

NH|GGP

東洋水産の長期的な企業価値の最大化のための株主提案

2024年4月

免責事項

本プレゼンテーションに記載された見解は、本プレゼンテーションの日付現在におけるNihon Global Growth Partners Management, Inc.（以下「NHGGP」）及びAlua Capital Management LP（NHGGPと総称して「共同投資家」、「弊社ら」または「私たち」）の見解を表すものです。弊社らは、適切と判断した場合には、いつでもここに記載された意見を変更または修正する権利を留保し、ここに記載された情報を修正、更新または改訂する義務を負いません。

本プレゼンテーションは、一般的な議論および情報提供のみを目的としたものであり、いかなる場合においても、法律、税務または投資の助言として依拠されるべきものではありません。また、本プレゼンテーションは、本プレゼンテーションを受領する可能性のある特定の個人の特定の投資目的、財務状況、適合性または特定の必要性を考慮するものではなく、いかなる投資判断の是非に関する助言としても受け取られるべきではありません。本プレゼンテーションは、弊社らが運用する口座やその他の投資商品、または本プレゼンテーションに掲載されている原証券に対する投資や資産運用の勧誘を目的としたものではありません。

また、本プレゼンテーションは委任状勧誘を目的としたものではなく、他の株主の議決権行使に影響を与えることを意図したものではありません。

本プレゼンテーションに含まれるすべての情報は、東洋水産株式会社(以下「東洋水産」または「当社」という)に関する公開情報、当社の公開書類および開示資料、その他の情報源、ならびにその他の公開情報の分析に基づいています。弊社らはそれらの情報の正確性について一切の責任を負いません。

ここに含まれる歴史的な情報を除き、ここに含まれる情報および意見には「将来の見通しに関する記述」が含まれる場合があります。「将来の見通しに関する記述」には、「かもしれない」、「予定である」、「はずである」、「期待する」、「予想する」、「目標である」、「計画する」、「見積もる」、「意図する」、「継続する」、「信じる」などの将来の見通しに関する用語、またはその否定形、あるいはそれらに類似する用語が使用されています。すべての将来見通しに関する記述、見積もり、および予測は本質的に不確実であり、重大な偶発事象の影響を受ける可能性があるため、説明の目的のみに含まれていることにご留意ください。実際の結果は、予見可能な理由または予見不可能な理由によって、ここに含まれる見積もり、予測または仮定と大きく異なる可能性があります。

弊社らは、ここに記載された情報および見解が正確、公正、完全、最新であるかどうかに関し、明示または黙示を問わず、いかなる表明、保証または約束も行っておらず、いかなる責任も負いません。また、弊社らは、ここに記載された情報および見解が正確であるかどうか、公正であるかどうか、完全であるかどうか、最新であるかどうかに関し、いかなる責任も負いません。このような記述や情報は、ここに記載された見解に対する当該第三者の支持を示すものと見做されるべきものではありません。

本プレゼンテーションを提供したことにより、弊社ら、本プレゼンテーションを受領者または第三者との間において、いかなる合意、取決め、約束または了解も存在しておらず、または存在すると見做されるものではありません。

目次

4 私たちの提案の要旨

6 NHGGPについて

7 世界トップクラスの事業

17 改善すべき点

37 私たちの株主提案

47 APPENDIX

私たちの提案の要旨

世界トップクラスの事業

東洋水産（以下「当社」）は、**北米における即席麺と国内における冷蔵事業**に代表される収益性の高い中核事業を有するコングロマリット企業（多業種の集合体）です。

北米市場における圧倒的な地位をもつてすれば、世界的に急成長している即席麺業界において、当社はリーダーとして業界再編を主導することができるはずです。

改善すべき点

当社は中核事業の運営において優れた実績を残していますが、株主還元を含む適切な資本配分の実施については改善の余地を残しています。結果として、当社の株価は当社の**本源的な価値を大きく下回っています**。

当社は、私たちの推計する当社の資本コストに満たない低い投資収益率の**非中核事業に大きな投資を継続している**ほか、最近17年間は自社株買いも行われていないことに表されるように**株主還元性向も低く**、また大きな余剰資金を現金及び投資有価証券として保有することから、**非効率なバランスシート**となっています。

私たちの株主提案

2024年6月の当社の定時株主総会における私たちの株主提案は、当社の優れた事業運営を、より一層強化するために、東京証券取引所、経済産業省及び金融庁の推奨する「ベストプラクティス（標準となり得る最良の事例）」に沿ったものにしようというものです。

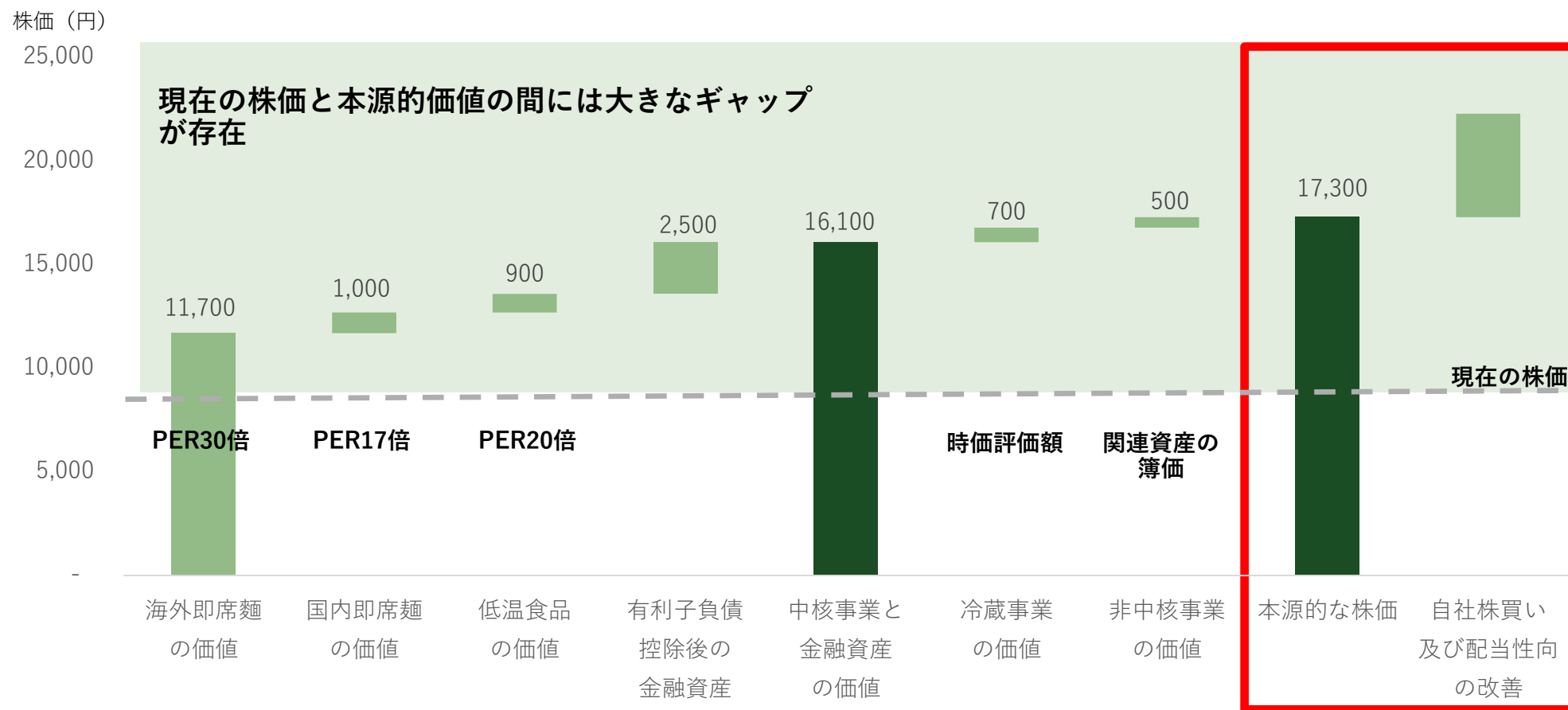
株主提案：

1. **配当性向を40%へ引き上げる**
2. **200億円の自社株買いを行う**
3. **取締役の株式報酬制度を導入する**
4. **資本コストの開示を行う**

私たちは、私たちの株主提案が当社の現在の株価と本源的な企業価値との間のギャップを縮小するのに役立つと確信しています。

本源的な価値に対して大幅に割安の状況にある東洋水産の株価

東洋水産の一株当たりの本源的価値は少なくとも17,300円と評価⁽¹⁾



当社の麺類事業の評価倍率は、類似企業の倍率や事業の質を考慮した上で決定。また、戦略的な代替手段が検討される場合の評価として冷蔵事業およびその他の非中核事業については事業の性格に合わせて時価または簿価で評価し、金融資産及び有利子負債については直近の貸借対照表計上額で評価を行っています。

以下のような株主還元方針の変更を通じて追加的な価値の顕在化を図ることができます。

- 自社株買い
- 配当性向の引上げ

注：(1) NHGGPの2025年3月期予想を基に算出

NHGGPについて

NHGGPを含む共同投資家は東洋水産の普通株式の 3.8% を保有しています

Nihon Global Growth Partners Management, Inc.（以下「NHGGP」）は、海外市場において力強い成長を遂げている日本企業へ長期投資を行なっています。

2018年のNHGGP設立以前、NHGGPの経営陣は日本において2004年より数多くのプライベートエクイティ投資を行っていました。これら全てのプライベートエクイティ投資の投資先の成長の源泉は、その大部分が海外市場です。

NHGGPは、2021年にローンチしたNHGGPジャパン・オポチュニティーズ・ファンドL.P.を含む私募ファンドを運用しています。

本プレゼンテーションを作成したNHGGPは、共同投資家のリードインベスターです。



世界トップクラスの事業

並外れた競争力を有する東洋水産の北米における即席麺事業

概要

- Maruchan（マルちゃん）として広く知られる東洋水産は米国とメキシコの即席麺市場において圧倒的な地位を有しています。
- Maruchan は米国とメキシコにおいてナショナルブランドの地位を確立しています。
- ブランド力と単位当たりの固定費負担を低く抑えられる事業規模は、当社の競争優位性の源泉となっています。
- 当社は、即席麺事業において最もコスト競争力があり、プライスリーダー（価格決定者）です。

代表的な商品

低価格帯



プレミアム
価格帯



出典: 適時開示資料等、Euromonitor.

米国

- Maruchan Inc.を1972年に設立、1977年にカリフォルニア州アーバインに北米で最初の工場を開設。
- 現在は、カリフォルニア州、バージニア州およびテキサス州に生産拠点を有し、米国とメキシコ市場に供給。

数量ベースの市場占有率は約70%

売上高ベースの市場占有率は約45%

メキシコ

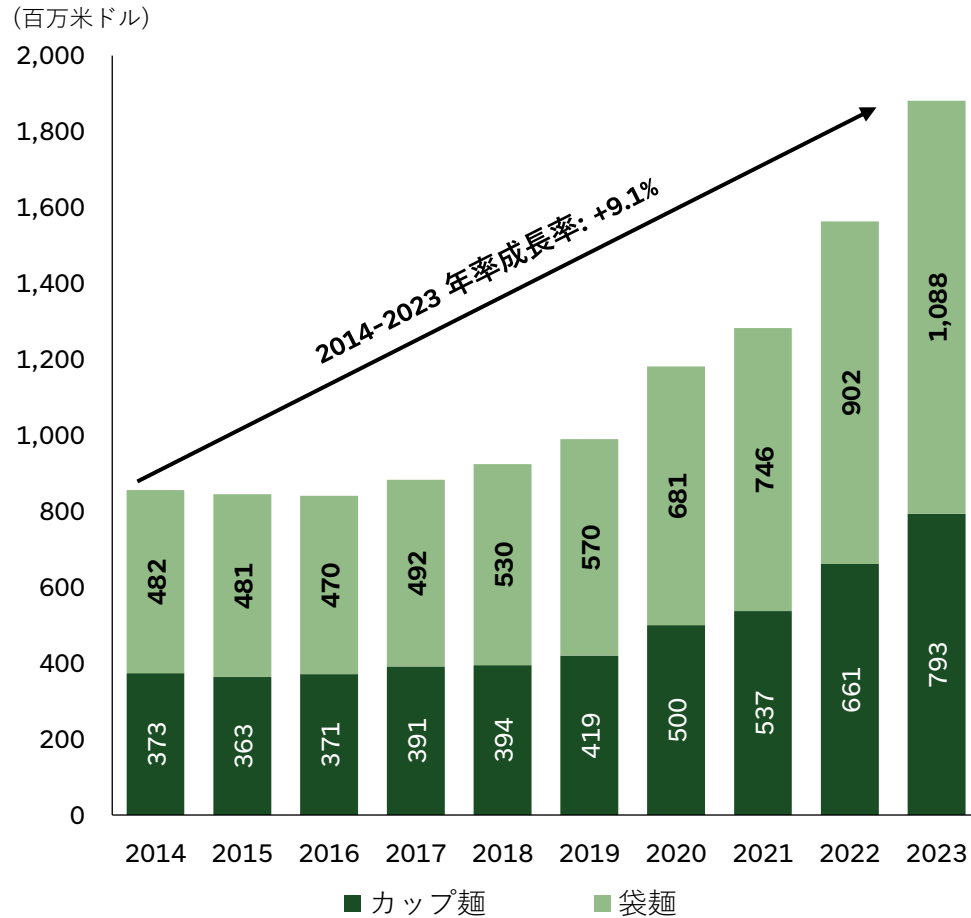
- 販売子会社Maruchan De Mexico, S.A.をメキシコシティにて2004年に設立

