

特に説明を要する議案について

2024年1月～3月総会

- ・当資料は投資の参考となる情報の提供を目的として三井住友DSアセットマネジメントが作成したものです。
- ・当資料に記載されている事項は、現時点または過去の実績を示したものであり、将来の成果を予測するものではありません。
- ・当資料に記載されている各事項につきましては、正確性を期しておりますが、その正確性を保証するものではなく、今後予告無く、修正・変更する場合がございます。



2024年1-3月期の株主提案一覧

その一歩で、
未来は変えられる。

Be
Active.

コード	会社名	提案者	主な提案の内容	主な論点	当資料
2009	鳥越製粉	LIM	・株主還元 ・資本コスト、役員報酬の開示 ・政策保有株式の売却	・資本効率性 ・政策保有株式	2ページ
2206	江崎グリコ	Dalton	・資本コストを意識した開示 ・株主還元、政策保有株式の売却 ・役員報酬の個別開示	・資本効率性 ・資本コストを意識した経営	
2301	学情	LIM	・資本コスト、役員報酬の開示 ・株主還元	・過剰資本、自己資本比率	3ページ
2389	デジタルホールディングス	LIM	・自己株式の取得 ・役員報酬の個別開示	・低PBR ・過剰資本	4ページ
4551	鳥居薬品	LIM	・自己株式の取得 ・役員報酬の個別開示	・親子上場 ・資本効率性	5ページ
4634	artience	日本バリュー・インベスターズ	・自己株式の取得	・資本効率性 ・投資有価証券	6ページ
6328	荏原実業	Dalton	・株式報酬 ・自己株式の取得	・資本効率性	
6592	マブチモーター	日本バリュー・インベスターズ	・自己株式の取得	・資本効率性	
7279	ハイレックスコーポレーション	個人株主	・株主還元 ・四半期別決算説明資料開示	・資本効率性 ・情報開示	
9749	富士ソフト	3D	・監査役選任 ・自己株式の取得	・買収提案の検討状況 ・資本効率性	7ページ

・当資料は投資の参考となる情報の提供を目的として三井住友DSアセットマネジメントが作成したものです。
 ・当資料に記載されている事項は、現時点または過去の実績を示したものであり、将来の成果を予測するものではありません。
 ・当資料に記載されている各事項につきましては、正確性を期しておりますが、その正確性を保証するものではなく、今後予告無く、修正・変更する場合がございます。



三井住友DSアセットマネジメント

■ LIM JAPAN EVENT MASTER FUNDによる株主提案の判断概要

- 同社の課題は、低ROE（3%未満）、低PBR（約0.5倍）、政策保有株式（対純資産30%弱）等の資本効率性と市場の低評価にあり、SMDAMのガイドラインにおいてもROE基準、TSR基準、政策保有株式に関する基準に抵触する。これを踏まえ、SMDAMは事業制約が懸念される第8号議案を除く4つの株主提案議案に賛成した

議案番号	内容	SMDAM 判断	賛成率	判断の背景
第4号議案	剰余金処分（1株当たり45円）	賛成	13.1%	会社提案の配当性向41.0%に対し、当議案の配当性向は55%相当となる。配当余力は十分と判断し、賛成した。
第5号議案	自己株式の取得 （235万株、総額15.1億円）	賛成	13.9%	第4号議案と合わせた総還元性向は210%相当となるが、自己資本比率81.4%、利益剰余金253.7億円と取得原資に関する懸念は少なく、低ROEの状況や十分な資金使途の方針が示されていないことを鑑みても、投資家として賛同すべきと判断した。
第6号議案	定款一部変更（資本コストの開示）	賛成	11.6%	企業の情報開示強化を期待し賛成した。
第7号議案	定款一部変更（取締役報酬の個別開示）	賛成	13.4%	企業の情報開示強化を期待し賛成した。
第8号議案	定款一部変更（政策保有株式の売却）	反対	8.9%	政策保有株式の売却には賛同できる。しかし、2025年12月末までに全株売却（22年12月期末時点で時価総額92億円規模）は過度な事業制約となることが懸念され、反対した。

出所：鳥越製粉第89定時株主総会招集通知、鳥越製粉2023年12月期決算短信、2024/2/13「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ついて」、当社臨時報告書

■ LIM JAPAN EVENT MASTER FUNDによる株主提案の判断概要

- LIM側は過剰な運用資産（現預金・投資有価証券等）や自己資本を問題視
- 会社側は今後3年間のキャピタルアロケーションとして、約71億円の事業拡大/事業開発投資、約20億円の事業継続投資、約25億円の配当等の方針を示した

