

富士ソフトの企業価値創造のために

2022年2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

旧来型経営の「再検証」

I. 低ROICの不動産投資

II. 低評価に留まる上場子会社

III. 低水準の株主還元

IV. 低い利益率

V. 成長戦略の不在

結論

Appendix

エグゼクティブ・サマリー



- 1 創業者の野澤宏氏は既に経営から形式上は退いているものの、客観的に見て引き続き強い影響力を有し、富士ソフトの意思決定に大きな影響を及ぼしている
- 2 旧来型の経営が引き継がれているため、自社オフィス所有・売上高偏重主義となっており、資本効率性や事業効率性が業界内で最低水準で企業価値の成長が鈍化している
- 3 新たな社外取締役の監督の下、少数株主や客観的な視点での旧来型の経営方針の再検証を行い、更なる企業価値の向上を目指すべきである

*3D Investment Partners*は約9%の株式を保有しており、2名の独立社外取締役の選任について株主提案を実施

富士ソフトは組込システム開発とシステムインテグレーター業務を営む老舗企業

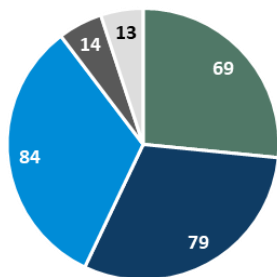
概要

- 富士ソフトは、売上高2580億円(FY2021)の組込システム開発・システムインテグレーター。16-21年度にかけて年率9%の売上高成長
 - ✓ 組込ソフトウェア開発 (売上高690億円、FY16-21CAGR8%) : 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 (売上高790億円、FY16-21CAGR13%) : 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 (売上高840億円、FY16-21CAGR13%) : 自社プロダクト、他社プロダクト等を販売
- 現取締役相談役の野澤宏氏が1970年に設立
- 時価総額¹: 1,590億円 / 企業価値¹: 1,770億円
 - ✓ 保有不動産価値: 1,950億円 (3D試算)

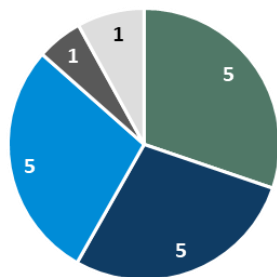
売上高、営業利益内訳 (FY21)

(JPY bn)

Revenue: JPY258bn

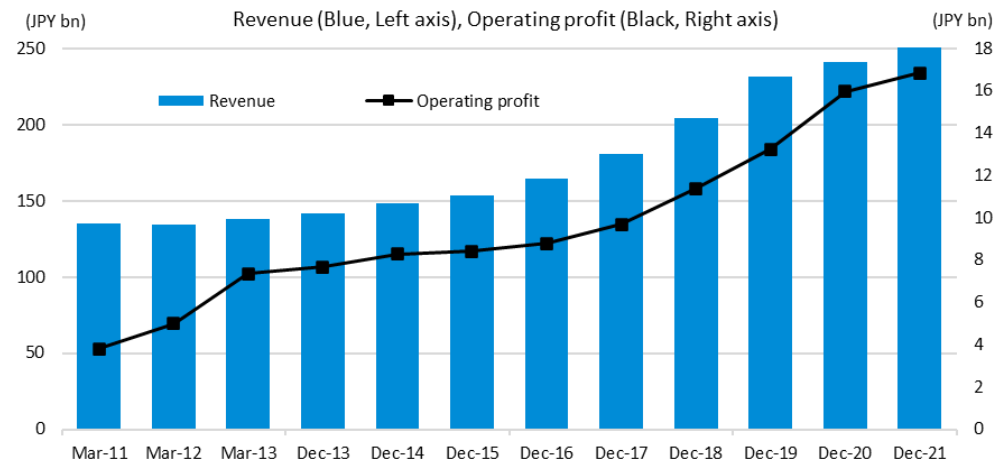


Operating profit: JPY17bn

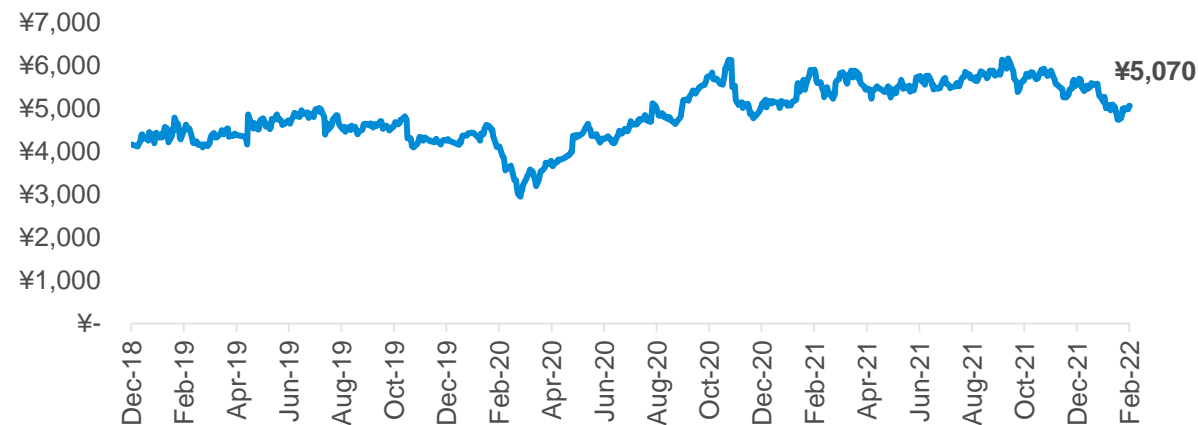


■ Embedded Systems ■ Operation Software ■ Products and Services ■ Outsourcing ■ Other

業績推移



株価推移 (過去3年間)¹



現経営方針は過去の成功体験に依拠しており「再検証」すべきである

- 富士ソフトは非効率的な資本配分や利益率の低さなど、様々な要因により、企業価値成長が低位に留まっている。
- 現社外取締役の監督下においても、その状況は変わっていない。
 - 現社外取締役の就任期間中、ROEとPBRは競合比改善していない。
 - 創業者である野澤宏氏の経営方針が依然として色濃く反映されている。野澤氏は過去50年間に亘って社長人事の決定権を保持し続けており、現社長は野澤氏の娘婿である。
- 野澤氏の意向が色濃く反映された、売上高偏重主義や自社オフィス所有主義は、過去の成功体験に依拠した「昭和の経営」である。事実、企業価値は低迷しており、潜在的に少数株主の利益を毀損している。より強固な社外取締役による経営の監督の下、旧来型経営のアップデートが必要なのではないか。
- 過去2年間、3Dは多くの分析や提案を通して、コア事業への投資の強化、不動産や上場子会社の在り方の再検証を求めてきた。しかし取締役会がその必要性を理解しているかは疑わしい。
 - 何度も面会を申し入れ、詳細な資料も作成したが、富士ソフトは、3Dと野澤氏及び社外取締役との面談の機会を設けることはなかった。
 - 取締役会は、当社や取締役候補者と一度も面談することなく、当社の株主提案に反対することを推奨した。
- 富士ソフトは主に下記5点に集中し、旧来型の経営方針が真に企業価値を高めるのに最善か、再検討すべきである。当社提案の2名の新任社外取締役は、その再検討をサポートできる。
 - 低ROICの不動産投資
 - 低評価に留まる上場子会社
 - 低水準の株主還元
 - 低い利益率
 - 成長戦略の不在

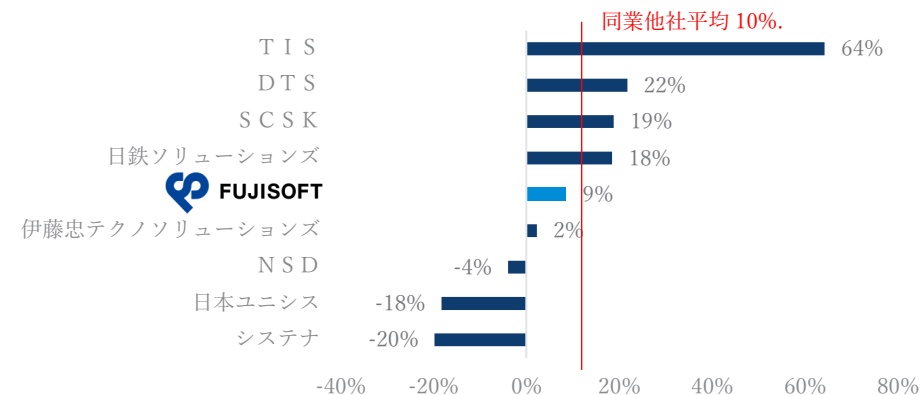
新任独立社外取締役の監督の下、企業価値向上に資するかという視点で、旧来型の経営方針を再検証すべきである

富士ソフトの企業価値成長は競合比アンダーパフォーム

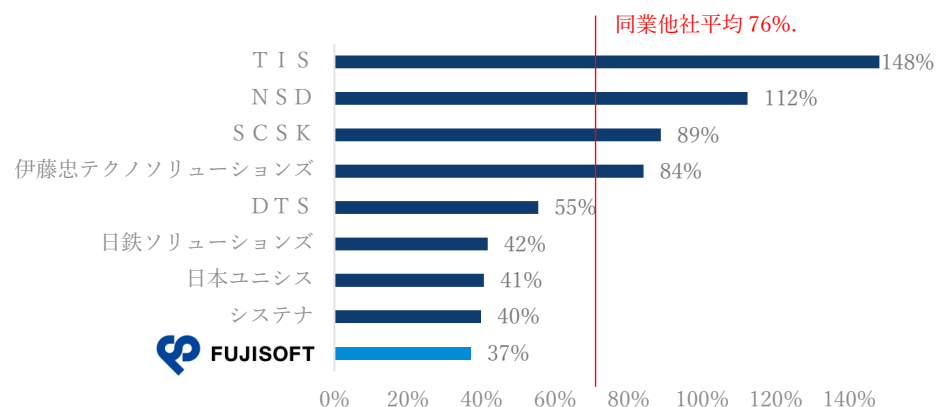
株主総利回りは競合比劣後*

- 富士ソフトの株主総利回り(“TSR”)は過去1年、3年、5年、いずれの時間軸においても業界平均以下。
- 過去3年及び5年の時間軸では下位3位内に該当。

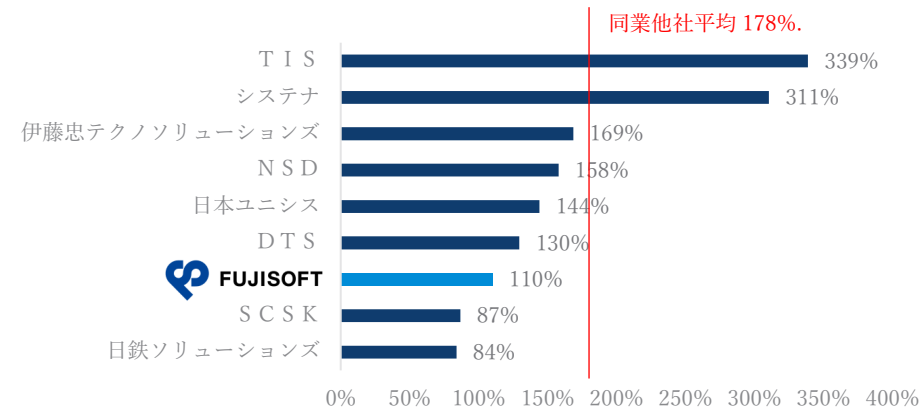
過去1年のTSR (2021/1 - 2021/12)



過去3年のTSR (2019/1 - 2021/12)



過去5年のTSR (2017/1 - 2021/12)



