

2021年10月22日

兵庫県神戸市東灘区住吉浜町19番地の5  
日和産業株式会社  
取締役社長 中澤 敬史 様

F20,1st Floor,Eden Plaza,  
Eden Island,Seychelles  
Uneath International Limited  
Director Masahiro Naito

## 要望書

弊社 Uneath International Limited は、日和産業株式会社（以下「日和産業」といいます。）の株式を保有する株主です。弊社は、日和産業に対して、株主価値の最大化を目的とした非公開化を求めます。

### 1. 要望書の目的

効率性の低い経営が慢性化していることに加え、取締役による改善に向けた具体的な行動が一切見受けられないこと及び現在の取締役の実績に鑑みて今後の企業価値向上が期待できないこと、上場を維持することによって得られるメリットを享受していないことから、現取締役に対して非上場化に向けた行動を促すことを目的とします。

### 2. 要望内容

- ・普通株式1株につき、460円で非上場化を実行すること。

### 3. 要望の理由

①極端に低いバリュエーションが継続し、改善の余地が見込めない

日和産業の第117期有価証券報告書によれば、令和3年3月31日時点で98.1億円の現預金を保有しております。これらの資産から有利子負債の42.7億円を差し引いても約55.4億円の流動性資産を保有しており、日和産業の時価総額と比較し過大な資産を抱えています。第117期定時株主総会の弊社株主提案を行った際にも指摘いたしましたが、日和産業の過去10年間の平均PBRは0.27倍と極端に低水準で長年株主資本を有効活用できていない経営状況が続いており、令和3年10月21日時点においても日和産業の時価は解散価値を大きく下回る状態が継続しています。

この経営状況を招いている主な原因は、言わずもがな過大に保有している現預金を長年放置しているためであり、日和産業が保有する現預金約98.1億円は、それぞれ日和産業の総資産の約35%及び時価総額の約148%（本年9月30日時点）に相当するものとなっています。この水準は、同業他社と比べても非常に高水準であることから、経営陣による保守的

な経営が如実に反映された結果であり、貴重な経営資源を企業価値向上に向けた有効活用に充てられていないことの結果だと考えます。

また、効率性の観点においても、令和4年3月期の予想当期純利益（連結）に基づく日和産業の自己資本利益率（ROE）は約1.7%と同業他社と比べても極めて劣後しており、経営効率の低さが見受けられます。これは今期に限ったことではなく、過去10年間の平均ROEでみても約1.68%と非常に低く、株主資本の有効活用ができていないとは到底言えません。加えて、ROIC/WACC比率をみると、過去10年平均が0.91倍となっており、ROICが長年WACCを下回る状況が続いていることから、株主価値を毀損する状態にあります。したがって、今後も貴重な余剰資金を有効活用せず、保守的な経営が継続されており、改善の余地が見込めないことは明らかです。

## ②取締役による非効率的経営の慢性化

弊社はこれまで日和産業の取締役と友好的な対話を継続し、企業価値向上に向けた施策や提案に努めておりましたが、以下の通り、いずれも満足のできる結果を得られず、株価も一向に改善しない状況が続いています。これまでの対話内容及び実績に鑑みると、特段大きな改善策は実施されておらず、結果として、一向に企業価値及び株主価値が向上せず、かつ、今後も期待できません。

### 【過去行った弊社の提案内容及び日和産業の対応・回答】

#### ・経営陣の報酬制度の見直し

弊社は、2021年3月30日付要望書において、経営陣の報酬制度を、業績連動型とするように提案しましたが、日和産業は弊社の提案を拒否し、全く改善が見られません。

#### ・株主還元策の強化

2020年5月に一株当たり配当金を5円から6円に増額しましたが、DOE0.65%のため不十分です。その後、弊社は、日和産業が既に十分な資本を積み上げており、これ以上溜め込むことは将来のROE低下に寄与してしまう恐れがあることから、2021年6月開催の定時株主総会にて、第117期の期末剰余金として、普通株式1株あたり金10円を配当する旨の株主提案を行いました。しかし、「財務体質の健全性を確保したうえで、安定配当を維持することが共通の利益に資するもの」という意見を基に本議案に対して拒否を表明し、未だ改善が見られません。

#### ・自社株買い

弊社は、株主還元策の強化及び効率性の低い経営状況からの現状打破の一環として、2020年以降引き続き自社株買いを実行するよう提案しましたが、日和産業は弊社の提案を拒否し、全く改善が見られません。

