

ホクリヨウ株主の皆様

持続可能な畜産への転換のため の株主提案



Sustainable Investment in Food-System Transition (SIFT Japan)
持続可能な食料システム転換のための投資イニシアチブ

東京都渋谷区宇田川町12-3ニュー渋谷コーポラス1009ARC内
<https://siftjapan.org/> 03-3770-0720 (ARC内)

本資料の構成：目次

I 本株主提案（株主議決案）について

II アニマルウェルフェアがもたらす事業価値

アニマルウェルフェアの強化を求める理由
ケージフリー卵が企業価値を向上させた事例
㈱ホクリヨウのアニマルウェルフェアの取り組み

III ホクリヨウ社企業価値評価における論点

企業価値リスクの全体像
負債コストの影響
企業固有リスク（=Re）の像
㈱ホクリヨウのあるべき姿
本株主提案（株主議決案）の位置づけ

IV 結論

定款変更の提案

本株主提案（株主議決案）について

本株主提案（株主議決案）は、
企業固有リスクの低減を通じて中長期的な企業価値向上を図ることを目的とする
合理的なガバナンス提案です。

スチュワードシップ・コードが定める株主の役割（抜粋）
株主は、投資先企業の中長期的な企業価値向上に責任を負う

“to enhance the medium- to long-term investment returns”

(Principle 1)

株主は、企業の戦略・リスクを理解したうえで、建設的な対話を行う
べき主体である

“engage with investee companies in a constructive manner”

(Principle 4)

議決権行使・議決案の提出は、対話プロセスの一部として位置づけら
れている

*“voting activity should be considered as part of a broader engagement
process”*

(Principle 5)

なぜ本件を株主が議決に付すのか

・ 将来の事業継続性やコスト構造に影響
し得る経営課題の確認

・ 投資家評価・資金調達環境に影響する
企業固有リスクの要因の特定

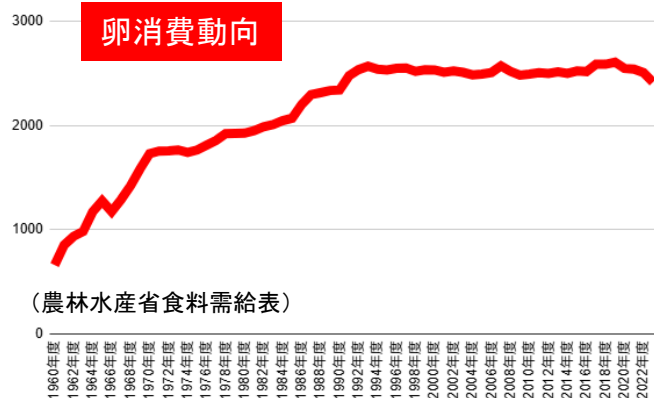
・ 経営判断により方針・時間軸を明確化
できる領域を明示

アニマルウェルフェアの強化を求める理由

理由1 長期的に利益をもたらす

- ケージフリー卵は**成長チャンス**である

卵の消費量は増えない中、売上を伸ばすためには、これから変化が起きるケージフリー需要を確実に抑えることが必要



- 世界のケージフリー構成比は有意に上がっており、世界的かつ確定的なトレンドである**=ケージ飼育に戻ることはない**

ケージフリー卵市場の規模は、2025～2034年の期間を通じて約7.93%のCAGRで拡大

<https://www.businessresearchinsights.com/market-reports/cage-free-eggs-market-125128>

世界のケージフリー卵市場規模は2025年に82億6,000万米ドルと評価され、2025年から2034年にかけて7.93%のCAGRで成長し、2034年までに177億2,000万米ドルに達すると予測されている

<https://www.businessresearchinsights.com/market-reports/cage-free-eggs-market-125128>

- アジアでもケージフリー導入が進む中、ケージフリー業者の方が環境訴求・差別化が可能になる。また**先行者はノウハウ蓄積で中期的な優位性を得やすい**。

<https://www.cambridge.org/core/journals/animal-welfare/article/improving-hen-welfare-on-cagefree-egg-farms-in-asia-egg-producers-perspectives/34BFB6794F73FF8AB9F19AF5B1340305>



