

2025年12月吉日

親愛なる取締役会の皆様、

ダルトン・インベストメントおよびライジング・サン・マネジメント（Nippon Active Value Fund plc の投資顧問会社）双方のCIOとして、当社グループが保有する貴社株式を代表して本書をお送りします。

政府および東京証券取引所による資本市場改革の推進により、日本の資本市場は新たな黄金期を迎えていきます。こうした激動の時代にあっても、日本企業が培ってきたソフトパワーは引き続き強力であり、私自身、半世紀にわたり日本に投資してきた立場として、現在ほどエキサイティングな時代は、これまでにありませんでした。

もっとも、政府・市場からの改革圧力の高まりは、上場企業の経営者の皆さんにとって「受難の時代」として映るかもしれません。しかし私たちは、適切な株式保有を通じてオーナーマインドセットを備えた経営者にとっては、むしろ大きなチャンスの時代であると確信しています

まず「受難」と感じられるであろう点について説明させてください。2023年、東証が公表した要請により、経営者は「資本コスト」と「株価」の双方を意識した経営責任を明確に負うこととなりました。現状、多くの上場企業が資本コストの認識・公表までは到達しておりますが、それを資本配分の意思決定に一貫して落とし込んでいる企業はまだ少数です。具体的には、下記の通りです。

- 個々の事業セグメント単位で資本コスト、ROIC、WACCを計測し、状況を把握しているか
- 設備投資（成長投資・維持）だけでなく、M&Aや自己株買いまで含めたすべての意思決定において整合的に資本コストを活用しているか
- それらを市場に対して十分かつ適切に開示・説明できているか

私たちが分析する限り、多くの企業にとって必要な賃上げや成長投資と年間5~10%の自己株買いは十分に両立可能です。私たちが投資する企業の多くにおいて、EV/EBITDAなどの指標に照らすと、どの買収検討先よりも自社の株式が最も魅力的な投資対象であるケースが散見されます。「還元より成長投資を優先したい」という経営のお声を伺うこともありますが、私たちは事業投資を犠牲にした自己株買いを求めているわけではありません。資本コストを上回る投資機会が明確であれば、私たちはその挑戦を積極的に支持します。

実際、事業投資と自己株買いがトレードオフになる場面は極めて限定的です。手元流動性のみならず、保有金融資産や借入余地まで含めて検討いただければ、むしろ自己株買いを通じて最

適な資本構成・バランスシートに近づける例が多いと考えています。もちろん最適な資本構成についてはご経営陣のお考えも拝聴しつつ、継続的かつ建設的な対話を重ねたいと思います。

次に、「株価を意識した経営」については、経済産業省が発表している一連の指針とも密接に関連しております。単に PBR1 倍を達成すればよい、という単純な話ではありません。会社の事業それぞれが「ベストオーナー」（=その事業の価値を最も高められる主体）のもとで適切な資本配分を実行した場合に到達し得る企業価値——そしてそれが市場で反映された場合の株価水準——こそ、経営が意識すべき株価です。これが実現できない場合、待っているのは単に株式市場の投資家からの批判だけではありません。この努力を怠れば、急速に進化する企業支配権市場において、いつ何時予期せぬ買収提案に直面するかもしれません。

ベストオーナーの概念は経済産業省が「事業再編実務指針」「グループ・ガバナンス・システムに関する実務指針」等で繰り返し言及されており、この精神にのっとり真摯な買収提案には「企業買収における行動指針」に沿った真摯な検討が求められ、経営者には逃げ場がありません。

株価が安く放置されると、国内外のストラテジックバイヤーの標的となるのは時間の問題です。日本企業が海外のストラテジックバイヤーに買収されないよう、経営のみなさまが一人一人、日本の歴史ある企業の経営を担っているという意識を高めて、容易には買収されない「強い」日本企業を作ることが必要な時代となりました。

日々「株価を意識した経営」を実践していくても、現実の株式市場は完全な価格発見機能を持たず、様々な要因で企業価値が適切に反映されない状況が起こり得ます。こうしたディスカウントの多くは、資本政策や IR といった施策により相応の解消が期待されます。加えて事業ポートフォリオやオーナーシップ構造の変更を選択肢として評価することが必要になります。これらを実施するためのツールは経済産業省により十分に整備されています。

私たちが投資先企業に提示する選択肢のひとつである MBO（マネジメント・バイアウト）は、今年、根本的な誤解に基づく反発が特に目立ちました。私たちが経営者に強く求めているのは、「企業価値」と「株主共通の利益」の観点から、非公開化やスピンオフを含む、すべての経営戦略オプションを予断なく検証することです。経営者も人間です。どうしても現状維持バイア

# Dalton Investments

スが生じることは避けられません。だからこそ、株主の立場から幅広い選択肢を真剣に議論していただく様、外部株主として必要な緊張感を提供することを、私たちは厭いません。

勿論、結果として、上場企業として現状の体制が最善のオーナー、そしてオペレーターであると判断した場合、これをしつかり株主にご説明頂き、継続的にスタンダードを引き上げていく「覚悟」が示されるのであれば、その決断を私たちは尊重し、長期株主として応援します。

「受難」について述べてきましたが、同時に今日は経営者が本来の責任と貢献に見合う経済的報酬を得る絶好の機会でもあります。かつて日本では、経営者は従業員の延長線上のキャリアであり、報酬は低く固定されていました。しかし、株を持つというオーナーシップを伴わなければ、眞の企業価値向上の意思決定は困難です。私たちは経営者が少なくとも固定報酬の3~5倍に相当する価値の株式を保有することを期待しており、その実現に向けた譲渡制限付株式報酬の実施と株式保有ガイドラインの整備を強く推奨します。

最後に、取締役会構成について申し上げます。独立社外取締役を少なくとも半数とし、その中にファイナンス・資本市場に精通した人材（会計士・税理士・銀行員はこれにあたりません）を含めることを希望します。私たち外部株主の立場では、誤った資本配分を事前に防ぐのは容易ではありません。非公開化やスピンオフを含めた全ての経営オプションを公平に評価するためにも、こうした体制整備は不可欠です。

なお、私共は特に発行済株式の5%以上を保有する企業については、私たちの知見を取締役会の中で直接役立てるべく、当社社員が独立取締役として就任することにも前向きに応じる用意があります。ファイナンス・資本市場の知見のみならず、私たちは機関投資家として企業価値向上と株主共通の利益実現の目標のみを求めるすべての外部株主同じ立場にあり、皆様の取り組みのお力になれると考えます。

以上、長年にわたり繰り返しあ伝えしてきた内容ではありますが、改めて整理・アップデートさせていただきました。これらの取り組みは、多くの投資先企業との建設的な対話を通じて年々着実な前進が見られています。

私たちは来年も複数の株主提案を予定していますが、その目的は、

1. 取締役会による期限を持った議論と意思決定を担保する事
2. 株主全体の意思を可視化すること

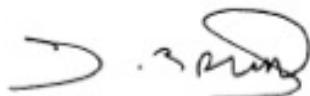
# Dalton Investments

にあります。

私たちは健全な株主民主主義の実現に向け、来年も貢献に努めてまいります。

本年中のご尽力に深く敬意を表するとともに、来年も貴社の企業価値向上に向けて共に歩み続けられることを心より楽しみにしております。どうぞ良き新年をお迎えください。

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



(翻訳/編集：ダルトン・アドバイザリー株式会社)