

富士ソフトの企業価値最大化に向けて

2024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、「豊かな価値の向上」

「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。

有限な資源から、 無限の成長を。

人も企業も、その資源は有限です。

しかし、自らが持つ資源の強みを見極め、
使い方を問い、生産性の最大化を追求すること。
そして、もたらされた利益を常に再投資し、
さらなる成長へと活かし続けること。

この「資源の活かし方」と「生産性の最大化」にこだわる意思決定の連続が、
やがて計り知れないほどの成果の差をうみ、
永続的に伸び続ける成長をもたらすと私たちは確信しています。

資源は有限だとしても、
使い方を変えれば、成長の可能性は無限です。

意識を変え、行動を変え、ゆたかに伸び続ける未来へと変えていく。
すべての人たちと喜びを分かち合える
永続的な成長への道を、さあいっしょに。

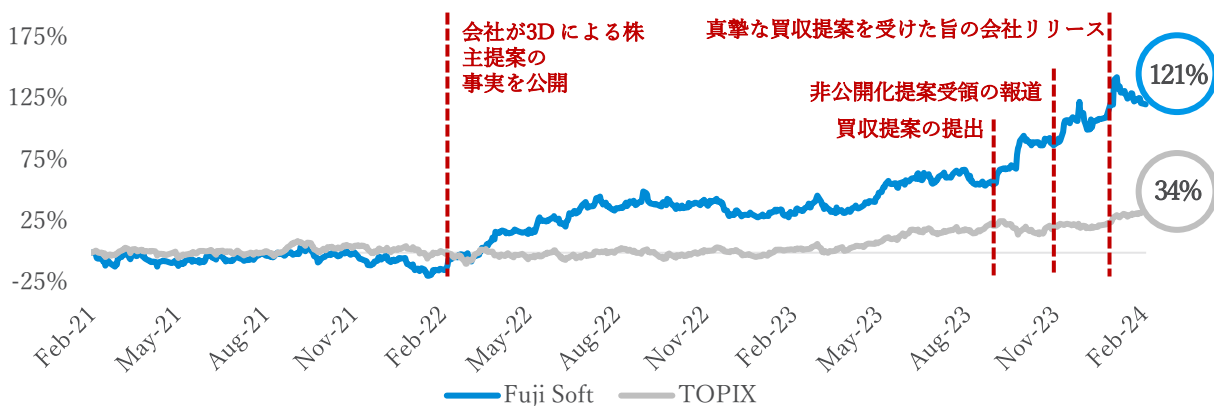
富士ソフトの概要	4
エグゼクティブ・サマリー	6
富士ソフトの非公開化に係る検討プロセスの問題点	14
株主提案① スティーブ・ギブズ氏の監査役への就任による監督機能強化	20
株主提案② 取締役会が買収提案を否決した場合に有効となる自己株式取得提案	25
結論	36
Appendix 1:理論上の「本源的価値」が過度に高く算出される懸念について	38
Appendix 2: 3Dと富士ソフトの対話について	40
Appendix 3: ROE算出の前提条件について	47
免責事項	49

富士ソフトの概要

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ター
- 3Dは過去4年間以上に亘って富士ソフトに投資し、建設的な対話を継続してきた
- 2023年9月、3Dは複数の著名なPEファンドからの真摯な買収提案を受領し、富士ソフト取締役会に提出した
 - 非公開化に係る2023年11月17日の報道、及び2024年1月12日の会社リリースに合わせて株価は上昇しており、市場は一定程度非公開化の可能性を織り込んだ状態
- 富士ソフトは、特別委員会を設立し、真摯な買収提案と自社の経営計画の比較検討を行っている状態にある。しかし、企業価値最大化を実現するための必要十分なプロセスが行われるかについては疑義があり、3Dに対して善管注意義務の観点から求められる最低限のプロセスを行えば足りるかのような姿勢を取っている

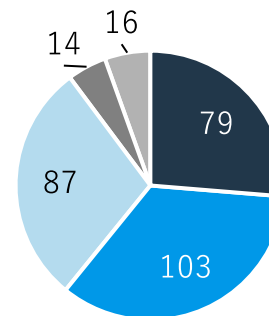
過去3年間のTSR¹



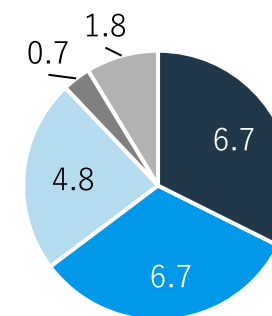
富士ソフトの事業セグメント

組込系/制御系SW	車載、通信機器、FA機器等のソフトウェア開発を提供
業務系SW	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 (FY22, B JPY)



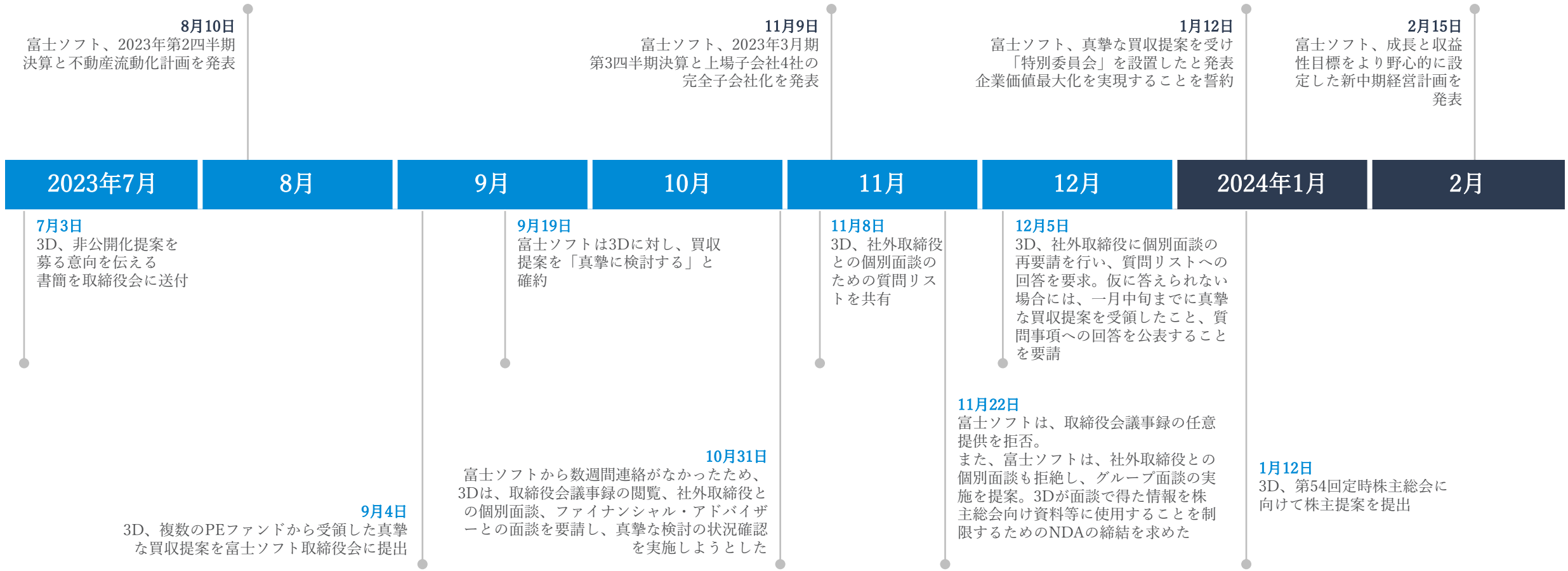
営業利益 (FY22, B JPY)



■ 組込系/制御系SW ■ 業務系SW ■ プロダクト・サービス ■ アウトソーシング ■ その他

時価総額 (十億円) ¹	421.3
企業価値 (十億円) ¹	420.4
LTM売上高 (十億円)	298.9
LTM営業利益 (十億円)	20.7
EV/LTM売上高	1.4x
EV/LTM営業利益	20.3x
従業員数 ²	17,686

3Dと富士ソフトの対話の概要



エグゼクティブ・サマリー

- 富士ソフトの取締役会は、現在、真摯な買収提案を受領し非公開化に係る検討プロセスを進めている状況にある
 - ― 富士ソフトは、社外取締役のみからなる特別委員会を設立し、買収提案と新中計を比較することで非公開化の妥当性を検討するとしている
- しかし、取締役会及び特別委員会が、企業価値最大化を実現するに必要な十分な検討プロセスを歩んでいるかについては疑義がある
 - ― 買収提案価値の非最大化：買収提案の未募集（現在検討している買収提案は3Dが提出したもののみ）、提案価値引き上げの失敗（十分な情報開示を行わず企業価値向上策の具体化や提案価格の引き上げを実現できていない）、重要な状況変化の買収提案への未反映（23年7月以降の状況変化は買収提案に未反映のまま）
 - ― 不合理な比較手法の適用：買収提案価格の比較対象として新中計発表後の株価+プレミアムを用いるのではなく、野心的な新中計の未達成リスクの過小な見積もりや過度に低い資本コストの適用等によって過度に高く算出されうる「本源的価値」を用いようとしており、apples to orangesの比較が行われる懸念がある
- 3Dは、富士ソフトの企業価値最大化を達成する非公開化に係る検討プロセスは、下記によって実現されると考えている
 - ― 監査役機能の強化による不適切な経営判断の予防：スティーブン・ギブズ氏を監査役として選任し、取締役会への監視機能を強化する ----- 株主提案①
 - ― 買収提案価値の最大化：状況変化を踏まえた買収提案を正式に募集のうえ、提案者に対する十分な情報提供を行い企業価値向上策の具体化・提案価格の最大化を実現する
 - ― 適切な比較手法の適用：新中計発表後の株価に適切なプレミアムが付された提案価格が提示されているかという観点から、非公開化の妥当性を検討する
- なお、取締役会が買収提案を否決した場合、大規模な自己株式取得を行って早急に一株当たりの本源的価値、及び資本効率を高めるべきと考える
 - ― 3Dは、仮に取締役会が買収提案を否決した場合、株主総会の終了後一年間に総額750億円の自己株式取得を行うことを提案している ----- 株主提案②
 - ― 自己株式取得の妥当性：取締役会が買収提案を否決した場合、その時点の株価は、新中計に基づいた「本源的価値」を大幅に下回っていることになる。したがって、配当よりも自己株式取得の方が、一株当たりの本源的価値を高めることに繋がる
 - ― 規模の妥当性：750億円は、競合水準のROEを確実に実現するために必要な過剰資本解消額1,350億円¹、新中計で会社がコミットした自己株式取得合計額1,000億円、不動産売却後の単体分配可能額1,550億円とネット・キャッシュ1,550億円、直近の単体分配可能額770億円のいずれも下回る水準である
 - ― 期間の妥当性：富士ソフトは2024年度に大規模な不動産流動化計画を有しているため1年という期間で株主還元方針を区切ることは合理的である。また、市場流動性から見ても750億円という規模と1年という期間設定の組み合わせは合理的である

富士ソフトは真摯な買収提案を受領した状態にあり、 企業価値を最大化し得るあらゆる経営上の選択肢を検討することを誓約した



2024年1月12日

各位

会社名 富士ソフト株式会社
代表者名 代表取締役 社長執行役員 坂下 智保
(コード番号 9749 東証プライム市場)
問合せ先 経営財務部長 小西 信介
(TEL 045-650-8811)

企業価値向上策の検討状況に関するお知らせ

当社は、2022年8月5日付プレスリリース「企業価値向上委員会の設立について」において公表したとおり、社外取締役を含む取締役会メンバーで構成される「企業価値向上委員会」を新設し、主要な経営課題における検証と施策の策定に取り組んでおります。

そのような中、近時、一部の報道に関連して、投資家から当社株式の非公開化の可能性について問い合わせを受けることがあることを踏まえ、当社における企業価値向上策に関する現時点の検討状況について、下記のとおりお知らせいたします。

記

1. 当社の企業価値向上策の検討の経緯

(1) 企業価値向上委員会の設置と企業価値向上策の検討・実施

当社においては、当社の企業価値を向上させるため、あらゆる経営上の選択肢を検討するという観点から、企業価値向上委員会を設置し、当社の企業価値向上策の検討を行っております。

そのような企業価値向上に向けた取組みの一環として、これまで、不動産流動化に関する方針の策定、上場子会社4社の完全子会社化等の施策を粛々と実行してまいりました。また、現時点においては、2024年度から2028年度を計画期間とする新たな中期経営計画（以下「新中期経営計画」といいます。）について、2023年度の期末決算の発表時に公表することを目指して検討を進めております。

