

2025年6月9日

太陽ホールディングス株式会社への議決権行使に関するみさき投資の考え方

私たち、みさき投資株式会社(以下「弊社」)は、日本におけるエンゲージメント投資のパイオニアです。「働く株主®」として、投資先取締役会・経営陣との建設的対話・協働を通じた企業価値向上を目指しています。

弊社は、2015年10月に太陽ホールディングス株式会社(以下「太陽HD」)への投資を開始し、これまで約10年間に亘り対話を重ねて参りました。2025年3月31日時点で、弊社は太陽HDの発行済株式総数の2.77%につき議決権を行使する立場にあります。

本年の太陽HDの株主総会に関しては、Oasis Managementが佐藤英志代表取締役社長の解任を求める株主提案を提出したことに引き続き、筆頭株主であるDIC株式会社も佐藤社長の再任への反対を予定している旨を公表しました。さらに、太陽HDの創業家も同様の方針と報じられており、佐藤社長の再任が否決される現実的な可能性があるものと理解しております。

株主総会の決議は、株主による多数決の判断により決まるものではありますが、各株主が「株主共同の利益」の観点から多様な意見を傾聴し、冷静な判断をすることが重要であると考えます。そのため、大株主3者を除き保有比率が最も大きい投資家の一つである弊社の認識を丁寧に説明することが、「株主共同の利益」にも寄与し、ひいては弊社顧客に対する受託者責任を果たすことに繋がると考え、この文書を公表することといたしました。

1. 弊社における議決権行使の基本方針

弊社の議決権行使においては、取締役会の構成・取締役の選解任を「一丁目一番地」と位置付けています。具体的には、個々の取締役が企業のフルポテンシャルの発現に真摯でない、またはそれが業績・行動に明確に現れていると判断した場合には、再任に反対する立場をとっています。また、株主提案や買収提案に対しても真摯に対応し「万機公論に決する」ことを求めており、その姿勢が十分でない場合にも再任に反対します。

同時に弊社は、議決権行使を前提とした対話を通じ、その企業の状況を踏まえてどのような変革を進めるべきか、その「固有解」を共に見出したいと考えています。その観点で、議案に対する現在の評価だけでなく、これまでの対話の状況、企業の変化の方向性・スピードも踏まえて賛否を決定します。

この方針に則り、過去には取締役の再任に反対、また他株主の提案に賛成した事例もございます。このような当社の議決権行使に関する基本方針は、以下に公表しております。

<https://www.misaki-capital.com/Documents/VotingGuideline.pdf>

2. 佐藤社長の経営に対する弊社の評価、それを踏まえた昨年度総会までの対話・議決権行使経緯

太陽HDの業績に対する佐藤社長の影響について、太陽HD・他の主要株主双方から主張がなされていますが、弊社としてはより多面的な評価が可能と考えます。まず電材事業については、佐藤社長就任以前からの高収益事業ですが、金融危機以降は成長性・収益性ともに大きく低迷していました。2011年の佐藤社長就任後は、競合であった台湾OTC社の買収によるシェアの拡大・「地産地販」戦略による為替影響の低減等を通じて、電材事業の収益性は2017年にかけて回復しました。また、ドライフィルムの内製化に踏み切ったこと(2015年竣工)は、現在の電材事業の収益を大きく支える意思決定だったとも認識しています。このように、競争環境変化・技術動向変化を踏まえて果断に意思決定し、電材事業の価値を守り・伸ばしてきたことは、佐藤社長の貢献としてフェアに評価すべきものと考えます。

また、太陽HDが電材事業の収益性を安定させた後に、そのキャッシュ・フローも活用して医療・医薬品事業への参入(2017年～)を行ったこと、そのこと自体は否定されるべきものではないと考えます。上述の低迷期を通じて電材事業に依存した構造に経営陣・従業員が危機感を持つ中、需要が安定し・電材事業で培った品質管理能力が活かせる分野を見出したものと承知しています。事業の多角化は上場株主視点で一般的に望ましくないと指摘されるところですが、その投資により長期的に資本コストを大きく上回るリターンを得られ、バリュエーションも維持・向上できる場合は、その道筋を見守ることも可能と考えます。

