



2026年5月11日

各位

会社名 あすか製薬ホールディングス株式会社
代表者名 代表取締役社長 山口 惣大
(コード番号 4886 東証プライム)
問い合わせ先 グループ経営企画部長 市川 学
(TEL. 03-5484-8366)

株主提案に対する当社取締役会の意見に関するお知らせ

当社は、2026年4月14日付にて、当社株主であるNIPPON ACTIVE VALUE FUND PLC(以下「提案株主」といいます。)より、2026年6月24日開催予定の当社第5回定時株主総会(以下「本株主総会」といいます。)において株主提案(以下「本株主提案」といいます。)を行う旨の書面を受領しており、本株主提案の内容について検討を重ねてまいりましたが、本日開催した取締役会において、本株主提案に反対する旨の取締役会意見を決議しましたので、下記のとおりお知らせいたします。

記

1. 提案株主

提案株主名:NIPPON ACTIVE VALUE FUND PLC

2. 本株主提案において提案された議題

1 監査等委員でない取締役2名選任の件

3. 議案の要領および提案の理由

別紙「本株主提案の内容」に記載のとおりです。

なお、別紙「本株主提案の内容」は、提案株主から提出された株主提案書の該当記載を原文のまま掲載したものであります。

4. 本株主提案に対する当社取締役会の意見

1 監査等委員でない取締役2名選任の件

(1)当社取締役会の意見

当社取締役会は、グループ指名委員会の答申も踏まえて審議した結果、本株主提案に反対いたします。

(2)反対の理由

当社取締役会は、本株主提案について、独立社外取締役で構成されるグループ指名委員会における審議および答申を踏まえ、慎重に検討を行いました。その結果、本株主提案は、以下の理由により当社の中長期的な企業価値の向上および株主の皆様共同の利益の最大化の観点から適切ではないと判断し、反対することを決議いたしました。

当社は、取締役、監査役の選任・解任の手続について、その審議プロセスの公正性・透明性を高めるため、取締役会から独立した諮問機関としてグループ指名委員会を設置しております。同委員会は、3名の委員により構成されており、審議の独立性を確保する観点から、その全員が独立社外取締役となっております。また、当社の経営戦略に照らし、コーポレート・ガバナンス報告書で開示しているスキル・マトリックスに基づき、企業価値および株主の皆様共同の利益最大化に寄与する人材を取締役候補者とするよう審議を行ったのち、取締役会に答申し、取締役会において審議の上、最終決定がなされます。

具体的には、当社における取締役候補者の選定にあたっては、経営理念、パーパスや中期経営計画の実現を通じた中長期的な企業価値の向上および株主の皆様共同の利益の最大化の観点から、取締役に求められる資質を見極め、スキル・マトリックスを踏まえた取締役会全体のスキルバランスや多様性の観点も踏まえ、グループ指名委員会において慎重な議論を行っております。スキル・マトリックスにおいて、当社が取締役に求める資質は、企業経営、研究開発・知的財産、営業・マーケティング、医学・薬学、グローバルビジネス、財務・会計、法務・リスク管理、サステナビリティ・ESGにおける知見、専門性、経験です。

また、当社は現在、経営の透明性の向上および意思決定の迅速化を目的として、本株主総会での承認を前提として、「監査等委員会設置会社」へ移行することを予定しており、これに併せて、ガバナンス強化のために取締役会における社外取締役比率を「過半数」とする方針を決定しております。

この体制移行に伴う社外取締役の増員にあたり、グループ指名委員会は、2025年6月より中長期的な成長戦略(製薬企業の経営経験やグローバル展開の強化等)の実現に向けた候補者の選定作業を進めてまいりました。慎重な選考を重ねた結果、外資系製薬企業で事業統括部長や日本法人代表取締役(アツヴィ合同会社前日本法人代表取締役等)を歴任し、製薬企業の経営とグローバルビジネスに極めて高度な知見を有するジェームス・フェリシアーノ氏(以下「フェリシアーノ氏」といいます。)を最適任と判断し、本株主総会に会社提案の社外取締役候補者として上程する予定です。当社は2026年3月期までの5か年にわたる前中期経営計画では「スペシャリティファーマを基盤とするトータルヘルスケアカンパニー」の実現に向け、産婦人科領域でのリーディングカンパニーの地位を確立し、グローバル化の基盤づくりなどの歩みを着実に進め、売上高700億円、営業利益率8%、ROE8%という全ての財務目標を達成いたしました。このような状況の下、さらなる企業価値の向上を目指し、グローバル経営に関する極めて高度な知見を持つフェリシアーノ氏を取締役会に迎えることによって、2026年度を起点とする中期経営計画で掲げる製薬事業やグローバル化の推進を適切にモニタリングすることが可能となり、当社の取締役会の独立性と客観性がさらに高まり、経営機能のさらなる強化につながると確信しています。