また、当社の企業価値を向上させる経営上の選択肢を検討するに当たっては、検討プロセスの公正さと透明性を高めることが重要であると判断し、経営陣から独立した立場で、独立

“本特別委員会は、（中略）当社の取締役会に対し、3D社の依頼に応じた各PEファンドから受領した当社の非公開化提案について、**真摯な提案に該当する**としたうえで、**真摯な検討を行うよう勧告**を行っております”

“当社は、あくまで、当社の**企業価値を最大化し得るあらゆる経営上の選択肢を検討し**、それを踏まえて**最善の企業価値向上策を策定し実行していく**ことを通じて、**株主の皆様の共同の利益を向上させていく所存です**”

富士ソフトは、社外取締役のみからなる特別委員会を設立し、買収提案と新中計を比較することで、非公開化の妥当性を検討するとしている

特別委員会の概要

- 2023年9月に、3DがPEファンドによる真摯な買収提案を提出したことを契機に、**買収提案の真摯な検討を目的に設置された**
- 独立社外取締役6名で構成**され、**今井光氏が委員長**を務める

“当社の株主である3D [中略]の依頼に応じた複数のPEファンドから、当社株式の非公開化に関する提案を受領しました。[中略]これらの各提案についても、[中略]真摯な検討を行う必要があると判断し、[中略]独立社外取締役6名のみから構成される特別委員会の設置を決議しました”

2024年1月12日 企業価値向上策の検討状況に関するお知らせ

- 特別委員会**独自のアドバイザー**を登用した上で、**買収提案の評価・検討**を行う

“本特別委員会は、本特別委員会独自のアドバイザーとして、フィナンシャル・アドバイザー、法務アドバイザー、ビジネス面での分析を実施するコンサルティング・ファームをそれぞれ選任するとともに[後略]”

2024年1月12日 企業価値向上策の検討状況に関するお知らせ

特別委員会の方針

- 新中期経営計画（以下、「新中計」）と、受領している非公開化提案**において、いずれが企業価値ひいては株主共同の利益を確保し又は向上させるかという観点から**比較検討**を実施
- 仮に、**非公開化提案の企業価値向上策**が富士ソフトの企業価値向上策よりも**望ましいという判断になった場合には**、取締役会において**非公開化提案を承認すべきか**について、**取締役会に提言又は勧告**を行う

“本特別委員会への委嘱事項は、以下のとおり [中略]

①当社の策定した企業価値向上策と、当社株式を非公開化する提案に係る買収者の提示する企業価値向上策について、企業価値ひいては株主共同の利益を確保し又は向上させるかという観点から比較検討を[中略]行うこと

② ①において非公開化提案の買収者の提示する企業価値向上策が当社の策定した企業価値向上策よりも望ましいという判断になった場合には、(中略)、当社の取締役会において非公開化提案を承認するべきか否かについて、取締役会に提言又は勧告を行うこと”

2024年1月12日 企業価値向上策の検討状況に関するお知らせ

1

買収提案の未募集

- 富士ソフトは、3Dを介して真摯な買収提案を受けたため受動的に検討しているに過ぎず、買収提案を募集した事実はない
- 富士ソフトが自発的に行ったのは、事業会社を含まないPEファンドのみに対する「企業価値に関する情報提供」依頼のみである

2

買収価値引き上げの失敗

- 3Dが提出した買収提案では、必要な情報リストとともに、それらの情報が提供されれば企業価値向上策をより具体化すると共に更に価格上昇余地があることが示されていた
- しかし、現時点、会社は価格引き上げに必要な十分な情報を買収者に提供しておらず、企業価値向上策の具体化や提案価格の引き上げを怠っている

3

重要な状況変化の買収提案への未反映

- 3Dは、2023年9月、PEファンドによる真摯な買収提案を富士ソフトに提出した
- しかし、提出した提案は2023年7月末時点のものであり、その後の重要な状況変化が反映されておらず、最善のものになっていない
 - その後の31%の株価上昇、不動産流動化計画、上場子会社買収、野心的な成長・利益率改善目標が初めて示された新中計等は一切反映されていない

4

過度に高く算出され得る「本源的価値」の比較検討への適用

- 新中計は、PEファンドによる買収提案価格を意識したうえで策定されたものであり、アナリストも指摘するように野心的なもの（ご参考：Appendix1）
- 然様な状況において、DCF法等による、新中計に基づいた理論的な「本源的価値」は、計画未達成リスクの過小な見積もり、過度に低い資本コストの適用によって、過度に高く算出されるリスクが高い
- しかし、特別委員会は、買収提案価格との比較の際に、新中計発表後の株価+プレミアムを用いるのではなく、机上の空論になりかねない「本源的価値」を使用し、apples to orangesの比較をしようとしているように見受けられる

3Dは、富士ソフトの企業価値最大化を達成する非公開化に係る検討プロセスは、下記によって実現されると考えている

株主提案①

監査役機能の強化
による不適切な
経営判断の予防

スティーブン・ギブズ氏の 監査役選任

- 富士ソフトの企業価値最大化を実現するためには、買収提案価値を最大化しないままでの比較検討、過度に高い本源的価値を用いた比較検討など、不適切な経営判断の発生の予防が必要不可欠
- 不適切な経営判断の発生を予防するにあたり、取締役に対する調査・報告請求権限を有する監査役の機能拡充による経営判断に対する監督機能強化は合理的
- 今回行われる経営判断は買収提案の検討において生じるものであるため、米国でのベストプラクティスの参照を含めたM&Aやコーポレート・ガバナンス等に関する知見・経験が求められるが、ギブズ氏は十分に有している
- ギブズ氏は、富士ソフト及び3Dから完全に独立しており、適切な監視機能強化が期待できる

買収提案価値の最大化

状況変化を踏まえた 買収提案の正式な募集

- 3Dが2023年9月に提出したPEファンドによる買収提案は、2023年7月時点の情報に基づいており、その後の株価上昇、不動産流動化計画、上場子会社買収、野心的な新中計等は一切反映されていない
- 富士ソフトは、潜在的な買収者に対して、直近の状況変化を踏まえた最新の買収提案を正式に募集すべきである

買収提案者に対する 十分な情報提供を通じた 提案価値の最大化

- 3Dが提出した提案には、必要な情報リストとともに、それらのより詳細な情報が得られれば企業価値向上策をより具体化すると共に更に高い価格が提示可能であることが示されていた
- しかし、現時点、会社は価格引き上げに必要十分な情報を買収者に提供できておらず、企業価値向上策の具体化や価格の引き上げを実現していない
- 特別委員会は、買収者に対して必要十分な情報提供を行ったうえで、提案価値の最大化を実現すべきである

適切な
比較手法の適用

新中計発表後の株価を ベースとした比較検討

- 特別委員会は、新中計にDCF法等を適用して算出した「本源的価値」を提案価格と比較しようとしているが、計画未達成リスクと資本コストの過小見積もりリスクがある。新中計発表後の株価こそ、野心的な新中計の未達成リスクと適切な資本コストを織り込んだ、現時点での「本源的価値」に近いものである¹
- したがって、特別委員会は、新中計発表後の株価をベースに比較検討すべきであり、具体的には、買収提案の提案価格において、新中計発表後の株価に適切なプレミアムが付されているかという観点から、非公開化の妥当性を検討すべきである

注: [1] 正確には、23年11月の専門誌の報道、24年1月の会社開示を受けてそれぞれ株価は+3.7% (11月17日終値-11月20日終値)、+10.3% (1月11日終値-1月15日終値; 1月12日の場中に事前報道が出ていることを考慮し1月11日終値を比較対象とした)程度上昇しており、現在の株価は一定程度買収プレミアムを含んでいる。よって、野心的な新中計追求前提での現時点での「本源的価値」は、新中計発表後の株価よりも低い、という解釈も成り立ちうる

スティーブン・ギブズ氏は、必要な専門性・独立性を有しており、 監査役に就任することで買収提案の検討での経営判断に対する監督機能強化をもたらすと確信

株主提案①



スティーブン・
ギブズ氏

- 監査役の機能拡充は、調査・報告請求権限の行使等による経営判断への監督機能強化に繋がる
- 今回行われる経営判断は買収提案の検討であり、監査役にはM&Aとコーポレート・ガバナンスに関する知見が不可欠
 - ー 買収提案の検討は高度に専門的な内容を含むものであり、十分なM&Aに関する知見が不可欠
 - ー 強力な監査権限を有する監査役として実効的に監督機能を発揮するために、コーポレート・ガバナンスに関する知見も不可欠
- ギブズ氏は、M&A及びコーポレートガバナンスに対して十分な知見・経験を有している
 - ー 東京ベースの米国法弁護士として、過去30年以上に渡って、数多くのM&Aに携わり、投資家や上場企業に対し、さまざまなガバナンスやM&Aに関する助言を行ってきた
 - ー M&A、コーポレートガバナンスについて数多くの論文・書籍を執筆
 - ー 上場企業のアドバイザー・ボードの委員を務めた経験も有する
- 米国での豊富な経験と米国会社法の知識から、ギブズ氏はガバナンスとM&Aのベストプラクティスを活用することができる
- スティーブン・ギブズ氏は、富士ソフト及び3Dから完全に独立している
 - ー スティーブン・ギブズ氏は、富士ソフト・3Dと商業上または取引上の関係を有していない

略歴

(弁護士業)

1982-1987 デビボイス&プリンプトン外国法共同事業法律事務所 アソシエイト
1987-1990 ギブソン・ダン&クラッチャー法律事務所 アソシエイト
1990-1996 ギブソン・ダン&クラッチャー法律事務所 パートナー
1996-2001 西村総合法律事務所（現西村あさひ法律事務所） スペシャルカウンセラー
2001-現在 ギブズ外国法事務弁護士事務所/ JLX PARTNERS 法律事務所・外国法共同事業
代表

(その他)

2004-2014 慶應義塾大学法科大学院 非常勤講師
2005-2014 青山学院大学法学部 教授
2009-2013 上智大学法学部 非常勤講師
2014 慶應義塾大学商学部 非常勤講師
2014-2020 上智大学法学部 教授
2015-2019 第一生命ホールディングス株式会社 アドバイザリー・ボード委員
2017-2019 株式会社日立製作所 投融資戦略本部 アドバイザー
2018-2019 中野冷機株式会社 アドバイザリー・ボードメンバー
2019-2023 慶應義塾大学法科大学院 非常勤講師

取締役会が買収提案を否決した場合、富士ソフトは、1年間で750億円程度の自己株式取得を実施すべきである

株主提案②

3Dは、仮に取締役会が買収提案を否決した場合、株主総会の終了後一年間に総額750億円の自己株式取得を行うことを株主提案している

A 自己株式取得の妥当性

- 富士ソフトのROEは保有不動産の含み益反映前で10.6%、反映後で6.6%¹と業界平均の16.5%を大きく下回っており、過剰資本の解消が必要不可欠
- 仮に特別委員会及び取締役会が買収提案を否決した場合、その時点の株価は、新中計に基づいた「本源的価値」を大幅に下回っていることを意味する
- 上記より、ROE向上のために過剰資本の解消が必要不可欠であること、及び、株価が「本源的価値」から大きくディスカウントされている事実から、早急な自己株式取得が一株当たりの価値を飛躍的に高めることは明確である

B 750億円という規模の妥当性

- 2026年度までに競合水準のROEまで向上するために必要な過剰資本の解消額は1,350億円¹であり、750億円はそれを下回る
 - 750億円の自己株式取得を経ても、ROEは業界平均を大きく下回る
- 2024年2月14日に公表した、新中期経営計画では総額1,000億円以上の自己株式取得を表明しており、750億円はその水準を下回る
- 不動産を売却した場合、単体の配当可能利益は1,550億円、連結のネット・キャッシュも1,550億円水準まで高まる見込みであり、750億円を大きく上回る
- 不動産を売却せずとも、直近の単体ベースの配当可能額は770億円であり、750億円を上回る

C 一年間という期間の妥当性

- 会社は今後1-2年をかけて多くの保有不動産を売却予定であり、それらの進捗状況によって大きく資本構成が変化し得ることから、1年ごとに還元方針を策定すべきである
- 過去の大規模な自己株式取得事例での市場参加率35%に基づけば、今後一年間で市場にて750億円分の株式取得は可能である

富士ソフトの非公開化に係る検討プロセスの問題点

1

買収提案の未募集

- 富士ソフトは、3Dを介して真摯な買収提案を受けたため受動的に検討しているに過ぎず、買収提案を募集した事実はない
- 富士ソフトが自発的に行ったのは、事業会社を含まないPEファンドのみに対する「企業価値に関する情報提供」依頼のみである

