

創業家に忖度した“番頭経営”から脱却し 真の企業価値向上に向けた経営刷新へ

株式会社ウィザスに対する株主提案に関する説明資料

2025年6月6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

2. ウィザスが抱える課題

3. GESが目指すガバナンス改革

3-1 現経営陣が再任されるべきではない理由	10
3-2 現任取締役の今後の管掌（案）	11
3-3 ウィザスの具体的な経営体制	12
3-4 GES提案の新任取締役候補者について	13
3-5 株主総会後のアクション	16
3-6 買収防衛策の廃止の件	17



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。

SAFSの運用ファンドは、現時点において、株式会社ウィザスの議決権比率約20%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

- 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年より株式会社ウィザス（以下「ウィザス」）（証券コード：9696）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。現在、SAFSの運営ファンドにてウィザスの株式を議決権にして約20%保有しています。
- ウィザスは長年に亘るガバナンス上の問題を抱え、上場企業として求められる資本効率に対して無自覚な経営を続けており、経営に関する抜本的な変革が必要です。GESはこのようなウィザスの経営上の問題を解決し、株主価値の向上をもたらす株主提案を提出しました。
- GESの提案する取締役候補は、企業経営、戦略立案、財務戦略等の経営課題を実際に解決してきた経営人材であり、且つ、ウィザスやその創業家から真に独立した取締役候補です。GESの提案する取締役候補によってウィザスに欠けていた、上場企業として企業価値及び株主価値を最大化する成長戦略・財務戦略の立案及び実行が可能になります。
- 本資料では、ウィザスが抱える課題及びGESが考える経営体制の在り方についてご説明いたします。

目的	議案	
経営の抜本的な変革による 企業価値・株主価値の向上	議題 1	取締役7名選任の件
	議題 2	定款の一部変更の件（取締役会議長について）
	議題 3	買収防衛策の廃止の件
	議題 4	定款第18条の削除の件（買収防衛策の導入等の条文削除について）

2. ウィザスが抱える課題

不十分なガバナンスと成長戦略の欠如



ウィザスが抱える課題①～不十分なガバナンス改革～

- 昨年の株主総会でGESが指摘した、創業家に対する過剰な配慮や利益誘導等のガバナンス問題について、その後、ウィザスが創業家のガバナンス問題の改善に着手し、わずかに改善が見られたことは一定の評価に値します。
- しかしながら、未だ形式的な改革に過ぎず、引き続き創業家である堀川家の特定の地位及び報酬の供与、優遇措置の提供、創業家を実質的に保護する買収防衛策の導入・維持等が行われています。

	GESが昨年指摘したガバナンス上の問題点	その後の状況（ウィザスへのヒアリング等に基づく）
特定の地位 及び 報酬の供与	 創業者一族が特定の地位に居続けた ● 創業者の堀川一晃氏は、親会社であるウィザスの代表を退任後も、連結子会社の株式会社ブリーズの代表取締役を32年間連続で務める ● 創業者長男の堀川直人氏は、連結子会社の株式会社SRJと株式会社テラス1において代表取締役を務める ● 創業者次男の堀川明人氏が、社長直轄の経営企画という特殊な地位に	 一部を除き退任（堀川直人氏のみSRJ取締役会長を継続） ● 創業者の堀川一晃氏は、2024年6月にブリーズ代表取締役を辞任 ● <u>創業者の長男である堀川直人氏は、2024年6月にSRJ及びテラス1の代表取締役を辞任したものの、SRJの取締役会長は継続</u> ● 創業者の次男である堀川明人氏は、ウィザスを退職
優遇措置の 提供	 創業者が常勤取締役退任後も同額報酬を受領 ● 創業者の堀川一晃氏が、取締役を退任後も相談役の報酬として常勤取締役在任時とほぼ同額の年間1,800万円を9年間にわたり支払われ続けた	 相談役報酬を半減させた（とのこと） ● 相談役の報酬年間1,800万円は、半減させたとのこと。 ● <u>同氏の活動としては多くとも週に1度あるか無いかの頻度で、生駒社長を訪問し意見を述べるだけであるとのことですが、年間900万円もの報酬を支払う価値のある貢献があるとは認められません</u>
買収防衛策 の維持	 創業家を実質的に保護する買収防衛策 ● 創業家を実質的に保護する買収防衛策の導入・維持等を行っている	 買収防衛策は継続 ● <u>上場企業でありながら、一株主である創業家に対する過剰な配慮や利益誘導が行われ続けている</u>

