

# 東京コスモス電機に対する 株主提案について (説明資料)

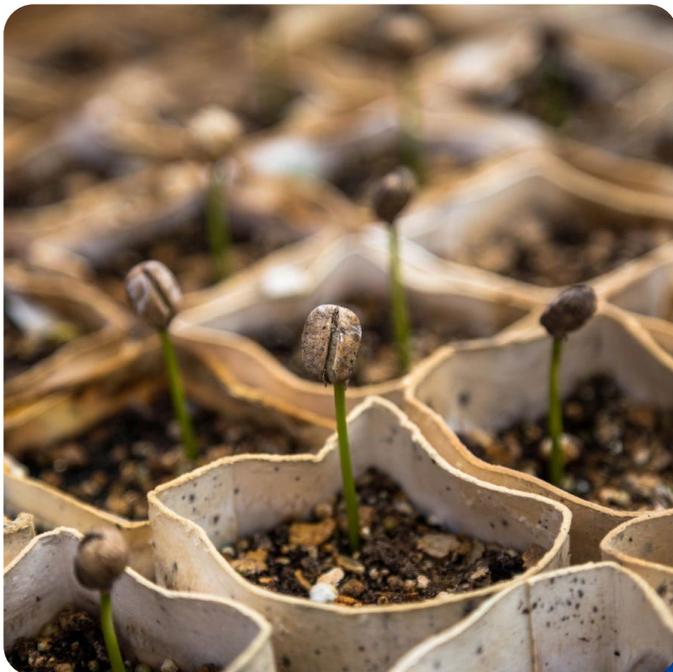
2024年5月22日  
Global ESG Strategy

- Swiss-Asia Financial Services Pte Ltd（以下「SAFS」）の運営ファンドであるGlobal ESG Strategy（以下「GES」）は2023年より東京コスモス電機株式会社（以下「TOCOS」）（証券コード：6772）に対する投資を開始し、同社へのエンゲージメントを継続してまいりました。現在、SAFSの運営ファンドにてTOCOSの株式を議決権にして約16%保有しています。GESはTOCOS経営陣との対話を重ね、株価と資本コスト・資本収益性を意識した経営への変革を促してきました。
- TOCOSが2024年4月に新中期経営計画を公表し、株主資本配当率（DOE）を3.5%を目指すなど株主還元策を拡充する方針等を打ち出したことは一定の評価に値すると考えています。しかし、依然として過度に資金を留保しており、十分に効率的な経営方針となっているとは言えない状況です。
- また、TOCOSは、我々からの各取締役への個別面談の申し入れに対して一部の取締役しか応じないなど、株主との対話に前向きではありません。効率的な経営が行われていないことの背景には、社外取締役がTOCOS経営陣を適切に監督できていないことの現れとも考えられます。
- かかるTOCOSの抱える経営課題を解決するため、GESは2024年6月開催予定の定時株主総会に、資本効率の改善、及び株主との対話の促進を目的とした以下の3つの株主提案（以下「本提案」）を提出いたしました。

目的	本提案	議案
資本効率の改善と株主改善策の拡充	議案1	剰余金処分の件
	議案2	定款の一部変更の件（剰余金の配当方針について）
株主との対話促進	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）

- GESは、本提案を通じてTOCOSのコーポレートガバナンスの改善と真に資本効率を追求する経営の実現、そして株主共同の利益の最大化を促進します。

## ■ Global ESG Strategyについて



## ESGの観点から中長期的な投資

Global ESG Strategy (GES) は、スイスアジア・フィナンシャル・サービシーズの運営ファンドです。

GESは、投資先の企業に対して、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方針を採用している機関投資家であり、投資先との建設的な対話等を通じて、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。

