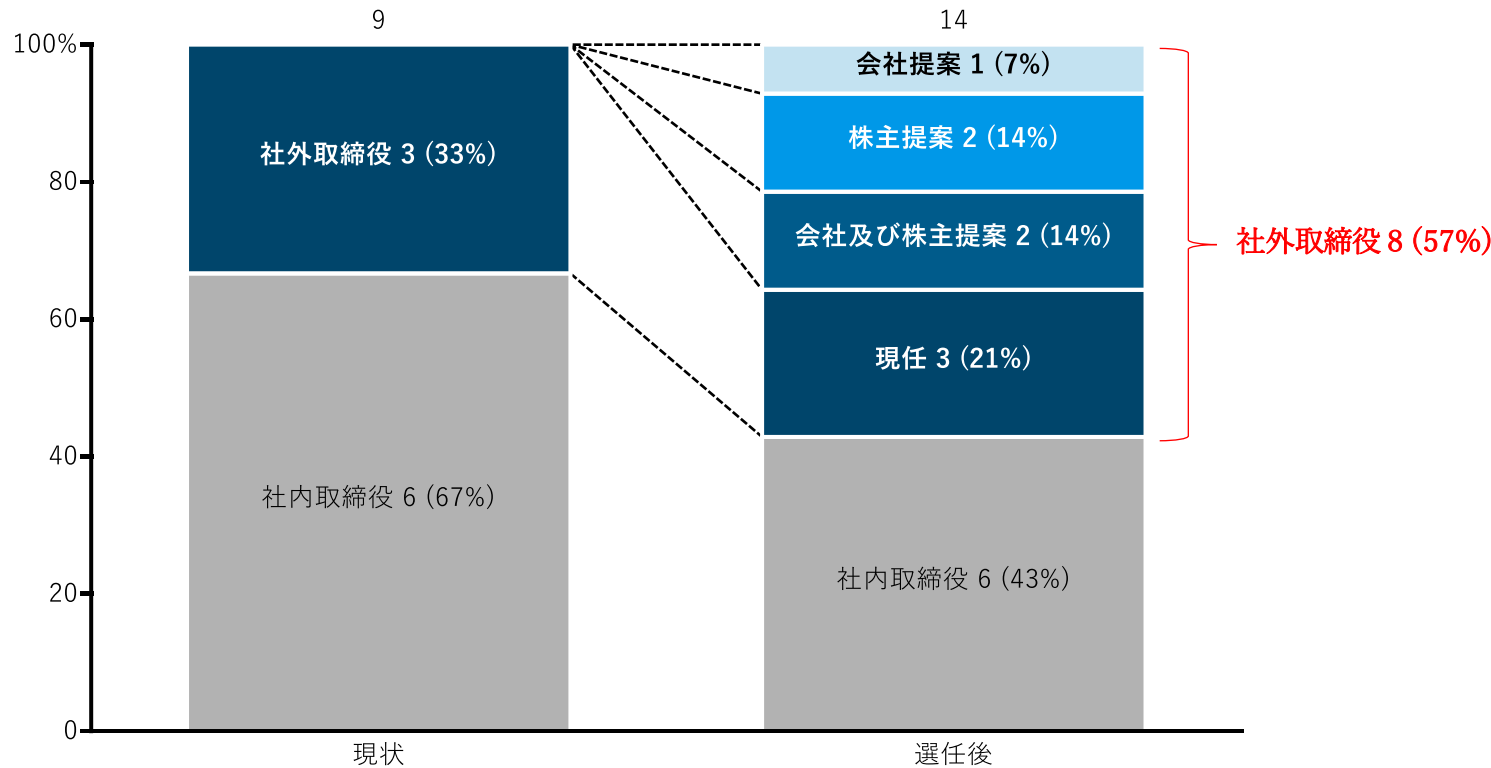
- + ジャスダック社長在任中に日本企業のコーポレート・ガバナンス改革を強力に推進
- + 富士ソフトと3Dの候補者の中で唯一、上場企業の取締役会で報酬委員会の委員長を務めた経験があり、富士ソフトが指名委員会等設置会社へ移行する際に貴重な経験となりえる
- + リクシルのIR、M&A、事業開発をリード
- + 日本ペイントのグローバル成長戦略と隣接するエンドマーケットへの拡大を統括

辻氏・仁科氏を除く候補者5名の就任によって、取締役会の機能が大幅に強化される

5名の社外取締役の追加選任により、社外取締役比率は過半となる

3D推薦の取締役候補者4名は、高い独立性を有する

富士ソフト取締役会構成



- いずれの人物も、富士ソフトと何ら取引・人的関係性を有していない
- 3Dとも何ら取引関係を有さず、独立した立場にある
- 3Dは、3Dからの独立性を保証する誓約書を、富士ソフトの希望に基づき差し入れている

富士ソフトの、2022年11月7日付けの開示¹における主張は不合理である

富士ソフトの主張

3Dの推薦する候補者が3Dから独立しているかについて疑義がある

3Dの推薦する候補者の取締役在任期間中は、3Dの株式の追加取得は制限されるべきである

岡村氏・筒井氏の選任により取締役会に必要な“スキルセットに重複が生じる”¹

当該主張が不合理である根拠

- 3Dは、10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のドラフトを富士ソフトに送付し、その後富士ソフトとの間で数次にわたり内容の修正を行い、11月4日付にて富士ソフトより「リーガル確認が終了いたしました。本内容での差し入れをお願いいたします。」との連絡を受けたうえで、同日に同誓約書を差し入れている
- しかし、富士ソフトは、誓約書の存在には一切触れずに、3D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が富士ソフトの株式を追加取得しないことと、4名の候補者の3Dからの独立性との間には、何ら関係性がない
- 3Dが富士ソフトの株式を追加取得しないことが、企業価値向上にどう資するかについて、全く不明である
- 富士ソフトは、3D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
- 岡村氏は、大手グローバル金融機関のアセットマネジメント部門における資本配分に係る経験を有しており、それは候補者含め、取締役会で他に誰一人として持ち合わせていないものである
- 筒井氏は、日本ペイントホールディングスにおける報酬委員長としての経験を有しており、富士ソフトが目指す「指名や報酬等の観点も含む監督機能を強化¹」を実現する上で、唯一無二の価値を提供できる存在である

注1：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（富士ソフト 2022/11/7）

結論

- 富士ソフトは、低資本効率という明確な経営課題を抱えており、長期間に亘って低いパフォーマンスに留まっています
 - － 3Dが関与する以前、富士ソフトの株主リターンは1年、3年、5年、10年の各期間において同業他社に劣後
 - － 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
- 現取締役会は専門性と独立性に欠けており、経営課題の検証能力を有していません
 - － 過去の実績や開示に基づけば、現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
 - － 過去の開示や社外取締役との面談に基づけば、経営課題に対応した「5つの検証」¹を行うための専門性も現取締役会に備わっていない
 - － 現任社外取締役の就任経緯に基づけば、経営課題を客観的に検証するための独立性も備わっていない
- 22年8月に立ち上げた企業価値向上委員会は、その本質的な問題を解決するものではありません
 - － 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いるため、専門性と独立性の不足は解消せず、適切な企業価値向上策には至り得ない
- 3Dは、企業価値の向上に向けて数多くの提案を行ってきましたが、進捗がないか、明確な拒絶をされるかのいずれかでした
 - － 3Dは2019年に富士ソフトへの投資を開始し、現在は株式を20%超保有している筆頭株主である
 - － 3Dは、これまで合計数百ページに及ぶ、現状分析や企業価値向上策の提案を行ってきたが、具体的な進捗がないか、明確に拒絶されるかのいずれかだった
- 3月の定時株主総会の結果や株価の推移に基づけば、株主が富士ソフトの経営課題の検証を求めていることは明らかです
 - － 会社から独立した株主の多くが3Dの候補者に賛成票を投じ、定時総会後の株価も好反応を示した
- 3Dは、経営課題の検証を通した中長期の企業価値成長を実現すべく、4名の取締役候補者を推薦いたします
 - － 経営課題に対応した高度な専門性と富士ソフトおよび3Dからの完全なる独立性を有する4名の取締役の選任提案を実施する
 - － 4名全員が選任されることで、取締役会に経営課題を検証するに十分な専門性と独立性を具備することができる
 - － 特に、企業価値向上委員会は来年2月に最終結論を出すため、それに先立った即時の就任が必要となる
- 会社提案の3名について、辻氏、仁科氏の選任に反対し、今井氏の選任に賛成いたします
 - － 3Dの株主提案を受けて急遽選定された3名の会社提案取締役候補者は、原則、富士ソフトの取締役会の監督機能強化を避ける試みであると当社は捉えている
 - － 加えて、辻氏の就任経緯、JVCケンウッドでの実績、仁科氏の経験、外部弁護士による代替容易性から、両名の選任について反対する
 - － 一方、今井氏については、その資質を真摯に検討した結果、取締役会の機能強化に資すると考え、選任を支持する

(再掲) 経営課題に対応した「5つの検証」 (2022年2月公開)

注：一部表現を微修正



企業価値向上のためには、「5つの検証」による聖域なき経営方針の見直しが必要である

1

低ROICの不動産投資

- 不動産を売却することで得られる企業価値と、不動産に資本を投下し続けることで得られる企業価値を評価、比較する。
- リモートワークによるオフィス使用床数の削減がもたらす企業価値増分を評価する。

2

低評価に留まる上場子会社

- 現状維持の場合に得られる企業価値と、上場子会社の完全子会社化・売却をした場合の企業価値を評価、比較する。
- 上場子会社を維持する場合は、上場子会社のガバナンス体制の有効性を再評価し、市場への透明性を確保する。

3

低水準の株主還元

- 株主資本コストを適切に算出し、株主資本コストに基づいて既存および将来の投資を評価する。
- 株主資本コストを上回る投資先がない場合、余剰資本は株主に還元する。

4

低い利益率

- 外部の専門コンサルタントと協働し、利益率の改善を図る。
- 現中期経営計画と外部専門コンサルタントの提案を評価、比較し、必要に応じて現経営計画を修正する。

5

総花的な成長戦略

- 外部の専門コンサルタントと協働し、将来の事業機会の詳細な分析を行う。
- 会社のリソースを集中的に投下すべき分野を特定の上戦略を策定し、既存の成長戦略と比較する。

