

名古屋市中村区名駅五丁目38番5号
株式会社 DSG1
代表取締役 澤田大輔 殿

回答書

はじめに

貴社からの令和5年3月17日付質問書（以下「3月17日付質問書」）をご送付いただきありがとうございます。昨年6月23日の定時株主総会からはや9カ月が経ち、私がFVCに合流して初めての決算年度が締まろうとするなか、あの株主提案はやってよかったのか、自分は今の職責を十分に果たしているのか、回顧する良い機会となりました。改めてお礼申し上げます。

冒頭でまず申し上げたいのは、あの総会前と総会后とで、私の信念や方針には一切変更がないことです。総会前の、あの時の声明を、私は今ここで敢えて繰り返します：

私は、FVCが運用するファンドの規模と投資領域の両方を拡大し、市況の良いときは“IPOを仕組化”できるファンド構造で投資リターンを勝ち取り、市況が悪いときは不良債権投資と企業再生で高リターンと地域活性化を実現していきます。

そのなかで、小が大を飲む戦略的買収も実践し、ひとまず時価総額300億円（株価3400円）にし、過去7年間FVCを少しでも信じてくださったすべての株主様の含み損を帳消しにしたい思いです。そのうえで、時価総額1000億円台を視野に日本を代表する投資会社を目指します。

正直のところ、1000億円すら目線が低いと思っています。たった一度限りの人生、大勢他者がすでに通過したマイルストーンを目指すことに、何らロマンを見出せません。

これが、私の想いであり、熱意であり、自信です。

当社の強みは、なんといっても上場会社という「資本へのアクセス」です。増資をして資金調達をしたり、株式交付や株式交換によって企業買収をできる柔軟性のことをいっています。なお、これは、私がおいそれと新規株式発行をして株主の持分を希薄化させるといっているではありません。安易な希薄化には私は断固反対です。ここで言わんとしているのは、素晴らしい投資案件と遭遇し、その案件実行への最後の障壁が支払対価の準備であるとき、上場会社なら非上場会社よりもはるかに柔軟に対応できる、という点です。

その上場会社というメリットに加え、FVCは、私がこれまでのキャリアから深く理解するファンド事業を営み、地方金融機関とも親密関係を維持しています。昨年私が出した

株主提案は、必ずしも勝算が高くありませんでした。しかしそんなFVCだからこそ、私の能力と努力を活かせるという思いから、揺るがぬ信念をもって提出したものです。

ただし、こうしてFVCを立て直していくには、ひとつのトレードオフが伴います。それは、利害関係者の多さです。

FVCには、数千人の株主、社外取締役、外部取引先、ファンド出資者、ファンド投融資先、そしてなによりもFVCが日々の生計を預かる正社員と派遣社員がいます。個人事業主とは対照に、これら多種多様の利害関係者と対話と調整を重ねて新たな経営戦略を実行に移すのは、果てしない努力と法的責任を伴います。そのトレードオフを甘受するに値する理由が、上場会社としての資本へのアクセスです。

総会前と総会后で唯一変わったのは、私のこうした信念や方針ではなく、私の上場会社インサイダーという立場です。3月17日付質問書では、当社の中期戦略から総会日程に至るまで複数の疑問を呈されましたが、こうしてご疑問を持たれたのも、その立場の変化に起因するものと私は受け止めています。

例えば、私が上場会社インサイダーとして過去9カ月してきたこと、そして今後企図していることを随時包み隠さず株式市場に向けて公表すれば、透明性だけは、私が個人株主の立場でSNS発信をしていた頃並みに保てるかもしれません。しかし、それが企業買収や組織再編あるいは資本政策に関する機微な情報であるほど、当社の信頼は失墜し、社内メンバーは無用に動揺し、肝心の案件も不成立に終わるでしょう。そのような開示が法的に許容されない場合すらあります。他方で、上場会社が情報をむやみに市場から包み隠せば、その不透明さに対し株主が不信を募らせるのも当然です。

肝心なのはしかるべき機関決定が下るまで機微な情報の秘匿性を保ちつつし、経営の透明性も図るバランス感覚だとおもいます。

以上の前置きを踏まえ、以下、いただいた各ご質問に回答します。

「下方修正」と「方針変更」のご指摘

175億円の意味合い

昨年9月12日付中期戦略資料では、私は初めて、具体的な期限を設けて目標株価に言及しました。私の想いや熱意、そして自信に拘わらず、立場上も法令上も、上場会社インサイダーによる株価目標数字には合理的（見方によっては保守的）根拠が求められます。

