



AVI

Asset Value Investors

**PAINTING A BETTER SK KAKEN**  
**エスケー化研への株主提案の概要**

2024年5月

# 概要

アセット・バリュー・インベスターズ（以下、「AVI」）は、エスケー化研株式会社（以下、「エスケー化研」）の皆様が、強い信念を持ってエスケー化研の経営に引き続きご尽力いただいておりますことを、心より御礼申し上げます。エスケー化研は、豊かな歴史と定評ある製品を誇る素晴らしい会社です。

しかしながら、エスケー化研は業界をリードするポジションにあるにもかかわらず、現経営体制や創業家である藤井家への権力集中が、エスケー化研の本源的価値を抑圧する要因となっており、AVIは考えています。エスケー化研は過小評価されており、10年間利益を伸ばすことができておらず、ウェブ上での従業員レビューのスコアは同業他社の中で最も低く、コーポレートガバナンスは脆弱であり、東京証券取引所（以下、「東証」）スタンダード市場の上場基準をкаろうじて満たしているにすぎない状況です。

AVIは、エスケー化研の株主価値を向上させ、会社の改革と改善を促すために、4期連続で株主提案を実施することと致しました。昨年、AVIの株主提案は、平均して53%の少数株主の支持を獲得したにもかかわらず、創業家は、そうした株主の声に耳を傾けることを怠り、不適切な資本配分を続け、株主への配慮を欠いた道を歩み続けておられます。

エスケー化研には、株主提案を通じて対処可能な範囲を超える、より抜本的な改革が必要では御座いますが、エスケー化研の企業価値の持続的な向上に向けて、本書に記載の通り、容易に対処可能な2つの課題を特定致しました。

# AVIによる過去の株主提案

- AVIの株主提案は、2021年、2022年、2023年と藤井家を除く株主から強い支持を受け、その内多くの提案が少数株主の過半数の支持を獲得した
- こうした株主の支持にもかかわらず、エスケー化研は、過剰な自己株式、低い配当性向のいずれについても改善を怠っている

株主提案	2021年支持率		2022年支持率		2023年支持率		エスケー化研の 取組み	2024 AVI株主提案
	合計	創業家を 除く <sup>1</sup>	合計	創業家を 除く <sup>1</sup>	合計	創業家を 除く <sup>1</sup>		
スコープ1および2の 温室効果ガス排出量の開示	-	-	16%	28%	-	-	気候変動に関する指標を開示、 目標値も開示予定	-
独立した社外取締役 2名以上の選任	-	-	32%	56%	-	-	監査等委員会設置会社への移行 により、取締役の任期が短縮さ れ、取締役会の独立性も向上	-
取締役の任期を2年から1年に 短縮	-	-	30%	53%	-	-		-
10対1の分割	27%	47%	30%	53%	-	-	2023年5月に1株につき5株の 株式分割を発表	-
自己株式消却	28%	49%	26%	45%	26%	45%	なし	実施
増配	-	-	33%	58%	35%	61%	最小限	実施

出典：AVI、Capital IQ（2024年4月30日時点）注：<sup>1</sup> 公開情報に基づき、創業家およびその他の内部者株主の保有株を除く。議決権の約43%に相当する。



# エスケー化研が抱える課題の概要

# Painting a Better SK Kaken

- エスケー化研は、低廉な企業価値・株式価値評価を受け、業績が振るわず、コーポレートガバナンスは脆弱であり、東証の上場維持基準をкаろうじて満たしているに過ぎず、上場企業としての責務を果たしておりません。
- これらのエスケー化研の課題には、支配的な株主を持つ企業に見られがちな、切迫感の欠如や、経営に対する規律の脆弱さ、といった点が投影されています。エスケー化研の株式の約40%は、創業家である藤井家が所有しており、それら創業家の出身者によって主要な経営ポジションは占められています。また、取締役の平均在任期間は15年で、経営における意思決定は創業者に集中しており、これらが硬直的かつ旧態依然とした社風を生み、エスケー化研において実現されるべき発展を阻害しています。
- 一般株主の皆さまには、長きにわたり、少数株主の利益を無視し続ける支配的株主の影響下にある経営方針に対して、引き続き不支持を表明していただきますよう、お願い申し上げます。

**エスケー化研が全てのステークホルダーの利益  
に向けて、適応・変革することをご推奨**

# 株価のアンダーパフォーマンス

- 過去5年間に於いて、エスケー化研の株価はグローバルおよび国内の全ての同業他社の株価をアンダーパフォームしている
- エスケー化研の株価パフォーマンスは対TOPIXでも著しくアンダーパフォームしている
- 株主は長期的な株価低迷の影響を受けており、トップマネジメントはその説明責任を果たすべき

-8%

エスケー化研の過去5年間の株価

vs.