**SAFSの運営するファンドは、  
現在TOCOSの議決権比率約16%を保有しています。**

Global ESG Strategyについてはこちら：

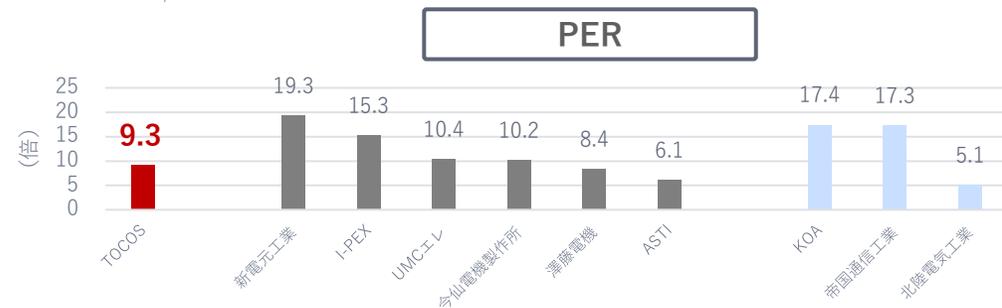
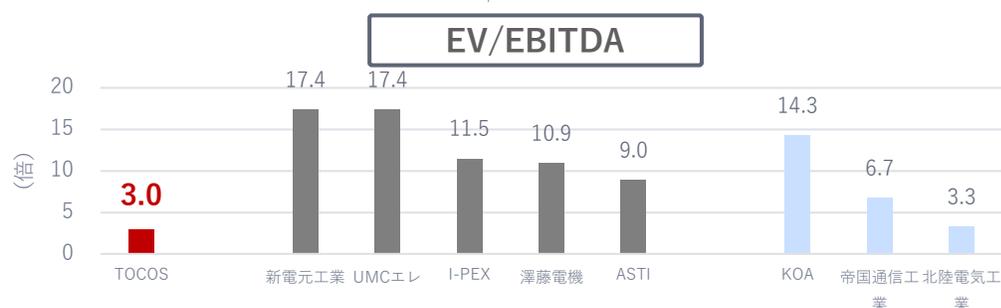
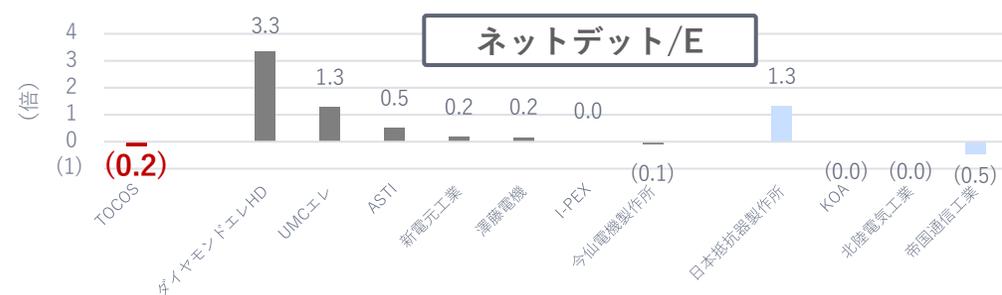
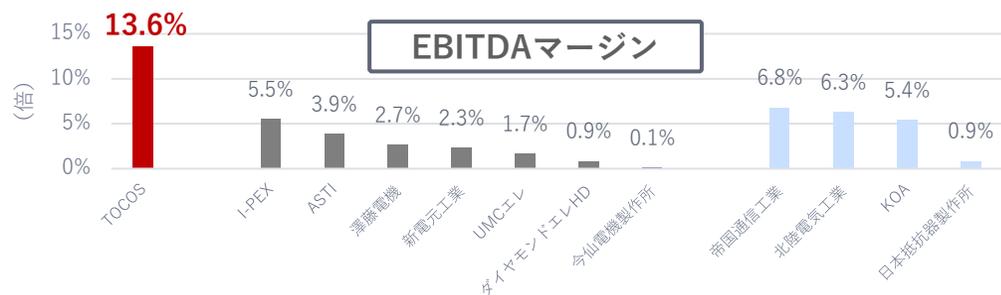
[https://prtmes.jp/main/html/searchrlp/company\\_id/135781](https://prtmes.jp/main/html/searchrlp/company_id/135781)



