

# センコーグループホールディングスの さらなる企業価値向上に向けて

財務・資本政策の専門性強化、コーポレートガバナンス改善に向けたご提案

2026年 4月

## センコーグループホールディングス（以下、センコー）に対する当社見解と課題意識



### 物流事業の高い競争優位性

主力事業の物流事業は、高い競争優位性を有しており、長年にわたり一貫した売上・利益成長を実現している。同社の企業（株主）価値は当物流事業における弛まぬ研鑽・継続的な再投資によって実現されたもの。将来的にも国内外における物流事業の成長持続の蓋然性は高い。



### 非物流事業による価値破壊

近年拡大し続ける**非物流事業分野**は現状資本コストに見合う利益を生み出しておらず、企業価値の観点からは**価値破壊的**な実績。非物流事業分野の拡大に伴う財務負担は増加しており、再現性ある成長の足かせになりかねない。この点は株式市場も認識しており、株価マルチプルのマイナス要因となっている。



### ガバナンスの構造的脆弱性

子会社である南大阪センコー運輸整備における不正請求・キックバック事案は、単なる一子会社の不祥事ではなく、グループ全体のガバナンスおよび内部統制の脆弱性が構造的であることを示唆している。東証要請への対応高度化に加え、取締役会ガバナンスの強化も喫緊の課題。

## センコーの企業価値向上に資するべく岡村氏を社外取締役として提案します

---



**岡村 宏太郎 氏**

社外取締役候補者

### 選任理由・期待される役割

岡村氏は、長年にわたり金融機関および投資銀行業務に従事し、企業価値評価、M&Aアドバイザー、および資本政策に関する高度な専門知識を有しています。同氏の知見は、当社が認識するセンコーの課題たる財務、資本政策の高度化および少数株主の利益を保護する監督機能の強化に資すると判断し、社外取締役として提案いたします。

### 略歴

- 1979年4月 株式会社住友銀行（現株式会社三井住友銀行）
- 1990年9月 モルガン信託銀行株式会社  
（現 JP モルガン・アセット・マネジメント株式会社）
- 1995年8月 JP モルガン証券株式会社投資銀行本部
- 2004年4月 JP モルガン・チェース銀行在日代表東京支店長
- 2009年9月 トムソン・ロイター・マーケットズ株式会社代表取締役社長
- 2012年9月 ソシエテジェネラル証券顧問
- 2019年7月 IFM Investors シニア・アドバイザー
- 2024年3月 サッポロホールディングス株式会社社外取締役

## 当社、ダルトン・インベストメンツについて

当社は、1990年代から20年以上にわたり日本の株式市場に投資を行っている投資家です。現在、当社はセンコーの約10.8%の株式を保有しています。

### 長期投資

当社の平均投資期間は**7年**を超え、投資先の中には、**20年以上**保有を継続している銘柄も存在するなど、短期売買偏重の機関投資家・ヘッジファンド等とは一線を画す長期投資家です。

### 日本株投資の実績

当社は、1990年代から**20年以上**の長きにわたり、日本株式市場への投資を行っています。日本企業の価値向上を信じ、長期的な視点で市場と向き合ってきました。

### センコーへの投資

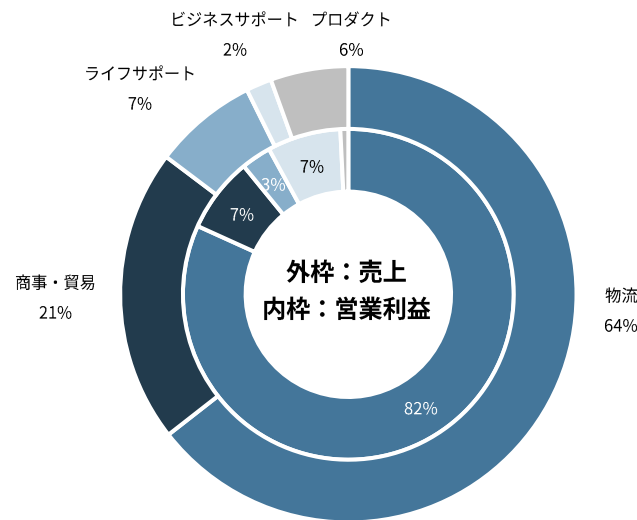
センコーへの投資は、2024年10月に開始し、2026年2月時点で発行済株式総数の**約10.8%**を保有するセンコーの**第1位**の大株主です。

