

極東貿易株式会社 2019年6月株主総会発言要旨

日時：2019年6月20日 10:00～11:20

場所：丸の内北口ビル

	株主数	議決権個数
総株主	2,306名	63,462個
議決権行使株主	894名	49,782個

1. 監査結果報告（監査等委員）
2. 事業・計算書類についての報告（スクリーン）
3. 対処すべき課題（社長）
4. 決議事項以外についての質疑応答（①）
5. 決議事項についての説明（社長）
6. それぞれの決議事項についての質疑応答（②）
（ストラテジックキャピタル丸木の発言のみ記載（ほかの株主の発言は省略）、回答は議長）
7. 第1号議案～3号議案（会社提案）までは可決、第4号議案～第6号議案（株主提案）は
否決

上記①及び②における弊社発言要旨は以下の通り。

<新中期経営計画について>

業績の説明として着実に中期経営計画を実行して業績を伸ばす、対処すべき課題でも株主価値の持続的な成長を図るとある。計画を達成したが、計画の目的は株主価値の持続的な成長

だったはずなのに、なぜこんなに株価が安いのか、よく考えてほしい。何が足りなかったのか、何が不足していたのか。十分にそれを考えたうえで、KBK ブレイクスルー2023（以下「新中期経営計画」という。）の内容を決めるべきであった。新中期経営計画が発表されても株価にはほとんど影響がなかった。本来の中期経営計画の目的をよく考えてほしい。今からでも新中期経営計画を修正してほしい。このままでは計画を達成しても株価は上がらない。計画は株主価値向上のためと言っているが、全然そうになっていない。経営陣が独善的に作った計画で株主の利益が考えられていない。

<新中期経営計画の戦略について>

事業ポートフォリオの最適化と M&A が主な戦略となっている。M&A については、当社は過去から実施してきたが、買うばかりではなく、売ることも考えてほしい。当社が価値を向上できない事業は撤退・売却の判断をしてほしい。買う場合について、まず、当社の株価のバリュエーションは非常に低い。例えば PBR は 0.4 倍、EV/EBITDA 倍率はマイナスだ。現金類似資産を持ち過ぎだからだ。

M&A で割高な会社を買くと当社の価値は毀損する。何度も説明しているが、ご理解いただけていないのではないかと思う。M&A をやめてほしいのではなく、M&A を実行するなら、当社よりもバリュエーションが低い会社、それか、シナジーを織り込んだ実質的な EV/EBITDA 倍率が低い会社を買ってほしい。まずは当社自身の株価の評価を高めるべきだ。

<IR について>

新中期経営計画は具体性に欠けている。現在の ROE5%台の当社が、具体的にどのようにし

て8%のROEを達成するのか。具体性がないから信用できず、現在の株主還元策で株価が上がるとは思えない。方針を変えないといけない。新中期経営計画の内容を変え、IRをすることではじめて株主価値が上がる。

回答

意見は経営が真摯に受け止め、経営に活かしていきたい。

<第2号議案：取締役（監査等委員である取締役を除く）6名選任の件>

弊社の議決権行使基準に従い、全員について反対する。ROEが株主資本コスト未満であることや、株主資本コスト以上のROEを経営目標としていないことなどが理由だ。寺井氏については取引先出身の方であり、賛成できない。

経営責任、株価に対する責任について。私が社長だったら、株主総会の冒頭に陳謝する。私が社長だったら恥ずかしいからこんな株価は放置しない。私が三戸会長だったら、恥ずかしいから代表取締役会長にとどまらない。

株主価値の向上などについて、招集通知に記載されているが、株主の利益は配当と株価しかないのだ。配当が増える・株価が上がる結果を出すしかない。PBR0.4倍、PER7.9倍ではどうしようもない。なぜこうなっているのかということをよく考えてほしい。

経営陣はこんなに株価が下がっているのに給与と賞与をもらっている。我々株主はわずかな配当と評価損だけだ。よく考えてほしい。取締役は株主に選ばれている。有権者主権者のために行動することが取締役の義務である。

回答

株価が低いということに対して、経営陣は深刻に受け止めている。それをどうやって高めていくかというのは中期経営計画に込められている。株価が低い、ROE が低い、PBR が低いということは経営陣全員が深刻に受け止めている。

<第3号議案：監査等委員である取締役3名選任の件>

再任の2名については先ほどと同じ理由で反対する。新任の貝塚氏についてはご面談をお願いしたが叶わなかったため棄権する。

<第4号議案：資本コストの開示に係る定款変更の件>

我々は、当社の発行済株式の約17%を保有する株主である。当社の筆頭株主であり、当社の株主価値の向上について、地球上で一番真剣に考えていると自負している。当社経営陣は、その我々の意見を何故聞き入れてくれないのか、非常に不思議である。我々が申し上げていることをもっと信用し、採用してほしい。

株主提案をした目的は、当社の低い株価のバリュエーションを改善することだ。当社経営陣は、株主提案だから反対するのではなく、当社の問題点を考えてほしい。

弊社は、当社の課題について特集したウェブサイトを開設している。当社取締役の皆さんにも、株主の皆さんにも見ていただきたい。

- 今般、株主提案した資本コストと当社が保有する過大な規模の株式の問題
- 2015年9月の時価発行増資など、株主価値が軽視されている問題
- 社外取締役など、コーポレートガバナンスに関わる問題

