

2024年6月21日

株式会社ナガホリ 株主の皆様へ

提案株主 リ・ジェネレーション株式会社

## 当社株主提案に係るナガホリ取締役会の意見に対する反論

株式会社ナガホリ（以下「ナガホリ」といいます。）の筆頭株主であるリ・ジェネレーション株式会社（以下「当社」といいます。）は、2024年4月30日付で、大要、DOE（純資産配当率）の3%を基準とした剰余金の配当（増配）を求める旨の株主提案（以下「本株主提案」といいます。）を行いました。それに対し、ナガホリは、同年5月30日付「当社第63期定時株主総会に係る株主提案に対する当社取締役会の意見に関するお知らせ」と題するリリース（以下「本リリース」といいます。）にて、取締役会として、本株主提案に反対する旨及びその理由を説明しています。

しかしながら、ナガホリ取締役会が本リリースにて主張する各理由については、いずれも上辺だけの抽象的なものに留まり、およそ説得的ないし合理的なものではありません。

そこで、株主の皆様が本リリースにより誤った方向に誘導されることなく、正しい判断の下で適切に本株主提案への議決権を行使していただくべく、当社より、本リリースに対する反論を以下で述べさせていただきます。

なお、本株主提案の詳細については、本リリースに添付された別紙「本株主提案の内容」をご参照ください。

### 記

#### 1 本株主提案は過大な配当を求めるものではないこと（本リリースⅢの1について）

(1) ナガホリ取締役会は、本株主提案への反対の理由として、特段、具体的なデータを示すことなく、「DOE 3%に相当する額の配当は、上場会社における DOE の中央値や平均値と比較してもかなりの高水準である」ことを挙げています。

しかしながら、日本取引所グループ（JPX）が公表する調査レポート（2024年3月期の決算短信集計結果）<sup>1</sup>によれば、東京証券取引所3市場における全産業（金融業を除く29種）の純資産配当率の平均は2.91%、金融業を含めた33業種で見ても、純資産配当率の平均は2.84%とされており、これらの数値に照らしても、DOE 3%の水準が「かなりの高水準である」とは、到底、評価することができず、ナガホリ取締役会の指摘は不当であると考えます。

---

<sup>1</sup> <https://www.jpx.co.jp/markets/statistics-equities/examination/index.html>

その一方で、ナガホリ取締役会が提案する配当議案である1株当たり13円(以下「**本  
会社提案議案**」)を基準とした純資産配当率は、僅か1.6%に過ぎず、逆に、本会社提案議案の純資産配当率が「かなりの低水準にある」ことは明白でありますので、ナガホリ取締役会は、株主の皆様に対する還元を軽視していると言わざるを得ません。

- (2) また、ナガホリ取締役会は、「引き続き」百貨店等の富裕層向けの商品の充実を図るとともに、当社グループ販売商品の内製化や事業提携先との取引進行の推進による収益力の強化を図ると共に、自社ブランド商品の販売促進や直営店による販売、宣伝活動やOEM販売の強化に取り組む所存であることから、持続的成長につながる戦略的投資のための資金確保の必要があることも反対理由の一つとしています。

しかしながら、上記の各取り組みに関する文言のほとんどは、2022年9月29日付「中期経営計画『To the next Growth』」が公表される前から、事業報告書等において、いわば定型文句として記載されていたものであり、結局のところ、具体的にどういった内容の投資や販促活動に対して、いつの時期に幾らの支出を見込んでおり、現時点において幾らの現預金残高を維持・確保する必要があると考えているのか、資金確保の必要性について、現状の現預金残高と今後のキャッシュフローアロケーションを踏まえた具体的かつ説得的な説明が一切なされておられません。

