



2023年2月10日

各 位

会社名 鳥居薬品株式会社
代表者名 代表取締役社長 松田 剛一
(コード番号 4551 東証プライム)
問合せ先 経営企画部 (TEL 03-3231-6814)

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3月28日開催予定の第131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を行う旨の書面（以下、「本株主提案書」といいます。）を受領し、その内容について検討を重ねてまいりました。その結果、本日開催の当社取締役会において、本提案株主による株主提案（以下、「本株主提案」といいます。）について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

I. 本株主提案の内容及び理由

1. 議題

- (1) 剰余金の処分の件
- (2) 自己株式の取得の件
- (3) 定款一部変更（代表権を有する取締役報酬の開示）の件
- (4) 定款一部変更（CMSを通じた資金運用の検討結果の開示）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、本提案株主から提出された本株主提案書の該当箇所（「剰余金の処分の件」を除く議案の提案理由は本提案株主から提出されたその概要）を原文のまま掲載したものであります。

II. 本株主提案に対する当社取締役会の意見

1. 剰余金の処分の件

- (1) 当社取締役会の意見

当社取締役会としては、本議案に、以下の理由で反対いたします。

(2) 反対の理由

医薬品事業においては、製品上市後、特許期間が終了し、後発品が発売されると売上が急速かつ大幅に低下するという特性があります。したがって、製薬企業は、継続的な新薬の創出・販売が出来なければ成長どころか存続すら危ぶまれることとなります。

当社のような研究開発機能が限定的である会社にとって、新薬獲得の有力な手段は導入です。当社は、抗 HIV 薬販売権返還後の事業量減少からの早期回復、昨年 2 月に策定した中長期事業ビジョン「VISION2030」目標（「過去最高売上高更新」「過去最高益更新を射程に入れる」）の達成、そして以降の持続的成長を確実なものとするべく、導入に向けた事業投資に従来以上に積極的に取り組んでいく考えです。開発品ラインナップの現状や開発リスク等を勘案したうえで、質・量ともに十分な導入品獲得を目指します。

導入品獲得競争は激化しており、競合がひしめく中での厳しい交渉を伴うことや、有望な導入品獲得の機会が同時期に複数発生する可能性等を考えると、十分な手元資金を持ち、機動的に拠出できることが重要な要素となります。加えて、導入後の開発に失敗のリスクが存在することや、収益化までの期間が長いことから、十分な手元資金を備えておく必要があります。

当社は、株主還元については重要経営課題の一つと認識し、従来から安定的・継続的な配当実施に努めていますが、それとともに中長期的な企業価値の向上を実現することが株主への最大の還元となるものと認識しております。かかる認識の下、手元資金を事業投資に優先的に活用し、事業投資を通じて持続的に売上・利益を成長させ、資本コストも意識した中長期的企業価値向上を目指していきます。

導入に向けた事業投資については、その性質上、金額、時期等を事前に自社で決定することができず、具体的な計画の提示は困難ですが、キャピタル・アロケーションとしては、今後 2027 年までの 5 年間を集中的な事業投資期間と位置づけ、目安として 400 億円程度を導入等の事業投資に活用したいと考えております。また、通常の実業運営上の運転資金や、2027 年度以降の投資余力として一定程度の手元資金が必要であることを考慮したうえで、随時導入品ラインナップの充実度合や財務状況等を定期的に評価し、適切な株主還元を実施していく考えです。

以上を踏まえ、今般、足下の業績、中長期の事業見込み、開発品の進捗、導入品の獲得状況等を総合的に勘案しつつ、安定的・継続的な配当実施と、中長期的な企業価値向上に向けた積極的な事業投資を両立できる配当水準について検討を重ねた結果、本株主総会で当社から提案する剰余金処分の議案において、2022 年度期末の 1 株当たりの配当金を 76 円とすることを提案させていただく予定です。この議案が可決されれば、2022 年度の通期の 1 株当たりの配当金は 100 円となり、2021 年度の 1 株当たりの配当金 48 円から 52 円の増配となります。また、2023 年度以降も、継続的かつ安定的な配当の実施を基本方針としつつ更なる株主還元の充実を図る考えであり、業績や投資の進捗等を勘案しながら中長期的な DOE（株主資本配当率）の向上に努め、将来的に同業他社と遜色のない DOE 水準を目指してまいります。