富士ソフトのROEとPBRは業界最低値

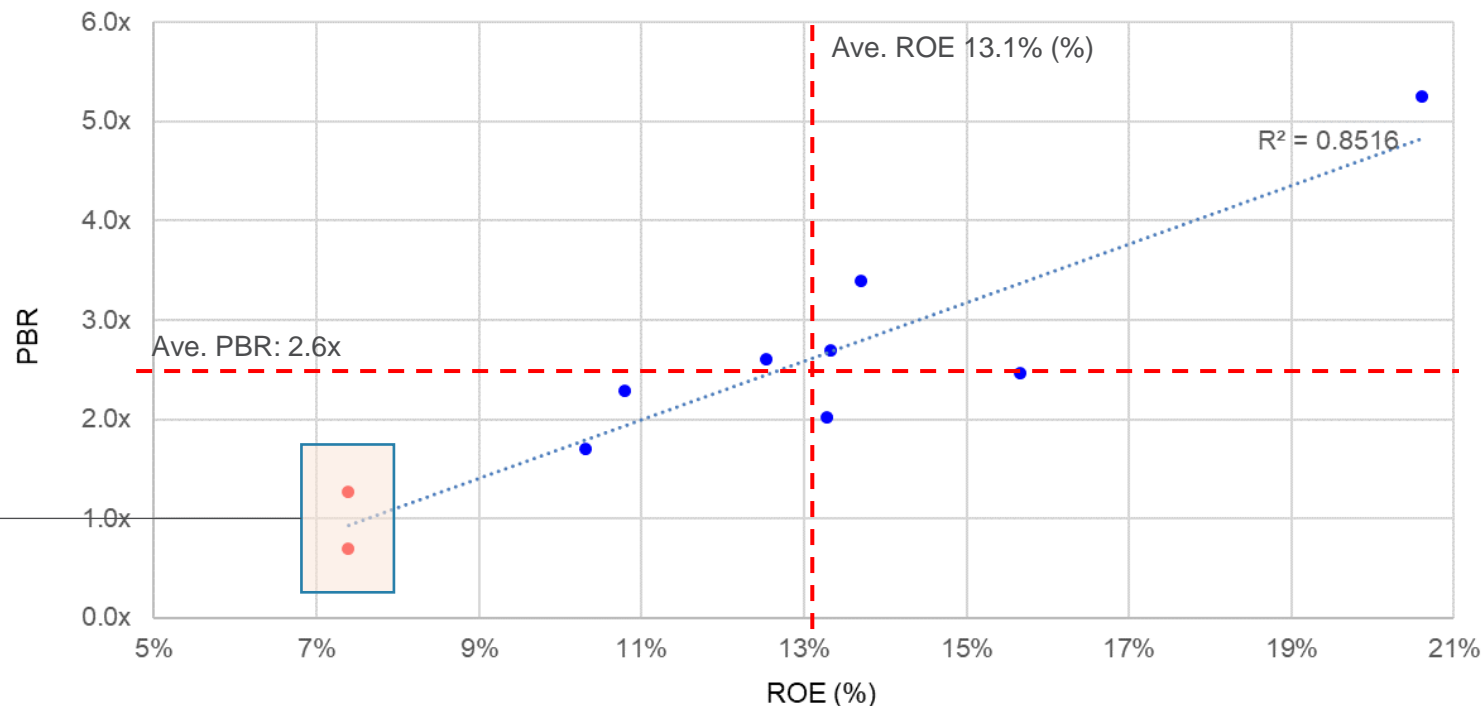
低いROEは富士ソフトの企業価値を低めている

富士ソフトのROEとPBRは、業界平均¹の約半分と同業他社の中で最も低い
(不動産の含み益を考慮すると更に低水準²)

システムインテグレーション業界 ROE(X軸), PBR(Y軸)



ROE	7%.
P/B	1.3x
Adj. P/B ²	0.7x



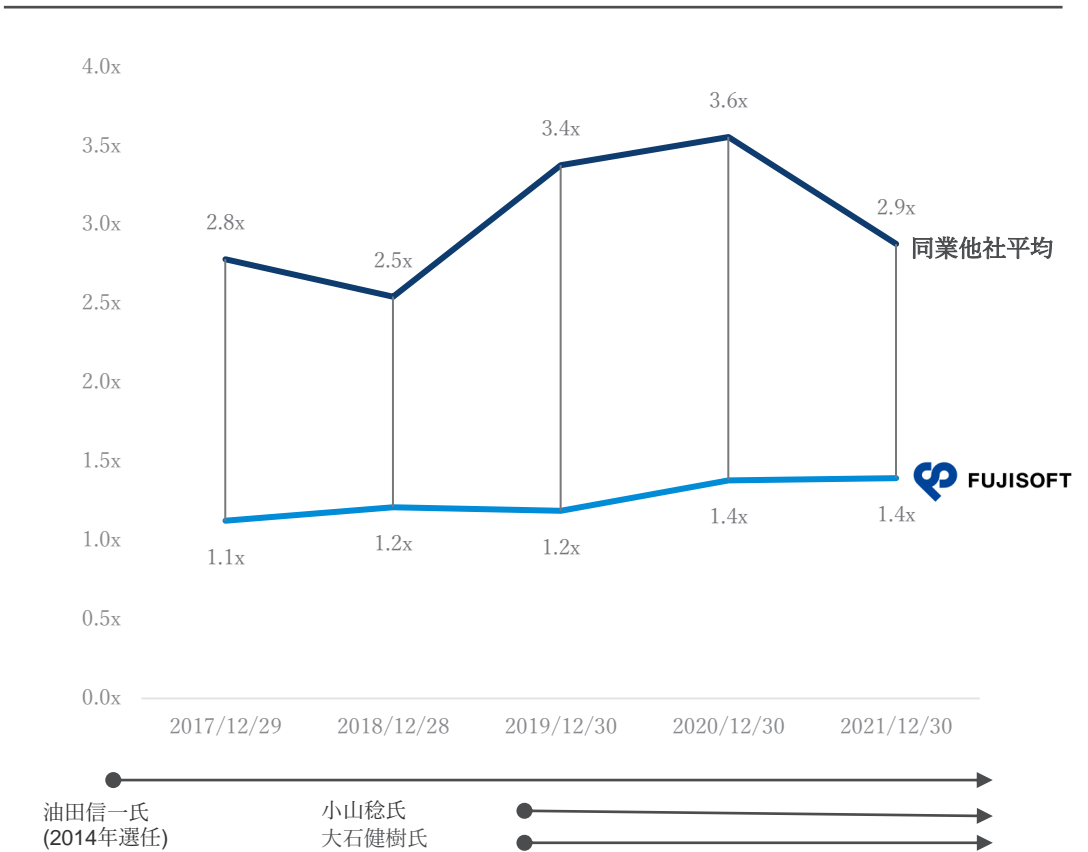
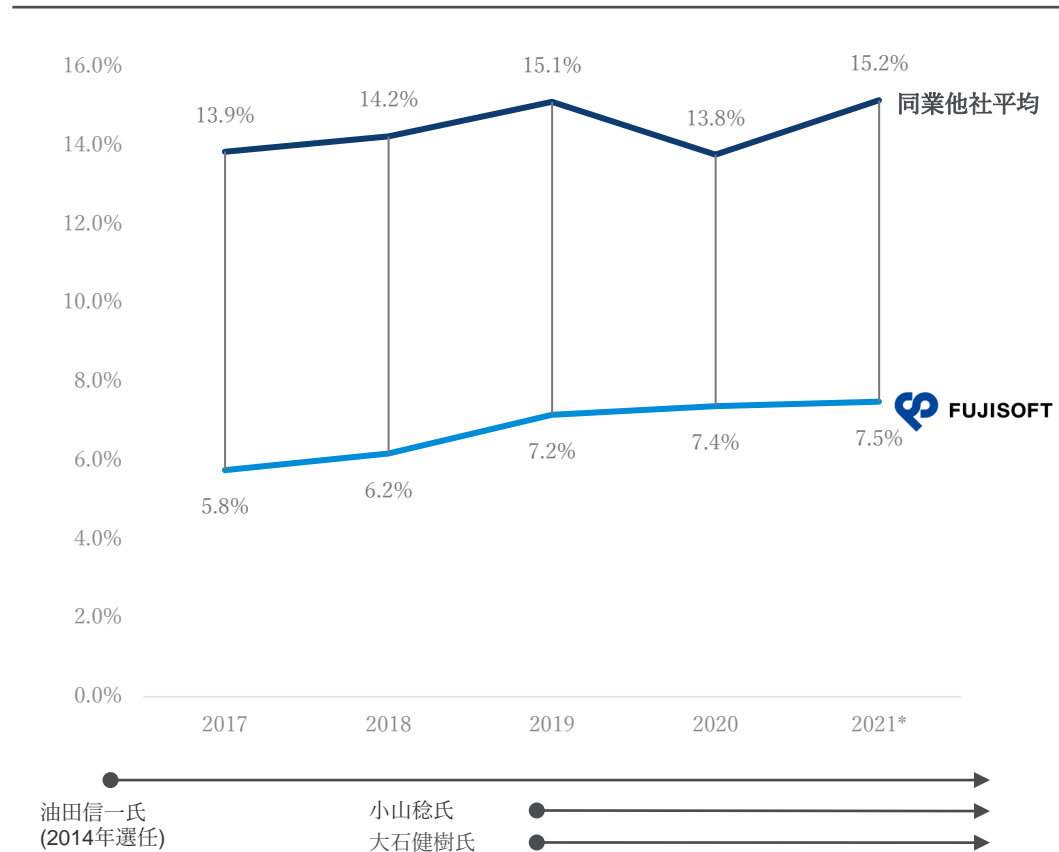
注1：2021年12月31日時点で時価総額が1,000億円以上1兆円以下の上場企業で、SPEEDA業界分類上、システムインテグレータ業界、もしくはシステム開発業界に含まれる企業群。伊藤忠テクノソリューションズ、TIS、SCSK、日本ユニシス、日鉄ソリューションズ、NSD、DTS、システナ、富士ソフト。注2：不動産含み益を考慮したPBR = 時価総額 ÷ (20年度末株主資本 + その他包括利益類型額 + 不動産含み益)。不動産含み益は保有不動産を外部不動産鑑定業者に対し適正価値を取得の上計算。
出所：Bloomberg、3D予測

現社外取締役の就任期間中において、ROEとPBRは競合比改善していない

業界¹平均との差は縮小していない

ROE

PBR



出所：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。

コア事業ではない自社オフィス開発に投資を行いROEを悪化させている(「持つ経営」)

富士ソフトはROICが低い自社オフィスに過剰な資本を投下している

- 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に充当してきた。
- 富士ソフトと同水準の有形固定資産(自社オフィス含む)を有する競合は存在しない。
 - 自社オフィスで組込システム開発、システムインテグレーション業務を行う必要はない - 賃借オフィスの方が資本効率が高い。
- 自社オフィス投資はROICが非常に低いため、資本配分方針の妥当性を見直す必要がある。

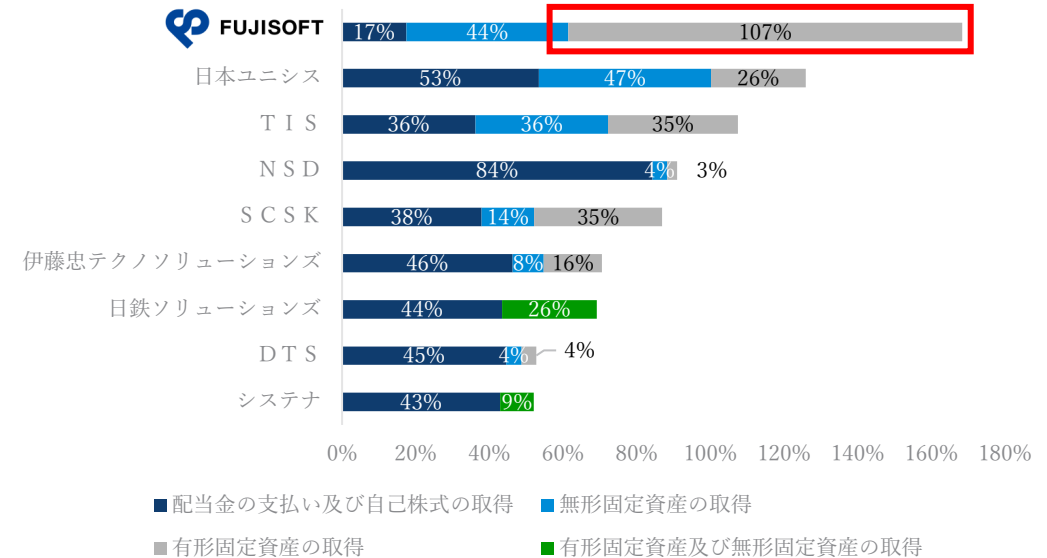
売上高・総資産に対する有形固定資産比率

(単位：10億円)

名前	時価総額 (22/2/10)	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
		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%

