

(参考和訳)

あすか製薬ホールディングス株式会社 取締役会 御中

2025 年 7 月 7 日

私は、ニッポン・アクティブ・バリュー・ファンド・ピーエルシー、NAVF セレクト LLC、ダルトン・インベストメンツ・インクから共同保有者を代表してこの書簡をお送りします。私たちは、現在貴社株式 6,132,100 株を保有し、これは総議決権の 21.635%に相当します。すなわち、私たちは貴社の筆頭株主であり、以前から筆頭株主でありました。

今般、貴社が採用された「大規模買付行為等に関する対応方針」について苦言を呈し、それを正当化しようとする貴社の数々の主張に反論するため、ここに書簡を差し上げる次第です。貴社の行為は、上場会社としての責任を根本から否定するものであり、健全なコーポレート・ガバナンスの原則に対する冒涇です。私たちは、2 年以上にわたって貴社と誠実な対話を重ね、徐々に関係を構築してきました。貴社の突然の一方的な発表は、根拠のない、説明不能なものであり、大変不快なものです。

貴社は最近、突然私たちに書簡を送り、「他の株主との利益相反の懸念」を理由に、持ち株比率の増加を抑えるよう要求してきました。そのようなスタンスは、これまでの私たちのやり取りの中で一度も伝えられたことはありませんでした。そのため、私たちは非常に驚き、困惑しました。これに対し、私たちは直ちに面談を要請し、その後、貴社の経営陣との面談が実現しました。

その席で経営陣は、潜在的な株価下落に対する恐れ、将来想定される株式売却の結果、または率直に言って無知な考えとしか言いようがありませんが、特定の株主の影響力が増大すれば他の株主の利益に反することになるという、無意味な懸念を繰り返し提起しました。こうした考えは奇抜でナイーブなものであり、会社のリーダーシップの不十分さを示しています。私たちの代表は、会議中およびフォローアップの電子メールの両方で、これらの空想的な懸念に次のような言葉で慎重に対処しました。

## 1. 他の株主との利益相反」という主張について

「他の株主との利益相反」という主張には同意できません。

- 貴社の担当者は、「ファンドである以上、いずれはエグジットする」と述べ、そのようなエグジットは「株価下落の大きなリスク」をもたらすと述べました。私たちが「急速に大量の株式を売却する」という主張には何の根拠も示されていません。私たちがそのような自滅的な行動に出る理由がないことは明らかです。私たちは過去から現在に至るまで、多くの企業で 20%を超える株式を保有しており、その保有期間は 10 年を超えることもしばしばありましたが、このような懸念が現実のものとなった例を私たちは知りません。紛れもなく事実なのは、私たちはファンドであり、会社の公正な価値が株価に反映されたと感じたら、いつかはエグジットするということです。これは投資の本質です。
- さらに、私たちが 2 年以上にわたって地道に積み上げてきた株式を「急速かつ大量な買い集め」と表現するのは、機関投資家が日々の取引を通じて最良の執行を目指す仕組みをまったく理解していないことを示しています。私たちは、あなたが何を最も恐れているのか、私たちの買いか売りか、本当に理解できません。繰り返しになりますが、貴社の驚くべきレベルの偏見と無能さを示しています。

- 私たちは、私たちの投資が貴社の株価に及ぼした影響について見解を持っていません。驚くべきことに、貴社は、その性質上、値動きを引き起こすものである株式取引という行為それ自体に問題があると言いたいようです。株式市場は買い手と売り手の相互作用によって機能し、価格変動は市場の基本的なメカニズムです。値上がりで利益を得る投資家もいれば、値下がり新たなチャンスを見出す投資家もいます。仮に貴社担当者が述べたシナリオが実現したとしても、それを買い場と捉える投資家もいるでしょう。
- 株価変動の可能性を「株主間の利益相反」を主張する根拠とするのは、上場企業の経営者としては極めてエキセントリックな考え方です。もし、経営陣が本当にこのような考えを持っているのであれば、なぜ貴社はまだ上場企業なのかと問わざるを得ません。

