

東京ラヂエーター製造株式会社（東証二部：コード7235）
への株主提案の概要（プレゼンテーション）

—
Asset Value Investors

AVI

25 Bury Street
London SW1Y 6AL

東京ラヂエーター製造への株主提案の概要



- Asset Value Investors Limited (「AVI」)は、約4年前から東京ラヂエーター製造株式会社(「東京ラヂエーター製造」)の株主であり、東京ラヂエーター製造の企業価値向上のために、特に「上場子会社」という構造に起因する、株式会社KKRジャパン(「KKR」)傘下の親会社マレリ株式会社(「マレリ」)と少数株主との間の利益相反を解消するために、東京ラヂエーター製造との対話を実施してきた。
- しかし、少数株主利益の保護については十分な進歩を遂げていない。また、KKRはコーポレート・ガバナンスの欠如や利益相反の結果として企業価値の過小評価を十分に認識していることは言うまでもない。
- 東京ラヂエーター製造の社長は、KKR傘下のマレリ出身であり、東京ラヂエーター製造にとって、親会社もしくは一般株主どちらの利益が最も重要なかが疑問視されている。
- 東京ラヂエーター製造には99億円の余剰資金があり、これは時価総額を超える。この99億円のうち半分以上は、支配株主であるマレリに不平等に預けられている。
- これらの問題を解決するために、AVIが運用するファンドであるAVI Japan Opportunity Trustは、2021年6月に開催される第117回定時株主総会に向けて、以下のような株主提案を東京ラヂエーター製造に提出した。