したがって、当社が親密である地域金融機関とも協調して黒字企業の事業承継案件を発掘することを主に想定（中期戦略資料11項）し、FVCの直近売上規模（約5億円）と同規模の企業買収を年間1件は実行するという仮定（中期戦略資料16項およびFVC公式YouTube株主説明会「新・中期ビジョンと成長戦略」2022年9月12日27:30~28:00）の下、それら買収先企業に再生エネルギー等の付加価値とテーマ性を加えることで高PER評価される企業群を目指す（中期戦略資料11・12項）前提において試算することで、2026年3月期までに時価総額175億円という目標を算出しています。

私はこれを目標株価の下方修正とは見做していません。時価総額175億を前倒しで達成する可能性も排除していない旨明言しており（FVC公式YouTube株主説明会「新・中期ビジョンと成長戦略」2022年9月12日49:34~51:33）、その暁には次の目標を立て、私の想いと自信を具現化していく所存です。

企業買収の実行がまだにない点

昨年6月23日定時総会の閉会后、私は、6月の最終週および7月・8月を、次の三つの業務に費やしました：（1つ目）社内の事業実態と人材の適材適所把握につき、個人面談などを通じて把握すること；（2つ目）ファンド出資者を中心とする外部取引先にご挨拶に周り、私の自己紹介と株主提案の真意、そして今後も変わらぬ地方創生や起業家支援への想いを私自身の口でご説明すること；（3つ目）社内の実態を踏まえ、中期成長戦略を立案すること、です。

その結実が9月12日に発表した中期戦略であり、ファンド事業の拡大と企業買収の2本柱で構成されるその内容は、株主提案と整合しております。

9月中旬からいよいよ企業買収の実行にむけ、新規採用もしながら企業リサーチ、全国M&A仲介業者との折衝、企業経営者との面談を進めるわけですが、中期戦略発表以来、現時点で約半年が経過しております。

企業買収の実行に半年以上の期間を要するのは、M&Aの世界では正常だと思います。当社が開示で語るように、永久保有型M&Aの着想は米国著名投資家ウォーレンバフェット氏率いるバークシャーハザウェイの投資手法（2023年3月期第2四半期決算説明資料18頁）ですが、バフェット氏自身、これと見定めた機会がなければたとえ数年経とうと手を出さず、拙速な案件実行を忌避することで有名です。9.11 NY テロ事件を受けた異次元の量的緩和でマネーが溢れ、あらゆる資産価格が高騰した7年間じっと静観を保ち、2008年にリーマンが破綻した途端、そのたった25日以内に2兆円近くの投資を実行したバフェット氏を、識者は「冬場ここぞとばかりに獲物を狙うライオン」と称しました。

私はバフェット氏のこの投資姿勢を踏襲し、早期の案件実行そのものを目標にするのではなく、投資や買収後にFVCが着実に成長することを目標に、案件を見極め続ける所存です。功を焦り、不適切案件を実行して後に減損を強いられることだけは避けようとしています。

但し、もしたった今、これぞという機会に遭遇したなら、私はライオンを凌ぎ電光石火の如く動くことでしょう。

ご指摘の株価水準低迷に関しても、M&A成約とほぼ同じことが言えると思います。企業買収も、短期的な株価動向も、いずれもが目的実現のための手段にすぎないのであり、それそのものを目的視した途端、会社にとっては本末転倒で危険だと考えます。

場合によっては、短期的に株価を上げる施策が長期的株価向上にもつながる場合もある

でしょう。しかしもし仮に、足元の株価低迷を前に「焦らない」ことこそが、中長期で勝てる企業買収を見極めるために必要な忍耐であるならば、私はそれを甘受します。但し、あまりに不合理な水準で当社の株価が放置されることがあれば、自社株買いを講じるスタンスであることは、中期戦略資料 17 項で述べたとおりです。

その資金余力を蓄えるためにも、将来性ある優れた黒字企業を見つけ出し、それを築いた売主創業者と深い気持ちの部分での共感を勝ち取って、あくまで妥当な価格で投資実行しなければなりません。

買収後 F V C の会計上のれん償却負担を抑制するため、それらをやりきらねばなりません。

サーキュラーエコノミー

質問書では、サーキュラーエコノミー領域への投資を、方針の「変更」ないし「相違」とされています。しかし私自身は、これを戦略の具体化と位置付けております。6月23日以降、私が F V C の強みや取引先との関係性などを精査し、戦略を戦術に落とし込んだ結果です。