**企業概要 ・ 物流事業の高い競争優位性**

# センコーグループホールディングス概要

センコーは、総合物流企業大手。近年、M&Aを積極化しており、事業の多角化が進んでいる。しかしながら、多角化を進める非物流事業の収益性は低位にとどまる。

## セグメント別売上・営業利益構成



\*1 2025年3月期  
\*2 調整額は除く

## 事業セグメント概要

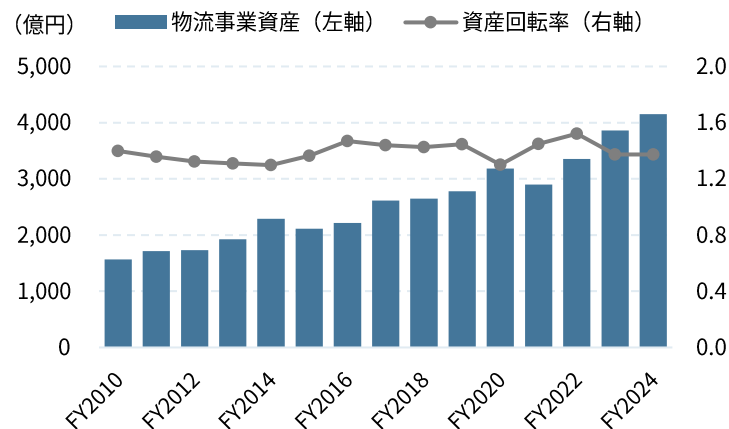
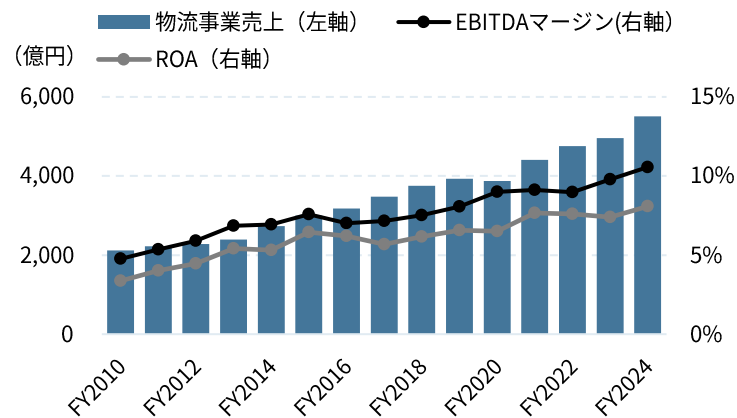
物流事業	運送事業、国際運送取扱業、倉庫業、荷主の構内における包装・移動等の作業、物流センターの運営等
商事・貿易事業	石油販売、商事販売、紙製品・日用雑貨品販売及び貿易事業等
ライフサポート事業	総合卸売及び小売店事業、介護事業及び高齢者向け施設運営事業、スポーツ施設の経営等
ビジネスサポート事業	情報処理受託業、事務処理の受託代行業務、コールセンター事業等
プロダクト事業	容器、包装用フィルム・シート等の製造販売等

出所：会社資料

## 物流事業：長年にわたり持続的な利益成長を実現してきた

### 物流事業は高収益・高参入障壁の優良事業

- 長期的な積み上げ型の顧客基盤
- 倉庫・輸送・3PLの統合提供体制による高いスイッチングコスト
- 過去10年以上にわたり安定した利益成長を実現



\*1 ROAは、(セグメント利益/セグメント資産)で試算  
 \*2 資産回転率は、(セグメント売上/セグメント資産)で試算

出所：会社資料

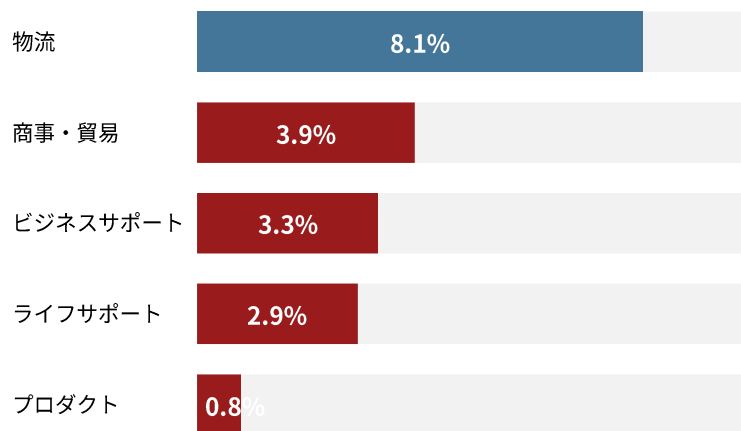
## 非物流事業による価値破壊

## 課題：非物流事業へ傾斜する資本配分

### ▲ M&Aを通じた非物流事業の拡大は企業価値に貢献していない

- 非物流業セグメントの総資産利益率(ROA)を見る限り、当該事業群への投資が資本コストを満たしているとは想定しづらい
- 2021年度以降、多角化路線が加速。新規事業への挑戦自体は否定されるものではないが、資本コストに基づく規律ある検証が行われているとは考えづらい実績

