

株式会社 PEGASUS
代表取締役社長 美馬 成望 殿
取締役会 各位

通知書

当社は、貴社の環縫いミシンにおける技術力、世界的な事業基盤及び本源的な事業価値を評価している。

だからこそ、最初に明確に申し上げる。

問題は事業ではない。経営である。

貴社には、世界で競争できる技術、顧客基盤及び事業資産がある。

それにもかかわらず、2026年3月期のROEは1.0%、PBRは1倍を大幅に下回り、自己資本比率は72.5%に達している。

事業に本源的な価値があるにもかかわらず、その価値が十分な収益及び株主価値へ転換されていないのであれば、その間にある資本配分と経営執行を問うのは当然である。

そして、その責任を負うのは取締役会である。

貴社は、過去の中期経営計画において自ら目標を掲げた。その目標は大幅な未達となった。

しかし、その原因、責任及び是正措置は十分に明らかにされていない。

その一方で、今度はROE9%超、PBR1倍超という新たな目標を掲げようとしている。

新たな目標を示すのであれば、まず過去の目標がなぜ達成できなかったのかを説明すべきである。

当社が求めているのは、「成長」「収益力強化」「資本効率向上」といった抽象的な方針の再掲ではない。

いつまでに何をするのか。

どの事業でいくら利益を改善するのか。

資本をどこまで適正化するのか。

誰が実行責任を負うのか。

未達の場合、その結果を報酬、指名及び取締役構成へどのように反映するのか。

それを数字と期限によって示すことである。

貴社回答は、ROE9%超及びPBR1倍超の達成年度、年度別利益計画、目標自己資本、事業別ROIC、資本還元額、責任取締役及び未達時の措置について、具体的な回答を示していない。

これは単なる説明不足ではない。

約326億円の株主資本をどのように配分し、いつまでにどの程度の利益を生み、その結果に誰が責任を負うのかという、経営の根幹に対する問いが未回答のままである。

2026年10月の次期中期経営計画でもこれらが示されないのであれば、問題は計画の表現や出来栄ではなく、現取締役会が当該目標を策定し、実行し、その結果に責任を負う能力と意思を有しているのかという問題になる。

▶当社が求める対応は二つである

本書には多くの論点を記載している。

しかし、貴社取締役会に今回求める具体的な対応は二つである。

第一に、2026年10月に予定される次期中期経営計画の公表後10営業日以内に、本書記載の5つの評価基準について、取締役会として正式な見解を書面で回答すること。

第二に、独立社外取締役を含む取締役との協議機会を設け、当該回答及び次期中期経営計画について取締役自ら説明すること。

当社は、IR担当者から一般的な説明を受けることを目的として本書を送付しているのではない。

計画を決定し、資本を配分してきた取締役会自身が、過去の結果をどのように総括し、次に何を実行し、その結果にどのように責任を負うのかを説明することを求めている。

▶次期中期経営計画を評価する5つの基準

当社は、上記書面回答及び取締役との協議において、少なくとも以下の5項目を評価基準とする。

1. 中期経営計画最終年度に自己資本比率50%程度を目指す段階的な資本再構成

2. PBR0.8 倍未満では、資本コストを上回る再投資機会が具体的かつ定量的に示されない限り、財務安全性を確保しつつ自己株式取得及び消却を原則として優先・継続すること。また、PBR0.8 倍以上 1 倍未満においても、再投資機会との期待収益率比較に基づき、機動的な自己株式取得を行うこと
3. 資本コストの算定根拠並びに ROE9%達成までの年度別ブリッジの開示
4. 重要 KPI 未達時の役員報酬、指名及び取締役構成への反映
5. 大規模買付行為等に関する対応方針の早期廃止、又は少なくとも次回以降の継続若しくは延長を行わないこと