+15%

国内同業他社

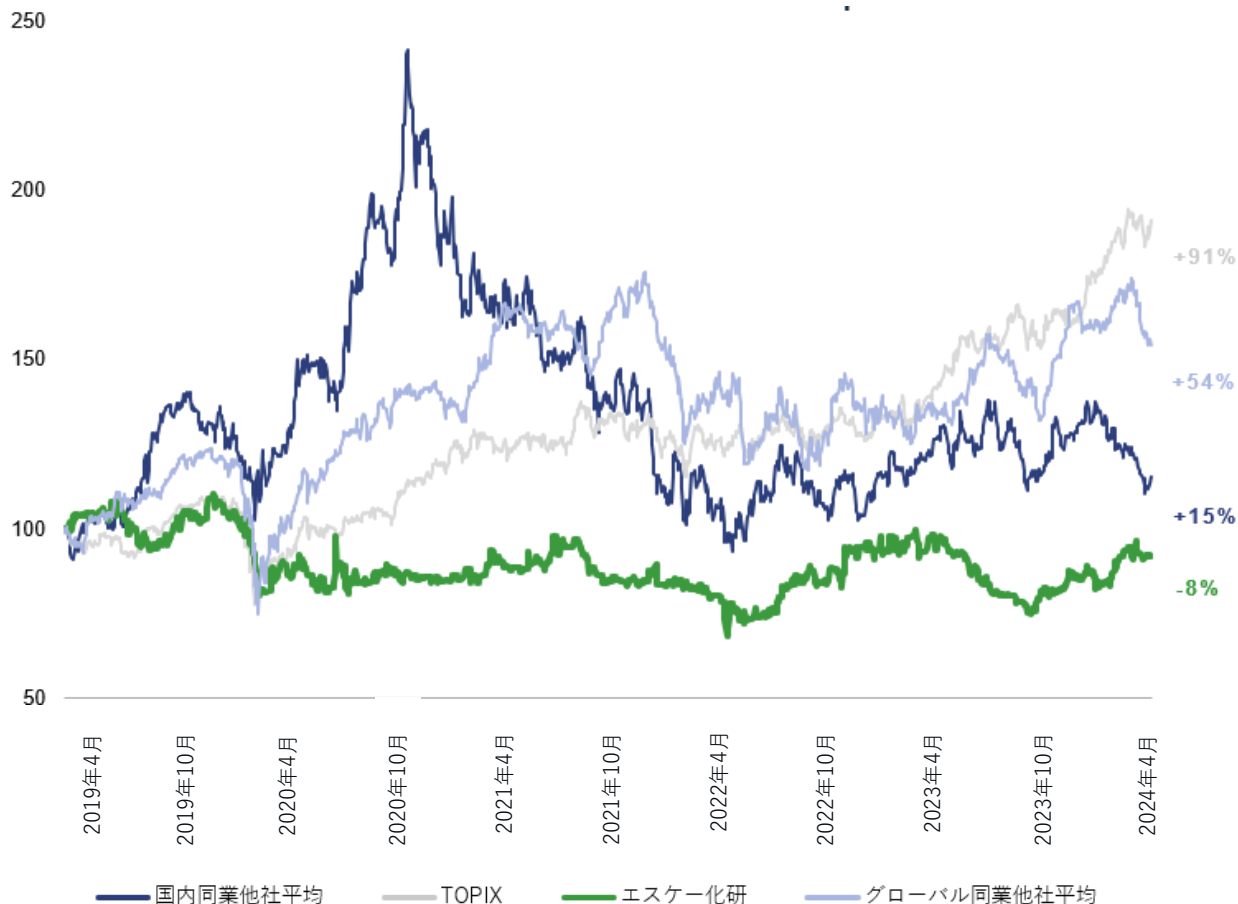
+54%

グローバル同業他社

+91%

TOPIX

エスケー化研の株価のアンダーパフォーマンス (過去5年間)



出典：AVI、Capital IQ (2024年4月30日時点)

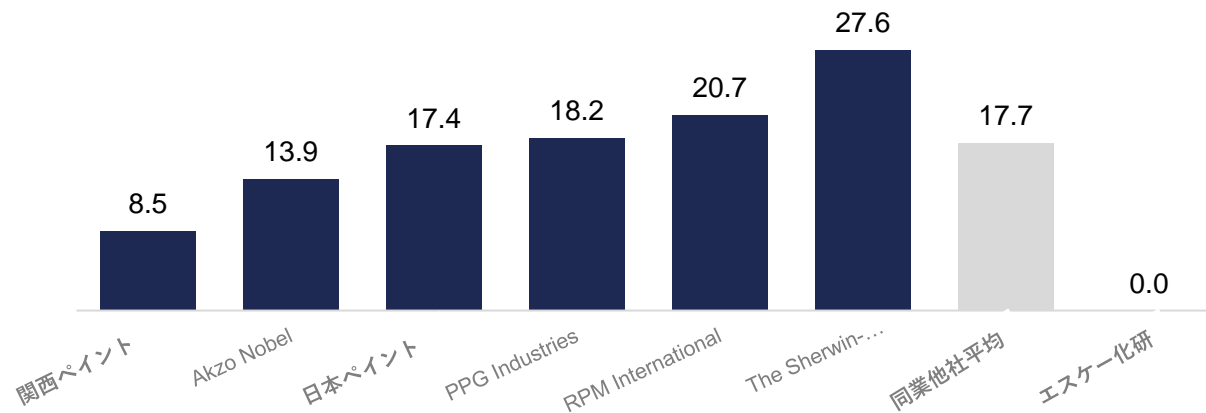
注：株価は配当込みのトータルリターン・ベースで、各社の現地通貨建て。エスケー化研、日本ペイント、関西ペイントは日本円、The Sherwin-Williams Company、PPG Industries、RPM Internationalは米ドル、Akzo Nobelはユーロ。単純平均。

グローバル同業他社：The Sherwin-Williams Company、PPG Industries、Akzo Nobel、RPM International  
国内同業他社：日本ペイント、関西ペイント

