

株主提案に関する補足資料



株式会社サンエー化研 株主の皆様

Japan Act 合同会社

①政策保有株式の売却に係る定款変更の件

現行の定款に以下の章及び条文を新設する。

第8章 政策保有株式

(政策保有株式の売却)

第47条 当会社が、本条を追加する定款変更の効力発生日現在、**純投資目的以外の目的で保有している上場株式を、第112期から第114期までの3期中に、速やかに売却するものとする。**

②自己株式の取得の件

会社法第156条に基づき、本定時株主総会終結の時から、**1年以内に当社普通株式を株式総数100万株、取得価額の総額金額6億円**(ただし、会社法により許容される取得価額の総額(会社法第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。

- ・類似企業と比較して、**利益率・資本収益率はおおよそ全ての主要指数で劣後**
- ・この現状は市場にも認識されており、**PBRは直近で0.21と非常に低水準で推移**

	類似企業平均(11社)	サンエー化研	評価
時価総額	44,583百万円	4,245百万円	—
PBR	0.82倍	0.21倍	劣後
収益性			
営業利益率	6.56%	1.05%	劣後
当期純利益率	5.11%	0.59%	劣後
ROA	3.45%	0.55%	劣後
ROE	6.36%	0.95%	劣後
ROIC	3.94%	0.94%	劣後
財務安定性			
D/Eレシオ	0.44倍	0.24倍	有利子負債は少ない
株主資本比率	54.23%	57.36%	負債総額は同等水準

※1 類似企業は日経NEEDS業種の「産業用資材 > 包装・梱包資材」に分類される11社を選定 (平均値はサンエー化研を除いて算出)

※2 ROIC(投下資本利益率)とは、税引後営業利益を投下資本(有利子負債+株主資本)を割って算出し、企業が投下資本をどれだけ効率的に利益に結びつけているかを示す指標。

※3 ROE(自己資本利益率)とは、株主が拠出した自己資本を用いてどれだけの利益を生んだかを示し、投資効率を測る指標として用いられる。一般的に、8%以上が優良企業の基準とされている。

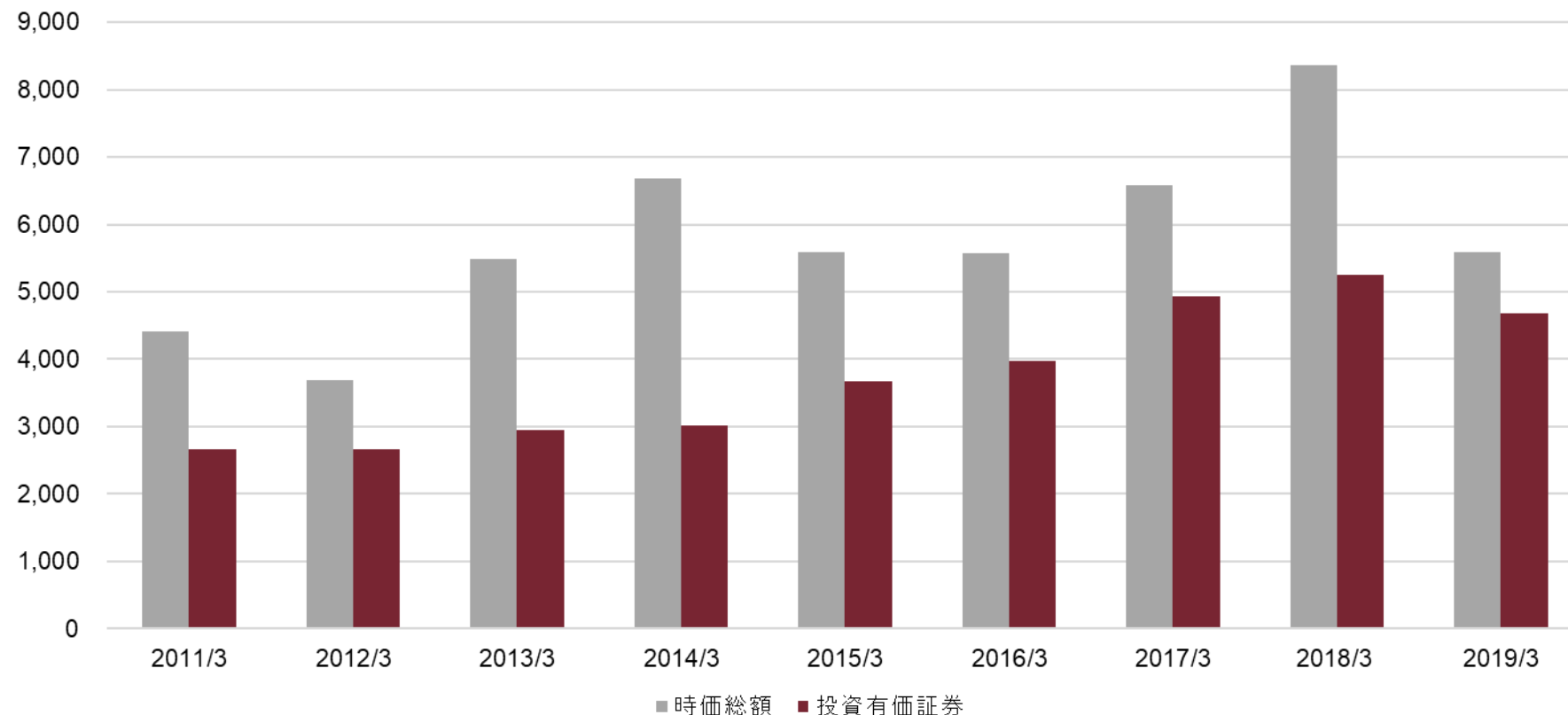
※4 D/Eレシオ(負債資本倍率)は、負債(Debt)が株主資本(Equity)の何倍に当たるかを示す倍率で、一般的に1倍を下回ると財務が安定しているとされる。

