

サッポロの企業価値最大化のために

2025年2月25日



エグゼクティブ・サマリー	3
サッポロの深刻なアンダーマネジメント	6
サッポロに対する3Dの貢献	13
サッポロが直面する不可逆な意思決定と失敗のリスク	22
不動産切り離し対価の最大化に向けたあるべき姿との乖離	34
不適切な意思決定を予防するための監査等委員会と現状の不備	45
3Dの株主提案：Paul Brough氏の監査等委員である取締役への選任	52
3Dの議決権行使方針	59
APPENDIX	63
免責事項	67

エグゼクティブ・サマリー

エグゼクティブ・サマリー (1/2)

サッポロの深刻なアンダーマネジメント

- サッポロは資本規律の不備、及び株主へのコミットメント不備により、深刻なアンダーマネジメントの状況に陥っています
 - 資本規律の不備：①ROEはグローバル最低、②営業利益率もグローバル最低、③海外酒類における大型M&Aはすべて減損を計上
 - 株主へのコミットメント不備：サッポロは、過去19年間において売上・営業利益目標をほぼ全て達成しておらず、過去19年間で発表した中期経営計画の最終計画達成率は0%
- 実際に、株主等サーベイに基づく、サッポロのマネジメント及び資本規律に対する、市場関係者からの信用度は極めて低いです

サッポロに対する3Dの貢献

- 2022年以降のサッポロのTSRの向上は、3Dの働きかけによって実現したものであり、経営陣単独による功績ではありません
 - 3Dが対話を開始する2022年4月までのサッポロのTSRは、競合を大きく劣後し続けていた
 - サッポロの株価は、2022年以降において225%上昇しているが、大きな上昇のきっかけは、グループ戦略検討委員会の設立や不動産切り離しに関する3Dの働きかけであった
 - サッポロによる各施策の発表後には、むしろ株価は下落傾向
- グループ戦略検討委員会の設置と不動産切り離しの方針の決定も、3Dの働きかけによるものです
 - 現取締役の多くは、2022年11月に発表した中期経営計画において、不動産事業のコア事業化と純投資強化を支持していた
 - 3Dが株主等サーベイを通じて市場参加者の意見を共有し、グループ戦略検討委員会の設置を要望したことで、サッポロはグループ戦略検討委員会を発足した
 - サッポロは、グループ戦略検討委員会の検討を経て、恵比寿ガーデンプレイス（以下「YGP」）を除く不動産切り離しを決定した
 - 3Dが160ページを超える不動産価値向上策の具体的な提案などを行ったことで、サッポロはYGPも含む不動産切り離しに向けて動き出した

サッポロが直面する不可逆的な意思決定と失敗のリスク

- 現在、サッポロは不動産事業の切り離しを決断し、切り離しプロセスの具体化を進めています
- しかし、企業価値最大化に向けて、以下において適切な判断が行われると確信を持つことは困難です
 - ①不動産切り離し対価の最大化
 - ②切り離し対価の最適な資本配分

不動産切り離し対価の最大化に向けたあるべき姿との乖離

- 不動産切り離し対価の最大化に向けたあるべき姿は下記と考えます
 - ①不動産切り離し対価の最大化について株主にコミットメントを示す、②対価の最大化が実現される適切な手法を選択する、③株主に対して透明性を持って開示し、サポートを得る
- しかし、サッポロはいずれの要素においても、コミットメントを示しておらず、不動産切り離し対価が最大化されるかについて疑義を持たざるをえない状況にあります
- 実際に、報道ベースでの不動産切り離し価格は4,000億円程度と、第三者による評価額6,360億円を大幅に下回っており、プロセスの不備が強く懸念されます

エグゼクティブサマリー (2/2)

不適切な意思決定を予防するための監査等委員会と現状の不備

- サッポロは監査等委員会設置会社であり、適切に機能を果たすことで、企業価値毀損を生じさせるような取締役会の意思決定を予防することが期待されます
 - 監査等委員会は、会計監査と業務監査を担当する中で、業務監査において適法性だけでなく妥当性の監査も行う
 - 監査等委員会は、業務に関する報告徴収・調査権限、意見陳述権限など、取締役会の意思決定を監査するうえでの強力な権限を有する
- しかし、サッポロの監査等委員会には不備があります
 - 監査等委員長が社内出身者かつ減損したM&Aの実行当事者の一人であり、監査に必要な独立性が欠如している
 - サッポロの会計監査と業務監査に必要な専門性は、会計・不動産・事業/資産売却プロセス・M&A・資本政策だが、監査等委員のいずれも、それらの専門性を有していない

3Dの株主提案：Paul Brough氏の監査等委員である取締役への選任

- Paul Brough氏は、必要な専門性・独立性を有し、監査等委員である取締役として①不動産切り離し対価の最大化、②切り離し対価の資本配分に係る意思決定への監督機能強化をもたらすほか、東芝での唯一無二の経験を活かし、株主への透明性の確保にも貢献します
 - 専門性：サッポロの業務監査に求められる、会計・不動産・事業/資産売却プロセス・M&A・資本政策に関して卓越した知見・経験を有する
 - 独立性：3D及びサッポロの執行からの独立性が確保されている
 - 株主への透明性：東芝の戦略委員会の委員長、及び特別委員会の委員として、複雑な検証から取引実行まで、株主への透明性を確保しつつ完遂した経験を有する
- 3Dの株主提案が承認されることで企業価値が毀損されるリスクは存在しない
 - 現在サッポロが進めるプロセスを阻害したり、取締役会の判断を一定の方向性に歪めたり、不動産事業の買い手との交渉力を弱めたり、今後の状況変化への対応力を損ねたりすることはない

3Dの議決権行使方針

- 3Dは、監査等委員会の委員長を務める宮石徹氏の選任議案が上程された場合は、反対します。任期満了まで上程されない場合は、その適正性について、追求し続けます
 - 宮石氏は、社内人材かつ、減損したM&Aの実行当事者の一人であることから、監査等委員としての独立性に問題がある
 - 宮石氏は、会計監査と業務監査で求められる会計・不動産・事業/資産売却プロセス・M&A・資本政策に関していずれも必要な専門性を有していない
- 3Dは、社外取締役を務める種橋牧夫氏の選任議案に反対します
 - 種橋氏は、中期経営計画の不動産事業の投資強化方針を正当化するために、社外取締役として招聘された
 - 種橋氏は、サッポロのメインバンクであるみずほ銀行の元副頭取であり、株式の持合を行っている東京建物に所属していることから、独立性に疑義がある
 - 実質的には執行から独立していない人物が、時価総額の70%以上を占める不動産事業の切り離しにおいて、専門性を持った独立社外取締役として振る舞うことは、不適切と考える

