

東京都渋谷区恵比寿 4-20-3
恵比寿ガーデンプレイスタワー
株式会社アルファポリス
取締役会御中
代表取締役社長
梶本 雄介 様

2024年3月1日

企業価値向上施策ご提言書

目次

1. 貴社の強み
2. 貴社の本源的企業価値
3. 株式市場からの評価
4. 東京証券取引所の現在の方向性と市場の方向性
5. 市場からの評価が低い原因について
6. ご提言
7. 終わりに

貴社（「アルファポリス社」）の株式を運用顧客口座にて保有しておりますシンガポールに拠点を置く機関投資家のひびき・パス・アドバイザーズ（「弊社」及び「私ども」）と申します。本日は、一少数株主として、今後の貴社の企業価値向上の施策に関し取締役会にご提言があり、このような書簡を送付させていただきました。社外取締役及び監査役会を含む取締役会構成メンバー全員にてご回覧及び審議いただき、今後の貴社の成長施策の糧にさせていただきたく存じます。尚、本書簡はご送付から1週間程度で弊社ウェブサイト等から一般公開を予定しております。

弊社は国内外の年金基金を中心とした長期の資金を運用させて頂いていることから、「企業の本源的価値に対して株価が割安であること」「経営陣と建設的な対話ができ、共に価値を高められること」といった要素を多面的に評価し、日々の値動きや四半期業績に振り回されることなく、中長期の視点で投資を行なっております。一般的には「モノ言う株主」と言われておりますが、基本スタンスとしては経営陣に対して親和的、建設的でありつつも、株主価値向上に対する見解が大きく異なる状況が発生した場合には株主提案も行うことも辞さない、そのような投資家でございます。

本書簡の構成を先にお伝えいたします。まず、私どもが貴社に投資させて頂いている背景を「1. 貴社の強み」にて簡潔に触れたうえで、貴社の株式が市場から非常に割安に評価されているご状況を「2. 貴社の本源的企業価値」と「3. 株式市場からの評価」の параグラフで詳細をご説明申し上げます。その上で、昨今の東京証券取引所が上場企業に発した指針について「4. 東京証券取引所の現在の方向性と市場の方向性」で申し上げます。その方針を踏まえ、「5. 市場からの評価が低い原因について」の考察を行った上で、最後に貴社が今後株式市場から評価を得るために、私どもからの「6. ご提言」を申し添え、「7. 終わりに」にて本書簡を閉めさせていただければと存じます。長い文章となりますが、何卒よろしくご容れ致します。

1. 貴社の強み

まず、私どもは、貴社の本質的な強みは、その独特のビジネスモデルにあると考えています。クリエイターに対する訴求力の高い Web サイトを活用し、多くの自主的に投稿される作品の中から貴社の独自の選球眼によりヒットの確度が高い作品を厳選し、優秀な編集人材のサポートで書籍化するという、貴社固有の「強い差別化」の効いたビジネスモデルです。Web サイト「アルファポリス」は、小説や漫画を描きたい作者が自由に投稿できるプラットフォームであると同時に、ユーザー側には、会員登録なしでも投稿作品を無料で読める手軽さを提供しておられます。こういったサイトは実は多数存在していますが、アクセス数でトップと言われる「小説家になろう」サイトを運営する株式会社ヒナプロジェクトは未公開企業であり、「上場企業として」専業でこの事業を行っているのは貴社のみ、と私どもは理解しております。

貴社のサイトは、作者と読者の両者のニーズが十分に満たされる設計のため、プラットフォームとしての持続性・再現性が高く、継続的に様々なユーザーを確保でき、優良な顧客層を維持されています。そうした読者ニーズの解像度を高めたうえで、作品の選定と創意工夫された編集を行うことで、ユニークな UGC (User Generated Contents) エコシステムを作り上げたのです。さらに、貴社固有の書籍化プロセスは、従来の出版モデルとは異なり、ウェブサイト上で蓄積されたユーザー評価を基に、同社の編集部が書籍化するコンテンツを選定するため、よりヒットする確度の高い作品の書籍化に成功されております。私どもも拝読した貴社の大ヒット作の「月が導くシリーズ」はまさにその真骨頂とも言えるでしょう。

そのような強いビジネスモデルを有しているからこそ、投下資本収益率 (ROIC)¹は 109.8%と非常に高く資本コスト²の 4.7%との間に十分スプレッドを有しており、理論上は株主価値を着実に創造されておられます。

¹ 投下資本収益率 (ROIC) は弊社定義上、NOPAT (税引き後事業利益) を NOA (純営業資産) で除して算出しております。私どもの NOA は、事業に関係のない金融資産と金融負債は除外しております。

² WACC は市場無リスク金利 1.0%、ベータ値は各社 Bloomberg を参照、市場リスクプレミアムは 6.0%として算出しております。

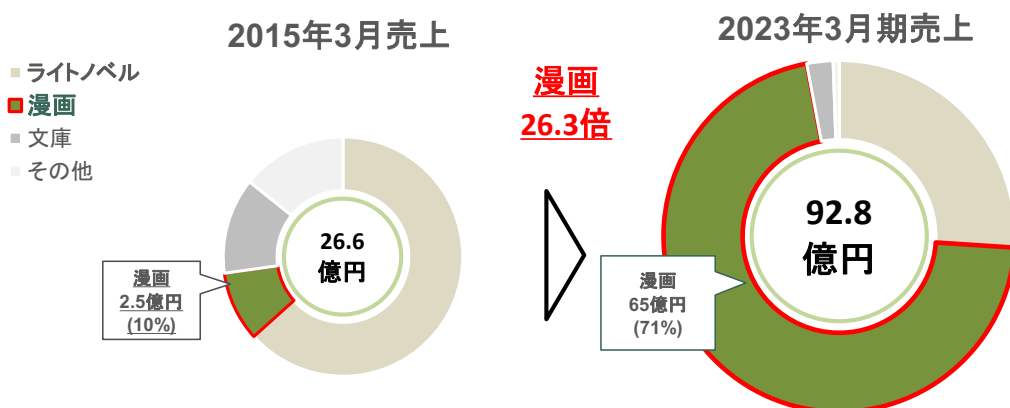
図 1：漫画・アニメ販売類似企業の資本効率性比較

資本効率性指標			
会社名	ROIC	WACC	Spread
アルファ・ポリス	109.8%	4.7%	105.1%
KADOKAWA	25.1%	8.1%	17.1%
インフォコム	160.2%	5.9%	154.3%
パピレス	10.6%	7.0%	3.6%
スターツ出版	211.2%	4.1%	207.0%
類似企業平均	101.8%	6.3%	95.5%

