

蝶理株主総会 2020年6月株主総会議事要旨

日時：2020年6月16日10:00～10:50

場所：品川インターシティホール

	株主数	総議決権個数
総株主	3,535名	245,236個
出席株主	11名	133,491個
事前行使株主	1,109名	89,744個

1. 監査結果についての報告
2. 事業環境などについてのナレーション
3. 決議事項についての説明
4. 質疑応答①（株主提案についての説明及び意見、発言者は全てストラテジックキャピタル加藤）

<株主提案の説明1及び意見1>

第4号議案および第5号議案は、当社のコーポレートガバナンスの向上に資する提案だ。

まず、第4号議案は、当社のように親子上場されている上場子会社のガバナンス向上を目的としたもので、従来から指摘される親子上場の問題点について、昨年、政府、省庁、東京証券取引所でそれぞれ検討、議論されていたものにまさに沿った提案だ。

当社は、2020年3月に設置した社長と独立社外取締役2名による「ガバナンス委員会」において、少数株主利益保護の観点から議論するので、本提案に対して反対するとしているが、これまでの当社との対話を鑑みるに、その実効性は甚だ疑わしいと言わざるを得ない。

弊社では、すでに株式の売却を終えた会社も含めて多くの会社と対話してきたが、その中で、当社ほど社長や社外取締役が株主との対話に消極的、あるいは拒否する会社はほとんどなかった。また、当社と2014年に対話を始めてもうすぐ6年になるが、その間何度も社長や社外取締役の方との直接の面

談を希望してきた。その結果は、先濱社長との面談が昨年ようやく実現、社外取締役に至っては藪取締役への依頼および直接手紙による依頼と重ねたものの、いまだに実現していない。対話のなかで社外取締役の方から、「取締役会にて、すべての IR 関連への対応は、IR 担当役員を窓口として対応し、個別の面談は辞退させて頂くことを確認しました。」という回答までいただいた。これはまさに驚きであり、本来は独立しているはずの独立社外取締役が、取締役会の意見にもっばら従っているという、まったく独立社外取締役の名にふさわしくない所作である。

株主との対話に極めて消極的な社長、独立性の疑わしい社外取締役による、ガバナンス委員会に対してその実効性を、少数株主として期待することは極めて困難だ。

さらに、先日驚くべきことが起こった。弊社はこれまで当社に対して株主提案を実施し、他の株主と対話するために株主の権利として認められている株主名簿の閲覧謄写請求を行ってきた。これまで、当社に対しては過去 3 回の株主提案を行い、株主名簿の写しを受け取っており、今年もつい先日まで同様な依頼をしていた。ただし、今年についてはコロナウイルスの影響により弊社も当時在宅勤務を行っていたので、当社オフィスに参上し写しを受け取る形でなく郵送による授受をお願いした。

当初、その方法にてご承諾いただいていたところ、突然対応が変更となり、なんと当社親会社の東レとまるで同じく、オフィスに来て名簿を閲覧してほしいという連絡を受けた。親会社からの指示、親会社への忖度などその背景はわからないが、前言を撤回し少数株主を軽視する対応には極めて驚愕である。親会社からの指示であれば、まさに親子上場の弊害、あるいは無用の忖度だ。

第 5 号機案は、当社の取締役会の実効性を向上させるために、社内による評価だけでなく、外部機関における取締役会評価も実施するという提案だ。当提案に反対の理由として、当社はコーポレートガバナンス報告書に本件について記載したことをまず挙げているが、提案理由の中でも指摘したとおり、2019 年 6 月 18 日に提出した報告書と、2018 年 11 月 27 日付の報告書は

実質的に同じ内容であることを見ると、自己評価だけでは、客観的で信頼性の高い評価を十分行えるかは疑わしい。また、今回設置したガバナンス委員会の効用もその反対の理由としているが、前述の通り、当社の社外取締役は独立性が疑わしいことから、社外取締役が中心というだけでは不十分で、外部評価を受けることは実効性評価の質を向上させるにあたり非常に有効だと考える。

また、そもそも、新たにガバナンス委員会を中心に評価実施することと、3年に1回外部機関の評価を受けることは対立することではなく、それを理由に反対するのは、ただ株主の提案には反対しようということなのだろう。

<株主提案の説明2及び意見2>

第6号、第7号、第8号、第9号提案は、当社の低迷する株主価値を高めるために極めて有効であると考えられるものだ。

当社取締役や社員の皆様のご尽力により、直近はコロナウイルスによる影響はまぬがれないものの、この数年当社の業績は順調に成長しており、特に前中計3年間での目標を2年で達成するなど、株主としても評価する。しかしながら、残念なことに株主価値、企業価値は低迷したままで、その株主価値はその解散価値をなかなか上回ることができていない。当社取締役の方々は、本当に株主価値を高めようとする気があるのか。業績向上のために努力し実績を上げたとしても企業価値・株式価値が向上しないまま放置するのはまったく無責任だ。弊社としては、株主価値がその解散価値を上回り、さらに向上するために有効と考える施策を提案しているところだが、もし当社にもアイデアがあるなら示していただきたい。