2

買収価値引き上げの失敗

- 3Dが提出した買収提案では、必要な情報リストとともに、それらの情報が提供されれば企業価値向上策をより具体化すると共に更に価格上昇余地があることが示されていた
- しかし、現時点、会社は価格引き上げに必要十分な情報を買収者に提供しておらず、企業価値向上策の具体化や提案価格の引き上げを怠っている

3

重要な状況変化の買収提案への未反映

- 3Dは、2023年9月、PEファンドによる真摯な買収提案を富士ソフトに提出した
- しかし、提出した提案は2023年7月末時点のものであり、その後の重要な状況変化が反映されておらず、最善のものになっていない
 - その後の31%の株価上昇、不動産流動化計画、上場子会社買収、野心的な成長・利益率改善目標が初めて示された新中計等は一切反映されていない

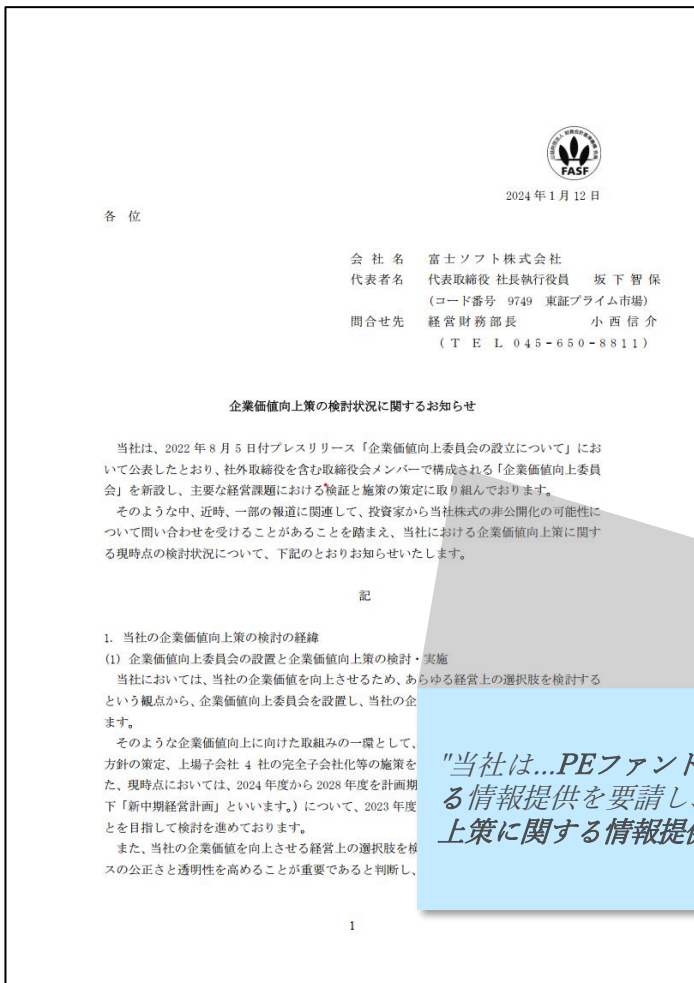
4

過度に高く算出され得る「本源的価値」の比較検討への適用

- 新中計は、PEファンドによる買収提案価格を意識したうえで策定されたものであり、アナリストも指摘するように野心的なもの（ご参考：Appendix1）
- 然様な状況において、DCF法等による、新中計に基づいた理論的な「本源的価値」は、計画未達成リスクの過小な見積もり、過度に低い資本コストの適用によって、過度に高く算出されるリスクが高い
- しかし、特別委員会は、買収提案価格との比較の際に、新中計発表後の株価+プレミアムを用いるのではなく、机上の空論になりかねない「本源的価値」を使用し、apples to orangesの比較をしようとしているように見受けられる

1 富士ソフトは、買収提案の募集をしていない

富士ソフト 企業価値向上策の検討状況に関するお知らせ (2024年1月12日)



"当社は...PEファンドに対し、当社の企業価値向上策に関する情報提供を要請し、各PEファンドから当社の企業価値向上策に関する情報提供を受けた。"

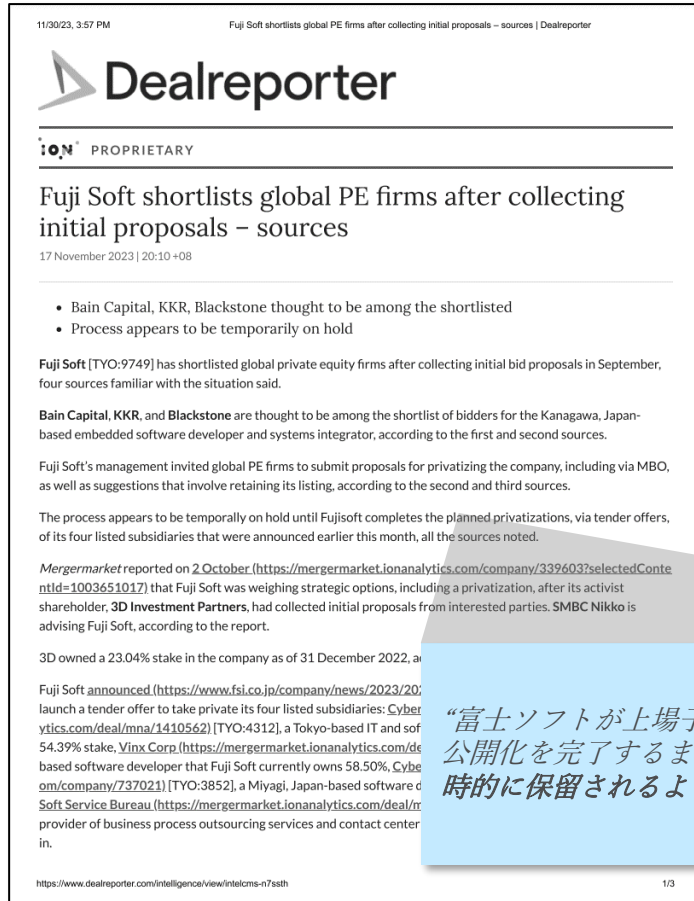
- 富士ソフトは、3Dを介して真摯な買収提案を受けたため受動的に検討しているに過ぎず、買収提案を募集した事実はない
 - 富士ソフトは、3Dを介した提案者向けを含め、第三者向けに買収提案を募集した事実はない
 - 24年1月のプレスリリースのとおり、富士ソフトが自発的に行ったのは「企業価値に関する情報提供」依頼のみである
 - 富士ソフトはその依頼をPEファンドに対してのみ行い、事業会社を恣意的にその対象から外していた



買収提案の未募集は執行とのコンフリクトリスク等の反映によって
買収提案価値を低める方向に働く

2 富士ソフトは、買収提案者に対する情報提供を怠り買収価値の引き上げに失敗している

Dealreporter (2023年11月17日)



11/30/23, 3:57 PM Fuji Soft shortlists global PE firms after collecting initial proposals - sources | Dealreporter

Dealreporter

PROPRIETARY

Fuji Soft shortlists global PE firms after collecting initial proposals - sources

17 November 2023 | 20:10 +08

- Bain Capital, KKR, Blackstone thought to be among the shortlisted
- Process appears to be temporarily on hold

Fuji Soft [TYO:9749] has shortlisted global private equity firms after collecting initial bid proposals in September, four sources familiar with the situation said.

Bain Capital, KKR, and Blackstone are thought to be among the shortlist of bidders for the Kanagawa, Japan-based embedded software developer and systems integrator, according to the first and second sources.

Fuji Soft's management invited global PE firms to submit proposals for privatizing the company, including via MBO, as well as suggestions that involve retaining its listing, according to the second and third sources.

The process appears to be temporarily on hold until Fujisoft completes the planned privatizations, via tender offers, of its four listed subsidiaries that were announced earlier this month, all the sources noted.

Mergermarket reported on 2 October (<https://mergermarket.ionanalytics.com/company/339603?selectedContentId=1003651017>) that Fuji Soft was weighing strategic options, including a privatization, after its activist shareholder, 3D Investment Partners, had collected initial proposals from interested parties. SMBC Nikko is advising Fuji Soft, according to the report.

3D owned a 23.04% stake in the company as of 31 December 2022, according to the report.

Fuji Soft announced (<https://www.fsi.co.jp/company/news/2023/20231117>) to launch a tender offer to take private its four listed subsidiaries: CyberAgent (TYO:4312), a Tokyo-based IT and software developer that Fuji Soft currently owns 54.39% stake, Yinx Corp (<https://mergermarket.ionanalytics.com/deal/737021>) [TYO:3852], a Miyagi, Japan-based software developer, and Soft Service Bureau (<https://mergermarket.ionanalytics.com/deal/737021>) [TYO:3852], a Miyagi, Japan-based software provider of business process outsourcing services and contact center services.

“富士ソフトが上場子会社4社の株式公開買い付けによる非公開化を完了するまで、(戦略的見直しの)プロセスは一時的に保留されるようだ...”

<https://www.dealreporter.com/intelligence/view/intelcms-n7ssth>

1/3

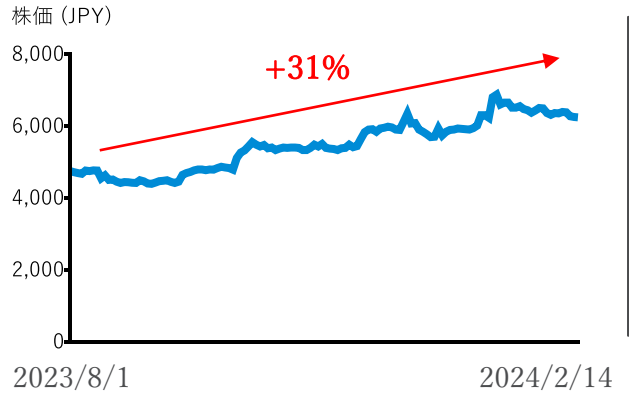
- 3Dが富士ソフトに提出した買収提案では、必要な情報リストとともに、これらの情報が提供されれば企業価値向上策をより具体化すると共に更に提案価格を上昇させる余地があるとされていた
- しかし、Dealreporterが指摘したように、富士ソフトは、提案書が提出されたわずか数週間後に、買収候補者との交渉を早々に中止しており、必要な情報の提供などは行っていないと想定される
- 実際に、3Dの知る限りにおいて、富士ソフトは企業価値向上策の具体化や価格引き上げに必要な十分な情報を買収者に提供しておらず、提案価値の引き上げを実現できていない

適切な情報提供の未実施による企業価値向上策の具体化・買収価格引き上げの失敗は、文字通り買収提案価値を低めている

3 現在の買収提案は、その後生じた重要な状況変化が反映されていない

3Dが提出したPEファンドによる買収提案は2023年7月時点の情報に基づいており、下記の様な状況変化は織り込まれていない

株価上昇



- 3Dが提出した買収提案は、7月末時点での株価に基づいている
- しかし、その後株価は31%程度の上昇を見せており、買収プレミアムの前提に大きな変化が生じている

不動産流動化計画

各物件の評価

各物件の特産収益率の比較においては、一部の不動産を除き、基本的には特産収益率はハードルレートを下回っていることと認識
 ※上記認識の下、オフィス集約方針や物件の契約条件等を考慮し、各物件の流動化優先度についてA~Dの4段階で分類を実施

ハードルレートと特産収益率の比較

各物件の特産収益率は、一部の不動産を除き、基本的にハードルレートを下回っていることと認識

各物件の判定基準

- A判定：流動化にあたっての障害は無く、金額面での影響も大きくないため、最速での流動化を進めることが可能
- B判定：流動化を前提に進めているが、賃貸率に一定の改善を要する物件
- C判定：流動化スキームやタイミング、移転の必要性等を慎重に検討する物件
- D判定：土地取得条件により一定期間譲渡不可のため、当面流動化対象外

流動化判定	物件数	主要物件	特産合計 (百万円)	備考
A判定	8件	福岡 大阪	2,573 1,417 1,271	
B判定	9件	秋葉原 練馬町 大宮	29,128 4,626 1,331	当社保有物件の中でも大規模かつ、当社固有の設備利用やテナントとの関係などの特別な事情を有するため、流動化プロセスに一定の時間を要する見込み
C判定	5件	新名古屋 桜木町	9,935 9,060	オフィスやデータセンター等でフルに事業活用する物件で、流動化スキームやタイミング、移転の必要性等を慎重に検討する
D判定	1件	沙留	30,811	土地取得条件により一定期間譲渡不可