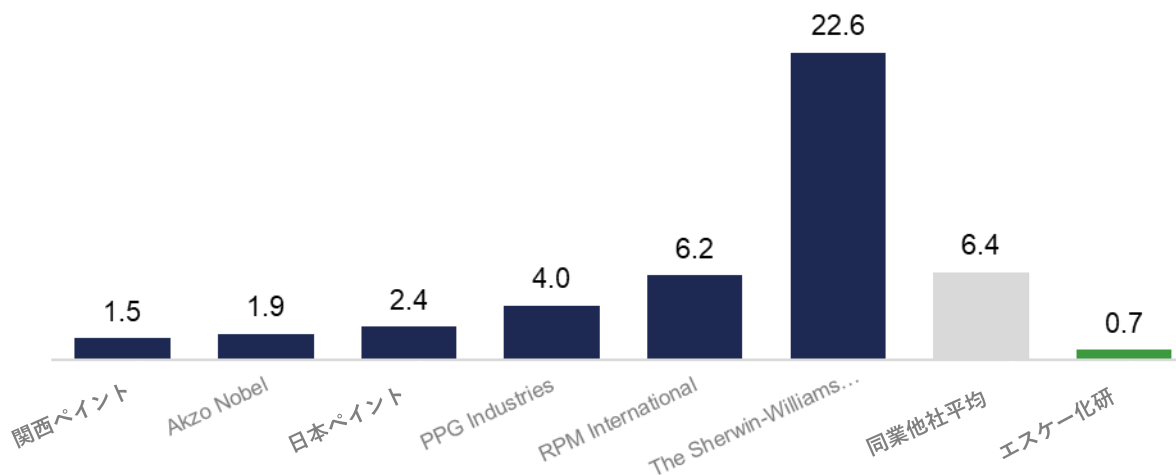
# 株価の過小評価

- エスケー化研の企業価値は同業他社と比べ大幅に過小評価されている
- 国内市場に対するエクスポージャーは高いものの、AVIは、エスケー化研の大幅な過小評価が、ビジネスモデルの劣後に起因するとは考えておらず、むしろ現在の経営方針が大きな要因となっていると認識
- こうした低調な評価は、投資家の悲観的な見方と経営陣に対する評価の低さを浮き彫りにしている

## 同業他社のEV/EBIT倍率



## 同業他社のPBR（株価純資産倍率）



出典：AVI、Capital IQ（2024年4月30日時点）

注：企業価値（EV）＝時価総額－ネット・キャッシュ－投資有価証券。EBITは過去12か月間の数値

# 1倍未満のPBR（株価純資産倍率）

- エスケー化研のPBR（株価純資産倍率）は過去5年間で低下し、現在は0.7倍で取引されている
- 東証は、企業が株価や時価総額といった市場評価等の指標に基づき、改善に向けた方針や具体的な取組みの進捗状況を開示することを求める新たな要請内容を発表
- 東証は、PBR1倍未満で取引されている企業を1つの目安として、対応に向けた計画の策定・開示が重要であると指摘
- エスケー化研は東証の要請を無視

