広　告

日証金、ワキタ、文化シヤッター、極東開発、世紀東急、極東貿易の株主の皆様へ

Strategic Capital
株式会社 ストラテジックキャピタル

ストラテジックキャピタルの株主提案をご検討いただきありがとうございました。
弊社が株主提案を行った各社について、各社の課題などを皆様にご理解いただきたく、ご一読をお願いいたします。

日本証券金融
～日本銀行からの天下りと株価の低迷～

弊社が運営するファンドは、22年6月末現在、日本証券金融株式会社（以下「日証金」といいます。）の発行済み株式総数の約5・0％を保有する第4位株主です。

弊社は、日証金が日本銀行（以下「日銀」といいます。）の天下り先として利用され、かつ日銀OBが日銀時代の数倍の役員報酬を得た結果、日証金の経営が杜撰なものとなり、日証金の株価を低迷させている可能性があると考えます。

日本銀行からの天下り

日証金は1950年に上場して以来、現社長の櫛田誠希氏に至るまで、歴代の社長10人全員が日銀OBです。現在も、櫛田社長に加え社長経験者の会長、特別顧問、更に執行役専務、日証金信託銀行の社長と、少なくとも5人の日銀出身者が日証金グループの最高幹部に天下っています。

低迷する株価と業績

弊社は天下りそのものを否定するわけではありません。しかし、日証金の業績や株価が低迷を続ける状況においては、天下りに原因の一端を求めざるを得ません。

巨額の役員報酬

日証金の執行役は平均で5027万円（2020年度）の報酬を得ています。これは日銀総裁の約1・5倍、日銀理事の約2・5倍に相当し、社長ともなれば、天下るだけで年収は3倍以上になると推定されます。さらに、日銀OBの社長経験者で現特別顧問の増渕氏に至っては2004年の社長就任以来、肩書を変えながら未だに報酬を受け取り続けています。これでは、「天下りのおかげで高額報酬が保証されている日銀OBの経営トップは、日証金の株主価値向上のために努力するインセンティブが無いのではないか」、との疑念が生じます。

求められる天下りの是正と株主価値向上

このような現状を踏まえ、弊社は櫛田社長や日銀OBに支給した報酬の個別開示を求める提案を含めた、全5議案を株主提案しました。2割以上の株主の賛同を得た株主提案や、特別顧問制度に反対する株主の声については、当社経営陣はその分析を行い、今後の経営方針に活かしていただきたいと考えます。

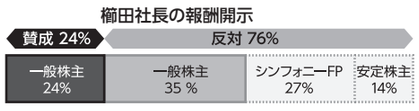
株主総会における弊社発言要旨

■櫛田社長は「現在の時価総額を自己資本の代わりにROEのEと考えると、ROEは6％を超える」と決算説明会で斬新な理論を提唱しました。しかし、この理論に従えば同じ当期純利益でも、株価が下がるほどROEが高いことになり、櫛田社長は、日証金が執行役に求める資質である「金融証券市場全般について広範な知見」を持ち合わせていないということになります。

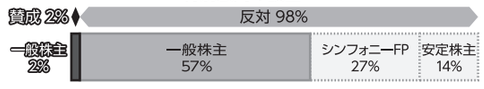
■また、当社が執行役に求める資質に掲げていない、非常に重要なことがあります。それは、上場企業の経営者として、株主価値向上のための経営方針を立案しそれを実行する能力です。

株主総会における決議事項の賛成比率

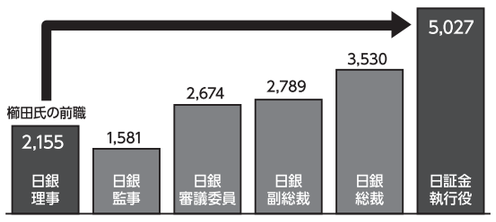
櫛田社長の報酬開示



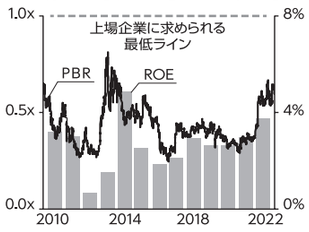
特別顧問の設置



日証金と日銀の報酬比較（万円）



株価は低迷し、ROEも低水準に留まる



日証金の歴代社長（1950年～現在）

社長就任	氏　名	出身及び役職
①1950年～	白根 清香	元日本銀行理事
②1962年～	谷口　猛	元日本銀行副総裁
③1970年/83年～	鎌田 正美	元日本銀行理事
④1979年～	岡田 健一	元日本銀行理事
⑤1985年～	多島 達夫	元日本銀行理事
⑥1992年～	青木　昭	元日本銀行理事
⑦1998年～	小島 邦夫	元日本銀行理事
⑧2004年～	増渕　稔	元日本銀行理事
⑨2012年～	小林 英三	元日本銀行理事
⑩2019年～（現任）	櫛田 誠希	元日本銀行理事