- 富士ソフトは、提案提出直前の8月10日に不動産流動化計画を公表
- 不動産の流動化は多大な含み益の顕在化をもたらし、グループの企業価値算定に多大な影響を及ぼす
- しかし、3Dが提出した買収提案には当該流動化計画は反映されていない

上場子会社買収

上場子会社4社の完全子会社化について

富士ソフト株式会社
 (コード番号: 9749 東証プライム市場)

2023年11月9日

- 富士ソフトは、11月9日に上場子会社の完全子会社化を公表した
- 上場子会社の完全買収は、少数株主持分の取込み等を通じて、グループの企業価値算定に多大な影響を及ぼす
- しかし、3Dが提出した買収提案には上場子会社買収の事実は反映されていない

新中期経営計画

中期経営計画 2028

富士ソフト株式会社
 (コード番号: 9749 東証プライム市場)

2024年2月14日

- 富士ソフトは、2月14日に新中計を公表した
- 新中計は旧中計と比較して野心的な成長・収益性目標を掲げている (Appendix1)
- しかし、3Dが提出した買収提案には新中計は反映されておらず、保守的な旧中計を前提としている

直近の状況変化が未反映な買収提案が、価値が最大化された最善のものであるはずがない

富士ソフトは、買収提案の提案価格の比較対象として、過度に高い「本源的価値」を用いる恐れがある

- 特別委員会は、買収提案価格と、新中計に基づいた理論的な「本源的価値」を比較することで非公開化の妥当性を検討すると理解
 - ― 理論的な「本源的価値」は、新中計の数値に基づき、必要に応じてその実現可能性をディスカウントしたうえで、任意の資本コストを適用してDCF法等に基づいて算出されるものと想定される
- 新中計は、PEファンドによる買収提案価格を意識したうえで策定されたものであり、アナリストも指摘するように野心的なもの（ご参考：Appendix1）
 - ― 旧中計の売上目標CAGR 5%に対して、7.8%、旧中計の営業利益目標CAGR 6%に対して16.8%
 - ― アナリストは、新中計が野心的なものとして認識しており、一部のアナリストは実現可能性にも疑義を呈している
- 3Dは、「本源的価値」が過度に高く算出され、買収提案価格とのapples to orangesの比較が行われる事態を懸念する
 - ― 経営計画の実現可能性を過大に見積もるリスク、資本コストを過小に見積もるリスクが存在し、委員会が算定した富士ソフトの「本源的価値」は、実際の本源的価値よりも大幅に高くなるリスクがある。ひいては、その「本源的価値」に基づいた株主リターンの実現可能性は低いと見なさざるを得ない
 - ― 対して、買収提案については、法的拘束力を伴うものであれば、その実現リスクは公開買付TOB実行リスクに等しく、その提案価格に基づく株主リターンの実現可能性は極めて高い
- 新中計発表後の株価こそ、野心的な新中計の未達成リスクと適切な資本コストを織り込んだ、現時点での「本源的価値」に近いものである
 - ― 正確には、23年11月の専門誌の報道、24年1月の会社開示を受けてそれぞれ株価は+3.7%¹、+10.3%²上昇しており、現在の株価は一定程度買収プレミアムを含んでいる。よって、野心的な新中計追求前提での現時点での「本源的価値」は、少なくとも新中計発表後の株価よりも低い、という解釈が成り立ちうる

買収提案価格と比較すべきは、机上の空論となるリスクを孕む理論上の「本源的価値」ではなく、
新中計発表後の株価に適切なプレミアムを付与した価格である

株主提案① スティーブン・ギブンス氏の監査役への就任による監督機能強化

3Dは、富士ソフトの企業価値最大化を達成する非公開化に係る検討プロセスは、下記によって実現されると考えている

株主提案①

再掲

監査役機能の強化
による不適切な
経営判断の予防

スティーブン・ギブズ氏の 監査役選任

- 富士ソフトの企業価値最大化を実現するためには、買収提案価値を最大化しないままでの比較検討、過度に高い本源的価値を用いた比較検討など、不適切な経営判断の発生の予防が必要不可欠
- 不適切な経営判断の発生を予防するにあたり、取締役に対する調査・報告請求権限を有する監査役の機能拡充による経営判断に対する監督機能強化は合理的
- 今回行われる経営判断は買収提案の検討において生じるものであるため、米国でのベストプラクティスの参照を含めたM&Aやコーポレート・ガバナンス等に関する知見・経験が求められるが、ギブズ氏は十分に有している
- ギブズ氏は、富士ソフト及び3Dから完全に独立しており、適切な監視機能強化が期待できる

買収提案価値の最大化

状況変化を踏まえた 買収提案の正式な募集

- 3Dが2023年9月に提出したPEファンドによる買収提案は、2023年7月時点の情報に基づいており、その後の株価上昇、不動産流動化計画、上場子会社買収、野心的な新中計等は一切反映されていない
- 富士ソフトは、潜在的な買収者に対して、直近の状況変化を踏まえた最新の買収提案を正式に募集すべきである

買収提案者に対する 十分な情報提供を通じた 提案価値の最大化

- 3Dが提出した提案には、必要な情報リストとともに、それらのより詳細な情報が得られれば企業価値向上策をより具体化すると共に更に高い価格が提示可能であることが示されていた
- しかし、現時点、会社は価格引き上げに必要十分な情報を買収者に提供できておらず、企業価値向上策の具体化や価格の引き上げを実現していない
- 特別委員会は、買収者に対して必要十分な情報提供を行ったうえで、提案価値の最大化を実現すべきである

適切な
比較手法の適用

新中計発表後の株価を ベースとした比較検討

- 特別委員会は、新中計にDCF法等を適用して算出した「本源的価値」を提案価格と比較しようとしているが、計画未達成リスクと資本コストの過小見積もりリスクがある。新中計発表後の株価こそ、野心的な新中計の未達成リスクと適切な資本コストを織り込んだ、現時点での「本源的価値」に近いものである¹
- したがって、特別委員会は、新中計発表後の株価をベースに比較検討すべきであり、具体的には、買収提案の提案価格において、新中計発表後の株価に適切なプレミアムが付されているかという観点から、非公開化の妥当性を検討すべきである

監査役の機能拡充は、不適切な経営判断の発生の予防に寄与する

株主提案①

監査役は、不適切な経営判断が行われていないか
能動的な働きかけを行うことが求められている

- 監査役は、能動的に権限を行使し、取締役会あるいは経営陣に対して適切に意見を述べるべきとされる
- 監査役は制度上、独任制の機関として単独で調査・報告請求権限の行使が可能である

”監査役及び監査役会に期待される重要な役割・責務には、業務監査・会計監査をはじめとするいわば「守りの機能」があるが、こうした機能を含め、その役割・責務を十分に果たすためには、能動的・積極的に権限を行使し、取締役会においてあるいは経営陣に対して適切に意見を述べるべきである”

株式会社東京証券取引所「コーポレートガバナンス・コード」

近時のコーポレート・ガバナンスに係る議論においては、
その役割に経営判断の妥当性関与も含むべきとされている

- 監査役は、適法性の関与に限らず、妥当性の観点からも意見を述べる事が推奨されている
- 監査役は、会社の透明・公正な意思決定を担保することが求められており、取締役会が担う監督機能が企業価値成長のために適切に発揮されているのか監視することが求められている

”取締役会その他の自らが出席する重要会議において、適法性の観点に限らず、妥当性の観点からも意見を持った場合には、自らの意見を述べる事が考えられる”

経済産業省「社外役員等に関するガイドライン」

”監査役は、会社の透明・公正な意思決定を担保するとともに、会社の迅速・果敢な意思決定が可能となる環境整備に努め、自らの守備範囲を過度に狭く捉えることなく、取締役・・・に対し能動的・積極的な意見の表明に努める”

”監査役及び監査役会は、取締役会が担う・・・監督機能が会社の持続的成長と中長期的な企業価値の向上を促しかつ収益力・資本効率等の改善を図るべく適切に発揮されているのかを監視するとともに、自らの職責の範囲内でこれらの監督機能の一部を担う”

公益社団法人 日本監査役協会「監査役監査基準」

スティーブン・ギブズ氏は、必要な専門性・独立性を有しており、 監査役に就任することで買収提案の検討での経営判断に対する監督機能強化をもたらすと確信

株主提案①

再掲



スティーブン・
ギブズ氏

- 監査役の機能拡充は、調査・報告請求権限の行使等による経営判断への監督機能強化に繋がる
- 今回行われる経営判断は買収提案の検討であり、監査役にはM&Aとコーポレート・ガバナンスに関する知見が不可欠
 - ー 買収提案の検討は高度に専門的な内容を含むものであり、十分なM&Aに関する知見が不可欠
 - ー 強力な監査権限を有する監査役として実効的に監督機能を発揮するために、コーポレート・ガバナンスに関する知見も不可欠
- ギブズ氏は、M&A及びコーポレートガバナンスに対して十分な知見・経験を有している
 - ー 東京ベースの米国法弁護士として、過去30年以上に渡って、数多くのM&Aに携わり、投資家や上場企業に対し、さまざまなガバナンスやM&Aに関する助言を行ってきた
 - ー M&A、コーポレートガバナンスについて数多くの論文・書籍を執筆
 - ー 上場企業のアドバイザー・ボードの委員を務めた経験も有する
- 米国での豊富な経験と米国会社法の知識から、ギブズ氏はガバナンスとM&Aのベストプラクティスを活用することができる
- スティーブン・ギブズ氏は、富士ソフト及び3Dから完全に独立している
 - ー スティーブン・ギブズ氏は、富士ソフト・3Dと商業上または取引上の関係を有していない

略歴

(弁護士業)

1982-1987 デビボイス&プリンプトン外国法共同事業法律事務所 アソシエイト
1987-1990 ギブソン・ダン&クラッチャー法律事務所 アソシエイト
1990-1996 ギブソン・ダン&クラッチャー法律事務所 パートナー
1996-2001 西村総合法律事務所（現西村あさひ法律事務所） スペシャルカウンセラー
2001-現在 ギブズ外国法事務弁護士事務所/ JLX PARTNERS 法律事務所・外国法共同事業
代表

(その他)

2004-2014 慶應義塾大学法科大学院 非常勤講師
2005-2014 青山学院大学法学部 教授
2009-2013 上智大学法学部 非常勤講師
2014 慶應義塾大学商学部 非常勤講師
2014-2020 上智大学法学部 教授
2015-2019 第一生命ホールディングス株式会社 アドバイザリー・ボード委員
2017-2019 株式会社日立製作所 投融資戦略本部 アドバイザー
2018-2019 中野冷機株式会社 アドバイザリー・ボードメンバー
2019-2023 慶應義塾大学法科大学院 非常勤講師

富士ソフトの現監査役は、必要な専門性・独立性を有しておらず
買収提案の検討での経営判断に対する監督機能をもたらしていないため、新たな監査役選任は必要不可欠

株主提案①

富士ソフトの現在の監査役



平野 洋氏



木村 宏之氏



押見 由佳子氏

	平野 洋氏	木村 宏之氏	押見 由佳子氏
独立性	<p>3D/富士ソフトからの独立性</p> <p>✓ 経歴から推察</p>	<p>✗ 1996年以降、 富士ソフトでのキャリアを形成</p>	<p>✓ 経歴から推察</p>
必要な専門性・経験	<p>M&Aの専門性</p> <p>✗ 会計監査が専門である 公認会計士</p>	<p>✗ 1996年以降、 富士ソフトでのキャリアを形成</p>	<p>✗ 不動産証券化・ 不動産取引を専門とする弁護士</p>
	<p>コーポレート・ガバナンスの 専門性</p> <p>✗ 会計監査が専門である 公認会計士</p>	<p>✗ 1996年以降、 富士ソフトでのキャリアを形成</p>	<p>✗ 不動産証券化・ 不動産取引を専門とする弁護士</p>

3Dが推薦する候補者



スティーブン・ギブンズ氏

<p>✓ 前頁詳述</p>
<p>✓ 前頁詳述</p>
<p>✓ 前頁詳述</p>

株主提案② 取締役会が買収提案を否決した場合に有効となる自己株式取得提案

取締役会が買収提案を否決した場合、富士ソフトは、1年間で750億円程度の自己株式取得を実施すべきである

株主提案②

再掲

3Dは、仮に取締役会が買収提案を否決した場合、株主総会の終了後一年間に総額750億円の自己株式取得を行うことを株主提案している

A 自己株式取得の妥当性

- 富士ソフトのROEは保有不動産の含み益反映前で10.6%、反映後で6.6%¹と業界平均の16.5%を大きく下回っており、過剰資本の解消が必要不可欠
- 仮に特別委員会及び取締役会が買収提案を否決した場合、その時点の株価は、新中計に基づいた「本源的価値」を大幅に下回っていることを意味する
- 上記より、ROE向上のために過剰資本の解消が必要不可欠であること、及び、株価が「本源的価値」から大きくディスカウントされている事実から、早急な自己株式取得が一株当たりの価値を飛躍的に高めることは明確である