過去5年間の推計純利益の配分先比率



「持つ経営」の妥当性が見直される気配はない

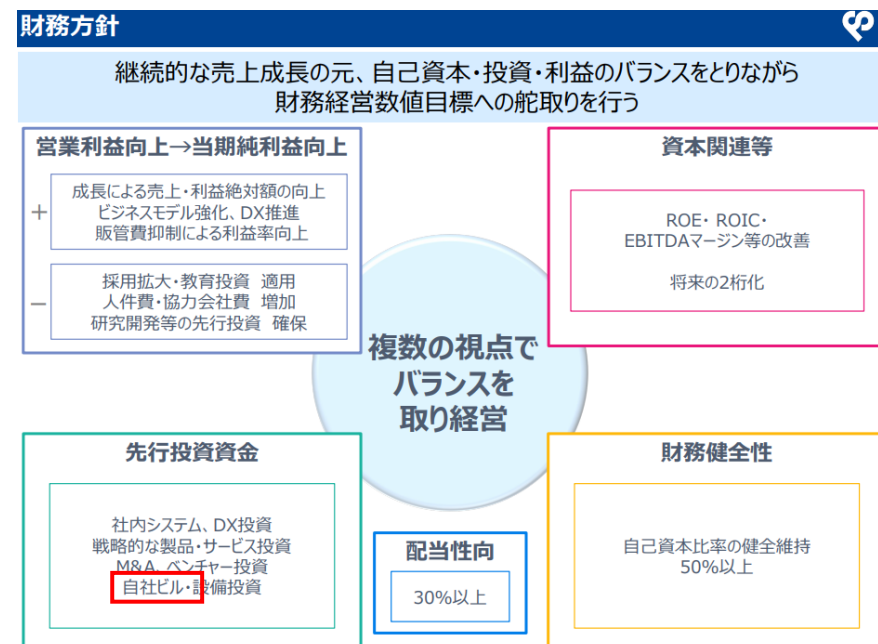
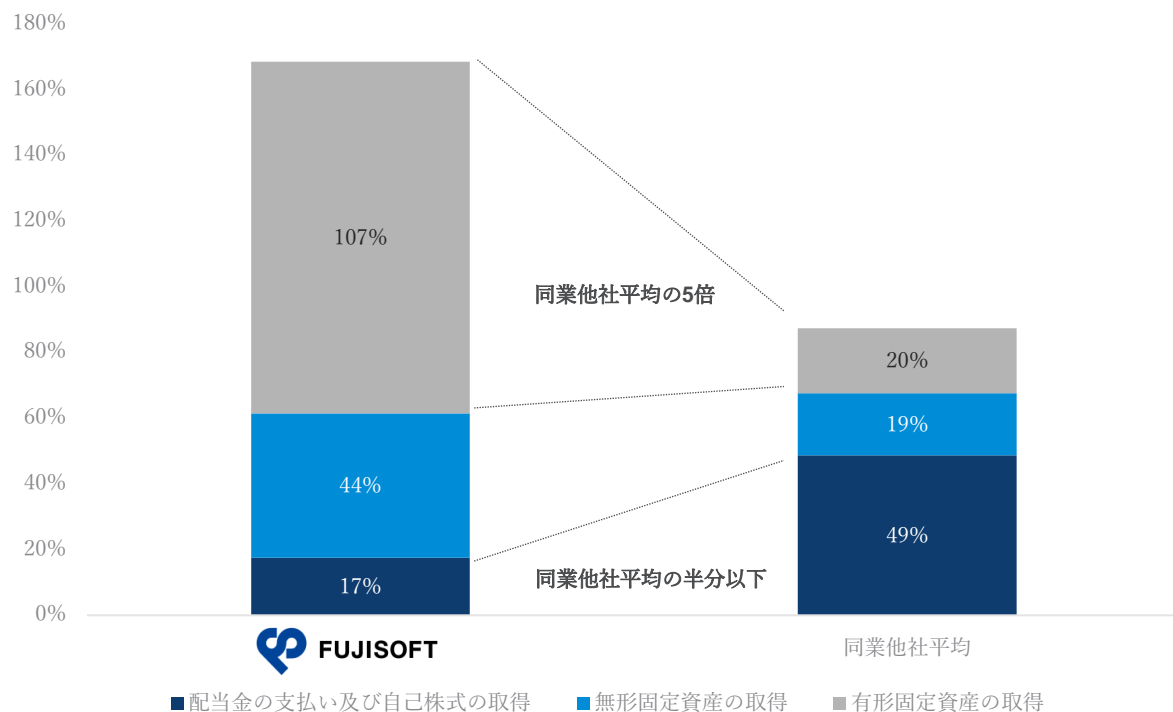
現社外取締役による監督下においても、自社オフィス投資は積極的に推進されている

現社外取締役の在任期間中も自社オフィスへの投資を継続

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

- 2022年2月に発表した今後の財務方針において、投資先として自社ビルを明記

過去5年間累計純利益の配分比率
(2016~2020)

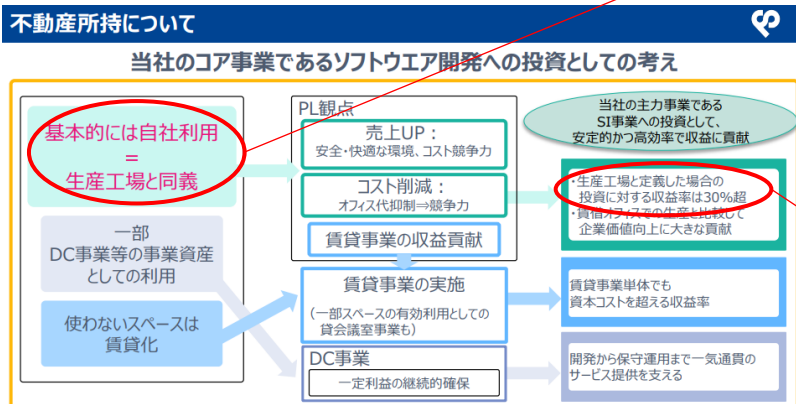


富士ソフトは、「持つ経営」の合理性について誤ったメッセージを公表している

富士ソフトは、中期経営計画において投資家を誤認させかねない独自の財務指標を用いて、自社オフィス開発の合理性を主張している

「基本的には自社利用＝生産工場と同義」

- 競合他社は自社オフィスを有さず、富士ソフトも一部賃借オフィスで業務を行っているため、事業運営上必須ではない。
- 自社オフィスの一部は賃貸ししており、富士ソフトに特化した構造ではない。
- 以上より、生産工場と同義である、との主張は合理性に欠ける。



「投資に対する収益率は30%超」

- 投資家は「投資に対する収益率」と聞けば、当然にROICと考える¹が、富士ソフト独自の指標である。(Page26参照)しかし注記もなされていない。
- 正しい計算は軽減できた税引き後賃料を自社オフィスの取得価格ないし公正価値で割ったものであるべきだが、オフィスのキャップレートが10%を遥かに下回る中で30%という高さは理解しがたい。
- 本中期経営計画は「投資判断上有用な情報として投資者に提供されるもの」なので、当行為は、東証の有価証券上場規定第412条(3)に違反し得る。(Page 58参照)

当開示は富士ソフトの取締役会の監督機能の不備を強く疑わせる

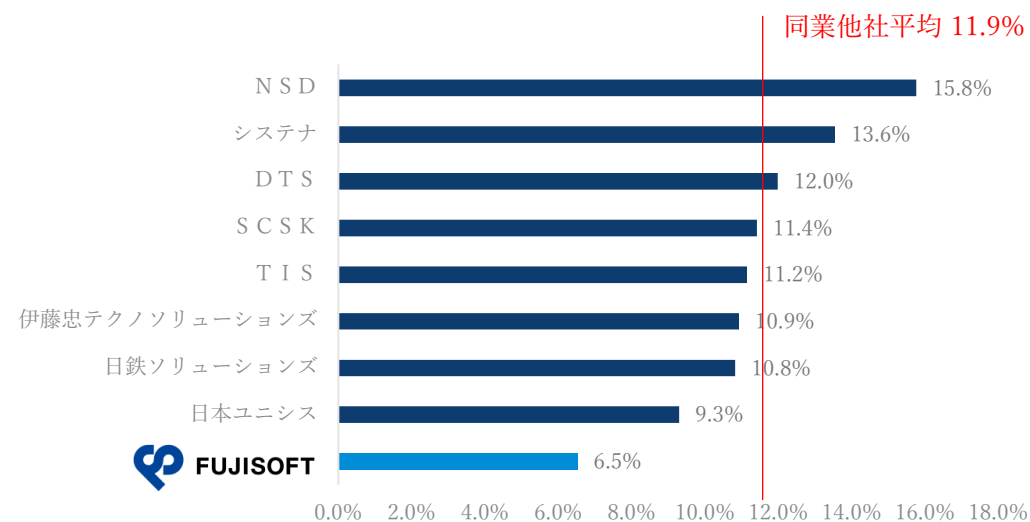
売上高偏重主義は低利益率と低生産性をもたらしている

富士ソフトの経営陣は、売上高を伸ばすことに集中し、事業効率の問題を軽視している

- 富士ソフトの営業利益率は業界最低水準で、平均を5ポイント近く下回る。
- 従業員1名当たり営業利益額の低さは、営業効率の悪さを示している。

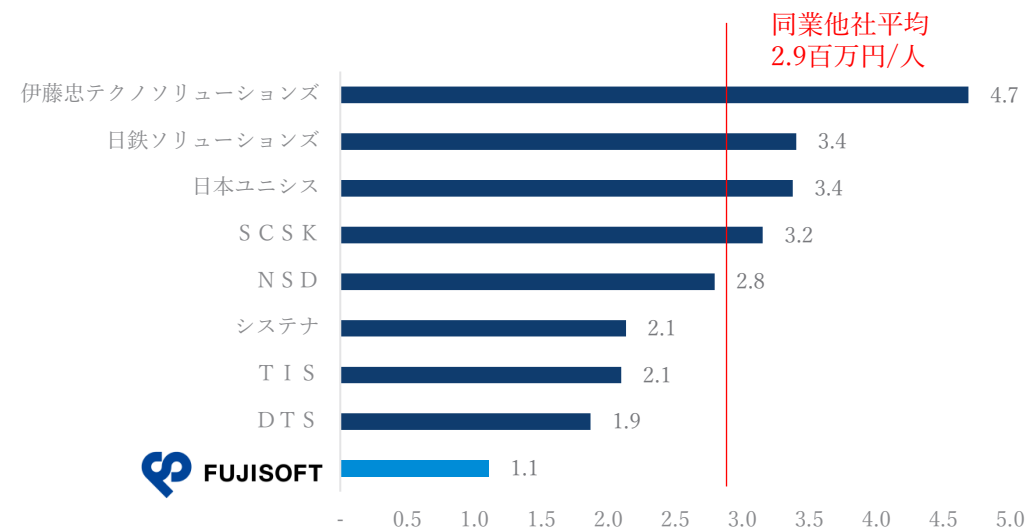
営業利益率¹

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)



出所：Bloomberg、会社開示資料

注1：各社、2021年12月期時点における、直近12ヶ月間の業績を基準に算出。

注2：各社、2020年度実績を基準に算出。2021年度の従業員数が各社開示されていないため、2020年度の数値を使用。

野澤氏は富士ソフトの実質的な支配株主と考えざるを得ず、少数株主は潜在的に利益相反リスクに晒されている



野澤宏氏は実質的に
約17%の議決権を
支配している
(Page 61参照)

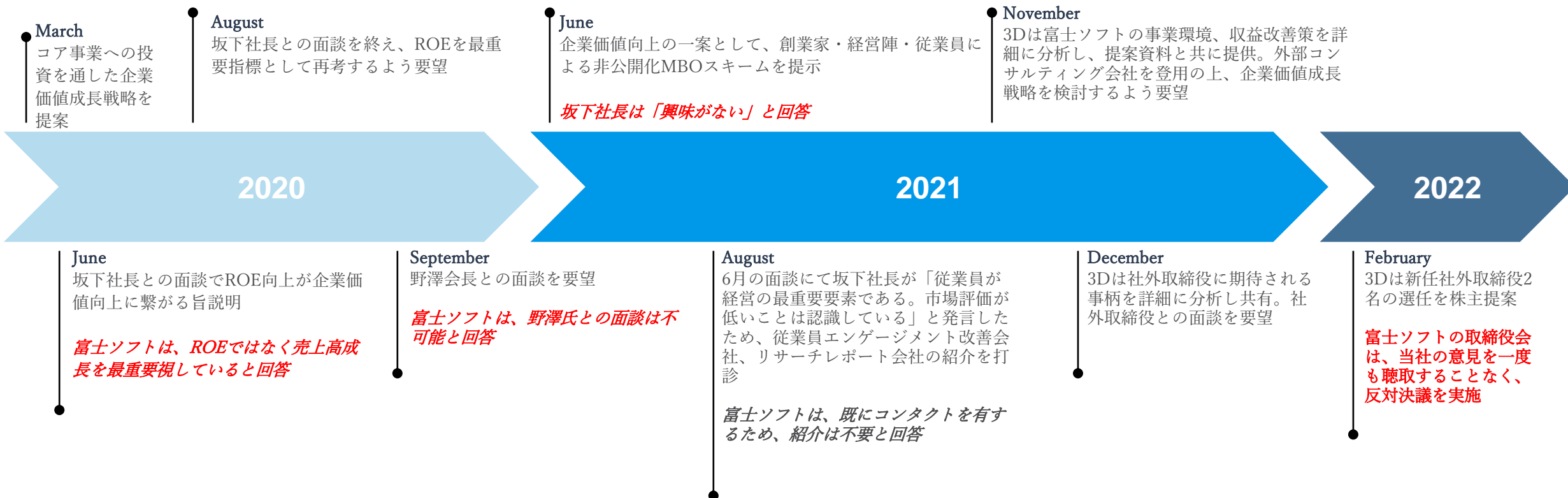
野澤氏は、50年近くに亘って富士ソフトを監督・管理してきた

- 富士ソフトは同業他社の業績を下回るが、野澤氏の経営志向と戦略は再検証されないまま手つかずである。
 - 野澤氏は「持つ経営」を標榜している。
 - “富士ソフトは『持つ経営』です。”¹
 - “ずっとそのビルを使うとすると、中長期に見て、自分が持った方がコストは安い”¹
 - “坪当たりの減価償却費と近隣のテナントオフィス賃借料相場を比較すると、十分メリットが出てくると考えています。”¹
 - 野澤氏は売上高成長を最重要視し、それを現経営陣にも求めている
 - “わたしは売上高2000億円を目指してやってきたんですが、次の世代は1兆円をぜひ目指してもらいたいですね。”¹
 - “刺激が必要かなと思って時々、刺激を与えながらという気持ちです。例えば売上で2桁成長を目指すのは、社会に対しても、社員に対しても、またお客様に対しても、経営者の責任として考えてもらいたい。”¹
 - “新しい経営陣には、売り上げが少なくとも10%成長、2桁成長はやってくれよと。”¹
- 現社長の親族からの登用を含め、野澤氏は過去の社長人事を一手に掌握してきた。
 - 松倉氏、白石氏の社長の選解任、坂下氏の社長登用を決めたのは野澤氏である (Page 60参照)

