

2026 年 9 月 8 日

株式会社ヤクルト本社
企業価値向上委員会 御中

企業価値向上委員会へのご提言

— 資本コストを意識した ROIC 経営と、持続的な企業価値向上に向けて —

拝啓 平素は格別のご高配を賜り、厚く御礼申し上げます。

弊社は、ヤクルト本社が有する世界的なブランド、菌研究の蓄積、強固な販売網、そして長年にわたり培ってきた社会的信頼には、現在の市場評価を上回る大きな価値創造余地があると考えております。2026 年 5 月に公表された「今後の企業価値向上の考え方」において、事業戦略、資本政策、ガバナンスの強化を抜本的に見直す方向性が示されたことは、重要な前進と認識しております。

一方、現時点で具体化されている施策は、自己株式取得をはじめとする株主還元策に比重が置かれているように見受けられます。貴社の強固なバランスシートを踏まえれば、株主還元の強化自体は合理的であり、弊社としてもこれを支持しております。しかしながら、企業価値を中長期的かつ持続的に高めるためには、財務面での資本効率改善にとどまらず、事業への投下資本そのものを継続的に検証する「ROIC 経営」へ踏み込むことが不可欠と考えます。弊社の問題意識の中心は、資本配分を事業面と財務面の双方から一つの規律の下で管理することにあります。以上を踏まえ、具体的に以下の点について提言いたします。

1. 企業価値向上の中心に ROIC 経営を据えること

(1) ROIC を経営・投資判断の共通言語とすること

弊社は、これまでの貴社との対話から、貴社の近年の業績低迷や資本効率の低下の背景には、個々の事業や投資について、投下する資本に対して資本コストを上回るリターンが得られるかを事前に検証し、投資後もその実績を継続的にモニタリングしたうえで、追加投資、改善、縮小・撤退を含む資本配分の判断に結び付ける仕組みが、必ずしも十分に確立されてこなかったことがあるのではないかと考えております。企業価値向上委員会も「各投資に対する回収の考え方を数値目標として提示できるよう検討」と説明しており、投資判断と投資後の検証における資本効率の規律を一段と明確化する余地があると認識されているものと理解しております。

この課題に対応するため、弊社は ROIC を経営・投資判断の共通言語として導入することを提案いたします。ROE は株主価値を測る重要な指標である一方、自己株式取得や負債の活用によっても改善し得る指標です。これに対し ROIC は、事業に投下した資本から税引後営業利益（NOPAT）をどれだけ生み出しているかを測る指標であり、設備投資、事業拡大、縮小・撤退、資産売却といった経営判断を資本コストと直接結び付けることができます。

そこで、まず全社ベースで ROIC 目標を設定し、資本コストを上回るリターンの創出を経営上の明確な目標として位置付けることを提案いたします。加えて、貴社の株主資本コストを 8%程度と想定し、現在の資本構成を踏まえれば、WACC も概ねこれに近い水準になると考えられます。したがって、8%程度を資本コストの目安とし、これを上回る ROIC の実現を経営・投資判断の基本的な規律とすべきと考えます。そのうえで、主要地域・大型投資案件等について、①投下資本、②NOPAT、③ROIC、④想定資本コスト、⑤ROIC と資本コストのスプレッド、⑥改善までの時間軸を取締役会で定期的に検証することを提案いたします。

また、投資時点で合理的であったかという判断と、現時点でその資産を保有し続けることが合理的かという判断は別問題です。過去の投資額、すなわちサンクコストにとらわれることなく、将来キャッシュフローと資本コストに基づき、追加投資、継続、縮小・撤退を判断すべきと考えます。

さらに、ROIC 経営を経営陣のインセンティブと整合させるため、現行の株式報酬で採用されている TSR 等に加え、ROIC または ROIC スプレッドを中長期インセンティブの主要 KPI の一つとして組み込み、資本コストを上回る価値創造を報酬制度にも反映することを提案いたします。

ROIC 経営については、貴社の様に単一ブランドを世界各国で展開する企業に参考となる事例があります。Pandora 社（丁）や NIKE 社（米）は、単一のグローバルブランドを世界中で展開する貴社に類似した事業モデルを有する一方、ROIC を主要な財務 KPI として継続的に開示し、投下資本に対する収益性を経営上の重要指標として位置付けています。両社と貴社では業種や利益率、資産構成が異なるため ROIC の絶対値を単純比較すべきではありませんが、強いブランドを多国展開する企業が、成長と資本効率を両立させるために ROIC を経営・投資判断の重要な尺度として用いている点は、貴社にとって有益なベンチマークになると考えます。

