

(参考和訳)

江崎グリコ株式会社
〒555-8502 大阪市西淀川区歌島 4 丁目 6 番 5 号

2026 年 1 月 5 日

代表取締役社長 江崎悦朗様
取締役会御中

私は Rising Sun Management Ltd（「RSM」）の会長を務めています。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。2025 年末現在、共同保有者は江崎グリコ株式会社（「貴社」）の発行済株式総数の 11.11% に相当する 7,608,460 株を所有しています。当社グループの株式保有に関する届出は、金融商品取引法の規定に従って提出済みです。

私どもは貴社の筆頭株主として、貴社の中長期的な企業価値向上に強い関心を持ち、これまで継続的に対話を重ねてまいりました。貴社が日本を代表する食品・菓子メーカーとして築いてきた事業基盤およびブランド価値は、今後も十分な成長余地があるものと考えております。

本書簡は、次回定時株主総会において株主提案を提出する意向をお伝えするとともに、その理由・背景、ならびに私どもの問題意識と、それに対応するための提案内容を共有することを目的としております。2022 年 3 月に江崎悦郎氏が社長に就任され、100 周年を機に、「すこやかな毎日、ゆたかな人生」という新たなパーソナリティが掲げられて以降、私どもは、この新たな経営方針が成功したのか否かを判断するに足る時間がすでに経過していると考えています。残念ながら、私どもの結論は、本方針は概ね十分な成果を上げておらず、収益性および資本効率の改善を実現できていない、というものです。

もっとも、すべてが否定的であるわけではありません。貴社は国内大手菓子メーカーとして高い市場シェアを有し、「ポッキー」「プリッツ」といった主力ブランドは、日本国内にとどまらず米国や中国を含む海外市場においても高い認知度と収益性を確立しています。日本発のチョコレート菓子ブラン

ンドが、国内外で持続的な競争力を有している事例は限られており、直近では連結営業利益の過半を海外事業が占めていることからも、貴社には依然として大きな成長余地があると考えています。

しかしながら、海外事業が堅調である一方で、企業価値および株主リターンの改善には結び付いていない点について、私どもは遺憾の意を表します。実際、過去 5 年間の平均 ROE は 4%台にとどまっています。さらに、新中期経営計画で掲げられている ROE6~8% という目標水準は、業界水準および東証が掲げる指針と比較しても、極めて物足りず、十分とは言えません。

特に、健康・食品事業および乳業事業については、2020 年以降、営業利益率の低下が継続しており、ROA も依然として 5%未満の水準にあります。この水準は、資本コストを十分に上回っているとは到底言えません。新中期経営計画では事業別 ROIC による収益管理の徹底が掲げられているものの、当該事業が資本コストを上回るための具体的な施策や、事業ポートフォリオの見直しに関する踏み込んだ開示は、現時点ではほとんど行われていません。

さらに、近年相次いで発生している経営上の重大事案は、単なる個別事業の問題にとどまらず、取締役会による経営監督機能の実効性に疑義を生じさせるものと私どもは認識しています。2024 年 4 月に発生した ERP 基幹システム障害によるチルド製品の出荷停止、ならびに 2025 年 12 月の約 600 万個に及ぶチョコレート菓子の自主回収は、いずれも業績への影響にとどまらず、内部統制、リスク管理、品質管理体制に関する構造的な課題を示唆しています。これらの事案に対し、取締役会として十分に独立した立場からの検証および是正がなされたのかについては、株主にとって必ずしも明確とは言えません。

こうした弱点は、2025 年 3 月に開催された前回株主総会の議決結果にも明確に表れています。取締役選任議案に対する賛成率は前年から大きく低下しました。取締役 6 名に関する選任議案では、平均して約 9.8 ポイントの賛成率低下が見られ、江崎社長の選任議案についても前年から約 13 ポイント低下し、賛成率は 77% にとどまりました。これは、株主が現行の経営体制および取締役会の監督機能に対し、明確な改善を求めていることを示す結果であると受け止めています。

