

株主各位

別冊 ご説明資料

第68回定時株主総会
株主提案に対する当社取締役会の意見

株主提案	第3号議案に対する意見	P1 ～ P16
株主提案	第4号議案に対する意見	P17
株主提案	第5号議案に対する意見	P18 ～ P25

当社取締役会としては、本議案に反対いたします。

1 当社意見の概要

当社といたしましては、GESによる本株主提案のうち、第3号議案（取締役（監査等委員である取締役を除く）5名選任の件）に係る議案1から5（以下「本役員選任議案」といいます）に対しては、いずれも当社ビジネスの実情はもとより、製造業者の仕組み、当社の位置する自動車関連部品業界の現実的状況を一切踏まえていない提案であり、自動車の安全性確保などの顧客の課題を解決する付加価値製品を長期的・安定的に供給することによる当社の中長期的な成長、企業価値の向上を阻害するものと考えます。

当社の意見の理由は、次項「2 意見の理由」に詳細に述べますが、その概要は次のとおりです。

(1) 提案者による批判が的を射ていない

提案者は、当社の経営指標を恣意的に捻じ、あたかも当社に成長性・収益性の悪化が見られるかのように述べますが、的を射た批判とは言えません。

当社は、直近の10年間に於いて、売上高及び営業利益率を大きく成長させ、安定的な収益構造を獲得するに至りました。特に営業利益率は直近3期（第65期から第67期）に加え、2025年3月期についても、いずれも8%以上を確保しております。

当社は、激動する事業環境においてさらなる成長・拡大を図るべく、2024年から2026年の3か年を「成長投資」の段階と位置付け、2027年以降の「成長・拡大」に向けた助走期間として開発・投資を行っております。

提案者はこのような成長投資の期間を成長鈍化と決めつけ批判するものですが、中長期的観点からの経営資源の戦略的配分の観点を欠く意見と言わざるを得ません。

(2) 事業に対する理解に欠けている

提案者は成長投資の期間を成長鈍化としてこれを否定するものですが、それ自体が当社の事業に対する理解を欠く提案と言わざるを得ません。

提案者はこれまで、当社にIR面談と称する面談を求めてきましたが、その際の提案者の興味関心は、専ら当社のネットキャッシュその他の財務面に関する内容に尽きており、製造業としての当社の事業に対する関心を窺うことはできませんでした。

提案者が提案する取締役候補者が、その略歴からいずれも製造業の製造や研究開発の現場を理解しているとは言い難く、かつそのうち4名は企業経営という点でも未経験者であると見受けられることから、提案者の提案は当社を取り巻く事業環境が大幅な変動期にあり、高度な経営判断が求められる状況にあることを全く理解することのない提案であることが見て取れます。

当社といたしましては、提案者の提案は当社の事業に対する理解を欠くものであると共に、中長期的な成長ではなく、短期的な利益獲得を目的とする提案に外ならないと料します。

(3) 候補者が当社取締役としての適格性を欠いている

提案者であるGESは投資ファンドであるところ、その運用委託先であると思われるSwiss-Asia Financial Services Pte. Ltd.の投資傾向及び投資資金の傾向からすると、提案者による中長期的な株式保有は期待することができません。そもそも、短期的な利益獲得を目的とした株主が提案する取締役候補者には中長期的目線による経営改善は望みようがありません。

また既に述べた通り、提案にかかる候補者は、いずれも当社を取り巻く事業環境の変動に対して、製造業としての経営を理解したうえでこれに対応するに足りるとは言えません。

加えて、候補者のうち門田泰人氏は、提案株主である投資ファンドのGESの運用の責任者としての立場にあると思われるところ、利益相反の観点から著しく不適任であると考えられます。すなわち、門田氏が当社の経営に参画することで短期的な株価の上昇に強く依拠した経営戦略が取られることが強く懸念されます（その理由の詳細は、後記2(3)(イ)に記載のとおりです。）。また、同時に、当社の機密情報が当然に投資家株主に流出することになり、門田氏が当社取締役候補として推薦されることは、インサイダー取引防止を含む利益相反の観点から著しく不適切と判断いたします。

詳細は後述しますが、当社としては以上の理由から本役員選任議案に**反対**いたします。

2 当社意見の理由

(1) 提案者による現体制の批判が的を射たものでないこと

ア. 提案者の指摘

提案者による本役員選任議案は、前提として当社に成長性・収益性の悪化が見られること、当社が公表した第2次中期経営計画による3か年計画が保守的な内容にとどまっていることなどを挙げます。

しかしながら、提案者によるこれらの指摘は次のとおりいずれも的を射た指摘とは言えません。

イ. 恣意的な解釈に基づく経営批判

提案者は、本役員選任議案にあたり、あたかも当社に成長性・収益性の悪化が見られ、それを改善する具体的な施策が示されていないかのように述べています。

しかしながら、提案者は当社の経営指標の中から恣意的に数値を取り上げているに過ぎません。

当社の直近10年の売上と営業利益の推移は、以下のとおりです。

	(百万円)									
	58期	59期	60期	61期	62期	63期	64期	65期	66期	67期
PL	3/2015	3/2016	3/2017	3/2018	3/2019	3/2020	3/2021	3/2022	3/2023	3/2024
売上	7,670	7,159	8,340	10,239	10,237	8,933	7,865	9,511	10,712	10,434
営業利益	100	-100	431	373	417	187	48	795	1,349	1,261
(営業利益率)	1.30%	-1.40%	5.17%	3.64%	4.07%	2.09%	0.61%	8.36%	12.59%	12.09%

当社は第58期（2015年3月期）において売上高7,670百万円に対し営業利益100百万円（利益率1.3%）であったところ、第67期(2024年3月期)には売上高10,434百万円に対し営業利益1,261百万円（営業利益率12.09%）と、売上高及び営業利益率共に大きく成長させて参りました。特に営業利益率は直近3期（第65期から第67期）8%以上を確保したことに加え、2025年3月期は9.9%を確保しており、安定的な収益構造を維持しています。

提案者は2024年3月の売上高104億円に対して2025年3月の売上見込みが100億円であることなどをもって“縮小均衡”などと決めつけ、「成長性、収益性共に悪化している」などと表現しています。しかしながら、当社の過去10年間における大幅な成長に加え、近年における安定した収益構造の維持をみると、そのような批判は的を射たものではないことは明らかです。