数量及び売上高ベースともに市場占有率は75%以上

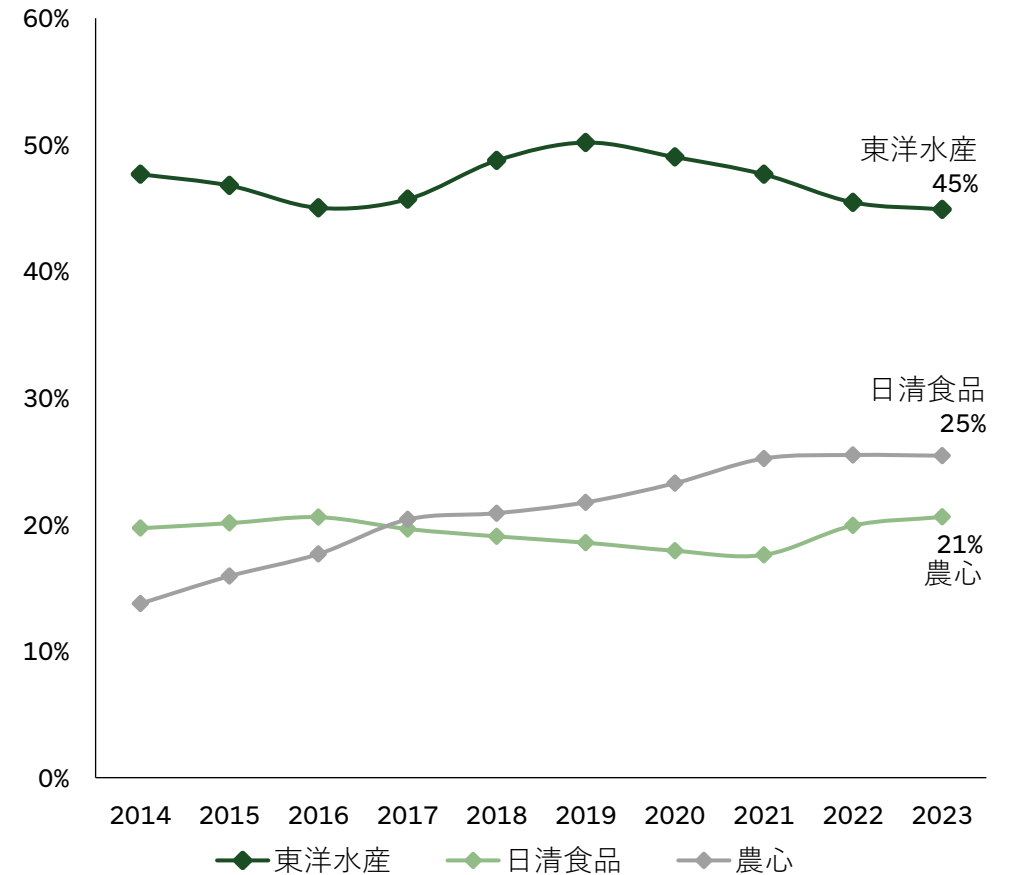
東洋水産は魅力的な米国即席麺市場で最大のプレーヤー

海外即席麺事業

市場規模 (小売り売上高基準)



市場占有率 (小売り売上高基準) (%)



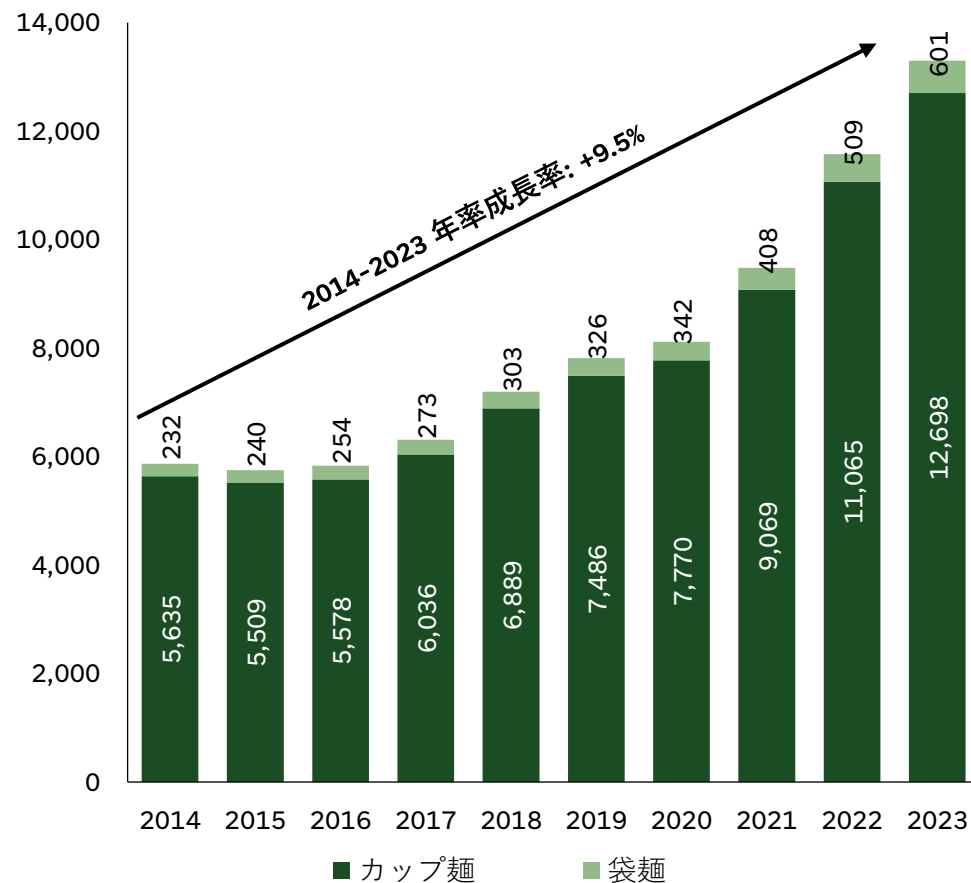
出典: Euromonitor

東洋水産は急成長を遂げているメキシコ市場においても圧倒的な地位を占めている

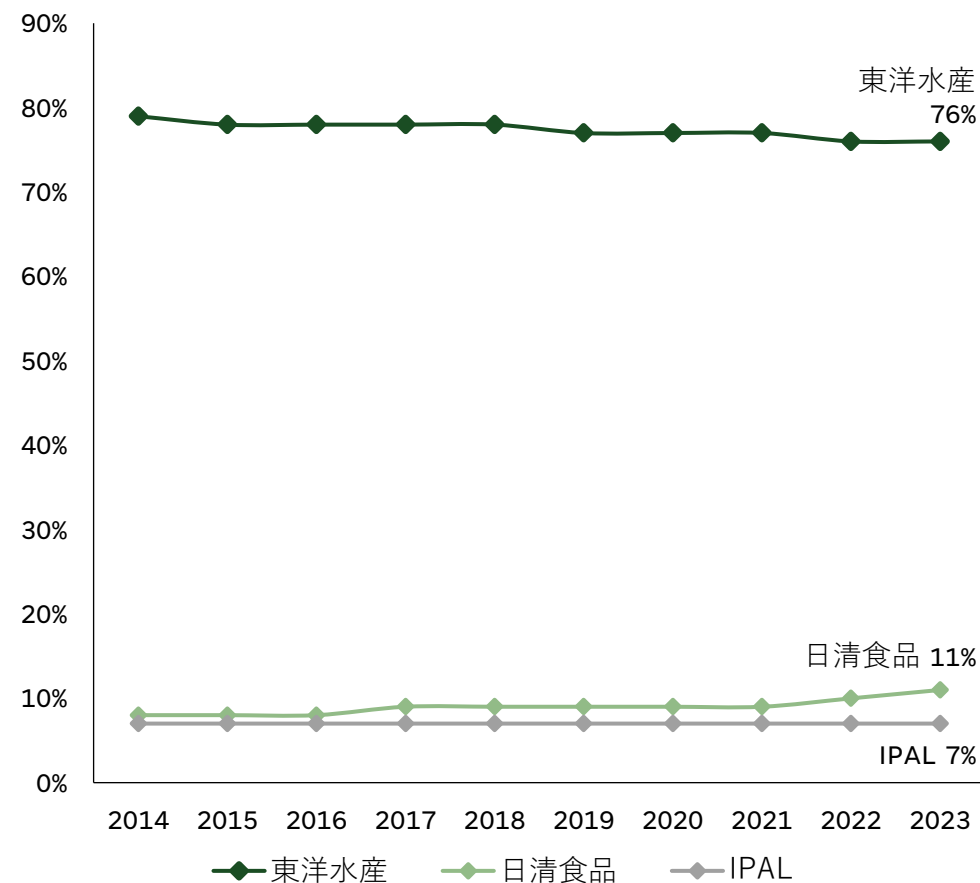
海外即席麺事業

市場規模 (小売り売上高基準)

(百万メキシコペソ)



市場占有率 (小売り売上高基準) (%)

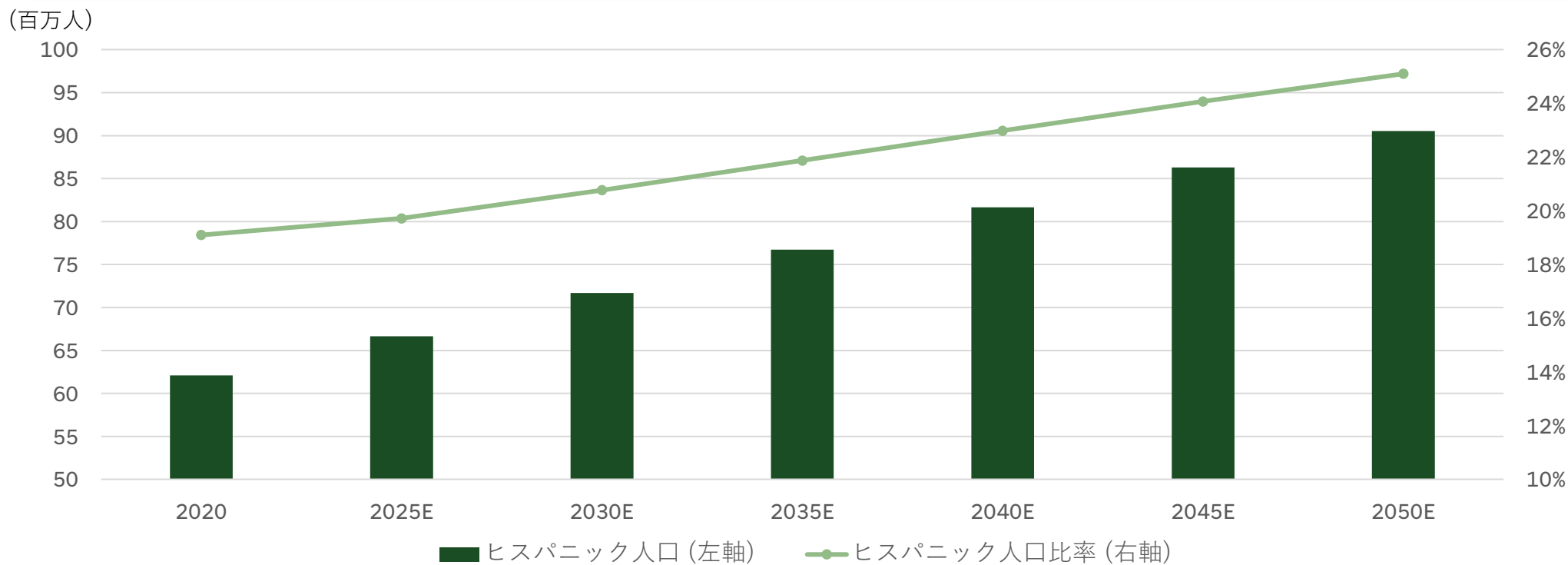


出典: Euromonitor

米国でのより成長率の高いヒスパニック系人口動態は東洋水産の米国市場における持続的な強い競争力を示唆

米国国勢調査局は、Maruchanの主要な顧客層の1つであるヒスパニック人口の他を上回る成長を予想

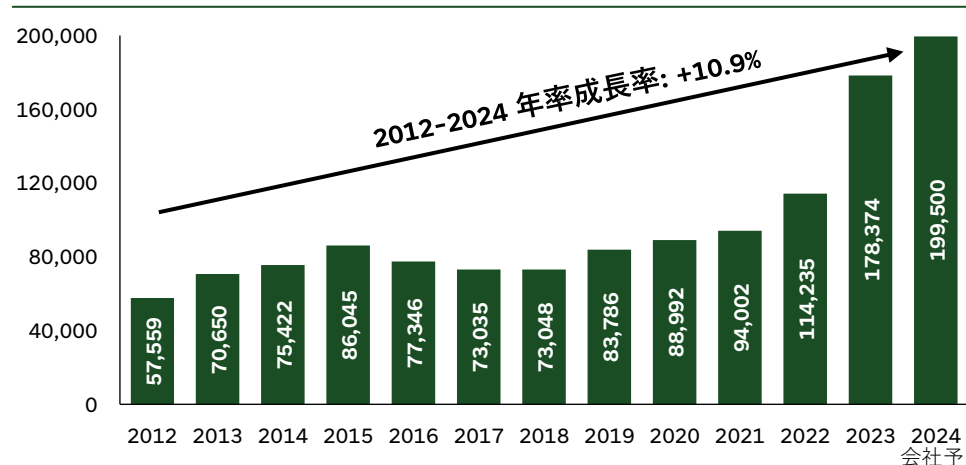
米国におけるヒスパニック人口⁽¹⁾の成長予測



注: (1) ヒスパニック及びその他のラテンアメリカ系人口を含む
出典: 米国国勢調査局

東洋水産の北米即席麺事業は一貫して力強く良好な業績を達成

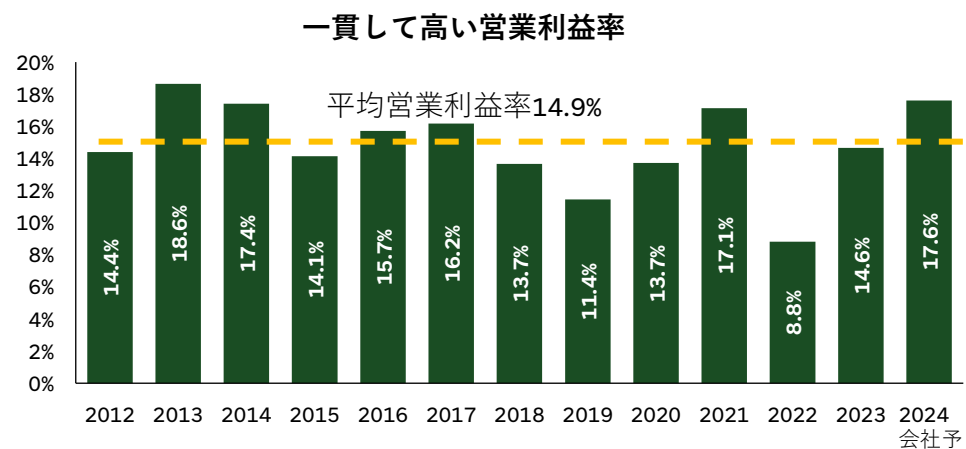
売上高（百万円）



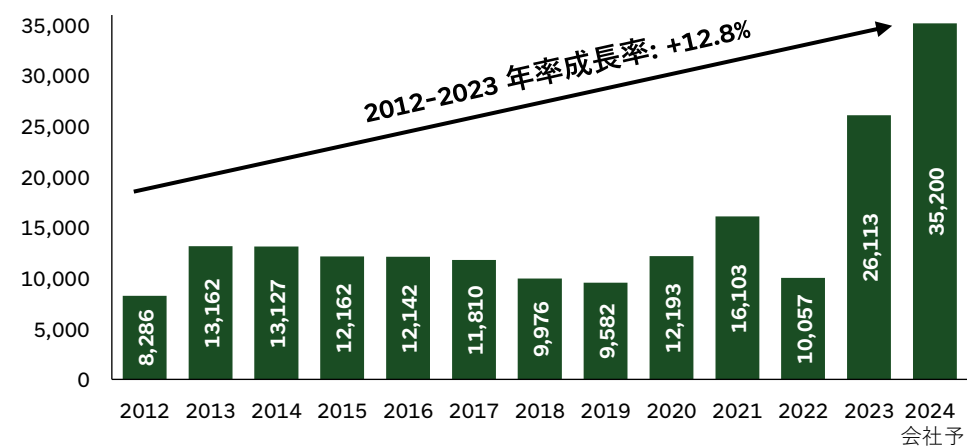
概要

- 数量成長と継続的な価格改定により、一貫して高い営業利益率。
- 現在は工場生産能力が供給不足となっているものの、2025年より北米における既存の生産能力の20%に相当する増強が図られる予定。

