

詳細はこちらの
特設サイトを
ご覧ください
▼



株式会社ワキタ (証券コード 8125)

～ 来たる 5月27日の株主総会に株主提案を行いました～

ワキタの課題

- 割安な状態で放置されている株価
- 投資家の期待リターンに満たない不動産賃貸ビジネス
- 資本効率性の低下を招く政策保有株式の保有
- 株主との対話を軽視する IR 方針
- 過大な水準に積み上がった自己資本

弊社の提案

- 加重平均資本コスト (WACC) を開示すること
- 保有する賃貸用不動産を売却すること
- 政策保有株式を売却すること
- 指名された取締役が株主との対話を行うこと
- 配当性向を 100% とすること

弊社が運営するファンドは、21年2月末現在、株式会社ワキタ（以下「ワキタ」といいます。）の株式保有比率約6%の株主です。弊社はワキタの株主価値はワキタ本来の価値と比べて過小評価されていると分析しています（過小評価の理由は上述の「ワキタの課題」の通りです。）。

ワキタの資本効率性（ROIC）及び ROE は、投資家の求める期待リターン（WACC）及び株主資本コスト）に達しておらず、結果として株価のバリュエーションは PBR 0.5 倍と、低くどまっています（図1）。ワキタ経営陣の資本コストに対する意識を高め、現状の低いバリュエーションを改善するため、弊社は、資本コストの数値とその計算根拠の開示を提案します。

また、資本効率性を高めるための方策として、投資家の期待リターンを大きく下回る不動産賃貸ビジネスからの撤退を提案します。また、同様に資本効率性の低下を招き、さらに保有する上場株式の時価変動による決算への影響を排除するため、政策保有株式の売却を提案します。そして、弊社は、ワキタが相対的に資本効率性の高い建機等のレンタルに集中し（図2）、賃貸

用不動産及び政策保有株式の売却手取金を株主価値向上のための投資や株主還元の原因に活用することで、資本効率性を高めることに期待しています。

一方、コーポレートガバナンス・コードは、取締役の投資家との対話を一層強く要請する方向での改訂が検討されています。弊社は、ワキタの独立社外取締役及び取締役会長との対話を要請しましたが、残念ながら IR 担当取締役から拒否の回答を受領しました。取締役との対話を通じてワキタの株主価値向上を図るため、3%以上の議決権を保有する株主から指名された取締役には、当該取締役自身が株主と面談することを義務付けることを提案します。

さらに、ワキタの自己資本比率は約70%とすでに非常に高い水準であり（図3）、現状の株主還元水準が継続すると、さらに自己資本は積み上がり、資本効率性は一段と低下してしまいます。さらなる自己資本の積み増しを行わないようにするため、21年2月期の配当性向100%となる配当の実施を提案し、22年2月期以降も配当性向100%を継続していただくことに期待いたします。

図1：株価(左)と時価 BPS(右)の比較

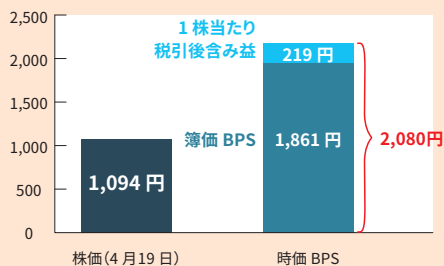


図2：ROIC (21/2期) 及び WACC

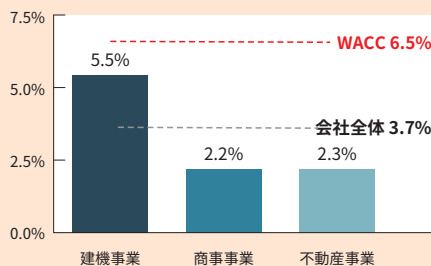
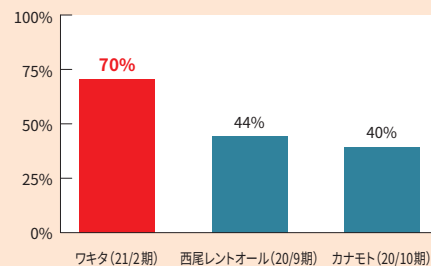


図3：同業他社との自己資本比率の比較



グラフ等は各社の決算短信、臨時報告書、有価証券報告書等のデータより作成



詳細はこちらの
特設サイトを
ご覧ください



世紀東急工業株式会社 (証券コード 1898)

