

ヤクルト本社への株主提案に関する説明資料



「Unlock Yakult/ヤクルトの潜在価値を引き出すために」

2026年4月

免責事項

- 本資料は情報提供のみを目的としたものであり、特定の金融商品への投資の勧誘や売買、あるいはその売買の適合性についての助言を行うことを目的としたものではありません。
- 本書に記載される情報には万全を期しておりますが、その情報の正確性および安全性を保証するものではなく、特定の日時における結果であり、我々の見解、評価の責任または義務を負うものでもありません。
- 本資料に記載する事項につき、予告なしに内容が変更または廃止される場合があります。予めご了承ください。
- 本資料は、各種法律により制限されている場合がありますので、正確な情報や詳しい資料の配布を希望される場合には、ダルトンにお問い合わせをお願いします。

目次

| | |
|-----------------|-----|
| 1. エグゼクティブ・サマリー | 4項 |
| 2. 3提案の概要 | 6項 |
| 3. ヤクルト本社の現状 | 8項 |
| 4. ヤクルト本社の課題 | 13項 |
| 5. 提案の内容 | 21項 |
| 6. 最後に | 24項 |

エグゼクティブ・サマリー

ヤクルトは、世界的に成長が見込まれる乳酸菌分野のパイオニアとして
技術・ノウハウに裏付けされたブランド、販売チャネルを含む強固な事業基盤を有するにもかかわらず、
ガバナンス・資本規律が不十分であるがゆえ、そのポテンシャルを十分に発揮できていません。

本株主提案の目的は、取締役会における少数株主の目線を強化し、ガバナンス・資本規律を改善すること
で、当社を乳酸菌分野における真のリーディングカンパニーに成長させることです。

3提案の概要

3提案の概要

| | 取締役2名選任 | 譲渡制限付株式報酬制度に関する報酬額承認 | 定時株主総会の基準日に関する定款変更 |
|---------|--|---|---|
| 課題・問題意識 | <ul style="list-style-type: none"> ✓ 株主目線の欠如を一因とするガバナンス不全と資本効率の悪化 | | <ul style="list-style-type: none"> ✓ 議決権行使に必要な情報が上場企業の投資家にタイムリーかつ十分に提供されていない ✓ 上場企業の株主総会日が同時期に集中し、投資家の株主総会へのアクセスが限られる |
| 提案の目的 | <ul style="list-style-type: none"> ✓ 取締役会における少数株主の目線を強化することでガバナンス向上と資本効率改善を実現 | | <ul style="list-style-type: none"> ✓ 上場企業の投資家に議決権行使に必要な情報をタイムリーかつ十分に提供 ✓ 株主総会日の分散 |
| 提案の内容 | <ul style="list-style-type: none"> ✓ 弊社グループよりジェームズ・B・ローゼンワルド三世氏および磯貝厚太氏を選任 | <ul style="list-style-type: none"> ✓ 対象取締役に年額8億円以内、上限30万株の譲渡制限付株式付与のための金銭報酬債権を付与 | <ul style="list-style-type: none"> ✓ 定款上の定時株主総会基準日を「毎年3月31日」から「毎年5月15日」に変更 |