営業利益率



EBIT (JPY MN)

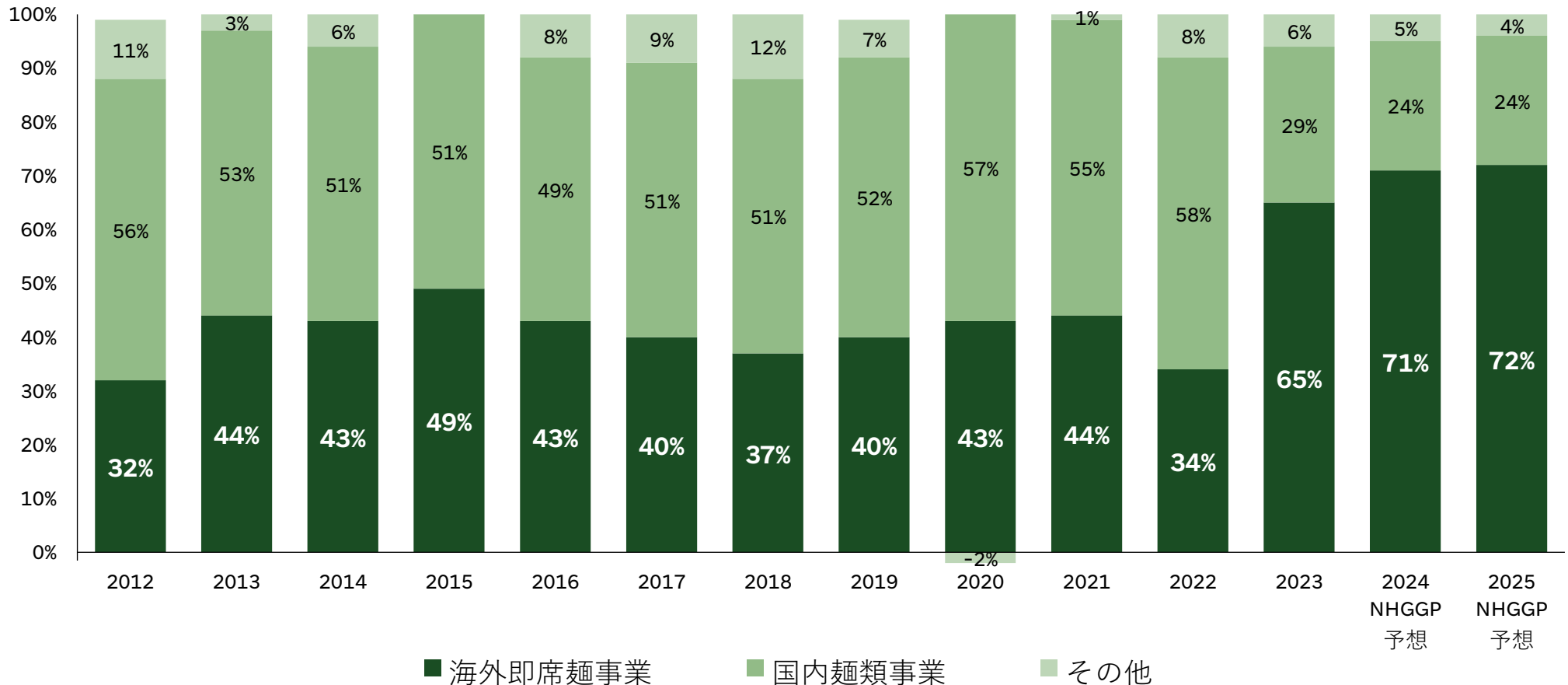


出典: 適時開示資料等

北米の即席麺事業は引き続き東洋水産の成長と利益の主たるけん引役

海外即席麺事業

連結営業利益に占める事業別の構成比



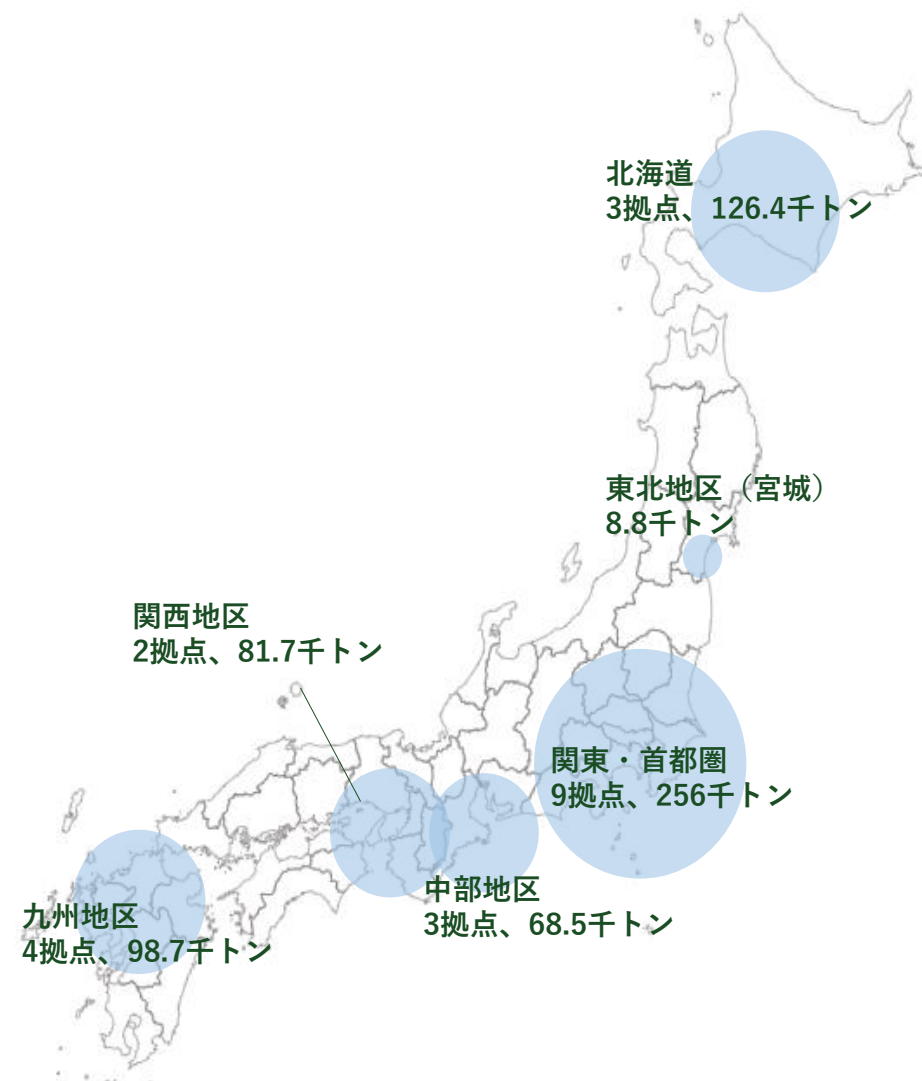
出典: 適時開示資料等、NHGGPによる調査

見過ごされている冷蔵事業の価値

概要

- 東洋水産は事業規模で主要5社に入る冷蔵倉庫事業者であり、国内各地で22拠点・64万トンの庫腹を運営しています。
- 他の主要先進国と同様に日本でも冷蔵倉庫業界は高い魅力を有しています。
- 不動産事業であるにもかかわらず、借入の活用がなされていません。**
- 東洋水産の冷蔵事業は、その事業規模に鑑み、Jリートの主力銘柄として当社とは別に上場できる実力を有しています。
- 仮に売却された場合にはストラテジックバイヤーからの強い引き合いがあるものと考えられます。