## 東京コスモス電機 (TOCOS) 東証スタンダード 6772

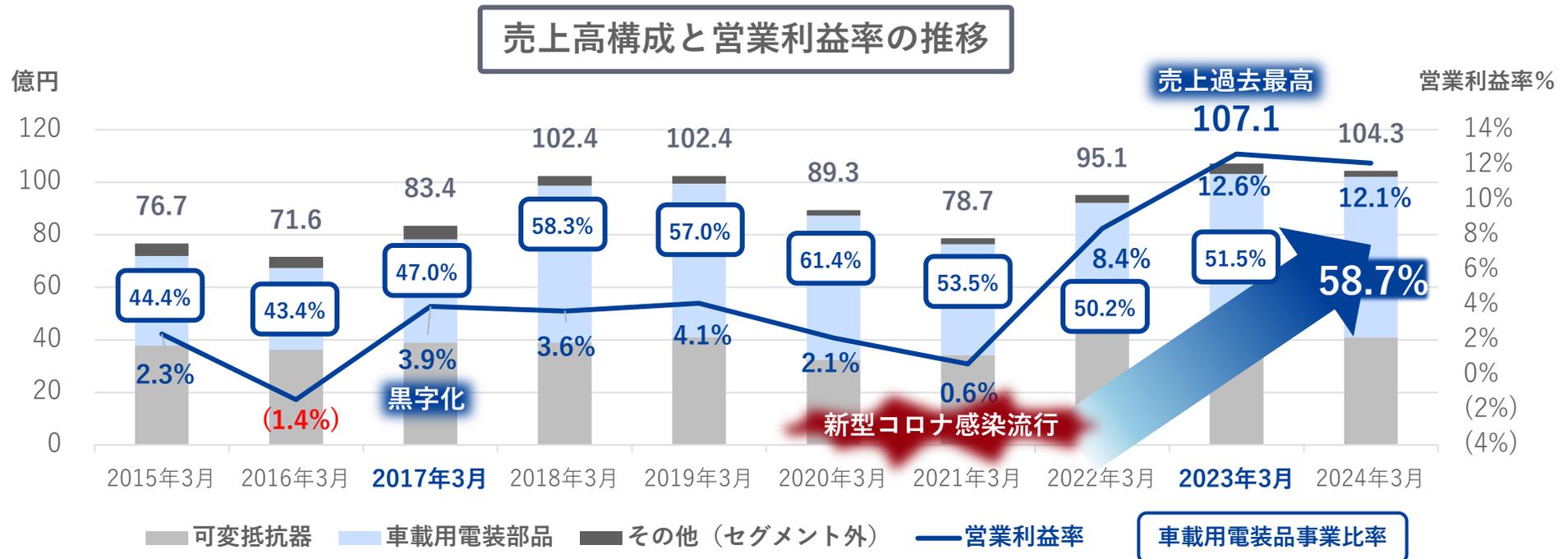
- 事業展開：産業機器用可変抵抗器の有力メーカー。自動車用電装センサー、抵抗体応用の面状発熱体も展開
- 売上高：104.3億円、営業利益：12.6億円、当期純利益：9.6億円、純資産：70.0億円（2024年3月期）
- 時価総額：51.9億円（2024年5月20日現在）

- TOCOSは、可変抵抗器及び自動車用電装センサーメーカーとして非常に高いEBITDAマージンを誇るものの、資本効率の悪い経営が行われ、結果として、株価は極めて割安に評価されています。
- EV/EBITDA倍率で同業他社で最低水準の3.0倍、PERは9.3倍と低い評価が見込まれます。
- バランスシートにはネットキャッシュを保有するに至っています。