- また、ウィザスは、長年にわたり企業価値及び株式価値の最大化よりも創業家に忖度した「番頭経営」を継続してきた結果、資本コスト及び資本収益性を無視した経営を行い、十分な成長戦略を示すことが出来ていません。
- 2025年5月13日に開示された新中期経営計画は、営業利益がFY2025の実績値16.8億円からFY2028目標で20.7億円に増えるだけの著しく不十分と見なさざるを得ない計画となっています。
- さらに、本来上場会社に求められる適切な財務方針もないだけでなく、経営陣は上場会社を経営するに必要なファイナンス・リテラシーを持ち合わせていないこともこれまでの対話を通じて明らかになっています。

創業家に忖度した「番頭経営」を継続し、資本コスト及び資本収益性を無視した経営

著しく不十分な計画

資本効率に対する無自覚な経営

2-1. グループ新中期経営計画【第50-52期】：エグゼクティブサマリー

財務数値目標（連結）				
	指標	FY2025（実績）	FY2028（目標）	増減
収益性	営業利益	1,678百万円	2,066百万円	+ 388百万円
	純利益率	1.9%	4.6%	+ 2.7%
	EBITDAマージン	8.8%	11.1%	+ 2.3%
効率性	ROE	6.9%	15.2%	+ 8.3%
	ROIC	11.9%	14.8%	+ 2.9%
株主還元	配当性向	毎期20%を下限に	毎期45%以上	+ 25.0%



経営陣は手元流動性とネットキャッシュを混同

- 昨年の株主総会で、多額のネットキャッシュに関する株主から質問に対して、鴨田敬執行役員（経営管理主管）は、ネットキャッシュである理由は月商の3か月分に当たる約30億円を手元流動性として確保する必要があるためと説明。
- しかし、GESより、例えば30億円の借入れを行うと、貸借対照表の右側に30億円の有利子負債、左側には30億円のキャッシュが計上され、この状態ではネットキャッシュはゼロとなるものの、手元流動性は30億円確保できていることになるため、鴨田氏の説明はなぜネットキャッシュで70億円¹も必要かという説明にはなっていないと指摘させて頂きました。



財務方針が無く、上場会社の経営に必要なファイナンス・リテラシーが根本的に欠如

- GESからの、どこまでネットキャッシュを積み上げる方針なのかと質問に、鴨田氏から返答はなく、生駒社長より、どこまでという数値的なことは申し上げられない、必要な時に必要なものに使うことになる等という曖昧な回答しか得られませんでした。
- 経営陣が上場会社を経営するに必要なファイナンス・リテラシーを有しているのか深刻な疑念を感じざるを得ません。



どこまでネットキャッシュを積み上げる方針なのか？

数値は申し上げられない。
必要な時に必要なものに使う
のがわが社の方針



ウィザス
生駒社長

注1：2024年3月期末時点。2025年3月期末では約61億円。

ウィザスが抱える課題（まとめ）

- ウィザスは長年に亘るガバナンス上の問題を抱え、上場企業として求められる資本効率に対して無自覚な経営を続けており、経営に関する抜本的な変革が必要です。
- GESはこのようなウィザスの経営上の問題を解決し、株主価値の向上をもたらす株主提案を提出しました。

現取締役の能力不足（創業家への忖度と資本効率を無視した経営）が
これらの問題を引き起こす

不十分なガバナンス

成長戦略の欠如

GESはこのようなウィザスの経営上の問題を解決し、株主価値向上をもたらす株主提案を提出

3. GESが目指すガバナンス改革

真の企業価値向上の実現に向けて



- ウィザスの現任の取締役は、GESが昨年から指摘しているウィザスの経営課題について、この1年十分に具体的な対策を打ち出すことが出来ていないのみならず、現任取締役7名のうち生駒富男氏、赤川琢志氏、阿野孝氏、大澤純子氏、鷹野正明氏、大山真未氏の6名は、GESからの面談依頼を拒絶するなど株主に対する説明責任を果たす姿勢も見られません。
- したがって、同氏6名らは上場企業である当社の経営を取締役として委任するに足る経営能力を有していないと言わざるを得ず、取締役として再任されるべきではありません。

GLOBAL ESG STRATEGY



GESは昨年からウィザスの経営課題を指摘

具体的な対策を打ち出すことが出来ていない

GESからの面談依頼を拒絶
(株主に対する説明責任を果たす姿勢も見られていない)

