

NCホールディングス株式会社

株主提案 補足資料
Asset Value Investors

2023年5月18日

AVIの概要



- アセット・バリュー・インベスターズ・リミテッド（以下「AVI」）は、1985年に英国ロンドン市にて設立された投資運用会社であり、以来35年以上にわたって、顧客資金を運用し、グローバルの株式市場で投資を行ってまいりました
- 日本でも20年以上にわたって投資活動を行っており、市場での認知度が低く過小評価されていると考えられる企業に長期的な視点から投資を行ってまいりました。現在、約815億円¹を日本株に投資しています
- AVIが運用業務を受託するAVI Global Trust plc（総資産額：約1,899億円²）およびAVI Japan Opportunity Trust plc（総資産額：約309億円²）は、いずれもロンドン証券取引所のメイン市場に株式を上場する公開会社です。これらのファンドは、クローズドエンド型投資信託であり、安定した資本に基づく長期運用方針を可能にしています
- また、AVIは、「『責任ある機関投資家』の諸原則《日本版スチュワードシップ・コード》」の受入れ表明を行っており、その趣旨に従って、投資先企業の企業価値の向上および持続的成長に寄与するべく、経営陣や取締役の皆様との建設的な「目的を持った対話」（エンゲージメント）に取り組んでいます

注1：2023年5月3日時点

注2：総資産額および為替レートは、2023年3月31日現在

1

株主提案の背景

2

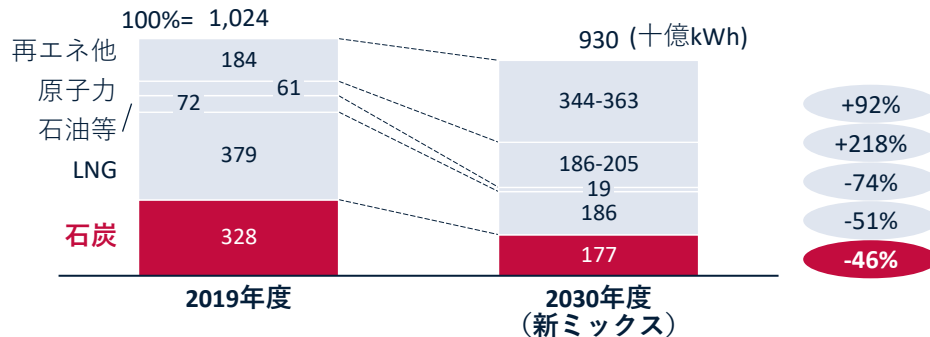
各議案の内容および提案理由

Agenda

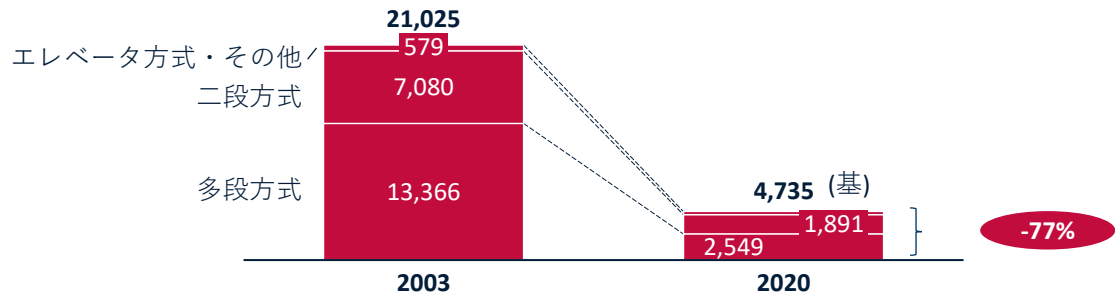
株主提案の背景

- 現在、当社を取り巻く**経営環境は極めて不透明**な状況にあります
- 当社の主力事業の一つである**コンベア関連事業**においては、当社は石炭火力発電領域への依存度が高いところ、脱炭素に向けた動きが世界的に加速する中で、今後、**市場の縮小**が見込まれています
- もう一つの主力事業である**立体駐車装置関連事業**においても、人口減少に伴い国内市場の成長が頭打ちし、機械式駐車場の新規設置数が減少していく中で、今後、国内同業他社との間で**競争の激化**が見込まれています
- 2024年3月期の業績予想は減収減益の計画であり、予想営業利益が2021年3月期と比べて**3年間で約3割減少**する見込みであるなど、現在、当社の**業績は低迷**が続いています

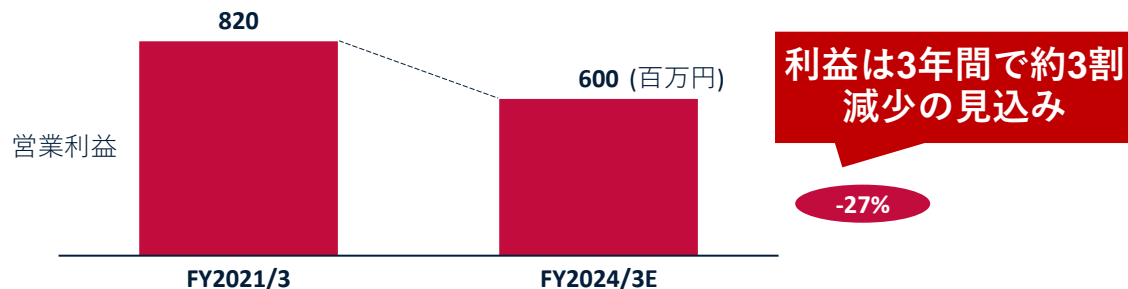
日本国内の脱炭素化の動き¹



機械式駐車装置の新規設置数の推移²



当社の業績推移



注1：経済産業省 資源エネルギー庁 「第6次エネルギー基本計画」を基にAVI作成

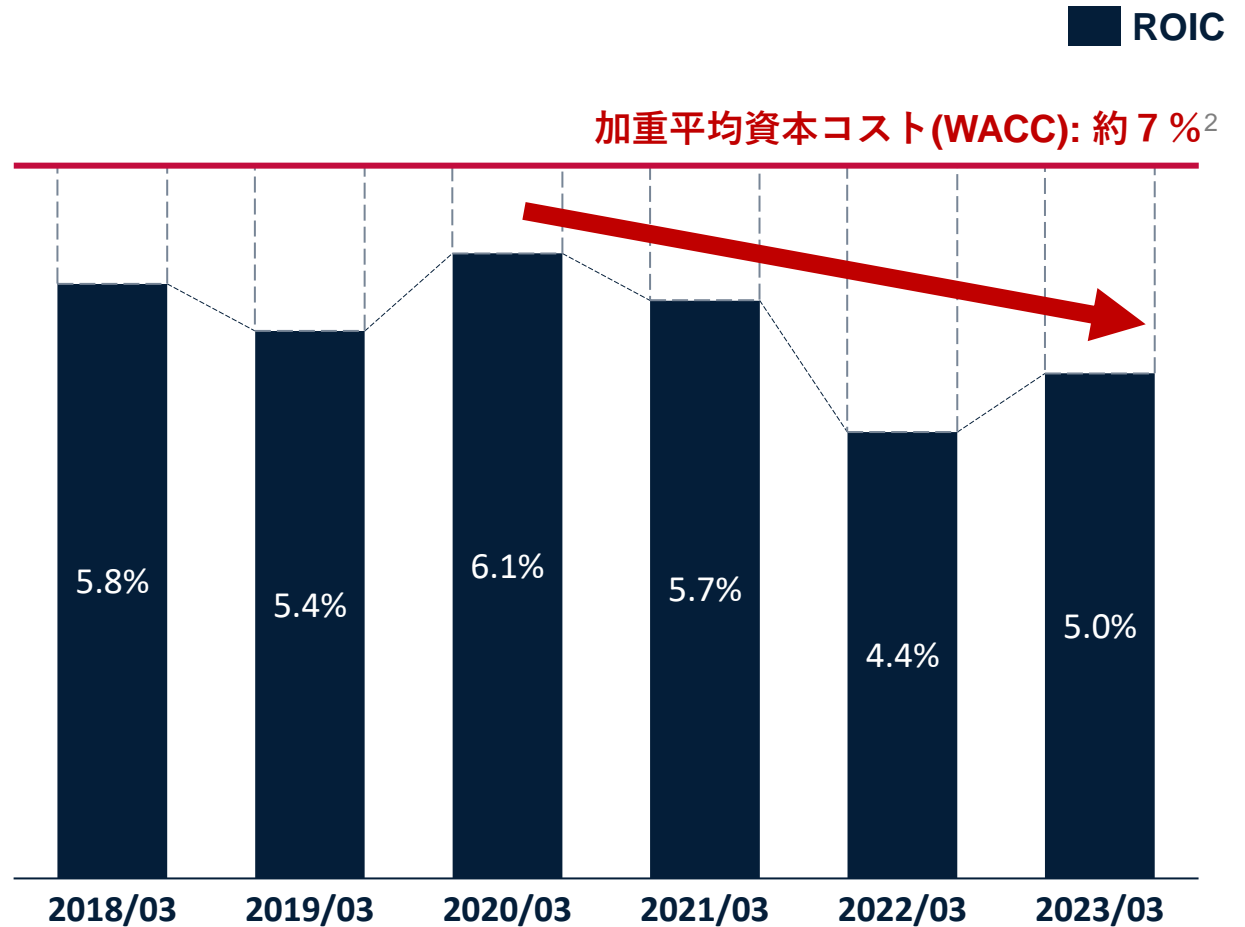
注2：（公社）立体駐車場工業会データを基にAVI作成

出典：経済産業省 資源エネルギー庁 「第6次エネルギー基本計画」、（公社）立体駐車場工業会、当社決算開示資料、SPEEDA

株主提案の背景

- このような状況においては、当社には、株式市場から資金調達を行う上場企業の責務として、今後どのような時間軸で、どのような施策を講じて業績を回復させ、毀損した株主価値を取り戻していくのかについて、株主・投資者に対して説明を行うことが期待されます
- しかし、経営陣からは、外部環境の変化が業績悪化の理由として挙げられるのみで、株式市場が真に必要とする説明はなされていない状況です
- 当社のROICは減少傾向にあり、想定される資本コストを慢性的に下回っています

当社の投下資本利益率（ROIC）推移と資本コストとの比較¹



注1：投下資本利益率（ROIC）= 税引後連結営業利益 / 投下資本（連結有利子負債+連結純資産）

注2：加重平均コスト（WACC）の7%は、AVI推計。CAPMによる推計によれば、WACCは7.6%となる。前提条件は、リスクフリーレート1.0%、マーケットリスクプレミアム6%、アンレバードベータ1.1

出典：開示資料に基づきAVI作成

株主提案の背景

- このような中、株主・投資者が当社の将来性を理解するためには、中長期的にどのような経営ビジョンを描き、どのような投資を行い、企業価値および株主共同の利益をどのように高めていくのか、明確な説明がなされることが不可欠です
- 実際、類似事業を営む他社は、不透明な経営環境にもかかわらず、中期経営計画の開示をはじめ、株式市場に対する説明責任を果たす努力を行ってきています
- これまで、AVIIは、経営陣および取締役とのプライベートな建設的対話の中で、中長期的な経営戦略や経営計画、投資計画等の策定・公表の必要性を訴えてまいりました。しかし、現在に至るまで、このような取組みを実施いただくには至っておらず、当社においては、市場の期待する中長期的なエクイティ・ストーリー不在の開示が継続してきている状況です



	NC Holdings	IHI	ShinMaywa	SPACE VALUE HOLDINGS ¹	富士変速機株式会社 ²
決算説明会	なし	✓	✓	✓	✓
中期経営計画	なし	✓	✓	✓	✓
長期ビジョン・目指す姿	なし	✓	✓	なし	なし
事業ポートフォリオ オマネジメント・ 事業構造改革計画	なし	✓	✓	なし	なし
WACCまたは ROE・ROIC目標	なし	✓	✓	✓	なし
投資計画・ キャッシュ アロケーション	なし	✓	✓	なし	✓
株主還元方針	なし	✓	✓	✓	✓
統合報告書	なし	✓	✓	なし	なし

注1：上場時の開示資料に基づく。株式移転による同社設立以前の日成ビルド工業株式会社の開示資料を含む

注2：富士変速機株式会社および親会社の立川ブラインド工業株式会社の開示資料に基づく

出典：各社開示資料

株主提案の背景

- AVIは、2021年に当社の株主となって以来、スチュワードシップ・コードの趣旨に従い、経営陣および取締役との面談、プレゼンテーション資料および書簡の交付等を通じてプライベートなエンゲージメントを行い、株主共同の利益を向上させるための様々な取組みについて、その必要性を訴えてまいりました

12

当社取締役との面談回数¹



社外役員2名との面談を含む、合計12回の取締役との議論を通じ、企業価値を本源価値に近づけるべく「目的を持った対話」を実施

注1：2023年4月末時点
出典：AVI作成

株主提案の背景

- その結果、一部の取組みについては実施いただき、AVIはそのことを正当に評価している一方で、M&A等の事業投資計画の開示やセグメント情報の透明性向上、定量的な株主還元方針の開示といった、株主共同の利益の観点から重要性の高い取組みを実施いただくには至っていない点は、遺憾に感じています

	AVIのこれまでの主な推奨事項	当社の対応（2023年5月18日時点）
事業	資本効率を踏まえた、事業ポートフォリオの課題および対応策についての見直し	無し
資本効率	定量的な株主還元策を開示（総還元性向●●%など）	無し
ガバナンス	社外取締役によって構成される任意の指名委員会の設置	無し
ガバナンス	スキルマトリクスの開示と活用	無し
ESG	「ジェンダー・国際多様性を持った取締役3名以上」などのD&I中期目標の開示	女性取締役1名選任（2022年6月） ダイバーシティを持つ取締役比率は11名中1名（約9.1%）に留まる ¹
ガバナンス	英語版ウェブサイトや各種開示資料の英語版の開示	英文連結財務諸表および英文決算短信の開示を開始、英語版サイトなし、CGコード1-2-4エクスプレイン対応
ガバナンス	報告セグメント合計の営業利益の55.8%を占める「全社費用」を可能な限り関連セグメントに配賦	無し （全社費用7.9億円はセグメント利益計14.1億円の55.8%に相当）
資本効率・ガバナンス	自己株式2,116,530株（約33.0%）の消却	1,730,301株（26.97%）の消却を実施（2022年3月）、残余分7.3%
事業・資本効率・ガバナンス・ESG	中期経営計画の策定と開示（M&A戦略、WACC、全社・セグメントROIC目標、株主還元目標、ESGマテリアリティの策定と定量的KPIの設定、D&I目標 等）	無し

注1：コーポレートガバナンス報告書等の開示に基づくジェンダー・国際多様性について記載、会社公表数値ではない
出典：当社開示情報およびエンゲージメントに基づきAVI作成

株主提案の背景

- 当社は、コーポレートガバナンス報告書において、16項目にわたり原則を実施しない旨を開示しており、かつ、そのような自社の選択理由について積極的かつ十分な説明（エクスプレイン）もなされていないことなどからも、当社のガバナンス体制は改善の余地が大きいことが見て取れます

【コーポレートガバナンス・コードの各原則を実施しない理由】要約

2021年6月の改訂後のコードに基づき記載しています。
当社は、以下の14原則については業務効率、資本効率や当社事業上の特性から、実施することが必ずしも当社及び当社のステークホルダーの皆様にとって最善ではないと考えているもの、あるいは一定の取り組みは行っているものの、さらなる検証と対応が必要であるものについては「実施していない」と捉え、開示しています。

