

江崎グリコ株式会社

ダルトン・インベストメンツからの株主提案の説明

このプレゼンテーションは、情報提供のみを目的としており、Dalton Investments, Inc.またはその関連会社が運用する投資ビークルの株式の勧誘を目的としたものではありません。

当該資料に掲載されている個別企業の勧誘・売買を奨励しているものではありません。

2026年2月

ダルトン・インベストメンツからの4つの株主提案

ダルトン・インベストメンツは江崎グリコの企業価値向上と適正な株価の実現のために、4つの株主提案を行います。

01 取締役2名の選任

内容：James B. Rosenwald Ⅲ氏と佐野順一郎氏を社外取締役候補として提案

説明のページ
P.3~7

02 自己株式取得

内容：350億円（発行済株式総数の約10%）の自己株式取得の実施

説明のページ
P.8~12

03 株式報酬の拡大

内容：株主目線での中長期的な企業価値向上を促す株式報酬の拡充

説明のページ
P.13

04 東証要請対応の定款変更

内容：東証要請に基づく「資本コストや株価を意識した経営」への対応

説明のページ
P.14~16

【なぜ株主提案を行ったのか】 江崎グリコの強みと将来性

江崎グリコは強いブランド力と将来性を持つ企業

- “ポッキー”や“プリッツ”など世界的に有名な菓子ブランドを持ち、日本国内にとどまらず**世界中で多くのファンを持つ**
- 菓子事業は原材料価格高騰という逆風下にあるものの、価格改定の浸透により、システム障害やチョコレート菓子の自主回収といった**一時的な要因を除けば、利益率が改善傾向**
- 米国、中国、アセアン地域へ展開し、競争の激しい市場環境下でもブランドを確立。**直近では全営業利益の過半を海外事業が占める。**
- 今後も“ポッキー”や“プリッツ”のブランドの浸透の進展、新たな小売チェーンへの展開、市場拡大を通じて、**さらなる成長余地**がある



強み・将来性



本来あるべき姿
(株主価値向上)



結び付いていない

現実
(構造的な課題)

【なぜ株主提案を行ったのか】 強みが株主価値に結び付いていない現状

一方で、以下の点から、事業の強みや将来性は**株主価値の向上に十分に結び付いていない**

- **過去5年間の平均ROEは4%台**にとどまり、新たなパーパス導入後も改善は見られていない
- 健康・食品事業および乳業事業の低収益構造が継続。特に乳業事業は直近2年間にわたり**大幅な赤字を計上**
- システム障害による出荷停止やチョコレート菓子の自主回収といった**経営上の重大事案が近年発生**
- 時価総額の約33%を占める過大な現預金を含む純財務資産の保有が、**ROE低迷の一因**

こうした状況のもと、**直近の株主総会では取締役選任議案に対する株主の評価が低下している**

- 2025年3月株主総会：賛成率は平均で約9.8ポイント低下、江崎社長の選任議案77%

強み・将来性



本来あるべき姿
(株主価値向上)



結び付いていない

現実
(構造的な課題)

【なぜ株主提案を行ったのか】

株主価値の向上を妨げている構造的な課題

① 事業ポートフォリオの最適化

- 菓子事業・海外事業は高収益である一方、健康食品事業・乳業事業は収益性・資本収益性が著しく低い
- 乳業事業について、**経営資源配分に関する取締役会の判断が問われている**

強み・将来性



② バランスシートの効率化

- 過去自己株式取得は2022年以降実施されておらず、**過大な純財務資産の保有は放置されている**
- 中期経営計画における資産縮減金額50億円では、**ROE改善に向けた対応として規模が不十分**

本来あるべき姿
(株主価値向上)



結び付いていない

③ 経営陣の視点と株主意識の不一致

- 取締役の株式保有比率は低水準にとどまり、経済的利害が株主価値の向上と十分に連動していない
- 株主の信頼に見合う権限行使を担う体制となっているのか、疑問が残る**

現実
(構造的な課題)

1. 社外取締役2名の選任の提案理由

現在の取締役会構成の評価（スキルと機能）

<会社開示スキルの事実評価>

会社が付与している財務・会計のスキルは、主に事業運営や内部管理を前提とした財務・会計領域に基づくものであり、**開示されているスキルマトリックスや経歴**からは、現在の取締役会に**資本市場の実務経験**を有する人材は確認できない。

<取締役会機能の評価>

こうしたスキルの前提に加え、これまでに示した構造的な課題を背景として、**資本効率や経営戦略オプション**を**株主視点**で検証する取締役会機能が、十分に発揮されていない。

