

「新規上場の罫」から脱出し 真に成長を追求する経営を目指して

日本ビジネスシステムズ株式会社に対する株主提案に関する説明資料

2024年11月7日
Global ESG Strategy

1. はじめに

1-1 GESについて	.....	2
1-2 エグゼクティブサマリー	.....	3
1-3 日本ビジネスシステムズについて	.....	4

2. 株主提案の背景

問題点1：「新規上場の罫」による深刻な株価低迷	.....	8
問題点2：資本効率を悪化させる不動産投資の継続	.....	19
問題点3：ガバナンス不全	.....	31

3. 株主提案の内容

.....	40
-------	----



ESGの観点からの中長期的な投資

Global ESG Strategy（以下「GES」）は、Swiss-Asia Financial Services Pte Ltd（以下「SAFS」）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））の視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。

GESは、現時点において、
日本ビジネスシステムズ株式会社の議決権比率2%強を
保有しています。

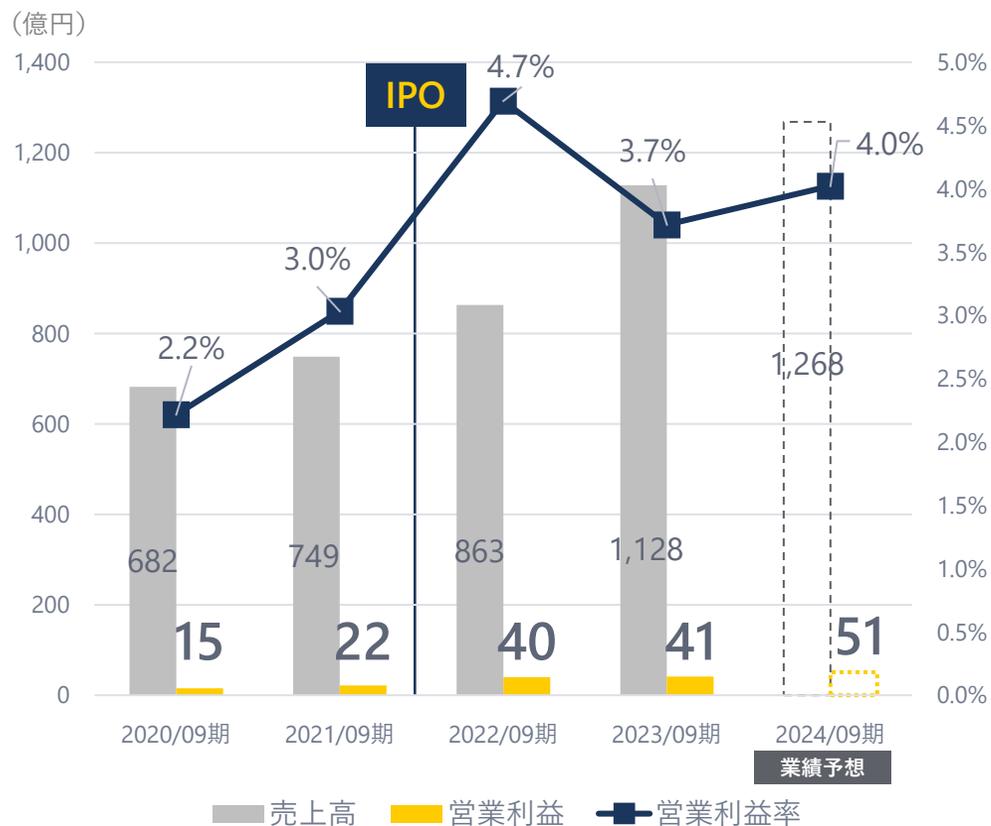
Global ESG Strategyについてはこちら：

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

- GESは、投資先企業との建設的対話を重ね、株価と資本コスト・資本収益性を意識した経営への変革を促すとともに、資本を有効活用して企業価値・株主価値を向上させるための提言を行っています。2023年より、日本ビジネスシステムズ株式会社（以下「JBS」）に対する投資を開始し、2%強を保有する株主として同社へのエンゲージメントを継続してまいりました。
- 日本の資本市場では、新規上場企業が調達した資本を有効に活用できず、成長することなく株価が低迷したまま滞留したり、また、単に上場をゴールとして創業家の財産形成だけで終わる「新規上場の罠」が非常に大きな問題となっています。
- JBSにおいては、2022年8月に新規上場後まもなく中期経営計画を公表し、株主・投資家に上場後の経営方針を示しましたが、その後わずか2年のうちに業績予想の下方修正や中期経営計画の未達や取り下げが繰り返されています。
- また、中期経営計画の公表と併せて行われた上場直後のネクストスケープ社の買収についても、極めて短期間のうちにのれんの全額減損が行われるなど、経営判断のミスが連続し、今後の成長路線に回帰できるか早くも岐路に立たされています。
- そうした中でも、JBS取締役会は、ガバナンスが有効に機能せず、新たな経営方針となる中期経営計画も示されないまま本書時点において既に半年が過ぎようとしており、さらに上場前から行われている社宅不動産への投資は、資本効率を悪化させるにもかかわらず東京証券取引所が定める方針に逆行する形で一層加速して行われており、現在までに全10棟、推定約164億円の社宅不動産を保有するに至っているものの、その理由について合理的な説明がなされておられません。
- JBSが、新規上場直後から、戦略ミスや資本市場の声を顧みない経営が続いて株主や投資家から見放され、株価が低迷する「新規上場の罠」から脱却し、真に上場企業としての成長路線に回帰させるべく、GESは、この度、2024年12月に開催予定のJBSの定時株主総会において6つの株主提案を提出いたしました。

日本ビジネスシステムズ株式会社 東証スタンダード 5036

- 売上高：1,128億円、営業利益：41.9億円、当期純利益：33.5億円、純資産：222億円（2023年9月期）
- 時価総額：451.8億円（2024年11月6日現在）



- クラウドインテグレーターとして、様々な製品を取り扱うマルチベンダー体制を構築。業種、業態、規模の異なるクライアントへ幅広いソリューションを提供
- Microsoftクラウドサービス関連に強みがあり、製造、流通、通信、メディア、金融から公共まで幅広いクライアントを有する。三菱総合研究所と資本業務提携
- 2022年8月、東京証券取引所スタンダード市場に上場

社員数

2,547 名

キャリア新卒比率

新卒54% キャリア46%

平均年齢

34 歳

2024年4月に

虎ノ門ヒルズ に本社を移転

- JBSの取締役会は、3名の業務執行取締役と4名の社外取締役（うち3名が独立社外取締役）の計7名で構成され、社外取締役には、経営コンサルタント、総合商社、公認会計士、メガバンク出身者など幅広いバックグラウンドの方々就任しています。
- このように、形式上は社外取締役の要件を満たした取締役が過半数を占めていますが、後述のとおり、事業戦略の転換や資本効率の改善、さらにはガバナンス不全の解消等が急務になっているにもかかわらず、何ら有効な手が打たれていません。

	牧田 幸弘	代表取締役 社長	日本ビジネスシステムズ創業者	
	後藤 行正	取締役 専務執行役員	ビジネスグループ統括	
	勝田 耕平	取締役 常務執行役員	CFO、コーポレートグループ統括、HR戦略本部、ファイナンス&GA 本部、GRC本部	
	島田 直樹	独立社外取締役	ピー・アンド・イー・ディレクションズ代表取締役（元BCG、元ICGジャパンマネージングディレクター）	 BOSTON CONSULTING GROUP
	占部 利充		Ridgelinez顧問（元三菱商事常務、元三菱HCキャピタル代表取締役副社長）	 P&E DIRECTIONS
	出口 眞也		公認会計士出口眞也事務所所長（元PwCあらた監査法人パートナー）	 Ridgelinez  三菱商事  三菱HCキャピタル
	森崎 孝		社外取締役	三菱総合研究所取締役会長（元三菱UFJ銀行副頭取、元三菱UFJフィナンシャルグループ常務）	pwc MUFG

2. 株主提案の背景

JBSにおける深刻な問題点



問題点1：「新規上場の罫」による深刻な株価低迷

繰り返される戦略ミスと株主・投資家に対するコミットである中期経営計画の未達・取下げ

問題点2：資本効率を悪化させる巨額の不動産投資

上場前から創業者の自己満足で行われている社宅不動産への投資をさらに加速

問題点3：ガバナンス不全

資本市場や株主の声を顧みず、創業者・経営陣の自己満足を漫然と追認する取締役会

問題点1：「新規上場の罫」による深刻な株価低迷

繰り返される戦略ミスと株主・投資家に対するコミットである中期経営計画の未達・取下げ

IPO後の株価推移と相次ぐ利益下方修正

- JBSの株価は、2022年11月のIPO時の2,057.5円（株式分割調整後）をピークに長期下降トレンドを継続。
- JBSは、上場直後に発表した中期経営計画期間の2023年9月期、2024年9月期、2025年9月期の全ての利益予想を下方修正しました。
- 2024年5月のネクストスケープ社の減損に関わる特別損失計上及び2025年9月期の利益目標取り下げ発表後は、大幅に下落し1,000円程度で推移しています。本年5月以降、経営方針に関する開示がない状態で放置されています。
- 日本のIPO銘柄の最大の問題点は、上場後に株主価値が伸びないことであり、まさにこの会社はその岐路にあります。
- 株価の下降トレンドが顕著な中、直ちに新たな利益目標を掲げるか、大胆な株主還元の検討などの対策が急務です。