なお、提案者は営業利益率について2024年3月の実数12.6億円に対し当社2025年3月の予測数値8.5億円をとらえ収益性の悪化などと短絡しておりますが、予測はあくまでも保守的に見込んでいる数値であることに加え、その1期の推移のみを取り上げるのは、当社の経営指標を恣意的に解釈し、あたかも収益性・成長性が悪化しているような印象を与えるものであり、甚だ不当な意見と言わざるを得ません。

ウ. 中長期的な視点に欠けた経営計画批判

提案者は当社が2024年4月に開示した第2次中期経営計画に、2026年度の目標値として売上高105億円、営業利益10.5億円とされていることをもって「現状から成長しない3か年計画」と批判します。この点は恣意的な解釈に基づくと共に、中長期的な視点に欠ける極めて近視眼的な批判です。

第2次中期経営計画に記載したとおり、当社は、2021年から2023年までの第1次中期経営計画において営業利益率の向上が達成されたことを踏まえ、続く6か年を2段階に分け、2024年から2026年の3か年を「成長投資」をテーマとした段階に、2027年から2029年の3か年を「成長・拡大」をテーマとした段階と位置付けております。第2次中期経営計画は、2027年からの「成長・拡大」の段階につなげるための「成長投資」の時期として策定したものです。そして、当社は、2029年度において売上高135億円、営業利益率12%、ROA 11%、DOE 4.5%を達成することを目標に掲げるものです。

提案者は当社の段階的な成長戦略を理解することなく、成長投資のための期間を成長鈍化と決めつけるものですが、中長期的な視点に欠ける極めて近視眼的な意見と言わざるを得ません。

企業であれば成長を考えない経営はありません。成長のためには、現在の事業を運営しつつ、これと並行し将来戦略を考え、それに合わせて投資を行うことが必要不可欠です。

当社も高い利益率を持つ従来からの可変抵抗器事業を保ちながら、より一層将来性の高い車載用電装部品事業へシフトして参りました。

参考までに、過去10年の当社のセグメント別の売上とセグメント利益率をご覧くださいと、可変抵抗器分野では、第58期（2015年3月期）において、売上高3,783百万円に対しセグメント利益は579百万円（セグメント利益率15.3%）である一方、第67期（2024年3月期）では売上高4,085百万円に対しセグメント利益1,113百万円（セグメント利益率28%）となっております。

他方で、車載用電装部品は第58期（2015年3月期）で売上高3,403百万に対しセグメント利益は-50百万円と赤字であったものが第67期（2024年3月期）では売上高6,120百万円となりセグメント利益は857百万円（セグメント利益率14%）となっております。

(百万円)

	58期	59期	60期	61期	62期	63期	64期	65期	66期	67期
【セグメント】	3/2015	3/2016	3/2017	3/2018	3/2019	3/2020	3/2021	3/2022	3/2023	3/2024
可変抵抗器	産業機器用、民生機器用の可変抵抗器及び半固定抵抗器									
売上	3,783	3,630	3,901	3,894	4,108	3,244	3,425	4,431	4,794	4,085
セグメント利益	579	365	748	563	572	442	518	1,026	1,440	1,133
減価償却	126		137	132	177	148	145	220	192	134
車載電装品	自動車用ポジションセンサ、角度センサ及び車載用フィルムヒーター									
売上	3,403	3,105	3,919	5,968	5,832	5,487	4,211	4,777	5,520	6,120
セグメント利益	-50	-15	181	326	347	250	48	357	508	857
減価償却	166	187	248	361	603	401	484	433	425	315

このように、当社はこれまで、市場が成熟している可変抵抗器分野では利益率を高める戦略が功を奏したために高い利益率を確保し、他方、車載用電装部分野においても、着実に売上高、営業利益を伸ばして参りました。

もっとも、今後10年、20年を見据えた場合、当社としてはこれまでの成長戦略を転換し、投資、開発のための期間を設けることが不可欠だと考えております。

車載用電装部品事業は、ご存知の通り自動車業界の100年に1度と言われる大構造変化の真ただ中にあり、既存商材の競争や新陳代謝が激しいのみならず、ある日、新しい基軸が台頭すると、一気に既存事業が急速に落ち込むという厳しい環境に晒されています。

その環境においてメーカーである当社が常に新しい基軸に付いて行く、取り込んで行くには、投資、開発のための期間が必要です。しかしながら、当社規模の企業では、全方位に注力することは出来ないため、戦略的な観点からの経営資源の配分が必要となります。

当社の第2次中期経営計画は、成長・拡大のための期間に向けた、いわば助走期間として、一部収益の低い事業の比重を見直し、あるいは当該事業を打ち切り、既存の高収益事業を継続・発展させつつ、新規事業・技術開発のため、人的、物的資源を開発にシフト・集中させるもので、並行して、新規事業・技術開発を加速させるための高度人材の確保も進めています。

当社が、事業環境の急激な変動に耐え、大きく成長・拡大を遂げるため不可欠な「成長投資」のための期間が第2次中期経営計画期間であり、「成長投資」は、おのずから一定の期間・コストを必要とします。

提案者はそのような意図を理解しようとせず、成長投資期間を成長鈍化と決めつけ、それを『経営陣に危機感がない』と批判するものですが、中長期的観点からの経営資源の戦略的配分の観点を欠く意見であると言わざるを得ません。

換言すると提案者の意見は、短期的な利益獲得のために成長投資をないがしろにする見地に立つものという他なく、到底受け入れがたいものといえます。

エ. 当社の成長における現経営体制の貢献

当社が過去10年で大幅な成長を遂げ、現時点で安定的な収益構造を維持するに至ったのは、2017年度以降の現取締役体制において不断に実施してきた経営改革の成果と言えます。

特に2020年度からは経営体制刷新・構造改革を実行し、それまでの「売上ありき」の姿勢から収益性重視の経営へと方針転換を行いました。具体的には、赤字事業・製品からの撤退、既存製品のデザイン見直しを含めた生産性向上による収益改善を伴った事業拡大を基本方針とした経営を進めて参りました。