なお、PBR0.8 倍は自己株式取得の優先度を判断するための資本配分上の基準であり、貴社自身が掲げる PBR1 倍超という経営目標を引き下げるものではない。

これらについて、単に「今後検討する」と回答するだけでは十分ではない。

採用するのか。

採用しないのであれば、どのような代替策によって ROE9%超及び PBR1 倍超を実現するのか。

数値、期限及び責任主体をもって説明すべきである。

当社は、その内容を次期中期経営計画公表後 10 営業日以内の書面回答及び独立社外取締役を含む取締役との協議において確認する。

1. ここまで乖離した計画を「未達」の一言で終わらせることはできない

貴社は、2024 年 5 月公表の中期経営計画において、2027 年 3 月期の目標として、売上高 300 億円、営業利益 32 億円、ROE8.6%を掲げた。

これに対し、最終年度を 1 年後に控えた 2026 年 3 月期実績は、売上高 216 億 57 百万円、営業利益 9 億 46 百万円、ROE1.0%である。

営業利益は目標の 3 分の 1 にも届いていない。

ROE は 8.6%の目標に対して 1.0%である。

これは、わずかな未達という水準ではない。

貴社自身が株主に示した計画と、実際の経営成果との間に重大な乖離が生じている。
それにもかかわらず、少なくとも公表資料上、取締役の交代、役員報酬への具体的な反映
その他の明確な責任措置は示されていない。
その状態のまま、新たな中期経営計画へ移行しようとしている。
次の計画を示すのであれば、その前提として、何を読み違えたのか、何を実行できなかったのか、どの判断を改めるのか、今回何を変えるのかを明確にすべきである。

過去の大幅な未達を十分に検証しないまま新たな目標を掲げても、株主にはその実現可能性を判断する根拠がない。

計画は、策定すること自体が目的ではない。
達成できなかったのであれば原因を検証し、その結果を次の経営判断及び責任体制へ反映する。それが取締役会の役割である。
2026 年 10 月の次期中期経営計画は、単なる計画更新ではない。

過去の結果を正面から検証し、次の結果に責任を負える取締役会であるかを判断する機会である。

2. 「可決された」という事実を、十分な信任と読み違えてはならない

第 80 期定時株主総会における美馬成望社長の取締役選任議案の賛成率は、2025 年の 95.79%から 2026 年には 77.04%へ低下した。
18.75 ポイントの低下である。
反対票は 4,807 個から 34,549 個へ増加した。約 7.2 倍である。
大規模買付行為等に関する対応方針の継続議案についても、25,173 個の反対票が投じられた。

そして重要なのは、これらの結果が、当社の意向が議決権行使結果に十分反映されていない状況下で生じたものであるという点である。

それでも美馬社長の選任議案の賛成率は 77.04%まで低下した。
この結果を単に「議案は可決された」とのみ評価することは適切ではない。

可決と十分な信任は同じではない。

前年 95.79%あった支持が 77.04%まで低下しているという変化そのものを見るべきであ

る。

現経営陣への信任が前年から大きく低下していることは明らかであり、その経営責任及び資本政策に対する懸念が当社だけのものではないことも投票結果から確認できる。

今後、当社が各議案に対する立場を議決権行使によって明確に示した場合、同様の議案が引き続き安定的に承認されることを当然視すべきではない。

取締役会は、今回の結果を単なる一時的な票数の変動ではなく、**次回以降の役員選任、資本政策及び本対応方針に対する株主判断の重要な先行指標**として受け止めるべきである。

3. ROE9%を掲げるのであれば、約 29 億円をどう稼ぐのかを示す必要がある

現在の自己資本 326 億 15 百万円を維持したまま ROE9%を達成するには、親会社株主に帰属する当期純利益約 29 億 35 百万円が必要となる。

これは、

- 2026 年 3 月期実績 3 億 23 百万円の約 9.1 倍
- 2027 年 3 月期会社予想 2 億 50 百万円の約 11.7 倍
- 過去 10 年平均利益約 11 億 4 百万円の約 2.7 倍

に相当する。

一方、2027 年 3 月期について、貴社自身が予想する営業利益は 8 億 40 百万円、親会社株主に帰属する当期純利益は 2 億 50 百万円である。

現在の自己資本を維持するのであれば、2 億 50 百万円の会社予想利益から、ROE9%に必要な約 29 億 35 百万円へ、どのように利益を引き上げるのか。

当社が求めているのは、その具体的な道筋である。

「収益力を強化する」「成長を目指す」「資本効率を改善する」といった表現だけでは、29 億円へのブリッジにはならない。

どの事業で何億円、どの施策によって、いつまでに、誰が責任を持って実行するのか。

ROE9%を掲げるのであれば、その説明が必要である。

当社試算によれば、過去 10 年間の実績は以下のとおりである。

- 親会社株主に帰属する当期純利益累計：約 110 億 39 百万円

- 営業キャッシュ・フロー累計：約 184 億 65 百万円
- 設備投資累計：約 128 億 48 百万円
- 簡易フリー・キャッシュ・フロー累計：約 56 億 17 百万円
- 研究開発費累計：約 47 億 7 百万円

