

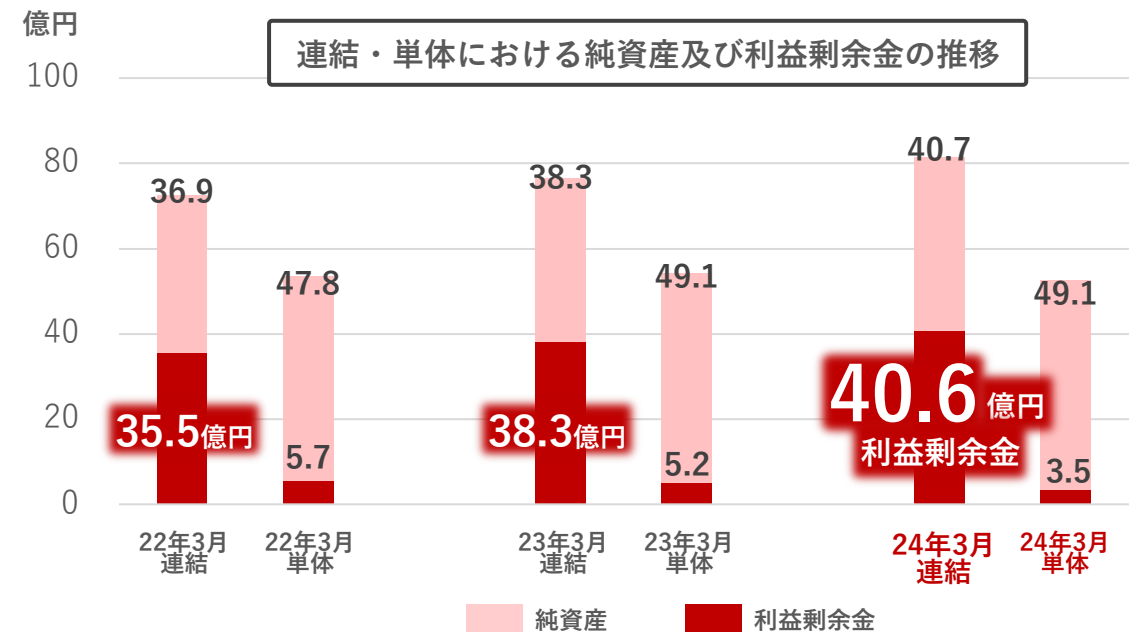
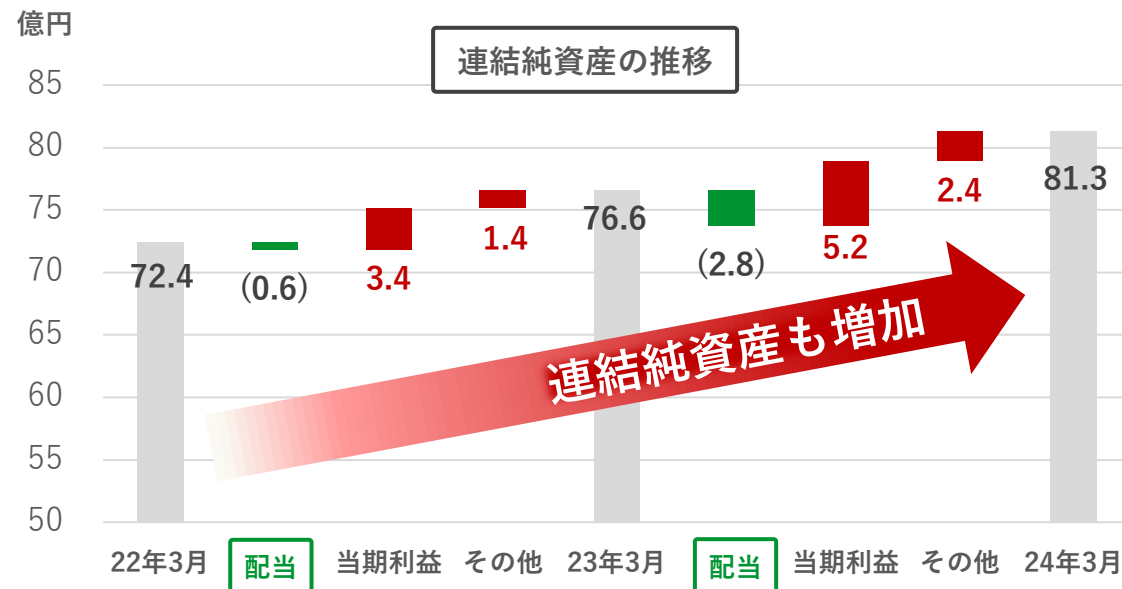
2. NCHD経営陣による 反対意見に対して