議案番号	議案概要	議案テーマ	判断	背景
3	取締役1名の解任の件 （中井清和会長）	ガバナンス	反対	2023年10月期に創業来最高益を達成。会長として経営全般を俯瞰しつつ、社長のサポートを行いながら、最高経営責任者の引継ぎを円滑に進めている状況を評価し、株主提案に反対した。
4	定款一部変更 （取締役報酬の個別開示）	ガバナンス	賛成	情報開示の強化による透明性の向上を期待し、株主提案に賛成した。
5	自己株式の取得の件	株主還元	反対	会社側はキャピタルアロケーションの考え方を示しており、将来的な投資・買収案件の可能性を踏まえ、株主提案に反対した。
6	剰余金の処分の件	株主還元	反対	会社側は配当性向として40%～50%を維持する方針を示しており、将来の投資・買収案件を踏まえると一定の内部留保に妥当性があると判断し、株主提案に反対した。
7	定款一部変更 （資本コストの開示）	ガバナンス	賛成	東証要請との整合性や、情報開示の強化の観点から、株主提案に賛成した。
8	定款一部変更 （自己株式の消却）	株主還元	反対	経営の自由度を奪う可能性があることから、株主提案に反対した。
9	自己株式の消却の件	株主還元	反対	第8号議案と同様の理由から株主提案に反対した。

出所：学情第46期定時株主総会招集通知：<https://ssl4.eir-parts.net/doc/2301/announcement/94718/00.pdf>

学情2023年10月期決算説明資料：<https://ssl4.eir-parts.net/doc/2301/tdnet/2371390/00.pdf>

・当資料は投資の参考となる情報の提供を目的として三井住友DSアセットマネジメントが作成したものです。
 ・当資料に記載されている事項は、現時点または過去の実績を示したものであり、将来の成果を予測するものではありません。
 ・当資料に記載されている各事項につきましては、正確性を期しておりますが、その正確性を保証するものではなく、今後予告無く、修正・変更する場合がございます。



■ LIM JAPAN EVENT MASTER FUNDによる株主提案の判断概要

- LIM側は、PBRが低位で推移していること、過剰な資本（23年12月時点の営業投資有価証券含めたネットキャッシュ比率38.6%、加えて投資有価証券78.5億円等）を問題視
- 会社側は、2020～2022年度の3カ年において総額80億円規模の自己株を取得し、2023年度に保有していたすべての自己株式約87億円を消却した。今後3年間も、機動的かつ柔軟な取得方針を示しており、SMDAMとしてもこの方針に賛同した
- しかし、低PBRの一因であると推測される、ROEの分子に該当する利益の獲得と成長に関しては、依然として課題といえる

議案番号	内容	SMDAM 判断	賛成率	判断の背景
第3号議案	自己株式取得の件	反対	否決 (賛成率 18.81%)	2020～2023年度で総額約80億円の自己株式取得と全株消却の実績があり、総還元性向は39.6%→107.9%→552.3%で推移している。また、今後3カ年も機動的かつ柔軟に自己株式を取得する方針であることから会社側の還元方針に賛同し、当該株主提案には反対した。
第4号議案	定款一部変更（取締役報酬の個別開示）の件	賛成	否決 (賛成率 27.72%)	企業の情報開示強化を期待し賛成した。

出所：デジタルホールディングス 第30回定時株主総会、2023年通期決算説明会資料、2023年12月期決算短信、臨時報告書

■LIM JAPAN EVENT MASTER FUNDによる株主提案の判断概要

- LIM側は、親子上場問題（JT 同社株54.78%保有）のほか、低ROE（3%程度）、低PBR（1倍未満）、自己資本比率90.0%等の資本効率性に関する課題を指摘
- 会社側は、キャピタルアロケーションの考え方として、将来の導入品獲得等に向け2027年末までに400億円程度の事業投資を行う方針を示した。SMDAMは、成長投資や開発パイプライン、株主還元等の状況を引き続き確認する必要性は残るものの、中長期的な成長に向け一定の投資余力も考慮した会社側の方針が妥当であると判断した

議案番号	内容	SMDAM 判断	賛成率	判断の背景
第9号議案	自己株式の取得（158万株、総額60億円）	反対	13.40%	会社提案において配当性向81.9%の還元を実施していること、また2023年から2027年末までの5年間で400億円程度の導入品確保に向けた成長投資に振り向けることを決定しており、これら会社意見が妥当と判断し、反対した。
第10号議案	定款一部変更（代表取締役報酬の個別開示）	賛成	22.16%	企業の情報開示強化を期待し賛成した。
第11号議案	定款一部変更（CMSを通じた資金運用の検討結果の開示）	反対	12.82%	CMS（キャッシュ・マネジメント・システム）の利用方針は当社のコーポレートガバナンス報告書においてすでに開示されており、成長投資に振り向ける為CMSの利用残高は低下していることから、当該株主提案に賛成する必要性は低いと判断し、反対した。