株主提案1

親会社のマレリへの預け金約55億円を特別配当として株主に還元すること

株主提案2

取締役会の監督機能を強化するために監査等委員会設置会社に移行すること

株主提案3

過半数が社外取締役で構成される指名委員会および報酬委員会を設置すること

株主提案4

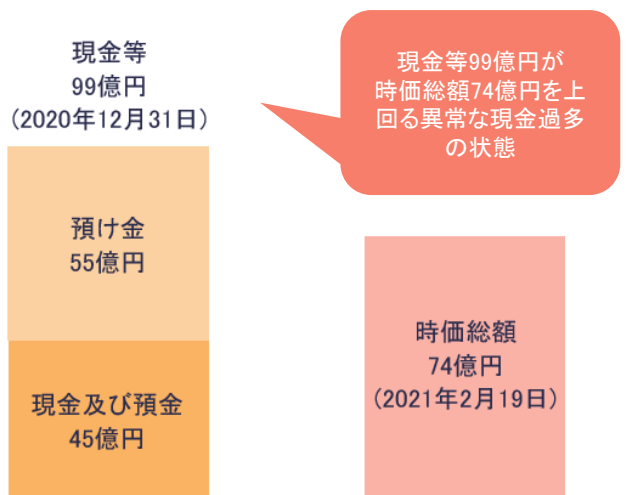
取締役(社外取締役を除く)の報酬体系に譲渡制限付株式を導入すること

株主提案1

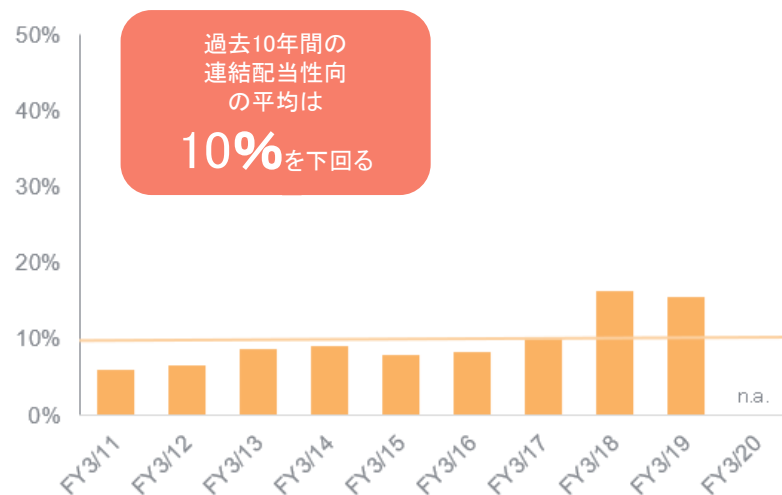
親会社のマレリへの預け金約55億円を特別配当として株主に還元すること

- 東京ラヂエーター製造は現金等99億円¹を保有しており、これは時価総額を上回る水準である。この異常な現金過多の状態であるにも関わらず、過去10年間の連結配当性向は平均して10%を下回る程度²と株主還元に乏しい。
- 現金等のうち、親会社のマレリへの預け金は55億円もあり、マレリは他の株主と比べて優先的に東京ラヂエーター製造の現金を入手することができる。マレリとその他の株主間の利益相反の観点から、この預け金を廃止し、株主に平等に分配すべきである。
- 従って、この預け金を廃止し、預け金相当額を、株主還元として、1株当たり370円の特別配当を実施することを提案する。

現金等と時価総額³



連結配当性向



出典：2021年3月期第3四半期報告書、2021年3月期第3四半期決算短信、2020年3月期有価証券報告書、2015年3月期有価証券報告書、Capital IQ
 注：1株当たり370円の特別配当を実施した場合、特別配当総額は53億2,353万円となる。(特別配当総額は1株当たり370円の特別配当に、2021年3月期第3四半期決算短信に記載の2021年3月期第3四半期末の発行済み株式数(自己株式を除く。)14,387,917株を掛けて計算。)

¹ 現金等は2020年12月31日時点。² 2020年3月期の連結配当性向は当該期の当期純利益が極めて小さかったため、n.a.とする。また、2020年3月期の連結配当性向は過去10年間の連結配当性向の平均値に含めていない。³ 時価総額は2021年2月19日時点。

株主提案2

取締役会の監督機能を強化するために監査等委員会設置会社に移行すること

- 現状、東京ラヂエーター製造は監査役設置会社である。
- 東京ラヂエーター製造は上場子会社であり¹、親会社であるマレリの利益とは別に、少数株主の利益も公平に担保すべきである。しかし、代表取締役社長の落合久男氏はマレリ出身であり、東京ラヂエーター製造の独立性を確保することは困難である。そのため、取締役会の監督機能は強化されるべきである。
- 従って、監査等委員会設置会社に移行することを提案する。現状の監査役設置会社では、監査役が取締役会で議決権を行使することができないが、監査等委員会を設置することにより、監査等委員が取締役の構成員となり議決権を行使することが可能になるため、取締役会の監督機能の実効性が担保される。

取締役会および監査役会の構成員²

	役 職	氏 名 (敬 称 略)	出 身
取 締 役 会	代表取締役社長	落合 久男	マレリ(元常務執行役員)
	取締役	蛭川 耕二	いすゞ自動車株式会社
	取締役	三村 健二	東京ラヂエーター製造
	社外取締役	田口 洋一	三菱金属鉱業株式会社(現三菱マテリアル株式会社)等
	社外取締役	高村 藤寿	株式会社小松製作所
監 査 役 会	常務監査役	松元 良一	東京ラヂエーター製造
	常務監査役	田中 晃	東京ラヂエーター製造
	社外監査役	伊藤 隆治	シティバンク、エヌ・エイ等
	社外監査役	霞末 陽介	日産自動車株式会社等