ワキタ
～株主価値を毀損する経営～

弊社が運営するファンドは、22年6月末現在、株式会社ワキタ（以下「ワキタ」といいます。）の発行済み株式総数の約7・8％を保有する第2位株主です。

弊社は、ワキタが巨額の賃貸等不動産を保有していることで、ワキタの資本効率性が低下し、株主価値が毀損されていると考えます。そして、このような非効率な経営は、資本コスト以上のリターンを目標としない事業運営にあると考えています。

毀損された株主価値

ワキタは2022年2月末現在、時価で585億円にも上る賃貸等不動産を保有しており、これはワキタの時価総額614億円に匹敵する水準です。ワキタは賃貸等不動産を安定収益源と称してただ漫然と保有するのみであり、このような不動産の保有は株主価値を毀損していると考えます。実際に、ワキタの株価は1株当たり純資産を大きく下回っており、ワキタの現在の経営方針は、株主価値の向上につながっていないと言えます。

REIT設立による確実な株主価値の向上

このような非効率な経営を是正するため、弊社はワキタ経営陣に対して、保有する賃貸等不動産はREITに移し、ワキタは不動産の開発・運営に特化することで、資本効率性を高められると、繰り返し説明してきました。保有する賃貸等不動産の売却による手取り金を株主還元や資本コスト以上のリターンを生む不動産開発その他の事業投資に活用することにより資本効率が高まり、確実な株主価値の向上が見込めるのです。

高額な役員報酬

しかし、ワキタ経営陣はREIT設立を拒否し、株主価値を毀損し続けています。弊社はワキタがこのように株主価値を顧みない経営を続ける理由の一つに、高額な役員報酬があると考えます。実際に、同業他社とワキタの役員報酬を比較すれば、ワキタの役員報酬は、規模や株価水準、資本効率性といった点でワキタより優れる同業他社の倍以上となっています。ワキタの経営者は、このような高額の役員報酬を得てしまっているため、現状を変革する意識が低いのではないか、と弊社は考えざるを得ません。

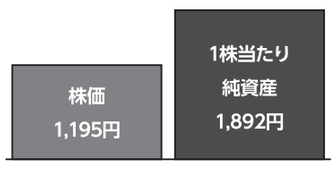
現在の経営方針に対する不満

このような経営陣に対する不満は株主総会の議決権行使結果として表れています。本年の株主総会における、脇田社長の選任議案への賛成比率は僅か75％に留まりました。そして、機関投資家に限れば、その賛成比率は過半数に達していません。つまり、脇田社長はプロの投資家からは経営者としての信任を得られていないのです。本年4月に経営計画を発表したワキタにおいて、このような結果は重く受け止めるべき事実であると考えます。

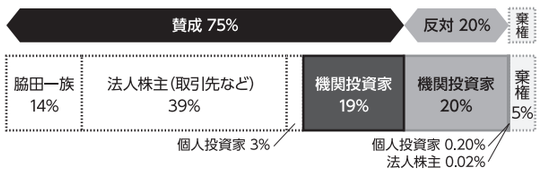
ワキタ創業家への期待

「ワキタ」株式会社は社名の通り、脇田家が創業し、歴代の社長は脇田家が務めるオーナー企業です。弊社としてはワキタをここまで育て上げた脇田家に対する敬意を示すとともに、現社長である脇田貞二氏には、脇田一族の代表ではなく、東証プライム上場企業「ワキタ」の経営者として、脇田一族やその他の安定株主に甘えることなく、株主価値の向上のために大きな一歩を踏み出していただけることを強く期待いたします。

株価は1株当たり純資産を大きく下回る



機関投資家の過半は脇田社長の再任に反対



ワキタの役員報酬は突出して高い

	ワキタ	西尾レント	カナモト
推定報酬	○ 4,743万円	△ 2,195万円	× 1,725万円
時価総額	× 544億円	△ 749億円	○ 955億円
PBR	× 0.49x	△ 0.73x	○ 0.78x
ROE	× 3.7%	○ 8.5%	△ 7.2%