0.7倍

現在のPBR倍率

エスケー化研のPBR（株価純資産倍率）の低下





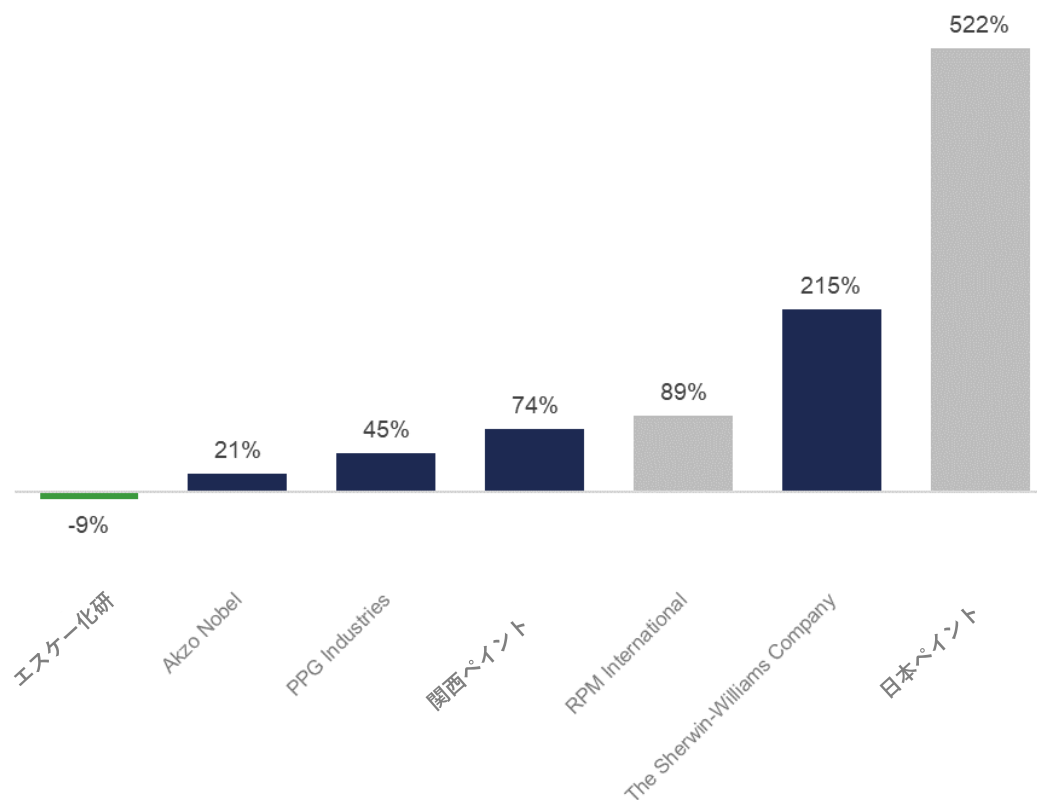
# 営業利益の減少

- 過去10年間でエスケー化研の営業利益額は-9%減少している
- エスケー化研の営業利益成長率は、国内の同業他社である関西ペイントや日本ペイントよりも低い
- 業績不振の原因は、投資不足、海外事業拡大の失敗、創業家への意思決定の集中に起因する旧態依然とした社風にある

-9%

過去10年間の  
営業利益成長率

過去10年間の営業利益成長率vs同業他社  
(現地通貨ベース)



出典：AVI、Capital IQ、会社開示情報

注：営業利益は各社の現地通貨建て。エスケー化研、日本ペイント、関西ペイントは日本円、The Sherwin-Williams Company、PPG Industries、RPM Internationalは米ドル、Akzo Nobelはユーロ。直近の決算期から遡った10年間の利益成長率。エスケー化研と関西ペイントは2024年3月期、その他は2023年12月期

# 従業員および元従業員の不満の声

- エスケー化研のガバナンスと経営の脆弱さは、株主だけでなく、エスケー化研の従業員にも影響を与えている
- エスケー化研の成功の礎は、社員である
- 社員や元社員による投稿には、企業文化や経営層への不満が浮き彫りになっている
- 従業員レビューの総合得点が同業他社と比べて低いことも、従業員の不満を表している

-1.6%

エスケー化研の従業員平均給与の推移  
(2023年3月までの10年間)<sup>2</sup>

## 従業員および元従業員の声<sup>1</sup>

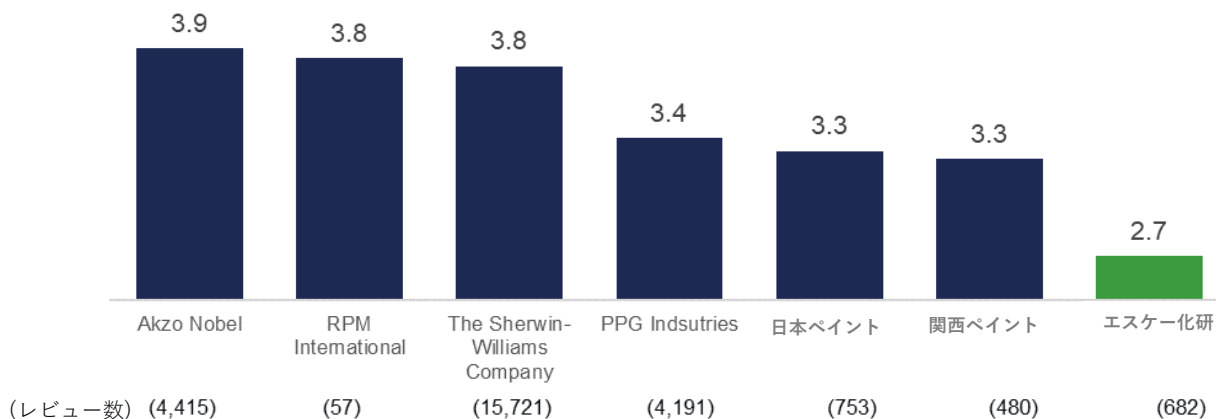


「かなりのトップダウンです。上層部が自分が神様かのような振る舞いをされていました。」 (2023年1月)

「実力主義と言いながら、実際は年功序列のようなもの」 (2020年6月)

「考えがかなり古い。一流の会社と比較して20年は遅れている」 (2023年1月)

## 公開求人サイトにおける従業員からのレビュー (加重平均スコア、5点中)



出典：AVI、Capital IQ、会社開示情報 (2024年4月30日時点)、エンライトハウス、OpenWork、Glassdoor、Indeed

注：<sup>1</sup> インターネットの掲示板に匿名で書き込まれたコメントです。そのため、AVIは、調査に際して、投稿者が実際にエスケー化研の社員または元社員であるかどうか、また、投稿内容の信憑性や正確性等を検証していません。したがって、AVIは、必ずしも本調査の結果が真実又は正確であることを認め、または保証するものではないことを、ここに特筆します。<sup>2</sup> 平均給与はエスケー化研の有価証券報告書を基に計算



# 東証上場廃止の可能性

- 大企業であるにもかかわらず、東証スタンダード市場の上場維持基準をкаろうじて満たしているにすぎない
- エスケー化研の株主数は最低基準値400名を僅かに上回る420名
- エスケー化研は本来プライム市場に上場しているべきで、低位のスタンダード市場の基準を満たすのに苦労して場合ではない