～来たる6月23日の株主総会に株主提案を行いました～

世紀東急の課題

- 独禁法違反等を背景に高い水準に留まった株主資本コストの状況を経営陣が的確に把握しておらず、株主資本コストを低く誤認している可能性があること
- 十分な自己資本を更に積み上げる資本政策

弊社の提案

- 加重平均資本コスト (WACC) を開示すること
- 配当性向 100 % を資本政策として採用すること

弊社が運営するファンドは、21年3月末現在、世紀東急工業株式会社（以下「世紀東急」といいます。）の株式保有比率約7%の株主です。

世紀東急が87年以降に関与した独占禁止法（以下「独禁法」といいます。）等の違反事件は10件にも上ります。そして、弊社は、世紀東急が原因究明と責任追及を十分に果たしていないと考えます。そこで、弊社は、昨年12月に独禁法違反の責任（価格カルテルを行い18億円もの課徴金を支払うことになった責任）があると考えられる世紀東急の代表取締役等に対する株主代表訴訟を提起しました。また、世紀東急は、自己資本を更に積み上げる資本政策を継続しています。これらのことから、世紀東急に投資する際のリスク（≠株主資本コスト及び株主資本コストを基に算定されるWACC）は高い水準に留まっていると考えられます。

弊社は、一昨年、昨年と本年と内容の株主提案を行っていますが（なお、弊社提案に対しては25・33%の賛成票をいただきました）、世紀東急は資本コストの開示を求める提案に対する反対意見のなかで「ROEについては（略）株主資本コストを上回る11・7%を計画値として定め、公表いたしております。」と述べて、株主資本コストが11・

7%よりも低いと表明しています。しかし、世紀東急の20年3月期の税務上の繰越欠損金の影響及び特別損益を除いたROEは12・2%、そして、同様に算定した21年3月期予想ROEは14・1%と高水準であり（図1）、世紀東急の表明する株主資本コストの水準を上回っているにもかかわらず、株価は解散価値程度でしか評価されていません（図2）。このような評価となる原因

として、市場が求めている株主資本コストが、世紀東急が想定している株主資本コストよりも高いことが考えられますので、**資本コストの数値とその計算根拠を開示することを提案します。**

また、世紀東急はすでに十分な内部留保を抱えているにもかかわらず、総還元性向わずか30%を株主還元目標としているため、世紀東急の自己資本は積み上がり続け、ROEが一段と低下することが懸念されます。そのため、弊社は世紀東急との対話を通じて、有利子負債を増やしてレバレッジを高めることによってROEを高めることを要請しています（図3）。そして、過剰な自己資本の積み上げを抑制し、株主価値を高めることを目的として、**配当性向100%となる配当の実施を提案します。**

図1：自己資本とROEの推移

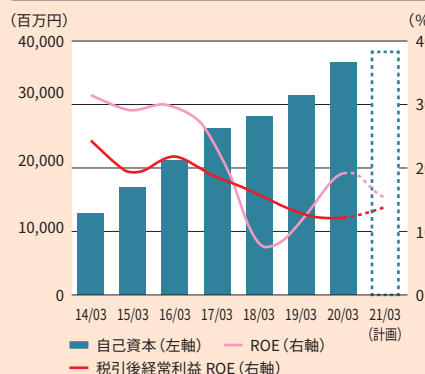


図2：世紀東急の過去5年間のPBRの推移

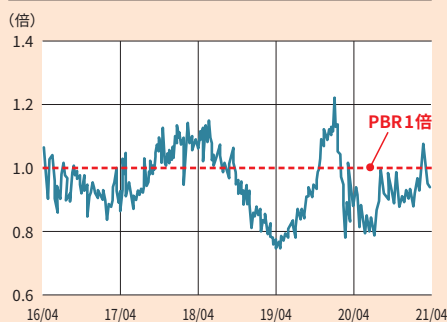
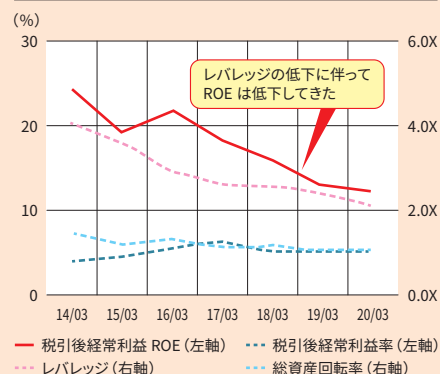


図3：ROEの分解



極東貿易株式会社 (証券コード 8093)