22拠点で冷蔵倉庫を運営



北海道小樽市に当社が保有する冷蔵倉庫

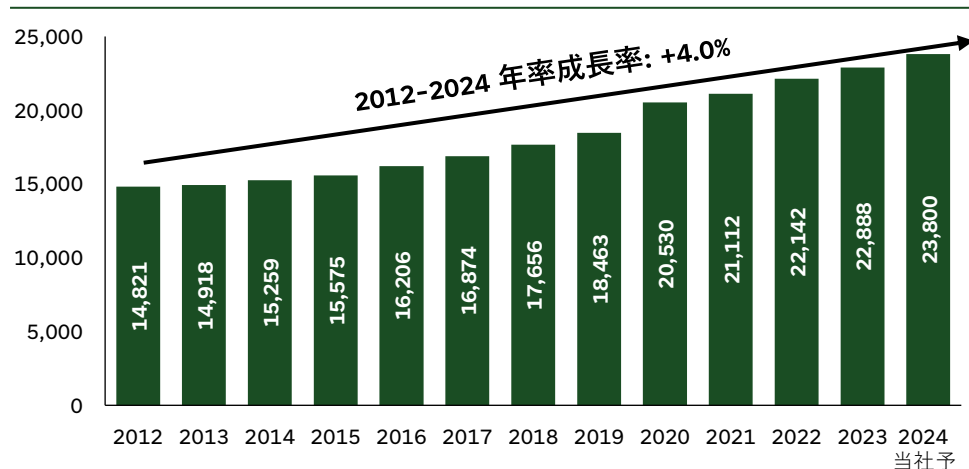


出典: 適時開示資料等、NHGGPによる調査

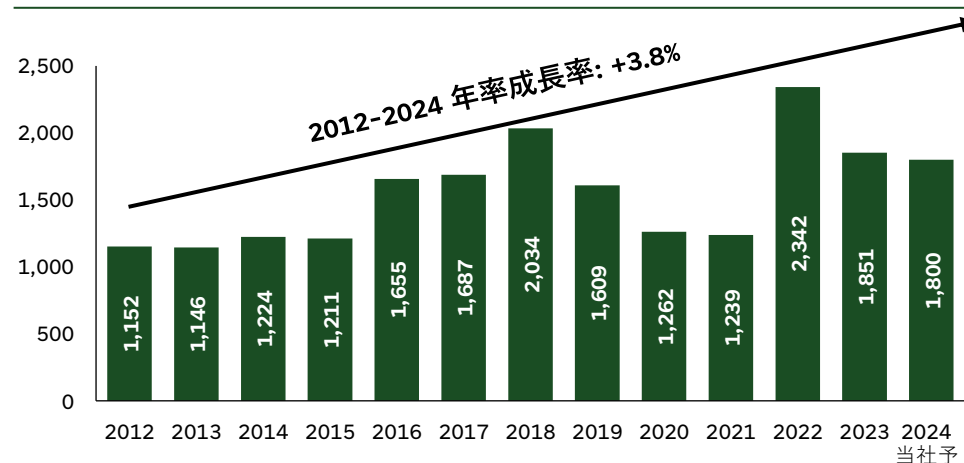
冷蔵事業は財務レバレッジ抜きではあるものの、確固たるリターンを創出

冷蔵事業

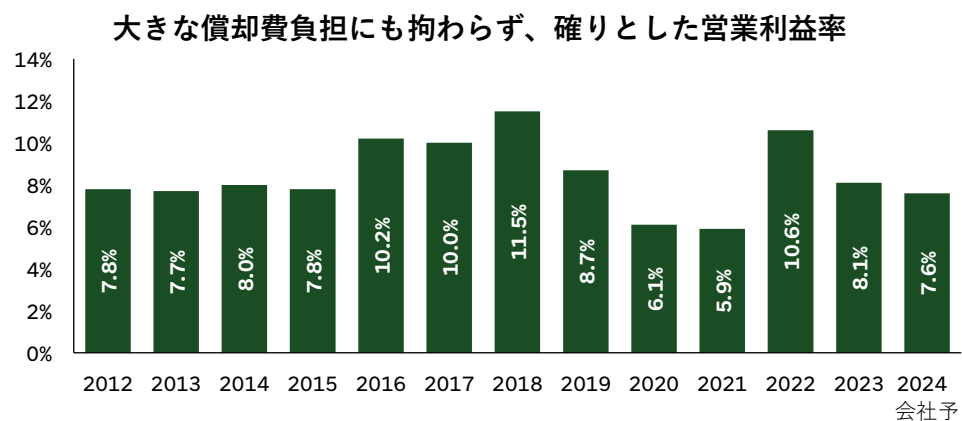
売上高（百万円）



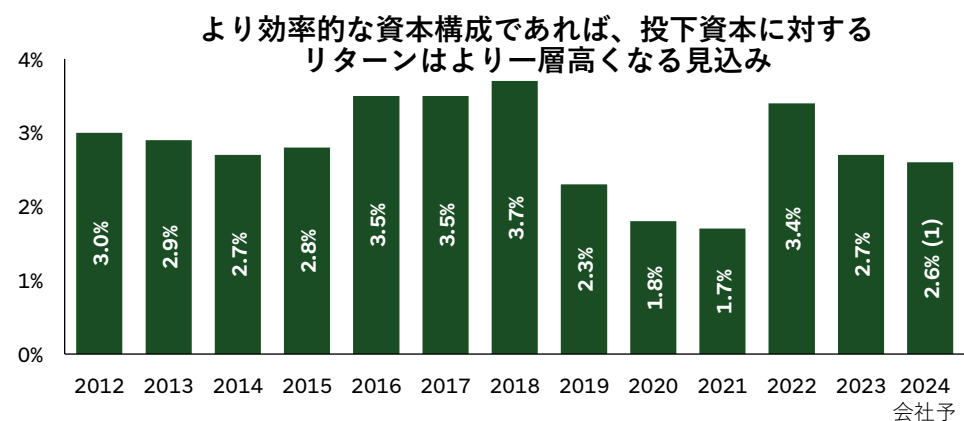
営業利益（百万円）



営業利益率



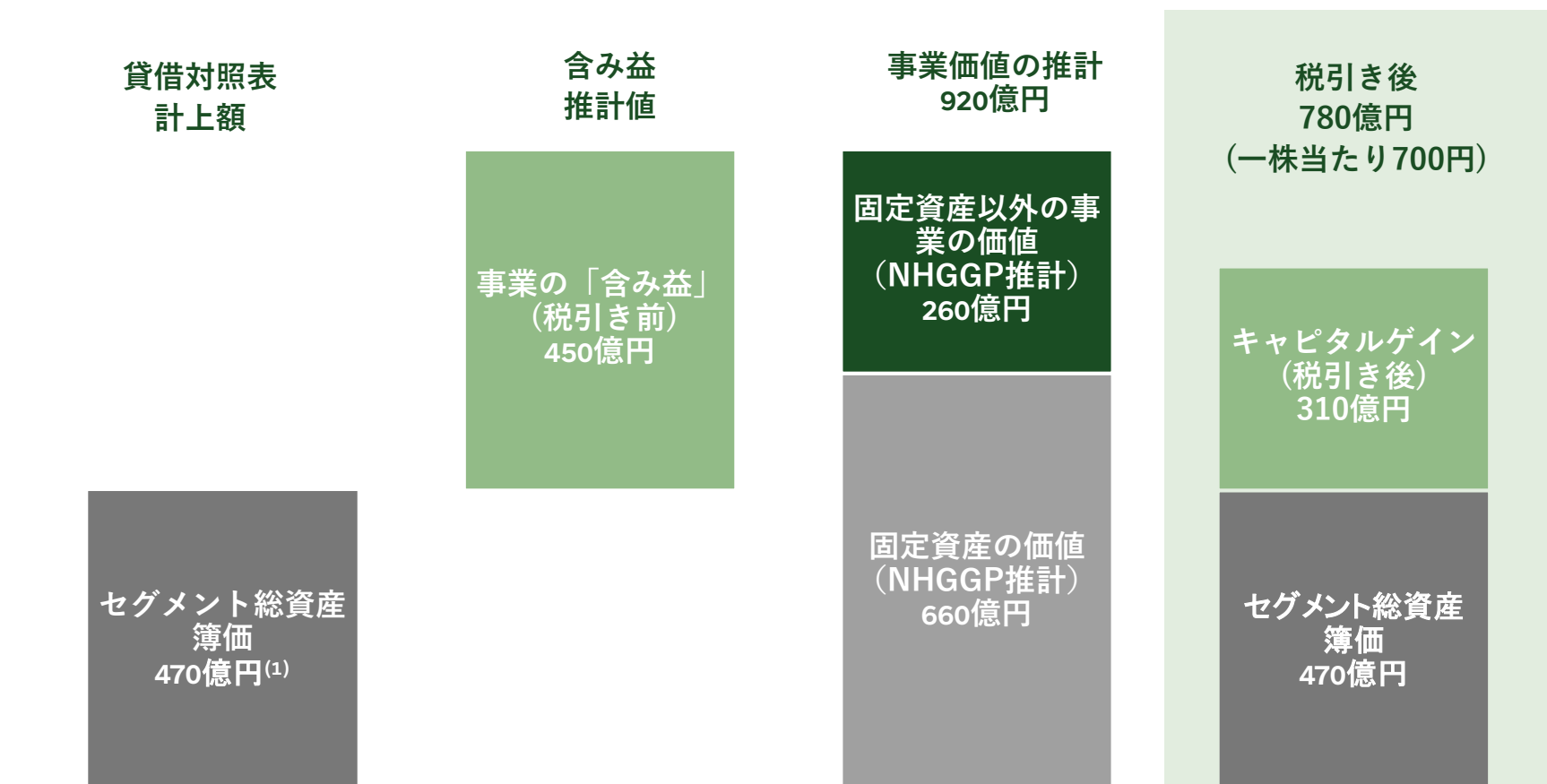
ROA (%)



注: (1) 2023年3月期のセグメント資産をもとに推計
出典: 適時開示資料等

冷蔵事業の時価評価額は簿価を上回る評価

冷蔵事業



注：(1) 2023年3月期 有価証券報告書
出典：時開示資料等、NHGGPによる調査



改善すべき点

改善すべき点

選択と集中

- 急速に成長している世界の即席麺事業において、当社がマーケットリーダーとして業界再編を主導することができる地位にあるということについて再認識が必要です。
- 例えば、事業ポートフォリオの整理によって、経営陣は資本やその他のリソースを長期的な企業価値の向上の最大化に資する事柄に集中させるべきです。

適切な資本配分

- 投下資本に対する収益率が高い事業にのみ資本を配分すべきです。
- しかし、計画されている設備投資の三分の一が辛うじて損益均衡近傍にある非中核事業に投下されています。
- 現時点で1,050億円以上が非中核事業に投下されており、その規模を中核事業である即席麺事業へ投下されている1,460億円⁽¹⁾と比べると、問題はより一層明らかです。


株主還元


- 当社の株主還元政策は、現在の日本の「ベストプラクティス（標準となり得る最良の事例）」からは明らかに大きくかけ離れています。
- 例えば、当社の総還元性向は35%以下に留まり、類似会社の総還元性向の平均値である58%を大きく下回っています。
- 加えて、当社は過去17年にわたり、意味のある規模の自社株買いを行っていません。


注:(1) セグメント資産から現預金（NHGGP推計値）を控除して推計


即席麺業界では再編の機は熟している


即席麺業界の業界構造として各地域に共通しているのは、上位2~3社が各地域の市場で高い市場占有率を有し、収益を寡占している点です。今後、いくつかのプレイヤーがグローバルに業界再編を主導すると考えられ、北米市場における支配的プレイヤーである東洋水産は再編を主導できる地位にあります。


韓国	
1. 農心	56%
2. オットギ	23%
3. サムヤン	11%

インドネシア	
1. インドフード	71%
2. ウイングス	19%
3. ジャカルタ・タマ	3%

インド	
1. マギー（ネスレ）	88%
2. 日清食品	6%
3. キャピタルフーズ	1%

日本	
1. 日清食品	40%
2. 東洋水産	23%
3. 三洋食品	11%

米国	
1. 東洋水産	45%
2. 日清食品	25%
3. 農心	21%

メキシコ	
1. 東洋水産	76%
2. 日清食品	11%
3. IPAL	7%

出典: Euromonitor、Morgan Stanley、Korea Herald、Chegg

最近の規制当局の動向：ガバナンス強化と業界再編・より強い企業の創出がテーマ

選択と集中

経済産業省

金融庁・東京証券取引所

企業価値研究会（第1回） — 2005

MBO（マネジメント・バイアウト）指針 — 2007

企業価値研究会（第2回） — 2008

伊藤レポート（ROE目標） — 2014 — スチュワードシップコード

コーポレート・ガバナンス・システムに関する実務指針 — 2015 — コーポレートガバナンスコード

スピノフに関する税制改正 — 2017

グループ・ガバナンス・システムに関する実務指針 — 2018 — 投資家と企業の対話ガイドライン

公正な M&A の在り方に関する指針 — 2019

事業再構築指針 — 2020

CGSに関する実務指針の改定 — 2022

経済産業省

金融庁

東京証券取引所

「企業買収における行動指針」は多くの同意なき買収提案と業界再編につながっています。

- ・ ニデックによるTAKISAWAの買収
- ・ 第一生命によるベネフィット・ワンへの対抗TOB
- ・ ブラザー工業によるローランドDGへの対抗TOB

2023

金融庁は損害保険各社に対して全ての政策保有株の売却を要請。

東京証券取引所は資本効率の見直しによる企業価値の向上を推奨・要請。

東洋水産は今まさに戦略的に重要な分岐点にある

東洋水産は多岐にわたる事業の合理化を図り、戦略的に選択と集中を進めることで、グローバルな即席麺業界において業界再編を主導することができるはずです。



選択肢 1: 日本を代表するグローバル即席麺業界の圧倒的なリーダーへ

- 非中核事業からの撤退
- 海外市場における力強い成長
- 投下資本に対する高い収益性
- 株式市場における高い評価
- グローバル市場で業界再編・統合を主導



選択肢 2: 現状維持

- コングロマリット企業
- 低収益の非中核事業への資本投下
- 株式市場においては引き続き低評価
- 本来持っているポテンシャルは発揮されず、
- 最終的にはグローバルな業界再編に飲み込まれる

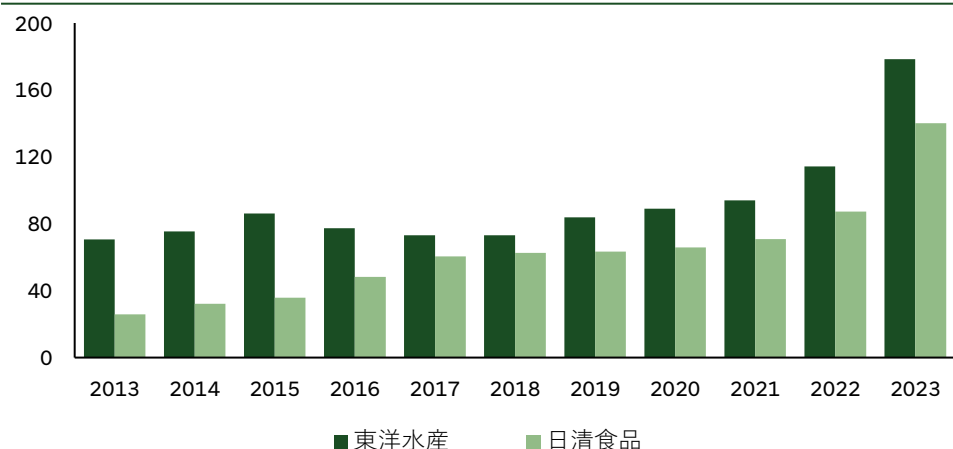
私たちは、選択肢1こそが、当社の企業価値を最大化すると同時に、当社の大切なステークホルダーのリスクを低減すると確信しています。

東洋水産 vs. 日清食品：どちらがプレミアム評価を受けるべきか

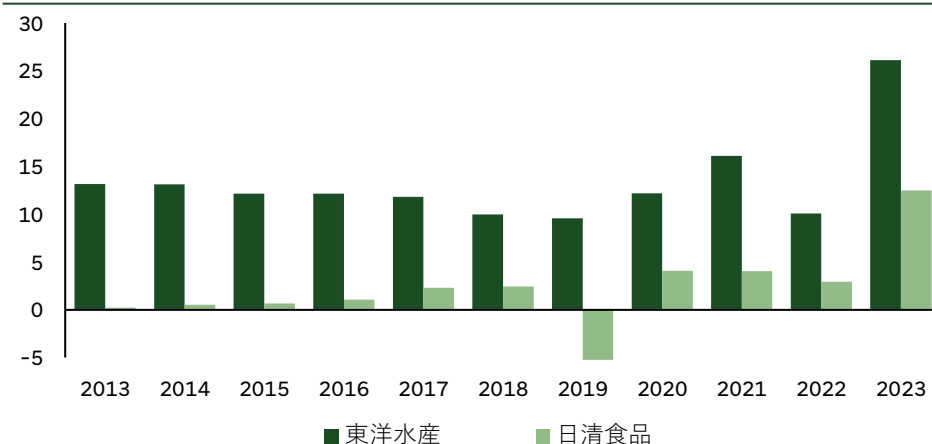
選択と集中

日清食品（2897.T）は、世界的に見ても最大級の即席麺会社であり、かつ業界のリーダーの一社であるものの、世界で最も収益性が高く、急速に成長している市場の一つである北米市場において、東洋水産は一貫して日清食品を上回る業績を残しています。

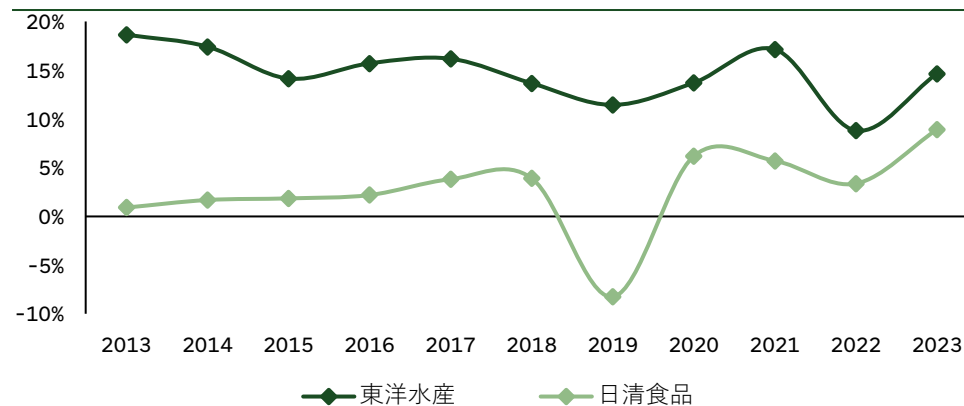
米州事業の売上高（百万円）



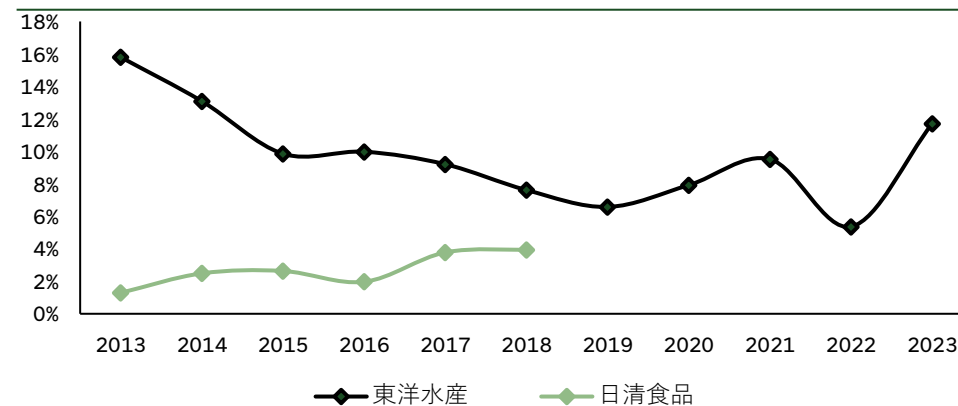
米州事業の営業利益（百万円）



米州事業の営業利益率



米州事業のROA (%)



