

「アスリード・キャピタルは改めて富士興産株式会社  
(証券コード：5009)の公開買付け開始後の  
有事買収防衛策に反対します」に関する添付別紙

---

# 富士興産経営陣の有事買収防衛策への反対表明

- 対象者経営陣には、まず自らが長年にわたり利益の伸長を実現できておらず、企業価値向上を実現できてこなかったことを真摯に反省して頂きたいと思えます
- 2021年5月28日に公表された本有事買収防衛策は、明らかに経営陣の保身、経営陣による株主の恣意的な選別を目的としており、コーポレートガバナンスを退行させる悪質なものであると言わざるを得ません
  - 本有事買収防衛策は30営業日を予定している本公開買付けの開始後15営業日目に発表された、本邦最も遅い事後的な買収防衛策の導入です
  - 買収防衛策の導入理由は合理的で無く、コーポレートガバナンスと資本市場の規律を軽視した試みと言わざるを得ません。株主による経営の規律付けが強化されないよう、大口株主が登場することを阻止したい意図が明らかです
- 対象者が経営姿勢を改め、自ら生まれ変わると2021年5月28日付で公表した「長期ビジョン及び中期経営計画(2021年度～2023年度)策定のお知らせ」(「新中期計画」)で宣言したことは一定の評価に値します
  - しかし、過去長年にわたり利益伸張と企業価値向上を実現してこなかったことと、前中期計画が事実上未達であるにも関わらず、経営責任を自覚する様子が見られないことから、新中期計画のコミットメントと実現可能性は疑わしいと言わざるを得ません
  - 本有事買収防衛策の導入・発動が定時株主総会で承認された場合、大株主が登場し経営の規律付けが強化される可能性が排除され、経営の規律が緩み、新中期計画は実現されない懸念が高まると考えます
- 本年5月28日付けで普通配当及び特別配当合わせて一株当たり103円の配当を公表していますが、当該金額は、本公開買付け撤回事由に該当する最低限の金額(純資産の10%以上となる最低限の金額(円単位未満切上げ))です。アスリード・キャピタルは、当該配当額は、本公開買付けの撤回を期待して定められたと考えています。このような配当は、経営陣が本公開買付けを撤回させ、株主の皆様から公開買付けにて株式を売却する権利を不当に妨げることを狙ったものであると考えられます
  - また、この配当金額は、2021年3月31日を基準日とする株主名簿に記載又は記録されている株主の皆様を支払われるものであり、当該基準日に株主名簿に記載又は記録の無い株主の皆様は配当の支払い対象になりません
- 経営陣自らの保身のために、新中期計画や配当という株主のための決定に先立って買収防衛策の導入を決定し、それにより株価を下げるなど、コーポレートガバナンス強化の動きに逆行しており、断じて許されません

# 対象者の新中期経営計画について

経営陣は、長年にわたり企業価値向上を実現できてこなかったことと、前中期計画の実質的な未達の経営責任をまず認め、自己保身のための買収防衛策は撤回すべきです

- **経営陣はまず前中期計画は実質的に未達であるということをもとめて、自己保身のための買収防衛策を撤回すべきです**
  - 前中期計画の経常利益8億円という目標値は、保有していた前田道路株からの1.65億円の配当を含めて達成したものであり(前田建設の公開買付けに対抗策として出された1.43億円の特別配当を含む)、前田建設が前田道路に公開買付けを実施することは予見できておらず、**事実上前中期計画は未達**であると評価しております
  - 経営陣は、**前中期計画は実質的には未達であったことを認め、潔く経営責任を認めるところから始めるべきです**
  - 加えて、経営陣は、**長年にわたり利益の伸張と企業価値の向上を実現できてこなかったことを真摯に反省すべきです**