一方で、本株主総会で当社から提案予定の剰余金の配当金額を大きく超過する本株主提案にかかる剰余金の処分を行うことは、医薬品事業の特性や当社の積極的な事業投資の必要性を考慮しない、短期的な視点に立脚したものと考えざるを得ず、このような提案が可決されれば導入成果の実現を困難にするリスクが憂慮されることから、結果として中長期的な企業価値向上に繋がらないと判断いたします。

以上の理由により、当社取締役会としては、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

当社取締役会としては、本議案に、以下の理由で反対いたします。

(2) 反対の理由

自己株式の取得については、株主還元策の選択肢の一つと認識していますが、前述「1. 剰余金の処分の件」に関する当社取締役会意見に記載のとおり、当社が置かれている事業環境の下で、将来の持続的成長を確実にするためには、新たな導入品の獲得に向けた積極的な事業投資が必要不可欠であり、そのためには十分な手元資金の確保が必要と考えております。

本株主提案にかかる大規模な自己株式の取得は、医薬品事業の特性や当社の積極的な事業投資の必要性を考慮しない、短期的な視点に立脚したものと考えざるを得ず、このような提案が可決されれば導入成果の実現を困難にする重大なリスクが憂慮されることから、結果として中長期的な企業価値向上に繋がらないと判断いたします。

以上の理由により、当社取締役会としては、本議案に反対いたします。

3. 定款一部変更（代表権を有する取締役報酬の開示）の件

(1) 当社取締役会の意見

当社取締役会としては、本議案に、以下の理由で反対いたします。

(2) 反対の理由

当社の代表取締役を含む取締役の個人別の各報酬の内容については、取締役会において決定方針（以下、「本決定方針」といいます。）を定めており、本決定方針等に従い、以下のとおり、適切なプロセスを経て決定されます。なお、当社は、独立社外取締役が取締役会の過半数に達しており、取締役会の機能の独立性・客観性と説明責任を強化するための仕組みを形成しております。

- 取締役の報酬については、役位別に報酬額を定めておりますが、報酬水準の決定に当たっては、外部機関による報酬調査などの客観的なデータや当社社員の報酬水準とのバランス等を考慮しております。
- 業務執行取締役の報酬は、役位別に構成する月額報酬と賞与、及び譲渡制限付株式

報酬から構成されますが、持続的な成長と中長期的な企業価値向上に向けたインセンティブとなるよう月額報酬、賞与及び譲渡制限付株式報酬の割合について決定を行います。

- 業務執行取締役の賞与については、個人評価反映部分と、業績に連動する部分で構成することとしています。
- 月額報酬額及び賞与額は、本決定方針等に基づき、2007年6月21日開催の第115回定時株主総会で承認された報酬額の範囲内で、個人別に決定することとし、その具体的な金額及び支給時期については代表取締役社長である松田剛一に一任されますが、当該決定が適切に行われるよう、事前に独立社外取締役に各報酬額を説明し、承認を得ることとしております。
- 譲渡制限付株式報酬については、2018年3月28日開催の第126回定時株主総会で承認された内容に基づき、各対象取締役への具体的な支給時期及び配分を取締役会において決定することとされております。そして、当社取締役会は、独立社外取締役が過半数を占め、また、独立社外取締役は、譲渡制限付株式報酬の支給対象とはならないことから、譲渡制限付株式報酬の各対象取締役への具体的な支給時期及び配分の決定に当たっては、独立社外取締役を含む取締役会によって、当社の持続的な成長と中長期的な企業価値向上に向けたインセンティブという観点から適正な判断がなされる仕組みを確保しております。

また、当社は、法令に従い、事業報告及び有価証券報告書において、本決定方針の概要や役員区分ごとの報酬総額、譲渡制限付株式報酬を含む種類別の報酬総額の開示を含む取締役報酬に関する適切な開示を行っていることから、株主及び株式市場が当社の代表取締役のパフォーマンス及びコーポレートガバナンスの体制を適切に評価するために必要十分な情報を開示しているものと考えております。

本議案は、代表権を有する取締役の報酬について個別に報酬額等を開示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、かかる内容はそもそも会社の根本規則である定款の規定になじまないうえ、当社においては上記のとおり適切なプロセスを経て取締役の報酬額が決定されており、また、法令に従い取締役報酬に関する適切な開示を行っていることに鑑みても、不適當であると考えております。

