

2024年5月24日

各位

会社名 三京化成株式会社  
代表者名 代表取締役社長 小川和夫  
(コード8138 東証スタンダード市場)  
問合せ先 取締役管理部長 大槻一博  
(TEL 06-6271-1881)

## 株主提案に対する当社取締役会意見に関するお知らせ

当社は、当社の株主であるBlack Clover Limited（以下「提案株主」といいます。）より、2024年6月26日開催予定の当社第98期定時株主総会における議案について株主提案（以下「本株主提案」といいます。）を行う旨の2024年4月15日付けの書面を受領しておりましたが、本日開催の当社取締役会において、本株主提案について反対することを決議しましたので、下記のとおりお知らせいたします。

### 記

#### 1. 提案株主

提案株主名：Black Clover Limited  
保有議決権：3,118個（議決権比率 23.56%）

#### 2. 本株主提案の内容

##### （1）議題

- ① 資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応に関する開示に係る定款変更の件
- ② 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
- ③ 剰余金の処分の件（現物配当）

##### （2）議案の内容

別紙「本株主提案の内容」に記載のとおりです。

なお、別紙「本株主提案の内容」は、提案株主から提出された本株主提案書面の該当記載を原文のまま掲載したものであります。

#### 3. 本株主提案に対する当社取締役会の意見

##### （1）資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応に関する開示に係る定款変更の件

##### ① 当社取締役会の意見

**当社取締役会としては、本株主提案に反対します。**

##### ② 反対の理由

##### ア 中長期的な企業価値向上を重視すべきこと

当社は、目先の利益追求ではなく、技術指向型の営業活動を通じて、様々な顧客のニーズを地道に汲み取り、これに応じた商品提供の実績を積み重ねるといふ、中長期的に企業価値向上に取り組む経営が、当社のお取引先の皆様の利益、ひいては株主の皆様全体の利益に繋がるものと考えております。

提案株主は、「資本コストを意識しない経営の結果として、資本効率が低いという経営上の本質的な問題を抱えており、ROEの過去5年平均は1.7%、2023年3月期は1.5%と極めて低い水準」であると述べます。しかし、提案株主の主張は、当社の自己資本を取り崩させたいで一過的な株主還元を促すことにより、提案株主の短期的な利益獲得を主眼としたものであり、当社の中長期的な企業価値向上とは相容れないものと考えております。また、提案株主が指摘するROEの水準については、当社の利益水準がコロナ禍等の影響を受け、2022年3月期まで低位にあったことによるものであり、2023年3月期以降は小幅ながら増益を重ね、2024年3月期実績ではROEは3.6%まで回復しております。これは、機能性商材の拡大や業務効率の改善等当社の経営努力によるものであり、こうした企業努力を継続し、利益水準を高めることこそが中長期的な企業価値の向上につながるものと考えております。なお、2023年3月期のROEは1.5%ではなく、正しくは3.3%ですので、念のため申し添えます。

イ 中長期的なROEの向上の取組みを目指していること

ところで、当社は、商社取引を中心としており当社単独での市場形成が難しいなどの業態特性から、現時点においては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目標の開示はしていません。しかし、コーポレートガバナンス・コード原則5-2の主眼は、数値目標の開示にあるのではなく、自社の資本コストを的確に把握してそれを意識した経営を行うことにあると、当社では認識しております。

当社は、現状のROEの低迷を漫然と放置しているものではなく、ROEの向上に向けた取組みが当社の重要な経営課題であると認識したうえで、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ることとしており、これと並行して資本政策の見直し等を検討してまいります。

また、定款の規定で「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応の開示」を義務付けることは、機動的な事業戦略・資本政策を制約することにつながる可能性があるとともに、会社の根本規定である定款にはなじまないものであると考えております。

以上の理由により、当社取締役会は、本株主提案に反対いたします。

(2) 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

① 当社取締役会の意見

当社取締役会としては、本株主提案に反対します。

② 反対の理由

ア 大規模買付行為の提案に際しての判断枠組みとして重要であること

当社は、当社の支配権の移転を伴う買付提案がなされた場合、その判断は最終的には株主の皆様ご意思に基づき行われるべきものと考えております。従って、当社株式の大規模買付行為や買収提案がなされた場合、これが当社の企業価値ひいては株主の皆様のご共同利益の確保・向上に資するものであれば、当社としてかかる判断を否定するものではありません。

