

## 2019年5月16日の面談における株主提案に関する質疑応答メモ

(弊：弊社の発言、世：当社の発言)

### 5/9 当社公表の「株主提案に対する当社取締役会意見に関するお知らせ」に関して

弊 この反対意見の作成は、弁護士に依頼したのか。我々が提案してきた、当社のEV/EBITDA倍率を高めるための方策等、つまり当社の価値向上について当社経営陣は理解していないと思う。

弊 この反対意見は意図的に意味不明瞭な記載としてしていると感じられる。恥ずかしくないのか。

世 それはない。

### 資本コストの開示

**反対の理由 第4段落3行目より「本計画（中期経営計画）最終年度のROEについては、11.7%（中期経営計画の修正（2019年5月9日）後）を目標としており、本計画策定時に外部機関の助言も得ながら試算した当社の資本コストを上回る水準と想定しております。」**

弊 外部機関とはどこか？試算した当社の資本コストは何%か？これらが公表されなければ、この記述が真実かは判らない。共通の土台に立たないと議論にならない。

世 違う形でもどこかに出せないかということを検討している段階だ（外部機関がどこか明らかにせず）。

弊 弊社の提案理由に記載の通り、CGCにより、当社は資本コストを的確に把握することが求められている。そして、資本コストについて、経営者と投資家が理解を共有することによって、当社の経営計画・資本政策等及び経営成績を検証できるはずである。何故、隠すのか。

**反対の理由 第5段落「・・・資本コストの数値そのものを開示することよりも、資本コストを経営陣が意識し、その考え方を経営に反映させていくことが重要であると認識しております。コーポレートガバナンス・コードにおいても、自社の資本コストを的確に把握した上で方針を示すべきとされており、こうした観点からも、資本コストの開示に関しては定款で一律に定めるのではなく、株主様や投資家との対話の内容なども踏まえつつ、公表の是非、時期、方法等を含め、取締役会において慎重に検討したうえで、決定すべきであると考えております。」**

弊 日本語の意味が判らない。資本コストを経営陣が経営に反映させることが重要であるとの観点が、何故、資本コストの開示義務の反対に繋がるのか？

世 公表すると、絶対的な数値になってしまうので、それがすべての判断基準になってしまう。短期的なものになってしまう。中長期的な成長を目指したい。

弊 目標となるROEは公表できて、なぜ資本コストは開示できないのか？

世 短期的になってしまうからだ。

弊 なぜ短期的になるのか？

**世** 中長期的な将来についての話を考えるとき、いろんなどころから考えていきたい。その議論（資本コスト？）に終始されると会社として、なかなかつらいということだ。

弊 その説明も抽象的過ぎて、全く意味が判らない。また、招集通知の反対意見なのだから判るように書いてほしい。こういう書き方をする企業は多いが、意図的に誤魔化したような文章はやめてほしい。例えばだが、資本コストを大事だと思っていないなど、明確に意見が違うのであればそう言えば良い。

弊 資本コストを常に開示する方が、経営陣にとってそれを意識して経営に反映させることを推進できるのではないか。

### 剰余金処分の件

**反対の理由** 線で囲った部分：設備投資・技術開発等の年20~30億円の投資を行う・・・2020年以降の不透明な事業環境を見据え、自己資本の充実も重要な課題と認識

弊 年20~30億円の投資は将来のリターンを生む投資であり、かつ、当社の有利子負債は劇的に減少して既に過去最高水準の自己資本となっていることに鑑みれば、必要な資金を借入ることが当社の株主価値向上に資するはずである。

弊 我々は、株主価値向上のために、当社に対しレバレッジの活用を強く求めてきた。まだ理解されていないことは驚きであり、大変残念である。

**反対の理由** 過去には急速な建設市場の縮小等により、業績が著しく低迷した時期がありましたが、2020年以降においても、こうした事業環境の変化が憂慮されるほか、自然災害など様々なリスクについても想定する必要がある、特に、社会資本整備の一端を担う企業として、自然災害発生時には、復旧活動への迅速な対応が期待されていることから、これらのリスクを考慮した財務健全性の確保は、当社の存在意義、社会的信用の側面からも極めて重要な課題であると捉えております。

弊 この記載の中で懸念しているリスクとは具体的に何か？

**世** 過去道路財源が出なくなったことやハコモノを作るという国の方針があったなかで、オリンピック以降も備えなければいけないと思っている。その方が株主にとっても利益になると考えている。建設投資が58兆円とか言われているが、世紀東急は過去採用を控えたりした時期もあり、一番恐れているのはどうしてもトラウマというか、元受けが40%で下受けが残り、まとめると7割くらいが官であり、政治の動向だ。いつかは価格競争の泥仕合になるのだろうと思っている。備えが過剰ということかもしれないが、会社を未来永劫存続させるということを考えている。一方で、あくまで本業の収益をさらに伸ばしていくことも考えている。

