

日邦産業株式会社に対する株主提案に関して (説明資料)

2024年6月2日
Global ESG Strategy

- Swiss-Asia Financial Services Pte Ltd（以下「SAFS」）の運営ファンドであるGlobal ESG Strategy（以下「GES」）は2023年より東証スタンダード上場の日邦産業株式会社（以下「日邦産業」又は「日邦」）（証券コード：9913）に対する投資を開始し、同社へのエンゲージメントを継続してまいりました。
- 日邦産業は専門商社を出自としながら近年は自動車向け部品等のメーカー機能を強化し、利益率の向上を達成しています。その一方で「株価を意識した経営」「資本コスト・資本効率を意識した経営」が徹底されておらず、バランスシートには過剰な純資産及びネットキャッシュが蓄積され、IR活動の不足もあり同社の株価は非常に低位にとどまっています。
- GESによるエンゲージメントも踏まえ、2024年3月25日に「中期経営計画2025の一部改訂」（改訂中期経営計画）を発表し、従前に比して積極的な株主還元と成長投資を公表するに至ったことは高く評価させて頂いています。しかし、その内容は同社のバランスシートに蓄積された純資産及びネットキャッシュを十分効率的に活用する計画とはなっていません。
- かかる日邦産業のおかれた現状に鑑み、GESは日邦産業のあらゆるステークホルダーに資する企業価値及び株主価値の最大化のため、2024年6月開催予定の定時株主総会に、資本効率の改善、不必要な買収防衛策の廃止、及び株主との対話の促進を目的とした以下の4つの株主提案（以下「本提案」）を提出しました。

目的	本提案	議案
資本効率の向上	議案1	剰余金処分の件
	議案2	定款の一部変更の件（剰余金の配当方針について）
ガバナンスの向上と 経営判断の透明性向上	議案3	定款の一部変更の件（買収防衛策の廃止）
	議案4	定款の一部変更の件（取締役による株主との面談対応について）

- しかしながら、日邦産業は2024年5月21日に、本提案に対する同社取締役会意見を開示し、全提案議案に反対である旨公表しています。GESはいずれの議案も日邦産業の企業価値及び株式価値の最大化に資するものとして定時株主総会において全株主の皆様の賛否を問うものがあります。

■ Global ESG Strategyについて



ESGの観点から中長期的な投資

Global ESG Strategy (GES) は、スイスアジア・フィナンシャル・サービシーズの運営ファンドです。

GESは、投資先の企業に対して、ESG（Environment（環境）、Social（社会）及びGovernance（ガバナンス））の観点から中長期的な投資を行う投資方針を採用している機関投資家であり、投資先との建設的な対話等を通じて、投資先の企業価値・株主価値の向上を実現することを後押ししていくことを方針としています。

**SAFSの運営するファンドは、
現在日邦産業の議決権比率の約11%を保有しています。**

Global ESG Strategyについてはこちら：

https://prtmes.jp/main/html/searchrlp/company_id/135781

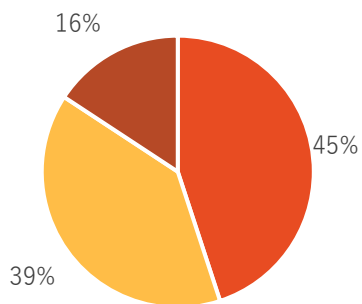


日邦産業株式会社（日邦産業） 東証スタンダード 9913

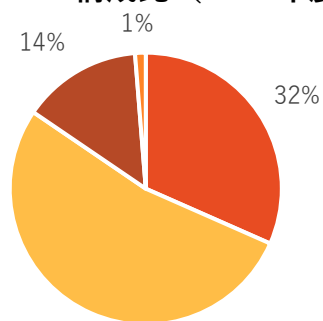
- 事業展開：自社生産も展開するユニークな独立系電子部品商社。
- エレクトロニクス、自動車、精密機器や医療機器向け。

- 日邦産業は、電子部品を取り扱う独立系専門商社であったものの、近年は自動車、精密機器向けでは自社生産・販売を展開し、純粋な商社の平均的な利益率を上回るEBITDAマージン8.0%、営業利益率4.6%（2024年3月期）を実現しています
- 2019年3月期に23.5億円であったEBITDAはコロナ禍以降マージンを拡大し33.6億円まで増加
- 一方でネットキャッシュと純資産も急速に増加

売上高構成比（2023年度）



EBITDA構成比（2023年度）



■ エレクトロニクス ■ モビリティ ■ 医療・精密機器 ■ その他

出典：会社開示資料

(百万円)	'19年3月	'20年3月	'21年3月	'22年3月	'23年3月	'24年3月	'25年3月 会社予想
売上高	44,479	43,494	39,985	35,491	38,886	41,922	42,000
成長率	1.6%	(2.2%)	(8.1%)	(11.2%)	9.6%	7.8%	0.2%
EBITDA	2,350	2,663	2,012	2,573	3,152	3,362	3,394
利益率	5.3%	6.1%	5.0%	7.2%	8.1%	8.0%	8.1%
営業利益	646	1,274	635	1,342	1,912	1,918	1,950
利益率	1.5%	2.9%	1.6%	3.8%	4.9%	4.6%	4.6%
当期純利益	(1,029)	550	12	1,031	1,269	1,457	1,380
利益率	(2.3%)	1.3%	0.0%	2.9%	3.3%	3.5%	3.3%
ネットキャッシュ	(3,378)	(2,289)	(1,570)	(232)	616	2,890	-
対総資産比率	(11.5%)	(8.3%)	(6.4%)	(0.9%)	2.1%	9.4%	-
純資産	9,374	9,812	8,995	10,363	12,529	14,791	-
純資産比率	32%	36%	36%	40%	44%	48%	-