なお、簡易フリー・キャッシュ・フローは、営業キャッシュ・フローから有形固定資産及び無形固定資産の取得額を控除して算定した当社試算である。

この実績を踏まえれば、利益改善のみで ROE9%を達成することは極めて困難である。

したがって、ROE9%の実現には、利益改善と過大な自己資本の是正を同時に進める必要がある。

なお、以下の ROE 及び必要利益額は、比較の便宜上、期末自己資本を用いた静態的概算である。

実際の中期経営計画では、資本還元の実行時期を反映した期中平均自己資本に基づく年度別ブリッジを示すべきである。

4. 必要なのは、資本適正化と利益改善の双方である

自己資本比率 50%、自己資本約 224 億 82 百万円を前提とすると、ROE9%に必要な当期純利益は約 20 億 23 百万円となる。

過去 10 年平均利益約 11 億 4 百万円を同自己資本で除した ROE は約 4.9%である。

つまり、資本を適正化するだけでも ROE9%には届かない。

残る約 4.1 ポイント、純利益にして約 9 億 19 百万円を事業改善によって上積みする必要がある。

一方、純利益 20 億円台は貴社にとって未経験の利益水準ではない。

2019 年 3 月期には 20 億 79 百万円、2023 年 3 月期には 22 億 94 百万円を計上している。

当社が求めている利益水準は、貴社が過去に実際に達成した範囲内にある。

問われているのは、その利益水準をどの事業でどのように再現し、同時に過大な自己資本をどのように適正化するかである。

次期中期経営計画では、少なくとも以下のブリッジを年度別に示すべきである。

- 自己資本適正化による ROE 改善効果

- アパレルマシナリー事業の利益回復額
- オートモーティブ事業の黒字化及び利益改善額
- 原価低減、固定費削減及び資産効率化の効果
- 不採算事業又は拠点の縮小若しくは撤退による効果
- 追加借入れに伴う税引後金利負担
- 税負担その他の最終利益への影響

資本再構成による ROE 改善効果と、追加借入れによる税引後金利負担は、それぞれ独立して示すべきである。

自己株式の消却効果を資本適正化とは別の効果として二重計上してはならない。

数字を分解すれば、必要な施策は明確になる。

次に示すべきなのは、誰が、いつまでに、それを実行するのかである。

5. 約 326 億円の株主資本を維持するのであれば、その必要性と期待リターンを説明

すべきである

財務省「年次別法人企業統計調査」における 2024 年度国内製造業の自己資本比率は 50.3%である。

当社は、50%が貴社にとって唯一の正解であると主張しているわけではない。

しかし、だからといって自己資本比率 72.5%という現在の水準が当然に正当化されるものでもない。

当社は、中期経営計画最終年度に自己資本比率 50%程度を目指すことを一つの基準として提案している。

貴社が 72.5%又はそれに近い水準を維持することが最適であると判断するのであれば、なぜその資本が必要なのか、何のために使用するのか、その資本からどの程度のリターンを生むのかを具体的に説明すべきである。

株主資本を事業へ投入するのであれば、資本コストを上回るリターンを生むことが原則である。

資本コストを上回る再投資機会がない資本については、株主還元を含む他の資本配分との比較が必要となる。

現金還元のみを行い、2026 年 3 月末の貸借対照表を固定すると仮定した場合、約 100 億

円を還元しても自己資本比率は約 64.5%にとどまる。

現金還元のみで 50%に到達するには計算上約 203 億円が必要となり、現実的ではない。

一方、総資産 449 億 63 百万円を概ね維持し、自己資本を 224 億 82 百万円とする場合、適正化対象額は約 101 億 33 百万円となる。

これは約 101 億円の自己資本を減少させ、その一部を借入れその他の負債へ置き換えるレバレッジド・リキャピタライゼーションを含む考え方である。

ただし、約 101 億円は資本構成上の適正化対象額の概算であり、その全額を自己株式取得によって実行することを意味するものではない。

当社は、100 億円を直ちに一括で借入れ、一括で還元することも求めている。

次期中期経営計画期間内に、

- 必要運転資金を超える余剰現預金
- 今後創出されるフリー・キャッシュ・フロー
- 非中核資産売却
- 自己株式取得及び消却
- 特別配当
- 財務安全性を損なわない追加借入れ

