

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

第2回答書

貴社より受領しました令和5年3月27日付「回答書に対するご質問書」（以下、「第2質問書」）につき、以下のとおり回答申し上げます。なお、以下において、当社代表取締役 金武偉（以下、「私」）が主体となって回答しているものについても、当社の全取締役とも共通の理解の上で、ご回答申し上げます。

（ご質問5）

全取締役による関与がありました。

昨年6月23日定時株主総会において株主による意思表示を受け、当社取締役会は、根本的理念及び経営政策の点において意見の一致するメンバーで構成されております。回答書作成という物理的・文字起こし作業は、唯一の業務執行取締役であり、令和5年3月17日付質問書（以下、「第1質問書」）冒頭で直接ご指名頂いている私が担いましたが、回答内容の構想、中期戦略資料記載の株価目標からサーキュラーエコノミー投資、しいては総会日程設定の背後にある開示や対話の場重視の思想に至るまで、全取締役にて、従前より継続的かつ活発な関与がありました。

経営政策や具体的方針は、取締役会での定期的な議論に加えて、常日頃変化する事業環境を踏まえて柔軟に議論すべきものと捉えており、私とその他取締役とのこうした関与は今後も継続していきます。

（ご質問5-1）

（1）および（2）は該当事項がありません。（3）は、以下のとおりであり、かかる内容の最新版をコーポレートガバナンス報告書に盛り込み、定時株主総会後に東京証券取引所へ提出予定です：

当社は、中長期的な企業価値の向上に資するため、IR活動を通じ株主その他の投資家との建設的な対話を行います。

IR活動は社長が統括し、社内との関係部署と密接に連携しつつ、財務経理部広報担当が窓口となって行います。機関投資家及び個人投資家向けに、年4回、決算説明の概要又は説明用資料をZoomでのライブ配信および当社Webサイ

トで開示します。機関投資家及び個人投資家との個別面談は、合理的な範囲で財務経理部長又は社長が対応します。

当社 Web サイト等を通じて、IR 関連資料をはじめ、当社の経営方針、投資活動及び財務状況等に関する情報発信の充実に努めます。また、株主総会招集通知の記載の充実を図り、株主に適時情報を提供します。投資家との対話を通じて得られた意見等は役員に適時フィードバックするとともに、取締役会において報告し今後の経営に活用します。

対話に際しインサイダー情報の社外への漏洩を防ぐため、社内規程を設け適切に管理します。

(ご質問 5 - 2)

該当事項がありません。

(ご質問 6)

端的に、下方修正されていません。

F V C インサイダーとして知り得た全情報を随時合理的根拠に落とし込み、私が初めて具体的期限付きで掲げた 2026 年 3 月期時価総額目標が 175 億であったに過ぎず、第 1 回答書で述べましたとおり、前倒し達成の可能性排除しない旨も併せて明言しています。前倒し達成の暁には、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。

(ご質問 6 - 1)

(1) 端的に、インサイダーでない外部株主なりの合理的根拠は、当然に必要です。

F V C は、過去、株価 3400 円を実際に記録しています。同じ会社として、一度ついた株価が二度とつかない(目標とすらない)との発想にこそ合理的根拠に欠けると考え、「第 1 回答書— はじめに」で述べました F V C の魅力をもってすればなおのこと可能性があると思料します。また、サン電子株式会社は、過去に経営者交代を図る株主提案がだされましたが、提案提出後一時は 855 円まで下がった株価は経営者交代後に 4000 円まで上昇しており、経営者交代が企業価値しいては株価向上の大きな起爆剤となり得ることを証左しています。

「第 1 回答書— はじめに」で述べた F V C の魅力をはじめ、私の令和 4 年 4 月 4 日付株主提案で掲げた「M&A の実行」で企業価値を高めた幾多の上場会社の例、サン