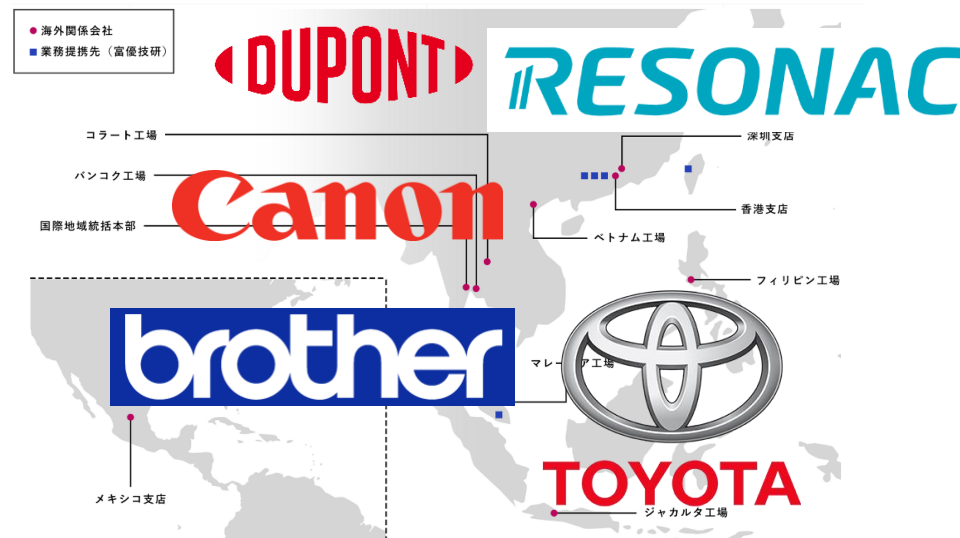
日邦産業の国内外拠点と顧客基盤

- 日邦産業は国内及びアジアにおいて多くの製造・販売拠点を有し、極めて優良な顧客・取引先を擁しています
- 不採算拠点であった中国及びメキシコについては近年撤退済みであり、単なる商社から製造・加工を加えて利益率を高める取り組みが功を奏しています

国内拠点



海外拠点

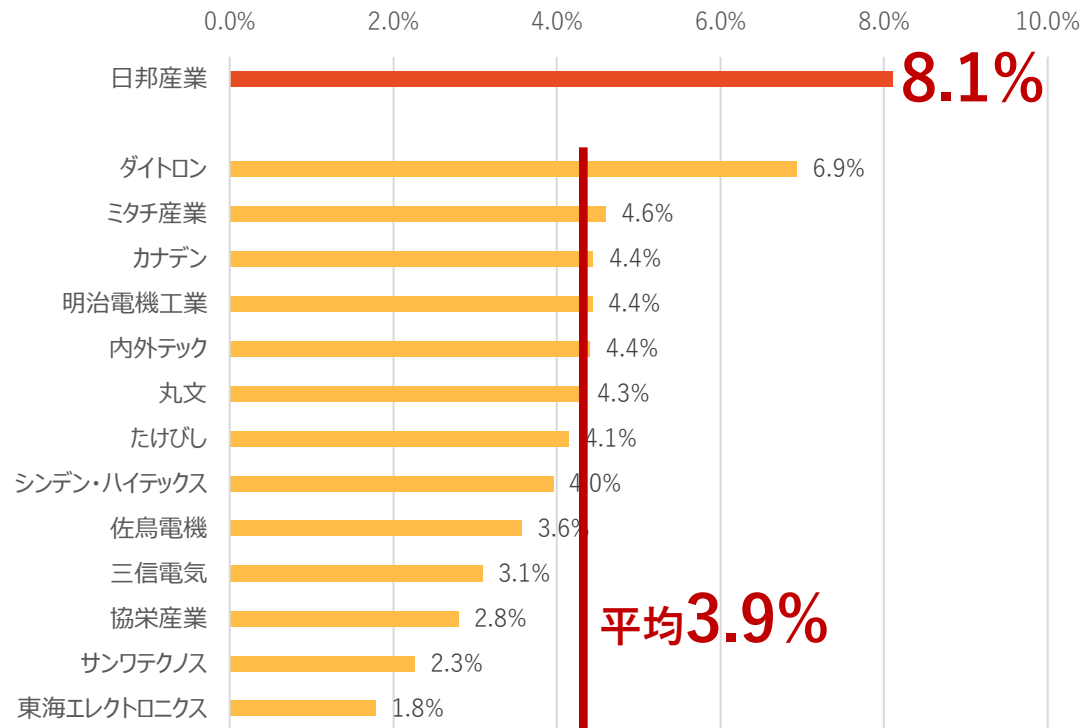


- エレクトロニクス事業ではレゾナック（旧昭和電工マテリアルズ及び日立化成）からドライフィルムを仕入れ、日系の電子部品メーカーへ納入
- モビリティ事業ではトヨタグループを中心に試作品開発から携わり強固な取引関係を構築
- 医療・精密機器事業では既存のプリンター向け事業においてキヤノンやブラザーと言ったトップ企業と取引を有するほか、成長を見込む医療事業において国内医療品メーカーとの取引拡大を模索中