アニマルウェルフェアの強化を求める理由

理由2 財務リスクを減らす効果がある

- 従来の卵は需給により価格が変動し、不安定
↔ ケージフリー卵は、差別化された商品カテゴリーとして**価格主導権を確保**できるため、収益のボラティリティ低減につながる

ホクリヨウ有価証券報告書
(2) 経営戦略等 ②相場に左右されない収益体質の構築

- 飼料価格の高騰は継続する可能性が高い。

＞利益を確保できる妥当な価格をつけられない従来飼育の卵は、リスクがより高くなる

1998年と2024年の価格差
鶏卵 = 1.67倍
成鶏用飼料 = 2.40倍
卵の価格に飼料価格を反映することができない価格付けの構造

- 畜産技術は進化している。**世界で主流になりつつある**アニマルウェルフェア畜産（ケージフリーやストールフリー、その他放牧や卵内雌雄鑑別、エンリッチメント導入など）に対応する力と意思がない企業は長期的財務リスクが高いと考えられる
- 国内食品企業はケージフリーのためのネガティブキャンペーンの対象になる可能性があり（すでに2社対象）、ケージフリーは食品企業にとって必須の動き。このニーズに対応できなければ**取引きを失うリスク**がある。外資系企業との取引を失った国内養鶏場もすでにある。

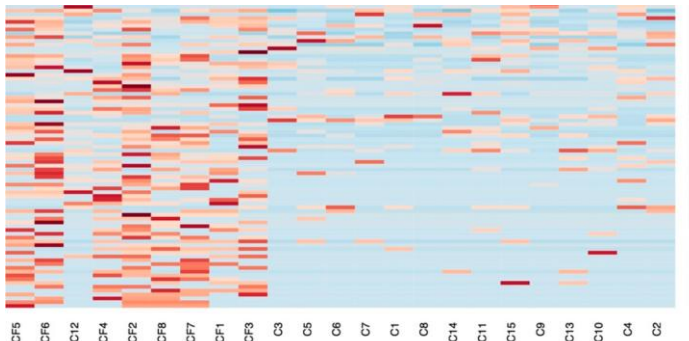
アニマルウェルフェアの強化を求める理由

理由3 ケージフリーは、持続可能性を重視する投資家にとって必須要件

- ケージフリーの飼育は鶏の健康に寄与することができる

ケージフリーだと腸内細菌叢が多様になり、鶏の健康に寄与し、**免疫を上げる効果**がある

<https://doi.org/10.3390/ani9121085>



- 投資において持続可能性の優先度が上がっている
(AAM Investment Group、Triodos Investment Management、US Vegan Climate ETF、Pella Funds Management、Rathbone Greenbankなど)
- IFC（世界銀行グループ）2023年の「Good Practice Note」で“non-enriched battery cages **バッテリーケージを認めない**”と明示。IFCの資金を受ける畜産案件は適用対象
- Standard Chartered、Bank Australia、The Co-operative Bankなどが **ケージ飼育や集約的畜産機器への投資を拒否**

アニマルウェルフェアの強化を求める理由

理由4 国内でもアニマルウェルフェアへの価値が健在化し始めている

- 日本を対象にした調査で、レストランで動物福祉対応商品を扱った際の消費者反応や付加価値を調べた結果、商品のアニマルウェルフェアの経歴情報を提供すると、商品選択率・購買意欲が高まり、**顧客ロイヤルティ向上・売上改善につながった**

<https://arxiv.org/abs/2501.10680>

- 国内でも小売店における**ケージフリー卵の売上は上昇傾向が継続**しており、国内もケージフリーに向かっていくことは間違いない

平飼い卵を設置してあるスーパー

2015年 22%

2019年 51%

2025年 おおよそ90%超える設置率

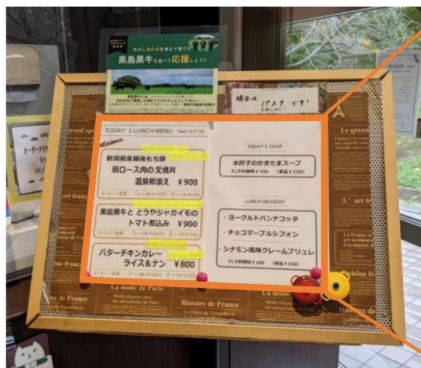
<https://www.hopeforanimals.org/eggs/supermarket-animal-welfare-2019/>