※ 本評価は会社が開示している情報を前提として行っている。

※ 財務・会計のスキルは、取締役8名中2名に付与。

1. 社外取締役2名の選任の提案理由

構造的な課題を解決するため、社外取締役2名の選任が必要

【解決策】社外取締役2名の選任により、以下を実現する

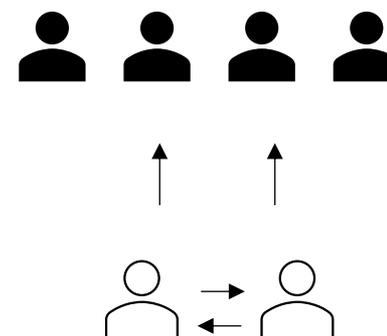
- ・ 株主目線・資本市場の視点を取締役会に導入
- ・ 経営判断の監督機能を実質的に強化
- ・ 「企業価値」と「株主共通の利益」の観点から、
非公開化を含む、すべての経営戦略オプションを予断なく検証

社外取締役候補：

① James B. Rosenwald Ⅲ氏：Dalton Investments、CIO

② 佐野 順一郎氏：Dalton Investments、シニアアドバイザー

社外取締役候補者は、投資・金融、企業経営、資本市場およびコーポレートガバナンスに精通し、株主目線から独立した助言・監督により取締役会の実効性を強化できる。これにより、非公開化を含む経営戦略オプションについて、企業価値と株主共通の利益の観点から、実質的な議論・検証が担保される。