420

株主数  
2023年3月31日時点

## エスケー化研の株主数<sup>1</sup>

東証スタンダード市場上場のための  
最低株主数基準



出典：AVI、Capital IQ (2023年3月31日時点) 注：<sup>1</sup> 株主数は有価証券報告書を参照

# 脆弱なコーポレート・ガバナンス

- 社内役員は全員同様の経歴を有し、社外役員は全員金融機関出身で塗料業界の経験がないなど、多様性に欠ける同質的な取締役会
- 取締役は全員男性・日本人、平均年齢68歳、平均取締役在任期間15年であり、多様性や新鮮な視点の欠如は、エスケー化研の革新や進歩を損なっている

## エスケー化研の取締役会

■ 社外役員

	性別	国籍	年齢	任期	経歴
藤井 實 氏	男性	日本	91	66	エスケー化研
藤井 実弘 氏	男性	日本	57	25	エスケー化研
坂本 雅英 氏	男性	日本	72	33	エスケー化研
藤井 訓広 氏	男性	日本	55	21	エスケー化研
福岡 透 氏	男性	日本	65	20	エスケー化研
伊藤 義之 氏	男性	日本	70	19	エスケー化研
竹内 正博 氏	男性	日本	66	7	エスケー化研
片岡 秀人 氏	男性	日本	69	6	エスケー化研
長塚 孝史 氏	男性	日本	59	2	エスケー化研
西田 伸二 氏	男性	日本	63	1	エスケー化研
竹原 道幸 氏	男性	日本	68	2	金融機関
本竜 坦道 氏	男性	日本	76	9	金融機関
濱名 正二 氏	男性	日本	70	7	金融機関
尾崎 賢 氏	男性	日本	68	2	金融機関



# AVIの推奨事項と株主提案

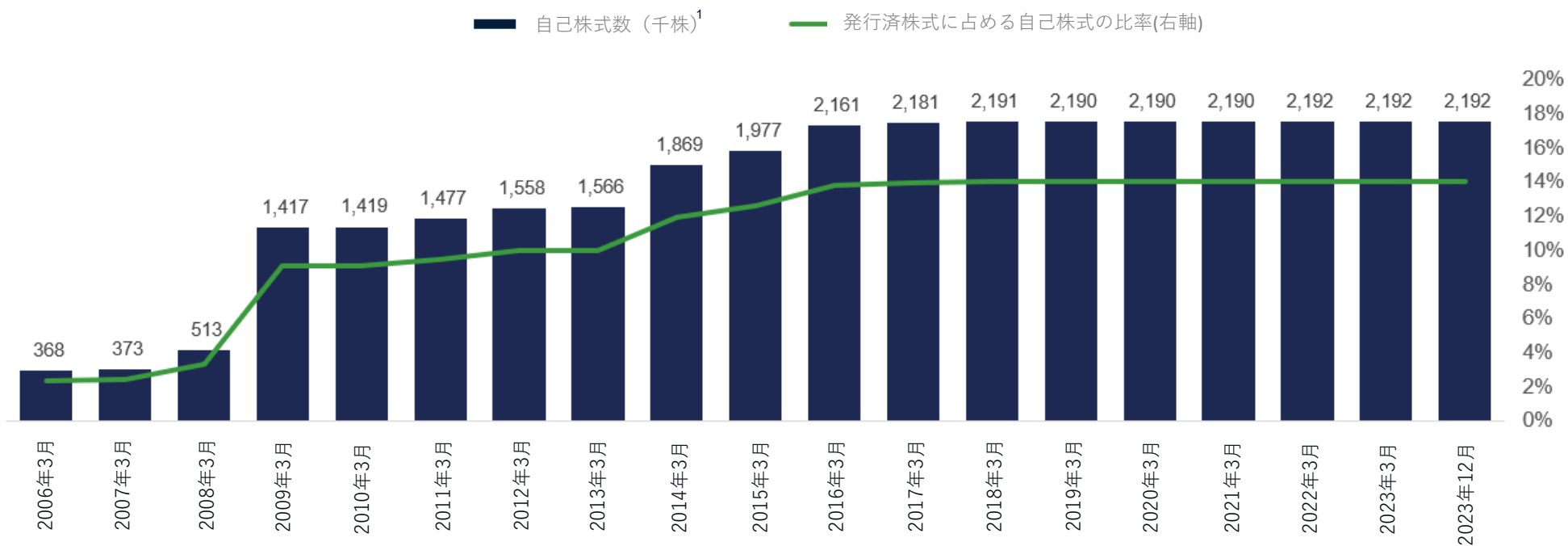
# 株主提案の概要

- エスケー化研のアンダーパフォーマンスを解消し、より多くの株主を獲得し、東証スタンダード市場への上場維持基準の充足に資すべく、必ずしも網羅的ではないものの、容易に実行可能な一連の施策を提案

課題	提案する解決策
過剰な自己株式	(1) 自己株式の90%に相当する1,973,183株を消却する。現在、発行済株式の14%を自己株式として保有しているが、M&Aや役員報酬などの用途を明らかにしていない
非効率なバランスシート	(2) 配当金を1株当たり135円から、配当性向50%となる290円に増額する。貸借対照表上の資産の70%以上を現金および現金同等物が占めており、利益を貯め込んでいる

# 過剰な自己株式

- エスケー化研の株式のうち14%は自己株式によって占められている。エスケー化研は自己株式の活用案を打ち出していない
- 自己株式を消却するか否かは、自己株式取得の財務上の利益には影響を与えないが、自己株式を大量に保有することは悪習であり、処分による既存株主の株式希薄化の可能性が高まる