しかしながら、株式の大規模買付行為の中には、その目的、態様等からみて企業価値・株主共同の利益に資さないと考えられるものも少なくなく、当社の企業価値ひいては株主の皆様のご共同利益に資さない大量取得を行う者は、当社の財務及び事業の方針の決定を支配する者として不適切であると考えております。

とりわけ、当社と同程度の時価総額の会社について、中長期の企業価値の向上に資するかどうかを考慮することなく、内部留保を株主還元することのみに着目して大規模買付行為を

行おうとする者が存在しており、こうした大規模買付行為が真に当社の企業価値・株主の皆様  
の共同利益に適うかどうかを判断するための枠組みとして、当社の買収防衛策は重要な手  
段であると考えております。

イ 濫用目的による買付行為に対してのみ適切な方策を講じるものであること

当社は、当社株式の大規模買付行為や買収提案がなされた場合に、当社取締役会や株主の  
皆様がその条件等について検討し、あるいは当社取締役会が代替案を検討することが適切か  
つ十分に行われることこそが、当社の企業価値及び株主の皆様の共同の利益の向上に資する  
ものであると考えております。当社取締役会や株主の皆様にかかる検討が適切に行われるた  
めには、検討に必要な情報や時間を確保することが必要であり、大規模な買付行為を行う買  
付者において、当社が設定し事前に開示する一定のルールに従って、必要かつ十分な情報が  
事前に提供されるよう、当社株式の大規模買付行為に関する対応方針（買収防衛策）を設定  
するに至ったものです。

当社は、以上のような対応方針（買収防衛策）のもと、独立委員会による評価・提言を尊  
重して、濫用目的による買付行為に対しては、当社取締役会が適切と考える方策をとること  
としている一方、濫用目的による買付行為ではないと判断した場合には、特段の対応をしな  
いこともあり得ます。

提案株主は、当社の買収防衛策の存在が、経営陣の株主価値及び株価を高めるインセンテ  
ィブの低下や、現在の株価よりも高い株価で当社を買収する第三者の出現可能性低下等につ  
ながることを懸念し、株主全体の利益創出の可能性を妨げる買収防衛策は廃止すべきである  
と主張しております。

しかし、当社の買収防衛策は上記の考えに基づいて導入され、2023年6月28日開催の第  
97期定時株主総会において株主の皆様のご承認をいただいております。また、上記のとおり、  
当社の買収防衛策は、当社取締役会の恣意的な判断がなされないよう、その判断の客観性及  
び合理性を担保するために、予め定められたルールに従って発動の可否が判断されるほか、  
その発動に際しては独立性のある社外取締役から構成される独立委員会による勧告を経るこ  
ととされており、真に株主全体の利益の確保・向上に資する買付提案を妨げるものではありません。

したがって、当社の買収防衛策の存在が、株主の皆様の利益創出の可能性を妨げていると  
いう提案株主の主張は、適切ではないと考えます。

以上の理由により、当社取締役会は、本株主提案に反対いたします。

(3) 剰余金の処分の件（現物配当）

① 当社取締役会の意見

当社取締役会としては、本株主提案に反対します。

② 反対の理由

ア 当社は政策保有株式の保有の適否の検証を適切に実施していること

当社は、取引先との良好な取引関係を構築し、事業の円滑な推進を図るため、主として取  
引先からの保有要請を受け、取引先の株式を取得し、保有することがあります。その保有目  
的は、取引関係の安定確保とこれによる収益の向上にあります。とりわけ、当社は、商社機  
能を担う業種の特長として、取引先との良好な取引関係の維持・強化は、中長期的な企業価  
値向上に向けて、極めて重要な要素であると考えております。

