

株主提案書

2026年4月 日

東京都港区海岸1丁目10番30号
株式会社ヤクルト本社
代表取締役社長 成田 裕 様

ダルトン・キズナ（マスター）ファンド・エルピー
9440 West Sahara Avenue, Suite 215
Las Vegas, Nevada 89117

キズナ・ジーピー・エルエルシー
ジェネラル・パートナーとして

ダルトン・インベストメンツ・インク
チーフ・インベストメント・オフィサーとして

By: _____
Name: James B. Rosenwald III
Title: Chief Investment Officer

弊ファンドは、ダルトン・インベストメンツ・インク（以下、「弊社」といいます。）が運用するファンドであり、株式会社ヤクルト本社（以下、「当社」といいます。）の議決権 300 個以上を 6 か月以上前から自己名義で保有する当社の株主です。弊ファンドは、2026 年 6 月又はその他の時期に開催される予定の当社の定時株主総会（「本定時株主総会」）において、下記の事項を会議の目的とし、かつ、同議案の要領を本定時株主総会にかかる株主総会招集通知に記載することを請求します。

第1 提案する議題

- 1 取締役2名選任の件
- 2 譲渡制限付株式報酬制度に関する報酬額承認の件
- 3 定時株主総会の基準日に関する定款変更の件

第2 議案の要領及び提案の理由

1 取締役2名選任の件

(1) 議案の要領

以下の2名を取締役として選任する。

1. James B. Rosenwald III
2. 磯貝 厚太

(2) 提案の理由

こちらは短縮版です。詳細は下記サイトでご確認ください。

(日本語)

<https://www.daltoninvestments.co.jp/news/20260421>

(英語)

<https://www.daltoninvestments.com/proposal-to-yakult-publication-of-explanatory-materials>

当社は乳酸菌飲料分野のパイオニアとして確固たる市場地位を築き、早期から海外展開を推進してきました。その結果、現在では営業利益の約半分を海外事業が占めるグローバル企業へと成長しています。また、世界的に広範な訪問販売チャネル網を有し、当該チャネルが連結売上の約半分を構成するなど、安定的かつ競争優位性の高い事業基盤を確立しています。当社が長年培ってきた技術・ノウハウに裏付けられたブランド力および、大手飲料メーカーとして独自性の高い宅配チャネルは、極めて高い競争力を有していると評価しております。

しかしながら、こうした強固な事業基盤にもかかわらず、資本市場における当社の評価は十分とは言えません。実際、2026年2月末時点で当社の株価は10年前比で3%

下落した一方、同期間に TOPIX は約 3 倍、TOPIX 食料品指数は 59% 上昇しており、当社株式のパフォーマンスは相対的に低位に留まっています。また、PBR および PER についても海外競合企業と比較して低水準にあり、市場が当社の資本効率および資本配分の妥当性に対し十分な評価を与えていない可能性が示唆されます。

当社の根本的課題は、取締役会における監督機能の実効性がなお十分とはいえず、資本コストを明確に意識した資本配分が徹底されていない点にあると考えます。株主として、米国第 2 工場のような健全な成長投資については大いに賛同いたします。一方で、資本コストとの整合性が合理的に説明されていない投資については看過できません。例えば、国内新工場への約 520 億円におよぶ過剰な設備投資（経営陣との直近の対話によれば投資回収期間は約 20 年、すなわち毎年の想定リターンは複利ベースで約 3.5%、単利ベースで約 5.0%）、東京都新橋の不動産取得、政策保有株式約 800 億円はいずれも、当社の資本コストを上回る水準の収益性が十分に示されているとは言い難いと考えます。

持続的な企業価値向上のためには、成長投資、戦略投資、株主還元のいずれについても、明確なハードルレートを設定し、その遵守状況を取締役会が監督する体制の構築が不可欠です。加えて、重要な投資案件については事前・事後の検証プロセスを明確化し、その結果を株主に対して透明性高く開示することが望まれます。

本提案は短期的な株主還元のみを求めるものではありません。目的は、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ことにあります。当社は強固な事業基盤とブランド力を有しており、適切な資本規律のもとでは海外競合と同等、あるいはそれ以上の評価を獲得し得る潜在力があると考えます。

James B. Rosenwald III 氏および磯貝厚太氏は、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ております。

以上の理由により、両名の選任を提案いたします。

(3) 候補者の氏名、略歴等

| | |
|--|---|
| 1. James B. Rosenwald III (じえーむず びー ろーぜんわろど) 1958年1月19日生 | |
| ■略歴、地位、担当及び重要な兼職の状況 | |
| 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、社外取締役 (現任) |
| | <重要な兼職の状況> Dalton Investments, Inc., Chief Investment Officer Rising Sun Management Ltd., Chief Investment Officer 株式会社ホギメディカル、社外取締役 |
| ■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。 | |

| | |
|--------------------------------|--|
| 2. 磯貝 厚太 (いそがい こうた) 1982年4月1日生 | |
| ■略歴、地位、担当及び重要な兼職の状況 | |
| 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) |
| | <重要な兼職の状況> 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 |

| | |
|---|---|
| | ト |
| ■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 氏及び磯貝厚太氏は、社外取締役候補です。

(2) James B. Rosenwald III 氏及び磯貝厚太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。

2 譲渡制限付株式報酬制度に関する報酬額承認の件

(1) 議案の要領

当社の取締役の報酬限度額は、2008年6月25日開催の定時株主総会において年額1,000百万円以内（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）とし、当該報酬枠の別枠で、2023年6月21日開催の定時株主総会において、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（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）とすることが承認されているが、今般、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することとする。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。また、業績基準を満たす場合には累計で固定報酬の3倍相当の譲渡制限付株式を今後3年間で付与するよう設計するものとする。