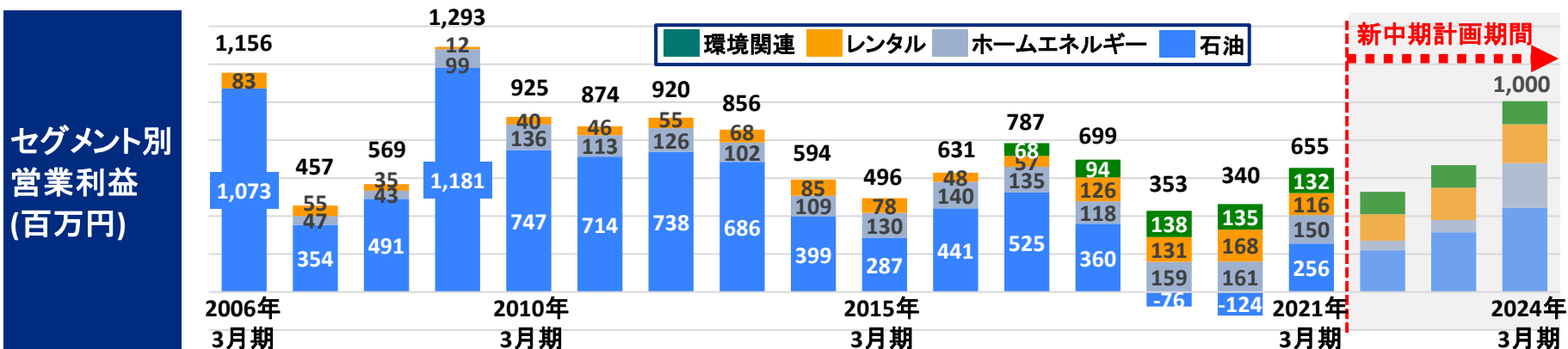
■ **過去15年間の最高益に新中期計画では達しないため、上場を維持したままでは短期的な株価上昇を期待する株主も多い資本市場からは評価を得づらく、非公開化し、中長期的な企業価値向上を追求できる体制にした方が対象者にとって望ましいという公開買付届出書に記載したアスリッド・キャピタルの考えに変わりはありません。また、最終年度に利益が約50%成長する見通しとなっている新中期計画は、過去実績を踏まえると、説得力に乏しく評価されにくいものと考えます**

■ **また、新中期計画にて生まれ変わると宣言したことには一定の評価に値するものの、対象者は長年にわたり利益の伸張を実現できてこなかったことと、前中期計画が実質的に未達でも経営責任を自覚している様子が無いことを踏まえると、新中期計画への経営陣のコミットメントは疑わしく、新中期計画の実現には強力な経営の規律付けがなされなければ難しいと言わざるを得ないと考えております**

➢ 計画値と実績値

	2018年度	2019年度	2020年度	
売上高 (百万円)	61,063	56,658	42,391	上段：実績値
	64,500	65,000	66,000	下段：計画値
連結 経常利益 (百万円)	418	412	871	
	750	750	800以上	
ROE			6.5%	
			5%以上	

出所：富士興産グループ 長期ビジョン及び中期経営計画(2021年度～2023年度)、前中期経営計画 振り返り(概要)(2021年5月28日公表)