このような当社規模に合った「選択と集中」を軸とする経営の結果として、2022年3月期には営業利益率8%を超え、直近2025年3月期では営業利益率9.94%を達成しております。この数値は、国内の2次・3次下請けを主とする部品製造業、一部OEM（受託生産）を請け負う製造業としては、遜色のない利益率であると認識しています。

(2) 事業に対する理解を欠いた提案であること

ア. 提案の性質

提案者は本件役員選任議案において、直近の経営指標が停滞していることをもって、現経営陣が取締役として適任を欠いていると述べます。

しかしながら、提案者の提案内容は大きく変動する事業環境の中において、当社が持続的な成長を遂げることを目的とするのではなく、専ら短期的な利益の獲得に向けた提案に他なりません。この点、提案者は、昨年度の当社定時株主総会に際する株主提案において、2024年度から2026年度までの期間、配当性向100%又は株主資本配当率(DOE) 10%のどちらか高い方を満たす年間配当額とする配当方針を採用し、法令上許容される限り、当該配当方針に従って配当するという内容の過大な配当要求を行っているとおり^{*1}、当社の中長期的な企業価値向上よりも提案者自身の固有の短期的利益を追求しているものと言い得ます。

また、このことは、次に述べる提案者の当社事業に対する理解度の低さや、具体的な提案内容である候補者の略歴からも明らかです。

^{*1} 東京コスモス電機株式会社：株主提案に対する当社取締役会の意見に関するお知らせ
<https://www.tocos-j.co.jp/tocos-j-wp/wp-content/uploads/2024/05/ir20240520.pdf>

イ. 提案者の事業の理解度が低いこと

提案者は、当社の株式の保有を開始したとする2023年6月以降、当社に対して複数回にわたりIR面談と称する接触を図ってきました。当社は、株主とのコミュニケーションを図るべく、ほぼ四半期ベースの決算開示に合わせて提案者との面談を相当回にわたり行って参りました。

IR面談での提案者の興味関心は、専ら当社のネットキャッシュに関してであり、質疑応答も財務面に関する内容に尽きていました。その反面、当社事業の構造、当社の置かれる業界への知見を基にした事業内容、事業戦略に係る質疑応答はほぼ一貫してありませんでした。

昨今の報道などでは、いわゆるアクティビスト株主の投資先企業に対する提案の中には、不採算事業の切り離しや事業ポートフォリオに関する提案など、企業価値向上に資する側面もある提案も散見しますが、提案者がそのような当社事業の理解に基づく経営体質の改善に向けた提案をしたことは全くありませんでした。

これらのことから、当社としては、提案者には、当社事業を理解しようとするスタンスを見出すことが難しいのが実情であり、今回の提案もそのような提案者の姿勢が如実に表われていると考えております。

実際に、本件株主提案は提案者の指定する取締役候補者の選任であり、経営戦略に向けた具体的な提案ではありません。また、提案者は、従前どおり、具体的な事業計画や戦略等を一切開示しておりません。

ウ. 候補者の面でも当社事業を踏まえた提案ではないこと

本件株主提案にかかる5名の取締役候補者において、いずれも実際に製造業の製造現場や研究開発を承知している方は皆無であり、かつ4名は企業経営という点でも未経験者と見受けられます。

当社の置かれている業界は、上述のとおり自動車業界の大変革期にあることに加え、直近では、アメリカからの関税問題が生じるという状況にあり、これに応じた商材の価格改定やサプライチェーン、ロジスティクスの再考など、日々の経営においても迅速かつ高度な経営判断を迫られています。

この状況で既存経営陣を排し、自動車業界はもとより製造業や企業経営自体の経験もない取締役に交替したとして、激動する事業環境の変化に耐えることは不可能です。

本件株主提案は、いわばこれまで経営に無関心であった提案者が指定する候補者に、当社の経営を白紙委任することを求めるものですが、そのような提案が当社事業に対する理解に基づくものでないことは明らかであり、当該候補者が実際に経営に当たった場合に、上記のような迅速かつ高度な判断が求められる局面で、適切な判断・執行に苦慮することが容易に想像されます。

エ. 短期的な利益獲得を目的とする提案に他ならないこと

以上のとおり、提案者による提案は、大きく変動する事業環境下において当社が持続的に成長するための戦略的視点が欠けているものと言わざるを得ません。

仮に、当社が第2次中期経営計画に基づき実施してきた成長戦略を放棄し、提案者が挙げる取締役候補者に交代した場合、当社が持続的な企業価値の向上を実現することは不可能です。

本提案は、前述のような当社の経営指標の恣意的な解釈によって株主の皆様の危機感を煽ることで、経営陣の交代を求めるものといえますが、このような提案が実現した場合、仮に短期的な株価の上昇が見込まれるとしても、当社が今後成長することは不可能であると思料します。

(3) 提案に係る候補者が当社取締役としての適格性を欠くこと

ア. 製造業・自動車関連業界の経験者が皆無であること

当社が、大きく変動する現在の事業環境下で持続的な成長を遂げるためには、柔軟・迅速かつ的確な状況への対応が必要であり、そのためには自動車関連業界における技術・研究開発・製造・営業・物流等、各種の高度な知識・経験が必要不可欠です。

しかしながら、本件役員選任議案に係る候補者はいずれも、自動車関連業界はもとより、製造業の経験も皆無です。

そのうち、西立野竜史氏、門田泰人氏、伊勢谷直樹氏、大木真氏は、いずれもコンサルティング・ファームや投資機関又は金融機関の出身者であり、当社が属する自動車関連業界や製造業の経験はありません。また、これらの候補者は、コンサルティング・ファームや金融機関の役員経験はあっても、事業会社の役員経験はなく、当社のような事業会社における経営の経験は皆無であると思料します。

また、若林勇人氏については、製造業の勤務経験があるものの、専ら資金・財務関連の業務に従事している者です。また、現在役員を務めているJ. フロントリテイリング株式会社の業種は、百貨店業、物品小売業、飲食店業などであり、当社が属する自動車関連業界とは大きく業態が異なっております。

よって、本件役員選任議案に係る候補者には、いずれも当社の持続的成長に必要な柔軟・迅速かつ的確な状況への対応、また、これに必要とされる知見・経験を期待することができません。

イ. 門田泰人氏について

(ア) 強い利益相反のおそれ

提案者は株主提案書で門田泰人氏（以下「門田氏」といいます。）を取締役候補（監査等委員である取締役を除く）として推薦しております。また門田氏は常勤取締役として記載されております。