サッポロの深刻なアンダーマネジメント

サッポロは、深刻なアンダーマネジメント状態にあります

資本規律の不備

世界一低いROE

- 直近5年平均のグローバル平均**12.3%**に対してサッポロのROEは僅か**2.1%**
- これは**グローバル競争の中で最低**

世界一低い営業利益率

- 直近5年平均のグローバル平均**12.3%**に対してサッポロの営業利益率は僅か**1.5%**
- これは**グローバル競争の中で最低**

すべての大型M&Aにおける減損

- 過去の海外酒類事業における大型M&Aは**すべて減損を計上**（総額約400億円）

株主へのコミットメントの不備

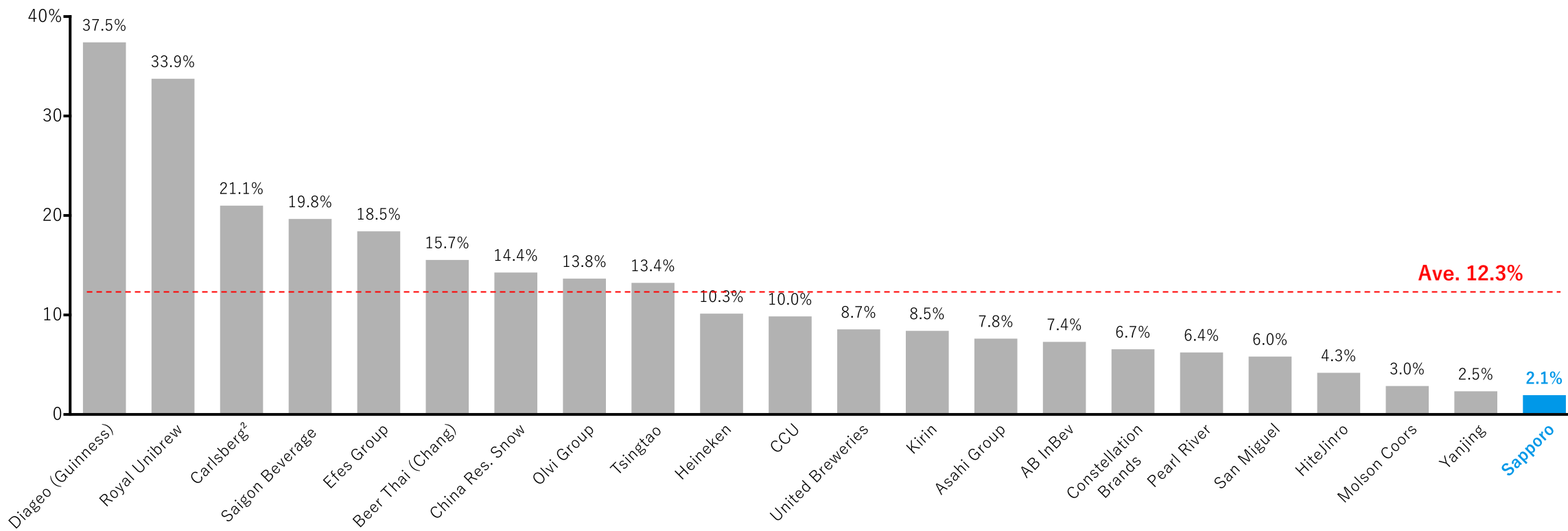
過去一度も達成したことがない中期経営計画

- サッポロは、**過去19年間において売上・営業利益目標をほぼ全て達成していない**
- また、**一度も中期経営計画の最終年度目標を達成したことがない**

サッポロのROEは世界で最も低いです

ROEは、グローバルの競合の中で最低

過去5年ROE平均¹³



出典: Bloomberg; 有価証券報告書; アニュアルレポート

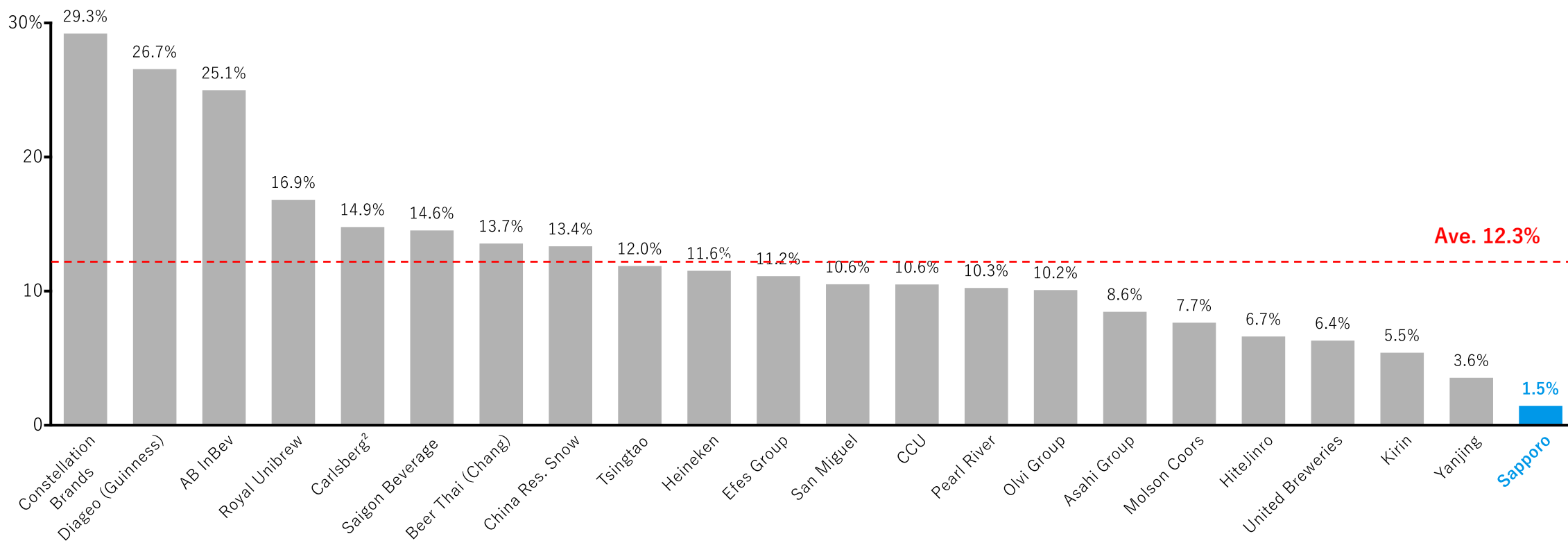
注: [1] 世界のビール生産量トップ40社(2020)のうち証券取引所に上場している22社が対象 [2] CarlsbergはFY22-23に発生したロジア事業撤退に係る損失等の一過性費用を除いた調整後ベース

[3] AB InBev, China Res. Snow Breweries, Tsingtao Brewery Group, Efes Group, Yanjing, San Miguel Corporation, CCU, Pearl River, HiteJinro, Royal UnibrewはFY2019-FY2023の平均、Heineken, Carlsberg, Molson Coors, Asahi Group, Constellation Brands, Kirin, Diageo (Guinness), Saigon Beverage Corp. (SABECO), United Breweries Group, Beer Thai (Chang), Sapporo, Olvi GroupはFY2020-FY2024の平均

サッポロの営業利益率は世界で最も低いです

営業利益率は、グローバルの競合の中で最低

過去5年営業利益率平均¹³



出典: Bloomberg; 有価証券報告書; アニュアルレポート

注: [1] 世界のビール生産量トップ40社(2020)のうち証券取引所に上場している22社が対象 [2] CarlsbergはFY22-23に発生したロジック事業撤退に係る損失等の一過性費用を除いた調整後ベース

[3] AB InBev, China Res. Snow Breweries, Tsingtao Brewery Group, Efes Group, Yanjing, San Miguel Corporation, CCU, Pearl River, HiteJinro, Royal UnibrewはFY2019-FY2023の平均、Heineken, Carlsberg, Molson Coors, Asahi Group, Constellation Brands, Kirin, Diageo (Guinness), Saigon Beverage Corp. (SABECO), United Breweries Group, Beer Thai (Chang), Sapporo, Olvi GroupはFY2020-FY2024の平均