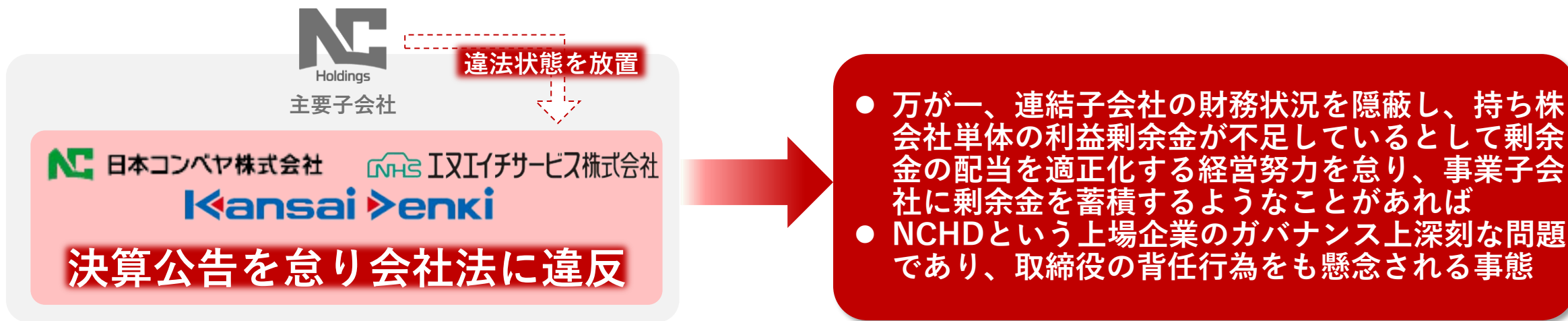
	議案要旨	2024年5月15日公表NCHD経営陣による意見（抜粋）
議案 1	剰余金処分の件 （配当性向200%にあたる1株あたり配当金161円とすることを提案）	不適法のため上程しない
議案 2	定款の一部変更の件（剰余金の配当方針について） （2024年度から2025年度まで配当性向200%を下限とする配当額を維持することを提案）	反対 「当社の持続的な成長を妨げるばかりか、当社事業の継続的かつ安定的な運営すら危うくする」、 「中長期的な企業価値および株主共同の利益を著しく毀損する」
議案 3	定款の一部変更の件（取締役による株主との面談対応について） （取締役に対する株主と個別に面談対応することを要請）	反対 「提案株主を含む一部の大株主のみを合理的な範囲を超えて優遇する義務を課すものであって、他の一般株主の皆様の利益について何ら考慮されておらず、極めて不合理な内容」
議案 4	定款の一部変更の件（中期経営計画の開示について） （中期的経営目標を開示することを要請）	反対 「中期経営計画を公表することについては、（中略）必要に応じて取締役会において慎重に検討したうえでその都度決定すべき事項である」、 「中期経営計画の策定および公表を強制する旨を会社の根本規則である定款に記載することは、必ずしも株主共同の利益に資するものではない」

- NCHD取締役会は、同社の分配可能額が、GESが提案した配当金額に足りないために、株主総会に議案として上程しないと主張しています。
- しかしながら、これは明らかな詭弁です。NCHDは、子会社において事業を営み、親会社であるNCHDはそうした子会社の株式保有を通じて経営管理を行う持株会社です。従って、NCHD自体が外部からの収益を生み出すものではなく、日本コンベヤ株式会社などの子会社が価値を生み出す源泉であり、そもそもNCHDが上場会社として株主に対して配当や自己株式などの株主還元を行う原資や分配可能額は基本的に子会社からもたらされるという構造にあります。
- こうした構造を前提としており、NCHD経営陣もそれを自認しているからこそ、NCHDは連結ベースでの配当性向を用いて自らの配当政策を株主に対して説明しています。
- そして、2024年5月15日公表の2024年3月期決算短信によれば連結貸借対照表の利益剰余金は40億円以上と十分すぎるほどの金額が積みあがっていることから、同社の子会社から配当させ、臨時決算を行えば、GESが提案している剰余金を適法に配当することも可能でした。
- つまり、NCHDは、取締役会のみ裁量により、GESの提案している配当金額が払えるだけの分配可能額を適法に確保することができたにも関わらず、その事実を伏せて、不適法だとの理由により、議案の上程を拒否しており、このような対応は著しく不合理かつ株主の利益を無視したあるまじき対応であると判断せざるを得ません。