しかしながら、門田氏は提案者であるGESの委託を受け、投資運用を行っているSwiss-Asia Financial Services Pte. Ltd.（以下「SAFS」といいます。）の最高投資責任者とされています。すなわち当社株式の売買に関わる提案者であるGESにおいて株式の売り買いを現実に判断する人物が当社の取締役に就任することになります。

このことは、当社の持続的な成長ではなく専ら短期的な株価の上昇に依拠した経営戦略が取られる懸念が高まると同時に、当社における経営上重要な機密情報が当然に投資家たる株主に流出することを意味します。門田氏が当社取締役候補として推薦されることは、インサイダー取引防止を含む利益相反の観点から著しく不適切と判断いたします。

なお、提案者は「株主と取締役間の実質的な利益相反を避けるため、当社取締役(監査等委員である取締役を除く)に選任された場合であっても、役員報酬は一切辞退いたします。」としております。しかし、かように報酬を辞退したとしても、上記利益相反の懸念を到底払拭できるものではないことは言うまでもありません。

(イ) 過去在籍していたファンドの投機的行動

また、門田氏は、過去在籍していた投資ファンドにて、以下のような取引等を行った経緯があります。

2021年4月28日、石油製品の供給を主業務とする東証スタンダード市場に上場している富士興産株式会社（以下「富士興産」といいます。）は、会社側の同意のない公開買付け（以下「TOB」といいます。）を受けました。当該公開買付における公開買付者は、Aslead Strategic Value Fund及びAslead Growth Impact Fund（以下「ASら」といいます。）であり、これらファンドとの間で投資一任契約を締結し、その資産運用を委託されていたASLEAD CAPITAL PTE. LTD.（以下「アスリード」といいます。）の代表者が門田泰人氏でした。

アスリードは、2020年11月、ENEOSホールディングス株式会社に対して同社の所有する富士興産株式をアスリードに譲渡するよう求める提案を行い、また、富士興産に対してMBOによる非公開化の提案を行ったものの、同12月にいずれの提案も拒否され、その後も市場内取引にて対象者株式の買い増しつつ、2021年3月～4月に実施した富士興産経営陣との面談によってもアスリードが十分納得できるような方策の提示がなかったことから、ASらが2021年4月28日に富士興産の株式に関してTOBを開始しました。なお、公開買付届出書でも、富士興産の利益の伸長がないことを指摘しつつ、その対応策としての非公開化に言及し、富士興産の今後の事業展開、企業運営に対しては、詳細な記載がありませんでした。

このアスリードによる公開買付けに対し、富士興産は、2021年5月24日、同月取締役会にて買収防衛策（有事導入型）の導入を決議し、独立委員会の勧告も踏まえ、同月28日、当該公開買付けに対する反対意見を表明するとともに、こうした買収防衛策の導入、これに基づく対抗措置の発動について、株主の意思を確認するため、買収防衛策の導入および対抗措置の発動の承認に係る議案を定時株主総会に上程する旨を決議した上で、ASらに対して公開買付期間の延長を要請しました。しかし、ASらはかかる要請を拒否したため、富士興産は、同年6月11日、取締役会限りで対抗措置の発動（新株予約権の無償割当て）を決議したところ、ASらは、新株予約権無償割当ての差止請求に係る仮処分命令申立てを行いました。これに対し、東京地方裁判所（原審）は、同年6月23日、これを却下する決定を出し（同月24日の富士興産㈱の定時株主総会にて、当該対抗措置の発動が可決承認されました）、これに対して、アスリードは東京高裁に即時抗告を行ったものの、同高裁（抗告審）は、対抗措置の発動が適法であるとして、当該抗告を棄却したため、アスリードは公開買付けを撤回しました。かかる原審・抗告審の判断の理由の一つとして、「買収の目的等に関するASらの説明が不十分であり、公開買付期間の延長要請も拒否したこと」が挙げられています。この判示は、一般株主が公開買付けに応じるか否かを判断するために必要となる十分な情報及び時間を、ASらが提供しなかったと判断されたことを意味しており、株主共同の利益、すなわち企業価値の向上を顧みず、ファンド固有の短期的な利益追求を図っていたことを端的に示すものといえます。かかる一連の取引等を主導していたのが門田氏です。

(ウ) 不正確な開示を行った可能性

また、門田氏は、上記事案に関連して、法令に基づく要請に反して、不正確な開示を行った可能性があります。

ASらが2021年4月28日付で提出した公開買付届出書によれば、これら両ファンドを運用しているアスリードは、2020年11月26日に富士興産株式会社に対して、アスリード・キャピタルの運用するファンドをスポンサーとしたマネジメント・バイアウト（MBO）による非公開化の提案を行ったとされております（同公開買付届出書第1【公開買付要領】の3【買付け等の目的】（1）参照）。なお、門田氏は、当時、アスリードのマネージング・ディレクターの地位にありました。

上記のMBOによる非公開化の提案は、有価証券の上場廃止を伴うものであり、その提案は重要提案行為等に該当する可能性が高いと考えられます。したがって、そのような重要提案行為等を行うことを目的とした時点で、法令上、大量保有報告書の所定の欄に、その保有目的を記載しなければなりません。

しかしながら、アスリード・キャピタルは、2020年11月26日にMBOによる非公開化の提案を行ったとしておきながら、2021年5月10日付大量保有変更報告書で変更するまでの間、保有目的を単に「純投資」とのみ記載していることが、大量保有変更報告書の履歴上認められます。なお、同報告書の履歴からすれば、門田氏は、上記のMBOによる非公開化の提案の時点から2021年5月10日付の提出に至るまでの間、アスリードのマネージング・ディレクターの地位に居続けていることから、一貫して、法令遵守の責任を負うべき立場にいたものと推測されます。

以上のように、門田氏は、各種公表資料からして、過去に、法令に基づく要請に反して、不正確な開示を行った可能性があります。

先に述べましたSAFSの最高投資責任者でありつつ当社取締役となることの利益相反性に加え、門田氏が過去代表を務めていた投資ファンドの一般株主の利益（企業価値向上）を顧みない投機的行動、及びGESが当社の筆頭株主であること等から、仮に門田氏が取締役に就任した場合には、自己が関与するファンド（株主）のため短期的利益の追及を図る可能性が否定できず、当社としては、門田氏は当社の取締役としては著しく不適格であると判断しております。