なお、弊社は、余剰現金を保有する企業が ROIC を導入する場合、ROIC が実態より低く算出されるのを防ぐため、分母である投下資本は調達ベースではなく運用ベース（売掛金・棚卸資産・固定資産等の事業資産一買掛金等の事業負債）で計算することを提案いたします。

(2) 中期経営計画の成長投資を ROIC スプレッドの観点から再検証すること

中期経営計画では、2025～2030 年度の 6 年間で、成長投資 2,000 億円、基盤投資 1,500 億円、サステナビリティ関連投資 800 億円の計 4,300 億円に加え、事業領域拡大に向けた投資・M&A 等も計画されています。弊社も将来の成長に向けた積極的な投資そのものを否定するものではありません。

一方で、投資規模が大きいからこそ、既に決定済みの案件を含め、各投資について期待 ROIC と資本コストのスプレッドを改めて検証し、限られた資本を企業価値への貢献度が高い案件から優先的に配分していただきたいと考えます。当スプレッドの考え方は、2026 年 7 月に経済産業省が公表した「成長投資ガイドランス」でも推奨されています。特に重要な投資案件については、投資時点で想定売上・利益、必要投下資本、期待 ROIC、資本コスト、回収期間等を明確にしたうえで、投資後も当初計画と実績を定期的に比較する事後検証（Post Investment Review）を制度化すべきです。想定を大きく下回る場合には、その原因と追加投資・改善・縮小・撤退を含む対応方針を取締役会で検証し、重要案件については検証結果を株主にも可能な範囲で開示することを提案いたします。

ただし、これは短期的なリターンに結び付かない投資を否定する趣旨ではありません。研究開発、新市場への参入、ブランド、人材、DX、サステナビリティ等への投資については、短期的な利益に直結しない場合もあり、その性質に応じて適切に長い評価期間を設定することは必要と考えます。一方、長期的・戦略的な投資であること自体をもって資本効率の低さを正当化すべきではありません。個別の投資案件について、事業・地域・案件固有のリスクに応じて、資本コストを十分に上回る要求収益率（ハードルレート）を設定し、将来キャッシュ・フローやリスク低減効果を可能な限り定量化したうえで、期待リターンが当該ハードルレートを上回ることを投資実行の要件とすべきと考えます。

2. 国内・中国事業では、成長投資と資産再編を一体で示すこと

(1) 国内事業：成長投資と工場再編をセットで

国内事業については、2027 年に新千葉工場の稼働が予定される中、新工場の稼働により生産能力に余裕が生じること、新工場稼働後の固定費増を踏まえ、販売状況や他工場の稼働率を勘案しながら生産体制の見直しを検討中であると認識しております。一方、中期経営計画における現時点の説明は「高付加価値商品へのシフト」「地域のヘルスケアプラットフォームづくり」「強化領域・新規領域へのチャレンジと拡大」など、方向性の提示が中心です。新工場の投資には長期的に貴社の企業価値向上に貢献する環境投資が含まれることは認識しておりますが、新たな生産能力が加わる以上、実際の需要見通しと各工場の稼働率を踏まえ、国内全体としてどの程度の生産能力が最適であるかを改めて検証することが重要です。その結果、余剰能力が生じると判断される場合には、既存工場の統合・縮小を含む生産体制の

再編も選択肢として検討すべきと考えます。新たな成長投資を行う一方で低稼働・低収益資産を温存すれば、売上や利益が伸びても投下資本が膨らみ、ROIC の改善につながらない可能性があるためです。

国内の生産体制見直しにあたり、明治ホールディングスが国内デ일리事業で進めている生産体制再編は、施策と IR の双方において参考になる事例と考えます。同社は、神奈川新工場（投資額約 400 億円）を建設して既存 3 工場の生産を集約し、北海道新工場（同約 480 億円）では既存 2 工場を集約する計画を公表しています。単に新工場への投資額を示すだけでなく、生産中止する既存工場、各工場の停止時期、新工場の稼働時期まで明示し、神奈川新工場では人員を 3 分の 1 以下、北海道新工場では半減させる計画を示しています。また、固定費削減、生産効率化、賞味期限延長による廃棄ロス削減、付加価値の高い商品の創出など、投資によって何を改善するのも具体的に説明しています。