- GESによる2023年度1株当たり161円（配当総額7億円）について、NHCDの分配可能額である約3.47億円を上回るため「会社法に違反する不適法な株主提案」として株主総会へ上程しないことを表明しています。
- しかしながら、同社グループでは2024年3月期40.6億円の利益剰余金を有しています。NCHD単体の収益及び利益剰余金額は事業会社各社に利益剰余金が存在する限りは、子会社から配当させるなどにより同社の取締役会の決定によっていつでも増額可能です。
- NCHD単体の利益剰余金は連結利益剰余金の積み上がりに対して著しく低く、上場企業としてNCHD株主への株主還元に必要な最善な努力を行っているとは思えません。



- 株式会社は各事業年度に係る定時株主総会の終結後遅滞なく計算書類の公告（決算公告）を行う必要があるところ、NCHDの連結子会社である株式会社3社（日本コンベヤ、エヌエイチサービス及び関西電機工業）の決算公告は、GESの確認する限り2021年3月期分までしか行われておらず、少なくとも2022年3月期及び2023年3月期分の決算公告を怠り会社法に違反しています。
- NCHDは持株会社として各子会社の決算公告を適時に行わせるべきにもかかわらず、違法状態を放置し、株主に対する適切な情報開示を怠り、各子会社の分配可能額の基礎となる剰余金の額を開示していません。



GESは、このような配当議案上程拒否に関する深刻なNCHDの構造的ガバナンス上の問題について定時株主総会后速やかに臨時株主総会の招集を要請することを含め検討していきます。

株主提案議案2 定款一部変更の件 (剰余金の配当方針について)

- NCHD取締役会は、「当社を取り巻く経営環境および経営方針等を一切考慮することなく、2024年度および2025年度の2年間にわたって、連結配当性向を200%という異常な水準にすることを当社に強いるものであり、当社事業の継続的かつ安定的な運営を困難にするもので、持続的な事業運営を妨げてでも、また、分配可能額を超える会社法違反の配当をしてでも、短期的な利益を追求しようとするものであり、極めて不適切と言わざるを得ません」との主張をしています。
- しかしながら、NCHDの主張は明らかに株主を誤導する誤った主張です。
- GESの提案する剰余金の配当を実施し、その上で、今後NCHDの売上・利益を横ばいと仮定する等の保守的な仮定に基づいて分析しても、2025年度末においても引き続き約3.6億円のネットキャッシュと36.5%の純資産比率を維持することになり、強固な財務健全性を引き続き維持することになることは明らかです。

会社方針を採用した場合の財務予想

	2023年度	2024年度	2025年度
1株当り配当額 (円)	65	65	65
配当性向	54.6%	102.6%	102.6%
ネットキャッシュ (百万円)	1,063	1,055	1,048
対時価総額	16.9%	16.8%	16.7%
ネットD/E	(0.13)	(0.12)	(0.12)
ネットキャッシュ/EBITDA	0.94	1.68	1.67
純資産比率	44.3%	41.7%	43.4%

本提案を採用した場合の財務予想

	2023年度	2024年度	2025年度
1株当り配当額 (円)	161	254	254
配当性向	135.2%	200.6%	200.6%
ネットキャッシュ (百万円)	1,063	913	360
対時価総額	16.9%	14.5%	5.7%
ネットD/E	(0.13)	(0.11)	(0.05)
ネットキャッシュ/EBITDA	0.94	0.89	0.35
純資産比率	44.3%	39.2%	36.5%

本提案の配当方針を採用した場合の財務予想

- GESの提案する配当額を支払った上で、ダウンサイドシナリオ（今後2年間連続でNCHDの営業利益及び当期純利益が2024年度会社予想の半額に減少すると仮定）を想定して分析。
- 結果、2025年度末においてネットキャッシュ3.6億円と純資産比率36.5%となり、そのような極端なシナリオにおいても引き続き十分な財務健全性を維持。

会社方針を採用した場合の財務予想

	2023年度	2024年度	2025年度
1株当り配当額（円）	65	65	65
配当性向	54.6%	102.6%	102.6%
ネットキャッシュ（百万円）	1,063	1,055	1,048
対時価総額	16.9%	16.8%	16.7%
ネットD/E	(0.13)	(0.12)	(0.12)
ネットキャッシュ/EBITDA	0.94	1.68	1.67
純資産比率	44.3%	41.7%	43.4%

