

## 蝶理株式会社 株主総会議事要旨

平成 30 年 6 月 15 日 10:00～11:25

場所：品川インターシティホール

株主数 3,683 名	議決権個数 245,241 個
出席株主 43 名	142,292 個
事前行使株主数 1,078 名	83,993 個
	計 226,285 個

1. 監査報告
2. 事業と計算書類の報告
3. 質疑応答（質問者は全てストラテジックキャピタル丸木(他の株主の発言は省略)、  
回答者は議長)

### ① <株価について>

意見：我々株主は、当社の株式の評価が高まること、すなわち株価が上昇すること、を切に願っています。株価が上がることを嫌がる株主はいないと思います。

取締役の皆さんは、株主に投票で選任されているのですから、有権者である株主の意向に沿って、株主価値を最大化するよう努力する義務があります。これが、会社法の教科書に書いてある「株式会社の目的は、株主の利益の最大化である」ということです。

昨年、当社は取締役に対し譲渡制限付株式報酬（ストックオプション）を導入したわけですので、取締役の皆様も当社の株価にはより一層関心を高めていただいていることと存じます。

当社の現在の株価は、1970円近辺です。当社の3月末時点での一株当たり純資産は2080円、一株当たり今期予想利益は208円であり、PBRは1倍割れ、PERは10倍割れです。東証一部上場企業の平均はPER15.38倍、PBR1.35です。何故、このように当社株式の市場における評価が低いのでしょうか。

言い訳は色々とできるでしょう。

当社は「商社」だからバリュエーションが低いことはやむを得ないとか、東レの子会社だからとか、株式の流動性（出来高）が少ないからだとか。しかし、言い訳を並べるだけではなく、どうすれば市場での評価が向上するのか、是非とも真剣に検討し、実行していただきたいと思います。

後ほどご説明する、我々の株主提案には、配当性向を100%とする提案が含まれています。配当性向を100%として年間の配当金を一株当たり192円支払うこととすれば、配当利回り5%としても株価は3800円程度にはなります。これが、我々が考える当社の株式の評価を高める方法です。

この提案を当社取締役会が否定されるなら、別の方法で良いですから、株価を上げる方策を決定して実行していただきたいと思います。これは意見ですので、回答は不要です。

回答：業績を上げて中長期的な価値を上げて、IR活動で説明していきたい。貴重なご意見として承る。

② <IR について①>

質問：我々は、平生は、藪取締役面に談いただいております、藪取締役の対応には感謝申し上げます。

しかし、未だに社長と面談していただけません。上場企業の社長として、IR は社長の仕事の一部のはずです。忙しくても自分のお仕事の時間を割くことが義務だと思います。

一昨年の株主総会で、社長は「株主との面談については、適時・適切に判断する」と回答され、それから2年が経過します。この2年間で「適時・適切に判断して」会える機会が無かったということは、今後も半永久的に会えないということでしょう。社長は株主と対話する気は全く無いのにもかかわらず、「会わない」と株主総会では言いにくいからそのようにお答えになったのでしょうか。株主総会でこのようなその場しのぎの回答をしたり、株主との面談から逃げているような社長は、非常に格好悪いですし、このような社長のご対応も当社の株価に影響すると思います。

コーポレートガバナンス・コードでは、3年前から、株主とは対話せよということになっています。先ほどの報告事項でも、対処すべき課題としてIRの強化を挙げられていました。今後は、社長も考えを改めて、内外の機関投資家から面談の要請があった場合や一定規模の株主とは社長が面談してはどうでしょうか。これは質問ですので、回答をお願いします。

回答：私は、株主総会のほか、年2回の会社説明会と一回の個人投資家説明会は行っている。個別の面談は経営政策担当の藪取締役に任せている。過不足なくやっていると思っている。半永久的に会わないということではなく、適時適切に機会があれば、また、藪から提案があれば、お会いしたい。