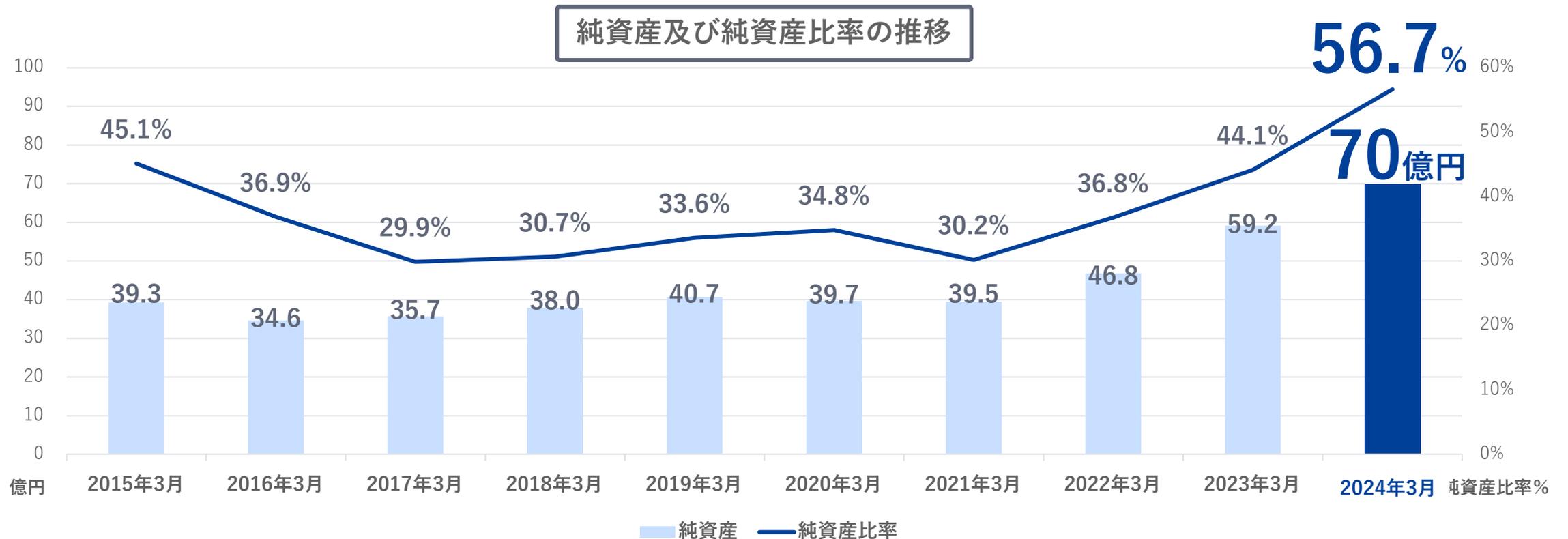


# 直近2年度は10%を超える営業利益率を達成する好業績

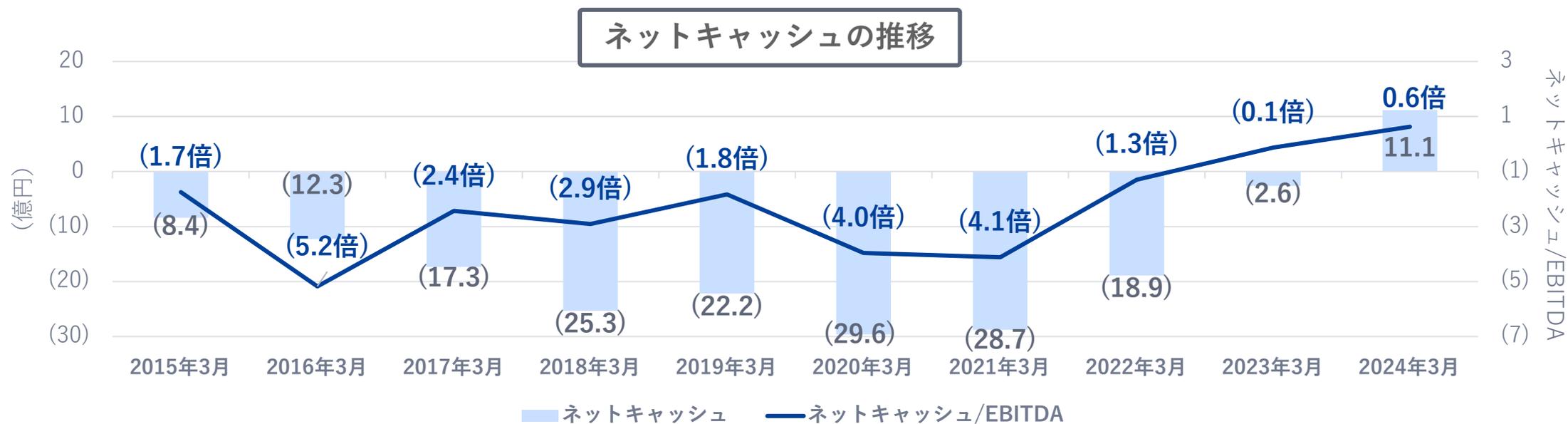
- TOCOSは、創業以来の可変抵抗器の製造販売に加えて、車載用電装品の事業を展開。売上高で車載用電装品が50%を超えた2017年度以降は、さらに業績を拡大し、新型コロナウイルス感染流行の影響が減退した2022年度には過去最高売上高を達成しています。
- 2023年度には、車載用電装品事業の売上高構成比は58.7%に達しています。連結営業利益率も車載用電装品事業の貢献もあり、2017年度に黒字化して以降、営業黒字を確保し、2021年度以降は大幅に伸長して、直近2年度は10%を超える営業利益率を達成しています。



- TOCOSの売上高及び利益の伸長とともに純資産も積み上がっています。
- 純資産は、2019年3月期末に40億円に達して以降増加ペースを上げ、2024年3月期末には70億円を超え、総資産に占める比率は56.7%に達しています。



- バランスシート上の現預金と有利子負債の推移は、業績が拡大した2021年3月期以降、純有利子負債は減少を続け、2024年3月期にはネットキャッシュポジションとなっています。
- 一方で、設備投資額は特に増加しておらず、適切な成長投資・株主還元の両面で資金活用の方針が定まっておらず、いらずらに現預金と純資産が急速に蓄積されている状況が続いています。
- 本提案（配当方針）による財務インパクトを我々が検証したところ、2026年度末でネットD/Eレシオ0.3倍、ネットデット／EBITDA 1.0倍、純資産比率47%となりました。
- 本提案を採用しても、財務健全性を損なわず、引き続き十分な財務余力を有することは明らかです。



- GESは、TOCOSの資本効率の実現のため、全ステークホルダーにとって最適な資本活用を通じた企業価値向上及び株式価値向上の実現を目指し、議案1及び議案2の株主提案を行いました。
- 蓄積された内部留保は、新たな事業投資に積極的に活用するべきですが、現時点で十分に具体的な投資計画が示されていないため、大胆な株主還元として配当性向100%配当を提案します。
- 本提案どおりの配当金<sup>(注)</sup>及び配当利回り3.0%と想定した場合、当社株価は約19,000円（現在株価の約5倍）まで上昇することが見込まれます。