B 750億円という規模の妥当性

- 2026年度までに競合水準のROEまで向上するために必要な過剰資本の解消額は1,350億円¹であり、750億円はそれを下回る
 - 750億円の自己株式取得を経ても、ROEは業界平均を大きく下回る
- 2024年2月14日に公表した、新中期経営計画では総額1,000億円以上の自己株式取得を表明しており、750億円はその水準を下回る
- 不動産を売却した場合、単体の配当可能利益は1,550億円、連結のネット・キャッシュも1,550億円水準まで高まる見込みであり、750億円を大きく上回る
- 不動産を売却せずとも、直近の単体ベースの配当可能額は770億円であり、750億円を上回る

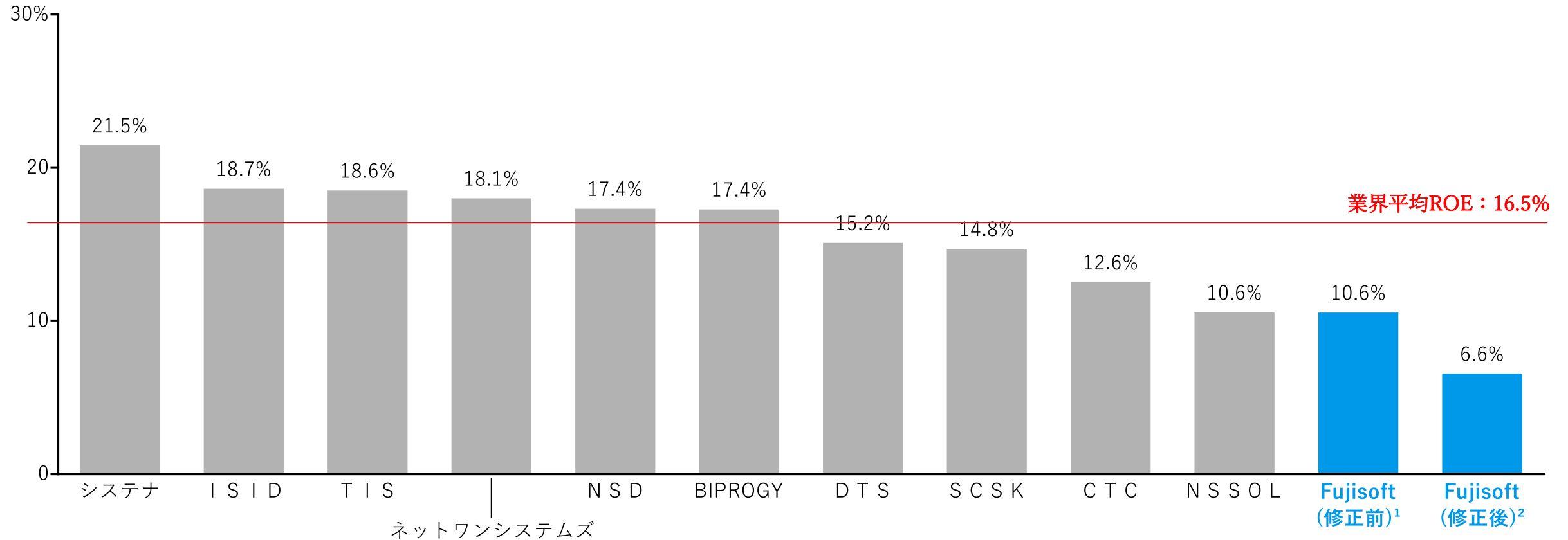
C 一年間という期間の妥当性

- 会社は今後1-2年をかけて多くの保有不動産を売却予定であり、それらの進捗状況によって大きく資本構成が変化し得ることから、1年ごとに還元方針を策定すべきである
- 過去の大規模な自己株式取得事例での市場参加率35%に基づけば、今後一年間で市場にて750億円分の株式取得は可能である

注: [1]2023年12月決算を踏まえて、株主提案時点の数値からアップデート

A 富士ソフトのROEは業界平均を大きく下回っており、過剰資本の解消が必要不可欠

直近期ROE (2024/2/14時点)

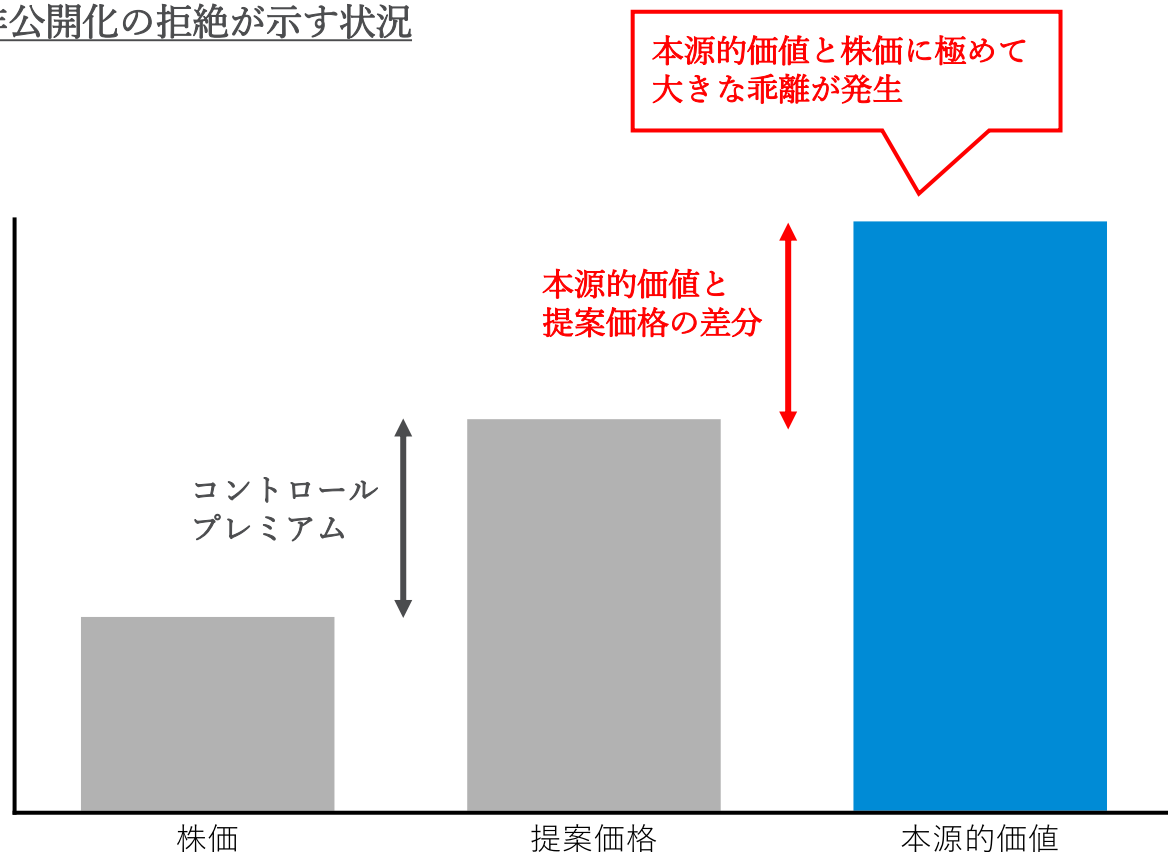


出典: Bloomberg

注: [1]富士ソフトのROEは、当期純利益/純資産で算出; [2]修正後ROEは、富士ソフトが保有する不動産を流動化した場合の税後含み益を考慮し算出; 不動産時価195,429百万円 (第三者機関の算定に基づく)、不動産簿価84,536百万円、税率30%を想定し含み益を算出

A 取締役会が買収提案を否決した場合、その時点の株価は「本源的価値」を大幅に下回っていることになる

非公開化の拒絶が示す状況



- 仮に取締役会が公正性と透明性を持ったプロセスを通して非公開化を拒絶することは、富士ソフトの本源的な価値が、買収提案で示された買収価格を上回ることを示す
- 買収提案は当然に市場での株価にコントロールプレミアムを乗せていることから、富士ソフトの取締役会が考える本源的価値が、株価を極めて大幅に上回ることは明らか

ROE向上のために過剰資本の解消が必要不可欠であること、及び、株価が「本源的価値」から大きくディスカウントされている事実から、早急な自己株式取得が一株当たりの価値を飛躍的に高めることは明確

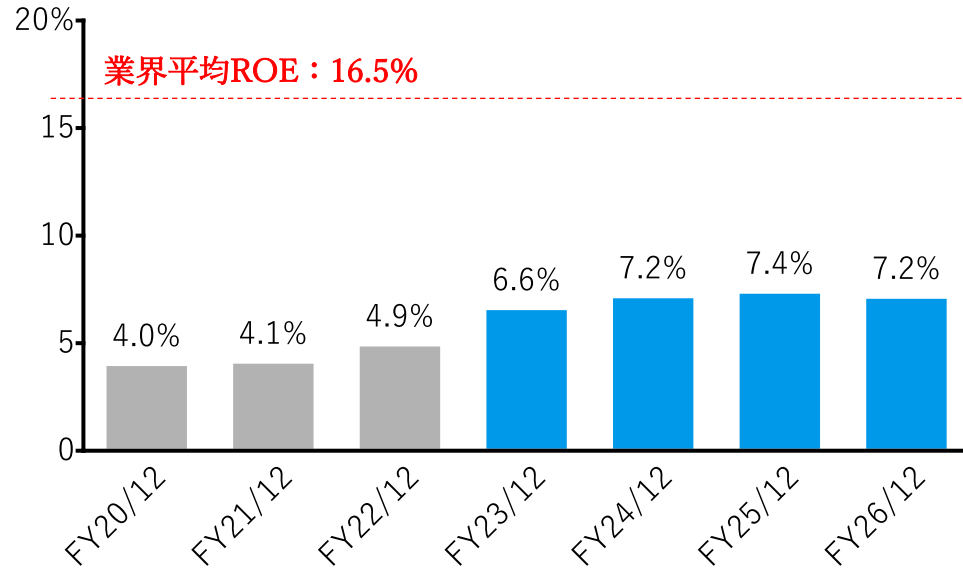
B 富士ソフトが2026年度末までに解消すべき過剰資本は1,350億円であり、750億円はその水準を大きく下回る

富士ソフトは過剰資本にあり、修正ROE¹
(=不動産含み益考慮後のROE)は極めて低い

業界水準の修正ROEを3年後に実現する上では、
1,350億円の株主資本の余剰解消が必要不可欠

修正ROEの推移

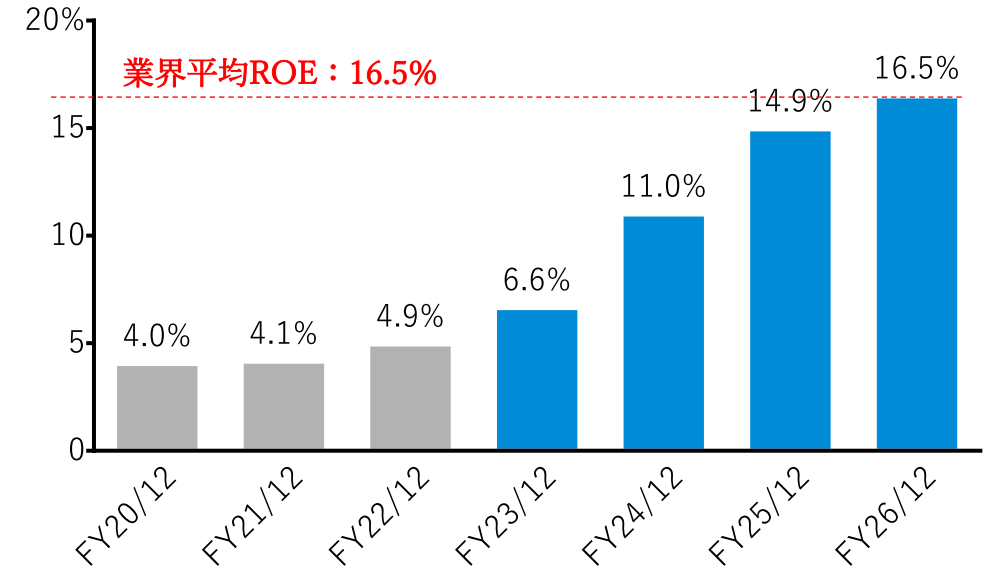
Appendix3で
前提条件詳述



純利益 (百万円)	8,573	9,130	11,379	13,691	15,556	16,821	17,080
修正純資産 (百万円)	212,788	220,593	230,369	206,546	216,658	227,591	238,693