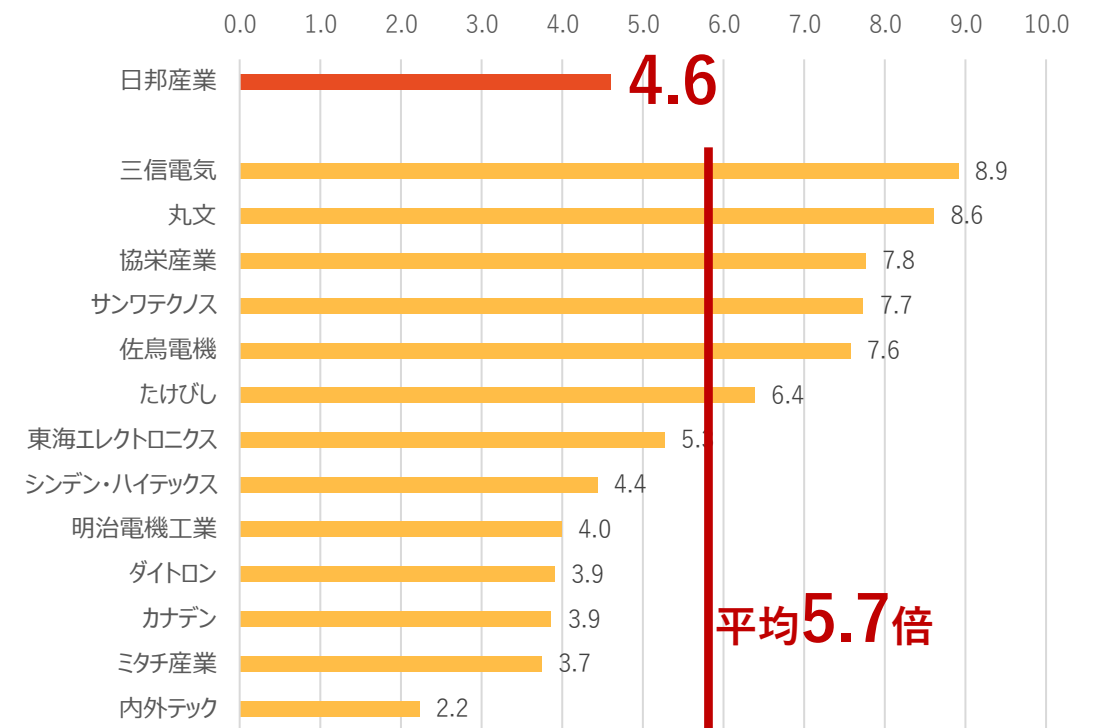
日邦産業の課題：利益率に比して低い株価評価

- 日邦産業はメーカー機能を有することで付加価値の提供に成功しており、電子部品・半導体等を扱う純粋な専門商社を上回る利益率を実現しています。
- しかしながらその利益率の高さや事業構成の周知にかかるIR活動不足や、バランスシートに抱える多額のネットキャッシュが同社の株価評価を歪めており、EV/EBITDAマルチプルでは4.6と類似会社平均を下回っています。

EBITDAマージン（2024年度予想）

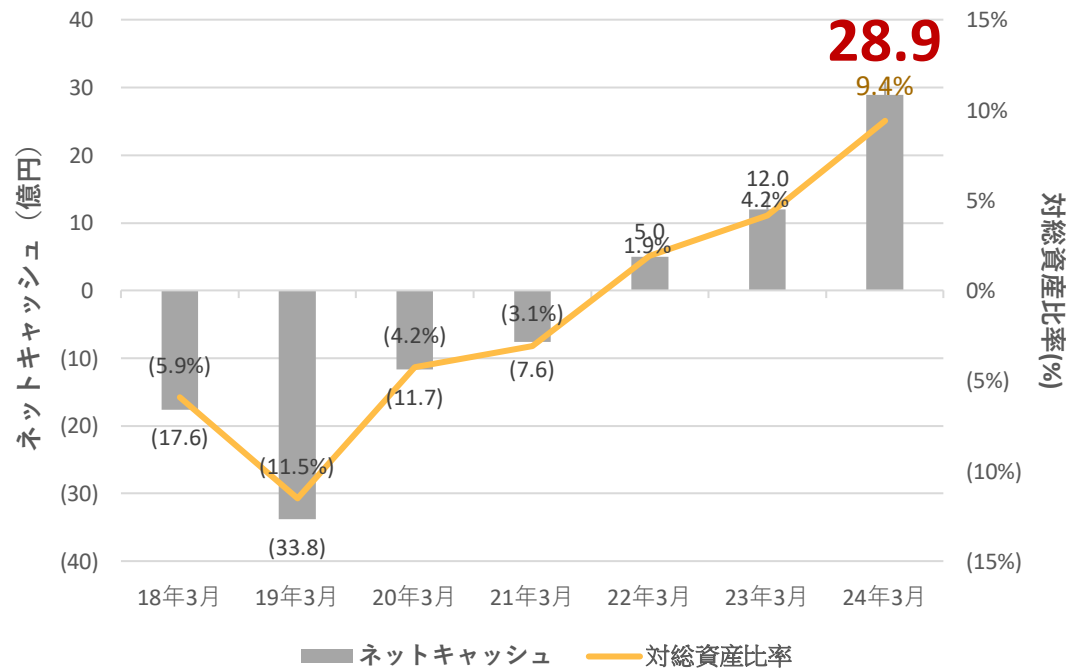


EV/EBITDAマルチプル（2024年度予想）（倍）

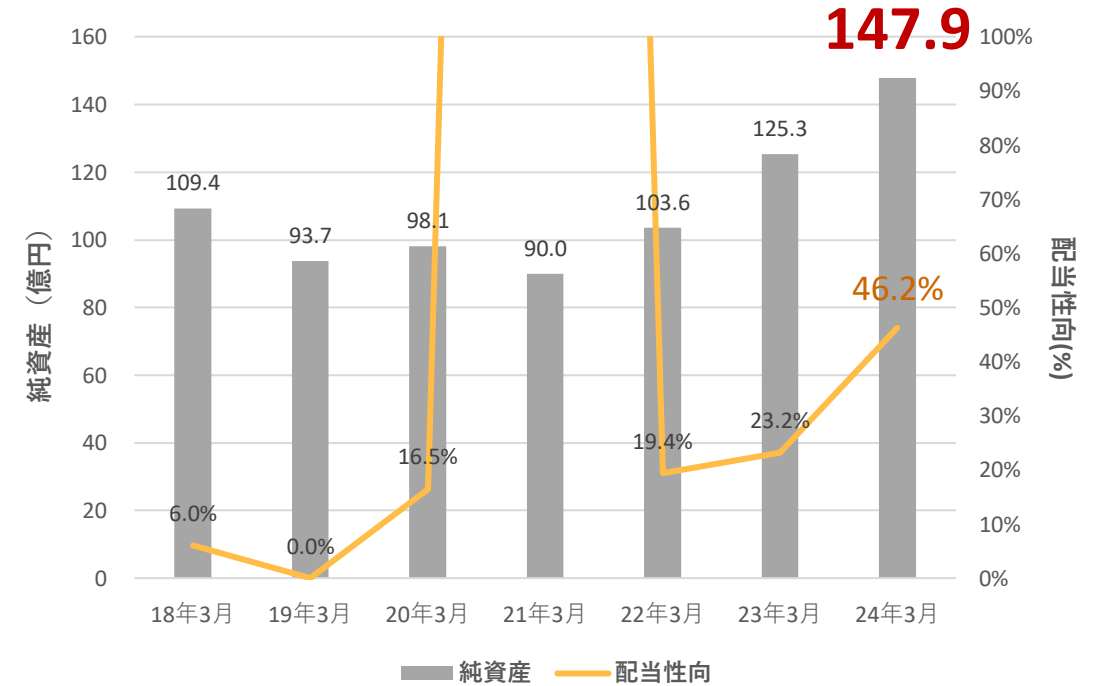


- 日邦産業はグローバルな事業展開の見直し、構造改革を経て、コロナ禍以降の2022年3月期以降バランシートはネットキャッシュポジションに転じ、その後もその蓄積が続いています。
- 株主資本も2021年3月期の90.0億円から2024年3月期には147.9億円まで1.5倍を超えるまでに蓄積が進んでいます。
- この状況は適切な成長投資に十分な資金が活用されていない状況、業績に比して十分な株主還元がなされていない状況が継続していることを示唆しています。