極東開発工業
～課題から目を背けた経営計画～

弊社が運営するファンドは、22年6月末現在、極東開発工業株式会社（以下「極東開発」といいます。）の発行済み株式総数の約6・7％を保有する筆頭株主です。

弊社は、極東開発が内部留保を過剰に蓄積していることが、株主価値を毀損している大きな要因と考えます。

特装車市場を2分する業界のリーダー

極東開発は大手特装車メーカーであり、コンクリートポンプ車やタンクローリ、トレーラは国内首位、ごみ収集車やダンプトラックは国内2位のシェアを誇ります。顧客は建設・物流業界から公的機関まで分散されており、収益基盤は堅実です。また、資源価格高騰の際には、機動的にマージンの確保を行うなど、その高い競争力を背景にした、収益性の高さも兼ね備えています。

低迷する株価

極東開発は高い競争力を持つ事業を展開しながらも、株価は長期にわたって低迷しています。2022年3月末現在、527億円にも上るネットキャッシュを保有しており、これは時価総額534億円に匹敵する水準です。すなわち、極東開発の特装車事業は資本市場からほぼ無価値であると評価されていることを意味します。しかし、極東開発は極めて優れた事業を営んでおり、本来であればその価値は高く評価されるべきです。

株価が低迷する原因

弊社は、極東開発の株価が低迷する原因はその資本政策にあると考えています。有利子負債もほとんどなく、自己資本比率で70％を超える過剰な自己資本、一方で資本コストに満たない527億円にも上るネットキャッシュを抱えています。結果として、キャッシュを確実に生んでいる特装車事業が無価値であるかのように見えている、と考えます。同業の新明和工業株式会社（以下「新明和工業」といいます。）と比較すれば、その資本政策の拙さが明らかになります。

両社は日本の特装車市場を2分する存在であり、規模感や営む事業もほぼ同等です。しかし、資本政策に限れば、両社の差は明確です。極東開発は新明和工業に比して、過剰に財務健全性に優れるため、株式の評価が低くなっています。一方で、何故か借入金の平均利率は高いのです。本来であれば信用リスクと比例するはずの利率が新明和工業より高いことからも、極東開発の資本コストに対する意識の低さがうかがい知れます。

存在意義の問われる経営計画

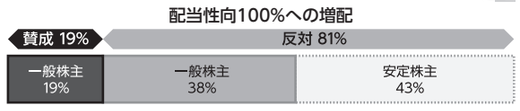
極東開発は本年5月、新しい経営計画を発表しましたが、残念ながら資本政策についての改革は不十分なものでした。弊社は、昨年7月以来、極東開発の経営陣とは多くの面談を行い、資本政策について対話を行ってきました。その際には、口頭のみならず、具体的な試算も含む大量の資料を用いて、資本政策の抜本的な改革の必要性を説明してきました。それにもかかわらず、株主価値向上には不十分な資本政策を含む経営計画が発表されたのです。

極東開発が克服すべき課題

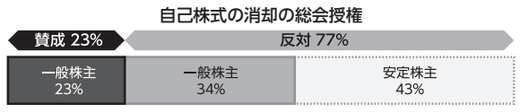
極東開発の課題、すなわち株価を低迷させる原因は特装車事業を中心とした事業ではありません。課題は明確に資本政策です。実際に、資本政策の転換を求めた弊社の株主提案には、20％前後の支持が集まりました。極東開発という会社の経営陣に求められること、それは課題と正面から向き合い、改革を断行することです。決して課題から目を背け、対処を先送りしただけの経営計画を遂行することではありません。

株主総会における決議事項の賛成比率

配当性向100％への増配



自己株式の消却の総会授権



極東開発の借入金利は新明和工業より高い

	極東開発	新明和工業
平均利率	× 1.10%	○ 0.30%
自己資本比率	○ 73.0%	× 41.8%
D/E	○ 0.01x	× 0.57x
Net D/E	○ -	× 0.10x
Net D/EBITDA	○ -	× 0.63x
インテレストカバレッジレシオ	○ 178.1x	× 52.7x

文化シヤッター
～非合理的な経営が招いた株価の低迷～

弊社が運営するファンドは、22年6月末現在、文化シヤッター株式会社（以下「文化シヤッター」といいます。）の発行済み株式総数の約5・5％を保有する第4位株主です。

弊社は、文化シヤッターが株主価値向上に対して、非効率的な経営を行っている結果、株主価値が毀損されている状態が続いていると考えています。

シャッター業界の国内第2位

文化シヤッターはシャッターを中心にドア等建材の製造販売を行う会社であり、国内のシャッター市場で第2位のシェアを有しています。建材の需要に売上高は左右されますが、シャッターの原材料である鉄鋼価格が高騰した際にも迅速にマージンの確保を図るなど、収益性の観点では極めて優れたビジネスモデルを構築しています。

