

2025 年 6 月 23 日

みさき投資株式会社

株式会社サカイ引越センターに対する当社の議決権行使とその背景について

私たちみさき投資株式会社は、上場企業の長期的な企業価値の向上を目指し、経営陣との真摯な対話を通じて変革を支援するエンゲージメント投資家です。サカイ引越センター（以下、貴社）に対しては **2014** 年に投資を開始して以来、**10** 年以上にわたり「働く株主[®]」として現場や経営陣の皆さまと継続的な協働を続けてまいりました。

今般私たちは、**2025** 年 **6** 月開催の株主総会において創業家出身の取締役 **2** 名（田島哲康代表取締役社長および田島通利専務取締役）の再任議案に、反対の議決権を行使いたしました。

今回の議決権行使は、貴社の企業価値向上に真摯に向き合ってきた私たちが、熟慮の末に下した苦渋の決断です。なぜこの判断に至ったのかを正しくご理解いただくためにも、私たちの考えをご説明したく、このレターをお送りいたします。また、私たちのステークホルダーに対する説明責任を果たすために、このレターは公開も予定しています。

1. これまでの対話の経緯と議決権行使の理由

私たちは創業者が掲げられた「まごころ経営」の理念、そしてそれが現場にまで深く浸透している事実強い感銘を受け、企業文化に深く共感してまいりました。私たちは貴社の「まごころ経営」という理念は単なるスローガンではなく、「誠実・勤勉・礼節」を貫く徹底した顧客第一主義、そして社員の幸せを願う日本型経営の真髄であると理解しています。創業以来、全国規模での事業展開を果たし、引越専門として他社に追随を許さぬサービス品質と遂行能力を築き上げてこられたのは、この理念の力に他ならないと思います。私たちはこの理念に深く共鳴し、その進化に伴走してまいりました。

投資開始以来、私たちは労働生産性の改善、顧客価値の向上・プライシングの適正化を軸に、マーケティングの高度化、デジタルを活用した営業改革や支店運営の効率化など、経営陣とともに多数の実践的な改革テーマに取り組んできました。結果、**2018** 年頃までは業績・株価ともに順調な成長が実現されました。もちろんこれは貴社経営陣と現場の皆様の努力のたまものですが、私たちの提言もその一助となり素晴らしい成果につながってきたと自負しております。

しかしながら、**2018** 年に創業者である前会長が逝去され田島社長が経営を担うようになってからというもの、貴社の強い稼ぐ力が成長投資にも還元にも十分に活かされないまま、内部留保・自己資本として溜まり続けています。結果として **ROE** は **2020** 年 **3** 月期の **14%** をピークに下降の一途をたどり、**PBR** も企業価値創造と価値棄損の境目である **1** 倍近くへ低下してしまいました。

非上場の私企業と異なり、上場企業は「社会の公器」であり、外部株主の期待に応え続ける必要があります。特にプライム上場企業は、グローバルな投資家との対話を重視する企業と位置づけられており、資本コストを上回る資本生産性を最低限の要件とし、持続的に企業価値を創造することが求められています¹。現在の PBR 水準に象徴される通り、貴社に対しては資本市場からの信認が低下しており、上場企業としての存在意義そのものが問われかねない状況ではないでしょうか。

私たちは、貴社のこのような状況に対する危機感を強め、過去 1 年間、複数の取締役会宛レターの送付、社長や取締役との 1on1 対話、勉強会の開催など踏み込んだ対話を通じて、再成長ストーリーとそれを支える経営体制刷新の必要性を訴えてきました。本年 1 月に取締役会に宛てたレターでは、上場企業として最低限求められる「規定演技」として ROE・PBR の適切な目標を設定し、そのための資本効率の改善を具体的に求めました。

これに対する回答として 2025 年 3 月期の決算で発表された内容は、残念ながら資本市場の期待に届くものではありませんでした。ROE や自己資本比率の目標設定が示されなかっただけでなく、配当性向は記念配当を含めても 45%にとどまり、自己株買いについても具体的な目標設定がなく未だに「機動的」「検討」との表現に留まっております。その結果、今期の業績予想は“複利指標”の ROE をさらに押し下げる見通しとなっており、資本政策を適正化しようとする明確な方向性は見受けられません。要すれば、現経営陣は本質的な方向転換の意思や実効性ある施策を示しておらず、先送りと受動的な姿勢が際立っていると言えるのではないのでしょうか。

このような状況は、弊社の議決権行使ガイドライン²が定める「再任議案反対」に関する規程：「フルポテンシャル発現に向けた行動が真摯でない/真摯でなくなったと判断した場合、また、それが業績や行動(不作為も含む)に明確に表れている場合」に該当すると考えています。

