

〒262-0032

千葉県千葉市花見川区幕張町 4-544-4

株式会社エイジス

取締役会 御中

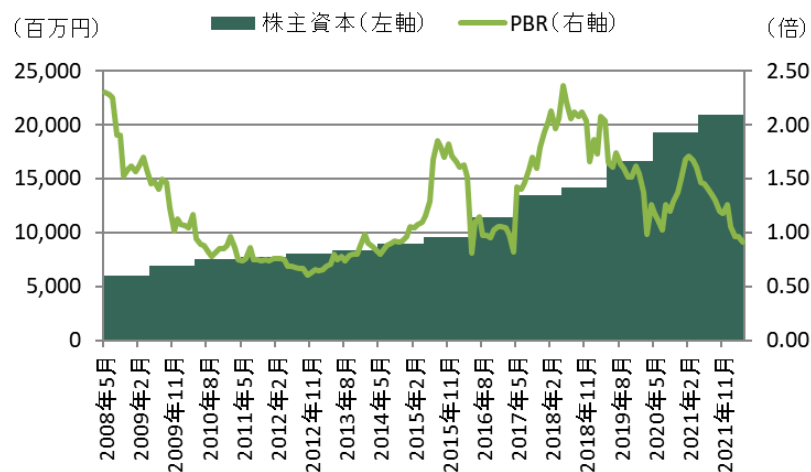
お世話になっております。ひびき・パス・アドバイザーズでございます。引き続き貴社の事業が大変魅力的であると考え、株式を保有させて頂いており、この度は、一少数株主として取締役会にご検討いただきたい内容を、書簡の形で送付させていただきます。ひびきはバリュウー投資家として主に海外や国内の企業年金等の資金を中長期で運用させていただいており、投資先の皆様と真摯な対話を通じて企業価値や株主価値の最大化を「一緒に」実現することを是としております。IR 取材では執行役員の前田様、また元 IR 担当の毛利様には丁寧に事業の考え方等につき教えていただき、感謝申し上げます。

さて、私どもは貴社の過去からの事業内容やその成果を様々な角度から分析させていただく中で、貴社株価がその本質的価値に比して非常に低位で推移している状態が慢性化しているものの、企業価値向上の取り組みを着実に実行することで、現在の株価を遥かに超える価値創出が可能であるとの考えのもと、貴社株式を保有しております。

貴社は過去 40 年以上に亘り、日本の小売業の発展を陰で支え続けてこられ、棚卸代行の国内シェアが約 80%と、日本の消費者にとって無くてはならない事業を営まれており、また徹底した労働生産性への取り組みにより、営業利益率が過去 10 年で約 2 倍になり直近では 15%と、事業の安定性と収益性に非常に優れた事業であると高く評価しております。また、創業者の齋藤茂昭様が米国の棚卸代行サービスを日本に持ち帰り、日本において棚卸代行の文化を根付かせたことについても、その先見性とチャレンジング精神に非常に感銘を受けました。貴社本社に伺った際には、貴社歴史を紐解く展示室をご案内頂き、創業者の先見性、地道な事業の発展、自社開発端末への拘りなどが強く印象に残りました。今後も、既存の盤石な顧客基盤を活用し、新たな小売業サービスを展開していかれることに加え、海外においても棚卸代行の文化を根付かせようとされている取り組みにも高く期待させて頂いております。

一方で、長期間に亘り貴社は株価を割安なまま放置しているようにも見受けられ、また 2022 年 3 月期の中間決算説明会の際に、弊社メンバーが「現状の株価水準への考え」についてご質問したところ「株価は市場が決めることなので割安かどうかは何とも言えない」と言ったご回答を聞いた際には、残念な気持ちを覚えました。誤解を恐れず言えば、上場企業の経営者の責務の一つは、全株主のために、企業価値を向上させることに加えて、株価を適切な企業価値の水準に近づけることです。つまり、上場企業の経営者であるならば、自社の株価の適正水準を論理的かつ合理的に説明できる状態であるべきとも言えます。それにも関わらず、株価水準が割安かどうか分からないといったご回答には、投資家からの評価の鏡ともいえる株価に齋藤社長が無頓着であるのではないかといった疑念を持たざるを得ず、上場企業の経営者としての「使命」を果たされているとは言えないと感じてしまいました。