(出所：Bloomberg、四季報 Online より Hibiki 作成)

加えて、事業変革と成長の道筋についてもコメントをさせていただきます。例えば、2015年3月期⇒2023年3月期の9年間に於いて、総売上が約3.5倍も増加し（図2）、同様に営業利益も約3倍と成長しましたが、その背景に、2015年当初63%の売上割合を占めていたライトノベルに交代する形で、新規事業であった漫画セグメントの売上が3億円未満から93億円と見事に急成長したことが見て取れます。梶本社長の事業の嗅覚もしくは時代の先見性のようなものによって貴社は大きい成長を遂げたと言えるでしょう。

図 2：上場以降の貴社の事業構造の変化



(出所：IR 関連資料より Hibiki 作成)

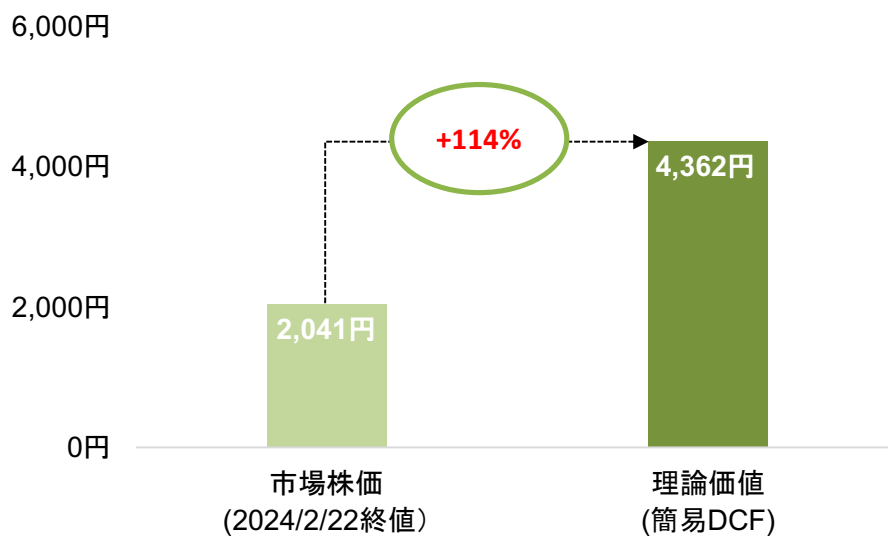
翻って、市場での貴社の株式価値の評価に関しては、極めて残念ながら過去に比べて大幅に低下してしまっております。

端的に申し上げますと、2015年～2023年の間、EPS（一株当期純利益）が3.3倍の成長を遂げたのに対し、時価総額の成長は2.3倍にとどまっております。私どもは、株式市場が、貴社のビジネスモデルの優位性や高い資本効率、成長力を見過ごしており、**正当な評価がなされていないように感じております。**次以降のセクションでは、私どもの考える貴社株式の本質的価値について、そして現在の株式市場で貴社株式が何故このような評価になってしまっているのか考察を加えていきたいと思います。

2. 貴社の本源的企業価値

まず、退屈かもしれませんが、私どもの考える貴社の理論株式価値についてご説明させていただきます。まず、シンプルな前提を置いた私どもの簡易 DCF（割引現在価値）の計算で、貴社の本源的価値は一株当たり 4,300 円前後と推定され、2024 年 2 月 22 日の終値 2,041 円との乖離は約 110%以上に上ります。

図 3：弊社試算の理論株式価値



(出所：Bloomberg より Hibiki 作成)

私どもは他の“一般的な”機関投資家株主と違い、非常にシンプルに企業価値を算出します³。先ず「当該企業が自然体で安定的に創出できる」であろう単年度フリー・キャッシュ・フロー（FCF）を使い、その上で永久成長率、加重平均資本コストという3つの変数のみに着目し、敢えて簡易に企業価値を試算しています。今回私どもが前提としたFCFは14億円、永久成長率は0.5%、WACCは4.7%です。このFCF14億円は、貴社の直近過去3年間の平均水準で、2023年3月期の貴社のFCFの16.4億円より15%小さく保守的です。今後も貴社の主戦場である電子コミック分野の拡大と自社出版アニメ作品の放映拡大が既に見えていることもあり、今期以降は更なる収益拡大が見込まれる中、敢えて現在の利益水準より低めの前提を置かせていただいております。

また、永久成長率の0.5%についても、貴社のビジネスモデルの優位性と市場の拡大基調の追い風がある中では、極めて穏当な前提であることもご理解いただけるでしょう。資本コスト（WACC）の4.7%に関しては、投資家の間でも議論が分かれる部分ですが、弊社では、特に恣意的な調整をせず、弊社において各社共通のパラメーターと貴社株価のベータ値にて算出される数値を用いました。（実際の計算式はAppendix 1をご参照ください。）

ご理解いただけます通り、この試算は市場の拡大及び貴社の成長力は考慮していない「今現在の自然体」で算出されるものであり、こういった極めて保守的な前提に基づく弊社試算の本源的株式価値と比較しても現在の株価はその半分程度にディスカウントされ、市場からはそっぽ向かわれているような状態と言えます。果たして本当にそうなのか、次章では、通常投資家使う株価バリュエーションの視点で検証をさせていただきます。

3. 株式市場からの評価

図4(a)及び(b)に貴社及び東証株価指数（Topix）の過去5年間のPER倍率を掲げました。貴社の場合、利益成長が顕著であった2019年～2021年の3年間は市場がその力強い利益モメンタムに対してもプレミアムを付与したことで、平均PER倍率は26.4倍となっています。これは、同期間のTopixのPER倍率の17.7倍より遥かに高く、まさに成長株、という位置づけでした。しかし営業利益水準が20億円台に乗り、成長スピードが鈍った2022年以降の貴社のPER倍率の平均は17.0倍と大きく低下しています（同期間のTopixのPER倍率は15.6倍）。つまり、2019年からの3年間