* AVIが4月19日に株主提案を提出した後である、5月13日に取締役会体制変更の発表がありました。

出典：2021年3月期第2四半期報告書、2020年3月期有価証券報告書、2021年5月13日プレスリリース

¹ 2020年9月30日時点で、マレリは東京ラヂエーター製造の発行済み株式(自己株式を除く。)の40.10%を保有している。

² 2021年6月25日開催の定時株主総会での選任およびその後の取締役会での決議にて正式に決定する予定。

株主提案3

過半数が社外取締役で構成される指名委員会および報酬委員会を設置すること

- 現状、東京ラヂエーター製造は、代表取締役社長の落合久男氏が、取締役候補者の選任および取締役の報酬の決定を一任している。ガバナンス委員会が役員報酬の基本報酬や取締役候補者の選任を諮問しているが、ガバナンス委員会には落合氏が出席しているため、ガバナンス委員会からの諮問は公平性や独立性があるとは言い難い。
- 取締役候補者の選任や取締役の報酬の決定といった重要な決定は、全てのステークホルダーの利益促進のために、社外取締役の知見や見解を活用して合理的になされるべきであり、そのためにも独立した諮問機関により決定のプロセスを明確化すべきである。
- 従って、過半数が社外取締役で構成される指名委員会および報酬委員会を設置することを提案する。

取締役会および監査役会の構成員¹

	役職	氏名 (敬称略)	ガバナンス委員会の構成員 (✓)
取締役会	代表取締役社長	落合 久男	✓
	取締役	蛭川 耕二	
	取締役	三村 健二	
	社外取締役	田口 洋一	✓
	社外取締役	高村 藤寿	✓
監査役会	常務監査役	松元 良一	
	常務監査役	田中 晃	
	社外監査役	伊藤 隆治	✓
	社外監査役	霞末 陽介	✓

* AVIが4月19日に株主提案を提出した後である、5月13日に取締役会体制変更の発表がありました。

出典：2020年3月期有価証券報告書、2021年5月13日プレスリリース

¹ 2021年6月25日開催の定時株主総会での選任およびその後の取締役会での決議にて正式に決定する予定。

株主提案4

取締役(社外取締役を除く)の報酬体系に譲渡制限付株式を導入すること

- 2020年3月期の役員報酬は全額が固定報酬として支給された。その固定報酬は、職責と成果を一年単位で評価し反映させる体系であった。2021年3月23日には、前年の連結の売上高・利益等の業績評価、個人・部門業績の目標達成率を反映した、業績連動報酬の導入を発表した。しかし、この業績連動報酬は、固定報酬のみの報酬体系との差異が大きくあるようには見受けられない。
- 従って、取締役(社外取締役を除く。)を対象とした年額1,300万円を上限とする譲渡制限付株式報酬制度を導入することを提案する。譲渡制限付株式報酬制度により、報酬の中長期的な業績との連動制を高め、取締役に対して企業価値を持続的に向上させるとともに、株主と一層の価値共有を促進する健全なインセンティブを与えることになる。さらに、譲渡制限付株式報酬制度を採用することで、報酬の決定プロセスの透明性を向上させることも可能となる。

コーポレートガバナンス・コードでも、経営陣の報酬について、中長期的な会社の業績を反映させ、インセンティブ付けを行うことや、透明性ある手続きの設計を要請している。

【原則4-2. 取締役会の役割・責務(2)】...(中略)...経営陣の報酬については、中長期的な会社の業績や潜在的风险を反映させ、健全な企業家精神の発揮に資するようなインセンティブ付けを行うべきである。

【補充原則4-2①】取締役会は、経営陣の報酬が持続的な成長に向けた健全なインセンティブとして機能するよう、客観性・透明性ある手続きに従い、報酬制度を設計し、具体的な報酬額を決定すべきである。その際、中長期的な業績と連動する報酬の割合や、現金報酬と自社株報酬との割合を適切に設定すべきである。

- AVIは、この数年間、東京ラヂエーター製造の企業価値向上を目的として、東京ラヂエーター製造宛に、継続的に書簡を送付してきた。東京ラヂエーター製造は上場子会社であることから、重要なステークホルダーであるマレリ、KKR(マレリのオーナー)宛にも問題意識を共有すべく書簡を送付した。
- 東京ラヂエーター製造とは複数回の面談にて書簡について建設的な対話を行った。複数回の対話に応じてくださった東京ラヂエーター製造には御礼申し上げたい。しかしながら、AVIの書簡の内容を十分に経営に反映いただけないと弊社は判断し、株主提案を実行することになった。
- AVIが建設的な対話を何度も試みたにもかかわらず、マレリおよびKKRは東京ラヂエーター製造が抱える問題を解決することを拒否した。