<意見3>

当社の課題は、年々増加する自己資本が過大、そして資本コストが高いことである。

当社の2020年3月末の一株当たり自己資本は前年比137円また着実に増加し2,329円、自己資本比率は50.0%にまでなっている。当社は、配当性向を増加し26.2%としているが、これでは全く不十分で、これまで通り毎年毎年自己資本が積み上がり、ROE、株主価値を向上させることは難しいままだ。

当社については、もうこれ以上自己資本を積み上げる必要のない財務状況で、少なくとも当期利益すべてを配当することは、資本効率を下げることなく、また株主価値が解散価値をなかなか上回ることができない状況を改善するためには極めて有効な手段だ。

今回の中期経営計画において、これまでお願いしていた資本コストの開示に対して、今回は株主資本コストの開示がようやく実現した。しかし、実際に株主価値が解散価値を上回っていない、すなわち PBR が 1 倍以下である当社の場合、市場が考える資本コストは当社 ROE を上回っていることになり、今回開示された数字とはギャップがあることになる。

また、弊社の提案は、株主資本コストでなく資本コストの開示としている。ご理解いただいているかわからないが、この趣旨は、自己資本コストと他人（負債）資本コストも併せて、当社の資本コストについて意識してほしいということだ。本来、それによって、自己資本の有効利用、負債の利用、ROE の上昇を図るべきだ。

また、提案に反対する理由として、積極的に投資を行うために内部留保資金の確保、中計でも今後も M&A 等を成長の糧として掲げている。しかし、提案理由の中でも示したのと同様に、2020 年 3 月期の決算短信によれば、2020 年 3 月末現在、保有する現金は約 133 億円、政策保有株式などを含む投資有価証券が約 99 億円、一方有利子負債は約 19 億円に過ぎず、当社はすでに十分な現金及び現金類似試算を保有しているといえる。しかも必要になれば、借入も十分可能だ。当社の業績の着実な成長と低迷したままの株価を鑑みるに、現経営陣は、株主価値の向上を犠牲にして現金等の上に胡坐をかいているといえる。弊社の提案は、成長のための投資を決して妨げるものではない。ただし、当社の現状の株式評価のままこれらを実施していけば残念ながら投資するたびに価値が毀損することになりかねない。もし、今後積極的な投資を行うのであれば、逆にこれ以上内部留保を増加させず資本効率を高め株主価値を向上させることが、当社の喫急の課題なのだ。

先濱社長は当社の新入社員へのメッセージの中で、新入社員に「変わる」と

いうことを実践して欲しいとしている。「目標を見つけ、目標に向かってコツコツと変化を積み上げてください」としているが、株主価値を向上させる目標のために、まずは経営陣の方々が率先して「変わって」コツコツと積み上げて、いや経営陣の方々にはコツコツは当然、それ以上に大胆に変化していただきたい。

政策保有株の売却についても、他の提案同様、資産・資本の効率化を進め、株主価値向上のために使っていただきたいという趣旨だ。

5. 質疑応答②（発言者は全てストラテジックキャピタル加藤及び松橋、回答は議長の先瀆社長）

<質問1>

加藤：業績の向上にも拘わらず、株主価値・企業価値が低迷、あるいは株主価値が解散価値を上回れてないということを認識しているか。はい、か、いいえで答え願いたい。

議長：はい。

<質問2>

加藤：業績向上にかかわらず、株主価値や企業価値が向上しない中で、価値向上のために何をすれば良いと考えるか。繰り返しになるが、業績の向上は、株主価値・企業価値の向上とは繋がっていないように数字を見れば明らかだと思われるので、それ以外の手段についてのお考えを示していただきたい。

議長：方向性としては中長期的に業績をしっかりあげ、配当を増やしていく。株価というのは様々な要因に影響されるものであり、株価だけをみても経営というのは難しい。

<質問3>

加藤：現在の株式評価の状態で、M&A 等を行うと、価値を毀損する可能性が高いことについて、認識しているか。

議長：私はそういう見方はしていない。

<質問4>

松橋：新中期経営計画は、従前の中期経営計画と同じく自己資本が積み上がって株主価値を毀損するものだ。新中期経営計画策定にあたって、親会社の東レと議論をしたのか。

議長：一切していない。藪取締役が中期経営計画策定の委員長を務め、社内の役員及び事業部長とともに策定した。

<質問5>

加藤：白票について、会社提案に賛成、株主提案に反対と取扱うのではなく、棄権とすべきだ。100歩譲って会社提案に賛成と取扱うなら株主提案にも賛成とすべきだ。

何故、主権者である株主に対しては、このように公正ではない取扱いをするのか。皆さんのおっしゃる大切なステイクホルダーである取引先や顧客と当社が交わす書面で、記載が無い場合は当社に有利なように取扱うようなことをするのか。なぜ、株主に対してだけこの取扱いにすることが望ましいと考える理由を教えて欲しい。

議長：社会通念上問題ない措置であり、議決権行使書にも明記しているので問題ないと思っている。

<議決権行使について>

弊社の議決権行使基準に基づき、第1号議案の取締役選任について、寺谷候補については賛成し、それ以外の取締役については反対する。第2号議案の監査等委員取締役3名専任の件については、3名全員に反対する。また、第3号議案、補欠の監査委員である取締役選任議案は、棄権する。

6. 採決（会社提案の第1号～第3号議案が可決。株主提案の第4,5,6,8及び9議案が否決。なお、7号議案は第6号議案が否決されたため決議されず。）

以上