修正ROEの推移

Appendix3で
前提条件詳述



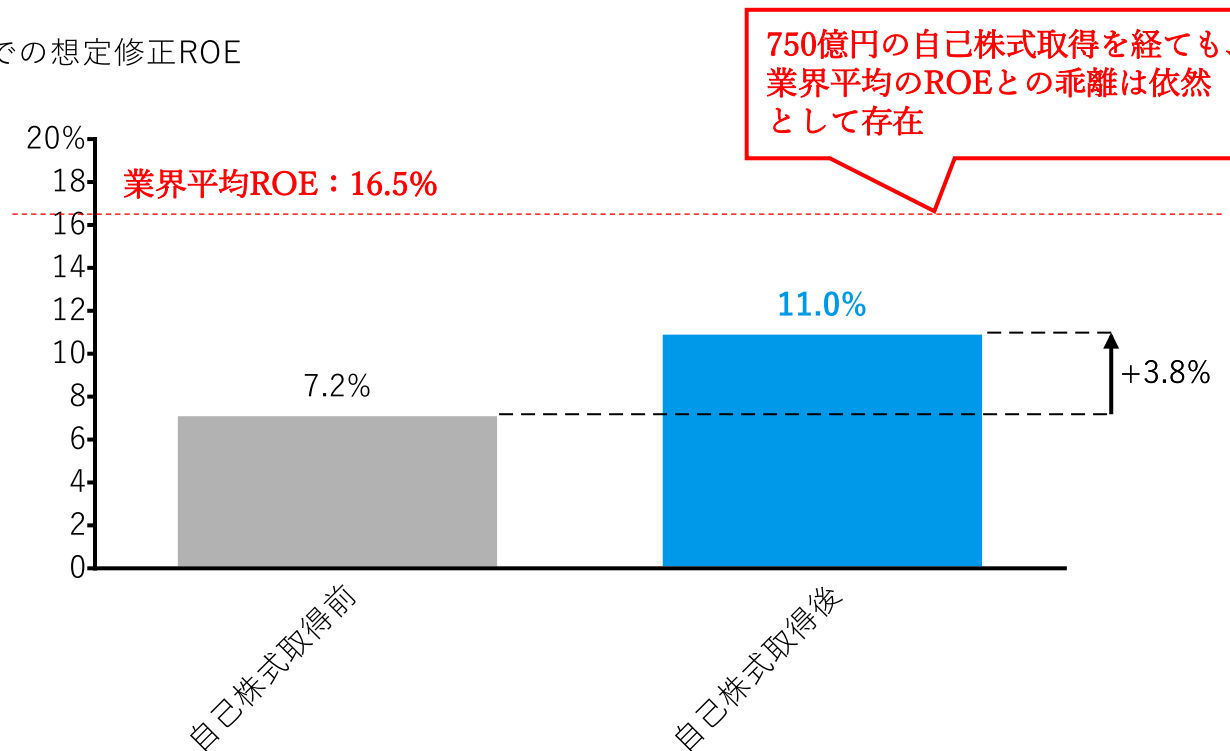
純利益 (百万円)	8,573	9,130	11,379	13,691	15,556	16,821	17,080
修正純資産 (百万円)	212,788	220,593	230,369	206,546	141,658	112,591	103,693

業界水準のROE16.5%の達成のためには、1,350億円の過剰資本解消が必要

B 今後1年間で750億円の自己株式取得を経ても、ROEは業界平均を大きく下回る

自己株式取得を実施した場合のFY24/12期時点でのROE

FY24/12期時点での想定修正ROE



純利益 (百万円)	15,556	15,556
修正純資産 (百万円)	216,658	141,658

B 富士ソフトは新中計において、総額1,000億円以上の自己株式取得を表明しているが、750億円はその水準を下回る

新中期経営計画（2024年2月14日）

■ キャピタルアロケーション

01 収益力強化 → 02 さらなる成長 → 03 キャピタルアロケーション



基本的な考え方

- 成長投資と株主還元の配分は、投資機会の状況を判断しながら、臨機応変に対応していく
- 株主還元と資本効率を重視した上で、財務安全性を保つことを目指す

キャッシュイン



- 営業CF+不動産流動化によるCF **2,200**億円以上を見込む
(別途、外部調達**1,500**億円以上想定)

成長投資：手元キャッシュと借入利用



- 新分野、既存事業補完ついで、戦略的提携やM&A、子会社政策、人的投資、研究開発等を想定
- 投資機会がある場合には、借入も含めた臨機応変な資金調達で機動的に対応していく
(上場4社の完全子会社化410億円 実施済み)

株主還元；1,400億円想定



自社株買い1,000億円以上

- ▶ 自社株買いのタイミングは不動産流動化等に合わせて随時実施

配当400億円想定（配当性向35%）

- ▶ ※不動産流動化に伴う特別損益を除いた正常収益力をベースに各年度の配当金額を決定する

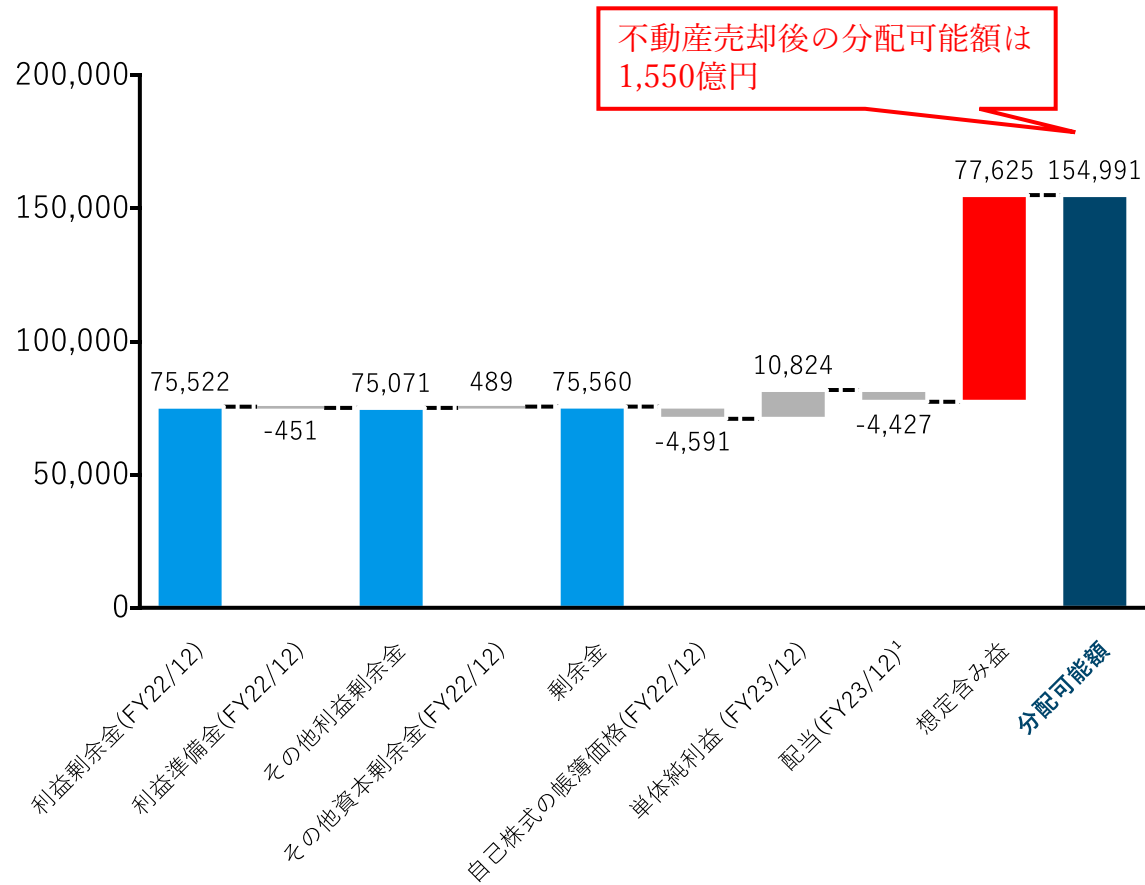
今後、1,000億円以上の自己株式取得を行うことを表明

1株当たり営業CF600円以上、ROE20.0%以上の実現を目指す

29

B 不動産売却後の分配可能額、ネット・キャッシュは750億円を大幅に上回る

FY23/12期時点での不動産売却後の推定単体分配可能額 (百万円)



FY23/12期時点での不動産売却後のNet Cash²水準 (百万円)

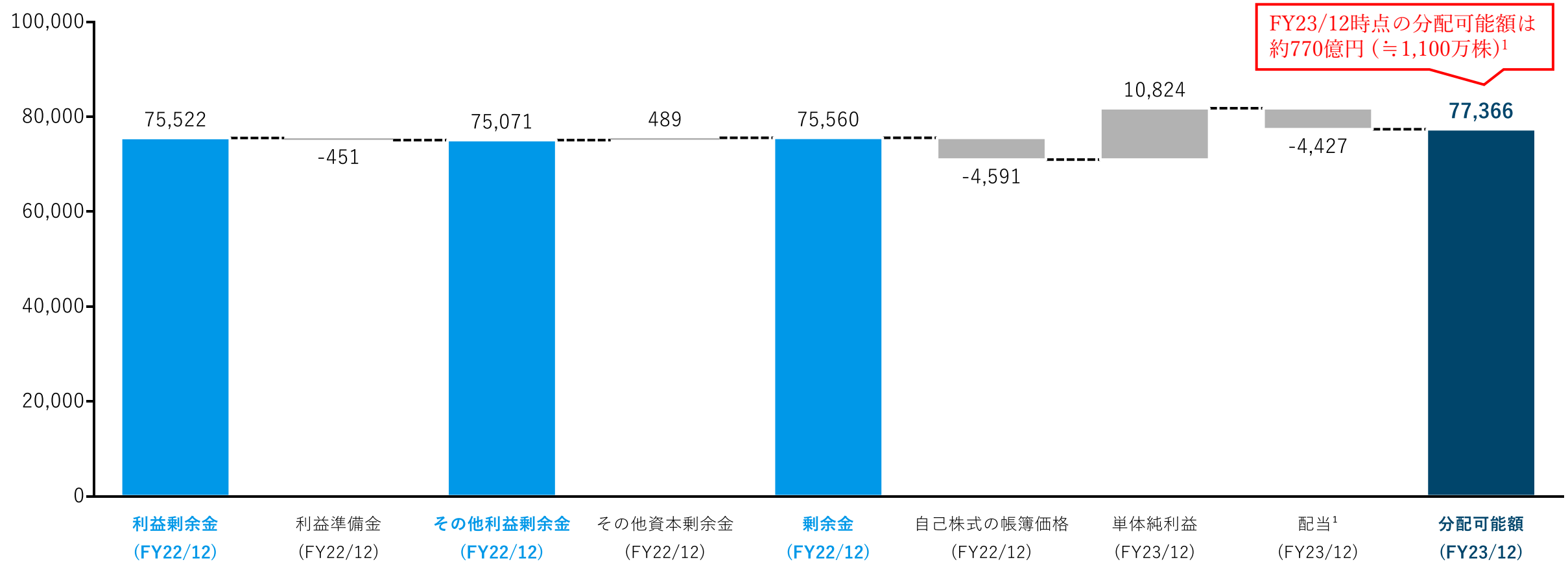


出典: 富士ソフト開示資料

注: [1]キャッシュ・フロー計算書の配当金の支払額を参照 [2] 現預金+有価証券+投資有価証券 - 短期・長期借入金 - コマーシャルペーパーで算出

B 不動産売却益を考慮せずとも、750億円の株主還元は可能

FY23/12期時点での推定単体分配可能額 (百万円)



出典: 有価証券報告書
注: [1] キャッシュ・フロー計算書の配当金の支払額を参照

C 富士ソフトは今後1-2年をかけて多くの保有不動産を売却予定であり、それらの進捗状況によって大きく資本構成が変化し得ることから、1年ごとに還元方針を策定すべきである

企業価値向上委員会の開示資料（2023年8月10日）

各物件の評価

- ▶ ハードルレートと時価収益率の比較においては、一部の不動産を除き、基本的には時価収益率はハードルレートを下回っていると認識
- ▶ 上記認識の下、オフィス集約方針や各物件の制約条件等を考慮し、各物件の流動化優先度についてA～Dの4段階で分類を実施