## 議案の要領

剰余金の処分を以下のとおりとする。

本議案は、本株主総会において当社取締役会又は我々以外の当社株主が剰余金の処分の件を提案する場合には、それら提案とは独立して追加で提案するものとする。

(ア) 配当財産の種類：金銭

(イ) 一株当たり配当額：金571円から、本株主総会において当社取締役会又は我々以外の当社株主が提出し、かつ可決の決議がされた剰余金の処分に関する議案に係る普通株式1株当たりの剰余金配当額を控除した金額（本株主総会において当社取締役会又は我々以外の当社株主が剰余金の処分に関する議案を提出しない場合には金571円）

(ウ) 配当財産の割当てに関する事項およびその総額：当社普通株式1株につき上記イの1株当たり配当額（配当総額は、1株当たり配当額に2024年3月31日現在の当社発行済株式総数（自己株式を除く。）を乗じて算出した金額）

(エ) 剰余金の配当が効力を生じる日：本株主総会の日

## 提案の理由

当社は、本年4月に新中期経営計画を公表し、2026年度の株主資本配当率（DOE）を3.5%とし、段階的に増配を目指すとしており、株主還元策を拡充する方針であることは一定の評価に値します。しかし、当社の配当性向はここ数年低い水準で推移し、自己株式取得もあったものの約7億円のネットキャッシュを保有するに至っています。当社は我々に、2026年度末において若干のネットキャッシュになるとの見通しを示す等しており、十分に効率的な資金計画とは言えません。東証の要請する「バランスシートをベースとする資本コストや資本収益性を意識した経営」からも未だ乖離しており、現時点で十分な投資計画が示されていない以上、大胆な株主還元として配当性向100%の配当<sup>(注)</sup>を行うことを提案します。配当性向100%、配当利回り3.0%と想定した場合、当社株価は約19,000円（現在株価の約5倍）まで上昇することが見込まれます。

注：議案1の571円という配当金は、株主提案提出時の2024年3月期の純利益の会社見通しに対しては配当性向100%となる金額でしたが、その後決算発表があり、純利益が見通しよりも増額して着地したことで、配当性向約80%となる水準になっています。

- TOCOS新中計にて株主還元の改善が見られますが、依然過度に資金を留保する内容であり不十分です。
- 2023年度の期末配当の配当性向100%の配当の提案に加えて、蓄積された内部留保の株主還元のための一時的な手当てとして、2026年度までの期間、同水準の配当維持、並びに配当性向100%以上及びDOE10%以上を配当決定方針への追加を定款に明記することを提案します。

## 議案の要領

現行の定款「第7章 計算」の章に、第41条として、以下の条文を新設し、現行定款第41条以降の条数を各々1条ずつ繰り下げる。なお、本株主総会における他の議案（会社提案にかかる議案を含む。）の可決により、本議案として記載した条文に形式的な調整（条文番号のずれの修正を含むが、これらに限られない。）が必要となる場合は、本議案に係る条文を、必要な調整を行った後の条文に読み替えるものとする。

（剰余金の配当方針）

第41条 当社は、2024年度から2026年度までの期間において、剰余金の年間配当額の決定に際し、配当性向（配当総額＋当期純利益（連結財務諸表数値）により算出する。）100%又は株主資本配当率（DOE、Dividend-on-Equity。「配当総額＋純資産合計（連結財務諸表数値）」により算出する。）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年間配当額を決定する。

## 提案の理由

当社新中計にて株主還元の改善が見られるものの、依然過度に資金を留保する内容であり不十分です。2023年度の期末配当の配当性向100%の配当の提案に加えて、蓄積された内部留保の株主還元のための一時的な手当てとして、2026年度までの期間、同水準の配当を維持すること、並びに配当性向及びDOEを配当決定方針に加えることを提案します。

本提案の配当方針による財務インパクトを我々が当社新中計の売上・利益計画、設備投資計画等を踏まえた前提条件で合理的に検証したところ、2026年度末でネットD/Eレシオ0.3倍、ネットデット/EBITDA 1.0倍、純資産比率47%となりました。

当社によると、新中計では2026年度末において若干のネットキャッシュになる見通しとのことです。本提案の配当方針に基づくと、若干のネットデットとなるものの、当社の財務健全性を損なわず、引き続き十分な財務余力を有することは明らかです。