注:(1) 日清食品は2019年よりセグメント資産を開示せず

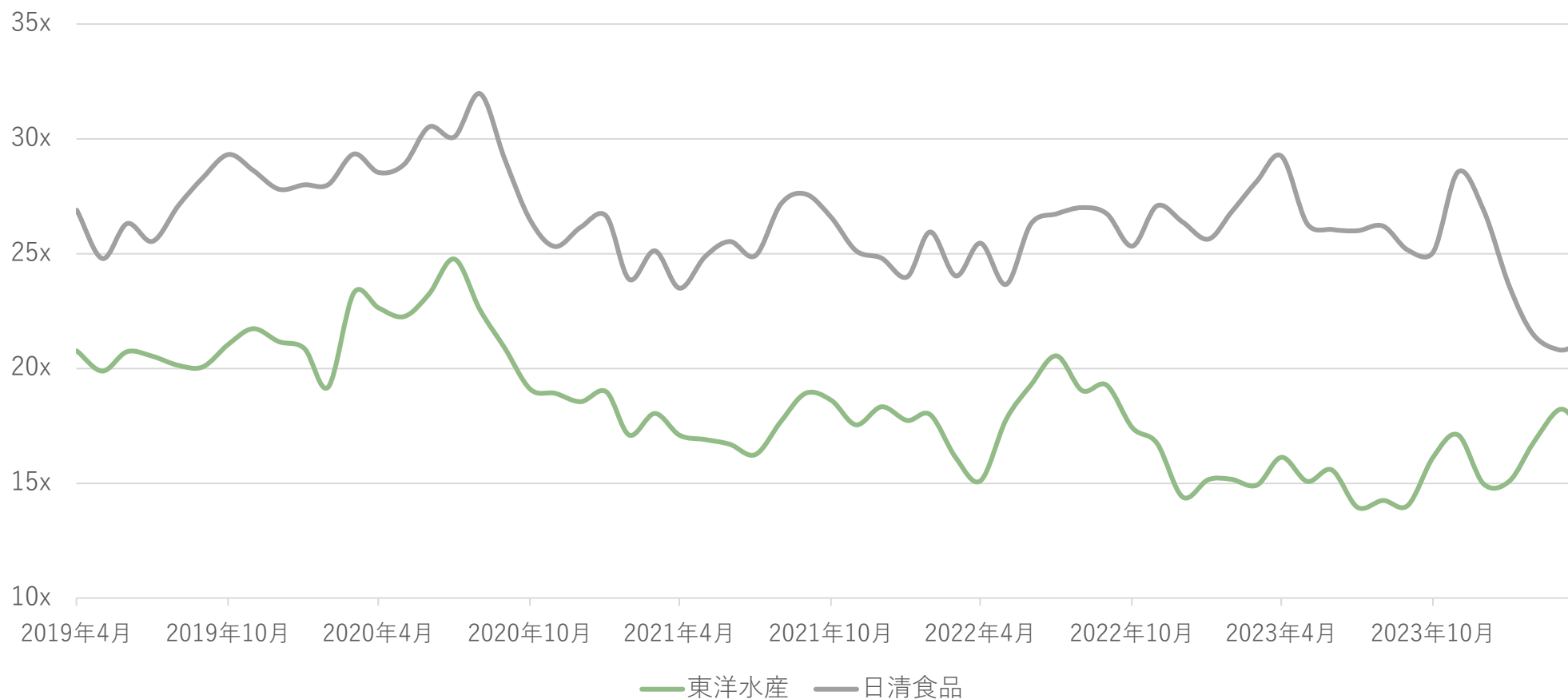
出典: 適時開示資料等

東洋水産は過去一貫して日清食品に対してディスカウントされてきた

選択と集中

東洋水産、日清食品のいずれもが、グローバル即席麺市場で目覚ましい成長を遂げている主要な日本企業であるにもかかわらず、東洋水産のPERは日清食品のそれに対して概ね8ポイント下回る水準のディスカウントが付されてきました。

株価収益率（PER）の推移



出典: Bloomberg

東洋水産は過去一貫して日清食品に対してディスカウントされてきた (続き)

日清食品 (2897.T) の評価

選択と集中

中核事業への集中

- 急速に成長を遂げるグローバル即席麺業界のピュアプレイ (実質的に専業)
- 足かせとなる非中核事業の不在
- 日本を代表する即席麺ブランド

経営陣の事業に対する高いコミットメント

- 日清食品の創業者が1958年に即席麺事業を開始して以来、日清食品の経営陣の事業に対する高いコミットメントは多くのイノベーションを創出

適切な資本配分への配慮

- 明確な株主還元方針: 配当性向の目安 40% + 自社株買い
- 特筆すべきIR活動および経営層と投資家の対話の機会

株主に対する意識

- 経営に引き続き関与している創業家は発行済み株式の12%を保有しており、経営陣と株主の利害が一致している
- NISAプログラムや個人投資家を意識した株式分割の実施
- 流動性への配慮: 30~50百万米ドルの出来高

非中核事業に対する私たちの見方

東洋水産が非中核事業を継続して自社内で運営すべき理由は見いだせない一方で、これらから撤退すべき戦略的な理由が多く存在していると考えています。

冷蔵



- 東洋水産の社内にこの優良事業を留めることは、この事業が日本有数の独立系冷蔵倉庫会社になりうるポテンシャルを最大限に発揮する妨げとなると考えています。
- なぜなら、そのポテンシャルを最大限に発揮するためには、東洋水産が提供できる水準をはるかに超える設備投資や物流・不動産管理のノウハウが必要だからです。
- 戦略的な選択肢として、独立したJ-REITとしてIPOを行うか、ストラテジックバイヤーへの売却を検討すべきです。

加工食品



- 東洋水産よりも適した受け皿企業が存在しているはずですが、
- 加工食品、水産食品、その他の事業は大きな額の資本を使っているにも関わらず、損益均衡近傍に辛うじて留まっているのが実情です。
- これらの事業は規模も小さく、資本コストを負担するために必要な収益を上げるだけの競争力を持っていません。
- 私たちは、これらの事業が東洋水産の社内に留まっているよりも有望な未来を提供できる企業等から、これらの事業に大きな関心が寄せられると考えます。
- 例えば、ニッスイ (1332.T)、マルハニチロ (1333.T)、わらべや日洋 (2918.T) などこれらの事業を中核事業とする企業は事業規模の拡大のために積極的に事業統合を推進しています。