ダウンサイドシナリオを想定した場合の財務予想

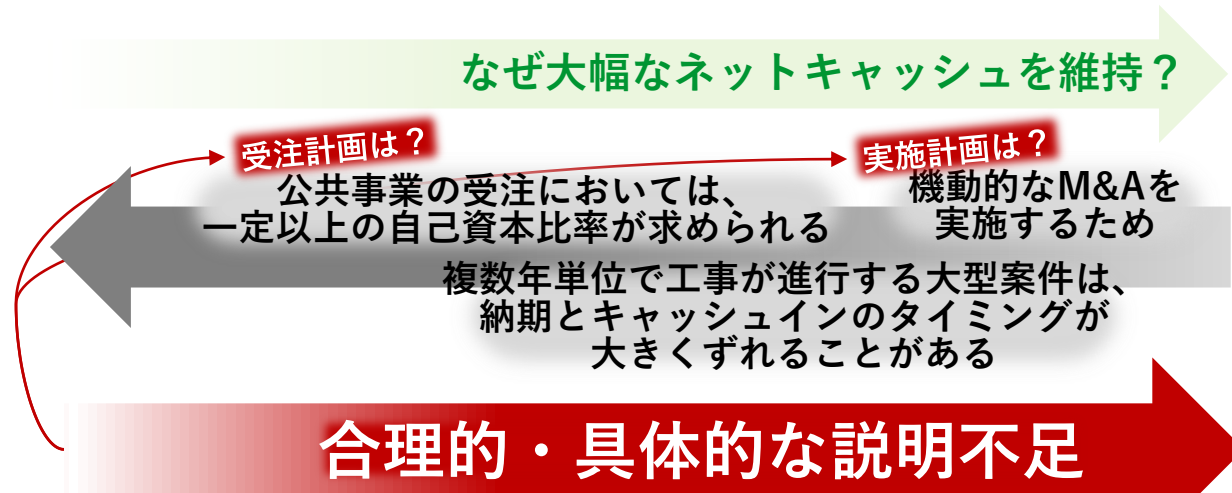
（今後2年連続で営業利益及び当期純利益が2024年度会社予想比で半額すると仮定）

	2023年度	2024年度	2025年度
1株当り配当額（円）	161	127	127
配当性向	135.2%	200.6%	200.6%
ネットキャッシュ（百万円）	1,063	638	362
対時価総額	16.9%	10.1%	5.8%
ネットD/E	(0.13)	(0.08)	(0.05)
ネットキャッシュ/EBITDA	0.94	1.02	0.58
純資産比率	44.3%	37.9%	36.5%

このように客観的な分析に基づけば、大幅なネットキャッシュ状態にあるNCHDがGESの提案に基づく剰余金の配当を実施しても、NCHDが主張するような「持続的な事業運営を困難にし、企業価値及び株主共同の利益が毀損する」ことにはなりません。

注：売上高、当期純利益は2024年度は会社予想値、2025年度は一定と仮定。EBITDAは減価償却費が2023年度と同額と仮定して算出。2024年度以降の各期のネットキャッシュ及び純資産は、毎期減価償却費と同額の設備投資を行うと仮定した上で、一期前純資産に当期純利益から配当額を差し引いた金額を加算して計算。純資産比率は総資産額が売上高に比例するものとして算出。時価総額は2024年5月24日時点。会社方針を採用した場合の財務予想は、2023年度の配当金合計65円が今後も続くとして仮定。本提案を採用した場合の財務予想及びダウンサイドシナリオは当初の株主提案議案1の2023年度期末配当金161円（株主提案提出時の2023年度会社予想純利益の200%であった）と今後2期において配当性向200%の配当金を仮定。

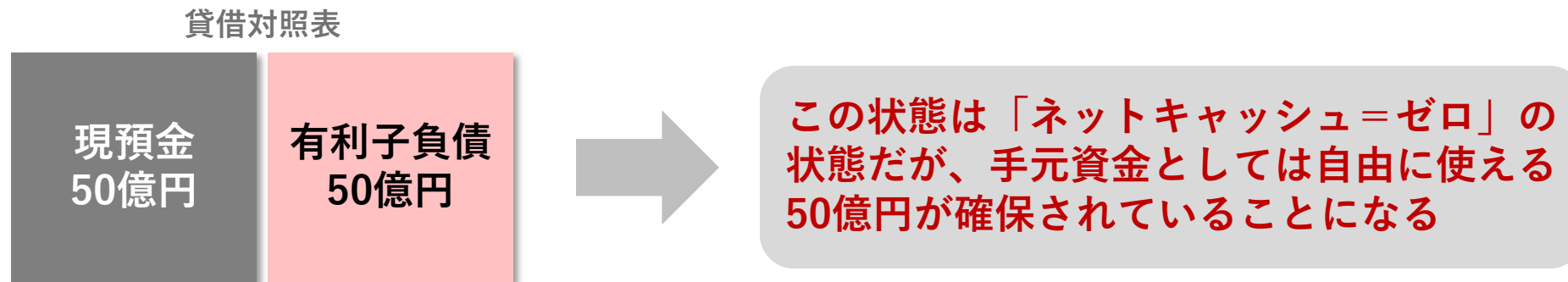
- NCHD取締役会は、大型案件の受注のために手元現預金を保有しておく必要があるとの主張していますが、根拠の曖昧な説明に終始しており、到底株主が納得できる具体的な説明と言えるものではありません。
- 大幅なネットキャッシュをなぜ維持し、また、さらに増やし続けるかについての合理的かつ具体的な説明を、経営陣はGESに対してのみならず対外的にこれまで一切に行っていません。経営陣自らも今後の事業リスクや資金ニーズについて良くは分からないものの、感覚的にとにかくネットキャッシュは多ければ多い方が安心という程度の認識としか判断できません。