コーポレートガバナンス・コード原則4.7に基づき、株主は、経営陣・支配株主から独立した立場で
聖域なく経営を監督できる独立取締役を必要としている (Page 62参照)

3Dはこれまで一貫して経営資源の投下方針の再検証を求めてきた

3Dは数多くの提案を行い、野澤氏及び社外取締役との面談を求めたが、未だ面談の機会はない



独立社外取締役による監督機能を強化する必要がある

2名の独立社外取締役候補は、高い資質を有しており、経営の監督機能を飛躍的に高める

長谷川 寛家 氏

- 長谷川寛家氏は、20年近くにわたり、クレジット、不動産、そして上場株式などの広範囲の投資業務を日本及びアジアにおいて行ってきており、資本配分において豊富な経験と幅広い見識を有する
- 2015年に3D Investment Partners Pte Ltd.を創業し、CEO兼CIOとして、同社の経営を担っている
- これまで多くの日本の上場企業と建設的な対話を行い、コーポレート・ガバナンスの強化や資本効率の改善を通じた企業価値向上に貢献
- 株主として様々な日本の上場企業の経営陣との対話を行ってきた経験から、株主の視点だけでなく、上場企業における社外取締役のベストプラクティスについても取締役会に取り入れることが可能
- このような豊富な実績から、同氏は少数株主の利益を代弁し、コーポレート・ガバナンス及び資本配分の改善を通じた当社の企業価値の向上を図るうえで最適な人材であると確信

2002 ゴールドマン・サックス証券 入社
2008 Tudor Capital Singapore Pte. Ltd.入社 Investment Analyst
2010 Broad Peak Investment Advisers Pte. Ltd.入社 Managing Director兼Partner
2015 3D Investment Partners Pte. Ltd.を創業し、CEO兼CIOに就任（現任）

鳥居 敬司 氏

- 鳥居敬司氏は、上場会社である株式会社みずほフィナンシャルグループ代表取締役副社長、伊藤忠商事株式会社の社外監査役を歴任し、財務・会計だけでなく上場会社の取締役として日本の大手企業の経営について豊富な経験と幅広い見識を有する
- みずほリサーチ&テクノロジーズ株式会社（旧：みずほ情報総研株式会社）代表取締役副社長、株式会社セールスフォース・ドットコム特別顧問を歴任し、当社の本業であるITセクター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
- 3D Investment Partners Pte Ltd.の特別顧問として、日本の上場企業と建設的な対話を行い、上場企業における複雑なガバナンス上の課題に対応し企業価値の向上に貢献
- 財務・会計だけでなく、ITセクターにまたがる豊富な企業経営の経験や卓越した専門知識、そしてネットワークから、取締役会や株主、経営陣等の様々なステークホルダーの意見に配慮しつつ、当社の資本配分の課題への対応を通じた企業価値の向上を図るうえで最適な人材であると確信

1971 株式会社第一銀行 入社
1998 THE CIT GROUP, INC.（ニューヨーク証券取引所上場） 社外取締役
1999 株主会社第一勧業銀行 取締役 米州支配人兼NY支店長
2000 株主会社第一勧業銀行 常務取締役
2004 株式会社みずほフィナンシャルグループ 代表取締役副社長
2005 みずほ情報総研株式会社（現：みずほリサーチ&テクノロジーズ株式会社） 代表取締役副社長
2009 伊藤忠商事株式会社 社外監査役
2009 東京コカ・コーラボトリング株式会社（現：コカ・コーラ ボトラーズジャパン株式会社） 社外取締役
2009 株式会社セールスフォース・ドットコム 特別顧問
2017 3D Investment Partners Pte Ltd. アドバイザー
2019 株式会社Cogent Labs 常勤監査役（現任）
2020 株式会社シーラホールディングス 社外監査役（現任）
2021 3D Investment Partners Pte Ltd. 特別顧問（現任）

旧来型経営の「再検証」

新任社外取締役候補者は旧来型経営の「再検証」をサポートする

新任独立社外取締役の監督の下、富士ソフトは以下の5つの主要課題を中心に、企業価値向上に資するか、という視点で経営方針の妥当性を再検証すべきである

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。
- 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

成長戦略の不在

- 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

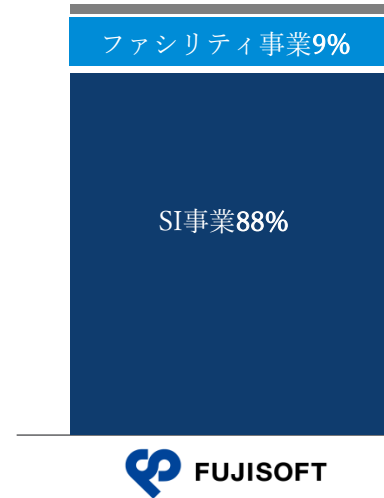
システムインテグレーション業界の競合は
自社オフィスをほぼ有していない

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

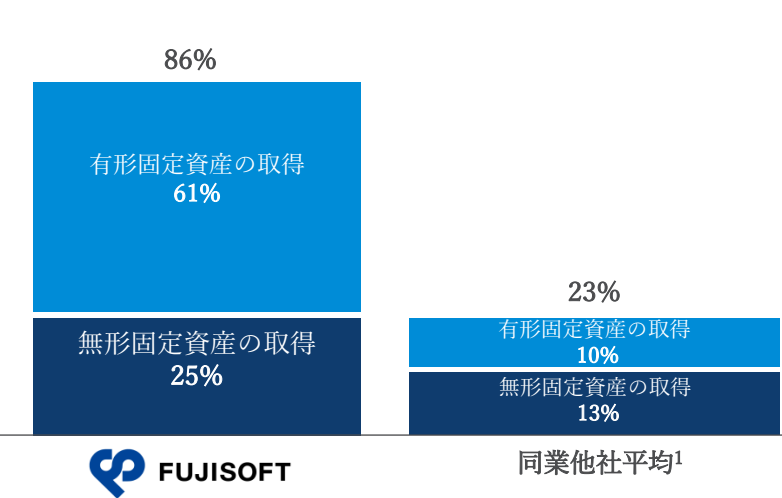
(単位：10億円)

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)



出所：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

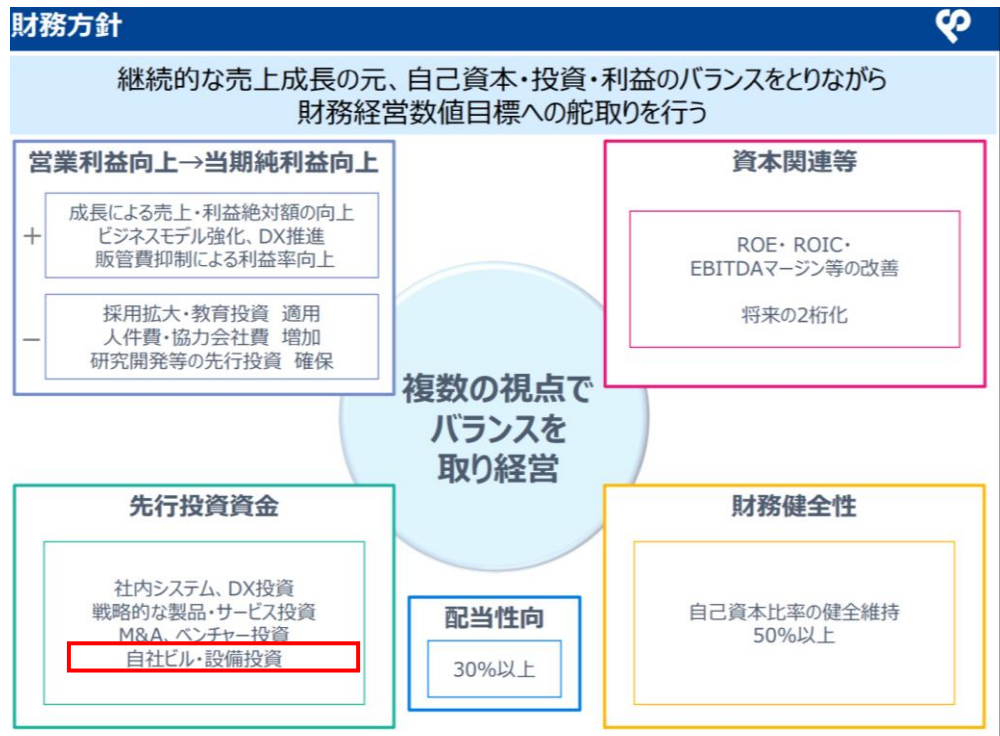
新中期経営改革において、今後も自社ビル開発を継続する方針を公表

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	

出所：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
 <p>“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</p>	40%
 <p>“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</p>	75% (デスク数)
 <p>“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</p>	67%
 <p>“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</p>	90%
 <p>“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</p>	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

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。

30%は、ROICではなく、当社が独自に算出している指標である。

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。

分母と分子は複雑な概念なので明確には答えられない。

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。

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。

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、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、ということか？

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。

- 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
 - 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
 - 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
- 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
 - 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。