① 低ROICの不動産投資

1 富士ソフトの「持つ経営」は業界内で異質である

富士ソフトの営業利益の大半は自社オフィスの開発に充当されるがそのような企業は他に存在しない

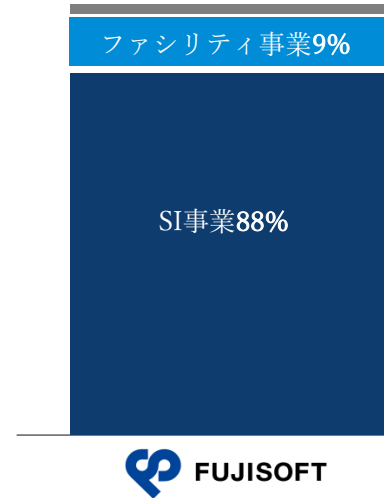
システムインテグレーション業界の競合は
自社オフィスをほぼ有していない

富士ソフトはSI事業が営業利益の8割を占めるが、
営業利益の6割以上が有形固定資産（≒自社オフィス）の開発に充当されている

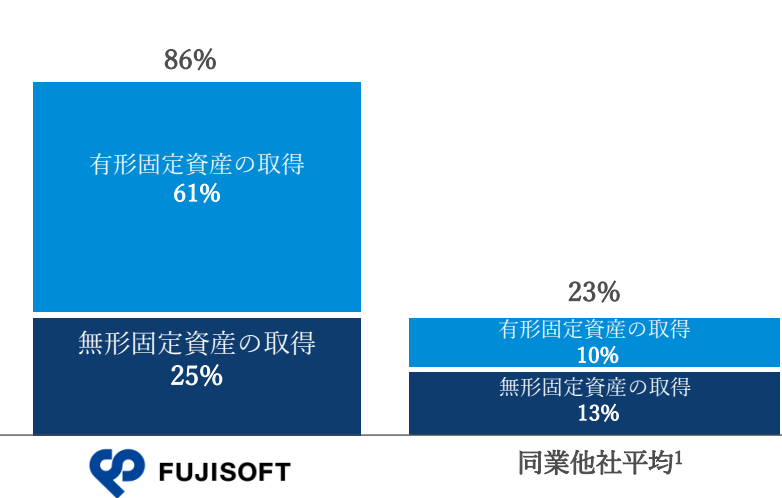
(単位：10億円)

名前	2021年12月期時点				有形固定 資産/ 総資産	有形固定 資産/ 売上高
	時価総額 (22/2/10)	12ヶ月累 計売上高	総資産	有形固定 資産		
富士ソフト	171	258	229	90	39%	35%
伊藤忠テクノソリューションズ	730	508	466	30	6%	6%
T I S	693	483	470	66	14%	14%
S C S K	623	409	383	114	30%	28%
日本ユニシス	353	314	244	32	13%	10%
日鉄ソリューションズ	345	268	297	24	8%	9%
N S D	200	69	61	1	2%	2%
システナ	170	64	39	1	2%	1%
D T S	135	93	75	4	5%	4%
					同業他社平均	10% 9%

累計5年間の営業利益構成
(2016~2020)



累計5年間の営業利益に対する有形固定資産及び無形
固定資産の取得にかかわる支出の比率
(2016~2020)



出典：Bloomberg、会社開示資料

注1：2021年12月31日時点で時価総額が1,000億円以上1兆円以下の上場企業で、SPEEDA業界分類上、システムインテグレータ業界、もしくはシステム開発業界に含まれる企業群。伊藤忠テクノソリューションズ、TIS、SCSK、日本ユニシス、日鉄ソリューションズ、NSD、DTS、システナ。

1 富士ソフトは「持つ経営」の妥当性を信じて疑っていない

自社オフィスに伴うキャッシュアウトは本日時点も発生しており、今後も発生する見込みである

富士ソフトは本日時点も汐留オフィスを開発している

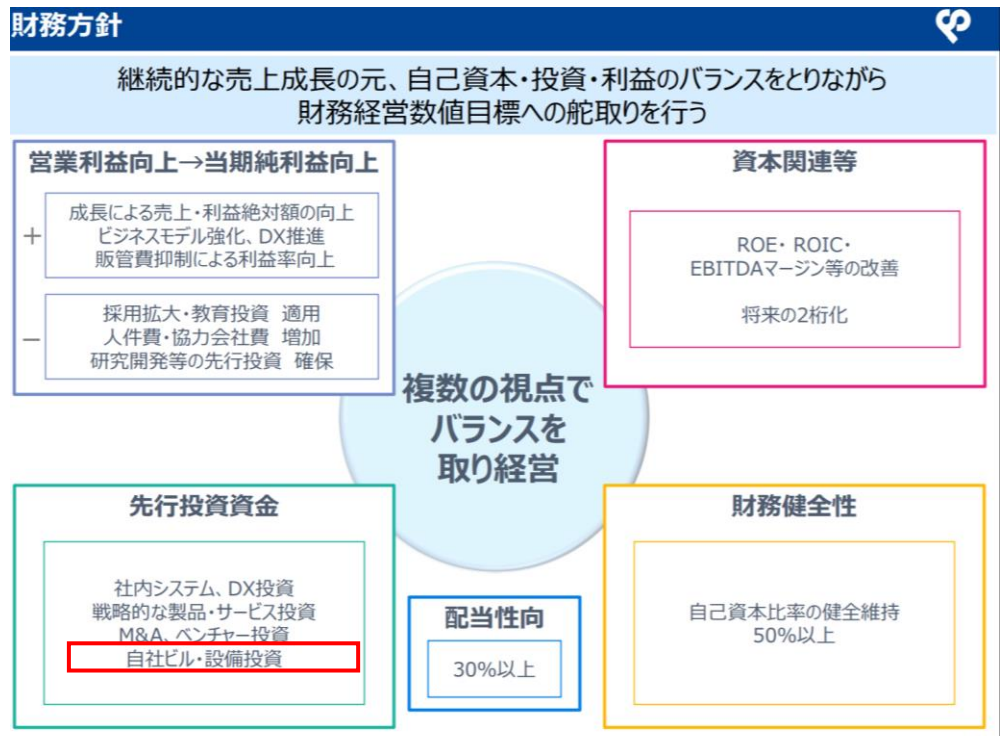
新中期経営改革において、今後も自社ビル開発を継続する方針を公表

有価証券報告書(2020年12月期)から抜粋

(1) 重要な設備の新設等

事業所名 (所在地)	セグメント 名称	設備の内容	投資予定額		資金調達 方法	着手年月	完了予定 年月	完成後の 増加能力
			総額 (百万円)	既支払額 (百万円)				
汐留ビル建設 A棟 (東京都港区東新橋)	S I 事業	建物	11,000	3,729	借入金	2020年2月	2023年5月	—
汐留ビル建設 B棟 (東京都港区東新橋)	S I 事業	建物	1,841	640	借入金	2020年1月	2021年9月	—
合計 (百万円)			12,841	4,369				

中期経営計画(2022/2公表)から抜粋



① 「持つ経営」は社員の士気向上に貢献しない


富士ソフトは「社員のため」と称し自社オフィスを開発しているが、客観的に見て社員の士気に貢献していない

“人を大事にする。そして活躍してもらうためには、こういう自社ビルというのは、何より社員が一番喜ぶます。”¹

- 富士ソフトの社員による総合満足度は、業界内で9社中8位
- 満足度の高い同業他社は、自社オフィスを所有していない。自社ビルが従業員の満足度を高め、雇用を促進しているという富士ソフトの主張は、裏付けが曖昧で疑わしい

従業員が自社に関するレビューを投稿するオンラインプラットフォーム「Openwork」のデータに基づく従業員満足度ランキング

スコア順位(下位3社をハイライト)

	回答者数	総合評価	待遇面の満足度	社員の士気	風通しのよさ	社員の相互尊重	20代成長環境	人材の長期育成	法令順守意識	人事評価の達成感
日鉄ソリューションズ	427	1	1	1	4	1	1	2	5	2
伊藤忠テクノソリューションズ	696	2	2	2	1	6	2	5	5	3
日本ユニシス	547	3	3	4	3	2	4	1	2	5
TIS	1,004	4	4	3	1	3	3	4	2	1
SCSK	1,061	5	6	4	4	3	5	3	1	6
DTS	408	6	8	7	7	6	6	6	7	8
NSD	259	7	4	8	6	8	6	7	9	6
 FUJISOFT	909	8	6	8	7	9	9	7	8	3
システナ	351	9	9	6	9	3	8	9	2	9

出所： Openwork

1 「持つ経営」は投資家に評価されていない

外部鑑定業者の評価¹によれば、富士ソフトの所有する自社オフィスの不動産価値は時価総額を上回る

秋葉原オフィス



横浜本社



錦糸町オフィス



汐留土地
(開発中)



物件名	住所	土地面積 (坪)	建物面積 (坪)	賃貸 可能率	賃貸可能 面積(坪)	適用 賃料	空室率	費用率	NOI Cap レート	価値	簿価	含み益	評価方法
秋葉原オフィス	東京都千代田区	1,511	17,281	62%	10,699	32,000	5%	24%	2.8%	107,000	30,593	76,407	Income
横浜本社	神奈川県横浜市	856	8,116	70%	5,681	20,000	5%	25%	3.4%	29,800	11,133	18,667	Income
錦糸町オフィス	東京都墨田区	806	5,697	70%	3,988	18,000	5%	24%	3.6%	17,200	5,440	11,760	Income
汐留土地	東京都港区									15,480	15,175	305	Residual
名古屋オフィス(新)	愛知県名古屋市	299	2,663	75%	1,997	16,000	5%	25%	3.8%	7,580	6,309	1,271	Income
両国オフィス	東京都墨田区	461	2,090	70%	1,463	16,000	5%	24%	3.8%	5,370	2,690	2,680	Income
門前仲町オフィス	東京都江東区	468	1,331	70%	932	13,000	5%	24%	5.0%	2,120	1,867	253	Income
大阪オフィス	大阪府大阪市	144	1,193	75%	895	17,000	5%	25%	5.0%	2,720	1,394	1,326	Income
名古屋オフィス	愛知県名古屋市	212	1,294	70%	906	12,000	5%	25%	5.0%	1,990	1,005	985	Income
大宮オフィス	埼玉県さいたま市	215	1,058	63%	662	16,000	5%	25%	5.5%	1,780	1,415	365	Income
福岡オフィス	福岡県福岡市	384	1,232	75%	924	10,000	5%	25%	7.0%	1,130	1,636	-506	Income
八王子オフィス	東京都八王子市	257	549	75%	411	8,000	5%	25%	7.0%	406	305	101	Income
我孫子オフィス	千葉県我孫子市	315	778	75%	583	6,000	10%	25%	8.0%	356	868	-512	Income
厚木オフィス	神奈川県厚木市	297	606	75%	455	6,000	5%	25%	7.0%	333	432	-99	Income
日立オフィス	茨城県日立市	397	249	70%	174	7,000	15%	25%	9.0%	104	153	-49	Income
その他										2,060	4,122	-2,062	
合計										195,429	84,536	110,893	