経営陣自らも今後の事業リスクや資金ニーズについて良くは分からず
感覚的にとにかくネットキャッシュは多ければ多い方が安心と認識？

NCHD取締役会は上場会社の経営に必要な財務リテラシーを有しているのか深刻に懸念される

- NCHDは、大型受注に備えるためには手元資金を厚く確保しておかなければいけないとも主張していますが、これは当然ながら、多額のネットキャッシュを維持しなければいけないことの理由にはなりません。
- 例えば50億円の借入れを行うと、貸借対照表の右側に有利子負債として計上され、左側の資産の方には50億円のキャッシュが乗り、この状態ではネットキャッシュ（「有利子負債－現預金」）としてはゼロとなりますが、手元資金としては50億円確保できていることになります。手元資金を維持したいといっても、それは多額のネットキャッシュ状態を維持しなければいけないということにはなりません。



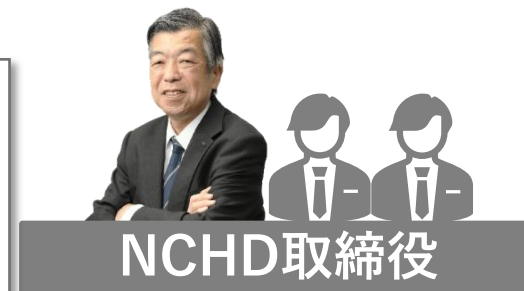
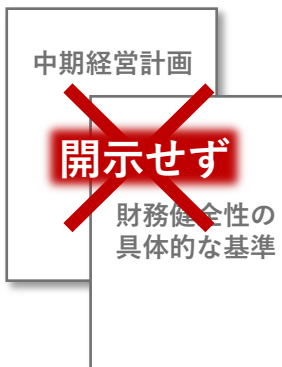
NCHD経営陣はこれまで必要な財務余力に関して抽象的かつ的外れな説明しか行ってきていない…

経営陣並びに経営陣を監視する社外取が上場会社を経営するために必要な
必要なコーポレートファイナンスに関するリテラシーを十分に有しているのかについても
深刻な疑念を感じざるを得ません

事業運営のために必要な財務余力とは何なのか まず経営陣は具体的に株主に説明すべき

- NCHD取締役会は、「（GESが提案する配当額は）当社の持続的な事業運営のための将来における投資およびその前提となる資金確保の必要性を一切考慮しない、短期的な利益を追求する提案というほかなく、中長期的な企業価値および株主共同の利益を著しく毀損するものであり適切でないと考えます」などと主張しています。
- しかしながら、これはやみくもに内部留保を貯め続けるNCHDの方針がむしろ中長期的な企業価値及び株主共同の利益を著しく毀損していることを全く自覚していない証左であると断じざるを得ません。
- 将来における投資やその前提となる必要な資金が、GESの提案している配当額を支払うと足りなくない、持続的な事業運営が困難になるというのであれば、なぜそう言えるのか経営陣は対外的に具体的な事業計画・財務計画・投資計画・株主還元策を含む中期経営計画と、経営陣が考える財務健全性の具体的な基準を開示した上で説明すべきです。
- 漠然と事業運営が困難になるなどと主張することは、意図的に株主の不安を煽るだけであり、上場会社経営陣に求められる説明責任を果たしている状態からはかけ離れていると言わざるを得ません。