経営能力を有していないと言わざるを得ない

取締役として再任されるべきではない

現任取締役の今後の管掌（案）

- とりわけ代表取締役社長の生駒氏については、取締役を30年間、社長を15年間勤めるなど創業者の右腕として働いた期間が長いがゆえに、創業家に忖度した「番頭経営」から脱却することは不可能と考えられるため退任頂くことが望ましいと考えます。
- 他方、現任の業務執行取締役である竹下氏においては引き続き業務執行取締役として経営と現場の橋渡しを担い、これまで当社の事業運営を担ってきた赤川氏、阿野氏については取締役としての経営監督の任から解放され、その専門領域に注力していただくことが望ましいと考えます。
- 但し、株主提案の議案2が承認されない場合は、定款にて代表取締役社長が取締役会議長を務めると規定されているため、GES提案の門田氏が代表取締役社長 兼 取締役会議長に就任することを想定しています。

	取締役名	現職	今後の管掌（案）
常勤	生駒 富男	代表取締役社長	退任
常勤	竹下 淳司	常務取締役 経営戦略本部長	代表取締役社長 経営戦略本部長
常勤	赤川 琢志	常務取締役 総括支援本部長	執行役員 総括支援本部長
常勤	阿野 孝	取締役 高校・大学事業カンパニー長	執行役員 高校・大学カンパニー長
社外	大澤 純子	取締役	退任
社外	鷹野 正明	取締役	退任
社外	大山 真未	取締役	退任

- ウィザスの具体的な体制としては、GESが提案する若林勇人氏、伊勢谷直樹氏、西立野竜史氏、星友啓氏、門田泰人氏、黒田淳氏及び森山真有氏が新たに取締役となり、また、現任の常務取締役である竹下淳司氏が代表取締役社長に就任する形で取締役会を構成します。
- また、赤川琢志氏（統括支援本部長）及び阿野孝氏（高校・大学事業カンパニー長）については、取締役からは退きつつ、各本部を率いる資質・適格性・専門性を有していると考えられるため、業務執行の責任者として引き続き各本部の長を担っていただきます。
- なお、門田氏は提案株主の運用者であるSAFSの最高投資責任者であることから、株主と取締役間の実質的な利益相反を避けるため、ウィザス取締役に選任された場合であっても、ウィザスからの役員報酬は一切辞退します。

GES提案の新任取締役候補者



(注1) 但し、株主提案の議題2が承認され、門田氏が取締役会議長となる場合には門田氏は社外取締役となる予定です。なお、門田氏は提案株主の運用者であるSwiss-Asia Financial Services Pte. Ltd.の最高投資責任者であることから、株主と取締役間の実質的な利益相反を避けるため、当社取締役に選任された場合であっても、当社からの役員報酬は一切辞退致します。

業務執行

赤川琢志 氏
(執行役員 統括支援本部長)

阿野 孝 氏
(執行役員 高校・大学事業カンパニー長)

業務執行に専念

- GESの提案する取締役候補は企業経営、戦略立案、財務戦略等の経営課題を実際に解決してきた経営人材であり、且つ、ウィザスやその創業家から真に独立した取締役候補です。GESの提案する取締役候補によってウィザスに欠けていた、上場企業として企業価値及び株主価値を最大化する成長戦略・財務戦略の立案及び実行が可能になります。
- 具体的には、若林勇人氏、西立野竜史氏、門田泰人氏は企業経営・経営管理・戦略立案及びガバナンスの専門家として、ウィザスの強力な企業価値向上策の策定、そこに含まれるべき競争環境が激化している通信制高校事業における成長戦略や収益性改善が急務である学習塾事業の抜本的改革の具現化、経営管理体制の強化、現在のウィザスの財務基盤に照らして適切な株主還元の実施を行います。

ガバナンス

門田 泰人 氏

Swiss-Asia Financial Services Pte. Ltd. 最高投資責任者（現任）

企業経営・経営管理・戦略立案

若林 勇人 氏

J.フロントリテイリング 元 取締役兼執行役常務
元 パナソニック コーポレート戦略本部 財務・IR グループゼネラルマネジャー

西立野 竜史 氏

元 ボストン・コンサルティング・グループ
元 ベインキャピタル、元 TPG キャピタル
元 東京理科大学理事長特別補佐・特任教授

- また、伊勢谷直樹氏、黒田淳氏は財務戦略の専門家として、内部管理体制の再構築という観点からも現在ウィザスに不足していると考えられる全社的な経営実態の数値化や経営目標の設定、グループ内の効率的な資金管理や予実管理、それを支えるITシステム整備など、ウィザスの経営体制の進化に必要な知見をもたらします。
- さらに、星友啓氏、森山真有氏は、教育業界において卓越した功績を上げてきた経営人材であり、教育業界を取り巻く事業環境の変化に則して通信制高校・大学事業の強化、グローバルスタンダードの教育の提供、将来的なグローバル展開などの道筋を示すことに貢献します。

