



2024年2月9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、2024年3月27日開催予定の第132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。) に関する取締役会意見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の個別報酬の開示) 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 (「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」の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

当社取締役会は、本議案と実質的に同一の内容の議案を本株主総会に提案する予定ですが、本提案株主による提案の理由は、当社取締役会の考えとは異なります。当社取締役会の見解については、下記(2)をご参照ください。

(2) 本提案株主による提案の理由に対する当社取締役会の見解

当社は、取締役会においてPBRやROEの改善を含めた中長期的な企業価値向上の実現に向けた議論を実施し、その結果を「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応を含む企業価値向上に向けた取り組みについて*」（以下、「企業価値向上に向けた取り組みについて」といいます。）として、2023年12月28日に開示しております。その中で、今後の取り組みとして中長期事業ビジョン「VISION2030」目標の達成、そして以降の持続的成長を確実なものとするべく、「既存製品及び開発品の価値最大化」並びに「新規導入品の獲得」に注力することとしています。特に「新規導入品の獲得」については、当社のように研究開発機能が限定的である会社が存続・成長し続けていくためには必要不可欠であり、パイプライン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てまいります。

導入品獲得においては、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ることに加え、導入後の開発に失敗のリスクが存在すること、収益化までの期間が長いことから、手元資金を優先的に活用することとし、かかる事業投資を通じて持続的に売上・利益を成長させることにより、資本コストも意識した中長期的な企業価値向上を目指してまいります。具体的には、2023年から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400億円程度を導入品獲得等の事業投資に活用していく考えです。2023年度においては、新規導入品を2件獲得（NAC-GED-0507、GRAZAX）することができ、また、事業投資としては、総額50億円超の投資を実行・意思決定しました。

また、当社は株主還元を重要経営課題の一つと認識し、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っていくこととしております。この考えにもとづき、足下の業績、中長期の事業見込み、開発の進捗、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、当社は、年度通期の1株当たりの配当金を2021年度48円から2022年度100円に増配しました。2023年度においても同様の検討を行った結果、前述のとおり新規導入品について進捗があったこと及び新薬開発の推進が順調に進捗（JTE-061の製造販売承認申請の実施、T0-208の第Ⅲ相臨床試験の試験速報結果）したこと等により、将来の成長確度が上昇したことを踏まえ、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2023年度期末の1株当たりの配当金を70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、2023年度の通期の1株当たりの配当金は120円となり、2022年度から20円の増配となります。

2024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、「企業価値向上に向けた取り組みについて」で記載のとおり、将来的に同業他社と遜色のない DOE 水準（現時点では 3.5%程度）を目指してまいります。

一方、本株主提案理由に記載の剰余金処分の考え方については、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ておらず、このような考え方にもとづき剰余金の処分を決定することは、今後の継続的かつ安定的な配当の実施や導入をはじめとする中長期的な事業投資の成果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。

*詳細は、当社ホームページの「[企業価値向上に向けた取り組み](https://www.torii.co.jp/ir/value/)」(https://www.torii.co.jp/ir/value/)をご参照下さい。

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

当社は、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、株主還元を重要経営課題の一つと認識し、継続的かつ安定的な配当の実施を基本方針としてつ更なる株主還元の充実を図っていく考えであり、業績や投資の進捗等を勘案しながら中長期的な DOE の向上に努め、将来的に同業他社と遜色のない DOE 水準（現時点では 3.5%程度）を目指してまいります。前述の考え方・方針のもと、2023 年度の通期の 1 株当たりの配当金を前年度から 20 円増配し、120 円とすることを本総会で提案させていただく予定です。

自己株式の取得については、事業環境や投資の進捗等を総合的に勘案した上で実施を検討することにしており、株主還元策の選択肢の一つと認識していますが、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、機動的な投資実行のために十分な手元資金の確保が必要と考えております。

一方で、本株主提案にかかる自己株式の取得は、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ておらず、導入をはじめとする中長期的な事業投資の成果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。

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) 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、独立社外取締役が過半数を占める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。

- 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、個人評価反映部分と業績連動部分で構成する賞与、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。現在の代表取締役の報酬は、単年のインセンティブである賞与の割合は約20%、中長期のインセンティブである譲渡制限付株式報酬の割合は約15%となっております。
- 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、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ます。

更に、当社は、監査等委員会設置会社への移行を予定しておりますが、支配株主からの独立性や少数株主保護の観点から、引き続き、取締役会の過半数を独立社外取締役に構成する体制にするとともに、従来取締役全員で議論・検討していた取締役の指名・報酬について、手続きの透明性・客観性・公平性をさらに向上させ、かつ、審議をより充実させる観点から、取締役会の任意の諮問機関として、独立社外取締役のみで構成する指名・報酬諮問委員会を設置する予定です。

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、前述のとおり当社取締役の報酬は、企業価値向上を実現するインセンティブを考慮し適切なプロセスを経て決定され、かつ適切な開示が