貴社においても、国内の需要見通しと商品戦略を起点に、必要な生産能力を再算定し、新規投資と既存工場の統廃合・再配置を同一の資本配分計画として再検証していただきたいと考えます。さらに IR においても、投資総額だけではなく、①どの既存拠点を統合・縮小するのか、②生産能力・人員・固定費がどの程度変化するのか、③いつまでに再編を完了するのか、④売上成長・利益率・ROIC にどの程度寄与するのか、を可能な限り定量的に開示することを期待します。明治ホールディングスの事例は、工場再編を単なるコスト削減ではなく、成長投資、収益性向上、資本効率改善を一体化した経営施策として示し、その実行計画を投資家が検証できる形で説明している点で、優良なベンチマークになると考えます。加えて、同社は国内の生産体制再編にとどまらず、収益性が低下した事業についても資産価値を見直し、事業ポートフォリオを再構築する姿勢を示しています。新規投資と既存資産の再編を同時に進めるという点で、貴社の国内事業にも共通する重要な示唆があると考えます。

(2) 中国事業：稼働率低下に対応した資産の適正化

中国事業については、需要環境の変化を踏まえ、貴社がこれまで生産拠点の閉鎖・再編を一定程度進めてきたことを評価しております。一方、こうした合理化を経てもなお生産設備の稼働率が約半分にとどまっているのであれば、現在の生産能力が将来の需要規模に対して適正であるかを改めて検証する必要があると考えます。

その際、事業が営業黒字であることのみをもって現在の生産体制を維持するのではなく、各生産拠点の稼働率、投下資本、将来キャッシュ・フローおよび ROIC を把握し、資本コストを上回るリターンを生み出せるかという観点から判断すべきです。仮に事業全体として黒字であっても、余剰生産能力を抱えることで ROIC が資本コストを下回っているのであれば、経済的には企業価値を毀損していることになります。

したがって、既に実施した工場閉鎖・再編による稼働率、固定費、投下資本および ROIC の改善効果を定量的に検証し、そのうえで余剰能力が構造的に残ると判断される場合には、短期的な減損損失や再編費

用の発生を理由として先送りすることなく、追加的な工場統廃合や生産能力の縮小を検討していただきたいと考えます。同時に、どこまで合理化が進み、今後どの水準の稼働率、収益性および ROIC を目指すのかを資本市場に具体的に説明することが、改革への信頼を高めるうえでも重要です。

3. 必要資本を積み上げて適正 BS を定義すること

貴社が中期経営計画において、現預金の圧縮、有利子負債の活用、総還元性向 70%を目安とする株主還元を掲げ、バランスシートのコントロールに踏み出したことは重要な前進と評価しております。一方、資本政策で最も重要なのは、自己資本比率そのものを先に目標として置くのではなく、事業運営と成長に本当に必要な資本と、事業のキャッシュ創出力に照らして許容可能な負債水準をそれぞれ定量化したうえで、貴社にとっての「適正 BS」を定義することだと考えます。

具体的には、①通常の事業運営に必要な手元流動性、②景気悪化等のストレス時にも事業を安定して継続するための流動性、③維持更新投資、④十分な ROIC スプレッドが期待できる成長投資に必要な資金、⑤維持すべき信用力、⑥事業のキャッシュ創出力を前提とした有利子負債の活用余地を定量化すべきです。そのうえで、必要額を超えて保有する資本については、十分な ROIC スプレッドが見込める成長投資または株主還元へ再配分することが、資本効率と財務健全性を両立するうえで合理的と考えます。

日常消費型の乳酸菌飲料を中核とし、安定した事業基盤とキャッシュ創出力を有する貴社にとって、自己資本比率 60%は過度に保守的であると考えますが、重要なのは、一定の自己資本比率目標を基に資本を削減することではありません。まず貴社が必要とする現預金、投資資金、ストレス耐性および信用力を定量化すると同時に、EBITDA 等のキャッシュ創出力に対してどの程度の有利子負債を安定的に活用できるかを検証し、その結果として適正な自己資本の水準を導くべきです。その検証の結果、十分な財務安全性が確保できるのであれば、自己資本比率 60%を維持すること自体を目的化せず、余剰資本を成長投資と株主還元へ振り向けることが企業価値向上につながると考えます。