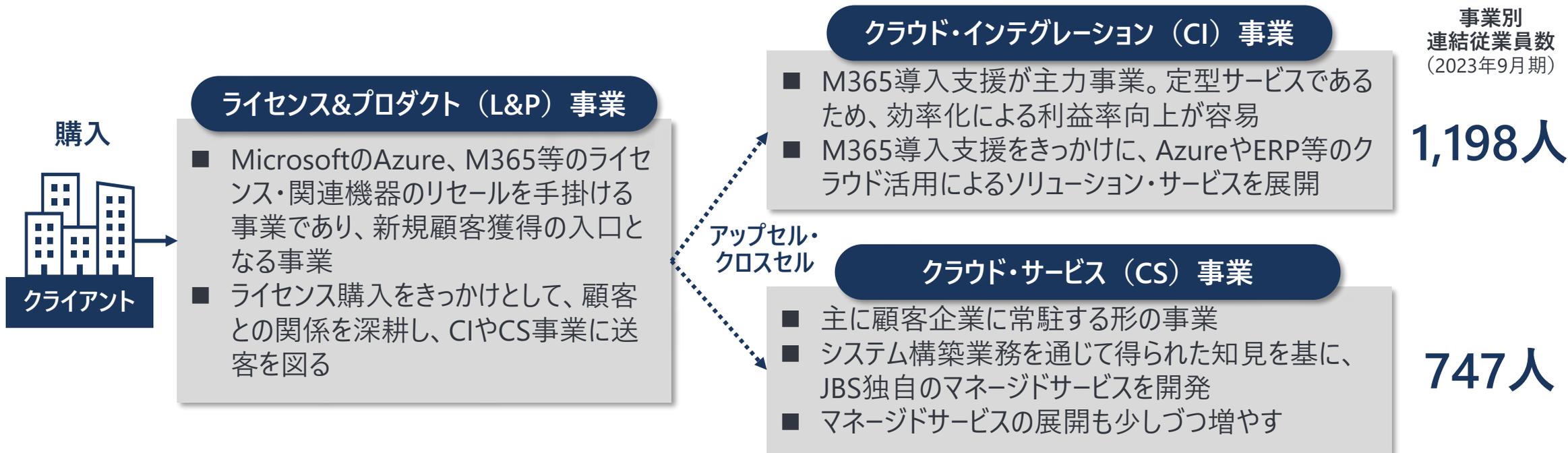


JBSが公表した中期経営計画の経営戦略

- 2022年8月に上場後、2022年11月に初めて株主・投資家へのコミットメントとして「中期経営計画」を策定・公表しました。
- 発表以降、JBSはMicrosoft365（M365）の導入・運用支援を経営方針の柱とし、エンジニアの過半数をM365関連プロジェクトに割り当てるとともに、今後の事業拡大を見越し、毎年約200名もの大規模な新卒採用も行ってきました。
- 中計の戦略的フォーカスは以下のとおりです。

新規顧客獲得・顧客との関係深化

顧客のDX化を通じ、高利益を獲得

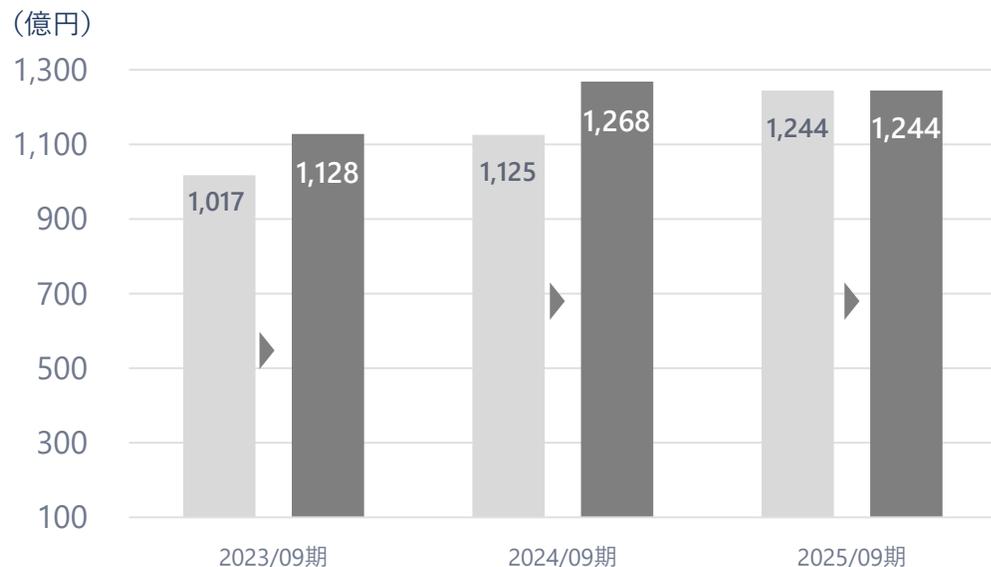


業績予想の未達及び中期経営計画の撤回

- 中期経営計画公表の1年後には、2023年9月期見通しの利益下方修正及び2024年9月期の利益下方修正、さらにその半年後の利益目標取り下げにより、現在中期的な経営計画が示されていない状況に。
- 現経営陣は2022年8月のIPO後通期としては1期として中期経営計画の利益予想を達成しておらず、その業績予見能力及び事業成長に向けた経営執行能力に大きな懸念。
- 度重なる利益予想下方修正は事業環境及び顧客ニーズの変化に対する感度の低さ及び人員リソースの配置ミスという経営判断ミスから引き起こされたにも関わらず、一切の責任を取らず、無計画に経営を続けている状態が続いています。

売上高の予想

- IPO後に公表された中計では強い成長ストーリーが示された



出典: 会社開示資料

営業利益の予想

- 営業利益予想及び24年9月期業績予想が修正
- ネクストスケープ社のれんの全額減損、25年9月期利益目標取り下げ公表



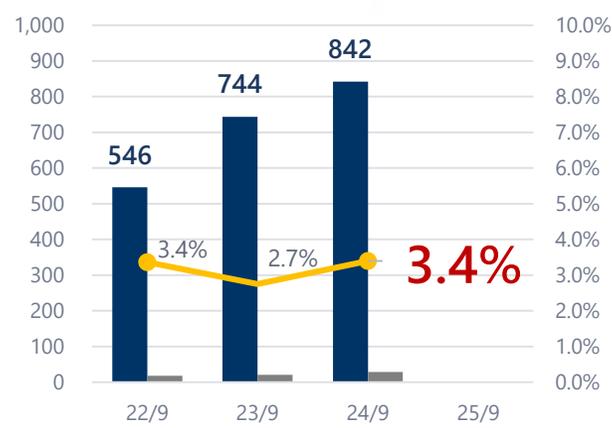
各事業の利益率も当初見通しとの比較では厳しい状況

- JBSの各事業における営業利益率は、2024年9月の当初の中計目標と比較すると、いずれも0.6%～最大4.2%も下回っており厳しい予測となっています。
- 注力事業における経営判断ミスだけでなく、全ての事業でも厳しい状況となっていると考えられます。

各事業における営業利益率の比較 (2024年9月中計目標 vs 現在予想)

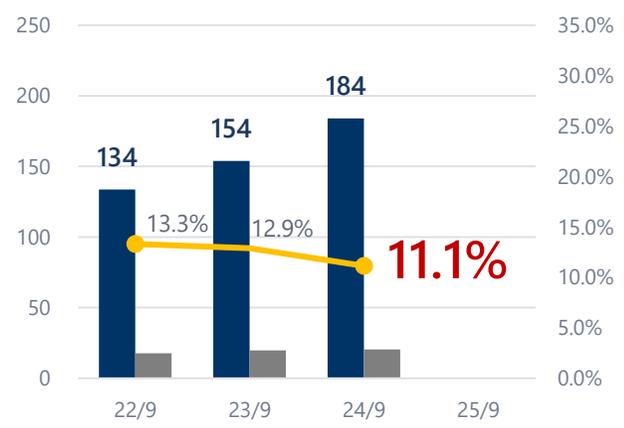
4.0% vs **3.4%**

ライセンス&プロダクツ事業



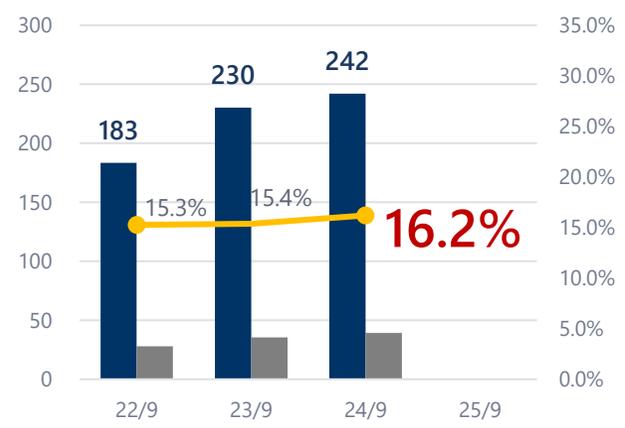
15.3% vs **11.1%**

クラウドサービス事業



18.4% vs **16.2%**

クラウド・インテグレーション事業



現状見通し

■ 売上高 ■ 営業利益 ● 営業利益率

中期経営計画の何が想定とずれたのか？

- JBSは、IR資料の中で「事業環境の変化」により、中期経営計画が未達となることが確実にされたため利益目標を取り下げると説明しています。
- あたかも外的要因により不可抗力で中計が未達になったかのような説明をしていますが、実際にはJBS経営陣による経営判断ミスがあったことは明らかです。

中計発表後に生じた展開

ライセンス&プロダクト事業

- 大口顧客案件があったため、中計で掲げた売上高を前倒しで達成
- 但し、ディスカウント受注により利益率は悪化

クラウド・インテグレーション事業 (CI事業)

- M365導入支援に全エンジニアの6割強を振り向けていたが、M365の普及は大企業では想定よりも早く進捗し、M365用エンジニアの稼働率が一時期6割前半まで低下。定型サービスであるM365関連をエンジニアの大量投入により拡大し、効率化で利益率を高める目論見も崩れる
- スキルシフトを進め、クラウド・インテグレーションの他事業にエンジニアを振り向け、稼働率は回復しつつあるもののCI事業の利益率は低下
- CI事業の利益率を高めるためには基幹系システムの受注を狙いたいところだが、大手SIerとの差は大きく、今後スキルの高い人材の獲得が課題

クラウド・サービス事業 (CS事業)

- 主に顧客企業に常駐する形の事業。稼働率は約9割と高く維持できるが利益率は低い
- JBS独自開発のマネージドサービスの展開を少しずつ拡大していきたいが、想定よりはビハインドであり、CS事業の利益率も計画を大きく下回る

- 中期経営計画において、戦略上のフォーカスとしたM365の導入支援は、早くも需要が一巡し、当初の伸びは見込めなくなり、また、当該事業では、大量のエンジニア投入による利益率の効率的改善を中計では想定していたものの、需要が鈍化したため利益率の向上も実現できない状況となりました。
- M365関連に向けたエンジニアの大量採用を行ったものの、需要一巡により稼働が大幅に低下しました。



牧田社長

- M365の案件が今後も伸び続けると想定して積極的に採用したが、当社が注力している大企業においてはM365はほとんど導入が進んでしまった。
- 全エンジニアの過半数がM365導入用のエンジニアだったが、結果として、M365導入用のエンジニアの稼働率が6割前半ぐらいにまで落ちてしまった。
- その後スキルシフトを進め、クラウド・インテグレーション（CI）事業においてM365用のエンジニアを振り向けたが、スキルシフトも限度あった。
- また、エンジニアの稼働率を高めることを重視する代わりに、当初狙っていたよりも収益性の低い事業もCI事業で取りにいき、CI事業の利益率も中計目標を下回る事となってしまった。