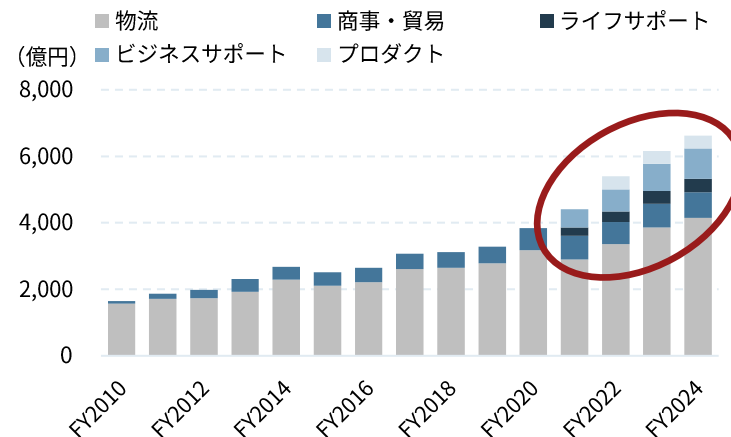
### セグメント別ROA



\*1 2025年3月期

\*2 セグメントROAは、(セグメント利益/セグメント資産)で試算

### セグメント別資産推移



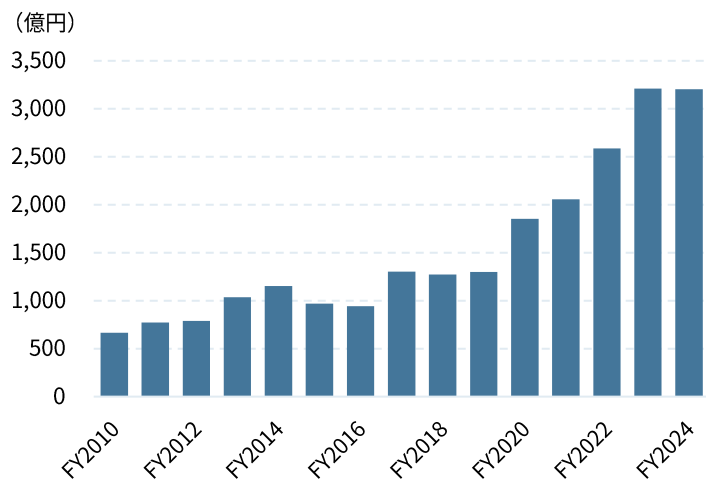
\* その他・調整額は除く

出所：会社資料

## 課題：非物流事業分野の拡大に伴い拡大する財務負担

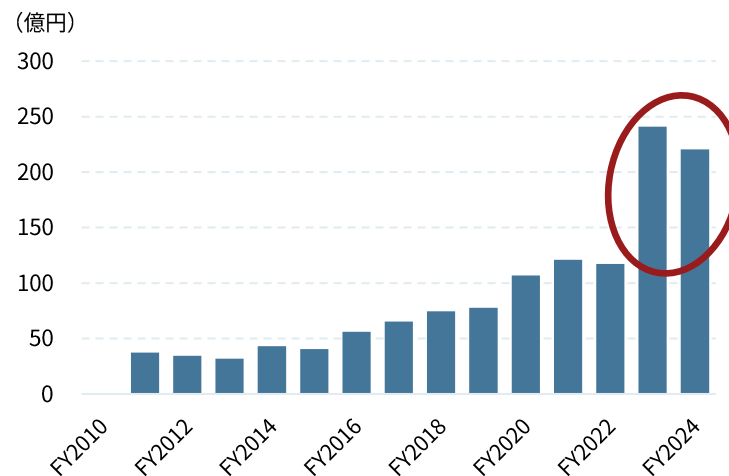
近年、有利子負債は増加傾向かつ、その調達資金は主に非物流事業における企業買収に向けられ、結果として、のれん計上額も増加している。