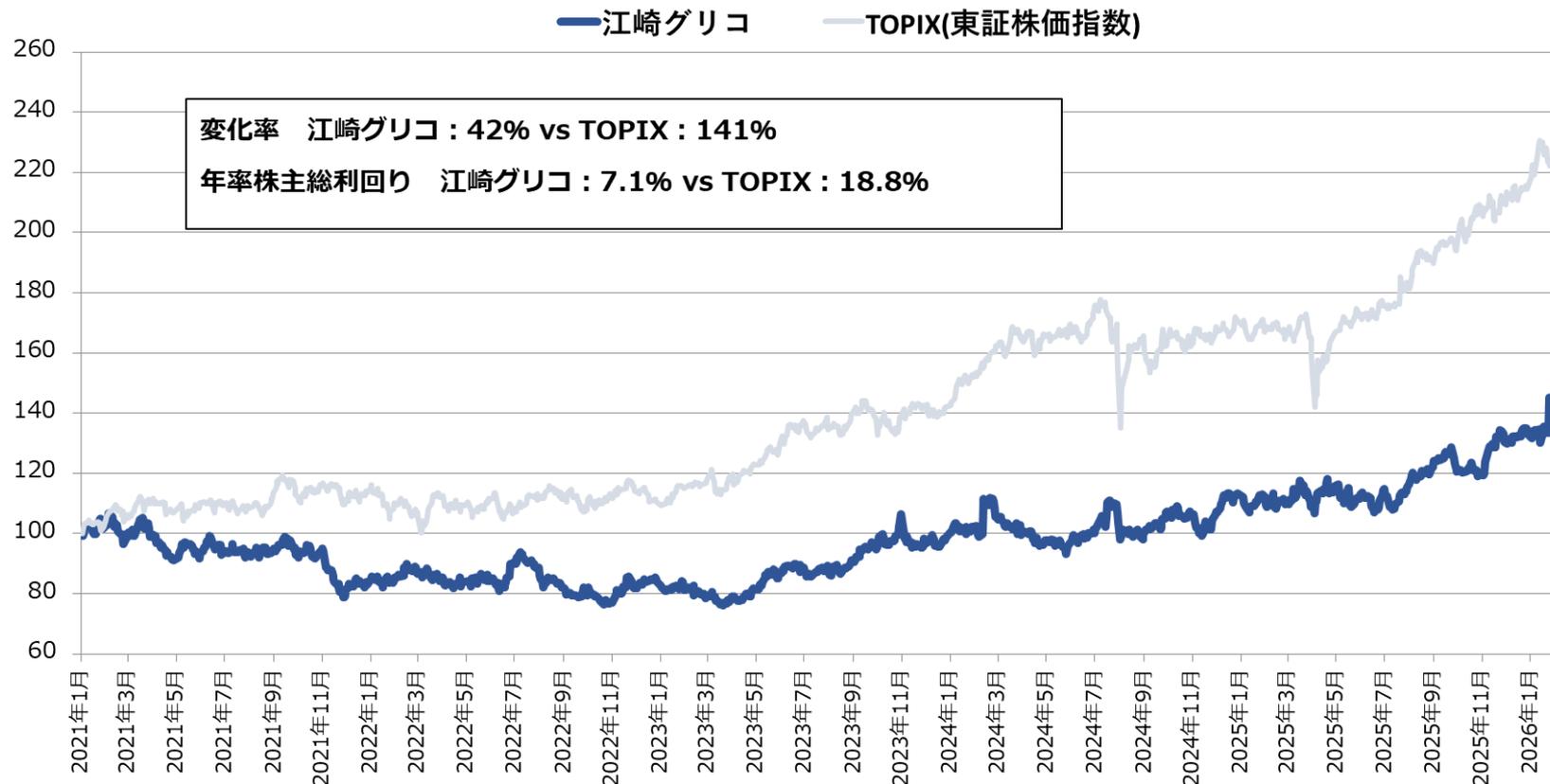
2名により戦略的な
議論が可能に

2. 自己株式取得（発行済株式総数の10%）の提案理由

江崎グリコの現状：株価推移

▶ 過去5年間の株価はTOPIXに対して大きく劣後

過去5年間の株主総利回り（株価変化率＋配当）



出所：ダルトン分析

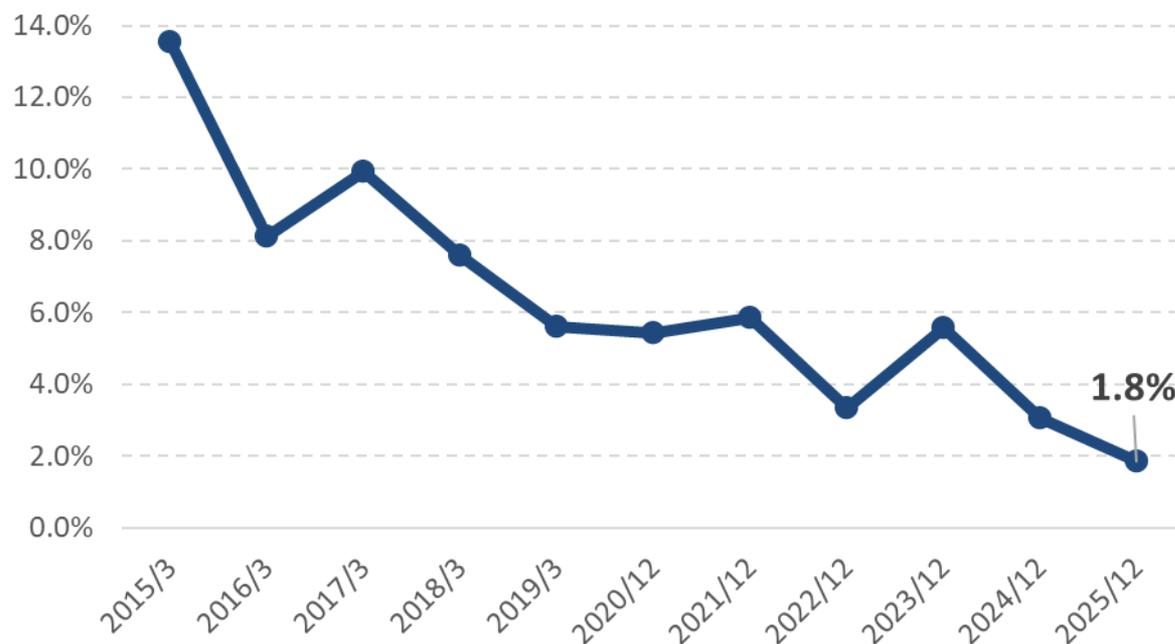
* 2020年12月30日を100とした場合に、2026年2月10日までの株主総利回りを比較

2. 自己株式取得（発行済株式総数の10%）の提案理由

江崎グリコの現状：ROEの実績

- 自己資本利益率（ROE）は10年前の12%から直近2025/12期では1.8%まで低下し、**直近5年間平均でもROEはわずか4%程度**。
- ROEが大きく低下している理由は、経営陣が「**効率的にお金を使えていないこと**」に起因。

ROE推移



ROEとは：

株主のお金（自己資本）をどれだけ効率よく利益に変えているか

数値のイメージ：

自己資本100円→**利益10円**
(ROE10%)

自己資本100円→**利益4円**
(ROE4%)