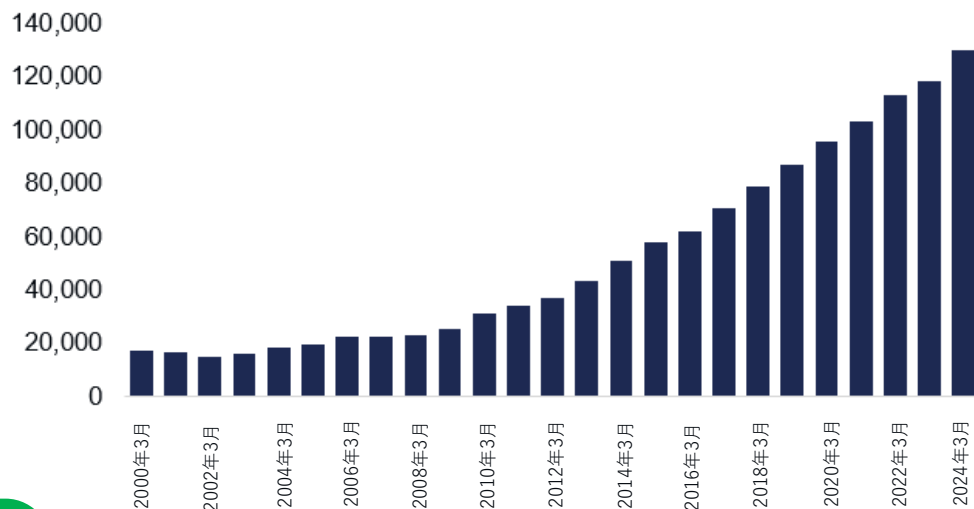


(1) 保有する自己株式 1,973,183 株を消却する  
(自己株式総数の約90%に相当)

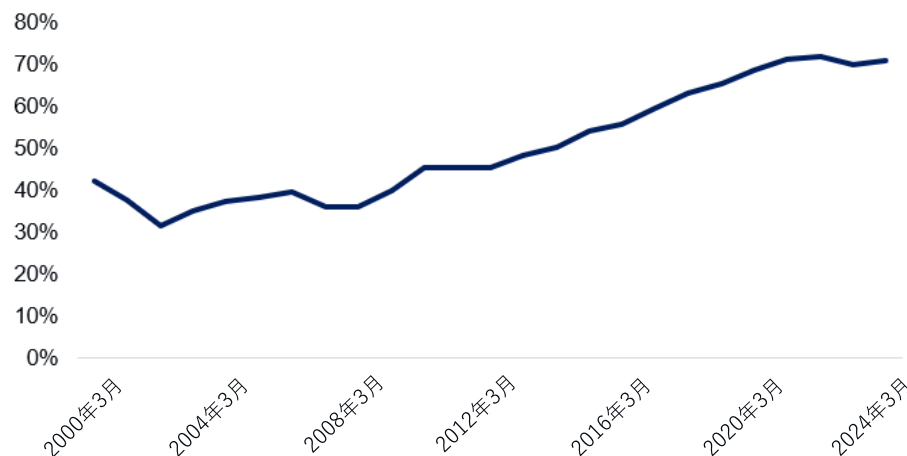
# 現金の蓄積

- エスケー化研は、貸借対照表に現金を不合理に蓄積させている
- 貸借対照表上の資産に占める現金および現金同等物・投資有価証券の割合は、2001年には38%、5年前には65%、現在は71%と増加している

現金および現金同等物・投資有価証券  
(百万円)



貸借対照表の資産に対する  
現金および現金同等物・投資有価証券の割合



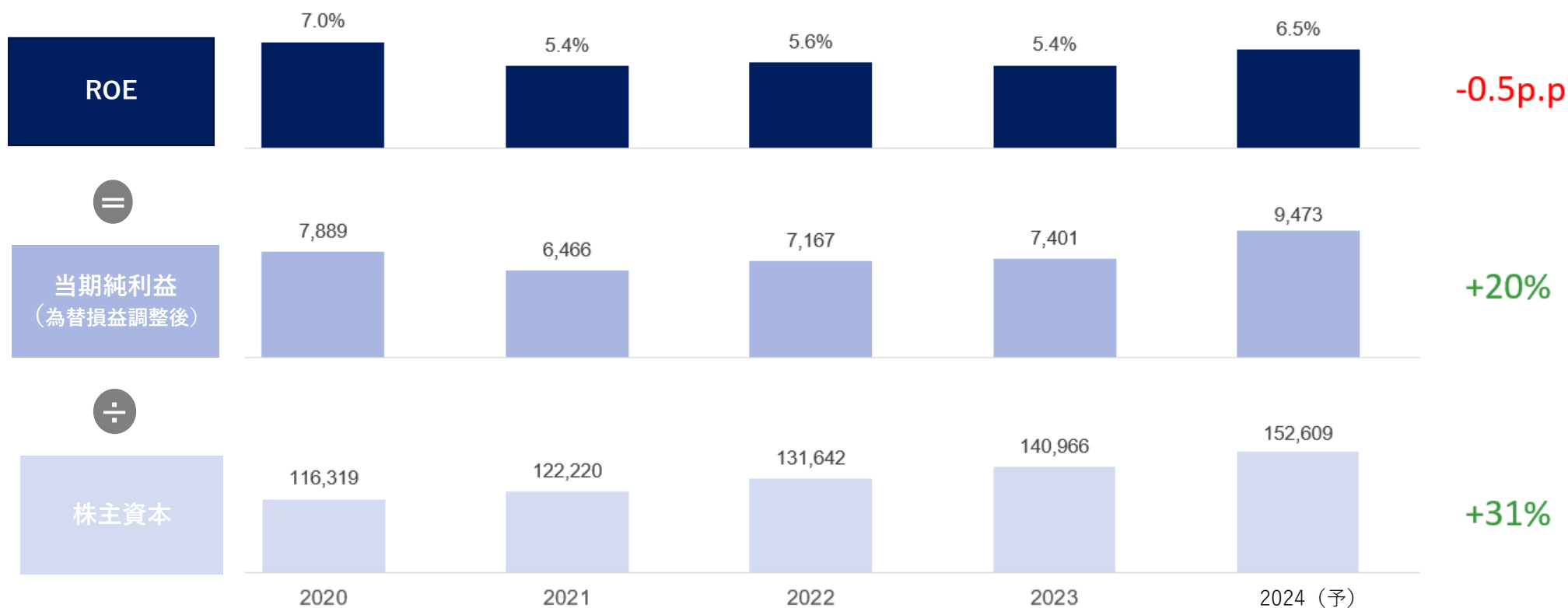
出典：AVI、Capital IQ (2024年3月31日時点)





