

特に説明を要する議案について

2025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。



2025年1-3月期の主な株主提案（1）

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
2206	江崎グリコ	ダルトン	- 資本コストを意識した経営 - 自己株式取得 - 譲渡制限付株式報酬	資本効率性	3 ページ
2501	サッポロHD	3D	取締役選任	不動産事業に関する意思決定	4 ページ
3302	帝国繊維	NAVF	- 譲渡制限付株式報酬 - 自己株式取得 - 社外取締役役員数	- 資本効率性 - ガバナンス	5 ページ
3765	ガンホー・オンライン・エンターテイメント	ストラテジックキャピタル	- 役員報酬 - 株主還元	- 役員報酬と業績・株価との連動性 - 株主還元の見直し	6 ページ
4245	ダイキアクシス	個人株主1名	- 定款変更 - 取締役解任 ほか		
4452	花王	オアシス	取締役選任	市場を意識した経営	7 ページ
4631	DIC	オアシス	関連当事者取引に関する規定	関連当事者間取引	8 ページ
4967	小林製薬	オアシス	- 業務・財産状況の調査者選任 - 取締役の選任	不祥事（紅麹問題）	9 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。

2025年1-3月期の主な株主提案（2）

コード	会社名	提案者	主な提案の内容	主な論点	当資料
5851	リョービ	個人株主1名	・ 剰余金処分 ・ 検討委員会の設置		
5943	ノーリツ	NAVF	・ 譲渡制限付株式報酬 ・ 自己株式取得 ・ 社外取締役役員数	・ 資本効率性 ・ ガバナンス	5ページ
6328	荏原実業	NAVF	・ 譲渡制限付株式報酬 ・ 自己株式取得 ・ 社外取締役役員数	・ 資本効率性 ・ ガバナンス	5ページ
7279	ハイレックスコーポレーション	LIM	・ 買収防衛策の廃止 ・ 株主還元 ・ 役員報酬の個別開示	・ 資本効率性	10ページ
7976	三菱鉛筆	NAVF	・ 譲渡制限付株式報酬 ・ 自己株式取得 ・ 社外取締役役員数	・ 資本効率性 ・ ガバナンス	5ページ

- ダルトン・インベストメンツは、江崎グリコの企業価値向上と適正な株価の実現を目的に、3つの株主提案を提出
- 三井住友DSからみた江崎グリコの課題：低ROE（ROE基準に抵触）、資本効率性改善に向けた情報開示が不十分

議案

4. 東証要請に基づく開示

三井住友DS 賛成

- ROEが恒常的に低位で推移（2019年3月期以降、ROEは6%未満）
- 三井住友DSのROE基準（直近3カ年7%未満）に抵触
- 東証要請に基づくROE向上策の開示が企業価値向上に寄与すると判断

議案

5. 自己株式の取得

三井住友DS 反対

- 総額270億円（純資産10%相当）の自己株式取得
- 2024年12月期の当期純利益（82億円）の3倍超に相当
- やや過大であると判断

議案

6. 譲渡制限付株式報酬

三井住友DS 反対

- 市場と目線を合わせる意味で、株式報酬の拡充や、ROE・TSRと連動したインセンティブ報酬の設計は望ましい面もある
- 一方で、既に株式報酬制度は導入されており、株式報酬の枠を2.5倍相当に拡大することが企業価値向上に必ずしも寄与するとは言い切れないことから反対。役員報酬の設計は、適切なインセンティブが付与されるよう慎重に実施すべき

出所：江崎グリコ第120回定時株主総会招集通知、ダルトン・インベストメント各種リリース

- 3Dは、サッポロHDが検討する不動産事業の外部資本導入について、①不動産切り離し対価の最大化、②切り離し対価の最適な資本配分において適切な判断を期待することは困難とし、Paul Brough氏の取締役選任議案を提案（第4号議案、第5号議案）
- 三井住友DSは、(A)Paul Brough氏が提案者である3Dのアドバイザーを務めていたこと(サッポロHD社外取締役就任とともに辞任の意向)、(B)会社提案の取締役会構成で一定のスキルはみたまされていることから、当該株主提案に反対しました

株主提案 反対

サッポロホールディングスの不動産事業

- ✓ サッポロHDは、子会社「サッポロ不動産開発」において、恵比寿ガーデンプレイスをはじめとする恵比寿、銀座、札幌を中心とした不動産事業を営んでいる
- ✓ 2024年7月、3DはサッポロHDの不動産事業の切り離しスキームに関するプレゼンテーション資料を公開
- ✓ 2024年8月、サッポロは幅広い戦略パートナー候補から不動産事業の価値を高めるための具体的な提案を受け入れる方針を発表
- ✓ サッポロHDは、2025年内に不動産事業の外部資本導入に関する具体的な提案の検討結果を示す方針