【補充原則1—2—4】

当社の外国法人等の持株比率は2021年3月末日現在で、1.0%と僅少でありましたが、2022年3月期には35.5%と急増しました。一方、本年4月の東京証券取引所の再編に当たっては、当社の事業規模・株主総数及び業務効率を勘案し、グローバルな投資家から資金を集めるプライム市場ではなく、主として国内投資家向け市場であるスタンダード市場を敢えて選択したという経緯もあります。以上の事情を勘案し、今回は招集通知の英訳については実施いたしません。新たに決算短信の概要を英訳したものについて、和文の開示後速やかに当社ホームページに掲載するとともに、英文のアンニュアルレポートについても、適宜当社ホームページに掲載することといたしました。議決権電子行使プラットフォームについては未導入ですが、昨年度より議決権行使書を用いた議決権の電子行使を可能としており、遠隔地の株主様の議決権行使の利便性向上に努めております。

【補充原則1—2—5】

当社では、株主総会における議決権は、株主名簿上に記載または記録されている者が有しているものとして、信託銀行等の名義で株式を保有する機関投資家等の実質株主が株主総会へ出席し、議決権の行使や質問を行うことは原則認めています。今後は、実質株主の要望や信託銀行等の動向を注視しつつ、実質株主の株主総会への出席に関わるガイドラインの検討・整備に努めてまいります。

【原則1—4】

投資目的以外の目的で保有する株式に関する具体的な検証内容については開示しておりませんが、事業戦略上の重要性、取引先との事業上の関係等を総合的に勘案し、政策的に必要とする株式は保有していく方針です。同株式の買い増しや処分を要否は、当社の成長に必要かどうか、他に有効な資金活用はないか等の観点で、担当取締役による検証を適宜行い、必要に応じ取締役会に諮ることとしています。さらに、政策的保有の意義や当初予定していた目的・効果が発揮されているか、保有に伴う便益やリスクが資本コストに見合っているか等を精査し、取締役会において年に1度継続的にモニタリングしております。検討の結果、保有することが適当でないと判断した場合、相手方の理解を得ながら売却・縮減を図っていくことと致します。また、同株式に係る議決権行使については、その提案が当社の保有方針に適合するかどうかに加え、発行会社の効率かつ健全な経営に役立ち、企業価値の向上を期待できるかどうか等を総合的に勘案して行っています。

【原則1—4—1】

政策保有株主より当社株式の売却の意向が示された場合には、取引の縮減を示唆することなどにより当社が売却を妨げることはありません。

【原則1—4—2】

政策保有株主との取引について取締役会での定期的な検証は行っていませんが、個々の取引に当たっては、業績目標をもつ各決裁権限者が、政策保有株主であるかに関わらず、経済合理性に基づき判断しております。

【原則2—6】

当社は、独自の年金制度としては、確定拠出型年金のみであるため、本原則の対象外と考えております。

【原則3—1—2】

当社の外国法人等の持株比率は2021年3月末日現在で、1.0%と僅少であったため、業務効率面を考慮して英文での情報開示については実施していませんでしたが、2022年3月期には外国法人の持株比率は35.5%と急増しております。一方、本年4月の東京証券取引所の再編に当たっては、当社の事業規模・株主総数及び業務効率を勘案し、グローバルな投資家から資金を集めるプライム市場ではなく、主として国内投資家向け市場であるスタンダード市場を敢えて選択したという経緯もあります。以上の事情を勘案し、新たに決算短信の概要を英訳したものについて、和文の開示後速やかに当社ホームページに掲載するとともに、英文のアンニュアルレポートについても、適宜当社ホームページに掲載することといたしました。

【補充原則3—2—1 (i)】

(i) 外部会計監査人については、その監査実施状況や監査報告等を通じ、職務の実施状況の把握・評価を行っていますが、外部会計監査人候補の詳細に関する明確な基準は策定していません。今後、外部団体のガイドラインを参照する等して、監査等委員会にて協議・決定する予定です。

【補充原則4—1—2】

当社グループの業績は、当社子会社、日本コンベヤ株式会社の業績に大きく左右されます。同社の主要な事業であるコンベヤ関連事業は、案件1つの受注・失注により業績が大きく左右され、また案件によっては受注から納入までに1～5年という非常に長い期間を要する事業です。また、納入先も大規模な工事現場や鉱山等、収益化に比較的長い時間を有します。こうしたリスクの高い事業上の特性から、中長期の経営計画を立案することは、株主の皆様には不要かつ過大なリスク負担を強いることになり、かえって的確な投資判断を損なう恐れがあるものと考えています。このため当社では、経営計画は単年度の策定としています。今後は株主の皆様との建設的な対話に向けた共通認識を形成するため、経営計画及びその達成状況について開示していきたいと考えています。

【補充原則4—1—3】

当社では現在のところ最高経営責任者の後継者計画の策定・運用・監督には、取締役会は主体的には関与していませんが、当該目的のため、後継者候補である経営幹部と常勤取締役に対し、経営課題に対する意見具申を求めたうえでイントラネットを通じて全員で議論を行うという研修を常時行っております。これらのプロセスを通じて、次期経営責任者としてふさわしい人物が、客観的かつ透明性をもって選出されるコンセンサスが醸成されていくと考えております。

【補充原則4—2—2】

当社のサステナビリティに関連した環境に対する取り組みは、本書の補充原則3—1—3に記載の通りです。このほか、人権の尊重、従業員の健康・労働環境への配慮、公正・適切な処遇、取引先との構成・適正な取引、自然災害等への危機管理等を含め、近くまとめてサステナビリティを巡る取り組みについての基本方針として策定し、当社ホームページ上に公開する予定です。人的資本、知的財産への投資等に係る戦略が企業の持続的な成長に資するべく取締役会が実効的に監督できるように、毎年実行状況について、取締役会に報告することといたします。

【補充原則4—3—2】

CEOの選解任について、当社では、独立した顧問委員会は設置していませんが、取締役11名中7名を独立社外取締役が占める取締役会により客観性を担保しながら慎重に検討して決定しております。

【補充原則4—3—3】

CEOの解任について、具体的な業績基準などは策定していませんが、会社業績等を踏まえCEOがその機能を十分発揮していないと認められる場合には、取締役会にてすみやかに解任手続きを行います。

【補充原則4—11—1】

現在、各取締役のスキル・マトリクスは開示していませんが、招集通知および有価証券報告書に記載している役職、経歴、選任理由により、各取締役の役割、経験等はご理解頂けるものと考えます。常勤取締役3名は、いずれも複数の会社において取締役として経営に参画した経験があり、内2名は、経営再建を主導した経験があります。残り1名は、複数の他社において、技術者として設計並びに開発に携わった経験に加え、金融並びに経営管理責任者の経験があります。また、社外取締役はいずれも独立役員で、内3名は他社代表取締役の経験者であります。他3名は、弁護士であり、会社法を始めとした法務面での高い専門性を、他2名は公認会計士として、会計に関する高い専門性を有しております。上記の通り、当社取締役会は、経営からの独立性を担保しながら、知識、経験、能力において多様性に富んだ人材で構成されており、現経営環境において経営執行に適したスキルの組み合わせとなっているものと考えております。

【補充原則4—11—3】

取締役会の実効性評価については、今後、取締役会の機能を向上させるという観点から、評価手法も含めて検討してまいります。

【原則5—2】

当社は毎年、経営計画を策定し、当期の売上高、営業利益及び1株当たり当期純利益等の予想値を、決算短信で開示しています。予想値について、変更が生じた際は、変更の背景や内容について、業績予想の修正の適時開示を行っています。これを超える経営資源の配分計画などより具体的な計画を定期的には至っておりませんが、株主の皆様との有益な対話のベースとしての情報提供を積極的に行うことで、よりわかりやすい情報開示に取り組んでまいります。

株主提案の背景

- 一方、同業他社においては、ROICを用いた事業ポートフォリオマネジメントや事業構造改革、資本コスト/ハードルレート、株主還元方針、中期計画・長期ビジョンといった、株主共同の利益にとって重要性の高い項目について、資本市場に向けた情報発信に取り組む積極的な姿勢が見られます

IHI

経営目標の内実

投下資本収益性	税引後ROIC※1	10%以上
キャッシュ創出力	CCC※2	80日
収益性	営業利益率	8%以上

事業ポートフォリオ再編の課題



社外役員

IHIでも事業部門ごとに投下資本に対する収益性を評価して、投資回収が見込まれる事業に資本を傾斜配分する必要があります。

ShinMaywa

目標とする経営指標等

経営指標	[SG-2023]目標水準
売上高	2,500億円
営業利益	150億円
海外売上高	450億円
ROE	10%以上
ROIC	7%以上

キャッシュ・アロケーション	[SG-2023]目標水準
成長投資	300~400億円 (2021~2023年度累計)
配当性向	40~50%を基本に実施
自己株式取得	株価水準等に応じて機動的に実施



取締役
財務部長

経営においては、財務の健全性と並んで、資本効率を高める取り組みも重要となります。当社は、2018年度に450億円の自社株買いを実施し、自己資本当期純利益率（ROE）が向上しました。中期経営計画期間中の株主還元方針につきましては、配当性向を原則40~50%に設定しており、状況によっては機動的に自己株式を取得することとしています

「集中と選択」と「構造改革」の進捗状況

事業名	分類	時期	概要
ロケットシステム事業	集中	2018年6月	IHIの子会社である株式会社IHIエアロスペースは、キヤノン電子株式会社、清水建設株式会社、株式会社日本政策投資銀行と共同で、小型ロケット打上げ事業を行なうスペースワン株式会社を設立
F-LNG・海洋構造物事業	選択	2018年9月	F-LNG・海洋構造物事業の主力工場である愛知工場が受注案件を完工し、生産拠点としての機能を終了
パーキング事業	集中	2018年10月	IHIの子会社であるIHI運搬機械株式会社はオリエント産業株式会社から機械式立体駐車装置の保守・保全事業を譲受
シールド事業	集中	2018年10月	IHIの子会社であるJIMテクノロジー株式会社は、シールド掘進機のグローバル競争力強化に向け香港Terratec社の株式の51%を取得
小型原動機事業	選択	2018年12月	IHIの子会社である株式会社IHIアグリテックの小型原動機事業を米国キャタピラー社へ継承
環境対応システム事業	選択	2019年1月	IHI子会社である株式会社IHI環境エンジニアリングの廃棄物処理施設関連事業等を、株式会社神鋼環境ソリューションへ継承
プラント事業	構造改革	2019年4月	IHIのプロセスプラント事業とIHIの子会社である株式会社IHIプラントエンジニアリングをIHIの子会社であるIHIプラント建設株式会社に統合し、株式会社IHIプラントが発足
原動機事業	構造改革	2019年7月	IHIの原動機事業とIHIの子会社である株式会社ディーゼルユナイテッドをIHIの子会社である新潟原動機株式会社に統合し、株式会社IHI原動機が発足予定

事業ポートフォリオの最適化

事業成長性（市場成長性含む）およびROICによる事業評価・ハードルレートの設定によるROIC経営の徹底



社外役員

グループの価値向上を考えるにあたり、事業部の独立性の強さが阻害要因にならないか案じることがあります。（中略）「コングロマリット・プレミアム」と称される経営形態を実現することが課題ですね。

事業ポートフォリオ・マネジメント

売上高成長率	ROIC
新規の成長事業 ・成長戦略 ・経営資源の投入 ・積極的な投資	現在の主力事業 ・成長戦略 ・収益向上 ・積極的な投資
低成長・低収益の事業 ・投資抑制 ・高収益体質に転換 ・成長可能性判断	低成長の成熟事業 ・再成長検討 ・投資抑制 ・高収益事業に集中