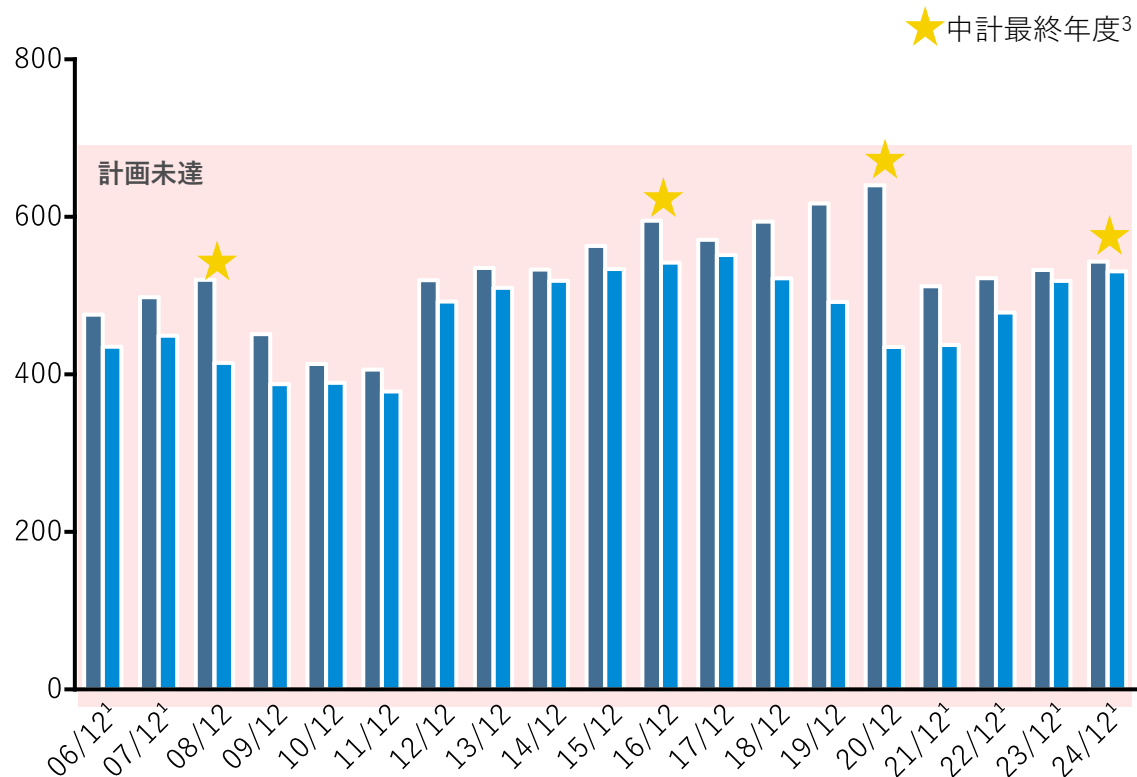
サッポロは、過去4回の大型M&Aのすべての案件において、減損を計上しています

	Sleeman Breweries	Sapporo Vietnam	Anchor Brewing	Stone Brewing																								
買収/出資発表	<ul style="list-style-type: none"> 2006年8月 	<ul style="list-style-type: none"> 2009年12月 	<ul style="list-style-type: none"> 2017年8月 	<ul style="list-style-type: none"> 2022年6月 																								
買収時のサッポロHD / サッポロビール社長	<ul style="list-style-type: none"> サッポロHD：村上隆男 氏 サッポロビール：福永勝 氏 	<ul style="list-style-type: none"> サッポロHD：村上隆男 氏 サッポロビール：福永勝 氏 	<ul style="list-style-type: none"> サッポロHD：尾賀真城 氏 サッポロビール：高島英也 氏 	<ul style="list-style-type: none"> サッポロHD：尾賀真城 氏 サッポロビール：野瀬裕之 氏 																								
買収/出資金額	<ul style="list-style-type: none"> 約306億円 (299M カナダドル) 	<ul style="list-style-type: none"> 約21億円 (25M 米ドル) — 65%の持分を取得 2011年は、ロンアン工場建設に52億円を投資 2011年に71%、2015年に100%に持分を引上 (取得価格不明) 	<ul style="list-style-type: none"> 約119億円 (85M 米ドル) 	<ul style="list-style-type: none"> 約251億円 (180M 米ドル) 																								
減損の概要	<ul style="list-style-type: none"> 合計78億円の減損が発生 <ul style="list-style-type: none"> — 2008年に66億円の減損 — 2010年に12億円の減損 買収後、わずか2年で減損発生 	<ul style="list-style-type: none"> 合計47億円の減損が発生 <ul style="list-style-type: none"> — 2015年に20億円の減損 — 2017年に27億円の減損 	<ul style="list-style-type: none"> 2023年に解散が決定、清算プロセスが開始 <ul style="list-style-type: none"> — 2018年時点で43億円の減損が発生 買収後、わずか1年で減損発生 	<ul style="list-style-type: none"> 合計139億円の減損が発生 <ul style="list-style-type: none"> — 2024年に139億円の減損 買収後、わずか2年で減損発生 																								
	<p>億円</p> <table border="1"> <tr><th>項目</th><th>金額 (億円)</th></tr> <tr><td>買収金額</td><td>306</td></tr> <tr><td>減損総額</td><td>78</td></tr> </table>	項目	金額 (億円)	買収金額	306	減損総額	78	<p>億円</p> <table border="1"> <tr><th>項目</th><th>金額 (億円)</th></tr> <tr><td>買収金額</td><td>N/A</td></tr> <tr><td>減損総額</td><td>47</td></tr> </table>	項目	金額 (億円)	買収金額	N/A	減損総額	47	<p>億円</p> <table border="1"> <tr><th>項目</th><th>金額 (億円)</th></tr> <tr><td>買収金額</td><td>119</td></tr> <tr><td>減損総額</td><td>119</td></tr> </table>	項目	金額 (億円)	買収金額	119	減損総額	119	<p>億円</p> <table border="1"> <tr><th>項目</th><th>金額 (億円)</th></tr> <tr><td>買収金額</td><td>251</td></tr> <tr><td>減損総額</td><td>139</td></tr> </table>	項目	金額 (億円)	買収金額	251	減損総額	139
項目	金額 (億円)																											
買収金額	306																											
減損総額	78																											
項目	金額 (億円)																											
買収金額	N/A																											
減損総額	47																											
項目	金額 (億円)																											
買収金額	119																											
減損総額	119																											
項目	金額 (億円)																											
買収金額	251																											
減損総額	139																											

