

株式会社ワキタ株主総会議事要旨

日時：2023年5月25日 10時00分～11時50分

場所：株式会社ワキタ本社 9階

1. 議長（脇田社長）による報告事項の説明（ナレーションによる説明も含む。）
2. 議長（脇田社長）による決議事項（会社提案の議案）の説明
3. ストラテジックキャピタル丸木による決議事項（株主提案の議案）の説明
4. 質疑応答

（以下は、上記 4. におけるストラテジックキャピタル（以下、SC）の発言及び会社側の回答のみを記載）

1 PBR1 倍割れの解消（特に不動産事業）について

<SC>

当社の株価は長期に亘り、解散価値である PBR1 倍を下回っているが、これは資本効率が低く事業からのリターンが資本コストを下回っているからだ。第 9 号議案の資本コストの開示を求める議案に当社取締役会が反対するのも、当社の事業の利益率が低く資本コスト未満であることが白日の下にさらされることが嫌なのだろうと私は理解している。

建機レンタル事業の資本効率も資本コスト未満であるが、資本効率が低位に留まっている最大の要因は不動産事業である。招集通知に記載の通り、レンタル事業に活用している資産は簿価 124 億円程度である一方、賃貸等不動産の簿価は 420 億円超だ。インターネット開示事項によると当社の賃貸等不動産の時価だけで 566 億円となっており、時価総額の約 80%にも及ぶ。不動産事業としては、これにホテルの不動産価格も加わる。当社の事業の中でも大きい資産を使っている訳だが、その不動産事業の ROIC は簿価で計算しても僅か 2.5%である。

以前から脇田社長にご説明している通り、不動産賃貸業を営む会社の普通株式が上場しているのは、先進国では日本くらいである。台湾と中国にも少しはあるものの、欧米では存在しない。不動産賃貸業で株式投資家の要求する資本コストを満足させることは非常に難しいからであり、だからこそ、元本の安定と一定の配当利回りを求める投資家を対象とした REIT という利回り商品を上場させるのである。

株主提案である、私、丸木の取締役選任案である第 4 号議案への当社取締役会の反対理由は「不動産賃貸業を含む不動産事業は安定収益事業として重要な事業のひとつと位置づけており、不動産賃貸業の継続は当社の今後の安定的な株主還元に資するものであると考えている。」と招集通知に記載されているが、この資本コストを下回る「低位安定的」なリターンでは、株式の評価は高まらず PBR 1 倍を超えるのは不可能である。低位安定したリターンを望む投資家は当社の株式ではなく、REIT を購入すれば良く、その方が税のメリットも享受できる。

一方、当社の有利子負債は非常に少額であり、当社は賃貸用不動産の取得やホテルの開発をほぼ自己資本で行っている。これでは事業成長のスピードは全く望めない。当社自身で不動産を保有し続けることは止めるとともに、もっと有利子負債を活用するべきである。

中期計画のテーマに「安定から成長へ」とあるが、本当に成長するなら賃貸不動産の保有を止めて管理・運用に特化し、管理・運用する物件を増加させることで成長路線を目指すべきだ。具体的には、REIT の仕組みを活用すれば、資金を不動産の取得に充当し、長期にわたって寝かせる必要が無いため資本効率の点でも遥かに優れているし、スピード感をもって成長を目指すことができる。当社の資金ではなく、投資家の資金を使って事業を拡大で

きる。ホテルも自社で開発した後に REIT に移していけば良い。

以上のことはこれまでも再三申し上げてきたことであり、脇田社長も既に理屈はご理解いただいているものと考えている。3 年間同種の提案をしてきたが、そろそろ決断を下し実行に移して頂きたい。

それにも関わらず、未だご決断頂けないのは、非常に不思議である。仮にレンタル事業に自信がないから低収益でも不動産賃料収入を残しておく方が安心という理由だとすれば、上場企業として投資家の期待に応えられないし、応えるつもりがないなら、上場を止める方が良いのではないか。

まず、最初の質問として、今後、不動産事業をどのように変えていくのか、それとも変えるつもりがないのか、回答をお願いする。

<脇田社長>

ご提案の趣旨は、不動産事業の資本効率が低いので REIT を活用してはどうか、ということ。REIT とは、受け皿として別に法人を作り、一般投資家からの資金及び銀行借入により運用する。そして、ワキタは現在保有している不動産をその受け皿に移すということ。その結果、ワキタには 585 億から税金を引いた大量の現金が入る。その資金をどう活用するか、という点については、即座に先行投資に使う計画が出来ていないし、非現実的であると思っている。また、不動産投資では、昨年度 15.8 億の営業利益が出ている。これは安定収益として株主還元の原因となる。

中計で発表の通り、建機事業での新しい可能性、商事事業での介護というチャレンジング事業で社会貢献、成長を目指している。それに加え、この不動産という安定収益でバランスを取りながらやっていきたい。また、機関投資家との会話の中でも、ある程度そのようなバランスを認容する方もいる。色々なご意見がある中で、まだ REIT を活用する段階ではないと考えている。もちろん、不動産投資についても、コツコツと目先の資本効率ではなく、環境対策投資、リニューアルを行い、入居率・賃料を上げながら、地域貢献・顧客満足を図ってきたいので、今しばらく現状のご理解を頂きたい。

