

2023年4月11日



上場会社名 株式会社 ケーヨー
代表者名 代表取締役社長 實川 浩司
(コード番号 8168 東証プライム)
問い合わせ先 常務取締役管理本部長兼経営戦略室長
北村 圭一
TEL 043-255-1111

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ついて

当社は、当社株主である LIM JAPAN EVENT MASTER FUND（以下、「本提案株主」といいます。）より、2023年5月23日開催予定の第85回定時株主総会（以下、「本株主総会」といいます。）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。）を行う旨の書面（以下、「本株主提案書面」といいます。）を2023年3月20日に受領いたしました。本日開催の取締役会において、本株主提案に反対することを決議いたしましたので、下記のとおりお知らせいたします。

記

1. 本株主提案の内容及び理由

1) 議題

- (1) 定款一部変更（政策保有株式の売却）の件
- (2) 自己株式の取得の件
- (3) 定款一部変更（資本コストの開示）の件

2) 議案の要領及び提案の理由

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、本提案株主から提出された本株主提案書面の該当箇所を形式的な調整を除き原文のまま掲載したものであります。

2. 本株主提案に対する当社取締役会の意見

1) 定款一部変更（政策保有株式の売却）の件

(1) 当社取締役会の意見

当社取締役会は、本議案について以下の理由で反対いたします。

(2) 反対の理由

当社は、政策保有株式について、取引関係の維持、個別の取引状況や経済合理性を総合的に勘案し、保有意義があると認める場合を除き、保有しないことを基本方針としております。そして、保有の適否につきましては、取締役会において、保有先企業の財政状態、経営成績の状況の確認の他、個別に保有目的の適切性、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の項目を精査・検証する事とし、意義が不十分、あるいは資本政策に合致しない保有株式については縮減を進めることとしております。

当社は、上記の方針に則り、過去5年間の間に8銘柄の株式について全保有株式(総額2,555百万円)の売却を実施しております。

今後は、2023年4月11日に公表した第2次中期経営計画を踏まえつつ、引き続き保有意義の精査・検証を行い不要なものについて売却を進めてまいります。

本議案は、政策保有株式の全てについて、2025年2月28日までに処分する旨の規定を定款に新設することを求めるものですが、市場において株価水準が低い銘柄や取引関係の維持などによって当社の企業価値向上に貢献することが見込まれる銘柄までもが強制的に処分される結果となり、かえって株主の利益の最大化にならない恐れがあります。

また、定款は株式会社の根本規範であることから、本議案のように一律に期限を設定して資産を処分する旨の規定を定款に記載することは適切でないと考えております。

以上の理由により、当社取締役会は、本議案に反対いたします。

2) 自己株式の取得の件

(1) 当社取締役会の意見

当社取締役会は、本議案について以下の理由で反対いたします。

(2) 反対の理由

当社は、株主の皆さまへの利益配分につきましては、業績動向、財務状況を勘案しつつ、将来の事業拡大のために必要な内部留保とのバランスを図りながら、安定的かつ継続して実施すること、中間配当と期末配当の年2回の剰余金の配当を行うこと、安定配当をベースに1株あたり利益の増加にあわせて増配等も行うことを基本方針としております。自己株式の取得についても株主還元策の選択肢の一つとして認識しており、過去2事業年度において58億円を超える自己株式の取得を行い、2事業年度通算の総還元性向は100.6%となっております。一方で、当社の第1次中期経営計画(2022年度まで)では、DCMホールディングス株式会社との資本業務提携による連携を進めることで、利益の大幅改善を実現してまいりました。

そこで、次の成長戦略として第2次中期経営計画では、売上高1,100億円、営業利益率8%以上、ROE10%以上とすることを目標数値として掲げました。

なお、次の成長には、新規出店に加え、将来の成長につながる既存店への投資を行うとともに、災害やパンデミック等の不測の事態に備えるため、機動的に利用できる手元資金が必要です。本議案は現時点で巨額の資金を費やして追加で大規模な自己株式の取得を実施することを求めるものですが、第2次中期経営計画の遂行に影響を及ぼすものであり、長期的な株主利益の観点において適切ではないと考えております。

当社は、定款において、取締役会の決議により自己株式の取得を行うことができる旨の定めを置いております。今後も取締役会において、自己株式の取得に関しては事業環境、収益・キャッシュフローの状況、株価動向などを総合的に勘案し、必要な時に柔軟かつ機動的に実施してまいり所存です。

