

極東開発工業株式会社株主総会 議事要旨

日時：2022年6月28日 10時～11時55分

場所：極東開発工業本社会議室

1. 議長（布原社長）による報告事項の説明
2. 議長（布原社長）による決議事項の説明
3. 株主提案についての補足説明

（加藤）

私どもは当社ビジネスについて高く評価しており、こうして当社の発行済み株式数の6.7%に相当する投資をしているわけです。たとえば、当社は特装車事業において、もう1社の同業大手、新明和工業とともに寡占市場を形成し、コンクリートポンプ車、トレーラーなどで国内首位、ダンプトラックで2位と高いシェアを誇っています。

しかし、当社の株価は長期間にわたって解散価値を大きく下回って推移するという残念な状況が続いています。これは当社の優れた特装車事業の価値が無価値であると評価されているようなものです。私どもは、当社本来の価値が正しく評価されることを望んでいます。ここにいらっしゃる株主の皆様も含め株主は同じ思いであろうと思います。

私どもは、この状況を解消したいと思い、昨年7月以来、多くの資料を準備し長い時間をかけて当社経営陣と対話を重ねてきました。その資料の量、対話した時間は、私どもが投資してきた会社の中でも一番多い方です。というのも、正直申し上げて、当社は株主価値を向上させるための準備が全く不足していたと言わざるを得なかったからです。

当社は、5月12日に「長期経営ビジョン」及び「新中期経営計画」を発表されています。これまでの対話を踏まえて当社が株主価値向上に向けて大きく変化することを信じておりましたが、もちろん変化はみられたのですが、それは残念ながら十分なものとは言えませんでした。

本株主総会に上程していただいた株主提案は、当社本来の株主価値を示現することを企図するものですが、もし、5月12日に発表された「長期経営ビジョン」及び「新中期経営計画」などで、当社が株主価値向上に向けて大きく舵を切ることを示していれば、取り下げることも可能でした。先ほどから申し上げている通り、当社経営陣も私どもとの対話内容についてご理解はいただいていると思われませんが、まだ変化することを躊躇しているようです。

第5号議案は、当社の剰余金処分に関する第1号議案の提案と合わせて、当期純利益全額を配当するというものです。当社は、十分すぎるほど盤石な財務基盤を誇っており、それにも関わらず更に自己資本を積

み増すと、資本効率が低下し株主価値は向上しないどころか低下するということです。現在当社が発表されている方針では、長期的に解散価値を大きく下回る当社の株主価値が企業として最低限のライン、解散価値をいつまでも経っても上回ることはないでしょう。

第 6 号議案は、資本コストの開示を定めるものです。コーポレートガバナンス・コードの原則 5-2 は経営陣が自社の資本コストを的確に把握することを求めています。先ほどから何度も指摘していますが、当社の株主価値は長期間にわたり解散価値を大きく下回っており、これは当社の ROE、資本効率が、投資家が当社に求める水準、資本コストを下回っていることの表れです。経営上の適切な意思決定を行う上では、資本コストの的確な把握を行うことは必須です。

第 7 号議案、第 8 号議案につきましては、先ほど布原社長から現在保有している賃貸用不動産について、それぞれの賃貸期間満了をもって売却の方針であるというご発言がありましたので、この場で取下げたいと思います。

第 9 号議案、第 10 号議案は、自己株式の消却に関するものです。現在、取締役会決議でのみ決定できる自己株式の消却を株主総会決議でも行えることとし、それが可決した際には当社が保有する自己株式すべてについて消却を実行するというものです。株主にとっての潜在的な希薄化リスクを排除することを企図しています。

当社は 2022 年 3 月末現在、279 万株、発行済株式総数の約 6.5%に相当する自己株式を保有していることに加えて、2022 年 6 月 6 日に 2022 年 7 月からの 1 年間で上限 200 万株の自己株取得を実施することを発表しています。また、同時に、発行済株式総数に対して 5%を超過する自己株式については、消却するという発表も行っているところです。しかし、先日これについてすでに対話しましたが、発行済株式総数の 5%にあたる自己株を保有するという理由について残念ながら得心の行くところではありませんでした。