出典：会社開示資料、3D予測

注1：不動産鑑定業者に依頼の上、各不動産の鑑定評価を取得

1 自社オフィスの減床による増益計画も可能

リモートワークの普及により、富士ソフトはオフィス使用床数を削減して収益を改善できる

リモートワークの適用によりオフィス占有面積を30～50%削減した上で
そのスペースを第三者に賃貸すれば、営業利益は11億円～18億円改善し得る。

多くのIT企業ではオフィススペースを削減している

		減床率
Z HOLDINGS	“Zホールディングス傘下のヤフーが2021年11月までに東京都内のオフィスを4割縮小することが、2021年8月26日に分かった。新型コロナウイルスの感染拡大を受けて、ヤフーは出勤率を1割程度に抑えている。在宅勤務を軸にした新たな働き方の定着に向け、オフィスのあり方を抜本的に見直す。” 日系クロステック 2021/8/26	40%
DeNA	“ディー・エヌ・エーは4月30日、渋谷ヒカリエにある本社オフィスを、WeWork Japanのオフィススペース「WeWork渋谷スクランブルスクエア」(東京都渋谷区)に移転すると発表した。これに伴い、従来のオフィスでは約2800席あったデスク数を約700席に削減する。リモートワークの実施により、出社する社員が全体の6%以下になったことを踏まえた施策という。” ITmedia NEWS 2021/4/30	75% (デスク数)
WingArc 1ST	“ウイングアーク1st株式会社は、同社オフィスのうち、およそ600名の社員の執務エリアとなっていた約1,000坪を解約することを決定。これは、従来のオフィス全体の約2/3にあたる面積だという。” ITmedia ビジネスオンライン 2021/3/9	67%
SAKURA internet	“さくらインターネットは1日、大阪本社をJR大阪駅近くの複合施設「グランフロント大阪」から梅田のビルに移転した。オフィス面積は従来の約2800平方メートルから10分の1になった。20年からテレワークを前提とした働き方に移行しており、出勤率は約1割にとどまる。” 日本経済新聞 2021/10/7	90%
ぐるなび	“ぐるなびは29日、オフィスの面積を約4割削減すると発表した。東京都内に本社として賃貸する5フロアのうち、3フロアを12月に解約する。座席数は従来の4分の1にし、自由に席を選べるフリーアドレスを導入する。オフィスの解約によって、年間約4億円の固定費の削減を見込む。” 日本経済新聞 2020/7/29	40%

仮に富士ソフトが50%減床した場合、18億円の利益増となる

単体保有物件に入居する社員数	5,870	名 ¹
坪/従業員	3.00	坪/名
自社使用面積	17,610	坪
減床率	50%	
新規賃貸面積	8,805	坪
w.a.貸出賃料	17,735	円/坪(月)
新規賃料収入	+1,874	百万円
新規賃貸利益	+1,780	百万円
賃貸化に要する設備投資額	2,642	百万円
(坪単価)	0.30	百万円

- 2022年2月10日、富士ソフトは中期計画を発表し、不動産保有は以下の理由で合理的であるとした。
 - 富士ソフトの自社オフィスは生産工場と同義である
 - 生産工場と定義した場合の投資に対する収益率は30%超
- 3Dは、これらの根拠について、同日の決算説明で質問し、以下の回答を得た。

3Dからの質問	富士ソフトによる回答	当社の考え
<p>富士ソフトのオフィス投資の簿価は減価償却前で1,200億円、減価償却後で900億円である。</p> <p><u>営業利益が168億円しかないのに、投資リターンが30%超とはなり得ないのではないか。</u></p> <p>分母と分子に分けて、どのように30%の投資リターンを計算しているのか教えて欲しい。</p>	<p>30%は、<u>ROICではなく</u>、当社が独自に算出している指標である。</p> <p>分母と分子は複雑な概念なので明確には答えられない。</p> <p><u>オフィスを生産工場と仮定して、そこから生み出される全ての価値をリターンとして計算している。</u></p>	<ul style="list-style-type: none"> 自社オフィスが「生産工場」であるとするロジックは不合理 <ul style="list-style-type: none"> 競合他社は自社オフィスを保有していない－富士ソフトも一部賃借オフィスで事業を行っている 自社オフィスの一部は賃貸しており、富士ソフト独自の構造をしていない 従って、事業運営に必須ではなく、代替も可能であるため、生産工場ではない 独自の指標である「投資に対する収益率」をROICのような表現で開示し、投資家に誤ったメッセージを発信している <ul style="list-style-type: none"> 独自の指標であるにも関わらず定義、計算方法が開示されていない 30%以上の「投資に対する収益率」の開示は、投資家にROICが30%であるという誤認を生じさせる 有価証券上場規定に違反するおそれを否定できない
<p>富士ソフトはオフィスを所有することで賃借よりも企業価値が高まると主張している。それは、<u>自社オフィスを持つことによる利益増加分の現在価値が、不動産取得によるキャッシュアウトを上回る</u>、ということか？</p>	<p>賃借するよりも、オフィスを所有した方が収益が向上するため、企業価値が高まると考えている。</p>	<ul style="list-style-type: none"> 自社オフィスを利用すれば賃料が削減できるため、その点のみに着目すれば収益が向上するのは当然である <ul style="list-style-type: none"> 企業価値が向上するかどうかは、収益増加の現在価値が不動産取得によるキャッシュアウトを上回るかどうかで判断されるべきであり、企業価値の評価手法が不適当。 富士ソフトは企業価値比較方法の詳細を開示せず、ここでも投資家を誤認させている

① 富士ソフトは「持つ経営」の合理性を客観的に再検証すべきである

富士ソフトは本来、自社オフィスの流動化やオフィススペースの減床を行えば、飛躍的な企業価値の向上が実現できる

企業価値向上のために不動産
保有戦略を見直す

オフィススペースの減床に
よって不動産収益を改善する

1

不動産所有戦略の
合理性を検証する

- 保有する自社オフィスを売却した場合、現在の時価総額（1,590億円）を上回る価値（1,950億円）を創出できる
- 自社オフィスを所有し続けるならば、取締役会は自社オフィス所有が、コア事業価値に1,950億円を超える企業価値を付与できる根拠を示さねばならない

2

オフィススペースの減床による
収益向上策を検討する

- リモートワークの推進による占有床面積の削減が利益に与える影響を計算する。
- オフィススペースを削減しない場合、取締役会は、現状を維持することで、フロアスペース削減による利益増を上回る企業価値が創出できることを証明せねばならない

自社オフィス開発はコア事業への投資ではなく不動産投資である。その投資そのものが十分なリターンを生み出さねばならない。

富士ソフトは他のITサービス企業に倣い、リモートワーク推進に伴いオフィススペースを減床すべきである。

② 低評価に留まる上場子会社

富士ソフトの取締役会は上場子会社の在り方を積極的に再検証せねばならない

「グループ・ガバナンス・システムに関する実務方針（グループガイドライン）」から抜粋

6.2 親会社における対応の在り方

6.2.1 グループの事業ポートフォリオ戦略の視点

親会社は、グループ全体としての企業価値向上や資本効率性の観点から、上場子会社として維持することが最適なものであるか、定期的に点検するとともに、その合理的理由(中略)や上場子会社のガバナンス体制の実効性確保(中略)について、取締役会で審議し、投資家に対して情報開示を通じて説明責任を果たすべきである。

こうした観点から、親会社は、当面、上場子会社として維持する場合には、特に以下の2点について、取締役会で審議し、投資家に対して、情報開示を通じて十分な説明責任を果たすことが求められる。

① 上場子会社として維持することの合理的理由

本来、上場の固有の意義は、子会社が資本市場から直接資金調達を行う手段を持つことで持続的な成長を実現し、企業価値の向上を図ることにある。この点を踏まえつつ、グループ全体の事業ポートフォリオ戦略との整合性や、上場子会社の一般株主利益に配慮しなければならないことに伴う制約やコスト（グループの全体最適のためにリソースを活用しにくい等）と比較して、ベネフィット（自社グループにとって上場子会社を維持することの利益）が上回っているかなど、グループとしての企業価値を最大化する観点から上場子会社として維持することの合理的理由があるかについて具体的に説明すること。

② 上場子会社のガバナンス体制の実効性確保

親会社は、支配株主として上場子会社の取締役の選解任権限を行使できる立場にあるが、一般株主の利益に十分配慮し、上場子会社における実効性のあるガバナンス体制（必要な資質を備えた独立社外取締役の選任など）を確保するための適切な選解任権限の行使に関する考え方を説明すること。

グループ・ガバナンス・システムに関する実務指針
(グループガイドライン)

2019年6月28日策定
経済産業省

上場子会社の評価は低く、より高い企業価値を創出できる方針を検討すべきである

上場子会社の持分価値は富士ソフトの時価総額の18%を占める

	MV	EV	保有比率	保有時価	時価 総額比	PER	EV/ EBITDA	PBR
Cybernet systems	19,823	8,060	54%	10,693	7%	11.0x	2.5x	1.2x
Vinx	17,186	13,125	63%	10,892	7%	11.5x	3.6x	1.6x
Cyber com	8,719	7,823	52%	4,524	3%	12.4x	7.1x	1.5x
Fuji soft bureau	4,023	2,806	56%	2,255	1%	11.6x	3.9x	1.3x
				28,365	18%	11.5x	3.8x	1.4x

サイバーコムを除き、各上場子会社は同業他社¹に比べて低評価に留まる

CAD・CAMシステム業界	EV/ EBITDA	ソフトウェア（業務支援）業界	EV/ EBITDA	各種受託システム開発業界	EV/ EBITDA	アウトソーシングサービス業界	EV/ EBITDA
Applied tech	12.3x	Scala	11.8x	TDC soft	7.5x	Shidax	13.7x
Aisan tech	11.2x	ULS group	11.6x	Cyber com	7.1x	Sunnexa group	8.1x
Kozo keikaku	9.9x	Kozo keikaku	9.9x	Poletowin	6.9x	Business brains	7.9x
CDS	8.8x	Pipedo HD	8.9x	SRA holdings	6.3x	Hito communications	4.9x
Genetec	5.5x	Wingarc 1st	7.8x	I-net	6.3x	Will group	4.9x
Cybernet systems	2.5x	Japan system	6.7x	ID holdings	6.3x	CAC holdings	4.2x
C&G systems	2.3x	Cresco	6.3x	JFE systems	5.4x	Fuji soft bureau	3.9x
		Broadleaf	5.5x	CAC holdings	4.2x	CMC	3.4x
Average	7.5x	Cyberlinks	5.4x	Nippon systemware	3.3x	Honyaku center	1.5x
		Unirita	5.3x	Average	5.9x	Average	5.8x
		Vinx	3.6x				
		Aucfan	1.0x				
		Average	7.0x				

取締役会の独立性に疑義があるほか、親会社への貸し付け、不祥事など存在

取締役会の独立性（富士ソフト出身者比率）

特記すべき取引

不祥事

CYBERNET

- 取締役執行役 3/5（代表取締役社長を含む）
（うち、取締役副社長は富士ソフトの取締役常務執行役員を兼任）
- 社外取締役 0/4
- 監査役 2/3（常勤監査役を含む）

- 20年12月末時点、親会社に45億円の短期貸付金

VINX

- 取締役執行役 3/4（代表取締役社長を含む）
- 社外取締役 0/2
- 監査役 0/3

Cyber Com
サイバーコム株式会社

- 取締役執行役 1/4（代表取締役社長）
- 社外取締役 1/2
- 監査役 1/3（常勤監査役）

- 20年12月末時点、親会社に20億円の短期貸付金

FUJISOFT
SERVICE BUREAU

- 取締役執行役 2/3（代表取締役社長を含む）
- 社外取締役 0/2
- 監査役 1/3

- 有価証券報告書等の虚偽記載に係る課徴金納付命令勧告（2021/1）

ガバナンス体制に不備がある状態で親子上場を維持すべきではない

富士ソフトサービスビューロは、顧客から架空請求の可能性を指摘される

過年度の業績訂正では-15~-42%の減益処理が行われ、影響は大きかった

富士ソフトサービスビューロ 過年度業績修正率

	FY17/3	FY18/3	FY19/3 1H
売上高修正率	0%	-1%	-2%
営業利益修正率	-15%	-29%	-42%

当時代表取締役社長であった富士ソフト出身の佐藤諭氏は、責任を追及されることはなかった

December
2018

January
2019

February
2019

January
2021

March
2021

社内調査委員会を設置

- 委員長は社外取締役ではなく、常務取締役管理本部長（当時）かつ富士ソフト出身者の小木曾氏が務めた
- その他委員は社外監査役が務め、弁護士事務所の登用などは行わなかった