⇒**利益を多く生み出せるほど、高く評価され株価も高くなりやすい**

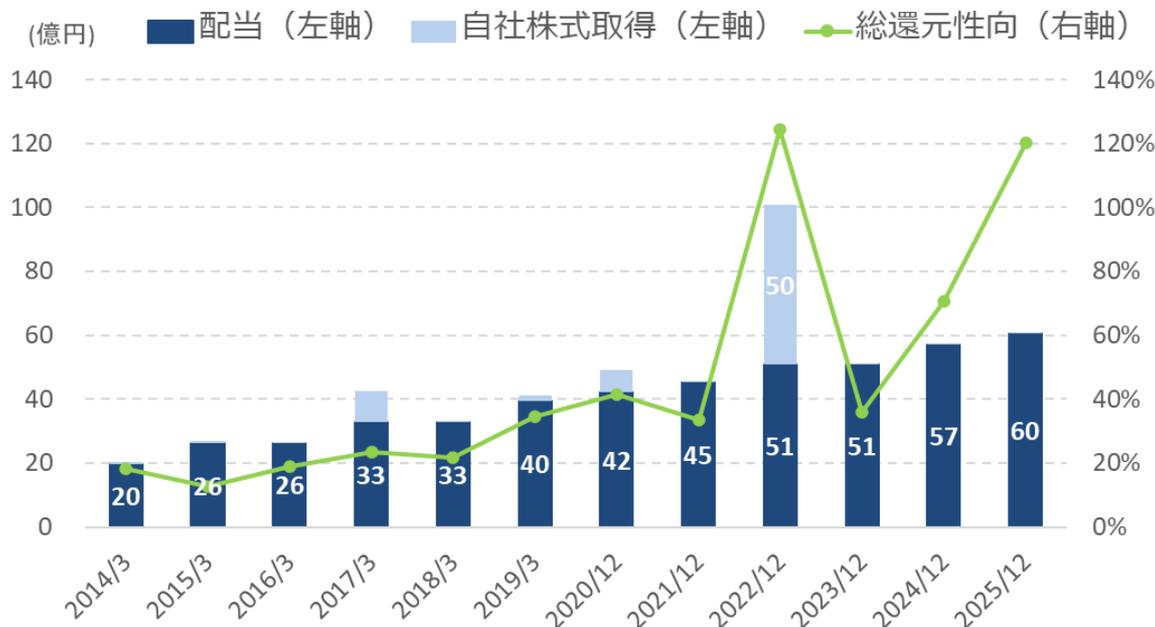
出所：会社資料、ダルトン分析

2. 自己株式取得（発行済株式総数の10%）の提案理由

江崎グリコの現状：株主還元の実績

- 2026年2月13日の250億円（7.2%）の自己株式取得の発表は一定の評価に値するが、新中計ではキャッシュ・フロー・アロケーションとして配当及び自己株式取得の具体額は示されていない。
- 1,000億円を超える多額の現金資産の保有によって資本効率が低下してきたことを考えると、ROE向上に向けた具体的かつ継続的な資本政策の開示が必要である。

