

(参考和訳)

株式会社ヤクルト本社

2026年3月10日

代表取締役社長 成田 裕様
取締役会御中

NO MORE CASTLES! (もう「城」を建てるのはやめるべきです)

本書簡は初めてお送りするものですので、まずは貴社経営陣の皆様にご挨拶申し上げるとともに、春の花の季節が実り多いものとなることをお祈り申し上げます。

私は Rising Sun Management Ltd (「RSM」) の会長を務めております。RSM は、ロンドン証券取引所に上場しているクローズドエンド型英国投資信託である Nippon Active Value Fund PLC (「NAVF」) およびデラウェア州で設立された米国投資ファンドである NAVF Select LLC (「Select」) のアドバイザーです。RSM は、アジアおよびその他の米国以外の株式市場に特化した米国投資家である Dalton Investments, Inc. (「Dalton」) の関連会社です。RSM と Dalton は、いずれも Rosenwald Capital Management, Inc. が過半数を所有しており、同社は James B. Rosenwald III が管理する投資会社です。これらの企業間の一連の合意に基づき、NAVF、Select、Dalton は、特定の日本企業の普通株式に共同投資を行うことがよくあります。その際、これらの会社は、「共同保有者」を構成し、保有株式を足し合わせることで、相互のポートフォリオ保有企業の経営陣とより効果的にエンゲージメント活動を行います。2026年3月9日時点で、共同保有者は株式会社ヤクルト本社(「貴社」)の発行済株式総数の●●%に相当する●●株を所有しています。今後の状況によっては、保有比率を増やす方向で検討する可能性もあります。

私たちは、資本市場が貴社の最も重要な資産を著しく過小評価しているとの認識のもと、貴社に投資してきました。すなわち、乳酸菌飲料分野における技術力とノウハウに裏付けられた強いブランド、そして長年にわたり構築されてきた極めて強固な訪問販売チャンネルです。2026年2月19日に貴社オフィスを訪問し議論させていただいた際にも、これらの事業基盤が依然として高い競争力と戦略的価値を有していることを改めて確認することができました。まずは当日のご対応に感謝申し上げます。

しかしながら同時に、株主として私たちは強い懸念を抱かざるを得ませんでした。率直に申し上げれば、貴社経営陣が資本コストを十分に理解したうえで資本配分を行っているとは到底思えないという点です。むしろ、企業価値創造における最も基本的な指標である資本コストについて、経営陣がどのように算定し認識しているのか自体が極めて不透明でした。

その明確な例が、現在進められている国内新工場への投資です。この投資は貴社の将来を大きく左右し得る重要なプロジェクトですが、私たちが想定リターンを確認した際、経営陣は当初、明確な財務前提に基づく説明や指針を示すことができませんでした。最終的に示されたのは「20年で投資を回収する見込み」という説明でしたが、これは単純計算すれば年率わずか約 3.5%のリターンに相当します。

企業の実質的な資本コストを大きく下回る可能性が高い投資を進めることは、株主の立場から見て極めて深刻な問題です。控えめに言っても資本配分の規律が機能しているとは言い難く、厳しく言えば、株主資本を用いた投資判断において企業価値創造の基本原則が十分に適用されているのかという根本的な疑問を生じさせます。

同様の懸念は、東京都新橋に所在する貴社の一等地不動産にも当てはまります。資本効率の観点から見て、これらの資産が上場企業として求められる厳格な視点で評価・検討されているとは到底思えません。面談では、将来的に新橋エリアに新たな本社ビルを建設する可能性についても言及がありましたが、想定される投資規模を踏まえれば、そのようなプロジェクトが資本コストを上回るリターンを生むとは考え難いと言わざるを得ません。

率直に申し上げます。貴社の本業は不動産開発ではありません。新橋の不動産については、売却を含めた戦略的見直しを直ちに開始すべきです。仮に将来的に新橋エリアに拠点を戻す意向があるとしても、不動産開発は専門のデベロッパーに委ね、セール・アンド・リースバック等の手法を用いれば十分に対応可能です。私たちはこれまで日本企業に対し繰り返し同じ助言をしてきました。もう城を建てるのはやめるべきです（No more castles!）。少なくとも乳酸菌飲料企業にとって、本社ビルを「城」のように建設することが合理的な経営判断であるとは到底言えません。