～ 来たる 6月23日の株主総会に株主提案を行いました ～



極東貿易の課題

- 資本市場の知見に欠け、経営に株主の視点を反映する意識が不足し、割安な株価のバリュエーションを放置
- 資本コストに対する低い意識
- 過大な上場株式を政策保有目的のみならず、純投資目的でも保有

弊社の提案

- ストラテジックキャピタル代表の丸木を非常勤社外取締役として選任すること
- 加重平均資本コスト (WACC) を開示すること
- 保有株式を全て売却すること

弊社が運営するファンドは、21年3月末現在、極東貿易株式会社(以下「極東貿易」といいます。)の株式保有比率約17%の株主です。

極東貿易の資本効率性(ROIC及びROE)は資本コスト(WACC及び株主資本コスト)を大きく下回る水準です。結果として株価は極端に低いバリュエーションとなり、業界内でも割安な水準です(図1)及び(図2)。

このような状況に鑑み、弊社は、極東貿易の経営陣の資本コストに関する意識を高め、資本効率性を高めていただくことを目的に、一昨年及び昨年も株主提案を行いました(なお、本年と同内容の提案については30%の賛成票をいただきました)。しかし、その後も極東貿易の経営方針は変わらず、株価のバリュエーションは割安な水準で放置されたままです。

極東貿易が経営方針を転換しない原因は、極東貿易の取締役会には資本コストの考えをはじめとした資本市場に関する知見及び株主の視点を反映する意識が不足していることであると、弊社は考えます。

実際に、極東貿易は事業ポートフォリオの整理を進める方針を公表していますが、それが資本効率性の観点から妥当なものなのかといった情報は開示されてい

ません。

そこで、極東貿易の取締役会に資本コストの考えを浸透させ、株主価値の向上のための施策を推進するため、**弊社の代表者の丸木を極東貿易の非常勤社外取締役として選任することを提案**(注1)します。なお、極東貿易は石炭火力発電関連機器ビジネスの事業縮小を方針として掲げていますが、弊社はそのような取り組みを歓迎し、更に進めるべきと考えます。弊社はPRR署名機関(注2)であり、ESGのEの観点からの事業ポートフォリオの整理の検討は、当然のことだからです。

そして、前述のように、極東貿易の経営陣の資本コストに対する意識を高め、資本コストを超えるリターンを生む事業に集中することにより、現状の低い株価のバリュエーションを改善させるため、**資本コストの数値とその計算根拠を開示すること**を提案します。

さらに、極東貿易の株主は取引関係構築等との因果関係が不明な政策保有株式の保有や、株式運用による収益拡大は望んでおらず、そもそも資本コスト未満のリターンしか生まない資産は売却するべきですので、**保有株式の1事業年度以内の売却を提案**します。その売却手取金は株主価値向上のために活用していただくことに期待いたします。

図1：極東貿易と同業他社のPBR比較

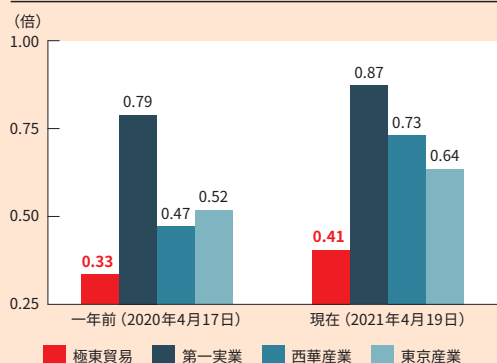
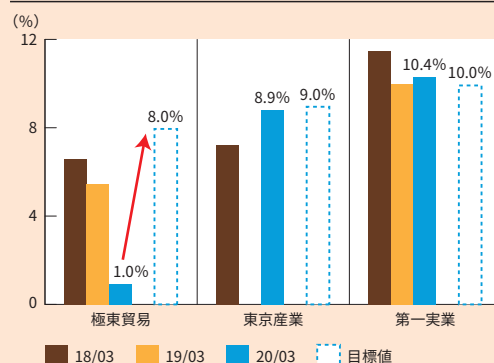


図2：ROEの目標値比較



(注1) 弊社が運営するファンドの極東貿易株式の保有比率は約17%であり、主要株主に該当することから、丸木を東京証券取引所に届出を要する独立社外取締役ではなく非常勤の社外取締役候補者として提案します。

(注2) 国連責任投資原則 (PRR) は、ESGに関する投資の影響についての理解促進や、投資家の署名を通じた国際的なネットワークにおけるESGファクターの投資への活用を、世界で主導的に推奨する投資家の自主団体

グラフ等は各社の決算短信、臨時報告書、有価証券報告書等のデータより作成

詳細はこちらの
特設サイトを
ご覧ください
▼



株式会社浅沼組 (証券コード 1852)