- ハードルレートと時価収益率の比較

各物件の時価収益率は、一部の不動産を除き、基本的にハードルレートを下回っていると認識

- 各物件の判定基準

- A判定：流動化にあたっての障害は無く、金額面での影響も大きくないため、最速での流動化を進めることが可能
- B判定：流動化を前提に進めているが、調整等に一定の時間を要する物件
- C判定：流動化スキームやタイミング、移転の必要性等を慎重に検討する物件
- D判定：土地取得条件により一定期間譲渡不可のため、当面流動化対象外

流動化の優先順位				
流動化判定	該当物件数	主要物件	簿価合計(百万円)	備考
A判定	8件	両国	2,573	当社保有物件の中でも大規模かつ、当社固有の設備利用やテナントとの関係などの特別な事情を有するため、流動化プロセスに一定の時間を要する見込み
		福岡	1,417	
		大阪	1,271	
B判定	9件	秋葉原	29,128	オフィスやデータセンター等でフルに事業活用する物件で、流動化スキームやタイミング、移転の必要性等を慎重に検討する
		錦糸町	4,626	
		大宮	1,331	
C判定	5件	新名古屋	9,935	土地取得条件により一定期間譲渡不可
		桜木町	9,060	
D判定	1件	夕留	30,811	

Copyright ©2023 FUJISOFT INCORPORATED. All rights reserved. 11

ほぼ全ての物件が流動化の対象になることを表明

スケジュールイメージ

- ▶ 大型物件の売却（流動化）に係る一般的なスケジュールは以下のとおりであり、当社においても当該スケジュールに則り対応中
- ▶ なお、A判定の物件においては優先的に対応中であり、一部ステップを省略することで最速4～6か月での流動化を目指す。B判定の物件は、社内検討含めて最大で1年以内の流動化を目標に進めていく



Copyright ©2023 FUJISOFT INCORPORATED. All rights reserved. 12

最大で一年以内でのA判定、B判定の物件の流動化を進めていくとしている

c 流動性の観点から、750億円の自己株式取得を一年間で完了させることは十分に実現可能

過去の実例から、35%の市場参加率での自己株式取得は実現可能と想定される

■ シチズン時計

- 2023年2月-2023年6月の間に発行済株式総数(自己株式除く)の約17%を取得
- 一日当たりの平均取得株式数は、自己株式取得が公表される前日までの6か月間平均出来高の36%程度

■ 東芝

- 2018年11月-2019年11月の間に発行済株式総数(自己株式除く)の約30%を取得
- 一日当たりの平均取得株式数は自己株式取得が公表される前日までの6か月間平均出来高の35%程度

35%の市場参加率を前提とすると、今後一年間で購入可能な株式数は1,100万株程度

過去6ヶ月間 平均出来高 ¹	参加率	取引日数	購入可能 株式数
126,600株/日	× 35%	× 245日	= 1,086万株

提案時点の株価6,810円を基にすると、1,100万株は約750億円に相当する

結論

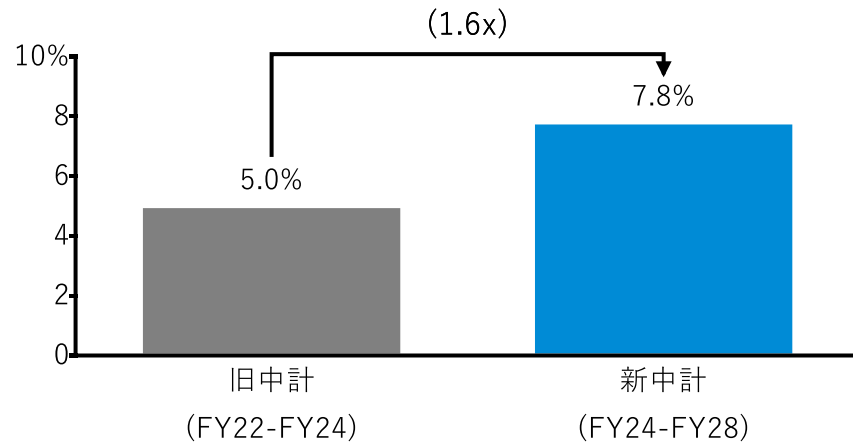
- 富士ソフトの取締役会は、現在、真摯な買収提案を受領し非公開化に係る検討プロセスを進めている状況にある
 - ― 富士ソフトは、社外取締役のみからなる特別委員会を設立し、買収提案と新中計を比較することで非公開化の妥当性を検討するとしている
- しかし、取締役会及び特別委員会が、企業価値最大化を実現するに必要十分な検討プロセスを歩んでいるかについては疑義がある
 - ― 買収提案価値の非最大化：買収提案の未募集（現在検討している買収提案は3Dが提出したもののみ）、提案価値引き上げの失敗（十分な情報開示を行わず企業価値向上策の具体化や提案価格の引き上げを実現できていない）、重要な状況変化の買収提案への未反映（23年7月以降の状況変化は買収提案に未反映のまま）
 - ― 不合理な比較手法の適用：買収提案価格の比較対象として新中計発表後の株価+プレミアムを用いるのではなく、野心的な新中計の未達成リスクの過小な見積もりや過度に低い資本コストの適用等によって過度に高く算出されうる「本源的価値」を用いようとしており、apples to orangesの比較が行われる懸念がある
- 3Dは、富士ソフトの企業価値最大化を達成する非公開化に係る検討プロセスは、下記によって実現されると考えている
 - ― 監査役機能の強化による不適切な経営判断の予防：スティーブン・ギブズ氏を監査役として選任し、取締役会への監視機能を強化する ----- 株主提案①
 - ― 買収提案価値の最大化：状況変化を踏まえた買収提案を正式に募集のうえ、提案者に対する十分な情報提供を行い企業価値向上策の具体化・提案価格の最大化を実現する
 - ― 適切な比較手法の適用：新中計発表後の株価に適切なプレミアムが付された提案価格が提示されているかという観点から、非公開化の妥当性を検討する
- なお、取締役会が買収提案を否決した場合、大規模な自己株式取得を行って早急に一株当たりの本源的価値、及び資本効率を高めるべきと考える
 - ― 3Dは、仮に取締役会が買収提案を否決した場合、株主総会の終了後一年間に総額750億円の自己株式取得を行うことを提案している ----- 株主提案②
 - ― 自己株式取得の妥当性：取締役会が買収提案を否決した場合、その時点の株価は、新中計に基づいた「本源的価値」を大幅に下回っていることになる。したがって、配当よりも自己株式取得の方が、一株当たりの本源的価値を高めることに繋がる
 - ― 規模の妥当性：750億円は、競合水準のROEを確実に実現するために必要な過剰資本解消額1,350億円¹、新中計で会社がコミットした自己株式取得合計額1,000億円、不動産売却後の単体分配可能額1,550億円とネット・キャッシュ1,550億円、直近の単体分配可能額770億円のいずれも下回る水準である
 - ― 期間の妥当性：富士ソフトは2024年度に大規模な不動産流動化計画を有しているため1年という期間で株主還元方針を区切ることは合理的である。また、市場流動性から見ても750億円という規模と1年という期間設定の組み合わせは合理的である

Appendix 1:理論上の「本源的価値」が過度に高く算出される懸念について

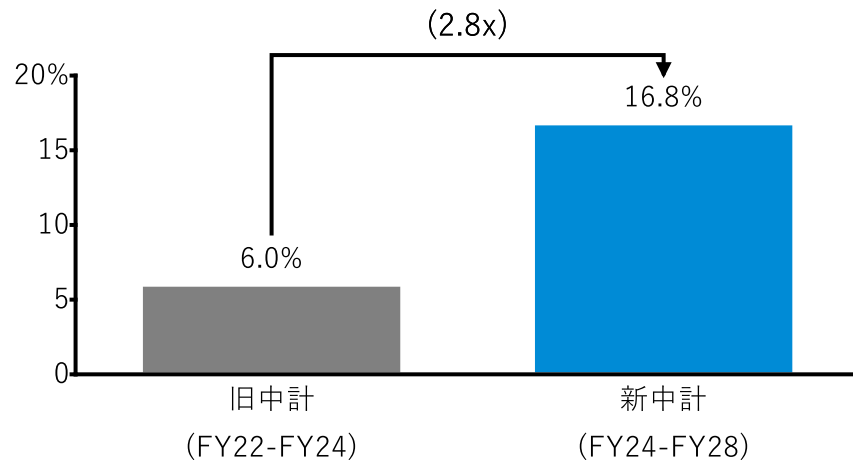
新中計は極めて野心的であり、理論上の「本源的価値」が過度に高く算出される懸念がある

新中計は旧中計と比較して、極めて野心的な目標を抱えている

目標売上
CAGRは
旧中計の
1.6倍



目標
営業利益
CAGRは
旧中計の
2.8倍



アナリストは、新中計が野心的なものと認識しており、一部のアナリストは実現可能性にも疑義を呈している

”高い利益目標と積極的株主還元を掲げる新中期計画を発表”

証券会社A アナリストレポート 2024年2月14日

”業績堅調、新中計意欲的も、非上場化の進展無し”

証券会社B アナリストレポート 2024年2月15日

”23/12期決算：目先の株価にニュートラル、中計期間で自社株買い1,000億円以上は好印象も割安と言えず、中計はハードル高く映る”

証券会社C アナリストレポート 2024年2月14日

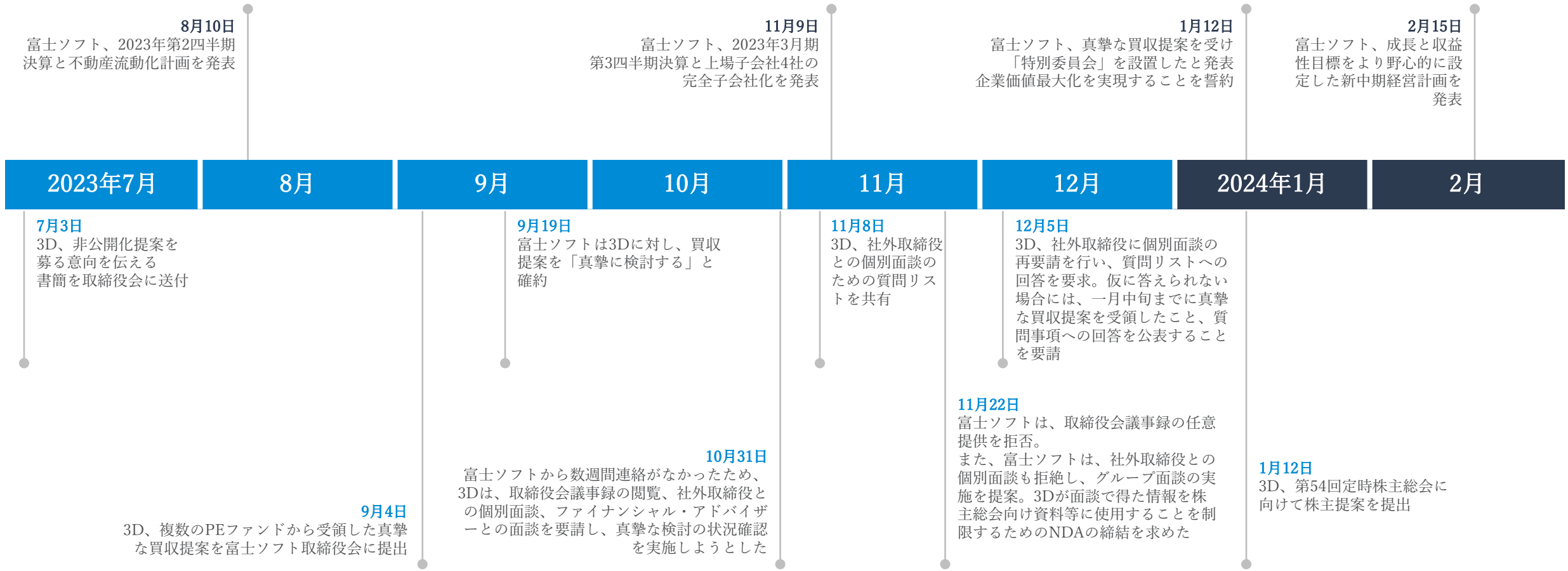
買収対象会社の取締役については買収提案に反対するために恣意的に高い事業計画を作成する懸念があるとされていることからすれば、富士ソフトの新中計も過度に野心的な内容となっている可能性がある