ネットキャッシュと対総資産比率の推移



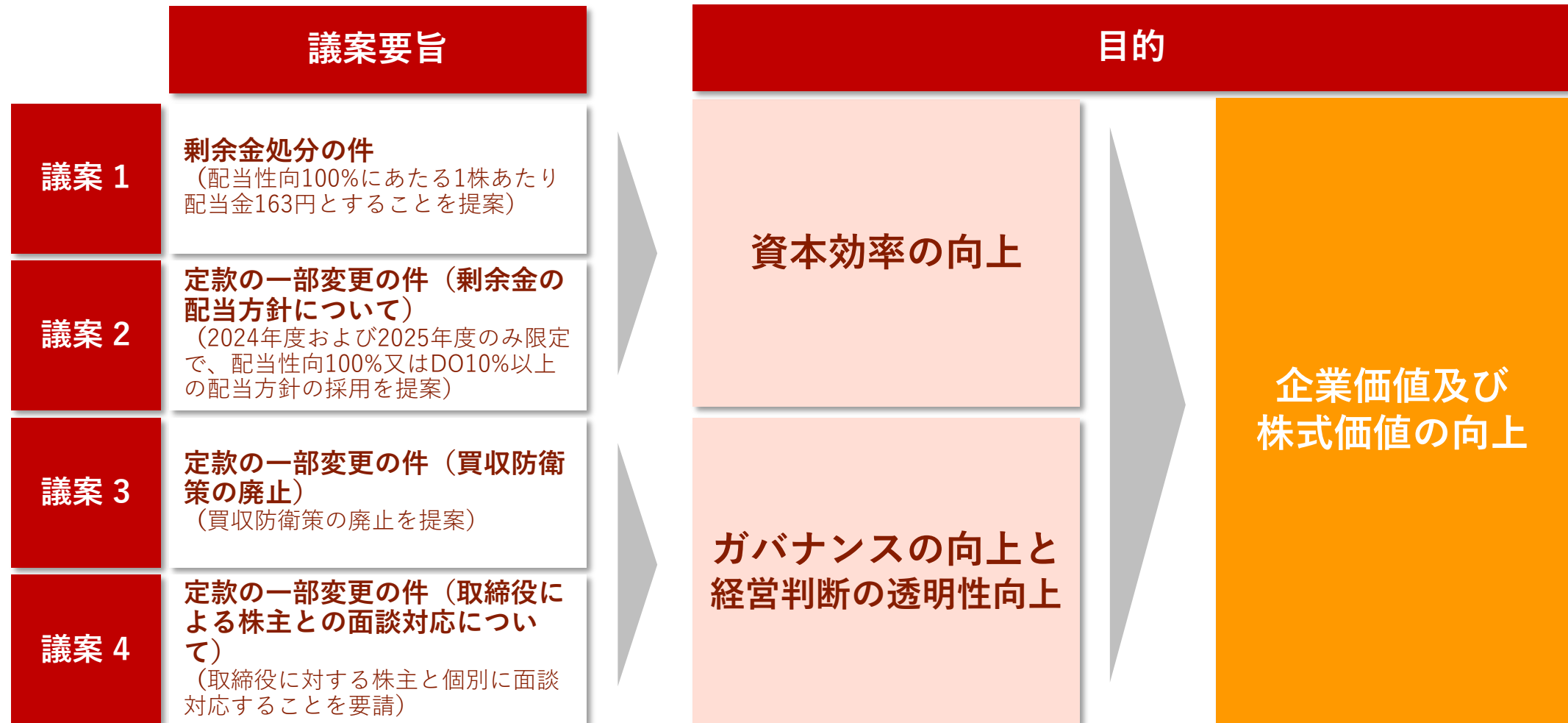
純資産と配当性向の推移



1. 資本効率の改善と 株主還元策の拡充

資本コストや資本収益性をより意識し、
株主共同の利益を最大化する株主提案





- 日邦産業が2024年3月25日に開示した改訂中期経営計画において、従来よりも成長投資を加速し、株主還元についても2023年3月期までに比してより積極的な配当政策を行っていくことを発表しました。従来よりも積極的に投資を行い、株主還元策も拡充する方針を示したことは高く評価しています。
- しかしながら、その中期経営計画の実行を前提とすると、2026年3月期時点でも若干のネットキャッシュを有し、50%を上回る株主資本比率を維持することとなると推定されます。バランスシートを十分に効率的に活用する計画とはなっていません。
- それゆえ、GESは3年間という期限を区切って、配当金の増額を行う株主提案をこの度しました。この先もずっと高配当を行うことを要求するものではなく、あくまで現在の中計期間のみの時限措置です。
 - 一株当たり163円の2023年度期末配当（議案1）
 - 2024及び2025年度について配当性向150%又はDOE10%以上の配当方針（議案2）
- GESが提案する配当方針は、同社の中長期的な成長を阻害するものではなく、決して短期的利益の最大化を志向したものではありません。GESはあくまでも同社の経営に「株価を意識した経営」を導入し、同社の資本効率を適正な水準へ引き上げることを目的として提案するものです。
- 次項以降にて財務分析の結果をご説明します。

本提案議案を採用しても、十分な財務余力を維持可能

- GESは本提案議案2において2024年度及び2025年度における配当性向100%又はDOE10%以上の配当方針を提案していますが、その配当政策を同社の改訂中期経営計画に適用した場合でも2026年3月期におけるネットデットは約64億円とEBITDAの1.85倍に留まると推定されます。返そうと思えば2-3年で返済可能な負債水準です
- 最大借入余力の目安として日邦経営陣より説明を受けた「EBITDAの5倍」を想定すると、追加借入余力は108.5億円（EBITDA3.15倍）。同社が有事の際のBCP (Business Continuity Plan)と想定する手元資金30億円を加味しても78.5億円（EBITDA2.28倍）の借入余力が残されます。
- 従って本提案の配当性向100%又はDOE10%の配当を実施しても、日邦の財務健全性が損なわれないことは明らかです。