(4) 提案者株主が安定的な株主とは言えないこと

ア. 株式取得に係る信用取引

提案者であるGESは、SAFSが投資運用を行っていると推察される投資ファンドであり、本件役員選任議案の提案もSAFSの投資方針に基づくものであると考えられます。

また、SAFS自身も当社株式の買い増しを進めており、2025年4月17日付大量保有報告書によれば、SAFSは当社株式を合計355,800株保有し、当社発行済株式数に占める割合は22.5%に上っています。

他方で、SAFSによる当社株式の買い進めは不安定な信用取引によりなされており、短期投資目的による保有であることが強く窺われます。そして、SAFSが運用する投資ファンドであるGESも安定的な株式保有が期待できる株主とは言い難いと考えられますが、そのような株主が提案する取締役候補者についても、中長期的な視点から経営に携わって頂くことは期待できません。

SAFSによる同年4月17日付大量保有報告書項目（6）【当該株券等に関する担保契約等重要な契約】によりますと、SAFSは「信用取引による取得」（注1）として国内の2つの証券会社から当社株式合計119,900株を信用取引で取得しています。加えて同項目によると「信用取引保証金代用有価証券」（注2）としてこれも信用取引を行っている2つの証券会社へ合計224,000株を担保として差し入れていることが分かります。つまり、SAFSは、

- ① 355,800株のうち119,900株（約33.7%）は信用取引で取得し、また、
- ② 355,800株のうち224,000株（約63%）は証拠金（担保）になっている

ことを示しております。（①②で重複があるかは不明）

また、同大量保有報告書項目（7）【保有株券等の取得資金】によると、SAFSによる取得資金は顧客資金（1,595,867千円）とされており、更にこの顧客資金の記載として「うち信用取引における取得」として合計680,644千円となっております。すなわち、SAFSの当社株式の取得資金である顧客資金約15億円のうち約6.8億円は信用取引で取得しているということが読み取れます。

なお、当社は2025年2月26日、当社取締役会名でSAFSの最高投資責任者である門田氏にSAFSの資金の背景等を書面で問い合わせしておりますが、現時点でも無回答のままです。

当社は金融業界関係者およびファンド事業に詳しい有識者に確認したところ、一般論としながらも以下の意見を受け取りました。

- 通常PEファンドや機関投資家は安定的な資金を用いるため信用取引を使う事はほぼない。一方でヘッジファンドなどは短期での市場取引を目的とし資金効率を重視し信用取引を用いる場合がある。ただしファンドが「買建て」目的で信用取引を用い、かつ信用取引保証金代用有価証券まで用いるケースは一般的にはややリスクの高い投資行動と見なされ長期安定保有との整合性には疑問がある。
- 信用取引は金利が発生することに加え、信用取引保証金代用有価証券については証券会社に担保として有価証券を預けており、仮に市場の混乱等で株価が一定水準を下回ると追加担保の請求（追証）が発生する。もし投資家が追加担保を用意出来ない場合、証券会社は担保株式を市場で売却して資金を回収する（強制決済）ことがある。
- ファンドが信用取引を使う背景としては運用資産残高が少ない可能性がある。
- また投資家が中期的な保有や経営関与を掲げている一方で信用取引や代用有価証券によってそのポジションを維持している場合整合性が無いように見受けられる。

なお、SAFSは当社以外の投資先である日邦産業株式会社（9913）、株式会社ウィザース（9696）でも下記のとおり信用取引に係わる取引形態でこれら企業の株式を保有しています。

・株式会社ウィザース

（報告義務発生日2025年3月13日、提出日3月21日の大量保有報告書による。）

信用取引保証金代用有価証券（証券会社 2 社合計）	1,806,500株
SAFS保有株式数	1,806,500株

・日邦産業株式会社

（報告義務発生日2025年4月9日、提出日4月16日の大量保有報告書による。）

信用取引保証金代用有価証券（証券会社 2 社合計）	1,241,500株
信用取引による取得（証券会社 1 社）	120,000株
SAFS保有株式数	1,361,500株

SAFSが当社の質問に対し株式取得資金を明らかにしておらず、信用取引による買い進めを実施していることから、当社はSAFSが当社への中期的なかつ安定した投資家であろうとすることに大きな疑念を抱いております。

その株主が、今回、自らが運用するファンドを介して当社への株主提案では5名の取締役候補を提案してきております。これは当社定款における取締役枠8名の過半数を超えるもので実質経営支配を目的としております。本株主提案のとおり当社の経営を目指す株主でありながら、その資金源が不明瞭なだけではなく、信用取引の多さから判断しますと、中長期的に当社経営にコミットする株主とは言えないだけではなく、その多くの株式が担保になっている状況から発行会社としても、非常に不安定な株主であるとの印象を禁じえません。

(注1) 信用取引

信用取引とは、一定の保証金（委託保証金）を証券会社に担保として預け、保証金の3倍程度の取引ができる制度のこと。信用取引には金利がかかります。レバレッジが利いていますので投資株式の上昇時は利益が大きくなりますが下落時には大きな損失が出る場合があります。

(注2) 信用取引保証金代用有価証券

信用取引の委託保証金で現金ではなく有価証券でこれを代用すること。この有価証券を「代用有価証券」といいます。代用有価証券は通常今の株価の80%など掛け目があります。その株式が下落した場合追加証拠金（追証）が発生します。

(注3) MBO

マネジメント・バイアウト(Management Buy-Out)の意味。上場企業の経営陣自ら自社を買収することで対象企業を非公開化させる行為。経営陣自らの資金もしくは借入金、第3者であるファンドの資金を用いる場合があります。

イ. SAFSのマネーロンダリング規制違反及びシンガポール通貨庁からの追徴金支払命令

以下、シンガポール通貨庁（Monetary Authority of Singapore）がSAFSのマネーロンダリングおよびテロ資金供与対策（AML/CFT）要件違反を理由にSAFSに対して追徴金支払を命じ、かつ、SAFSの最高経営責任者（CEO）であるオリビエ・パスカル・ミヴェラス氏と最高執行責任者（COO）スティーブ・クナーブル氏に対して戒告処分を下したことに關して、同庁ウェブサイトにて2024年5月7日付で掲載された記事（「MAS Imposes Composition Penalty of S\$2.5 million on Swiss-Asia Financial Services Pte. Ltd. for AML/CFT Breaches, Reprimands its CEO and COO」）の参考和訳を掲載します。あくまで参考和訳となりますので、正式には同記事の原文をご確認ください。

