



フクダ電子の独立社外取締役及び株主の皆さまへ

2023年6月13日

株主提案に対する取締役会意見に関して

当書面はフクダ電子（以下「当社」）取締役会が2023年5月15日に開示した「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、独立社外取締役（杉山昌明氏、佐藤幸雄氏、福田紀之氏、古屋一樹氏）及び株主の皆さまに呼び掛けるものです。

当社取締役会は代表取締役2名と使用人兼務取締役4名の計6名で取締役会の過半数を占める極めてガバナンス的に脆弱な構成ですが、こうしたガバナンスの弱みが市場の割安評価と大規模買付行為の脅威を招いておきながら、現経営陣及び取締役会は企業価値向上による本質的な問題の解決ではなく、買収防衛策による保身を図っています。

更に言えば、当社代表取締役会長福田孝太郎氏（以下「福田会長」）は報酬の全権を握ることで取締役会をないがしろにし、取締役会は株主総会を経ずに買収防衛策を更新することで経営陣の説明責任をないがしろにする構造にあります。本株主提案は、株主の皆さまにこうした福田会長による専横の手段を取り除くことを提案しております。

上場企業であるフクダ電子は株主一般の利益を追求すべき存在です。福田会長が当社に及ぼしている経済的損害は年間4~5億円の役員報酬に留まらず、市場で割安評価されることにより逸失している価値である1,800億円規模¹に及ぶと弊社は算定しています。独立社外取締役及び株主の皆さまにおかれましては、医療機器事業において重要な使命を担うフクダ電子が上場企業としての信頼を回復できるよう、事実に基づいた冷静な判断・行動をいただくようお願い申し上げます。

以下、取締役会意見に対する弊社の意見を述べます。

第1号議案・第2号議案について

(1) 株価を割安に放置して大規模買付行為の脅威を高めているのは現経営陣及び取締役会であり、自ら危機を招いておきながら買収防衛策を図ることは保身と言わざるを得ません。

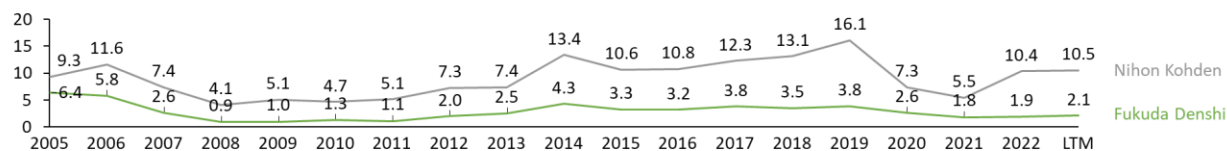
フクダ電子取締役会は「大規模買付行為によって当社の企業価値が著しく損なわれる結果となる危険があります」と述べています。しかしながら現実にはフクダ電子の企業価値を著しく損なっているのは現経営陣自身であり、その責任は監督者たる取締役会にあります。

¹ガバナンスの改善及び、現経営陣が保身を脱して成長戦略を立案・実行することでEV/EBITDA倍率を現状の2倍から競合の8掛けである8倍程度まで高めることができれば、1,800億円の市場価値を創出することができる。

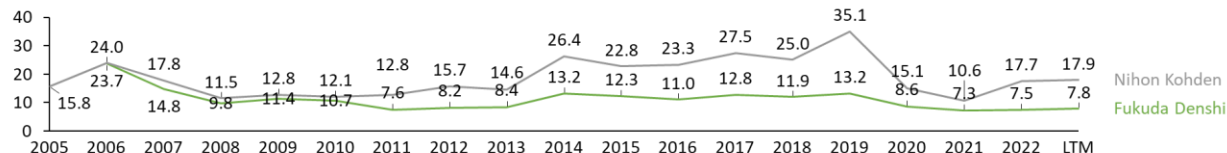
当社と、主要な国内競合である日本光電工業について市場による企業価値評価（バリュエーション）を比較すると、下図のようになります。EV/EBITDA、PER、PBR といずれの指標で見ても恒常的かつ大幅に当社は市場から割安評価されていることが分かります。特に PBR では 19 期中 14 期において解散価値とされる 1 倍を下回っています。現在東京証券取引所が PBR1 倍割れの企業への改善要請を強めている中でも、当社は 0.8 倍と極めて割安な状態にあります。これらは現経営陣が買収防衛策を盾に保身を図る一方、現金を積み上げるばかりで海外展開、設備投資、研究開発といったリスクテイクを十分に行ってこなかった結果であると弊社では考えています。