こうした考え方は、国内外の有力企業において既に資本政策の規律として採用されています。Pandora 社は、利益創出力に対する純有利子負債の水準を示す Net Debt/EBITDA のレンジを資本政策の軸とし、その範囲内で成長投資と株主還元を行っています。国内では、味の素が 2025 年度より財務規律指標を従来の Net D/E レシオ 40~60%から Net Debt/EBITDA 2 倍未満へ変更し、EBITDA によるキャッシュ創出力に対する適正な負債水準を管理することで、財務健全性の維持と資本効率の最大化の両立を図っています。また、アサヒグループ HD は、財務健全性のガイドラインとして Net Debt/EBITDA 2.5~3 倍程度を維持する方針を明示しており、格付への影響も考慮しながら負債水準を管理しています。森永製菓も、必要な手元流動性や信用格付を踏まえつつ、ネット D/E レシオや有利子負債/EBITDA 等の財務安全性指標をモニタリングし、財務健全性と投資余力を確保したうえで財務レバレッジを活用する方針を示しています。

これらの事例に共通するのは、自己資本比率という単一の指標を先に固定するのではなく、事業のキャッシュ創出力、必要な手元流動性、投資需要、信用力等を踏まえて許容可能な負債水準を定め、その範囲内で成長投資と株主還元を最適化するという考え方です。貴社においても、現預金 1,500 億円や自己資本比率 60%という現在の目標にとらわれず、必要運転資金、投資需要、ストレス耐性、信用力に加え、Net Debt/EBITDA 等のキャッシュ創出力に対する負債水準を財務規律指標として導入することも検討し、適正 BS を再定義していただきたいと考えます。

4. 非事業資産を継続的に見直すこと

政策保有株式および事業に使用していない不稼働不動産については、保有合理性を個別に検証して一部の保有を継続するのではなく、原則として保有ゼロを明確な目標とし、可能な限り速やかに全売却すべきと考えます。政策保有株式について、取引関係の維持・強化を株式保有によって担保することは、資本効率の観点に加え、取引先との関係を株主としての立場と混在させる点でも望ましくありません。また、本業に使用していない不動産を保有し続けることは、資本を低収益資産に固定し、ROIC を低下させる要因となります。貴社が 2030 年度までに政策保有株式を連結純資産の 5%まで縮減する方針を示したことは前進ですが、5%を残すこと自体を目標とするのではなく、ゼロを最終的な目標として売却を加速していただきたいと考えます。これらの資産の売却によって生じた資金は、単に現預金として積み上げるのではなく、上記の資本配分順位に従い、十分な ROIC スプレッドが見込める成長投資または株主還元に向けべきです。

5. 資本配分を支える取締役会・指名プロセスの強化

ROIC 経営への転換は、財務指標を追加するだけでは実現しません。既存事業の縮小や資産売却を含む難しい判断を行うためには、経営執行から十分な距離を持ち、資本コストと株主価値の観点から議論できる取締役会が必要です。

(1) 指名委員会の独立性と次期経営陣選任プロセス

次期マネジメントの選任は、今後の資本配分方針を左右する最重要事項の一つです。候補者に求める能力、候補者プールの形成方法、社内外候補の評価、サクセッションプランの進捗について、守秘性に配慮しつつも、より透明性の高い説明を期待します。また、指名・報酬諮問委員会は形式的に社外が過半数であるだけでは十分ではありません。現在の 5 名中社外 3 名・社内 2 名という構成では、社外 1 名が社内と同じ判断をすれば社内側と同じ意見が過半となり得ます。経営トップの選解任・後継者選定の独立性を実質的に確保するため、4~5 名で構成するのであれば社内取締役は 1 名に限定し、残る委員を独立社外取締役とすることを提案いたします。

(2) 資本配分に知見を有する独立社外取締役の拡充

貴社の取締役会がこれまで社外取締役の増員・多様化を進めてきたことは、監督機能の強化に向けた重要な取り組みと評価しております。そのうえで、今後、資本配分や事業ポートフォリオの再構築を一段と進めるにあたり、資本配分、事業ポートフォリオ、M&A、資本市場等の経験を有する人材を含め、独立社外取締役の人数と多様性をさらに拡充することを提案いたします。また、取締役会全体のパワーバランスを見直し、独立社外取締役が取締役会の過半数を占める体制を目指すべきと考えます。貴社のようにグローバルに事業を展開し、資本配分や事業ポートフォリオの再構築が企業価値向上の重要課題となる企業では、既存の社外取締役の知見を十分に活かしながら、独立社外取締役の層を厚くし、その比率を過半数まで引き上げることで、取締役会における議論の多様性と監督機能を一段と高めていただきたいと考えます。