# 低下する自己資本利益率（ROE）

- エスケー化研は、本来であれば高い資本収益率を上げられる事業を持つにもかかわらず、株主資本の増加の影響を受けて、ROEが低下し続けている
- エスケー化研の過去5年間のROEは、伊藤レポートで言及された8%の水準を常に下回っている



# 成長を阻む投資不足

- エスケー化研は、設備投資やM&Aへの投資を犠牲にして現金を貯め込んできた。過去5年間に創出されたキャッシュフローのうち、株主還元ないし事業投資に活用されたのはわずか8%である
- M&A、老朽化設備の更新投資、海外成長のための設備投資などは、いずれも実施されていない

過去5年間の現金の配分

会社名	過去5年間の営業 キャッシュフロー (十億円)	株主還元 (うち、自社株買い)	M&A	設備投資	運転資本の増減	営業キャッシュフローに 対する現金の活用割合
エスケー化研	41	12% (0%)	0%	3%	7%	8%
関西ペイント	196	47% (27%)	1%	35%	-6%	88%
日本ペイント	584	21% (0%)	50%	27%	-6%	103%
RPM International	410	52% (19%)	19%	26%	-21%	118%
Akzo Nobel	592	224% (175%)	28%	62%	-18%	332%
PPG Industries	1,188	41% (10%)	48%	22%	5%	106%
The Sherwin-Williams Company	1,910	79% (59%)	11%	17%	4%	111%
同業他社平均		77%(48%)	26%	31%	-9%	143%

# 内部留保にもかかわらず寡少な研究開発費

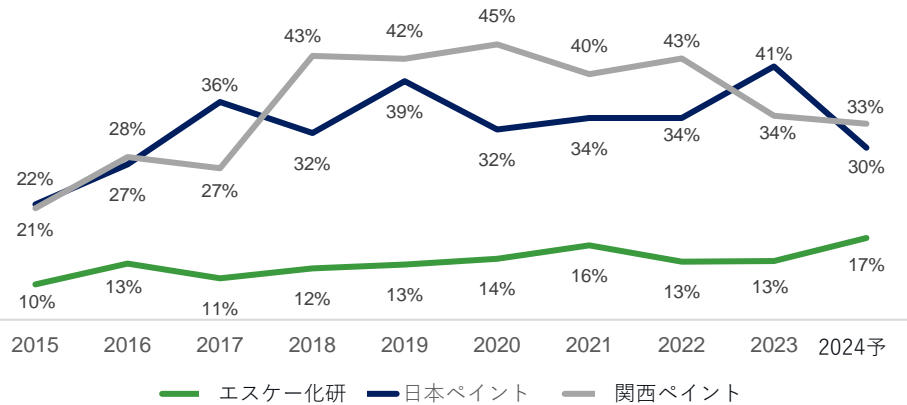
- エスケー化研においては過去5年間、売上高の僅か0.9%しか研究開発費に充てられていない
- このような多額の現金の蓄積に鑑みれば、特に国内外の同業他社に比べて研究開発予算が非常に少ないことを踏まえ、研究開発費をより積極的に投入することが可能

会社名	5年間の研究開発費総額 (十億円)	研究開発費の 対売上高比率 (5年平均)
The Sherwin Williams Company	100	0.6%
エスケー化研	4	0.9%
RPM International	62	1.3%
関西ペイント	34	1.6%
日本ペイント	119	2.3%
Akzo Nobel	212	2.6%
PPG Industries	336	2.6%
同業他社平均	144	1.8%