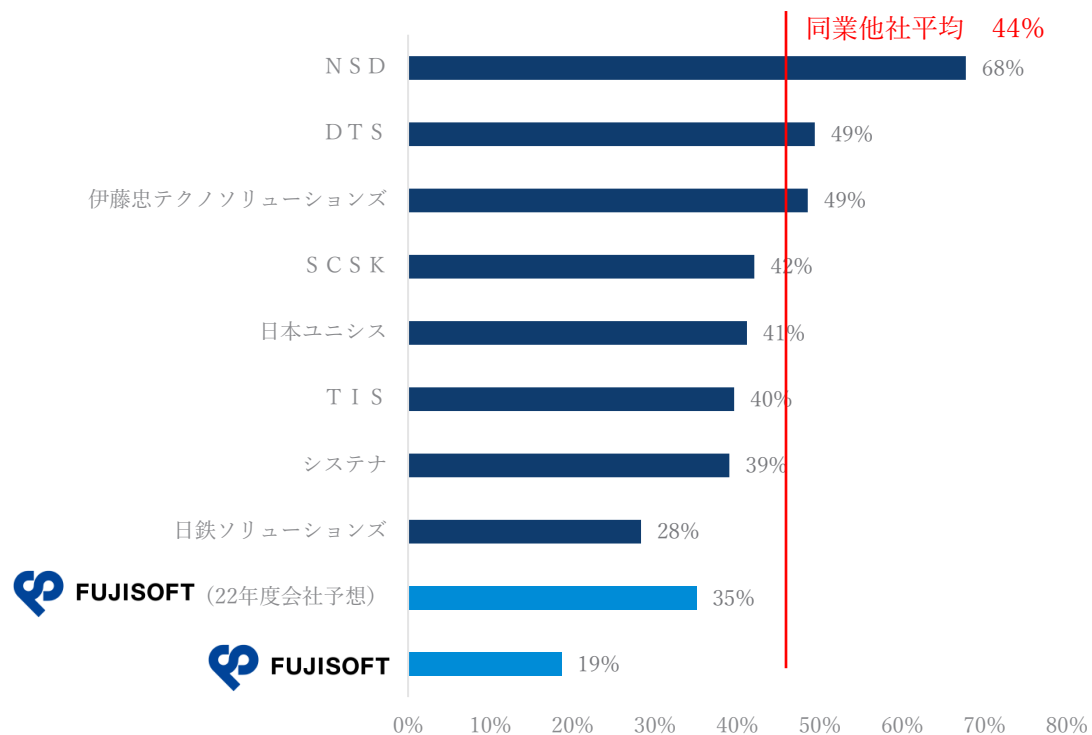
③ 低水準の株主還元

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

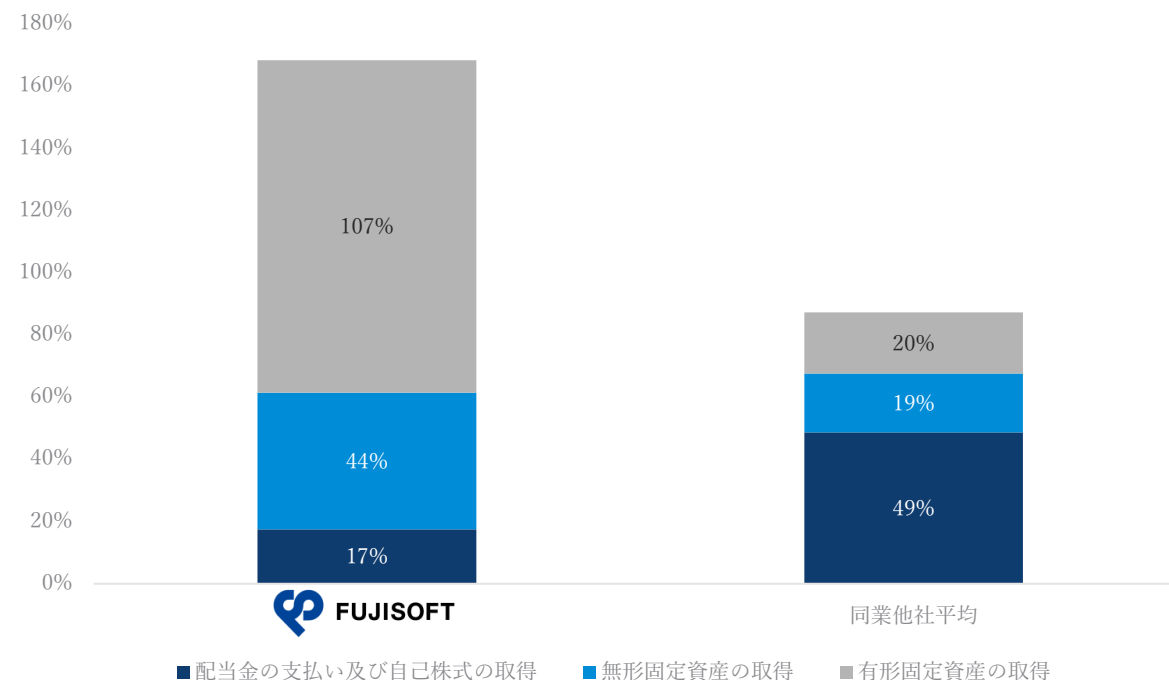
富士ソフトの総還元性向は業界内で最も低く、
22年度の目標値を前提にしても依然最低水準¹

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

(2020年度実績)



過去5年間累計純利益の配分比率
(2016~2020)



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

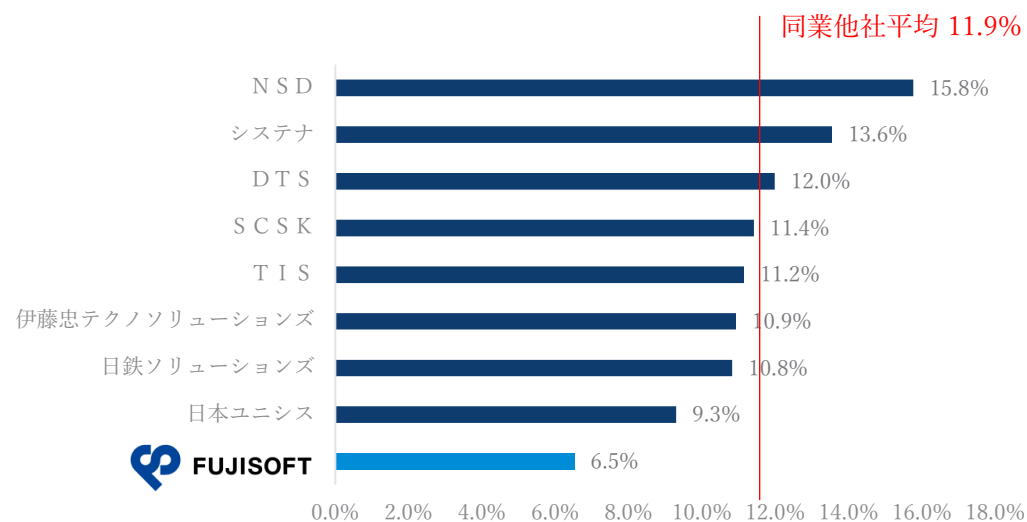
- 富士ソフトは低ROICの自社オフィス開発に純利益総額以上を配分してきたが、総還元性向は競合比最低水準である。
- 取締役会は、独立社外取締役の監督の下、企業価値を最も高められる株主還元方針を追求すべきである。
- 取締役会は、まず富士ソフトの適切な資本コスト(過小に見積もったものではなく)と各投資機会のROICを理解する必要がある。
- 既存および将来の投資が資本コストを上回るROICを生み出せないのであれば、そのような資本は株主還元のために使われるべきである。

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

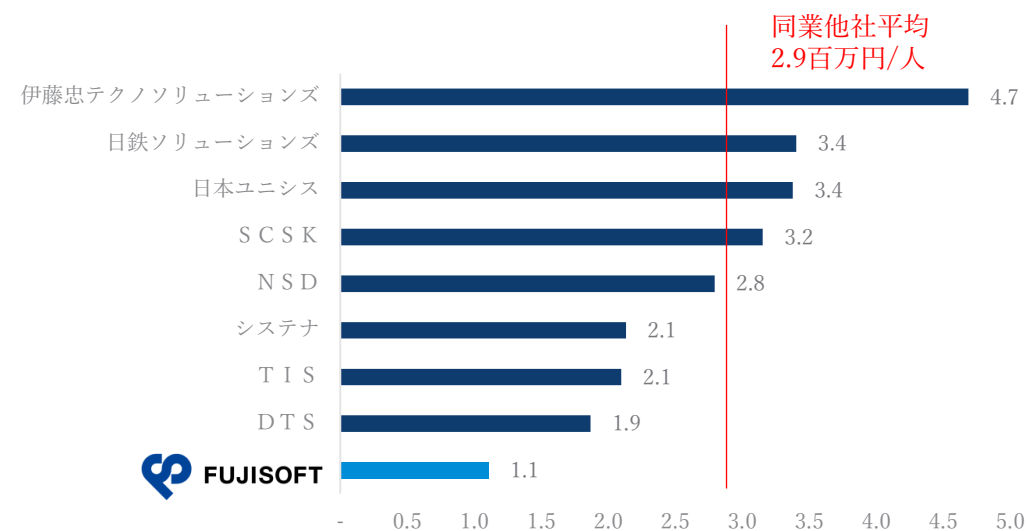
営業利益率¹

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

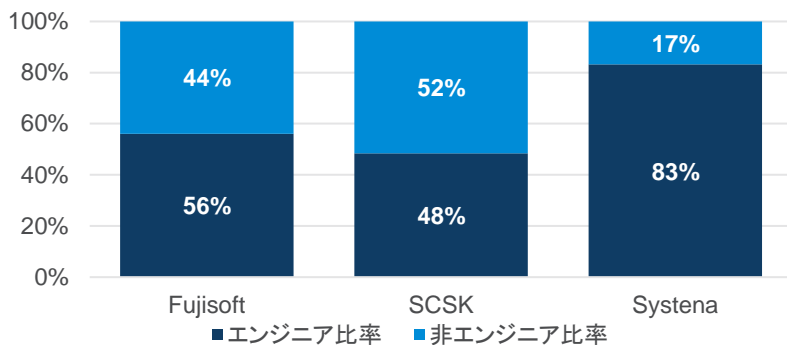
(百万円/従業員一人、2020年度実績)



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

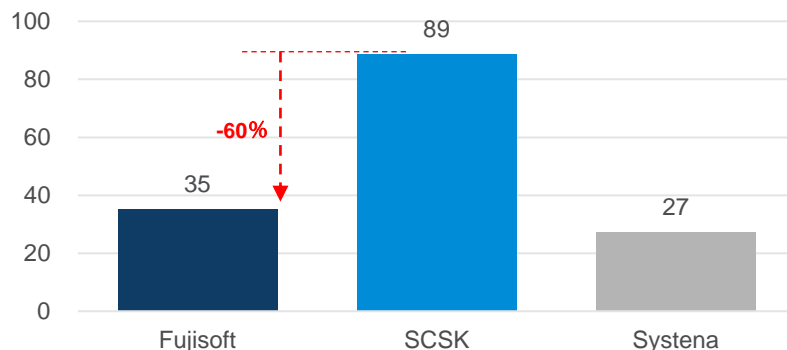
富士ソフトの非エンジニア比率¹は
SCSKとほぼ同等と高水準

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



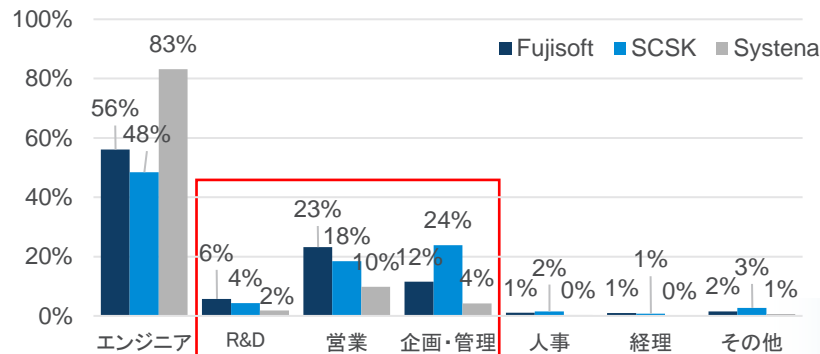
富士ソフトの非エンジニアはプロジェクト単価の向上に貢献していない。エンジニア一人当たりの売上高はSCSKより60%低い

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）



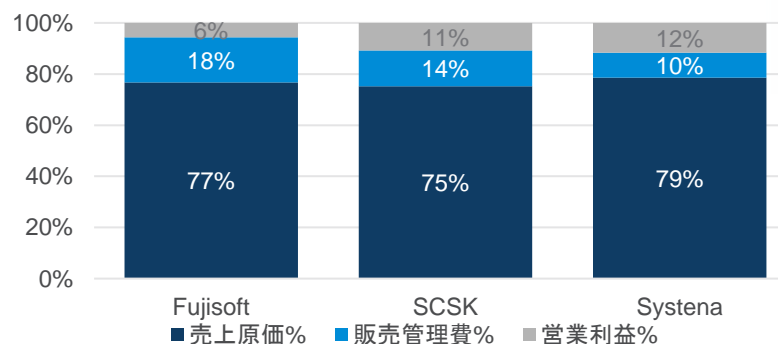
富士ソフトの非エンジニア¹はSCSKと同様、
プロジェクト単価の向上を目的としている