取締役会が述べる通り、フクダ電子の事業には公益的側面があり、中長期的視野のもとに経営する必要があります。しかしながらそのような公益的価値のある事業を長期にわたり割安に放置し、大規模買付行為の脅威を高めているのは現経営陣及び取締役会自身です。したがって弊社ではこのような無責任と保身の構造を生んでいる買収防衛策の継続を株主の判断に係らしめ、経営陣及び取締役会が企業価値と真摯に向き合うため、本株主提案には意義があると考えています。

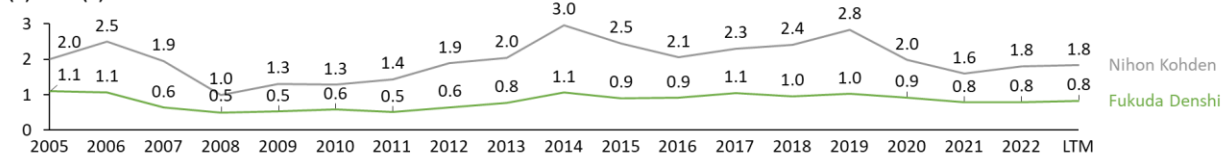
(1) EV/EBITDA (x)



(2) PER (x)



(3) PBR (x)



(2) 取締役会での本プラン継続は本プランに関する判断について独立社外取締役の独立性を失わせるものであり、企業価値評価特別委員会の機能を無力化するものです。

取締役会において本プランが継続される限り、フクダ電子はそもそも本プランに賛成する確証がある取締役しか候補にしないと考えられます。前述のように本プランは企業価値の向上に取り組まない経営陣の保身に使われているということができ、そもそもそのような保身の構造に加担させられている独立社外取締役に、真に独立の立場から企業価値評価特別委員会の職を全うすることを期待するのは困難です。

(3) 株主意思確認のプロセスが不明確な本プランはそもそも発動できる確証がなく、濫用的な大規模買付者が現れたときに株主全体の利益を守れるとは限りません。

買収防衛策の発動において株主意思確認を重視する昨今の実務に照らしたとき、2006年6月という17年前の定時株主総会における決議を根拠とし、以後取締役会のみで継続してきた本プランは株主意思に基づいているとは言えません。よって本プランは、発動時に差し止められる可能性があり、株主総会決議による株主意思確認のプロセスを明確化しないということは、そのリスクを株主に押しつけることとなります。

取締役会は「買収防衛策発動の際に株主総会決議を経ることを排除しておりません」と述べていますが、そもそも現経営陣の保身を許し、少数株主の信頼を損なっている取締役会の判断を信じることは困難です。よって株主全体の利益を守るためには株主意思確認のプロセスを明確化するべきだと言えます。

第3号議案・第4号議案について

(1) 福田会長が取締役の報酬について全権を握る現在の報酬制度は、取締役会の機能を弱体化するものです。

取締役会は専ら現在の取締役報酬制度が手続上、また判例上許容されとの主張に留まっています。しかしながら本来取締役会は株主に対して受託者責任を負い、株主利益を保護するために存在しています。弊社は、福田会長が取締役の報酬について委任を受け、尚且つ自己と側近に過大な報酬を支払う現在の報酬制度は、全ての取締役が福田会長の「配下」と成り下がり、福田会長を監督することを著しく困難とするものであると問題視しています。取締役会がこのような反対意見を唱えること自体が、福田会長を忖度しており、機能不全に陥っていることの証左とも言えます。よって本株主提案は、報酬制度の適法性²ではなく、ガバナンスの観点から報酬制度が公平かつ公正であるか、またそのような報酬制度のもとで取締役会が受託者責任を全うすることができるのかを問いかけるものです。