以上より、本株主総会においてフェリシアーノ氏の選任に係る議案をご承認いただいた場合の当社取締役会の構成は、独立性およびスキル・マトリックスの観点から、適切であると考えます。

他方、本株主提案に係る社外取締役候補者である James B. Rosenwald III 氏(以下「Rosenwald 氏」といいます。)および林史郎氏(以下「林氏」といい、Rosenwald 氏と総称して「株主提案候補者」といいます。)につきましても、グループ指名委員会において上記の適切なプロセスに則り、株主提案候補者との面談を実施し、スキル・マトリックスに照らして検討する等、厳正に審議いたしました。その結果、グループ指名委員会は、株主提案候補者は当社が定める「社外役員の独立性に関する基準」を満たしていないほか、社外取締役に期待される役割や資質が不足していると判断いたしました。

また、グループ指名委員会は、昨年来、ダルトンら(注 1)が、当社に対して、自らを投資主体に含めるマネジメント・バイアウト(以下「MBO」といいます。)の速やかな実施を求めてきた経緯があり、本年 2 月には「取締役の受け入れを拒否すれば、本対応方針[当社注:当社が 2025 年 7 月 1 日付けで導入した大規模買付行為等に関する対応方針のこと。以下同じ]を撤回することを条件に上限 45%の公開買付け(以下「本 TOB」といいます。)を実施する」という趣旨の書簡を送付してきたこと、Rosenwald 氏自身もダルトンらの株式買集めの目的が MBO 提案にあると明言してきた経緯があること、ダルトンらの他の投資先企業において、実際に、ダルトンら関係者が取締役として擁立された直後に非公開化が成立した事例が複数社で確認されていること、などの諸点についても慎重に考慮いたしました。

その結果、ダルトンらが、MBO による非公開化を含む自己利益の追求を目的として本株主提案を行っているとは合理的に推認可能であり、本株主提案が可決された場合には一般株主との間で利益相反が生じる可能性が否定できない(すなわち、仮にダルトンらの関係者が当社の社外取締役に就任した場合には、当該社外取締役は、ダルトンらに対する委任・雇用契約や報酬契約に基づく義務と、当社に対する社外取締役としての善管注意義務を同時に負うこととなり、当社の取締役会に利益相反が恒常的に生じるため、当社取締役会の独立性やガバナンスの実効性を損ない、結果として、ダルトンらを利するのと引き換えに当社の株主の皆様共同の利益を損なうおそれがある)と判断いたしました。

以上の検討の結果、グループ指名委員会は、当社に対し、株主提案候補者は当社の社外取締役候補者として相応しくないとの答申をいたしました。

当社取締役会は、かかるグループ指名委員会からの答申結果を踏まえて、慎重な審議を経て、株主提案候補者の選任に反対することを決議いたしました。グループ指名委員会および当社取締役会の具体的な判断理由は以下のとおりです。

(注 1) 「ダルトンら」とは、ダルトン・インベストメンツ・インク(Dalton Investments, Inc.)(以下「ダルトン」といいます。)、提案株主、エヌイーブイエフ・セレクト・エルエルシー(NAVF Select LLC)、ダルトン・インベストメンツ・エルエルシー(Dalton Investments LLC)、ダルトン・アドバイザーズ株式会社、Rosenwald Capital Management, Inc.、ライジング・サン・マネジメント(Rising Sun Management Ltd.)(以下「RSM」といいます。)、Hikari Acquisition、Michael 1925、ジェイエムビーオー・ファンド・リミテッドの総称です。

① 株主提案候補者の独立性が欠如していること

当社の「社外役員の独立性に関する基準」では、「当社の主要株主（総議決権の 10%以上を保有する株主）および主要株主が法人・団体等である場合の業務執行者」や「恒常的に実質的な利益相反が生じるおそれがある者」を独立役員から除外しています。この点、株主提案候補者のうち、Rosenwald 氏は、ダルトンのチーフ・インベストメント・オフィサーである上、ダルトングループの創業者であり、林氏は、ダルトングループの日本法人であるダルトン・アドバイザリー株式会社の代表取締役 CEO であることから、実質的にダルトンらと利害を共通にする者であると考えられます。そして、ダルトンらが当社議決権の 20%以上(21.6%)を保有している事実を踏まえれば、株主提案候補者はいずれも当社の独立性基準に明確に抵触します。