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

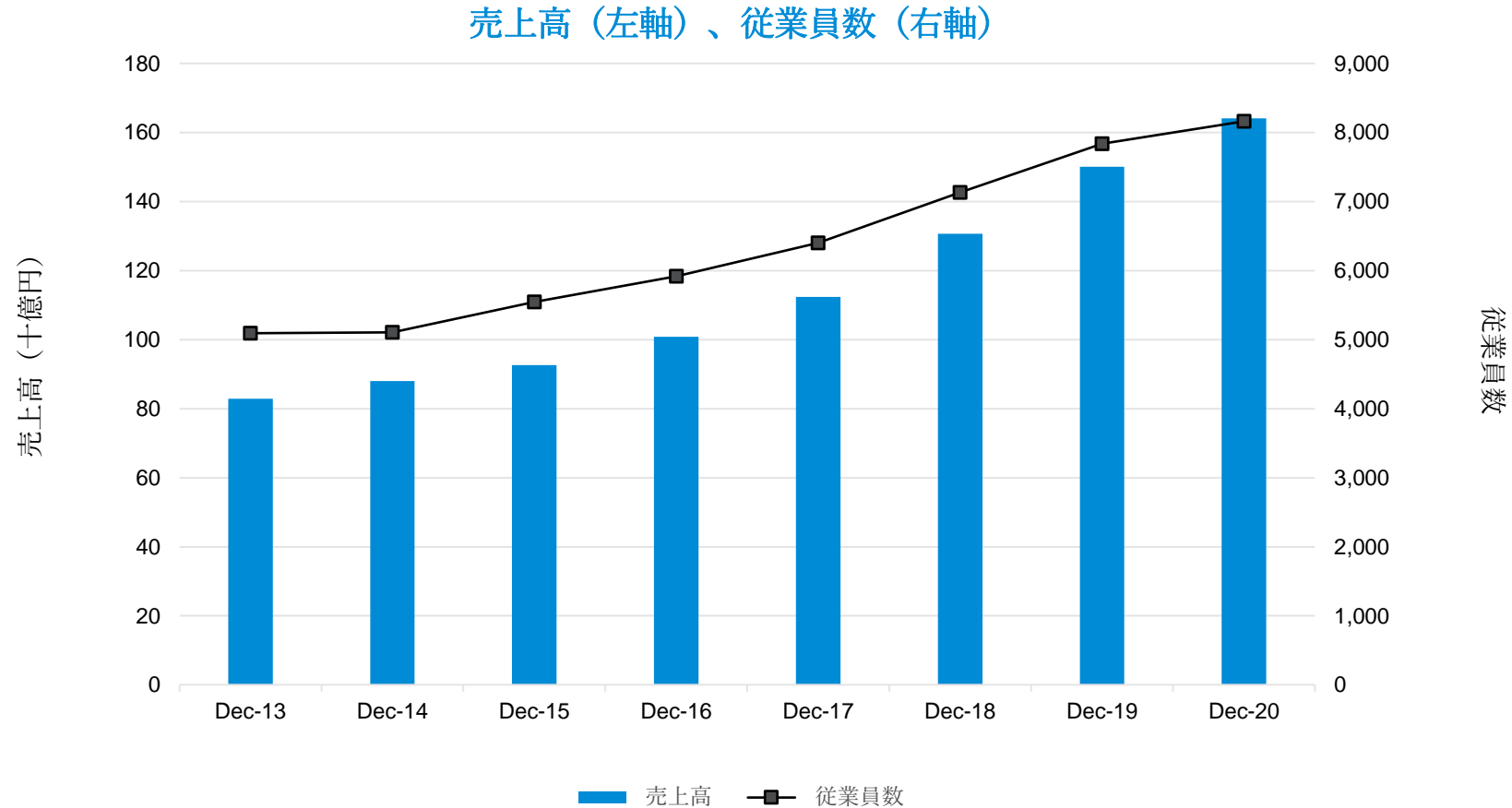
- 富士ソフトの非エンジニア社員比率は高いが、プロジェクト単価の向上に結び付いていない。
 - この歪な組織構造が富士ソフトの利益率を競合に比べ顕著に引き下げている
 - 利益率の改善のためには組織改革が必要な可能性が高い

- 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 成長戦略の不在

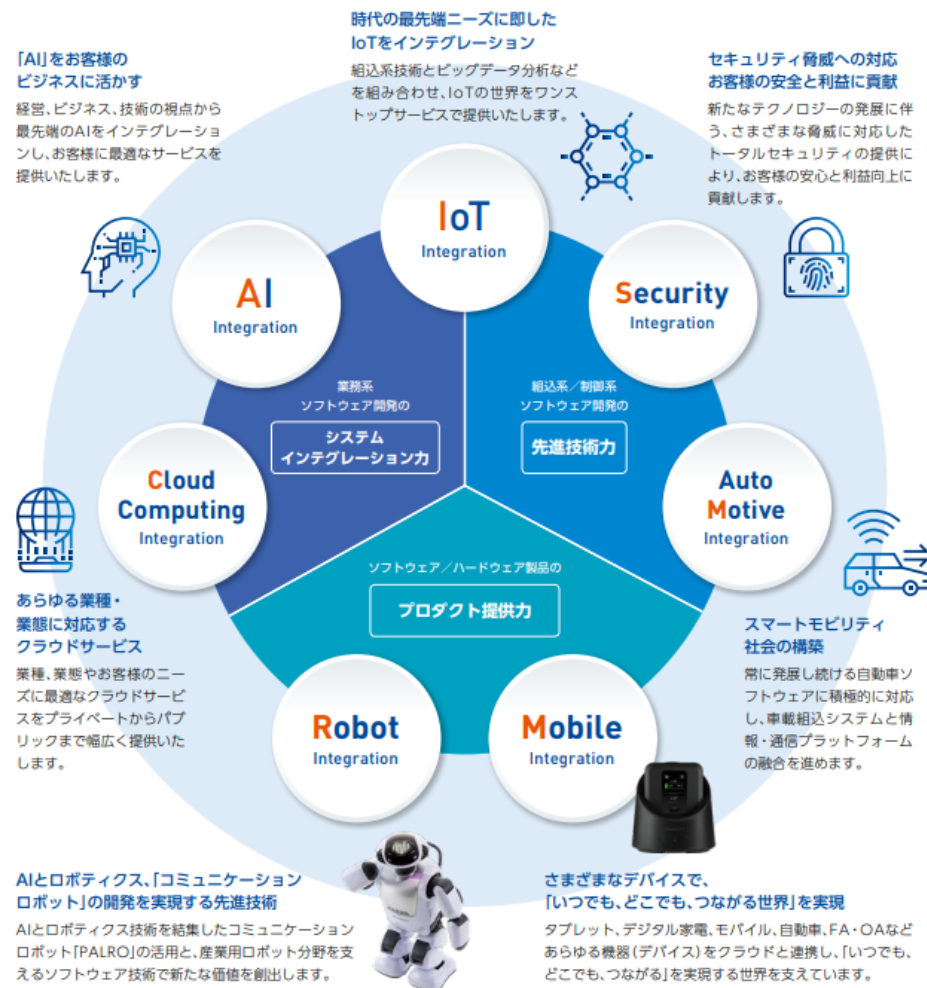
従業員数の増加に伴い、売上高が線比例（単体ベース）



既存の全方位型戦略は実質的に成長戦略ではない。リソースが分散し、経営の効率性が失われる

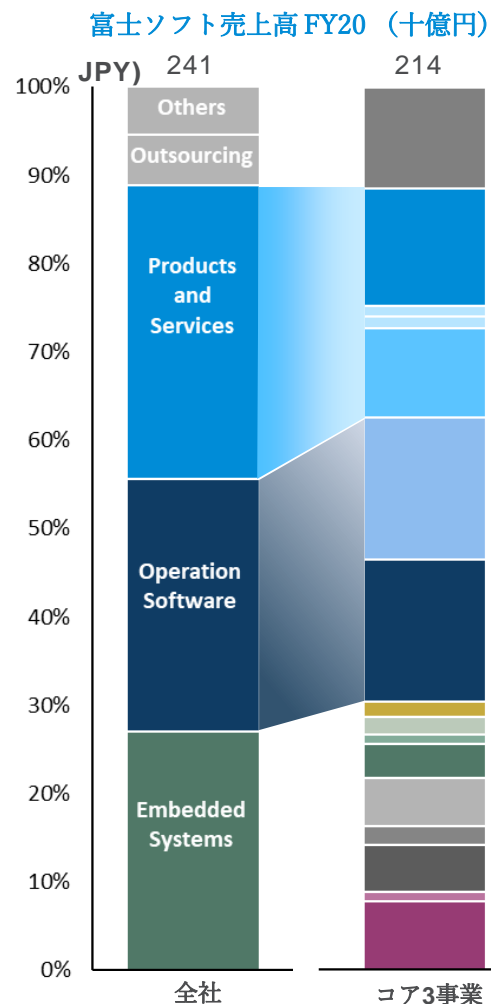
アイスクリーム AIS-CRM

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。



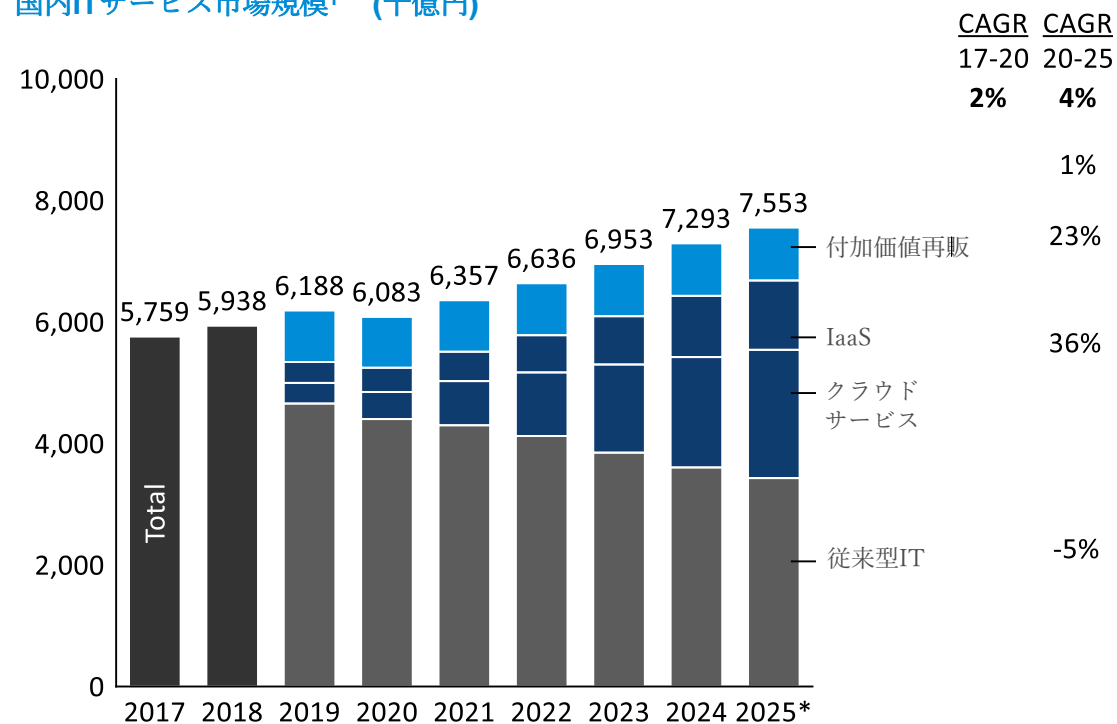
売上高の40%を占め、3年CAGRが10%を超えている下記5セグメントは、今後も主な成長ドライバーとなる

- 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	CAGR
17-20	20-25
2%	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