以上の理由により、当社取締役会は、本議案に反対いたします。

3) 定款一部変更（資本コストの開示）の件

(1) 当社取締役会の意見

当社取締役会は、本議案について以下の理由で反対いたします。

(2) 反対の理由

当社は、資本コストを適切に把握し、経営上の重要な指標として認識する必要があると考えており、第2次中期経営計画においては、2027年度にROE10%以上という資本効率にかかわる目標数値を掲げ、資本コストを強く意識した経営を進めてまいります。

本議案は、コーポレートガバナンスに関する報告書において、報告書提出日から遡り1か月以内に当社が把握している株主資本コストを、その算定根拠とともに開示する旨の規定を定款に新設することを求めているものですが、提案理由で挙げられているコーポレートガバナンス・コードの原則5-2は、資本コストの数値やその算定根拠の開示を必ずしも求めているものではありません。

当社としましては、資本コストの数値やその算定根拠を一様に開示すること自体が重要なのではなく、コーポレートガバナンス・コードの原則の趣旨に則り資本コストを適切に把握し、これを踏まえて収益計画等を構築し、進捗状況を開示することが重要であると考えております。

こうしたことから、本議案のように資本コストの数値と算定根拠を一様に開示する旨の規定を株式会社の根本規範である定款に記載することは適切でないと考えております。

以上の理由により、当社取締役会は、本議案に反対いたします。

以上

(別紙「本株主提案の内容」)

※本提案株主から提出された本株主提案書面の該当箇所を形式的な調整を除き原文のまま掲載しております。

第1 株主総会の目的である事項（提案する議題）

- 1 定款一部変更（政策保有株式の売却）の件
- 2 自己株式の取得の件
- 3 定款一部変更（資本コストの開示）の件

第2 議案の要領及び提案の理由

- 1 定款一部変更（政策保有株式の売却）の件

(1) 議案の要領

当社の定款に以下の章及び条文を新設する。なお、本定時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章及び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。

(下線は変更部分を示します。)

現行定款	変更案
(新設)	<u>第8章 政策保有株式の売却</u> <u>(政策保有株式の売却)</u> <u>第38条 当社は、2025年2月28日までに、</u> <u>政策保有株式の全てを処分するものとする。</u>

(2) 提案の理由

当社の筆頭株主であるDCMホールディングス株式会社は、2022年10月11日、市場外取引により、議決権ベースで約9%に相当する当社株式を同日終値よりも47%高い1300円で買い取った。同取引で高いプレミアムが支払われたのは、当社株価が事業力を反映した公正価値から割り引かれている証左であるが、「割引」の最大の理由は、当社が保有している政策保有株にあると提案株主は考える。当社の第84期（2021年3月1日～2022年2月28日）有価証券報告書によれば、2022年2月28日時点で約122億円もの政策保有株式を保有しており、これは2022年11月30日時点の純資産の約3割にも達する。

政策保有株式の大半（2022年2月28日時点で約108億円）を占めるのがイオン株式会社株式である。当社とイオン（旧ジャスコ株式会社）は1991年に業務及び資本提携契約を締結したが、業務提携の中身である商品開発は有名無実化し、イオン内にある当社出店数も数件に過ぎず、むしろ、当社は2017年に資本業務提携契約を結んだDCMとの関係を強化している。第84期有価証券報告書では、「業界及び同業他社の情報収集」をイオン株式の保有目的と記載されているが、ホームセンター業界のプロ集団たる当社が、株主から負託された純資産の2割超の価値に相当するイオン株式を保有してまで「業界及び同業他社の情報収集」する合理的理由は見当たらない。

そもそも、政策保有株式は、リターン割にはボラティリティの高い非コア資産である。「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関係構築～」プロジェクト（伊藤レポート）が提言・推奨するように、上場企業には、「目指すべきROE水準と資本コストへ

の認識を高める」(同 13 頁)ことが求められているが、当社の政策保有株式は事業リスク以上の資本コストと本業で稼ぐ力を十分に反映しない株主資本利益率 (ROE) をもたらす。実際のところ、政策保有株式の税引き後の含み益を考慮に入れるならば、2023 年 3 月 17 日時点で、実質的な株価純資産倍率 (PBR) が 1 倍を割れている。

そこで、当社の政策保有株式の縮減を速やかに実施させるべく、一定の期限までに政策保有株式の全てを処分することを当社に義務付ける旨の定款規定を設けることを提案するものである。当社の政策保有株式の流動性を鑑みるに、2 年間という売却期間は十分にある。