以上のような政策保有株式に関する考えの下、当社取締役会は、当社が保有する取引先の株式について、中長期的な視点から保有の適否を検証し、取引関係の維持・強化や事業発展、ひいては企業価値向上に資すると判断する限り保有するものの、一定の評価条件の下、定期的に定量評価・定性評価を行い、保有意義が希薄になった銘柄については縮減を図ることを基本方針としております。

当社では、取引先との関係性も考慮し、政策保有株式の定量評価・定性評価に関する詳細な開示は控えておりますが、かかる基本方針に基づき、毎年定期的に検証を行っております。その結果、当社が現在保有している政策保有株式につきましては、提案株主が特に指摘する株式を含めて、保有に伴う期待リターン、リスク、資本コスト等を勘案したうえで、当社の中長期的な企業価値向上に資すると判断して保有しているものであり、現物配当を実施する必要性は認められないものと考えております。

#### イ コーポレートガバナンス報告書の記載は適切であること

提案株主は、当社の2015年から2017年までのコーポレートガバナンス報告書について、株主の皆様へ誤認させるような記載があった旨を主張しておりますが、以下で述べるとおり、当社のコーポレートガバナンス報告書の内容を曲解した主張にほかなりません。

当社は、当該対象期間のコーポレートガバナンス報告書において、当時のコーポレートガバナンス・コード原則1-4に基づき、政策保有の方針として、「取引先の株式は、中長期的な視点から検証し、取引関係の強化や事業発展に資すると判断する限り保有しますが、一定の評価基準の下に、定期的に定量評価・定性評価を行い、保有意義の乏しい銘柄については、適宜、市場動向を見て売却します。」と開示しておりました。その上で、コーポレートガバナンス・コード原則1-4の狙いである、政策保有株式の保有の適否の検証については、取締役会に準じた社内会議の場で適切に実施したうえで、政策保有株式の保有の適否の検証を実施している旨をコーポレートガバナンス報告書に記載していたものに他ならず、当社が、当時のコーポレートガバナンス・コード原則1-4について、政策保有株式の保有の適否の検証を取締役会で実施していないにもかかわらず、取締役会でこれを実施したかのように記載していた事実はありません。

当時のコーポレートガバナンス・コード原則1-4の趣旨は、政策保有についての方針の開示を通じて、社内において政策保有株式の保有についての中長期的な経済合理性や将来の見通しを検証し、一定の評価基準に照らして保有の意義、当否を検証させることにありますが、当社は、政策保有株式の保有の合理性の検証等に際して、政策保有株式の発行主体と当社との取引状況や関係性に精通した担当取締役または担当部門の責任者が出席する社内会議において、かかる検証を実施しておりました。このような取締役会以外の会議体での検証を実施する運用は、この当時、他の上場会社のコーポレートガバナンス報告書の公表事例においても多数存在し、当社の運用が特段珍しいものではありませんでした。

以上のとおり、当社が政策保有株式の保有の適否に関する検証について誤認させるような記載をした事実は存在せず、提案株主は2015年から2018年当時の運用状況を精査することなく、自らに都合の良い憶測や批判を主張するものに他なりません。

#### ウ 現物配当は当社の株主還元方針に沿わないものであること

当社は、株主の皆様への利益還元を第一として、安定的な配当の維持を基本としつつ、企業体質・財務体質の強化ならびに業容拡大に備えるため、内部留保の充実なども勘案して、配当を決定する方針としております。このため、株主の皆様への還元は、政策保有株式の現

物配当のような一時的な還元策ではなく、上記配当方針に従い、安定的な配当の維持を基本としつつ、中長期的な利益還元の拡大を目指すことが適切と考えております。

また、今後の当社における株主還元策のあり方を再検討する場合におきましても、近時のさまざまな議論や他社の動向なども参考にしつつ、株主の皆様のご利益を適切に実現するため、中長期的な利益還元の拡大の視点を重視していく所存です。

加えて、現物配当は、現物配当の対象となる株式の保有を望まない株主の皆様にも株式の保有を強制する結果となり、下記エで後述する課税負担等にも鑑みると、株主還元の方法としては極めて不適切なものです。