株主還元推移



出所：会社資料、ダルトン分析

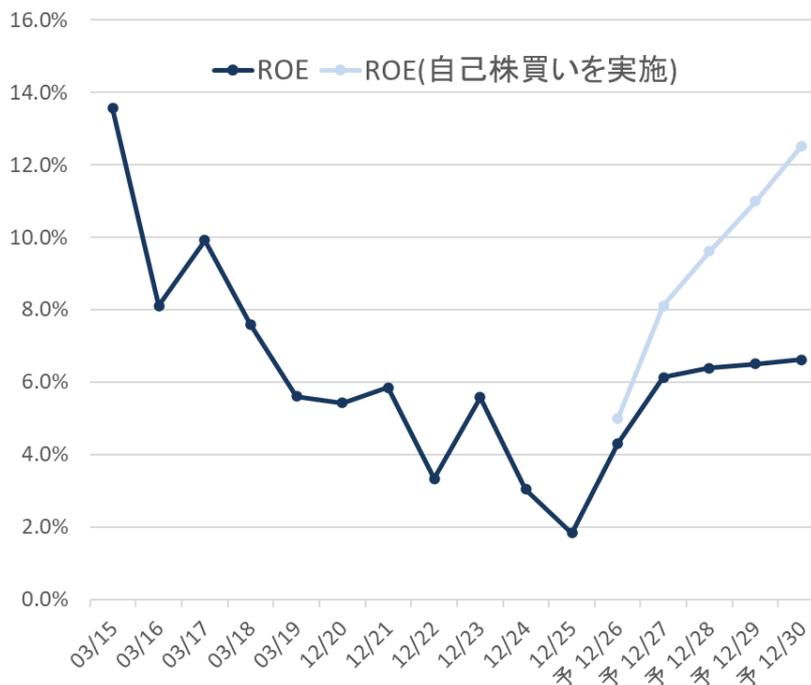
2. 自己株式取得（発行済株式総数の10%）の提案理由

株主提案の効果の試算：自己株式取得のROE向上

発行済株式総数の約10%相当の自己株式取得を今後5年間継続した場合

⇒ROEが2028年12月期には12%へ向上し、増加トレンドが継続。

7.2%のみ自己株式取得の場合、⇒ROEは2028年12月期に6%までしか回復せず、一般に投資家が要求する資本コスト8%に達せず、**新中期経営計画の6~8%目標の達成も困難。**

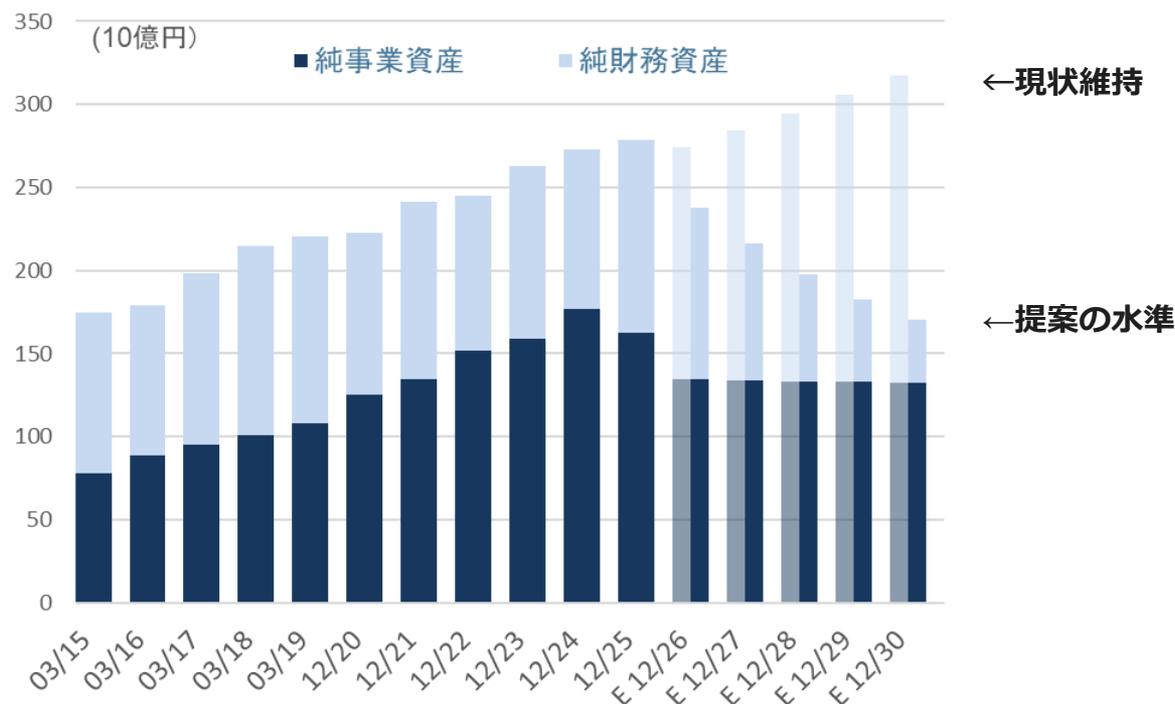


出所：会社資料、ダルトン分析（将来予測はダルトンが一定の条件を置き計算）

2. 自己株式取得（発行済株式総数の10%）の提案理由

株主提案の効果の試算：自己株式取得の現金資産への影響

- 前ページと同条件で自己株式を取得し、且つ今後3年間で450億円超の成長投資を継続した場合でも、2030年12月期末に純財務資産として約300億円の確保が可能。
- その後も事業活動により300億円前後を維持できるため、将来リスクに備えるための**必要な資金も十分に確保可能**。