- 企業の「ケージフリー卵採用」などのCSR・動物福祉方針は、企業がその政策を宣言した翌年以降にブランド評価・株主評価との相関が見られる。

日本でも「良い印象を持った」回答は約68%

<https://rethinkpriorities.org/wp-content/uploads/2024/10/CSR.pdf>

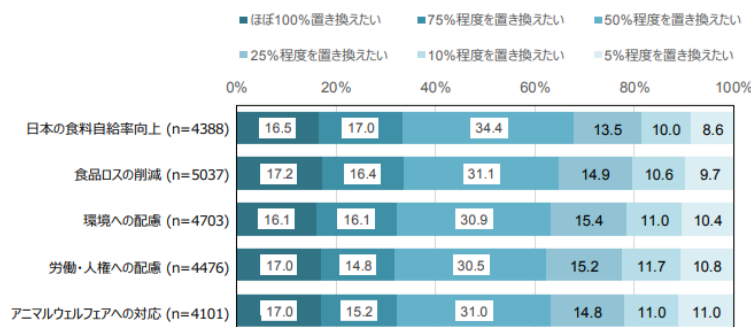
大手ホテルチェーン各社、イオン、キューピー、トリドールHD、ブルボンなどケージフリー卵への切り替えを始めた食品に関連する企業が多数。



アニマルウェルフェアの強化を求める理由

理由4 国内でもアニマルウェルフェアへの価値が健在化し始めている

- 日本総合研究所によると国内のアニマルウェルフェア付加価値総額 **5,735億円**



<https://www.jri.co.jp/page.jsp?id=110174>

- 国内の平飼い羽数はたったの1.48%であるにも関わらず、エシカル市場規模調査（2024 渡辺龍也他）によると、**平飼い卵市場は260億円**

https://www.kokusen.go.jp/wko/pdf/wko-202412_03.pdf

- 採卵鶏の飼養方法別行動量と消費者への情報提供による購買意欲変化に関する研究 麻布大学獣医学部動物応用科学科・教授 大木 茂によると許容可能なケージに対する平飼い卵の価格差は、ケージ卵購入者で

94～184 円/10個追加

<https://www.nakashima-foundation.org/kieikai/pdf/32/2020T018.pdf>

ケージフリー卵が企業価値を向上させた事例

Charoen Pokphand Foods (タイ)

- アジア初のカーボンニュートラル・ケージフリー卵を展開（専用のケージフリー鶏舎・認証の取得など）。ブランド価値を向上させ、また**輸出市場向けのレピュテーション資産**として機能

<https://www.cpfworldwide.com/en/media-center/sustainability-promoting-Responsible-Consumption-of-Animal-Friendly-and-Eco-Friendly-Eggs>



2025年6月16日

CPフーズがアジア初のカーボンニュートラル平飼い卵を生産、動物と環境に優しい卵の責任ある消費を促進

チャロン・ポカバン・フーズ・パブリック・カンパニー (CPフーズ) は、アジア初となるカーボンニュートラルな平飼い卵の導入という画期的な成果を達成しました。この製品はタイ温室効果ガス管理機構 (tao) の認証を取得しており、動物と環境に最も優しい卵の消費促進に向けたCPフーズのコミットメントを反映しています。CPフーズの卵事業責任者であるソムキッド・ワンナルックキ氏は、

Chew's Agriculture × DBS

(シンガポール)

- アニマルウェルフェア基準達成をKPIに組み込んだ**サステナビリティ・リンク・ローン**を締結（達成時の金利優遇あり）。ケージフリー施設の建設・拡張が目的。

https://www.dbs.com/newsroom/Chews_Agriculture_signs_Singapore_first_SME_sustainability_linked_loan_with_DBS



メディアリスト

Chew's AgricultureがDBSとシンガポール初の中小企業向け持続可能性連動融資を締結

チュース・アグリカルチャーは、低金利の恩恵を受けるために、人道的な家畜ケア基準を満たすことを目指している。

シンガポール、2019年5月29日 - DBSは本日、シンガポールの大手鶏卵生産者であるChew's Agricultureが、同行と10年間、2,700万シンガポールドルのサステナビリティ・リンク・ローンを締結したことを発表しました。これはシンガポールにおける持続可能な開発にとって画期的な出来事であり、中小企業向けのサステナビリティ・リンク・ローンとしては画期的初となります。