主要な機関投資家や議決権行使助言会社の基準においても、大株主関係者の社外取締役への選任は、一般株主との利益相反の観点から否定的な評価を受けており、当社の主要な機関投資家との対話においても、「10%以上の株主から役員を送り込むことは自社の独立性判断基準に抵触するため反対する」との見解が多数示されています。

社外取締役には、特定の株主や関係者から独立した立場で、経営陣の職務執行を客観的かつ中立的に監督し、当社の中長期的な企業価値の向上および株主の皆様共同の利益の最大化を担保する役割が求められます。しかしながら、上記のとおり株主提案候補者については、これらの役割を果たすうえで必要とされる、特定の株主からの実質的な独立性が十分に担保されているとは評価できず、少数株主の代表たる社外取締役として適切であるとは判断できません。

なお、Rosenwald 氏は、グループ指名委員会との面談において、仮に当社の取締役に選任された場合にも、同時にダルトングループのオーナーとしての受託者責任を負うことを認める旨の発言をしておりました。このことから、当社としては、同氏自身が、当社取締役としての善管注意義務に専念できない場合があり、特定の株主からの独立性を欠くことを認めていることは明らかであると認識しております。

② 株主提案候補者は、ダルトンらの利益代表として当社を「MBO 等の非公開化へ誘導」する以外に当社の事業内容や企業価値向上策に関心がないこと

当社はダルトンらより、これまでに巨額の自己株式取得や、MBO の実施など、自らの収益獲得のみを目的としていると見られる施策の要求を受けてまいりました。グループ指名委員会が行った面談において、株主提案候補者はいずれも、MBO を強く支持する旨ないしより前向きに検討すべきである旨や、当社取締役に就任した際の抱負としてダルトンらの「エグジットに繋げる」ために役に立ちたい旨を述べており、過去からのダルトンらによる MBO 提案への懸念を解消するまでの回答は得られませんでした。さらに、ダルトンらが過去に投資した他社事例(ランコム株式会社、株式会社ホギメディカル等)においても、ダルトンら関係者が取締役に就任した後に短期間で MBO へと誘導されている上、非公開化後にダルトンらが再度出資を行う「折り返し出資」(注 2)が組み込まれているケースが散見されます。

当社の機関投資家からも「ダルトンらの提案する MBO は、ダルトンらによる折り返し出資を

前提とする以上、一般の少数株主との間に構造的な利益相反があり到底賛成できない」「特定の株主の利益を優先して MBO 等へ誘導することは社外取締役の役割の逸脱である」との強い疑義が示されております。当社としても、特定の株主の利益を代表する者が、当社の取締役会に選任された結果、当社の中長期的な企業価値や株主の皆様共同の利益を毀損する形での非公開化を誘導することは容認できません。

また、株主提案候補者は、グループ指名委員会との面談においても、当社の事業に対する具体的な提案は乏しく、当社の事業への関心は薄いと推察され、中長期の企業価値向上策を持ち合わせていないものと見受けられました。株主提案候補者が当社の企業価値向上に資するスキルを有しているとの合理的な説明もなされておらず、十分な多様性と専門性を備え、最適化された現在の取締役会体制に対し、株主提案候補者を選任すべき積極的な理由はないものと考えます。

(注 2) 一般に、非公開化後に折り返し出資が予定されている場合、再出資者は再出資時の出資コストを抑えるために非公開化時の買付価格が高すぎないことを望む傾向があるため、非公開化時の買付価格が再出資者にとって有利な水準に設定され、一般株主が不当に安い価格で株式を手放さざるを得なくなる危険性があります。かかる危険性があるため、再出資は構造的に、再出資者と一般株主の間に、利益相反のおそれがあるとされます。

具体的な内容には、当社の 2025 年 8 月 18 日付「ダルトンらによる当社の株券等の大規模買付行為等への対応方針の導入に関する補足説明資料」17 頁以下もご参照ください。

③ 当社は、ダルトンらから、社外取締役の擁立を受け入れなければ、大規模買付行為(最大 45%まで取得することを目的とする株式公開買付け)を行うと威迫された経緯があること