なお、当社の取締役は適正かつ透明なプロセスで選任されています。具体的には、代表取締役が、取締役としての職務を適切に遂行することが可能な能力・見識を有し、かつ人格に優れた人物を選定し、取締役候補者案を策定のうえ、取締役会への付議前に、独立社外取締役から適切な助言を得る機会を確保した後、最終的には独立社外取締役が過半数を占める取締役会の決議により決定します。したがって、当社の役員の一部に日本たばこ産業株式会社の出身者が就任していることをもって「天下り」とする本提案株主の主張は不適當なものです。

以上の理由により、当社取締役会としては、本議案に反対いたします。

4. 定款一部変更（CMS を通じた資金運用の検討結果の開示）の件

(1) 当社取締役会の意見

当社取締役会としては、本議案に、以下の理由で反対いたします。

(2) 反対の理由

当社としては、親子間取引を巡るガバナンス強化に向けた昨今の議論に鑑み、資金決済口座としての利用目的のために必要な額までCMS を通じた資金運用額を削減していく方針の下、2022年12月31日時点での当社CMS の残高額は11,217百万円であり、2021年12月31日時点での23,362百万円から約52%削減しております。また、2023年度末までには、CMS の資金決済口座としての用途に照らし、CMS を利用することのメリット（支払手数料の軽減、有利な為替レートでの為替予約等）も勘案の上、必要となる限度で更なる残高額の減少を予定しています。

また、従前から、CMS を含む当社の資金の運用状況等は随時取締役会において確認しており、かつ、CMS を含む親会社との取引については、法令に従い、事業報告及び有価証券報告書等で適切に開示を行っております。今後も、CMS を当社の資金決済口座として利用する方針に照らし、その利用状況等について取締役会において定期的に確認を行うとともに、親会社との取引として法令に従い適切に開示を行ってまいります。

本議案は、経営にかかる個別の事項である手元資金の運用の検討結果を開示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、かかる内容は、そもそも会社の根本規則である定款の規定になじまないうえ、当社においては上記のとおり、目的を明確にしたうえでCMS の適切な利用を行っており、また、その利用状況について独立社外取締役が過半数を占める取締役会において確認するとともに、法令に従い適切な開示を行っていることに鑑みても、不相当であると考えております。

以上の理由により、当社取締役会としては、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の該当箇所(「剰余金の処分の件」を除く議案の提案理由は本提案株主から提出されたその概要)を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 剰余金の処分の件
- 2 自己株式の取得の件
- 3 定款一部変更(代表権を有する取締役報酬の開示)の件
- 4 定款一部変更(CMSを通じた資金運用の検討結果の開示)の件

第2 議案の要領及び提案の理由

1 剰余金の処分の件

(1) 議案の要領

剰余金の処分を以下のとおりとする。

本議案は、本定時株主総会において当社取締役会が剰余金の処分の件を提案する場合には、同提案とは独立して追加で提案するものである。

ア 配当財産の種類

金銭

イ 1株当たり配当額

金153円から本定時株主総会に当社取締役会が提案し本定時株主総会において承認された当社普通株式1株当たりの剰余金配当額を控除した金額(本定時株主総会において当社取締役会が剰余金の処分の件を提案しない場合には金153円)

ウ 配当財産の割当てに関する事項及びその総額

当社普通株式1株につき上記イの1株当たり配当額(配当総額は、1株当たり配当額に2022年12月31日現在の当社発行済み普通株式総数(自己株式を除く。))を乗じて算出した金額)

エ 剰余金の配当が効力を生じる日

本定時株主総会の日

オ 配当金支払開始日

本定時株主総会の日翌営業日から起算して、3週間後の日

(2) 提案の理由

当社は「運用会社」でない。にもかかわらず、2022年9月末時点で当社は、72億円の現預金、141億円のキャッシュマネジメント(CMS)預託金、377億円にもものぼる流動資産計上の有価証券、固定資産に計上した投資有価証券でも279億円分を抱える。こうした本業とは無関係で、リターンは低いが流動性の高い運用資産の合計額は871億円に達し、2023年1月20日現在で835億円ある時価総額を上回る。当社は無借金であり、解散価値である株価純資産倍率(PBR)1倍割れが常態化し、投資有価証券を差し引いた実質的な事業価値(EV)がマイナスである。EVマ