中長期的な企業価値及び
株主共同の利益を著しく
毀損



- NCHDが大株主との個別面談対応に応じなかった理由として言及した「株主平等原則」は、合理的な範囲で株式数に応じて取り扱いの差異を設けることを許容しており対話を拒否する理由として不明な上、株主に開示していない重要事実を経営陣が伝達することは厳に慎むべきであるところ「フェア・ディスクロージャーやインサイダー情報管理の問題」がどのように個別面談を避けるべき要因であるかも不明です。



GLOBAL ESG
STRATEGY

全取締役との個別面談を重ねて申し入れ

取締役 11名中5名 の個別面談のみ

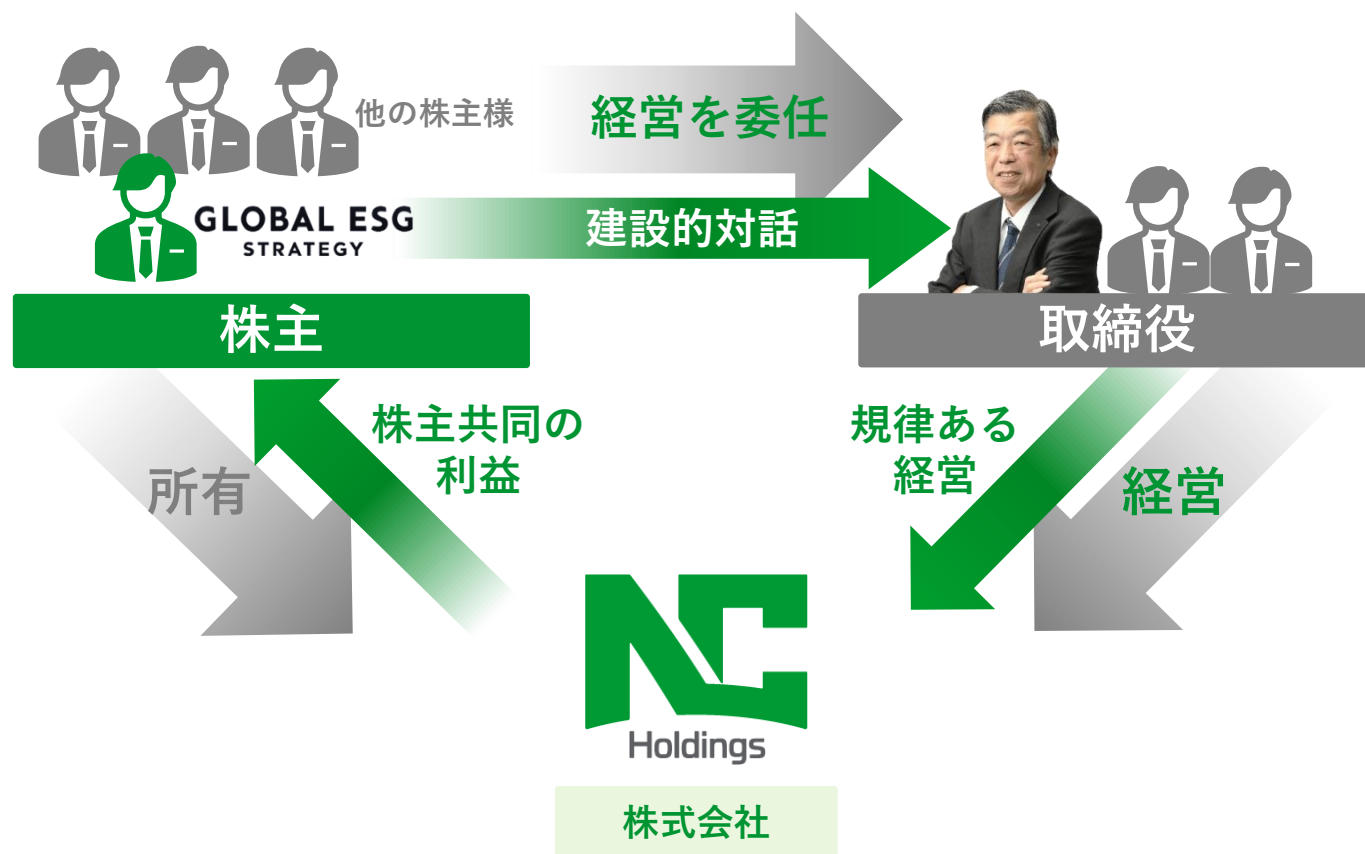


NC Holdings NCホールディングス株式会社

株主平等原則とフェア・ディスクロージャーやインサイダー情報管理の問題
を理由とするが対話を拒否する本当の理由は不明

NCHDの各取締役は、積極的に株主との対話に応じ、
NCHDの全株主が企業価値向上による便益を享受するために尽力すべき

- 株主が分散した上場会社では、“放漫経営”が放置される問題が生じる可能性があり、大株主が多数の小口株主を代表して個別面談を行うことは、株主共同の利益に資することが見込まれます。