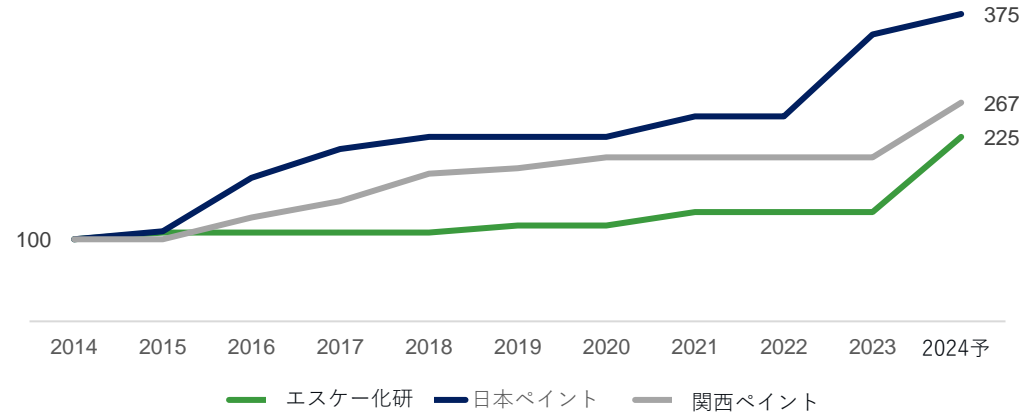
# 株主還元

- 国内の同業他社は、一貫して利益還元率を高めつつ、配当成長率も伸長している
- エスケー化研が株主提案に対する回答で述べた「当社は、株主の皆様への利益還元を経営上の最重要課題のひとつと考えている」という言葉は信じがたい

10年間の配当性向推移



10年間の配当成長率推移 (100を基準として換算)



(2) 配当金を1株当たり135円から 配当性向50%となる 290円に増額する

出典：AVI、Capital IQ、会社開示情報（2023年4月30日時点）

注：特別損益調整後の当期純利益に基づく配当性向。 2024予は2023年12月31日時点のエスケー化研、関西ペイントおよび日本ペイントの会社ガイダンスに基づく



# 結論

# Painting a Better SK Kaken

- AVIは、エスケー化研の過小評価と不振を是正するべく、一般株主の皆様にも、穏当かつ実行の容易な2つの改善策をご支持いただけますよう、お願い申し上げます
- 2つの施策を実施することは、状況の改善という以上の劇的な変化をもたらすわけではありませんが、それは、正しい方向への素晴らしい第一歩となります。一般株主の皆様から強い支持を得ることができました暁には、創業家である藤井家に対して、「上場を維持するという選択をする以上は、全ての株主のために企業価値を向上させる責務を伴う」という強いメッセージを送ることとなるでしょう

(1) 保有する自己株式総数の90%に相当する  
1,973,183株を消却する

(2) 配当金を1株当たり135円から、配当性向50%  
となる290円に増額する

# 免責事項

- 本資料（本資料に含まれるすべての情報を含みます。以下同じです。）は、エスケー化研株式会社（以下「当社」といいます。）の株主に対して情報を提供することを唯一の目的として作成されております。アセット・バリュー・インベスターズ・リミテッド（以下「AVI」といいます。）は、当社の株主であるAVI ジャパン・オポチュニティー・トラスト（以下「AJOT」といいます。）の資産運用管理者です。
- AVIは、英国の金融行為監督機構（FCA）の認可および規制を受けており、また、米国1940年投資顧問法に基づき投資顧問として米国証券取引委員会（SEC）に登録しております。
- 本資料は、英国FCAが定めるプロ顧客および適格取引先のみを対象としております。
- 本資料は、当社の事業およびガバナンス体制に関するAVIの見解、解釈または評価を掲載したものであり、AVIはあくまでAJOTの資産運用管理者としてのみの立場からこれらの見解、解釈または評価を述べております。
- 本資料は、情報提供のみを目的としたものであり、証券もしくは商品または関連するデリバティブ商品の購入または販売を勧誘するものではありません。また、本資料は、法律、会計、税務、財務または投資に関する一切の助言を含むものではありません。
- 本資料は、2024年5月24日時点において当社および当社の競合他社が公表する有価証券報告書等、計算書類その他の公衆の縦覧に供されている公開情報ならびにAVIが独自に収集した情報に基づき作成されたものであり、本資料における前提条件、仮定その他の記載の内容に関してAVIが対外的に意見を表明するものではありません。
- 本資料は、上記公開情報が正確かつ完全なものであることを前提として作成されております。AVIは、本資料に記載されている情報の正確性、完全性または信頼性に関して、明示・黙示を問わず、いかなる表明または保証もいたしません。また、AVIは、直接的であるか間接的であるかを問わず、契約によるものか不法行為その他によるものかを問わず、本資料に関連して一切の責任または負担を負いません。
- AVIは、上記公開情報および上記公開情報を基に設定された前提条件の合理性・妥当性などについて独自に検証する義務を負うものではなく、その他一切責任を負うものではありません。
- 本資料は、議決権の代理行使を勧誘するものではなく、また、共同して株券等を取得し、もしくは譲渡し、または株主としての議決権その他の権利を行使することを勧誘または要請するものでもありません。
- AVIは、自らまたはその関係者が当社の役員に就任すること、当社の事業や資産の譲渡または廃止を、自らまたは他の当社の株主を通じて、当社の株主総会に提案すること、および当社の事業に係る秘密技術関連情報にアクセスすることのいずれも意図しておりません。また、AVIは、当社の事業の継続的かつ安定的な実施を困難にする行為を行うことを意図しておりません。
- 本資料に記載された内容および情報について、英語版と日本語版の間に齟齬または矛盾が存在する場合、別途の明示がない限り、英語版の意味が優先します。
- 本資料に記載された内容および情報は、予告なく変更または更新されることがあります。