出所：会社資料、ダルトン分析（将来予測はダルトンが一定の条件を置き計算）

* 純財務資産：(現金及び預金 + 投資有価証券) - 有利子負債
* 投資有価証券は非連結子会社及び関係会社に対するものは除く

3. 譲渡制限付株式報酬の拡充提案の主旨

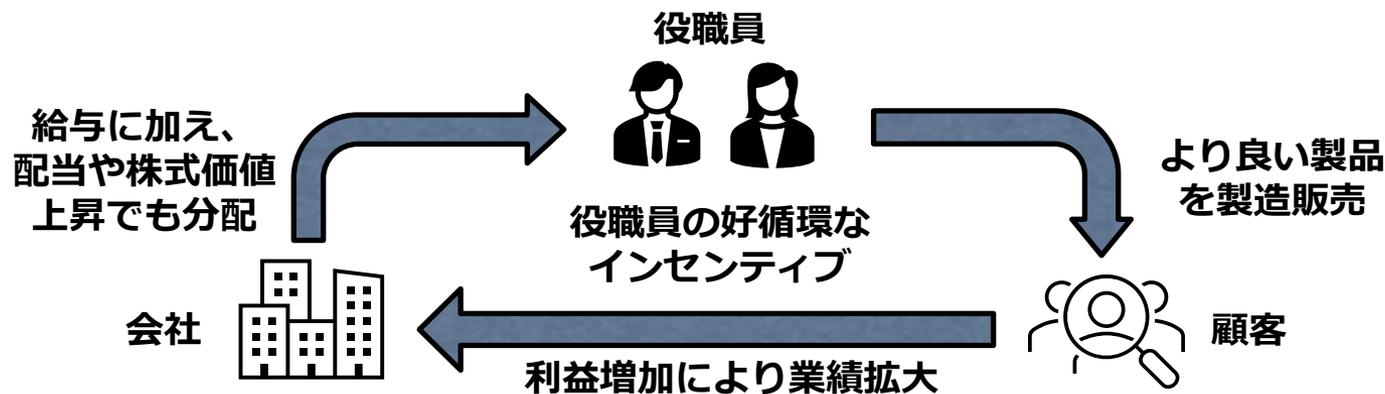
株主目線を取り戻すための取締役報酬制度の見直し

問題意識：株主目線の欠如

- 取締役の株式保有比率はきわめて小さく、**経済的利害が株主価値の向上と十分に連動していない**
- 創業家持株会社の保有比率は**6.5%にとどまり**、江崎悦郎社長の個人保有は0.1%、会長（同氏の父）も0.4%に過ぎない
- 12/24期では、取締役への固定報酬は192百万円。一方で**株式報酬の付与はほぼ行われていない**

提案

- **経営陣の視点と株主意識の不一致を是正するため**、
譲渡制限付株式報酬をROE・TSR連動の業績連動型インセンティブとして再設計
- 業績基準を満たす場合、**今後3年間で累計・固定報酬の3倍相当の株式を付与**



4. 東証要請への対応に関する定款変更の提案の主旨

東証要請に対する江崎グリコの対応を独自に検証

- 東証要請への対応状況について、ダルトンは独自に採点表(スコアカード)により評価。
- その結果、3.バランスシートが効率的な状態、4.経営資源の適切な配分、7.中長期的に目指す姿と紐づけは、江崎グリコにとって特に改善が必要な項目と判断