証券取引等監視委員会は、金融商品取引法「重要な事項につき虚偽の記載」がある開示を行ったとして、1,200万円の課徴金納付命令を勧告

- それを受けて富士ソフトサービスビューロは1,200万円を国庫に納付

経産省が発表したグループガイドラインに基づき、富士ソフトは親子上場スキームを維持するか再検討すべきである

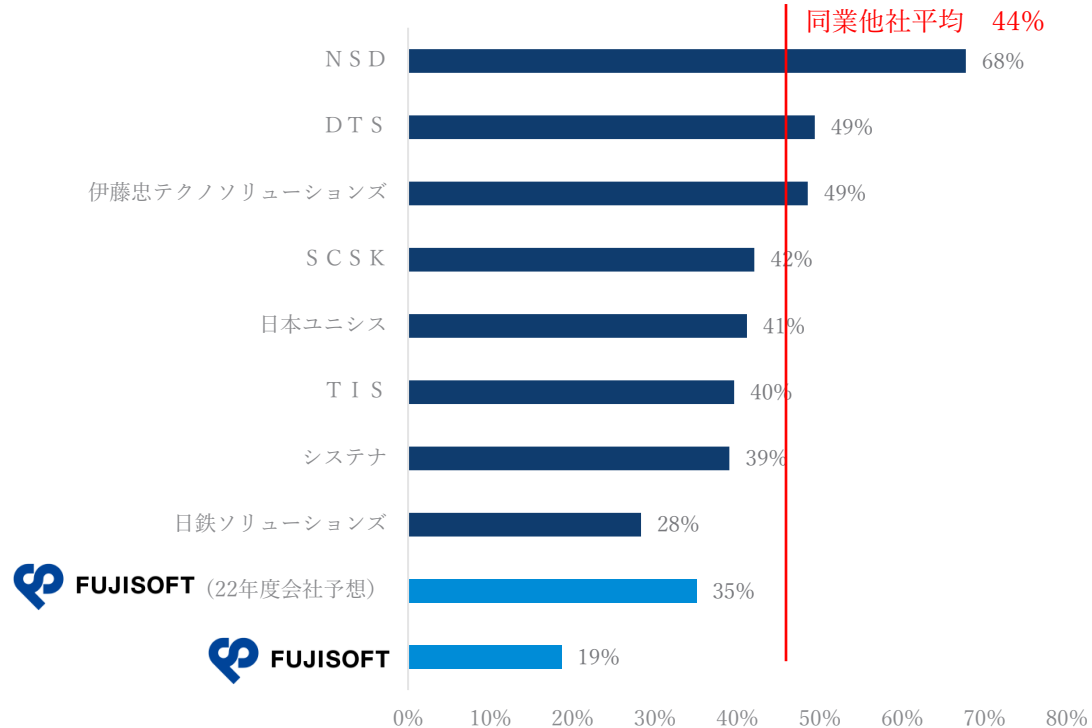
- 上場子会社の評価が低いと、グループ全体の企業価値も損なわれる。
- 現在の上場子会社の市場評価は、下記の理由から低迷している。
 - 親会社（富士ソフト）への貸付金
 - 不祥事の発生
 - 独立性に疑義のある取締役会の構成
- 取締役会は親子上場形態を維持するか、完全を買収するか、完全に売却するか、いずれの施策が最も大きな企業価値を創出するかを検討する必要がある。
 - 高いシナジー効果が期待できる場合、完全買収は合理的な戦略となり得るが、支払ったプレミアムからROICを算出して検討すべきである
 - 完全な売却は、潜在的な買収者が支払うプレミアムにより、現状よりも多くの企業価値を生み出す可能性がある
- 並行して、子会社のガバナンス体制の実効性を検証・整備の上、市場に説明すべきである。

③ 低水準の株主還元

富士ソフトは株主還元を競合比最低水準に留め、純利益総額を超える金額を自社オフィス開発に充当してきた

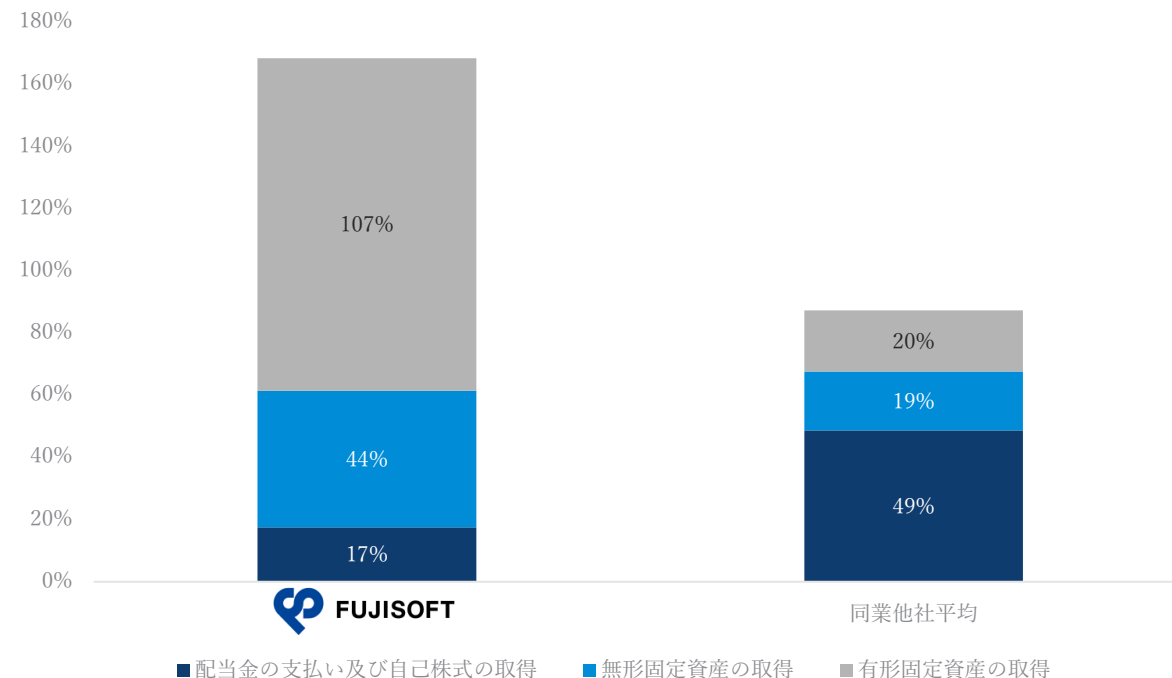
富士ソフトの総還元性向は業界内で最も低く、
22年度の目標値を前提にしても依然最低水準¹

(2020年度実績)



過去5年間、同業他社²は純利益総額の49%を株主還元に充当したが、
富士ソフトはそれを17%に抑え、自社オフィス開発に107%を費やした

過去5年間累計純利益の配分比率
(2016~2020)



出典：Bloomberg、会社開示資料 注1：それぞれの企業の直近年度の決算数値を元に計算

注2：2021年12月31日時点で時価総額が1,000億円以上1兆円以下の上場企業で、SPEEDA業界分類上、システムインテグレータ業界、もしくはシステム開発業界に含まれる企業群。伊藤忠テクノソリューションズ、TIS、SCSK、日本ユニシス、日鉄ソリューションズ、NSD、DTS、システナ。

富士ソフトは依然として株主還元を抑制し自社オフィス開発に充当しようとしている

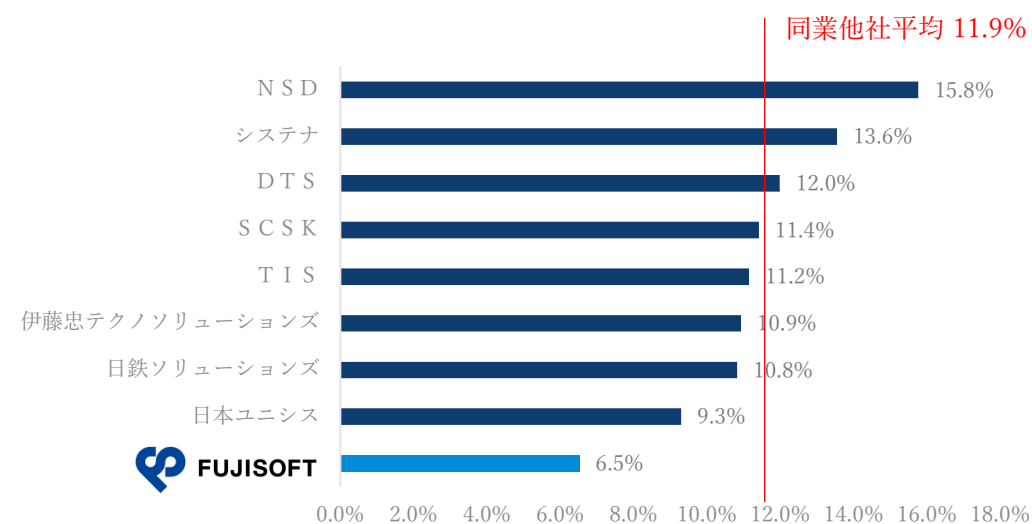
- 富士ソフトは低ROICの自社オフィス開発に純利益総額以上を配分してきたが、総還元性向は競合比最低水準である。
- 取締役会は、独立社外取締役の監督の下、企業価値を最も高められる株主還元方針を追求すべきである。
- 取締役会は、まず富士ソフトの適切な資本コスト(過小に見積もったものではなく)と各投資機会のROICを理解する必要がある。
- 既存および将来の投資が資本コストを上回るROICを生み出せないのであれば、そのような資本は株主還元のために使われるべきである。