ネクストスケープ社の買収とわずか1.5年でののれん全額減損

- 2022年8月に上場後の同年11月、約30億円を投じてネクストスケープ社発行の全株式を取得し子会社化することを発表。
- その後、買収発表からわずか1年8か月後の2024年5月、同社買収時の超過収益力を前提として計上したのれんの未償却残高の全額である17億2千万円を特別損失として計上したことを発表。
- 本減損処理についてJBSは当初、同社におけるプロジェクトが大型化し遅延が発生していることが理由であると説明していましたが、その後、数年以内に挽回できるような話ではなく、買収時に想定していた事業計画が根本的に実現できなくなり、今後の見通しが経たなくなったためと説明を修正してきました。



問題点1-8

具体的に進展しないプライム市場への移行

- 昨年来、プライム市場への移行についてもいずれは実現していきたいという思いがあるとの説明を受けています。上場するという意思決定をした以上、より流動性が高く、より多くの投資家が参加するプライム市場を目指すというのはあるべき方向であり、目指す意向があることは評価しています。
- しかしながら、現在のJBSにおいては十分な時価総額の規模があるものの、流動株式比率などを満たせていないことからプライム市場への移行ができない状態に置かれていると考えられます。

		東証プライム市場の上場基準		JBS	
プライム市場 への移行	流動性	株主数	800人以上	✓	2,792名
		流通株式数	2万単位以上	✓	14万単位強
		流通株式時価総額	100億円以上	✓	約140億円
	ガバナンス	流通株式比率	35%以上	✗	29.08%
	経営成績 財政状態	収益基盤	・最近2年間の利益合計25億円以上、又は、 ・売上高100億円以上かつ時価総額1,000億円以上	✓	最近2年間の利益合計 25億円以上
		財政状態	連結純資産50億円以上	✓	連結純資産 200億円以上

プライム市場への具体的な移行プランを早期に策定し、公表するべき

出典: 会社開示資料、東洋経済

まとめ：経営方針、戦略の見直しが急務

- 業績悪化に伴う株価の長期下降トレンドの要因は、市場環境の変化だけでは到底説明がつくものではなく、顧客ニーズの読み及び事業環境の見通しの甘さ、及びそれらの見通しに基づく経営判断ミス等、JBS取締役会の責に帰すべきものです。
- JBSは今後、中期経営計画を形式的に示すだけでなく、顧客ニーズや事業環境の変化に対する深い分析を基に現状の経営方針を見直し、本質的な経営計画・戦略を策定し、JBSのさらなる成長に向けて早急に取り組んでいく必要があります。

高い利益率
が期待できた
M365事業
の不振

IPO直後の
買収失敗
(ネクストスケープ社全損)

業績予想は
未達

中期経営計画の
営業利益目標を
取り下げ

適切な
経営計画・戦略
の不存在

経営方針の見直しを行ったうえで、本質的な経営計画を策定し、早急に取り組む必要がある

- M365導入支援事業の継続的な急拡大が見込まれなくなった今、M365関連のためにエンジニアを低い給与で大量採用し、社宅・社員食堂といった福利厚生制度を軸に採用・リテンションを図るといった従来の経営方針は成り立ちづらくなっています。
- 高いスキルのある人材は、必ずしも社宅や社員食堂などの充実よりも、スキルに見合った処遇を求める強い傾向があります。有形固定資産を取得してエンジニアの数を確保する方針から、スキルの高い人材を適切に確保していくことが必要です。
- JBSは、典型的なPL（損益計算書）しかみないPL経営をしている会社であり、資産効率について全社外取締役も含め、取締役会全員が無頓着であったことがGESとの対話を通じて明らかになっています。
- JBSは、バランスシートの効率性・収益性を意識した経営を行っていない会社であると判断せざるを得ませんが、今後は資産効率を厳しく精査することが必須です。具体的な対応として、有形固定資産のセール&リースバックと大胆な株主還元が挙げられます。
- IRにおける丁寧な説明の拡充と積極的な資本市場との対話が望めます。中計未達についてもその原因を明らかにせず、自らの経営判断ミスではなく外部環境のせいであるかのような説明しかしないのは、あえて資本市場を欺くIRを行っているのかとすら懸念します。
- 上場来の株価推移を見る限り、JBSは、東証の要請する「資本コストと株価を意識した経営」を実現できていないことは明らかであり、今後あらゆる方策を尽くして、真摯かつ早急に企業価値・株主価値向上を図ることが望めます。

**IPO後、株価低迷が続き、経営方針が成り立たなくなっていることから、
「資本コストと株価を意識した経営」の早期実現が急務**

問題点2：資本効率を悪化させる巨額の不動産投資

上場前から創業者の自己満足で行われている社宅不動産への投資をさらに加速

問題点2-1

過剰な社宅不動産への投資と偏った福利厚生

- JBSは上場後の2022年9月期以降、毎年約28億円～35億円を従業員の社宅取得に費やしており、2024年9月期には有形固定資産が243億円（うち社宅は全10棟、簿価164億円、従業員1人当たり約644万円）にも上る見込みです。
- さらに、事務所移転費用として2023年9月期には約10億円、2024年9月期には約50億円をそれぞれ計上しています。
- 一方で、2022年9月期以降の株主への配当総額は約9億円～約11億円と社宅取得費用の3分の1にも満たない水準となっており、従業員への福利厚生は一定程度必要ではあるものの、株主を軽視した明らかに過剰な投資と言えます。
- JBSは、今後も社宅不動産の投資を進めていく方針であると説明しています。

設備投資額と配当総額の推移



有形固定資産残高の推移



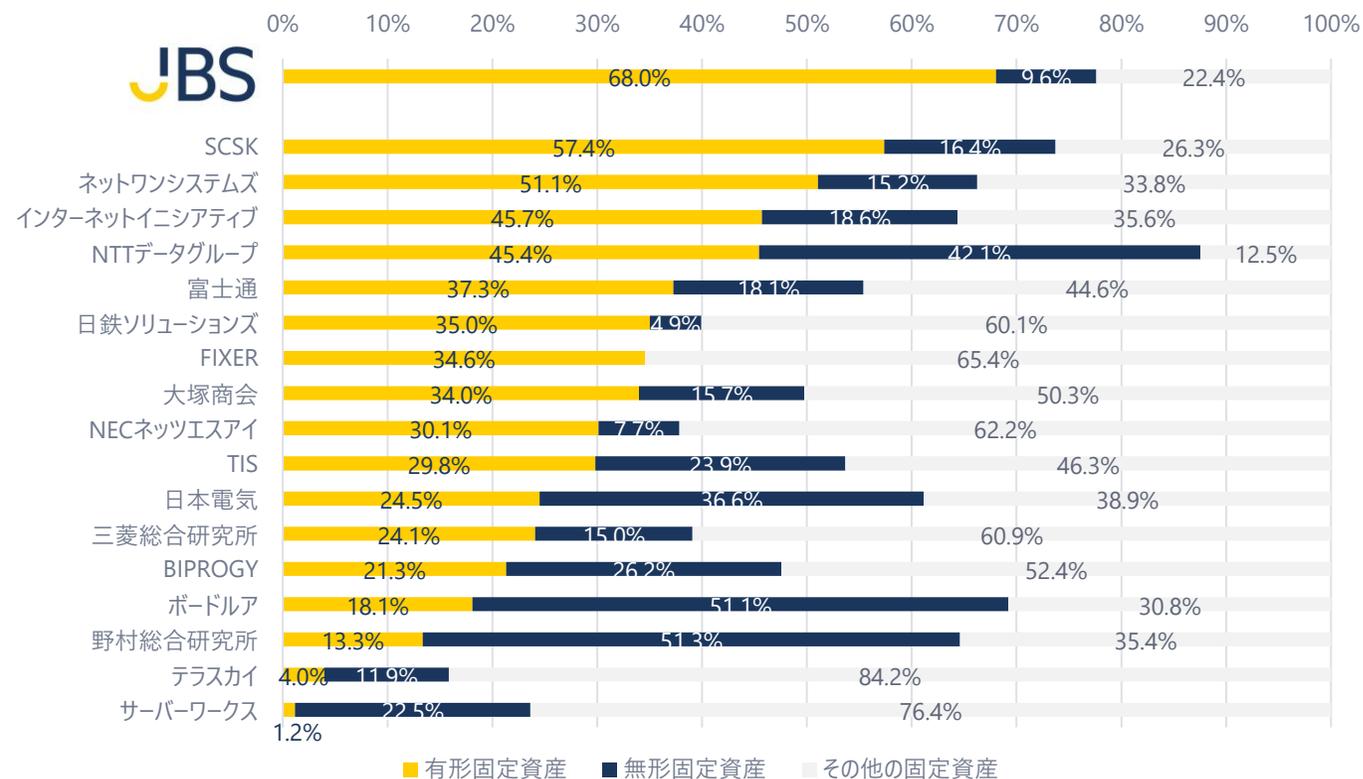
過剰な有形固定資産への設備投資

- JBSの事業は、拡大のための大幅な設備投資は不要であり、クラウド関連事業の展開に求められる高スキル人材の採用や従業員給与水準の向上など、人的資本への資本投下が唯一事業成長に必要な投資であると考えられます。
- 同業他社が人的資本への投資以外にはソフトウェアやデータセンター、海外子会社等へ投資を実行している中、固定資産の68%が有形固定資産でありその大半が社宅であるJBSの資産状況は他に例のない状況となっています。