但し、その後の資本生産性の推移を見ると、現時点の結果論としては、医療・医薬品事業が株主視点で「価値毀損的」になっている点は否定できません。特に、医療・医薬品分野の足がかりとしてM&Aを通じて参入した長期収載品事業は、市場環境変化も相まって、追加取得したレミニールも含め大きな減損を計上するに至りました。また、機動的なM&A資金として過大な現預金の保有を継続したことも、資本生産性低下の一因となりました。加えて、経営陣の強い事業成長意欲・リーダーシップの裏返しとして、取締役会による監督の強化やIRに必ずしも積極的でない姿勢も見受けられていました。

弊社は、これらの課題意識から、独自のシミュレーションや他社先行事例等を示しつつ、株主視点での対話を粘り強く続けてまいりました。例えば、長期収載品事業に対する方針を示すこと、現金保有ルールの設定と大規模な自己株式取得、機関設計の変更等についてです。これら弊社の主張に対し、太陽HDにおいて、長期収載品に対する投資姿勢の変化、自己株式取得の拡充、ガバナンスに関する一部改善(監査等委員会への移行・議長とCEOの分離)といった進展が見られました。これらを鑑み、2024年6月総会までは各取締役の再任に賛成する態度を取ってまいりました。そのうえで弊社は、翌年度以降は、事業PF改革の進展やCDMO事業の成長実績等を踏まえて再任への賛否を検討する方針でした。

3. 足許の状況変化と、今年度の総会に向けた弊社からの要請経緯

そのような中、2023年以降「企業買収における行動指針」等の影響により、我が国上場株式市場においても同意なき買収等を通じた企業再編が大きく加速することを弊社は認識しました。加えて、2024年4月にDICは「価値共創委員会」を設置し、ROICの改善策や保有資産の有効活用策について議論を開始しました。その流れを踏まえると、持分時価がDICの時価総額の約15%(当時)を占め、また事業PFやバリュエーションに改善余地がある太陽HDの支配権についても、遠からず議論が生じうるものと弊社は想定しまし

た。そのため2024年以降、弊社はガバナンスに関するエンゲージメントを強化し、取締役会の実効性・独立性強化、支配権異動時に求められる行動等について、書面や面談を通じて要請していました。

例えば2024年8月21日付取締役会宛レターでは、資本市場のダイナミズムの高まりについて警鐘を鳴らし、企業価値向上・少数株主保護のため、平時から取締役会が主導して戦略や事業PF・資本政策について定量的に議論すること、支配権の異動が生じうる場合は非公開化も含めた幅広い選択肢を検討すること、各種提案を検討する際には独立社外取締役のみで構成される特別委員会を組成し中立性を確保すること等について要請していました。

これらの切迫感を持った要請について、取締役会でも一定議論を頂いたものと承知していますが、支配権異動の現実性に関する認識について相違があったこと等から、太陽HDにおける対応は必ずしも十分と言えませんでした。そのため、佐藤社長が「企業のフルポテンシャルの発現に真摯である」と言えるか弊社において疑念が生じ、本株主総会にて再任に賛成すべきか慎重に検討を進めていたところでした。

しかし、本年に入り太陽HDの取締役会・執行の対応は明らかに前進を見せています。2025年3月の大幅な増配、5月に公表された「2030 Committee」の設置といった取組は、些か受動的・遅きに失した面はあるものの、弊社からの要請も反映したものであると理解しており、前向きな変化として評価しています。

4. 太陽HDに対する議決権行使方針とその理由

現在の太陽HDは、特別委員会が外部からの企業価値向上提案を検討している中、「2030 Committee」が内部からの企業価値向上策を整理しようとしている状況にあると理解しています。これまで、過去の投資の検証や株主との対話に至らない面があったとの反省に立ち、適切な議題を設定して回答を出そうとしているものと評価しています。