を組み合わせ、段階的に資本構成を適正化することを求める。

ここで、自己株式取得の優先順位と資本構成目標は明確に区別すべきである。

PBR0.8 倍未満は自己株式取得を原則として優先すべき価格評価上の基準であり、自己資本比率 50%程度は中期的に目指す資本構成上の基準である。

PBR が 0.8 倍以上となった場合でも、自己資本比率がなお過大であるならば、特別配当その他の手段を含めた資本適正化を継続すべきである。

一方、自己資本比率 50%程度まで資本適正化が進んだ後については、PBR0.8 倍未満であることだけを理由として、財務安全性を損なう水準まで機械的に自己株式取得を継続することを求めるものではない。

株価評価と財務安全性の双方を満たす範囲で、最も株主価値を高める手段を選択すべきである。

2026 年 3 月期末の現預金は約 105 億 17 百万円、有利子負債は約 60 億 21 百万円、ネット

キャッシュは約 44 億 96 百万円であり、投資有価証券は約 90 百万円である。
既存の手元資金だけで 100 億円規模の資本適正化を完結できないことは当社も認識している。

だからこそ、取締役会が複数年度の具体的な資本政策を示す必要がある。
為替換算調整勘定、必要運転資金、設備投資、研究開発投資、海外子会社からの資金還流、会社法上の分配可能額及び金利上昇等を考慮し、最低手元流動性、追加借入可能額、調達金利、財務制限条項を含むストレステストを示すべきである。

6. PBR0.8 倍未満では、自己株式取得及び消却を原則として継続する方針を示すべき

である

PBR 約 0.4 倍での自己株式取得は、残存株主の 1 株当たり価値を大きく改善する。
2026 年 3 月期末の自己資本 326 億 15 百万円、期末自己株式控除後株式数約 2,394 万株、BPS1,362.29 円を基準とし、平均取得価格を 545 円と仮定した単純試算では、以下のとおりとなる。

20 億円取得の場合

- BPS：約 1,510 円、約 10.9%上昇
- 期末株式数を基準とした単純 EPS：約 13.51 円から約 15.96 円、約 18.1%上昇

50 億円取得の場合

- BPS：約 1,870 円、約 37.3%上昇
- 同単純 EPS：約 13.51 円から約 21.91 円、約 62.1%上昇

上記は、2026 年 3 月期の当期純利益を一定とし、取得価格 545 円、金利及び税負担等を考慮しない静態的な理論試算である。

PBR 約 0.4 倍の現在の価格水準における取得効果を示すものであり、株価上昇後まで同じ価値改善効果が続くことを意味するものではない。

例えば、取得価格が BPS の 80%に近づけば、BPS に対する価値改善効果は当然に小さくなる。

それでも、PBR1 倍を明確に下回る価格での自己株式取得は、1 株当たり純資産価値を下回る価格で株式を取得することになるため、他の条件が同じであれば残存株主の BPS を増加させる。

当社が求めているのは、一時的な自己株式取得ではない。

当社は、PBR0.8 倍未満、すなわち 1 株当たり純資産価値に対して 20%を超えるディスカウントが存在する水準を、自己株式取得を原則として優先すべき資本配分上の基準と考える。

したがって、財務安全性を損なわず、かつ資本コストを上回る再投資機会が具体的かつ定量的に示されない限り、

PBR0.8 倍未満では、自己株式取得及び消却を原則として継続する方針を次期中期経営計画に明記すべきである。

PBR0.8 倍以上 1 倍未満についても、一律に自己株式取得を停止する合理性はない。事業投資のリスク調整後期待収益率、資本コスト、財務余力及び自己株式取得による 1 株当たり価値改善効果を比較し、自己株式取得が最も高い株主価値を生む場合には機動的に継続すべきである。