※5 株価純資産倍率(PBR)とは、1株当たり純資産の何倍の値段が付けられているかを見る投資尺度である。業界によって水準は異なるものの、1倍以上が好ましいとされる。

- ・時価総額と比較して**投資有価証券計上額が異常に高く、企業価値毀損リスクがある**
- ・**非事業性資産を早急に換金し、利潤を生む事業に経営資本に振り向けるべきである**

時価総額と投資有価証券計上額比較

単位：百万円



※ 各年度の3月末時点の計上額で算出
※ データ出所：SPEEDA・有価証券報告書

- ・ISSの基準によると、当社には独立性が疑われる社外役員が存在することになる
- ・また、過剰な株式持ち合いは経営陣の株主軽視を裏付け、市場の評価を著しく下げる

ISS

(Institutional Shareholder Services Inc.)

政策保有株式基準

政策保有株式を保有するために投入された資本は、本業の投資活動に活用されず株主還元にも充填されない。

政策保有株式の保有は資本生産性の低下を招くことがある。資本生産性の低さが、数十年にわたる日本の株式投資の収益性の低さに影響しているとも指摘される。

日本では事業上の関係維持のため、純投資目的以外の目的で他企業の株式を保有する慣習が広く見られるが、このような株式の政策保有、特に株式の持ち合いの元では資本の空洞化が生じる。

また、常に会社提案議案に賛成する一方で株主提案には反対するように議決権が行使されるため、市場による規律の低下が懸念される。

政策保有株式の相手企業出身の社外役員に独立性があると判断することは困難である。

グラス・ルイス

(Glass, Lewis & Co., LLC)

過剰な株式持ち合い

日本独特の市場慣行の一つである企業間の株式持ち合いは、上場企業の株式の経済的価値をその議決権割合から引き離すものであり、経営陣を資本市場のプレッシャーから守る役割を果たしている。また、経営側の説明責任の低下、不十分な危機管理能力や非効率的な自己資本管理政策等の原因にもなり、さらに敵対的買収の回避にも寄与していると考えられている。

通常、企業側は、株式持ち合いが企業政策上、必要不可欠なものであると主張するが、株式持ち合いがもたらす利益は、数量化することが困難であり、明確に示されることがない。