当社は、2026 年 2 月 19 日に、株主提案候補者を含むダルトングループと面談しているところ、当該面談の場において、Rosenwald 氏は、仮に当社が直ちに MBO の実施に応じないのであれば、ダルトングループから 2 名の取締役を受け入れ、事業提携を結ぶことを条件に、ダルトングループとの間で Standstill Agreement を合意する選択肢もあると述べながら、これに応じないのであれば当社に対する公開買付けを実施する意向である旨の発言をしております。

また、同日、当社は RSM から、(i)ダルトングループから社外取締役 2 名を受け入れ、かつ、当社との間で Standstill Agreement を締結することを求める提案、および、(ii)当社が当該提案を受け入れない場合には、当社が本対応方針を撤回することを条件として、ダルトングループが、当社株式を既保有分を含め最大 45%まで取得することを目的とする本 TOB を実施する用意がある旨が記載された書簡(以下「2 月 19 日付け書簡」といいます。)、ならびに、本 TOB に係る公開買付届出書のドラフトを受領しました(なお、当該公開買付届出書は、当社株式を最大 45%まで買い上がるという内容以外に具体的な買付目的や企業価値向上策等についての記載はなく、ダルトングループの他の投資先の企業名が対象会社として記載されている誤記などの不可解な点も見受けられたことから、当社では真摯な提案とは評価し得ないと判断しております)。

実際、当社が公表情報から認識するところでは、提案株主は、自らの投資戦略について、投資対象企業の多くでダルトンとの共同投資の実績があることを所与の前提としたうえで、2024年版のアンニュアルレポート(当社の株式を買い上がっていた時点における提案株主による最新版の公表資料)において、「”We have stepped up our engagement with several of our largest holdings and continue to urge capital allocation improvements, even to the extent of calling for MBOs or threatening tender offers for controlling minorities of outstanding shares.”(当社は主要な保有銘柄数社との対話を強化し、資本配分の改善を継続的に要請しているほか、さらにはMBOを求めたり、実質的な支配権を確保し得る株式を取得するために公開買付けをちらつかせて脅すことすら辞さない)[和訳は当社]」と言及し、このような威迫的な公開買付けの強要を公的な開示資料において認めています。

当社としては、こうした経緯を踏まえれば、今回提出された本株主提案がダルトンらの大規模買付行為の思惑を抜きに評価することはできず、本株主提案が真摯に当社の企業価値および株主の皆様共同の利益の最大化のために提案されたものとは評価し難く、株主提案候補者を当社の取締役会に迎え入れることは、当社のコーポレート・ガバナンスの根幹を著しく歪めるおそれが否定できないものであって、当社の企業価値および株主の皆様共同の利益を保護する観点から、適切ではないと考えております。

以上の諸点を踏まえ、当社取締役会は、株主提案候補者を、当社の社外取締役として選任することに反対いたします。

以上

別紙「本株主提案の内容」

※提案株主から提出された本株主提案書の該当記載を原文のまま掲載しております。

第 1 提案する議題

1 監査等委員でない取締役 2 名選任の件

本定時株主総会で当社が監査等委員会設置会社に移行することが承認されなかった場合には、「監査等委員でない取締役 2 名選任の件」を「取締役 2 名選任の件」と読み替えるものとする。

第 2 議案の要領及び提案の理由

1 監査等委員でない取締役 2 名選任の件

(1) 議案の要領

以下の 2 名を監査等委員でない取締役として選任する。

1. James B. Rosenwald III
2. 林史朗

(2) 提案の理由

提案者は、当社株式の取得以降、長期投資家としてエンゲージメント活動を通じ、当社との建設的かつ継続的な対話を試みてまいりました。その過程において、当社の事業内容、競争優位性及び中長期的な成長可能性について一貫して高く評価しており、当社の企業価値が更に向上する余地が十分に存在すると認識しております。

一方で、当社が導入した「ダルトンらによる当社の株券等を対象とする大規模買付行為等を踏まえた当社の株券等の大規模買付行為等に関する対応方針」(以下「本買収防衛策」といいます。)については、その導入の前提となる事実認識及び合理性の観点から、提案者は反対の立場にあります。買収防衛策は、株主の権利行使及び株式市場の機能に重大な影響を及ぼし得る極めて例外的な措置であり、その導入にあたっては、取締役会が独立した立場から十分な検討及び牽制機能を発揮し、株主共同の利益の観点から合理的かつ透明性の高い意思決定がなされることが不可欠です。