出所：鳥居薬品第132回定時株主総会招集通知、臨時報告書、2023年12月期決算短信、2023年12月期決算説明会資料

■日本バリュー・インベスターズによる株主提案の判断概要

●課題

- 低ROE：ROEは低下傾向が続いており、2019年12月期以降は5%を下回る低位で推移している
- 政策保有株式：株主側は、資本提携先であり、筆頭株主であるTOPPANホールディングスの保有株式（有価証券報告書上は政策保有株式に含まれない）も含めた適正化が必要であると指摘

●議案（第4号議案）：自己株式の取得（5,845,700株 総額15,386百万円）

- 会社提案の配当と合わせて、総還元性向200%超相当の規模
- 会社提案の配当性向は49.0%（1株当たり90円）

●会社側の対応とSMDAMの判断

- 経営計画 artience2027/2030：（1）事業ポートフォリオの変革、（2）資本効率とキャッシュフローの最大化、（3）企業基盤構築とサステナビリティ経営実践
 - ・3年間のキャッシュイン：純利益400億円、減価償却400億円、運転資金増▲100億円、収益分配請求権設定による資金調達150億円、政策保有株式などの売却100億円超、合計950億円超
 - ・3年間のキャッシュアウト：設備投資300億円、LiB関連投資300億円、株主還元200億円（総還元性向50%以上）、その他150億円超
- 判断：資本効率性向上に向けたROIC経営の導入、政策保有株式の縮減を含むキャッシュイン、中計期間における設備投資600億円計画、株主還元の充実等を示し、ROE目標も2027年7.0%以上、2019年10.0%以上と資本コストを上回る水準が示されたことを評価し、株主提案に反対

出所：artience第186回定時株主総会招集通知、中期経営計画artience2027/2030、臨時報告書

■ 3Dインベストメント・パートナーズによる株主提案の主な論点

- 富士ソフト「中期経営計画2028」の妥当性
 - 自己株式取得計画の妥当性を含む
- 適切に買収提案が比較検討され得る体制か
 - 新中計発表前の2023年買収提案内容との比較は不適切であること、等

■ 第5号議案：監査役選任（スティーブン・ギブズ氏）

反対

賛成率 40.26%

- 判断の背景
 - 現在の当社取締役会・監査役会は、3D推奨の2名を含む社外取締役7名（社外比率58.3%）、社外監査役2名で構成される。監査役会においては3名中2名がすでに「法務」スキルを持ち、会社提案のスキル・マトリックスのバランスは適切であると判断した
 - ギブズ氏が選任されることで特定株主（3D）が推奨する役員が3名を占めることとなり、特定株主意見が当社の意思決定に強く反映される状況は望ましくないと判断した

■ 第6号議案：自己株式取得

反対

賛成率 39.55%

- 判断の背景
 - 株主提案では今後1年間で750億円の自己株式取得を求めていることに対し、会社側は新中計期間で1,000億円以上の自己株式を取得することに加え、不動産流動化に合わせ400億円相当の配当を予定しており、会社方針を支持することが適当と判断した

出所：3D「富士ソフトの企業価値最大化に向けて」、富士ソフト「中期経営計画2028」、第54回定時株主総会招集通知、臨時報告書

【重要な注意事項】

- 本資料に記載されている調査・分析等は当社のリサーチの一部をご紹介するために作成されたものであり、投資勧誘を目的として作成されたもの又は金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。
- 本資料に記載されているリターン及びリスクは、過去のデータ及び当社の現時点の経済見通し等に基づいて算出したものであり、将来のリターンやリスク等を保証するものではありません。
- 本資料に記載されているシミュレーション等、実際のファンド以外の収益率データ等には、実際の運用に必要な報酬、取引手数料、リバランス・コスト等が反映されておられません。
- 本資料に記載されている運用商品・手法等は、将来の運用成果又は元本を保証するものではなく、投資により損失が発生する可能性があります。そして、損失を含めた全ての運用成果はお客さまに帰属することになります。
- 本資料に記載されている市場の見通し等は、本資料作成時点での見解であり、将来の動向や結果を保証するものではありません。また、当社の投資方針に反映されない場合又は将来予告なしに変更する場合があります。
- 本資料に記載されている第三者による評価等は、過去の一定期間の実績を分析したものであり、将来の運用成果等を保証するものではありません。
- 本資料に記載されているベンチマークインデックスの知的所有権その他一切の権利は、その発行者及び許諾者に帰属します。
- 本資料は、信頼できるとされる情報に基づいて作成されていますが、当社はその完全性・正確性に関する責任を負いません。
- 本資料の内容に関する一切の権利は当社にあります。本資料を投資の目的に使用したり、承認なく複製又は第三者への開示等を行うことを厳に禁じます。

三井住友DSアセットマネジメント株式会社

金融商品取引業者関東財務局長（金商）第399号

加入協会：一般社団法人投資信託協会／一般社団法人日本投資顧問業協会／一般社団法人第二種金融商品取引業協会

作成基準：2024年5月