かように抽象的に過ぎる説明内容では、株主資本につき資本コスト相当の負担を強いられることとなる株主の立場として、到底、納得することができません。

- (3) さらに、ナガホリ取締役会は、当社による株式の買集め(なお念のため、現在、当社がナガホリ株式の追加的な買い増しを行っている事実はないことを付言します。)に対応すべく、機動的に利用できる手元資金を一定水準確保することが必要である旨主張しておりますが、後記2で述べるとおり、ナガホリ取締役会は、もっぱら自己保身の目的のために巨額のアドバイザー費用の支出を行っているものといわざるを得ず、その一方で、上記(1)のとおり、株主の皆様に対する還元を軽視し、かなりの低水準にある配当に留めているというのですから、ナガホリ取締役会は、株主の負担の下、自己保身を図っているといえますので、かかる反対理由も不当であると考えます。

## 2 本株主提案の理由が事実と反しているとはいえないこと(本リリースⅢの2について)

- (1) ナガホリ取締役会は、株主総会決議取消訴訟を初めとする訴訟対応等の事実を漫然と並べ、本アドバイザー費用は「それらの対応に伴い、やむを得ず支払ったもの」である旨説明しておりますが、結局、どの委託業務につき、それぞれ幾ら支払っているのか、具体的な内訳が全く示されておらず、説明として極めて不十分であると言わざるを得ません。

その点、当社としては、ナガホリ取締役会が個別に摘示する各業務の存在を踏まえてもなお、2023年3月期通期の357,773千円および2024年3月期通期の269,408千円という金額は、高額に過ぎるものと認識しており、表に出すことが憚られる委託業務に対する報酬が含まれていること、また、対価が不相当に高額であることが合理的に疑われるといえます。

- (2) また、ナガホリ取締役会は、改めて当社代表尾端に対する非難を縷々展開しておりますが、いずれもこれまで提出した回答書ないし抗議書等の書面で当社が釈明したとおりであり、当社がナガホリのことを、マルチビジネスに悪用するとか、自らと関

係を有する者に利益を供与することを目的とした大規模エクイティ・ファイナンスを行うために利用することを企図しているなどといった事実は一切ありません。

その点、当社ないし当社代表に対する非難については、ナガホリにおいて情報を秘匿する理由には一切ならないことを申し添えます。

- (3) 一方で、ナガホリ取締役会は、当社が再三に亘って説明を求めていた子会社である仲庭時計店に関する巨額損失について、その発生原因が、もっぱら同社従業員による複数の不祥事にあつたにもかかわらず、2022年10月5日付の当該不祥事に関する報道がなされるまでの間、「大口取引先の営業方針の大幅な転換等」の複数の突発的な要因に伴い業績が低下することになり連結決算上の影響が生じている」(※傍点及び下線は当社が付したもの)などと、ギリギリ嘘にならないような曖昧な回答に終始し、頑なに本件不祥事の存在を隠蔽し続けていました<sup>2</sup>。

すなわち、ナガホリ取締役会には、不都合な事実(しかも他の事実と比較して、最も重要かつ株主が一番知りたい事実)を隠した「前歴」があるところ、本リリースにおいても、アドバイザー費用に係る業務内容の最後に「等」を付していることからすれば、再び、ナガホリ取締役会が、不都合な事実の隠蔽に手を染めている可能性が合理的に疑われる状況にあるといえます。

なお、当社は、ナガホリ取締役に対する責任追及を行う前提として、本アドバイザー費用の内訳のほか、仲庭時計店の不祥事に纏わる巨額の損失発生の実態を明らかにすべく、会計帳簿等閲覧謄写の請求をナガホリに対して行いましたが、ナガホリは、「請求の理由」が具体的に特定されているとはいえず、また、(何らの根拠も示すことなく)当社グループがナガホリとの間で実質的な競争関係にある事業を営んでいるものと判断されるため会社法433条2項3号の拒否事由があるなどと主張して、上記閲覧謄写請求を何れも拒絶しました。しかしながら、当社としては、「請求の理由」は十分に特定されていると考えており、また、当社グループがナガホリとの間で実質的な競争関係にある事業を営んでいるとの主張は事実無根でありますので、当社は、2024年6月10日付で東京地方裁判所に対し、会計帳簿等の閲覧謄写請求訴訟を提起し、現在係属中となっていることを申し添えます。