³ 私どもは、ある一定時点の前提に基づく予測について信頼性はないと考えており、詳細な3～5年の業績モデル等を作成して企業評価することの意義を見出しておりません。

は貴社の株価は、利益成長のみを是とする「グロース投資家」が支えたことになりませんが、そういった投資家は、極論では、貴社の事業の本源的価値には強い関心がなく、利益成長率が鈍ったことにより投資の関心を失い、売却に回ったことでバリュエーションが一気に低下したことが推測されます。株主構成が特定の属性の投資家に偏っていたこと、また IR 活動にて貴社の価値を幅広く訴求し株主構成を積極的に多様化しなかったことによる影響が大きかったのではないのでしょうか。

図 4：貴社と TOPIX 指数の PER 倍率推移



(出所：Bloomberg より Hibiki 作成)

尚、当然、2021 年秋以降、インフレ率高騰に後追いで米国が急激な利上げを行ったことでコロナ禍にて一部バブル的に株価バリュエーションが高かった成長株が世界的に大きく下落しました。貴社も一部そのような市場全体の現象の煽りを受けたともいえるでしょう。しかし、例えば、蛇足にはなりますが、私どもの別の投資先である、ライフネット生命 (7157 東証グロース) は、2021 年 1 月に 1,700 円台だった株価が 2022 年 3 月には 500 円台まで大きく下落しました。その後、私どもの [2022 年 4 月 22 日の公開書簡](#)における提言を、経営層の皆様に真摯に受け止めていただき、それまではとにかく成長スピード偏重であった IR 資料におけるナラティブを、その後、一株当たり事業価値に転換し、私どものようなバリュエ投資家を多く株主に引き込むことで、事業の成長スピード自体は以前程ではなくなったにも関わらず、株価は反転し、現在は再び 1,300 円台に戻っています。その際の私どもとライフネット社経営層との対話の実際の中身など、御伝え出来る範囲内で是非ともお伝えしたいと思っております。

そして、図 5 に貴社と類似企業の現在の今期予想利益に対する PER 倍率、EV/EBITDA 倍率及び PBR 倍率を掲げましたが、貴社のバリュエーションが非常に割安に評価されていることは一目瞭然です。

図 5：バリュエーション指標の類似企業比較

市場評価、株価バリュエーション			
会社名	実績 PBR	FY2024予測 PER	FY2024予測 EV/EBITDA
アルファ・ポリス	1.7x	13.9x	4.7x
KADOKAWA	2.2x	38.8x	16.3x
インフォコム	2.7x	19.6x	8.7x
パピレス	0.9x	22.4x	(1.9)x
スターツ出版	1.9x	8.3x	3.6x
類似企業平均	1.9x	27.0x	7.7x

※パピレスはEV（企業価値）が負の値でEV/EBITDA倍率も負の値になっております

(出所：Bloomberg、四季報 Online より Hibiki 作成)

このように、私どもの DCF による試算だけでなく、貴社の過去の水準との比較、及び類似企業との対比においても、評価が低いことが改めて見て取れます。これは、既に一部申し上げましたが、市場が貴社の価値に気づいていないことが背景にあると考えられますが、そのような状況を作り出してしまっているのは実は貴社自身であると私どもは考えています。そのような「受け身」の姿勢では、今後の市場変革のうねりに取り残されるリスクが高まっていると私どもは感じますが、その市場動向について、次に詳細に触れさせていただきます。

4. 東京証券取引所の現在の方向性と市場の方向性

そもそも、市場の評価を気にする必要があるのか？という哲学的な問題について、東京証券取引所（以下「東証」）は既にあっさりとその立場を明白にしています。ご承知の通り、2023年3月31日に日本の上場企業へ向けて「[資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応について](#)」を公表し、企業が株主をはじめとするステークホルダーの期待に応え、持続的な成長と中長期的な企業価値向上を実現するためには、資本コスト・資本収益性を十分に意識した経営資源の配分は当然ながら、その上でさらに、そのような指針を積極的に開示し市場（株主）との対話を行うことの重要性も強調しています。

何故、東証がここまで踏み込むのか、ということについては、私見にはなりますが、日本市場全体が、上場企業数が多い割に、全体的規模が小さく⁴、バリュエーションも低い企業群が大半になってしまっており、このままでは市場間の国際競争力が完全に失われるという危機感を東証自身が持ち、重い腰を上げたということになるかと思えます。東証が上場企業に伝えたいことは、簡単に言うと「上場を維持したいのであれば、株主の期待に応え、事業成長及びそれを株価に反映させる努力を各社しなさい」ということかと存じます。反対に、（東証は決してそのような言いませんが）そのような努力をしたくないのであれば、MBO や M&A で自ら市場から退出を、という行間のメッセージとも受けて取れます⁵。昨年、私どもが全投資先へ送付しました「[6つの提言](#)」でも触れましたが、持ち合いが解消されていき、国内の年金資金も縮小する中、時価総額を維持していく（既存株主層が減少する中で新しい株主を惹きつける）ための「発行体同士の資金獲得競争」は今後さらに激化していく状況にあり、特に今後日本市場の鍵を握るであろう外国人投資家の目に留まりにくい時価総額が1,000億円に満たないような小型株が市場から正当な評価を受けるには、事業戦略と株主還元両面において、優れた計画と力強いアピール力が必要となります。

偶然なのか、そのような東証の木遣り唄に呼応するかのようには、経済産業省（以下「経産省」）は2023年8月31日に「[企業買収における行動指針—企業価値の向上と株主利益の確保に向けて](#)」を公表し、上場会社のM&Aの取り扱いに関するベストプラクティスを提示しております⁶。このガイドラインが示した最も重要な点は、企業の取締役会に対して、実現可能性の高い企業買収提案があった場合には、企業価値を最大化するための一つの選択肢とし「真摯に検討する」ことを求めている点です。以前は被買収企業の経営陣の同意がない買収行為は、（被買収企業の経営陣にとって）敵対的買収と揶揄され、暗にもみ消されてしまっていたケースも多かったように言われていますが、今では「同意なき買収」と改称されており、企業価値・株主共同の利益を重視し、真摯に検討するよう本指針に明記されております。