出所：サッポロHD第101回定時株主総会招集通知、サッポロHD2024年12月期2Q・4Q決算説明資料、3D「サッポロの企業価値創造のために」

■ニッポン・アクティブ・バリュー・ファンド（NAVF、ダルトン）は、以下4社に対し、
(1)譲渡制限付株式報酬、(2)発行済株式総数10%相当の自己株式取得、(3)社外取締役を過半数とする定款変更の議案を提出しました

	i. 譲渡制限付株式報酬	ii. 自己株式の取得	iii. 社外取締役の員数
3302 帝国繊維	三井住友DS 反対	三井住友DS 賛成 ・ ROE基準抵触 ・ 政策保有株式基準抵触	三井住友DS 反対
5943 ノーリツ	- 取締役報酬と市場の目線を整合させるという意味で株式報酬制度の強化は賛同できる面もある - しかし、モニタリング機能が期待される社外取締役を含む譲渡制限付株式報酬制度等のインセンティブ報酬の導入は慎重に判断すべきと考える	三井住友DS 賛成 ・ ROE基準抵触 ・ 政策保有株式基準抵触	モニタリング・ボードを志向する場合は、独立社外取締役を過半数とすることは理想的といえる
6328 荏原実業	株主提案者がインセンティブとモニタリングのバランスを的確に判断することは容易ではないと考え反対	三井住友DS 反対 ・ 定量基準をすべてクリア（直近ROE14.2%等）	しかし、機関設計や個社の実態から実効性のある取締役会の構成は形式的な条件から判断することは難しく、定款で社外取締役の条件を定めることは事業上の制約となり得ることから反対した
7976 三菱鉛筆		三井住友DS 反対 ・ 定量基準をすべてクリア（直近ROE9.3%等）	

出所：各社2025年3月定時株主総会招集通知、各社2024年12月期決算短信、[ダルトン・インベストメント各種リリース](#)

■ストラテジックキャピタルは、①役員報酬の業績・株価との連動性、②過剰な手元資金に関する問題を指摘し、以下の株主提案を実施しました

株主提案の各議案と概要

報酬制度の見直し

議案

3. 代表取締役の基本報酬変更理由の開示
4. 固定・業績連動報酬の構成比、業績連動基準の見直し
5. 株式報酬型ストックオプションの廃止・長期株式報酬の付与

資本政策の見直しに向けた株主還元に関する議案

議案

6. 配当性向175%程度の剰余金処分
7. 配当の決定機関を取締役会から株主総会への変更
8. 発行済株式総数32.8%相当の自己株式の取得
9. 自己株式の消却

三井住友DS 反対

役員報酬

- ✓ 会社側は指名・報酬委員会の委員長を社内取締役から独立社外取締役へ変更
- ✓ これによる報酬制度の透明性向上を期待し、株主提案には反対

株主還元方針

- ✓ 会社側はすでに総還元性向100%超の還元を実施
- ✓ 保有する自己株式についても1,400万株の消却方針を発表
- ✓ 会社側の株主還元方針の強化を評価し、株主提案には反対

出所：ガンホー「[第28期定時株主総会招集通知](#)」、SC「[ガンホー再起に向けた抜本的改革のために](#)」

- オアシス・マネジメント（以下、オアシス）は、花王がグローバルの競合他社に打ち勝つために必要な経営戦略や経営指標が提示できていないと指摘
⇒ 化粧品・消費財、サプライチェーン、DXに詳しい社外取締役 5 名を提案

花王の業績と三井住友DS基準の比較

- ❑ ROE基準：22年8.9%⇒23年4.5%⇒24年10.5% 達成
- ❑ TSR基準：2024年12月までの3ヵ年 113.6% 達成
- ❑ 配当基準：総還元性向 68.3% 達成
- ❑ 取締役会構成：独立社外取締役9名中5名 達成

三井住友DS 反対

- ✓ 三井住友DSガイドラインの定量基準、ガバナンスに関する基準はクリア
- ✓ 対話を通じて改善を促すべきと判断し、株主提案には反対

- ただし、オアシスが主張するように、市場を意識したKPIの設定、マーケティングへの注力、国際市場におけるブランド力の構築、取締役会の実効性の向上については、三井住友DSも早い段階での着手と強化が望ましいと考える
- 今後も継続的に花王の経営戦略と業績を注視していく方針