④ 低い利益率

営業利益率は業界平均を5%以上下回り、従業員一人当たり営業利益額は競合平均の半分にも満たない

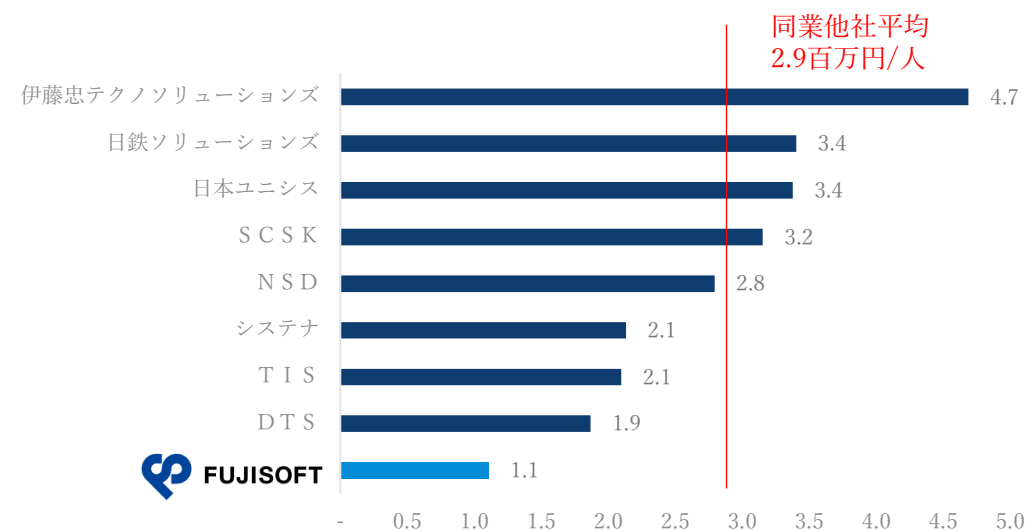
営業利益率¹

2021年12月期時点における、12か月累計営業利益率



従業員1名当たり営業利益額²

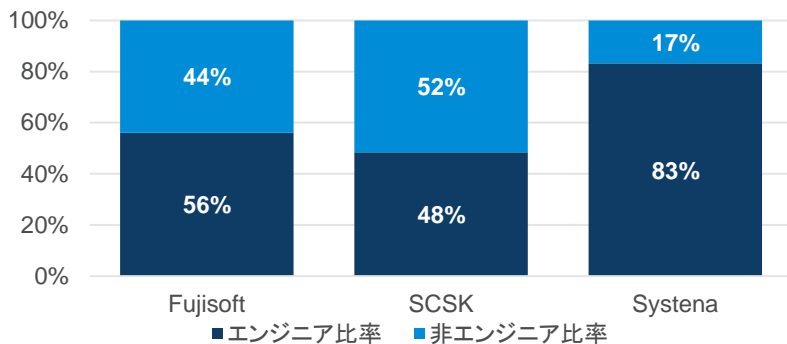
(百万円/従業員一人、2020年度実績)



富士ソフトは、上流のプロジェクト受注を目指しつつも、現状の単価でも利益を出せる組織構造を目指すべき

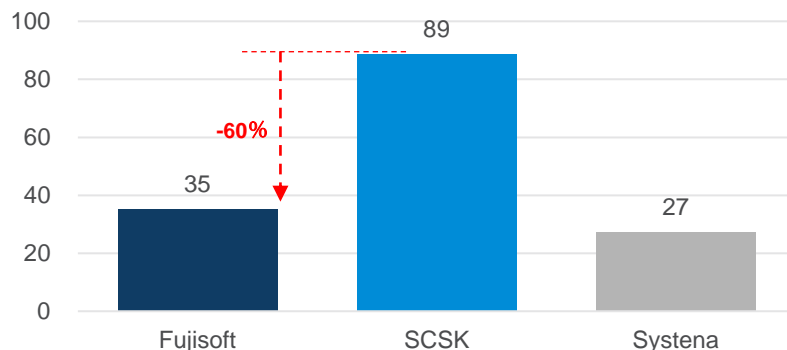
富士ソフトの非エンジニア比率¹は
SCSKとほぼ同等と高水準

従業員数に占めるエンジニア・非エンジニア比率（単体ベース）¹



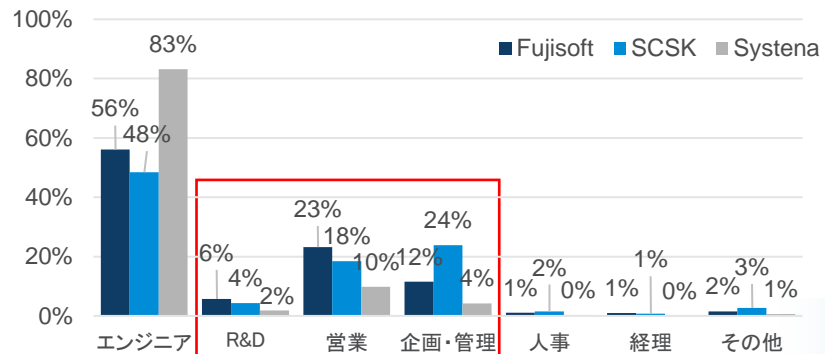
富士ソフトの非エンジニアはプロジェクト単価の向上に貢献していない。エンジニア一人当たりの売上高はSCSKより60%低い

売上高/エンジニア社員数（単体ベース、百万円/エンジニア一名）



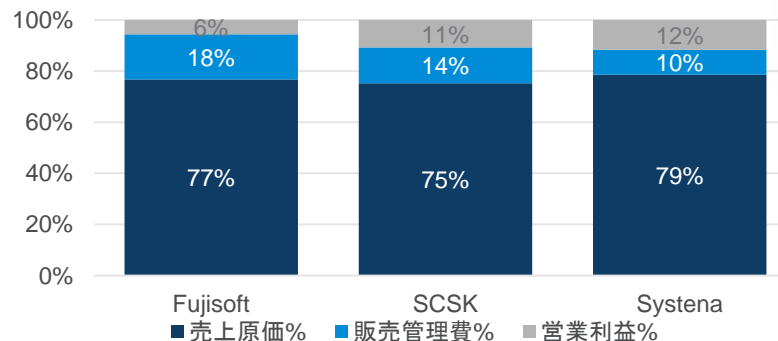
富士ソフトの非エンジニア¹はSCSKと同様、
プロジェクト単価の向上を目的としている

役割別従業員比率（単体ベース）



結果、販管費率が高止まりし、
富士ソフトの営業利益率は低位に留まる

各社コスト構造（単体ベース、FY2018）



利益率と従業員の生産性を
向上させるための施策

- (1) 高単価プロジェクトの獲得
- (2) 現状の単価でも利益が出る組織構造への変革

富士ソフトが効率的な人員配置とコスト削減を実施すれば、利益率は飛躍的に改善する

主な課題

組織としてプロジェクトデリバリー能力が低い

受注時の想定粗利が低い

プロジェクト単価に比しエンジニア単価が高い

エンジニア稼働率が低い

非エンジニア人員が多い

COGS調達費が高い

販売管理費中の非人件費項目が大きい

改善に向けた7施策

1 評価・報酬制度等見直しによる優秀なエンジニアの繋ぎ止め

2 営業戦略・プロジェクトマネジメント見直し

3 高付加価値な事業領域への展開

4 内製開発人員の適正化
遊休人員の活用による、外注人員削減
Low-Cost Countries(オフショア)の活用拡大

5 BPOの活用

6 組織・役職構造見直し、業務効率化、人員数適正化

7 調達改善によるコスト削減

7つの施策の実施により単体ベースで70-170億円の増益が見込まれ、営業利益率は単体で5-11%、連結で3-7%の改善余地

施策概要	対象項目	営業利益改善余地(十億円)		実行難易度
		Base	Max	
① 評価・報酬制度等見直しによる優秀なエンジニア繋ぎ止め				中
② 営業戦略・プロジェクトマネジメント見直し		+1.2	+2.1	中
③ 高付加価値な事業領域への展開	売上高	N/A	N/A	高
④ LCC（オフショア）の活用拡大による単価減		-1.1	-3.4	中
④ 内製開発人員の適正化	売上原価	+1.6	+3.1	低
④ 遊休人員の活用による、外注人員削減		+0.0	+0.5	中
LCC（オフショア）の活用拡大	外注費	+1.4	+4.6	高
⑦ 調達改善によるコスト削減	経費	+0.2	+0.8	低
⑤ BPOの活用	人件費	+0.2	+0.8	中
⑥ 組織・役職構造見直し、業務効率化、人員数適正化	販管費	+4.0	+8.4	中
⑦ 調達改善によるコスト削減	非人件費	+0.1	+0.5	低
合計		+7.7	+17.4	
	営業利益率	単体	+5%	+11%
		連結	+3%	+7%

中期経営計画：富士ソフトは利益率の低さに課題意識を有していない

3Dは80ページに及ぶ詳細な利益率改善計画を提出し、3~7%の営業利益改善余地を示したが、その内容は反映されず、富士ソフトは利益率横ばいの経営計画を発表した

2021年11月、3Dは80ページからなる利益率改善策を提出し、営業利益率に3~7%の改善余地があると主張した

その内容は反映されず、富士ソフトは今後3年間で利益率改善を見込まない経営計画を発表

単位：億円

	2021年12月期 実績	2022年12月期 計画		2024年12月期 目標
売上高	2,579	2,655	3年CAGR 5%	3,000億円以上
営業利益	168	173	3年CAGR 6%	200億円以上
営業利益率(%)	6.5%	6.5%		6.7%以上

富士ソフトは受注する案件レベルと組織構造がマッチしておらず、利益を出しにくい体質になっている

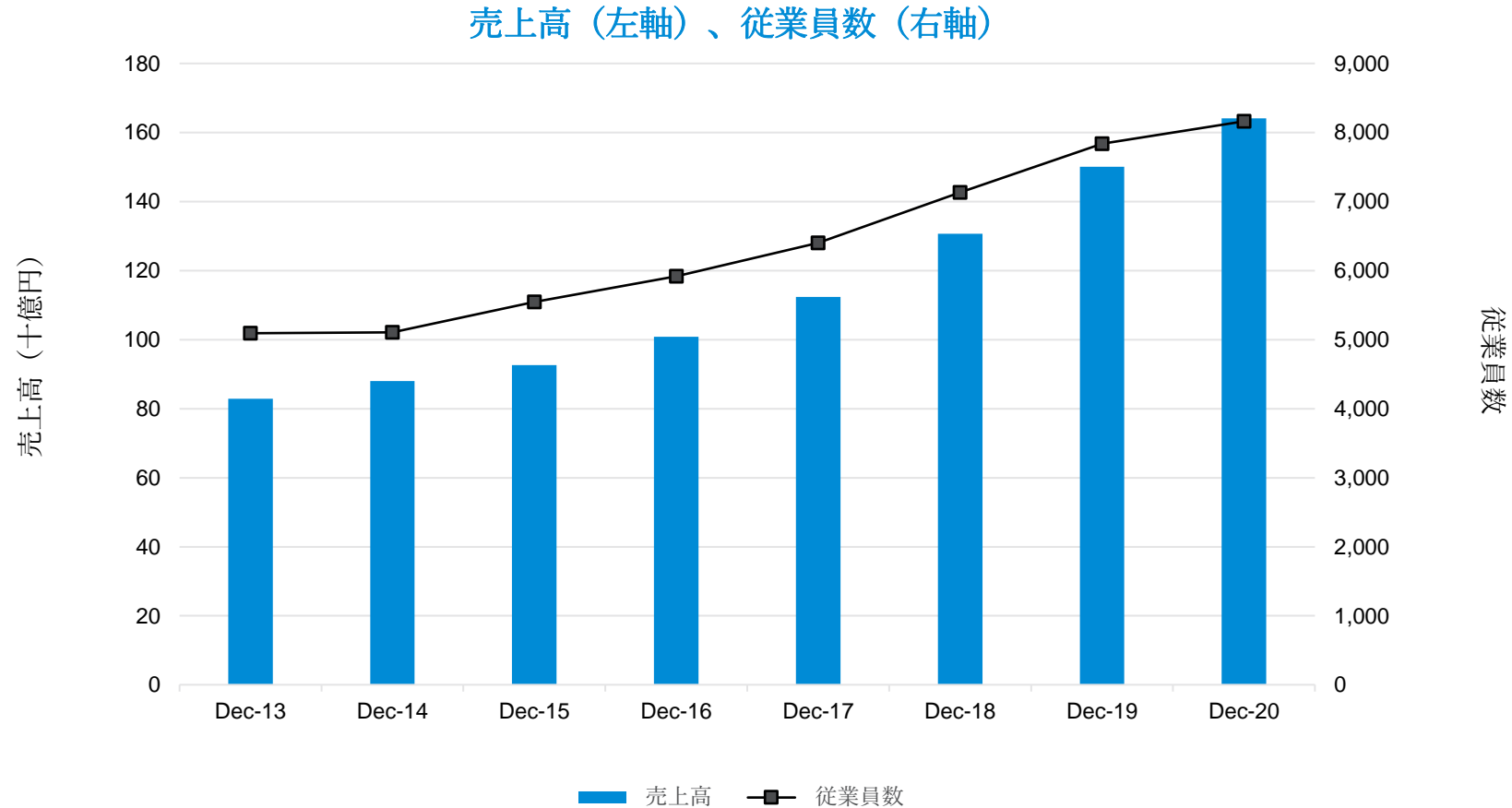
- 富士ソフトの非エンジニア社員比率は高いが、プロジェクト単価の向上に結び付いていない。
 - この歪な組織構造が富士ソフトの利益率を競合に比べ顕著に引き下げている
 - 利益率の改善のためには組織改革が必要な可能性が高い