## 2. 「特定の株主による過度の影響力は望ましくない」という懸念について

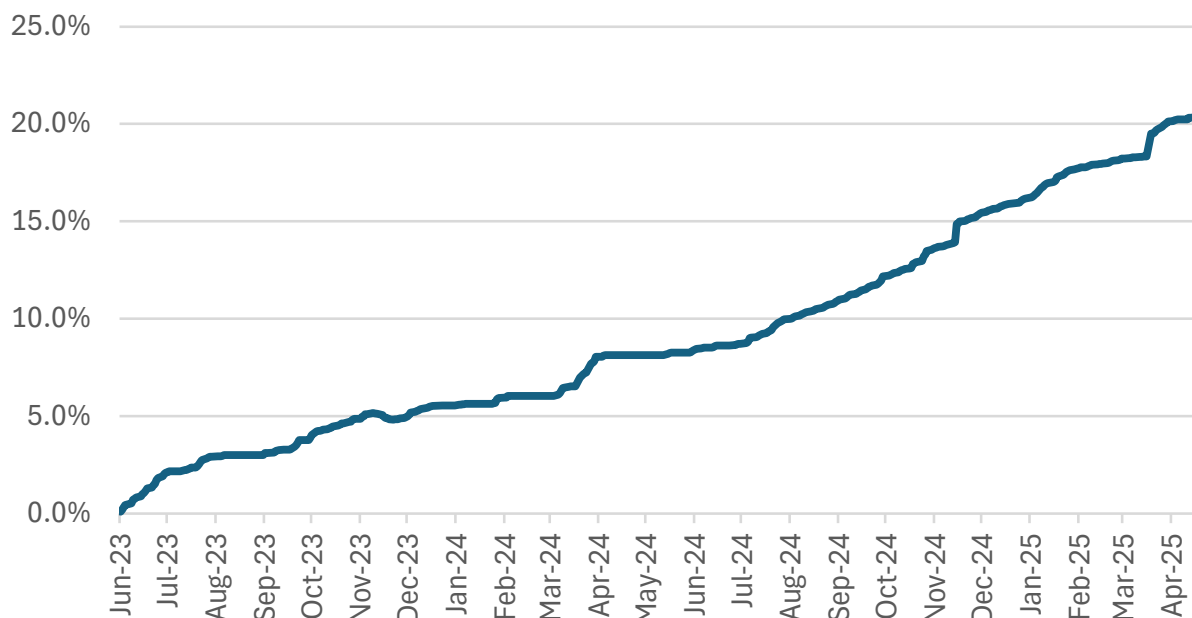
貴社の担当者は、「特定の株主が過度の影響力を行使することは望ましくない」と繰り返し述べています。この発言は、資本市場、ひいては資本主義そのものの基本的な考え方がまったく理解されていないことを示すものです。

- 私たちはしばしば「株主民主主義」という言葉を使いますが、これは株主が投資先企業を所有するプロセスを指します。簡単に言えば、1株当たりの議決権が平等であることを意味します。より多くの株式を所有する株主がより多くの議決権を持つことは、資本主義とコーポレート・ガバナンスの基本原則です。
- 上場企業として、自由な市場取引によって生じる所有比率の変化と、その結果生じる影響力の変化を、「株主には多様な意見がある」という理由で「望ましくない」と考えることは、資本市場の根幹を否定することに等しいです。株主が気に入らないのであれば、（非公開化という）株主を排除する良い方法があります。
- 貴社が表明している懸念の核心は、「株主間の利益対立」というよりも、「特定の株主からの影響を避けたいという経営者側の願望」や「株主の影響力が細分化されバランスの取れたままであってほしいという願望」にあります。もしそれが貴社の意図であり、市場の自由な動きについて貴社がそう感じているのであれば、唯一の答えは、私たちがずっと主張してきたように、会社を非公開化して公開市場から撤退することです。貴社には上場企業を経営する資格がほとんどないように思えます。

私たちのMB0提案について、ローゼンワルド氏は会議の中で、「最終的な決定は山口家にある」、「私たちはひとつのアイデアを提示しただけだ」と明言しました。筆頭株主、言い換えれば筆頭オーナーを標的にし、その権利を剥奪しようとする（山口一族が「彼らの」会社のわずか5%しか所有していないにもかかわらず）貴社の極めて不適切な行動を考慮し、私たちは貴社にとって問題を簡単なものにしようと思います。私たちは、1株あたりXXXX円という価格で行うマネジメント・バイアウト（MB0）を支持・提唱します。前回同様、私どもはプライベート・エクイティおよび／またはその他のファイナンシャル・アドバイザーをご紹介します。貴社は貴社が希望するパートナーを選ぶだけです。