AVIと東京ラヂエーター製造との対話の記録

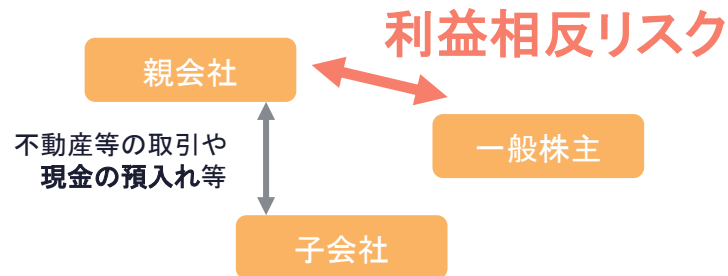
日時	内容
2018年11月	面談①
2019年3月	面談②
2019年4月	AVIが東京ラヂエーター製造に書簡を送付。同書を、マレリおよびKKRにも送付
2019年5月	面談③
2019年11月	AVIが東京ラヂエーター製造に書簡を送付
2019年11月	面談④
2020年3月	面談⑤
2020年11月	面談⑥
2020年12月	面談⑦
2021年2月中旬	AVIが東京ラヂエーター製造に書簡を送付。同書を、マレリおよびKKRにも送付
2021年2月中旬	面談⑧
2021年3月中旬	AVIが東京ラヂエーター製造に株主提案(ドラフト)を送付。同書を、マレリおよびKKRにも送付
2021年4月15日	東京ラヂエーター製造がAVIに株主提案(ドラフト)に反対意見書を送付。同日、面談⑨を開催
2021年4月19日	AVIが東京ラヂエーター製造に株主提案を発送

注: 面談はF2Fミーティング、ZOOMを用いたオンラインミーティング、電話会議を含む。

【参考】上場子会社である東京ラヂエーター製造の問題点

- 東京ラヂエーター製造はマレリを親会社とする上場子会社である。
- 経済産業省『グループ・ガバナンス・システムに関する実務指針』では、上場子会社においては、支配株主である親会社と上場子会社の一般株主の間に存在する利益相反リスクについて指摘している。
- 特に、現金の預入れ等、直接取引については、「上場子会社において利益相反が生じうる具体的な場面」として紹介され、「一般株主の利益が害されうるため、上場子会社における実務的なガバナンス体制の構築を通じ、一般株主の配慮に十分配慮した対応を行うことが求められる」と言及されている。
- 東京ラヂエーター製造はマレリに預け金(55億円¹)があり、これは東京ラヂエーター製造が保有する現金等の56%に相当する。マレリは、少数株主の犠牲の下、東京ラヂエーター製造を自社の安価な現金の供給源として利用している。
- さらに、東京ラヂエーター製造の代表取締役社長は、マレリ出身である。
- コーポレートガバナンス改革の提唱者であるKKRであれば、通常は上場子会社が支配株主に現金を預けることを批判するはずだ。KKRは自らが説いていることを実践すべきである。

上場子会社において利益相反が生じうる具体的な場面
(経済産業省『グループ・ガバナンス・システムに関する実務指針』より引用)



(利益相反関係:現金預入れの場合)

- 親会社は、できる限り低金利で子会社のキャッシュを活用したい。
- 子会社は、資本コストに見合う利子が支払われない限り、現金は自社の投資に活用したい。

出典:2020年3月期有価証券報告書、経済産業省『グループ・ガバナンス・システムに関する実務指針』

注:AVIは、東京ラヂエーター製造の預け金の利回りについては約0.4%と推測している。東京ラヂエーター製造2020年3月期有価証券報告書のマレリとの取引に記載の受取利息(2億円)および預け金(53億円)をもとに試算。

¹預け金は2020年12月31日時点。