一方、PBR1 倍以上となれば、自己株式取得が BPS を機械的に増加させるという関係は失われるため、通常の資本配分判断として再投資機会との比較を行うことになる。

したがって、当社が提案する基本的な判断基準は以下である。

PBR0.8 倍未満：自己株式取得・消却を原則優先

PBR0.8 倍以上 1 倍未満：期待収益率比較に基づき機動的に実施

PBR1 倍以上：事業投資を含む通常の資本配分判断

なお、これは各時点における直近開示の BPS 等を基準として判断すべきものであり、特定の株価水準そのものを目標とする趣旨ではない。

また、PBR0.8 倍は自己株式取得の判断基準であり、最終的な経営目標はあくまで ROE9%超・PBR1 倍超である。

貴社が PBR0.8 倍未満で自己株式取得より成長投資を優先するのであれば、その投資について、

- 投資額
- リスク調整後期待収益率
- 投資回収期間

- 資本コストとの差
- 主要な事業リスク
- 投資後の事後検証方法

を示し、自己株式取得よりも優先すべき理由を数値で説明すべきである。

「成長投資である」という説明だけでは、資本配分の優先順位を判断するには不十分である。

また、約 101 億円の資本適正化対象額の全額を市場内で自己株式取得することは、市場流動性、取得による株価変動等を踏まえば現実的ではない。

したがって、自己株式取得については市場内買付、自己株式公開買付け、立会外取引等を適切に使い分けるとともに、特別配当、非中核資産売却及び負債・資本の入替を組み合わせるべきである。

PBR が 0.8 倍に到達したから資本適正化を終了するのでも、自己資本比率 50%程度に到達するまで価格を問わず自己株式を買い続けるのでもない。

株価評価、資本構成、財務安全性及び再投資機会を同時に比較し、その時点で最も株主価値を高める方法を選択することが必要である。

取得した自己株式については速やかに消却し、再処分による希薄化及び資本政策の後戻りを防止すべきである。

7. 株主資本コスト約 9%を示したのは、当社ではない。貴社である

貴社は 2024 年 5 月時点で株主資本コストを約 7%としていたが、2026 年 1 月 30 日付の開示において、認識する株主資本コストを約 9%へ再設定している。

一方、2026 年 3 月期 ROE は 1.0%である。

株主資本コスト約 9%。

ROE1.0%。

その差は約 8 ポイントである。

約 9%という株主資本コストを示したのは、当社ではない。貴社自身である。

したがって、次期中期経営計画では、その差を何によって、いつまでに解消するのかを明

らかにすべきである。

少なくとも、

- 株主資本コストの数値又は合理的レンジ
- 算定方法及び主要前提
- WACC
- 事業別ハードルレート
- 事業別 ROIC
- ROIC と資本コストとの差額
- 資本コストを下回る事業への対応方針
- 投資案件の採否基準及び事後検証方法

を開示すべきである。

資本コストを開示することと、資本コストを経営判断へ反映することは同じではない。

約 9% という基準を自ら示した以上、それを下回る資本配分を継続するのであれば、その合理性を説明する責任は取締役会にある。

8. 還元原資は「ある・ない」ではなく、分解して示すべきである

貴社は、資本適正化の原資を、

- 事業運営上必要な最低現預金
- 余剰現預金
- 親会社及び海外子会社の現預金
- 海外資金の国内還流可能額、税負担及び規制
- 拘束性預金
- 売却可能な不動産その他の非中核資産
- 政策保有株式及びその他有価証券
- 今後のフリー・キャッシュ・フロー
- 会社法上の分配可能額
- 追加借入可能額
- 各原資の実行時期

に分解して示すべきである。

JUKI 株式会社については既に売却済みである。

したがって、今後売却するかどうかではなく、その投資が株主資本を投入するに値する投資であったのかを事後検証すべきである。

取得目的、取得時に想定した期待リターン、実現した事業シナジー、受取配当、売却損益、投資期間中の資本コスト及び他の投資又は株主還元を行わなかったことによる機会費用を明らかにすべきである。