- 株主は会社を所有するものの株主総会で取締役を選任し、経営を委任していますが、経営陣は必ずしも効率的な経営を行わない可能性があり、株主による経営の規律付け活動が重要となります。
- 株主が分散した上場会社では、分散した小口株主は自ら時間とコストをかけて経営の規律付けを行う誘因を持ちえず、放漫経営がなされたとしても放置される問題が生じます。
- 株主に経営を委任された経営陣（エージェント）が効率的な経営を行わないことを経済学では「エージェンシー問題」と呼び、株主が分散した状態では放漫経営が放置される課題が生じます。
- 大株主が多くの小口株主を代表し、コストと時間をかけて個別面談を通じた建設的な対話により経営の規律付けを行うことで、企業価値向上が促進され、その便益は全ての株主が享受できることとなるため、個別面談を大株主が率先して行うことは株主共同の利益に資するものとなります。

- GESとの取締役との個別面談について「ほぼ同じ質問をするばかりで意味がない」とNCHDは批判していますが、NCHDの経営課題や改善余地についてどのように考えているのか、各取締役に同じ質問をして、取締役各自がどのように考えているのかを聞くことは大いに意味があることです。取締役各自の責務と株主との対話の意義を自覚していないと言わざるを得ません。
- もちろんIR担当者などから定期的な業績のアップデート説明を受けたり、社長から社長が考えている経営課題や経営方針について説明を受けることは重要な意味がありますが、一方で、個々の取締役らも適切に経営環境を理解した上で、各自で独自の意見をもっているのかどうか、取締役会において能動的な貢献ができていのかどうかを確認することは大いに意味があることであると考えています。
- 「必要性について十分な説明をしていない」ともNCHDは主張していますが、GESは丁寧に説明しています。



同じ質問をするばかりで意味がなく
必要性について十分な説明をしないと批判

各取締役に同じ質問をして
取締役各自の考えを聞くことは大いに意味がある

「取締役の皆様とお一人ずつ面談させて頂きたい趣旨は、取締役として各々が会社を取り巻く環境・課題・機会、経営方針、経営体制、ステークホルダーとの関わり方等についてどのような考えを持っているのか、またどのように関わっているのかを直接伺いすることと、定時株主総会において取締役候補として再任議案が出される可能性を踏まえて取締役としての適任性を判断させて頂くためであり、それゆえ取締役の皆様との面談については、他の方が同席しては自由に発言しにくいことも想定されることから、弊社と取締役お一人ずつとの面談のアレンジをお願いします。」と明確に伝えています。



NCHD取締役

- これまでNCHDの梶原浩規社長より、GESを含む複数の株主から過去何度も中期経営計画の公表要請を受けていながら拒否し続けていると説明を受けています。このように、株主から中期経営計画の公表要請を何度も受けながら意図的に経営計画の開示を拒絶していることを臆面もなく主張している様には、驚きを禁じ得ません。
- 経営計画について概括的な課題や見通しを開示しているだけで、自社の株主に対する十分な説明責任を果たしていない現在の状況は、経営計画の開示について規定するコーポレートガバナンス・コード原則3-1にcomplyもしてなければexplainもしていないため、東証の上場規程にも違反する状態にあります。
- さらに、具体的な経営計画の公表を合理的な説明なく意図的に拒絶する梶原社長の姿勢は、株主から委任を受けた経営者として企業価値及び株主共同の利益の向上を真摯に追求する姿勢からもかけ離れていると言わざるを得ません。
- NCHD経営陣らが経営計画の公表を拒絶し続ける状況は、異常な事態であり、十分な経営能力がないことの証左であるか、NCHD監査等委員である取締役らが監督機能を果たさず深刻なガバナンス不全の状態にあるか、又はその両方であると考えざるを得ません。

2-13: 経営計画の開示を求められると経営に著しい支障が出る とは全く理解に苦しみます

- 経営計画の提示無しに経営を委任する取締役を株主総会で株主が選任しなければいけない状況はコーポレートガバナンスに重大な欠陥があると言わざるを得ません。
- 本来であれば上場会社として自発的にNCHD取締役会が経営計画の公表を行うことが当然であるところ、自発的な公表を意図的に拒絶しつづけていることでそれが期待できないため、この度の株主提案によって経営計画の策定・開示を定款にて明記し、経営陣に具体的な中期経営計画を策定し経営することを求めることは株主共同の利益に資することとなります。
- 経営計画の開示を求められることが、NCHDの経営に著しい支障が生じ、企業価値及び株主共同の利益が毀損されるというNCHD経営陣の主張は、常軌を逸していると考えざるを得ない暴論です。