【参考和訳】

SAFSは、2024年5月7日、シンガポール通貨庁（MAS）から、MASのマネーロンダリングおよびテロ資金供与対策（AML/CFT）要件違反を理由に、250万シンガポールドルの追徴金支払いを命じられ、また、SAFSの最高経営責任者（CEO）であるオリビエ・パスカル・ミヴェラス氏と最高執行責任者（COO）であるスティーブ・クナーブル氏が、SAFSがMASのAML/CFT要件を遵守していることを確認する義務と機能を果たさなかったとして、戒告処分を下されています。

MASは、その検査により、SAFSに以下のような違反が発覚したことを公表しています。

- (a) 全社リスク評価（EWRA）において、同社の顧客および事業活動に関連する特定のリスク要因を考慮していなかったこと。
- (b) 全社リスク評価（EWRA）において、同社の顧客および事業活動に関連する特定のリスク要因を考慮していなかったこと。
- (c) 顧客デューデリジェンス（CDD）措置を講じることなく取引関係を構築したこと。SAFSの慣行では、CDD措置が完了する前に顧客と取引関係を構築していた。
- (d) 顧客の口座における複数の第三者取引が、SAFSの顧客に関する知識と一いたしないにもかかわらず、その取引を精査しなかったこと。
- (e) マネーロンダリングやテロ資金供与のリスクが高い顧客を多数特定できなかったこと（例えば、無記名株式を保有する法人顧客[1] など、疑わしい兆候があったにもかかわらず）。その結果、これらの顧客に対して強化型CDD措置を実施できなかった。また、SAFSは、マネーロンダリングやテロ資金供与のリスクが高いと特定したその他の顧客についても、顧客やその受益者の財産や資金の出所を十分に確認できていなかった。さらに、SAFSは、これらのリスクの高い顧客との取引関係を構築または継続するための上級管理職の承認を得られていなかった。
- (f) 疑わしい取引報告書を提出すべき十分な根拠があったにもかかわらず（例えば、SAFSは、顧客が金融犯罪に関与したとされるニュース報道を知っていた）、複数の顧客に関する疑わしい取引報告書を提出しなかったこと。
- (g) 会社のマネーロンダリング防止およびテロ資金供与対策の有効性、および規制要件へのコンプライアンスを監視するための内部監査を実施しなかったこと。

【参考和訳おわり】

以上から、GES及びその投資の元手を提供していると考えられるSAFSの資金自体が、マネーロンダリングの疑われる不透明な資金であり、同時に、かかる資金の一部を用いた本邦の上場企業への投資は、当社のような上場企業の株主としての適格性だけに疑義を生じさせるだけでなく、株式市場の健全性にも悪影響を与えるものであるといえます。

3 結論

以上のとおり、当社としては、提案者による本件役員選任議案はいずれも当社の持続的な成長を妨げるため、反対いたします。

株主提案 第4号議案に対する取締役会の意見

当社取締役会としては、本議案に反対いたします。

当社は、本議案は、第3号議案に対する理由から反対するものです。

当社取締役会としては、本議案に反対いたします。

1 当社意見の概要

成成株式会社による本株主提案（取締役選任の件）は、後述する役員候補者の属性等から、中国大連鵬成企業集団（以下「鵬成グループ」といいます。）が当社の経営に関与することを目的とするものと推測されます。

しかしながら、以下に述べるとおり、当社といたしましては、当社と鵬成グループとの間にはシナジー効果がなく、提案者による提案は、当社の中長期的な成長、企業価値の向上に資するものではなく、むしろ当社の企業価値を損なうものと判断しており、これに反対するものです。

当社の意見の理由は、次項「2 意見の理由」に詳細に述べますが、その概要は次のとおりです。

(1) 実質的な提案者の提案趣旨、意図が不明であること

本株主提案で挙げられる3名の取締役候補者は、いずれも中国大連に本拠を置く企業グループ（鵬成グループ、詳細は後述）の傘下にある子会社役員であり、本株主提案の実質は、大連鵬成グループによる強力な当社経営への関与を目的としたものであると推察されます。もっとも、大連鵬成グループの経営方針など、提案者として当社株主に対し説明してしかるべき重要な点は、現在に至るまで当社に一切開示されておりません。また、本株主提案に挙げられる提案理由は、大要、当社の経営が非効率であるため、かかる状況の打開として取締役候補者を選任する、というきわめて抽象的な内容にとどまっており、当社としては、その提案者の背後に存在する実質的な提案者の意図、取締役候補者3名により実現しようとしている具体的な目的に疑念を抱くものです。

(2) 提案者又は鵬成グループとのシナジー効果は低い

当社の考える今後の成長戦略と鵬成グループとの間においては、事業上のシナジー効果は低いと判断しております。また、提案にかかる候補者が有する知識経験が当社の事業内容と親和性に乏しく、特に李秀鵬氏については、当社経営に実質的に関与すること自体を期待し難いと言えます。

(3) 具体的な事業上の話し合いはなかったこと

当社と提案者は、事業上の協力関係を模索するため、これまで何度か協議を重ねてきておりますが、その協議の経緯から、提案者が当社との間の事業上の提携を真摯に検討した様子は窺われず、本株主提案も真摯な業務提携等を目的としたものとは考えられません。

(4) 取締役候補者が不適任であること

上記(3)で述べた協議のなかで、鵬成グループの代表・会長であり本提案に係る候補者でもある李秀鵬氏は、当社ビジネスである生産・製造に詳しくなく、かつ日本企業の経営に苦手意識があったことから日本の上場企業の経営から退いたと述べるなど、李秀鵬氏（現在は大連に本拠を置いています）が取締役として当社経営に実質的に関与し、また的確な経営判断を行うこと自体が困難であると考えております。