さらに重要なのは、現在の貴社株価が本源的価値に対して大きく割安な水準にあるという事実です。この状況において、不動産売却によって得られる資金は自己株式取得を通じて株主に還元されるべきです。割安な株価での自社株買いは、経営陣が取り得る最も効果的な資本配分の一つです。これは長期的に一株当たり利益、一株当たり純資産、一株当たり配当のすべてを押し上げます。これほど明確な株主価値創造の機会を見送る合理的な理由は見当たりません。

同じことは、約 800 億円にのぼる政策保有株式にも当てはまります。現状の解消ペースは明らかに不十分であり、規制当局のガイドラインとも整合しているとは言えません。これらの持合い株式の削減は、より迅速に進められるべきです。また、持合い先が貴社株式を売却する意向を示した場合には、貴社自身が自己株式取得としてこれを引き取るべきです。貴社株式が本源的価値を大きく下回る水準で取引されている状況において、このような対応を取らないことは資本効率の観点から極めて説明が付きません。

私たちは、過去に貴社が財務管理の不備および重大なガバナンス上の失敗によって巨額損失を計上し、その結果として株主代表訴訟に至った経緯を忘れてはなりません。そのような歴史を持つ企業である以上、本来であれば資本規律の欠如に対して誰よりも敏感であるべきではないでしょうか。また、日本

企業の中でも最高水準のガバナンス体制を確立するという強い意思を示すべきではないでしょうか。残念ながら、今回の議論からは、貴社がその水準に到達するまでにはなお相当の距離があると言わざるを得ません。

私たちは、以下の三つの基本的な対応を貴社に求めます。

- 1) 貴社の真の資本コストを明確かつ正確に理解すること（私たちは少なくとも 8%であると推定しています）。
- 2) その理解に基づいた規律ある資本配分を実行すること。
- 3) 過去の投資や既存資産への執着を排し、サンクコスト思考に陥らない合理的な意思決定を行うこと。

近年、貴社がガバナンスや資本配分の改善に向けた一定の取り組みを行っていることは認識しています。しかしながら、そのスピードと規模は明らかに不十分です。株主は、より高い緊急性を伴った行動を合理的に期待しています。

貴社のブランドと事業基盤は、本来であれば長期的に大きな価値を生み出し得るものです。しかし、資本コストを十分に理解しないまま投資判断が行われ続けるのであれば、その価値が実現されることはありません。

貴社は自社の資本コストを正しく認識し、それを上回る投資にのみ資本を配分すべきです。そして、過去の投資やレガシー資産への配慮ではなく、すべての株主の価値創造という観点から合理的な意思決定を行う必要があります。これらは決して議論の余地がある主張ではなく、責任ある企業経営における最も基本的な原則です。取締役会および経営陣がこれらの課題に真正面から向き合い、断固とした行動を取ることを強く求めます。

ご承知のとおり、既に今後開催される定時株主総会に提出予定の私たちの提案書の草案をお送りしております。主な3つの要望は以下の通りです。

- 1) 当社グループからの2名の社外取締役の選任
- 2) 取締役・経営陣への譲渡制限株式による株式報酬強化
- 3) 有価証券報告書の適時発行を可能にするため、定時株主総会の基準日を後ろ倒しに設定すること

ご回答をお待ちしております。

Paul ffolkes Davis
Chairman

c/o Appleby Global Services (Cayman) Limited
71 Fort Street
PO Box 500
George Town, Grand Cayman
KY1-1106, Cayman Islands

(参考和訳)

株式会社ヤクルト本社

2026年4月1日

代表取締役社長 成田 裕様
取締役会御中

私は、ニッポン・アクティブ・バリュー・ファンド・ピーエルシー、NAVF セレクト LLC、ダルトン・インベストメンツ・インクら共同保有者を代表してこの書簡をお送りします。私たちは、現在貴社株式●●株を保有し、これは総議決権の●●%に相当します。私たちは、2026年3月11日付の「もう城を建てるのはやめるべきです」という書簡に盛り込んだ三つの主要な要請に対して、いまだ正式な回答をいただいていないことを遺憾に思います。