財務戦略

伊勢谷 直樹 氏

元 三菱UFJフィナンシャル・グループ 常務執行役員 グループ Deputy CSO
兼 三菱UFJモルガン・スタンレー証券 取締役常務執行役員
兼 三菱 UFJ証券ホールディングス 取締役常務執行役員

黒田 淳 氏

元 三井住友銀行 執行役員 西日本第一法人営業本部長
元 三井住友ファイナンス&リース 専務執行役員
元 SMFL キャピタル 代表取締役社長 兼 CEO

教育サービス

星 友啓 氏

スタンフォード大学 オンラインハイスクール 校長（現任）
慶應義塾大学 特別招聘教授（現任）
横浜市立大学 特任教授（現任）

森山 真有 氏

元トライグループ 専務取締役
（トライグループにおいて通信制学校の立ち上げ等を主導）

- これからのウィザスにとって必要な実効性を持つ取締役会構成への変革を目指します。

候補者名	主な経歴	企業経営	内部統制・ガバナンス	事業再構築	教育事業	国際経験	財務/会計・資本市場	投資・M&A
社外 若林 勇人 氏	元 J.フロントリテイリング常務 元 パナソニック財務・IRグループゼネラルマジャー	✓	✓	✓		✓	✓	
社外 伊勢谷 直樹 氏	元 三菱UFJフィナンシャル・グループ常務 元 三菱UFJ証券ホールディングス常務	✓	✓	✓		✓	✓	
社外 西立野 竜史 氏	元 ボストン・コンサルティング・グループ 元 ベインキャピタル 元 東京理科大学理事長特別補佐・特任教授	✓	✓	✓	✓			✓
社外 星 友啓 氏	スタンフォード大学オンラインハイスクール 校長（現任）			✓	✓	✓		
常勤 ¹ 門田 泰人 氏	Swiss-Asia Financial Services Pte. Ltd. 最高投資責任者（現任）	✓	✓	✓		✓	✓	✓
社外 黒田 淳 氏	元 三井住友銀行 執行役員 西日本第一法人営業本部長 元 三井住友ファイナンス&リース 専務執行役員 元 SMFL キャピタル 代表取締役社長 兼 CEO	✓	✓	✓			✓	
社外 森山 真有 氏	元 トライグループ 専務取締役	✓		✓	✓			

（注 1） 但し、株主提案の議題 2 が承認され、門田氏が取締役会議長となる場合には門田氏は社外取締役となる予定です。なお、門田氏は提案株主の運用者である Swiss-Asia Financial Services Pte. Ltd.の最高投資責任者であることから、株主と取締役間の実質的な利益相反を避けるため、当社取締役に選任された場合であっても、当社からの役員報酬は一切辞退致します。

- 株主総会においてGES提案取締役候補が選任された場合は、速やかに次のことを実施したいと考えています。
- また、現在の取締役の方々と株主総会後には立場や意見の違いを乗り越え、ノーサイドで一致団結してウィザスの企業価値・株主価値向上のために協力して取り組んでまいりたいと考えています。

成長を実現する経営計画の策定

従業員、取引先、その他ステークホルダーへの丁寧なコミュニケーション

従業員の方々が安心でき、やる気をもって働ける組織体制づくり

- 昨年の株主総会におけるGESによる株主提案「買収防衛策廃止」に対する賛成率は41.85%にのぼり、創業家を除く株主の過半数から支持されたにも関わらず、ウィザスは創業家を優遇する買収防衛策を維持しています。
- ウィザスは「創業家の持分が20.11%で、50%を下回っており、譲渡や相続で減少する可能性も否定できない」ために導入していると買収防衛策導入の目的に記載しており、一株主である創業家に対する利益誘導の温床となっている懸念が存在します。
- GESは、創業家の不適切な影響力排除及び経営陣に対する規律のため、「買収防衛策の廃止」が必要だと考えており、「買収防衛策の廃止」を提案しています。



「コーポレートガバナンス・コード」(東京証券取引所)

【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。

「企業買収における行動指針」(経済産業省)

【第2章 原則と基本的視点 2.1 3つの原則】

第1原則：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、又は向上させるかを基準に判断されるべきである。

第2原則：株主意思の原則

会社の経営支配権に関わる事項については、株主の合理的な意思に依拠すべきである。

第3原則：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である。

買収防衛策の導入社数

2008年時点では
574社

▼ ほぼ半減

2025年3月31日時点では
245社



免責事項

本資料は、SAFSの運営ファンドであるGESによるウィザス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、ウィザス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、ウィザスの株主に対して、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