有利子負債残高の推移



類似業界各社の固定資産に占める有形固定資産・無形固定資産の割合

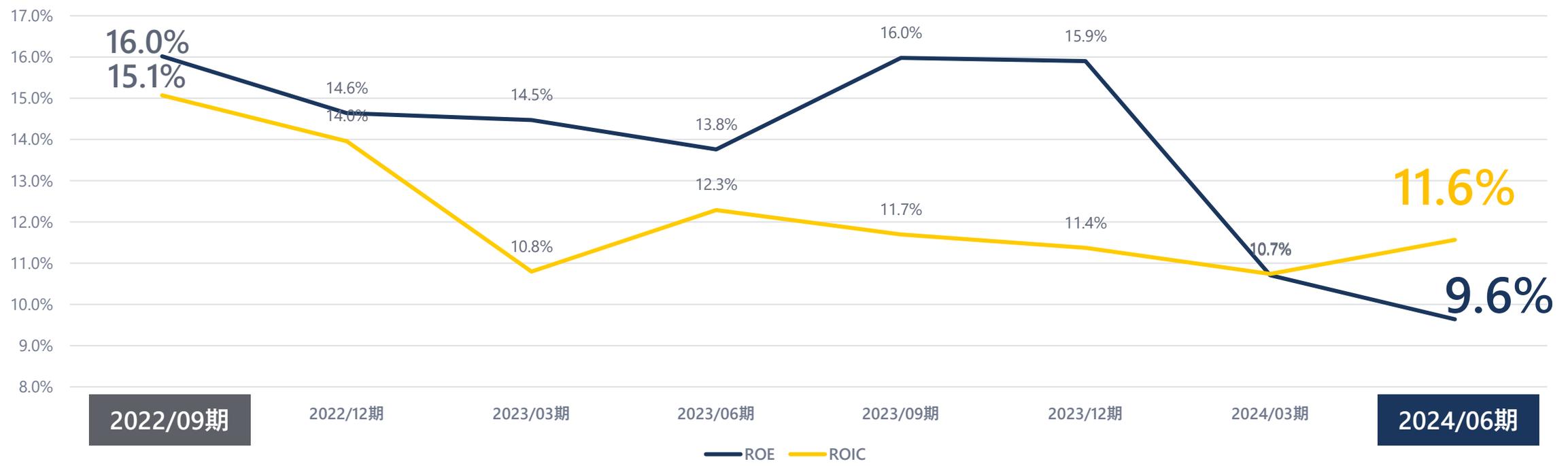


出典: 会社開示資料、SPEEDA

社宅不動産への投資加速により資本効率・資産効率も大きく低下

- オフィス移転や社宅などへの不動産投資を続けた結果JBSの資本効率及び資産効率は低下の一途をだっています。
- 不動産投資と収益性悪化の結果として、上場時15%を超えていたROE及びROICは10%前後まで大幅に低下しています。

ROE及びROIC



出典: 会社開示資料

注: ROEは各時点における直近12ヶ月累積当期純利益を期初と期末の株主資本の単純平均で除して算出。ROICは各時点における直近12ヶ月累積NOPAT (営業利益×(1-30.62%))を期初と期末の運転資本、有形固定資産並びに無形固定資産の単純平均の合計で除して算出。

保有不動産のセール&リースバックのインパクト

- 資産及び資本の効率的活用のため、保有する社宅不動産をセール&リースバックすることで現在の福利厚生水準を維持したまま約27億円の現預金を確保することが可能です。
- それに加えて、資産効率の改善によりROIC等の経営指標の改善、引いては株価上昇が期待できます。

セール&リースバックの財務インパクト（簡易的シミュレーション）

	(百万円)	補足
保有社宅の帳簿価額	16,390	2024年9月末予想
想定売却額	18,849	帳簿価格の115%と仮定
営業利益今期予想	5,100	営業利益率4.0%
減価償却費の減少	375	減価償却総額を固定資産帳簿価格で按分
賃借料の増加	848	賃借料は売却額の4.5%（想定利回り）と仮定
調整後営業利益今期予想	4,626	営業利益率3.6%
長期借入金の減少	16,123	長期借入金の全額
金利支払いの減少	81	金利0.5%と想定
現預金の増加額	2,726	

売却後の現預金額 8,277 2024年6月末現預金残高を前提

- JBSは2023年9月末時点で帳簿価格129億円の社宅を保有し、2024年9月期においてさらに約35億円の社宅を新規に取得。現時点で帳簿価格で約164億円の社宅を保有していると推定されます。
- 従業員への福利厚生は変更せずに、仮に当該保有社宅を売却し借り上げ社宅に切り替えた場合、長期借入金の全額を返済したとしても約27億円の現預金を創出することが可能であり、純現預金額は約83億円に増加します。
- 営業利益への影響は減価償却費の減少と賃借料の増加を加味しても売上高に対して0.4%程度と推定され、さらに営業外費用である金利支払いは約8,100万円減少します。

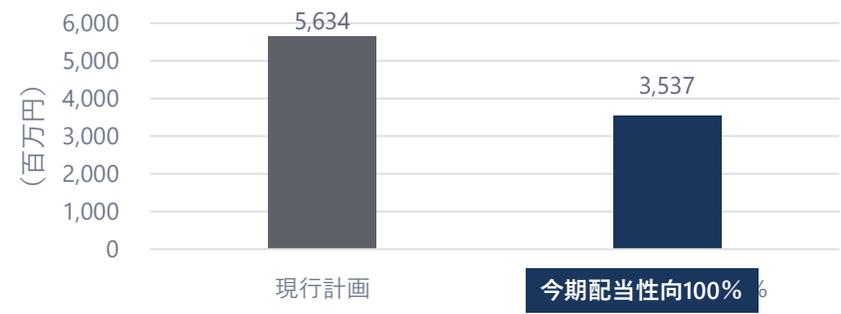
株主還元を実施した場合のシミュレーション

- 中計の利益目標を取り下げるなど事業の成長ストーリーを描くことが困難な状況であるならば、最低限JBSが保有する資産をセール&リースバック等によって活用し、株主還元を最大化すべきです。
- 仮にGESが提案するとおり、特別損失を控除した今期純利益予想32.2億円に対して配当性向100%（一株当たり71円）とし、現在の配当利回り2.5%が維持されたとすると、JBS株価は2,840円まで上昇する可能性が存在します。

配当性向100%とした場合の配当総額（特別損失控除後）



配当性向100%とした場合の純現預金額
(2024年9月末予想、配当支払い及び社宅のセール&リースバック実施後)



配当性向と配当利回りと株価の関係（特別損失控除後）

配当利回り (2023E)	配当性向 (2024年9月期予想)			
	50%	100%	150%	200%
5.0%	720	1,420	2,120	2,840
4.5%	800	1,578	2,356	3,156
4.0%	900	1,775	2,650	3,550
3.5%	1,029	2,029	3,029	4,057
3.0%	1,200	2,367	3,533	4,733
2.5%	1,440	2,840	4,240	5,680
2.0%	1,800	3,550	5,300	7,100
1.5%	2,400	4,733	7,067	9,467
1.0%	3,600	7,100	10,600	14,200

■ = 概ね現行の株価水準

出典: 会社開示資料
注: 純現預金額は2024年6月末実績及び当期予想を基に試算。新たな有形固定資産の取得は行わないものと仮定

配当性向100%でも十分な財務健全性を維持

- 仮にGESの提案に基づき今後3年間配当性向100%の配当支払いを実施したとしても、2025年9月期以降売上高を過去年度の平均売上高成長率とし、営業利益率を2024年9月期会社計画から一定と仮定すれば、2027年9月期末でネットD/Eレシオ0.4倍、ネットデット／EBITDA1.0倍、純資産比率20%となり、JBSの財務健全性を損なわず、引き続き十分な財務余力を有することは明らかです。
- 加えて2025年9月期以降JBSのネットデット額及び関連財務指標は低下することが予想されます。

(百万円)	2022年9月期	2023年9月期	2024年9月期 (会社予想)	2025年9月期	2026年9月期	2027年9月期
売上高	86,325	112,800	126,800	151,087	180,026	214,508
売上高成長率	15.2%	30.7%	12.4%	19.2%	19.2%	19.2%
営業利益	4,052	4,192	5,100	6,077	7,241	8,628
営業利益率	4.7%	3.7%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%
1株あたり配当額	20	20	71	84	100	120
配当総額	897	897	3,220	3,837	4,572	5,447
配当性向	33.9%	26.8%	214.7%	100.0%	100.0%	100.0%
ネットデット (百万円)	(1,222)	7,566	12,075	11,458	10,723	9,848
ネットデット/E	(0.1x)	0.3x	0.5x	0.5x	0.4x	0.4x
ネットデット/EBITDA	(0.3x)	1.5x	2.1x	1.7x	1.3x	1.0x
純資産比率	51%	45%	31%	27%	23%	20%

注：売上高については2024年9月期までの3期の平均成長率が2027年9月期まで継続するものと仮定し、営業利益は現状水準の4%と仮定。2024年度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。なお、2025年9月期から2027年9月期において新たな不動産の取得は想定していない。

取締役会は資本効率の高い選択肢を常に選択すべき

- 従業員への福利厚生を厚くすることは人材採用及びリテンションのために有用であり、GESとしてそれに反対するものではありません。一方で、前述のとおり、JBSにおいては、社宅用不動産は全て自己保有でBSに計上され、資本効率を犠牲にして加速度的に膨らませており、合理的な説明のつかない状況に至っています。
- 他方、社宅用不動産として保有するのではなく、セール&リースバックを行うことで、資本効率を高めながら全く同じ社宅を社員に提供することができ、株価や資本効率の向上に有用であることは明らかです。



上場会社の取締役会として、明らかな過剰投資である社宅用不動産の保有ではなく、
株価に資する資本効率の高い選択肢をとるべき

資本効率を上げる施策の検討・実施への拒絶姿勢

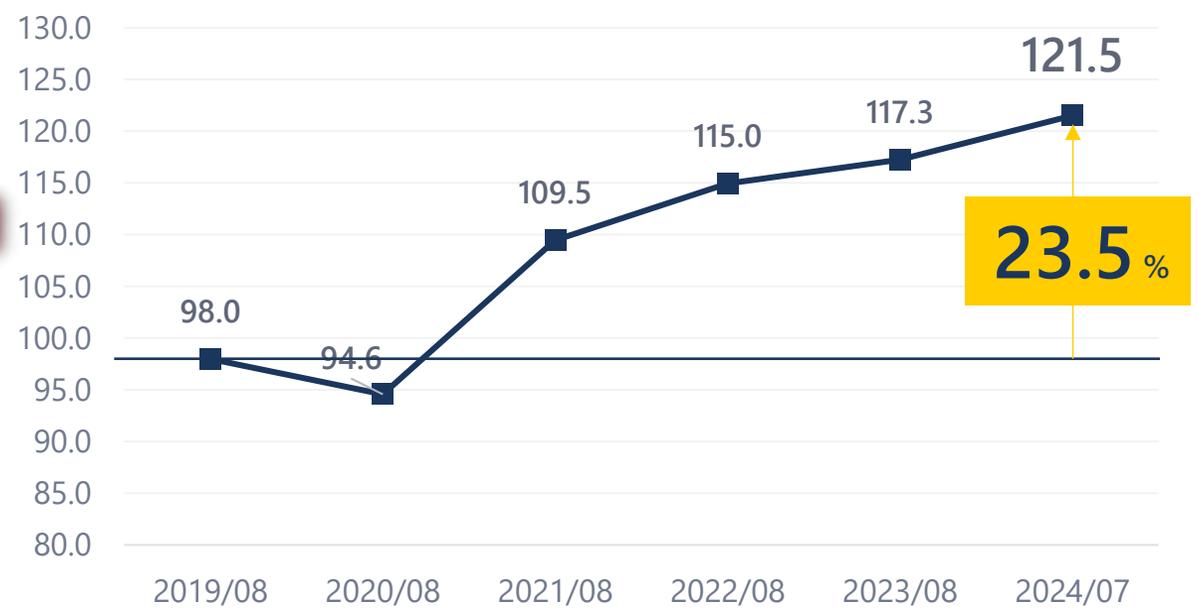
- 前述のとおり、セール&リースバックは、従業員への社宅の提供を維持しながら、資本効率や株価にも資する方法であり、取締役会としてその検討を行うべきであるにもかかわらず、JBSはセール&リースバックを実施することで「今の時点で不動産を売却すると損失が出る」として、その実施を頑なに拒んでいます。
- 一方、近年の関東地方における住宅用不動産価格の上昇は顕著であり、このような市況においても、社宅用不動産を売却すると損失が出る状況であるならば、これはむしろセール&リースバックをしない理由ではなく、社宅用不動産の取得を行ってきたこと自体が失敗であり、社宅用不動産の取得を即刻中止すべき理由にしかありません。



