

2024年5月27日

わかもと製薬株式会社  
取締役会 御中

株式会社ナナホシマネジメント  
代表取締役 松橋 理



## 株主提案への貴社反対意見に関する弊社見解および 機関投資家等による貴社に対する見解のフィードバック

2024年5月15日付「株主提案に対する当社取締役会意見に関するお知らせ」（以下「反対意見」といいます。）において、貴社は弊社の6つの株主提案に反対する意見を表明しました。もっとも、各株主提案に対する反対の理由を見る限り、弊社の提案内容を正しく理解して反対意見をお考えになられたとは到底思えません。この点、五十嵐社長および取締役会におかれては、再三にわたる弊社との対話の要請を全て拒否した挙句、このように稚拙な反対意見を発表したことを反省していただきたいと存じます。反対意見に対する弊社の見解を下記のとおりお伝えします。また、弊社が情報提供を行った機関投資家等による貴社に対する見解のフィードバックは3頁上段および4頁最後尾です。なお、斜体下線は反対意見からの引用部分です。

### 記

#### 1. 別途積立金取崩しの件に対する貴社意見

貴社は本提案に反対する理由として、当社の別途積立金は、このような開発期間中の投資リスクを踏まえて計上しているものであり、これを全額取り崩すことは、当社が医薬品及び医療機器の開発のための投資を行うことを困難にし、製薬企業である当社としての健全な存続、継続的な成長を通じた中長期的な企業価値の向上及び株主の皆様の持続的な利益の確保に反するものと考えます、と述べています。

もっとも、そもそも、研究開発投資が困難になることと、会計上の別途積立金を取り崩すことには、何ら関係性はありません。本提案のとおり別途積立金を取り崩したとしても、会計上の操作として、その他利益剰余金内で別途積立金が繰越利益剰余金に振り替えられるのみです。そのため、当該別途積立金を取り崩すことにより、貴社の医薬品及び医療機器の開発のための投資が困難になるということはありません。

そして、他の製薬企業と同様に、開発期間中の投資リスクは自社の有する財務体力にて担保して事業を継続していく、というように他の製薬企業を引き合いに出されていますが、例えば大手製薬企業であるアステラス製薬株式会社、大塚ホールディングス株式会社および第一三共

株式会社などは別途積立金を計上していません。

本提案に対する意見は反対意見のなかでも特に稚拙であるため、意見の撤回を強く求めます。

## 2. 剰余金処分の件（DOE9%相当の配当）に対する貴社意見

貴社は本提案に反対する理由として、(弊社提案の) 配当方針のもとで配当を実施することは、医薬品及び医療機器の開発等への継続的な投資の必要性を考慮しない短期的な視点に基づく配当を行うことにつながり、安定的に中長期的な成長を実現するにあたって支障を来すおそれがある、と述べています。

しかしながら、貴社の2024年5月15日付「2024-2028年度中期経営計画(Wakamoto 100—承継と挑戦—)」(以下「新中計」といいます。)や財務状況に鑑みて、貴社の反対意見は失当であると思われまます。

まず、貴社は新中計における今後5年間の研究開発費として、営業キャッシュフローの範囲内で十分にまかなえる金額を計画しているに過ぎません。さらに、36億円にも上る現預金や賃貸等不動産39億円をはじめとした多額の非営業用資産を保有していることを踏まえると、研究開発費の原資は、現状計上されている資産のみでも潤沢にあるといえます。

この点、例えば、資本コストの観点から、貴社が最適だと考える資本構成についての説明をされた上で本提案に反対されるならまだしも、反対意見および新中計においてそのような説明をせず、弊社の本提案を、医薬品及び医療機器の開発等への継続的な投資の必要性を考慮しない短期的な視点、などと評価するのは失当です。

## 3. 実験動物の動物別購入頭数の開示を定款目的事項へ追加する定款一部変更の件に対する貴社意見

まず、研究開発活動は製薬会社のビジネスモデルの根幹をなすというべき重要な活動です。そして、研究開発活動において動物実験を行う以上、遵守すべき原則として、3Rの原則があります。その遵守状況の透明性を高めることによって、貴社が研究開発活動を行い製薬会社としてビジネスを続けていくということに対する根本的なリスク、すなわち貴社に投資を行うことに対するリスク(株主資本コスト)が低減するという点に、弊社は確信を持っています。かつ、実験動物の動物別購入頭数の開示は、定量的に開示することが容易な項目です。

対して、貴社は反対意見において、3Rの原則等への遵守について審査する体制を構築しており、動物実験に関する組織と責任を明確にしております、と述べています。仮に本当にそうであれば、実験動物の動物別購入頭数を開示することに問題はないはずですが、それにもかかわらず貴社が反対をされるという点について、弊社としては、貴社が本提案の内容自体に反対し

