

蝶理株式会社 2019年6月株主総会議事要旨

日時：2019年6月18日10：00～11：10

場所：品川インターシティホール

	株主数	議決権個数
総株主	3,662名	245,235個
出席株主	41名	133,080個
事前行使株主	1,072名	90,950個

1. 監査結果についての報告
2. 事業と計算書類についての報告
3. 決議事項についての説明
4. 質疑応答（質問者は全てストラテジックキャピタル丸木（ほかの株主の発言は省略）、回答は議長）

<特設ウェブサイトなど>

意見：弊社は、今回で株主総会に5年連続で出席しており、長期の投資家と認識いただけていると思う。弊社は昨年まで3年連続で株主提案を行ってきたが、本年、株主提案を行わなかった。株主価値向上策を採ってもらえるだろうと誤解していたからだ。しかし、相変わらず、当社の株価は低迷したままだ。我々の考えは間違いだった

我々は、株主提案は行わなかったが、当社の課題について特設のウェブサイトを作った。

是非とも、当社の取締役全員に見てほしい。そこでは、

- 株価が割安に放置されている現状、
- 政策保有株式の問題、
- 親子上場の弊害、
- 任意の指名報酬委員会がないこと、
- 株主とのコミュニケーションを軽視するIR方針

などについて説明している。繰り返しになるが、是非とも見てほしい。株主の皆

様にもみていただきたい。

取締役選任議案については、全員が再任であり、新任者はいない。当社の株主価値を毀損し続けていること、政策保有株式売却の方針を示していない、指名・報酬委員会がない、などの理由から、弊社の議決権行使基準に従い、全員の選任に反対する。

今日は、このあと大きく3つの意見をお伝えし、1つの質問をする。議長におかれては、私の発言を途中で打ち切らないでもらいたい。株主としての年に1回だけこの場で質問できるという権利を不当に制限しないでほしい。

<株価と経営責任について>

意見：当社の業績は順調に伸びているが、株価は振るわない状況だ。株式会社の目的は、会社法の教科書に書いてある通り、株主の利益の最大化だ。株主の利益は配当と株価しかない。株主に選ばれている取締役は、主権者である株主のために、業績を上げるだけではなく、市場で当社株式が高く評価されるよう努力すべき。社長はその責任者だ。

この点について、藪取締役は理解していると思う。社長も、今年3月の個人投資家向け説明会で「予想配当利回りは3.4%でそれほど悪くないと思いますので、是非皆さまのポートフォリオに入れていただければ」と個人投資家に当社株式を買ってもらおうと働きかけており、やはり、理解していると思う。しかし、当社の株価は上がっていない。

昨年までの3回の株主提案をし、様々な株主価値向上策を5年近く提案し続けてきたが、採用してもらえず、この株価の体たらくというわけだ。3年計画の中期経営計画を2年でほぼ達成し、利益が増え、自己資本も増えても、株価は全く上がらない、逆に安くなっている。当社の株式の評価をどんどん下がっている。利益が上がっても株価が上がらないのは、当社の株価バリュエーションが下がっているということだ。

そもそも、中期経営計画の目的は、企業価値の向上である。当然、企業価値が向上すれば株主価値も向上する。企業価値を向上させるための計画を前倒して達成したのに、何故、株価はこんなに安いのか。利益と自己資本を増やして株価を

下げるのは簡単なことではなく、なぜ株価が上がらないか考えてほしい。
当社が策定した中期経営計画は、企業価値（≡株主価値）を向上させるものではなかった、ということである。当社の経営方針に何が足りなかったのか、何かが間違っていたのか。

個人投資家向け会社説明会のようなものをいくらやっても株価は上がらない。説明する内容、すなわち経営方針を変えなければだめだ。その方法が、我々が今まで提案してきたことだ。それを採用しないのであれば、そのほかの方法でも良いので株主価値を向上させてほしい。