などについて説明している。

当社は資本コストを正確に把握していないのではないかと懸念したため、我々はこの提案を行った。資本コストを把握していないことから、目標が誤っていて結果として ROE が低くこんなに PBR が低い。弊社は、当社の PBR が 1 倍を下回っている理由は、当社の ROE が株主資本コストよりも低いからであるという理論に基づいて考えている。当社の把握している株主資本コスト、それに基づいた加重平均資本コストはいくらなのかということを開示してほしい。反対する必要はないと思う。

弊社の投資先には根拠を含めて開示するという会社もあり、弊社は株主提案を取り下げている。資本コストを把握し、開示して、それに基づいた共通の認識のもとで議論をできるようにしていくということだ。我々は筆頭株主としてそう考えている。

新中期経営計画の 5 年後の ROE の目標は 8% となっている。5 年後に 8% では、結果として 5 年経っても PBR は 1 倍を割れているだろう。我々の計算では、当社の株主資本コストは 8% を超えている。

<第 5 号議案：保有する株式の売却に係る定款変更の件>

昨年 3 月現在で政策保有株式と純投資目的株式で 58 億円強の株式を保有している。当社の時価総額と比較して非常に大きい金額だ。なぜ当社の株価の評価が低いのかということに対して、このような資産を保有しているからであり減らさないといけないということが我々の提案である。

このような株式を持っていると経営者は安心するだろう。逆に売ると不安になると思う。何かあったときに資産を保有していたら安心する。何かあったときは、経営判断に失敗したとき、不祥事を起こしたときだ。しかし、本来は、誤った経営判断をしないような仕組みを作るべきだ。それに備えて資産を保有しているという考えでは資本効率は上がらない。失敗

しても大丈夫だという体制を作ることは誤りで、株主は望んでいない。株主は資本効率を上げてほしいと考えている。

将来の事業投資のために株式を保有しているという反対意見について、なぜ株式として保有しているのか。現金で持っていればよいのではないか。株で持っていたら時価が変動する。もちろん我々は現金で保有しておくことも反対だ。将来事業投資が必要な時に、現金を持っていなくても資金調達すれば良い。例えば銀行から借り入れることで、手元資金を使わないで投資している企業はある。事業投資について、借金を返せるのかという視点でチェックしている。手元に持っている資金を使えばすってしまっても大丈夫だと思っているのではないかと勘繰ってしまう。投資判断に自信がないのではないか。手元にある資金を投入するというのは、どうしても投資採算の審査が甘くなりがちになると心配している。いつ使うかわからないが、ただ資産をずっと持っている。だから、資本効率が悪化していくというのが現状だ。余裕を持った経営ではなく、緊張感を持った経営をしてほしい。その方が資本効率も株主価値も高まる。

政策保有株式について、株式保有と取引の円滑化・強化にどのような因果関係があるのか、全く理解できない。私の理解では、安定株主として保有し、取引先の経営者から感謝され、その見返りとしてビジネスをしているということだと思う。相手の取締役の方々の身分の保身に協力することで、その見返りとして取引ができるということだ。こんな目的のために、株主から預かっている資産を取引先の株式に振り向けても良いのか。当社の商品やサービスが優れているから取引ができるというようになってほしい。安定株主だからビジネスがもらえるというのは、まともなやり方ではない。今の開示の説明では、株式を保有していることと取引をできることの因果関係がわからない。安定株主だからだと想像しているが、万一違うなら説明してほしい。いずれにしても、他社の株を買うのではなく、自社株を買ってほし

い。

<第6号議案：剰余金を処分する件（会社提案と合算で配当性向100%とする増配）>

当株主提案については、大幅増配をするというもので、会社提案の剰余金処分と合わせて配当性向を100%とするという提案だ。なぜ当社の株価の評価が低いのか、資本効率が低く、自己資本が過剰に積み上がり過ぎ、現金類似物を持ち過ぎであるということだ。

当社は主たる業態が商社であり、自己資本比率が40%を超えている。これ以上の自己資本は必要ない。（招集通知上に）総還元性向35%について、「積極的な」利益還元とされているが、これは誇大表示だ。残りの65%は内部留保ということでさらにいっそうROEが低下するということだ。株主提案については、簡単に説明すると弊社145円を配当していただくという提案だ。

今の経営方針では株主の中長期的な利益は増えない。営業利益が多少増加しても、自己資本が益々積み上がり、ROEは中々上がらない。反対理由に記載されている「株主の中長期的な利益に貢献する」というのは不正確だ。株主の利益とは、先ほどから説明している通り、配当と株価しかない。現在の経営方針で配当が増えて株価が上がるという納得的な説明はなく、このままでは自己資本が積みあがるだけで、たぶんダメだろうと思う。もっと真剣に考えてほしい。株主提案に反対することを決めてから理由を考えている印象がある。

保有株式を売却して自社株買いをすることなどで株価は上がると思うが、仮に当提案が通れば、第一号議案の剰余金処分と合わせて一株当たり200円の配当となる。配当利回りを5%と考えると当社株価は4,000円程度になる。これで誰が困るのか。当社の自己資本が減るわけではなく、期間利益を還元するだけだ。今の自己資本は変わらない。

以上