2 PBR 向上策の策定・公表

<SC>

東証からも、PBR 1 倍割れを解消するための計画を策定・開示するよう要請があったと思うが、現中期計画の目標である ROE5%では、PBR 1 倍の達成は非常に難しい。我々は不動産賃貸業を続ける限り、資本コストを上回る ROE を達成し、PBR1 倍割れを解消することは不可能だと考えている。ROE を高めて PBR1 倍以上にするという要請に応えられないのなら、当社はもう MBO など非公開化するしかない。

4/23 の日経新聞のインタビューで、脇田社長は「PBR が低いのは良くないと分かっている。できるだけ速やかに対応するため、取締役会で議論中だ」とお答えになっていた。株主提案である第 10 号議案の反対理由にも「できる限り速やかに開示を行う」と記載されている。もう 1 か月以上経っている。できるだけ早くというのは、何時のことかと疑問を持っている。

また、その具体策としては、第 10 号議案の当社取締役会の反対意見に書いてあるような方策、つまり現在の中期経営計画の達成では PBR 1 倍達成は不可能である。中期経営計画を修正して ROE 目標を 8%以上とし、そのためには不動産事業を抜本的に変革するとともに建機レンタル事業の利益率を向上させないといけないはずである。

PBR 1 倍を解消し上場を維持する気があるのかについて、そして上場維持すると考えているなら、その PBR 向上の具体的方策については何時公表するのかご回答頂きたい。

<脇田社長>

PBR の改善については申し上げた通り、速やかに行いたい。東証からの要望について、具体策の正式な発表は少しお待ちいただきたい。2025 中期計画を定め、「安定から成長」ということで、M&A で新たな成長分野の種となる会社を積極的にグループ化した。また、人材投資を積極化し、特に採用を増やしている。本社自体の採用も増やしており、相応に人件費・販管費がアップしており、この先行投資によりなかなか利益の向上につながっていない。IR も拡充し、決算発表会や投資家との個別面談を行っている。利益成長させながら、透明化を通じ資本コストを下げるよう取り組んでいる。株主還元も、当期利益の半分は配当、半分は自社株買いで全て株主に還元している。ROE5%は最終目標ではなく通過点であり、目標はその先にあるが、まずはこの中期計画の達成に全力で取り組んでいきたい。

3 配当性向 100%について

<SC>

第 5 号議案で配当性向を 100%とすることが提案されているが、ワキタ取締役会からは「自己株式取得と合わせた総還元性向 100%」で株主還元を行いたい、という理由で反対意見が表明されている。しかし、当社の時価総額は 700 億円程度と規模は小さい。出来高・売買代金などの株式の流動性等に鑑みれば、株主還元は自社株買いではなく、配当で行うべきだ。当然、プライム市場の流動株比率 35%の基準は満たしていることは承知しているが、そういう低次元の問題ではない。時価総額が数千億円、数兆円の会社であれば自社株買いも良いと思うが、当社の月別売買代金は約 20～30 億円程度であり、市場からの自社株買いによりこの流動性が低下すると、機関投資家の投資対象から外れてしまう懸念がある。

加えて、創業者一族と取引先である法人株主等で構成される安定株主の比率が高いと推測されること、自己資本や現金類似資産を過剰に積み上げていることを鑑みると、株主還元は配当性向 100%を基本としつつ、自社株買いは別途、安定株主から取得していただきたい。この点について、賛成頂けないのは、安定株主が減ることが嫌なのか。改めて理由を教えてください。

<小田専務>

配当性向を 100%として欲しいというご要望だが、配当 50%・自社株買い 50%で総還元性向 100%は達成した。中計期間中はこの方針を続ける予定だが、機関投資家の中には、配当・自社株買いどちらも評価するという方もいる。プライム市場に上場しているが、流動性を欠くと TOPIX 構成銘柄から外れることは承知しており、絶えず流動性を気にしていきたい。配当・自社株買いを 50%ずつにすると決めているわけではなく、あくまで総還元性向 100%が計画だ。繰り返しになるが、絶えず流動性、流通比率は懸案しながら、自社株買いを行っていくので、ご心配頂いているようなことにならないように運営していきたい。

<脇田社長>

自社株買いと配当は一長一短ある。自社株買いは、流動性が下がるということはあるが、一方で市場から買い上げることで需供の関係で株価上昇の方向に働くので、株価上昇の一役にはなっていると思う。このようにバランスを取っており、配当についても配当金の変動が大きいことを嫌い、少しずつ上げてほしいという声もある。多様な声を聞き、最適な方法を探りながら、株主総会に諮っていきたい。

4 政策保有株式について

<SC>

第 6 号議案で政策保有株式の売却が提案されているが、ワキタ取締役会は、「取引先の維持・拡大や新たな事業機会創出につながると判断される場合に限り、政策的に株式を保有する」、「コストとの見合いで個別に経済合