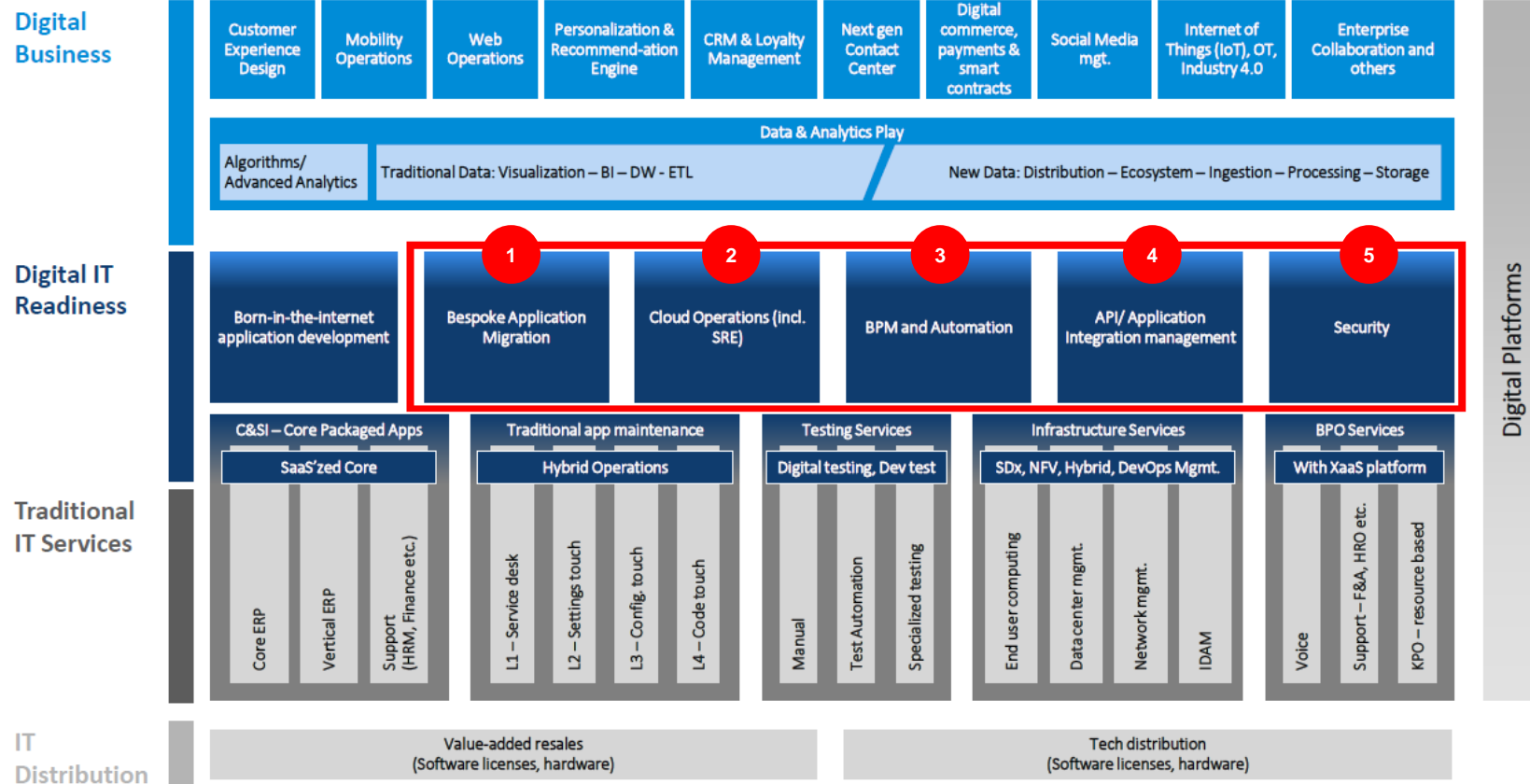
従来型IT

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

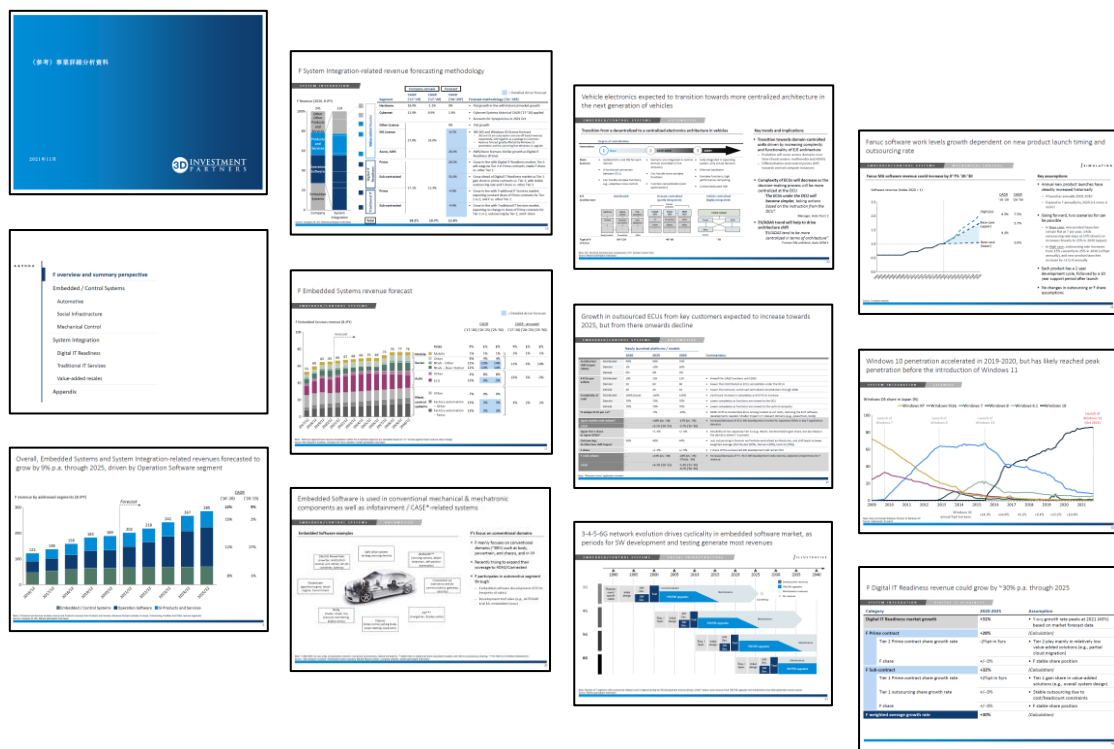
富士ソフトの競争力

- 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

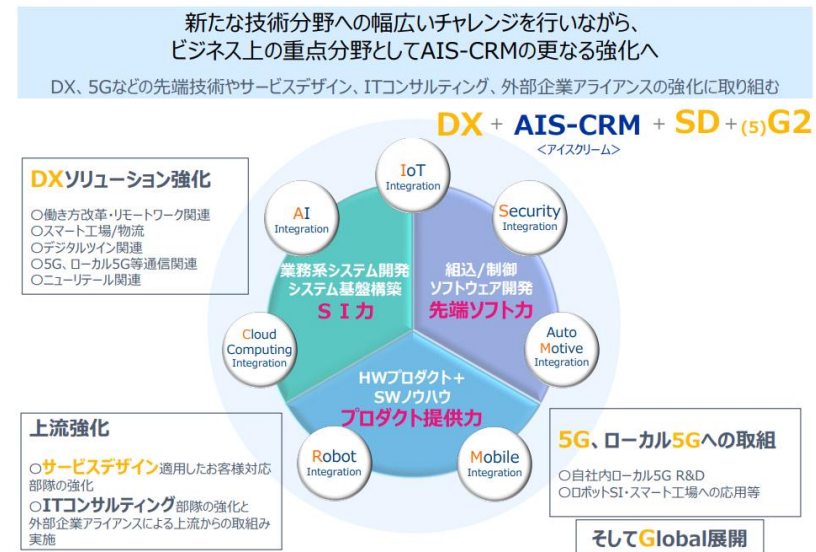
中期経営計画：確たる成長戦略は依然として不在である

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



確たる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		2024年12月期 目標
売上高	2,579	2,655	3年CAGR 5%	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

結論

新任社外取締役候補者は旧来型の経営方針の「再検証」をサポートする

新任独立社外取締役の監督の下、富士ソフトは以下の5つの主要課題を中心に、企業価値向上に資するか、という視点で経営方針の妥当性を再検証すべきである

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。
- 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

成長戦略の不在

- 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。

富士ソフトには、より強固な独立性を持つ社外取締役が必要である

2名の独立社外取締役候補は、高い資質を有しており、経営の監督機能を飛躍的に高める

長谷川 寛家 氏

- 長谷川寛家氏は、20年近くにわたり、クレジット、不動産、そして上場株式などの広範囲の投資業務を日本及びアジアにおいて行ってきており、資本配分において豊富な経験と幅広い見識を有する
- 2015年に3D Investment Partners Pte Ltd.を創業し、CEO兼CIOとして、同社の経営を担っている
- これまで多くの日本の上場企業と建設的な対話を行い、コーポレート・ガバナンスの強化や資本効率の改善を通じた企業価値向上に貢献
- 株主として様々な日本の上場企業の経営陣との対話を行ってきた経験から、株主の視点だけでなく、上場企業における社外取締役のベストプラクティスについても取締役会に取り入れることが可能
- このような豊富な実績から、同氏は少数株主の利益を代弁し、コーポレート・ガバナンス及び資本配分の改善を通じた当社の企業価値の向上を図るうえで最適な人材であると確信

2002 ゴールドマン・サックス証券 入社
2008 Tudor Capital Singapore Pte. Ltd.入社 Investment Analyst
2010 Broad Peak Investment Advisers Pte. Ltd.入社 Managing Director兼Partner
2015 3D Investment Partners Pte. Ltd.を創業し、CEO兼CIOに就任 (現任)

鳥居 敬司 氏

- 鳥居敬司氏は、上場会社である株式会社みずほフィナンシャルグループ代表取締役副社長、伊藤忠商事株式会社の社外監査役を歴任し、財務・会計だけでなく上場会社の取締役として日本の大手企業の経営について豊富な経験と幅広い見識を有する
- みずほリサーチ&テクノロジーズ株式会社(旧:みずほ情報総研株式会社)代表取締役副社長、株式会社セールスフォース・ドットコム特別顧問を歴任し、当社の本業であるITセクター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
- 3D Investment Partners Pte Ltd.の特別顧問として、日本の上場企業と建設的な対話を行い、上場企業における複雑なガバナンス上の課題に対応し企業価値の向上に貢献
- 財務・会計だけでなく、ITセクターにまたがる豊富な企業経営の経験や卓越した専門知識、そしてネットワークから、取締役会や株主、経営陣等の様々なステークホルダーの意見に配慮しつつ、当社の資本配分の課題への対応を通じた企業価値の向上を図るうえで最適な人材であると確信

1971 株式会社第一銀行 入社
1998 THE CIT GROUP, INC. (ニューヨーク証券取引所上場) 社外取締役
1999 株主会社第一勧業銀行 取締役 米州支配人兼NY支店長
2000 株主会社第一勧業銀行 常務取締役
2004 株式会社みずほフィナンシャルグループ 代表取締役副社長
2005 みずほ情報総研株式会社(現:みずほリサーチ&テクノロジーズ株式会社) 代表取締役副社長
2009 伊藤忠商事株式会社 社外監査役
2009 東京コカ・コーラボトリング株式会社(現:コカ・コーラ ボトラーズジャパン株式会社) 社外取締役
2009 株式会社セールスフォース・ドットコム 特別顧問
2017 3D Investment Partners Pte Ltd. アドバイザー
2019 株式会社Cogent Labs 常勤監査役(現任)
2020 株式会社シーラホールディングス 社外監査役(現任)
2021 3D Investment Partners Pte Ltd. 特別顧問(現任)