明暗の分かれるシャッター業界

しかし、株価の観点では、シャッター業界は業界首位の三和ホールディングス株式会社（以下「三和HD」といいます。）と文化シヤッターの間で明暗が分かれています。PBRを見ればその差は明らかであり、2010年代後半以降、文化シヤッターの株価水準と三和HDの差は一気に拡大しました。

明暗の分かれた原因

なぜこのように市場の評価が分かれたのか、それはROEによるところが大きいと、弊社は考えます。過去10年のROEの推移を見れば、文化シヤッターが下降する一方で、三和HDは上昇しており、対照的な推移であることがわかります。

非合理的な経営が引き起こす株価の低迷

文化シヤッターのROEはなぜ低下し続けるのか、（計算方法から見れば）その原因は内部留保の過剰な蓄積を続ける一方、その資産が十分なリターンを生んでいないことが大きな原因の一つであると弊社は考えます。当社は、多額のネットキャッシュを保有しており、これは時価総額の4割にも上ります。政策保有株式についても、当社は縮減の方向を打ち出しているものの、遅々として進んでいません。

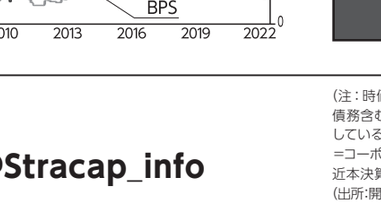
取引先の意向に関わらず保有する政策保有株式

例えば、文化シヤッターは大和ハウス工業株式会社（以下「大和ハウス」といいます。）の株式を政策保有株式として約19億円分保有しています。しかし、大和ハウスは決算説明会の場において、「大和ハウスの株式は売却しても取引とは関係なく問題ない」と明言しているのです。それにもかかわらず、文化シヤッターは「その発言は建前だ」と忖度し、大和ハウス株式の売却を進めようとしません。しかし、CGCは政策保有株式の縮減を妨げる行為を禁じており、また大和ハウスもそのCG報告書において、その被保有と取引の関連性を否定しています。この例に限らず、当社はビジネスの維持・拡大にあたり、競争力のある価格で質の良い製品やサービスを提供すればよく、資本コストに見合わない政策保有株式を保有する必要はないのです。

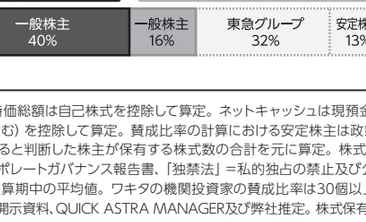
合理的な経営判断を行うために

今回弊社は、当社経営陣が株主価値向上への意欲を一段と高めるよう、PBRに連動した株式報酬制度の導入を提案しましたが、あまりインパクトのない会社提案の株式報酬制度が採択されてしまいました。冒頭に述べた通り、文化シヤッターは、株主価値向上に向けた意識が十分でなく、株価は低迷したままです。当社経営陣が、資本効率を高め、資本コストを下げることを強く意識し、株主価値の向上にまい進することを望みます。

文化シヤッターのROEは低下傾向にある



PBRには大きな差が生まれている



世紀東急工業
～法令違反との決別のために～

弊社が運営するファンドは、22年6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。）の発行済み株式総数の約9・6％を保有する第2位株主です。

独禁法違反の責任

世紀東急は2011年から2015年にかけて、計6件の独禁法違反行為に関与していたと公正取引委員会に認定されています。しかし、世紀東急が独禁法違反について特定の人物に対する責任追及を行わなかったので、弊社は責任を明確にするため、ファンドを通じて代表取締役会長であった佐藤氏（本年6月で退任）を含む4名に対して、株主代表訴訟を提起しました。

株主代表訴訟における東京地方裁判所の判断

株主代表訴訟の結果、本年3月に東京地方裁判所は、佐藤氏が世紀東急の独禁法違反を知りながらこれを黙認した、と認定しました。そして、佐藤氏と他3名の元取締役全員について取締役としての善管注意義務違反を認め、佐藤氏には世紀東急に対する約17億円の損害賠償の支払いを命じました。