私たちは一貫して貴社と建設的な対話を行っており、貴社の基礎となる事業の質を高く評価しています。私たちは、必要であれば、私たちの会議の記録を公開し、報道機関に開示することを喜んでいたします。また、現在の株式保有に至るまでの詳細な取引履歴を開示する用意があります。私たちによる貴社の株式取得は、完全な透明性をもって行われてきました。これを「急速かつ大量な買い集め」と評することは、意図的な情報操作であり、間違っています。以下のグラフは、長期にわたる私たちの慎重な株式取得の積み重ねを示すものであり、「急速かつ大量な買い集め」のいかなる主張にも明確に反論するものです。

## % of total shares outstanding



前回の面談後、私たちは入念に書かれたフォローアップ・メールを送り、その中で貴社が述べた懸念に真摯に対応し、冷静で事実に基づいた回答を提示しました。そのメッセージの中で、私たちは貴社の懸念に誠実に対応する意思を改めて表明し、建設的な対話を続ける強い意志を表明しました。また、私たちとの過去の MBO 取引に関与した個人との面会が有益であれば、その手配も申し出ました。

貴社がこの連絡に返答しようとしなかったことは、強調しておく必要があります。さらに、山口社長との面談を正式に合意したにもかかわらず、面談の開催予定日の前日に突然、問題となる防衛策の採用を発表しました。

これは、株主との対話を萎縮させ、信頼を大きく損なうものであり、根本的に不誠実な行為であると考えます。私たちは長期的な財務リスクを負い、透明性を保ちながら徐々に出資比率を高め、オープンで建設的な対話を続けてきました。貴社は何ら意味のある形でそれに応じることなく、それどころか、首尾一貫した説明もなく、私たちの誠実さに対する大規模な攻撃を一方的に実施してきました。このような行為は、上場企業が株主に対してとるべき態度や規範から大きく逸脱しています。これは、コーポレート・ガバナンスに対する認識と適切な行動に対する憂慮すべき欠如を明らかにするものであり、日本の規制当局が貴社の行動を適切なものとみなすとは思えません。

私たちは、長期的な価値創造を原則とし、透明性を維持し、常にオープンで公正であるよう行動し続けるつもりです。私たちは、貴社がこうした基準を共有する意欲を示していないことを深く懸念しています。早急に現在の姿勢を再考し、筆頭株主を含むすべての株主の利益のために行動すべきです。今回の出来事は、私たちが最初に MBO を勧めたことがいかに正しかったかを証明しています。私たちは、今すぐ行動を起こすことを強く求めます。明らかに公開企業としての厳しさと責任を全うしていないのですから、その方が貴社が望む状態を得られると考えます。

Paul ffolkes Davis  
Chairman

c/o Appleby Global Services (Cayman) Limited  
71 Fort Street  
PO Box 500  
George Town, Grand Cayman  
KY1-1106, Cayman Islands

The Board of ASKA Pharmaceutical Holdings Co., Ltd

7<sup>th</sup> July 2025

Dear Sirs,

I am writing on behalf of the 'concert party' of Nippon Active Value Fund PLC, NAVF Select LLC and Dalton Investments, Inc. I am happy to confirm that collectively we currently own 6,132,100 shares of ASKA Pharmaceutical Holdings Co., Ltd. (Aska or the Company) comprising 21.635% of the total with voting rights. This reconfirms that we are, and have been for some time, the Company's largest shareholder.

We are writing now to complain about the "Policy for Responding to Large-Scale Purchase Actions" that you have just adopted and to refute the many assertions you have made in your attempt to justify it. If one were being cynical, we might be suspicious of these new powers kicking in at an arbitrary 22% voting right threshold, a number peculiarly adjacent to our current holding! Your actions are fundamentally in denial of your responsibilities as a listed company and constitute an affront to the principles of sound corporate governance. We have engaged in honest dialogue with you for over two years while gradually building our stake-- consequently, we now find your sudden unilateral announcement unsupportable, indefensible and deeply offensive.

You recently sent us a letter, 'out of the blue', demanding that we refrain from increasing our shareholding, citing "concerns about conflicts of interest with other shareholders." Such a stance had never been communicated in any of our previous interactions. We were, therefore, extremely surprised and confused. In response, we immediately requested a meeting, which was subsequently arranged with your management team.