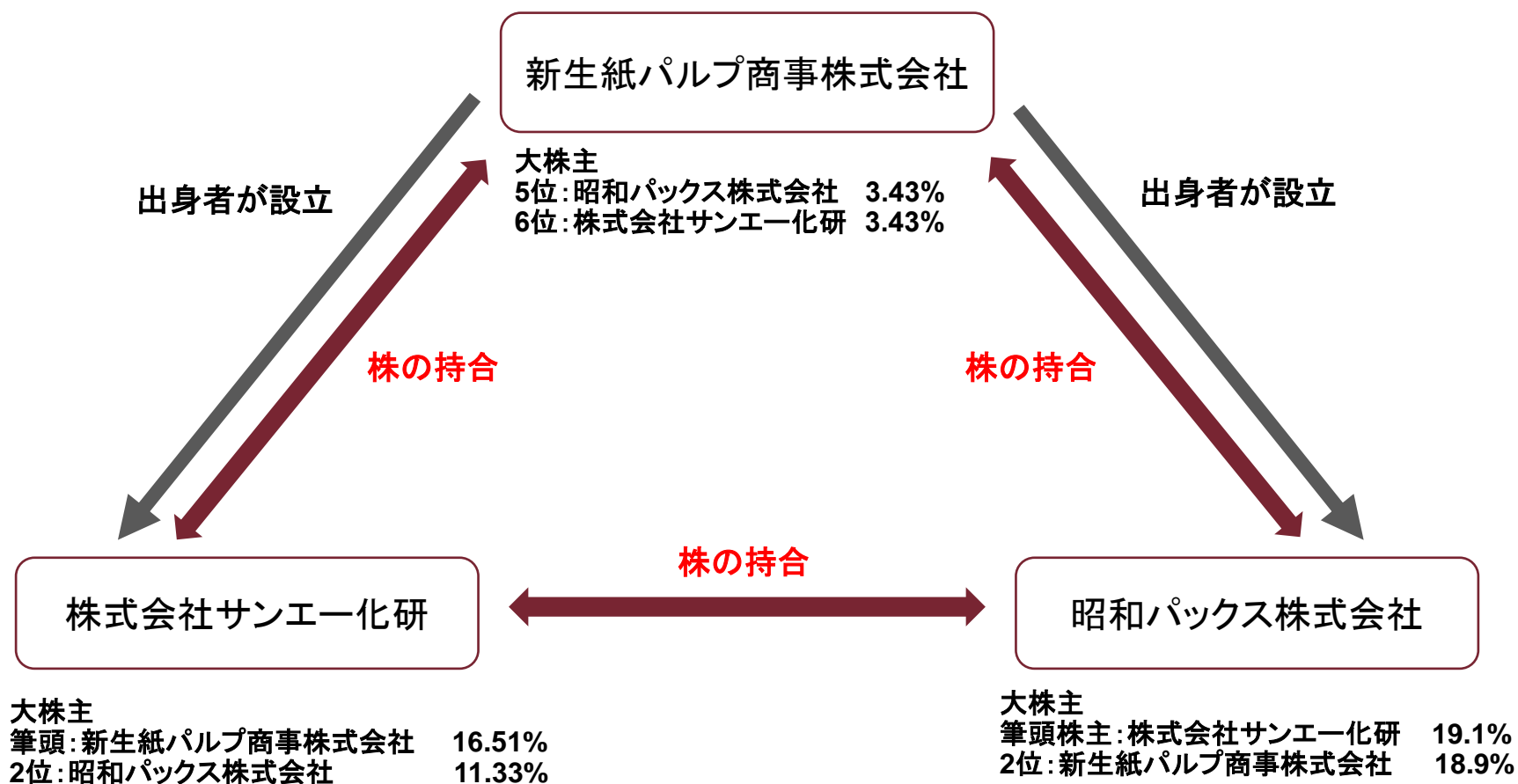
グラス・ルイスは、企業が買収防衛策の導入に加えて、**過剰な株式持ち合いを行っている場合、経営陣が株主価値を軽視し、株主のコストで自身の保身を図っているとみなす。**

そのため、買収防衛策を導入している企業が、さらに、過剰な株式持ち合いを行っている場合、経営陣による過度な防衛策の導入であると判断し、会長(会長職が存在しない場合、社長またはそれに準ずる役職の者)に対して、反対助言を行う。