本資料にてご説明

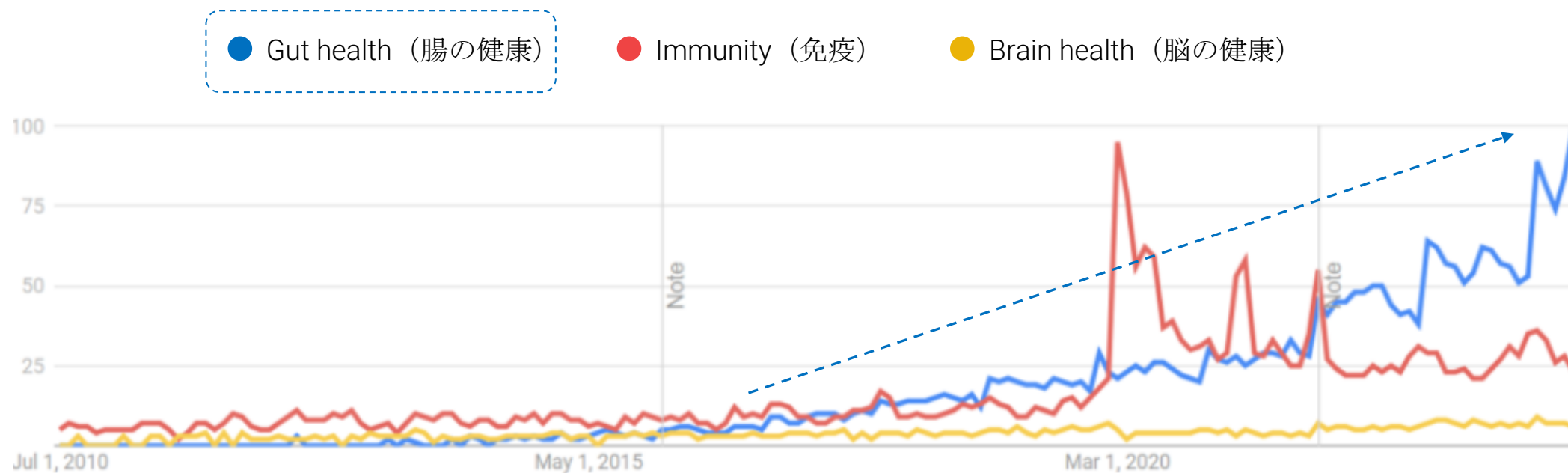
弊社ウェブサイトにて別途ご説明。詳細は下記URLをご参照ください。

<https://www.daltoninvestments.co.jp/news/20260302>

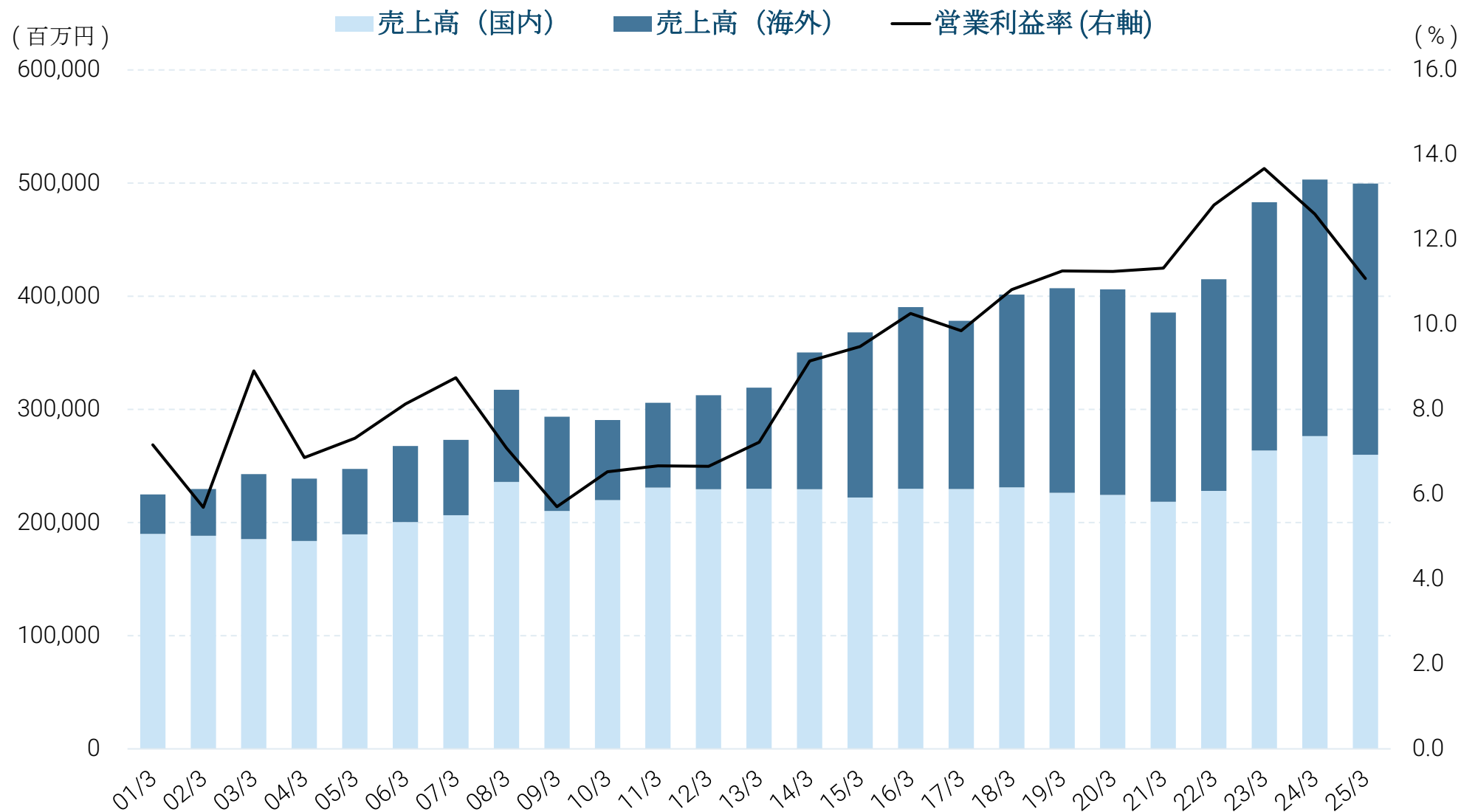
ヤクルト本社の現状

ヤクルトのコア事業領域への関心は近年、世界中で急激に増加傾向

グーグル検索数の推移（キーワード別）
2010/7 ~ 2024/5

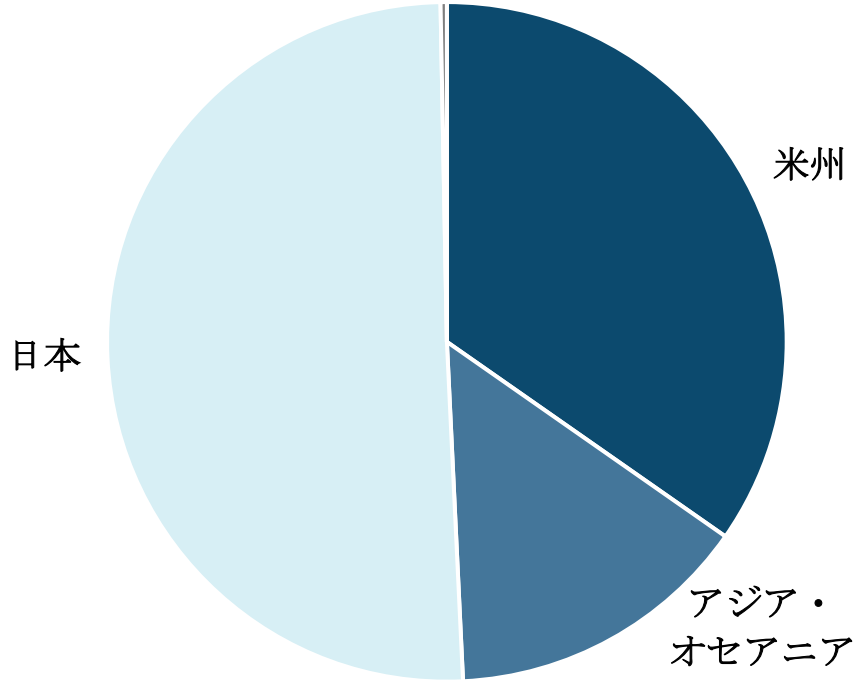


当社は利益の過半を海外事業で稼ぐグローバル企業であり、営業利益率は海外展開とともに着実に向上



長期的には価格転嫁が比較的容易な海外を中心に引き続き成長が期待される

連結営業利益*の内訳 (25/3)



とりわけ当セグメントの主要市場である米国における当社の市場カバー率**はまだ35%程度であり、現在ボトルネックとなっている製造キャパシティが今後増加するにともない、拡販が見込まれる

また、現状、米国においてはレギュラーヤクルトのみの展開であり、同製品を1本65セント（1ドル150円換算で97.5円）で販売しているが、より高付加価値な製品展開も視野に入る

| | 米州 | アジア・オセアニア | 日本 |
|----------|----|-----------|----|
| 潜在市場規模 | 大 | 大 | 小 |
| 価格転嫁の難易度 | 低 | 中 | 高 |

* 調整額控除前

** 市場カバー率は、マネジメントからのヒアリング（当社製品の扱いのある小売店舗数および全体の小売店舗数）を基に試算

一方、過去10年間でTOPIXが約3倍に上昇したのに対し、当社の株価は下落

過去10年間の株価推移 (2026年2月末時点)



ヤクルト本社の課題

課題 1 : 稼いだキャッシュが資本コストを意識して適切に運用されていない — 国内事業への投資

経営陣によれば、国内新工場への投資約520億円の回収期間は20年（言い換えれば、期待利回りは複利ベースで3.5%、単利ベースで5.0%）。その後の面談で、新商品展開や国内の既存設備合理化ができれば回収期間は合理的との説明はあったが、具体性に欠く上、十分な説明とは言い難い



想定資本コスト
(ネットキャッシュ企業)

≒ 8.0%*



新工場の期待利回り(単利ベース)

5.0%



新工場の期待利回り(複利ベース)