- 利益率改善に見地のある外部の専門コンサルタントを登用し、低利益率の原因を徹底的かつ客観的に検証し、抜本的な解決策を検討すべきである。

- 外部の専門コンサルタントによる網羅的かつ客観的な精査を経て、その解決策を現中期経営計画と比較し、必要に応じて更新すべきである。
 - 外部の専門コンサルタントを登用し、他社事例も含め徹底的に利益率の低い原因を分析し、組織構造の変革も含め抜本的な解決策を練る
 - その過程で作られた利益率改善策と、現在の中期経営計画を比較し、より優れていると判断されれば経営計画を修正する

⑤ 総花的な成長戦略

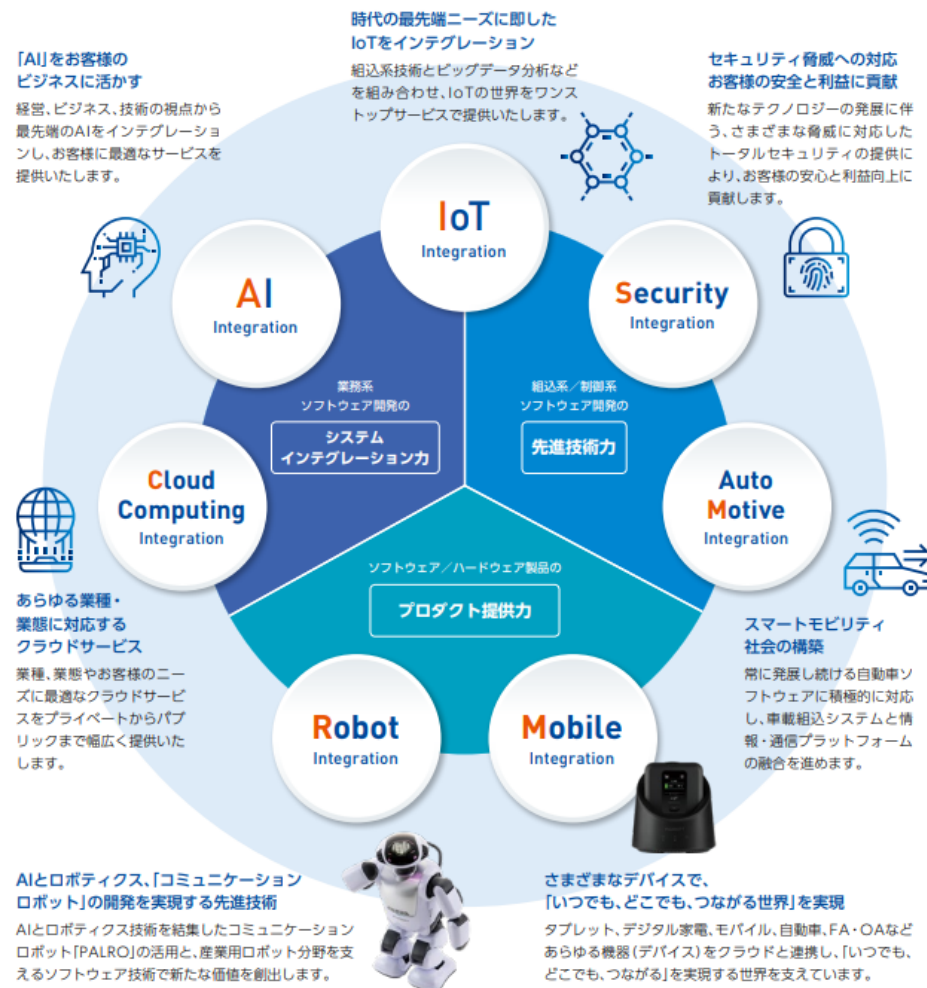
従業員数の増加に伴い、売上高が線比例（単体ベース）



既存の全方位型戦略は総花的であり、リソースが分散し、経営の効率性が失われている

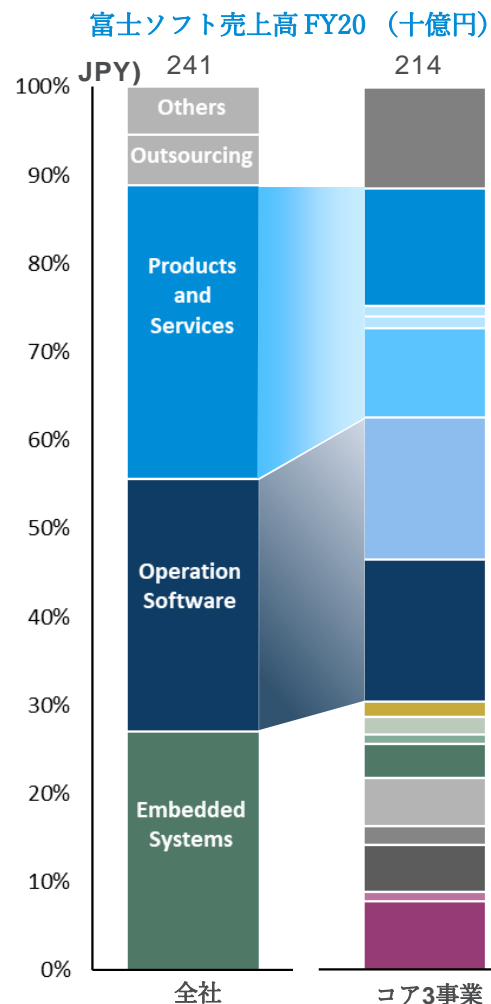
アイスクリーム AIS-CRM

当社では、「AI、IoT、Security、Cloud、Robot、Mobile、AutoMotive」の頭文字を取った「AIS-CRM(アイスクリーム)」を、いまもつとも力を入れる新技術分野と位置づけています。これまで培ってきた技術とソリューションを融合し、いままでにない付加価値と新たなビジネスチャンスを生み出していきます。そして、国内外のお客様への最適なサービス、プロダクトを通じて、新たな価値を社会に提供いたします。



売上高の40%を占め、3年CAGRが10%を超えている下記5セグメントは、今後も主な成長ドライバーとなる

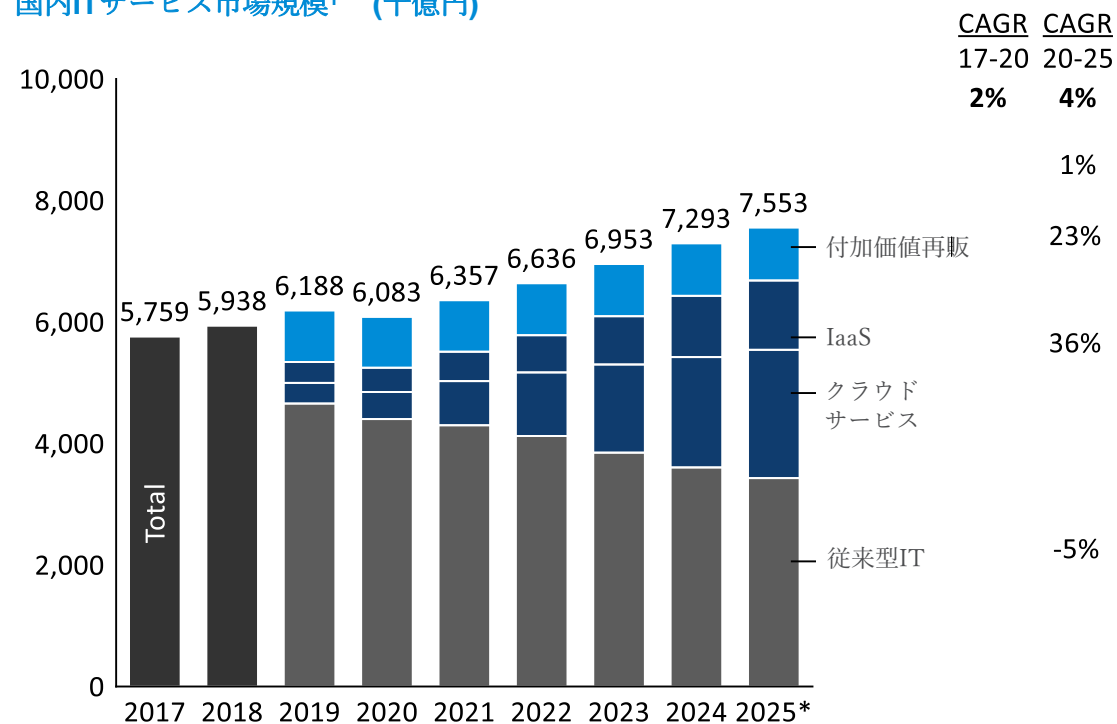
- ①は今後構造的な高い成長が期待できる事業領域。
- ②-⑤は自動車の制御方法の変化、5Gの投資サイクル、Windowsのアップデートサイクルなど、個別の要因に左右される。



セグメント	対FY20 売上高比率	CAGR ('17-'20)
■ 自社プロダクト	10%	1%
■ 物販等	12%	5%
■ ライセンスビジネス (その他)	1%	-
■ ライセンスビジネス (Azure, AWS)	1%	-
③ ■ ライセンスビジネス (Microsoft)	9%	-
■ 従来型IT	14%	-
① ■ DX・クラウドサービス	14%	-
■ モバイル系	2%	1%
■ 社会インフラ系 (その他)	2%	9%
■ 社会インフラ系 (ネットワーク機器 - その他)	1%	12%
⑤ ■ 社会インフラ系 (ネットワーク機器 - 携帯電話基地局)	3%	12%
■ 機械制御系 (その他)	5%	-7%
■ 機械制御系 (FA - その他)	2%	13%
④ ■ 機械制御系 (FA - Fanuc)	5%	13%
■ 自動車関連 (その他)	1%	4%
② ■ 自動車関連 (ECU)	7%	13%