サッポロは、過去19年間に於いて売上・営業利益目標をほぼ全て達成しておらず、一度も中期経営計画の最終年度目標を達成したことがありません

過去19年間の売上計画値を1度も達成できていない

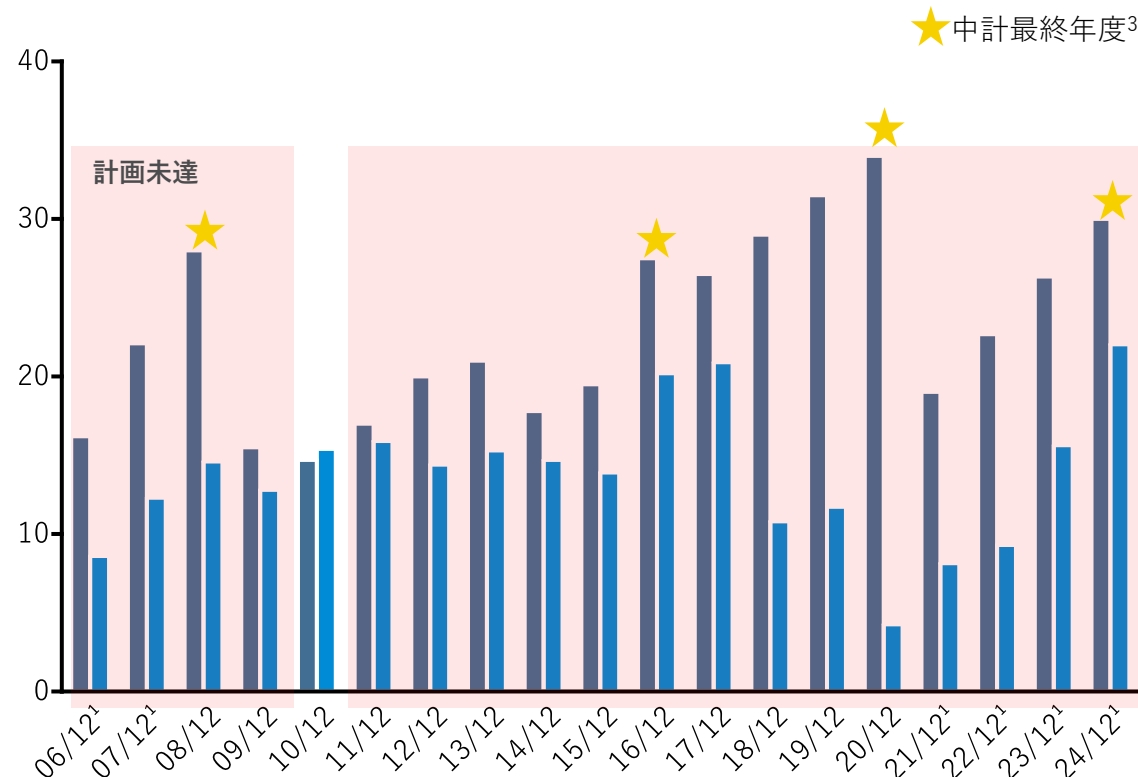
売上 計画値 vs 実績値 (十億円)



「グループ経営計画2024」による

過去19年間の営業利益計画値も1度しか達成していない

営業利益² 計画値 vs 実績値 (十億円)



「グループ経営計画2024」による

出典: Bloomberg; サッポロIR資料

注: [1] 計画値が開示されていない年は、開示されている年の間で線形に推移すると仮定、もしくは示されている目標成長率等をベースに算出; [2] 開示がある場合は事業利益を優先して表示; [3] 連続した3か年以上の中期経営計画を対象とする

サッポロの経営陣に対する、市場の信用度は極めて低いです

2023年4月に行った株主等への意見調査において、 経営陣への信用度の低さが示された

“（前略）不動産事業があるから、価値の最大化に取り組まず、ある種の甘えがあるというのは、3Dインベストメントのいう通り。酒類事業を単体で分析すれば、赤字すれすれの状況で、会社がつぶれてしまう可能性がある。その認識を経営陣で共有していれば、大鉈を振るう等、梃子入れしていたはずである。甘えがあったと指摘されても仕方がない”

- 国内バイサイドアナリスト

“（前略）（サッポロビールが）これだけ多くの根強いファン層を抱えているのに、収益に結びつけることができていないのは、経営陣が企業価値を最大化する取り組みを行っていない証拠である。消費者的な視点から見てもサッポロホールディングスの経営を評価することはできない”

- 外資系バイサイドアナリスト

“（サッポロの執行≒社内取締役は）客観的、合理的な判断は下せておらず、しがらみのなかで判断をしているように見える。社内出身者には構造上難しい面がある。長く会社に勤めており、それが自分の利害にかかわる。支配権の移動に関する議論では、常にコンフリクトが発生するため、社内取締役の方々に、客観的、合理的な議論を求めるのは難しい”

- 外資系バイサイドアナリスト

“（サッポロの執行≒社内取締役が）合理的な判断を下せているかどうかについて、ポジティブに考えることはできない。そもそも取締役をどのように選任しているのかから検証する必要がある。形式的に指名委員会を活用して選任しているのだろうが、実際は社長による指名だったり、いわゆるイエスマンの採用だったりするケースもある。こういった風潮を断ち切る姿勢を見せないことには取締役会のメンバーに信頼を置くことはできない。取締役は常に経営判断に緊張感をもつことを意識する必要がある”

- 国内バイサイドアナリスト

2024年7月に行った株主等への意見調査においても、 経営陣への信頼は依然として低い

“不動産の切り離しは合理的。いまだに持っているのはなぜなのか分からない。3Dが投資して、いろいろ言われて重い腰を上げた感はあるが、ちゃんと市場の声を聴いてほしい。”

- 国内バイサイドアナリスト

“（不動産切り離し方針について、現経営陣が、企業価値最大化の観点から、網羅的かつ客観的な検証を行うことを）期待できるんだったらとつくにやっている面はある。3Dと話をして学んだ面はあると思うが、まだ理解していない印象。取締役会は変化はしたが、経営陣全体としてみれば、なかなか変わらない。”

- 国内バイサイドアナリスト

“（前略）不動産の安定収入による経営の甘えがあり、そのディスシナジーの早期解消は必要と考えている。”

- 海外バイサイドアナリスト

“（前略）サッポロの経営陣は市場から信頼されていないと思う。市場の信頼を回復させるためにもコミットメントを行うことは有効ではないか。”