全株主の中で、当社の株主価値向上策を最も真剣に考えているのは我々であると自負・自信がある。藪取締役にも日頃から意見を伝えているが、社長はその我々との面談を何故か断り続け、我々の株主価値向上の提案を無視し、当社株式の評価を下げ続けている。

社長は、今のような株価で恥ずかしいと思ってほしい。株主に申し訳ないと思わないのか。私が社長なら責任を感じて、この総会の冒頭で株主の皆さんに株価低迷を陳謝することから始めるところだ。

株価は 1,668 円で、PBR は 0.76 倍、PER は 7.1 倍。EV/EBITDA 倍率は 2 倍だ。当社は買収される側といえるほど割安になっている。また、わずかな配当性向 25%で充実した配当だとふざけた表現

をしてはいけない。配当性向の水準は上場企業の平均よりも低い。

再度言うが、株主には株価と配当しかない。我々株主は散々な目にあっている。経営陣は当社の株価が低迷していても、給与も賞与も貰える。もっと責任を感じてほしい。

まとめると、株主価値を向上させていないことについて、社長には責任がある。株主価値を向上できる人物と代わるべきだ。また、社長は、我々から会うことから逃げ回っている。自信がない社長はいらない。3 か月に 1 回くらいでも IR に時間を割いて大株主と会ったらどうか。それが社長の仕事である。株主が何を求めているか聞いて採用するかどうか。

今までのように独善的に自分達が考えたことが正しいからそれをやっている、ということだからこの体たらくであり、株価が上がらない。業績を上げて株価のバリュエーションを下げる、こんな難しいことをやっている会社は少ない。

<株主価値向上策>

意見: 藪取締役には説明しているが社長に伝わっているか、伝わっているとしたらなぜ採用されていないのか不思議に思うため意見を申し上げる。

当社のように自己資本を積み上げるだけでは、株主価値はどんどん低下していく。経営者が楽をしようとするほど、株主の被害は拡大するということだ。将来の投資のためとの理由で内部留保を積み上げれば、資本効率が悪くなって株式の評価が下がるのは当たり前だ。当社の株式の評価が低い状況で、M&Aによって当社株式より高いバリュエーションで他社の株式を取得すれば、当社の株主価値は毀損する。

M&Aを行うことに反対しているのではない。しかし、M&Aを行うなら、まず、当社の株価を上げるべきで、その後にM&A行ってほしいと言っているのだ。例えば大規模な買収をしたらバリュエーションは変わるかもしれないが、今までやってきたように小規模なM&Aを積み重ねていくのであれば当社のバリュエーションをまず上げてほしい。

そして、手元資金を使わなくても、まともなM&A案件であれば、その時点で金融機関から借り入れとして調達できるはずである。資金の貸し手もM&Aの投資採算について検証してくれるから、当社の手元資金だけで買うよりも、M&Aの投資採算を事前により一層チェックすることに繋がる。少なくともまともなM&Aであれば、そのために現金を貯め込む必要はない。貯め込むことにより自己資本が増えて、資本効率が悪くなってROEが低下していくことになる。

それから、念のために申し上げるが、経営判断を誤っても大丈夫なように、すなわち、余裕を持つために現金類似物や自己資本を積み上げる必要もない。そうではなく、経営判断を誤らないような仕組みを作るべきだ。危機に備えてとやり始めると、結果として自己資本が積み上がってROEが低下する。

具体的には自己資本を積み増すという経営方針を転換してほしい。

経営方針を転換するための1つの方法は、我々が昨年まで3年続けて提案してきた通り、配当性向を100%とすることだ。今期の一株当たりの利益予想は236円であり、配当利回り5%と考えれば、当社の株価は4,700円程度となる計算だ。配当利回り6%と考えても、当社の株価は3,900円程度となる。配当性向を100%にしても自己資本は減らない、これ以上増えないだけだ。