3.5%

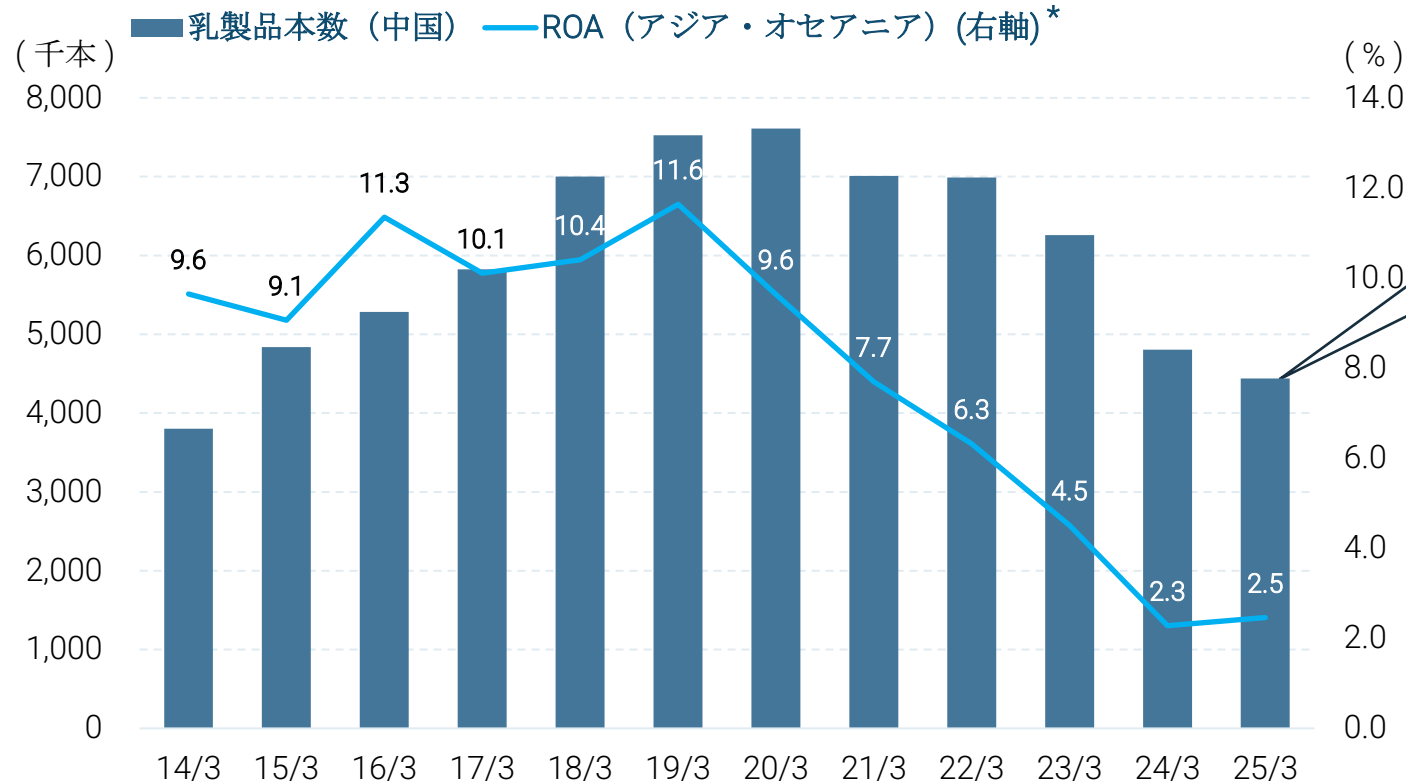
資材高騰や延べ床面積の20%強拡大により、当初想定投資額を大幅に上回る額で24年7月に建築着工

そもそも人口縮小と競争激化が想定される国内市場で、ヒット製品にピークアウトの可能性もある中、なぜ、これほど低い期待利回りで大がかりな投資が決断されたのか

* 株主資本コストは8.0%を想定

課題 1 : 稼いだキャッシュが資本コストを意識して適切に運用されていない — 海外事業への投資

中国事業は構造的要因による売上減により工場稼働率は約50-60%となっており、恒常的に低稼働の状況にもかかわらず、遅れたタイミングで製造キャパシティを微減させる合理化を実行。しかし、規模感・スピード感の物足りなさは否めない