会社方針 (百万円)	2023年度	2024年度(中計)	2025年度(中計)	本株主提案 (百万円)	2023年度	2024年度(中計)	2025年度(中計)
1株当たり配当金 (円)	74	76	78	1株当たり配当金 (円)	163	162	161
配当額 (百万円)	674	692	710	配当額 (百万円)	1,485	1,475	1,466
配当性向	46.3%	50.2%	50.0%	配当性向	101.9%	106.9%	103.2%
DOE	4.6%	4.5%	4.4%	DOE	10.0%	10.0%	10.0%
ネットキャッシュ (百万円)	2,890	(2,522)	(4,812)	ネットキャッシュ (百万円)	2,890	(3,315)	(6,369)
ネットD/E	(0.20)	0.16	0.30	ネットD/E	(0.20)	0.23	0.44
ネットキャッシュ/EBITDA	0.86	(0.74)	(1.40)	ネットキャッシュ/EBITDA	0.86	(0.98)	(1.85)
純資産比率	48.1%	50.3%	52.9%	純資産比率	48.1%	47.7%	47.7%
想定借入最大額 (百万円)	16,810	16,970	17,220	想定借入最大額 (百万円)	16,810	16,970	17,220
借入余力 (百万円)	19,700	14,448	12,408	借入余力 (百万円)	19,700	13,655	10,851
対EBITDA倍率	5.86	4.26	3.60	対EBITDA倍率	5.86	4.02	3.15
借入余力 (BCP込) (百万円)	16,700	11,448	9,408	借入余力 (BCP込) (百万円)	16,700	10,655	7,851
対EBITDA倍率	4.97	3.37	2.73	対EBITDA倍率	4.97	3.14	2.28

注: 売上高については当社の中期経営計画目標を均一な成長率で達成するものと仮定して試算し、当期純利益については法人税率30%を仮定して試算。EBITDAについては減価償却費が2022年度と同額と仮定して試算。2023年度のネットキャッシュ及び純資産については、同期において減価償却費と同額の設備投資を行うと仮定した上で、当期純利益会社予想から2023年12月末実績の3四半期累計純利益を差し引き計算。それ以降の各期のネットキャッシュ及び純資産は、毎期減価償却費と同額の設備投資を行うと仮定した上で、一期前純資産に当期純利益から配当額を差し引いた金額を加算して計算し、さらに中期経営計画に基づき2024年度に31億円の新規有利子負債調達、2024年度、2025年度において30億円ずつ成長投資を行ったと仮定して算出。純資産比率は総資産額が売上高に比例するものとして算出

極端なダウンサイドシナリオを想定しても十分な財務余力

- 加えて、中計の未達リスクについて、会社側もこれまで定量的に何ら公表していないものの、仮に中計期間中において利益が半減した場合という極端なダウンサイドシナリオで追加分析を行い、本提案の配当方針を採用したとしても、引き続き強固な財務健全性を維持することが可能です。（EBITDAの5倍のネットデットまでには十分なバッファあり）
- 日邦産業経営陣が、本株主提案の配当方針を採用すると持続的な事業運営が実現できず、財務健全性が損なわれ、ひいては企業価値が毀損すると主張するのであれば、なぜそのように考えるのかを具体的に説明すべきです。

(百万円)	2023年度	2024年度 (中計)	2025年度 (中計)
売上高	41,922	42,000	41,800
営業利益	1,918	1,950	2,000
営業利益率	4.6%	4.6%	4.8%
当期純利益	1,457	1,380	1,421
EBITDA	3,362	3,394	3,444
EBITDマージン	8.0%	8.1%	8.2%
減価償却費	1,444	1,444	1,444
追加設備投資	0	3,000	3,000

本株主提案を採用した場合の財務分析

	2023年度	2024年度 (中計)	2025年度 (中計)
純資産	14,791	14,686	14,632
配当金 (円)	163	162	161
配当性向	101.9%	106.9%	103.2%
DOE	10.0%	10.0%	10.0%
ネットデット	(2,890)	3,315	6,369
純資産比率	48.1%	47.7%	47.7%
ネットD/E	(0.20)	0.23	0.44
ネットデット/EBITDA	(0.86)	0.98	1.85

営業利益及び当期純利益半減シナリオ

(百万円)	2023年度	2024年度 (中計)	2025年度 (中計)
売上高	41,922	42,000	41,800
営業利益	1,918	975	1,000
営業利益率	4.6%	2.3%	2.4%
当期純利益	1,457	690	710
EBITDA	3,362	2,419	2,444
EBITDマージン	8.0%	5.8%	5.8%
減価償却費	1,444	1,444	1,444
追加設備投資	0	3,000	3,000

本株主提案を採用し、かつ利益半減シナリオを想定した場合の財務分析

	2023年度	2024年度 (中計)	2025年度 (中計)
純資産	14,791	13,996	13,304
配当金 (円)	163	154	147
配当性向	101.9%	203.3%	188.5%
DOE	10.0%	10.0%	10.1%
ネットデット	(2,890)	4,005	7,697
純資産比率	48.1%	45.4%	43.4%
ネットD/E	(0.20)	0.29	0.58
ネットデット/EBITDA	(0.86)	1.66	3.15

1-4

配当性向と配当利回りの関係

- 日本の上場企業の配当利回りは、**98%以上**が配当利回り**5%以下**で取引されており、日邦産業が配当を引き上げた場合にも配当利回り**3~5%**程度まで株価は上昇する可能性があります。
- 仮に**2023年度**の1株当たり配当額を本提案の**163円**と配当利回り**3%**と想定すると株価は**5,433円**まで、**2024年度**の当期純利益は減益の見通しですが、その利益を基準としても配当利回り**3%**と想定すると株価は**5,400円**まで上昇する可能性があるかと試算されます。

2023年度
(当期純利益**14.57**億円 (1株当たり利益**160**円))

		配当性向 (上段)			
		1株当たり配当額 (下段)			
		50%	102%	125%	150%
		80円	163円	200円	240円
配当利回り	6.5%	1,231	2,508	3,077	3,692
	6.0%	1,333	2,717	3,333	4,000
	5.5%	1,455	2,964	3,636	4,364
	5.0%	1,600	3,260	4,000	4,800
	4.5%	1,778	3,622	4,444	5,333
	4.0%	2,000	4,075	5,000	6,000
	3.5%	2,286	4,657	5,714	6,857
	3.0%	2,667	5,433	6,667	8,000
	2.5%	3,200	6,520	8,000	9,600

2023年度本提案

2024年度 (会社予想)
(当期純利益**13.80**億円 (1株当たり利益**152**円))