#### エ 現物配当は不合理かつ非現実的な提案であること

仮に、本株主提案に従って現物配当を行った場合、現物配当の対象となる株式の時価と簿価との差額につき、当社は課税を受けることとなりますが、かかる課税負担が当社の企業価値及び株主の共同の利益を損なうことは明らかです。

また、当社は、現物配当を行うに際しては、当該現物配当に係る所得税等を源泉徴収する必要がありますが、金銭配当ではないため、当社が現物配当に係る源泉徴収税額を一旦立替払いし、株主の皆様にて当社が立替えた税額相当額を当社に現金でお支払いいただく必要が生じるなど、株主の皆様にご負担をおかけするとともに、当社も通常の金銭配当の場合には必要とならない金銭的・事務的負担を強いられる結果となります。

そのほか、実例に乏しい現物配当を円滑に実施するためには、証券保管振替機構、証券会社、証券代行機関などの多くの関係者様に多大な検討と対応コストを強いることとなり、これらの検討・対応に要する費用について当社が負担を余儀なくされる部分が生じることも想定されます。

したがって、本株主提案は、上記のような当社の課税負担や現物配当に伴って生じるコスト等を無視した不合理かつ非現実的な提案であると評価せざるを得ません。

以上で述べた理由から、当社取締役会は、本株主提案に反対いたします。

以上

(別紙「本株主提案の内容」)

※提案株主から提出された本株主提案書の該当記載を原文のまま掲載しております。

## 1、株主総会の目的である事項

- ・議案①資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応に関する開示に係る定款変更の件
- ・議案②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
- ・議案③剰余金の処分の件（現物配当）

## 2、招集の理由

当社の企業価値向上を目指すべく、請求人が株主総会において、上記株主総会の目的である事項につき、以下の議案を提出するためです。具体的には、

- ・定款に条文を追加し、資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応に関する開示を行うようにすること。(議案①)
  - ・現行の買収防衛策を撤廃すること。(議案②)
  - ・政策保有株式の現物配当を行うことで、株主還元を行うとともに資本効率を向上させること。(議案③)
- です。なお、後述のとおり、議案③の提出に至ったのは、大阪地方裁判所に対して取締役会議事録の閲覧謄写請求を行い、閲覧許可の決定を得た結果でもあります。

### 議案①

#### 【議案の要領】

現行の定款に以下の条文を追加する。

## 第8章 開示

(資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応に関する開示)

第40条 東京証券取引所が2023年3月31日に要請した「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」の取組を検討し、当該要請に基づく現状評価、方針・目標、取組・実施時期をコーポレート・ガバナンス報告書及び当会社のウェブサイトの開示する。

#### 【提案の理由】

当社は、資本コストを意識しない経営の結果として、資本効率が低いという経営上の本質的な課題を抱えており、ROEの過去5年平均は1.7%、2023年3月期は1.5%と極めて低い水準であり、当社の株主資本コストを下回っている状況であることは明らかです。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ROE5%以上を達成できなければ、取締役の選任に対し反対票を投じることを基準としておりますが、当社のROEは長年にわたってその基準以下の水準に留まっております。

そのため、請求人は、これまでに幾度となく当社取締役との協議や書簡でのやりとりを通じて、かかる経営課題の解決に向けた資本政策の改善の提案等を2年以上にわたって行っておりますが、当社の経営陣は「企業利益を伸長させる」ことでROEを高めると回答するに終止し、資本効率の向上にかかる具体的な方策や計画の策定は一切行われず、依然としてROEは極めて低い水準で推移しております。

このような状況にあるにもかかわらず、当社は「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」のみならず、中期経営計画も策定・公表していません。東京証券取引所が策定しているコーポレート・ガバナンスコードにおいては、収益力・資本効率等に関する目標を提示し、経営戦略や経営計画を策定・開示すべきであるとされております。この点につき、ROEなど資本効率の指標をKPIに含めた上での経営計画の策定・公表について、現取締役陣に再三にわたり要請致しましたが、「当社単独での市場形成が難しいなどの業態特性か

ら」という理解不能な理由をもって、株主に向けた経営計画の策定・公表はいまだに行われておりません。また、コーポレート・ガバナンス報告書では2016年6月に開示されて以降、「今後可能な範囲で中期経営計画の目標を提示し、具体的な施策について株主の理解を得られるよう努めてまいります。」という同じ文言が記載されたまま、7年間にわたって何も実施されておられません。