24年12月によりやく合理化を実施も、製造キャパシティ約10-15%**削減にとどまり、セグメントROAの抜本的な改善にはつながらない見込み

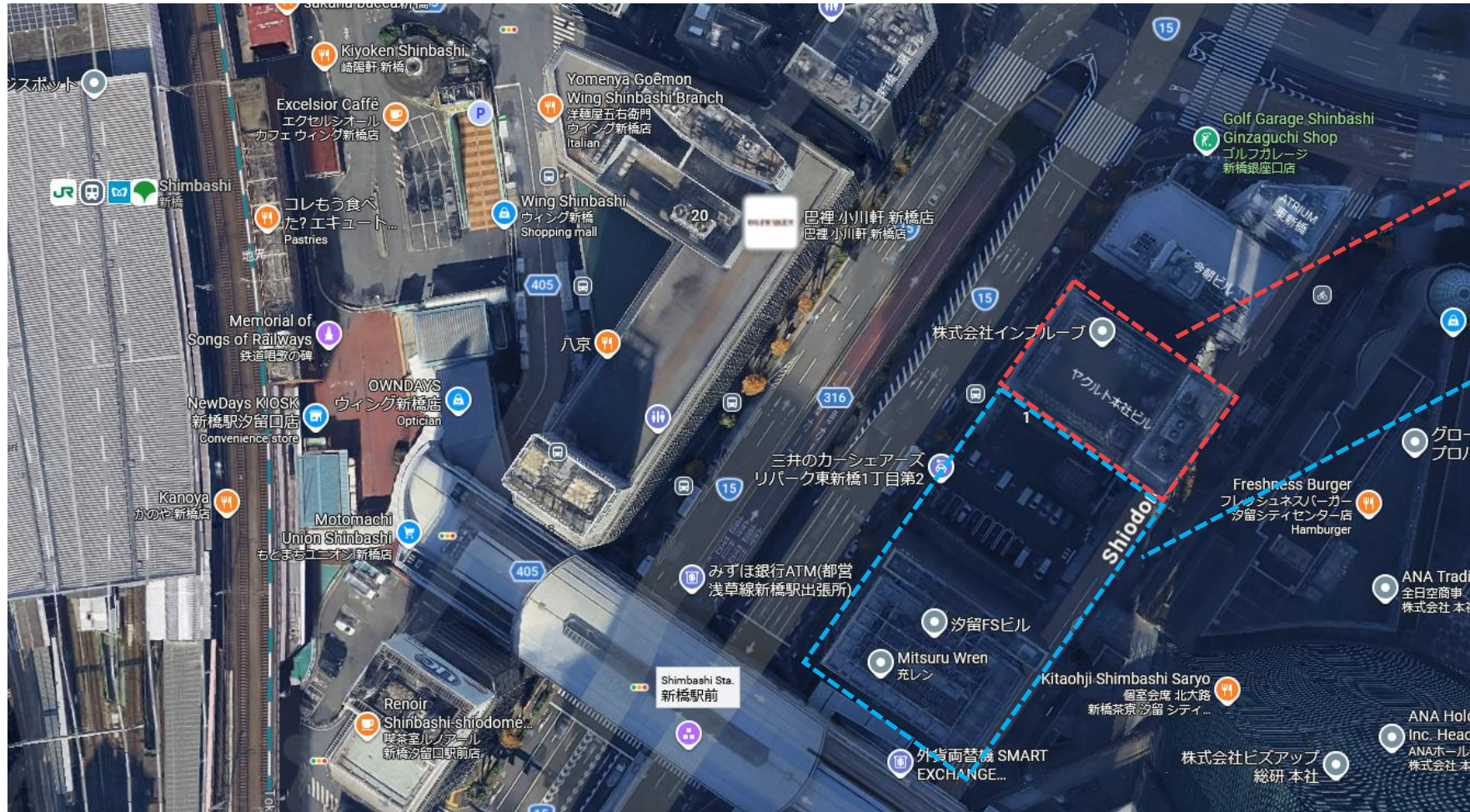
| | | | | | | | | | | | | |
|------------------|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|
| 中国事業の有形固定資産 (億円) | 非開示 | 非開示 | 非開示 | 非開示 | 非開示 | 非開示 | 非開示 | 非開示 | 非開示 | 非開示 | 587 | 580 |
|------------------|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|

* 中国事業はアジア・オセアニアセグメントの主要事業であり、中国事業のみの開示は限られるため、参考値としてアジア・オセアニアセグメントのROA (弊社算定) を記載