- 海外バイサイドアナリスト

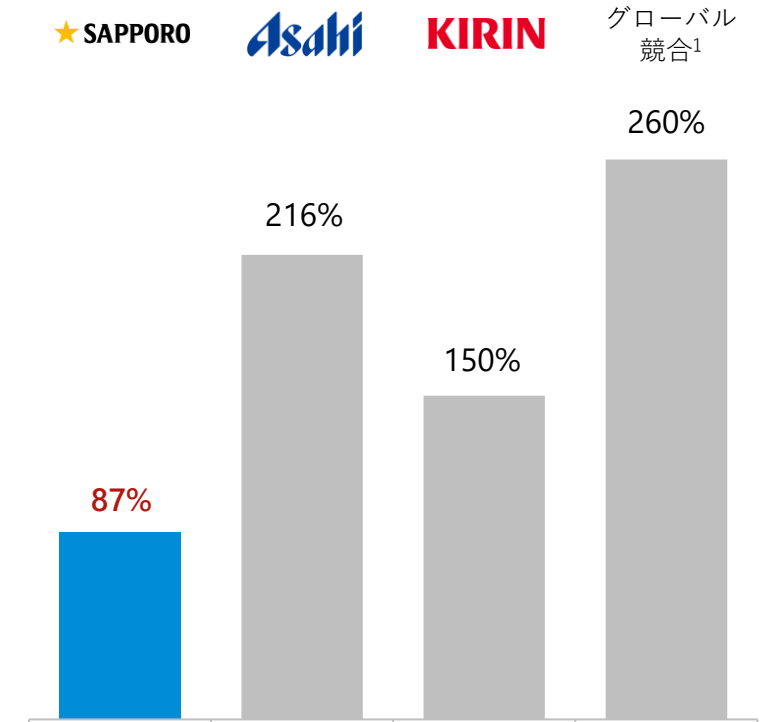
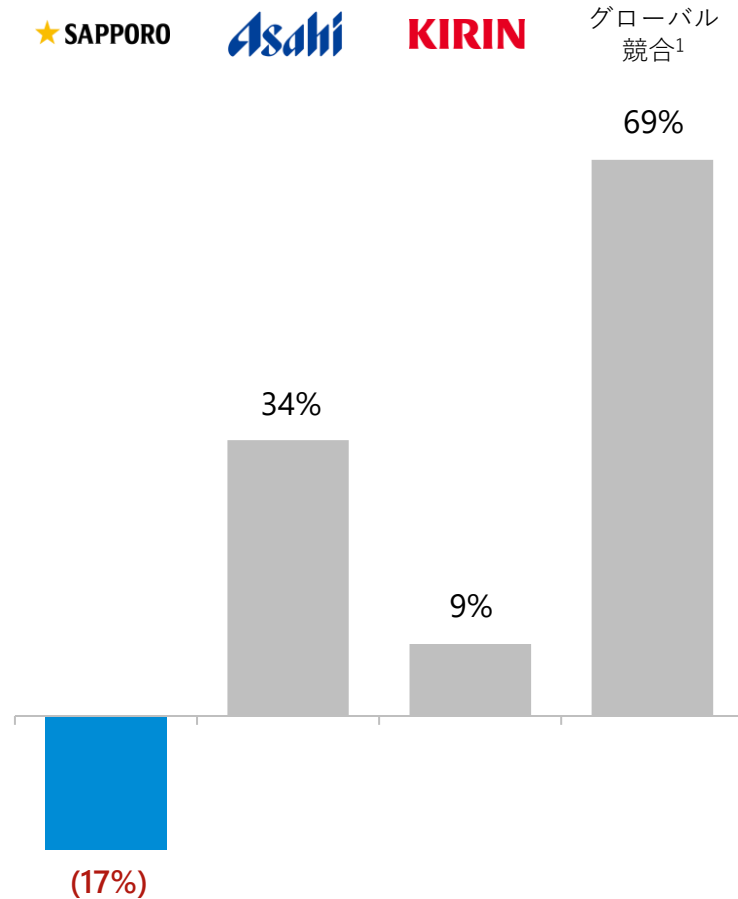
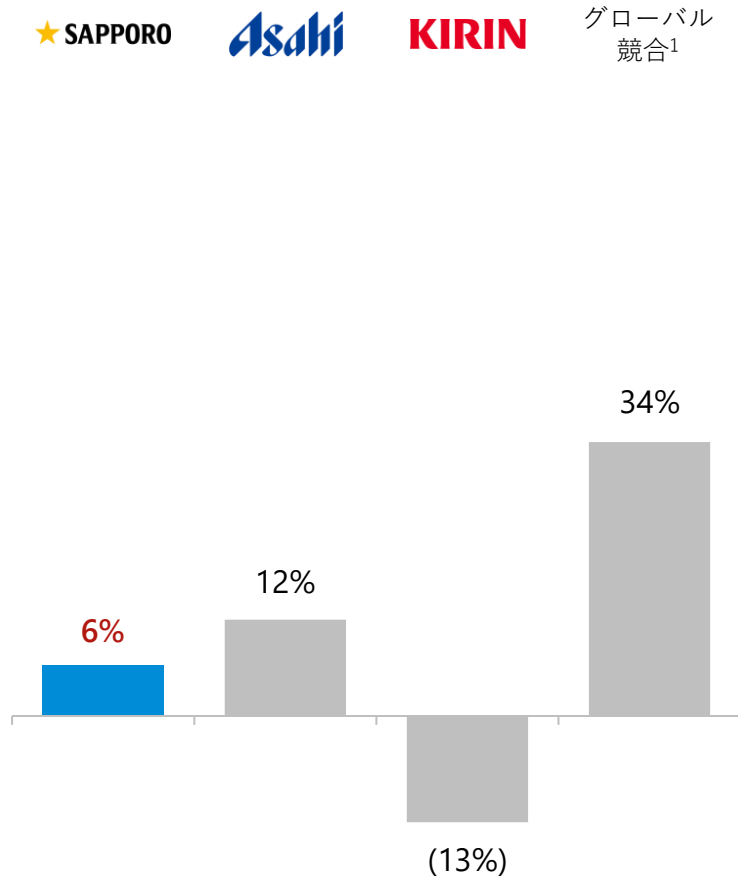
サッポロに対する3Dの貢献

2022年4月に、3Dが対話を開始するまで、サッポロのTSRは、競合より大きく劣後し続けていました

3D対話開始前のTSR推移（過去3年）

3D対話開始前のTSR推移（過去5年）

3D対話開始前のTSR推移（過去10年）

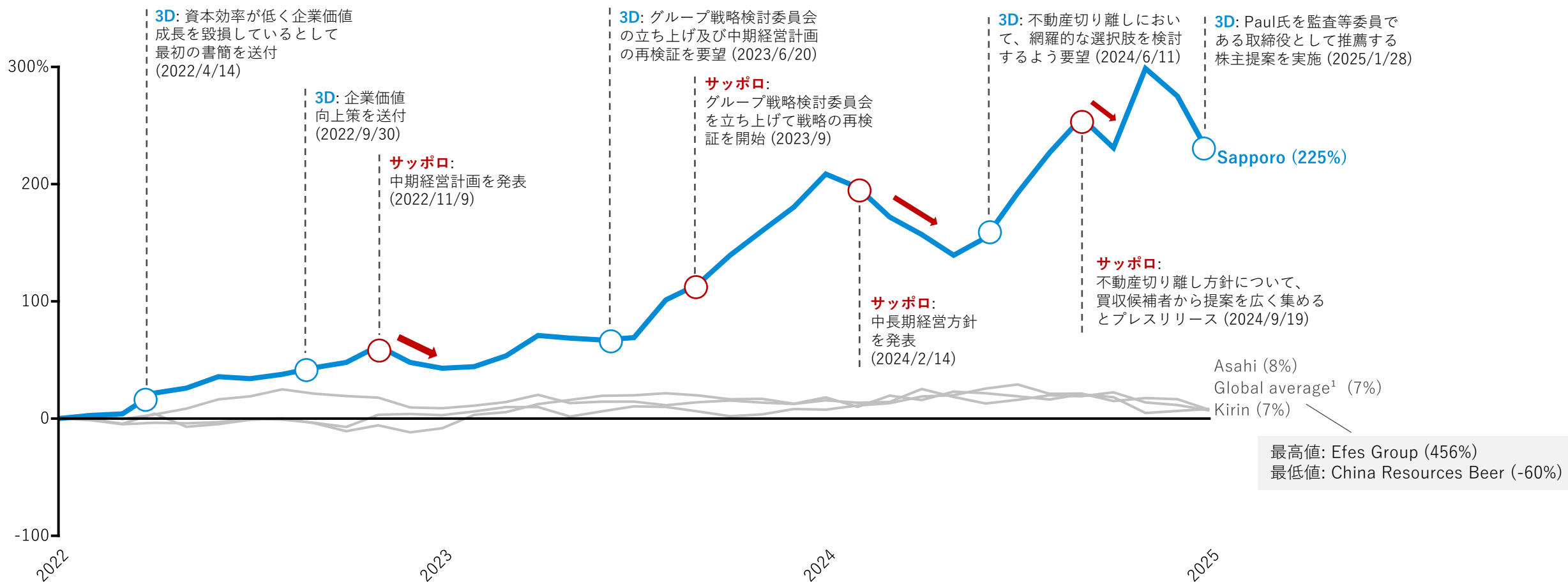


出典: FactSet

注: 各チャートの対象期間の起点は過去3年が2019年1月、過去5年が2017年1月、過去10年が2012年1月とし、終点は2022年3月とした; [1]AB InBev, Heineken, Carlsberg, China Res. Snow Breweries, Molson Coors, Tsingtao Brewery Group, Efes Group, Yanjing, Constellation Brands, Diageo (Guinness), San Miguel Corporation, CCU, Saigon Beverage Corp. (SABECO), Pearl River, United Breweries Group, Beer Thai (Chang), HiteJinro, Olvi Group, Royal Unibrew. Peer data refers to average.