### ③ <IR について②>

意見：ずっと面談をお願いしてきたが、本日で任期が切れる当社の社外取締役のお二人とは最後まで面談できませんでした。我々の投資先企業で、社外取締役が面談していただけない会社は当社だけです。新任の社外取締役のお二方には、機関投資家や一定規模以上の株主から面談の申入れがあった場合には、是非とも対応していただきたく、お願いいたします。

### ④ <ROE について>

質問：我々は、第4号議案で、取締役の賞与は ROE が 10%を超えた場合にのみ支払うことを提案しています。その説明は後ほどさせていただけるものと思います。

当社の ROE は、以前は 20%を超えていましたが、どんどん下落して、とうとう 10%を下回ってしまいました。今までは、日本の上場企業の平均よりも高いと考えていたかもしれません。そして、昨年公表した中期経営計画では、当社の過去の実績より低い数値目標として 10%としたわけですが、さらにそれも下回り、東証一部上場企業の平均をも下回る結果となりました。これを我々は 2 年前から危惧していました。貿易取引が多いという商社の業態からは、もう少しレバレッジを効かせていただきたい。大手商社をはじめ、規模の大きな商社は、自己資本比率は 20%台から 30%前半の企業が殆どです。当社の自己資本比率は、一年前よりは下がったものの 43%です。

昨年も申し上げましたが、当社は自己資本を積み上げ過ぎて、それに見合った利益を増やすことはできていないわけです。それで ROE は下がってしまいました。例えば、

大手商社は、時価総額よりも大きい有利子負債を抱えています。それが商社のビジネスとしてあるべき姿ではないでしょうか。

一方、当社の親会社である東レの昨年度は9.1%のROEでしたが、来年度は12%を目標としています。東レは昔はROEが低かったのですが、当社と逆転してしまいました。

M&Aのため、今後の投資のため、と称して自己資本を積み上げたり、現金類似資産を貯めておくことは止めてもらいたいのです。家計なら夫婦で相談して将来に備えて貯金するのも良いと思いますが、当社は上場企業です。いかに効率よく資本を使うかを常に考えていただきたいのです。

そこで質問です。中期経営計画通りのROE10%は達成できるのでしょうか。

回答：中計通りの利益を達成すれば、ROE10%は達成できると考えている。

#### ⑤ <政策保有株式について>

質問：今朝の日経新聞にも記事がありました。我々は、第5号議案で、政策保有株式の早期売却を提案しています。その説明は後ほどさせていただけるものと思います。

招集通知の第13ページから第14ページの当社取締役会の意見を拝見すると、「投資先企業の経営方針を尊重しながら、企業価値増大を期待できるかどうかの視点に立ち、適切に議決権を行使しております」と記載されています。

当社は、どのような議案に対し反対の議決権行使をするとの議決権行使基準があるのでしょうか。また、今まで会社提案に対し反対の議決権行使をしたことがあるのでしょうか。

回答：議決権行使基準は、投資先企業の中長期的な企業価値の向上を中心に社内で議

論したうえで、議決権の行使をしている。

私が社長になってからは、反対の議決権行使をしたことは無い。昔のことは調べないと判らない。

⑥ <議決権行使基準、東レとの関係について>

意見：議決権行使基準は無い、ということだと理解しました。当社が東証に提出しているコーポレートガバナンスに関する報告書では、議決権行使基準についてコンプライしていますが、本当はエクस्पラインして、ご説明のような議決権行使を行っていると記載すべきです。報告書の是正をしていただきたいと思います。

次の意見を申し上げます。東レは当社の52.8%の株式を保有する大株主です。そして、東レの経営陣は、東レの株主のために、東レの保有する資産である当社株式の価値を向上させる責務を負っているはずです。

我々少数株主も当社株式の価値が向上することを望んでおり、その意味では東レと我々は同じ立場です。しかし、我々少数株主が色々と当社経営陣に要望しても、東レが何も言わずに当社の経営方針を黙認しているならば、当社経営陣は少数株主の要望を聞くインセンティブはありません。