2つ目の方法は、自社株取得をすることだ。大株主である東レが保有する当社株式を、当社が自社株取得して消却すること。可能なら東レの保有する株式を全株取得する。これの実現に必要な資金は200億円程度であり、結果として、当社のバランスシートは健全なまま、少しレバレッジが効いた状態となり、当社株式の評価は急上昇するだろう。理論的には、2,900円～3,000円くらいになる。

もう1つの方法として、先濱社長の上場企業の社長としての身分は保証されないが、東レが、当社の株価に大幅なプレミアムを付けて全株取得し100%子会社化することだ。または、東レが保有する当社株式を、当社の価値を向上できるストラテジックバイヤーに全て売却することだ。

我々株主にとっては株価が上がるのが重要だ。今の現金類似物や自己資本を積み上げるだけという経営方針は株主の意向を反映したものではなく、経営者が独善的に考えたものに過ぎない。だから株価も上がらない。

<親子上場の問題>

意見：我々は、原則的に親子上場には反対の立場であるが、すでに上場している子会社が多いことから、それを前提に考えていかなければならないと考えている。

今朝の日経新聞にも未来投資会議で安倍首相が親子上場について発言したとの記事があった。日本政府が新たに策定する今年度の成長戦略においては、コーポレート・ガバナンス強化の観点から、親子上場については、親会社の説明責任、上場子会社の社外取締役の比率を高める、などの方針が明らかになっている。今後、取引所のルールとして、子会社取締役会の独立社外取締役の比率を高める等の施策が予想されている。

親子上場の子会社である当社にとっては、社外取締役の役割は非常に重要である。何年も前から言っているが、弊社の投資先で、社外取締役と面談できないのは当社だけだ。今年3月には、当社の取締役会で、社外取締役は株主とは会わないと決めたとのことである。これを取締役会で議論すること自体がナンセンスだ。社外取締役が個人として判断すれば良い話である。そして、投資家・株主と面談しないとの当社の取締役会の多数意見に唯々諾々と従う社外取締役なら、

社外取締役の独立性とは何だということになる。そのような社外取締役が少数株主の代表として取締役会において発言しているのか不安になるし、発言していないのではないかと思う。

現在の社外取締役の方々には居る価値がない、報酬を支払うのはもったいないと考える。社外取締役の責務が判っている方と代わってもらいたい。

<親会社取締役の責務について>

質問: 政府の新しい成長戦略では、親子上場についてガバナンス改革の観点から何等かのルールを設けようということだが、私が言いたいことは、そもそも論である。親会社取締役には資産としての子会社株式を管理する義務がある、親会社取締役には子会社監督の職務が存在する、さらに親会社の資産である子会社の株式の価値を維持するために必要・適切な手段を講ずることが親会社取締役の善管注意義務から要求されている。私が言っていることではなく、法制審議会の議事録にも載っているし、コーポレートガバナンスシステム研究会の資料にも載っている。

東レの副社長でもある村山取締役にお尋ねしたい。東レは親会社として子会社を放任し過ぎではないのか。我々少数株主がいくら意見を言っても、50%超持っている親会社の東レが許すから、当社の社長以下取締役には緊張感が無く、このような当社の株価となっている。本年3月の個人投資家向け説明会で「東レさんから色々言われて経営は大変ではないか」という質問に対して、社長は「独自経営が任されている」と回答している。東レの利益のためにも当社の株価がより評価されるよう監督するべきである。

今後東レとして、子会社の価値向上のためにどのような監督をしていくのか、我々少数株主と意見交換をしてほしい。蝶理の株主価値を向上させるための議論をさせてほしい。

回答: 今の質問は、東レの株主総会で質問してほしい。この場では回答を控える。

質問: せっかく村山取締役がいらっしゃるのだから本人に答えるか聞いてほしい。

回答：（村山取締役）議長の指示にしたがって発言する。

5. 採決（第1号議案と第2号議案が賛成多数で可決）

以上