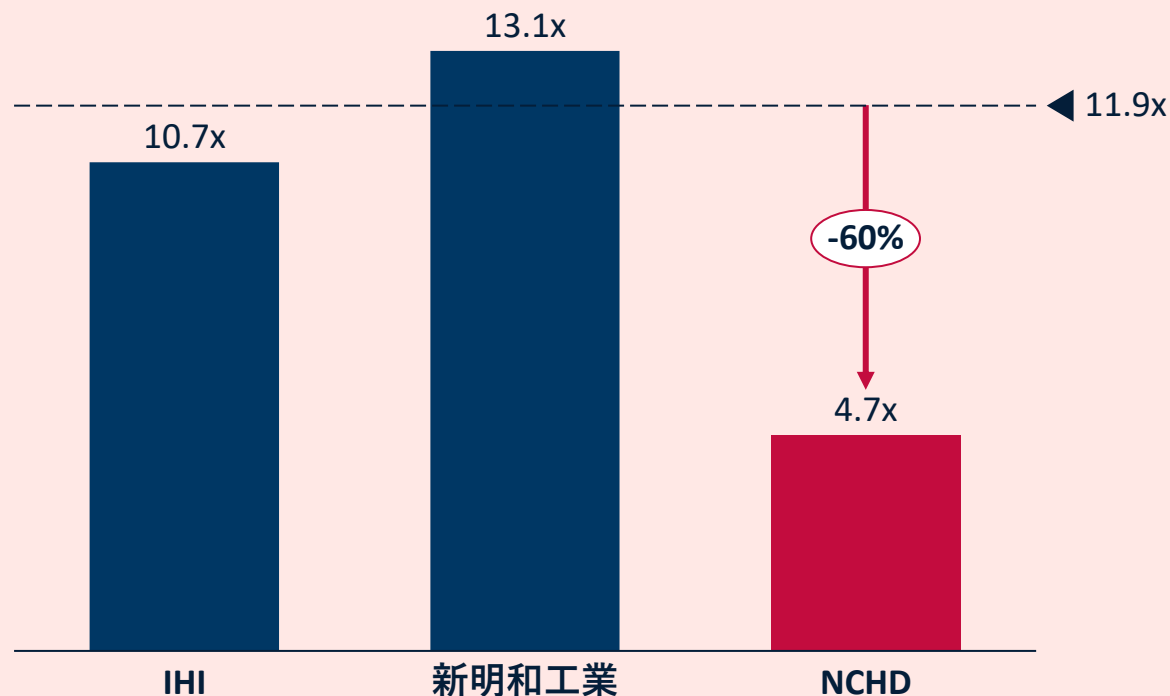
事業セグメントの成長率向上、ROIC改善により最適な事業ポートフォリオを志向

株主提案の背景

- 株式市場が求める情報の積極的な開示がなされず、業績の低迷が継続する中、当社の市場からの評価は、同業他社を約6割も下回っています

企業価値評価（バリュエーション）同業他社比較

1期先 EV/EBIT倍率¹



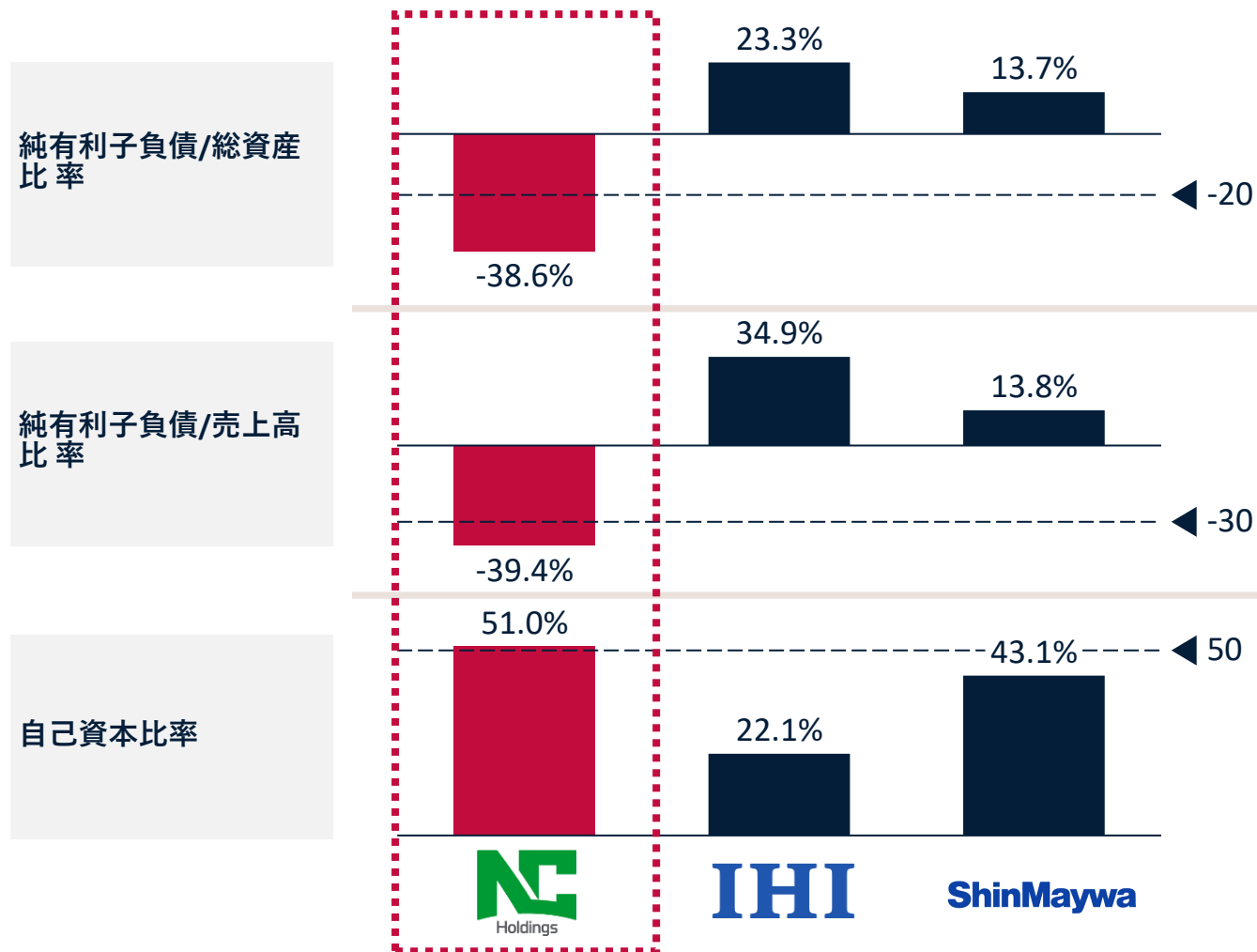
注1：2023年5月15日時点の株価を基に算出。企業価値には税引後投資有価証券を考慮、税率30.6%として算出
出典：SPEEDAおよび各社開示資料を基にAVI作成

株主提案の背景

- 当社は、時価総額（自己株式を除く）の7割弱に上る純現金・預金および税引後投資有価証券を抱える¹ほか、財務状況に照らして負債による資金調達余力も十分に存在すると考えられることからすれば、今後、株式市場における資金調達の必要性は限定的と考えられます

当社および同業他社の資本効率比較（LTM）

■：国内大手アセットマネジメント議決権行使基準における「過大な金融資産を保有する企業」の各定量基準に抵触²



注1：2023年4月20日時点の終値および直近開示資料に基づき計算

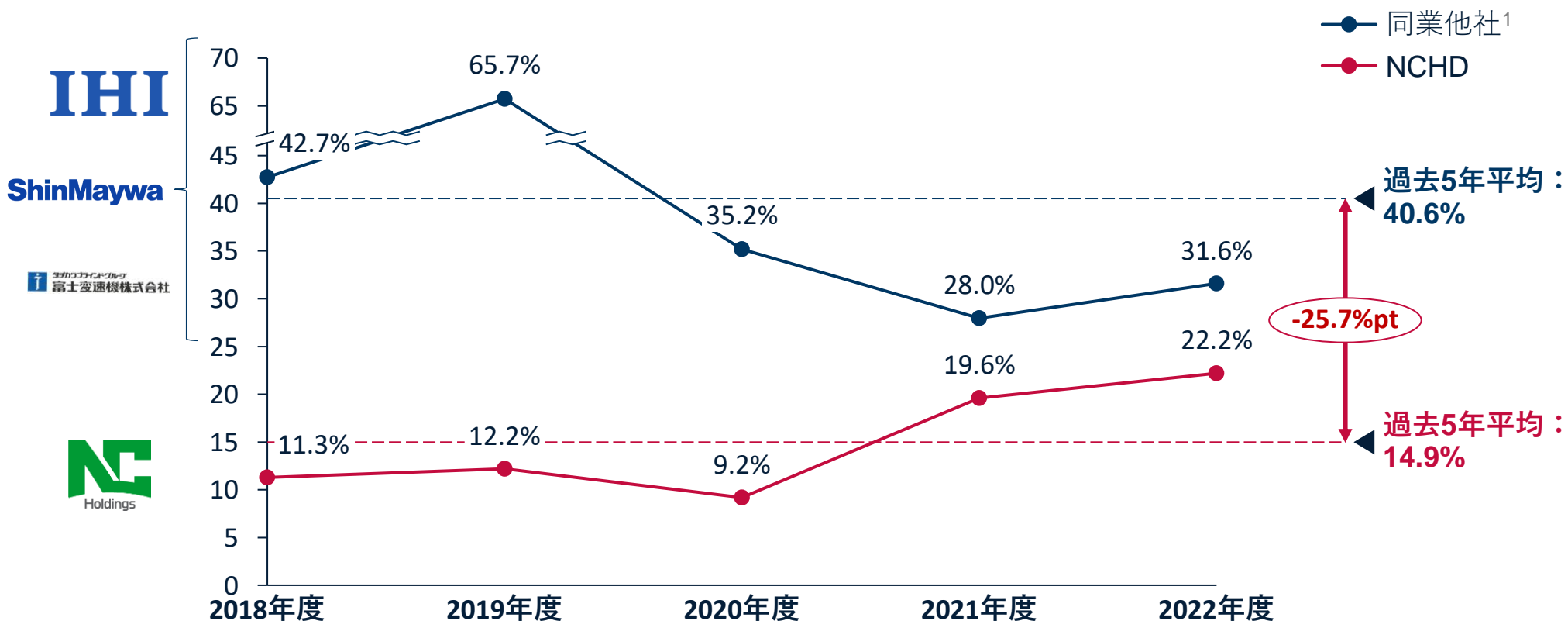
注2：ニッセイアセットマネジメント議決権行使基準（2023年2月）。「過大な金融資産を保有する企業」に関する基準の詳細については、同議決権行使基準参照。なお、本資料は、特定の株主の議決権行使等に関してAVIが意見を表明するものではない

出典：各社開示資料およびSPEEDAを基にAVI作成、2022年12月末時点

株主提案の背景

- 「過大な」金融資産をバランスシートに余剰資産として滞留する一方、当社の配当性向は同業他社を大きく下回っており、対立株主の保有株式の買取りを主目的として行われた自社株TOBを除き、株主還元は極めて低い水準に留まっています

当社および同業他社の配当性向推移

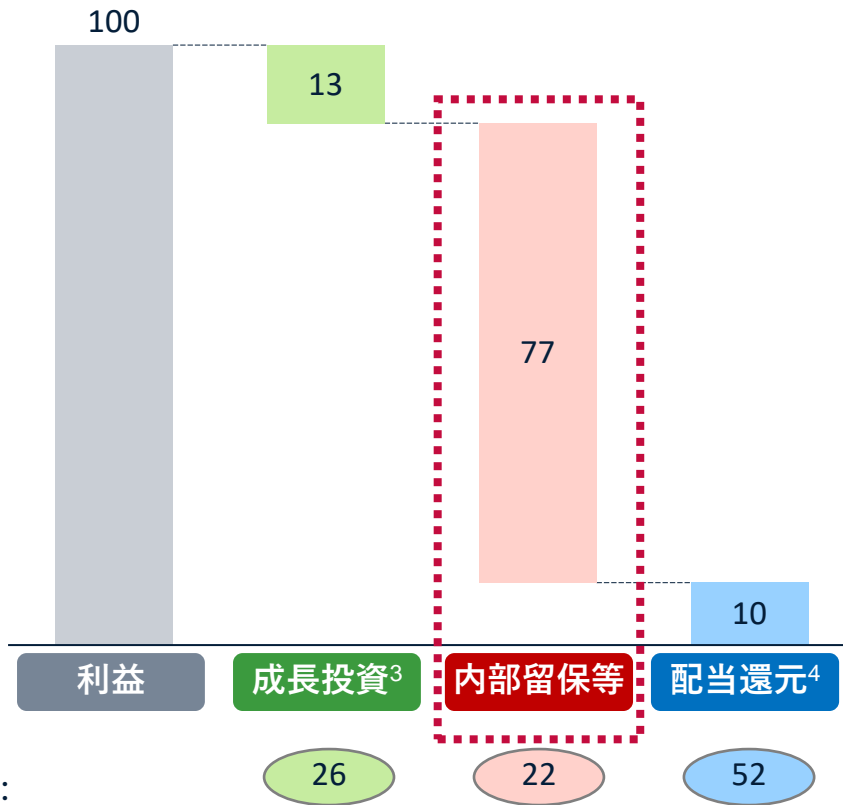


注1：IHI、新明和工業、富士変速機の平均値
出典：各社決算短信を基にAVI作成

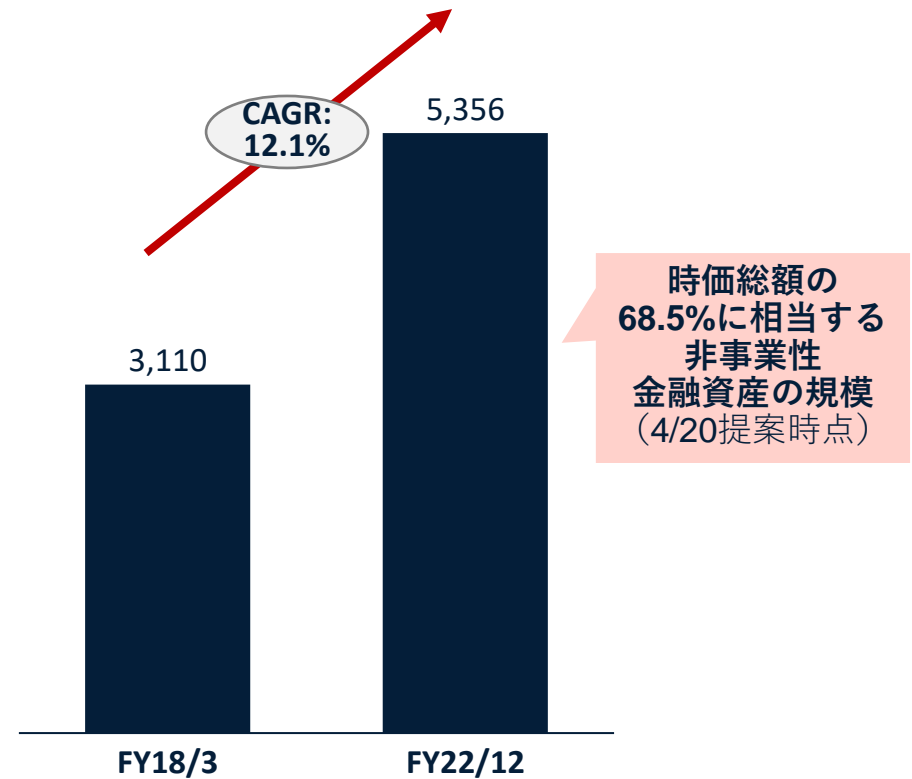
株主提案の背景

- 有形・無形固定資産といった事業投資の水準も同業他社の約半分の水準に留まり、企業価値向上への投資は後回しになり、当社の内部留保に蓄積され、株主共同の利益に資する経営資源の分配も限定的です

当期利益の分配^{1,2} (株主提案時直近過去4期平均)



純金融資産の推移 (百万円)⁵



注1: 有利子負債の借入れ・返済に伴うキャッシュの増減等を含まない

注2: 正味運転資本の増減によるキャッシュ増加分が当期利益対比+96%別途存在するが、上記「内部留保等」にはこれを含まない

注3: (有形・無形固定資産の取得による支出(売却益除く) + M&Aによる支出 - 減価償却費・のれんの償却費) / 当期利益

注4: 当時経営陣と対立関係にあったTCSホールディングス株式会社の保有株式の買取りを主な目的として2021年9月に行われた自社株公開買付けは、当社の平時の株主還元水準を表すものではないと考えられることから、配当金の支払いのみを記載 (同業他社についても配当支払いのみを記載)

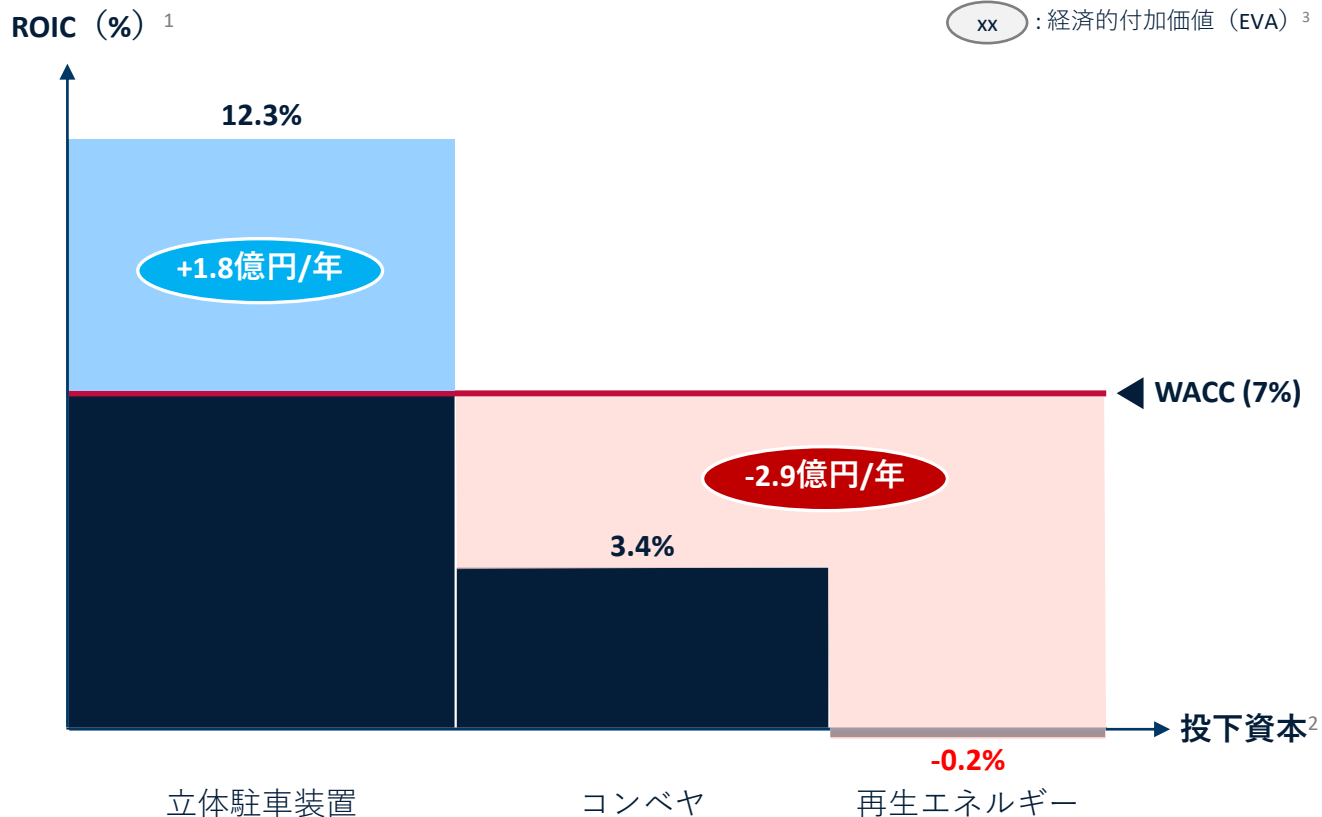
注5: 現預金同等物 - 有利子負債 + 税引後有価証券 (税率30.6%として算出)