当社としては概要、以上の理由から、本役員選任議案に**反対**いたします。

2 当社意見の理由（各論）

（1）提案者・役員候補者の属性等からみた本株主提案の性質

本株主提案を行った成成株式会社の代表取締役 黄聖博氏は、後述するこれまでの当社と提案者との間の協議の経緯等から、中国大連鵬成企業集団（鵬成グループ）（飲食関連、食品加工、不動産、プラスチック成形品製造業等）の代表・会長かつ本株主提案にて取締役候補者ともなっている李秀鵬氏と人的関係を有し、鵬成グループの本邦所在関連会社である鵬成ジャパン株式会社（神奈川県川崎市所在 以下「鵬成ジャパン」といいます。）の代表取締役を務め、鵬成グループ（李秀鵬氏）の意向を受けた日本企業への投資・買収戦略等を担当する人物と考えられ、また、同様に、提案者自体も、鵬成グループの関連会社と推測されます。

鵬成ジャパンの国内グループ会社の一つとして、かつて上場企業であった神明電機株式会社（神奈川県川崎市所在 ※現在は上場廃止）が存在しており、本株主提案の取締役候補者である李秀鵬氏、大河内尚志氏、及び黄聖遼氏は、いずれも同社の代表取締役又は取締役として名を連ねています。

なお、黄聖博氏及び李秀鵬氏は、株式会社イクヨ（7273 / スタンダード市場）にて、それぞれ相談役・（代表）取締役などとして同時に在籍していたことがあります。

以上のとおり、提案者（成成株式会社）の代表取締役である黄聖博氏、及び鵬成グループの会長である李秀鵬氏の人的関係、鵬成グループの日本国内関連企業の代表取締役ないし取締役を務める人物が本株主提案における取締役候補者となっていること等から、本株主提案は、鵬成グループの経営方針・意向を色濃く反映したものであり、当該候補者らが役員に選任された場合には、鵬成グループの経営方針に沿った意思決定への関与、業務執行等が予想されます。

もっとも、提案者と密接な関係にある大連鵬成グループと提案者との間の資本関係や、鵬成グループの経営方針など、提案者として当社株主に対し説明してしかるべき重要な点は、現在に至るまで当社に一切開示されておられません。

(2) 提案者の指摘に具体性がないこと

提案者は、本株主提案（取締役3名選任の件）の理由として、当社の現経営陣が保守的で積極性に欠けているなどとして、専門的知見と進取の気概を有する取締役を新たに迎え入れる必要があると説明しています。

これについて提案者は、当社が2024年4月に公表した第2次中期経営計画に具体的な行動計画が見られないこと、中国に設立した連結子会社の強みを活かしきれていないこと、M&Aへの取組みが不十分であること、現経営陣の資本効率・資金効率に対する理解が不十分であることなどを挙げます。しかしながら、提案者の指摘は、いずれもきわめて抽象的な指摘にとどまり、具体的な問題点やその改善策の提言などを伴うものではないことをまずは指摘いたします。

(3) 提案者又は鵬成グループとの間にシナジー効果がないこと

提案者は、あたかも本株主提案にかかる候補者が取締役に就任することで、提案者の指摘する経営上の問題点が解決されるかのように述べます。

また、前述のとおり、本株主提案は、実質的には、鵬成グループの経営方針・意向による当社の経営への介入・干渉を企図したものと窺われます。

しかしながら、当社としては、次の理由から、当社と鵬成グループとのシナジー効果は得られないと判断しております。

なお、後述するとおり、当社としては、これまで提案者又は鵬成グループから具体的な計画に基づく業務提携の提案を受けたことはないことを申し添えます。

① 事業戦略、方向性の違い

当社は2020年度以降、経営においては売上重視から利益率重視に方向転換を進め、当社ブランドを背景に適正価格の設定と流通経路の再構築を断行し、価格競争市場から付加価値商材へのシフトを進めて参りました。その結果、直近3期でも営業利益率は10%前後を超える、いわば筋肉質の企業に変化を遂げました。

そして、このような高利益率の継続的な確保を背景に、当社は2024年4月に開示した第2次中期経営計画において、2024年度から2026年度の3か年を「成長投資期間」と位置づけ、続く2027年度から2029年度（第3次中期経営計画予定期間）における「成長・拡大」に向けた、「技術開発力の強化」、「新技術の創出・獲得」、「要素技術拡大」による新領域の発掘等を実施しています。当社の事業規模においては、以上のような成長投資の各施策は、高利益率の確保を前提としてはじめて可能になります。

これに対して、鵬成グループの主たる強みは「中国国内でのコストダウンに伴う価格競争力を重視した生産」と「中国国内でのネットワーク活用」にあるものと考えられ、これは、生産技術や生産方法といった生産そのもののスケール化に特化した投資を集中的に繰り返すビジネスモデルと理解されます。しかしながら、前記のとおり当社は現在次なる技術開発に投資の主眼を置き、量産よりも利益率に重きを置くビジネスモデルを指向しており、両者の事業の方向性は大きく異なります。かかる鵬成グループの発想・ビジネス思考を色濃く受けていることが予想される提案者候補者が当社取締役を選任され、意思決定に関与するようになれば、当社が従前推進してきた利益志向のビジネスモデル、及びこれを土台とした第2次中期経営計画、すなわち成長投資が阻害されることが強く懸念されます。

② 目的とする販路の差異

当社の可変抵抗器及び車載用電装部品は、当社の長年の経緯、実績により特化した製品を特定の顧客に販売してきた実績があり、前述のとおり、付加価値の高い製品を供給することにより高い利益率を維持しております。この車載用電装部品の売上・利益率は、主として日系の自動車会社及びその部品供給企業との取引で成り立っております。こうした自動車関連商材の販売においては、その4年ないし5年の生産サイクルと、自動車会社及びその部品供給企業との製品開発の時期の双方を睨んだ綿密な時期的調整を行い、これら企業とタイムリーに協業をすることが必要不可欠であり、それが継続的な取引及び新製品の開発、ひいては当社経営を支える売上の確保・高利益率に繋がります。これに対して、中国市場においては、地場の自動車メーカーも数多く存在しそこに供給する部品メーカーは付加価値もさることながら、より価格重視が求められ中国市場は世界でも最も熾烈な価格競争が繰り広げられる市場の一つです。