また、同質問の際に「将来的な成長方針を打ち出し実行することが、株価対策のために一番重要」といったお言葉も頂戴しました。もし本当にそれが一番重要であるならば、そのような努力をされてきて営業利益が過去 6 年間で約 1.8 倍にも拡大している一方で、直近（2022/5/20 時点）の株価評価（PBR）がたった 0.9 倍程度と 6 年前（2017 年 3 月末）の 1.0 倍程度よりも低い状況で、解散価値未満の評価がなされている点につき、貴社はどう捉えていらっしゃるかご説明いただきたく存じます。私どもの理解では、事業成長の表明及び執行はかの P・ドラッカーが記したように（Appendix1）、全上場企業の実行すべき当然の責務であります。よって、それは株価対策のための必要条件であるだけで十分条件とは全く言えないという理解が自然です。過去からの着実な株主資本の積み上がり と PBR 評価の推移を比較するだけでも、貴社は上場企業として「事業面以外」での課題が多いことは誰の目から見ても明らかだと考えております。



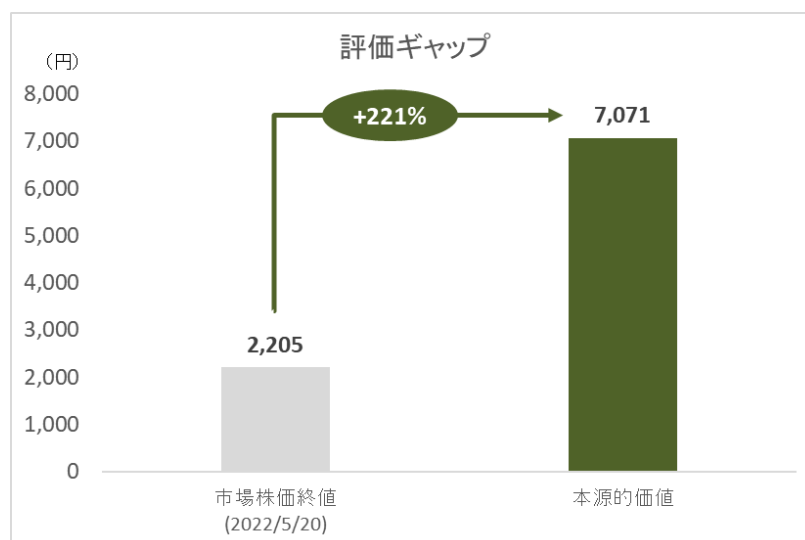
（出典: Bloomberg より Hibiki Path Advisors 作成）

仮に効果的な株価対策を怠る今のような状態を続ける場合には、上場会社としての責務を果たせていないため、早急に非上場化の方向に転換することが、唯一真つ当な経営戦略・資本政策になると考えます。先般の東証市場改革のように、政府や規制当局も、上場企業の集約化（及び削減）の方向に完全に舵を切っていることは自明の理であり、既に時代は、「何となく」上場していることを許容しない方向に動いております。私どもは、貴社は、（1）株式市場と真摯に対話し企業価値の最大化及び株価を企業価値に適正に近づけるために全力投入するか、（2）**MBO** や完全子会社化による上場廃止といった別の道を模索するか、の二つに一つのどちらかを選ぶことが必須の状態だと思われま

貴社が今後も上場し続けることを望むのであれば、早期に、そして不退転で、各種企業価値向上策に着手する必要があると考えております。この手紙では、まず私どもが考える貴社の企業価値（理論株価）をご紹介させていただき、貴社の価値が理論的には、これほどまでであるということをご認識いただいた上で、次に株価対策のために貴社が実行されるべき取り組みをいくつか紹介させていただきます。