このように、現在の資本市場は、東証と経産省が上場公開企業に対して様々なボールを投げ、**前門の虎後門の狼**といった様相です。極論を申し上げると、上場企業の責務である、企業価値最大化を果たす覚悟が取締役会にないのであれば、株価は低迷し、今度は同意なき買収の対象になりうる

⁴ 2023年8月時点の円換算で1社あたり平均時価総額は、日本2,252億円、米国11,744億円、欧州4,403億円、中国3,280億円。世界取引所連盟及び各証券取引所公表資料より野村資本市場研究所作成資料を参照しています。

⁵ この部分は私どもの推測です。

⁶ 本指針を最初に活用した事例は、世界最大の精密モーター企業であるニデックが小さな機械メーカーであるTAKISAWAに対して「同意なきTOB予告」を行い、その6か月平均株価に対し113%のプレミアムを提示しました。この予定公開買付価格はTAKISAWAの過去5年間の最高値を上回り、買付け先経営陣の賛同要件は付与しながらも、100%現金支払いかつ事前のデュー・ディリジェンス無しと、TAKISAWA株主にとって本提案は信頼性が高く魅力的であり、TAKISAWAの取締役会は追って賛同表明をせざるを得ませんでした。

ことを覚悟せねばならないということになります。「上場していることは素晴らしい」という漫然たるノスタルジアで上場企業の経営をすることはより困難になってきております。こうした市場環境下、2023年には上場子会社を非上場化する取引が増加しただけでなく、経営陣主導による非公開化（MBO）取引が1兆円を超え過去最高となり⁷、多くの経営者が進んで資本市場と決別していることも事実です。オーナー系上場会社である貴社にとってもこの市場環境の変化及び多くの上場企業経営者がそれぞれ悩んだ上で、上場継続、完全子会社化（親子上場の場合）、そしてMBOのいずれかの決断を下していることにつき、一定のご示唆になるのではないかと考え、記述をさせていただきました。

5. 市場からの評価が低い原因についての考察

さて、前章にて激動する資本市場動向につき私どもの見方を共有させていただきましたが、そのような環境下で、貴社の市場評価が下がってしまっている原因についても、私どもの考えを共有させていただきます。以下の2点でございます。耳障りが悪い部分もあろうかと思いますが、健全な対話の糧とすべく敢えて申し上げます故、ご容赦いただきたく存じます。

- (1) コーポレートガバナンスの健全性
- (2) 株主還元

それぞれの観点につき、以下に説明をさせていただきます。

(1) コーポレートガバナンスの健全性

コーポレートガバナンスは極めて抽象的な概念ですが、東証のコーポレート・ガバナンスコード（CGコード）⁸にありますように、その5つの原則が示すものは、上場企業、いわば社会の公器として、経営陣が検討及び実行せねばならない行動指針となっています。

まず、最初は株主の権利・平等性の確保の観点において、貴社の所有構造自体がその平等性を担保する蓋然性を確保できていない点です。梶本社長の資産管理企業及び親族持分が、もうすぐ株式公開から記念すべき10年を経ようとしている中、依然として70%を超えています。このような企業

⁷ 2023年のMBO取引の一覧につき Appendix 2 を御覧ください

⁸ 東証のコーポレートガバナンス・コード原文は[こちらのリンク](#)をご参照ください

は同族会社とみなされ余計な留保金課税対象にもなり企業価値にとってもマイナス影響を及ぼします。よって、通常であれば、時価総額の拡大と共に、売出しや戦略資本提携などでオーナー持分を縮小し、広く、多くの株主に保有してもらえるように所有構造を転換していく、そして名実ともに社会の公器として拡大していくことが資本主義世界での株式上場の理想ですが、貴社の場合、公開後 10 年の現時点でもオーナー家株主のみで株主総会の特別決議⁹をも可決出来る極めて異常な状態です。

貴社は 2023 年 6 月の株主総会で決議事項がなく臨時報告書の発行がありませんでしたので、2022 年 6 月の臨時報告書を確認すると、議決権行使率は概ね約 87%であり、一般株主のおよそ 40%は既に議決権行使すら諦めている状況となっています¹⁰。個人投資家は議決権の行使に関心がない層が一定数居ることは仕方がないことですが、自社の一般株主の 40%程度がその会社の将来のための重要な決定事項に対して関心がない、ということは上場企業としては由々しき事態ではないでしょうか。

また、CG コードの原則 5 にある「株主との対話」について、貴社の場合、年二回の説明会は梶本社長ご自身から、株主や機関投資家にご説明を頂いておりますが、その他個別の IR 活動は社長ではなく取締役の大久保様がほぼ一人でご対応いただいております。ファンダメンタルや企業の成長を重視する長期視座の機関投資家の立場からすると、貴社のような極めて特殊な所有構造である、70%超をオーナー家が保有し実質的に会社の重要な決定の全ての権限を握るような状況で直接経営戦略やその思考内容をじっくりお伺いできないことは、そのこと自体で投資不可の要素となる場合が極めて多いことも申し添えます。顧客への説明責任を求められる機関投資家として、ごく常識的な判断基準かと存じます。故にこの所有構造及び少数株主への貴社のご対応姿勢は、上場以来 10 年間、極めて大きな問題であり、それを放置されてきたと言えます。

次に、取締役の報酬及び任期についてです。同じく CG コードの補充原則 4-2 においては、以下図 8 のように記載しています。業績や企業価値の評価と経営陣の報酬がリンクされるべき、という至極当たり前の原則です。

⁹ 原則として、議決権の過半数を有する株主が出席し、出席した株主の議決権の 3 分の 2 以上の賛成を必要とする決議

¹⁰ オーナー系 70%が全議決権を行使したと仮定すると行使率 87%との差は 17%となり、この 17%を少数株主である 30%で割った数字が 56% ∴ $1-0.56=0.44$ で約 40%と計算しております。

図 8 : CG コード 補充原則 4-2

- 4-2 ① 取締役会は、経営陣の報酬が持続的な成長に向けた健全なインセンティブとして機能するよう、客観性・透明性ある手続に従い、報酬制度を設計し、具体的な報酬額を決定すべきである。その際、中長期的な業績と連動する報酬の割合や、現金報酬と自社株報酬との割合を適切に設定すべきである。