²ただし使用人兼務取締役の報酬開示については法的にも議論の余地がある。取締役分の報酬と使用人分の給与が全く無関係に決定されるのならば、取締役分の報酬額を低く抑えながら使用人分の給与額を不当に高くすることにより、取締役報酬を厳格に規制する商法269条（現行会社法361条に対応）の趣旨が容易に没却されてしまう。従って、株主総会の監視機能が十分に果たされるためには、少なくとも使用人分の給与総額を開示することなどが必要である。それにも関わらず当社は、2022年3月期有価証券報告書の中で「使用人兼務役員の使用人分給与については、開示の必要性が低いため記載を省略しております」（46頁）と述べているが、少なくとも必要性について当社は判断すべき立場にはない。これは株主の視点から見て開示の必要性が高いと弊社は考えている。

(2) 使用人兼務取締役は取締役としての機能を果たしていないことを取締役会自らが認めています。

取締役会は「取締役報酬が、もっとも大きな経営責任を担う一方で、使用人を兼務せず、使用人分給与を受領していない代表取締役2名に集中することにはある意味自然のこと」と述べています。しかしながら裏を返すと、使用人兼務取締役はさしたる経営責任を担っておらず、また使用人分給与以上に取締役報酬を受領するだけの取締役としての役割を果たしていないということになります。取締役には経営の監督機能を期待するところ、使用人としての役割しか果たしていないのだとすると、そもそも当該人物は取締役として選任するには値しないと言えます。逆に、仮に取締役として十分な役割を果たしているに関わらず当該人物への報酬を従業員待遇として支払うことは、例えば役員賞与に関する損金不算入の原則に抵触している可能性さえあります。本株主提案は、このような当社の取締役の役割に関する誤認及び法令違反の可能性も踏まえて、取締役会に報酬制度の再考を求めるものです。

以上のように、今回弊社が行った4つの株主提案は支配権と役員報酬という株式会社の根幹に関わるものであり、その根幹における福田会長の保身とお手盛りを批判するものです。また第1号議案と第3号議案に関しては経営の柔軟性にも配慮して敢えて法的拘束力のない提案となっており、独立社外取締役及び株主の皆さまの良心と見識に訴えかけています。ガバナンスの視点から許容できないことには独立社外取締役と株主がそれぞれ立ち上がることを通じてしか、市場におけるフクダ電子の信頼を取り戻すことはできません。

次頁以降に参考資料として福田会長による過去の問題ある取引・行動をまとめています。残念ながらこれらの取引の多くは株主総会決議を経由しておりその反対率は10~15%に留まります。背景にはフクダ電子がいまだ銀行や生命保険会社などの金融機関と多くの株式持合を行っていることにあります。フクダ電子はキャッシュリッチで、本来借入の必要がほとんどないにも関わらず、主にきらぼし銀行（当社株式4.56%保有、貸出400百万円、以下同様）、三菱UFJ銀行（4.45%、300百万円）、みずほ銀行（3.42%、300百万円）、北陸銀行（3.28%、300百万円）、七十七銀行（0.66%³、300百万円）、商工組合中央金庫（100百万円）、日本生命保険相互会社（4.94%、50百万円）から合計1,750百万円の借入を行い、支払利息37百万円（1,750百万円に対しては2.1%に相当）を支払うことでこれら金融機関からの賛成票を得ようとしていることが伺えます。このような経済的合理性の乏しい借入は福田会長の保身のために行われているのではないかとの疑いを弊社は持っています。