貴社の企業価値評価

まず私どもの考える貴社の株主価値（株式価値）について解説させていただきます。2022年5月20日の株価終値2,205円を弊社の考える理論株価と比較します。



(出典: 貴社開示資料、Bloomberg より Hibiki Path Advisors 作成)

私どもの算定では、現在の株価と貴社の本質的理論株価には実に約 220%(3 倍以上)もの乖離があります。理論株価は広く一般に企業価値算定に使用される DCF 法を用い、算出しております（詳細な前提数値や計算式等は最終頁の Appendix2 をご参照下さい。）。

先ず、簡易 DCF 法はご存じの通り、将来に亘って事業から創出される各期のフリー・キャッシュ・フロー（“FCF”）を現在の価値に割引き（ディスカウントする）合計することで企業価値を算定する手法です。通常は向こう数年の FCF を見積もり、予想最終年度の年間の FCF に永久成長率を用いて企業価値を試算しますが、私どもの用いる簡易 DCF では企業が「自然体で安定的に創出できる」定常 FCF、成長率、割引率（WACC、加重平均資本コスト）のみに着目し、敢えて簡易に企業価値を試算しております。この方法で前提となる定常 FCF は 25 億円、永久成長率は 0%、WACC は 5.8%です。それでは以下に各前提を順番にご説明いたします。

FCF25 億円は、貴社の過去 5 年の FCF の状況を考慮し、貴社の実力であれば自然体で継続的に出せると思われる水準としております。そして FCF の永続成長率を 0%と設定しています。つまり、この前提には貴社の今後の事業の成長性は全く織り込んでおらず、控え目な前提となっております。

次に FCF を現在価値に割戻す割引率となる WACC の前提ですが、WACC は借入の調達コスト（負債コスト：金利）と株式市場での調達コスト（株主資本コスト：株主や投資家の期待（要求）リターン）の加重平均により導き出されます。貴社は潤沢な現預金を保有しネットキャッシュである為、貴社の WACC は株主資本コストそのものとなります。貴社の株主資本コストは、市場リスクプレミアムの 6%に貴社の市場ベータ値 0.8 を乗じ、市場無リスク金利（1%と仮定します。）を加算し 5.8%となります（弊社試算、Appendix2 ご参照）。

そして、WACC を用いて現在価値に割り引くと、【計算式 25 億円 ÷ (5.8% - 0%)】により、企業価値は約 430 億円となります。さらに算出した企業価値に直近の貸借対照表に計上されているネットキャッシュ（約 165 億円）を加算し、自己株式控除後の発行済株式数で除算すると、理論株価は 7,071 円となり、株価 2,205 円（2022/5/20 時点）を驚くほど大きく上回っています。理論的には中長期的に株価は本質的価値（理論株価）に収れんするとも言われていますが、株式市場では約 3,700 社もある他社との比較において、貴社に日が当たらずに、理論価値と株価との乖離率が拡大していると存じます。貴社も、「事業を頑張っていればそのうち市場は気づい

てくれる」という希望的観測も、約 3,700 社も上場している現在の市場の中においてはかなりハードルが高いことは、既にご実感いただいているのではないのでしょうか。では、貴社の価値に光をあて、本質的な価値をマーケットに示すためにはどのような手があるのでしょうか。貴社の現状や業容に鑑み、私どもが特に効果的であると考え、企業価値評価の改善策を 4 つ、以下に提案させて頂きます。是非、早期実行のご検討を貴社の一株主としてお願い申し上げます。