弊 株主にとって利益になるとはどういう意味か。株主が報いてもらうためには、株価と配当しかな

い。たとえ業績が伸びても配当が増えず株価が上がらなければ、株主の利益はない。

弊 株主は、そもそも未来永劫会社を続けていくことを前提とはしていない。会社がつぶれることもリスクとして取っている。我々は命の次に大事なお金を当社の資本に投資している。しかし、本業がダメになったら仕方がない。本業で誤った経営判断をしてしまったら。過去の当社は、建設市場の縮小ではなく、誤った判断により投資してしまった固定資産の減損が一番大変だったはず。

弊 仮に、未来永劫会社を存続させることを考えるとしても、株主価値を上昇させることも考えなければならぬ。

世 質問だが、たとえ1%でも配当を増やすと違うのか？

弊 株価が市場で評価されることを考えて欲しいということだ。

世 ある程度は理解をしていると思うが、この3年は計画を（中断）

弊 なぜ3年の計画の遂行に固執するのか。この計画で企業価値が上がるのか？既に結果は出ていて、現に上がってない。カルテルの問題がなかったとしても、株価は上がっていないだろう。

弊 我々の投資先で他にも同じような会社がある。3年の中期経営計画を2年で達成しても上がらない、自己資本も利益も増えて、配当性向は25%から30%に増やしただけで、株価は上がってない。

**反対の理由 2019年3月期における当期純利益の全額を配当することを内容とする株主提案については、将来における経営環境の変化や継続的な事業投資の必要性を顧慮しない、短期的な視点に立脚したものであり、結果として、株主の皆様利益を毀損するおそれもあるものと考えております**

弊 結果として、どのように株主の利益を毀損するおそれがあるのか、具体例を示していただきたい。

世 2020年以降の状況の予想がつかない状況で、当社が対応できるようにしておかなければならないということだ。

弊 耐震工事など予見できるものはわかるが、予見できないものに対応するなら、半永久的に自己資本を貯めることになる。現在の資本政策を続けると株価は上がらない。

弊 想定できるリスクは良く検討し、例えば工場の耐震・耐火等の投資を行うべき。想定できないこと等、それ以上は不要。日本全体が大変な状況となっても当社だけが元気であることまで、株主としては望まない。

世 我々の経験則でそういう風に判断している。この中経の期間の目標の自己資本は375億円だ。

弊 次は自己資本500億円が目標になってしまうのではないか。このような経営方針では利益をあげても投資家には還元されないということで、投資家からみた株主資本コストが高くなる。そして、この高くなった株主資本コストに応えられない（ROEがそれより低い）から当社の株式の評価は低いままになってしまう。

弊 当社から現金が流出したら、そして弊社が高いところで売り抜けたら、その後株価が下がってしまうと懸念しているのであれば、それは誤り。我々が今まで投資した企業の株価をみていただきたい。資本政策が変われば株価のバリュエーションが変わり、株価は下がらない。自己資本を貯め込むより、適切に株主に還元する方が株式の評価は高まるのである。

弊 当社の最近の株価を見れば理解できるのではないか。自己資本はどんどん増えるのに株価はそれに見合うほど上がらない。

### 不祥事における第三者委員会の設置

**反対の理由**・・・現在調査継続中の事案に係る調査結果が確定次第、あらためて当社において外部の識者を中心とする調査委員会を設置し、原因の究明、再発防止策の評価・検討を行うことを予定しております。・・・内部統制システムの整備・運用は取締役会および経営陣が果たすべき責務であり、第三者委員会の設置を含めた不祥事の再発防止に向けた取り組みに関しては、定款で一律に定めるのに必ずしもなじむものではなく、取締役会において慎重に検討したうえで、機動的かつ柔軟に実行されるべきものである・・・

弊 これは調査委員会を作るということか。

世 そうだ。丸木社長が考えているような日弁連のものとは異なる。

弊 なぜ異なるのか？より厳しいものということか？

世 日弁連に推薦してもらったことがないので比較のしようがない。

弊 日常的に当社から報酬を得ている顧問弁護士を委員会のメンバーに入れた場合、当社経営陣に甘い報告書になってしまうことを懸念している。

弊 公取の最終結論が出て一ヶ月以内に、我々の提案したものと同等の委員会（日弁連のガイドラインに沿ったもの）を設置するとお約束いただけるか。それならばこの議案だけ株主提案を取り下げても良い。

世 この場で約束はできない。

弊 資本コストの開示についてはどうか？開示のやりかたはいろいろあるとのことだが、こういう形で開示するということができるか。

世 お約束できない。

世 株主提案の1と3（配当性向100%以外）については重々理解しており、3については我々が一番つらい目にも遭っている。2度とそういうことが起こらないようなことがないようにしたい。

弊 一番つらい目にあっているのは、我々株主だ。我々の資産価値が下がっている。当社の担当役員の賞与は減っても僅かの期間だけであり、他の役員は賞与も給与も出ているだろう。

弊 我々が定款変更を提案するのは会社法上その方法しかないからだ。資本コストの開示と調査委員会の設置については、株主提案と同等のことを実行するお約束をいただけるのではないかということではどうか。ご検討いただきたい。

以上