優れた買収案件を実行するには、セクター専門性が必要です。M & A 仲介業者に対し、「セクター問わず良い案件はうちに紹介を」と依頼すれば、日本に 400 万社近く中小企業があり、完全成功報酬制が一般的な仲介業者からすれば、労力の浪費が懸念され、よい案件はまずといって初回取引先である F V C には紹介されません。

仲介業者には買収対象セクターや事業規模そして希望地域などできるだけ細かく定義し、その理由と想いを伝え、売主に対し F V C の代弁者としてアプローチしてもらう必要があります。

次に、たとえ優良企業の売主と交渉の場につけたとしても、セクター専門性がないと相手にされません（買収後ののれん計上額を無視して法外な価格を支払うなら別ですが）。安定的な黒字企業を一代で築き上げた創業者ほど、自分の会社を自分の身体の一部と思っていることは、ほかでもなく澤田様をご理解されているとおりで。事業の知見もない買主候補に、株も譲ってもらえなければ、社員を託すほど信頼もされないでしょう。

このため、F V C としての買収対象セクターを定義するなか、私が 7 月から 8 月にかけて精査したのが世界の潮流と F V C の強みです。ウクライナ戦争でサプライチェーンが乱れ、自国内での資源・エネルギー安全保障が叫ばれる中、脱炭素・SDGs という環境保護の規制と社会気運がそれに追い打ちをかけるように「リサイクル産業」と「再生エネルギー産業」に近代化を促しています。

廃棄物処理・リサイクル業といえば広大な土地とプラント施設が必要で、必然的に優良企業が地方に多くあり、F V C が地方創生ファンド運営を通じて築き上げた地方銀行らとのネットワークや知見が、案件発掘と買収資金調達の両面で活かせると判断しました。また、既存ファンドにおいては環境関連ベンチャーに約 30 社投資実行しており、それらファンド投資先と買収先サーキュラーエコノミー企業との協業を推進することが、F V C 社

員に誇りと新経営体制への共感をもってもらえることも期待しました。

昨年6月の定時株主総会までに、サーキュラーエコノミー領域という具体テーマを掲げられなかったのは事実です。FVCの社内実態や強みに関し、そこまでの粒度での見極めは、有価証券報告書などの公開資料では到底無理であったと今でも思います。なお、私の株主提案が企業買収に関して争点にしたのは、ターゲットセクターをどこにするかではなく、買収に対する実行力です（2022年4月4日付株主提案書―「問題点の解決策」―「解決策1」）。

対話と説明不足のご指摘

「方針の変更や相違に対する対話・説明が不足」とのご指摘をいただきましたが、総会前と総会后で、私の信念や方針に変更は一切ありません。また、株主への説明・対話に関しても、サーキュラーエコノミー領域に注力したい理由（中期戦略資料10頁）、但しそれはあくまで重点分野であり、M&A対象セクターに関し自ら制限を課すわけではないこと（2022年9月12日付「持株会社体制への移行準備に関するお知らせ」）、2026年3月期までに時価総額175億円という目標設定の根底にある思想（中期戦略資料11頁、12頁および16頁）、四半期決算発表ごとの決算説明ライブ配信と録画版のYouTube掲載、そして当日参加が不可能な方への事前質問受付を行ってまいりました。

本回答書の冒頭で述べたとおり、唯一変わったのは、私の立場です。上場会社インサイダーの私が、逐一情報公開すると、それが外部との機微な取引案件（買収など）であるほどその案件は不成立に終わり、不用意な情報漏洩をしたとして当社の信用は不可逆的に失墜し、法的責任すら生じかねません。他方で、上場会社が情報をむやみに市場から包み隠せば、その不透明さに株主が不信を募らせるのは当然です。

このバランスを保つのは容易ではなく、私が他の上場企業経営者と比べそのバランスをうまく維持しているか否かについては賛否両論あるかもしれませんが、適時開示ルールや守秘義務、知名度、限られた経営資源らすべてに配慮しつつ、引き続き開示の最適化に努力するのが私の任務と心得ております。

受託者責任に関して

当社は、ファンド運営者として受託者責任の遵守は常に心掛けておりますが、ファンド事業と自己投資の利益相反を回避するためには、利益相反を回避するための「手続き」を確実に遵守することが重要と考えております。何をどうすれば明白な違反という性格の義務（例：赤信号無視）ではなく、常日頃委託者と受託者の利害が相反し得るなか、受託者が正当な手続きを踏めば原則的に受託者責任を果たせるという考え方です。

そもそも、当社が運営者を務めるファンド同士、そしてファンドと自己資本投資の間で、そう頻繁に利益相反がおきるわけでもなく、仮におきたとしてもそのこと自体は悪いことではありません。重要なのは手続きをきちんと遵守し、双方の利益相反を回避し、逆