企業価値評価向上の施策

1. 自己株式の取得
2. 純資産配当率 (DOE) 7%の導入
3. 株式分割の実施
4. IR の拡充

1. 自己株式の取得

貴社の企業価値が正当に資本市場で評価されていない大きな理由の一つが、貴社が保有する現預金ないしは今後事業を営む中で稼得される現金の価値が大きくディスカウントされて評価されてしまっていることだと考えております。つまり、貸借対照表上の約 168 億円 (2021/12/31 時点) の現預金及び有価証券や今後貴社の強力な事業から生まれる FCF の価値が、例えばその額面よりも数十%程度も割引いて評価されてしまっていることも考えられます。日々、経営陣の皆様や従業員の皆様が汗水垂らし一生懸命に働かれた、その果実ともいえる現金が実額よりもディスカウントで評価されてしまっていることについては、経営者の皆様にとっては俄かに信じられないかもしれません。しかしながら、これが実情だと私どもは考えており、実際、一般的に日本企業の現金及び有価証券の価値が約 50%もディスカウントで評価されているといった研究結果もございます (同封参考資料の 7 ページ目ご参照)。

ではなぜこのような事態が生じてしまうのかを、身近な例でご説明いたします。例えば、ある方が銀行預金に 1,000 万円持っているとします。しかし、実はその 1,000 万円は半永久的に引き出せない性質のお金だとした場合、果たしてそれはその方にとって本当に 1,000 万円の価値があるのでしょうか?この問いに対して、恐らくほとんどの方が”No”と答えると思います。企業に投資する株主も全く同じで、本来全株主に平等に帰属する (貴社の場合殆ど借入もありませ

んので)はずの現預金及び有価証券ならびに事業から将来稼得される FCF が、十分に株主に還元されない場合、どうしてもその価値を実額よりもディスカウントして評価せざるを得ないということがございます。これが、上述させて頂いた、多くの投資家が企業の現預金及び有価証券の価値を割り引いて評価している一つの理由です。貴社のように、どれほど魅力的で社会的にも意義のある事業を営んでいたとしても、その事業から創出される果実であるキャッシュが十分に最終受益者である株主に共有されるという安心感がなければ、投資家/株主にとっては魅力的ではなく低評価が付与されざるを得ないのです。

この事象を解決するのが自己株式取得や配当などの株主還元の拡充です。先ず、自己株式の取得は、本質的には自社の株式が割安な際に実施することを検討すべき重要な一つの経営施策ですが、上述のとおり現状の貴社の株価は非常に割安であり、貴社にとっても自社の株式を割安な価格で購入できる絶好のタイミングであると存じます。裏返せば、現状明らかに割安な貴社の株価に対して経営陣の皆様が何もアクションを取らない場合、現状の株価を経営陣が黙認している模様、といった諦念が投資家や株主に広がってしまい、時間の経過とともにその諦念が「固定観念」に変化してしまいます。一般的に、経営者は、最も自社事業に精通し、ご理解されているべきで、その経営者が何もアクションを取らない場合、何かマイナスの内部情報があるのではないかと懸念してしまう恐れもあります。そういった誤解を生じさせないためにも、また、貴社の事業価値はもっと高い評価が付けられるべきであると思われるのであれば、是非自己株式の取得を実行頂けますと幸いです。

また、自己株式取得を実行される場合には、その効果を高めるためにも、数%程度の小規模ではなく、大胆に、かつ継続的に、株価水準と比較しながら、実行して頂きたく存じます。世界的企業の米アップル社は 10 年も前より巨額の自己株買いを継続されており、2018 年には **Net cash neutral** 方針（つまりネットキャッシュを”ゼロ”にすること）を打ち出し、10 年前に 13 倍程度であった PER が、24 倍程度へと株価評価を大きく向上させることに成功されました。また、現状の貴社の運転資金として約 70 億円（貴社の 21 年 3 月期売上の凡そ 3 ヶ月分）が必要と想定した場合でも、手元の現金及び有価証券の合計額約 168 億円からその額を減算した約 98 億円を自己株式取得に使用いただいたとしても、貴社の事業継続性や財務健全性を脅かさない状況であると考えております（98 億円の自己株式取得を依頼させて頂いているわけではなく、これほどの財務体力及び株主還元余力が貴社にはあるという一例として挙げております。）。