- (4) さらに、ナガホリ取締役会は、政策保有株式の保有につき、「取引の維持・強化及び株式の安定等を株式保有目的の基本的な方針」としている旨、また、保有の必要性について適宜見直しを行い、政策保有株式の縮減に努めているなどと説明しております。

その点、「株式の安定」の趣旨が当社には分かりかねますが、その点は措くとして、当社の株式買い集めが明らかとなった2023年3月期以降、現時点で確認することができる2024年3月期連結損益計算書等の資料からは、ナガホリにおいて政策保有株式が縮減された形跡は認められません。

一方で、ナガホリの2023年3月期に係る有価証券報告書(以下、単に「有価証券報告書」といいます。)の【株式の保有状況】における「特定投資株式」の一欄を見ると、新たに追加取得した政策保有株式は以下の3銘柄であることが認められます。

① (株)セブン&アイ・ホールディングス

ナガホリの有価証券報告書によれば、同社の保有目的は「百貨店事業における販売関連の取引維持・強化」であるとされています。しかしながら、同社グループの百貨

---

<sup>2</sup> 2022年8月5日付「回答及び質問状(7)」-4頁(4)

2022年8月31日付「回答及び質問状(8)」-2頁(3)

2022年9月22日付「回答及び質問状(9)」-9頁(3)等を参照

店事業の中核をなす株式会社そごう・西武の株式の全ては、2023年9月1日付で米国投資ファンドに譲渡されており、事実上、ナガホリが同社株式の保有目的に掲げている百貨店事業から既に撤退しております<sup>3</sup>。

そのため、上記株式譲渡時以降、ナガホリが(株)セブン&アイ・ホールディングスの株式を政策保有する理由は認められず、真実、ナガホリが保有の必要性について適宜見直しを行っているのであれば、遅くとも、前期中(2024年3月末時点まで)には、売却等を行うことにより、その縮減が図られていなければならないというべきですが、今のところその形跡は認められません。

## ② (株)三栄コーポレーション

ナガホリの有価証券報告書によれば、同社株式の保有目的は「業界環境、同行など事業活動に有益な情報収集のため」とされています。

しかしながら、そもそも情報収集の目的だけで、相当の株式(2023年3月末時点で9,002株)を保有する必要性があること自体、大いに疑問であると言わざるを得ません。一方で、同社の2023年3月期に係る有価証券報告書の【株式の保有状況】における「特定投資株式」の一欄を見ると、同社もまた、ナガホリの株式を36,300株保有していることが認められ、要するに、株式の相互持合いを行っていることが認められます。

したがって、ナガホリにおいて、同社株式の保有の継続及び更なる買増しに及んでいる真の理由は、株式の相互持合いを通じた安定株主工作による現経営陣の保身にあることが合理的に認められる状況にあるといえます。

## ③ (株)ほくほくフィナンシャルグループ

ナガホリの有価証券報告書によれば、同社株式の保有目的は「主な借入先の一つであり、当社の業績維持・拡大の為」とされています。

しかしながら、昨今、金融機関自ら、資本コストや株価を意識した経営、あるいは、コーポレートガバナンスの強化を図る目的から、率先して、政策保有株式の縮減に努めているにもかかわらず、その一方で、金融機関との取引関係を維持するために、同金融機関の株式を保有及び更なる買増しをしなければならないというのは、説得力に欠けるというに留まらず、およそ奇怪な話であるというほかありません<sup>4</sup>。

仮に、当該金融機関の株式を保有しなければ取引に応じてくれないとか、取引条件が厳しくなるというのであれば、それは極めて不健全な関係というべきであり、コンプライアンス上問題があるというほかなく、むしろ取引を解消し、他行への乗り換えを検討すべきであるといえます(その検討を怠っているとすれば、現経営陣の怠慢の何物でもありません)。