今後5年間で倍増する日本企業のクラウド普及率に牽引され、
IaaS及びクラウドサービスから構成されるDX・クラウドサービス市場は25年まで年率31%で成長見込み

国内ITサービス市場規模¹ (十億円)



CAGR 17-20
2%

CAGR 20-25
4%

1%

23%

36%

-5%

DX・クラウドサービス
31%

付加価値再販

HW/SWサポート

- HW/SWのインストール、設定、メンテナンス、サポートを提供
- ライセンス料の定期徴収はなし

IaaS

サーバーやストレージを提供する
インフラサービス

クラウド
サービス

クラウド製品のコンサルティング、導入支援

- ビジネスコンサルティング
- ITコンサルティング
- システムインテグレーション
- カスタムアプリケーション開発
- ネットワークコンサルティングと
インテグレーションサービス

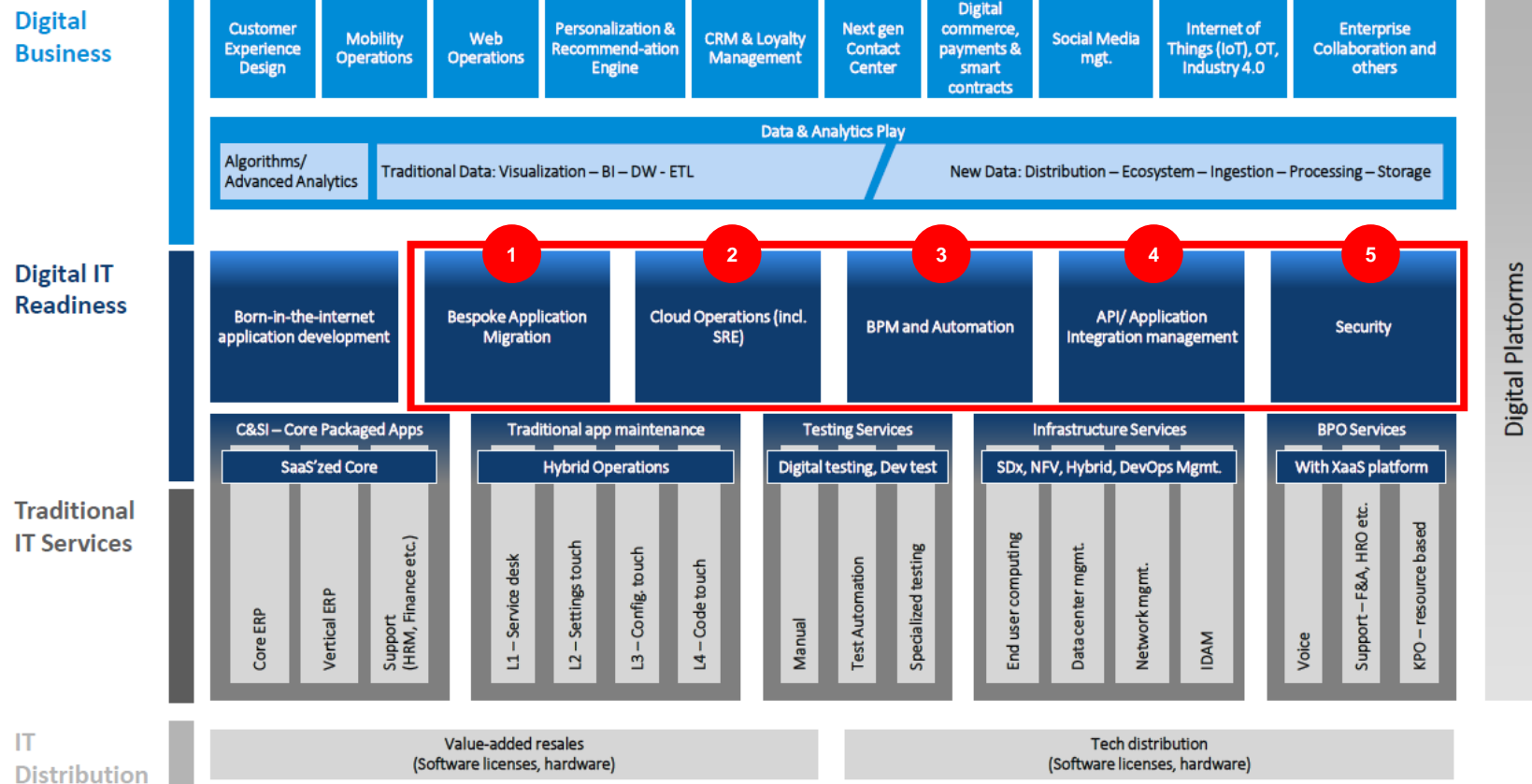
従来型IT

上記以外の従来型/非クラウド型のITサービス

- ITコンサルティング
- システムインテグレーション
- アプリケーション開発
- ITアウトソーシング
- ネットワーク・エンドポイント・アウトソーシング
- アプリケーションマネジメント 等

DX・クラウドサービスにおける成長を最大化するために富士ソフトが注力すべき事業分野は5つ

	対象5分野	概要
コア	1 Bespoke Application Migration	オーダーメイドで作成したアプリケーション・プログラムの既存環境からクラウド上への移管作業
	2 Cloud Operations	クラウド運用の保守管理など
ノンコア	3 BPM* and Automation	個社の事業プロセスのデジタル化、自動化等を実施
	4 API*/Application Integration management	APIを介し、異なるソフトウェア・プログラムを相互に連結・連携
	5 Security	サイバー・セキュリティの導入・管理



富士ソフトのリソースをどのように投入し、この分野でどのようにシェアを獲得していくのか、具体的な戦略が求められる

- 通常、富士ソフトはサブ・コントラクターとして、プロジェクトの下流分野を割り当てられる。
 - オペレーション、メンテナンスサポートなどの下流領域の受託
 - 汎用的なアプリケーション導入やカスタマイズ、マニュアル作成
- しかし、中小企業のクラウド関連案件では、プライム契約を獲得できる事業機会が存在する。
 - 既に中小企業向けにプライム契約を獲得できている（クラウド導入、既存システムのクラウド移行など）
 - 中小企業向けのDX・クラウドサービス分野は価格帯が低いためTier1はサービスを提供できず、Tier2企業間の競争となる
 - Tier2の企業間では、富士ソフトは豊富な人的リソースを有しており競争上優位

中小企業のプライム案件は主にTier2企業が獲得

- 売上高500～1,000億円程度の中堅企業は、F社をプライム・コントラクターとして利用することもある
- Tier1 Sierは大企業を対象とするため候補外



中小企業向けでは富士ソフトは競争力がある

富士ソフトの競争力

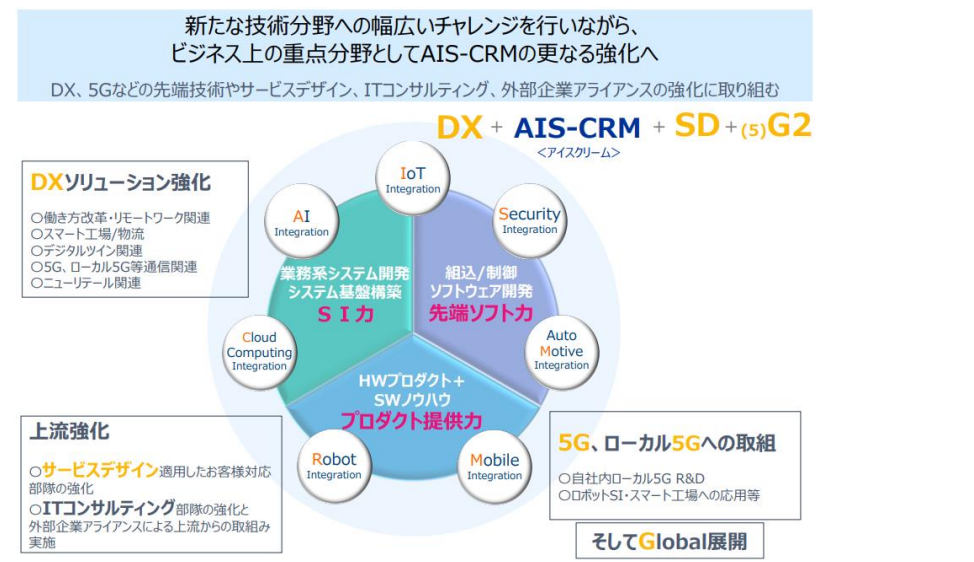
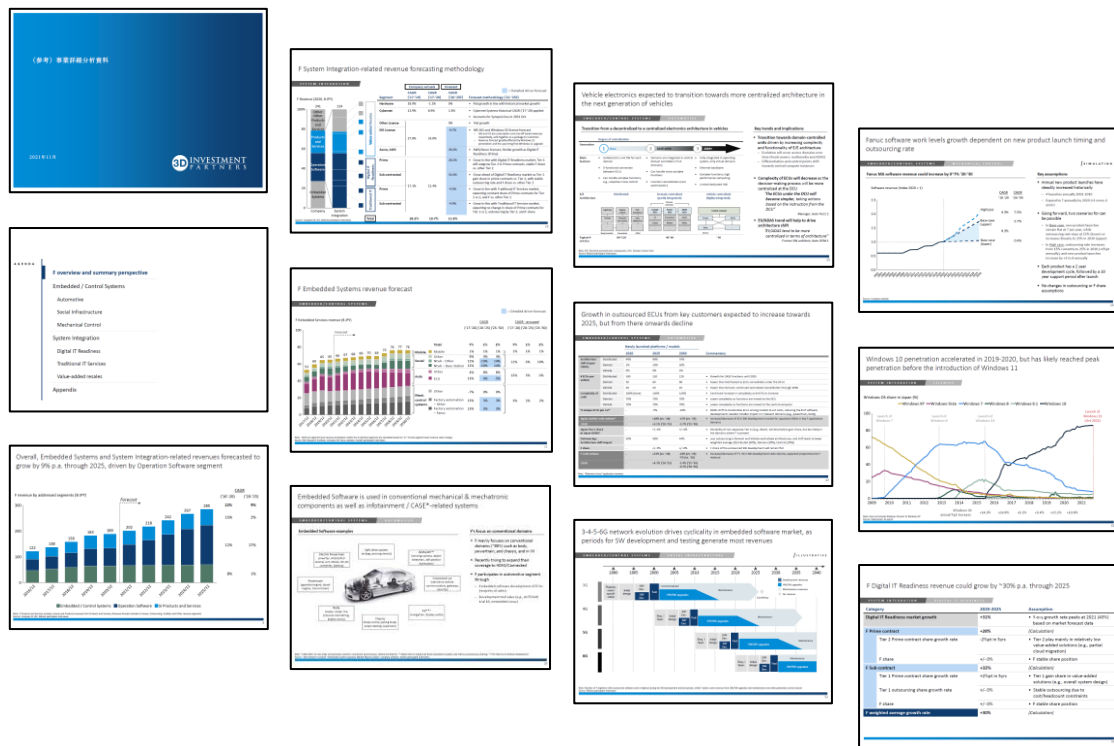
- 安さ：Tier1よりも40%程度安い（他のTier2も同様）
- 柔軟性：グループ会社ではないため大手Sierの製品を優先する必要がなく多様なソリューションを提供可能
- 豊富な人的資源：大規模なエンジニアを擁しているため、エンジニアの柔軟性と可用性が高い
- 関係の継続：富士ソフトに従来型IT案件を依頼していた顧客は、デジタルITへの対応でも富士ソフトを選択する傾向がある