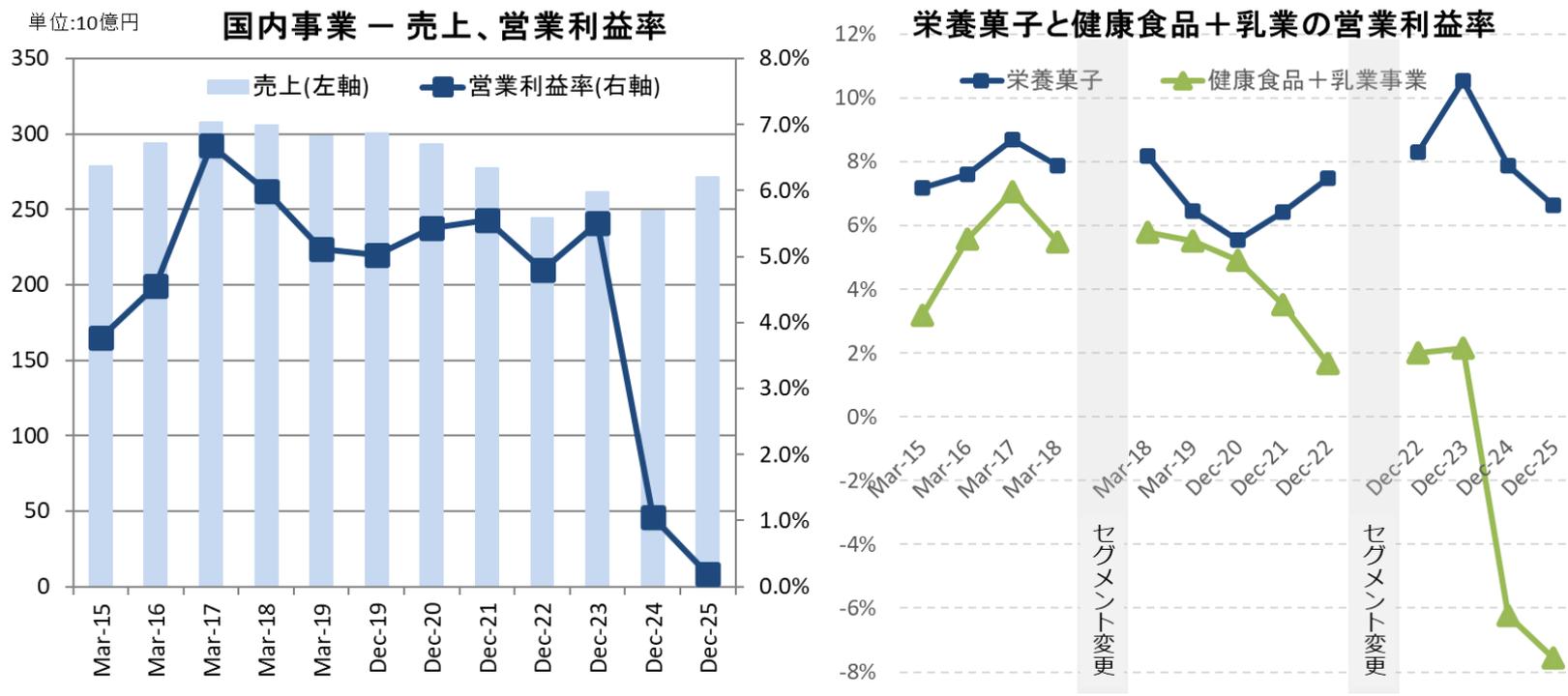
テーマ	項	東証要請	評価	貴社の現状
現状分析と評価	1	投資者の視点から資本コストを捉える	B	資本コストの開示はあるが、もう少し高い水準が望ましい
	2	投資者の視点を踏まえて多面的に分析・評価する	B	現状分析やROE6~8%達成に向けた方向性を開示しているが、ROEの目標値が低く、セグメント別に資本収益性の分析が必要
	3	バランスシートが効率的な状態となっているか点検する	C	資産縮減の金額規模が小さく、バランスシート効率化に対する取組みが不十分。必要現金水準の具体的な金額の開示無し
取組みの検討・開示	4	経営資源の適切な配分を意識した抜本的な取組みを行う	C	キャッシュ・フロー・アロケーションの開示はあるが、ROIC目標や具体的な事業別ROICの開示が無い 事業ポートフォリオの見直しに関する開示無し。健康食品及び乳業事業は具体的な改善策の開示が必要
	5	資本コストを低減させるという意識を持つ	A	資本コスト低減に向けた取組みを開示
	6	中長期的な企業価値向上のインセンティブとなる役員報酬制度の設計を行う	B	株式報酬導入（ただし小規模）
	7	中長期的に目指す姿と紐づけて取組みを説明する	C	ROE目標値が低く、ROEを構成する要素ごとの取組みやロジックツリーの開示無し
株主・投資家との対話	8	経営陣・取締役会が主体的かつ積極的に関与する	B	トップマネジメントと株主・投資家との対話の機会がまだ少ない

出所：東京証券取引所 (<https://www.jpx.co.jp/equities/follow-up/jr4eth000004vj2-att/240201.pdf>)、評価は当社による、A~C評価（Aが最高評価）

4. 東証要請への対応に関する定款変更の提案の主旨

経営資源の適切な配分の取組みに関するダルトンの課題認識

- 国内事業では、栄養菓子事業は利益率が改善する一方、健康食品及び乳業事業は、システム障害前でも営業利益率が低下。特に**乳業事業は直近2年間で大幅な赤字**
- 「ポイントと事例」への対応として、資本コストをカバーしていない事業について**事業ポートフォリオの見直しと資本収益性改善の具体策を明示すべき**