※ISS、グラス・ルイスの議決権行使基準より一部抜粋

- ・新生紙パルプ商事(株)と昭和パックス(株)と株式持ち合いの三角関係がある
- ・特に、昭和パックスとは少額の取引があるのみで重要取引先ではない

3社の資本関係



・サンエー化研の上位10位株主には信託銀行が2行入っているが、これは信託口であり、注釈に記載があるようにこれらはすべて昭和パックスの影響下にある

上位10位株主構成

2019年3月31日現在

氏名又は名称	住所	所有株式数 (千株)	発行済株式(自己 株式を除く。)の 総数に対する所有 株式数の割合 (%)
新生紙パルプ商事株式会社	東京都千代田区神田錦町1-8	1,812	16.51
昭和パックス株式会社	東京都新宿区市谷本村町2-12	1,244	11.33
サンエー化研社員持株会	東京都中央区日本橋本町1-7-4	361	3.29
日本マスタートラスト信託銀行株式会社	東京都港区浜松町2-11-3	315	2.87
株式会社三菱UFJ銀行	東京都千代田区丸の内2-7-1	310	2.82
みずほ信託銀行株式会社	東京都中央区晴海1-8-12	300	2.73
双日プラネット株式会社	大阪府大阪市北区梅田3-3-10	227	2.06
株式会社みずほ銀行 (常任代理人 資産管理サー ビス信託銀行株式会社)	東京都千代田区大手町1-5-5 (東京都中央区晴海1-8-12)	200	1.82
JapanAct合同会社	東京都中央区銀座1-16-7	125	1.13
山田 美千代	神奈川県横浜市港南区	121	1.10
計	-	5,016	45.71

(注) 1. 「日本マスタートラスト信託銀行株式会社」の所有する株式はすべて信託業務に係るものであります。
 なお、それらの内訳は昭和パックス株式会社の退職給付信託口300千株及び株式会社巴川製紙所の退職給付信託口15千株となっております。
 ※2.73%分
 2. 「みずほ信託銀行株式会社」の所有する株式は、すべて昭和パックス株式会社の退職給付信託に係るものであります。

※2019年6月26日有価証券報告書より抜粋

※参考

信託された株式については名義は受託者(信託銀行)に移るが、議決権の行使は委託者である企業に残すことが一般的で、実質的な持合効果を維持したままにすることができる。
 有価証券報告書の保有株式開示でも純投資以外の目的で保有する株式とみなす「みなし保有株式」とされている。

東証のパブリックコメントでも「対話ガイドラインで明示されているように企業内容等の開示に関する内閣府令における『みなし保有株式』などの、上場会社が直接保有していないが、上場会社の実質的な政策保有株式となっているものも含まれます」と回答しており、**退職給付信託に含まれる株式も実質的には政策保有株式である**ことを明らかにしている。



11.33%(昭和パックス所有株式比率)
2.73%(日本マスタートラスト信託銀行株式会社の昭和パックスの退職給付信託比率)
2.73%(みずほ信託銀行株式会社の昭和パックスの退職給付信託比率)
=16.79%の保有割合となり、実質的には昭和パックスが筆頭株主である。

- ・両社は互いに**重要な取引関係が存在していないことを開示資料内で認めている**
- ・その認識が共有されているならば、政策保有株式の保有継続は経済的合理性に欠ける

サンエー化研

「なお、同社は当社の取引先であります、当社製品の一般ユーザーとして取引を行っているに過ぎず、重要な取引先には該当しません。」

当社と同社は互いに相手先の主要株主として社外監査役の相互就任を行う関係にあります、それは、両者の事業内容の類似性により経営に際して共通点が多く、互いに相手先の経営をチェックすることが合理的であるからです。これらのことから、同氏を当社の社外監査役として適任と判断いたしました。」

※「コーポレート・ガバナンスに関する報告書」(2019/07/12) 飯崎充氏の選任に関する理由に関する補足説明より一部抜粋

昭和パックス

「株式会社サンエー化研は、当社の主要株主として一般株主と同様に当社の経営に関心を持っています。当社の行為が法令等に違反していないか、一定の利益をあげているか、利益が株主に還元されているか等監視しています。また、同社の主要株主であり(持株比率11.3% 第2位)、同社は当社経営陣に対して著しいコントロールを及ぼしうるものではありません。**また、当社と同社との間に取引はありますが、金額は少額であります。**同社の業務執行者であるとの立場は、一般株主との利益相反が生じるおそれは無いと判断して選任しました。」