東レは大企業で外国人の持株比率も30%超ですから、日常的に株主を意識した経営をされていることと拝察いたします。しかし、当社の大株主としては、当社経営陣に対し優しすぎるように思います。

新たに東レからお二人の取締役が送り込まれます。是非とも、大株主の立場から、当社の株主の利益の最大化を働きかけていただきたく、お願いいたします。

当社の経営陣も優しい大株主の東レに甘えることなく、一般株主の利益のためにご尽

力いただきたいと思います。

⑦ <議決権行使について>

当社の議決権行使基準に従い、

第1号議案の先濱社長の選任に反対します。

第2号議案の澤野氏及び森川氏の選任は棄権いたします。

第3号議案の新谷氏の選任も棄権いたします。

4. 議案の上程

第1号議案から第3号議案まで、議長が議案を説明し、賛成多数で可決

第4号議案：議長が招集通知記載の株主提案と取締役会の反対意見を読み上げ

丸木の補足説明：この議案は、前年度の当社のROEが10%以上の場合にのみ、常勤取締役にはボーナスを支払うこととするものです。

ROEの目標を10%以上と公約したのですから、それが守れない場合は、年収が約20%減るということで、穏当な案だと思います。株主の目線からは、絶対的な利益額等も大事ですが、資本効率をより重要視してもらいたいです。

そして、今回のコーポレートガバナンス・コードの改訂で、任意の指名報酬委員会を設置すべきだということになりましたから、当社においても、今後、任意の指名報酬委員会を設置されることを期待いたしますが、そこでも、新しい社外取締役の皆様は、取締役報酬についてはROEについても考慮の上、諮問機関として取締役会に回答していただきたいと思います。

⇒反対多数で否決

第5号議案：議長が招集通知記載の株主提案と取締役会の反対意見を読み上げ

丸木の補足説明：本日の日経新聞にも政策保有株式の記事がありました。

まず、何故、東証の規則であるコーポレートガバナンス・コードで、政策保有株式の縮減の方針を開示せよとか、政策保有株主からその売却等の意向が示された場合には、取引の縮減を示唆することなどにより売却等を妨げるべきではないとか、定められたのかを考えていただきたいと思います。当社の反対意見のように、「当社の事業の維持、発展に支障を生じ、当社のお企業価値を棄損する恐れがある」などとの説明など、誰も信じていません。

そもそも、政策保有株式は安定株主として保有しており、当社とワコールとはお互いに持合いをしているわけです。当社の資産を、当社の取締役の判断で、株式発行企業の取締役の身分を守るため、買収防衛策に協力するために使って良いのか疑問です(先ほどの質疑にもあるように、当社の議決権行使は、必ず賛成票を投ずることになっているようです)。

さらに、株式を保有していると取引ができるというのも、会社法違反の株主への利益供与の疑いもあります。本来は、商品やサービスの質が良いから取引してもらえるのではありませんか。

政策保有株式は全部売却していただきたいとの提案です。

⇒反対多数で否決

第6号議案：議長が招集通知記載の株主提案と取締役会の反対意見を読み上げ



丸木の補足説明：第7号議案はこの第6号議案の可決が前提で、審議されないかもしれませんが、第7号議案を合わせてお話しします。

今期の配当性向は30%になっていますが、それでも当期純利益の約70%は自己資本に積み上げられるわけです。これ以上純資産を増加させてもROEは減少するだけです。当社の経営者の目標として資本効率を劣化したものになっています。

繰り返しですが、一株当たり配当金が年192円になれば、当社の株価は3800円程度にはなると考えられます。それで誰が困るのでしょうか。誰も困りません、当社の現金類似資産は潤沢であり、商社としては十分以上の自己資本があります。当面、配当性向100%を継続されると良いと思います。皆さんが幸せになります。取締役の皆さんのストックオプションの行使価格も2100円と聞いていますが、今の経営方針では株価は上がりず、配当性向を大きく上げていかないと株価は上がりません。

⇒反対多数で否決。第7号議案は審議されず。

以上