(出所：東京証券取引所 2021 年 CG コード参照)

貴社の場合、業績や株価に連動する制度設計と運用が一切なされておらず取締役としての報酬は完全固定のみとなっておりますし、社外取締役（及び監査役）の 5 名の平均年額報酬が 345 万円¹¹と、上場企業の平均 600 万円台と比べても非常に低く、上場企業の企業価値の向上を適切に監督し指導する責任に見合っていると到底言えないレベルと見受けられます。さらに、経営陣や経営幹部へのストック・オプション付与の運用が行われておらず、オーナー家以外の経営陣や従業員にとって業績や企業価値の増加（≒株価上昇）へのコミットメントを喚起する制度設計とその運用がなされておられません。また、取締役の任期についても、貴社は依然として 2 年となっておりますが、2022 年時点で既に、全上場企業の 79%は 1 年任期となっております¹²。2 年の任期設定自体が悪いとは全く言えませんが、貴社の①所有構造、及び②取締役インセンティブ設計と合わせ重なった場合、コーポレートガバナンスプラクティスが自然と高いスタンダードで発揮される蓋然性が極めて薄弱になってしまう大きいリスクが出現していることにつき、ご理解いただけるのではないのでしょうか。

2021 年 6 月から社外独立取締役に就かれました白石卓也様におかれましては、様々な媒体の独自調査に基づき、梶本社長と大学時代のご学友と私どもは推測しておりますが、DX の有識者としてネットで多くのご発言があり、大変素晴らしいご実績と知見があられることを私どもも認識させていただいておりますが大変心強い限りです。しかし、一点気になりますのは、ある会員登録制ニュースメディア¹³において、「株価を上げる経営」姿勢に対して否定的なご見解を表明されている点です。その御真意の程は計り知れませんが、上場企業の取締役としての立場からのご発言としては誤解を生みやすいものと私どもは感じております。

¹¹ 第 23 期有価証券報告書 p.33 より平均値を計算

¹² <https://www.jpx.co.jp/equities/listing/cg/tvdivq0000008jb0-att/cg27su0000004bk2.pdf> より Hibiki 計算

¹³ Newspicks

もう一人の社外独立取締役の冨永様そして社外監査役の皆様含め、改めて「独立」社外役員の皆様から見て、当社のガバナンスがどうあるべきか、真摯にご議論いただき、そして必要に応じて行動を取っていただきたく存じます。少なくとも今までの株価推移や、外から見た貴社の経営姿勢及び株主との対話姿勢から、貴社の上場企業としてのガバナンス体制や経営姿勢がCGコードが求める理想に対応しているかどうかについて、私どもは大きな懸念を持っていることを申し伝えた上で、このことが株価のディスカウント要素の大きな要因になっていると私どもとしては推測しております。

(2) 株主還元

2つ目は貴社の「無配当方針の継続」についてです。貴社は上場以降、無配当方針を貫いており、過去に一度も配当を行ったことはありません。これは、貴社ご自身が「株主利益の最大化は重要な経営目標の一つと認識¹⁴」されつつも、成長ステージの企業は自身の成長に利益を再投資するので、配当よりもその成長投資の方が企業価値向上に資する、といったような考え方をベースにされているかと存じます。他方、他類似企業は2023年通期の実績配当性向は34.2%であり（図12参照）、各社配当性向の目安や方針を中期経営計画や会社説明資料で開示した上で、さらに機動的に自社株式の取得も行い、成長と還元のバランス、さらに株価水準についても考慮していることが見て取れます。このような配当の予見性を高めることや自社株買いの実行は、企業の資本コストを下げることの一つの重要な手段であると多く企業では既に納得感をもって受け入れられております。

図12：貴社と類似企業の株主還元比較¹⁵

会社名	株主還元			
	2024/2 時点 配当 利回り	2021年以降 自己株取得 合計割合	2023年 通期実績 配当性向	2024年 通期予測 配当性向
アルファ・ポリス	0.0%	0.0%	0.0%	--
KADOKAWA	1.0%	4.4%	33.0%	38.4%
インフォコム	2.2%	0.0%	76.7%	38.5%
パピレス	1.1%	9.7%	14.0%	21.0%
スターツ出版	1.5%	5.6%	13.0%	12.7%
類似企業平均	1.4%	4.9%	34.2%	27.7%

(出所：各社決算資料、Bloomberg より Hibiki 作成)

¹⁴ 第23期有価証券報告書 p.24 「3 配当政策」内記述

¹⁵ 自己株式取得割合の算出にあたり、2021年1月以降の各社プレスリリースを参照し、自己株式取得の決定発表時点における株式発行総数を基に、弊社で計算しております

そのような貴社の（非）還元姿勢も鑑み、投資家に対する総合的なリターン（値上がり益+配当金）を測定する指標である株主総利回り（TSR）¹⁶につき比較考量を行いましたものが、図 13 です。貴社へ投資している株主は、過去 5 年間で年率 -1.6%、過去 3 年間で同 -13.5%と貴社へ投資している株主はリターンを上げるどころか、損失を受けております（図 13）。