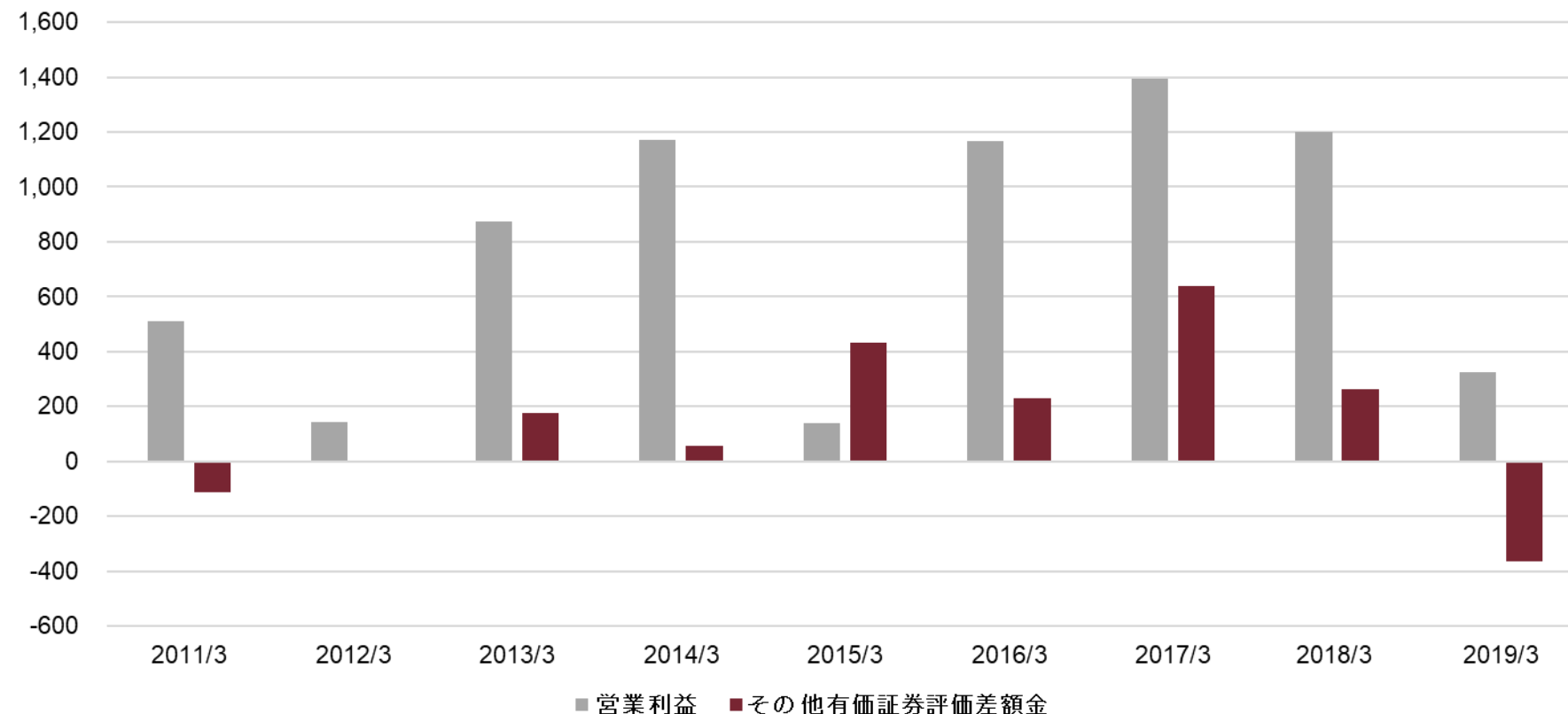
※「コーポレート・ガバナンスに関する報告書」(2019/07/04) 櫻田武志氏に関する適合項目に関する補足説明より一部抜粋