(3) 独立社外取締役による取締役会議長

取締役会の監督機能を一段高める観点から、独立社外取締役が取締役会議長を務める体制を検討いただきたいと考えます。議長に最も求められるのは、自社事業の細部を執行側以上に熟知することではなく、重要論点を設定し、多様な意見を引き出しながら、執行を客観的かつ建設的に監督する能力です。日本企業にも、他業種で経営経験を積んだ独立社外取締役が議長を務める実例が多数あります。荏原製作所では日清製粉グループ本社の社長を務めた大枝氏、ソニーグループでは Logitech の取締役会議長などを務めた Becker 氏、資生堂ではアステラス製薬の社長・会長を歴任した畑中氏が、それぞれ取締役会議長を務めています。資生堂は独立社外取締役を議長とする目的を、業務執行と監督の分離を徹底し、監督の客観性と透明性を高めることと明示しています。これらの事例は、異業種で培った経営経験や視点が、むしろ社内の常識や過去の意思決定に過度に拘束されず、資本配分や事業ポートフォリオを客観的に検証するうえで有益となり得ることを示しています。貴社においても、現場訪問や十分な情報提供により事業理解を深める仕組みを整えたうえで、独立社外取締役による取締役会議長の導入を具体的に検討いただきたいと考えます。

(4) 相談役制度の撤廃

あわせて、貴社の相談役制度は撤廃すべきと考えます。歴代の経営者が貴社の発展に果たしてきた功績を尊重し、その経験や貢献に敬意を払うことは当然ですが、先代の経営者を敬うことと、退任後も相談役という制度上の地位を維持することは全く別の問題です。退任した経営トップが相談役として会社に残る仕組みは、現経営陣の意思決定に対する非公式な影響力を生じさせ、経営責任や権限の所在を曖昧にするおそれがあります。コーポレートガバナンス・コードが重視する取締役会による実効的な監督、経営陣の選解任における独立性・客観性、権限と責任の明確化という趣旨に照らせば、経営トップ経験者が法的な責任を負わない立場から経営に影響を及ぼし得る制度を維持することは、望ましいガバナンス体制とは考えにくいものです。経済産業省の CGS ガイドラインも、株主等に対して責任を負わない相

談役・顧問が社長・CEO の選解任や経営に不当な影響力を行使することは問題であると指摘しています。貴社においては、歴代経営者への敬意は別の適切な形で示しつつ、相談役制度は撤廃し、退任後の経営トップと現経営陣との関係を明確に区切ることで、経営の独立性と説明責任を一段と高めていただきたいと考えます。

6. 経営トップ自らが戦略と資本配分を説明し、市場との対話を主導すること

弊社は、IR 活動の強化だけで企業価値評価が改善するとは考えておりません。まず優先すべきは、本書で申し上げた ROIC を意識した投資規律、適正 BS の構築、事業ポートフォリオの見直し等を実行し、企業価値向上の実体をつくることです。そのうえで、改革の内容と成果を資本市場に正しく理解してもらうため、従来以上に「攻めの IR」へ転換することが必要と考えます。

そのためには、経営トップ自らが経営戦略と資本配分の考え方を資本市場に説明し、投資家との対話を主導することが重要です。現在の IR 活動は決算説明会を中心としており、事業戦略や資本配分について経営陣と投資家が双方向で議論する機会には拡充余地があると考えます。貴社は 2006 年から 2013 年にかけて国際事業や医薬品事業の事業説明会を複数回開催していましたが、IR サイト上で確認できる事業説明会は 2013 年の国際事業説明会が最後です。企業価値向上に向けて大きな変革を進める現在こそ、経営トップを中心とする経営陣が投資家と継続的に対話し、戦略の背景、資本配分の判断基準、改革の進捗を自ら説明する機会を再び増やす意義は大きいと考えます。