At that meeting, management repeatedly raised nonsensical concerns, such as an absurd fear of potential stock price declines, the imagined result of putative future share sales, and the, frankly ignorant, notion that the increasing influence of a specific shareholder would necessarily be against the interests of other shareholders. These ideas are bizarre and naïve and show the inadequacy of the Company's leadership. Our representatives addressed these fantasy concerns carefully both during the meeting and in a follow-up email, in the following terms:

**1. Regarding the claim of "conflicts of interest with other shareholders"**

We cannot agree with your assertion of a "conflict of interest with other shareholders."

- Your representative stated that, "since you are a fund, you will eventually exit," and that such an exit poses "a significant risk of a decline in stock price." No evidence was provided for the assertion that we would "rapidly sell a large number of shares." It should be obvious that we have no reason to engage in such self-destructive behaviour. We have held stakes exceeding 20% in many companies, past and present, often for periods exceeding a decade, but we are not aware of any instances in which these concerns have materialized. What is undeniably true is that we are indeed a fund and will one day exit when we feel fair value has been achieved-- this is the very nature of investment!



- Furthermore, describing our steady accumulation of shares over two years as “rapid buying up” demonstrates a complete lack of understanding how institutional investors strive for best execution through daily trading. We really do not understand what you fear most, our buying or selling! Again, you are displaying a stunning level of bias and ineptitude.
- We do not have a view on the effect our investment may have had on the Company’s share price. Amazingly, you seem to be suggesting that the very act of share trading—which by its nature causes price movements—is itself problematic! Stock markets function through the interplay of buyers and sellers, and price fluctuations are a fundamental mechanism of the market. Some investors benefit from price increases, while others find new opportunities when prices fall. Even if the scenario described by your representative were to materialise, some investors would likely view it as a buying opportunity.
- To cite potential stock price volatility as the basis for alleging a “conflict of interest among shareholders” is an extremely eccentric view for an executive of a listed company. If management really holds these views, we are bound to ask: why is Aska still a listed company?

## 2. Regarding the concern that “excessive influence by a particular shareholder is undesirable”

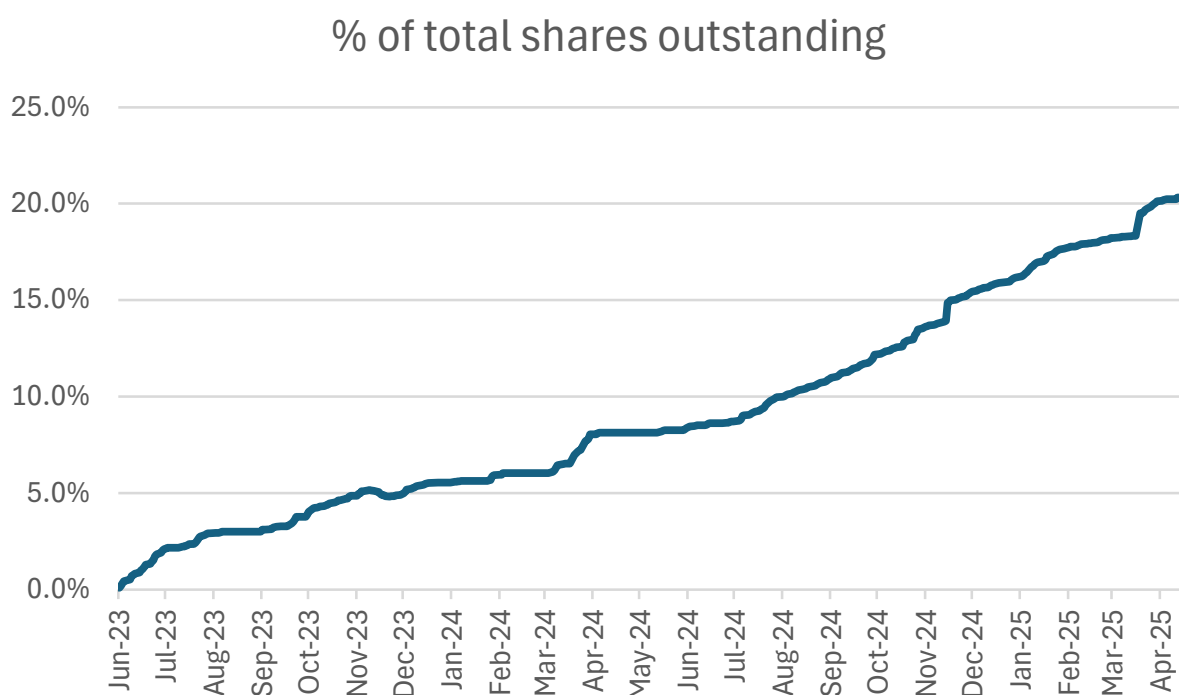
Your representative repeatedly stated that “it is undesirable for a particular shareholder to wield excessive influence.” We found this statement to reflect a total lack of understanding of the basic tenets of capital markets, and, indeed, of capitalism itself.

