

あすか製薬ホールディングス株式会社の株主の皆様

文化シャッター株式会社の株主の皆様

市場関係者およびマスコミ各社の皆様

2025 年 9 月 9 日

あすか製薬ホールディングス株式会社が 2025 年 8 月 25 日付で当社および当社の共同保有者（以下「当社ら」といいます。）を対象として導入した「大規模買付行為等に関する対応方針」および文化シャッター株式会社が 2025 年 9 月 3 日付で当社および当社の共同保有者を対象として導入した「大規模買付行為等に関する対応方針」（以下併せて「本対応方針」といい、あすか製薬ホールディングス株式会社および文化シャッター株式会社を併せて「両社」といいます。）について、両対応方針の内容が極めて類似しているため、両対応方針に関する当社の立場をここにまとめてご説明いたします。

## 当社らの主張のポイント

### 1. 当社らの提案は「企業価値および株主共通の利益向上が目的」

当社らの株主提案を含むエンゲージメント活動は、すべて当社らの投資先である会社（以下「投資先」といいます。）の企業価値および株主共通の利益向上を目的としたものです。

### 2. 特定の選択肢を「強制・誘導するものではない」

当社らは投資先の経営者に対し、非公開化を含むあらゆる経営の選択肢を検討・意思決定することを促しますが、特定の選択肢を強制・誘導することはありません。

### 3. 非公開化の条件は「取締役会の決定事項」

非公開化の条件は取締役会の決定事項であり、当社らが非公開化の条件の決定に関与し株主間の利益相反関係を作り出すことはありません。

### 4. 株式の自由売買と株主平等原則は「変えてはならない」市場の重要なメカニズム

市場における株式の自由な売買と株主平等の原則は資本市場発展の大原則です。経営者が自己の保身のために安易にこの大原則を歪めることは許されません。

## 1: 「当社らの株主提案を含むエンゲージメント活動は、すべて当社らの投資先の企業価値および株主共通の利益向上を目的としたものです」

- 当社らは、資本政策・経営者と株主の利益一体化・取締役会ガバナンス・東証要請への高度な対応といったテーマで、日本の株式市場で最も多くの株主提案を行ってきた投資家であると自負しています。これらはいずれも株主共通の利益に資するものです。
- 特に、①バランスシートの向上、②経営者と株主のアライメント、③社外取締役を過半数とするなどガバナンスの向上、を株主提案を通じて、すべての投資先に求めています。
- 株主提案自体はほとんどが否決されるものの、多くの投資先が株主提案の内容に沿った施策を自ら実行しており、これらに伴う企業価値・株価評価の改善により、すべての株主の利益

に貢献してまいりました。当社は、投資先との面談の場において、企業価値・株価評価の向上を意識した経営者の数多くの施策について称賛してきており、多くの経営者が株主価値向上を意識していることを知っています。

- 当社らの目的が非公開化のみであれば、企業価値および株主共通の利益を向上するためのエンゲージメント活動を行うインセンティブがありません。

## 2: 「当社は投資先の経営者に対し、非公開化を含むあらゆる経営の選択肢を検討・意思決定することを促しますが、特定の選択肢を強制・誘導することはありません」

- 企業価値および株主共通の利益向上の観点から、非公開化を含むあらゆる経営の選択肢（スピンオフや事業売却も含みます。）の検討と意思決定を行うことは、当社らではなく、上場企業経営者の責任と判断です。
- 一般論として現状維持の誘因を持つ経営者に対して、当社はあらゆる経営の選択肢を検討し、適切なスピード感で判断検討することを求めますが、特定の選択肢を強制・誘導することはありません。
- 過去においても、非公開化等を選択しなかった経営判断が企業価値および株主共通の利益の観点から妥当と判断した場合、その経営判断を支持してまいりました。

## 3: 「非公開化の条件は取締役会の決定事項であり、当社らが非公開化の条件の決定に関与し株主間の利益相反関係を作り出すことはありません」

- 当社らの再出資の実績をもって「高く売りたい株主と安く買いたい株主の利益相反」という指摘がありますが、非公開化の判断と価格などの条件は取締役会が定めることであり、当社らが関与することはありません。従って、この指摘は明らかに誤っています。
- 非公開化の実施の判断・条件に、当社らは直接的な関与をする意思も能力もありません。
- 当社らの再出資は取締役会が決定したすべての条件に基づき、他の出資者と同条件で行ったものです。

## 4: 「市場における株式の自由な売買と株主平等の原則は資本市場発展の大原則です。経営者が自己の保身のために安易にこの大原則を歪めることは許されません」

- 市場における株式の自由な売買は公開された資本市場の根底原則です。軽率にこの原則を歪める行為は当事者だけの問題ではなく、東証や政府がこれまで築き上げた資本市場改革の努力と成果を毀損する行為であることを、両社の経営者は自覚すべきです。
- 加えて、両社の開示は株主意思確認総会において MoM 決議を行う可能性を示唆しています
- **MoM 決議とは、株主意思確認総会において、特定の株主の議決権を外すことにより、市場原理に加え、会社法の原則をも歪めようとする行為です。**
- 事実に基づいた検証もほとんどなく、過去の案件についても触れていますが、当事者でもない両社が、勝手な妄想と解釈を通じて、極めてあいまいな「懸念」のみを喧伝し、当社らの対話の呼びかけにも応じないまま、または当社らとの対話の内容を自己の都合のよいように解釈して、本対応方針の開示を行った両社の経営者は、上場企業の経営者として持つべき矜

持が欠けている、と言わざるを得ません。特に、当社らが友好的関係を築いている両社以外の投資先についての勝手な解釈は、失礼極まりない行為です。

- コーポレートガバナンス・コードに記載の通り、買収防衛の効果をもたらすことを企図してとられる方策は、「経営者の保身」を目的とするものであってはなりません。単に非公開化の提案をされることを嫌い、当社らに **20%以上**の株式を保有されると会社の企業価値ないし株主共同の利益の最大化を妨げることになるおそれが否定できないと、根拠のない不正確な事実を開示し、情報操作を行うことによって、他の株主を誘導し、**20%程度**の株主から自由市場における株取引の自由を奪う両社の経営者の行為は、経営者の保身を目的とするもの以外何ものでもありません。

James B. Rosenwald III

Founding Partner and Chief Investment Officer of Dalton Investments, Inc