第 11 号議案は、政策保有株式に関する議案で、当社がその保有目的としている「取引関係の強化による収益拡大」が実際にふさわしいか確認するために、その発行体に年に 1 回売却を打診するというものです。本来、提案株主は、政策保有株式は一切持つべきではないという立場ですが、保有目的を達成していると主張されている当社に対して、その確認を求めることを規定するものです。

先ほども申し上げた通り、当社の株主価値は、解散価値を長期的に大きく下回っている状態で、私どもが考える当社本来の価値に対して正しい評価を得られていないと考えます。今回の株主提案について、簡略にご説明させていただいたが、この後の質疑応答の中でも、意見や質問を通して、また対話ができればと思います。

4. 質疑応答

① 「長期経営ビジョン」及び「新中期経営計画」について

(加藤)

この5月に発表された「長期経営ビジョン」及び「新中期経営計画」は、前回2019年に発表された2019年から2021年に対する前中期経営計画、わずか2ページの物に比べれば、投資家の視線にも答えたことなど、当社の姿勢が明らかに変化している様が見て取れます。しかし、中期経営計画の目的が株主価値向上のための道筋を示し、それを実現して行くためのものという視点では、残念ながらまだまだ不十分なものと言わざるを得ません。

まず、なぜ、中期経営計画に加えて、今回長期経営ビジョンを発表されたのでしょうか？

長期の計画、ビジョンを検討し発表することを決して否定するものではありませんが、10年後の数値目標に対してだれが責任を持つのでしょうか？また、目標の数字、売上、営業利益率、ROEなどを発表されていますが、道筋、背景が明確に示されていないので評価しようがなく、そういう意気込みですわねというだけで株主価値向上につながると思えません。

より問題なのは、中期経営計画の内容が希薄なことです。長期ビジョンとして漠然とした印象を与えかねない長期的な具体的数値目標を掲げることで、まさかそんなことはないと思いますが、中期経営計画の内容が希薄なことを覆い隠そうとしているように見る人もいるかもしれません。

中期経営計画では、ROEも資本コストも示していません。これは、1年以上を費やし何度も対話させていただいたことですが、当社の長期的に解散価値を大きく下回る株価を向上させるために、この2つの指標、ROEなど資本効率と資本コストを強く意識し、それぞれそれらを高める、下げることが当社にとって肝要なのです。

本総会の第6号議案として、資本コストに関する株主提案をしているわけですが、今回発表された計画に、資本コストに関する発表がなかったことは、お互いに多くの時間を費やした対話が結果として反映されず、最も落胆したことのひとつです。

そこでお尋ねしますが、この重要な2つの指標、資本効率および資本コストを中期経営計画で示さなかったのはなぜでしょうか。それぞれについてお答えください。

(布原社長)

まず、長期経営ビジョンにおいてなぜROEを示したかですが、長期経営ビジョンにおいては、プライム市場の上場企業のROEの動向をみて目標ROE10%程度と設定しました。ROEは企業価値を示すうえで重要な指標と認識しており、この値自体は妥当なものとして認識しています。

まず、ROEは資本効率の基準を示す重要な指標だと認識しており、また資本コストについては株主さんからの提案やコーポレートガバナンス・コードにおいても適切に把握する要求されていることから、専門機関に尋ね

るなどいろいろと検討しているが、その値が計算方法によって、正直に申し上げて 6%から 10%と非常に大きな開きがあるということで、検討はしているがなかなか開示するに至りませんでした。しかし、これらの指標は重要であると考え、ROE と資本コストの中期目標については早期に開示するよう努めていきたいと考えています。やはり重要なことは業績を上げていくということが基本の方針ですが、企業価値を上げていくという意味では株主さんの言うとおり、資本コストを上回る収益効率を上げていくということが重要であると認識しているので、早い機会に開示していきたいと考えています。

(加藤)