議案要旨

議案 1

剰余金処分の件

(配当性向200%にあたる1株あたり配当金161円とすることを提案)

議案 2

定款の一部変更の件（剰余金の配当方針について）

(2024年度から2025年度まで配当性向200%を下限とする配当額を維持することを提案)

議案 3

定款の一部変更の件

(取締役による株主との面談対応について)
(取締役に対する株主と個別に面談対応することを要請)

議案 4

定款の一部変更の件

(中期経営計画の開示について)
(中期的経営目標を開示することを要請)

NCHD経営陣による意見に対するGES見解（抜粋）

- 非開示であったNCHD単体の利益剰余金を上回ることをもって「不適法のため上程しない」とする結論は本提案に対する真摯な検討結果とは考えられません。
- 法令上許される限り合計7億円の利益剰余金を準備した上で株主総会にて全株主の賛否に諮られることを求めます。

- 2026年度までの配当性向200%がなぜ同社の継続的かつ安定的な運営を危うくするのか具体的な数値説明がありません。
- 単に反対意見を表明されるのではなく、同社の事業の受注、将来にける投資に必要な資金確保の必要額等株主の議決権行使判断に資する説明を求めます。

- GESはこれまでのNCHD経営陣との対話を踏まえ、同社の企業価値及び株主価値向上に資すると考える株主提案を行いました。
- なぜNCHD経営陣がこれまでの面談結果が企業価値向上に資することがあり得ないと考えられたか全株主へのご説明を求めます。

- あえて中期経営計画を開示しないNCHDの姿勢は株主から経営を委託され、さらに今後も委託を受けようとする経営陣の姿勢として著しく不適切であると考えます。
- GESは中期経営計画の開示は全ての株主共同の利益に資するものと考え本株主総会において全株主の賛否を明らかにすべきと考えます。

Global ESG Strategyについて

GESは、ESG（Environment（環境）、Social（社会）及びGovernance（ガバナンス））の視点から中長期的な投資を行う投資ファンドであり、投資先との建設的な対話等を通じ、投資先の企業価値・株主価値の向上を実現することを後押ししていくことを方針としています。

Swiss-Asia Financial Services Pte Ltd.について

SAFSは、2004年設立、シンガポールを拠点とし、シンガポール証券先物法に基づく資本市場サービスライセンス（Capital Markets Services License）を保有する投資運用会社です。

本件に関するお問い合わせ先: globalesg@swissasia-group.com

免責事項

本資料は、SAFSの運営ファンドであるGESによるNCHDに対する株主提案に係る情報提供を目的としており、それ以外の用途に用いられてはなりません。

本資料に記載された情報は、SAFSによる独自の調査及び分析並びに一般に入手可能な公開情報に基づいています。SAFS、GES又はSAFSのその他の関係者（以下「SAFSら」といいます。）は、その正確性、完全性、適切性、網羅性等について何ら保証するものではありません。

本資料は、SAFSらの独自の見解、予想、意見を示すものであり、これらは今後変わることがあり得ます。いかなる目的においても本資料に依拠してはならず、また、本資料を投資、金融、法律、税務その他の助言であると理解してはなりません。

本資料に含まれる情報又は意見には将来に関する記述が含まれています。これらの将来に関する記述や予測、予想は、説明のみのために記載されているものであり、もとより不確実、かつ、重大な不測の事態により実際の結果がこれら将来に関する記述と大きく異なることがあります。SAFSらは、かかる将来に関する記述や予測、意見、本資料に含まれる記載に関連して発生する直接的又は間接的なものを含む何らの損害について、一切の責任を負いません。

本資料に含まれるいかなる情報ないし内容も、いかなる意味においても、募集、推奨、サービスや商品の販促、広告、勧誘若しくは表明と解釈してはならず、また、いかなる投資商品の売買若しくは証券へのいかなる投資に関する助言若しくは推奨であるとも解釈してはなりません。

本資料は、株主総会における議案に関し、SAFSらが、NCHDの株主を代理して議決権を行使する権限をSAFSら又はその他の第三者に対して付与することを要請するものではなく、そのように解釈されてはなりません。また、NCHDの株主に対して、SAFSら又はその他の第三者を自らの代理人と定め自らに代わってその議決権を行使する権利を付与することを提案し、奨励し、勧誘し又はこれを目指すものではなく、そのように理解されてはなりません。