出典: 会社開示資料、SPEEDA、Capital IQ (2023年5月13日時点) を基にAVI作成

株主提案の背景

- 上場企業に期待される責務を十分に果たすことが困難な状況が続くとすると、そもそも**株式市場に上場し続けることが最善なのか**自体、本来は必ずしも自明ではないはずであり、経営陣および取締役会には、**経営を現状のまま継続していくことが株主共同の利益の観点から最善の選択といえるのか**について、事業ポートフォリオの見直しや資本戦略の見直しを含む様々な戦略的選択肢と比較した上で、**自覚的に検討を行うことが期待**されます
- しかし、以上で述べた状況に照らせば、当社において、このような検討が十分には尽くされておらず、その結果、**株主共同の利益が損なわれているおそれ**があると考えられます

当社の事業ポートフォリオ



注1: ROICは株主提案時点での直近3期(2020年3月期-2022年3月期)平均値。事業ポートフォリオ毎のROICについては、各子会社の直近期の決算公告が開示されていない(2023年5月13日時点)ため、各セグメント資産および各セグメント売上・利益に基づきAVI算定値を記載。本社費用および本社資産については各セグメント売上に基づきそれぞれ比例配賦

注2: 投下資本は株主提案時点での直近3期データ(2022年3月期)。事業ポートフォリオ毎の投下資本については、各子会社の直近期の決算公告が開示されていない(2023年5月13日時点)ため、各セグメント資産および各セグメント売上・利益に基づきAVI算定値を記載

注3: EVA = (ROIC(直近3期平均) - WACC) * IC(直近期)として算出

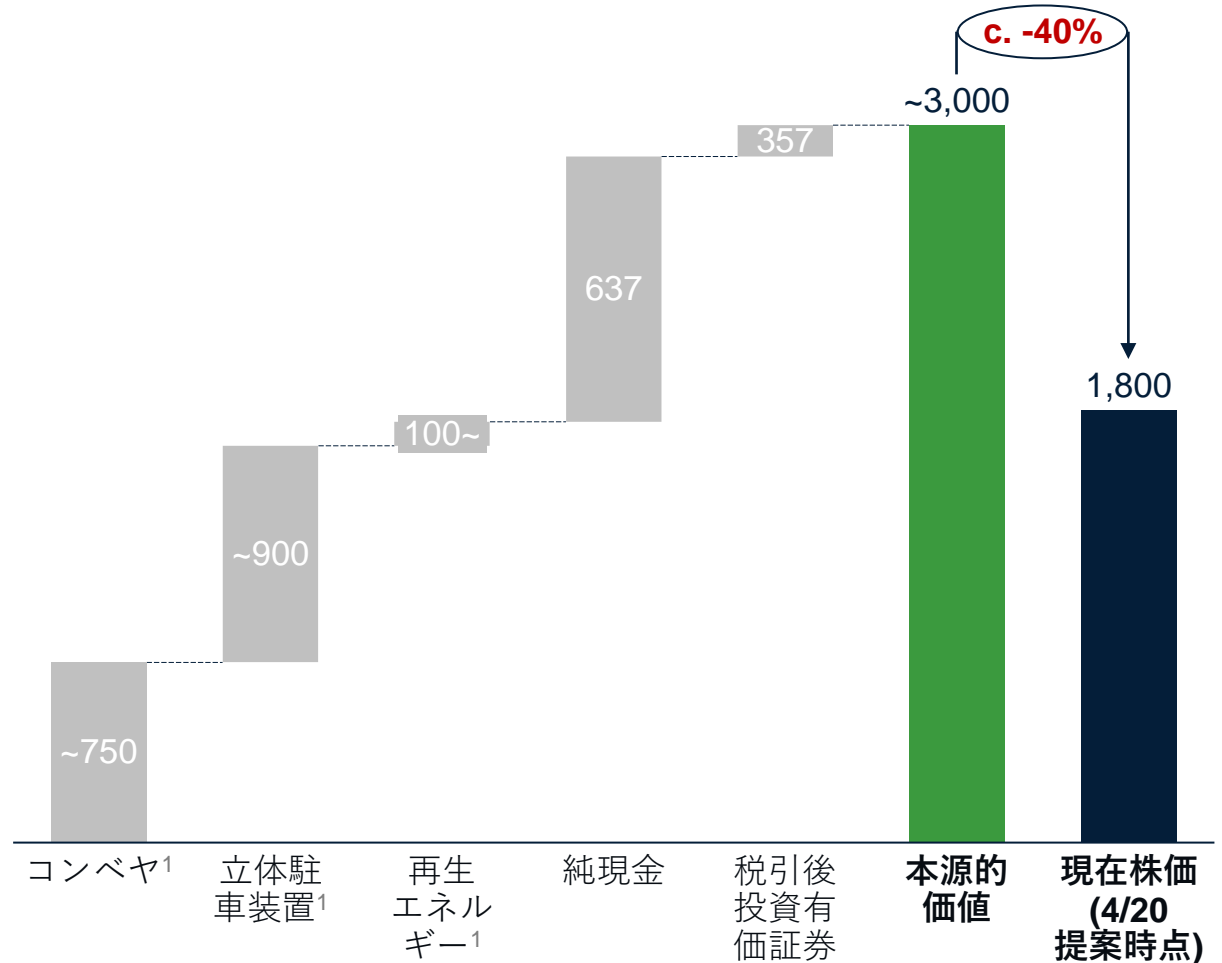
出典: 開示資料を基にAVI作成

株主提案の背景

- 当社の市場株価も、本質的な企業価値を大幅に下回る状態が継続しています。これは、当社の多角化した事業ポートフォリオによるコングロマリット・ディスカウントの存在に加えて、以上で述べたような、当社の今後の業績や将来性への不透明感、そして、株主共同の利益が十分に図られることへの期待の低さを反映しているものと考えられます

当社の本源的価値と市場評価との比較

当社事業価値（一株当たり価値、円）



注1：当社費用については各事業の売上に基づき比例配賦。各セグメントの事業価値については国内類似企業比較法および株主提案時直前年度 (FY22/3) の各セグメント利益に基づき算定
出典：会社開示資料を基にAVI推計

株主提案の背景

- AVIは、今後も、これまでどおり、当社の経営陣および取締役との間で友好的かつ建設的な関係を維持してまいりたいと考えています。他方で、**これまでの改善の内容やスピードは、AVIが持つ期待と危機感を大きく下回る**ものであり、当社において株主共同の利益に十分に配慮した経営およびその監督が行われていると評価することは困難であるのも事実であり、このまま**プライベートなエンゲージメントを継続していただくだけでは、今後も状況が大きく改善する見込みは小さい**と考えられます。そのため、AVIが責任ある機関投資家として負う受託者責任を全うするためには、**よりオフィシャルな方法でAVIの意見を経営陣および取締役に伝えるとともに、株主の総意を確認する機会を持つことが望ましい**と考えるに至りました。また、当社の議決権の20%超を保有する株主として、AVIには、一定のリソースとコストを投じてでも、株主共同の利益の向上に向けて最善を尽くすことが、他の株主および資本市場からも期待されているとも考えるに至りました。
- 以上の問題意識に基づき、AVIは、当社の経営陣および取締役会において、**株主共同の利益に十分に配慮した経営およびその監督が行われることを確保**するため、一連の議案を提案することとしました。
- このように、本定時株主総会においてAVIが提案する全ての議案は、以上で述べた共通の問題意識に基づき、必要な変革を達成するための一連の提案となります。

AVIの株主提案一覧

	議案	概要		
1	定款一部変更の件 (取締役の員数)	取締役の員数上限を1名増員	p.21	監督機能の強化
2	取締役(監査等委員である取締役を除く) 2名選任の件	社外取締役2名を追加選任	p.22	
3	定款一部変更の件 (戦略検討委員会)	戦略検討委員会を設置	p.27	戦略的選択肢の検討
4	定款一部変更の件(当会社の株券等の 大規模買付行為への対応方針)	買収防衛策の導入・発動時における 最低限の遵守事項を規定	p.33	経営の規律の確保
5	定款一部変更の件 (株式の発行等)	第三者割当増資等に株主総会決議 による事前承認を要求	p.38	資本効率の向上
6	定款一部変更の件 (剰余金の配当等)	剰余金の配当等の決定権限を 株主総会に付与	p.41	インセンティブの強化
7	剰余金の処分の件	期末配当1株当たり65円	p.46	
8	取締役(監査等委員である取締役を除く) に対する業績連動型株式報酬制度及び譲渡 制限付株式報酬制度に係る報酬決定の件	株式報酬制度を改定・導入	p.49	株主共同の利益の向上

1 株主提案の背景

2 各議案の内容および提案理由

Agenda

A 監督機能の強化

定款一部変更の件（取締役の員数）

資本市場に関する豊富な知見・経験を有する社外取締役2名の追加選任（2号議案）を可能にするため
取締役の員数上限を1名増員

取締役会の定員

	取締役	経歴・知見
1	梶原 浩規 様	社内取締役
2	吉川 博志 様	社内取締役
3	村田 秀和 様 ¹	社内取締役
4	木下（牧野）安与 様	M&A、建築
5	橋本 泰 様	金融、経営
6	小松 弘明 様	金融、経営
7	高橋 浩司 様	金融、経営
8	北川健太郎 様	法律
9	片山 卓朗 様	法律
10	藤枝 政雄 様	会計
11	松木謙一郎 様	会計
上限	12 AVI提案取締役	資本市場
	13 AVI提案取締役	資本市場

資本市場に関する豊富な知見・経験を有する取締役が不在

株主共同の利益の観点からの
監視機能が不十分

取締役の員数上限を1名増員

資本市場に関する豊富な知見・経験を有する社外取締役2名の追加選任

株主共同の利益の観点からの
監視機能を強化

取締役（監査等委員である取締役を除く）2名選任の件 (1/4)

資本市場に関する豊富な知見・経験を有する社外取締役2名を追加選任し、
取締役会の「株主共同の利益の観点からの監督機能」を強化

取締役会の構成

取締役	経歴・知見
1 梶原 浩規 様	社内取締役
2 吉川 博志 様	社内取締役
3 村田 秀和 様 ¹	社内取締役
4 木下（牧野）安与 様	M&A、建築
5 橋本 泰 様	金融、経営
6 小松 弘明 様	金融、経営
7 高橋 浩司 様	金融、経営
8 北川健太郎 様	法律
9 片山 卓朗 様	法律
10 藤枝 政雄 様	会計
11 松木謙一郎 様	会計
12 安 治郎 氏	資本市場
13 フィリップ・パートナー 氏	資本市場

資本市場に関する豊富な知見・経験を有する取締役が不在

株主共同の利益の観点からの
監視機能が不十分

資本市場に関する豊富な知見・経験を有する社外取締役2名の追加選任

株主共同の利益の観点からの
監視機能を強化

取締役（監査等委員である取締役を除く）2名選任の件 (2/4)

安 治郎（やす じろう）氏

略歴

- 1996年 Daiwa Securities America Inc. (NY)
- 1998年 Arnhold and S. Bleichroeder (現First Eagle Investment Management, LLC) (NY)
- 2001年 同社 シニア・ヴァイス・プレジデント
- 2005年 十字屋証券(株) 取締役(新規事業推進担当)
- 2006年 (株)ヴァレックス・パートナーズ 代表取締役(現任)
- 2012年 十字屋ホールディングス(株) 取締役
- 2013年 藤井酒造(株) 取締役(現任)
- 2018年 (株)JWC 代表取締役(現任)
- 2022年 十字屋ホールディングス(株) 代表取締役(現任)

経験等

- 20年以上にわたり、バイサイドで上場株投資に関与
- NYの老舗運用会社であるファースト・イーグル・インベストメント・マネージメント社では、シニア・ヴァイス・プレジデントとして、企業分析、資金調達、商品開発、リスク管理をはじめとする幅広い資産運用業務に従事
- その後、独立系運用会社ヴァレックス・パートナーズを共同設立し、代表取締役に就任。ポートフォリオ・マネージャーとして、日本の中堅上場企業に対する長期的な投資を実行
- 経営陣との対話を通じ、投資先企業の本源的価値の実現と更なる成長に貢献することに注力

資質その他

- 社外取締役としての職務に十分な時間と労力を割くことが可能
- 安氏が関与する投資運用会社・投資ファンドは、現在、当社に対して投資を行っておらず、安氏の在任期間中に当社に対して投資を行うこともない
- 約10年に及ぶ米国での勤務経験を有するほか、日常的に海外のアセットオーナーや投資運用会社とコミュニケーションをとるなど、グローバルな視点を有する
- 慶應義塾大学（経済学学士）、米国証券アナリスト(CFA)
- 日本語、英語に堪能

社外取締役として適任である理由

- 長年にわたり機関投資家の立場で多くの上場企業を分析し、投資を行ってきた経験を活かし、株主共同の利益に十分に配慮した経営の監督を行うこと、株主・資本市場との対話を深化させること、および、当社が投資家からより評価されるためのベストプラクティスについて助言を行うことが期待される
- 長年にわたる投資ファンドの運用を通じて構築した国内外の資本市場参加者や上場企業経営者等との幅広いネットワークを、当社の様々な経営課題の解決に役立てることも期待される

取締役（監査等委員である取締役を除く）2名選任の件 (3/4)

フィリップ・パートノー氏

略歴

- 1995年 Sullivan & Cromwell LLP入所 (NY、香港、東京)
- 1999年 日興ソロモン・スミス・バーニー証券会社SVP兼
トランザクション・リーガル部門責任者 (東京)
- 2000年 UBSインベストメント・バンク
M&A部門ディレクター (東京、香港)
- 2004年 UBSインベストメント・バンク
M&A部門エグゼクティブ・ディレクター (香港)
- 2007年 UBSインベストメント・バンク
M&A部門マネージング・ディレクター (香港)
- 2007年 UBS証券 投資銀行部門副責任者 (北京)
- 2010年 UBSインベストメント・バンク
中国M&A部門会長 (北京)
- 2010年 UBS証券 取締役 (北京)
- 2013年 UBSインベストメント・バンク
アジア地域M&A部門副会長 (香港)
- 2014年 PARTNOW & CO.(株)
ファウンダー兼代表取締役社長 (現任)

資質その他

- 社外取締役としての職務に十分な時間と労力を割くことが可能
- 米国で生まれ育ち、日本および中国における長年の勤務経験を有するなど、グローバルな視点と日本固有の価値観や企業文化等への理解の双方を有する
- ハーバード大学 (社会学学士)、コロンビア大学ロースクール (法学博士)
- 日本語、英語、中国語に堪能

経験等

- 20年以上にわたり、M&A・戦略投資等のアドバイザー業務に従事
- UBSグループでは、アジア地域M&A部門副会長等の要職を歴任。多数のM&A・戦略投資案件において、日・中・欧・米の大手企業の経営幹部と密に連携し、重要な戦略的取引の分析、意思決定、実行を支援。上場企業のクライアントに対し、資金調達その他資本市場に関する助言も行い、その過程で、資本市場に対する理解と知見を深めた
- UBSグループ自身による中国の投資銀行・ウェルスマネジメント市場への参入や投資銀行部門の立ち上げ・拡大等の重要な戦略の遂行にも中心的な立場で関与
- 2014年の独立以来、日本において、自身のアドバイザー・ブティック・ファームを経営。主に、外国投資家と日本の上場企業の経営陣とのエンゲージメントの支援をはじめとする、外国投資家による対日投資に関する助言を提供。日本の資本市場および上場企業が直面している課題と機会についての理解と知見を更に深めてきた