～ 来たる 6月25日の株主総会に株主提案を行いました～

浅沼組の課題

- 十分な自己資本を保有しているにもかかわらず、さらに自己資本を積み上げる方針を採用していること
- 3年間の中期経営計画において、保有している多額の政策保有株式の売却方針が初年度までしか明らかにされていないこと

弊社の提案

- 配当性向を100%とすること
- 政策保有株式を全て1事業年度内に売却すること

弊社が運営するファンドは、21年3月末現在、株式会社浅沼組（以下「浅沼組」といいます。）の株式保有比率約10%の株主です。弊社は、浅沼組の19年及び20年の株主総会においても同内容の株主提案を提出していますが、上記の課題は依然として残っています（なお、弊社提案に対しては21-28%の賛成票をいただきました）。浅沼組はこれらの課題を解決し、現状の低い株価のバリュエーションを改善するべきであると考えます（図1）。

浅沼組の自己資本比率は過去に低い時期もありましたが、その後、低水準の株主還元が続いて自己資本が積み上がり、自己資本比率は約48%まで高まりました（図2）。弊社は、浅沼組がこのまま同じ資本政策を継続すると、自己資本がさらに積み上がることとなり、ROEが低下することを懸念しています。そのため、弊社は、浅沼組との対話を通じて、有利子負債を増やすことでレバレッジを高めてROEを高めることを要請しています。しかし、21年4月1日、浅沼組は22年3月期を期初とする3か年の中期経営計画を発表し、さらに自己資本を積み増すこととなる、配当性向目標を50%以上とするという方針を明らかにしました（図3）。前述のように、既に浅沼組の自己資本は十分高まっており、これ以上自己資本を積み増す必要はないことから、**配当性向100%となる配当の実施を提案します。**

また、浅沼組は政策保有株式の残高を22年3月期までに連結純資産の10%未満とする方針を発表していますが、その後の政策保有株式の縮減に関する方針は、24年3月期までの中期経営計画において明らかにされませんでした。弊社は、リターンの低い資産を売却して資本効率性（ROIC及びROE）を高め、上場株式の時価変動による決算への影響を排除するため、**政策保有株式の1事業年度以内の売却を提案します。**そして、その売却手取金を株主価値向上のために活用していただくことに期待いたします。

浅沼組の株価は、その配当利回りが上場企業の中で上位10位以内に入るほど低いまま放置されています。この度の株主提案とはしておりませんが、浅沼組はIRも改善の余地が大きく、今後は積極的な情報開示を行い、本来の価値を評価されるようになることが望まれます。

図1：浅沼組の過去5年間のPBRの推移

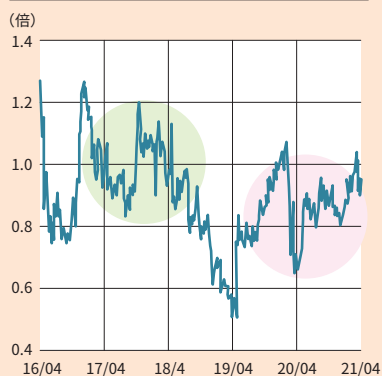


図2：浅沼組の自己資本比率の推移

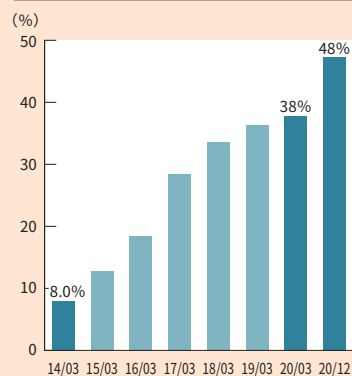


図3：弊社意見と浅沼組の中期経営計画の比較

	弊社意見	浅沼組の中期経営計画
資本政策	WACCの水準	8.9%
	配当性向	50%以上
ガバナンス	業績連動報酬	50%まで割合を高める(20/3期実績は21%)
	政策保有株式売却の手取金使途	株主に還元する
IR	IRの改善①(発表時期)	新中計は3月中に発表する
	IRの改善②(ESG)	情報開示を充実させる
	IRの改善③(IR方針)	株主資本コストを低下させるための施策を開示する
	IRの改善④(投資計画)	投資計画はその成果目標も併せて開示する
	IRの改善⑤(業績予想)	過度に弱気な業績予想をしない

グラフ等は各社の決算短信、臨時報告書、有価証券報告書等のデータより作成



株式会社有沢製作所(証券コード 5208)