他方、「2030 Committee」はその設置が発表されたばかりであり、この動きが単なる総会对策の「急場凌ぎ」に終わらぬよう、本質的な論点に対して明確な回答を出すよう促し、その検討状況を厳しく見届ける必要があると考えています。また、特別委員会についても、「企業買収における行動指針」に則り、株主共同の利益が最大化されるよう検討が進むことを担保する必要があると考えています。

そこで、弊社は、この度の株主総会において、以下の点について太陽HDから十分な対応がいただけることを条件に、佐藤社長の取締役再任に賛成とする方針といたしました。

- 「2030 Committee」の検討を通じ、弊社が過去から対話を進めており、また一般株主の多くも懸念しているであろう以下の点について検討を進め、姿勢を明確にすること
 - 長期収載品事業について、参入当初の見立てと市場環境が大きく変わったことを踏まえたゼロベースでのあり方検討（仮に撤退・譲渡の場合は、その方法・時間軸も含め）
 - CDMO事業と電材事業を一体で運営することの、事業戦略上・企業価値評価上の是非（仮に切り離す場合は、その方法・時間軸も含め）
 - 事業特性を踏まえて、超過利潤を最大化するための適正な現預金水準・レバレッジ
 - ガバナンスのあり方（取締役会の機関設計・メンバーシップ含め）
- 今後、太陽HDの現体制が想定しない形で代表取締役社長の異動が生じた場合に、それによって事

業の執行が遅滞し企業価値が毀損されないよう、「2030 Committee」のアジェンダに「サクセッションプラン」を追加すること。その中に、佐藤社長が短期で退任する場合の業務執行体制の検討を含むこと

- 「2030 Committee」の検討の結果、上場継続を志向する場合は、非公開化する場合の想定買収価格と比較し、上場を維持したほうが「株主共同の利益に資する」ことを定量的に示すこと
- 今般設置が公表された特別委員会について、「上場継続」と「非公開化を含むその他の選択肢」を公平に比較検討する場と明確に位置づけること
- 特別委員会においては、「企業買収における行動指針」に則り以下の対応を行うこと
 - 既に提出されている非公開化提案に限定せず、広く「真摯な提案」を募ること
 - 各買収提案者に対し、株主にとって最大限有利な取引条件を目指した交渉を行うこと
 - 各案については、第三者の検証に耐えられるよう、各種の要素について定量的評価(企業価値・株価)に可能な限り帰着させること
- 以上の各点について、太陽HDから株主に対して事前に意見表明がなされること

佐藤社長の影響力の強さや、非公開化等の各種提案への対応が不十分であるとの他主要株主の指摘には、一定程度当を得たものがあると弊社としても認識しております。しかしながら、企業自身による変化の芽を摘むことは望ましくないと弊社は考えます。今は執行の継続性・安定性を確保し、その基盤の上で特別委員会が広く検討・交渉するほうが、真に「株主共同の利益」に資する結論に至るものと考えています。

なお、特別委員会の運営にあたり佐藤社長が影響力を及ぼすのであれば、「株主共同の利益」を確保する観点で慎重な議決権行使が必要となろうかと思えます。しかし、既に特別委員会の設置が公表された以上、特別委員会の透明性・独立性については外形的にも実質的にも懸念が小さくなったものと考えます。勿論、さらなる実効性強化のために、有識者委員による補強等は検討すべきです。

「2030 Committee」の検討を見守り、その答申や非公開化提案を特別委員会が独立した立場で議論し、その結論を踏まえて株主に対し改めて信を問う。いまの太陽HDには、このような熟議のプロセスが必要ではないでしょうか。資本市場に対する向き合いの変化を評価する姿勢を株主が持たなければ、我が国における株主と企業との建設的な対話や、企業による自主的な改革の流れが後退してしまい、我が国の株式市場の健全な発展において大きな機会損失となりうると考えます。

弊社は、投資先の企業価値向上に貢献する責任ある株主として、太陽HDの株主の皆様が冷静な議決権行使を行い、「株主共同の利益」が最大化されることを望んでおります。

みさき投資株式会社

代表取締役 中神 康議

マネージング・ディレクター 佐藤 広章