### 有利子負債推移



\*有利子負債にはリース債務を含む

### のれん計上額推移

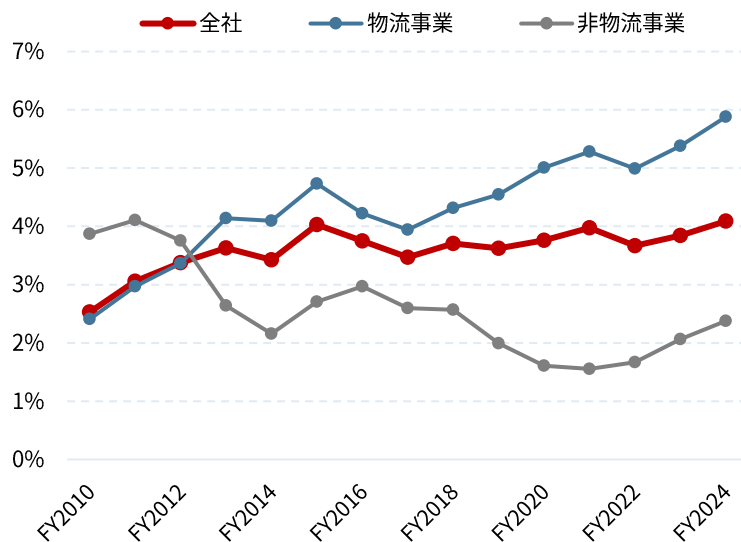


**▲ 非物流事業分野の拡大に伴う財務負担の増加は、これまで物流事業により実現してきた再現性ある成長の足かせになりかねない**

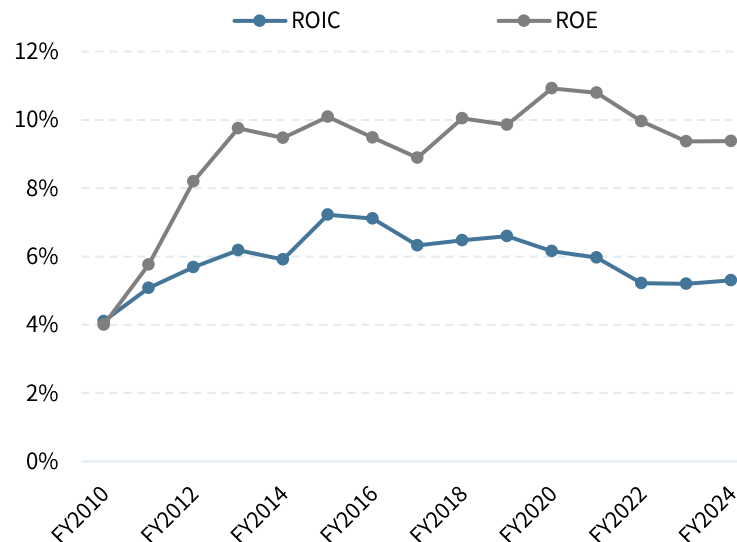
## 非物流事業が全社収益性を押し下げる結果に

▲ 非物流事業は営業利益率できりぎり黒字を確保できるレベルの利益しか創出できておらず、全社収益性を引き下げている。結果として企業価値創出の源泉たる資本収益性（投下資本利益率(ROIC)、自己資本利益率(ROE)）も低位にとどまることに

### 営業利益率推移



### ROIC、ROE推移



出所：会社資料

## 市場の認識：株式市場も「セクター＝規律なき多角化リスク」と認識

“ 非物流分野における新たなM&Aの公表は、ネガティブな印象。（中略）従来より、非物流事業への積極的M&Aが、マルチプル上昇の重しと株式市場では認識していたと思われる

“ 非物流事業のM&Aは、今後も継続する可能性が高い印象も、投資リターンや企業価値向上に対する説明責任が不可避となろう

“ 非物流事業は中計対比で下振れ推移であり、非物流事業に課題が残る状況に変わりはない。非物流事業の投資効率やその成長戦略についてより丁寧な説明も必要となろう

“ ライフサポート事業は、営業利益率が物流事業を下回って推移しており、より一層の拡大が当社の企業価値向上に資するか現状は不透明

出所：証券会社レポートより抜粋

## 同社M&Aの方針には株主にとって賛同しがたい部分がある

### (2) M&A対象企業（事業）の考え方

- ① 物流事業の業界内でのシェアアップ・海外展開
- ② 物流関連事業（物流機器販売、ビジネスサポート(人材確保・物流システム)等)
- ③ 物流に課題を抱える企業（物流改善による収益向上）
- ④ 多様化、人々の生活支援に寄与する事業

①～③は賛同できる方針である一方、④は抽象的であり、同社が事業として行う根拠を示していない。

- 実際の過去M&A案件においても④に該当すると思われる買収案件が多数
- ④の事業群が集積するライフサポート事業は資本コスト割れしていると想定される
- 規律無き買収は資本コスト増を招き、同社の戦略にも違う