行われています。また、独立社外取締役のみで構成される指名・報酬諮問委員会の設置を通じて、プロセスの客観性・透明性・公平性を更に高めていく予定です。また、そもそも個別事項の開示についての規定は、会社の根本規則である定款の規定になじまないことから、不適當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。

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

当社は、独立社外取締役が過半数を占める取締役会においてキャッシュ・マネジメント・システム（CMS）の利用意義・利用状況について定期的に確認・検討を行っており、法令に従った適切な開示を行っております。CMS の利用方針については、「資金決済等の手段として、手数料等を勘案のうえ有利な取引先の一つとして、当社独自の判断で活用する。また、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、必要となる限度額で活用する。」こととし、その内容を 2023 年 3 月にコーポレート・ガバナンス報告書で開示しております。当該開示内容については、東京証券取引所が公表した「少数株主保護及びグループ経営に関する情報開示の充実」（2023 年 12 月 26 日付）に沿った内容となっております（なお、当社の開示については、東京証券取引所による「少数株主保護及びグループ経営に関する開示例」の参考事例の一つとして紹介されております。）。

また、当社は 2023 年度末までに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 11,217 百万円から、2023 年 12 月 31 日時点で 3,677 百万円まで削減（67.2%減）しております。

今後も、CMS の利用意義や利用状況について取締役会において定期的に確認・検討を行うとともに、株主・投資家の理解を深めていただくべく、親会社との取引として適切な情報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、当社においては前述のとおり、CMS の利用意義・利用状況について取締役会において確認・検討し、開示をした上で適切な利用を行っております。また、そもそも個別事項の開示についての規定は、会社の根本規則である定款の規定になじまないことから、本議案は不適當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(「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」の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の個別報酬の開示)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70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70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2023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2023年9月末時点で、57億円の現預金、39億円のキャッシュマネジメント(CMS)預託金、390億円にのぼる流動資産計上の有価証券、固定資産に計上した345億円相当の投資有価証券を保有する。当社は無借金であり、こうした本業とは無関係で、リターンが資本コストを下回っている可能性の高い運用資産の合計額は830億円超に達し、2024年1月24日現在の時価総額の約8割を占める。対応して、自己資本比率が約90%と過去最高水準にあり、解散価

値である株価純資産倍率（PBR）1倍割れが常態化している。

こうした市場の低評価は、資本効率の悪化を看過するキャピタル・アロケーション（資本の再配分）と過剰資本を放置した結果である。2023年2月に発表した「中期経営計画 2023-2025」はキャピタル・アロケーションの概念図を紹介したのにとどまり、株主資本利益率（ROE）改善に向けた最適資本構成といった資本効率の議論に乏しい。そもそも、当社では、後述のような「天下り」人事が続いている点でコーポレートガバナンスに問題があり、こうした少数株主を軽視する姿勢に鑑みるに、当社は「プライム市場」に相応しくない。

当社においては、今後も過剰流動性が温存されることで、株主資本がさらに膨らみ、PBRの1倍割れが恒久化する可能性が高い。今後も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ことこそが、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、2023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120円から中間配当50円を差し引いた70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158万株、取得価格の総額60億円（ただし、会社法により許容される取得価額の総額（会社法461条に定める「分配可能額」）が当該金額を下回る場合は、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。当社株式のバリュエーション低迷を鑑みるに、親子間の相乗効果が見込めず、買収当初の目論見が外れた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、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3%程度に過ぎない。一方で、運用資産を貯めこみ続けた結果、当社のPBR1倍割れが続いている。

当社の自己資本比率は2023年9月末で約90%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で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。

このため、抜本的な自社株買いが必要となる。上述のとおり、現預金や本業に資さない運用資産が時価総額の約8割あるため、自己株式の取得原資は十分過ぎるほどある。提案した株式総数

は、当社株式の過去1年の売買高の20%に相当し、流動性の観点からしても、市場が十分に吸収できる合理的な水準である。

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

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。

当社が2023年12月に開示したコーポレート・ガバナンス報告書によれば、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 7 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 39 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、2023 年 9 月末時点で、39 億円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。CMS の存在は、キャピタル・アロケーションの観点から、キャッシュを適切に活用する機会を当社が無為に戻上する役割を果たしており、当社の PBR1 倍割れが長期化している原因の一つである。CMS のリターンは当社の資本コストを下回っている公算が大きい。

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した「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」（2020 年 9 月 1 日）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)とされ、東京証券取引所が公表した「少数株主保護及びグループ経営に関する情報開示の充実」(2023年12月26日)でも、親会社を有する上場会社のコーポレート・ガバナンス報告書において情報開示を充実すべき項目として「親会社におけるグループ経営に関する考え方及び方針」が挙げられ、この中で、「親会社との間で資金管理を行っている場合(親会社のキャッシュ・マネジメント・システムへの参加など)は、その意義」を記載すべきとする。

以 上