提案者はこれまで、自らの提案が企業価値及び株主共同の利益の向上を目的とするものであること、非公開化を含むあらゆる経営の選択肢について特定の選択肢を強制又は誘導する意図がないこと、並びに非公開化の決定及びその条件は取締役会の専権事項であり提案者がこれに関与して株主間の利益相反関係を生じさせることはあり得ないこと等を繰り返し説明してまいりました。しかしながら、当社において本買収防衛策の撤回又は見直しが検討された形跡は、現時点に至るまで確認されておられません。

提案者は、株式の自由な売買及び株主平等の原則は資本市場の根幹を成すものであり、本買収防衛策は当社固有の問題にとどまらず、我が国においてこれまで進められてきた資本市場

改革の趣旨及び成果を毀損するおそれがあると懸念しております。このような重要な局面において、取締役会が真に独立した立場から十分な検討を尽くし、株主共同の利益に資する意思決定を行っているかについては、株主として慎重に検証されるべきであると考えております。

以上を踏まえ、提案者は、当社の取締役会における独立性、客観性及び監督機能を一層強化し、株主の視点を適切に反映した意思決定を確保することが、当社の中長期的な企業価値向上に資するものと判断いたしました。

この観点から、提案者は、グローバルな資本市場及びコーポレートガバナンスに関する豊富な知見と経験を有する James B. Rosenwald III 氏、並びに日本企業への長年の投資・エンゲージメント経験を有し、株主と企業の建設的対話を通じた企業価値向上に実績を有する林史朗氏の 2 名を、当社の社外取締役として選任することを提案いたします。

両氏は、当社の経営から独立した立場において、取締役会に対し客観的かつ建設的な視点を提供し、経営陣に対する適切な監督機能を果たすとともに、株主共同の利益の最大化に資する意思決定の質の向上に貢献することが期待されます。また、資本政策、ガバナンス及び戦略に関する高度な知見を活かし、当社の持続的な成長と企業価値向上に向けた議論を深化させることが可能となるものと考えております。

以上の理由から、提案者は、当社のガバナンス体制の強化及び株主価値の向上を目的として、上記 2 名の社外取締役選任を提案するものです。

(3)候補者の番号、氏名、略歴等

1. James B. Rosenwald III (じえーむず びー ろーせんわると) 1958 年 1 月 19 日生	
■略歴、地位、担当及び担当並びに重要な兼職の状況	
1981 年	Oliver R. Grace & Family シニア投資アドバイザー、ポートフォリオマネージャー
1984 年	Rosenwald Capital Management, Inc 創業、会長兼 CEO(現任)
1996 年	Beach Front Properties LLC 共同創業、Managing Partner(現任)
1998 年	Dalton Investments 共同創業、Chief Investment Officer(現任)
2012 年	New York University, Leonard N. Stern School of Business 非常勤教授(現任)
2019 年	Rising Sun Management Ltd., Chief Investment Officer(現任)
2025 年	株式会社ホギメディカル取締役(現任)
	<重要な兼職の状況> Dalton Investments, Inc., Chief Investment Officer Rising Sun Management Ltd., Chief Investment Officer
■所有する当社の株式の数： 0 株	
■取締役候補者とした理由及び期待される役割の概要等 上記提案理由の通りです。	

■特別利害関係の有無

該当ありません。

2. 林史朗(はやししろう) 1977年3月20日生

■略歴、地位、担当及び担当並びに重要な兼職の状況

2001年	JPモルガン証券株式会社
2005年	スパークス・グループ株式会社
2009年	ダルトン・インベストメンツ・グループ
2014年	ダルトン・アドバイザリー株式会社代表取締役(現任)
2016年	株式会社プレスステージ・インターナショナル取締役
2020年	天馬株式会社取締役
	<重要な兼職の状況> ダルトン・アドバイザリー株式会社代表取締役

■所有する当社の株式の数：0株

■取締役候補者とした理由及び期待される役割の概要等
上記提案理由の通りです。

■特別利害関係の有無

該当ありません。

(注)

(1) James B. Rosenwald III氏及び林史朗氏は、社外取締役候補です。

(2) James B. Rosenwald III氏及び林史朗氏が社外取締役に選任された場合、同氏らとの間で責任限定契約を締結する予定です。なお、当該契約に基づく賠償責任限度額は、法令が定める最低責任限度額といたします。

以上