具体的には、①国内・海外など主要事業を対象とする事業説明会の定期開催、②社長・事業責任者等による機関投資家とのスモールミーティング、③国内外の証券会社主催の投資家カンファレンスへの積極参加、④独立社外取締役と機関投資家とのスモールミーティング、⑤経営陣による海外機関投資家向けロードショー、を継続的な IR プログラムとして検討いただきたいと考えます。海外売上高が連結売上高の約半分を占める貴社にとって、海外投資家に経営戦略・資本配分・ガバナンス改革を経営陣自身の言葉で説明し、長期投資家との関係を構築することは重要です。とりわけ経営トップには、決算数値の説明にとどまらず、自らが主導する経営戦略、資本配分、事業ポートフォリオの考え方を十分に理解し、自らの言葉で投資家と議論できることが求められます。こうした能力は IR 上の技術ではなく、上場企業の経営トップに不可欠な資質であると考えます。企業価値向上委員会におかれては、今後の戦略や資本政策の検討にとどまらず、それらを主体的に策定・実行し、資本市場に対して説得力をもって説明できる経営体制となっているかについても検証いただきたいと考えます。その結果、現在の経営体制では十分な実行力や説明責任を確保することが難しいと判断される場合には、次期経営トップへの移行を含む経営体制の刷新についても、選択肢から排除することなく検討いただきたいと考えます。

これらは単なる情報発信量の増加を目的とするものではありません。経営陣や社外取締役が投資家との対話を通じて市場の問題意識を直接把握し、その内容を取締役会や企業価値向上委員会の議論へ還流さ

せ、経営改革そのものの質を高める双方向の仕組みとすることが重要です。資本配分の改善を実行した後、その考え方、進捗、成果を継続的かつ積極的に発信することで、貴社の本源的価値と市場評価とのギャップを縮小していただきたいと思います。

7. 企業価値向上委員会に、今秋までに方向性をお示しいただきたい事項

企業価値向上委員会が検討結果を公表される際には、すべての施策について最終的な数値目標まで確定することは難しいと理解しております。一方で、以下の事項については、少なくとも基本的な方向性と今後の検討プロセスを明らかにしていただくことが、資本市場からの信頼を高めるうえで重要と考えます。

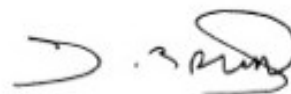
論点	期待する方向性
ROIC 経営への転換	全社 ROIC だけでなく、主要地域・大型投資案件等の資本効率を資本コストと比較し、投資・継続・縮小・撤退判断に用いること。重要投資は事前・事後検証を制度化し、ROIC または ROIC スプレッドを中長期報酬 KPI にも反映すること。
国内事業の成長投資と生産拠点再編	生産体制の再編が必要と判断した場合には、新規投資と既存資産の再編を一体の計画として策定し、主要 KPI と時間軸を示すこと。
中国事業の資産適正化	現在の需要・稼働率を踏まえ、低稼働資産の統合・縮小等を含む選択肢と ROIC 改善の時間軸を示すこと。
適正 BS の定義	必要運転資金、投資需要、ストレス耐性、信用力、負債余力等から適正 BS を定義すること。適正水準を上回る余剰資本は原則として還元すること。
非事業資産の全売却	政策保有株式および不稼働不動産は原則として保有ゼロを目標とし、可能な限り速やかに全売却すること。売却資金は成長投資または株主還元へ再配分すること。
ガバナンスの強化	指名プロセスの透明性、資本配分に強い独立社外取締役の拡充と取締役会に占める比率の過半数化、独立社外取締役による議長就任、相談役制度の撤廃を含め、取締役会の独立性・実効性と経営責任の明確化を進めること。

弊社の提言は、短期的な株主還元の最大化を求めるものではありません。貴社が有するブランド、研究開発力、販売網、人材といった競争優位に、より厳格な資本配分規律を組み合わせることで、必要な成長投資を継続しながら、資本コストを上回るリターンを持続的に創出できる企業体質を構築していただきたいという趣旨です。

企業価値向上委員会が、既存の枠組みにとらわれず、事業ポートフォリオ、バランスシート、ガバナンスを一体として検証し、貴社の長期的な企業価値向上に資する具体的な方向性を示されることを心より期待しております。

敬具

James B. Rosenwald III
Founding Partner and Chief Investment Officer
Dalton Investments, Inc.



(翻訳/編集：ダルトン・アドバイザー株式会社)