その点、ナガホリの事業報告書によれば、2024年3月末における同社(北陸銀行)に対する借入金残高が5億円であることが認められますが、借入のある金融機関6行のうち七十七銀行と並び最も残高が少なく(借入金残高9,867百万円の僅か5%

---

<sup>3</sup> (株)セブン&アイ・ホールディングスによる2023年9月1日付「当社子会社の株式譲渡及びそれに伴う子会社異動の完了に関するお知らせ」参照。

<sup>4</sup> (株)ほくほくフィナンシャルグループによる2024年1月26日付「コーポレート・ガバナンスに関する報告書」においても、「政策保有株式全体としては縮減方針であり、2022年度からの3年間で保有する政策株式の簿価の25%相当(約156億円)を縮減する。中長期的に連結純資産対比20%未満を目指す。」と明記されています。

程度)、また、2019年3月末以降、残高が一定であることが認められるところ、真実、同行の株式を保有ないし買増しすることで、ナガホリの「業績維持・拡大」が図られているとは、到底、評価することができない状況にあります。

以上で述べたことに加え、2023年3月末時点において、ナガホリの特定投資株式の一覧に名を連ねている会社のうち、BS計上額が最も高い(株)りそな銀行(174,380千円)はナガホリの第5位株主(766千株)であるほか、BS計上額が2番目に高いエステールホールディングス(株)(83,340千円)はナガホリ株式を42千株保有しているなど、株式を相互持合している関係にあることが認められます。

繰り返しになりますが、昨今の時代の潮流として、政策保有株式の保有及び株式の相互持合については、ROEの悪化につながることやコーポレートガバナンスの形骸化を招くといった理由から、これを解消すべきであるとさかんに説かれており、現に、解消に向けた動きが各企業において採られているところです。最近では大手損害保険会社4社におけるカルテル問題においても問題視され、4社共に適切な競争を阻害する政策保有株をゼロにするといった方針へと舵が切られているところです。本来、企業は、取引先の株式を保有している会社だからという理由でなく、他社より優れた商品やサービスを提供できる会社であるとの理由で、取引先から選ばれるよう努めるべきであるはずで、また、そうでなければ、競争原理の元、商品やサービスの質を向上させようとするインセンティブも働きにくくなり、企業の衰退を招くことにもなりかねません。政策保有株式は百害あって一利なしといえます。

それにもかかわらず、ナガホリでは、政策保有株式を縮減するどころか、何らの躊躇いもなく堂々とその追加取得に及んでおり、まさに時代に逆行した愚行と言わざるを得ません。そして、株式の相互持合については、先に述べた巨額のアドバイザリー費用の支出と同様、ナガホリの現経営陣が「取引の維持・強化」を隠れ蓑にして、株主から負託された貴重な会社財産を使って安定株主工作を行い、自己保身を図っているというほかありません。

(5) 加えて、ナガホリ取締役会は、株主還元指標としてDOEの採用を否定する事情として、「2019年9月に当社が認識した不正事案以降、仲庭時計店において同種事案は発生していないと認識」していること、「今後、仲庭時計店で発生した不祥事に起因して貸倒損失の計上を余儀なくされるおそれは存在しないと認識」していることを挙げております。

しかしながら、仮に、仲庭時計店において2019年9月以降、新たな不正事案が発生していないとしても、【別紙：仲庭時計店に纏わる決算数値】で示したとおり、同社に係る損失処理はかかる最後の不正事案発生時を含む2020年3月期に留まらず、その後2023年3月期まで継続しました。

すなわち、ナガホリにおいては、不正事案に係る損失処理及びそれによる影響が(2019年3月期も含めれば)5年間も継続していたことになり、その間ずっと、ナガホリ株主は不祥事なかりせば得られていたはずであろう配当を得ることができず、我慢を強いられてきたこととなります。

したがって、上記ナガホリ取締役会の説明内容は、株主の皆様に対し、2019年9月(2020年3月期)までに全ての損失処理が完了しており、それ以降、ナガホリの(連結上の)当期純利益ないし配当金額には影響が一切生じていないとの誤解を与えるも