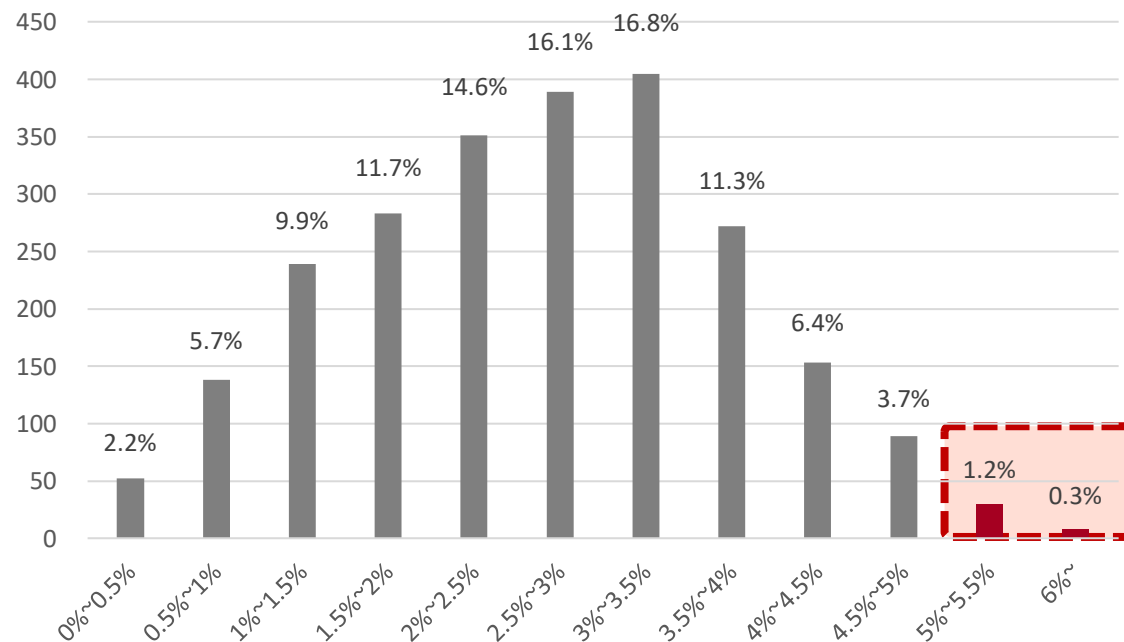
		配当性向 (上段)			
		1株当たり配当額 (下段)			
		50%	107%	125%	150%
		76円	162円	190円	228円
配当利回り	6.5%	1,169	2,492	2,923	3,508
	6.0%	1,267	2,700	3,167	3,800
	5.5%	1,382	2,945	3,455	4,145
	5.0%	1,520	3,240	3,800	4,560
	4.5%	1,689	3,600	4,222	5,067
	4.0%	1,900	4,050	4,750	5,700
	3.5%	2,171	4,629	5,429	6,514
	3.0%	2,533	5,400	6,333	7,600
	2.5%	3,040	6,480	7,600	9,120

2024年度本提案
(DOE10%)

概ね現行の株価水準

- 日本の上場企業の配当利回りは、2%~3%台を中心に分布しており、一時的な状況を除けば概ね6%を上限として取引されています。
- 仮に企業が配当を引き上げた場合には、一時的に高い配当利回りを示したのちに少なくとも5~6%程度まで株価が上昇すると見込まれます。

上場企業の配当利回り別分布



配当利回り5.5%以上の企業一覧

会社名	業界	配当利回り予想
SOMPOホールディングス	損害保険	9.7%
極東証券	証券会社	7.1%
エスケーエレクトロニクス	フォトマスク	6.0%
新家工業	単圧（鋼管）	6.0%
メイテックグループHD	人材派遣（製造業・IT等）	6.0%
東洋建設	海洋ゼネコン	5.9%
東海リース	仮設建物販売・リース	5.9%
ムゲンエステート	リノベーション	5.8%
マースグループHD	アミューズメント機器	5.8%
淀川製鋼所	単圧（鋼板）	5.7%
フェイスネットワーク	不動産投資	5.7%
有沢製作所	電子材料	5.6%
東京産業	産業用機械・機器卸	5.5%
グランディハウス	戸建住宅開発	5.5%

出典: 各社開示資料 (2024年5月16日時点)

- 株式の大量取得行為に関する法規制やコーポレートガバナンス・コードの発展及び浸透、企業買収における行動指針、買収後の企業の発展を志向した買収の主流化などの変化に伴い、買収防衛策の意義はいまや失われ、買収防衛策を導入する企業は減少しています。
- 日邦産業では、2009年に買収防衛策を廃止したにも関わらず、10年後となる2019年、特定の株主による買付を受け、有事を理由として取締役会の決議に基づき、買収防衛策を「再導入」したものであり、極めて前時代的と言わざるを得ません。
- 特定の株主による影響力の増加が同社の企業価値及び株主共同の利益に資するか否かの判断は、株主自身に委ねられるべきです。

（ご参考）

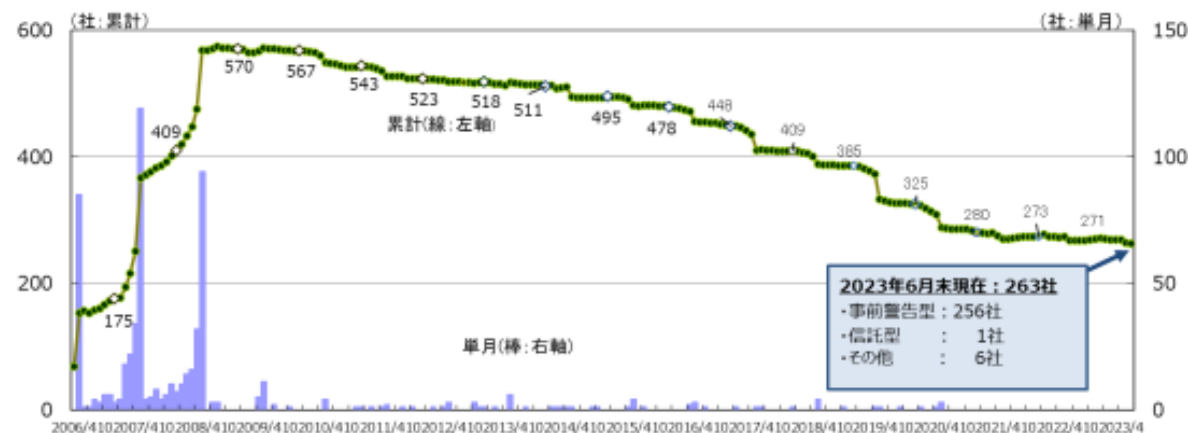
「コーポレートガバナンス・コード」原則1-5 いわゆる買収防衛策

- 買収防衛の効果をもたらすことを企図してとられる方策は、経営陣・取締役会の保身を目的とするものであってはならない。
- その導入・運用については、取締役会・監査役は、株主に対する受託者責任を全うする観点から、その必要性・合理性をしっかりと検討し、適正な手続を確保するとともに、株主に十分な説明を行うべきである。