ているのではなく、株主の提案を採用して定款を修正したという事実が生じることを懸念しているからこそ、本提案に反対しているのだと拝察しております。

この点、弊社が本日までに情報提供を行った機関投資家等においては、動物福祉に関する開示の透明性を高めることにより株主資本コストが低減する、という関係性に対する評価はそれぞれでした。もっとも、本提案が定款変更議案であるということ自体が賛成票を投じにくい理由となり、株主総会で否決されてしまうのではないかと、という見解は多くの機関投資家等に共通していました。そこで、本提案を採用する代わりに、下記の勧告的決議版の提案を上程していただきたいと存じます。そうしていただければ、本提案を取り下げます。

#### 記

提 案 : 実験動物別の購入頭数の開示の件

提案の内容: 当社は当社のホームページ等で、実験動物別購入頭数を毎年開示する。

提案の理由: 本提案と同趣旨の理由

以上

#### 4. 政策保有株式にかかる温室効果ガス排出量持分に関する定款一部変更の件に対する貴社意見

貴社は反対意見において、温室効果ガス排出量の適切な管理は重要なテーマであると考えており、今後も積極的に施策を講じてまいる所存、と述べています。

もっとも、そもそも、反対意見においても、また環境報告書においても、本提案で開示を要請しているスコープ3（投資）について言及されていません。そのため、本反対意見は、政策保有株式持分にかかるスコープ3（投資）の開示を求めるといふ本提案に対しての反対意見とは言えません。この点、温室効果ガス排出量の適切な管理が重要であるというご認識があるのであれば、スコープ3（投資）の開示の是非について立場を明らかにした上で、意見を表明していただきたいと存じます。

#### 5. 有価証券報告書の定時株主総会前提出に関する定款一部変更の件に対する貴社意見

貴社は本提案に反対する理由として、法定の開示書類である有価証券報告書の提出時期については、その性質上、立法者である国において、様々な関係者の意見を踏まえて検討されることが効果的な領域であり、個社としての当社の定款に記載する内容にはなじまないものと考えております、という見解を述べています。

もっとも、まず、有価証券報告書を提示株主総会前に開示できない状況を作り出している原

因は、貴社が単に慣行<sup>(\*)</sup>に任せて、定時株主総会の議決権の基準日を、決算日と同日である3月31日として定款に定めていることである点をご理解いただきたいと存じます。

弊社としては、貴社が本提案に反対される場合、当然に、貴社定款の「(定時株主総会の基準日)第14条 当社の定時株主総会の議決権の基準日は、毎年3月31日とする。」の基準日を、後日に変更する議案を上程することも、併せて発表されるのだと想定しておりました。すなわち、定時株主総会の議決権の基準日および開催日を後日とすることで、現行の有価証券報告書提出日であっても総会前に有価証券報告書を株主が閲覧できる状況にするというわけです。そうすれば、総会開催日は遅くなってしまいますが、一方で本提案の株主総会の前に有価証券報告書を株主が確認することを可能とするという趣旨が達成されるため、本提案の取下げを検討することもできました。それにもかかわらず、本提案に反対する理由を上述引用のように国まかせにするのは、株主に対する貴社の当事者意識の欠如と言わざるを得ません。

## 6. 資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応の開示に関する定款一部変更の件に対する貴社意見

新中計の数値目標は、売上高が5年間で倍増しROE8%を達成するというものですが、株式市場の反応を見る限り、貴社の数値目標は投資家等から机上の空論だと解されたようです。弊社としても、具体性に欠ける新中計にすぎた貴社経営陣が今後5年間経営したとしても、株主価値は向上しないとみています。このように、不毛な時間が過ぎ、株主価値が毀損され続けることを防ぐため、弊社としては貴社に対して、定時株主総会前のタイミングで株主価値の状況を振り返っていただけるように、「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応の開示」という本提案を行っているわけです。

以上

なお、本日まで、弊社は、弊社の貴社に対する株主提案に関しての情報提供を9社の機関投資家等に行いました。そのうち、貴社の経営状況に対する見解を具体的に共有して下さった4社は、新任の取締役候補者を含めた貴社の経営陣の資質を疑問視しておりました。また、新中計に対する見解を述べられた2社からは、貴社に対して肯定的な見解を聞くことができませんでした。このような意見を踏まえ、貴社におかれては経営陣および新中計の見直しをしていただきたく存じます。

以上

---

\* ここでいう慣行について、太田洋弁護士=松永徳宏弁護士「定款で総会等基準日を定める慣行の「功罪」と今後の実務展望」旬刊商事法務2245号(2020.11.5)をご参照。