2022年以降のサッポロの株価のアウトパフォーマンスは、3Dの働きかけによって実現したものであり、経営陣単独による功績ではありません

サッポロの株価は、2022年以降において225%上昇しているが、上昇のきっかけは3Dの働きかけによって生じており、サッポロによる各施策の発表後は、株価は低迷する傾向



出典: Bloomberg
 注: [1] 海外競合は以下の19社。AB InBev, Heineken, Carlsberg, China Res. Snow Breweries, Molson Coors, Tsingtao Brewery Group, Efes Group, Yanjing, Constellation Brands, Diageo (Guinness), San Miguel Corporation, CCU, Saigon Beverage Corp. (SABECO), Pearl River, United Breweries Group, Beer Thai (Chang), HiteJinro, Olvi Group, Royal Unibrew

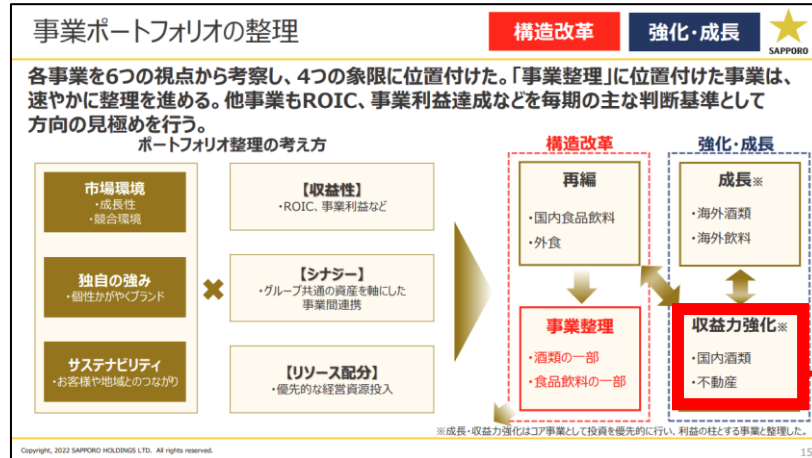
グループ戦略検討委員会の設置と不動産切り離しの方針の決定も、3Dの働きかけによるものでした①

現取締役の多くは、2022年11月に発表した中期経営計画において、不動産事業への純投資強化を支持していました

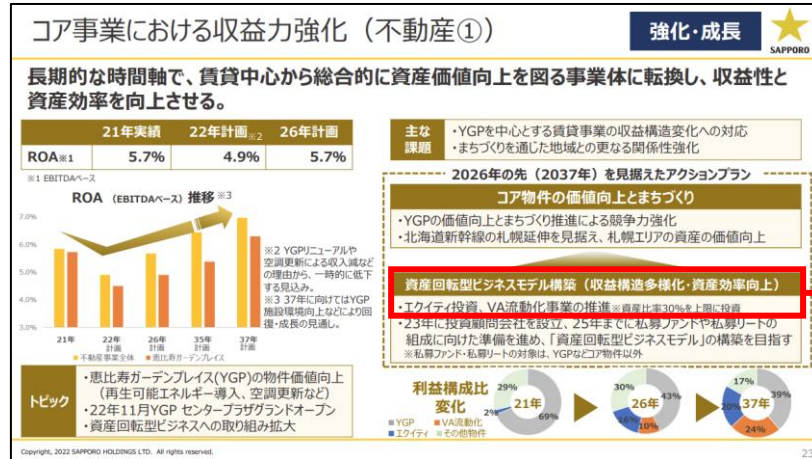
第101回定時株主総会における会社提案の取締役候補者と現監査等委員の計11名のうち5名は、現中期経営計画発表時もHD取締役在任

現役員	現中期経営計画発表時役職 (-はグループ在任前)
 時松浩	常務グループ執行役員 / 常務グループ執行役員
 松出義忠	常務取締役 / 常務取締役
 松風里栄子	常務取締役 / 取締役
 庄司哲也	取締役 / 取締役
 内山俊弘	取締役 / 取締役
 種橋牧夫	取締役 / -
 岡村宏太郎	取締役 / -
 藤井良太郎	取締役 / -
 宮石徹	取締役(監査等委員長・常勤監査等委員) / サッポロビール株式会社 取締役
 山本光太郎	取締役(監査等委員) / 取締役(監査等委員)
 田内直子	取締役(監査等委員) / -

2022年11月に発表された中期経営計画は、不動産事業への純投資強化を掲げるものだった



不動産事業が収益力強化の対象とされ、**コア事業**と定義された



エクイティ投資は不動産買収SPC持分への(一部)出資。VA流動化事業は、価値を高めて売却することを志向した不動産の100%買収。いずれも、「**キャピタルゲイン狙いの**」不動産への純投資

出典: 会社ウェブサイト; 中期経営計画 (2023-2026) (2022年11月9日付)

注: 現中期経営計画発表時に既にサッポロHDの取締役を務めていた者にハイライト

グループ戦略検討委員会の設置と不動産切り離しの方針の決定も、3Dの働きかけによるものでした②

サッポロは、独立性に欠ける社外取締役を後付けで登用し、中期経営計画の不動産事業への投資強化を正当化しました

中計公表後、後付けで不動産事業への投資強化を正当化するため
東京建物から種橋氏を社外取締役として招聘した



候補者番号 8

種橋 牧夫

満66歳(1957年3月13日生)

新任
社外

独立

社外取締役候補者の選任理由及び期待される役割の概要

種橋牧夫氏は、企業経営者としての豊富な経験、実績を有し、不動産事業・財務・コンプライアンスに関する高い見識を有しております。「中期経営計画(2023~26)」の達成に向け、特に重点課題である不動産事業での収益構造多層化・資産効率向上において、金融、不動産での豊富な経営経験に基づき、客観的・専門的な視点からの確かな提言・助言をいただけるものと期待しております。持続的な企業価値の向上を目指す当社グループの経営を監督する適切な人材と判断し、社外取締役候補者としております。

★ 略歴、地位及び担当

取得在任年数 (本総会終結時)	1979年4月 株式会社富士銀行 入行	2015年10月	同社 専務執行役員 アセットサービス事業本部長 兼 海外事業本部長
	2011年6月 株式会社みずほ銀行 副頭取執行役員 支店部担当	2016年3月	同社 取締役専務執行役員 アセットサービス事業本部長 兼 海外事業本部長
所有する当社株式の数	2012年4月 同社 代表取締役副頭取執行役員 営業店業務部門長	2017年1月	同社 代表取締役会長執行役員 東京建物不動産販売株式会社 取締役会長
	2013年3月 東京建物不動産販売株式会社 代表取締役社長執行役員	2019年3月	同社 代表取締役会長 (現在に至る)
取締役会出席回数	2015年7月 東京建物株式会社 専務執行役員 アセットサービス事業本部長	2021年1月	東京建物不動産販売株式会社 取締役 (現在に至る)

“種橋牧夫氏は、企業経営者としての豊富な経験、実績を有し、不動産事業・財務・コンプライアンスに関する高い見識を有しております。「中期経営計画(2023~26)」の達成に向け、特に重点課題である不動産事業での収益構造多層化・資産効率向上において、金融、不動産での豊富な経営経験に基づき、客観的・専門的な視点からの確かな提言・助言をいただけるものと期待しております [後略]”