電子社の株主提案可決後の株価上昇実績、そしてFVC自身の過去の株価実績を総合して捉えた時、インサイダーでない当時の外部株主として、株価3400円という目標表明には合理的根拠がありました。他社にその規模感での株価上昇が達成できて、当社にそれができないと思ひ込む理由はむしろありません。

(2) 下方修正ではありません。

FVCインサイダーとして知り得た全情報を随時合理的根拠に落とし込み、私が初めて具体的期限付きで掲げた2026年3月期時価総額目標が175億であったに過ぎず、前倒し達成の可能性排除しない旨も併せて明言しています。前倒し達成の暁には、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。

(3) 該当事項がありません。

(ご質問6-2)

該当事項がありません。

(ご質問7)

私は、これまでの証券取引及びプライベートエクイティ業界でのキャリア上、多くの投資案件を手掛けて参り、ディールソーシング及び実行の判断のノウハウを取得しております。FVCにおいても、これまで実際に、案件実行に至る寸前までいきましたが様々な事情により当社の裁量で見送ったM&A案件もございます。買収の実行力は、私自身がFVCに提供できる付加価値であると自負しております。

但し、昨年6月の定時株主総会で私にご期待くださった株主様は、私の過去の実績ではなくFVCにおいての結果にご期待くださっている点を十分理解しており、就任まだ9カ月目の私は、今後もM&A実行力を最大限発揮し、公約を果たして参る所存です。

(ご質問8)

ご質問の主旨を推し量りかねますが、中期ビジョン作成にあたり、既存ファンド含む社内情報を参照しております。

(ご質問9)

ご質問で部分的に引用された箇所に関しては、一部のみを恣意的に切り出しており、私を含む当社全取締役及び監査等委員の考えを正確に反映しておりません。

前述のとおり、当社取締役会は、根本的理念及び経営政策の点において意見を一致するメンバーで構成されており、また日々の議論を通じて共通理解を醸成しております。受託者責任に関しては、1)ファンド運営者として受託者責任の遵守は常に心掛けること、2)左記「1」を前提に、受託者責任懈怠を恐れて経済合理性ある適法取引を前に萎縮せず、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、という指針を共有しております。

単に手続きを踏めばよいと言っているのではなく、受託者責任を遵守するために「正当な手続き」をきちんと設定し、その手続きをきちんと踏むことにより、受託者責任の遵守を徹底することに真意があります。

「利益相反そのものが悪いことではない」というくだりの引用に関しても、部分的に引用されたものであり、私を含む当社全取締役及び監査等委員の考えを正確に反映していません。

当社の取締役及び監査等委員各自は、以下の考え方を、部分的でなく全体を一括してのみ、採択しています：

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。

これは、形式的に利害が相反する取引でも、その事実一点をもって、会社にとり経済合理性ある取引を全面的に禁止しては、会社にとって機会損失に繋がり得るとの意味です。そのため、実質的な利害相反を回避するためにきちんとした手続きを設け、かつこれを遵守することで公平性を担保し、取引機会の不必要な喪失は避けるべきであるという立法政策に立脚していると承知しています。受託者責任を遵守できないような利害相反を許容する趣旨では全くありません。

(ご質問9-1)

- (1) 当社の取締役及び監査等委員各自の考えは上記ご説明のとおりであり、法令順守において問題ないと考えております。
- (2) 当社の取締役及び監査等委員各自の考えは上記ご説明のとおりであり、コーポレートガバナンス体制において問題ないと考えております。

(ご質問9-2)

該当事項がありません。

(ご質問9-3)

- (1) 端的に、ご指摘の利益相反はまず生まれないという考えであります。当社のファンド投資と自己資本投資では、売主にとっての選択肢の性質（売却後の会社の姿と展望）が全く異なるからです。