自己株式の取得は、ある種、今後の事業成長性や安定性を経営陣の皆様が資本市場に対して示す一つのツールでもございますので、このような財務状況下で数%程度の小規模の自己株式取得ですと、それこそ、投資家や株主から、「貴社は今後の事業運営にあまり自信がないのではないか？」や「貴社は資本市場との対話を疎かにしており、株価評価に関心がない」、等といった疑念につながり、益々貴社の事業への評価は低迷し続けるリスクがあると感じております。社会の公器である上場会社である以上、株価評価をないがしろにすることはあってはならないことです。是非、投資家や株主が驚くくらいの規模での、大胆かつ継続的な自己株式取得の実行をお願いいたします。

2. 純資産配当率 (DOE) 7%の導入

現金や FCF のディスカウント評価を改善するための、もう一つ的手段として配当水準を適切にすることも挙げられます。事業のビジネスモデルやポジショニング、足元の財務状況や今後稼得されると想定される FCF に鑑みると、現状の貴社の配当水準（配当性向 30%程度）は非常に低位であり、株式会社の責務の一つである株主への適切な配当を実行していない、と私どもは感じております。これにより、今後も現状の配当水準が継続してしまい十分に貴社の事業価値（≒FCF）が共有されないといった悪い「期待」が市場に形成されてしまっており、その実力値よりも割り引いて貴社の事業を評価せざるを得ない投資家が多くなっている状況と推察しています。是非配当水準の一段の引き上げの実行もお願いいたします。こちらで貴社の財務や事業の状況から考えますと、DOE7%程度、つまり一株当たり配当約 168 円（配当総額約 14 億円）を目標値としたとしても、前出の弊社の DCF 計算で使用した FCF25 億円と比較しても、その半分強にすぎず、財務状態は非常に健全なまま事業を今後も営むことが出来るはずで

DOE は、単年度でなく、過去からの積み上げた事業の実績（≒純資産）と配当をより安定的に連動させることを企図する施策です。毎年の配当金額の予見性を向上させることにより、

- ① 安定配当及び、利益が出る限りにおいて純資産に連動される形で徐々に増配傾向となるため、安定配当を望む年金資金などの長期資金による株主構成を誘導出来る
- ② 安定配当及び安定配当増が継続するという市場からの信認による株価下支え効果により、大型投資などの際に利益が急減する場合の株価の変動率が抑えられ、それにより（株価変

動率及びベータ値が低下し)、株主資本コストが低下し、株価評価 (PER, EV/EBITDA, PBR といったバリュエーション) が時間をかけて改善していく

- ③ 純資産へのフォーミュラ化をすることで毎年の配当レベルを決定する経営上の検討時間を大幅に縮減出来る、

などの効果が期待できると考えますので、DOE7%の設定をご検討いただきたくご提案申し上げます。尚、参考資料として、エーザイ株式会社 CFO の柳 良平様による 2011 年の DOE に関連する論文を同封させていただきます。何卒よろしくご査収下さい。

3. 株式分割の実施

貴社の今年の 3 月 31 日までの過去 1 年間の 1 日当たり平均売買金額は約 1,500 万円です。これは、東証 1 部の一銘柄当たりの同 1 日当たり平均売買代金約 9.1 億円、そして東証 2 部の約 5,600 万円と比較し、極めて低いと言わざるを得ません。尚、機関投資家にとっては、このように流動性が低い場合、買う場合も売る場合も時間がかかってしまい、機動的に動きにくいことから、潜在投資先として魅力的であっても投資対象から外すケースが多くあります。また、先般、プライム市場上場の基準に流通株式数・売買代金という概念が新設され、改めて上場企業の株式の流動性の重要性が急速に増しています。株式分割によって、投資必要金額を下げ、個人投資家及び貴社の従業員の自社株購入もより少額から可能となり、個人の売買を促進させることで、機関投資家も参入しやすくなるという効果が期待出来ます。資本政策の選択肢及びその機動性を増すことが出来る株式分割を改めて早期にご検討、ご実行いただきたくご提案申し上げます。