# 対象者の買収防衛策導入の主張理由に対する反対意見

## 対象者の主張

事前にアスリード・キャピタルから本公開買付けに関する協議が経営陣に対して無かった

ENEOSとの信頼関係が公開買付者らが株主になると崩れ、企業価値が著しく毀損する

アスリード・キャピタルは企業価値向上のために非公開化が必要といているが、非公開化ありきの非公開化のための非公開化である

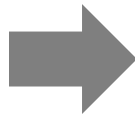
## アスリード・キャピタルの反対意見

- 公開買付けによる取得も含め、自由に株式を売買できるよう株式を上場する意思決定を取締役会はしており、**事前に協議が無かったことを持って信頼関係が崩壊するとの主張は合理的ではありません**
  - 事前に伝えると、インサイダー取引規制上の問題も生じます
  - 法令上、事前に経営陣と協議、又は承認を得ることは求められていません
- 
- **ENEOSとの取引関係は、独立した企業間同士の関係性に基づくものであり、ENEOSと特段有利な条件で取引しているとは対象者の業績からは認識できません**
    - 対象者の石油事業は、2021年3月期の売上高 38,280 百万円、セグメント利益 256 百万円、**利益率は 0.67%**と低く、2020年3月期は 124 百万円の**損失、利益率は-0.24%**、また 2019年3月期は 76 百万円の**損失、利益率は-0.13%**
  - **対象者と同様にENEOS特約店となっている企業には、非上場企業やENEOSが株式を保有していない企業も存在**。対象者は上場会社であり、株主構成に変化が生じる可能性は常にあることから、対象者の非公開化を含め、**株主構成が変わることでENEOSとの信頼関係が崩れ企業価値が著しく毀損するとの主張には合理的根拠がありません**
  - また、アスリード・キャピタルとしては、引き続きENEOSとは良好な関係を維持して頂きたいと考えています
- 
- 株主構成が分散された上場会社では、個々の株主が経営の規律付けを行う誘因を持たず、結果として経営陣により企業価値が毀損される経営が行われたとしても経営の規律付けがなされない問題が生じる可能性があります
  - **対象者が長年利益の伸張と企業価値向上を実現できてこなかったのは、経営の規律付けが有効に機能していなかったことの証左**です。**非公開化し、資本市場からの短期的な視点にとらわれず、長期的な企業価値向上に向けた事業戦略のみに注力が可能となり、公開買付者らが経営の規律付けを強化することで、経営陣に真剣に企業価値向上に努める動機付けを与え、企業価値向上に寄与することが期待されます**
  - 対象者の主張の意図は不明ですが、本公開買付けは非公開化を目的としており、**株主の皆様には、公開買付届出書に記載の通り、多くの株主の平均取得簿価を相当程度上回る水準であると考えられる1250円の公開買付価格での売却機会を提供しています**

# 対象者の買収防衛策導入の主張理由に対する反対意見(続き)

## 対象者の主張

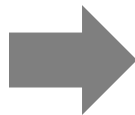
アスリード・キャピタルの関心は当社の現預金である



## アスリード・キャピタルの反対意見

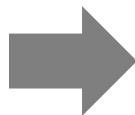
- 本公開買付価格を前提とした対象者の株式価値は約110億円である一方、対象者が2021年3月末時点で保有する現預金から実質負債である預り金を差し引いた金額は約35億円と、**現預金だけでは投資回収に全く不足、何を根拠に主張しているのか不明です**
- また、株主として現預金の有効的な使い道や株主還元策について質問したり、選択肢を打診したりするのは機関投資家と上場会社の対話として一般的であると認識しています
- **当然ながら対象者の事業が継続して収益を上げていくことを大前提に投資判断をしており**、また、公開買付者らは満期の無いファンドであることから、**事業収益の持続的創出と改善をアスリード・キャピタルは強くサポートしていく方針です**

アスリード・キャピタルは経営方針を持っていない、事業方針が不明確である



- 公開買付届出書に記載の通り、アスリード・キャピタルは、自らが対象者の経営を行うことは考えておらず、所有と経営の分離の関係性に基づき、非公開化後も経営は経営陣に委ねる方針であり、独自の経営計画を持っていません
- **経営計画を持っていないければ、上場会社の株主になってはいけない、公開買付けを行ってはいけないとの主張は合理的ではありません。**機関投資家は、自らは事業を行っておらず、経営計画もありませんし、事業については経営陣よりも知見が無くとも当然です
- 上場会社は、常に株主構成が変わる可能性があり、公開買付けによる買付けも可能となっているため、株主が変わろうとも、経営陣は企業価値向上に向けて真摯に邁進すべきです

変更報告書の不提出罪・虚偽記載罪に当たるリスクがある



- 公開買付届出書に記載の通り、本公開買付けの実施の決定は2021年4月27日であり、「重要提案行為」について決定したタイミングも同日になります。そのため、アスリード・キャピタルは、同日を報告義務発生日として同年5月10日に変更報告書を提出しており、**変更報告書の提出手続に何ら問題はありませ**



