

有沢製作所株主総会議事要旨

日時：2020年6月25日 10時～11時

場所：有沢製作所本社会議室

第2会場も設け、取締役の半数は第2会場、後藤取締役は東京からリモート参加。

株主数 8,619名 議決権個数 331,702個

出席株主数 3,255名 議決権個数 262,192個

1. 監査役の報告
2. 議長（有沢社長）から報告事項と決議事項の説明（報告事項の一部はナレーション）
3. 株主提案の補足説明

①株主提案（第7号議案）：資本コストの開示

当社取締役会の反対意見に「経営側におけるその的確な把握が必要であることは、当社としても十分に理解している」と記載があるが、本当は当社の経営者は資本コストの意味について理解していないのではないか。

事業については、たまたま前期が減益であったからではなくその前から、利益率が低いまま継続している事業もあり、これらの事業を今後どうやって資本コストを上回る利益率の事業

にするのか、あるいは撤退するのか、曖昧なままである。

また、第9号議案にも関連するが、第8号議案に対する当社取締役会の反対意見の中で有価証券投資で9年で30億円強の運用益と自慢げに記載しているが、IRR 1.7%程度である。これで資本コストを上回っていると言えるのか。当社経営陣が資本コストの考え方を全く理解していないことが判る。この有価証券運用だと当社の資本コストを大きく下回る。

当社経営陣が資本コストの意味を理解していないと我々が考えるもう一つの理由は、当社の自己資本比率が連結で64%、単体で75%と非常に高いこと。資本コストの高い自己資本を積み上げたため、当社の加重平均資本コストは高くなっている。適切な自己資本比率、かつ、資本コストの低い有利子負債の適切な利用により、株価の評価を高めるべきだ。

そして、もう一点開示について。「加重平均資本コストの的確な把握に基づき、収益力並びに資本効率等に関する目標値を設定して参ります」と反対意見に書いている。もちろん、加重平均資本コストで良いのだが、これを公表しなければ当社が設定する目標値が適正なものか判らない。有価証券運用益のように、IRR1.7%のリターンで適正と思われても困る。

オークション方式のM&A案件で不利になると書いているが、まったく理解不能である。というのも、資本コストの計算は、本当は公開情報からできるからである。また、入札で競り合ったら、価格は上がるかもしれないし、当社の資本コストの観点から高くて買えないものは買わないだけの話である。

しかし、重要なことは、社長の話した通り、また招集通知にも書いてある通り資本効率の向上だ。その数字を経営陣が意識して事業ポートフォリオを考え、資本効率改善、株主価値向

上に努めること。だからこそ、資本コストの数値を開示するよう提案しているのだ。

②株主提案（第8号議案）：有価証券運用について

当社は、保有する有価証券は、近い将来のM&Aに使用すると説明している。

しかし、多額の有価証券を保有すると当社の資本効率が下がり結果として現在のPBR0.6倍と株式の評価も低くなる。本来は、M&Aの都度、借入金を中心に調達すべき。

そもそも、有価証券を保有することが問題である。株主としては、当社に有価証券運用を期待しているのではなく、本業での利益を期待している。儲けてもせいぜいIRRで1.7%にしかならないのだから。

当社の時価総額は約290億円。その規模で、債券117億円、上場株式18億円、上場投資信託15億円等、合計158億円は異常に多額。昨年、関係会社ポラテクノ株式を売却したが、一昨年度までは保有有価証券は200億円を超えていた。

たかだか9年間累計で30.87億円の運用益で良いと思っているとすると、資本コストを本当に理解しているのかということだ。

M&Aについても、一言申し上げる。どれだけ良い事業であっても、高い価格で買ってはいけない。当社のバリュエーションよりも高いバリュエーションで買ってはいけない。

③株主提案（第9号議案）：政策保有株式の売却

当社は、政策保有株式の保有理由として、取引関係の維持・強化と説明している。株式保有

と取引との因果関係は何か。私は、今まで納得できる説明を聞いたことがない。

私は、政策保有株式とは、株式発行企業の安定株主として保有している株式のことだと理解している。つまり、当社が株主から預かっている資産で取引先企業の株式を取得し、取引先企業の取締役の保身に協力しているのである。その見返りとして取引ができる。これほど不健全な商慣行があるだろうか。

安定株主として株式を保有するのは不健全なのでやめてもらいたい。当社の製品やサービスが評価されて取引していただくことが本筋であり、当社の技術とサービスの向上で勝負すべきである。

他社の株式を持つ余裕があるなら、自社株を買うべき。

<質問1：ストラテジックキャピタル丸木>経営計画と社長の説明

我々は、3月に有沢社長と面談させていただき、今般の株主提案のテーマとなっている項目などについて意見交換した。その際、有沢社長は、何点か我々にお伝えになった。

まず、配当性向については、「今度の中期経営計画の目玉として、株主還元に関し、配当については2階建てにして、固定配当でいくらで、プラスアルファでその期に応じた配当ということを考えている。総還元性向では80%程度で、100%を超えることもあると思う」と言われたので、我々は重要事実を聞いたと判断し当社株式の売買を止めた。4/30に決算発表があり、5/7の電話会議では、この3月期が減益で配当を据え置いたために配当性向が488%となったことで、「100%を超えた」と説明された。我々は中期経営計画の配当性向の目標を、