先日お送りしたレターでも申し上げたとおり、私たちは、貴社経営陣が実質的な資本コストを適切に算定し、それを踏まえて事業内で資本配分を行う能力について、深い懸念を抱いております。たとえ優れた事業基盤を有する企業であっても、資本配分に関する不適切な方針が続けば、長期的には競争力および企業価値が毀損され得ます。株主が経営陣に対し、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求める背景はここにあります。とりわけ、優れた事業を有する貴社においては、その潜在的価値が現時点で十分に実現されていない可能性が高いことは、すべての株主にとって重大な問題であると考えます。

こうした懸念を踏まえ、また私たちのスチュワードシップ責任にもとづき、経営陣および取締役会には次のシンプルな問いを自らに投げかけていただくことが極めて重要であると考えます。すなわち、「当社事業の価値を最も高め得るオーナーシップの在り方は何か」という点です。上場企業の取締役会はすべて、「株主共同の利益のもとで企業価値の最大化」を追求する責務を負っています。仮に、現行体制とは異なる所有・運営体制のもとでそれらがより実現され得るのであれば、そのような選択肢についても十分に検討されるべきです。

貴社は2025年5月に新中期経営計画を公表し、「事業領域の拡大とビジネスモデルの進化」を中核として、2031年3月期に連結売上高7,000億円、連結営業利益900億円、ROE10%の達成を掲げています。一方で、当該計画公表後、初年度計画の下方修正が複数回行われていることを踏まえると、市場における計画全体の達成可能性に対する信頼は大きく低下しているものと認識しています。また、足元の株価下落も、こうした市場の懐疑的な見方を反映している可能性があると考えています。

こうした状況を踏まえ、私たちは貴社に対し、1株当たり●●円での友好的なマネジメント・バイアウト（MBO）を提案いたします。先日の面談において成田社長ご自身が「当社の株価は割安である」と認識を示されていることから、本提案は合理的かつ適切な水準であると考えます。本提案は、現行株価に対して合理的なプレミアムを含んでおり、既存株主に対して適切かつ公正なエグジットの機会を提供するものです。さらに、本取引を通じて、貴社はプライベート・エクイティ、販売会社等の戦略的パートナー、経営陣・従業員、等から構成される安定的な株主基盤のもと、非上場企業として経営を行うことが可能になります。これにより、株式の分散所有に起因する支配権の不確実性や、第三者による買収の可能性といったリスクに左右されることなく、より安定した経営が実現されるものと考えます。

つきましては、潜在的なスポンサー候補先に対してヒアリングを行い、競争的な環境のもとで比較検討したうえで、最終的に協働先を選定されることを提案いたします。本プロセスにおいて支援が必要な場合には、私たちは当該分野における豊富な経験を有しており、国内外のプライベート・エクイティ投資家や各種金融アドバイザーをご紹介することも可能です。私たち共同保有者グループとしても、本プロジェクトについて貴社と協働することに関心を有しており、可能な範囲でサポートできればと考えています。仮に最終的に本件が採用されない場合であっても、この検討プロセスは資本政策や事業戦略に関する新たな示唆をもたらし、経営判断の質の向上に資するものと考えます。

本件の実行可否に関する最終的な判断は、取締役会に委ねられるべきものです。ただし、株主価値の向上という観点から、本提案が十分かつ実質的な検討に付されることを期待しています。ここでいう「十分かつ実質的な検討」とは、特定の金融アドバイザーのバイアスのかかった見解に依拠した形式的または消極的なレビューではなく、新たな株主構成、利用可能な資金調達条件、包括的かつ野心的な事業計画といった具体的前提に基づき、MBOの実現可能性および経済合理性を客観的かつ公正に評価することを意味します。

本件に関する取締役会のご検討状況につきましては、適宜ご共有いただければと思います。いずれにせよ、本書簡受領後3週間以内に、本提案に対する貴社のご見解をご回答いただけますようお願い申し上げます。なお念のため申し添えますが、本書簡および前回の書簡の双方について、私たちのウェブサイト上で公開する予定であることにご留意ください。

Paul folkes Davis
Chairman

c/o Appleby Global Services (Cayman) Limited
71 Fort Street
PO Box 500
George Town, Grand Cayman
KY1-1106, Cayman Islands