

公開質問状

○総論

Q. 0-1 弊社は現在より約3年4か月前の2019年12月25日に報告義務が生じ、2020年1月8日に大量保有報告書を提出しております。また約1年5か月前の2021年10月20日に貴社を訪問し取締役と対面会議を行い、当初から弊社は一貫して貴社の低ROE及び資本政策の問題を指摘しており、その改善策を提案し続けております。同時にこの問題の解決または具体的な改善計画が示されないのであれば、臨時株主総会の招集請求をする必要があると当初から度々申し伝えております。そのような背景があるにも関わらず、「短期的な利益の追求」に「唐突に～提案してきた」などという表現を用い、他の株主に対して弊社の投資行動を誤認させるような表現を用いるのはなぜでしょうか。貴社取締役の任期が1年であることも加味し、貴社取締役会にとって3年4か月ないしは1年5か月という期間を「短期的」や「唐突」だと考える合理的な理由をお答えください。

Q. 0-2 今回の株主提案に対する取締役会意見は、取締役の全会一致での反対判断なのでしょうか。議案ごとに、部分的でも賛成判断者がいなかったのかご開示ください。

Q. 0-3 臨時株主総会招集通知書の4頁に「賛否のご表示がない場合は、株主提案について反対の意思表示があったものとして取り扱わせていただきます。」との記載がありますが、賛否の表示がない株主が棄権の意思ではなく、株主提案について反対の意思表示があると確信できる合理的な理由をご説明ください。また、賛否の両方に○をした場合は無効票とする一方、両方に無記載の場合に無効票としない違いについて、明確にご説明ください。このような取り扱いが全ての株主にとって公正であると考えられる理由をご説明ください。尚、本取り扱いが適法か否かを問うているのではなく、貴社が考える公平性と株主意思の尊重についての解釈を伺っていることを付言しておきます。

○第1号議案（小川和夫氏を取締役から解任する件）及び第3号議案（当社株式の大量買付行為への対応策（買収防衛策）廃止の件）関連

低ROEを改善する計画を示さない一方、自分の息子を取締役に選任するといった行為はコーポレートガバナンスの観点から問題であると考えます。これに関連し以下質問します。

（中期経営計画及びROEの改善について）

Q.1-1 東京証券取引所は2023年1月25日の市場区分の見直しに関するフォローアップ会議において、「経営陣や取締役会において、自社の資本コストや資本収益性を的確に把握し、その状況や株価・時価総額の評価を議論の上、必要に応じて改善に向けた方針や具体的な取組、その進捗状況などを開示すること」を、「PBRが1倍を割れている企業に対して強く要請する」としています。貴社においてはPBRが長期にわたって1倍どころか0.5倍を下回っているにも関わらず、今後も資本効率を改善する中期経営計画を立案公表しないと明言されています。株主の要請を拒絶し、かつ2023年春に東京証券取引所から通知される予定である資本コストや株価を意識した経営の促進に向けた要請をないがしろにし、資本収益性を改善させる具体的な取り組みを示さないことが適切な経営決定だと判断する合理的な理由をお答えください。

Q.1-2 貴社の説明では中期経営計画を策定・公表しないのは「当社単独での市場形成が難しいなどの業態特性」であるとしていますが、そもそも上場企業において単独で市場形成ができる企業など存在しないのではないかと思います。貴社が考える単独で市場形成ができる具体的な企業名をご明示ください。また、貴社と同様の商社事業を行っている上場企業で経営計画の策定を行っている企業は多数存在しますが、他社と比べて貴社が経営計画の策定を行うことができない合理的な理由をご説明ください。

Q.1-3 コーポレートガバナンス・コードの原則5-2（経営戦略や経営計画の策定・公表）では「経営戦略や経営計画の策定・公表に当たっては、自社の資本コストを的確に把握した上で、収益計画や資本政策の基本的な方針を示すとともに、収益力・資本効率等に関する目標を提示し、その実現のために、事業ポートフォリオの見直しや、設備投資・研究開発投資・人的資本への投資等を含む経営資源の配分等に関し具体的に何を実行するのかについて、株主にわかりやすい言葉・論理で明確に説明を行うべきである。」と示されています。コーポレートガバナンス・コードに反して、論理的かつ明確でない説明を用いて、株主に具体的な方針を示さない行動をとる合理的な理由をご説明ください。

Q.1-4 経済産業省が発表した「持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい構築～」プロジェクト最終報告書（伊藤レポート）において、最低限8%を上回るROEを達成することに各企業はコミットすべきであると示されています。また、大手議決権行使助言会社のみならず、主要な日系運用会社や機関投資家もROEを5%以上とすることを達成できなければ、取締役の選任に対して反対票を投じることを基準としています。一方で貴社においては過去5年平均のROEは1.6%、直近3年においては0.1%、0.8%、0.7%という極めて低いROE