出所：会社資料、ダルトン分析

栄養菓子：～2018/03：菓子、2018/03～2022/12：菓子・食品、～2024/12：栄養菓子

健康食品+乳業事業：～2018/03：牛乳、乳製品+冷菓、

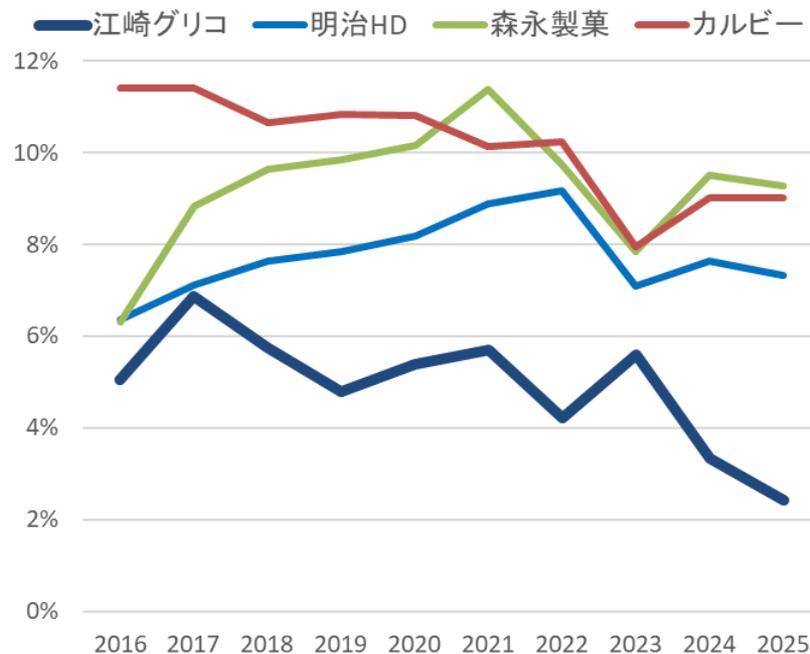
2018/03～2022/12：乳業+冷菓、～2024/12：乳業事業+健康食品

4. 東証要請への対応に関する定款変更の提案の主旨

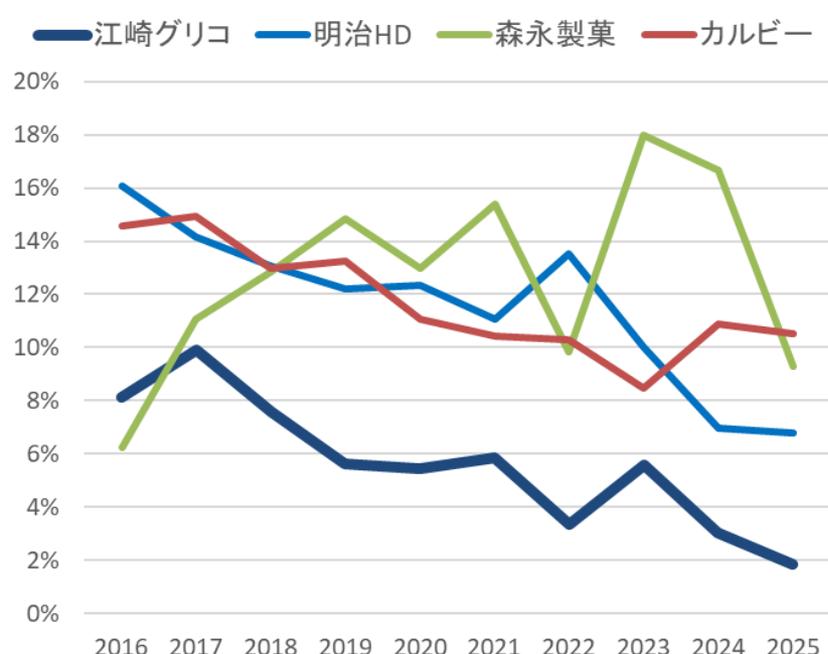
中長期的に目指す姿と紐づけに関するダルトンの課題認識

- 江崎グリコの営業利益率は、システム障害前から主要競合（明治HD、森永製菓、カルビー）に比べ大きく劣後
- 競合各社がROE10%前後を維持する中、
新中期経営計画のROE6~8%目標は水準として不十分で直ちに12%へ引き上げる必要

競合他社との営業利益率比較



競合他社とのROE比較



出所：会社資料、ダルトン分析

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・インベストメンツにお問い合わせをお願いします。