本当か？

セール&リースバックを実施することで「社宅不動産を現在売却すると**損失**がでる」

不動産価格指数過去5年間の推移（関東地方・住宅）



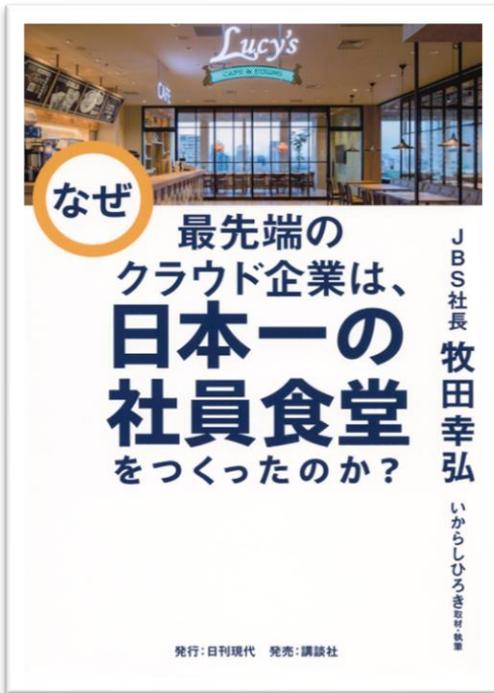
出典: 国土交通省、「不動産価格指数」(2024年11月6日最終閲覧)

JBSがセール&リースバックを拒絶する不合理な説明

- 「セール&リースバック」は、長期間の賃料支払いを約束しつつ不動産を売却する方法です。
- JBSは、安い賃料のケース、高い賃料のケースなどを想定して検討したものの、常に損失が出る結果となったと我々に説明しましたが、セール&リースバックにおける売却価格は、必ずしも不動産市況と関係なく保証賃料水準を利回りで割った逆数として求められるという側面があるため、どのような想定賃料でも常に売却損が出るというのは不合理であると言わざるを得ません。
 - 例えば保証年間賃料が5億円で、利回りが4.5%であれば、 $5 \div 4.5\% = 111.1$ 億円という売却価格が導き出されます。
 $5 \text{億円} \div 4.5\% = 111.1 \text{億円}$ （売却価格111.1億円で利回り4.5%では、年間賃料は $111.1 \text{億円} \times 4.5\% = 5 \text{億円}$ ）
 - 保証年間賃料6億円、利回り4.5%であれば、 $6 \div 4.5\% = 133.3$ 億円という売却価格になります。
- セール&リースバックを検討したくないがゆえに、どのような賃料を想定しても必ず損失が出るという結論を出してくれる外部専門家に頼んで試算を出させ、あたかも検討したようなふりをしているとの懸念を持たざるを得ません。
- 社外取締役も、全員一致の意見として、JBSは業界平均以上のROEを計上しているため、資産効率が悪くとも問題にしないとの説明をGESにしています。
- GESの株主提案では、少なくとも3社以上の大手不動産会社からセール&リースバックを含む有形固定資産の有効活用についての提案を募ることを提案しています。これにより、適切な競争力のある提案をJBSは受けることとなり、最も効率的な資産活用方法を真剣にJBSに検討させることにつながると考えます。

非上場時代からの創業者の「こだわり」をそのまま継続・加速

- 「日本一の社員食堂」を作ったことを書籍にして会社をPRしているが、その間に業績は急降下している。
- 外部環境、事業状況や従業員の希望などをきちんと踏まえて、業績を上げることに注力すべきなのではないか。



日本一の社員食堂

社長の牧田は、2014年に本社を虎ノ門ヒルズに移転したタイミングで、ほとんどの役員が反対する中、それを押し切って日本一の社員食堂「Lucy's CAFE & DINING」(ルーシーズ)を作った。テレビでお馴染みだった中華の鉄人から伝授された「本格麻婆豆腐」をはじめ、米の炊き方からドリンク類のラインナップまで社食のレベルをはるかに超えるこだわりだ。

システムインテグレーターで、多くの社員がエンジニアとして客先に常駐している同社に、居酒屋のような飲める社員食堂は必要だったのだろうか。一見矛盾するように見えるが、ここには牧田社長のしたたかな成長戦略がある。

多くの企業が、コロナ禍を経て「効率化」「リモート化」を目指す中、従業員を活かし、満足性を高め、コミュニケーションを通じて従業員と会社の成長を促す、それが「牧田流経営」なのである。

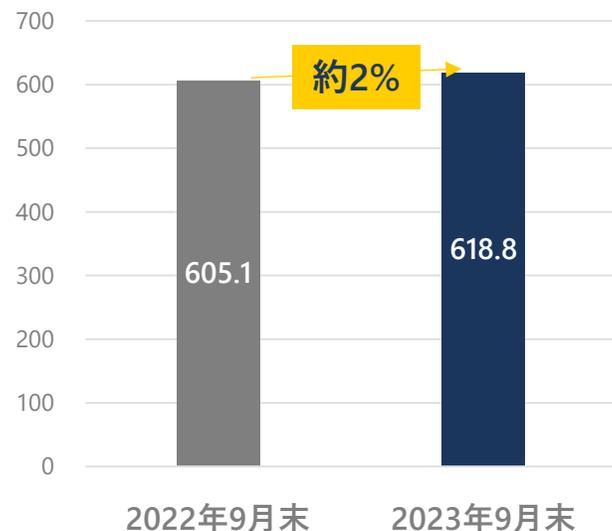
(Amazon記載の書籍紹介から抜粋)

書籍の中では「社長」自らが“米の炊き方”までこだわるのが「牧田流経営」というが、“米の炊き方”よりも従業員の“本当の希望”に向き合い、企業価値・株主価値の向上に注力すべき

JBS社員の“本当の”リアルボイス

- 事業戦略の転換が必要な現状では、社宅用不動産を保有するのではなく、従業員への社宅提供を維持しながらも、それを現金化して、より戦略的・機動的に高スキルの従業員採用や給与・賞与の向上に活用すべきことは明らかです。
- JBSの給与水準は決して高いとは言えず、平均給与も横ばいの中、社宅不動産への投資の必要性が低いことはJBSの従業員の方々にも見透かされています。転職用の従業員口コミサイトでは、下記のような厳しい指摘もあります。

平均年間給与（万円）



無駄な部分への投資は辞め、社員の働きに見合った適切な還元、カスタマーファーストを謳うのであればより一層の顧客理解や調査などの努力をすべき。役員および役職上位者が努力している姿勢が見られないと、いくら優秀社員アワードなどの一時的な施策をやったところで会社のレベルは変わらない。（回答日：2024年6月1日）



女性・新卒入社・エンジニア
5～10年在籍

よいロケーションにオフィスを構え、やたらと贅沢な設えに社員が稼いだお金を投じるのではなく、社員が真に「この会社で働けて幸せ」と感じられるような経営方針や施策の検討に注力していただきたい。業績が好調なわけでもないのに、外向けに見せるところばかり立派にしても意味がない。実力をつけた中堅社員の流出が止まらない理由を、もっと真剣に考えてみたらどうか。（回答日：2024年9月7日）



女性・中途入社・エンジニア
5年～10年在籍



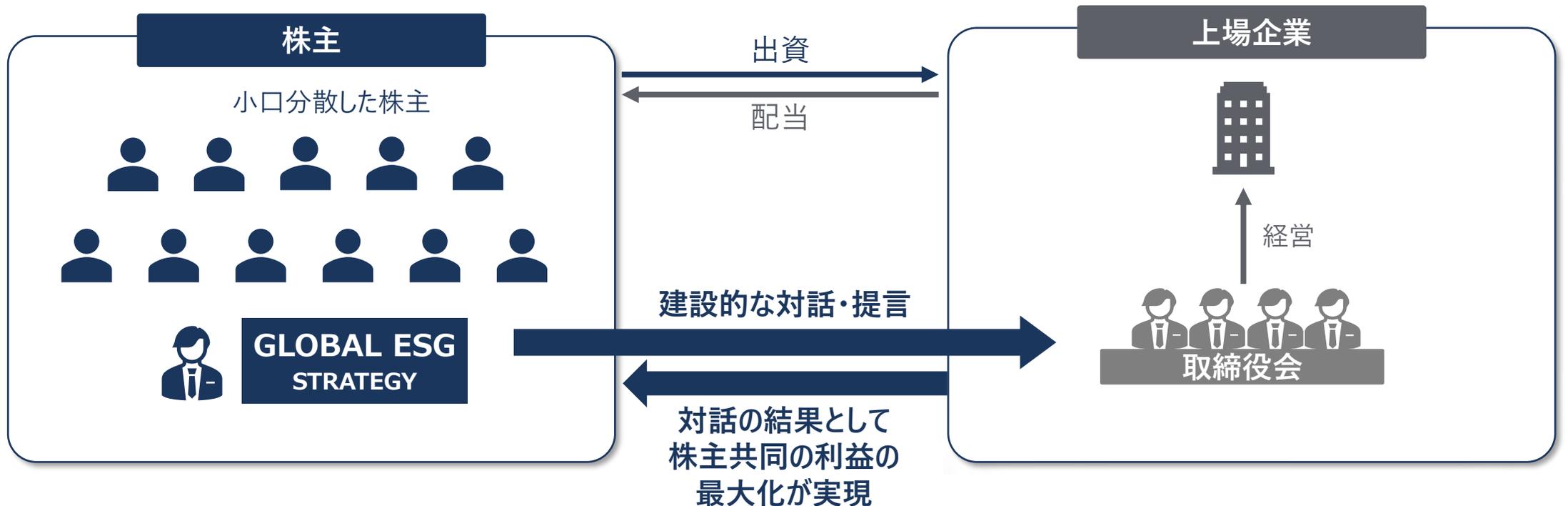
これまでの延長線上にある過剰な社宅不動産投資から脱却すべき

問題点3：ガバナンス不全

資本市場や株主の声を顧みず、創業者・経営陣の自己満足を漫然と追認する取締役会

社外取締役が株主と対話することの重要性

- 株主は株主総会での選任を通じて、取締役を経営を委任する一方、委任された取締役は必ずしも株主のために効率的な経営を行わない「エージェント問題」が生じるおそれがあるため、株主がしっかりと経営を監視する規律付けが重要となります。
- しかしながら、株主が分散した上場会社では、小口株主の一人ひとりが経営を監督することは難しく、“放漫経営”が放置される可能性があるため、大株主が多数の小口株主を代表してコストと時間をかけて個別面談などエンゲージメントを行うことで、経営の規律付けを行うことは、株主共同の利益に資することにつながります。
- これがGESが投資先企業との対話を重視する理由です。しかし、取締役が対話を拒否してはエンゲージメント活動による経営の規律付けが不十分となってしまうかねません。