イナスとは、プレミアムなしで当社が買収された場合、事業がタダで手に入るうえに、お釣りが返ってくる異常値を意味する。

この極端な市場の低評価は、キャピタル・アロケーション（資本の再配分）を無視して、資本効率の悪化を招く過剰資本を放置した結果である。昨年2月に発表した経営方針である「新企業理念、中長期事業ビジョン及び『中期経営計画 2022-2024』」は情緒的な観念論に終始し、定量指標は売上高と営業利益にとどまり、キャピタル・アロケーションと資本効率の議論が皆無だった。EV マイナスを放置する株主軽視の姿勢に鑑みるに、当社は自身が所属する東京証券取引所の新市場区分である「プライム市場」に相応しくないどころか、上場企業としての体をなしていないとも言える。

当社においては、キャピタル・アロケーションの明確な指針もないため、現預金、CMS 及び投資有価証券などが温存されることで、株主資本がさらに膨らみ、0.7 倍に過ぎない PBR が一層低下し、EV のマイナス幅が拡大する可能性が高い。企業・株主価値が毀損し続けるリスクを勘案するならば、当社の資本効率が悪化し続ける悪循環に歯止めをかけるべく、株主還元を踏み切るからこそ、少数株主保護に資する。

そこで、少なくとも 100%の配当性向が必要となり、上記(1)に記載のとおり、2022 年 12 月期の当社業績見通しの 1 株当たり当期純利益に相当する、1 株当たり 153 円を株主に配当するよう提案するものである。

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 280 万 7300 株、取得価格の総額 83 億 5734 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（概要）

当社は 1998 年に日本たばこ産業株式会社（JT）が当社株式の過半数を取得して以来、研究開発部門を JT に移管して、販売・営業に特化した。親子間の相乗効果が見込めず、JT が 2022 年に発表した経営計画において当社に関する記載がほとんどないのは、買収当初の目論見が外れたためだと合理的に推定できる。

米ギリアド・サイエンシズが創製した抗 HIV 薬品の独占的販売権に関する契約が終了し、売上の柱も失った。顧客は医薬品に関わる情報をウェブ経由で入手しやすくなり、MR（医薬情報担当者）を擁する販売・営業事業の競争力自体が揺らいでいる。当社は新たな事業モデルを希求する局面に入ったが、ビジネス・モデルの転換に沿ったキャピタル・アロケーションに関する指針が全く示されていない。

ギリアドとの契約が終了して、400 億円超の特別利益を得た 2019 年 12 月期を除く、過去 10 年

間の平均株主資本利益率 (ROE) は約 3%に過ぎず、当社の企業・株主価値は毀損され続けてきた。運用資産を貯めこみ続けた挙句の果てに、EV もマイナスである。

当社の自己資本比率は 2022 年 9 月末で 91%と過去最高水準にある。今後も過年度並みの利益規模が継続し、100%の配当性向を続けたとしても、過剰資本と低リターンの運用資産を抱えたままでは、株主資本コストに ROE が劣後する非効率的な資本配分を是正できないうえに、EV マイナスも続く。だからこそ、過剰資本の是正が喫緊の課題となるが、仮に 100%の配当性向となっても、フローの利益の上積みがなくなるだけで、過剰資本は温存される。

よって、抜本的な自社株買いが必要となるが、本業に資さない運用資産は時価総額の 100%以上あるため、取得原資は十分過ぎるほどある。そこで、上記(1)に記載のとおり、時価総額の 10%に相当する、株式総数 280 万 7300 株、取得価格の総額 83 億 5734 万円を限度として、当社普通株式を金銭の交付をもって取得することを提案する。

3 定款一部変更（代表権を有する取締役の個別報酬の開示）の件

(1) 議案の要領

当社の定款に以下の条文を新設する。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)	(取締役の報酬等) 第 25 条 (省略) <u>② 代表権を有する取締役の報酬については、毎年、事業報告及び有価証券報告書において、個別に報酬額、内容及び決定方法を開示する。</u>