図 13：貴社、TOPIX 指数、類似企業 4 社の年間株主総利回り（TSR）¹⁷

	5カ年（年率）	3カ年（年率）
貴社	-1.6%	-13.5%
TOPIX 指数	11.7%	11.7%
類似企業4社平均	13.4%	5.5%

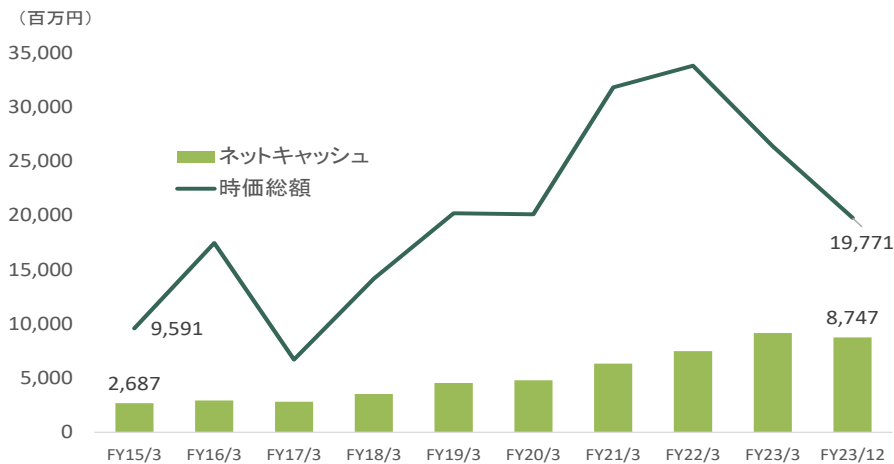
（出所：Bloomberg より Hibiki 作成）

では、ここで視点を変え、貴社のバランスシートのご状況についても考察してみます。拝見すると 2015 年以降ネットキャッシュは着実に積みあがっております（図 14）。2023 年 12 月末時点で約 87 億円程度（BS 項目の返金債務も控除しております）のネットキャッシュを有し、総資産の何と 66%を占めております。最初に御伝えした貴社のビジネスモデルの強みでもある、エコシステムを形成してしまうことによる強いキャッシュフロー創出力、そして、製造業的な多額な設備投資をほぼ必要としないということもあり、時間と共に現金がどんどん積みあがっている状況にあります。そうした強いビジネスモデルとキャッシュが溜まっていく財務構造を有しておられる中、株主に一度も還元しないことの合理性が高いとは言いにいく、その事実も、現状の低い株価評価の一因になっていると私どもは考えております。

¹⁶（参考）<https://www.murc.jp/library/terms/ta/tsr/>

¹⁷過去 5 年間は 2018/12/31~2023/12/29、過去 3 年間は 2020/12/31~2023/12/29 の期間で算出しております

図 14：ネットキャッシュ¹⁸と時価総額の推移



(出所：貴社決算資料、Bloomberg より Hibiki 作成)

尚、私どもの過去の別投資先との対話の中で、発行済み株式の多くの割合をお持ちのオーナー型の上場企業経営者から「配当を増やすと結果的に大株主である自身が多額の配当を受け取ることとなり、従業員に申し訳ない」というコメントを頂戴したことがあります。これこそまさに所有構造転換戦略不備及び少数株主軽視であるガバナンス破綻の状況であると言えます。決して（少数）株主に言ってはならないコメントであり鮮明に記憶しております。念のために申し添えます。

6. ご提言

本章で申し述べさせていただく内容は、あくまで貴社が資本市場の一員たる「上場企業」として株主価値の最大化を推進していく覚悟がおありという前提で纏めております。4章でお伝えした通り、現株主の価値を最大化する上で、MBO や他社からの買収提案を受け入れるなど、「非上場化」を選択するケースも昨今手段として増えていることも事実です。私どもとしても、それが、企業のために現在取り得る最も有効な手段であり、適正なバリュエーションとプレミアムの下では、全く否定されるものではなく、株主からも尊重されるものと感じております。

¹⁸ ネットキャッシュは（現預金+有価証券等）－（短期・長期有利子負債+返金負債）で計算

その上で改めてご提言は以下の3つございます。

- (1) 所有構造転換を含めたガバナンス構造改革
- (2) IR 発信姿勢の抜本改革
- (3) 株主還元強化(例 DOE 10%コミットメント)

(1) 所有構造転換を含めたガバナンス構造改革

5章で既に述べさせていただいたことの繰り返しとなりますが、貴社の株式の評価が低い原因に、少数株主が会社の重要な方向性に関与していく手段がその持分割合の比率の低さによって完全に断絶されており、よって、反対に貴社の将来性に関心の低い投資家層を呼び込んでしまっており、貴社の本来持っておられる成長性や事業上の比較優位性が十分に評価されない状況になっている、ということが挙げられるかと存じます。

つまりその所有構造をどうしていくかを含め、上場企業としてのスタンスを明確にすべく、社外取締役が中心となりコーポレートガバナンスの強化及びその決断と実行のスピード化を図っていただきたく存じます。貴社の2023年のコーポレートガバナンス報告書には「当社はコーポレートガバナンス・コードの「基本原則」を全て実施しております。」との記載がございます。ガバナンスの健全性は抽象的な概念で、その本質的価値はその取締役会を構成する一人ひとりが全株主から委任された責任を重く受け止め、少なくともその会議体の中では一挙手一投足を株主価値向上のために捧げるかどうかのソフト面にかかってきます。貴社の場合、コードの基本原則を全て、高い水準で実行出来ているか、私どものような一株主から疑義が生じてしまう状況にあり、改めて外部のコンサルタントなども交えて可及的速やかに協議いただき、改善すべき点は可及的速やかにご改善いただきたく存じます。オーナー家以外にも多くの株主を抱える上場企業としてのベスト・ガバナンス・プラクティスを目指すべく、早急にご対応を頂ければ幸いです。

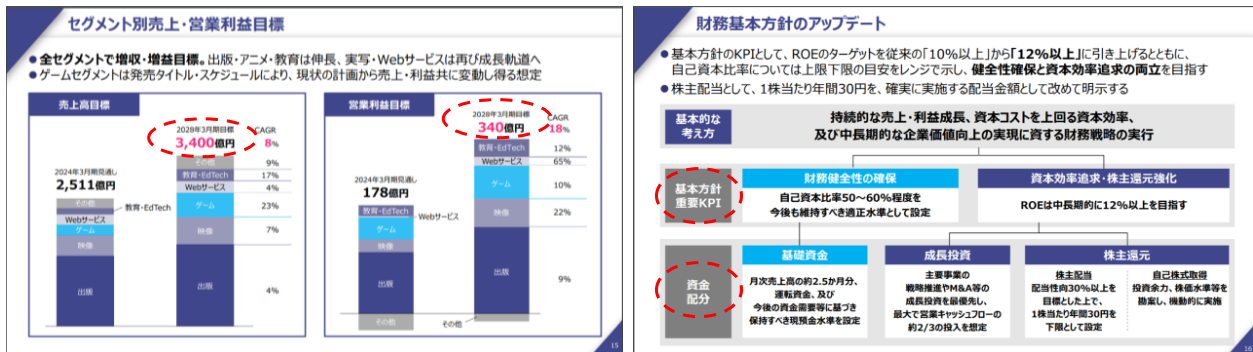
(2) IR 発信姿勢の抜本改革

私どもから具体的にお願ひしたい IR 発信戦略は、3点、①社長自ら戦略を語る機会を機関投資家、個人投資家との対話の中で積極的に増やす、②中期経営計画の策定・公表、③IR情報の英語開示でございます。先ず、①については言葉の通りですが、貴社の場合、株主総会という会社法上の形式上の拘束が強い場での議長としてのご発言以外で投資家が社長の方針をダイレクトに伺えるのは年2回の機関投資家向け決算説明会のみであり、昨今、多くの会社がIRの個別や少数機関投資家向けミ