GESとのこれまでの対話 – 再三の対応策要請が無視されてきた

- 2023年9月期決算発表にて、2024年9月期の利益予想が下方修正されたこともあり、JBSが2024年5月9日に中期経営計画の利益目標の取り下げ発表を行う前に、GESは何度も面談や取締役会への書簡の中で、中期経営計画の未達リスクが高まっているのであれば、以下のいずれかの施策を検討するよう要請してまいりました。
 1. 中期経営計画の達成が難しいようであれば、新たな事業戦略を策定・公表することの検討
 2. 新たな事業戦略を策定・公表することができないようであれば、大胆な株主還元策の実行の検討。例えば有形固定資産を活用し、セール&リースバックなどを通じて得た資金で大胆な株主還元を検討すること
 3. そうした検討もなく、単純に中計未達となることを発表するならば、中計未達の経営責任をどなたがどのようにして取るのかも合わせて発表すること
- しかしながら、JBSは結局、新たな事業戦略を策定・発表することもなく、突然中期経営計画の取り下げだけを発表するという最悪のIRを実行しました。
- また、中計未達の理由は「事業環境の変化」とだけ説明し、なぜ未達となったのかその背景を株主・投資家をはじめとする資本市場に丁寧に説明することはありませんでした。
 - 加えて、中計未達の経営責任については取締役会で議論にすら出ていないと取締役常務執行役員の勝田氏はGESに説明しました。
- 本年5月に中計未達の発表だけ行い、その後どのように会社経営を行うのか、何も会社から新たな経営方針は示されず半年が過ぎようとしています。

JBSの社外取締役は株主との対話を拒絶

- JBSの社外取締役は、GESとの個別面談を拒否し、JBSのIR室からは上場会社として株主間の平等性や情報提供の公平性を損なう内容や機会となりかねないという理由で拒否するとの説明を受けています。
- 別途、社外取締役に対して送付した質問への回答書面の中では「社外取締役として、合理的な範囲で株主・投資家との面談を行なうことは問題なく、一概に拒否するものではない」と回答しつつも、事実上GESとの個別面談を拒否し続けています。しかし、GESが求める対話は公表していない重要情報の開示を求めるものではなく、むしろGESが建設的な対話を行うことは株主共同の利益に資するものであり、社外取締役が対話を拒否する本当の理由はよく分かっていません。

社外取締役は全員株主である当社との面談を事実上拒否



島田 直樹

ピー・アンド・イー・ディレクションズ代表取締役（元BCG、元ICGジャパンマネージングディレクター）



占部 利充

Ridgelinez顧問（元三菱商事常務、元三菱HCキャピタル代表取締役副社長）



出口 眞也

公認会計士出口眞也事務所所長（元PwCあらた監査法人パートナー）



森崎 孝

三菱総合研究所取締役会長（元三菱UFJ銀行副頭取、元三菱UFJフィナンシャルグループ常務）



経営判断ミスの説明しない不誠実な対応

- 前述のとおり、JBSは、上場直後の2022年11月に発表した中長期経営計画について、発表からわずか1年8か月後の今年5月、営業利益達成の見通しが立たなくなったとして取り下げましたが、その理由について、JBSは開示資料上では何ら具体的な説明を行っていません。
- しかし、JBS取締役との面談を通して、その理由は顧客ニーズの読み違い、事業環境の変化を把握できていない等の経営判断のミスが根本的な原因であることが判明。このような経営判断ミスの実態を対外的に説明しない姿勢は、中期経営計画が目標未達に終わった場合の株主への説明責任を規定するコーポレートガバナンス・コードにも反するものです。

コーポレートガバナンス・コード
～会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のために～



【原則4-1②の補充原則】
仮に、**中期経営計画が目標未達に終わった場合には、その原因や自社が行った対応の内容を十分に分析し、株主に説明を行うとともに、その分析を次期以降の計画に反映させるべきである。**

中期経営計画の取り下げ（2024年5月）

- 事業ポートフォリオの変化に加え、IT業界を取り巻く環境には急速な変化が起きている
- エンジニアのスキルセット及び体制構築コストが先行していることに加え、人件費の上昇などの影響もあり、営業利益は業績目標に届いていない状況

原因や対応の内容について具体的説明を行わず、次期以降の計画を示すことなく取下げ

エンゲージメントにより判明

- 定型サービスであるM365関連をエンジニアの大量投入により拡大し、同時に効率化で利益率を高める戦略だったが、**想定外にM365の需要の伸びが鈍化し、利益率向上も実現できず、エンジニアの稼働が大きく低下**
- エンジニアの稼働率は回復してきたが、**稼働率向上を重視するあまり、高度スキルが不要なプロジェクトも取りに行ったためにM365以外の事業でも利益率が低下**

外部環境変化ではなく、戦略ミスを始め、経営陣の経営判断のミスにほかならない

監督機能を果たしていない社外取締役

- 社外取締役には、経営上の意思決定や業務執行を「社外」の立場から監督することが求められますが、JBSにおいては、社外取締役はその役割をまったく果たしていない様子が見受けられます。
- 例示的に、前項までのとおり、JBSは明らかに過剰な不動産投資を行っていますが、かかる投資について社外取締役は「同業全体と比較してROEが平均以上あるので、（過剰な）社宅不動産を保有することは問題ない」との認識を示しています。
- JBSの社外取締役は上場以前からの創業者・経営陣の自己満足を漫然と追認しており、取締役会はガバナンス不全に陥っています。以下はGESから社外取締役に対する書面での質問に対する回答の抜粋です。

「社外取締役の方々への質問リスト」への回答（抜粋）

- 【Q】 現状の資産効率・資本効率についてのご意見をご説明ください。
- 【A】 当社の2023年9月期のROEは16%であり、同業平均の13.2%（当社算定）を上回る水準であり、PBRにおいても、同業全体と比べて遜色のない水準である。
- 【Q】 自社保有されている社宅について、セールスリースバックを行い、売却手取金を活用して株主還元を拡充することについてどのようにお考えかご説明ください。
- 【A】 社宅は共有資産（全社資産）につき、それ自体の資本効率を評価することは難しく、会社全体でのROEで捉えている。当社のROEは同業全体と比べて遜色のない水準である。

JBS社外取締役の実態

- 社外取締役が示すROEが業界平均以上であれば、資産効率は一切考えなくていいとの認識は、東証の「資本効率とバランスシートの収益性を考えた経営」と正反対である。
- 社長を始め経営陣との対話でも資本効率の改善を行う必要性を認めている一方、社外取締役はROEが同業比で問題なければ資本効率の低い投資も許容する姿勢で、社外取締役として監督機能を果たしていない。

不明確な中期経営計画頓挫の経営責任

- JBS取締役会においてはネクストスケープ社買収失敗の責任については議論されたものの、上場後初めて株主に対してコミットした中期経営計画が戦略ミスにより早々に頓挫したことについてはその責任は一切議論されていないとのこと。
- JBSの社外取締役を含む取締役会は、JBSの企業価値向上のためにも、取り下げに対する責任に関する議論をきちんと実施した上で、目標の取り下げの責任を明確化し、新たな目標・計画を掲げるべきです。

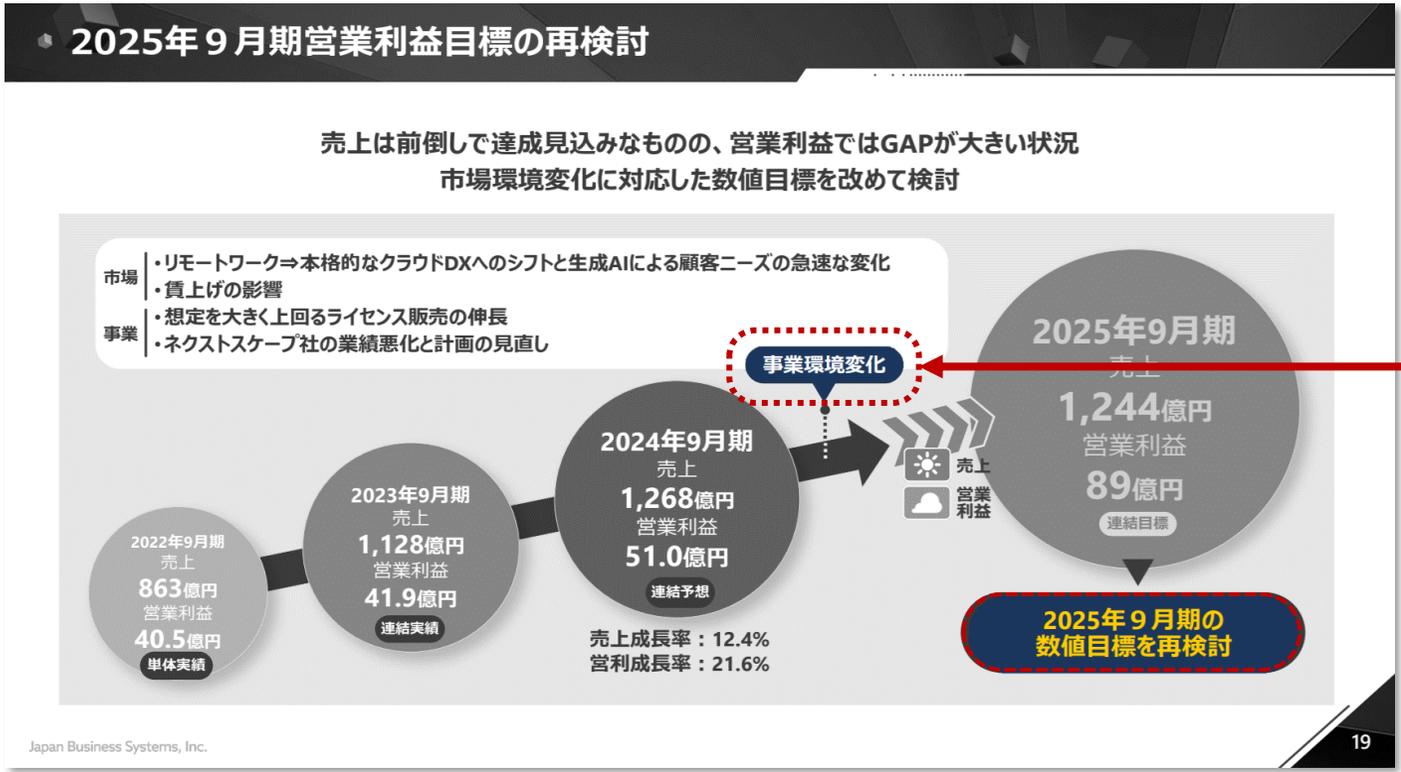
問題点	JBS取締役会での議論	JBS経営陣の認識
①ネクストスケープの買収失敗	責任を認めて役員報酬減額を役会上程したが、社外取締役からこの場合は自主返上が望ましいと発言 →社長、専務、常務の月額報酬の一部を“自主返納”	買収失敗の責任は経営陣にあると認識
②中期経営計画の営業利益目標を取り下げ	現状 「経営責任の議論すらされていない」とのこと (社外取締役は何をしているのか)	「市場環境の変化」により目標取り下げたと説明 (現経営陣は責任はないと認識)
	本来 取締役会できちんと議論を行うべき (社外取締役からも議論をするように促すべき)	市場環境を見誤った経営陣の判断ミスと認識すべき (責任は経営陣にあると認識する姿勢)