佐藤氏の相談役就任

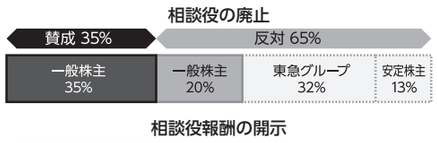
しかし、佐藤氏は本年6月に取締役を退任し、相談役に就任しました。世紀東急の取締役会は、相談役の廃止を求めた弊社の株主提案に対して、「佐藤氏はコンプライアンスに対して高い見識を有する」という東京地裁の認定に反する理由で反対したのです。

世紀東急が向き合うべき真の課題

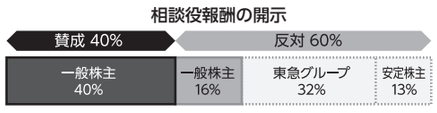
弊社は、世紀東急の経営陣が独禁法違反を繰り返した過去と決別し、株主価値の毀損という真の課題と向き合うと同時に、いたずらに自己資本を積み増す資本政策を変更するべきであると考えています。株主価値の向上は取締役全員に課せられた責務なのです。

東急グループが佐藤氏の相談役就任を決定づけた

相談役の廃止



相談役報酬の開示



極東貿易
～配当より余資運用を重要視～

弊社が運営するファンドは、22年6月末現在、極東貿易株式会社（以下「極東貿易」といいます。）の発行済み株式総数の約17・4％を保有する筆頭株主です。

過大な純投資株式の保有

極東貿易は機械商社であり、ネジから無人海洋探査システムまで幅広い商材を扱っています。しかし、本業の各セグメントに匹敵する利益を純投資目的で保有する株式（以下「純投資株式」といいます。）から得ており、業績は株式運用の成果次第という側面を併せ持ちます。

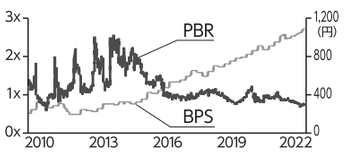
純投資株式の保有が定款違反である疑い

しかし、それほど重要なビジネスであるにもかかわらず、極東貿易は定款の事業目的に株式投資に係る文言を記載していません。つまり、純投資株式の保有は定款違反であり、仮に損失が発生した場合、極東貿易の取締役は善管注意義務違反に該当する恐れがあります。そこで、弊社は定款の事業目的に純投資株式の保有を追加するよう提案しましたが、極東貿易の取締役会は「余資運用である」と主張し、本株主提案は否決されました。この議案の可決が極東貿易に対して何ら経済的な影響を及ぼすものではない以上、反対した96％の株主の意思は、極東貿易は株式投資を行うべきではないということを示しています。

過大な余資を維持するために大幅減配

極東貿易は本年1月、大幅な減配を発表し、株価を暴落させました。しかし、本年の株主総会を通じて、「純投資株式は余資運用であるため定款違反ではない」と当社取締役会は主張しました。つまり、資本コストを大きく下回る余資運用の維持のために、配当を削減し株価を暴落させたのです。余資運用で株主価値を毀損することを当社取締役会は理解するべきです。

自己資本を積み上げた一方で、PBRは低下



Strategic Capital
株式会社 ストラテジックキャピタル

https://stracap.jp
〒150-0011 東京都渋谷区東3-14-15 MOビル6F
金融商品取引業者　関東財務局長（金商）第2786号

@Stracap_info

（注：時価総額は自己株式を控除して算定。ネットキャッシュは現預金、税引後投資有価証券（関係会社株式除く）、税引後賃貸等不動産時価の合計から有利子負債（リース債務含む）を控除して算定。賛成比率の計算における安定株主は政策保有株式として保有されている株式及び大株主のうち、弊社が純投資目的以外の理由で株式を保有していると判断した株主が保有する株式数の合計を元に算定。株式保有割合の順位からは信託口の保有を除外。「CGC」＝コーポレートガバナンス・コード、「CG報告書」＝コーポレートガバナンス報告書、「独禁法」＝私的独占の禁止及び公正取引の確保に関する法律。ワキタの「同業他社との報酬水準の比較」における時価総額、PBRは直近本決算期中の平均値。ワキタの機関投資家の賛成比率は30個以上の議決権を保有する信託口名義及び常任代理人が存在する名義の議決権行使結果を集計して推定）
（出所：開示資料、QUICK ASTRA MANAGER及び弊社推定。株式保有割合は直近の大量保有報告書又は変更報告書を参照。 時価は2022年6月30日現在）