(2) 提案の理由

弊社は日本の取締役会の最大の弱点が各取締役による株式保有の少なさ、それによる株主目線の欠如にあると考えます。当社においても各取締役の株式保有が少なく、取締役の経済的利益の大半は固定報酬としての基本報酬であり、一部業績の達成に紐づく報酬があるものの、譲渡制限付株式報酬の目的である株主との価値共有が不十分と考えます。取締役には当社の企業価値の持続的向上を図る経済的インセンティブを持たせ、株主と利益を一体化することで企業価値向上の成果を株主とともに享受することが必要です。

取締役と株主との価値共有を図るための効果的な株式報酬の目安は、固定報酬の3倍相当とされております。当社は譲渡制限付株式報酬制度を導入しているものの、第73期（2024年4月1日から2025年3月31日）では当社の取締役（社外取締役を除く）に年額467百万円の固定報酬が支払われているのに対し、株式報酬は93百万円となっており、固定報酬の20%しかありません。このペースでは、取締役と株主との価値共有を図るために効果的な株式報酬の目安とされる固定報酬の3倍相当の株式保有に到達するまで、約15年かかることとなります。また、当社は2026年2月10日付の「株式報酬制度の改定に関するお知らせ」で、対象取締役の報酬の構成比率については、固定報酬：短期インセンティブ報酬（金銭）：長期インセンティブ報酬（株式）を、現状の70：15：15から60：15：25へと変更するための会社議案を本株主総会に附議する旨、公表していますが、当改定案のペースでも、取締役と株主との価値共有を図るために効果的な株式報酬の目安とされる固定報酬の3倍相当の株式保有に到達するまで、約7年かかることとなります。譲渡制限付株式報酬は取締役の在任中に付与されなければ意味がありませんので、より短期間で一定規模の付与がなされる必要があります。

また、欧米においてはほぼすべての主要上場企業において、株主との価値共有に必要と考えられる一定量の株式について一定期間の継続保有要件を定める株式保有ガイドラインが採択されています。数年間の猶予期間を経て、トップマネジメントであれば基本報酬の3～5倍、社外取締役でも報酬の1倍とするケースが大半です。例えば、しばしば当社の海外における競合として挙げられるダノン社（仏）やネスレ社（瑞）でも社内取締役が就任後3年以内に固定報酬の3倍程度の株式を保有する報酬設計となっています。弊社は当社の取締役その他の経営陣にも、過去の常識にとらわれず、世界水準に劣らないオーナーシップのレベルを目指すこと、適切な開示を通じてそのコミットメントを示すことを提案し、株式保有ガイドラインを制定すべきと考えます。

3 定時株主総会の基準日に関する定款変更の件

(1) 議案の要領

当社定款第 12 条（定時株主総会の基準日）を以下のとおり変更する。

（下線は変更部分を示します。）

| 変更前 | 変更後 |
|---|---|
| （定時株主総会の基準日） 第 12 条 当社の定時株主総会の議決権 の基準日は、毎年 <u>3 月 31 日</u> とする。 | （定時株主総会の基準日） 第 12 条 当社の定時株主総会の議決権 の基準日は、毎年 <u>5 月 15 日</u> とする。 |
| 2 新設 | 2 前項の規定にかかわらず、必要がある 場合には、取締役会の決議によりあらかじめ 公告して基準日を定めることができる。 |

(2) 提案の理由

現在、定時株主総会の議決権基準日は 3 月 31 日とされており、株主総会の開催時期は会社法の定めにより 6 月末となります。他方、株主が議決権行使を判断するうえで重要な情報を含む有価証券報告書は、実務上、総会后または総会前日など開催日に極めて近接したタイミングでの開示にとどまらざるを得ません。その結果、投資家が内容を十分に分析し、議決権行使の判断に反映させることは事実上困難であり、実質的な検討期間は確保されていないのが現状です。

有価証券報告書は、事業リスク、経営戦略、ガバナンス体制、報酬額とその決定方針、資本政策等、株主総会の重要議案の判断に不可欠な情報を網羅する法定開示書類です。これらの情報が総会直前ではなく、相応の時間的余裕をもって開示されることは、責任ある議決権行使の前提条件であると考えます。

議決権基準日を 5 月中旬へ変更することにより、会社は有価証券報告書および関連情報を総会に先立ち十分な期間をもって開示するスケジュールを設計することが可能となります。これにより、投資家、議決権行使助言機関およびアナリストが情報を精査し、その分析結果を各議案の賛否判断に適切に反映させる環境が整備されます。本提案は形式的な前倒しを求めるものではなく、実質的な情報提供の充実を図るための制度的基盤を整えるものです。

加えて、本変更は副次的効果として、これまで過度に集中してきた6月下旬の株主総会開催日の分散を促すことが期待されます。開催日の集中は、多くの株主が複数企業の総会に参加することを事実上困難にしてきました。総会日程の分散が進むことにより、株主がより多くの企業の総会に参加し、経営陣との直接対話や議論に参画できる機会が拡大します。これは株主の主体的関与を促進し、弊社が掲げる「株主民主主義」の実現にも資するものと考えます。

なお、本提案は決算期の変更を伴うものではなく、事業運営や会計処理に影響を与えるものでもありません。開示スケジュールの合理化を通じて、情報開示の質と市場との対話の実効性を高め、企業価値および資本市場の信頼性向上に資するものと考えます。

以上の理由により、本定款変更を提案いたします。

以上