第99回定時株主総会招集ご通知

しかし、種橋氏の独立性には極めて大きな疑義が存在

- 種橋氏が取締役 取締役会議長を務める東京建物とサッポロの関係性は深い
 - ー 東京建物とサッポロは株式の持合を行っている

サッポロHD 有報	東京建物株	115,878	115,878	取引関係の維持・強化並びに営業協力関係の構築・推進のため	有
		245	185		
東京建物 有報	サッポロホールディングス株	111,980	111,980	ビル事業における不動産取引等を維持・強化して企業価値向上に資するため。	有
		696	367		

- ー 東京建物とサッポロは、芙蓉グループに属しており、歴史的な関係性が深い
 - ✓ 芙蓉グループは、安田財閥、浅野財閥、大倉財閥等の系譜を引く企業と富士銀行(現みずほ銀行)の融資系列からなる企業集団
 - ✓ 現在は、芙蓉懇談会として存続しており、東京建物・サッポロともに加入している

- 種橋氏が副頭取を務めたみずほ銀行は、サッポロのメインバンクである
 - ー サッポロの最大の借入先はみずほ銀行(2023年12月時点で90億円)
 - ー また、みずほ銀行とサッポロは株主の持合も行っている

サッポロHD 有報	開みずほフィナンシャルグループ	91,432	91,432	取引関係の維持・強化並びに営業協力関係の構築・推進のため	有
		221	170		
みずほFG 有報	サッポロホールディングス株式会社	1,106,584	*	発行会社との金融分野を中心とした総合的な取引関係を維持強化するため。	有
		6,673	*		

グループ戦略検討委員会の設置と不動産切り離しの方針の決定も、3Dの働きかけによるものでした③

株主等サーベイにより、中期経営計画が不合理であることが示されたため、3Dは、サッポロに対してグループ戦略検討委員会での再検証を要望しました

株主等サーベイによると、市場関係者は中期経営計画に強い懸念を示していた

サッポロの直近の中期経営計画について、企業価値最大化を目指すにあたって適切かつ十分なものと考えますか？



“現状の中期経営計画が企業価値を最大化するために適切ではない。まず、酒類事業の利益目標値は低すぎる。同業他社と比較して1/3程度では評価のしようがない。不動産事業をコアとすることにも同意しにくい。中期経営計画の事業利益の目標を達成するに十分な指標やアクションプラン、マイルストーンも示されていない。なぜ、同業他社と1/3程度の水準が目標として妥当であるのか、せめて考え方だけでも出してほしい”

- 国内バイサイドアナリスト

サッポロは、企業価値最大化に向けて、中期経営計画の再検証を行うべきと考えますか？



“再検証すべきだと思う。(中略)中期経営計画が終了する3年間を待つ必要があるのか。そこまで状況が変わるのか疑問であるため、再検証のほうを望ましい”

- 外資系バイサイドアナリスト

サッポロの不動産事業について、その投資の規模やコア事業化・投資強化の方針を正当化できるだけのシナジーが他事業と十分に生じていると思いますか？



“サッポロは、そもそも不動産会社ではないことに尽きる。不動産業界は、不動産専門の競争力の高い企業がしのぎを削る、競争の激しい業界である。そのため、不動産事業であっても、利益をねん出できる企業もあれば、できない企業もある。そこに、飲料会社であるサッポロホールディングスに何ができるのだろうか。シナジーを生み出す以前の問題である”

- 外資系バイサイドアナリスト

3Dは取締役会に対して、グループ戦略検討委員会による再検証を要望した

- 下記要件を満たす特別委員会（グループ戦略検討委員会）による検証を要望（2023年6月20日付取締役会宛て書簡より抜粋）

そこで、当社は、貴社取締役会に以下のことを要望いたします：

1. 取締役会が、新中期経営計画を再検証し、企業価値最大化のためのあらゆる選択肢を検討するために、直ちに特別委員会（以下「当該委員会」といいます）を設置することを要望いたします。当該委員会は、現在の取締役と、委員会の分析が効果的に行われることを担保する少なくとも2名の外部有識者（事業再生と消費財セクターの豊富な経験を有する方と、資本市場の豊富な経験を有する方）で構成することを要望いたします。また、その運営を効果的なものとするために、当該委員会が、事業ポートフォリオの見直し等の観点から実績のあるフィナンシャル・アドバイザーと法務アドバイザー、コア事業の立て直しの観点から実績のあるグローバル・コンサルティング・ファームを登用することを要望いたします。加えて、特別委員会の運営を補佐するワーキンググループを組成し、そのグループに、当該外部有識者を加えることを要望いたします。なお、当社は、3Dから完全に独立した、外部有識者としての役割に沿うような候補者を二名、既に選定済みです。本書簡を提出するのと並行して、メールにて、候補者二名をご紹介いたしますので、真摯な検討を要望いたします。

2. 当該委員会においては、企業価値の最大化を第一の目的とし、企業価値を高め得るあらゆる選択肢を、網羅的かつ客観的に検討していただくことを要望いたします。そのために、その検証スコープには、少なくとも、①同業他社と同水準の利益率を達成するための酒類事業の抜本的な収益改善策の検討、②事業ポートフォリオの検証、特に不動産事業の売却またはスピノフを含む保有方針の抜本的見直しを含めていただくことを要望いたします。

3. なお、当該委員会による検証は、合理的な期間内に完了されるものとし、完了し次第、その結果を株主に報告することを要望いたします。

グループ戦略検討委員会の設置と不動産切り離しの方針の決定も、3Dの働きかけによるものでした④

サッポロはグループ戦略検討委員会を設置し、戦略の再検証を経て不動産切り離しを決めました。当初価値の7割¹を占めるYGPを外すつもりでした

サッポロは、グループ戦略検討委員会を発足し、不動産切り離し方針を決定

尾賀社長は、東洋経済へのインタビューにおいて、YGPは対象から外すと明言

2023年度 第3四半期
決算説明資料

	2023年	2024年	2025年~2026年
国内酒類	ビール事業 (3-2) 増強 焼酎事業 (3-2) 増強 洋酒事業 (3-2) 増強		
海外酒類	焼酎事業 (3-2) 増強 洋酒事業 (3-2) 増強		
外食	外食事業 (3-2) 増強 飲食事業 (3-2) 増強		
国内食品飲料	食品事業 (3-2) 増強 飲料事業 (3-2) 増強		
海外食品飲料	食品事業 (3-2) 増強 飲料事業 (3-2) 増強		
不動産	YGPを中心としたコア資産の価値向上 (3-2)		
本社	経営戦略 (3-2) 増強 財務戦略 (3-2) 増強 人事戦略 (3-2) 増強 環境戦略 (3-2) 増強		

中期経営計画の先にある中長期的な企業価値向上へ向けたグループ戦略シナリオの策定のために、グループ戦略検討委員会を設置した (本年9月)

日本経済新聞
(2023年10月11日)

“サッポロホールディングス (HD) は中長期的な事業戦略を検討する「グループ戦略検討委員会」を設置した。(中略) 国内外の酒類事業や不動産事業などの見直しを議論し、早ければ2024年2月に具体策を公表する”

グループ価値向上のための中長期経営方針に関するお知らせ
(2024年2月14日)

“不動産については、酒類事業のブランド接点・顧客接点を提供する場と位置付け、情報発信を含めた酒類事業に資する価値向上を進めます。また、酒類事業への成長投資に機動的に対応するため、不動産に対する戦略パートナーからの資本導入等不動産の保有形態を多様化します”

サッポロ社長「3Dは買収家のスティーラーと違う」
独占取材に「ビール特化方針」の理由を語る



尾賀 真城
代表取締役社長

恵比寿ガーデンプレイスを売却するかも？

“それはしないと思う。サッポロブランドとの接点を失うことはしない。北海道のサッポロビール園のレンガの建物を売ることがありえないように、われわれの中にはありえないことがある”

東洋経済 2024年2月16日

出典: 東洋経済ONLINE2024年2月16日

注: [1] 3Dが依頼した第三者評価機関によると、サッポロの保有不動産の時価は約6,360億円、その内約4,425億円を恵比寿ガーデンプレイスが占める

グループ戦略検討委員会の設置と不動産切り離しの方針の決定も、3Dの働きかけによるものでした⑤

3Dは、160P超にも及ぶ不動産による価値貢献最大化施策を提案し、より抜本的な検討を求めました

3Dは、2024年6月に不動産による価値貢献最大化施策を提案

The image displays a series of 18 presentation slides, organized into three rows and six columns. Each row represents a different topic, with the first slide in the row being a large title slide and the subsequent five slides being smaller content slides.