## 特にライフサポート事業の企業群に同社が保有する必然性が認められる企業は皆無

### 健康関連



デイサービス店舗、フィットネスクラブ、  
住宅型老人ホームなどの運営

### 生活関連



会員制卸売小売店舗、保育園、子育て支援、  
クリーニング店舗などの運営

### 食関連



回転寿司チェーン「すし丸」などの運営

**ベストオーナー、資本コストの両面から正当化できない事業は撤退・売却の検討が必要  
ベストオーナーの下で会社を発展させることが従業員を含む全ステークホルダーの観点からも望ましい**

出所：会社資料より抜粋

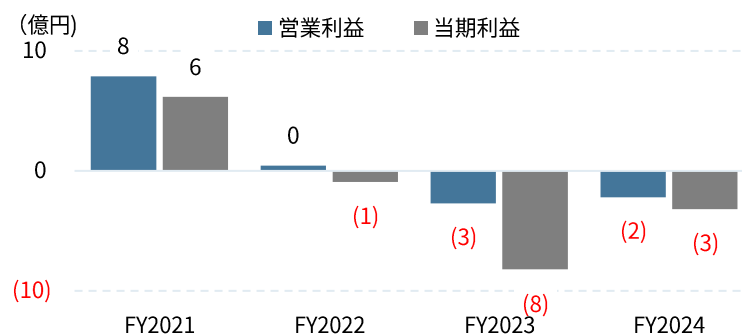
## 非物流事業の買収失敗事例：中央化学

中央化学は、食品トレー業界国内主要メーカーの1社で業界3位。センコーが2022年に約70億円で子会社化。

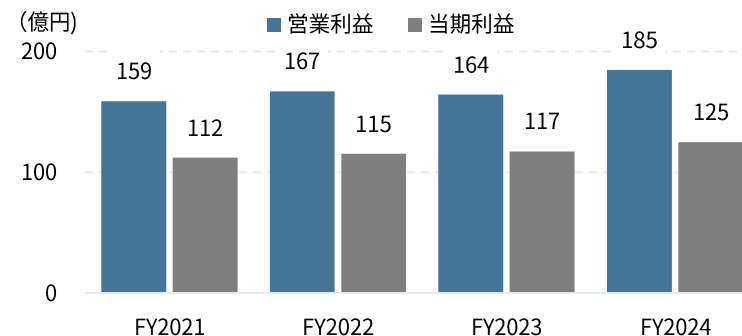
### 典型的な非物流事業買収の失敗事例

- **競争環境認識**：食品トレー業界は、業界首位のエフピコ社単独の売上・利益が競合大手4社合計を凌駕。リサイクルインフラ構築などを通じて圧倒的な競争優位性を確立している。
- **PMIの苦戦**：業界経験のないセンコーが業界3番手企業を買収した結果、PMIの成果が出せず苦しんでいる。

### 中央化学の業績推移



### エフピコの業績推移

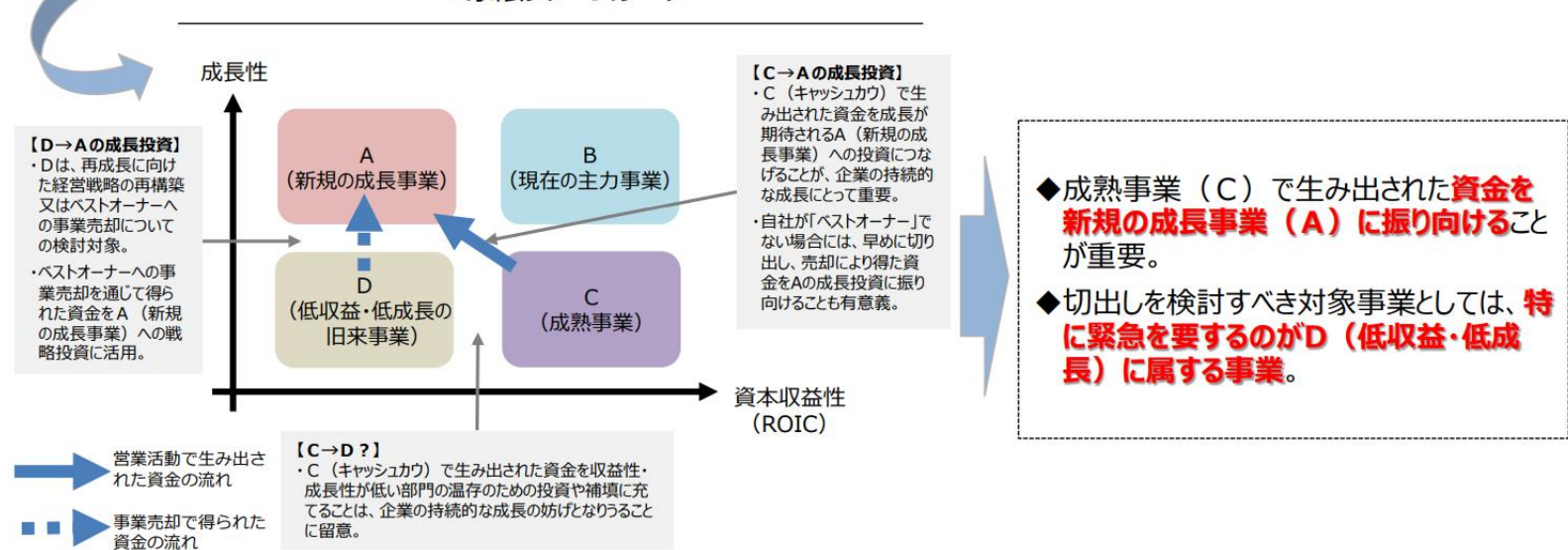


出所：会社資料

# 経済産業省「事業再編実務指針」を同社取締役役会は精読し、実践に努めるべき

- ◆事業ごとの資本収益性を測る指標として**ROIC（投下資本収益性）**を導入し、資本コストや競合他社との比較を行うことが重要。
- ◆事業ごとにROICと資本コストを比較するため、連結ベースで**事業セグメントごとの「ざっくり」したB/Sを整備**することが必要。
- ◆成長性については、その市場において**自社が当該事業の「ベストオーナー」であるか**という観点から評価すべき。

4象限フレームワーク



出所：経済産業省資料より抜粋

## ガバナンスの構造的脆弱性

## これまでの対話を通じて一定の進捗を確認

### 当社からの提案

- 8%程度の資本コスト認識に基づく規律あるM&A（特に非物流分野）
- 資本配分方針・実績の開示の更なる充実
- 資産流動化を通じた資本効率改善・財務体質の改善（エクイティファイナンスを伴わない成長）
- PBR 1 倍を超えた「株価を意識した経営」の実践