** 会社からのヒアリングを基に推定

課題 1 : 稼いだキャッシュが資本コストを意識して適切に運用されていない — 不動産

2020年の本社移転後も東京都新橋にある旧本社ビル周辺の不動産を保有しているが、想定コストを考えれば到底資本コストを満たす投資とは言い難い

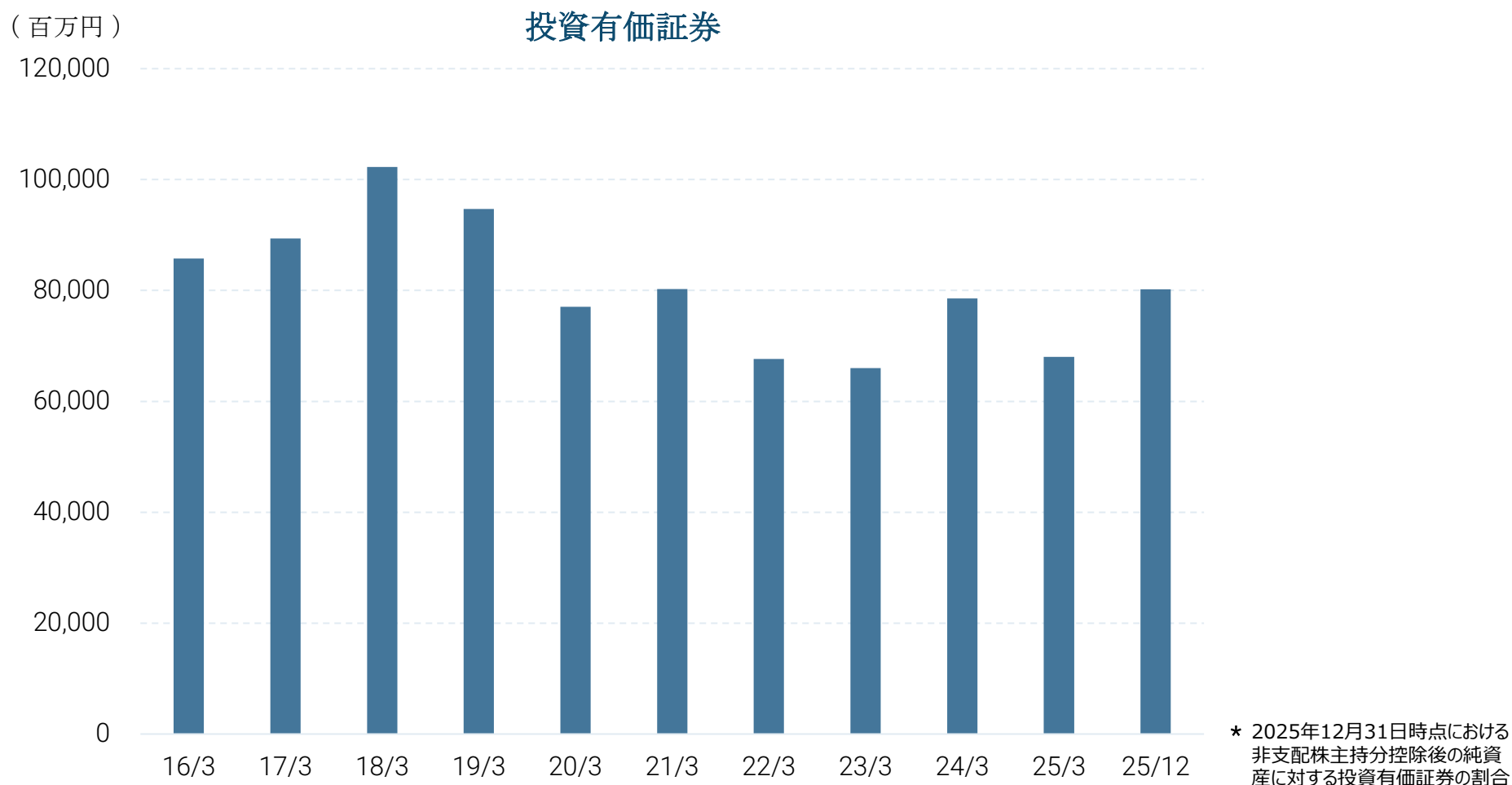


旧本社ビル
(本社移転後も保有)

周辺不動産
(2024年に取得した不動産
含め保有)

課題 1 : 稼いだキャッシュが資本コストを意識して適切に運用されていない — 政策保有株式

当社は純資産の約14%*におよぶ802億円の政策保有株式を保有しているが、現行中期経営計画上の政策保有株式の削減計画はスピード感に欠けるため、早期に全額売却することが望ましい



課題2：取締役会のガバナンス機能に改善の余地 — マネジメント体制

当社のマネジメント体制は構造的にガバナンス不全に陥りやすい



取締役会の人数

- 14-15人体制となっており迅速な意思決定が実施されにくい可能性



取締役会の構成

- 社内取締役が過半を占め、独立性に欠ける
- 取締役会メンバーの平均年齢は67歳であり、スピード感をもった取締役会の運営能力については懐疑的



社長等退任者の状況

- 歴代のトップマネジメントは、取締役退任後も長期にわたり、相談役名誉会長*や特別相談役**として常勤・有償で企業経営に対する助言を行っており、シャドーガバナンス、経営責任の曖昧化、取締役会の監督機能の形骸化、の可能性

* 1996年から2011年まで代表取締役社長、2011年から2017年まで代表取締役会長を務めた後、2017年から2025年まで相談役名誉会長

** 2011年から2021年まで代表取締役社長を務めた後、2021年から現在に至るまで特別相談役

課題2：取締役会のガバナンス機能に改善の余地 — 取締役のインセンティブ (1/2)

当社の取締役の報酬は元々固定報酬が70%を占めていたが、15%を占めていた業績連動報酬（年次の金銭ボーナス）も売上高、営業利益、乳本数のみを評価指標として決定されており、資本効率を意識した指標は報酬体系に組み込まれていなかった

(25/3期 統合報告書より抜粋)