このように市場は当社のガバナンスにこれまで十分な注意を払っておらず、議決権行使基準に従うだけではこれらの問題ある取引・行動を見逃してしまうことが分かります。

³ 2022年3月期の七十七銀行有価証券報告書によると当社株式を20万株保有し、これは0.66%に相当。



株主総会	日時	議案	内容	決議結果	賛成率
第68回定時株主総会	2015年6月26日	株式交換契約承認の件	アトミック産業の株式交換による完全子会社化	可決	90.73%
第69回定時株主総会	2016年6月29日	第三者割当による自己株式の処分の募集事項の決定を取締役に委任する件	創業家系の公益財団法人への株式有利発行	可決	85.28%
第72回定時株主総会	2019年6月27日	取締役の報酬額改定の件	取締役の報酬額を年額6億円以内と改定する	可決	95.24%
第74回定時株主総会	2021年6月29日	取締役の報酬額改定の件	取締役の報酬額を年額10億円以内と改定する	可決	96.71%

将来に向けてこうした取引・行動が行われないようにするためには、独立社外取締役と株主が適切に監督及び権利行使を行う必要があります。フクダ電子をより透明性が高く、強い会社にするため、皆さまのご協力を願っております。

以上

Kaname Capital

CIO – Toby Rodes

Head of Research – 榎野 尚

参考資料：福田会長による過去の問題ある取引・行動について

フクダ電子は買収防衛策によって保身を図り、また 1,000 億円以上の時価総額がありながらジャスダック市場やスタンダード市場に株式を留め置くことで流動性を引き下げ、機関投資家の目に触れることを意図的に避けてきた可能性があります。弊社では福田会長がこれを奇貨として以下のような問題ある取引・行動を行ってきた懸念を持っており、独立社外取締役及び株主の皆さまに注意を喚起します。

①アトミック産業を通じた創業家への利益還元

アトミック産業は 1964 年に設立され、福田会長の 79.32%を筆頭に福田家 4 名で 100%所有され、フクダ電子向けに医療電子機器用記録紙⁴を製造・販売していました。当社は 2015 年 10 月にこれを株式交換により完全子会社化しています。

アトミック産業は営業利益率 30%前後と極めて高い利益率を誇りながら、2016 年 3 月期有価証券報告書では機械装置及び運搬具 1,300 万円、従業員数 11 名と軽設備・少人数で運営されていたことが分かります。当社は「市場価格を勘案し交渉の上で取引価格を決定していることに加え、主に有価証券報告書において継続して開示（関連当事者取引の開示）を行うことで透明性の確保を図って」きたとするものの、その事業規模や、規格による囲い込みを勘案すると、事実上アトミック産業しか当社向けの記録紙を供給する会社はなく、当社は高いマージンを負担して創業家から記録紙を買う他なかったものと弊社は推察しています。

当社とアトミック産業の間では 1964 年から 2015 年まで 50 年近く取引が存在したと見られ、完全子会社化時点でアトミック産業は 4,715 百万円の現金及び現金同等物を保有していました（2016 年 3 月期有価証券報告書 60 頁）。弊社では少なくともこの間の役員報酬、配当、及び内部留保見合いの 4,715 百万円を合計した金額が創業家に利益還元されていたと見ています。

アトミック産業（単体）業績			
（百万円）	12.3期	13.3期	14.3期
売上高	1,577	1,490	1,577
営業利益	501	424	546
営業利益率	31.8%	28.5%	34.6%

②創業家関連企業を通じた自己株式の売却及び買い戻し

福田会長は直接保有する当社株式に加えて、創業家が支配する東京エンタープライズとアトミック産業の 2 社を通じて間接的にも当社株式を保有していました。これを 2013 年にはフクダ電子による東京エンタープライズの完全子会社化（公開買付）を通じて一度間接保有株式を

⁴ 当社の心電計などで利用される一定の規格にしたがった用紙のこと。

当社に売却し、2015年には前述のアトミック産業の完全子会社化（株式交換）を通じて、自己が保有するアトミック産業の株式を当社株式と交換しました。福田会長は東京エンタープライズの株式売却を通じて2013年に約40億円を現金化したにも関わらず、2015年には再び当社株式を手に入れており、両取引の前後で福田会長の実質的な当社持分は22%前後でほぼ変化していません。