理性が認められるか、保有する意義があるかについての検証を行い、取締役会の場で審議し、対応方針が決定されている」との理由で売却する意向がないことを示している。

昨年度も同様の提案を受けたと思うが、株式保有により取引が得られるというのは、非常に不健全である。株主に対する取引という利益供与を期待しているということであり、会社法違反の疑義もある。商品やサービスの質が良いことで顧客や取引先からワキタを選んでもらうべきであり、経営陣はその努力を行うべきである。政策保有株主とは、その実態は安定株主であり、株式発行企業の経営者の味方をする株主として保有しているのである。株主から預かっている資産を使って取引先企業の経営者の保身に協力しているわけで、善管注意義務違反の疑義がある。また、株価の観点からも、政策保有株が多い企業ほど ROE や PBR が低い傾向にあるというデータもあり、悪影響がある。

一方で、取締役会として反対意見は表明されているものの、現実には政策保有株式を徐々に減らしており、提案趣旨はご理解いただいているものと認識している。但し、PBR 1 倍割れを解消せねばならない状況において、スピード感が圧倒的に足りない。このようなペースでは、本業が不調の際の利益補填に活用していると疑われる可能性もある。即刻全て売却していただきたいが、少なくともこのような疑念を払しょくし、市場からの信頼を得るためには、適当な理由で株主提案に反対するのではなく、例えば「政策保有株式を 2 年後にゼロにする」との方針を発表してはどうか。

<脇田社長>

政策保有株式の総額は、28.5 億で総資産の 1.97%程度だ。株式を戦略的にどう保有するか、或いは持ち合うか、という点に関しては、資本提携によって会社同士がパートナーとなり、新たな活動を行っていくことで実効性が出てくることもある。

事業をしていけば、なかなか良い商品・提案であっても決定者まで届くには時間がかかる。実際、このような提案も、一介のコンサルタントであればなかなか私（脇田社長）のところまでは届かないが、株主であるからこそ届いている。私も社長室に飛び込んでいき、色々な話をする。おそらく、（政策保有株式）を切ってもなくなる関係だとは思いますが、保有によって更なる拡大を図っていく時には大きな武器になるのは事実であり、完全に資本提携を否定するものではない。

貴重なお金を使ってその効果があるかどうかは個別検証しており、現に一部売却もしている。会社法や善管注意義務違反というのは、独自の考えだと思う。専門家にも聞いてみるが、当社としては意義あるものについては大きなインパクトを持たない範囲で活用していくという方針だ。

5 中期計画の見直しについて（社長の報酬、取締役会議長）

<SC>

第 8 号議案で、社長の報酬について個別開示する昨年と同様の提案をした。去年の脇田社長の再任に関する賛成比率は 75%以下だったが、これは非常に低い数字である。我々の認識では、当社の安定株主の比率は 50%程度であり、一般株主の半数程度は反対している。これは事実として認識いただく必要がある。資本コスト以上のリターンをあげられていないということは株主価値を毀損しているということで、上場企業の経営者として常識として理解してほしい。

PBR 1 倍割れということは、株主価値を毀損しており、それがずっと継続しているということだ。3 年前から不動産事業の改革を提案しているが、全く動いて頂けていない。今回、東証が PBR1 倍割れ企業に改善を要求したことは、日本に PBR1 倍割れの対象企業が相当多いことを問題視して行った訳であり、これを重く受け止め、変わるきっかけにしなければならない。いつまでも今までと同じ方針で頑張る、というのは止めるべきであり、そういうタイミングになっ

ている。

具体的には第 9 号議案の反対意見で「資本コストの把握を通じた収益計画等の構築が重要」と言いながら、当社の中期計画の ROE 目標は 5%に過ぎず、矛盾している。「一部の経営指標を偏重することなく」とも記載されているが、東証の要請は明らかに「資本コストを重要視して経営計画を作成せよ」、当社の言葉を借りると「資本コストを偏重しろ」と言っている訳である。それを否定しても仕方なく、上場を維持していくのであれば資本コストを上回る ROE 目標を含め、中期経営計画を見直すべきだ。先ほど近いタイミングで公表する、とおっしゃっていたが、中計を変更するしかない、ROE を 5%ではなく、8%以上にしなければならない。不動産事業も今のままでは無理だ。

売却して大量の現金を保有しても使い道がわからない、と仰っていたが、それなら特別配当で株主還元すれば良い。それで自己資本を減らし、見合った高い収益性を実現していけば良い。もしくは、不動産開発の資金に使っても良いが、その場合は ROE8%以上のリターンをお願いしたい。その中間をとって、特別配当と、不動産開発双方に使っても良いかもしれない。

何れにしても、冒頭で IR を充実させていくと言っていたが、今のままの経営計画の延長線上では、いくら説明しても株価は反応しない。内容を変えないといけない。これを強く要請する。回答頂いても良いし意見として承って頂くならそれでも構わない。

<協田社長>

貴重なご意見をいただいた。意見として承り、検討したいと思う。

5. 採決

第 1 号議案から第 3 号議案までが可決。第 4 号議案から第 10 号議案までが否決。

以上