### 進捗

- 資本コスト（8%）とROE目標（10%）を開示、株価の目線も改善
- 事業ポートフォリオおよびM&A戦略の開示が充実→ただし定量的開示に課題（資本コストとの紐づけ）
- 非物流事業に関する規律・開示が充実→ただし定性・定量的開示に課題
- 不動産流動化を含むキャピタルアロケーションの開示も改善

## しかしながら引き続き資本規律、ガバナンスの課題を示す事象が発生している



### M&A・資本規律

- 2025年8月：宝石小売業であるベリテの買収を発表



### コンプライアンス問題

- 11月：南大阪センコー運輸整備不正事案
- 12月：下請け法違反、再発防止勧告に関する報道



### ガバナンス

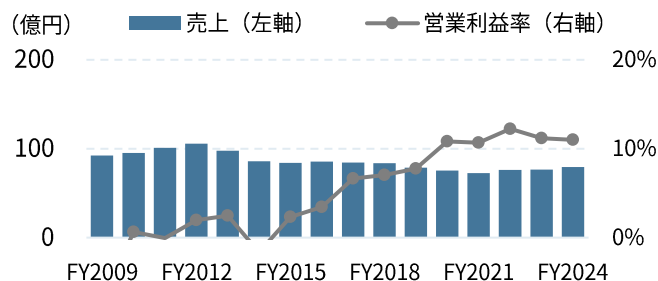
- 20年以上にわたり同一の代表取締役
- 取締役会の独立性が不十分（人事・報酬）
- 代表取締役と同社の関連当事者取引

## M&A・資本規律に対する疑義：2025年8月のベリテ社買収案件

### ▲ 物流事業という高収益、高成長事業を持ちながら、資本を低成長かつ、経営ノウハウを持たない小売業に買収プレミアムをのせて再配分する必然性が不明

- 本買収案件によるセンコーの株式取得は50%程度にとどまり、ベリテの上場は維持されるため、コーポレートガバナンス改革が叫ばれるこのご時世に、上場子会社を増やす行為でもある

対象企業	株式会社ベリテ
業種	宝飾品専門小売店
買収価格	約46億円（1株当たり340円）
買収PBR	2.1倍
買収EV/EBITDA	8.8倍



### ㄥ 成長があるか なし

ベリテは成熟した国内小売市場にあり、事業単体での成長余地は見込みにくい

### ㊄ シナジーがあるか なし

BtoB事業である物流事業とBtoCの小売業であるベリテとの戦略的なシナジーは想定しにくい。グループ企業数増加によるガバナンス負担増大という負の側面も考えられる

### ㊄ バリュースアップ能力 なし

物流事業を主力事業とするセンコーに小売事業においてブランド力を向上させ、企業価値を抜本的に向上させるノウハウを保有しているとは考えにくい

出所：会社資料

## コンプライアンス問題：相次ぐコンプライアンス事案の発生

▲ センコーグループ内における法令順守および内部統制・監査体制の不備を示唆する事案。度重なるM&A等でグループ企業数が増加し、本社機能の物理的な管理限界を超越している恐れ

### 直近発生 of コンプライアンス・法令違反事案

#### 2025年11月 南大阪センコー運輸整備不正事案

連結子会社である南大阪センコー運輸整備において、従業員および協力会社による不正行為が発覚。グループ本体が内部調査委員会を設置し、調査報告書を受領したと発表。この調査は、不正および不適切な業務行為の全容解明に加えて、再発防止に向けた提言を目的としており、グループとしてコンプライアンス体制の強化が求められていることが示された。

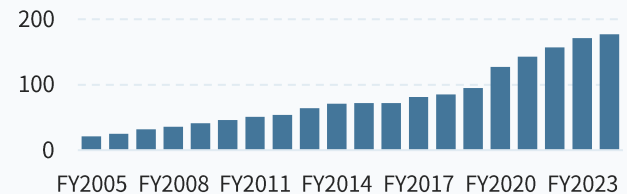
#### 2025年12月 下請法違反・再発防止勧告

公正取引委員会が下請代金支払遅延等防止法（下請法）第4条第2項第3号（不当な経済上の利益の提供要請の禁止）に違反する事実が認められるとして勧告を行った。中小運送事業者に対し無償の荷役・附帯業務や長時間の荷待ちをさせ、利益を不当に害していたと認定。勧告では、費用相当額の支払い、取締役会での違反認識確認、法務監査や研修制度の整備など、下請法遵守体制の具体的改善策が求められている。

### 内部統制の機能不全

センコーの連結子会社数は過去20年間で7倍超の177社にのぼり、そもそも本社ガバナンスや管理の目が行き届かない規模に膨張してしまっているのでは。結果として各子会社において不正事案、法令違反が続出してしまっているのでは。