また弊社ではこのように福田会長が一度手放した自社株を後ほど買い戻すという、「空売り」の状態にあったことを問題視しています。両取引が連続して行われるならばまだしも、2年強の期間が空くことで、福田会長はこの間当社の株価が下がることに経済的なインセンティブを持っていたということが出来ます（2度目の取引のときに株価が下がっていればより多くの株式を買い戻すことができるため）。これは企業価値・株主価値の向上に責任を負うべき経営者としてあるまじき利益相反的な取引です。

なお当社はアトミック産業の株式交換完全子会社化にあたりMIDストラクチャーズに株式交換比率の算定を依頼していますが、MIDストラクチャーズからフェアネス・オピニオンは取得していません。

③創業家の社会貢献活動を目的・口実とした当社株式の有利発行

当社は2016年5月13日、「公益財団法人福田記念医療技術振興財団の社会貢献活動支援を目的とした第三者割当による自己株式処分に関するお知らせ」を発表し、1株1円で公益財団法人福田記念医療技術振興財団（以下「本財団」）に普通株式150,000株（分割調整後で300,000株）を割り当てるとしました。これは発表時の株価で約9億円です。この有利発行は2016年6月の第69回定時株主総会にて85.28%で特別決議として可決されました。しかしながらこれは創業家、従業員持株会、及び取引金融機関を除くと63.67%の賛成率しかなく、実質的には特別決議の決議要件を満たしていません。

本財団は創業者である福田孝氏が創業50周年記念事業の一環で設立したものであり、創業家にとっての社会貢献活動です。その理念には賛同するとしても、これを当社株式の有利発行という、既存株主の著しい希薄化によって支援する合理性は乏しいといえます。またそもそも本財団による株式保有は、現経営陣にとっての安定株主工作という側面を持っています。

④福田会長への根拠なき高額報酬支払い

福田会長の報酬総額は14.3期の136百万円から22.3期の452百万円へと3.32倍に増えていきます。この間営業利益は1.93倍になっているものの、従業員給与は1.07倍にしか増えていないことから、全社での成果に対する報酬や待遇改善とは言い難い面があります。また福田会長は増益・減益にかかわらず基本報酬・賞与とも一貫して増加しており、賞与に至っては12倍にもなっています。当社は報酬決定に関する明確な算出式を開示していないことから、これは福



田会長への根拠なき高額報酬支払いであり、福田会長が大株主かつ創業家として君臨していることを考えると、「お手盛り」と言わざるを得ません。

また福田会長の報酬は16.3期から増加していますが、これは①で見たアトミック産業による取引を解消した時期に符合します。弊社では福田会長がアトミック産業からの利益還元がなくなり、取締役報酬として受け取るようになったのではないかと見ています。

実額（百万円）	14.3期	15.3期	16.3期	17.3期	18.3期	19.3期	20.3期	21.3期	22.3期
福田会長報酬	136	136	141	154	190	232	278	349	452
基本報酬	116	116	120	122	132	146	157	165	199
賞与	20	20	21	31	57	75	110	170	240
その他	-	-	-	1	1	11	11	14	13
単体平均給与	7.6	7.8	7.4	7.5	7.8	7.8	7.8	7.7	8.2
連結営業利益	11,783	10,303	10,649	12,062	12,334	12,645	13,283	19,811	22,708

指数（14.3期＝100）	14.3期	15.3期	16.3期	17.3期	18.3期	19.3期	20.3期	21.3期	22.3期
福田会長報酬	100	100	104	113	140	171	204	257	332
基本報酬	100	100	103	105	114	126	135	142	172
賞与	100	100	105	155	285	375	550	850	1,200
その他	-	-	-	-	-	-	-	-	-
単体平均給与	100	102	97	98	102	102	102	101	107
連結営業利益	100	87	90	102	105	107	113	168	193

以上のように福田会長は少数株主、そして従業員の利益をも鑑みず、自己の保身と利益確保を図ってきた懸念があります。これは当社を支配権市場から遠ざける買収防衛策と、福田会長に役員報酬の全権を委ねる報酬制度に原因があり、これらのことが延いては当社内における保身、付度、リスク回避などにも繋がっていると弊社は懸念しています。