**目標の取り下げだけでなく、中計を見直した上で早急に新たな営業利益目標を設定・公表する必要がある
また現状の中計未達・中計見直しの必要性があることは早急に開示すべき**

出典: JBSへの当社によるヒアリング、JBS「[2025年9月期営業利益目標の取り下げに関するお知らせ](#)」(2024年5月14日)

経営実態に即した株主・投資家への情報提供なされているか

- JBSは、2024年5月14日の取締役会において、2022年11月11日に公表した中期経営計画における2025年9月期営業利益目標を取り下げるについて決議しました。
- 取り下げる要因については、決算説明会資料などにおいて、「事業環境変化」とのみ述べています。
- しかしながら、これまで述べたとおり、ターゲットとしていた大企業においてM365導入需要が一巡するなど中期経営計画に対する市場環境を経営陣が見誤ったことによるもので、単なる環境変化だけが要因ではないと認識しています。



- 営業利益目標だけの取り下げで、中計の一部のみが未達であることを示しています
- しかし、営業利益を含め中期経営計画が未達であることの説明がなされていません
- また、事業戦略が成り立たなくなっていることを認め、中計を撤回した上で、中計の方針を変えないことにも言及していません
- 当社としては、この状況は株主・投資家らに対し必要な情報が提供されていないと認識

前述のとおり、事業戦略の転換や資本効率の改善、さらにはガバナンス不全の解消等が急務になっているにもかかわらず、何ら有効な手が打たれていません。株主・従業員のためにも、株主提案の可決が必要です。

問題点1：
「新規上場の罨」による
深刻な株価低迷

問題点2：
資本効率を悪化させる
巨額の不動産投資

問題点3：ガバナンス不全

GES株主提案

議案1

剰余金処分の件

➤ 1株あたり配当71円（特別損失調整前配当性向で100%）

議案2

定款の一部変更の件（剰余金の配当方針について）

➤ 今後3年間の配当方針を配当性向100%に

議案3

定款の一部変更の件（不動産取得にかかる方針について）

➤ 年間の不動産投資額は株主還元額を超えない範囲に制限

議案4

定款の一部変更の件

（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）

➤ 有形固定資産の効率的活用を検討を含む

議案5

定款の一部変更の件

（上場市場区分変更計画の策定及び開示について）

議案6

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）

3. 株主提案の内容

資本コストや株価を意識した
経営の実現に向けて



議案の要領

剰余金の処分を以下のとおりとする。

本議案は、本株主総会において当社取締役会又は我々以外の当社株主が剰余金の処分の件を提案する場合には、それら提案とは独立して追加で提案するものとする。

(ア)配当財産の種類：金銭

(イ)一株当たり配当額：金71円から、本株主総会において当社取締役会又は我々以外の当社株主が提出し、かつ可決の決議がされた剰余金の処分に関する議案に係る普通株式1株当たりの剰余金配当額を控除した金額（本株主総会において当社取締役会又は我々以外の当社株主が剰余金の処分に関する議案を提出しない場合には金71円）。但し、2024年9月期末における（連結上の）一株当たり当期純利益が71円を上回る場合は、冒頭の金71円を、2024年9月期末における（連結上の）一株当たり当期純利益の金額に読み替える。

(ウ)配当財産の割当てに関する事項およびその総額：当社普通株式1株につき上記イの一株当たり配当額（配当総額は、一株当たり配当額に2024年9月30日現在の当社発行済株式総数（自己株式を除く。）を乗じて算出した金額）

(エ)剰余金の配当が効力を生じる日：本株主総会の日

提案の理由

当社の2023年9月期の配当は、当期純利益3,522百万円に対して年間配当額が合計1,352百万円（一株当たり配当金合計20円（2023年4月1日付け株式分割後の株式数を基準として換算））にとどまります。

これは、配当性向25.7%に過ぎません。

当社は、2024年3月末を基準日として、2023年9月期中間配当よりは2円高い（上記株式分割後の株式数を基準として換算）一株当たり12円の間配当を行い、年間配当予想25円を公表しましたが、未だ十分な配当水準とまではいえません。

株主価値の最大化のためには、適切な株主還元が重要です。そこで我々は、大胆な株主還元として特別損失を差し戻す調整を行った場合の純利益に対して配当性向100%の配当を行うことを提案します。

この配当額を支払ったとしても年間の配当総額は3,220百万円にしかならず、これは当社の2024年9月期における不動産関連投資予定額（社宅の新規取得と本社移転費用の合計8,483百万円）を大幅に下回る額でしかありません。

仮にこの前提での配当性向100%とし、現在の配当利回りが高配当銘柄と注目され得る5%程度であった場合には当社株価は約1,420円まで上昇することが見込まれます。現在の配当利回り約2.5%が維持される場合は、株価は2,840円まで上昇することが見込まれます。

議案の要領

現行の定款「第7章 計算」の章に、第46条として、以下の条文を新設し、現行定款第46条以降の条数を各々1条ずつ繰り下げる。
なお、本株主総会における他の議案（会社提案にかかる議案を含む。）の可決により、本議案として記載した条文に形式的な調整（条文番号のずれの修正を含むが、これらに限られない。）が必要となる場合は、本議案に係る条文を、必要な調整を行った後の条文に読み替えるものとする。

（剰余金の配当方針）

第46条 当社は、2025年9月期から2027年9月期までの期間において、剰余金の年間配当額の決定に際し、配当性向（配当総額÷当期純利益（連結財務諸表数値）により算出する。）100%以上を満たす年間配当額とする配当方針を採用し、法令上許容される限り、当該配当方針に従って年間配当額を決定する。

提案の理由

当社の剰余金配当は、前述のとおり前期の配当性向が単体で25.7%にとどまります。2023年9月末における従業員社宅8か所の帳簿価格は12,907百万円、2024年9月期に3,483百万円を費やして2か所の社宅を追加取得したと推定されるなど巨額の不動産投資を行っていることに加え、2024年9月期には本社移転等に伴い社員食堂整備費用を含め5,000百万円も投じる計画が開示されている一方で、当社の2024年9月期予定配当額は一株当たり25円、総額1,137百万円となっており、現状の株主還元は著しく過少で、株主を軽視した経営といわざるを得ません。大胆な株主還元を打ち出すべく、一時的な手当として、2027年9月期までの期間、配当性向を配当決定方針に加えることを提案します。

本提案の配当方針による財務インパクトの検証として、仮に2025年9月期以降、売上高を過去年度の平均売上高成長率とし、営業利益率を2024年9月期会社計画から一定と仮定した場合でも、2027年9月期末でネットD/Eレシオ0.4倍、ネットデット／EBITDA1.0倍、純資産比率20%となり、当社の財務健全性を損なわず、引き続き十分な財務余力を有することは明らかです。

加えて2025年9月期以降当社のネットデット額及び関連財務指標は低下することが予想されます。なお、当該財務インパクトの検証において設備投資は2023年9月期の減価償却費と同額と仮定し、2025年9月期から2027年9月期において新たな不動産の取得は想定していません。但し、当該期間において本議案に基づき配当性向100%としたとしても、財務レシオは急速に改善することから、不動産投資を追加で行う余力も十分にあると考えます。

本株主提案の配当方針を採用した場合の財務指標の推移予測

(百万円)	2024年9月期	2025年9月期	2026年9月期	2027年9月期
売上高	126,800	151,087	180,026	214,508
売上高成長率	12.4%	19.2%	19.2%	19.2%
営業利益	5,100	6,077	7,241	8,628
営業利益率	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%
当期純利益	1,500	3,837	4,572	5,447
1株あたり配当額	71	84	100	120
配当総額	3,220	3,837	4,572	5,447
配当性向	214.7%	100.0%	100.0%	100.0%
ネットデット	12,075	11,458	10,723	9,848
ネットD/Eレシオ	0.5x	0.5x	0.4x	0.4x
ネットデット/EBITDA	2.1x	1.7x	1.3x	1.0x
純資産比率	31%	27%	23%	20%

議案の要領

現行の定款に「第8章 不動産の取得」の章を新設し、第47条として、以下の条文を新設する。

なお、本株主総会における他の議案（会社提案にかかる議案を含む。）の可決により、本議案として記載した条文に形式的な調整（条文番号のずれの修正を含むが、これらに限られない。）が必要となる場合は、本議案に係る条文を、必要な調整を行った後の条文に読み替えるものとする。

（不動産取得にかかる方針）

第47条 当社が、不動産の取得のために支出することのできる額は、一事業年度当たり、基準日が当該事業年度の直前の事業年度に属する剰余金の配当総額及び同じく直前の事業年度に取得した自己株式の価額の総額の合計額以下とする。