終了した期の配当性向で誤魔化されたと感じた。5/14にTDネットに配当性向の方針を改めて開示していただいたが、方針は「総還元性向60%超を目指す」のままであった。今期の業績が低調と予想されるため配当据え置きでも配当性向が高くなるだけで、騙されたと感じている。

さらに、資本コストの開示については、ROICでも良いか、と社長が話されたので、ROICを開示いただけるものと思った。しかし、今回の我々の提案に対する反対意見を見ると、開示もしないということだ。

有沢社長は面談では調子の良いことを言うが、実行が伴わない。増田執行役員のご説明では、社長が我々投資家に話したことが、後日、取締役会で覆されたということらしい。我々は、株主提案をした当社以外の会社については、特設ウェブサイトを作り、6/1には日経新聞に広告も掲載した。当社については良いご対応を期待してやらなかった。失敗だったと私は反省している。

重要事実（インサイダー情報）に関する判例では、社長は取締役会と同様に意思決定機関とされているのだが、当社においてはそうではないということになる。

ここで質問だが、社長の発言がその通り決定・実行されなかった理由は何か。取締役会で覆されたのか。または、元社長の有沢相談役に覆されたのではないか。もし、そうだとすると、相談役が経営に干渉するという大スキャンダルである。東芝の粉飾決算以降、これが批判されて上場企業では相談役がどんどんいなくなった。

<回答1：有沢社長>

私が、株主と面談した際に中期経営計画の一つのアイテムとして株主還元について話した。

固定配当+パフォーマンス配当の考え方、固定配当を一株 20 円とすると 6.6 億円の原資が必要。万一、当期未処分利益が 6.6 億を下回った場合には配当性向は 100%を超える可能性もあるとの趣旨である。決して騙すつもりではなく、こういう事態もあり得る、ただ、我々としては、固定配当をまず約束し、それに付随してパフォーマンス配当、それを積み上げて 60%としたいと説明した。

経営の意思決定において、私の意見が覆されたということは一切なく、まして相談役から指導があったこともない。相談役は会社の機関決定には一切関与していない。

<質問 1 - 2 : 丸木>

それでは、増田執行役員は、私に嘘を言ったということか。社長の考えが取締役会で覆った旨のことを私に明確に言っていた。

また、資本コストの開示についてはどうなのか。面談時には「ROIC でも良いか」と社長は言われたはず。しかし、招集通知記載の取締役会の反対意見では資本コストは開示しないとなっている。これは明らかに変わっている。これはどうなのか。

<回答 1 - 2 : 有沢社長>

増田執行役員の発言は、事実誤認である。私の発言が覆されたということではない。曲解である。

ROIC については中期経営計画で発表する予定だったが、コロナにより経済状況が変わった

ため、中計の公表時期を遅らせることとし、中間決算後に発表する予定。その際に当社の経営指標、例えば ROIC を出していく。

<質問 1 - 3 : 丸木>

取締役会の反対意見には資本コストは開示しない、開示するデメリットがある、と書いてあるが、今の社長のご発言だと第 2 四半期決算発表時に中期経営計画を公表する際に ROIC を経営目標に掲げ開示するという理解で良いか。

<回答 1 - 3 : 有沢社長>

今度の中計発表に際に当社が目標とする経営指標、例えば ROIC を一つの経営指標として掲げたいと考えている。

<質問 2 : 丸木>社外取締役について

当社の社外取締役 2 名は、昨年度は我々の面談要請を拒否した。コーポレートガバナンス・コードをコンプライしているが、その基本原則 5 において、「経営陣幹部・取締役（社外取締役を含む）は、株主との間で建設的な対話を行うべきである」、と定められている。当社は、この原則をコンプライしている以上、社外取締役が株主と面談しなければおかしい。さらに、本年改訂されたステewardシップ・コードにおいては、「業務の執行には携わらない役員（独立社外取締役、監査役等）との間で対話を行うことも有益」と追加された。し

たがって、我々も、社外取締役と面談させていただけないと、機関投資家としてスチュワードシップ責任を果たすことができない。

新たな社外取締役を含め、今後は我々株主と対話をお願いしたい。塚原社外取締役への質問である。

<回答2：有沢社長>

当社としては、株主との対話を通じて会社の状況等を説明するIRに努めている。このIRの主担当は、増田上席執行役員と私である。会社のスポークスマンとして対応している。それ以外のメンバーがIRに参加するのは役目が違う。

<意見：丸木>議決権行使書の白票の取扱い

白票について、会社提案に賛成、株主提案に反対と取扱うと議決権行使書に記載されている。これは、日本の悪しき慣習である。これはアンフェアな取り扱いである。法律上はどちらでもいいが、なぜ、このような取扱いとするのか。当社が取引先や顧客と交わす書面で、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であろうか。何故株主に対してはするのか。改めてもらいたい。

<議決権行使について：丸木>

第3号議案の中村氏、我孫子氏、第5号議案の早津氏、馬場氏の選任はいずれも棄権する。

4. 採決

会社提案を可決、株主提案を否決。

以上