出所：花王「[第119期定時株主総会招集通知](#)」、オアシス「[a better kao](#)」

■オアシスは、大日製罐、日辰貿易等の関連会社との取引の適切性に疑義を呈し、関連当事者間取引の報告・監視に関する定款変更議案を提案

その他のDICの課題事項

- ✓ 低ROE（22年4.8%⇒23年▲10.6%⇒24年5.6%）
- ✓ 低PBR（恒常的に1.0倍を下回る、2025年3月時点で0.7倍程度）

オアシスの提案・推奨の概要

第2号議案 第1候補者（会社提案）

猪野 薫氏 再任への反対

第4号議案 定款変更（株主提案）

- ・ 関連当事者取引の報告及び監視
- ・ 関連当事者取引について適切に監視を行い、その妥当性について取締役会決議をもって確認するもの
- ・ 関連当事者には当社の取締役を退任した者やその近親者、そしてこれらの者が実質的に支配する法人を含む

三井住友DS基準の判断

賛成

- ✓ ROE基準に抵触し、在任3年以上のため

反対

- ✓ 現状、DICは取引の適切性を担当部署において検証しているほか、内部監査部門・監査役による監査も実施
- ✓ 事業上の制約や効率性の観点からも懸念がある

出所：DIC「[第127期定時株主総会招集通知](#)」、決算短信、オアシス「[DICのコーポレート・ガバナンス改善](#)」

- 三井住友DSは、紅麹問題が小林製薬の企業価値と持続可能性に影響する重大な事案であると考え、臨時総会におけるオアシス提案への賛同、定時総会における再任取締役への反対を行いました

2025年2月臨時総会		2025年3月定時総会・第2号議案	
第1号議案 業務・財産調査者 牛島 信 氏	賛成 ・ 事実検証委員会調査の不十分さ	1. 大田 嘉仁 氏 新任	賛成
		2. 豊田 賀一 氏 新任	賛成
		3. 松嶋 雄司 氏 新任	賛成
第2号議案 取締役3名	賛成 ・ 不祥事対応、製品安全・品質管理、医療用医薬品等、小林製薬にとって望ましい知見・スキルを保有	4. 小林 章浩 氏	反対
1. 中村 芳生 氏		5. 片江 善郎 氏 社外	反対
2. Richard Dols Young 氏		6. 高橋 昭夫 氏 新任 社外	賛成
3. トモコ・チュウバチ 氏		7. 毛利 正人 氏 新任 社外	賛成
		8. 松本 真輔 氏 新任 社外	賛成
		9. 楠本 美砂 氏 新任 社外	賛成
		10. 門川 俊明 氏 新任 社外	賛成

出所：小林製薬「事実検証委員会の報告を踏まえた取締役会の総括について」「臨時株主総会招集通知」「第107期定時株主総会」、オアシス「小林製薬 MOLD GROWS IN A CULTURE」

■LIMとマネックス・アセットマネジメント（以下、マネックス）より株主還元を中心とする複数の株主提案議案が出されました

ハイレックスコーポレーションの課題

- ✓ 資本効率性（低ROE、低PBR、過大な政策保有株式の保有等）
- ✓ 事前告知型買収防衛策の継続導入

株主提案議案	提案者	三井住友DS判断	判断理由
4. 買収防衛策の廃止	LIM	賛成	三井住友DSの議決権行使基準と整合的であることから賛成
5. 資本コストの開示	LIM	賛成	企業価値の向上に資することが期待されることから賛成
6. 役員報酬の個別開示	LIM	賛成	情報開示の強化に資することから賛成
7. 政策保有株式の売却	LIM	反対	政策保有株式を対純資産比10%まで縮減する方針を発表している会社側の取り組みを評価し、反対
8. 配当性向100%相当の 剰余金処分	LIM	反対	支払い余地はあるが、会社側の2024年10月期の配当性向は76.0%と三井住友DSの基準は上回っており、株主提案には反対
9. 自己株式の取得	LIM	反対	東証要請に基づく資本効率性の改善に取り組んでいることを評価
10. DOE 3 %相当の剰余 金処分	マネックス	反対	第8号議案と同じ

出所：ハイレックスコーポレーション「第81期定時株主総会招集通知」、「2024年10月期通期決算のご説明」

・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。



【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りません。
- 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：2025年5月