中期経営計画：選択と集中を伴った成長戦略は依然として不在である

3Dは150ページに及ぶ詳細な事業機会分析資料を提出し年率7%の成長が可能と説明したが、富士ソフトはこれまで通り総花的な戦略を示し、年率5%の売上高成長目標を設定した

2021年11月、3Dは150ページからなる事業機会分析資料を提出し、成長領域へのリソースの集中投下により年率7%の売上高成長が可能と主張

選択と集中を伴った成長戦略が不在のままで売上高成長目標は年率5%



単位：億円

	2021年12月期 実績	2022年12月期 計画	3年CAGR 5%	2024年12月期 目標
売上高	2,579	2,655		3,000億円以上

最善の成長機会が存在する市場に経営資源を集中させ成長性を高めることが、最も企業価値を向上させる

- 現在の全方位型の成長戦略は成長資源が分散するため、企業価値の成長を鈍化させる。当社の分析によれば、特定の事業分野が他に比べ成長機会に恵まれていることから、集中的な成長戦略の重要性がより増している。
- 外部の専門コンサルタントを登用して、事業機会の再検証を行い、集中的な成長戦略を策定の上、必要に応じて経営計画を修正すべきである。
 - 外部の専門コンサルタントを登用して事業機会の詳細な分析を行う
 - 事業資源を集中的に投下すべき成長分野を特定する
 - 成長分野で勝つための戦略を策定し、既存の成長戦略と比較・評価の上、必要に応じて修正する

免責事項

このプレゼンテーション資料及びこのプレゼンテーション資料に含まれている情報（以下総称して「本プレゼンテーション」）は、富士ソフト株式会社（以下「富士ソフト」）の株主のために提供されるものです。3D Investment Partners Pte Ltd.は、富士ソフトの株式を保有するファンド（以下「3Dファンズ」）の資産運用会社です。

本プレゼンテーションでは、富士ソフトの事業、資本構成、取締役会、ガバナンス体制に限定した、3D Investment Partners Pte Ltd.の評価、推定及び意見を示しています。3D Investment Partners Pte Ltd.は、3Dファンズの資産運用会社としての立場からのみ、評価、推定及び意見を示しています。

本プレゼンテーションは、富士ソフトの臨時株主総会における取締役選任議案又は他の議案に関する議決権の行使又はその他の行為について、3D Investment Partners Pte Ltd.及びその関連会社並びにそれらの関係者（以下「3DIP」）と共同で株主の権利（議決権を含みますが、これに限りません。）を行使することを勧誘又は要請するものではありません。3DIPは、自らの評価、推定及び意見を表明する行為又は本プレゼンテーションにおいて若しくは本プレゼンテーションを通じて行う他の株主との対話により、日本法（又はその他の適用がある法律）に基づき、共同保有者として取り扱われる意図又は合意がないことを明確にします。

3DIPは、富士ソフトの株主が保有する議決権の行使につき、富士ソフトの株主を代理する権限を受任する意思はありません。

3DIPは、富士ソフト及び富士ソフトグループ会社の事業や資産を第三者に譲渡又は廃止することについて、3DIPが、自ら又は他の貴社の株主を通じて、貴社の株主総会で提案することを意図するものではありません。また、3DIPは、富士ソフト及び富士ソフトグループ会社の事業の継続的かつ安定的な実施を困難にする行為を行うことを目的とする意思を有していません。

本プレゼンテーションは、いかなるサービス若しくは商品の提案、勧誘若しくはマーケティング、広告、誘因又は表明ではなく、投資商品若しくはいかなる種類の投資の売買の助言若しくは投資商品の購入し若しくは売却すること、何らかの投資を行うこと、何らかの取引を実行すること若しくは（条件が記載されているか否かを問わず）その他の行為を避けるべきことを推奨するものではなく、また、いかなる特定の投資若しくは投資戦略のメリットなどに関する意見でもありません。戦略や取引のいかなる事例も、単に説明を目的としたものであり、過去又は将来の戦略や実績を示すものではなく、特定の戦略の成功可能性を示すものでもありません。

本プレゼンテーションは、情報提供のみを目的としたものであり、その他のいかなる目的のためにも、いかなる人にも依拠することはできません。また、本プレゼンテーションは、投資、財務、法律、税務その他のいかなる助言でもありません。

本プレゼンテーションは、公表されている情報（3DIPは別途の検証を行っていません。）に基づき作成されたものであり、完全性、適時性又は包括性のあるものではありません。3DIPは、日本の金融商品取引法が規定するインサイダー情報（以下「インサイダー情報」）を受領しておらず、また、本プレゼンテーションにはいかなるインサイダー情報も記載していません。

本プレゼンテーションには「将来の見通しに関する記述」が含まれています。特定の将来の見通しに関する記述は、過去又は現在の事実と厳密には関連していない記述であり、「かもしれない」、「でしょう」、「想定します」、「信じます」、「予想します」、「計画します」、「推定します」、「見込んでいます」、「目標とします」、「予想します」、「求めています」、「し得ます」といった表現やこれらと同等の用語を用いたその他の変化形、否定形、類似表現の一切を含んでいます。

同様に、3DIPの目的、計画、事業戦略、目標などを記載した記述は、将来を見据えたものです。本プレゼンテーションに記載されている業績見通し等の将来に関する記述は、3DIPが本プレゼンテーションの作成時点で入手している情報及び合理的であると判断する一定の前提に基づいた、3DIPの意図、認識、期待、推定、仮定及び評価に基づいています。これらの記述は、将来の業績を保証するものではなく、リスク、不確実性、仮定その他予測することが困難な要素を含んでおり、3DIPのコントロールの範囲内ではなく、実際の業績と大きく異なる可能性があります。したがって、実際の業績などがこれらの業績見通しとは大きく異なる結果となり得ます。そのため、実際の結果を予測するものとして将来に関する記述に依拠すべきではなく、実際の結果は将来に関する記述として記載され、又は示唆されたものと大きく異なる可能性があります。3DIPは、新たな情報、将来の展開その他の結果にかかわらず、将来の予想に関する記述を更新して公表したり、修正する義務を負いません。

免責事項

3DIPは、本プレゼンテーションに記載された情報が正確で信頼できるものであると信じていますが、3DIPは、当該情報や記載されている富士ソフト及びその他の企業に関する記述、口頭でのコミュニケーションについての正確性、完全性又は信頼性について何らの表明又は保証を行うものではありません。また、3DIPは、これらの記述やコミュニケーション（それについての不正確性や欠落も含みます）についてのいかなる責任を負うものではありません。なお、公開会社については、公開会社又はその内部者が保有する非公開情報のうち、当該公開会社が公開していない情報が存在する場合があります。したがって、本プレゼンテーションに記載されている全ての情報は、何らかの保証をするものではなく、「現状のまま」で表示されており、3DIPはその情報の正確性、完全性又は適時性や、使用した結果について何らの表明も暗示的に行うものではありません。自ら専門家の助言を得て、関連する問題に関して自ら評価を行ってください。3DIPは、本プレゼンテーションに含まれる情報（それについての不正確性や欠落も含みます）の全部もしくは一部の使用やそれに関連して発生したいかなる損失に対しても、いかなる義務又は責任も負いません。いかなる投資も、完全な資本の喪失を含む重大なリスクを伴います。いかなる予測や見積もりも、単に説明を目的としたものであり、想定される損益の上限を示したものとして捉えるべきではありません。3DIPは、いかなる人にも通知することなく、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。

本プレゼンテーションには、ニュース報道又はその他の第三者情報源（「第三者資料」）からのコンテンツ若しくは引用、又はそれらへのハイパーリンクが含まれ得ます。本プレゼンテーションにおける第三者資料の引用の許可は、求められておらず、取得されていないことがあります。なお、第三者資料の内容については、3DIPが独自に検証を行ったものではなく、必ずしも3DIPの見解を示すものではありません。第三者資料の著者及び／又は発行者は、3DIPとは独立しており、異なる見解を持つ可能性があります。本プレゼンテーションに第三者資料を提供することは、3DIPが第三者資料の内容の一部について支持若しくは同意すること、又は第三者資料の著者若しくは発行者が、関連する事項に関して3DIPが表明した見解を支持若しくは同意することを意味するものではありません。第三者資料は、記載された問題に関して他の第三者により表明された関連するニュース報道又は見解の全てでもありません。

本プレゼンテーションの英語版に記載される（他の者に帰属しない）3DIPが作成した情報で、英語版と本プレゼンテーションの日本語版とが一致しない場合、別途の明示がない限り、日本語版の意味が優先されます。

3DIPは、現在、富士ソフトグループの有価証券を実質的に保有し、及び／又は経済的利害関係を有しており、将来においても保有し、または経済的利害関係を有する可能性があります。3DIPは、富士ソフトグループに対する投資について、継続的に、また、様々な要因に応じて、富士ソフトグループの財政状態及び戦略的方向性、富士ソフトとの協議の結果、全体的な市場環境、3DIPが利用可能なその他の投資機会、富士ソフトグループの有価証券の購入又は売却を希望する価格で実行する可能性など、いつでも（3DIPがポジションを得た後の公開市場又は非公開の取引を含みます）、売買、カバー、ヘッジ、又は投資の形態や実体（富士ソフトの有価証券を含みます）を、関係法令で許容されるいかなる方法によっても、変更する可能性があります。また、そのような変更について他者に通知する義務を明示的に負うものではありません。また、3DIPは、富士ソフトに対する投資に関して適当と判断するいかなる行動も取る権利を留保します。この行動は、取締役会、経営陣又は他の投資家とのコミュニケーションを含みますが、これに限られません。

本プレゼンテーション及びその内容は3DIPの著作物です。本プレゼンテーションで言及されるすべての登録された又は登録されていないサービスマーク、商標及び商号は、それぞれの所有者の財産であり、3DIPによる本プレゼンテーションの使用は、これらのサービスマーク、商標及び商号の所有者との提携又は所有者による承認を意味するものではありません。いかなる場合においても、3DIPは、本プレゼンテーションの使用から生じる、直接的又は間接的な特別損害、付随的損害又は派生的損害（逸失利益を含む）について、いかなる当事者に対しても責任を負わないものとします。

本プレゼンテーションに記載された内容は、予告なく変更・更新されることがありますので、ご注意ください。本プレゼンテーションを読むたびに全ての内容をご確認ください。