- We often use the term “shareholder democracy,” it refers to the process by which shareholders own the companies in which they invest. Put simply, it means equal voting rights per share. It is a fundamental principle of capitalism and corporate governance generally that shareholders who own more shares have more voting power.
- As a listed company, to consider changes in ownership ratios that result from free market trading—and the resulting shifts in influence—as “undesirable” because “shareholders have diverse views,” amounts to a denial of the very foundation of the capital markets. If you do not like ‘shareholders’, there is a very good way to get rid of them—and it is not by denying their rights!
- Your company’s expressed concerns are, at their core, less about “conflicts among shareholders” and more about “a desire on the part of management to avoid influence from a specific shareholder” or “a wish that shareholder influence remain fragmented and balanced.” If that is your intent, if that is how you feel about the free movement of markets, then the only answer is to do what we have been advocating all along: take the Company private and exit the public markets. You seem almost uniquely unqualified to run a listed business.

Regarding our MBO proposal, Mr Rosenwald clearly stated during the meeting, that “the final decision rests with the Yamaguchi family” and that “we simply presented one idea.” Given your extraordinarily inappropriate behaviour in trying to target and disenfranchise your largest shareholder, in other words, your largest owner (when the Yamaguchi family still own a mere 5% of ‘their’ company), we will try to make this easy for you. We will support and advocate a management buyout (“MBO”) of the entire Company at a price of JPY XXXX per share, as we believe the fundamental worth of the Company easily justifies this valuation. As before, we would

be delighted to introduce you to Private Equity practitioners and/or other financial advisors who will help you through this process. You need only choose one you prefer.

We have consistently engaged in constructive dialogue with your company, expressing high regard for the quality of your underlying business. We are happy to disclose to the public and press records of our meetings, if necessary. We are also willing to disclose our detailed trading history leading to the current shareholding level. Our stock acquisition over time has been conducted with full transparency. Characterising it as a “rapid buying-up” is both deliberately misleading and wrong. The chart below demonstrates our careful accumulation over time and clearly refutes any allegations of “rapid buying-up”:



Following our last meeting, we sent a carefully written follow-up email in which we diligently addressed your stated concerns, presenting a calm, fact-based response grounded in principle. In that message, we reiterated our willingness to respond to future concerns in good faith and expressed our strong desire to continue constructive dialogue. We also offered to arrange meetings with individuals involved in past MBO transactions with us, if that would be helpful.

It is worth emphasizing that your company did not even bother responding to this communication. Furthermore, despite having formally agreed to a meeting with President Yamaguchi, the Company then suddenly announced the adoption of the offending defence measures the day before it was scheduled to take place.

We regard this as fundamentally dishonest—it demeans dialogue with shareholders and drastically undermines trust. We have taken on long-term financial risk, built our stake gradually and transparently, and have continuously engaged in open and constructive dialogue. In

response, the company has not reciprocated in any meaningful way, and has, instead, unilaterally implemented a major attack on our integrity without any coherent explanation. Such conduct deviates significantly from the norm and how any listed company should behave towards its shareholders. It reveals a worrying lack of corporate governance awareness and proper behaviour – we do not believe the Japanese regulators will regard your actions as appropriate.

We intend to continue acting along lines of principled long-term value creation, maintaining transparency, and always being open and fair. We are deeply concerned that Aska is not demonstrating a willingness to share these standards. You must reconsider your current stance urgently and start acting in the interests of all your shareholders, including your largest. This episode has demonstrated to us, how right we were to recommend an MBO in the first place. We urge you to act now—we think you will be happier too, as you clearly do not enjoy the rigours and responsibilities of being a public company.

Yours faithfully,



Paul ffolkes Davis  
Chairman

c/o Appleby Global Services (Cayman) Limited  
71 Fort Street  
PO Box 500  
George Town, Grand Cayman  
KY1-1106, Cayman Islands