のであり、(それを意図してなされたものであるか否かにかかわらず) 極めて不当であるというべきです。

### 3 本株主提案はナガホリの経営支配権を取得する一手段としてなされたものではないこと (本リリースⅢの3について)

最後に、ナガホリ取締役会は、当社が本株主提案を行った真の狙いは、ナガホリにおいて、必要な本アドバイザー費用の支払いを困難にし、ナガホリの経営支配権の取得を果たすことにあるなどと主張しています。

その点、上記2で述べたとおり、本アドバイザー費用はもっぱら現経営陣が自己保身の目的で支出したことが合理的に疑われるものでありますが(真実、ナガホリの企業価値の向上・株主共同の利益に資する支出であるというのなら正々堂々とその内訳が開示されるべきです)、その点は措くとして、上記1で述べたとおり、DOE3%を株主還元のメルクマールとすることは決して無理なものではなく、極めて合理的な水準であり(真実、ナガホリ取締役会が主張する狙いが当社にあるとすれば、昨今の各社における増配姿勢や実際に提出されている株主提案の内容に鑑みれば、DOE3%程度の水準の提案に留まるはずがないことは説明するまでもありません)、また、2024年4月30日付「株主提案書」に記載したとおり、仮にDOE3%を満たすだけの追加的な配当を実施したとしても、その総額は250百万円程に留まり、ナガホリの現預金残高及び自己資本等の財政状態並びに営業利益及び当期純利益等の経営成績に鑑みれば、上記ナガホリ取締役会の主張は、本アドバイザー費用の継続的な支出を正当化するための詭弁であることは火を見るよりも明らかであります。

当社は、ナガホリの筆頭株主として、本来なされるべき株主還元を求めて本株主提案に及んだものであり、決して、ナガホリの経営支配権の取得を果たすことを目的として本株主提案に及んだものではないことをここに断言します。

以 上

別紙：仲庭時計店に纏わる決算数値

【2018年3月期】

長期貸付金	:	450,000	千円
関係会社支援損	:	131,000	千円
連結純損益	:	57,046	千円
(本件子会社の純損益	:	154	千円)

【2019年3月期】

長期貸付金	:	314,000	千円	(返済▲136,000千円)
貸倒引当金	:	157,000	千円	(繰入+157,000千円)
貸倒引当金繰入額	:	157,000	千円	
連結純損益	:	▲133,590	千円	
(本件子会社の純損益	:	▲81,906	千円)	

【2020年3月期】

長期貸付金	:	321,000	千円	(差額不明+7,000千円)
貸倒引当金	:	193,020	千円	(繰入+36,020千円)
貸倒引当金繰入額	:	36,020	千円	
連結純損益	:	▲104,530	千円	
(本件子会社の純損益	:	▲119,754	千円)	

【2021年3月期】

長期貸付金	:	381,000	千円	(差額不明60,000千円)
貸倒引当金	:	316,300	千円	(繰入+123,280千円)
貸倒引当金繰入額	:	123,280	千円	
連結純損益	:	▲331,577	千円	
(本件子会社の純損益	:	▲123,211	千円)	

【2022年3月期】

長期貸付金	:	361,000	千円	(差額不明▲20,000千円)
貸倒引当金	:	342,600	千円	(繰入+26,300千円)
貸倒引当金繰入額	:	26,300	千円	
連結純損益	:	163,921	千円	
(本件子会社の純損益	:	▲25,637	千円)	

【2023年3月期】

長期貸付金	:	361,000	千円	(増減なし)
貸倒引当金	:	361,000	千円	(繰入+18,400千円)
関係会社事業損失引当金	:	30,510	千円	(繰入+30,510千円)
貸倒引当金繰入額	:	18,400	千円	
関係会社事業損失引当金繰入額	:	30,510	千円	
連結純損益	:	60,777	千円	
(本件子会社の純損益	:	▲49,535	千円)	