Appendix 2: 3Dと富士ソフトの対話について



3Dと富士ソフトの対話の概要

再掲



富士ソフトは、真摯な検討に関する、3Dの懸念を解消するための建設的な対話を放棄した

3Dが抱える懸念

懸念を解消するための3Dの要望

富士ソフトの対応

A 富士ソフトが定義する真摯な検討が企業価値最大化を実現するものでない

- 真摯な検討の実施に際して、下記要素を満たすよう要望
 - 法的拘束力を持たない提案であっても取締役会に付議すること
 - 株主にとってできる限り有利な、法的拘束力のある提案を受領するために最善を尽くす（DD機会の提供やプロセスにおける障害の排除）
 - 提案の買収価格に、十分なプレミアムが付与されているかを検討し、取締役会で提案を受けるとの決議を行う

- 真摯な検討の構成要素について明言を避けた
 - 真摯な検討の構成要素について「相違する部分も含まれている」と回答するも、具体的な相違点について示さず
- 企業価値最大化の観点からの検討ではなく、善管注意義務の観点からの検討を行うことを示唆した
 - あえて善管注意義務の観点からのアドバイスをいうリーガルアドバイザーを例示し、アドバイザーからの助言を受けながら、「指針に従った適切な対応」を行っているとして3Dに伝達

B 買収提案の真摯な検討が進んでいない

- 真摯な検討の実施状況確認のため、富士ソフトに下記を要望
 - 3Dは、社外取締役に対し、買収提案受領後に適切なアクションを取ってきたかについて質問を行った
 - 当初は社外取締役との個別面談による回答を求めたが拒否されたため、書面回答、もしくは書面回答も困難である場合は、プレスリリースにおいて回答するよう要望した
- 買収提案者に対して、真摯な検討が行われているかについての質問表を送付し回答を依頼
 - 3Dは、社外取締役に対して、執行などによって買収提案者による回答が差し止められないよう、適切な監督機能の発揮を求めた

- 3Dが真摯な検討の実施状況確認のために行った要望を拒絶した
 - 2024年1月12日にプレスリリースを公開したが、特別委員会の委嘱内容を示すのみで、社外取締役がこれまでどのようなアクションを取ってきたかについてはほぼ記載しなかった
- 本日時点において回答は何ら得られておらず、買収提案者は会社から回答を禁じられたと解釈せざるを得ない状況にある

A 富士ソフトは、真摯な検討の構成要素について明言を避けた上、企業価値最大化の観点からの検討ではなく、善管注意義務の観点からの検討を行うことを示唆した (1/2)

3Dによる要望

2023年10月31日書簡

なお、当社は、「真摯な検討」とは、下記の条件を満たしている必要があると考えております。仮に以下の条件が満たされていない場合、貴社取締役会が「真摯な検討」を行っていないと判断いたしますので、その旨付言いたします。

「真摯な検討」の構成要素

- 「真摯な提案」を受領した場合、法的拘束力を持たない提案であっても取締役会に付議すること
- 取締役会は、法的拘束力のある株主にとってできる限り有利な提案を受領するために最善を尽くすこと
 - 「真摯な提案」の各提案者に対して、法的拘束力を持つ株主にとってできる限り有利な提案をさせるのに必要十分な情報を提供すべきであり、特段の事情がない限り、デュー・ディリジェンスの機会を提供するなど、適切な情報提供を行うこと
 - 執行部などが法的拘束力のある株主にとってできる限り有利な提案を受領するためのプロセスを妨げるようなことがある場合は、あらゆる手を尽くしてその解消に努めること
- 取締役会は、当該提案の買収価格が現在の株価に対し十分なプレミアムが付与されているかを検討し、取締役会にて決議を行うこと

また、貴社における「真摯に検討」することと、上述の「真摯な検討」の構成要素との間に差異がある場合は、同日の2023年11月7日までに、その旨を書面にてご回答くださいますよう、お願い申し上げます。

なお、当社は、本件各提案を貴社取締役会に提出してから2か月が経過しつつあることから、本件提案者の方々に再度コンタクトのうえ、貴社との間に真摯な検討に該当する適切なコミュニケーションが行われているか、株主としてサポートさせていただける事柄がないかなどについて確認させていただく予定ですので、その旨、事前にお知らせいたします。

どうぞよろしくお願い申し上げます。

敬具

- 3Dは、真摯な検討の構成要素を下記の通り明示した
 - 法的拘束力を持たない提案であっても取締役会に付議すること
 - 株主にとってできる限り有利な提案を受領するために最善を尽くす（DD機会の提供やプロセスにおける障害の排除）
 - 提案の買収価格に、十分なプレミアムが付与されているかを検討し、取締役会で提案を受けるかの決議を行う
- そのうえで、真摯な検討の構成要素の認識に差異がある場合は、書面でその旨を回答することを要望した

A 富士ソフトは、真摯な検討の構成要素について明言を避けた上、企業価値最大化の観点からの検討ではなく、善管注意義務の観点からの検討を行うことを示唆した (2/2)

富士ソフトの対応

2023年11月12日書簡

【「真摯な検討」の構成要素について】

当社は、「企業買収における行動指針」（以下「指針」）を踏まえ、「真摯な提案」については取締役会において「真摯な検討」をすべきとの考え方のもと、真摯な提案につき、企業価値ひいては株主共同の利益を確保し又は向上させるかという観点から、真摯な検討を行っているところです。

なお、取締役・取締役会の行動規範に関する貴社のご意見の中には当社の見解と相違する部分も含まれているとお見受けしているところ、当社は、指針の策定に関与したリーガルアドバイザーを含むアドバイザーからの助言も受けながら、指針に従った適切な対応を行っていることを申し添えます。

- **会社は、真摯な検討の構成要素に相違があると明言した**
 - 真摯な検討の構成要素について具体的な相違点について示さないまま「相違する部分も含まれている」と回答
- **企業価値最大化ではなく、善管注意義務違反を回避するための検討プロセスを想定しているような回答を行った**
 - あえて善管注意義務の観点からのアドバイスを行うリーガルアドバイザーを例示し、アドバイザーからの助言を受けながら、「指針に従った適切な対応」を行っているとして3Dに伝達

B 富士ソフトは、3Dが真摯な検討の実施状況確認のために行った要望を拒絶した (1/2)

3Dによる要望

2023年11月8日送付（社外取締役への質問事項）

（別紙）社外取締役の方々へのご質問事項

- 取締役会として、各非公開化提案に関して、各本件提案者に対して、質問、追加の情報提供の要請、又は協議の申し入れを実施しましたか？（実施した場合には）いつ実施しましたか？
 - 取締役会として、非公開化提案に関する検討スケジュール又は非公開化スケジュールを策定しましたか？また、それを各本件提案者に対して明確化しましたか？
 - 取締役会として、法的拘束力を持つ非公開化提案の提出を、各本件提案者に対して求めていますか？
 - 取締役会として、各本件提案者に対して、法的拘束力を有する最終提案を提出するために必要な情報提供を実施しましたか？
-
- 取締役会（個別の取締役ではなく）として、非公開化提案について、各本件提案者と直接面談し、説明を受け、質疑応答を行った事実はございますか？
 - 独立社外取締役として、プロセスを不当に遅延させるような執行部の行為・対応の有無を都度検証していますか？
 - （行為・対応がある場合）その解消のために主導的に動いているとご自身を評価しますか？また、具体的にどのような行為をしましたか？
 - （行為・対応がない場合）具体的に執行部はプロセスをどのように進行させていますか？
 - 会社による正式な設定に基づき、独立社外取締役として、本件提案者の間で個別の面談を行ったことはありますか？
 - ご自身の個人的な見解として、非公開化案に対して不誠実な対応（例：検討プロセスの明らかな遅延、非公開化案の否定を前提とした非建設的な議論、過度に期間の長いNDA・スタンスティル合意の要求、買収をあきらめるような圧力、等）が足元生じているような印象はございますか？
 - ご自身の個人的な見解として、現状の取締役会が、「真摯な検討」を行っていると考えますか？考える場合はその根拠を、考えない場合は、貴社取締役会が当社に対して送付した2023年9月19日付け書簡との整合性をご説明ください。

- 3Dは、企業価値最大化のための適切な検討プロセスが進行しているかについて疑義が生じたことから、社外取締役に対し、買収提案受領後に適切なアクションを執ってきたかについて質問を行った
- 当初は社外取締役との個別面談による回答を求めたが拒否されたため、書面回答、もしくは書面回答も困難である場合は、プレスリリースにおいて回答するよう要望した

富士ソフトの対応

- 富士ソフトは、2024年1月12日にプレスリリースを公開したが、特別委員会の委嘱内容を示すのみで、社外取締役がこれまでどのようなアクションを取ってきたかについてはほぼ記載しなかった

B 富士ソフトは、3Dが真摯な検討の実施状況確認のために行った要望を拒絶した (2/2)

2023年11月02日 買収提案者への質問事項

(ご参考) 本件提案者へのご質問事項

質問項目	回答 (Yes/No, その理由) 例: No, 詳細な DD を行う機会は得 ていない、一定の情報をリクエスト したが返答がない 等	対象会社への回 答概略の 開示可否 (可/否)
現在、優先交渉権に係る合意書第5条（通知及び協議）に記載される「対象会社から本最終提案に関して何らの通知も協議の申し入れもない場合」、もしくは「提案者が本最終提案を実行するために必要な情報提供が行われない場合」に該当し得る状況でしょうか？	取締役会から、詳細なデュー・ディリジェンス機会の提供など、法的拘束力を持つ非公開化提案を行うに必要な情報提供は行われていますか？	
取締役会から、非公開化提案の内容に関して協議を行いたい旨の正式な申し入れはございましたか？	非公開化提案について、取締役会（個別の取締役ではなく）へ直接説明する機会は提供されましたか？	
取締役会は、非公開化提案に関する検討スケジュール又は非公開化スケジュールを明確化していますか？	独立社外取締役は、プロセスを不当に遅延させるような執行部の行為・対応の有無を都度検証し、その解消のために主導的に動いていると評価しますか？	
取締役会から、法的拘束力を持つ非公開化提案の提出を求められていますか？	会社による正式な設定に基づき、独立社外取締役と面談したことはありますか？	
	非公開化案に対して会社から不誠実な対応（例：検討プロセスの明らかな遅延、非公開化案の否定を前提とした非建設的な議論、過度に期間の長い NDA・スタンドスティル合意の要求、買収をあきらめるように圧力をかけられる等）をされている事実はございますか？	
	総じて、現状の取締役会が、「真摯な検討」を行っていると考えますか？	

- 3Dは、企業価値最大化のための適切な検討プロセスが進行しているかについて疑義が生じたことから、買収提案者に質問票を送付し回答を求めた
- また、3Dは、社外取締役に対して、執行などによって買収提案者による回答が差し止められないよう、適切な監督機能の発揮を求めた



富士ソフトの対応

- しかし、買収提案者からは一切回答が得られなかった。3Dは、富士ソフトが、買収提案者に質問票への回答を禁じたと解釈せざるを得ないと考えている

Appendix 3: ROE算出の前提条件について

ROE試算の前提

(百万円)

成り行きでの
修正ROE

	FY23/12	FY24/12想定	FY25/12想定	FY26/12想定
当期純利益	13,691	15,556	16,821	17,080
期末修正純資産	206,546	216,658	227,591	238,693
前期末修正純資産		206,546	216,658	227,591
当期純利益		15,556	16,821	17,080
配当性向		35%	35%	35%
配当総額		5,445	5,887	5,978
ROE	6.6%	7.2%	7.4%	7.2%

▪ FY24/12-26/12はコンセンサス営業利益に税率(70%)をかけて算出

▪ 会社想定に基づく

総額1,350億円
の株主資本の
余剰解消後の
修正ROE

	FY23/12	FY24/12想定	FY25/12想定	FY26/12想定
当期純利益	13,691	15,556	16,821	17,080
期末修正純資産	206,546	141,658	112,591	103,693
前期末修正純資産		206,546	141,658	112,591
当期純利益		15,556	16,821	17,080
配当性向		35%	35%	35%
配当総額		5,445	5,887	5,978
自己株式取得		75,000	40,000	20,000
ROE	6.6%	11.0%	14.9%	16.5%

▪ FY24/12-26/12にかけて、1,350億円の自己株式取得を実施

▪ FY26/12以降、ROE16.5%を達成

免責事項



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、富士ソフトの定時株主総会における監査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・特別関係者・密接関係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、自ら又は他の富士ソフトの株主を通じて、富士ソフト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、いかなる取引、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、取引、投資、財務、法律、税務その他のいかなる助言、提案、もしくは招請でもありません。

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るべきではなく、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公開の第三者情報源（「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、

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。