(2) 提案の理由（概要）

JT の上場子会社となった 1998 年以来、当社は JT 出身者をトップとして受け入れ続けたが、松尾紀彦氏、高木正一郎氏、松田剛一氏など JT から天下ってきた代表取締役社長らは、医薬品事業そのものに関する豊富な知見を有しているようには見受けられない。「天下り」はキャピタル・アロケーションを無視し、PBR の 1 倍割れや EV マイナスを放置してきた。一方で、JT の指名権の内容や、医薬品事業の専門家ではない JT 出身者をあえて選任した理由等も非開示である。

当社の 2022 年 3 月 29 日付けのコーポレート・ガバナンスに関する報告書によれば、取締役の報酬については、「外部機関による報酬調査などの客観的なデータや当社社員の報酬水準とのバランス等を考慮し報酬水準を決定するとともに、持続的な成長と中長期的な企業価値向上に向けたインセンティブとなるよう月額報酬、賞与及び譲渡制限付株式報酬の割合について決定し

ます」とあり、業務執行取締役の報酬は、「役位別に月額報酬と賞与で構成します。賞与は、個人評価に連動する部分と、業績に連動する部分で構成します」とし、「当社の企業価値の持続的な向上を図るインセンティブを与えるとともに、株主との一層の価値共有を進めることを目的として、取締役（社外取締役を除く）は譲渡制限付株式報酬制度の対象とします」とする。

コーポレートガバナンス・コードは、「取締役会は、経営陣の報酬が持続的な成長に向けた健全なインセンティブとして機能するよう、客観性・透明性ある手続に従い、報酬制度を設計し、具体的な報酬額を決定すべきである。その際、中長期的な業績と連動する報酬の割合や、現金報酬と自社株報酬との割合を適切に設定すべきである。」と定めるが（2021年6月版 補充原則4-2 ①〔16頁〕）、当社においては、PBRの1倍割れとEVマイナスの恒常化に鑑みると、当社の報酬体系は少数株主の利益を実現するインセンティブとはなっていない可能性が高いため、「天下り」である代表権を有する取締役の個別報酬の開示が必要である。

4 定款一部変更（CMSを通じた資金運用の検討結果の開示）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)	<p><u>第8章 CMSを通じた資金運用の検討結果の開示</u></p> <p><u>(CMSを通じた資金運用の検討結果の開示)</u></p> <p><u>第40条 当社は、キャッシュマネジメントシステム(CMS)を通じた資金運用の必要性等について取締役会で検討を行い、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、その検討結果を具体的に開示するものとする。</u></p>

(2) 提案の理由（概要）

当社は親会社の「貯金箱」であってはならない。だが、当社は、2022年9月30日時点で、時価総額の約2割に及ぶ141億円もの金額を親会社がグループの資金を集中管理するCMS経由でJTに預託している。米ギリアド・サイエンシズが製造する抗HIV薬品の独占的販売権に関する契約が終了したため、当社では2019年に400億円を超える金銭を得て運用資産が膨らんだが、運用状況から判断すると、CMSの存在は、キャピタル・アロケーションの観点から、この膨大な

キャッシュを適切に活用する機会を当社が無為に返上する役割を果たしており、当社の PBR1 倍割れや EV マイナスといった株価・財務指標が大幅にディスカウントされる状態が長期化している元凶の一つである。CMS のリターンは当社の資本コストが下回っている公算が大きい、当社は資本コストも開示していない。

そもそも、当社は、このような多額のキャッシュを JT に提供していることの意義や必要性について、少数株主保護の観点から十分な説明を行っていない。CMS は子会社の少数株主の利益を害する可能性のある取引と指摘されてきた（会社法制部会第 20 回会議 2012 年 5 月開催）。経済産業省の第 13 回コーポレート・ガバナンス・システム研究会（2019 年 1 月開催）も、「上場子会社において利益相反が生じうる具体的な場面」（資料 4）の一例として、CMS を指弾する。

CMS が子会社の少数株主の利益を害する可能性があるからこそ、東京証券取引が公表する「支配株主及び実質的な支配力を持つ株主を有する上場会社における少数株主保護の在り方等に関する中間整理」でも、「支配株主の企業グループのキャッシュマネジメントシステムを通じた貸付金や預け金など、支配株主・支配的な株主を有する上場会社と投資者との間でその意義に関する認識が異なりうる取引などについても、上場会社による情報開示の充実が重要」（8 頁注 14）とする。

よって、CMS を通じた資金運用の必要性等について取締役会で検討を行い、その検討結果を具体的に開示するべきである。

以 上