重要な取引先ではなく、取引の金額が少額なのであれば、ここまで過大な株式の持合は不要であり、資本効率の兼ね合いからも持合関係を改めるべきである

- ・営業利益と比較して、政策保有株の時価変動による総資産の増減が激しい
- ・日々の営業努力が非合理的な資産配分によって水の泡になるリスクが存在する

営業利益とその他有価証券評価差額金比較

単位：百万円



※ 各年度の3月末時点の計上額で算出
※ データ出所：SPEEDA・有価証券報告書

- ・現経営陣在籍期間中のPBR、ROEは非常に低く、資本収益性に対する意識が甘い
- ・長年、経営陣が株主資本を有効活用できていないことは明らかで、現状に満足し企業価値・株主価値向上に資する具体策を講じてこなかった

※1

役職	氏名	現役職就任時期	期間	平均PBR	平均ROE
代表取締役会長	藤岡 宣隆	2018年4月	12年間	0.33	1.56%
代表取締役社長	山本 明広	2018年4月	7年間	0.34	2.78%
常務取締役	櫻田 武志	2018年6月	5年間	0.35	3.36%
取締役	芝 彦尚	2017年6月	2年間	0.35	2.79%
取締役	山本 元	2018年6月	1年間	0.27	0.96%
社外取締役	藤澤 廣一	2015年6月	2年間	0.35	4.12%

※1 現役職の就任期間ではなく、代表取締役会長、代表取締役社長、常務取締役、取締役、社外取締役の合計就任期間を記載

※ データ出所：SPEEDA

・機関投資家などが議決権行使の際に参考にする議決権行使助言大手2社の議決権行使助言方針に照らし合わせると、当社の**役員の多くは独立性基準を満たしていない**

ISS

(Institutional Shareholder Services Inc.)

取締役選任

独立性基準

ISSの独立性の基本的な考え方は「会社と社外取締役や社外監査役の間に、社外取締役や社外監査役として選任される以外に関係がないこと」である。日本企業においては、たとえば、下記のケースでは多くの場合、独立していないと判断される。

- ・**会社の大株主である組織において、勤務経験がある**
- ・会社の主要な借入先や取引銀行において、勤務経験がある
- ・会社の主幹事証券において、勤務経験がある
- ・**会社の主要取引先である組織において、勤務経験がある**
- ・会社の監査法人において、勤務経験がある
- ・コンサルティングや顧問契約などの重要な取引関係が現在ある、もしくは過去にあった
- ・親戚が会社に勤務している
- ・会社に勤務経験がある
- ・**会社が政策保有目的で保有すると判断する投資先組織において、勤務経験がある**

※監査役の独立性基準においては上記と同様である。

グラス・ルイス

(Glass, Lewis & Co., LLC)

取締役及び監査役の選任

グラス・ルイスが定める独立役員とは、弊社の独立性基準と照合し、一般株主と利益相反が生じるおそれがないと判断された役員の事を指す。その独立性基準には、利益相反につながる可能性がある判断される要因(株保有率、事業取引や親族関係など)、その要因となつた関係性の継続期間など、様々な判断要件を定めている。弊社は、役員と企業の関係性の内容によって、各役員を以下のように分類する。

独立役員: 利益相反が生じるおそれのある要因がない役員の事。例えば、当該会社またはその子会社や関連会社との重要な取引、またはその重要な取引先との雇用関係、当該会社との関係者との親族関係などがなく、さらに、当該会社の主要借入先の関係者、10%以上の株式保有またはその関係者でない役員。

非独立役員: 一般株主と著しく利害関係を異にする特定の利益相反が生じるおそれがある役員の事。例えば、当該会社またはその子会社や関連会社との重要な取引、またはその重要な取引先との雇用関係、当該会社との関係者との親族関係のいずれかがある場合、あるいは当該会社の主要借入先の関係者、**10%以上の株式保有またはその関係者である場合、さらに、当該企業との株式持ち合い関係がある企業との関係が判明した場合、当該役員を非独立と判断する。**

- ・多くの取締役において、他の2社との相互就任関係が見受けられる
- ・ISSやグラス・ルイスの独立性基準も満たしていないが、一般的に考えても到底独立性が保たれているとは言い難い役員人事である