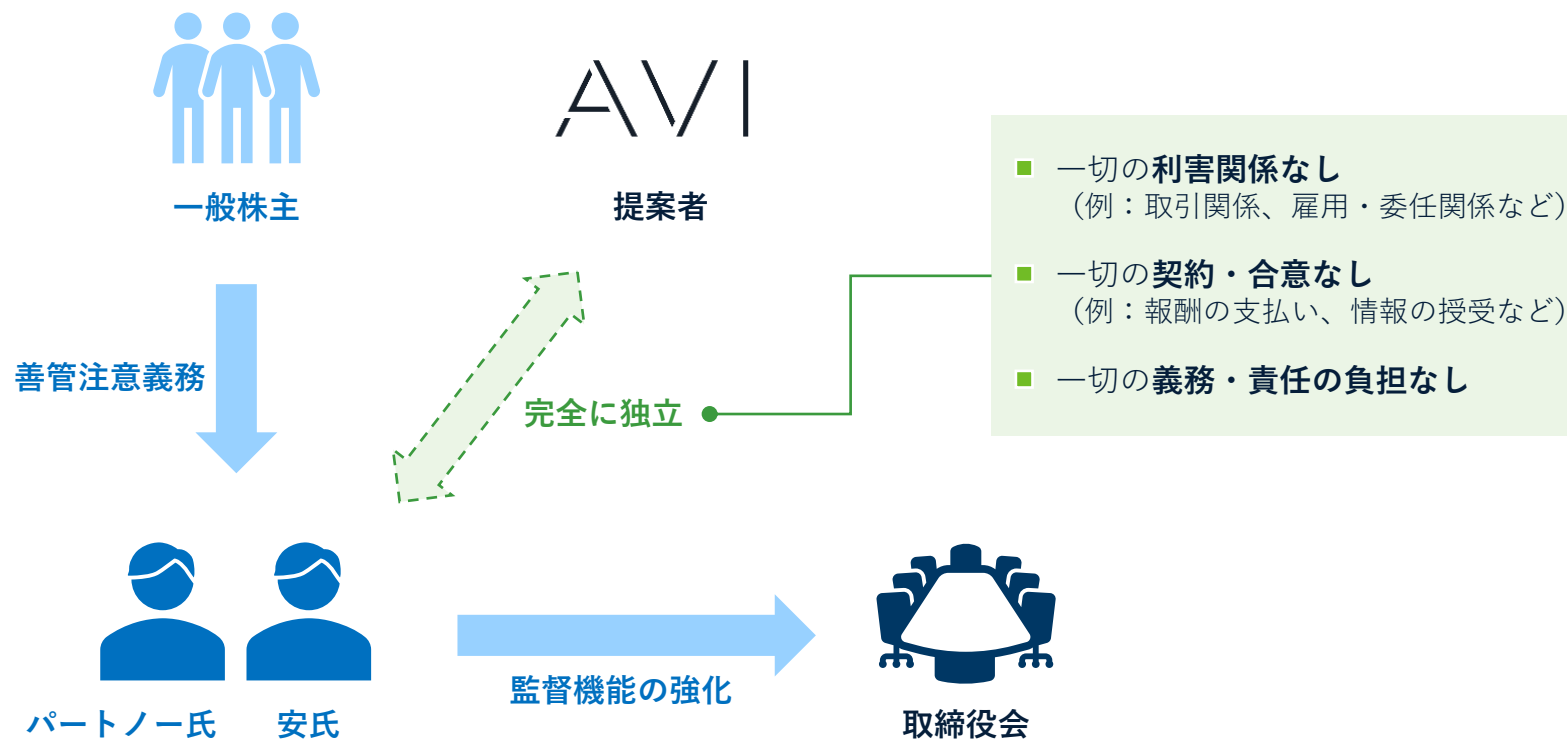
社外取締役として適任である理由

- 株主共同の利益に十分に配慮した経営の監督を行うことに加えて、事業ポートフォリオの見直し、M&A戦略の検討・策定、M&A・戦略投資の検討・実行、株主・資本市場との対話の深化、事業のグローバル化など、当社において重要性の高い取組みを推進するにあたって大きな貢献をすることが期待される

取締役（監査等委員である取締役を除く）2名選任の件 (4/4)

安氏、パートナー氏は、AVIから完全に独立しており、特定の者の利益を代表するおそれはない
株主共同の利益の観点から、経営の監督を行うことが可能

安氏、パートナー氏は、AVIから完全に独立

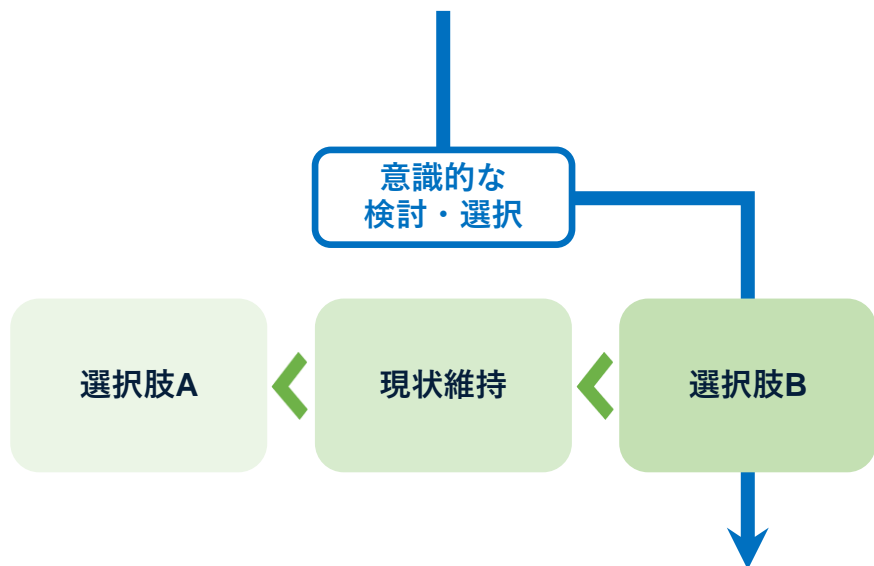


A 戦略的選択肢の検討

定款一部変更の件（戦略検討委員会）（1/5）

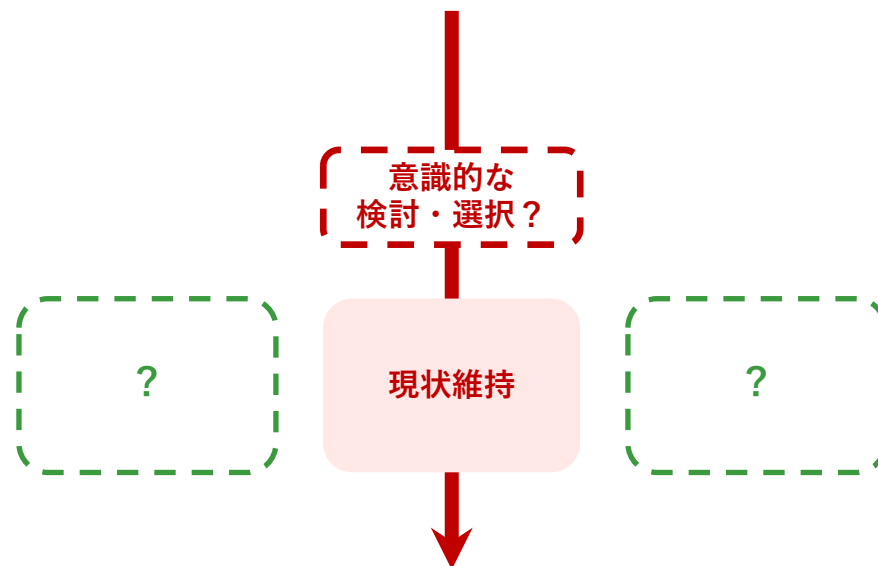
本来当社は、様々な戦略的選択肢を検討し、株主共同の利益の観点から最善の選択肢を実行すべきだが、そのような検討が十分に尽くされず、株主共同の利益が損なわれているおそれがある

あるべき姿



- 本来、経営陣・取締役会には、経営を現状のまま継続していくことが株主共同の利益の観点から最善の選択といえるのかについて、事業ポートフォリオの見直しや資本関係の見直しを含む様々な戦略的選択肢と比較した上で、自覚的に検討を行うことが期待される

AVIの懸念



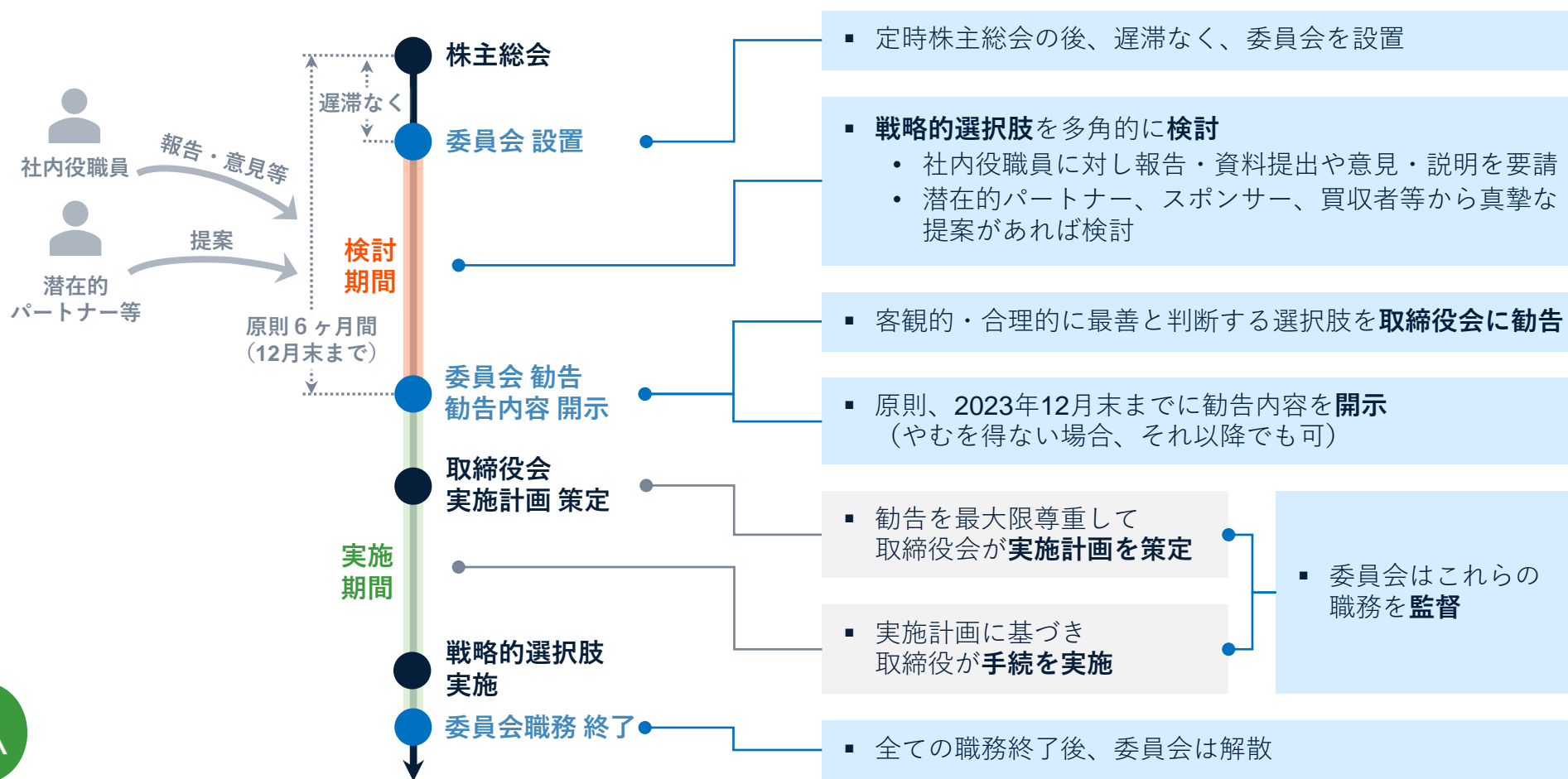
- しかし、これまで当社においては、そのような検討を行った結果を株主・投資者に対して説明し、その理解と信頼を得るといった努力はなされていない
- むしろ、このような検討自体が十分に尽くされないまま、株主共同の利益が損なわれている可能性がある

定款一部変更の件（戦略検討委員会）（2/5）

戦略検討委員会は、戦略的選択肢を多角的に検討し、最善の選択肢を勧告
 勧告を受け、取締役会が実施計画を策定し、取締役が手続を実施

戦略検討委員会のプロセス

：戦略検討委員会の活動



定款一部変更の件（戦略検討委員会）（3/5）

前半フェーズでは、戦略検討委員会が主体となり、最善の戦略的選択肢を検討・勧告
 後半フェーズでは、取締役会・取締役が主体的に計画策定・手続実施を行い、委員会はそれを監督

フェーズ

戦略検討委員会

取締役会・取締役

前半

検討期間

- 戦略的選択肢を多角的に検討
 - 株主共同の利益への影響を可能な限り**定量的に評価**
 - 各選択肢の**実現可能性・実現に必要な期間**を考慮
 - **潜在的パートナー等から真摯な提案**があれば検討



- 客観的・合理的に最善と判断する選択肢を**取締役に勧告**

- 取締役会・取締役の職務を**監督**
 - 報告・資料提出の要請
 - 意見申述

- 報告・資料提出などの協力
- 委員会への**出席、意見申述・説明**
- 潜在的パートナー等から**提案**があれば報告

- **実施計画の策定**

- 実施計画に基づく**手続の実施**

株主共同の利益の向上

全ての職務を株主共同の利益の観点から行う旨、定款で明記

定款一部変更の件（戦略検討委員会）（4/5）

戦略検討委員会の実効性を高めるため、適切な組織体制とし、必要な権限を付与する

項目	目的	定款で定める内容
設置期間	一定の時間軸の中で一定程度集中的な検討が行われるよう時限的な会議体とする	<ul style="list-style-type: none"> ■ 設置：定時株主総会の後、遅滞なく ■ 勧告内容の開示：原則、2023年12月末まで （やむを得ない場合、それ以降でも可） ■ 解散：全ての職務の終了後
委員構成	株主共同の利益の観点から職務が行われるよう独立性を確保するとともに資本市場の視点を含める	<ul style="list-style-type: none"> ■ 全社外取締役の中から互選で選定 ■ 機関投資家での職務経験があり、株式市場に関する豊富な知見・経験を有する社外取締役がいれば、その者が委員長に就任
権限等	検討の客観性・合理性、職務の実効性が確保されるよう必要な権限等を付与する	<ul style="list-style-type: none"> ■ 役職員に対して、協力（報告・資料提出など）を求め、意見を述べる ■ 委員以外の者を委員会に出席させ、意見・説明を求める ■ 外部専門家（弁護士、コンサルタントなど）の助言・援助を受ける ■ 必要な費用の償還等を受ける ■ 事務局のサポートを受ける

定款一部変更の件（戦略検討委員会）（5/5）

戦略検討委員会は、社外取締役が主導し、株主共同の利益の観点から職務を行うことが、定款で保証
特定の者の利益や意向のために委員会の職務が行われることは、設計上不可能