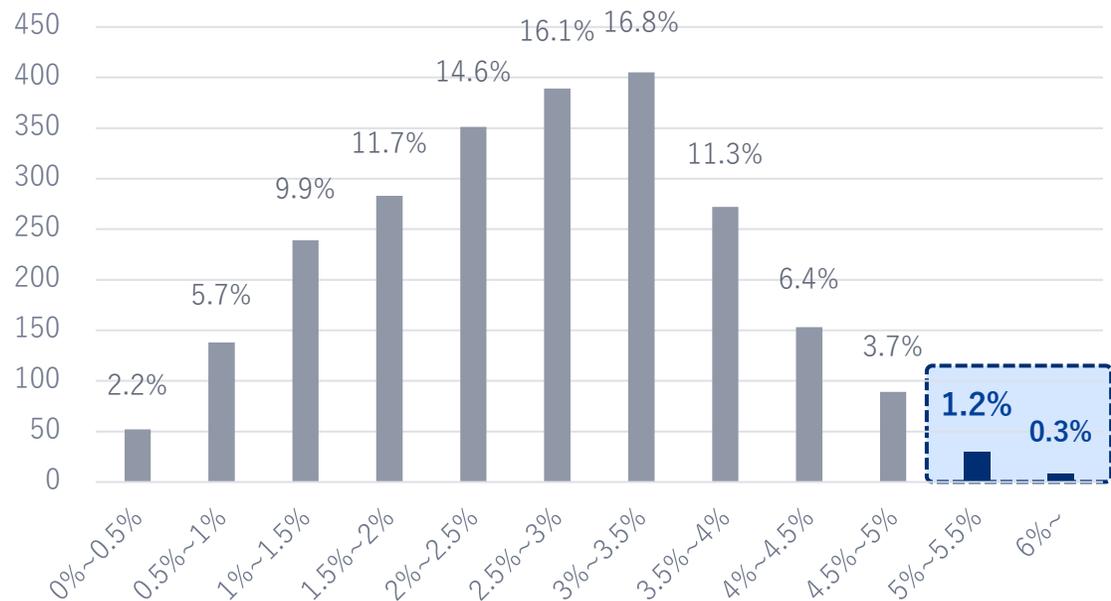
- 継続的な高配当を市場にコミットし、高配当銘柄として認知された場合には現在の株価バリュエーションは大幅に見直される余地があります。
- 仮に配当性向100%とし、株価が配当利回り3%程度まで上昇した場合には、TOCOS株価は23,752円まで上昇することが見込まれます。

一株当たり配当金(円)	会社提案の配当金		配当性向		本提案(議案1)の配当金	本提案(議案2)の配当金
	145円	178円	356円	534円	571円	713円
配当性向	20%	25%	50%	75%	80%	100%
7.50%	1,933	2,375	4,750	7,126	7,613	9,501
7.00%	2,071	2,545	5,090	7,634	8,157	10,179
6.50%	2,231	2,741	5,481	8,222	8,785	10,962
6.00%	2,417	2,969	5,938	8,907	9,517	11,876
5.50%	2,636	3,239	6,478	9,717	10,382	12,955
5.00%	2,900	3,563	7,126	10,688	11,420	14,251
4.50%	3,222	3,959	7,917	11,876	12,689	15,834
4.00%	3,625	4,453	8,907	13,360	14,275	17,814
3.50%	4,143	5,090	10,179	15,269	16,314	20,359
3.00%	4,833	5,938	11,876	17,814	19,033	23,752
2.50%	5,800	7,126	14,251	21,377	22,840	28,502
2.00%	7,250	8,907	17,814	26,721	28,550	35,628

配当利回り
概ね現行の株価水準
配当性向100%で想定される株価水準
571円配当で想定される株価水準

- 日本の上場企業の配当利回りは、2%~3%を中心に分布しており、一時的な状況を除けば概ね6%を上限として取引されています。
- 仮に企業が配当を引き上げた場合には、一時的に高い配当利回りを示したのちに少なくとも5~6%程度まで株価が上昇すると見込まれます。

上場企業の配当利回り別分布向



配当利回り5.5%以上の企業一覧

会社名	業界	配当利回り予想
SOMPOホールディングス	損害保険	9.7%
極東証券	証券会社	7.1%
エスケーエレクトロニクス	フォトマスク	6.0%
新家工業	単圧（鋼管）	6.0%
メイテックグループHD	人材派遣（製造業・IT等）	6.0%
東洋建設	海洋ゼネコン	5.9%
東海リース	仮設建物販売・リース	5.9%
ムゲンエステート	リノベーション	5.8%
マースグループHD	アミューズメント機器	5.8%
淀川製鋼所	単圧（鋼板）	5.7%
フェイスネットワーク	不動産投資	5.7%
有沢製作所	電子材料	5.6%
東京産業	産業用機械・機器卸	5.5%
グランディハウス	戸建住宅開発	5.5%

出典：各社開示資料（2024年5月16日時点）

- GESはTOCOSさらに開かれたコーポレートガバナンス体制の構築実現のため、当社の企業価値及び株主価値の向上と当社の全株主の共同の利益に資する建設的な対話を目指し議案3の株主提案を行いました。
- 3%以上の議決権を有する株主から個別面談の要請があった場合、20営業日以内に個別面談に応じること、個別面談要請があった場合取締役（監査等委員である者を除く）については四半期に1回以上、取締役（監査等委員）は年に1回以上応じることを定款に規定することを提案します。