私どもが株主提案を行う背景には、以下の構造的課題があります。

1. 事業ポートフォリオの最適化

栄養菓子事業および海外事業が高い収益性を示している一方、健康食品事業および乳業事業は、競合他社と比較しても収益性・資本収益性が著しく低い水準にあります。経営資源配分の在り方について、取締役会としてより踏み込んだ判断が求められている段階にあると考えます。

2. バランスシートの効率化

2025 年 9 月末時点で、貴社は現金及び預金と投資有価証券の合計額から借入金を差し引いた金額である純財務資産を 1,067 億円保有しており、これは時価総額の約 33% に相当します。過大な純財務資産の保有は ROE 低迷の明確な要因の一つとなっています。

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るとは言い難い状況にあります。創業家持株会社の保有比率はわずか 6.5%、江崎悦郎社長の個人保有は 0.1%、会長（同氏の父）の保有は 0.4% に過ぎません。これほど限定的な経済的利害関係しか有しない経営陣が、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については、大きな疑問が残ります。

これらは一時的な問題ではなく、構造的な課題です。業績、資本効率、ガバナンスに関する問題が否定しがたい形で表出している現状を踏まえると、貴社は今まさに、進むべき方向を選択すべき重要な岐路に立っていると考えます。現状維持はもはや許されません。経営陣は選択を行わねばならず、私どもはその選択を全力で支援し、価値創造を実現する覚悟があります。大株主として、貢献することは私どもの責務であり名誉であると考えています。以下に示す株主提案は、その第一歩です。

貴社の取り得る選択肢は次の二つです。

1. 今後 5 年間にわたり、毎年最低でも発行済株式総数の 10% の自己株式取得を公約すること。現行の生ぬるい ROE 目標は直ちに 12% へ引き上げる必要があります。さらに、社長および創業家による株式保有を大幅に拡大し、責任と権限の整合性を高めるべきです。これにより、全事業・投資・非事業性資産を対象とした抜本的見直しが促進され、目標 ROIC を年率 15% 以上に設定することが可能となります。これを下回る事業・資産は、最大価値で速やかに処分されるべきです。
2. 一流グローバル PE ファンドと連携し、社長および創業家の主導のもと、当社コンソーシアムと協働して包括的な MBO の組成・実行を検討すること。私どもは、非公開化後も引き続き関与する意思を有しております、こうしたプロセスを支援・投資してきた豊富な実務経験を有しています。

いずれの道を選ぶにせよ、真っ先に取り組むべきは取締役会の構成見直しであることは明らかです。資本効率および事業ポートフォリオに関する構造的課題を踏まえると、経営陣から独立し、一般株主および資本市場の利害を共有する外部株主の視点を、取締役会に取り込むことは不可欠です。したがって、私どもは、当社コンソーシアムから社外取締役 2 名の選任を提案します。これは、私どもが貴社の筆頭株主であることに鑑みても、十分に正当化される提案であると考えます。

私どもが提案する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の分野で豊富な実務経験を有しています。株主としての視点を持ちつつ、株主価値の持続的向上という共通目標のもと、経営陣に対して建設的かつ独立した助言・監督を行い、取締役会の実効性向上に貢献することが期待されます。

また、社外取締役の選任に加え、私どもは次の提案も併せて提出いたします。

- (1) 発行済株式総数の 10% を上限とする自己株式取得、
- (2) 取締役に対する譲渡制限付株式報酬制度の拡充、

(3) 資本コストおよび株価を意識した経営の実現に向けた東京証券取引所の要請に対応するための定款変更

これらの提案は、相互に関連する一体的な施策であり、単なる短期的な株価対策ではなく、貴社の過大な純財務資産を是正し、資本効率の改善、取締役と株主の利害の一層の一致、ならびに資本コストを強く意識した経営姿勢の確立を通じて、構造的課題の解決を図るためのものです。

本書簡および株主提案の内容については、いつでも協議させていただく用意があります。

Paul ffolkes Davis
Chairman
Rising Sun Management Ltd