ーティングを社長自らが率先していくようになってきている時代の流れに取り残されております。そのような姿勢が、もし万が一、自身と自身のファミリーの決断により会社の方向性が決められるので他の株主に対して積極的に説明をする必要がないという感覚に根差すものであれば、それは完全に誤りです。そのような株主構成であるからこそ、より積極的に少数株主を増やす努力をし、所有構造転換の道筋をつけることが企業価値向上に資するものであると存じます。

次に、②の中期経営計画は自社の資本コストを把握したうえで、売上や純利益等の収益計画、バランスシートマネジメントの主要 KPI、キャピタルアロケーションにつき、少なくとも今後3年以上の目線で中期経営計画として策定・公表いただきたく存じます。一例として、KADOKAWA 社の中期経営計画を御覧ください（図 15）。以下の2枚のスライドに売上や営業利益が現状の水準から将来にわたりどの事業がどう成長させるのか、そして、並走して財務健全性（自己資本比率）や資本効率（ROE）の明示的な目標設定を行い、目標達成と整合する資本配分をクリアに表記しております。こうした投資家目線に沿った情報開示は、より多くの投資家を惹きつける上で、IR 資料として大変優れておりますし、その効果もあってか最近株価 Valuation は高位安定しております。

図 15：類似企業の中期経営計画の一例



(出所：KADOKAWA 2024 年 3 月期～2028 年 3 月期 中期経営計画 P.16)

反面、貴社は 2015 年の中期経営計画発表以降、将来に関する事業計画の公表を行っておらず、幾度かにわたる取材を通じてその合理的な説明についてご質問しておりますが、「中計は精神的な足枷になるため」といった趣旨のご回答に留まり、残念ながら上場企業の経営陣に求められる一般的に合理的と言えるご説明は未だ頂戴しておりません。

そして、③の英文開示については、その言葉の通りです。4 章 p.9 のリンクでご紹介させていただきました、弊社の投資先向けレター「6 つの提言の」中での提言 5 (p.32) に記載の通り、今後企業

価値を高める上で、外国人投資家は今後の株主構造の戦略的なデザイン上、どの企業にとっても欠かせない存在です。当然のことですが、そういった外国人を惹きつける「一丁目一番地」は英文開示となります。尚、東証は、率先してそのような英文開示については積極的な情報発信と上場企業向け支援活動を実行¹⁹されておられますので、ご活用しない手はないのではないのでしょうか。

(3) 株主還元強化（例 DOE 10%コミットメント）

貴社のバランスシートにネットキャッシュが積みあがっている事実については度々触れさせていただきました。現預金は売上の1年分、ネットの運転資本の約3年分を有しており、類似企業平均や一般的に安全とされる水準を大きく超過しております（図16）。

図16：貴社と類似企業の財務の健全性とキャッシュマネジメント比較

財務健全性とキャッシュマネジメント				
会社名	株主資本比率	現預金 / 総資産	現預金 / 売上 (カ月分)	ネットキャッシュ / 純運転資本 (年分)
アルファ・ポリス	82.7%	74.4%	12.0	2.7
KADOKAWA	58.3%	24.9%	4.5	0.6
インフォコム	75.0%	58.7%	6.0	5.7
パピレス	70.4%	83.7%	7.2	0.1
スターツ出版	77.2%	59.9%	9.1	2.7
類似企業平均	67.9%	55.8%	5.9	2.1

(出所：Bloomberg より Hibiki 作成)

資金効率が極めて良い優れたビジネスモデルであるにも係わらず、株主還元を行わないことによりバランスシートが過剰資本（株主資本比率 83%！）状態となり、収益性の低い（今ではインフレ率にさえ負ける）現金資産がそのBSの大半を占めてしまうことで、高いROICが、高いROEに結び付かない状態になっております。そこで、私どもはそのバランスシートが今以上にさらに過剰資本に陥ることを抑制するという意味で純資産配当率（Dividend-on-Equity, DOE）10%の導入をご提言させていただきます。

貴社は過去5年ROE平均でも15%を超えており、つまりそれは、純資産が年率15%増えるという素晴らしい数値です。しかし、事業に大きな設備投資が必要ないため、その増えた資金

¹⁹ (参考) <https://www.jpex.co.jp/equities/follow-up/nlsgeu000006gevo-att/bkk2ed0000006os3.pdf>

が現金という形でバランスシートに残って資本収益性の悪化を招いています。DOE の 10% というのは、貴社が安定的に稼ぐ ROE の 15%分のおよそ 2/3 を毎年株主に安定的に現金として配当をするというアイデアです。それでも 1/3 は内部留保として社内に残り、純資産は増加を続けていきます。当期利益に連動しない形の、予見性が高い（純資産が増える限りにおいて配当も漸進的に増加）配当政策により、配当利回りによる株価の下支え効果が発揮され、貴社の市場内での評価に大きくプラスの影響を与えることが想定されます。株価の貴社の本源的価値をより反映して評価されることにより、所有構造デザインの戦略的オプションが格段に増加することは間違いありません。

尚、当案において利益の 2/3 を配当してしまうことへの心理的な抵抗感をお感じいただく可能性につきこちらで言及させていただきます。先ず、実際にこれほどバランスシートが強固な会社であれば、利益の 100%を配当してもその信用力にほぼ悪影響は与えません。また、成長投資への原資という意味でも既に 100 億円近い現金をお持ちである上に、ごく少額の借入金もあり、金融機関との定常的なご関係もお持ちであり、機動的な借入実行の余力も大きいのでその調達余力も極めて盤石であると言えます。既に信用面で問題がない貴社において、今最優先的に仕掛けていかねばいけないのは資本市場からの評価を高めることではないでしょうか。