このように、当社は低ROEで資本効率が悪いという経営課題があるにもかかわらず、現経営陣は資本コストを意識せず、株主や東京証券取引所の要請が存するにも関わらずこの状況を漫然と放置し、何ら具体的な方策を示そうとしていません。そのため、定款で規定し当社に「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」の開示を義務付けるものであります。

なお、本議案のような規定を定款で定めると流動的な経営ができなくなるなどと当社が懸念する場合においては、コーポレート・ガバナンス報告書において「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」に係る十分な対応、又は検討状況を合理的で明確な期限とともに開示するのであれば、この議案は取り下げる用意があります。

## 議案②

### 【議案の要領】

2023年6月27日開催の当社第97期定時株主総会において継続が承認された「当社株式の大規模買付行為に関する対応方針（買収防衛策）」を廃止する。

### 【提案の理由】

当社の株価はPBRが0.5倍以下という極めて低い水準で推移しています。これは長期にわたって低いROEを継続していることや、株主還元へ消極的であることに由来すると考えられます。本買収防衛策が経営陣の緊張感を欠けさせ、株主価値及び株価を高めるインセンティブが働かなくなっていることがROEの数値が低迷している一因であると考えられます。

また、本買収防衛策が存在しなければ現在の株価よりも高い株価で当社を買収する第三者が出現することによって株主全体の利益創出の機会が生ずる可能性があるにも関わらず、本買収防衛策が存在することによって買収する第三者の出現可能性を著しく低くさせており、これにより株主は不当に機会損失を被っていると考えられます。また、買収に依らずとも一定規模の株式買付を行い、資本収益率を高めるべく経営陣の刷新を図る新たな株主の出現可能性をも抑制させております。したがって、株主全体の利益創出の可能性を妨げる買収防衛策は廃止すべきであります。

買収防衛策は、その存在そのものがコーポレートガバナンス不全の表れとして、多くの投資家から忌諱されています。日本でも多くの企業が買収防衛策を廃止しており、大手機関投資家のガイドラインでは買収防衛策は原則反対すると定めているところも多く、議決権行使助言会社でも原則反対が推奨されております。

そこで、本買収防衛策の継続が諮られた当社第97期定時株主総会の招集通知にあるとおり、本買収防衛策は発効した後であっても、当社の株主総会において本プランを廃止する旨の決議がなされた場合、または当社取締役会において本プランを廃止する旨の決議がなされた場合はその時点で廃止されるものとされていることから、株主全体の利益のためにその廃止を決議するものであります。

## 議案③

### 【議案の要領】

#### (1) 配当財産の種類

特定投資株式：花王株式会社及び大和ハウス工業株式会社（以下それぞれ花王及び大和ハウスという）の普通株式

#### (2) 配当財産の割当に関する事項及びその総額

第98期(2024年3月期)の期末剰余金の配当として、当社の普通株式1株につき、当社の保有する花王及び大和ハウスの普通株式それぞれ、0.17株及び0.13株を分配する。この場合の配当の帳簿価額の総額は、当社の保有する花王及び大和ハウスの普通株式の1株当たりの帳簿価額にそれぞれ0.17及び0.13を乗じ、さらに第98期の期末時点の配当の対象となる株式数を乗じた額となる。

前記のとおり算定された配当の帳簿価額の総額が当社の分配可能額を超える場合、配当の帳簿価額の総額が分配可能額を超過しないように分配される株式数を減少する。

また、配当として交付される花王及び大和ハウスの普通株式の数に端数が生じる場合、花王及び大和ハウスの普通株式の市場価格として法務省令(会社法施行規則第30条)で定める方法により算定される額に当該端数相当の割合を乗じた額に相当する金銭を、各株主に対してそれぞれ支払うものとする。