この融資は、一連の環境・社会・ガバナンス (ESG) パフォーマンス指標に基づいて評価された。Chew'sは、この融資を、より大規模な平飼い施設を備えた新しい農場の建設に充てる。これにより、農

Kegg Farms (インド)

- 早期にケージフリーブランドを確立。大都市のプレミアム流通で定着=**ブランド資産の構築**に成功



Pioneering Cage-free Dwelling for Hens

At KEGGS we realize that consumers want a choice to eat a humanely produced, high quality premium product. KEGGS' free eggs that arose out of our five decade long commitment to cage-free egg production. We know that real success behind our success are the many farms that provide our customers with delicious and healthy eggs. We recognize our responsibility to take care of the animals under our charge and ensure that our hens are some of the happiest hens around.



Eggoz (インド)

- 2025年、ケージフリーブランドで2000万ドルを調達。ブランド化・トレーサビリティを武器に全国展開を拡大し**成長資金の獲得**に成功。

ケージフリー卵が企業価値を向上させた事例

Vital Farms (米・NASDAQ: VITL)

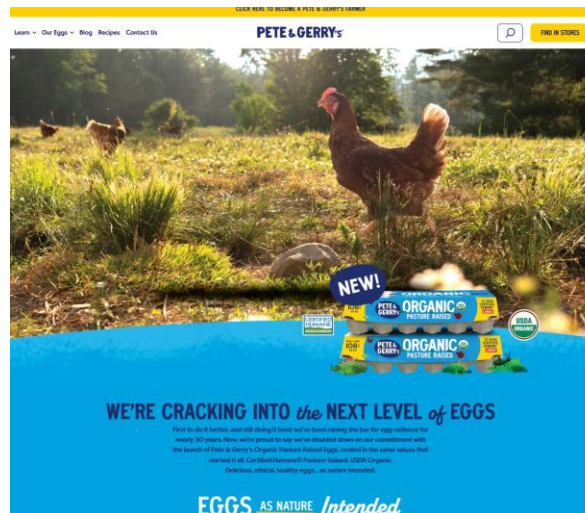
- 放牧・ケージフリーを核に2020年IPO、上場初日に株価+60%。以降も「エシカル卵」で成長ストーリーを提示
<https://vitalfarms.com/>
- 2024-25年は需要堅調で売上・利益ガイダンスを上方修正、'27年の売上\$10億目標を掲示



Pete & Gerry's (米)

- 2025年、放牧卵の需要拡大に対応するためファーマーズ・ヘン・ハウスを買収
- 両社とも「2021年以降ほぼ+50%成長」＝“人道的な卵”人気成長ドライバー。

<https://www.agriinvestor.com/butterfly-backed-pete-and-gerrys-adds-to-egg-platform-amid-pricing-flux/>



Kipster (蘭→米展開)

- 高福祉・循環型“ケージフリー”モデルで米国進出。Krogerの全国小売と組み、投資家・小売の商流側の後押しを獲得

<https://kipster.farm/>



屋内と屋外の遊び場

私たちの農場の未来的な形状は、屋外でも屋内でも、日光と新鮮な空気に満ちた遊び場でも自由に動き回れるという本来の機能に沿っています。このように変化に富み、豊かな環境の中で、私たちのくちばしを切る必要はありません。

屋外アクセス

私たちは、捕食動物から守られた農場の安全な範囲内で、太陽の光、新鮮な空気、そして自由な探検の喜びを楽しんでいます。

(株)ホクリヨウのアニマルウェルフェアの取り組み



The screenshot shows the HOKURIYO website's 'Animal Welfare' page. At the top, there are navigation links for '会社情報' (Company Info), '安心安全の取組み' (Safety Measures), '商品情報' (Product Info), 'ルート' (Route), 'IR情報' (IR Info), and 'たまたごを学ぶ' (Learn about Eggs). The main content area is titled 'アニマルウェルフェアへの取り組み' (Animal Welfare Initiatives). It includes a section 'アニマルウェルフェアとは?' (What is Animal Welfare?) with a list of 5 basic principles: 1. Freedom from hunger and thirst, 2. Freedom from discomfort, 3. Freedom from pain, injury, and disease, 4. Freedom from fear and distress, 5. Freedom to express natural behavior. Below this is '平飼への取組' (Initiatives for Free-range) and '平飼（エイビアリー方式）への取組' (Initiatives for Free-range (Egg-laying) system). The page features several images of chickens in free-range environments.