#### ・余剰資金の効率的有効活用

弊社は、2021年3月30日付要望書において、余剰資金の効率的有効活用を前提としたKPI

(重要業績評価指標)を定め、株主に開示するように提案しましたが、日和産業は弊社の提案を拒否し、全く改善が見られません。

・積極的な事業投資

弊社は、2021年3月30日付要望書において、株主還元策に投下される資金の他、約68億円相当の事業投資戦略の明確化を行うように提案しましたが、日和産業は弊社の提案を拒否し、全く改善が見られません。

・資本コストの開示

弊社は、これまでの日和産業との対話において、日和産業が競合他社の指標水準や最適資本コスト等の分析をされていない旨の回答を受け、一株主として現在の経営陣に対して不安を抱かざるを得ないこと、また、コーポレートガバナンス・コードにおいて、経営戦略や経営計画の策定・公表に当たっては、自社の資本コストを的確に把握した上で、収益計画や資本政策の基本的な方針を示すとともに、収益力・資本効率等に関する目標を提示すべき旨が記載されていることを理由に、2021年6月開催の定時株主総会にて、資本コストの開示に係る定款変更の件に関する株主提案を行いました。「会社の根本規則である定款に記載するのになじまないものである」という意見を基に本議案に対して拒否を表明し、未だ改善が見られません。

日和産業が、弊社の提案を無視し、これほどまでに非効率な経営を続けている背景としては、以下の点が挙げられます。

- (1) 日和産業の時価総額及び流通株式の流動性が低く、投資効率性の観点から投資家が投資しづらく、外的圧力が一切ない状況が続いているが故に現状の極めて非効率的な経営が容認されていたこと
- (2) 日和産業の取締役6名(社外取締役を除く)が全てプロパー社員で編制されているため、多様性がなく、柔軟性に欠ける保守的な組織編制であること
- (3) 役員の報酬制度において、現在固定報酬のみとなっており、業績連動報酬や株価連動報酬等の中長期インセンティブ等が欠如しているため株主及び投資家目線の経営体制になっていないこと

今年3月に行った面談の際、弊社からの「経営方針として每期定量的な目標値を設定し経営陣で共有している指標(ROE,ROIC,DOE等)はあるのか」という質問に対して、日和産業からは納得のできる回答は得られず、むしろ、日和産業は、原料価格、為替、畜産物価格の相場の影響を受ける業界であることを理由にROEや利益率等の目標値は設定していないこと、また、同業他社と比較検討していないこと、資本コストの分析をしていないこと等が露呈いたしました。弊社としましては、日和産業の回答は、上場企業であることの意識が薄く、貴社に期待して投資する株主がないがしろにされていると考えます。プロパー社員で編成された取締役であれば長年の経験から業界に精通しているため目標値の設定は可能だと考えます。

また、面談の際に弊社が日和産業に対して、上場を維持する意義について質問したところ、「取引先との関係の維持」という回答を頂戴しましたが、それは適正な理由とはいえないと考えます。百歩譲って、上場していることで取引関係が成り立っているとした場合でも、上場企業である以上、企業価値向上こそが最大の責務であり、現状に甘んじず何かしら施策を取るべきです。これまでの対話姿勢を見る限り、惰性で上場を維持しているように映ります。上場企業であることで取引がスムーズに行えるのであれば上場を維持する意義はありますが、それは日和産業が上場会社としての責務である企業価値を向上し続けていくことが前提条件であると考えます。

昨年、弊社が代表取締役社長と面談した際に、株価が示しているように株式市場からの経営陣の評価は著しく低いことを申し上げましたが、代表取締役社長はその要因として、目立たない業界であることや、数値目標についても常にシカゴ相場の影響を受けるため定量的目標の策定が難しいことを述べており、現状を正当化する回答が多い印象を受けました。仮にそのような要因があったとしても、日本の「食の源泉」を安定供給するために上場を維持するのであれば、同業他社が実践している通り、数値目標等の定量的な指標を株主や投資家に示すべきだと考えます。もしくは、プロパー社員の多くで構成されている現経営陣の刷新が急務であると考えます。

以上のことから、弊社は日和産業の現取締役に対して株主価値の最大化に向けた行動を促すことを要望します。なお、日和産業の非公開化に際して、適正株価を1株あたり460円と算出いたしました。

本要望に対して、ご回答を頂ける場合は、

- ・経営指標の改善行動を起こさない状況下で上場を維持する意義
- ・上場することが「取引先との信頼関係の維持」に繋がる具体的根拠
- ・長年の経営成績に対する評価と今後の企業価値向上に向けた施策
- ・取締役の適正及び刷新に対する貴社の考え

上記を併せてご回答いただけますと幸いです。

以上