提案の理由

当社の業態に大規模な設備投資は不要にもかかわらず、当社は、2023年9月末時点で約162億円にものぼる有形固定資産をバランスシートに計上しています。そのうち従業員社宅8か所の帳簿価格は12,907百万円であり、有形固定資産の約8割を社宅が占めています。

さらに、2024年9月期は3,483百万円を投じて2か所の社宅を追加取得し、本社移転等に伴い社員食堂整備費用を含め総額50億円かけていると推定され、2024年6月末時点で有形固定資産は約243億円に増加しています。

当社は、社宅を提供する理由として都内好立地での社宅提供が人材確保に向けた施策の一つであると説明していますが、社宅を自社所有せねばならない合理的な理由は何ら説明されていません。人材確保においては、そもそも給与増額等の根本的な解決を目指すべきであり、自社所有による社宅の提供は人材獲得施策としても有効とはいえません。

当社の平均給与は2023年9月末時点で6,188千円と決して高いとはいえず、従業員の採用とリテンションのために200億円を超える有形固定資産へ投資していることが、給与増額などその他の方法よりも有効であり、効率的な資金の使い方であるかどうかは疑わしいといわざるを得ません。合理的な理由なく自社所有の社宅用不動産によって有形固定資産を増額し続ける当社の経営は、東証の要請する「バランスシートをベースとする資本コストや資本収益性を意識した経営」に明らかに反しており、経営陣に対して無制限な不動産取得に歯止めをかけることが必要です。したがって我々は、不動産取得額に上限を設けるとともに、株主還元とのバランスを経営陣に意識させる規定を提案します。

現行の定款に「第8章 資本コストや資本収益性を意識した経営の実現に向けた対応」を新設し、第47条として、以下の条文を新設する。
なお、本株主総会における他の議案（会社提案にかかる議案を含む。）の可決により、本議案として記載した条文に形式的な調整（条文番号のずれの修正を含むが、これらに限られない。）が必要となる場合は、本議案に係る条文を、必要な調整を行った後の条文に読み替えるものとする。

（企業価値向上策の策定）

第47条 当社は、2025年3月31日までに、当社の企業価値向上策を策定し、東京証券取引所の運営する適時開示情報伝達システムを通じてその内容を公表する。

2. 企業価値向上策には、下記の内容を含むものとする。

- （1）当社の全事業を対象とした、企業価値向上に資する施策
- （2）当社の資本コストの現状及び市場評価の分析並びに資本効率の改善に向けた経営指標の設定等を含む資本政策
- （3）社宅を含む有形固定資産のセール・アンド・リースバック、及び有形固定資産の効率的活用に向けたその他の施策（具体的には、複数の大手動産会社に対して、有形固定資産の効率的活用について提案を求め、3社以上から提案を受領し、当該提案を踏まえて検討するものとする）
- （4）資産・資本の効率化を通じた株主還元施策
- （5）その他当社の企業価値向上に資すると考えられる事項

3. 企業価値向上策の策定は、以下の手続きを経て、取締役会が決定するものとする。

- （1）取締役会は、必要に応じて有識者、外部アドバイザー、及び株主の意見を聴取し企業価値向上策の草案を作成し、社外取締役から成る検討部会に提出する。当該検討部会は、その専門的知見に基づき草案に対する意見をまとめ、取締役会に上程する。取締役会は、企業価値向上策の策定にあたり当該検討部会の意見を十分に考慮する。
- （2）取締役会は、企業価値向上策の策定に際し、2024年9月30日時点において当社の1.5%以上の議決権を有する株主または当該株主が保有する当社の株式につき投資一任契約その他の契約もしくは法律の規定に基づき、当社の株式に投資するのに必要な権限を有する者（以下「運用者」という。）が希望する場合には、当該株主又は運用者から意見を聴取するものとする。

当社は本年、中計目標を取り下げしており、新たな企業価値向上策の策定・公表による市場評価の挽回が急務です。また、当社は東証が要請する「資本コストや資本収益性を意識した経営の実現に向けた対応」を未だ開示していません。

そのため当社は、同対応を含む企業価値向上策を、早急に検討、策定し、投資家に公表すべきです。特に、約243億円にのぼる有形固定資産を見直して資金を捻出し、新たな事業展開への投資や株主還元に戻すべきです。現状は、損益計算書上に賃料支払こそ計上されていないものの、実際には巨額の投資を行った結果が有形固定資産としてバランスシートに計上されているに過ぎません。

2024年6月末時点において、有形固定資産は24,330百万円である一方、ネットデットは13,072百万円であり、セールス・アンド・リースバックによって得られる手取り金は、負債額を大きく上回ることが想定されます。当社は、企業価値向上策の一環として、当社が自社保有する社宅のセール・アンド・リースバックを行うべきです。かかるセール・アンド・リースバックを行うことにより、賃料支払は発生するものの、不動産を保有していた場合に有形固定資産の減価償却費分の営業利益が押し下げられていた分がなくなり、営業利益に対してプラスの効果が生じる可能性があります。

当社は我々に対し、セール・アンド・リースバックを行うと賃料額にかかわらず売却損になるため実行できないと説明しましたが、東京都港区や渋谷区といった都内好立地の築浅の物件で必ず売却損が生じるとの評価が合理的な分析に基づくとは考え難く、当社の説明は受け入れがたいものです。当社は、当社独自の分析のみに依拠するのではなく、大手不動産会社（具体的には野村不動産株式会社、三菱UFJ不動産販売株式会社、三井不動産株式会社、三菱地所株式会社、住友不動産株式会社、東急リバブル株式会社が該当すると考えます）から、客観的な分析に基づく、当社有形固定資産の有効活用について提案を行うよう求め、かかる提案に基づき具体的な施策を検討すべきです。

また、当社社外取締役は我々に対し、当社のROE16%が同業平均を上回ることを踏まえ社宅購入に問題はないとも説明しましたが、ROEが同業平均を上回っていればどのような資産の使い方でも問題ないかのような考え方は、東証の要請する「バランスシートをベースとする資本コストや資本収益性を意識した経営」にも反しており、適切ではないといわざるを得ません。

事業資産の効率的活用を考慮しないROEだけでなく、事業資産（運転資本＋固定資産）を分母とし、NOPAT（営業利益－法人税）を分子とするROICにも着目するなどして、資産効率を精査すべきです。当社は、聖域を設けずに、当社の全事業を検証し、提案の内容を含む企業価値向上策を策定すべきです。

提案の理由

現行の定款に「第8章 上場市場区分変更計画」を新設し、第47条として、以下の条文を新設する。

なお、本株主総会における他の議案（会社提案にかかる議案を含む。）の可決により、本議案として記載した条文に形式的な調整（条文番号のずれの修正を含むが、これらに限られない。）が必要となる場合は、本議案に係る条文を、必要な調整を行った後の条文に読み替えるものとする。

議案の要領

（上場市場区分変更計画の策定及び開示）

第47条 当社は、2025年6月30日までに、東京証券取引所における上場市場区分をスタンダード市場からプライム市場へ変更するための計画（以下、「上場市場区分変更計画」という。）を策定し、東京証券取引所の運営する適時開示情報伝達システムを通じてその内容を公表する。

2. 上場市場区分変更計画は、遅くとも2028年9月期末までの市場区分変更を目指すものとし、必要な工程及び各工程のスケジュール等を含む合理的かつ具体的な内容でなければならない。

提案の理由

当社は、2022年からスタンダード市場に株式を上場しています。当社は我々に対し、将来的にプライム市場への変更を目指す意向があると説明しました。上場会社として、より流動性が高く、より多くの投資家が参加するプライム市場へ上場市場区分の変更を目指すことは、当社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に資するものです。

もっとも、プライム市場への上場市場区分変更に際しては、東京証券取引所による形式要件及び実質基準の審査を受ける必要があることから、当社は具体的な移行プランを策定の上、充足できていない要件・基準及び必要な工程を洗い出した上で取り組むことが不可欠です。

しかし現状では、当社は、プライム市場への上場市場区分変更に向けた具体的な移行プランを何ら説明していません。この状況を踏まえ、我々は、当社が、プライム市場への変更に関する具体的な実施目標とそれに基づくスケジュールを含む計画を策定し開示することを提案します。

現行の定款「第4章 取締役および取締役会」の章に、第31条として、以下の条文を新設し、現行定款第31条以降の条数を各々1条ずつ繰り下げる。

なお、本株主総会における他の議案（会社提案にかかる議案を含む。）の可決により、本議案として記載した条文に形式的な調整（条文番号のずれの修正を含むが、これらに限られない。）が必要となる場合は、本議案に係る条文を、必要な調整を行った後の条文に読み替えるものとする。

（取締役による株主との面談対応）

第31条 当社の取締役は、当社の1.5%以上の議決権を有する株主または当該株主が保有する当社の株式につき投資一任契約その他の契約もしくは法律の規定に基づき、当社の株式に投資をするのに必要な権限を有する者（以下「運用者」という。）から個別面談の要請があった場合、20営業日以内に個別面談に応じる。ただし、やむを得ない理由により当該期間内の個別面談ができない場合には、5営業日以内に面談を要請した株主または運用者にその旨を通知の上、対応可能な個別面談の日時を別途設定する。個別面談要請があった場合の面談の回数については、株主または運用者当たり、業務執行取締役等である取締役については四半期に1回以上、業務執行取締役等でない取締役については年に1回以上応じるものとする。

コーポレートガバナンス・コードは、上場会社は企業価値向上のため株主総会の場以外において、株主との間で建設的な対話を行うべきとしています。また、株主平等原則は、合理的な範囲で株式数に応じて取り扱いの差異を設けることを許容しており、企業価値向上の視点から対話を実施するにあたり、大株主との個別面談を妨げるものではありません。

当社は、本年5月14日に中計を取り下げると同時に当期純利益見通しを34.5億円から15億円に引き下げましたが、その際代替案となる経営方針や新たな業績目標を発表せず、株主に対する説明責任の観点から問題がありました。

当社経営陣は、株主に対する説明の姿勢が不十分であり、今後はいっそう積極的に投資家との対話を図るべきです。定款において、経営陣による大株主との個別面談応答の義務を明記しこれを実施すれば、株主との建設的対話が促進されることを通じて当社の企業価値向上に資するのみならず、当社の経営陣の透明性、開かれた態度を表すものとして画期的であり、市場による当社株価の評価にもつながります。

議案の要領

提案の理由

免責事項

本資料は、SAFSの運営ファンドであるGESによるJBS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、JBS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、JBS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。

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