

2025年6月23日

太陽ホールディングス株式会社 株主総会の結果を受けて

私たち、みさき投資株式会社(以下「弊社」)は、去る6月21日の太陽ホールディングス株式会社(以下「太陽HD」)株主総会において、発行済株式総数の2.77%について議決権を行使しました。今回の総会の結果を踏まえた太陽HD取締役会に対する期待事項や、本件を受けて敷衍した弊社の考えを以下に示します。

1. 今回の議決権行使の経緯、結果に対する受け止め

弊社は2024年以降、日本の支配権市場の加速等も踏まえ、太陽HDのガバナンスに関するエンゲージメントを強化してまいりました。その上で、今回の総会については、「2030 Committee」や特別委員会(以下「両委員会」)の設置・公表という大きな前進も鑑み、執行を安定させた上で各種提案の検討が進んだほうが「株主共同の利益」に資するだろうと考えました。そのため、他の主要株主が反対する中、両委員会の実効性強化を条件に、佐藤前社長の再任に賛成いたしました¹。

今回、株主総会にて佐藤前社長の再任が否決されたことは、多くの株主において、上記のような前進を踏まえてもガバナンス上の懸念が払拭されなかった結果であると受け止めています。

2. 株主総会の結果を受けた、太陽HDの取締役会に対する今後の期待

太陽HDの取締役会に対しては、まずは新任の齋藤社長の下で業務執行を安定させたいうえで、独立性・実効性をもって両委員会での検討を進めていただくことを期待します。両委員会では、各事業のあるべき姿はなにか、それを実現するために誰がオーナーとなるべきか、その際の執行のトップは誰が適任か など、意見が大きく分かれうる様々な論点があると考えます。それらがどのような結論であっても、独立し実効性のある取締役会が「株主共同の利益」のために適正なプロセスのもとで判断されたものであれば、私たちは最大限尊重する所存です。

そのうえで、特別委員会においては、後に争いの火種に発展し事業と組織が不安定にならないよう、「企業買収における行動指針」に則り、特に慎重なプロセス運営を期待します。例えば、「真摯な提案」の検討やデュー・デリジェンスへの対応に際して各案を公正に取り扱うこと、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 等です。また、その公正性について事後的な検証に耐えられるよう、プロセス管理に万全を期していただくことを望んでおります。

この点、佐藤前社長が「上席専務執行役員 医療・医薬品カンパニーCEO」として、取締役を除く執行役員で最も上位者の一人として残留することには、ステークホルダーの間でも様々な意見があると推察します。例えば一つの見方としては、医療・医薬品という分野の性質上、業務執行の継続性・安定性は企業価値を維持

¹ 詳細な経緯については、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」をご参照ください。
https://www.misaki-capital.com/Documents/20250609_Taiyo_Voting.pdf

するために極めて重要であるため、佐藤前社長が医療・医薬品事業の長を継続することが「株主共同の利益」にとっても合理的であるという考えがあり得ます²。それに対立する見方として、佐藤前社長の社内への影響力の強さにガバナンス上の問題があるとの批判がされた上で再任が否決された以上留任は望ましくない、社長経験者が非取締役の立場で留任すると取締役会や両委員会に非公式な影響力を及ぼしうる、といった懸念もありうると存じます。

弊社としては、太陽HDの新たな取締役会においては、これら対立する見方がありうることを十分に踏まえ、熟慮の下で今回の人事異動を決議されたものと強く期待します。特に執行組織の実情については、私たちのような少数株主に比べてその負託を受けた取締役会のほうがより深く情報を得ているものと推定されるため、そのご判断にまずは委ねたいと考えています。

弊社は、「2030 Committee」のアジェンダに「サクセッションプラン」を追加し、その中に、佐藤前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を求めておりました。「2030 Committee」において、佐藤前社長退任後の望ましい執行体制について今後議論が進むことを望んでおります。また、本執行体制において、取締役会及び両委員会の運営に佐藤前社長からの不適切な影響力が行使されとの懸念がある場合、とりわけ執行からの中立性が求められる特別委員会の検討プロセスの公正性が担保されない懸念が万が一にも強くなった場合は、「株主共同の利益」確保のために必要な対応を取ってまいります。

3. 今回の件を敷衍した、上場企業一般に対する弊社の考え

今回の主要株主と執行の意見対立は、広く上場企業の経営陣・取締役会に対して、「上場している、とはどういうことか」を問うています。それは、主要株主がいても常に第三者からチャレンジされるという緊張感のなかで経営を行うということです。また、取締役会は、多様な視点から執行案・第三者の案をフェアに比較し、戦略・ファイナンス・ガバナンス等の知見に基づき「株主共同の利益」を踏まえて判断を行うという極めて難易度の高い、責任ある立場であるということも改めて明らかになりました。

ある著名なインベストメント・バンカーは、「有事対応とは、平時における現状認識力を高めることが本質である」と述べています。アクティビストを含む株主の視点で企業価値向上の余地は無いのか、潜在的買収者ならどの程度の価格を提示しうるか、それらを踏まえ現執行陣に対してどのような問を投げかけ、どのような戦略・資本政策のオプションを取締役会で検討すべきか。外部から提案を受ける前から、取締役会においてそのような議論が積極的に進んでこそ、真に「独立性がある」状態と言えるのではないのでしょうか。弊社としても、投資先含む上場企業の皆様との対話を通じ、取締役会の実効性強化を支援してまいります。

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

² 太陽ファルマテック労働組合 執行委員長名リリースでも、佐藤英志氏解任の場合の各種リスクが言及されています。
https://www.taiyo-hd.co.jp/_cms/wp-content/uploads/2025/06/20250613_01.pdf