2 自己株式の取得の件

(1) 議案の要領

会社法 156 条 1 項の規定に基づき、本定時株主総会終結のときから 1 年以内に当社普通株式を、株式総数 642 万株、取得価格の総額 52 億 4000 万円、ただし、会社法により許容される取得価額の総額 (会社法 461 条に定める「分配可能額」が当該金額を下回るときは、会社法により許容される取得価額の総額の上限額) を限度として、金銭の交付をもって取得することとする。

(2) 提案の理由

当社は、株主から負託された純資産の約 3 割を投じて政策保有株式を保有している。しかし、当社の政策保有株式は事業リスク以上の資本コストと本業で稼ぐ力を十分に反映しない ROE をもたらし、政策保有株式の税引き後含み益を考慮に入れるならば、2023 年 3 月 17 日時点で、実質的な PBR は 1 倍を割れており、株主価値が毀損されている。

東京証券取引所が 2023 年 1 月 30 日に公表した「市場区分の見直しに関するフォローアップ会議の論点整理」では、「我が国においては、経営者が資本コストや株価を意識していないケースが多く、経営者の意識改革やリテラシー向上、企業経営における自律性の向上が必要」、「まずは、経営者に対して、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・時価総額の評価を行ったうえで、必要に応じて、改善に向けた方針や具体的な取組などを開示することを促していくことにより、それをきっかけとした対話の促進や、経営者のリテラシー向上を図っていくことが考えられる」とした上で、「特に、継続的に PBR が 1 倍を割れている (すなわち、資本コストを上回る資本収益性を達成できていない、あるいは、資本コストを上回る資本収益性を達成しているものの将来の成長性が投資者から十分に期待されていないと考えられる) 会社に対しては、改善に向けた方針や具体的な取組などの開示を求めていくべき」としている。

さらに、東京証券取引所が同日に公表した「論点整理を踏まえた今後の東証の対応」では、「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うえ、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要請」するとして、「継続的に PBR が 1 倍を割れている会社には、開示を強く要請」するとしている。

当社に関しては、政策保有株式が温存されることで、継続的に、実質的な PBR が 1 倍を割れる危機に瀕しており、政策保有株式を売却することにより得たキャッシュを財源に自己株式を取得することで、当社の事業力を反映した ROE と同事業のリスクを反映した資本コストがもたらされると提案株主は考える。

前述の通り、当社の政策保有株式は今後 2 年以内の売却が可能であり、取得価格の総額は、政策保有株式の売却によって得られる税引き後のキャッシュのほぼ半額に相当する。当社株式の流動性を鑑みるに、自己株式の取得を提案した株式総数は市場が 1 年間で吸収できる規模である。

3 定款一部変更（資本コストの開示）の件

(1) 議案の要領

当社の定款に以下の章及び条文を新設する。なお、本定時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。

（下線は変更部分を示します。）

現行定款	変更案
(新設)	<u>第9章 株主資本コストの開示</u> <u>(株主資本コストの開示)</u> <u>第39条 当社は、当社が東京証券取引所に提出するコーポレートガバナンスに関する報告書において、当該報告書提出日から遡り1箇月以内において当社が把握する株主資本コストを、その算定根拠とともに開示するものとする。</u>

(2) 提案の理由

DCMと資本業務提携した2017年以降、粗利率をはじめとする当社の期間収益構造は改善したが、資本効率を意識した経営が後手に回った。だからこそ、2023年3月17日時点で、政策保有株式の税引き後含み益を考慮に入れた実質的なPBRが1倍を割れており、株主価値が毀損された。株主から負託された純資産の約3割の価値を持つ政策保有株式の存在は、「資本コストを意識する」という上場企業の持つべき合理性よりも、政策保有株式を抱える主たる目的を「業界及び同業他社の情報収集」とするような非合理的性が優先され、少数株主の利益を後回しにする当社の実態を象徴している。

東京証券取引所が策定したコーポレートガバナンス・コードでは、「原則5-2. 経営戦略や経営計画の策定・公表」において、「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、株主に分かりやすい言葉・論理で明確に説明を行うべきである。」と定められている。

そこで、2022年4月に移行した東京証券取引所の新市場区分プライム市場を選択した当社においても、「収益力・資本効率等に関する目標」として、株主資本コストを「提示」し、その実現のために、政策保有株式を含めたキャピタル・アロケーション（資本の再配分）に関して、株主に分かりやすい言葉・論理で明確に説明を行うべきである。

以上