となっております。この結果について貴社はどのように評価しているのか、株主にとってわかりやすい言葉・論理で明確にご説明ください。

Q. 1-5 「企業利益を伸長させ、中長期的に ROE を高めることが当社の基本的な姿勢」と言う一方で「中期経営計画の策定、収益力・資本効率等に関する具体的な数値開示はして」いないので、達成への具体的な道筋がまったく示されていません。「中長期的に ROE を高めるべく、成長投資や企業体質改善を通じて、企業利益を伸長させ、これと並行して資本政策の見直し等を検討していく方針」とあるが、なぜ目標数値を示さない行為が株主に対して十分な説明であると考えなのか、合理的な理由をご説明ください。また貴社が意味する「中長期的」というのは具体的に何年程度の期間であるのかご説明ください。

(小川和浩氏の選任について)

Q. 1-6 小川和夫氏の子息である小川和浩氏の取締役の「所定の選任プロセス」についてご教示ください。具体的には、①誰がいつどの機関に小川和浩氏を提案したのか、②その際、小川和浩氏以外の候補者はいたのか、③いたのであれば何人の中から検討し、「所定の選任プロセス」において、具体的にどのような基準に基づいて「経験・知見が当社取締役として適切である」と判断したのか、ご教示ください。

Q. 1-7 小川和浩氏と同様ないしはそれ以上の経験・知見を持つ人物は日本国内外に多数存在すると思われるが、なぜ代表取締役の子息である小川和浩氏でなければならないのか、具体的な理由をご説明ください。

Q. 1-8 小川和浩氏を指名することにコーポレートガバナンス上の問題が発生し得る可能性を取締役会は議論しなかったのでしょうか。社外取締役も含め、取締役会で問題提起をする発言があったのか、ある場合は誰が指摘したのか、具体的な取締役の氏名を含めご開示ください。

○第2号議案（政策保有目的で保有する株式の売却に係る定款変更の件）関連

純資産比率で約40%の政策保有株式を保有する上場企業は稀であるにも関わらず、定量的な評価も示さずに、特に保有額の大きい花王と大和ハウス工業の政策保有株式を削減しないことは問題であると考えます。これに関連して以下質問します。

（政策保有株式の保有意義について）

Q. 2-1 コーポレートガバナンス・コード原則1-4（政策保有株式）補充原則1-4①において「上場企業は、自社の株式を政策保有株式として保有している会社（政策保有株主）からその株式の売却等の意向が示された場合には、取引の縮減を示唆するなどにより、売却等を妨げるべきでない。」と示されています。貴社の属する業界慣行および貴社の経営方針において、自社との取引先に対して取引の前提条件として三京化成株を保有させることを義務付けているのでしょうか。また、取引先が保有株の売却の意向を示す場合、貴社は取引の停止ないしは縮減を行うのでしょうか。具体的な方針をご説明ください。

Q. 2-2 「当社が商社としての事業特性を有することを踏まえ、取引関係の安定確保や収益への影響、事業・財務戦略等を総合的に検討した上で、慎重に進めるべき」とありますが、商社ビジネスであれば政策保有株が純資産比率で約40%を占めていても資本政策として正しいと考える合理的な理由をご説明ください。また、資本政策として正しくないと考えるのであれば、純資産比率で何%程度にすることが適切であると考えられるのかご説明ください。

Q2-3 現在の東証プライムの平均配当利回りは2.51%程度であり、税金を加味すると配当による税引き後利回りは1.76%程度です。貴社において純資産の4割を収益性の低い政策保有株で占めるのであれば、政策保有株式から受け取る税引き後収益率が1.76%であると考えれば、残りの6割の純資産から税引き後資本収益率12.2%以上を達成しないと、会社全体で総じて8%以上のROEを達成することはできません。これは政策保有株式を過剰に保有することによってROEが押し下げられているため、事業用資産からより高い収益率が求められることを意味します。このような高い収益率を達成する事業見通しを具体的にご説明ください。

Q2-4 2022年9月末時点において貴社は92.5億円の純資産を保有しており、言い換えれば株主から92.5億円の資産を預かっていることと同義であります。ROE8%を達成するということは、この92.5億円の純資産から7.4億円の純利益を生む必要があります。9月末時点において政策保有株式を35億円保有しておりましたが、純資産比率10%以下まで縮減すべく25.7億円分を売却し株主還元等で純資産を縮減させた場合の純資産額は66.8億円となり、この場合は5.3億円の純利益がROE8%を達成する基準となります。当初の純資産額で要求される7.4億円の純利益は、政策保有株式を純資産比率10%とした状態で求められる5.3億円の約1.4倍となります。政策保有株式が純資産比率10%である状態と、現在の純資産額の約40%を保有する状態の差異が、純利益に1.4倍の効果を反映させることができると判断される合理的な理由をご説明ください。尚、政策保有株式の保有割合が純資産額の10%以上を超える場合、議決権行使助言