2. 各報酬の算定方法の決定方針

① 固定報酬

限度額の範囲内のもと、個々の取締役の職責、当該年度の業績、従事者の給与水準や社会情勢などの内外環境を総合的に勘案し決定することを基本方針とします。

② 業績連動報酬

業績連動報酬の算定指標として、事業活動の源泉であり企業規模やその成長性を計る「**連結売上高**」、事業活動の収益性や効率性を計る「**連結営業利益**」に加え、「**連結乳本数**」を使用するものとします。また、業績連動部分は0%~150%の範囲内で変動するものとして設定します。

なお、業績連動報酬額は、連結営業利益の前年度比が70%を下回った場合は、支給しないものとします。

③ 株式報酬

企業価値の持続的な向上を図るインセンティブを与えるとともに、株主の皆さまとの一層の価値共有を進めることを目的として、対象取締役に対し、職責等に応じて譲渡制限付株式の付与のための報酬を支給します。譲渡制限期間は、譲渡制限付株式の交付日から当社の取締役を退任する日までとします。

3. 報酬の種類別の割合

適正なインセンティブとして機能するよう、下記の割合を基準として報酬を構成します。

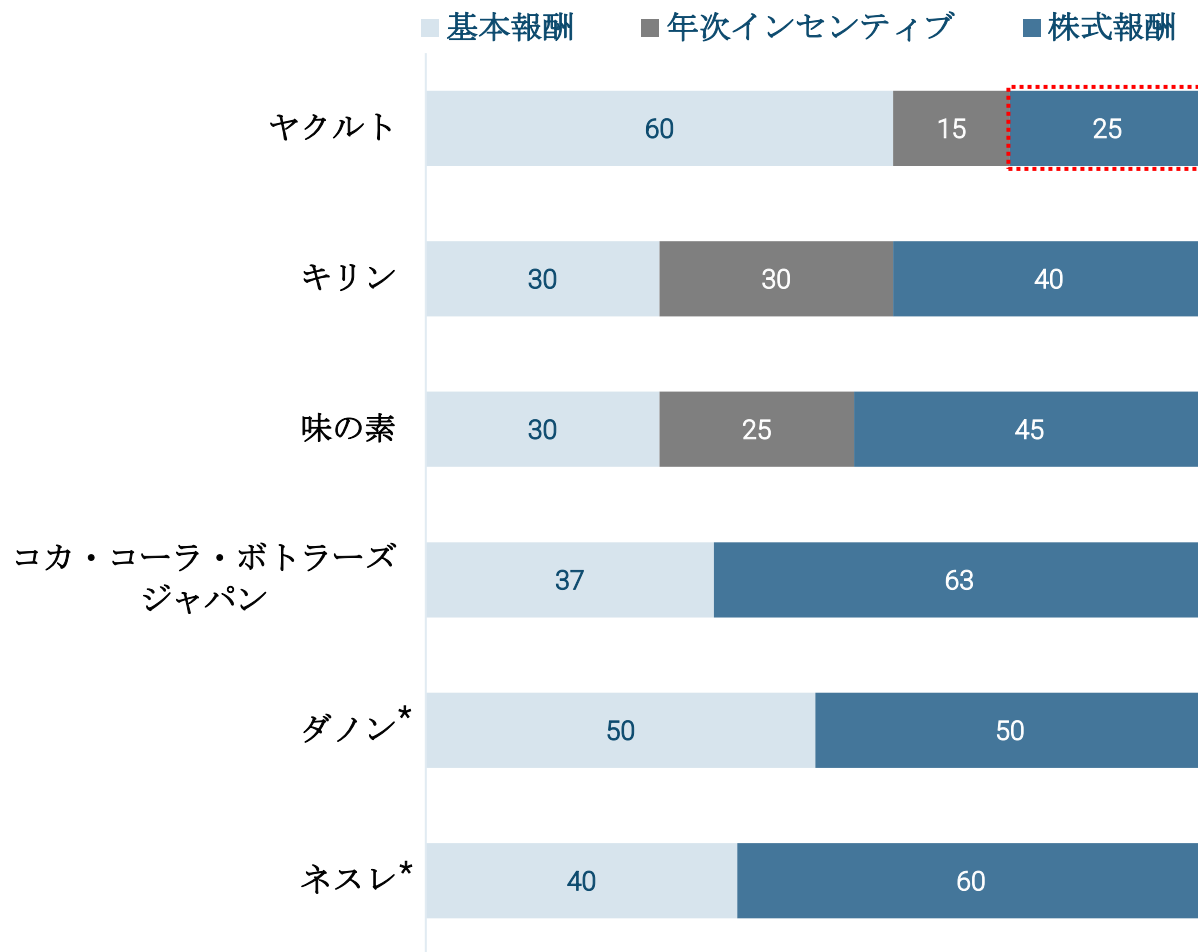
① 固定報酬：② 業績連動報酬：③ 株式報酬 = 70：15：15(%)