(2) 経営戦略等

① 事業領域の拡大

当社の持続的成長のため、引き続き事業領域の拡大に注力してまいります。当社が3年前に市場に投入したエビアリー（多段式平飼い）卵は販売地域の拡大、販売チャネルの多様化を通じ順調に販売数量を増加させています。またエビアリー卵を生産している宮城県の農場から発生する鶏糞についても2年前から東南アジアへの輸出を本格化させ、順調に数量を伸ばしております。

当社の事業領域拡大を達成するためのもう一つの手段がM&Aです。当社はこれまでの国内でM&Aにより規模を拡大してきましたが、今後とも国内、アジアにおける資本参加案件、M&A案件について事業性を見極めつつ積極的に検討を続けてまいります。

② 相場に左右されない収益体質の構築

鶏卵は相場商品であり、このため当社収益も相場動向に左右されやすい収益構造になりがちです。当社は相場に左右されない収益体質構築のため、販売価格が比較的安定し、相場の影響を受けにくい「付加価値卵」（各種栄養成分を強化した卵、アニマルウェルフェアを意識した平飼い卵）の生産、拡販に引き続き注力してまいります。

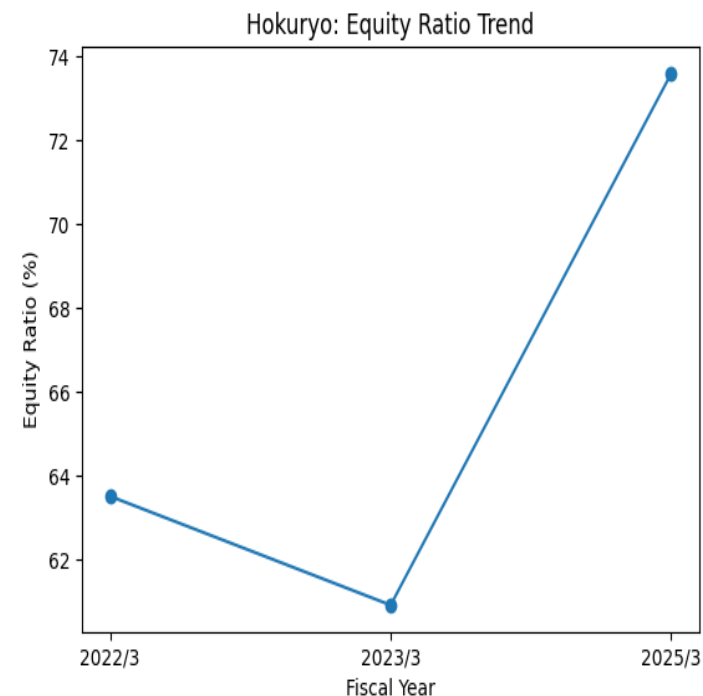
アニマルウェルフェアはすでに(株)ホクリヨウの戦略に含まれるが、アニマルウェルフェアの実践であるケージフリー卵への取り組み量は、投資のチャンスを得るほどは大きくない。

（全体の採卵鶏が350万羽であるのに対し、平飼い飼育の羽数は市場の平飼いたまごの割合よりも小さいと考えられる）

企業価値リスクの全体像

(株)ホクリョウの企業価値に影響するリスクの整理

リスク区分	内容	評価
財務リスク（負債）	自己資本比率70%超	低い
金利上昇リスク	借入金少・利息影響小	限定的
企業固有リスク	将来対応の不確実性	相対的に残存している