水産食品

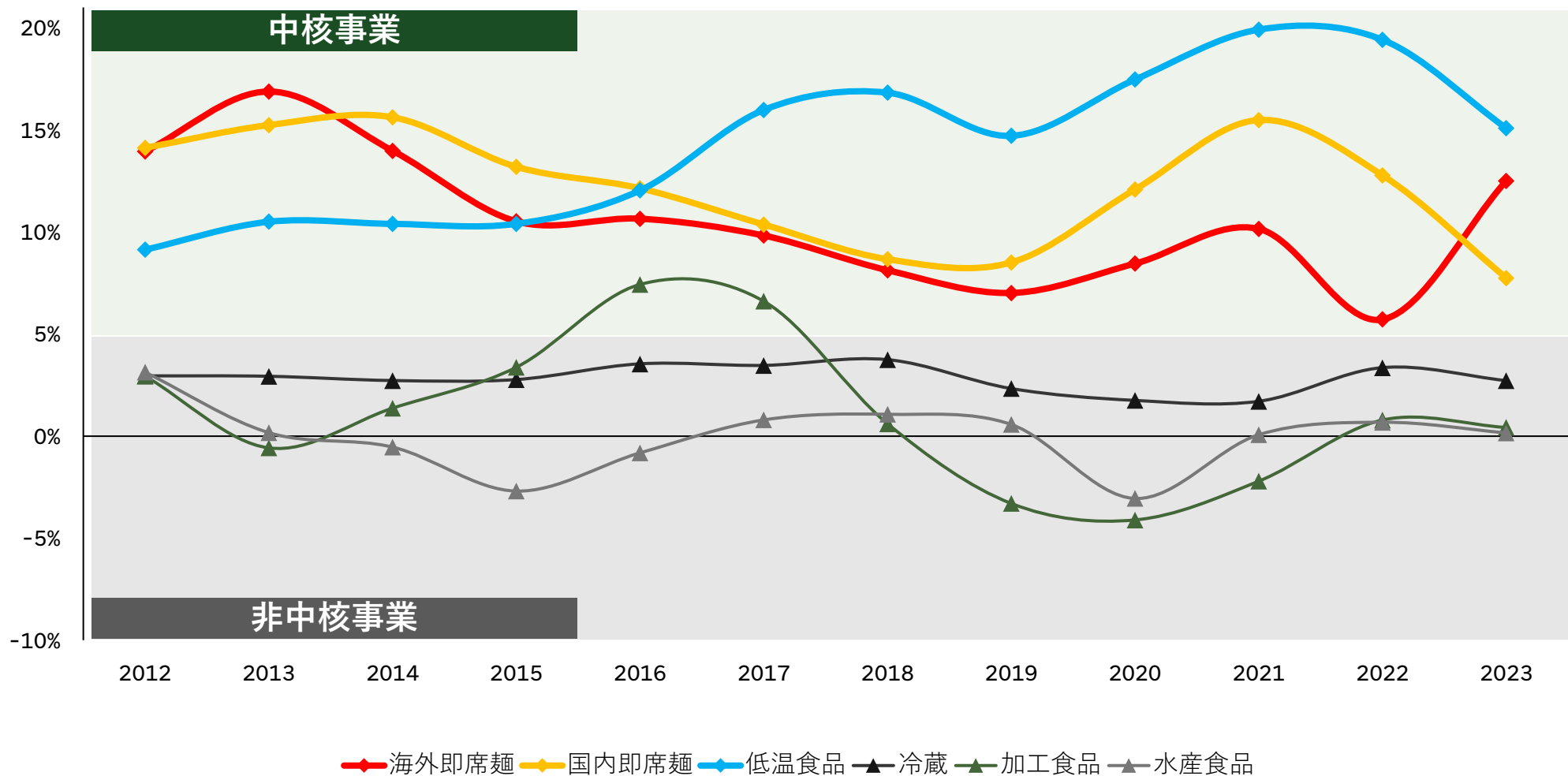


出典: 当社のウェブサイト、NHGGPによる調査

非中核事業の投下資本に対する収益性は一貫して低い水準にある

適切な資本配分

ROA総資産利益率の推移

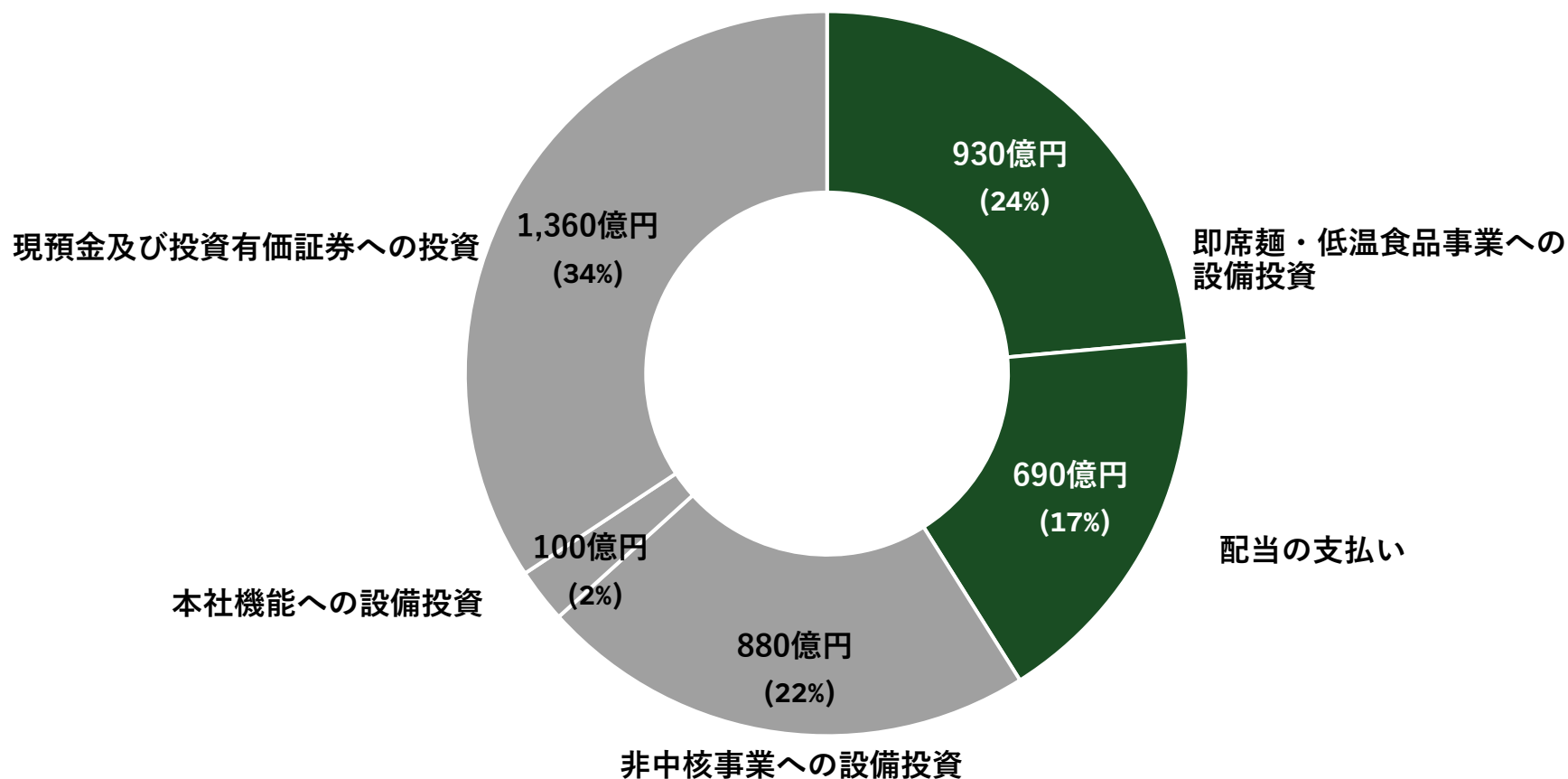


出典: 適時開示資料等

高い競争力を有する即席麺・低温食品事業への投資と株主還元に向けられたのは過去10年で創出されたキャッシュフローの僅か41%のみ

適切な資本配分

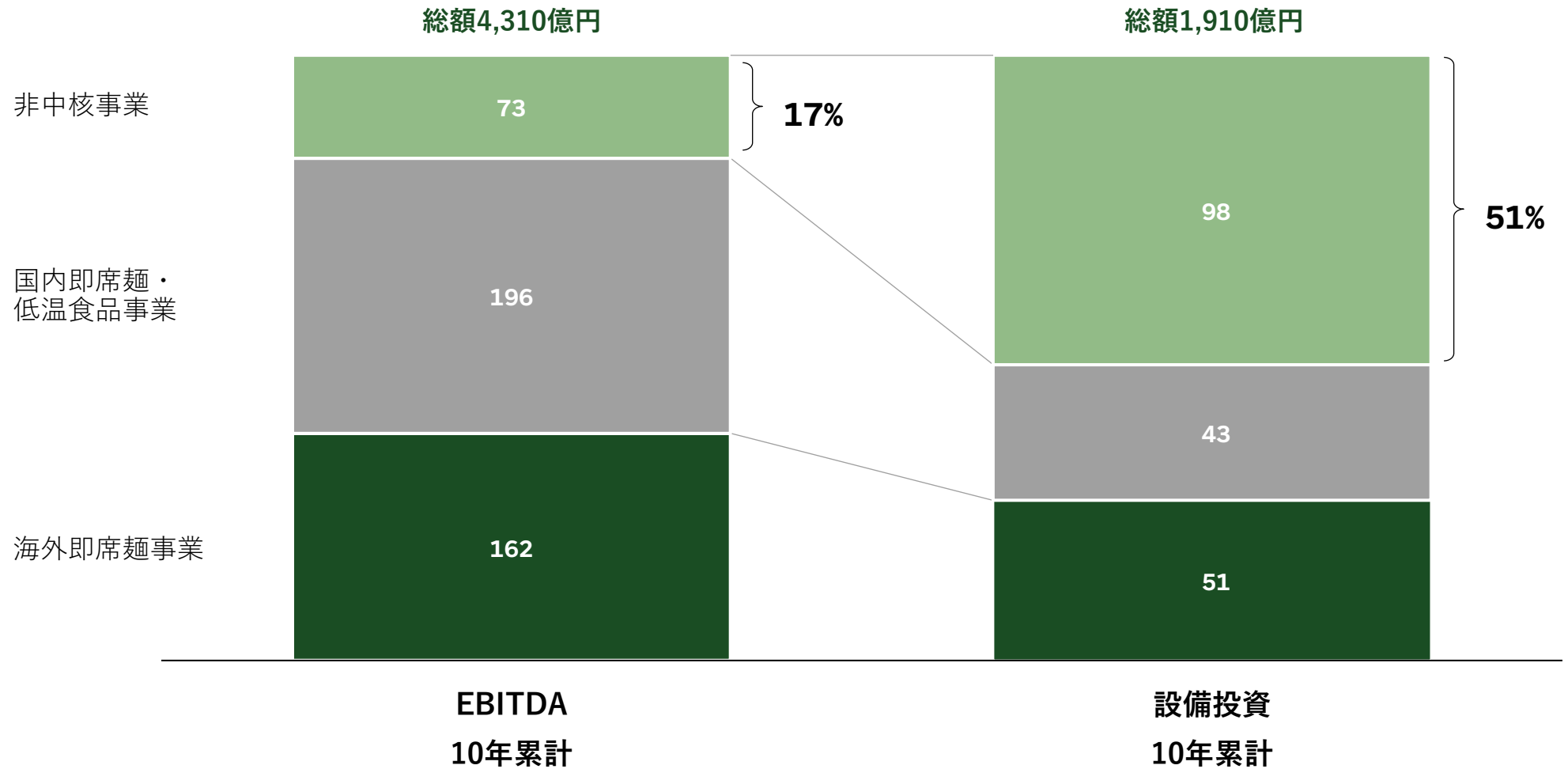
過去10年に創出されたキャッシュフローの総額3,960億円⁽¹⁾のうち、即席麺・低温食品事業へ再投資されたのは僅か24%のみであり、株主還元に向けられたのも僅か17%に過ぎません。残りは余剰資金として蓄積されたか、低収益な非中核事業への設備投資に向けられてきました。



注：(1) 3,960億円は過去10年間の設備投資及び配当の累計額並びに現預金及び投資有価証券の増加額の合算値
出典：適時開示資料等

中核事業の創出したキャッシュが非中核事業を下支えしている

適切な資本配分



出典: 適時開示資料等

会社計画では非中核事業への大規模投資が続く見込み

適切な資本配分

計画されている設備投資の50%が僅かなりターンしか生まない事業に振り向けられる見込みです。

	セグメント	セグメント資産 2023実績 ⁽¹⁾	調整後ROA ⁽¹⁾ 5年平均	成長投資	
				2024 - 2026	%
中核事業	海外即席麺	620億円	26.2%	200億円	33%
	国内即席麺	610億円	11.2%	-	0%
	低温食品	230億円	17.2%	100億円	17%
	小計:	1,460億円		300億円	50%
非中核事業	冷蔵	480億円	2.4%	87億円	14%
	加工食品	200億円	0.4%	100億円	17%
	水産食品	200億円	0.2%	10億円	2%
	その他	180億円	3.3%	35億円	6%
	小計:	1,050億円		230億円	39%
本社機能		130億円		70億円	11%
現預金等		2,330億円		-	-
	合計	4,970億円	5.8%	602億円	100%

注: (1) 調整後ROA: セグメントレベルで保有していると推計される余剰資金をNHGGPの調査に基づき控除して算出した事業ROA
出典: 適時開示資料等、中期経営計画

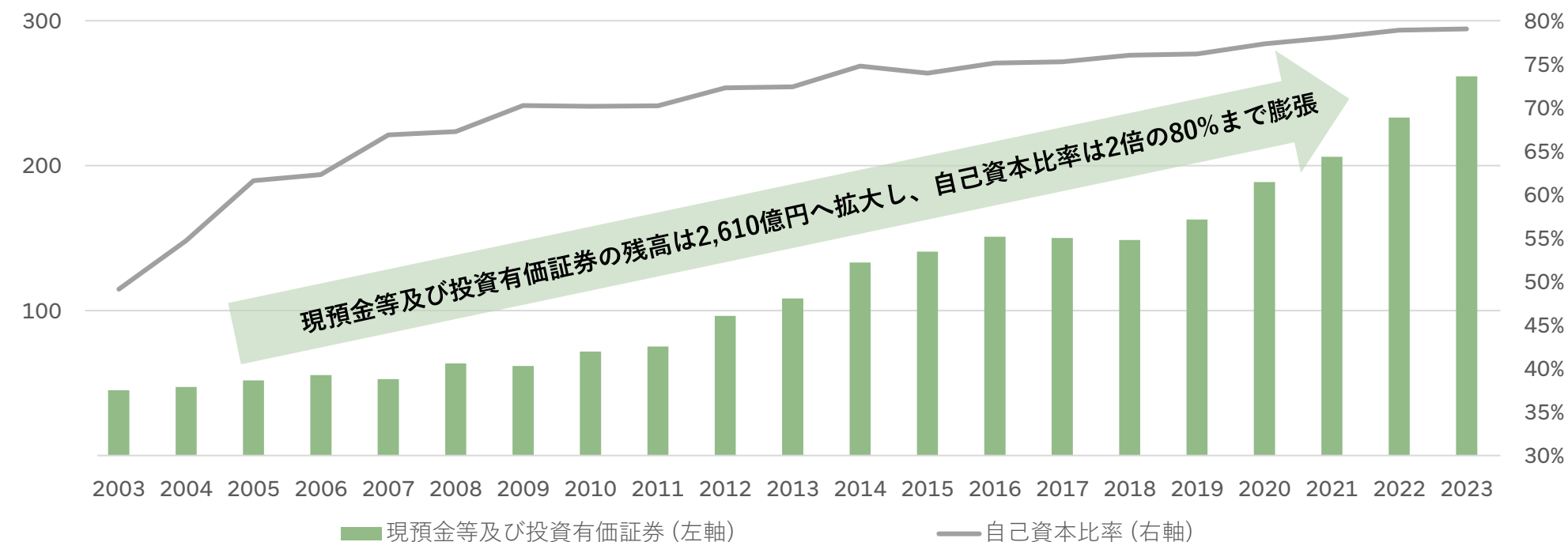
東洋水産の内部留保は過剰

適切な資本配分

東洋水産は2,610億円に上る現預金等及び投資有価証券などの金融資産を保有しているものの、実際には運転資本のほか500億円程度の現金で効率的に事業運営ができるはずであり、結果として当社の時価総額の2割を超える規模にあたるおよそ2,000億円もの余剰資金を保有していると推察されます。当社の事業構成を踏まえ、資本構成についてより一歩踏み込んだ考察を加えると、そもそも事業の80%を株主資本によって賄う必要性はないと私たちは考えます。

自己資本比率と金融資産の推移

(十億円)



出典: 適時開示資料等

東洋水産の株主還元方針は現在の日本の標準とは大きくかけ離れている

東洋水産の利益配分に関する基本方針：投資家の皆様への配当につきましては、期間業績を加味しながら安定配当を実施することを基本方針としております⁽¹⁾

問題点



具体的な数値目標の
公約がない

類似会社は配当性向や株主資本配当率（DOE）など**具体的な目標を数値**にて開示、公約しています。

東洋水産の利益配分に関する基本方針は配当支払について具体的な目標数値についてなんら公約していません。



株主資本について考慮され
ていない

類似会社は**株主資本の規模・水準を考慮して配当方針を決めています**。

東洋水産の利益配分に関する基本方針では配当水準の決定にあたり株主資本の水準が考慮されていません。



自己株式取得や総還元性向
が考慮されていない






類似会社は**総還元性向**の一部として自己株式取得を取り入れており、どのような状況において自己株式取得を実施するのかについて明記しています。

東洋水産の利益配分に関する基本方針では自己株式取得や総還元性向についての言及はありません。

出典: <https://www.maruchan.co.jp/en/ir/management/policy.html>

株主還元：東洋水産 vs. 類似会社

株主還元

	ROE		DOE (株主資本還元率)		配当性向		自社株買い		総還元性向	
	公表目標	実績	公表目標	実績	公表目標	実績	株主資本 総還元率	発行済株式 数に対する 割合 ⁽¹⁾	公表目標	実績 ⁽²⁾
 TOYO SUISAN	-	8.9%	-	2.6%	-	30.8%	-	0%	-	30.8%
 NISSIN®	-	10.7%	-	3.3%	40.0%	31.8%	5.6%	2.7%	-	51.6%
 Harvest the Power of Nature.	-	8.5%	4.5%	3.7%	-	45.2%	10.5%	6.7%	50.0%	87.3%
 Eat Well, Live Well.	10.0%	9.9%	4.0%	3.0%	-	31.8%	5.2%	4.2%	-	51.4%
 AJINOMOTO	-	12.9%	-	4.7%	40.0%	38.6%	8.5%	3.5%	50.0%	68.5%

注：(1) 2021-2023において買入れられた自社株の比率。

：(2) 2021-2023の平均値。

出典：適時開示資料等

類似会社は株主還元目標を数値で明記



- 連結配当性向約40%を目安
- 余剰現金を有する際には自己株式取得を実施



- 総還元性向 50%以上
- DOE(株主資本配当率) 4.0%
- 安定的な増配
- 機動的な自己株式取得を実施



- 連結自己資本配当率(DOE) 4.0%を目安に配当を実施
- 連結自己資本当期純利益率(ROE) 10%以上を維持
- 機動的な株主還元的手段として資本効率や市場環境などを考慮のうえ自己株式の取得を実施

Eat Well, Live Well.



- 配当性向40%を目途
- 総還元性向50%以上

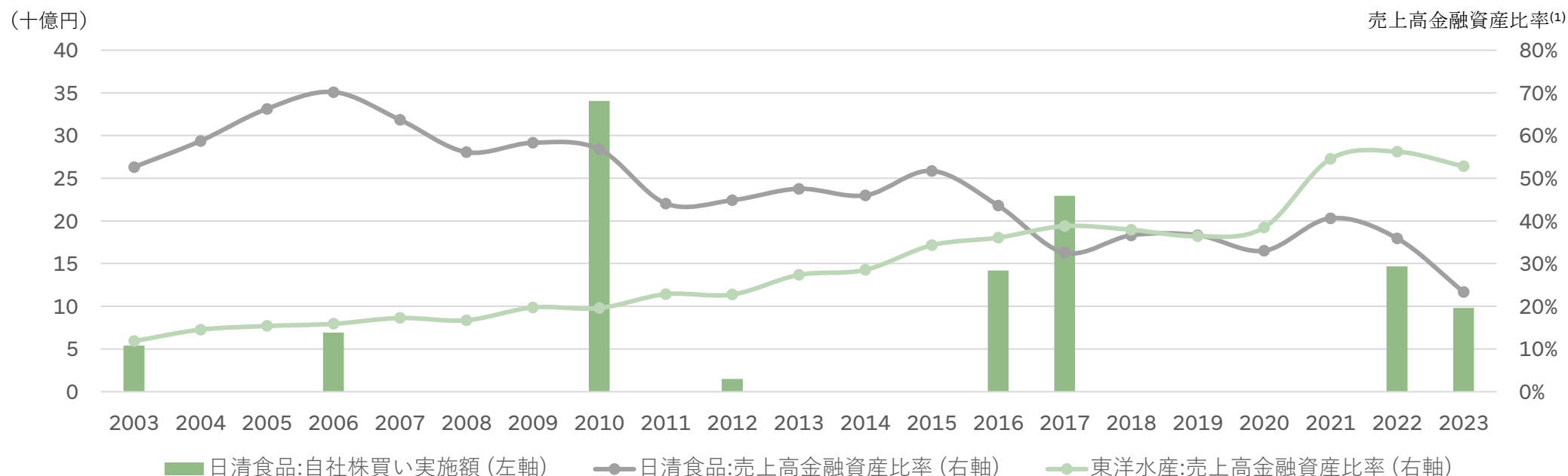
出典: 適時開示資料等

東洋水産と日清食品：対照的な株主利益への取り組み

株主還元

過去20年にわたり、日清食品は配当と自己株式取得により累積純利益の58%を株主へ還元したのに対し、同期間に東洋水産は31%の還元にとどまっています。特に興味深い点は、日清食品の現預金水準のコントロールです。日清食品の売上高に対する現預金比率はピークの70%から直近の23%まで低下する一方、同期間で純利益を3倍に成長させています。対して東洋水産は同期間で売上高に対する現預金比率が12%から直近では53%に膨れ上がっています。