布原社長にお答えいただいた通り、ご検討はしていただいたけれども幅があるのでよくわからないということですが、目標を出したらそれに縛られるなど、子供じみたことを言わないでほしい。上場会社の経営者として、目標を発表し、それにコミットするよう努力することは当然のことです。資本コスト 6%というのは、おそらく証券会社さんが CAPM を用いて出された数字と思いますが、あのコマツさんが公表している資本コストは 8%であり、大変申し訳ない言い方だが、当社の資本コストはコマツさんより高いのではないか。無責任な証券会社、アドバイザーの進言を無暗に受け入れないでほしい。当社経営陣は、良い人に見えるので、うまく言いくめられているのではと心配です。それぞれの人のモチベーションが何か見極めて、誰のために、何のためなのか判断してほしい。

なお、この場で質問に答える形でも構いませんので、ROE や資本コストを発表したらどうでしょうか。

(布原社長)

資本コストの計算方法の問題ではなく、資本コストを上回る収益率を出せば株価は上がるということで、自分たちも投資家同様何とか株価を上げたいという強い思いがありますので、いろいろ研究して残余利益モデルに基づく資本コストというものが適当ではないかと感じており、早期に資本コストまたそれを上回る ROE を設定したいと考えています。資本効率を上げるために、例えば投資に関しては借入を活用するとか、6 月 20 日に発表したような自己株取得とか、適宜行いながら企業価値の向上に邁進していきます。

② 配当政策

(加藤)

他の株主様からも ROE が低すぎるのではないかとのご指摘がありました。その大きな原因は高すぎる 70%もの自己資本比率です。ROE の R、経営者として R を高めるために努力をしていただくのは当然として、当社については E が大きすぎて ROE が高まらないということです。私どもの配当に対する提案について、極端という言い方をされることもあるが、当社の状況からみてそれがふさわしいと思ひ提案しています。当社は、私どもの剰余金処分、当社の案と合わせて 100%の当期利益を配当することについての株主提案に反対する理由として、「他の上場企業の水準と比して遜色ない株主還元」、「当社の持続的成長や、中長期的に企業価値を向上するために必要不可欠な投資に支障をきたす恐れがある極端な提案」とあります。おそらく、まず、他の上場企業の水準という方ですが、上場会社の平均値などを調べられた、あるいは証券会社等にお聞き

になられたのでしょうか。しかし、上場会社の状況も千差万別です。特に、当社の場合、その株価水準が解散価値を長期的に下回っており、遜色ないとはとても言えない状況です。自分に都合の良いところだけ取り上げて、他社並みですというの正にご都合主義と言わざるを得ません。

また、「投資に支障をきたす極端な」という方ですが、当社と幾度も重ねた対話の中でも、私どもの提案として、成長のための投資を妨げるものではないし、当社の財務状況を鑑みるに、資本効率を高め株主価値を向上させるためには、積み上げた自己資本を利用するのではなく、有利子負債を有効に活用すべきであると、具体的な数字に基づく試算を用いてお伝えしました。極端なのは、長期間解散価値を大きく下回ったままの当社の株価です。

漠然とした不安だけをもとに、具体的な数字を考慮せず経営計画を立てることはやめていただきたい。これまでのお話を伺っていると、ご理解はいただいているものの実際に行動することに躊躇されているようです。できるだけ早く株主価値向上につながる策を打っていただきたいと思います。これは意見です。

③ 政策保有株式

(加藤)

最初に申し上げるが、そもそも私どもは政策保有株式を保有することについては 100%反対です。当社に対する政策保有株式に関する株主提案は初めてですので、政策保有株式を持つべきではない理由について、要点を申し上げます。

まずは E S G の観点、特に S になりますが、①株主から預かった大切な会社の資産を用いて、取引先経営陣の保身に協力するという意味で取締役としての善管注意義務違反となる可能性があること、②株式保有により取引という利益供与を受けているという意味では、株主の権利行使に関する利益供与の禁止に関して違反の疑いがあること、そして③政策保有株式の発行会社が当社に株式保有を強要しているとなれば優越的地位の濫用に類似する行為だという疑念も生じるものと考えられることです。

また、資本効率の観点から、資産としての政策保有株式は、資本コストに見合うリターンを生み出さず、資本効率を低下させること。

さらに、財務の安定性の観点。株式保有による時価の変動によって当社の事業と全く関係のないことから、大きな損失を受ける可能性があり、このリスクは資本コストを上昇させる要因となること、です。