★企業価値評価の論点は、企業固有リスクに集約される

企業価値リスクの全体像

財務構造は極めて安定

項目	2022年3月期	2023年3月期	2025年3月期	投資家視点での評価
自己資本比率	約63.5%	約60.9%	約73.6%	非常に高い／改善傾向
総資産	約14,252百万円	約14,676百万円	約19,216百万円	事業規模拡大
総負債	約5,201百万円	約5,748百万円	約5,062百万円	抑制的
株主資本	約9,051百万円	約8,928百万円	約14,153百万円	大幅増加
有利子負債依存度	低位	低位	低位	金利感応度が低い

★ホクリヨウの資本構成を踏まえると、企業価値評価においては、負債コスト（ R_d ）よりも、株主資本コスト（ R_e ）の変動がWACCに与える影響が相対的に大きいと考えられます。（その場合、WACCは R_e の影響を相対的に受けやすい前提）

※本記載は、資本構成と割引率の関係に関する一般的なファイナンス理論に基づく構造整理であり、個別の前提条件に基づく定量的な評価やモデル推計を意図するものではありません。

負債コストの影響

利息支払能力（IR実数）

金利感応度（参考・概念例）

期	営業利益	支払利息	ICR
2023/3	1,318	5	約264倍
2024/3	2,245	4	約561

期	借入金合計	金利+1%影響	利益影響
2023/3	2,259	約23	約1.7%
2024/3	1,730	約17	約0.8

結論：負債コストは企業価値の主要論点ではない

※ ICR = 営業利益 ÷ 支払利息

借入金合計 = 短期 + 長期借入金

金利影響 = 借入金合計 × 1%

企業固有リスク（=Re）の像

Re押し上げ要因について

企業固有リスク	投資家の懸念
規制・基準	ケージフリー対応の遅れ
取引先	調達基準変更
評判	ESG・社会的評価
戦略	方針・時間軸の不透明性

★左表がRe（株主資本コスト）を押し上げ要因

本提案は、短期的なキャッシュフロー水準ではなく、企業固有リスクの低減（不確実性ディスカウントが縮小するを通じた割引率の安定化・低下が、中長期的な企業価値評価に与え得る影響に着目したものである。さらに企業固有リスクの低減は、ESG投資家に限らず、中長期の事業継続性や説明可能性を重視する一般機関投資家においても、リスク評価（Re）に影響し得る要因と考えられる。（ただし市場リスクとは別）

(株)ホクリョウのあるべき姿

将来像の比較

観点	AW方針の時間軸が明示されていない場合	AW方針の時間軸を示す場合
将来見通し	不透明感が残る	見通しが立つ
規制・基準対応	受動的	能動的
取引先評価	要請が来てから対応	説明可能
投資家評価	企業固有リスクが残存	リスク低減
資本コスト (Re)	高止まり	低下余地
企業価値	割引率が高い	評価安定