～来たる6月25日の株主総会に株主提案を行いました～

有沢製作所の課題

- 多額の債券や政策保有株式といった、資本コスト未満の低いリターンの資産の保有
- 自己資本比率約 70%という高い水準にもかかわらず、さらに自己資本を積み上げる配当政策
- 目的を明確にせずに積み上がる別途積立金

弊社の提案

- 保有している有価証券を全て売却すること
- これ以上自己資本を積み増さないよう、配当性向を 100%とすること
- 別途積立金を取崩して、将来の機動的な株主還元の原資として活用できるようにすること

弊社が運営するファンドは、21年3月末現在、株式会社有沢製作所(以下「有沢製作所」といいます。)の株式保有比率約8.4%の株主です。弊社は昨年株主提案を行いました。有沢製作所の課題は継続していることから、本年も株主提案を行うこととしました(なお、昨年は11-20%の賛成票をいただきました)。

まず、株価のバリュエーションが割安に放置されている大きな理由の1つは、月商の約4ヶ月分の現金に加え、20年3月末現在で時価総額の約60%となる有価証券など、有沢製作所がリターンの低い多額の資産を保有していることによつて、その資本効率性(ROIC及びROE)が、投資家の求める期待リターン(WACC及び株主資本コスト)に満たない状態になっていることです(図1)。

弊社の昨年の提案に対する有沢製作所の反対意見の情報を基に有沢製作所の有価証券の推定IRRを算定すると、わずか1.7%に過ぎませんでした。このようにリターンの低い有価証券の保有によって低いまま放置されている資本効率性を高めるため、「有価証券の保有及び運用」を事業目的から削除し、債券をはじめとした有価証券の売却を1事業年度内に行うことを提案します。

同様に、弊社は、資本コスト

未満のリターンしか生まない資産を売却して資本効率性の改善を図り、上場株式の時価変動による決算への影響を排除するため、**政策保有株式を1事業年度内に売却することを提案**します。そして、売却手取金を株主価値向上のために活用することに期待いたします。

一方、有沢製作所の自己資本比率は約70%と極めて高い水準にあり、現状の株主還元の水準が継続すればさらに自己資本が積み上がり、低水準のROEがより低下していきます(図2)。これを防ぐため、弊社は有沢製作所との対話を通じて、有利子負債を増やし、レバレッジを高めてROEを改善させることを要請しています。以上の通り、有沢製作所には自己資本の積み増しは不要ですので、**配当性向100%となる配当の実施を提案**します。

また、有沢製作所は毎年、具体的な理由の説明もないまま、株主還元の原資となる繰越利益剰余金を減少させ、別途積立金を積み増しています。株主として、有沢製作所が目的の明らかでない別途積立金を積み増し続けることによって株主資本コストが高まることは看過できません。株主への配当や自社株買いなど株主価値向上のための施策の原資として活用するため、**別途積立金の取崩しを提案**します。

図1：中期経営計画で示された ROIC と WACC

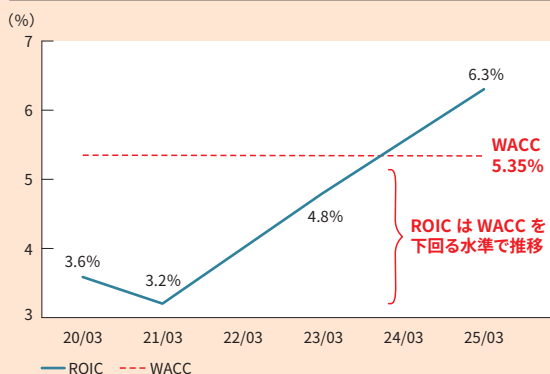
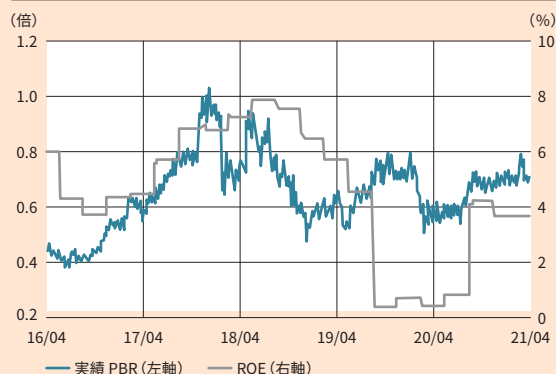


図2：実績 PBR と ROE の推移



グラフ等は各社の決算短信、臨時報告書、有価証券報告書等のデータより作成