株主共同の利益を図るために定款で定める内容

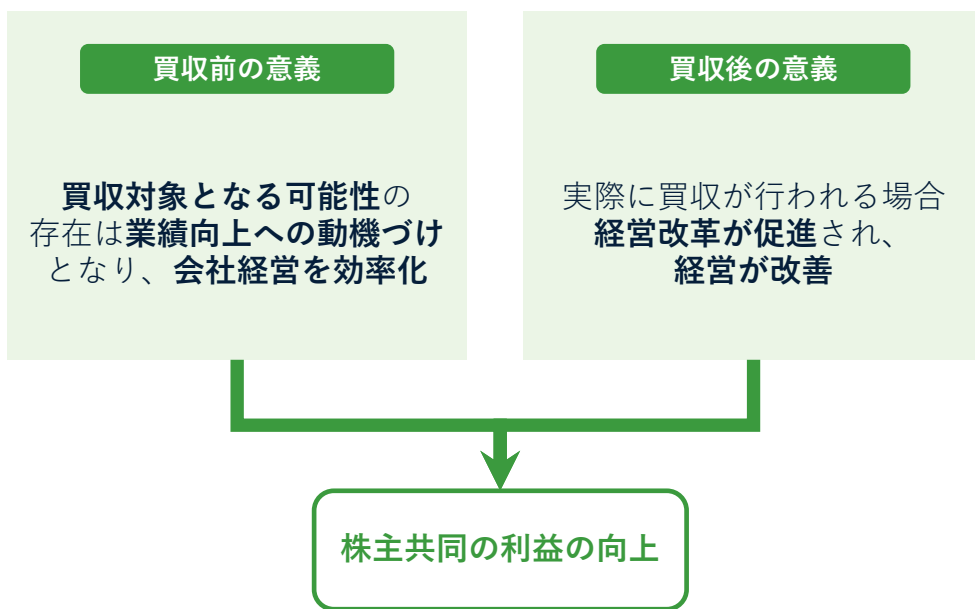
委員の構成	委員の資格	<ul style="list-style-type: none"> ■ 全社外取締役 <ul style="list-style-type: none"> ➢ 会社法上、善管注意義務に基づき株主共同の利益を図るべき立場 ➢ 現任・新任にかかわらず同様 ■ AVIが推薦する社外取締役候補者は、AVIから完全に独立 	<p>社外取締役（大多数は現職者）以外が委員会を主導することは不可能</p>
	人選の手続	<ul style="list-style-type: none"> ■ 全社外取締役（10名中8名が現職者）による互選 <ul style="list-style-type: none"> ➢ 公正なプロセスを通じた人選が確保 	
	委員の人数	<ul style="list-style-type: none"> ■ 3～5名と幅を持たせた人数 <ul style="list-style-type: none"> ➢ 委員の総数や、その中における現任と新任の人数比・バランスなどを適切に決定できるよう柔軟性が確保 ➢ 上記の決定を行うのも全社外取締役（10名中8名が現職者） 	
委員会の職務		<ul style="list-style-type: none"> ■ 全ての職務は「当会社の株主の共同の利益の最大化を図る観点から」行われる旨が定款で明記（定款変更案36条柱書） ■ 社外取締役は、法律で、定款を遵守する義務を負い（会社法355条）、定款に違反することは許されない（違反すれば損害賠償責任を負う） 	<p>委員会の職務が株主共同の利益以外を図るために行われることは不可能</p>

A 経営の規律の確保

定款一部変更の件（当会社の株券等の大規模買付行為への対応方針）（1/5）

同意なき買収やその可能性の存在は、当社の経営の効率性を高める上で、重要な役割を果たす

同意なき買収の重要な経済的意義



株主共同の利益への配慮が不十分な現状の当社において同意なき買収やその可能性の存在が果たす役割は特に重要

参考

・・・敵対的買収には、積極的効果（その脅威の存在が経営陣に規律を与えることや、買収により株主共同の利益が向上する場合があるなど）があることに留意しなければならない。

経済産業省・法務省「企業価値・株主共同の利益の確保又は向上のための買収防衛策に関する指針」

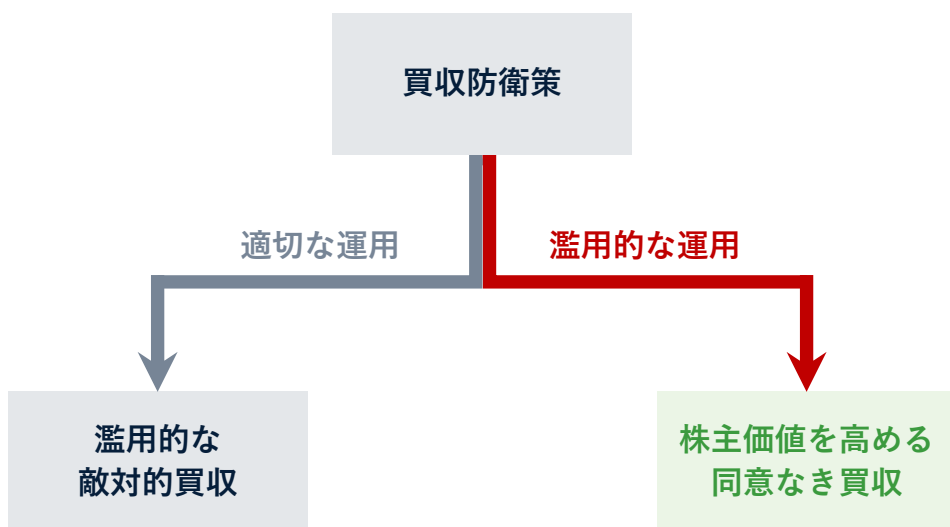
1. 敵対的買収の企業改革促進効果

現経営陣よりも能力のある買収者が企業買収を進め、**経営革新を実行して企業価値を高める**場合もある。また、敵対的買収に備え、**緊張感を持って経営に当たる**ことそのものは、**より企業価値を高める**上で必要なことと言える。敵対的買収への懸念が増大すること自体は、**経営の規律を高める努力を促す**効果があると言える。事実、敵対的買収への対応策として、株価を高める経営努力を掲げる経営者も多い。敵対的買収の脅威が高まるほど、企業はこれに備えて、配当政策や自社株買いなどの株主還元施策の強化、事業戦略や財務戦略の見直しなど、**時価総額を高める経営努力を講じる**こととなる。**公開株式会社は、こうした資本市場による監視の中で経営革新への圧力を受けるところにその良さがある**と言ってもよい。また、敵対的買収によって、**企業価値が向上した事例**もある。・・・敵対的買収だからこそ**現経営陣では成し得ないであろう大胆な経営資源の選択と集中が可能**となり、これによって企業価値も高まるというわけである。

定款一部変更の件（当会社の株券等の大規模買付行為への対応方針）（2/5）

濫用的な買収に対処するために対抗措置が必要となる場面はある
他方、買収防衛策や対抗措置が濫用されると、同意なき買収が持つ重要な意義が損なわれる

防衛策の濫用防止の必要性



- 濫用的な買収に対処するために、対抗措置が必要となる場面はありうる
- ただし、買収防衛策は、買収に応じるか否かを株主が適切に判断できるようにするための情報提供と検討期間の確保のみを目的とすべき

- しかし、多くの場合、同意なき買収は経営陣にとって好ましいものではない
- そのため、経営陣の保身目的により防衛策が濫用され、株主価値を高める買収が阻止されるおそれがある

- 防衛策が濫用され、同意なき買収が持つ重要な意義が損なわれないよう最低限の手当てを講じるべき

参考

「買収の是非に関する判断は、最終的には株主が行うべきである。」

「時間・情報や交渉機会の確保を口実に、買収を断念させることを目的として、買収者に対して延々と情報提供を求めることや買収提案の検討期間をいたずらに引き延ばす等の恣意的な運用は許容されるべきではない。」

定款一部変更の件（当会社の株券等の大規模買付行為への対応方針）（3/5）

会社経営の効率性を高めるといふ、同意なき買収が持つ重要な意義が損なわれることを未然に防ぐため買収防衛策の導入や対抗措置の発動の際に最低限遵守すべき事項を定める

項目	あるべき姿	現状	定款で定める内容
対抗措置の発動	買収の是非の最終判断は株主が行うべき	<ul style="list-style-type: none"> 株主総会の判断権限は保証されていない 	<ul style="list-style-type: none"> 株主総会決議による事前承認が原則必要 緊急性が高い場合は事後承認も可
防衛策の廃止	防衛策の導入が不適切な場合、株主総会も廃止を決定可能とすべき	<ul style="list-style-type: none"> 株主総会の廃止決定権限は保証されていない 	<ul style="list-style-type: none"> 株主総会にも廃止の決定権限を付与 （なお、取締役会は会社法上廃止を元々決定可能）
評価・検討期間	評価検討期間が不当に引き延ばされて買収が阻害されることを防止すべき	<ul style="list-style-type: none"> 評価・検討期間には上限がない 	<ul style="list-style-type: none"> 取締役会による情報提供要請や評価・検討等に必要期間は確保しつつ上限を設定（30営業日） 30営業日は、間接的なマーケット・チェックに十分とされている
マジョリティ・オブ・マイノリティ決議（MOM決議）	不明確性によって買収に萎縮効果が生じないよう範囲を明確化すべき	<ul style="list-style-type: none"> MOM決議が認められる範囲は不明確 	<ul style="list-style-type: none"> MOM決議が認められる範囲は公開買付規制による保護が及んでいない市場内における急速な大規模買付行為に限定

注1：マジョリティ・オブ・マイノリティ決議（MOM決議）とは、対抗措置の発動について、買収者などの利害関係者の議決権を除外して、株主総会決議を行うこと

定款一部変更の件（当会社の株券等の大規模買付行為への対応方針）（4/5）

定款変更案の説明

（当会社の株券等の大規模買付行為への対応方針）

第19条当社は、当会社の株券等（金融商品取引法第27条の23第1項に規定する株券等をいう。以下同じ。）の大規模買付行為への対応方針（大規模買付行為が開始される前に導入されるものかどうかを問わない。以下「対応方針」という。）を導入している場合において、新株予約権無償割当てその他対応方針に基づく**対抗措置の発動**をしようとするとき、その他大規模買付行為の実現を著しく困難にする行為をしようとするときは、あらかじめ、**株主総会の決議**によって、その**承認**を受けなければならない。

2. 前項の規定にかかわらず、当社が対応方針を導入している場合において、大規模買付者（大規模買付行為を行おうとする者をいう。以下同じ。）が**対応方針において定める手続を遵守することなく大規模買付行為**を行おうとするときは、当社は、**株主総会の決議による承認を受けることなく、前項の対抗措置を発動**することができる。この場合においては、当社は、株主総会の決議による承認を受けるため、対抗措置の**発動後速やかに、株主総会を招集**し、かつ、その決議による承認を受けることができなかつたときは、直ちに、対抗措置の発動を中止するための必要な措置をとらなければならない。
3. **株主総会**は、会社法に規定する事項のほか、**対応方針の廃止**について決議をすることができる。
4. **取締役会**が大規模買付者に対して必要かつ適当な**情報の提供**を求め、又は大規模買付行為の**評価及び検討**、大規模買付者との**協議及び交渉**、取締役会の**意見の形成若しくは代替案の立案を行うための期間**として対応方針において定める期間は、**合計30営業日を超えないものとする**。当社は、当該期間を経過した場合において、第1項の対抗措置を発動しようとするときは、同項の株主総会の決議による承認を受けるため、直ちに、株主総会を招集しなければならない。
5. 前各項に定める株主総会の決議は、会社法第309条第1項及び本定款第17条第1項に規定する方法をもって行う。ただし、取引所金融商品**市場**（金融商品取引法第2条第17項に規定する取引所金融商品市場をいう。）**において急速な大規模買付行為**が行われている場合において、第1項の対抗措置を発動しようとするときは、この限りでない。

防衛策の発動には原則、**株主総会決議**による**事前承認**が必要

緊急性が高い場合は例外的に**事後承認**も可

株主総会も**防衛策の廃止**を決定可能
※取締役会は元々決定可能

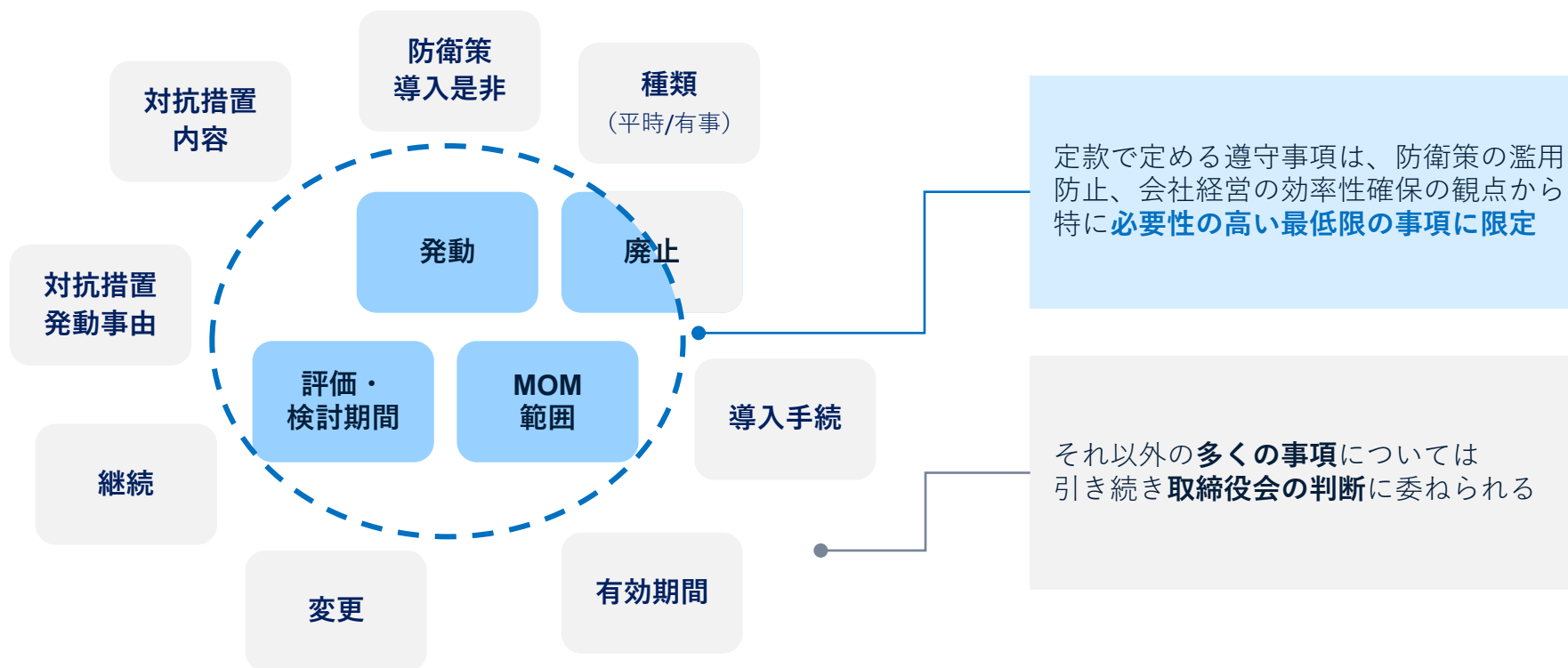
取締役会による**評価・検討**期間に**上限**を設定

マジョリティ・オブ・マイノリティ決議が認められる**範囲を明確化**

定款一部変更の件（当会社の株券等の大規模買付行為への対応方針） (5/5)