# 対象者の買収防衛策導入の主張理由に対する反対意見(続き)

## 対象者の主張

自己の利益のみを目的として濫用的な会社運営をし、当社の企業価値を損ない、株主共同の利益を害するおそれがある

公開買付価格は、当社の真実の企業価値を反映しない廉価な価格である

本公開買付けが成立し、その後当社経営陣が退任した場合、当社を経営する者がいなくなる

## アスリード・キャピタルの反対意見

- **アスリード・キャピタルが自己の利益のみを目的として濫用的な会社運営を具体的にどのようにするというのか不明です**
    - 対象者の現預金だけでは投資回収はできず、対象者の事業収益の持続的創出と改善が投資判断の前提となっていることは明らかです
  - アスリード・キャピタルは、従業員の雇用や取引先等の関係を尊重し、経営は現経営陣に委ねると表明していることから対象者の様々な利害関係人を尊重し経営することは経営陣の責務であり続けるところ、**本公開買付け及びその後の非公開化の可能性がどのような対象者のステークホルダーの価値を毀損すると主張しているのか不明です**
  - また、本公開買付け後の非公開化手続きを経て対象者の100%株主となることを志向しており、本公開買付けへの応募の有無、及び、非公開化のために開催される臨時株主総会における議決権の行使を通じて、株主の皆様判断頂く機会を確保しております
- 
- 公開買付けに応じるかどうかは、株主の皆様判断する機会が与えられています
  - **対象者の本有事買収防衛策は、対象者経営陣による恣意的な株主の選別を行い、株主の皆様が公開買付けにて株式を売却する機会を不当に妨げるものであり、前中期計画が実質的に未達であった経営陣として許されてはならない暴挙であると断じざるを得ません**
  - 対象会社経営陣として公開買付価格が廉価であると考えれば、有事において**買収防衛策を導入するのではなく、対象者の企業価値・株式価値が公開買付価格を上回ると投資家に具体的に期待させるような経営計画を公表するなどすべき**です。しかしながら、最終年度に利益が約50%成長する見通しとなっている新中期計画は、過去実績を踏まえると、説得力に乏しく評価されにくいものと考えます
- 
- 対象者経営陣と友好的な関係を築いていけるものと考えておりますが、対象者の取締役が辞任・退任したとしても、業歴の長い対象者においては、その次に経営を担う人材が存在すると考えていますし、社外の人材にまで視野を広げれば、対象者を経営することが可能な人材は数多く存在すると認識しています
  - また、**公開買付けをするならば退任するとの主張を株主に対して行うのは、上場会社経営陣としての責任を放棄する姿勢**です。公開買付けの可能性を排除したいのであれば、対象者は上場を維持すべきではありません

# その他

---

## その他

- アスリード・キャピタルは公開買付届出書記載の通り、所有と経営の分離の関係性に基づき、あくまでも経営は経営陣に委ね、対象者と友好的な関係を構築し対象者株式を保有することを志向しており、現時点ではその方針に変更はありません

# 免責事項

---

## 勧誘規制

本プレスリリースは、本公開買付けの公表に関して作成されたものであり、本公開買付けに係る売付け等の申込みの勧誘又は買付け等の申込みを目的として作成されたものではありません。売付け等の申込みをされる際には、必ず本公開買付けに係る公開買付説明書をご覧いただいた上で、株主ご自身の判断でなされるようお願いいたします。本プレスリリースは、有価証券に係る売却の申込みの勧誘、購入申込の勧誘に該当する、又はその一部を構成するものではなく、本プレスリリース(若しくはその一部)の内容又はその配信の事実が本公開買付けに係るいかなる契約の根拠となることもなく、また、契約締結に際してこれらに依拠することはできないものとします。

## 将来予測

本プレスリリースには、将来に関する記述が含まれています。既知若しくは未知のリスク、不確実性又はその他の要因により、実際の結果がこれら将来に関する記述と大きく異なることがあります。公開買付者又はその関連者は、かかる将来に関する記述が結果的に正しくなることについて何ら保証することはできません。本プレスリリースの中の将来に関する記述は、本プレスリリースの作成の時点で公開買付者らが有する情報を基に作成されたものであり、法令で義務付けられている場合を除き、公開買付者又はその関連者は、将来の事象や状況を反映するためにその記述を更新又は修正する義務を負うものではありません。