経済産業省「企業買収における行動指針」（2023年8月）では、上場企業の経営支配権を取得する買収一覧において尊重されるべき3原則が定められている。

- 「企業価値・株主共同の利益の原則」：望ましい買収か否かは、企業価値ひいては株主共同の利益を確保し、または向上させるかを基準に判断されるべき
- 「株主意思の原則」：会社の経営支配権に係る事項については、株主の合理的な意思に依拠すべき
- 透明性の原則：株主の判断のために有益な情報が、買収者と対象会社から適切かつ積極的に提供されるべきである。そのために、買収者と対象会社は、買収に関連する法令の遵守等を通じ、買収に関する透明性を確保すべき

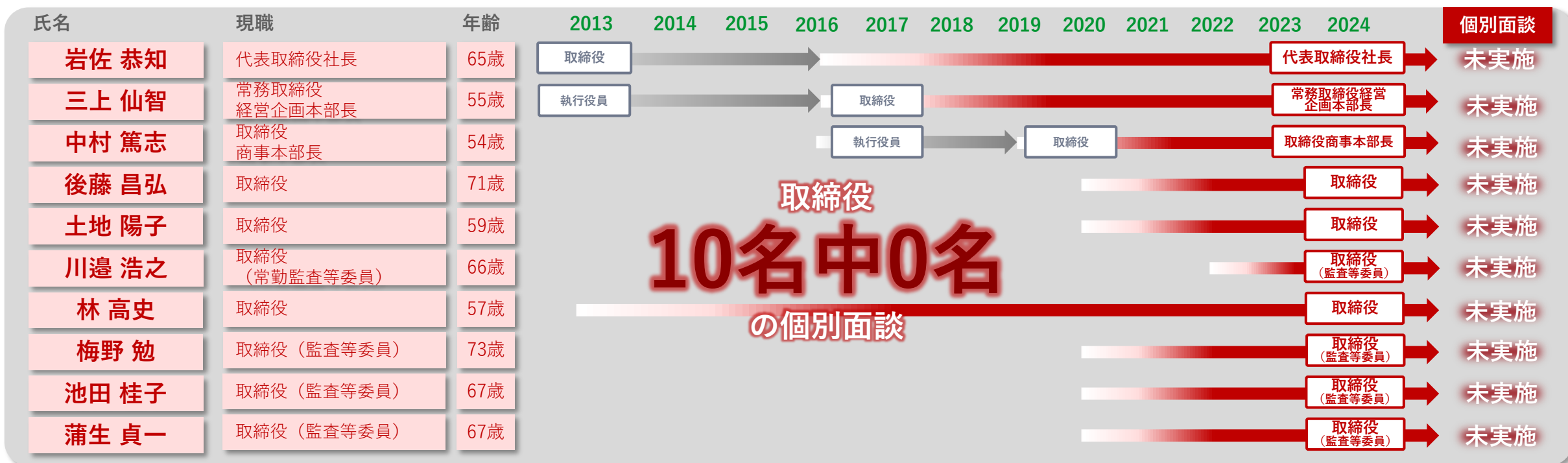
買収防衛策の導入状況



（出所）レコフデータ「MARR」より大和総研作成

株主と各取締役の対話の必要性

- GESは、2023年度株主総会に先立ち、同社に対し全取締役との個別面談を重ねて申し入れましたが、名の各取締役の方々との個別面談は実現しておらず、3回の集団面談でのヒアリングに留まるため、個々人が日邦産業の経営方針やガバナンス体制に対してどのように考えているかは把握できておりません。
- 日邦産業は資本効率の観点で適切な経営判断および管理監督が行われているとは言えず、各取締役の日邦産業の今後の経営方針に対する考え方は、GESのみならず全ステークホルダーにとって重要な情報であると考えます。
- GESは、各取締役による大株主との個別面談が実施されることは、通常の開示情報からしか判断の行えないその他全株主の共同の利益に資するものと考えます。



- 日邦産業は、「「個別面談」は、実質的に「個別面接」の要請であると取締役会は捉えており、株主共同の利益の観点から適切でない」として、GESの要望した個別面談は実現されませんでした。
- しかし、「個別面接」という言葉で何を意味しているのか、なぜそれが個別面談を拒否をする理由になるのか、また、なぜ株主共同の利益の観点から適切でないと主張しているのか具体的な説明もなく、理解に苦しみます。