取締役会の専門的判断を十分尊重し、定款で定めるのは、最低限の事項に留める

提案の対象範囲



定款一部変更の件（株式の発行等）（1/2）

当社においては、株式市場における迅速な資金調達の必要性は乏しい
 他方、第三者割当増資が濫用されると、会社経営に対する規律や既存株主の利益が損なわれる

当社においては、第三者割当増資等を取締役会限りで決定することのメリットをデメリットが上回る

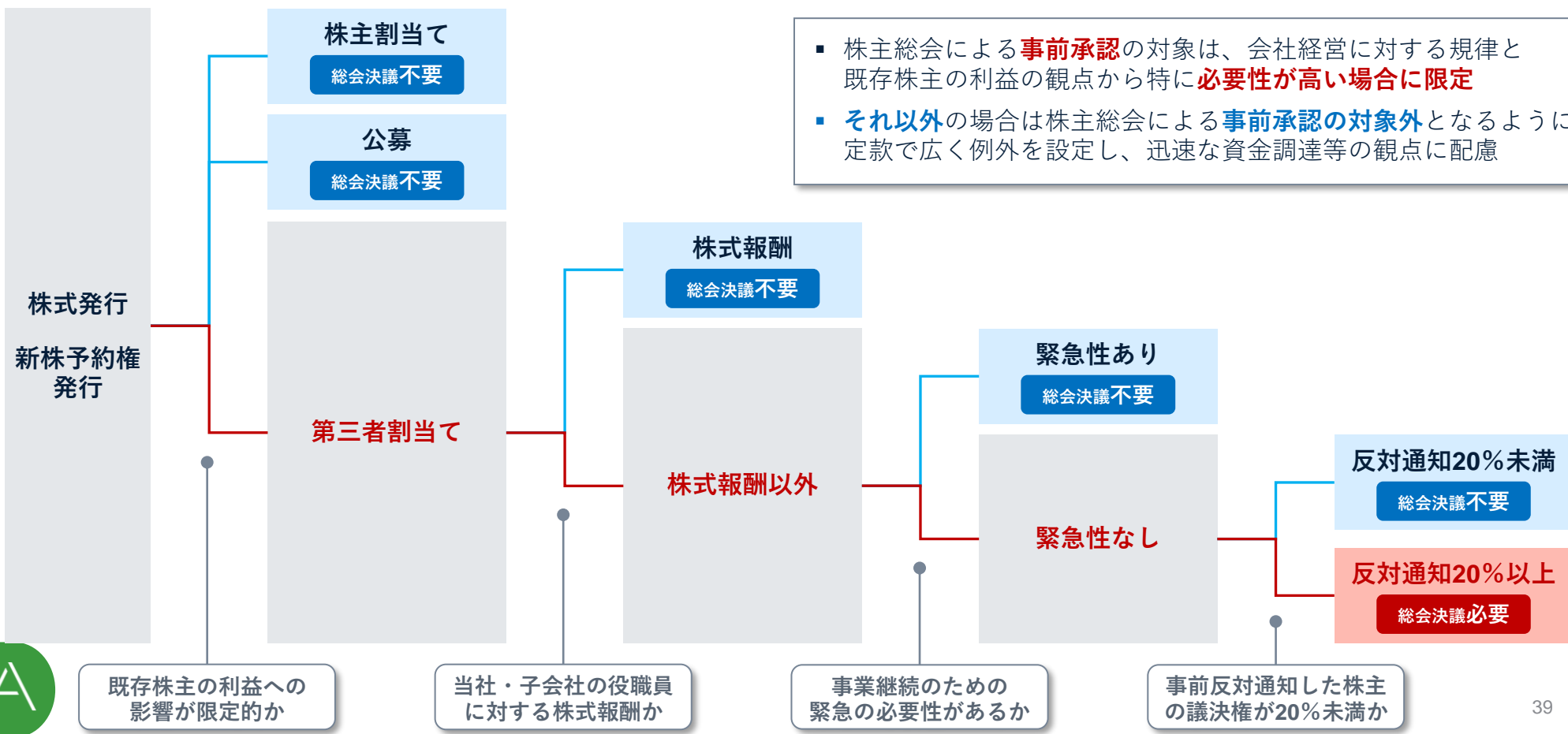
<p>メリット</p>	<p>迅速な資金調達</p>	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 株式市場における迅速な資金調達の必要性は限定的 <ul style="list-style-type: none"> ➢ 時価総額の7割弱に上る正味現預金・税引後投資有価証券の保有 ➢ 負債による資金調達余力
<p>デメリット</p>	<p>既存株主への不利益</p>	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 議決権比率の低下 ▪ 株式価値の希釈化による経済的損失
	<p>会社経営に対する規律の低下</p>	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 会社経営に対する規律が損なわれるおそれ <ul style="list-style-type: none"> ➢ 経営支配権の維持・確保目的で行われる場合 ➢ 積極的に対話・提案を行う株主の影響力低下目的で行われる場合

迅速な資金調達よりも
 会社経営への規律と
 既存株主の利益を
 重視すべき

定款一部変更の件（株式の発行等）（2/2）

会社経営に対する規律と既存株主の利益が損なわれることは防ぎつつ、企業価値向上に資する株式の発行等は妨げられないよう、特に必要性が高い場合に限り、株主総会決議による事前承認を必要とする

事前承認の対象

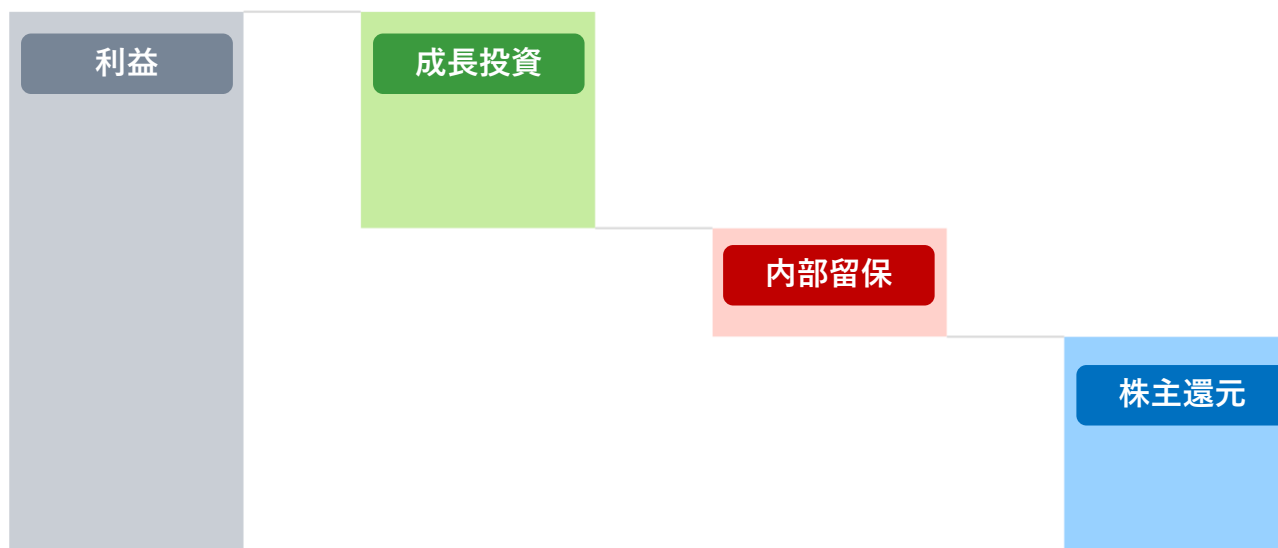


A 資本効率の向上

定款一部変更の件（剰余金の配当等）（1/5）

創出された利益は、第一に、企業価値向上に向けた投資に活用されるべき
その上で余剰があれば、財務の健全性が確保される範囲で、株主に還元し、資本効率を高めるべき

資本効率を高める適切な経営のあり方



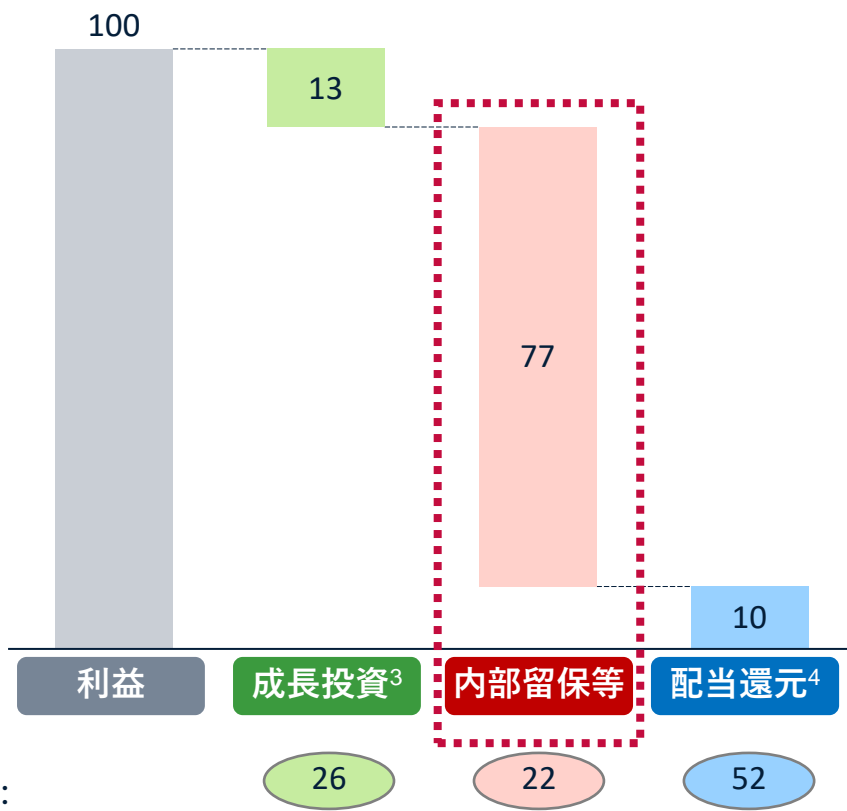
- 事業によって創出された利益は、まず**第一に**、設備投資・研究開発投資・人材投資などの**企業価値向上に向けた投資に活用されるべき**

- その上で余剰があれば、**財務の健全性が確保される範囲で株主に還元されるべき**
- それにより、**資本効率が高まることに加えて**、投資家の再投資により**資金の好循環も生まれる**

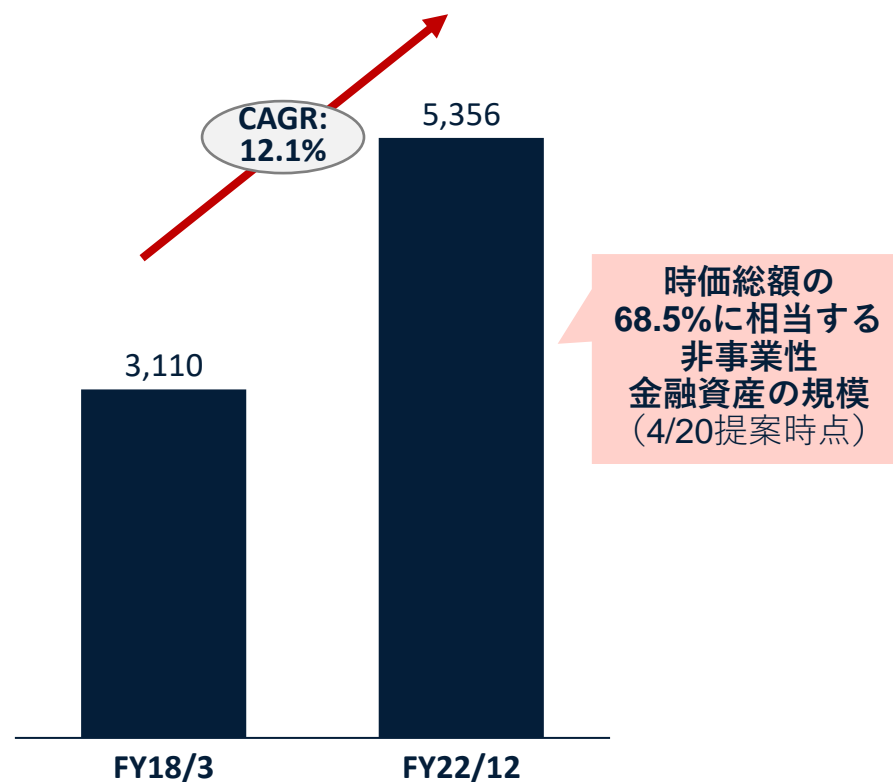
定款一部変更の件（剰余金の配当等）（2/5）

過去4年間、利益の大半が、企業価値向上にも株主還元にも活用されることなく、会社内部に滞留
その結果、時価総額の7割弱もの現金同等物が積み上がっており、資本効率が損なわれている

当期利益の分配^{1,2}（株主提案時直近過去4期平均）



純金融資産の推移（百万円）⁵



注1：有利子負債の借入れ・返済に伴うキャッシュの増減等を含まない

注2：正味運転資本の増減によるキャッシュ増加分が当期利益対比+96%別途存在するが、上記「内部留保等」にはこれを含まない

注3：（有形・無形固定資産の取得による支出（売却益除く）+ M&Aによる支出ー減価償却費・のれんの償却費）/ 当期利益

注4：当時経営陣と対立関係にあったTCSホールディングス株式会社の保有株式の買取りを主な目的として2021年9月に行われた自社株公開買付けは、当社の平時の株主還元水準を表すものではないと考えられることから、配当金の支払いのみを記載（同業他社についても配当支払いのみを記載）