相互就任の関係にある取締役一覧

- ・代表取締役会長 藤岡 宣隆→昭和パックスの第118期補欠監査役就任
- ・代表取締役社長 山本 明広→昭和パックスの第121期監査役就任
- ・常務取締役・東京営業統括 櫻田 武志→昭和パックスの第123、122期監査役就任
- ・取締役・関西支店長 芝 彦尚→昭和パックスの第121、120、119期補欠監査役就任
- ・常勤社外監査役 鈴木 直樹←2015年6月まで新生紙パルプ商事から派遣
第110期～第104期まで
- ・社外監査役 宮本 貞彦←新生紙パルプ商事から派遣(現常勤監査役)
第110期～第106期まで
- ・社外監査役 飯崎 充←昭和パックスから派遣(現常務取締役管理本部長)
第110期～第106期まで※第106は補欠監査役
- ・補欠監査役 上河 義章←昭和パックスから派遣されており、新生紙パルプ商事の補欠監査役も兼任
第110期～第106期まで

※サンエー化研第110期有価証券報告書参照

日本企業の株主構成の特徴として、純投資を目的としない安定株主が比較的多く、そのような株主は一般的に企業に経営改善を迫らず資本効率性が低い経営を黙認する傾向にあります。サンエー化研においても、昭和パックスや新生紙パルプという安定株主に守られる形で極端に低いPBR・ROEに甘んじてきた過去があります。

資金調達手段が多様化していることに加え、金利が歴史的低水準で推移しており、金融機関からの借入れは低コストかつ比較的容易となっている状況を鑑みると、現状のように**過大な現預金を蓄えることは資本効率性の観点から望ましくありません**。それに加え、**重要取引先ではない企業の有価証券保有は経済的合理性に欠ける経営判断であり**、本来であれば事業投資や株主還元といった形で有効活用されるべき資本が埋もれ、非事業性資産としてバランスシートを膨らませるだけです。

欧米においてはPBRが1倍未満になると、CEOの経営責任を問う解任リスクや敵対的買収にさらされることが多いことから、その緊張感によって間接的にガバナンスが働いており、結果として資本コスト以上のROICを実現する企業が多いとされています。一方で、サンエー化研においては、安定株主の存在によって株主による企業の監視が十分に機能しておらず、自ら合理的だと考えている経営が資本の論理と整合的でなく、結果として市場の評価の向上につながっていません。

弊社としては、抜本的に経営姿勢・財務方針を見直さない限り、市場の評価は改善されないと考えます。**株主に任命された上場企業の取締役として、責任ある姿勢を期待します**。

Japan Act 合同会社(以下「Japan Act」といいます。)は、本資料に掲載している情報の正確性について万全を期しておりますが、その内容について保証するものではありません。

著者あるいは発行者は、本資料においては法務、会計、税務あるいはその他の専門的なアドバイスあるいはサービスを提供しているものではないという認識で、情報を提供しています。そのため、本資料に掲載されている情報を、専門的な会計、税務、法務、その他の権限あるアドバイスの代用として用いるべきではありません。

本資料では、信頼できる情報源から得た情報を、確実に掲載するようあらゆる努力をしておりますが、Japan Act は、間違い、情報の欠落、あるいは、掲載されている情報の使用に起因して生じる結果に対して一切の責任を負わないものとします。

本資料に掲載されている全ての情報は、その時点の情報が掲載されており、完全性、正確性、時間の経過、あるいは、情報の使用に起因して生じる結果について一切の責任を負わないものとします。また、あらゆる種類の保証、それが明示されているか示唆されているかにかかわらず、また業務遂行、商品性、あるいは特定の目的への適合性への保証、また、これらに限定されない保証も含め、いかなることも保証するものではありません。

いかなる場合にも、Japan Act、その関連するパートナーシップ、法人、パートナー、代理人、ならびに従業員は、本資料に掲載されている情報によって決定を下したり、あるいは行為を起こしたことにより、結果的に損害を受け、特別なあるいは同類の損害を蒙ったとしても、またその損害の可能性について言及していたとしても、一切の責任を負いません。

本資料で掲載されている外部サイトへのリンクは、第三者が運営しているもので、私どもは管理していません。Japan Actが、その正確性や第三者のサイトに掲載されている情報について内容の正確性を保証ないし推奨するものではありません。