### (3) 剰余金の配当が効力を生ずる日

本株主総会の開催日の翌日。なお、本議案とは別の利益処分案が提案された場合、同提案とは独立かつ同提案と両立するものとして、追加で提案するものである。

### 【提案の理由】

当社は、2023年12月末現在貸借対照表計上額として投資有価証券を4,151百万円、当社の有価証券報告書によれば2023年3月末時点で42銘柄の政策保有株式を保有しており、中でも花王の普通株式は231,000株で1,302百万円、大和ハウスの普通株式は182,963株で828百万円、合計2,131百万円(2024年3月末時点の株価をもとに計算)と非常に大きな額を占めております。当社の純資産は9,961百万円であることから、花王と大和ハウスの政策保有株式のみで対純資産比率で21.4%を保有しております。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純資産の10~20%以上の政策保有株式を保有している場合、取締役の選任に対し反対票を投じる基準を定めていることから、この2社の保有額がいかに大きいかかわかります。

それにもかかわらず、当社は政策保有株式に係る方針について「一定の評価基準の下、定期的に定量評価・定性評価を行い、保有意義が希薄になった銘柄については縮減を図ってまいります。」という形式的な回答を繰り返すのみで花王及び大和ハウス株の縮減は行われず、あろうことか大和ハウス株については持株会を通じて買い増しを行っております。

そこで、請求人は、大阪地方裁判所において、取締役会議事録の閲覧又は謄写の請求を実施しました。その結果、裁判所から政策保有株式について協議された部分について閲覧及び謄写を許可するという決定を得ました。

開示された5年分(2018~2022年)の取締役会議事録では、年に1回、経営会議において個別銘柄の保有意義に関する評価について報告を受け、年によっては、いくつかの銘柄の売却を進めることが記載されていたものの、関連する議事録は数行にとどまり、どのような観点で評価を行ったかは記載されていませんでした。そして何より、政策保有株の中で大きな割合を占める花王と大和ハウス株をどのように検証したのかについて言及はされておらず、取締役会議事録においては、コーポレートガバナンス・コード原則1-4にある「毎年、取締役会で、個別の政策保有株式について、保有目的が適切か、保有に伴う便益やリスクが資本コストに見合っているか等を具体的に精査し、保有の適否を検証」がされているとは言えませんでした。

また、今回の閲覧・謄写請求を行う過程において、2015年、2016年、2017年において、コーポレートガバナンス・コード原則1-4(2015年版(改定前))では、「毎年、取締役会で主要な政策保有についてそのリターンとリスクなどを踏まえた中長期的な経済合理性や将来の見通しを検証し、それを反映した保有のねらい・合理性について具体的な説明を行うべきである。」とされているにもかかわらず、2015年から3年にわたって取締役会ではなんら議論を行うことなく、さも取締役会において検証を行ったかのように誤認させるような文章をコーポレート・ガバナンス報告書に記載していたことが判明しました。(当然、2015~2017年に該当する取締役会議事録はありませんでした。)当社は取締役会ではない「社内会議」において「保有状況を報告」していた旨主張しましたが、そもそもそのような社内会議の状況を確認できるものは閲覧・謄写ができないのでその



存否については第三者からの確認ができない上に、注記を一切つけることなくあたかも当該コードを遵守したかのように、コーポレートガバナンス報告書に記載していることは甚だ不誠実な対応であると言わざるを得ません。

このように、コーポレート・ガバナンスコードを遵守することについて懸念がある当社においては、その保有する花王及び大和ハウスの普通株式を全て配当として株主に分配し、花王及び大和ハウスに投資を継続するかどうかの判断は個々の株主に任せることが適当であると考えます。

そこで、2023年3月末時点の花王株231,000株、大和ハウス株182,963株を、2023年12月末時点の当社の発行済株式数（自己株式を除く）1,333,876株で除した数値として、当社の普通株式1株につき、花王株0.17株（958円相当）、大和ハウス0.13株（589円相当）の計1,547円相当（2024年3月末時点の株価をもとに計算）の現物配当を行うことを提案するものです。

なお、現物配当を行うのであれば、その売買は個々の株主の判断となるため、当社が昨年臨時株主総会において懸念していた「所定の期間の株式市況次第で、合理性を欠いた不利な条件の売却を強いられ」ることはなくなることも付言いたします。

以上