注：社外取締役および非常勤取締役は、① 固定報酬のみ

ROICやROEなどの資本効率が悪化しても取締役の業績連動報酬には影響しなかった可能性

課題2：取締役会のガバナンス機能に改善の余地 — 取締役のインセンティブ (2/2)

足元の株式報酬制度改定により取締役報酬における株式報酬の比率を15%から25%へ向上させる旨の開示はあるが、当株式報酬は業績連動型と非業績連動型に分かれるうえ、その内訳は非開示。また、改定後の水準も他のグローバル企業と比較して相対的に低水準



* ダノン社およびネスレ社については、基本報酬と年次インセンティブを合わせた額を基本報酬として表示

提案の内容

提案の内容：取締役2名選任

取締役会の独立性および監督機能を強化し、資本コストを明示的に意識した経営体制へと進化させるため、以下の2名を社外取締役として提案します

ジェームズ・B・ローゼンワルド 三世 氏

- 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、社外取締役（現任）

選任理由・期待される役割

ローゼンワルド氏および磯貝氏は、投資・金融、グローバルな事業運営、資本市場およびコーポレートガバナンスの各分野において豊富な実務経験を有しており、少数株主の立場から取締役会の監督機能を実質的に強化し、当社の中長期的な企業価値向上に資する人材であると判断し、社外取締役として提案いたします。

磯貝 厚太 氏

- 2005年** デロイト&トウシュLLP（米国）入所
- 2009年** プライスウォーターハウスクーパース株式会社（現PwC アドバイザリー合同会社）入社
- 2015年** ダルトン・インベストメンツ・グループ入社
- 2019年** 株式会社T&K Toka 社外取締役
- 2026年** ダルトン・アドバイザリー株式会社、シニア・ヴァイス・プレジデント（現任）

提案の内容：譲渡制限付株式報酬制度に関する報酬額承認

累計で固定報酬の3倍相当の譲渡制限付株式を今後3年間で付与できるよう、株式報酬枠の増加を提案します*

現状

- 取締役の報酬限度額は年額1,000百万円以内 **
- 上記報酬枠とは別枠で、株式報酬の額として年額300百万円以内、株式数の上限を年150,000株以内 ***

提案

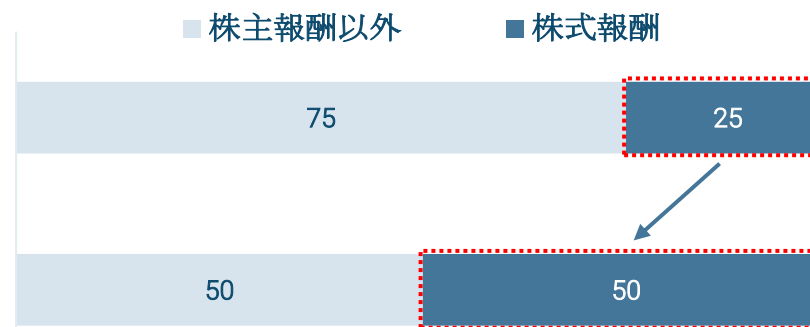
- 譲渡制限付株式報酬制度の対象となる当社の取締役に対し、年額800百万円以内、付与株式数の上限300,000株の譲渡制限付株式付与のための金銭報酬債権を付与

本提案は、右図下段の株式報酬イメージを達成するために十分な株式報酬枠を確保

グローバル企業である当社の取締役に対し、世界水準に劣らないオーナーシップを醸成

当社（現状）

当社（提案イメージ）



* 具体的な支給時期及び配分については取締役会において決定するが、業績連動型のインセンティブ制度として設計する。かかる業績指標としてはROEやTSR（株主総利回り）を含む各種KPI等が考えられるが、具体的な指標の選定については、当社の経営戦略や事業環境を踏まえ、取締役会が適切に判断すべきものとする

** 使用人兼務取締役の使用人分給与および賞与は含まない

*** 使用人兼務取締役の使用人分給与および賞与は含まない、社外取締役および非常勤取締役を除く

最後に

当社の今後の業績成長を企業価値の向上に結び付けられるかは、
経営陣による規律ある資本配分にかかっています。

経営陣には、日々の業務執行と同様、
あるいはそれ以上に資本効率を意識した経営判断を期待します。

詳細につきましては、以下までお問い合わせください。

Dalton Investments

360 N Pacific Coast Highway

Suite 1060

El Segundo

California

90245

United States of America

Phone: +1 424 231 9100

Email: info@daltoninvestments.com

Los Angeles | Las Vegas | New York | Tokyo | Hong Kong | Seoul | Mumbai | Sydney
www.daltoninvestments.com