に不用にそれぞれの投資機会が阻害されないための仕組み作りです。以下に詳述します。

各ファンドで定義される投資権限

当社が運営を受託する投資ファンドには、それぞれ出資者に委託された投資権限が定まっています。例えば、どの地域の企業に投資してよいか；1件あたりの投資上限金額はいくらまでか；企業成長ステージのうち投資支援するのは「創業時」か、「成長時」か、それとも後継者へバトンタッチする「承継時」なのか；何年後にファンドは満期償還されるべきか；投資対象とする有価証券は株式か社債か、などです。

したがって、例えば、四国地方設立企業限定で創業支援をするファンドと、東北地方設立企業限定で承継支援をするファンドとの間では、利益相反はまずありません。他方で、仮に東京で設立された会社に創業支援するファンドがあると同時に、当社が日本全国でフィンテックに投資できるファンドがあるとするれば、投資対象案件が重複する可能性はあります。この時、所定の社内手続きを踏んで各ファンドへの振分等を決定することで、これら両ファンドへの受託者責任を果たします。

同じことが、ファンド投資と自己資本投資にもあてはまります。基本的に、当社が運営するファンドはスタートアップを主とする未上場企業に対する少数持分投資または無議決権種類株式投資であり、当社が自己資本投資で掲げるサーキュラーエコノミー領域黒字成熟企業の事業承継型経営権取得（過半数～100%の議決権取得）とは、利益相反はまず生まれません。しかしもし万が一、当社のファンドで投資対象となりえる企業に、自己資本投資を検討することとなった場合、その可否や按分方法につき上記同様の手続きを踏むこととなります。

利害調整の手続きの活用

受託者と委託者で、形式的に利害が相反するのは珍しくなく、それそのものが悪いことばかりでもありません。例えば、現職役員と上場会社との間での商取引は明白な利益相反取引ですが、当事者役員が決議に参加しない取締役会手続きを経ることで会社法はそれを許しています。また、当社が積極的な自己資本投資を掲げるからこそ、事業承継ファンドの満期到来時にそのファンドからFVC本体へ売却でき得るという可能性を評価して、事業承継ファンド立上げを前向きにご検討くださるファンド出資候補者もいます。自己資本投資という受け皿が、承継ファンド新規立ち上げの売り文句にもなっているわけです。

必要なのは、受託者責任懈怠を恐れて経済合理性ある取引を前に萎縮することではなく、常日頃から相反し得る利害を適正に調整する手続きを具備することであると受け止めています。

最後に、ファンド運用をする会社が同グループ内で自己資本投資をしている事例として、マネックス・グループによるコインチェック買収、SBIグループによる新生銀行買収、カーライル・グループによるAIGの保険事業買収、KKRによるグローバル・アトラ

ンティック買収、ブラックストーンによるオールステートの生保事業買収そしてアポロ・グローバル・マネジメントによるアテネ HD 買収など枚挙にいとまない点、補足しておきます。

総会日程に関して

私は、FVC 経営者として、当社の IR カレンダーに一定の羞恥心を禁じ得ません。ソフトバンクグループ (SBG) の 1/1000 以下の時価総額で事業ポートフォリオも遥かに簡素な当社が、SBG より大抵数日遅れで開示や説明会をしているからです。

前経営陣の開示姿勢も批判して FVC に参画した私としては、開示内容の充実は無論、開示や機関決定のスピードも加速させたいと思っています。決算短信の開示は決算四半期終了日から 45 日以内、定時株主総会は決算年度終了日から 90 日以内とそれぞれルール上規定されていますが、ルール上の期限ぎりぎりまで当然のごとく開示や総会意思決定を遅らせる経営者には共感できかねます。

もちろん、取締役全員が会議参加できる日程の調整や監査報告書を提出する監査法人の都合、決算に大きな影響をあたえる事象の有無、総会シーズン中の会場確保など、段取りのかねあいでも毎回早期の短信開示や総会実施が可能とはいかないかもしれません。しかし、今年においては、6月13日より遅く総会を開催する理由がむしろないため、この日に設定しております。

上記をもって貴社による 3 月 17 日付質問書への回答とさせていただきます。なお、私は当社の業務に関する金融商品取引法第 166 条記載の重要事実を所持しております。上記説明や言い回しの一部に不明確さをお感じになった場合、私なりの配慮があったものご理解ください。

以上

フューチャーベンチャーキャピタル株式会社

代表取締役

金武偉

2023年3月22日