4. IRの拡充

貴社には証券会社（セルサイド）のアナリストのカバレッジが現状なく、認知度の向上が困難な状況であると感じます。時価総額のレベル、業態の独自性、日本の市場動向からして、セルサイドのカバレッジが付きにくい状況だと推察いたしますが、そのような状態が長期化してしまう場合、世界の投資家の日本市場への関心が薄まる中、更に投資家が貴社に投資しづらい状況となり、それが更に時価総額の低下に繋がってしまうといった悪循環に陥るリスクが高くなると考えております。

IR活動や投資家対応を主幹事証券会社のみにも頼る時代は既に終わったといえます。証券会社側も限られた人員数で事業を回すため、企業のカバー範囲を十分に広げられず多くの発行体企業がある意味ほったらかし状態です。貴社含め、そういった証券会社がカバーしていないような企業に対してもレポート執筆やIR支援を行う企業やサービスが多数登場しており、以前とは比較にならないほど機動的な対応が可能になってきております。勝手ながらそのいくつかをAppendix3にてご紹介申し上げますので、鋭意ご検討頂けますと幸いです。

次いで、過去何度も直接の面談依頼をお断りいただいていることより、現時点では齋藤社長は投資家とのIRミーティングに出席しない方針であられると認識しておりますが、社会の公器である上場会社の経営者であればこそ、少数株主の声に直接耳を傾けるべきだと私どもは考えます。発行済み株式の約34%（2021年9月末時点、四半期報告書より「有限会社齋藤ホールディングスと齋藤社長の持分の合計」）を持たれるオーナー社長として辣腕を振るわれることには一切異存はございませんが、そのご姿勢こそが事業実態に比べ株価評価が非常に低いことの要因であると推察しております。IRご担当の方々には非常に丁寧なご対応を頂いているため、弊社含む株主や投資家の声が社長の耳に届いていないといったことは無いと信じておりますが、株主や投資家の貴社への課題認識について、時折でも、社長自ら意見交換を求めることで、上場企業経営者としての危機意識や問題意識が醸成され、それこそ、より質の高いコーポレートガバナンススタンダードへのヒントとなると考えます。

齋藤社長程ではないですが、私どもも同じ株主です。そして、経営者の皆様の耳が痛いことでも建設的なものであれば、臆せずお伝えすることが私どもの機関投資家としてのスチュワー

ドシツ責任でもあります。そして、上場企業はそれら少数株主の声も経営に反映させるべきで、それが億劫ということであれば、それこそ全株式を購入いただき、非上場化するべきであると考えます。不躰なお願いとなり恐縮ですが、何卒ご検討のほどよろしくお願ひいたします。

以上、大きく4点ご提案申し上げました。私どもは、全株主に問うべきと判断した場合には株主総会における議案提案も辞さない投資家で、提案者の名義が公開されていない分も含め過去複数回、株主提案を行っております。今回は取締役会への初めての直言ということもあり、私的な提案として書簡をお送りし、それを他の株主の皆様にもご覧いただけるようにウェブ上で公開致します（センシティブな内容部分に関しては一部非開示と致します）。株主よりこのような提案があったことを真摯に受け止めていただき、是非とも、経営陣の皆様や従業員株主、取引先株主含む貴社全ての株主にメリットがあると思われる私どもの上記提案施策を取締役会・経営会議体にてご検討いただき、速やかに実行、開示頂きますようお願い申し上げます。

令和4年5月30日

39 Temple Street #02-01, Singapore 058584

Hibiki Path Advisors Pte. Ltd.