当社の有価証券報告書によれば、政策保有株式の保有目的は、「取引関係の強化による収益の拡大」と説明されていますが、当社が政策保有株式として有しているほぼ全ての発行会社は、コーポレートガバナンス・コード補充原則 1-4-1 にコンプライしていることから、株式保有と取引の関係性を否定していますし、私どもが実際に発行会社に問い合わせを行ったところ、住友不動産を含めた複数社から、株式の保有と取引の関係性を否定する回答を得ています。したがって、私どもは当社の有価証券報告書に記載している保有目的は虚偽記載ともいえるのではないかと懸念しているところです。

今回の提案は、売却を直接定款に規定するものでなく、当社がその保有による目的を達成できるか年に一度確認し、達成できないのであれば保有の意味がないので当然売却するという事です。

当社は確かに縮減の方針を打ち出し、実行しているようですが、そもそも保有している発行体が、株式の保有と取引は関係ないとしているわけで、その合理性を検討することに時間を費やすことは単に対応の先送りに過ぎず、会社の貴重な資金を資本コスト以下の資産にあてることにより当社の株式バリュエーションを低下させています。政策保有株式については、早急に解消していただきたい。

なお、当株主提案へ反対をする意見では、今期中に政策株式を売却するという事実誤認の提案に反論していることを申し伝えます。以上これも意見です。

(布原社長)

当社は資産効率の向上による企業価値の向上を念頭において、コーポレートガバナンス報告書の通り、は政策保有株式の縮減に鋭意取り組んでいます。しかし、個別銘柄ごとの保有目的については有価証券報告書に記載しており、それをご参照いただきたいが、それに関わらず当社としては早期売却を進めてきたいと思っていますので、ご理解いただきたい。

(他の株主様)

政策保有株式の発行体は取引先であり個別に相談しながら慎重に進めていかなければならないということですが、それはもし売却しようとする圧力がかかるということでしょうか？ そうでないとなれば、慎重にとはどういうことでしょうか？

(布原社長)

持合いを解消したら取引に影響があるという取引先はありません。

(加藤)

政策保有株式に関する対応で、社長の今のお答えは支離滅裂ではないでしょうか。株式の売却は取引に影響がある先はないのに、なぜ個別に相談する必要があるのでしょうか。私どもの政策保有株式に対する株主提案は正に取引先に確認してくださいというもので、一方でそもそも影響がないということであれば、確認の必要もないでしょう。

(他の株主様)

当社は内部留保が積み上がり過ぎ、ネットキャッシュ過多、有利子負債を活用していない状況であり、株主価値を高めるために、ROEを高める、資本コストを下げるために、大規模な自己株取得や有利子負債の積極的な活用をしていただきたいと思いますがいかがでしょうか？

(布原社長)

持合い先からの打診があれば積極的に自社株買いに応じますし、借入金を活用することによって財務体質の改善を図りたいと考えています。資本が積み上がってしまった大きな原因は、成長のための有効な投資ができなかったことが続いてしまったことであり、今後中計の中でも上げましたけれども戦略的投資を思い切って実施し、この資本サイズを上げずに企業規模を上げていきたいと思っています。

(加藤)

いま、布原社長は資本サイズを増やさないとおっしゃいました。株主総会での社長の発言として約束だと思ってよろしいですね。

④ 議決権行使について

弊社議決権行使基準に基づき、第 1 号議案、第 2 号議案に賛成。第 3 号議案で、新任の木津輝幸氏に賛成、新任の社外取締役金子啓子氏については棄権、その他の取締役候補に反対、第 4 号議案に賛成。第 5 号議案、第 6 号議案、及び第 9 号議案から第 11 号議案まで賛成。なお、第 7 号議案、第 8 号議案についてはこの場で提案を取り下げるものとする。

5. 決議等

会社提案、第 1 号から 4 号議案は可決。株主提案第 5 号、第 6 号議案及び第 9 号から 11 号議案まで否決。

以上