日清食品の事例は、即席麺事業において利益の相当割合を配当と自己株式取得により株主に還元していくことと急速な事業成長が両立可能なことを明確に示しています。

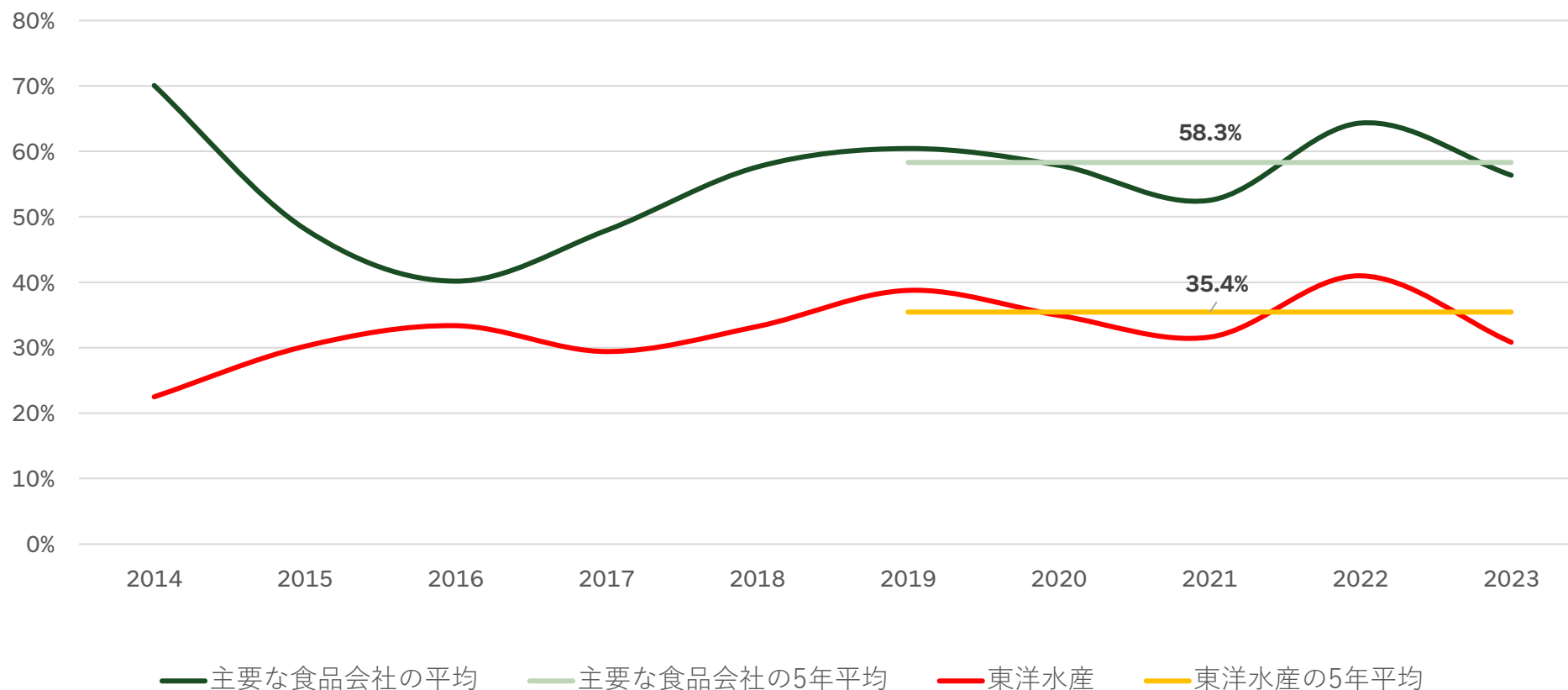


注: (1) 金融資産 = 現預金等 + 投資有価証券 - 関連会社株式
 出典: 適時開示資料等

東洋水産の株主総利回りは競合を大きく下回っている

株主還元

自社株買いも含めた総還元性向の推移と比較



主要な食品会社: 山崎製パン (2212.T)、カルビー (2229.T)、ヤクルト本社(2267.T)、明治ホールディングス(2269.T)、アサヒグループホールディングス(2502.T)、麒麟ホールディングス (2503.T)、サントリー食品(2587.T)、キッコーマン(2801.T)、味の素 (2802.T)、キューピー(2809.T)、ハウス食品 (2810.T)、ニチレイ(2871.T)、日清食品(2897.T)、JT (2914.T)
出典: 適時開示資料等, LSEG Datastream

有力アナリストも同様の見方



Alliance Bernstein 03/05/2024:

私たちの見解では、味の素と日清食品の経営陣は、最も強力に株主利益最大化に焦点を当てた変革を推進しています。味の素は積極的に低採算事業からの撤退を進め、日清食品は明確な海外事業成長計画、持ち合い株式保有の削減、ならびに自己株式取得を通じてリターン最大化を追求しています。



Credit Suisse 10/18/2022:

東洋水産は強力な海外事業を持ちながらも、食品業界平均と比べて頻繁に割安な株価で取引されています。これは、バランスシートの管理を適切に行っておらず、余剰資金を効率的に活用していないこと、低採算事業の評価と見直しを含む事業ポートフォリオ管理に関する意識が限定的であることが理由と考えられます。



UBS 03/22/2019:

中長期的には、現金をどのように活用するかが企業の課題となります。経営陣や従業員の両方にインセンティブ制度を導入することが企業が中長期的に事業価値を向上させるための重要な点になるでしょう。たとえば、自己株式をボーナスに活用することを積極的に行うなどの方法です。



私たちの株主提案

NHGGPの2024年6月定時株主総会における株主提案

提案議案#1: 配当性向の40%への引き上げ

提案議案#2: 総額200億円の自己株式取得

提案議案#3: 取締役への株式報酬制度の導入

提案議案#4: 資本コストの開示

提案議案#1: 配当性向の40%への引き上げ

✗ 当社の配当性向の水準

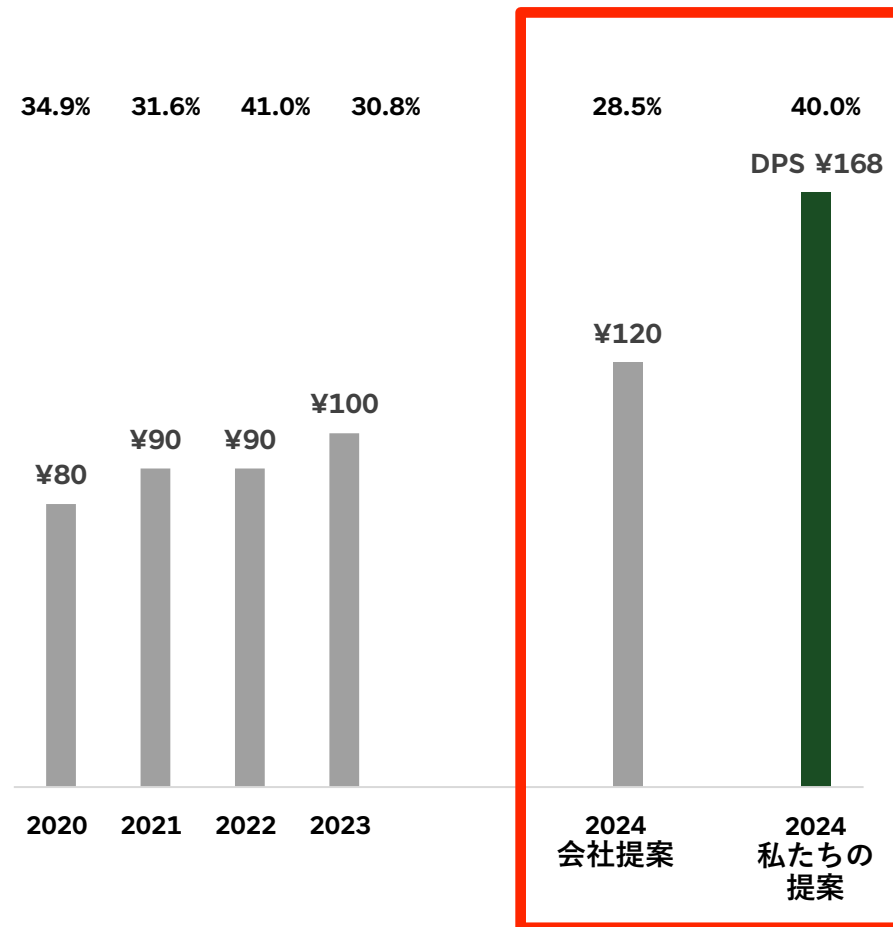
- 過去の当社の配当性向は30%程度であり、競合や株式市場の標準的な水準を大きく下回っています。
- 現預金が過去最高水準に積み上がっているなかで、このような低水準の配当性向は正当化できないと考えます。

✓ 私たちの提案

- 配当性向を40%へ引き上げ、競合の水準とあわせるものです。
- 私たちの提案による配当増加額は2023年12月末時点で当社が保有していた金融資産の僅か1.9%に過ぎず、当社の事業成長に向けた投資を何ら妨げるものではありません。

一株当たり配当額の実績と私たちの株主提案

配当性向 34.9% 31.6% 41.0% 30.8%



出典: 適時開示資料等、NHGGPによる調査

提案議案#2: 総額200億円の自己株式の取得

✗ 過去17年にわたり意味ある規模の自己株式取得が実施されていません

- 当社の現預金や自己資本の水準は、過剰にキャッシュリッチ、過剰な内部留保と一般的に判断される水準すら大きく上回る水準にあります。
- 類似会社は、現預金の保有水準をコントロールしており、適宜、自己株式の取得も実施しています。
- 例えば、日清食品は過去10年で発行済株式総数の8%に相当する自己株式取得を実施しながら、その期間に大幅な事業成長も実現しています。

✓ 私たちの提案

- 総額200億円ないし発行済株式総数の**約2%に相当する自己株式の取得**を提案するもので、日清食品が2022年に実施した発行済株式総数の1.8%相当の自己株式取得と同水準にあたります。
- 総額200億円の自己株式取得は2023年12月末時点の当社自己資本の4.6%にしか相当せず、当社の資本健全性を何ら毀損するものではありません。

自己株式取得のメリット

適切な資本配分

- 資本配分の意思決定は、各事業への投資を含め異なる資本の用途について基本的に期待される利益に基づいてなされるべきです。
- 自己株式の取得は、資本コストの包括的な見直し（提案議案#4）に向けた第一歩。

価値創出

- 割安な価格で自己株式を取得することは、預金や有価証券に現金を振り向けるよりも株式価値向上へつながります。
- 発行済株式数の減少はEPS（一株当たり純利益）を向上させます。

株主への意識

- 総還元性向（TSR）の競合や海外類似企業と同水準へ引き上げ。
- 会社がディスカウントされた株式価値評価の是正への積極的な意志を示すシグナル効果。

提案議案 #3: 取締役に対する株式報酬制度の導入

✗ 業績に連動しない固定給が役員（経営陣）報酬の大部分を占めている

- 社内取締役の報酬総額の**85%を固定給が占め**、15%のみが賞与となっています。
- **賞与は裁量：前年の支給実績と連動**しており、個人や事業の成果との明確な連動は見受けられません。
- **株式報酬制度は不在**、現金報酬のみとなっています。

✓ 私たちの提案

- 総支給額の40%を業績連動報酬とし、業績連動報酬のうち5割を株式報酬（総支給額の20%に相当）とするものです。
- 提案する水準は日本の大手企業・上場会社の標準的な水準と同水準です。
- 毎年の経営陣の評価は年功基準ではなく価値創造への貢献に対して報いるようにすべきです。
- **経営陣と株主が長期的な企業価値創造のパートナーとして利益を共有**するための報酬制度の導入を提案するものです。

業績連動報酬の割合は40%

株式報酬は現在では一般的

政府や機関投資家も業績連動報酬や株式報酬への移行を後押し

標準的な慣行

- 2023年のTOPIX500主要企業の平均的業績連動報酬割合は40%以上となっています。
- 私たちの提案は当社報酬制度を類似日本上場企業の標準的な報酬体系と同レベルに修正するものです。

- 日本経済団体連合会によれば2023年10月時点で上場企業の60%が株式報酬制度を導入しています。
- 主要上場企業における総支給額に占める株式報酬の割合は15~30%です。

- 経済産業省は長期的インセンティブ報酬割合をグローバル標準水準である40~50%へすることを推奨しています。
- 機関投資家の株主総会議決権行使ガイドライン: 「業績連動報酬と株式報酬制度が望ましい」

出典: 適時開示資料等, 経済産業省, 日本経済団体連合会, 国内各社機関投資家議決権投資基準

提案議案 #4: 資本コストの開示

✗ 非中核事業においてはその資本コストを上回る十分な資本収益率をあげているようには見受けられません。

- なぜ非常に大きな金額の設備投資が資本収益率の低い非中核事業に振り向けられているのか、株主に明確な説明がなされていません。
- 世界的な競争力を持つ海外即席麺事業の成長のために向けることのできる1,050億円もの資本が、なぜ非中核事業に振り向けられているのか、株主に明確な説明がなされていません。

✓ 私たちの提案

- 非中核事業への継続した資本投下の合理性について、経営陣と株主の間の議論を促進し、またその議論に役立つ情報の共有を目的としています。
- 本議案は資本コストの開示に関する東京証券取引所の要請①に即したものです。

東京証券取引所の推奨内容

投資者の視点から資本コストを把握

- 自社で認識している資本コストの水準に併せて、算出に用いたモデル・パラメータを開示すべき。
- 株主の期待する自社の資本コスト水準について説明会や面談を通じて認識すべき。

最低限の推奨基準の達成では不十分

- 単に足元のPBRが1倍を超えているか、ROEが8%を超えているか、というだけでは十分ではない。
- セグメント別に資本収益性を投資者の視点を踏まえて多面的に分析・評価することが期待される。

バランスシートが効率的な状態となっているか点検

- 自社のバランスシートが効果的に価値創造に寄与する内容となっているか、定期的に点検を行うことが期待される。
- 事業運営や成長投資を進めていくにあたり過剰な現預金を抱えていないかといった点について点検を行うことが考えられる。

注:(1) 東京証券取引所 “投資者の視点を踏まえた「資本コストや株価を意識した経営」のポイントと事例” 2024年2月1日

日本の主要な運用会社の議決権行使基準（抄）

議決権行使基準・判断材料

東洋水産への適用・解釈

余剰資金の
取り扱い
及び
株主還元

三井住友トラスト・アセットマネジメント⁽¹⁾：

“ 総資産に対する **ネットキャッシュ（現預金＋短期有価証券－借入金等）の比率が30%以上**の企業において、配当基準を満たさない場合は会社側の剰余金処分・株主還元議案に **原則として反対**。

三井住友DSアセットマネジメント⁽²⁾：

“ **内部留保過剰等キャッシュリッチの状況下で株主総還元性向が50%程度より低い場合**、企業価値向上に資することが合理的に説明されていない場合は会社側の剰余金処分・株主還元議案に **原則として反対**。

野村アセットマネジメント⁽³⁾：

“ 剰余金処分に係わる議案については、**直近2期連続で株主資本比率50%以上、ネット金融資産の売上高に対する比率30%以上、同対総資産比率30%以上のいずれにも該当し**、かつ直近期のROEが10%未満の場合は、株主還元率が50%以上の場合を除き、原則として反対する。

- 2023年12月末時点のネット金融資産は総資産の48%に達しており、2024年3月期の売上高（会社計画）の56%に相当している。
- 株主資本比率は79%にも上る。
- 株主還元性向はわずか30%近傍に留まってきた。
- 強みである即席麺事業への投下資本からの力強い収益性が、適切な資本配分がなされているかという問題を覆い隠してしまい、結果として東洋水産がこれらの判断基準をすり抜ける助けとなってしまっている。

注：(1) 三井住友トラスト・アセットマネジメント：責任ある機関投資家としての議決権行使（国内株式）の考え方（2023年12月）

：(2) 三井住友DSアセットマネジメント：議決権行使判断基準（2024年1月）

：(3) 野村アセットマネジメント：日本企業に対する議決権行使基準（2023年11月）

日本の主要な運用会社の議決権行使基準（抄）

議決権行使基準・判断材料

東洋水産への適用・解釈

取締役の
株式報酬

明治安田アセットマネジメント⁽¹⁾：

“ 企業の持続的成長と中長期的な企業価値の向上を担う経営者の報酬制度は、業績連動報酬や株式報酬など長期的な業績に連動した合理的なものであることが望ましい。

アセットマネジメントOne⁽²⁾：

“ 企業の持続的成長と中長期的な企業価値の向上を担う取締役の報酬には、中長期的な株主利益の最大化を目指す上で、業績連動報酬や株式報酬が含まれることが望ましい。

三井住友トラスト・アセットマネジメント⁽³⁾：

“ 取締役会は、資本コストや株式市場における評価を意識した経営の実現に向けた対応をすべき。また、評価向上に向けた方針や具体的な取り組みと目標、その進捗状況などを必要に応じてPBRやROE等の具体的指標も活用しつつ開示することが望ましい。