会社であるグラスルイス社は取締役選任の反対を推奨することを付言しておきます。

Q2-5 政策保有株式から受ける配当金及び譲渡益等の収益は、直接的に株主の実質的な収益とならず、貴社が法人税を納税した後に株主は受益することとなります。花王や大和ハウス工業等の上場株式は貴社ではなく一般の株主であっても直接保有することは容易に可能であり、株主は貴社を通じての株式保有を強いられることにより二重課税となっており、不必要に不利益を被っています。貴社は株主から預かった資産のうち40%近くを政策保有株式として使用しており、この比率は株主が許容できる程度を超えていると考えられます。株主に二重課税の不利益を強いる状況を改善する必要があると考える合理的な理由をご説明ください。

Q2-6 毎年9月末に「一定の評価基準の下、定期的に定量評価・定性評価を行い」とあります。資本コスト等と比較して政策保有株式保有の定量評価を行っている上場企業があることも踏まえた上で、貴社の全ての株主がその合理性を理解できるように、その具体的な基準すべての列挙とそれぞれの基準の根拠をご開示ください。尚、ご承知と存じますが弊社は貴社の第87期(2013年3月期)から第97期(2023年3月期)までの事業年度において、政策保有株に関する部分の取締役会議事録の閲覧及び謄写の請求を大阪地方裁判所に申し立てており、第1回目の期日が3月16日に行われたことを付言しておきます。

(花王と大和ハウス工業の株式について)

Q2-7 貴社は過去に花王と政策保有株式の削減について対話を行ったことがあるのか、対話の有無についてご回答ください。対話を行ったのであればその具体的な時期、内外で検討した会議の記録や根拠をご開示ください。また、対話を行ったうえで、花王がコーポレートガバナンス・コードに反して取引の停止や縮減を示唆したり、売却等を妨げたりした事実があるのかご回答ください。

Q2-8 貴社は過去に大和ハウス工業と政策保有株式の削減について対話を行ったことがあるのか、対話の有無についてご回答ください。対話を行ったのであればその具体的な時期、内外で検討した会議の記録や根拠をご開示ください。また、対話を行ったうえで、大和ハウス工業がコーポレートガバナンス・コードに反して取引の停止や縮減を示唆したり、売却等を妨げたりした事実があるのかご回答ください。

Q2-9 2022年3月期に約1.9億円の政策保有株式保有額を縮減したとされておりますが、縮減した具体的な銘柄についてその理由と共にご回答ください。

Q2-10 貴社保有株式のうち花王はその保有額で最大です。最新の有価証券報告書を確認すると、花王の株価下落の影響で、2020年3月末に20.4億円であった保有額は、2022年3月末には11.6億円と半減し、約10億円の含み損となっています。この約10億円の含み損を超える以上の企業価値の向上が、2020年3月末から2022年3月末の間で花王の銘柄を保有していたこと

によって、どのように実現したのかについて定量的にご説明ください。

Q2-11 大和ハウス工業は、同社のコーポレート・ガバナンスガイドラインの第5条2項において、「当社は政策保有株主から当社株式の売却の以降が示された場合、当該会社との取引縮減を示唆することなどにより、その売却を妨げる行為を行わない」と明示しています。大和ハウス工業が、政策保有株式の持つ取引関係上の影響を否定していることを踏まえて、同株式を貴社の純資産額に対して6%超という過大に保有する合理的な「意義」をご説明ください。

○第4号議案（定款第35条の削除の件）、第5号議案（剰余金の処分の件）及び第6号議案（自己株式取得の件）関連

資本効率を改善するとともに株主還元を行うために、配当性向を100%にし自己株式の取得を行うべきであると考えます。これに関連して以下質問します。

Q3-1 配当や自社株買いによって弊社自身の投下資本を回収することを主眼としているなどと主張し、他の株主に弊社の投資行動を誤認させるような不適切な表現をしています。弊社は当初より一貫してROEの改善を求めており、その方法として過剰資本を解消すべく配当や自社株買いを行うことや、政策保有株式の縮減を提案しています。過剰資本を解消することでROEが一時的ではなく将来にわたって向上し、貴社が目指す中長期的な資本収益性向上に直接的に寄与するという点について、これが正しくないとする合理的な理由をご説明ください。

Q3-2 貴社の2022年12月末時点の財務諸表では、現金19.2億円と有価証券34.1億円から有利子負債1.8億円を差し引いた51.6億円の現金性資産を保有しています。貴社は、「設備投資・新規事業投資にも戦略的に資金を配分する」としていますが、51.6億円の資金を必要とする投資を行おうとする計画があるとするなら、中期経営計画等で投資計画として明示すべきです。その投資計画が、配当や自社株買いを上回る資産収益率を向上させる案であるのかも含めて計画をご開示ください。