資本配分は、投資を実行したという事実だけで評価されるものではない。

その投資が資本コストを上回る価値を生み出したかどうかによって評価されるべきである。

9. 未達に責任が伴わなければ、次の目標の信頼性も高まらない

貴社は 2026 年に譲渡制限付株式報酬制度を導入した。

しかし、株式を交付することだけで、経営陣と株主の利害が十分に一致するわけではない。

過去の中期経営計画は大幅な未達となった。

問題は、その結果が次の経営判断、報酬、指名及び取締役構成へどのように反映されるかである。

結果と責任が切り離されたままであれば、次の目標についても、その実効性を株主が評価することは難しい。

次期中期経営計画では、ROE、事業別 ROIC、営業利益率、フリー・キャッシュ・フロー及び相対 TSR を主要な業績連動 KPI として採用すべきである。

また、PBR1 倍割れの継続、ROIC の資本コスト割れの継続、中期経営計画の重大な未達、公表した資本配分計画の合理的理由なき未実行については、取締役の指名及び再任判断へ反映すべきである。

通常計画未達は、変動報酬の減額及び再任判断へ反映する。

重大な会計訂正、不正行為、虚偽又は重大な誤解を招く説明、重大なリスク管理上の不備については、マルス・クローバック条項を適用できる制度とすべきである。

目標には期限が必要であり、期限には責任が伴う。

責任との連動が明確になって初めて、中期経営計画は株主に対する実効性あるコミットメントとなる。

10. 経営成果が伴わないまま、市場規律のみを制限するのであれば、より厳格な説明

が必要である

貴社の大規模買付行為等に関する対応方針は、原則として 2027 年の定時株主総会后、最初に開催される取締役会まで有効であり、取締役会決議によって廃止可能である。

貴社自身も、具体的な大規模買付行為への懸念がなくなった後まで維持する予定はない旨を説明している。

一方、現在の状況は、ROE1.0%、PBR1 倍割れ、過去の中期経営計画は大幅未達である。このような経営成果の下で、自らに対する市場規律を制限する本対応方針を維持するのであれば、その必要性について通常以上に厳格な説明が求められる。

本対応方針の維持が真に企業価値及び株主共同の利益に資するのであれば、その合理性を現在の経営成果との関係を含めて具体的に説明すべきである。

取締役会は、次期中期経営計画と同時に本対応方針の廃止を検討し、少なくとも 2027 年以降の継続又は延長を行わない旨を明らかにすべきである。

11. 改めて、取締役に二つの対応を求める

本書には、多くの数字及び論点を記載した。

しかし、当社が今回、貴社取締役に求める対応は二つである。

第一に、次期中期経営計画公表後 10 営業日以内に、本書記載の 5 つの評価基準について、取締役会として正式な見解を書面で回答すること。

第二に、独立社外取締役を含む取締役との協議機会を設け、当該回答及び次期中期経営計画について取締役自ら説明すること。

当社が確認する事項は明確である。

資本をどこまで適正化するのか。

PBR0.8 倍未満における自己株式取得をどのような基準、規模及び期間で実施するのか。

どの事業で利益をいくら改善するのか。

いつまでに実現するのか。

誰が実行責任を負うのか。

未達の場合、その結果をどのように経営責任へ反映するのか。

これらについて、取締役会自身が回答し、説明することを求めている。

当社は回答内容だけでなく、回答の有無及び取締役自身による説明姿勢についても評価対象とする。

本書は、単なる意見表明ではない。

次期中期経営計画及び現経営陣について、当社が何を基準に判断するかを事前に明示するものである。

当社は、会社法、金融商品取引法その他の法令上認められた株主権の行使、議決権行使に関する活動、資本市場への情報発信その他の対応を含め、今後取り得る手段を留保する。具体的な対応及びその時期を、現時点で限定するものではない。

2026 年 10 月に問われるのは、新たな中期経営計画の出来栄だけではない。

取締役会が過去の経営結果をどのように総括し、何を決定し、誰がその実行に責任を負うのか。

そして、**現取締役会に、株主資本を引き続き委ねることが適切であるのか。**

当社は、次期中期経営計画、書面回答及び取締役との協議を通じて、その点を判断する。

以上

2026 年 7 月 29 日

ESG 投資事業組合

業務執行組合員 Be Brave 株式会社

代表取締役 泉田 和人