本株主提案（株主議決案）の位置づけ

アニマルウェルフェア方針明確化の影響

企業固有リスク

● 現状維持

● 方針・時間軸を明確化

時間

★企業固有リスクの低減は、

将来キャッシュフローそのものではなく、それを評価する際の割引率に影響を与える要因と位置づけられる。

★本株主提案（株主議決案）は、実行内容を定めるものではなく、方針と実行スケジュールの共有を求めています。

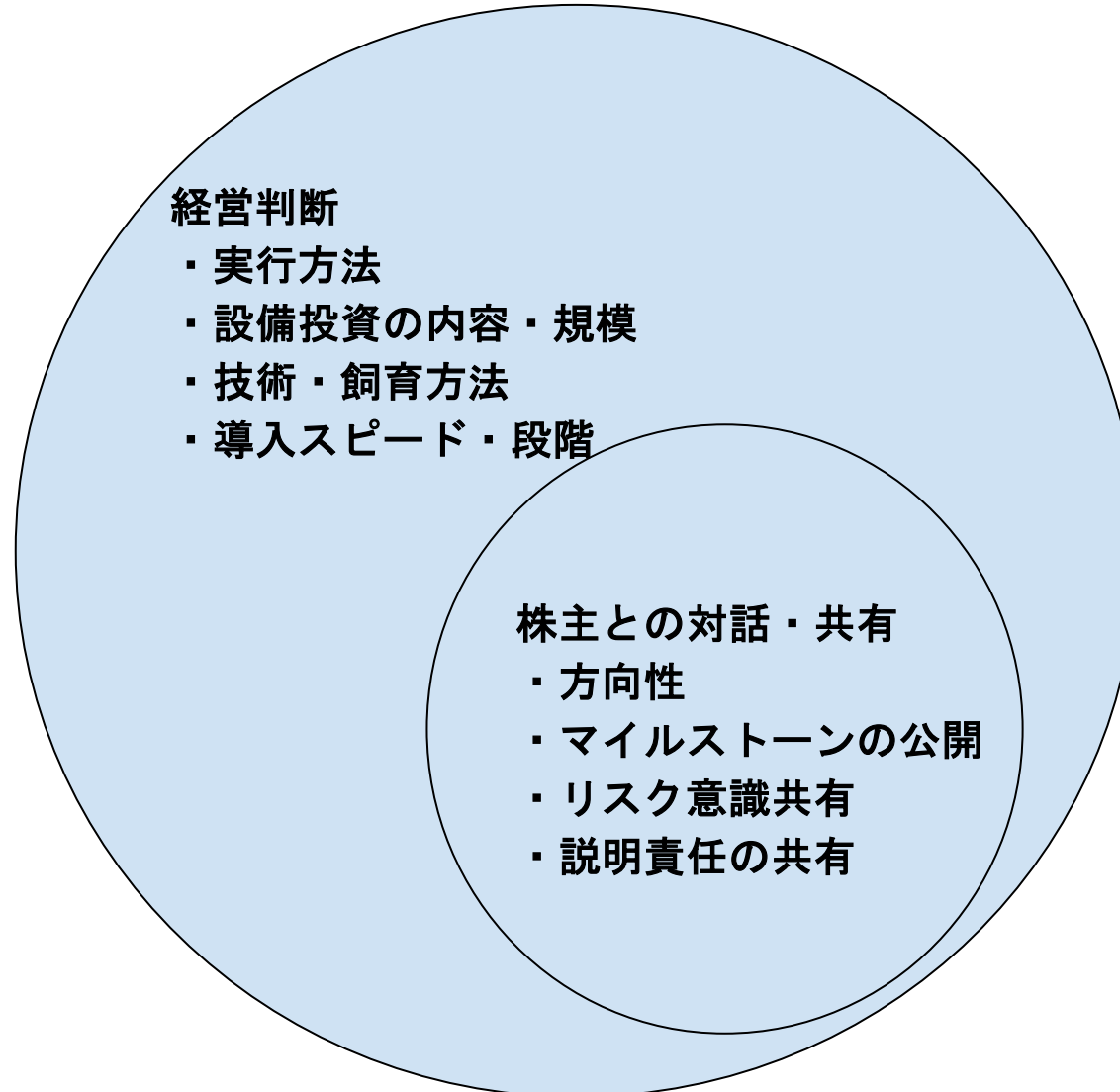
本株主提案（株主議決案）の位置づけ

Re押し上げ要因について

項目	本株主提案（株主議決案）	経営の裁量
ケージフリーの実施方法	求めている	経営判断
実施スピード・投資規模	求めている	経営判断
技術・設備の選択	求めている	経営判断
中長期の方向性	求めている	共有・対話
時間軸の考え方	求めている	経営判断
投資家への説明可能性	求めている	経営責任

本株主提案（株主議決案）の位置づけ

将来像と
説明可能性を
共有するために



本株主提案（株主議決案）の位置づけ

まとめ

株）ホクリヨウは財務的に強い。

だからこそ、残された論点は
将来の不確実性＝企業固有リスクです。

本株主提案（株主議決案）は、

経営判断の具体や実行方法を求めるものではなく、

中長期的な方向性、時間軸および説明可能性について

確認と対話を行うことを目的としています。

定款変更の提案

ケージフリーを含むアニマルウェルフェアの強化により市場優位性や企業価値を高めることができ、中長期的な成長を望むことができると見込み、ホクリヨウ定款の第4条として、下記条文を新設することを提案します。

提案する定款変更内容

(持続可能性に配慮した経営)

第4条

当会社は、アニマルウェルフェアを重視する立場から、採卵鶏の飼養においてケージフリーを含む持続可能な畜産方法への移行に努める。

2. 当会社は、前項の取組に関する情報を開示する。