そして仮に、万が一、利益相反状態が生まれたとしても、(イ)ファンドから投資実行済であれば自己資本投資は控える、(ロ)自己資本投資から投資実行済であればファンド出資者や対象企業等の利害関係者にそれを知らしめてファンド投資の可否と是非を諮る、(ハ)ファンドでも自己資本投資でも投資未実行であれば売主にそれぞれの大きく異なる選択肢を提示して売主の意向を尊重するなどの手続きを踏むことで、FVCにとり経済合理性ある適法取引を前に萎縮することを避けていく方針です。

- (2) こちらの点においても、利益相反はまず生まれないと考えております。「事業承継」と一言にいても、幾多の種類があるからです。

そして仮に、万が一、利益相反状態が生まれたとしても、だからといってFVCにとり経済合理性ある適法取引の前に萎縮するのではなく、所定の公正な手続きを踏むことにしています。

真意をこれ以上端的に説明できかねますので、以下、詳述します。

「事業承継」にはたくさんの種類がございます。単に誰かに社長の座を譲るのでは経営支配株式の移動が伴わず、その社長が辞任や死亡すれば再び支配株主が意思決定をせねばなりません。また、支配株主が死亡すれば株式への相続が発生し、相続税納税のために株式売却が起こり得ます。ですので、ここでの「事業承継」は「議決権という意味での経営支配権の意図的移動」を指します。

この事業承継の種類は幾多にも及び、それぞれ性質が大きく異なります。一般的な企業買収ファンド（FVCの運営する「事業承継」ファンドは、これに属しません）が「事業承継」を謳う際は、「ファンドによる期限付き経営権承継と期限後の上場や転売」を指します。ファンドそのものが通常は有期限の存在であり、買収後、一般的には10年以内の期間で上場させるか持分を転売せねばならないからです。但し、期限付きとはいえ、売主から一旦事業承継する当事者は、「ファンドそのもの」になります。

他方で、当社が運営する複数の「事業承継」ファンドは、そのいずれも、「承継」をする当事者は当社や当社子会社ファンドそのものでは実際にはありません。対象会社の売主が認めた経営者候補（通常は、創業者売主と血縁関係がある・ないに拘わらず、対象会社の業務執行役員）が経営権承継の当事者になります。

この仕組みとして、まず、FVCファンドは普通株式の大多数を売主から買い取ります。併せて、別途、承継者となる業務執行役員が、売主から残りの少数の普通株式を、自分に無理のない範囲での自己資金で買い取ります。

その上で、FVCファンドは、ファンドとして買い取った大半の普通株式を無議決権の種類株式に変更する手続きをとります。この結果、議決権を伴う株式の発行総数が減り、承継当事者役員の少数議決権分の株式が濃縮化されて経営支配権に到達します。こうして、ファンドならぬ、資力の限られた個人後継者への「事業承継」が成立します。結果として無議決権種類株を大量保有するFVCファンドは、種類株に付随する取得請求権を行使して対象会社に自社株買いをしてもらい、持分をエグジットします。

このようにFVCの事業承継ファンドは、呼称こそ「事業承継」を謳いますが、一般的な企業買収ファンドによる事業承継ではなく、その本質は種類株転換と自社株買いを掛け合わせたバランスシート再構築（“recapitalization”）が役割です。当然、売主にとっての選択肢は、会社を継がせる相手も時間期限も会社の自己資本構成とそれに伴う成長戦略も、一般的な企業買収ファンドとは全く異なります。

事業承継にはほかにも種類があります。アウトドア用品大手のパタゴニア社は、ファンドや事業会社に株を売るでもなく、FVCの「事業承継」ファンドのように種類株と自社株買いを駆使して個人後継者に支配権をよせるでもなく、支配株式を信託しています。売主が不可逆的に経営支配権を手放したという意味で、これも事業承継のあり方のひとつです。

当社が掲げるサーキュラーエコノミー領域黒字成熟企業の永久保有型事業承継投資は、上記のいずれとも一線を画す選択肢を売主に提供します。承継する当事者は社内の個人役員でもなくファンドでもなく当社自身であり、また、原則無期限保有を前提に買収するので、転売も上場も自社株買いによる経済価値の還元も条件に入りません。このことは、経営支配するオーナーが頻繁に変わることを防ぎ、経営方針の安定性と社員の安心を確保しつつ、上場に伴うあらゆるコストや経営資源負担も