また、現在の米国・中国を起点とする国際情勢、経済情勢、安全保障の懸念、並びにこれらが各業界の製品価格やサプライチェーンへもたらす影響などを念頭に、当社は、中国市場における販路拡大ではなく、当社ブランドを活かした高付加価値・高品質の製品を求める市場、すなわち、従前の主要供給先であった日本市場だけでなく、欧米市場に向けて、より一層、経営資源を振り向けていく方針です。当社が現在第2次中期経営計画で掲げている「成長投資」の一環として、以上のような海外戦略を実現しうる人材獲得及び海外企業との提携も視野に入れ、具体的施策の検討を進めております。

③ 開発能力

当社は、前述のとおり、第2次中期経営計画において、2024年度から2026年度の3か年を「成長投資期間」と位置づけ、技術開発力の強化、新技術の創出・獲得、要素技術拡大による新領域の発掘を実施しています。これに対して鵬成グループの主たる強みは「中国国内でのコストダウンに伴う低価格を目指した生産」と「中国国内でのネットワーク」にあると考えられ、その開発能力という点では、当社が今後の成長・拡大に向けた成長投資において最優先課題の一つと位置付ける新規事業の創出、新製品開発を下支えする開発能力や技術人材を鵬成グループとの提携等により享受することは期待できないものと考えております。

上記3つの理由から、当社ビジネスと成成株式会社の株主提案に示唆される鵬成グループとの間には、シナジー効果は全く期待できないと判断しております。

そればかりか、当社が鵬成グループから経営上の支援を受け、生産技術や生産方法への集中投資や、価格競争力重視の事業戦略にシフトすることは、当社が従前地道に構築してきた利益率重視の経営方針を放棄することを余儀なくされることを意味するとともに、当社が第2次中期経営計画により推進している成長投資の方針を180度転換し、以前の脆弱な体質に逆戻りすることになりかねません。その場合、当社の企業価値は大幅に毀損されることとなります。

(4) 提案者との過去の協議の経緯から、本株主提案は事業上の相乗効果を意図したものでないと考えられること

本株主提案は、取締役候補者の電子部品業界における経験に言及するなど、事業の相乗効果を意図したものであるようにも見受けられます。しかしながら、提案者と当社との間のこれまでの協議の経緯からすると、本株主提案は、健全な事業提携を意図したものではなく、何らかの別の目的によるものであることが窺われます。

当社は、2021年11月4日、提案者（成成株式会社）の代表取締役である黄聖博氏及び鵬成ジャパン株式会社の代表取締役社長（当時）である橋口純一氏の訪問を受けました。その際、鵬成グループ代表の李秀鵬会長が日本の電子部品事業に関心を持っており、当社株式を4%程度保有しているという話を受けましたが、具体的な業務提携の打診等はありませんでした。

その後、当社は2023年9月に提案者からの打診を受け、鵬成グループ代表者の李秀鵬氏と面談を行いました。その際、李秀鵬氏は、自らは生産・製造そのものには詳しくなく、日本企業の経営にも苦手意識がある、それゆえに過去務めていた日本の上場企業の経営から退いた経緯がある旨と述べました。かような発言からも、当社は、当社ビジネスそのものである生産・製造に詳しくなく、かつ日本企業の経営に苦手意識があったことから日本の上場企業の経営から退いたと述べる李秀鵬氏（現在は大連に本拠を置いています）が取締役として当社経営に実質的に関与し、また的確な経営判断を行うこと自体が困難であると考えております。

2024年9月には、李秀鵬氏と提案者の代表取締役である黄聖博氏と再び面談を行いました。その際、李秀鵬氏や黄聖博氏から当社と鵬成グループとの業務提携について一定の言及があったものの、それ以上に具体的な業務提携の計画等の提案や協議などが行われることはなく、また、提案者側から当社の生産工場や生産商材及び具体的生産工程に関する質問は全くなされませんでした。他方、同面談で、黄聖博氏から、当社の他の株主から提案者保有株式の売却を打診されたが断ったこと、提案者自身がホワイトナイトとなることも検討していること、その場合、提案者から代表取締役を送り込みたいなどといった話がありました。

その後も、当社は提案者からの打診により、2025年2月に黄氏と面談をしましたが、その時点でも業務提携等の具体的な提案はありませんでした。

当社に対して2025年4月22日になされた本株主提案は、そのような中で唐突になされたものです。

当社といたしましては、これまで提案者が、度々業務提携に言及しながら、その具体策については一切提案を行ってこなかったこと、その一方で、2024年9月頃から殊更に他の株主が当社の買収に関心を寄せていることを示唆しながら、提案者又は鵬成グループから代表取締役を送り込むことを打診してきたことなどから、提案者が、当社の事業そのものに興味関心を有しているかについては疑問を感じており、提案者による本株主提案は、事業会社からの事業相乗効果を考えての提案では全くなく、何らか別な目的・意図のもとに、東京証券取引所スタンダード市場に上場している当社の経営を脅かす行為であると判断しております。このような行為が当社の企業価値向上を阻害しかねないものであることは言うまでもありません。

(5) 本株主提案にかかる候補者が不適任であること

本株主提案にかかる取締役候補者は、いずれも中華人民共和国にある企業集団である鵬成グループ関連法人の取締役です。李秀鵬氏は、略歴において鵬成グループの主要企業の董事長を務めているほか、提案者からは鵬成グループの代表者であるとの説明を受けています。また大河内尚志氏が代表取締役を務め、黄聖遼氏が日本法人の取締役及び中国法人の董事長を務める神明電機株式会社は、2012年以降、鵬成グループの傘下企業となっています。

また、李秀鵬氏は、中国国内において鵬成グループを取りまとめる立場にあるため、日本国内において現場に寄り添った経営は期待できないと思料します。また、前述のとおり、当社との過去の面談の際、過去の発言で、自らは生産・製造そのものには詳しくなく、日本企業の経営は苦手であり、それゆえ日本の上場企業の経営から退いたことを自認していることからしても、当社の経営に実質的に関与することは事実上不可能であると推測されます。

以上から、本株主提案にかかる取締役候補者は、当社の事業との関係で十分な知識経験を有するものではなく、適任ではないと考えます。

3 結論

以上の理由から、当社といたしましては、成成株式会社による本株主提案に反対いたします。

メ モ

Handwriting practice lines consisting of 18 horizontal dashed lines.