資本コスト
への意識

取締役の報酬制度は、長期的な企業業績に連動したものであるべきで、東洋水産のように「各取締役の従来に支給した役員賞与の額その他諸般の事情に基づいて決定」するべきではない。

資本コストを意識して各事業を経営し、経営陣自らその具体的な方針や進捗、評価を行い、株主に対して開示を行っていくことは現在の日本のコーポレートガバナンスの標準に沿った運用である。

注：(1)明治安田アセットマネジメント：国内株式議決権行使指図ガイドライン（2024年4月）

：(2)アセットマネジメントOne：国内株式の議決権行使に関するガイドラインおよび議案判断基準（2024年4月）

：(3)三井住友トラスト・アセットマネジメント：責任ある機関投資家としての議決権行使（国内株式）の考え方（2023年12月）

議決権行使助言機関および海外投資家の議決権行使の視点（抄）

グラスルイス(議決権行使助言会社) 2024年議決権行使助言方針（日本株式） 剰余金の処分について:

“(前略)低い資本効率と低い株主還元率に対する批判も高まっている。貸借対照表上の過剰な現金保有、過剰な株式の持ち合い、低ROE、その他の資本配分問題等が、不十分な資本効率と株主還元につながっている。グラス・ルイスは、株主は、投資から安定した配当以上のものを期待すべきだと考える。一般的に、投資家は、潜在的な事業の成長や利点から利益を得るために、企業の普通株式を購入する。事業発展と拡大のために資金を投じる計画や、資本金不足による追加資本の必要性がある場合を除き、企業の業績が好調な場合、株主は、通常よりも多くの配当金を期待するものである。”

ブラックロック 2024年議決権行使に関するガイドライン（日本株式） 資本政策に関する議案について:

“適切な資金使途に関する合理的な説明がなされずに必要以上の余剰資金を有している場合や、過度な持ち合い株式および政策保有株式を有していると考えられる場合、株主還元状況や投資計画等の財務戦略を勘案し、配当水準が過少である場合は反対する。”

“(自己株取得については) 過大でなく理由が明確であれば賛成する。(中略) 会社に適切な事業計画がなく、内部留保を積み増している場合には、積極的な自己株式を促す株主提案に賛成することがある。”

ブラックロック 2024年議決権行使に関するガイドライン（日本株式） 株主提案について:

“株主提案が対処すべき問題に焦点を当て、且つ提案の履行が投資先企業の長期的な価値 創造に寄与すると考える場合、投資先企業が当該提案の趣旨に合致した対応を実施しているか、当該企業の取締役会および経営陣を精査する。当社による精査および当該企業との対話を通じて、企業の当該問題に対する対応に改善の余地があると判断される場合、長期的な価値創造に寄与する株主提案を支持する。また、取締役会が十分にまたは緊急性をもって適切に当該問題に対処していないと判断される場合、取締役選任議案に反対することも検討する。”

一般のお問い合わせ:

E: info@nhggp.com

日本のメディア様向け窓口:

Ashton Consulting Limited

P: +81 (0)3-5425-7220

E: nhggp@ashton.jp

海外のメディア様向け窓口:

Longacre Square Partners

E: nhggp@longacresquare.com



APPENDIX

NHGGPによる東洋水産経営陣との対話の試み

- 過去1年間に、NHGGPは東洋水産の投資家向けIR担当者と複数回面談を行いました。その面談を通じてIR担当チームは優秀で対応も迅速であることが確認できた一方、当社は経営陣と株主との個別面談は一般的に行わない方針であることを知りました。
- 2023年9月以降、NHGGPは建設的な対話と相互理解のために再三にわたり経営陣との面談を要請してきました。これは東京証券取引所や一般的な市場慣行から推奨される規範に沿ったものです。しかしながら、私たちの要請は、会社の方針で行わないとの理由で謝絶されてきました。
- 株主提案提出前の2024年3月、NHGGPより代表取締役社長の住本氏ならびに取締役会へ書簡を送付しました。書簡では、NHGGPは次回第76回定時株主総会にて株主提案を行う予定である旨を伝え、株主提案の当社とそのステークホルダーにとっての重要性に鑑み、住本社長と提案内容について議論する面談の設定を依頼しました。依頼は会社により改めて謝絶されました。
- 2024年4月、NHGGPより株主提案提出後、私たちの対外的な広報活動開始前に、提案内容についてより詳細に協議するための面談設定を再度依頼しましたが、現時点において東洋水産より回答は得られていません。

類似会社のバリュエーション

証券コード	市場価値		バリュエーション				収益率				
	時価総額 (現地通貨) (単位：百万)	企業価値 (現地通貨) (単位：百万)	EV/ EBITDA 倍率	PER 株価収益率	PBR	配当利回り	ROE	ROA	EBITDA マージン	当期利益率	
日本企業											
東洋水産	2875.T	1,020,106	819,433	9.8 x	17.7 x	2.0 x	1.3%	11.7%	9.2%	16.8%	10.7%
日清食品	2897.T	1,307,473	1,275,671	10.6 x	21.0 x	2.6 x	1.6%	13.0%	7.8%	15.4%	8.1%
キッコーマン	2801.T	1,882,121	1,824,824	17.4 x	32.4 x	3.8 x	1.0%	12.4%	9.1%	14.4%	8.2%
味の素	2802.T	2,934,613	3,286,081	13.0 x	27.0 x	3.5 x	1.3%	12.2%	5.7%	15.6%	7.0%
ニチレイ	2871.T	524,772	621,237	9.5 x	18.5 x	1.9 x	1.9%	10.5%	5.0%	9.4%	3.9%
平均				12.0 x	23.3 x	2.8 x	1.4%	10.9%	9.3%	13.5%	7.0%
海外企業											
キャンベルスープ	CPB	13,450	18,101	9.2 x	14.0 x	2.7 x	3.3%	20.6%	6.4%	19.2%	9.0%
コナグラ・ブランズ	CAG	14,868	23,537	9.6 x	11.5 x	1.5 x	4.5%	10.6%	4.3%	19.6%	10.4%
ジェネラルミルズ	GIS	40,179	52,359	12.1 x	14.9 x	3.9 x	3.3%	26.0%	8.2%	20.9%	13.0%
ハーシー	HSY	38,051	42,774	13.7 x	19.4 x	7.3 x	2.9%	50.3%	16.3%	26.7%	17.1%
ケラノバ	K	19,753	26,199	11.3 x	16.3 x	4.1 x	3.9%	26.7%	5.6%	17.5%	9.5%
ペプシコ	PEP.O	242,595	280,256	15.2 x	21.6 x	11.4 x	2.9%	50.9%	9.5%	19.0%	11.8%
コカ・コーラ	KO	261,043	292,345	19.4 x	21.5 x	9.6 x	3.2%	42.8%	11.3%	32.9%	26.6%
モンデリーズ	MDLZ.O	93,365	111,821	14.4 x	19.7 x	3.3 x	2.4%	18.0%	7.0%	20.0%	12.5%
マコーミック	MKC	69,294	75,291	13.3 x	19.1 x	--	0.5%	--	4.6%	1.7%	1.0%
ネスレ	NESN.S	251,834	301,223	15.2 x	18.7 x	6.8 x	3.2%	28.8%	8.6%	21.0%	12.8%
ユニリーバ	ULVR.L	96,448	138,315	11.5 x	16.4 x	5.8 x	3.8%	34.9%	8.5%	19.8%	10.6%
平均				13.2 x	17.6 x	5.6 x	3.1%	29.1%	10.9%	20.7%	12.0%

出典： Bloomberg コンセンサス予想（海外企業は2024年12月期予想、日本企業は2025年3月期予想を採用）、2024年4月22日時点

リートの高い市場評価

REFRIGERATED WAREHOUSE

投資法人名	証券コード	時価総額 (百万円)	企業価値 (百万円)	財務レバレッジ		バリュエーション		収益率		
				LTV	有利子負債 EBITDA 比率	EV/ EBITDA 倍率	配当利回り	EBITDA (NOI) マージン	ROA	総資産に対する 配当率
物流リート										
産業ファンド投資法人	3249.T	351,031	563,314	49.0%	10.7 x	28.5 x	5.0%	55.2%	3.5%	3.1%
SOSiLA物流リート投資法人	2979.T	81,626	143,646	42.5%	12.1 x	28.1 x	3.9%	63.8%	2.5%	2.3%
GLP投資法人	3281.T	573,524	970,084	44.2%	10.2 x	24.9 x	4.4%	71.7%	3.4%	3.1%
日本プロロジスリート投資法人	3283.T	683,039	1,016,339	37.8%	8.3 x	25.4 x	3.2%	67.4%	2.9%	2.7%
ラサールロジポート投資法人	3466.T	271,420	442,440	42.1%	11.9 x	30.8 x	3.5%	64.6%	2.8%	2.6%
三井不動産ロジスティクスパーク投資法人	3471.T	253,232	388,432	38.6%	9.1 x	26.2 x	3.3%	66.0%	2.6%	2.4%
三菱地所物流リート投資法人	3481.T	179,996	283,180	38.0%	10.1 x	27.8 x	3.5%	69.6%	2.8%	2.5%
CREロジスティクスファンド投資法人	3487.T	87,752	158,781	44.1%	11.3 x	25.3 x	4.5%	71.6%	3.0%	2.6%
アドバンス・ロジスティクス投資法人	3493.T	76,342	133,762	42.4%	10.0 x	23.3 x	4.4%	74.5%	2.9%	2.6%
日本ロジスティクスファンド投資法人	8967.T	237,980	357,680	43.5%	8.3 x	24.8 x	3.8%	71.0%	3.8%	3.5%
平均				42.2%	10.2 x	26.5 x	3.9%	67.5%	3.0%	2.8%
総合リート										
エスコンジェパブリックリート投資法人	2971.T	40,019	73,110	43.8%	9.1 x	20.0 x	6.8%	72.4%	4.3%	4.0%
東海道リート投資法人	2989.T	33,102	49,452	32.7%	8.6 x	26.1 x	5.2%	68.7%	3.2%	3.2%
アクティバ・アパルトメント投資法人	3279.T	293,715	559,565	46.7%	11.9 x	25.0 x	5.0%	64.2%	3.4%	2.8%
ビューリックリート投資法人	3295.T	205,632	385,748	44.8%	12.7 x	27.2 x	4.7%	64.7%	2.9%	2.5%
日本リート投資法人	3296.T	147,802	280,422	48.2%	12.2 x	25.7 x	5.0%	62.6%	3.2%	2.8%
積水ハウス・リート投資法人	3309.T	323,792	581,034	45.2%	12.2 x	27.5 x	4.6%	66.3%	2.8%	2.9%
トーセイ・リート投資法人	3451.T	50,746	92,046	47.7%	9.9 x	22.2 x	5.1%	59.3%	3.8%	3.1%
野村不動産マスターファンド投資法人	3462.T	645,039	1,166,416	43.7%	11.2 x	25.1 x	4.6%	55.6%	2.9%	2.6%
スターアジア不動産投資法人	3468.T	128,325	225,165	46.3%	11.4 x	26.6 x	5.0%	63.0%	3.3%	2.8%
ザイマックス・リート投資法人	3488.T	27,886	47,601	40.9%	9.3 x	22.4 x	5.4%	64.1%	3.7%	3.3%
タカラレーベン不動産投資法人	3492.T	74,017	141,167	47.1%	12.5 x	26.3 x	5.3%	71.6%	3.1%	2.6%
NTT都市開発リート投資法人	8956.T	170,138	292,288	44.4%	8.7 x	20.8 x	5.3%	57.4%	4.0%	3.3%
東急リアル・エステート投資法人	8957.T	154,754	259,254	43.3%	7.6 x	18.7 x	4.8%	68.3%	5.0%	3.2%
ユナイテッド・アーバン投資法人	8960.T	441,239	765,092	44.5%	10.6 x	25.1 x	4.4%	60.4%	3.1%	2.8%
平和不動産リート投資法人	8966.T	150,181	262,718	46.7%	10.7 x	24.9 x	4.6%	63.1%	3.5%	3.1%
阪急阪神リート投資法人	8977.T	92,740	173,064	45.6%	11.7 x	25.2 x	4.4%	58.5%	2.8%	2.4%
大和ハウスリート投資法人	8984.T	548,680	956,230	42.5%	11.0 x	25.9 x	4.3%	62.1%	2.7%	3.9%
Average				44.4%	10.7 x	24.4 x	5.0%	63.7%	3.4%	3.0%

出典：LSEG Datastream、適時開示資料等、2024年4月19日時点

東洋水産の冷蔵倉庫の一覧

冷蔵事業

地域	倉庫名	庫腹 (トン)	登記情報			
			土地面積 (平米)	建物面積 (平米)	竣工年	所有区分
北海道	札幌第三	20,511	9,968	12,193	1989/10	当社
	石狩	62,333	115,000	19,587	1994/03	当社
	石狩新港	43,575	34,356	17,384	2020/04	当社
東北	宮城東洋	8,800	6,513	10,259	1984/04	当社グループ
	城北東洋	16,069	16,721	18,090	1990/02	当社グループ
関東・首都圏	埼玉東洋	35,398	23,338	14,406	2019/01	当社グループ
	大井埠頭	20,639	5,000	14,566	2005/02	当社
	城南島	16,883	4,500	13,027	1992/02	当社
	平和島	8,653	未詳	未詳	未詳	賃貸
	東扇島第一	63,034	7,558	18,878	1991/03	当社
	東扇島第二	40,504	12,528	33,463	1997/03	当社
	東扇島第三	38,800	10,000	未詳	未詳	賃貸
	湘南東洋	16,000	10,287	15,446	1995/01	当社グループ
	スルガ東洋	23,724	15,308	18,428	1989/06	当社グループ
中部	名古屋	12,800	6,613	11,392	1986/09	当社
	中部物流センター	32,000	16,528	13,454	2009/09	当社
関西	舞洲	43,000	13,205	28,937	1998/03	当社
	神戸物流センター	38,722	16,858	未詳	未詳	当社
九州	福岡	25,144	16,540	未詳	未詳	当社
	福岡アイランドシティ物流センター	24,973	18,901	19,561	2016/02	当社
	佐賀	33,960	8,147	未詳	未詳	当社
	伊万里東洋	14,600	34,139	4,693	2000/09	当社グループ

出典: 適時開示資料等、登記簿情報、NHGGPによる調査