富士ソフトの事業は下記3施策で大きく成長できると確信

DX・クラウドサービス市場の成長機会の獲得、従業員の生産性向上、オフィススペースの減床は事業成長と収益性向上に大きく貢献する

① 自社使用オフィスの減床と新規貸出による不動産収益の改善

営業利益額
+11~18億円

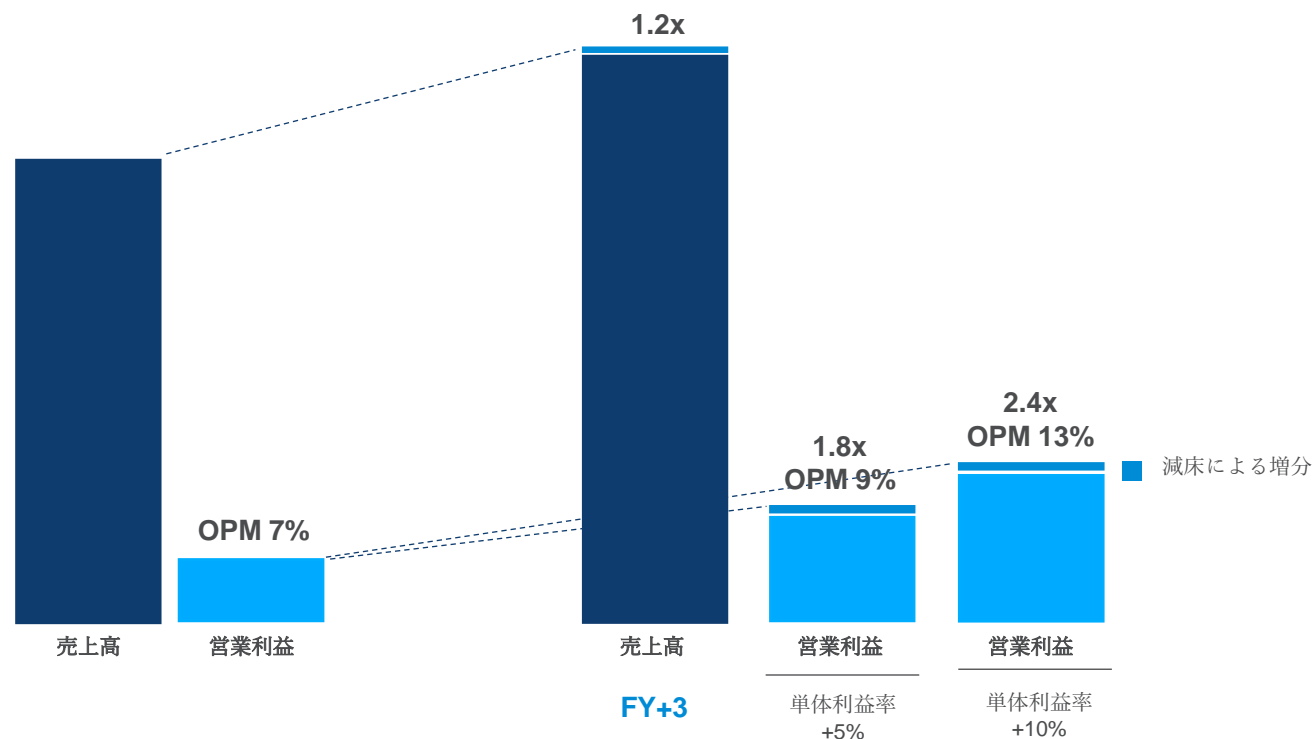
② 従業員の生産性向上を主とする営業利益改善策

単体営業利益率
+5~10%

③ DX・クラウドサービス分野への集中的な経営資源の投下

売上高成長
年率7%

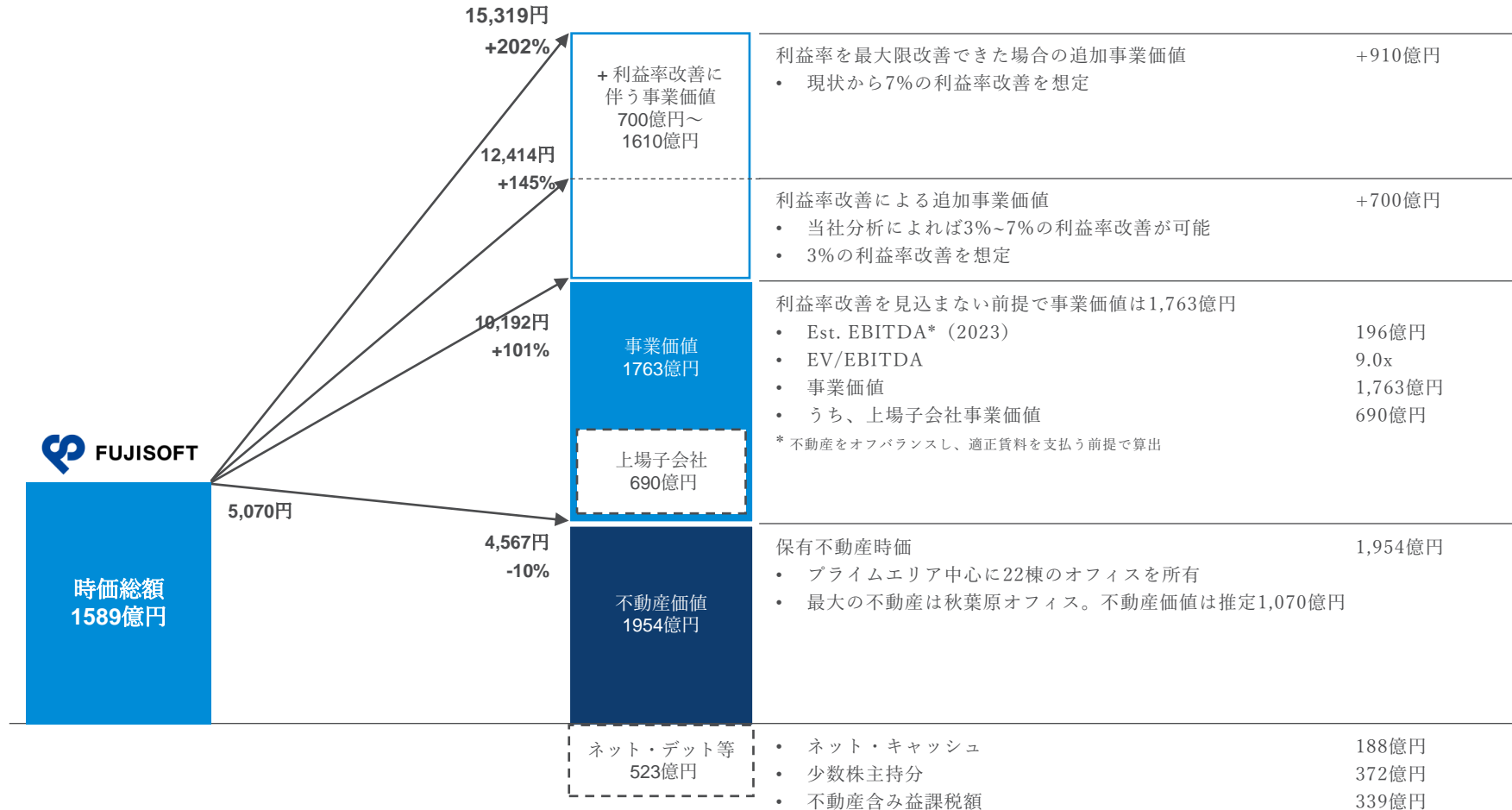
3年間で
売上高 1.2x, 営業利益 1.8x-2.4x, 利益成長率 21% - 34% CAGR



富士ソフトの低い市場評価も経営方針の再検証の過程で再評価されると確信

収益性の改善や不動産・上場子会社の所有形態の見直しは株式評価額を飛躍的に向上させる

富士ソフト本質的な株式価値と時価総額の比較



中期経営計画における開示はガバナンス改善の必要性を強く示唆

富士ソフトは、2022年2月の中期経営計画をTdnetで「適時開示」として公表しており東証の有価証券上場規程が適用される。

- 経営戦略や経営計画が含まれること、「適時開示」として開示されたことから、当中期経営計画は「投資判断上有用な情報として投資者に提供されるもの」と位置付けられる
- したがって、その記載内容は有価証券上場規程（第412条第1項を含む）の定めに従い、投資者の投資判断材料として適切なものである必要がある

その点、不動産投資における記載は、投資家を誤認させるものであり、有価証券上場規程に違反している可能性が否定できない

- 「投資に対する収益率」と見れば一般投資家はROICと考えるのが通常である¹
- しかし富士ソフトは、計算方法を注記をせずに全く異なる独自の指標としてこの言葉を用いており、投資家の誤認を招くものである
- 「投資に対する収益率」30%以上という開示情報は、昨今の不動産市場から見て実情と著しく乖離している。有価証券上場規定第412条第1項「（3）投資判断上誤解を生じせしめる」ものである

このような誤解を招く開示は深刻な問題であり、その監督ができなかった取締役会のガバナンス体制には重大な欠陥がある。

- 富士ソフトは純利益額を超える金額を不動産開発に充当していることから、その投資効率は企業価値を評価する上で極めて重要である
- その点、当中期経営計画の開示は、重要な情報について投資家を誤認させるものであり、深刻な問題である
- 社外取締役はその不合理な計算や開示の適正性を監督出来ておらず、コーポレートガバナンスの不備、及び取締役会構成の改善の必要性を強く示唆する

Appendix

富士ソフトの社長人事を決めてきたのは野澤宏氏

- 野澤氏は過去50年近く代表権を持ち経営を担ってきた。
 - 1973年から2020年まで代表取締役社長・会長を務めてきた
 - 現在も依然として取締役を勤める
 - 代表取締役社長の坂下智保氏は野澤宏氏の親族（娘婿）
 - 取締役会議長は坂下社長が務める
 - 社外取締役は出資先の元創業メンバーであった大学教授と顧客企業出身者
- 客観的事実に基づくと、社長人事を決めてきたのは野澤氏。
 - 過去、富士ソフトは社長の選解任が相次ぎ、そのたびに野澤氏は経営に復帰
 - 松倉氏は2001年に社長就任、2004年に退任、野澤氏が代表取締役会長兼社長に就任
 - 白石氏は2008年に社長就任、2011年に退任、野澤氏が会長執行役員に復帰し親族（娘婿）の坂下氏が代表取締役社長に就任
 - 退任の度に野澤氏は経営に復帰してきた。特に、2011年の復帰時は、取締役を辞任していた

- 本人のインタビューに基づいても、社長人事を決めてきたのは野澤氏。

（下記野澤氏発言）

- 「一緒に創業した古手の松倉君に社長をやってもらったんです。わたしは助手席に座って、脇に付いているよという感じでしたが、その体制も長続きしなかった」¹
- 「取引先銀行から人材を招き、社長に就任してもらったんですが、なかなか社長というのは難しいですね。結局、その間、わたしが会長のまま社長をやらざるを得なくなる局面もありました。」¹

- “「一大事」と見た野澤は2011年に再び社長交代を決め、長女と結婚した坂下智保（55歳）を後任にした。”²（記事引用）
- “富士ソフトもパソコンも創業家の株式保有比率は2割前後でしかない。だとすれば創業者の一存で世襲されるのはおかしいこと、ということになる。だが、経営の現実教科書通りには動いていない。”²（記事引用）
- 「私1代で会社を終わらせたくないんですよ。今の社長もテスト中。合格は与えていません。私の役回り？ それは私のDNAを残すことです」²

1973 野澤氏が代表取締役社長に就任

2001 野澤氏が代表取締役会長に就任、松倉氏が代表取締役社長に就任

2004 松倉氏が代表取締役社長を退任、野澤氏が代表取締役会長兼社長に就任

2008 野澤氏が代表取締役会長に就任、白石氏が代表取締役社長に就任

2009 野澤氏が取締役辞任、会長に就任

2011 白石氏が代表取締役社長を退任、野澤氏が会長執行役員に復帰、坂下氏が代表取締役社長に就任

2012 野澤氏が代表取締役会長執行役員、坂下氏が代表取締役社長執行役員に就任

2020 野澤氏が取締役会長執行役員に就任

2021 野澤氏が取締役相談役に就任



注1：「変化の時を生き抜く」財界研究所 村田博文（2021/6/1）から野澤宏氏の発言を抜粋

注2：「跡継ぎ選び、私の理屈」日経ビジネス（2016/11/14）から抜粋

過半数の議決権を有さなくても支配する株主には該当し得る

野澤氏は実質的に約20%の議決権を有している

	保有株式数	議決権比率
創業家	5,432,500	17.3%
有限会社エヌエフシー	3,028,000	9.7%
野澤 宏	1,765,000	5.6%
野澤 則子	629,000	2.0%
坂下 智保（代表取締役社長）	10,500	0.0%
合計	5,432,500	17.3%

東京証券取引所によれば、20%程度を所有する株主であっても、
支配的な株主に該当し得る

- 「近時、議決権の過半数を有していないものの、実質的な支配力を持つ株主（以下「支配的な株主」という。）を有することとなった既上場会社を中心に、現行の上場制度のもとでは少数株主保護が十分に図られていないのではないかと指摘される事例が生じている」
- 「支配的な株主の具体的な内容」注記：「議決権を20%保有している株主であっても実質的に支配することができる場合があるとの指摘や、公開買付規制との整合性から、議決権の3分の1以上を有している場合には「支配的な株主」といえるのではないかととの指摘、株主総会における議決権行使比率に鑑みると、議決権を40%以上保有している場合には株主総会における議決権を背景とした支配力を有しているといえるのではないかととの指摘がある。」

「支配株主及び実質的な支配力を持つ株主を有する上場会社における少数株主保護の在り方等に関する中間整理」
(2020年9月1日株式会社東京証券取引所) より抜粋

支配株主及び実質的な支配力を持つ株主を有する上場会社
における少数株主保護の在り方等に関する中間整理

2020年9月1日
既上場会社における少数株主保護の在り方等に関する研究
株式会社東京証券取引所

支配する株主が存在する上場会社では、より強固なガバナンス体制が求められる

コーポレートガバナンス・コードによれば、支配株主を有する上場会社は、独立性の高い社外取締役の監督の下、少数株主の利益を保護しなければならない

東証は、支配的な株主が存在する場合においても、同様に少数株主保護の枠組みが必要である、としている。

以下、「コーポレートガバナンス・コード」(2021年6月11日株式会社東京証券取引所)より抜粋

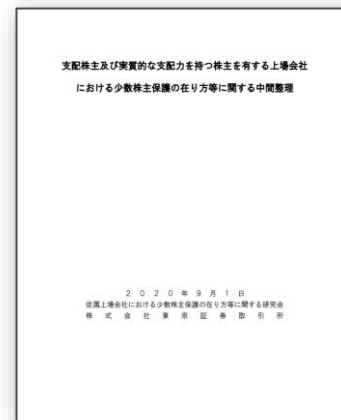


基本原則4「考え方」(※2021年6月改訂で新たに追加)
「支配株主は、会社及び株主共同の利益を尊重し、少数株主を不公正に取り扱ってはならないのであって、支配株主を有する上場会社には、少数株主の利益を保護するためのガバナンス体制の整備が求められる。」

原則4-7

「上場会社は、独立社外取締役には、特に以下の役割・責務を果たすことが期待されることに留意しつつ、その有効な活用を図るべきである。
(iii) 会社と経営陣・支配株主等との利益相反を監督すること
(iv) 経営陣・支配株主から独立した立場で、少数株主をはじめとするステークホルダーの意見を取締役会に適切に反映させること」

以下、「支配株主及び実質的な支配力を持つ株主を有する上場会社における少数株主保護の在り方等に関する中間整理」(2020年9月1日株式会社東京証券取引所)より抜粋



「支配株主・支配的な株主と少数株主との間に構造的な利益相反リスクがあることに伴うディスカウントが事業上のシナジーの評価を上回るため、支配株主・支配的な株主を有する上場会社は、そうでない企業に比べて市場において低く評価されるとの指摘がある。」

「昨今の事例も踏まえると、支配株主・支配的な株主が少数株主の利益への配慮を等閑視することから、さらなる少数株主保護の枠組みが必要であると考えられる。」

Disclaimer

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、富士ソフトの第52期定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。

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。