注5：現預金同等物ー有利子負債+税引後有害証券（税率30.6%として算出）

出典：会社開示資料、SPEEDA、Capital IQ（2023年5月13日時点）を基にAVI作成

定款一部変更の件（剰余金の配当等）（3/5）

低い資本効率と消極的な株主還元は、経営陣自らが自発的に行った「約束」にも反している

会社提案にご賛成ください

現経営体制の実績とお約束



現体制のお約束

1. ステークホルダーに感謝し、精進します

株主の皆様、取引先、従業員などの当社を支えてくださっている皆様へ感謝し、皆様の利益が最大となるように、これからも尽力して参ります！

2. SDGsの重視と持続的な成長

環境問題にも取り組み、SDGsを重視しつつ持続的な成長を実現します！

3. 資本効率の重視・株主還元の強化

資本効率を重視した経営を行い、株主還元を強化します！

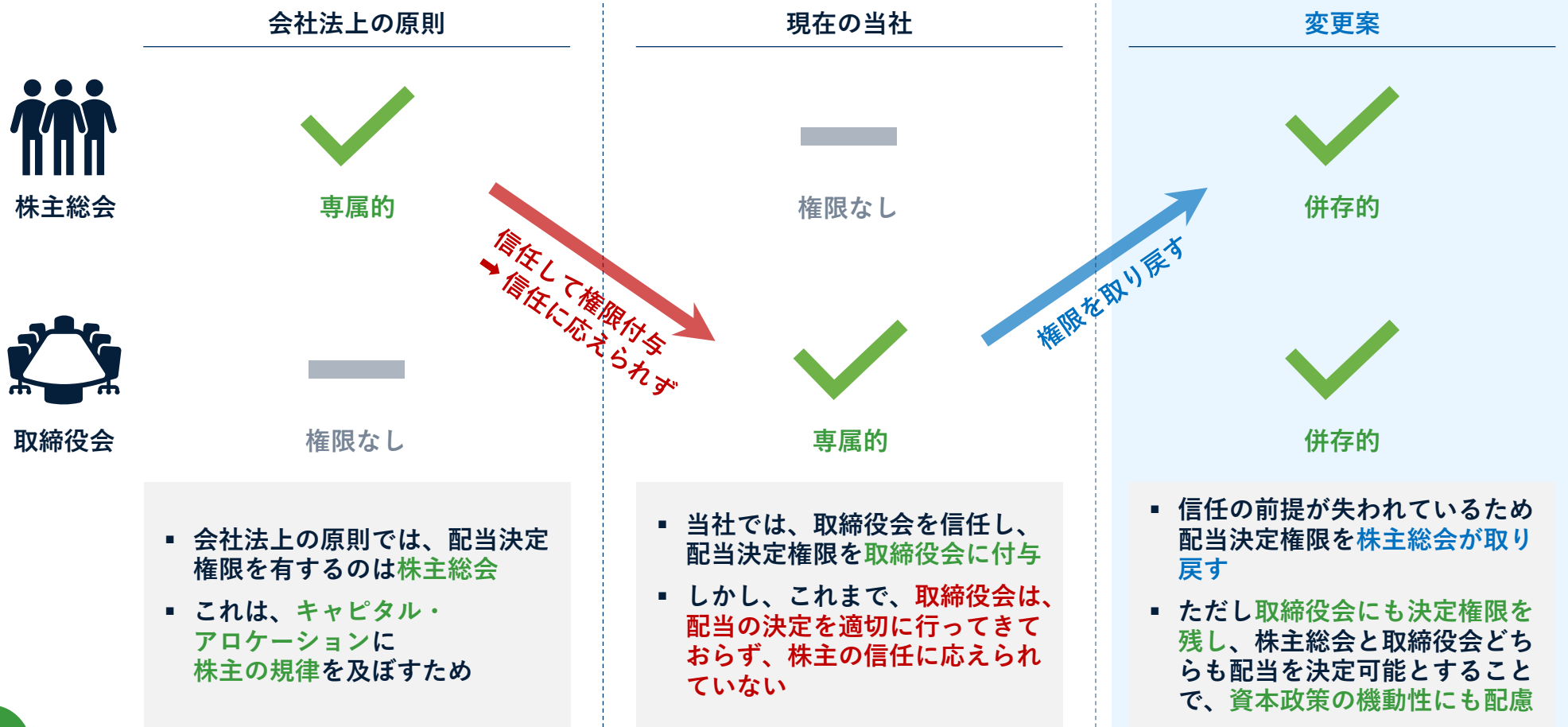
現経営陣は、2021年の定時株主総会で対立関係にあった大株主と経営権を争った

現経営陣の再選を株主に呼びかけるに当たり自ら「約束」を行った

「約束」は2年間果たされず現経営陣の約束を信頼して続投を委ねた株主の信任に応えられていない

定款一部変更の件（剰余金の配当等）（4/5）

取締役会に配当決定権限を独占的に付与する前提は失われている
会社法上の原則に戻り、株主総会でも配当を決定可能とすべき



定款一部変更の件（剰余金の配当等）（5/5）

定款変更案の説明

（下線は変更箇所を示します。）

現行定款

（剰余金の配当等）

第34条 当社は、剰余金の配当等会社法第459条第1項各号に定める事項については、法令に別段の定めのある場合を除き、株主総会の決議によらず取締役会の決議によって定める。

2～4.（条文省略）

現状、株主総会の決定権限が排除されている。

現状、取締役会が権限を独占している。

変更案

（剰余金の配当等）

第34条 当社は、剰余金の配当等会社法第459条第1項各号に定める事項については、法令に別段の定めのある場合を除き、取締役会の決議によって定めることができる。

2～4.（現行どおり）

上記青字部分を削除し会社法上の原則どおり株主総会が決定権限を有する状態に戻す。

定款変更後も、取締役会にも決定権限を残す。

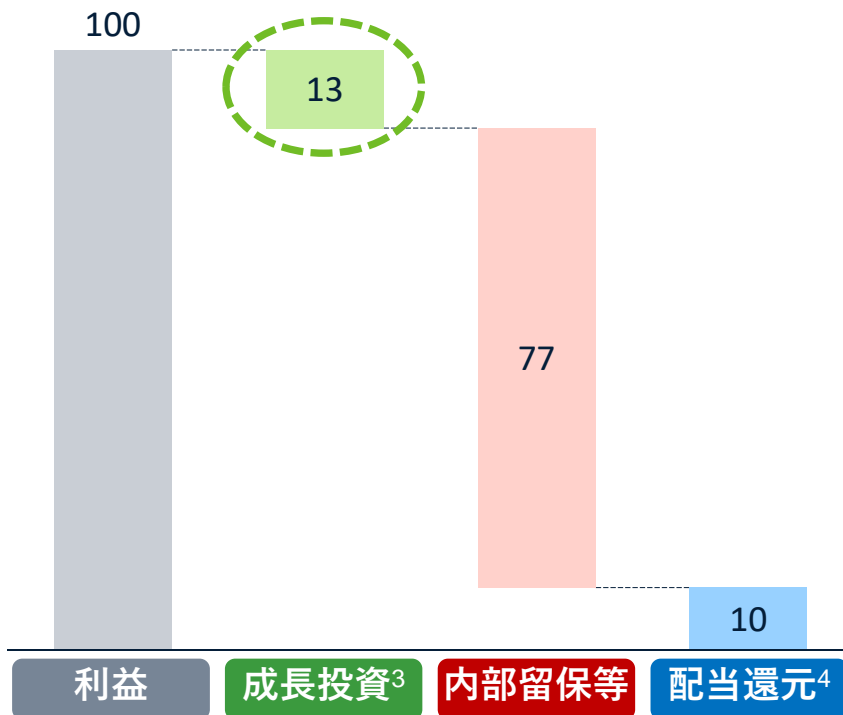
取締役会が適切に権限を行使すれば、株主総会が権限を行使する必要はないため、資本政策の機動性も不当に損なわれない。



剰余金の処分の件 (1/2)

当社の配当性向は、少なくとも70%が適切
 期末配当は1株65円とすべき

当期利益の分配^{1,2} (株主提案時直近過去4期平均)



- 当社の成長投資の水準が仮に倍増したとしても、配当性向70%は十分余裕がある水準
- 当社の非事業性の金融資産が時価総額の7割弱存在することから、株主還元の強化は資本効率改善にも資する取組み

注1：有利子負債の借入れ・返済に伴うキャッシュの増減等を含まない

注2：正味運転資本の増減によるキャッシュ増加分が当期利益対比+96%別途存在するが、上記「内部留保等」にはこれを含まない

注3：(有形・無形固定資産の取得による支出(売却益除く) + M&Aによる支出-減価償却費・のれんの償却費) / 当期利益

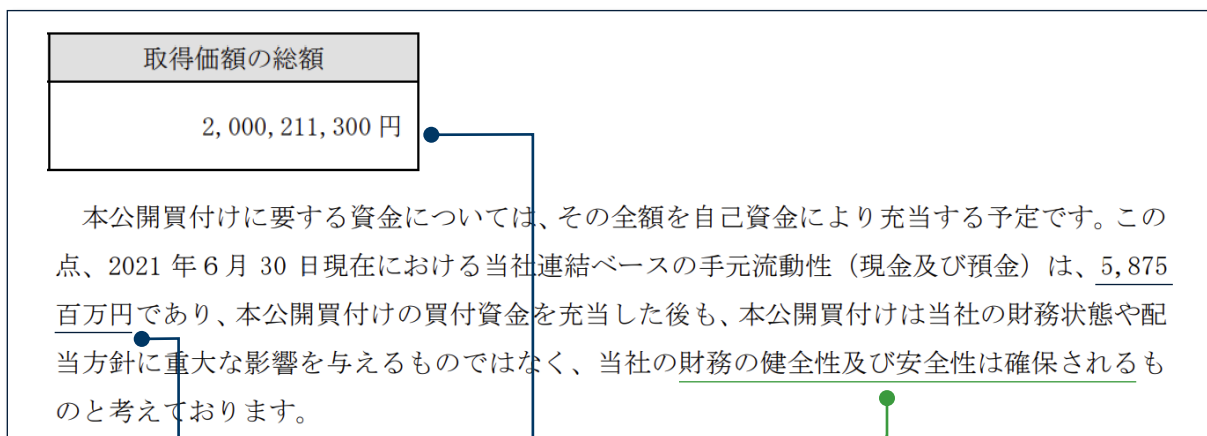
注4：当時経営陣と対立関係にあったTCSホールディングス株式会社の保有株式の買取りを主な目的として2021年9月に行われた自社株公開買付けは、当社の平時の株主還元水準を表すものではないと考えられることから、配当金の支払いのみを記載(同業他社についても配当支払いのみを記載)

出典：会社開示資料、SPEEDA、Capital IQ (2023年5月13日時点) を基にAVI作成

剰余金の処分の件 (2/2)

1株65円の配当は、財務の健全性の観点からも全く問題ない金額
そのことは、当社の過去の開示も保証している

2021年9月の
自社株TOB



TOB前の現預金

買付資金

TOB後の現預金

$$5,875 - 2,000 = 3,875 \text{ 百万円}$$

現在の現預金

配当総額

配当後の現預金

$$5,529^1 - 282^2 = 5,246 \text{ 百万円}$$

当社が「財務の健全性及び安定性は確保される」と判断したTOB後の現預金を大幅に上回る多額の現預金が配当後も引き続き残る

提案する配当

A

注1：2023年3月31日現在の現金および預金（連結ベース）

注2：1株当たり配当額65円に、2023年3月31日現在の当社発行済普通株式数（自己株式を除く）を乗じて算出

出典：2021年9月1日付プレスリリース「自己株式の取得及び自己株式の公開買付けの開始に関するお知らせ」から一部抜粋、2023年3月期決算短信

A インセンティブの強化

取締役（監査等委員である取締役を除く）に対する業績連動型株式報酬制度及び譲渡制限付株式報酬制度に係る報酬決定の件 (1/3)

現行報酬制度では、中長期的な業績と連動する報酬は設けられていない
業績連動報酬は、経営陣の報酬が持続的成長に向けた健全なインセンティブとして機能するために必要

	従来の株式報酬制度		変更案	
対象者	業務執行取締役	▶	業務執行取締役	業績連動報酬の対象者は業務執行取締役
業績連動性	なし	▶	あり（詳細は次頁参照）	中長期的な業績との連動性を明確化
報酬枠	年額1億円	▶	年額1億5千万円	総額を大幅に増額
株式発行枠	年20万株 希薄化率：4.3%	▶	年8万株 希薄化率：1.7%	最大希薄化率を6割低減
				業務執行取締役に対するインセンティブの強化

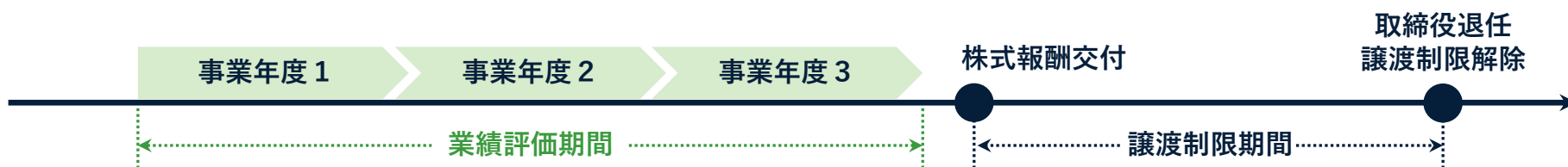
参考

「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。」

取締役（監査等委員である取締役を除く）に対する業績連動型株式報酬制度及び譲渡制限付株式報酬制度に係る報酬決定の件 (2/3)

業務執行取締役向けの業績連動型株式報酬（PSU）制度では、3事業年度の間のTSRおよびROIC目標の達成度に応じて算定される数の株式を付与

株式報酬交付の流れ



交付株式数の算定式

$$\text{交付株式数} = \text{基準交付株式数} \times \text{業績目標達成度}$$

※役位等に応じて決定

TSR目標

業績評価期間のTSRが**150%**以上

ROIC目標

業績評価期間中の各事業年度のROICの平均値が**10%**以上

（報酬委員会の審議を経て、取締役会において、より高いROIC目標を定めた場合、その数値を用いる）

業績目標達成度

		TSR目標	
		達成	未達
ROIC目標	達成	100%	50%
	未達	50%	0%

取締役（監査等委員である取締役を除く）に対する業績連動型株式報酬制度及び譲渡制限付株式報酬制度に係る報酬決定の件 (3/3)

社外取締役にも適切なインセンティブを付与できるよう、社外取締役向けの株式報酬制度を導入
制度の実際の利用は、報酬委員会の審議を経て、取締役会において判断



参考

「社外取締役の報酬について、取締役会の一員としての**当事者意識**を持たせ、かつ、**インセンティブを付与**する観点から、固定報酬に加えて、**業績によって付与数変動しない自社株報酬**など、**インセンティブ報酬**を付与することも考えられる。」
 「インセンティブ報酬を付与したからといって、**独立性が損なわれ監督がおろそかになるおそれ**も低い」
 「**自社株報酬**は、株主の意見を適切に反映させる役割を担う社外取締役にとって、**株主と目線を合わせる観点から、有効な場合がある**。特に、**自社株報酬のうち、業績条件の付されていない自社株を付与する類型**のものは・・・付与することによる弊害が少ないため、**有力な選択肢**として考えられる。」

免責事項

- 本資料（本資料に含まれるすべての情報を含みます。以下同じです。）は、NCホールディングス株式会社（以下「当社」といいます。）の株主に対して情報を提供することを唯一の目的として作成されております。アセット・バリュー・インベスターズ・リミテッド（以下「AVI」といいます。）は、当社の株主であるAVI JAPAN OPPORTUNITY TRUST PLC（以下「AJOT」といいます。）の資産運用管理者です。
- AVIは、英国の金融行為監督機構（FCA）の認可および規制を受けており、また、米国1940年投資顧問法に基づき投資顧問として米国証券取引委員会（SEC）に登録しております。
- 本資料は、英国FCAが定めるプロ顧客および適格取引先のみを対象としております。
- 本資料は、当社の事業およびガバナンス体制に関するAVIの見解、解釈または評価を掲載したものであり、AVIはあくまでAJOTの資産運用管理者としてのみの立場からこれらの見解、解釈または評価を述べております。
- 本資料は、情報提供のみを目的としたものであり、証券もしくは商品または関連するデリバティブ商品の購入または販売を勧誘するものではありません。また、本資料は、法律、会計、税務、財務または投資に関する一切の助言を含むものではありません。
- 本資料は、2023年5月18日時点において当社および当社の競合他社が公表する有価証券報告書等、計算書類その他の公衆の縦覧に供されている公開情報ならびにAVIが独自に収集した情報に基づき作成されたものであり、本資料における前提条件、仮定その他の記載の内容に関してAVIが対外的に意見を表明するものではありません。
- 本資料は、上記公開情報が正確かつ完全なものであることを前提として作成されております。AVIは、本資料に記載されている情報の正確性、完全性または信頼性に関して、明示・黙示を問わず、いかなる表明または保証もいたしません。また、AVIは、直接的であるか間接的であるかを問わず、契約によるものか不法行為その他によるものかを問わず、本資料に関連して一切の責任または負担を負いません。
- AVIは、上記公開情報および上記公開情報を基に設定された前提条件の合理性・妥当性などについて独自に検証する義務を負うものではなく、その他一切責任を負うものではありません。
- 本資料は、議決権の代理行使を勧誘するものではなく、また、共同して株券等を取得し、もしくは譲渡し、または株主としての議決権その他の権利を行使することを勧誘または要請するものでもありません。
- AVIは、自らまたはその関係者が当社の役員に就任すること、当社の事業や資産の譲渡または廃止を、自らまたは他の当社の株主を通じて、当社の株主総会に提案すること、および当社の事業に係る秘密技術関連情報にアクセスすることのいずれも意図しておりません。また、AVIは、当社の事業の継続的かつ安定的な実施を困難にする行為を行うことを意図しておりません。
- 本資料に記載された内容および情報について、英語版と日本語版の間に齟齬または矛盾が存在する場合、別途の明示がない限り、日本語版の意味が優先します。
- 本資料に記載された内容および情報は、予告なく変更または更新されることがあります。