### 議案の要領

現行の定款「第4章 取締役および取締役会」の章に、第33条として、以下の条文を新設し、現行定款第33条以降の条数を各々1条ずつ繰り下げる。なお、本株主総会における他の議案（会社提案にかかる議案を含む。）の可決により、本議案として記載した条文に形式的な調整（条文番号のずれの修正を含むが、これらに限られない。）が必要となる場合は、本議案に係る条文を、必要な調整を行った後の条文に読み替えるものとする。

（取締役による株主との面談対応）

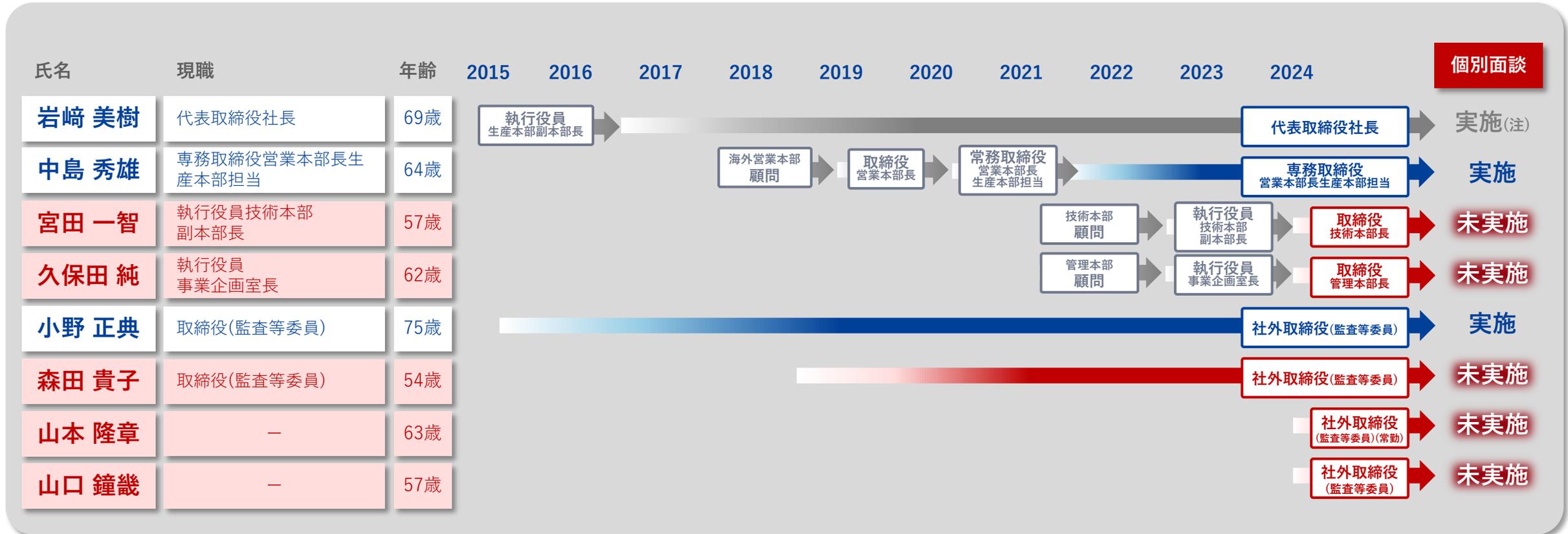
第33条 当社の取締役は、当社の3%以上の議決権を有する株主又は当該株主が保有する当社の株式につき投資一任契約その他の契約又は法律の規定に基づき、当社の株式に投資するのに必要な権限を有する者（以下「運用者」という。）から個別面談の要請があった場合、20営業日以内に個別面談に応じる。ただし、やむを得ない理由により当該期間内の個別面談ができない場合には、5営業日以内に面談を要請した株主又は運用者にその旨を通知の上、対応可能な個別面談の日時を別途設定する。個別面談要請があった場合の面談の回数については、株主又は運用者当たり、取締役（監査等委員である者を除く。）については四半期に1回以上、監査等委員である取締役については年に1回以上応じるものとする。

### 提案の理由

我々は、本株主総会に先立ち、当社に対し全取締役との個別面談を重ねて申し入れましたが、一部の取締役との個別面談が実施されたのみでした。コーポレートガバナンス・コードは、上場会社は企業価値向上のため株主総会の場以外において、株主との間で建設的な対話を行うべきとしています。また、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、企業価値向上の観点から対話を実施するにあたり、大株主との個別面談を妨げるものではありません。定款において、取締役による大株主との個別面談応答の義務を明記しこれを実施することは、株主との建設的対話が促進されることを通じて当社の企業価値向上に資するのみならず、当社の経営陣の透明性、開かれた態度を表すものとして画期的であり、当社が他の上場企業の先駆的存在であると内外に示すことは、市場による当社株価の評価にもつながります。