#### 連結子会社数推移



出所：会社資料

## ガバナンス不全を生み出している構造的要因（当社考察）



### ① 権限の集中と固定化

- トップマネジメントの長期在任（20年超）
- トップダウンの固定化、自己検証の欠如



### ② 取締役会の機能不全

- 人事・報酬に関する権限の集中
- 監視権限が不十分な取締役会
- 買収に際しての財務規律および買収先PMIを含むモニタリングが不十分なし不在



### ③ 取締役のスキル不足

- 資本市場・ファイナンス知見の欠落（専門性不足）
- ガバナンスへの危機意識・改善意欲の欠落
- 市場・株主からの問題提起に対して無反応

## ガバナンス不全の構造的要因：① 権限の集中と固定化

### 企業トップの長期固定化

福田氏が20年以上にわたり代表取締役として企業トップに君臨（保有株式比率は0.1%台）、経営体制の固定化が著しく進行

#### 自浄作用・けん制機能の喪失

同一トップの長期間にわたる在任により、社内から異論や客観的な批判が出にくい風土が醸成されているのでは。関連当事者取引が継続している実態がその証左ではないか。

#### 新たな知見の欠如

時代とともに変化する市況、事業環境や、資本市場からの要請に対し、旧態依然とした資本政策・財務戦略から脱却できていなくなっているのでは。

### 代表取締役近親者企業との関連当事者取引

金額規模はグループ全体から見れば軽微であるものの、代表取締役の近親者が支配する会社との継続的取引という点で、典型的な利益相反取引の構造を持つ。現場レベルでの統制不全が顕在化している中で、関連当事者取引を許すことは、取締役会のガバナンスに対する危機感の欠如、代表取締役に対し物を申せない企業文化を象徴していないか。

相手先	オズー株式会社
関係性	センコー代表取締役福田泰久氏の近親者が議決権の過半数を保有
取引内容	ホームページ管理料の支払
取引金額	10百万円 (期間：2024年4月～2025年3月)

## ガバナンス不全の構造的要因：② 委員会・取締役会の機能不全

### 指名・報酬諮問委員会

2024年委員会開催件数

**2回**

委員会委員長

**代表取締役社長**

### 取締役会

取締役の報酬決定方法

**代表取締役に一任**

### 形骸化するモニタリング機能

センコーの委員会は「指名」と「報酬」がまとめられた、かつ実質的権限を持たない「指名・報酬諮問委員会」に留まる。また、年2回の開催では形式的な報告・承認に留まり、取締役ガバナンスの要である「指名」と「報酬」に関する実質的な議論は不可能で、経営陣に対するけん制機能は事実上停止していると言わざるを得ない。

### 透明性の著しい欠如

委員会委員長を代表取締役社長が務め、かつ、取締役に対する報酬の配分を代表取締役社長に一任することは、プライム市場上場企業として一般的に想定されるガバナンス水準から逸脱しているのではないか。加えて、代表取締役に対するけん制が欠落しているのではないか。

出所：会社資料

## ガバナンス不全の構造的要因：③ 取締役のスキル不足

▲ スキル・マトリックスには、7名の「財務・会計」人材が記載されているが、一部根拠が不明な他、いずれもファイナンスおよび資本市場の理解・実務経験は確認できない  
また、前頁のガバナンス構造を放置する社外取締役は忠実義務の理解も疑わしい

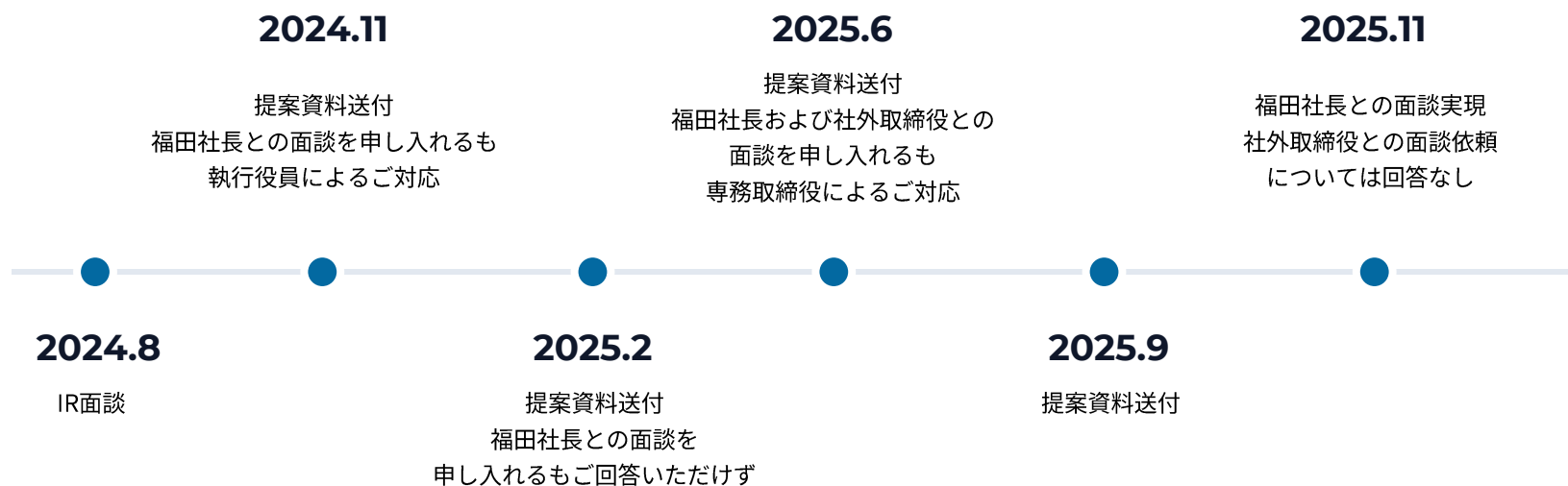
氏名 / 役職	「財務・会計」認定の根拠	株式市場・ファイナンス経験の有無
福田泰久 / 代表取締役	同社の長年の経営経営	確認できず
大野茂 / 取締役	国際事業の経営経験	確認できず
増田康裕 / 取締役	金融機関出身	担当するライフサポート事業の資本収益性は一貫して資本コストを下回る
大越昇 / 取締役	当社物流事業の責任者	確認できず
杉浦康之 / 社外取締役	三菱商事出身で財務における豊富な経験	ファイナンス・資本市場分野への理解は不明
上中正敦 / 監査役	当社経理	監査役という職責上、株価や資本コストを意識した経営への積極的な参画は期待しづらい
岡野芳郎 / 社外監査役	公認会計士	同上