回避し、自社株買いによる自己資本の棄損も免れ、より腰を据えた、積極的で持続性ある成長を狙えるという選択肢を当社が売主に提供できることを意味します。

FVCの「事業承継」ファンドとこれとは、継がせる相手も時間期限も会社の自己資本構成とそれに伴う成長戦略も全く選択肢の性質が異なり、その結果として、自然に投資機会の重複が生じることもないので、利益相反はまず生まれないと考えております。

そして仮に、万が一、利益相反状態が生まれたとしても、(イ)ファンドから投資実行済であれば自己資本投資は控える、(ロ)自己資本投資から投資実行済であればファンド出資者や対象企業等の利害関係者にそれを知らしめてファンド投資の可否と是非を諮る、(ハ)ファンドでも自己資本投資でも投資未実行であれば売主にそれぞれの大きく異なる選択肢 — すなわち、各選択肢における支配株式売却後の会社の姿と展望の違い — を提示して売主の意向を尊重する、などの手続きを踏むことで、公正に取引を検討する方針です。

なお、貴社がこうした当社事業承継ファンドに関するご質問をされました事実自体は、私としても理解が及ぶところであります。理由は、当社に限らず、有価証券報告書などの公開情報からはこうした粒度までは事業実態やニュアンスが必ずしも判然としない場合があるからです。私としましては、開示のさらなる充実しかり、期限付時価総額目標を設定するにあたっての合理的根拠の精緻化しかり、今後の経営戦略しかり、現在インサイダーとして知り得る実態を直視して引き続き最適化を図って参る所存です。

(ご質問10)

まず、招集通知の早期発送と総会日程の設定は別の問題と考えております。

次に、ご指摘の補充原則1-2③ですが、2022年4月、東京証券取引所は、3月期決算会社による6月定時株主総会が、同年6月29日に最も集中し、その企業数の割合(集中度)が25.7%と過去最低となったという調査結果を公表し、その事実を肯定的に評価しています。6月下旬に定時株主総会が集中することは、経営と全株主との重要な対話の場である株主総会への参加機会が、必然的に減ることが危惧されると承知しております。また、第1回答書にも記載のとおり、当社は定時株主総会を6月下旬まで延ばす理由もありません。そこで、こうした事実も受け止め、当社は引き続き、6月13日に定時株主総会を開催する予定です。

なお、招集通知につきましては、株主の判断のための期間を確保して、発送・公表させて頂

きます。

(ご質問10-1)

年始から3月13日にかけて、京都本社(リモート手段含む)にて私が社内で指示し、日程と会場場所及び監査法人の都合等の調整をさせ、その後に全取締役の了承を取得した上で、日程を決定しています。

(ご質問10-2)

- (1) 東京証券取引所は6月下旬に3月期決算会社の定時株主総会が集中しないことを肯定的に評価しており、当社としても、6月13日に開催できる総会を不要に遅らせることなく、予定通りの日程で実施いたします。
- (2) 東京証券取引所は6月下旬に3月期決算会社の定時株主総会が集中しないことを肯定的に評価しており、当社が今年の定時株主総会を6月下旬より早期に開催することは、CGコードに反しないと考えております。
- (3) 株主に対する姿勢で重要なのは適時開示ルールや守秘義務、業界知名度、限られた経営資源らすべてに配慮しつつ、引き続き開示(株主との対話含む)の最適化に努力するバランス感覚であると承知しております。

これは、貴社からもご指摘ありましたCGコード基本原則「株主を含むステークホルダーの立場に関するバランスのとれた理解と、そうした理解を踏まえた適切な対応に努めるべき」という努力義務と整合すると受け止めています。

上記をもって貴社による第2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をご理解ください。

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29日