# 株主と各取締役の対話を通じた株主共同の利益実現に向けて

- GESは、2023年度株主総会に先立ち、TOCOSに対し全取締役（新任の取締役候補者含む）との個別面談を重ねて申し入れましたが、一部の取締役との個別面談が2件実施されたのみでした。



出典: 会社開示資料

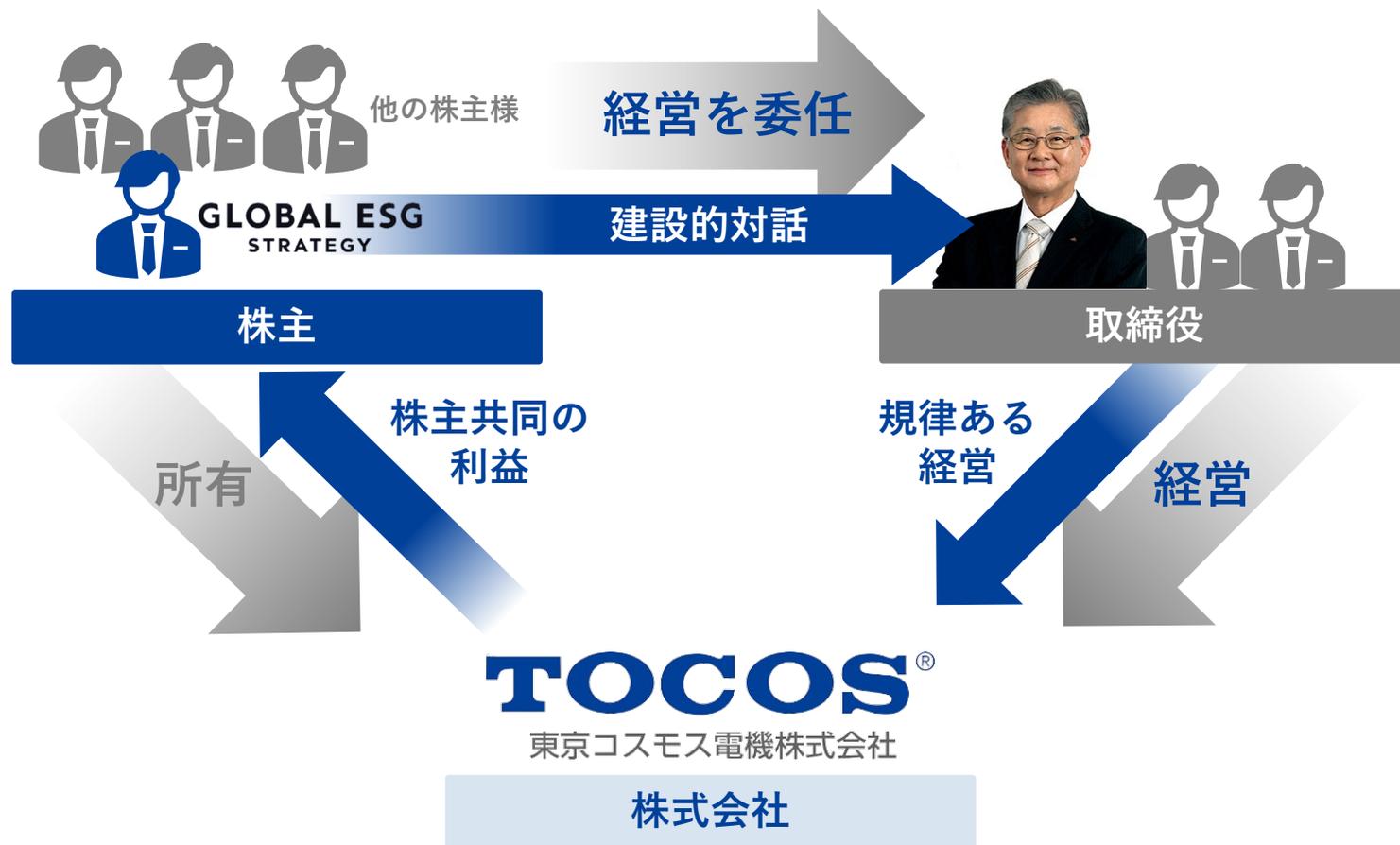
注: 個別面談ではなく、他の取締役等の同席の下の面談を実施した

- TOCOSは、「株主公平性の観点及び法令順守の観点より個別株主と全取締役との個別面談実施は適切ではない」と、GESの要望した個別面談は実現されませんでした。
- また、TOCOSが言及した「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、対話を拒否する本当の理由はよく分かっていません。



東京コスモスの各取締役は、積極的に株主との対話に応じ、  
東京コスモス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、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で行うことは株主共同の利益に資するものとなります。

## 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](mailto: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TOCOS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、TOCOS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、TOCOS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。