7. 終わりに

本書簡において、貴社の本源的価値や、資本市場の現在の動向から、貴社が本質的に市場から評価されるために必要なこと等、提言書の形で記述をさせていただきました。老婆心が過ぎていることは承知しておりますが、貴社の価値のことを真剣に考えている株主からの提案です。

私ども（特に CIO の清水雄也）は、投資運用の仕事を長くしておりますが、この 2~3 年で日本の市場全体で明らかに大きく変化したと感ずるのは、「経営者の意識」です。以前は「株価は市場が決めるもの（∴私たちはそんなこと気にせず、一生懸命経営を行うだけですよ、）」と半ば株価を他人事のように言う経営者の方も多かったのですが、経営者として背中を見せているだけでは市場に気づいてもらえないことが明らかになってきており、積極的に資本政策や IR 活動を経営の優先事項に組み込み、高すぎる資本コストをいかに正当なレベルに下げるか（≒低すぎるバリュエーションを上げるか）ということが経営課題として重視されるようになってきております。

そのような課題に真摯に取り組む過程で、経営者として様々な角度からの真摯な検討を加えた結果として、最終的に、成長補完の意味で M&A や、経営方針の独立性や正しいリスクテイクの観点で LBO、MBO といった非公開化など大きな経営判断をする企業が増加していることも先述の通りです。

日本全体が低成長と高齢化、そして急激な労働人口不足時代に突入する中、資本効率を高め、企業評価を高めたその上でオーガニックでない形での成長機会を検討することは企業の生存競争において優位に立つための必然の流れとも言えます。情報開示の要件高度化、ESG の流れ、及び、株主との対話など、上場企業が対処せねばならないハードルも上がりこそすれ下がることはない時代にも入っている中、上場していること自体をプラス要素として活用せねば上場の費用対効果がさらに難しくなっていくことでしょう。

貴社は、残念ながら現時点ではそういったトレンドに出遅れており、その危機意識を高めていただきたく、この書簡を認め、送らせていただきました。これは、貴社への期待に基づく建設的批判です。せっかく上場したのにこのままでいいのですか、という問題提起です。世界的に高い注目を集めつつある日本の MANGA、そして ANIME の業界において独自性のあるユニークな立ち位置に

いらっしゃる貴社の可能性は、まさに計り知れないと私どもは一株主として感じております。そのような少数株主の期待にも応えて、私どもの提案の所有構造にまで踏み込むガバナンス面での施策及び DOE などの株主還元に関する方針を取締役会や経営会議体で審議いただき、早急に企業価値評価を高めていただきたく強くお願いを申し上げます。

尚、意見交換に関しては、私ども是非ともさせていただきますが、実際の貴社の経営方針の決定事項に関してはフェアディスクロージャーの観点から、私どもに伝えることなく、プレスリリースなどで適時開示をお願い致したく存じます。

以上

2024年3月1日

9 Raffles Place, #26-01, Singapore 048619

Hibiki Path Advisors Pte. Ltd.

取締役投資責任者

清水雄也

yuya.shimizu@hibiki-path-advisors.com

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。なお、本書簡は私どもよりウェブサイト等に公開される可能性がございます。また、本書簡の英語版に記載される(他の者に帰属しない)弊社が作成した情報で、英語版と本日本語版とが一致しない場合、別途の明示がない限り、日本語版の意味が優先されます。

Appendix 1.

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）	0.61
c	市場リスクプレミアム	6.0%
d	資本コスト (COE)	=a+c*b 4.7%
e	借入コスト (COD)（仮定）	2.0%
f	時価総額（百万円）	23,046
g	ネットキャッシュ（百万円）FY23/12期実績（返金債務控除）	8,747
h	資本比率	100.0%
i	税率	30.0%
j	WACC	=h*d+(1-h)*e*(1-i) 4.7%
ディスカунテッド・キャッシュ・フロー法		
k	正常化FCF（百万円）	1,400
j	WACC	4.7%
l	成長率（最終）	0.5%
m	企業価値（百万円）	=k/(j-l) 33,509
n	ネットキャッシュ（百万円）FY23/12期実績（返金債務控除）	8,747
o	株式価値（百万円）	=m+n 42,257
p	自己株控除後株式数（百万株）FY23/12期実績	9.7
q	理論株価（円）	o/p 4,362

(出所：貴社開示資料、Bloomberg より Hibiki 作成)

Appendix 2.

2023年に発表されたMBO一覧

発表日	ティッカー	ターゲット会社名	買収側の社名	時価総額 ⁽¹⁾ (百万円)	取引額 / EBITDA
2023/01/27	6067	インパクトホールディングス	Bain Cap / オーナー家	27,965	17.0x
2023/02/07	6924	岩崎電気	Carlyle / オーナー家	25,183	5.7x
2023/02/09	5999	イハラサイエンス	オーナー家のみ	25,143	5.2x
2023/02/14	6172	メタップスホールディングス	オーナー家のみ	5,902	1.6x
2023/05/16	7618	ピーシーデポコーポレーション	オーナー家のみ	14,289	9.8x
2023/06/14	4355	ロングライフホールディング	PMI / オーナー家 / その他	8,192	13.5x
2023/08/09	4621	ロックペイント	オーナー家のみ	11,309	11.3x
2023/09/28	3677	システム情報	Bain Cap / オーナー家	14,634	9.5x
2023/10/31	4987	寺岡製作所	オーナー家のみ	8,859	N/A
2023/11/08	2309	シミックホールディングス	オーナー家のみ	23,942	2.1x
2023/11/10	9783	ベネッセホールディングス	EQT / オーナー家	192,585	5.9x
2023/11/13	4837	シダックス	Oisix / オーナー家	30,187	7.9x
2023/11/13	8854	日住サービス	オーナー家のみ	4,406	20.8x
2023/11/14	2453	ジャパンベストレスキューシステム	MBK / オーナー家	21,449	10.9x
2023/11/15	5212	不二硝子	オーナー家のみ	1,626	20.3x
2023/11/27	4581	大正製薬HD	オーナー家のみ	453,590	9.5x
合計 / 平均				869,261	10.1x

⁽¹⁾ MBOアナウンス前の株価に基づく時価総額

(出所：各社開示資料、Bloomberg より Hibiki 作成)