役職	氏名	独立社外	企業経営・経営戦略	人事・人材育成	財務・会計	マーケティング	法務・リスク	グローバル	IT・DX	ESG・H	サステナビリティー
取締役	福田 泰久		○	○	○			○	○		
	佐々木 徳郎		○	○			○				○
	大野 茂		○	○	○			○			
	増田 康裕		○	○	○				○		
	堤 秀樹		○	○				○			
	大越 昇		○	○	○				○		
	杉浦 康之	★	○	○	○			○			○
	荒木 葉子	★		○							○
	奥野 史子	★		○							○
	白石 真澄	★		○	○						○
監査役	寺浦 康子	★					○	○			○
	上中 正敦		○		○			○			
	竹谷 聡		○	○			○				○
	小原 紳一郎	★	○								○
	岡野 芳郎	★			○		○				

出所：会社資料

## 当社エンゲージメント活動の履歴と進捗

▲ トップマネジメント面談実現に1年。社外取締役との面談申し入れにはいまだにに応じていただけていない



**ご提案**

## ご提案

---

### 🔍 開示の改善

事業セグメント毎のROICおよびバランスシートの開示改善

### ✂️ 低収益事業の見直し

資本コスト割れ事業群への取り組み策定および開示、事業ポートフォリオ見直しの加速

### ➡️ M&A基準の再定義

「M&A対象企業の考え方」を見直し、非物流分野への規律なき投資を停止

### 🛡️ 取締役会ガバナンスの強化

資本市場の知見を持つ人材の招聘、社外取締役による監督機能の抜本的強化、経営と執行の分離

## センコーの企業価値向上に資するべく岡村氏を社外取締役として提案します



**岡村 宏太郎 氏**

社外取締役候補者

### 選任理由・期待される役割

岡村氏は、長年にわたり金融機関および投資銀行業務に従事し、企業価値評価、M&Aアドバイザー、および資本政策に関する高度な専門知識を有しています。同氏の知見は、当社が認識するセンコーの課題たる財務、資本政策の高度化および少数株主の利益を保護する監督機能の強化に資すると判断し、社外取締役として提案いたします。

### 略歴

- 1979年4月 株式会社住友銀行（現株式会社三井住友銀行）
- 1990年9月 モルガン信託銀行株式会社  
（現 JP モルガン・アセット・マネジメント株式会社）
- 1995年8月 JP モルガン証券株式会社投資銀行本部
- 2004年4月 JP モルガン・チェース銀行在日代表東京支店長
- 2009年9月 トムソン・ロイター・マーケットズ株式会社代表取締役社長
- 2012年9月 ソシエテジェネラル証券顧問
- 2019年7月 IFM Investors シニア・アドバイザー
- 2024年3月 サッポロホールディングス株式会社社外取締役

## 免責事項

## 免責事項

---

- 本資料は情報提供のみを目的としたものであり、特定の金融商品への投資の勧誘や売買、あるいはその売買の適合性についての助言を行うことを目的としたものではありません。
- 本書に記載される情報には万全を期しておりますが、その情報の正確性および安全性を保証するものではなく、特定の日時における結果であり、我々の見解、評価の責任または義務を負うものでもありません。
- 本資料に記載する事項につき、予告なしに内容が変更または廃止される場合があります。予めご了承ください。
- 本資料は、各種法律により制限されている場合がありますので、正確な情報や詳しい資料の配布を希望される場合には、ダルトンにお問い合わせをお願いします。

---

For further information, please contact:

**Dalton Investments**

360 N Pacific Coast Highway

Suite 1060

El Segundo

California

90245

United States of America

Phone: +1 424 231 9100

Email: [info@daltoninvestments.com](mailto:info@daltoninvestments.com)

Los Angeles | Las Vegas | New York | Tokyo | Hong Kong | Seoul | Mumbai | Sydney  
[www.daltoninvestments.com](http://www.daltoninvestments.com)

---