こうした停滞に対する変化を促すために、今回私たちは創業家出身の取締役 2 名の再任議案に対して、反対の議決権を行使することといたしました。

2. 本質的な課題：創業家と少数株主の利益相反構造

私たちは、現在の企業価値評価の低迷は、業績の一時的停滞によるものではなく、貴社の意思決定構造に内在する構造的な歪みに起因していると認識しております。

その構造とは、議決権の約 47%を保有する支配的株主である創業家と業務執行責任者が重なっており、それによって創業家の私的利益が「株主共同の利益」を害しかねない構造のことです。創業家が経営に携わっている上場企業はほかにも多数ありますが、田島社長の下では、このような構造に対する適切な対処がなされておらず、実際に経営判断に悪影響が及んでいます。

例えば、資本政策に関しては、私たちはあるべき自己資本比率や現預金水準を合理的な数値として示しました。貴社内ではこの対話を通じて社内検討を進めると伺っていましたが、創業家の事情

¹ 東証「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」

<https://www.jpx.co.jp/equities/follow-up/jr4eth0000004vj2-att/jr4eth0000004w6n.pdf>

² みさき投資 議決権行使ガイドライン

<https://www.misaki-capital.com/disclosure-material/>

がその後の検討を阻み、企業価値最大化に向けた打ち手が実行されない場面に幾度となく遭遇してきました。創業家の利益を過度に重視し、外部株主の利益を十分に顧みない意思決定の結果、先述のように ROE・PBR・株価の長期低迷に繋がったものと認識しています。

一般に、支配株主は、自らの利益を優先することで少数株主の利益を損なう可能性があり、両者の間で利益相反が生じるリスクがあると指摘されています。東証も近年、親子上場に伴う少数株主保護への問題意識を背景に研究会を立ち上げ、支配株主や支配的株主の存在を念頭に置いた開示やガバナンスの在り方について議論を進めてきました³。

言うまでもなく、支配株主や支配的株主が存在していても、少数株主との緊張関係に適切な配慮がなされ、企業の持続的成長を通じて全ての株主が共に利益を享受している例も多く存在します。貴社も、創業家の前会長在任時は経営方針と少数株主の利益との齟齬は見られず、株主の期待に応えてきました。一方、田島社長下の現経営体制においては、創業家の事情と少数株主との間の利益相反が顕在化してしまっています。

このような創業家と少数株主の間の利益相反状態が続けば、弊社の受託者責任のみならず、他の少数株主も含めた「株主共同の利益」が実現されないおそれがあります。この状況を変えずして、企業価値向上に向けた経営が実現されることは難しく、創業家と少数株主との緊張関係に十分配慮したガバナンス体制の再構築が必要とされていると私たちは考えます。

3. 私たちが貴社に期待する経営の方向性

貴社が上場企業としての信頼を回復し、再び企業価値の持続的成長を実現するために求められる経営課題は以下に集約されます：

- 創業家と少数株主の利益相反を排除する意思決定/ガバナンス体制の確立
 - ・ 創業家と少数株主の利益が相反しやすい資本政策や上場維持に関する重要議案において、創業家が意思決定に関与しない原則の徹底
 - ・ 取締役会および指名・報酬委員会の構成見直しによる、実効性と独立性の確保
- 上記を前提とした中長期戦略と資本政策の再策定
 - ・ 成長投資とグループシナジーを明示した中長期戦略の再構築
 - －付帯サービスの拡充、オフィス引越の本格展開、生産性を高める DX を柱とした戦略
 - －上記戦略に沿った IT 投資や M&A を含めた戦略投資の方針明示
 - ・ プライム上場企業にふさわしい資本政策方針の策定
 - －ROE 水準の目標設定とその達成に向けたロードマップの提示
 - －自己資本比率および現預金水準に対する明確な規律の設定
 - －成長投資と株主還元（配当・自社株買い）とのバランスある資本配分方針の明示

³ 東証「従属上場会社における少数株主保護の在り方等に関する研究会」

<https://www.jpx.co.jp/equities/improvements/study-group/index.html>

これらの点は、弊社が過去数回にわたり書面等で要請してきたものですが、上記の創業家と経営が未分離な意思決定構造により、抜本的な改善が見られなかったものです。今回の再任反対に併せて、取締役会、とくに社外取締役の皆様には、改めて強力な推進をお願いしたく存じます。

4. 結びに代えて

冒頭申し上げた通り、貴社が掲げる「まごころ経営」は日本的経営の良き伝統を体現した極めて価値の高い理念です。その原点に立ち返り、社会的信頼と市場からの評価の双方を取り戻すことこそが、次なる成長の礎になると私たちは信じています。

今回の再任反対は、決して田島社長・田島専務の過去のご尽力や個人の人格を否定するものではなく、あくまでも貴社の企業価値最大化を阻害している「構造的課題」に対する問題提起です。

今回の問題提起が、他の株主を含めたステークホルダーと貴社との対話の契機となり、変革の起点となることを切に願っております。

以上

みさき投資株式会社

代表取締役 中神 康議

マネージング・ディレクター 杉原 雅人