本書簡の作成に際してはデータ、情報の収集の際に内容の正確性につき細心の注意を払っておりますが、その正確性を保証するものではありません。また、本書簡は特定の有価証券の申込の勧誘若しくは売買の推奨または投資、法務、税務、会計などの助言を行うものではありません。

Appendix :

1. ドラッカー「マネジメント - 課題・責任・実践」（1974）日本語版への序文より抜粋

本書は経営の「社会的責任」と「利潤」との間には、いささかも基本的対立のないことを主張している。逆にもし経営者が「“利潤の確保”こそ第一の社会的責任である」ということを認識し損なうなら、それは経営者の資格要件を問われるほどの決定的な誤認である。…….. 利潤はたんに企業経営者や投資家が「手に入れたいと願う」何ものかではなく、それは経済社会全体が必要とする何ものかである。ちなみに共産主義社会ですら資本主義社会と同じく利潤を必要としている。…….. 一つの社会をとってみると、ある時点でその社会の企業全体の五分の二程度が赤字を余儀なくされているであろう。そして全体の三分の一は、通常なんとか採算を維持する程度に運営されている。したがって黒字の企業は、つねに数においては彼らより多い赤字企業の分をカバーせねばならぬ運命にある。…….. アメリカ人がこれまでそうであったように、「利潤」が投資家や企業の経営者のみの追い求めるものと考えるのは、無責任きわまる態度である。しかしまた多くの日本人やヨーロッパの企業経営者のように、それを「汚い用語」だとして、なるべく考えようとしないのも同じく無責任な態度ではなからうか。…….. 経営者は彼の企業の活動が、外部の自然環境や社会生活に与える衝撃について責任を負っているが、彼はまた第一義的ではないにしても、彼の管理下にある経済的資源の節約につとめる責任もある。経済的資源の節約とは、明日の必要を満たすための最小限の「利潤」を意味すると考えてよい。各国の企業経営者がこのことを理解していないことこそ、実に今日経営者への信任がガタ落ちし、経営が脅威に直面している最も大きな原因の一つなのである。収益性は企業にとってなくてはならぬもの、つまり真の意味での「コスト」として強調することは、本書の中で終始変わらぬ主題の一つである。

100年前、渋沢栄一がわれわれに教えたことがあるとすれば、それは「経営者には責任がある」という一つのことである。しかし彼らの第一義的な責任は経済的責任である。彼らはそれを立派に履行してのみ、その社会的責任、なにかんづくわれわれが過去数年はっきり意識するようになった外部環境に対する社会的責任に取り組むことができるであろう。

2. 貴社の企業価値評価における諸前提 (Hibiki 社内前提)

WACC計算		
a	市場無リスク金利	1.0%
b	ベータ値 (個別株式の市場に対する相関)	0.80
c	市場リスクプレミアム	6.0%
d	資本コスト (COE)	=a+c*b 5.8%
e	借入コスト (COD) (利息)	2.0%
f	時価総額 (百万円)	33,714
g	ネットキャッシュ (百万円)	16,544
h	資本比率	100%
i	税率	30%
j	WACC	=h*d+(1-h)*e*(1-i) 5.8%

ディスカунテッド・キャッシュ・フロー法		
k	定常化FCF (百万円)	2,500
j	WACC	5.8%
l	永続成長率	0.0%
m	企業価値 (百万円)	=k/(j-l) 42,969
g	ネットキャッシュ (百万円)	16,544
n	株式価値 (百万円)	=m+g 59,513
o	自己株控除後株式数 (百万株)	8.4
p	理論株価 (円)	n/o 7,071

(出典: 貴社開示資料、Bloomberg により Hibiki Path Advisors 作成)

3. スポンサードリサーチ

証券会社によるリサーチとは異なり、発行体企業が費用を負担して独立の第三者から取材を受け、レポートを発行し、投資家に頒布するサービスです。下記の三社が代表的によく知られており、それぞれの特徴についての弊社の独立した見解を別送致します。

Shared Research	https://sharedresearch.jp/ja
Fisco	https://www.fisco.co.jp/
Investment Bridge	https://www.bridge-salon.jp/

また、弊社が懇意にしている Eightfold Research <https://www.eightfoldresearch.com/> は特に海外投資家とのコネクションに長けており、弊社が必要な交通整理を行うこともできます。こちらの紹介資料も別途送付申し上げます。