全取締役との個別面談を重ねて申し入れ

取締役との集団面談のみ

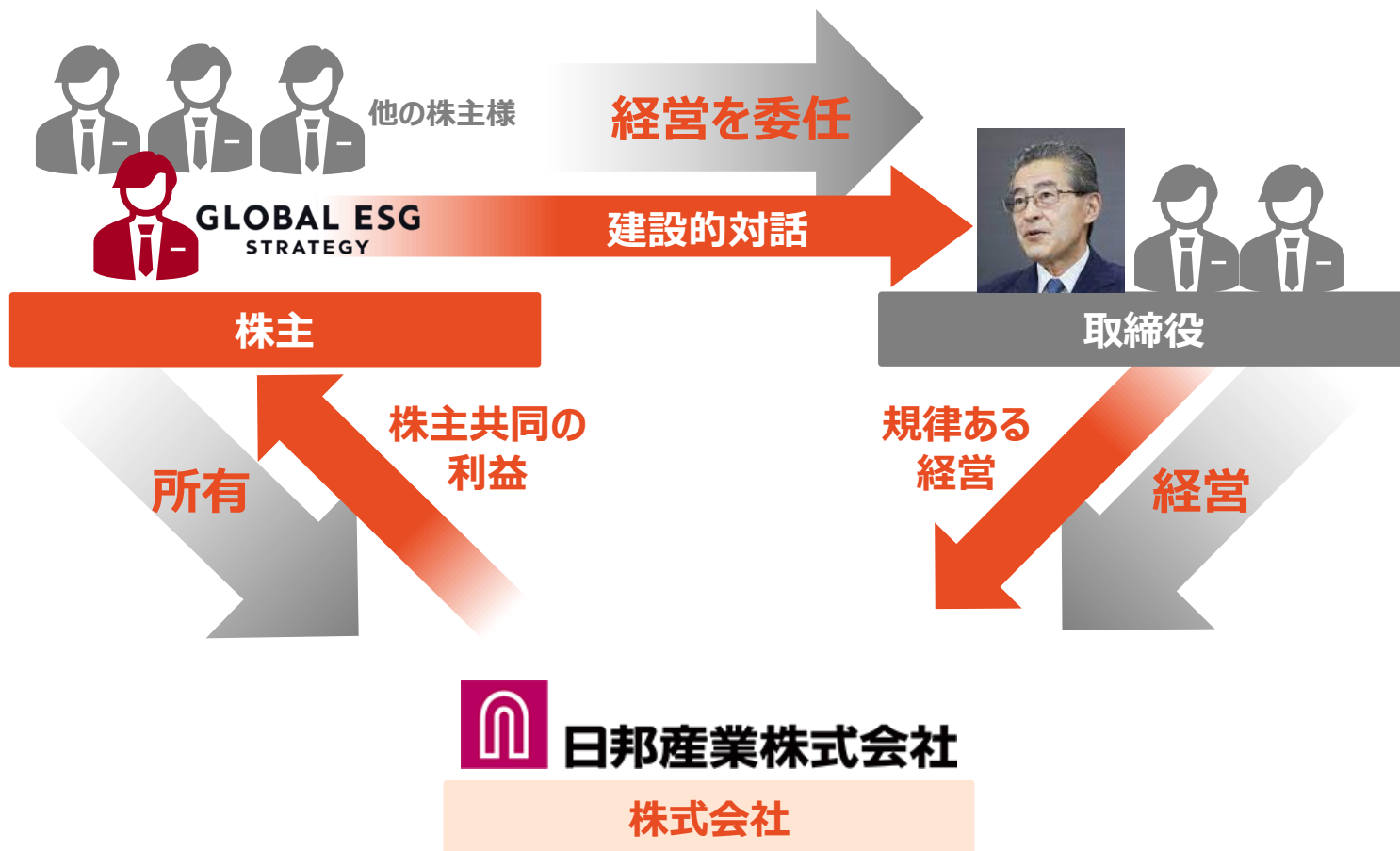
「個別面接」と捉えたことと、株主共同の利益を理由に拒否するが、本当の理由は不明



 日邦産業株式会社

**日邦産業の各取締役は、積極的に株主との対話に応じ、
日邦産業の全株主が企業価値向上による便益を享受するために尽力すべき**

- 株主が分散した上場会社では、“放漫経営”が放置される問題が生じる可能性があり、大株主が多数の小口株主を代表して個別面談を行うことは、株主共同の利益に資することが見込まれます。



- 株主は会社を所有するものの、株主総会で取締役を選任し経営を委任していますが、経営陣が必ずしも効率的な経営を行わない可能性があり、株主による経営の規律付け活動が重要となります。
- 株主に経営を委任された経営陣（エージェント）が効率的な経営を行わないことを経済学では「エージェンシー問題」と呼びます。
- 株主が分散した上場会社では、分散した小口株主は自ら時間とコストをかけて経営の規律付けを行う誘因を持ちえず、放漫経営がなされたとしても放置される問題が生じます。
- 大株主が多くの小口株主を代表し、コストと時間をかけて個別面談を通じた建設的な対話により経営の規律付けを行うことで、企業価値向上が促進され、全ての株主がその便益を享受できることとなるため、個別面談を大株主が率先して行うことは株主共同の利益に資するものとなります。

Global ESG Strategyについて

GESは、ESG（Environment（環境）、Social（社会）及びGovernance（ガバナンス））の視点から中長期的な投資を行う投資ファンドであり、投資先との建設的な対話等を通じ、投資先の企業価値・株主価値の向上を実現することを後押ししていくことを方針としています。

Swiss-Asia Financial Services Pte Ltd.について

SAFSは、2004年設立、シンガポールを拠点とし、シンガポール証券先物法に基づく資本市場サービスライセンス（Capital Markets Services License）を保有する投資運用会社です。

本件に関するお問い合わせ先: globalesg@swissasia-group.com

免責事項

本資料は、SAFSの運営ファンドであるGESによる日邦産業に対する株主提案に係る情報提供を目的としており、それ以外の用途に用いられてはなりません。

本資料に記載された情報は、SAFSによる独自の調査及び分析並びに一般に入手可能な公開情報に基づいています。SAFS、GES又はSAFSのその他の関係者（以下「SAFSら」といいます。）は、その正確性、完全性、適切性、網羅性等について何ら保証するものではありません。

本資料は、SAFSらの独自の見解、予想、意見を示すものであり、これらは今後変わることがあり得ます。いかなる目的においても本資料に依拠してはならず、また、本資料を投資、金融、法律、税務その他の助言であると理解してはなりません。

本資料に含まれる情報又は意見には将来に関する記述が含まれています。これらの将来に関する記述や予測、予想は、説明のみのために記載されているものであり、もとより不確実、かつ、重大な不測の事態により実際の結果がこれら将来に関する記述と大きく異なることがあります。SAFSらは、かかる将来に関する記述や予測、意見、本資料に含まれる記載に関連して発生する直接的又は間接的なものを含む何らの損害について、一切の責任を負いません。

本資料に含まれるいかなる情報ないし内容も、いかなる意味においても、募集、推奨、サービスや商品の販促、広告、勧誘若しくは表明と解釈してはならず、また、いかなる投資商品の売買若しくは証券へのいかなる投資に関する助言若しくは推奨であるとも解釈してはなりません。

本資料は、株主総会における議案に関し、SAFSらが、日邦産業の株主を代理して議決権を行使する権限をSAFSら又はその他の第三者に対して付与することを要請するものではなく、そのように解釈されてはなりません。また、日邦産業の株主に対して、SAFSら又はその他の第三者を自らの代理人と定め自らに代わってその議決権を行使する権利を付与することを提案し、奨励し、勧誘し又はこれを目指すものではなく、そのように理解されてはなりません。