- Row 1: 不動産による価値貢献最大化に向けて** (Towards maximizing value contribution from real estate). The title slide includes the date 2024年6月26日 and the 3D INVESTMENT PARTNERS logo.
- Row 2: 恵比寿ガーデンプレイスの再開発について** (Regarding the redevelopment of Ebisu Garden Place). The title slide includes the date 2024年6月26日 and the 3D INVESTMENT PARTNERS logo.
- Row 3: 恵比寿ガーデンプレイスの価値について** (Regarding the value of Ebisu Garden Place). The title slide includes the date 2024年6月26日 and the 3D INVESTMENT PARTNERS logo.

The content slides feature various data visualizations, including bar charts, line graphs, maps, and tables, illustrating the analysis and proposals made by 3D.

グループ戦略検討委員会の設置と不動産切り離しの方針の決定も、3Dの働きかけによるものでした⑥ これらの働きかけを経て、サッポロは、ようやくYGPを含む不動産切り離しに向けて動き出しました

2024年9月、サッポロは不動産切り離しにおける 第三者からの提案を募集開始

2024年9月 開示資料

不動産事業への外部資本導入に関する提案募集開始のお知らせ

サッポロホールディングス株式会社（以下、「当社」といいます。）は、2024年8月13日の「グループ価値向上のための中長期経営方針」具体化に向けた検討状況のお知らせにてお伝えさせていただきましたとおり、将来のグループ価値向上に資する不動産の活用方法と抜本的な事業ポートフォリオ変革のあり方に関してサッポロ不動産開発株式会社への外部資本導入、物件売却や株主様からご提案いただいております税制適格スピノフなど、考えられる選択肢を広く比較検討しています。

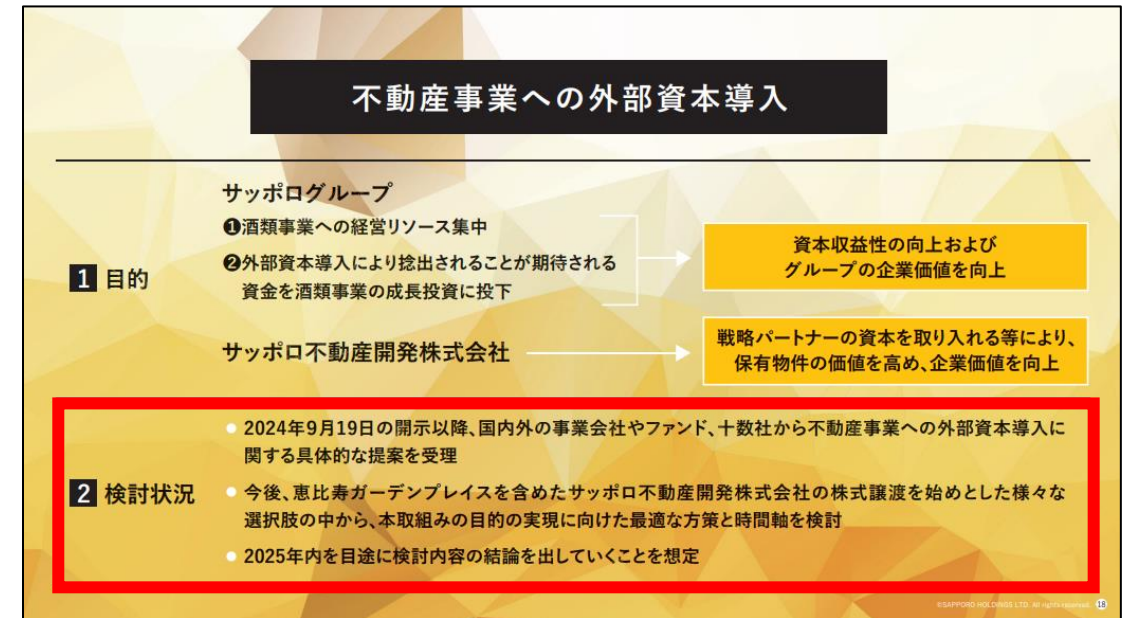
このたび、本検討の精度をより高めるために、幅広い戦略パートナー候補の方々から、不動産事業への外部資本導入に関する提案等をお受けするプロセスを開始しましたので、お知らせいたします。

なお、提案の募集にあたり、当社は、フィナンシャル・アドバイザーとして野村證券株式会社、リーガル・アドバイザーとして長島・大野・常松法律事務所を選定しております。

“**恵比寿ガーデンプレイスを含めて（全ての保有資産で）**、あらゆる選択肢を考えている”¹

-サッポロホールディングス 尾賀真城社長

2025年2月、サッポロはYGPを含めた検討を進めているとコメント



サッポロが直面する不可逆な意思決定と失敗のリスク

現在、サッポロは不動産事業の切り離しを決断し、切り離しプロセスの具体化を進めています

2024年9月19日付

「不動産事業への外部資本導入に関する提案募集開始のお知らせ」

不動産事業への外部資本導入に関する提案募集開始のお知らせ

サッポロホールディングス株式会社（以下、「当社」といいます。）は、2024年8月13日の「「グループ価値向上のための中長期経営方針」具体化に向けた検討状況のお知らせ」にてお伝えさせていただきましたとおり、**将来のグループ価値向上に資する不動産の活用方法と抜本的な事業ポートフォリオ変革のあり方に関してサッポロ不動産開発株式会社への外部資本導入、物件売却や株主様からご提案いただいております税制適格スピノフなど、考えられる選択肢を広く比較検討しています。**

このたび、本検討の精度をより高めるために、**幅広い戦略パートナー候補の方々から、不動産事業への外部資本導入に関する提案等をお受けするプロセスを開始しましたので、お知らせいたします。**

なお、提案の募集にあたり、当社は、フィナンシャル・アドバイザーとして野村證券株式会社、リーガル・アドバイザーとして長島・大野・常松法律事務所を選定しております。

本件提案に関するお問い合わせ先は、以下になります。

※ 赤色網掛けは当社による

2025年2月14日付「グループ中長期成長戦略」

不動産事業への外部資本導入

1 目的

サッポログループ

- ①酒類事業への経営リソース集中
- ②外部資本導入により捻出されることが期待される資金を酒類事業の成長投資に投下

資本収益性の向上および
グループの企業価値を向上

サッポロ不動産開発株式会社

戦略パートナーの資本を取り入れる等により、
保有物件の価値を高め、企業価値を向上

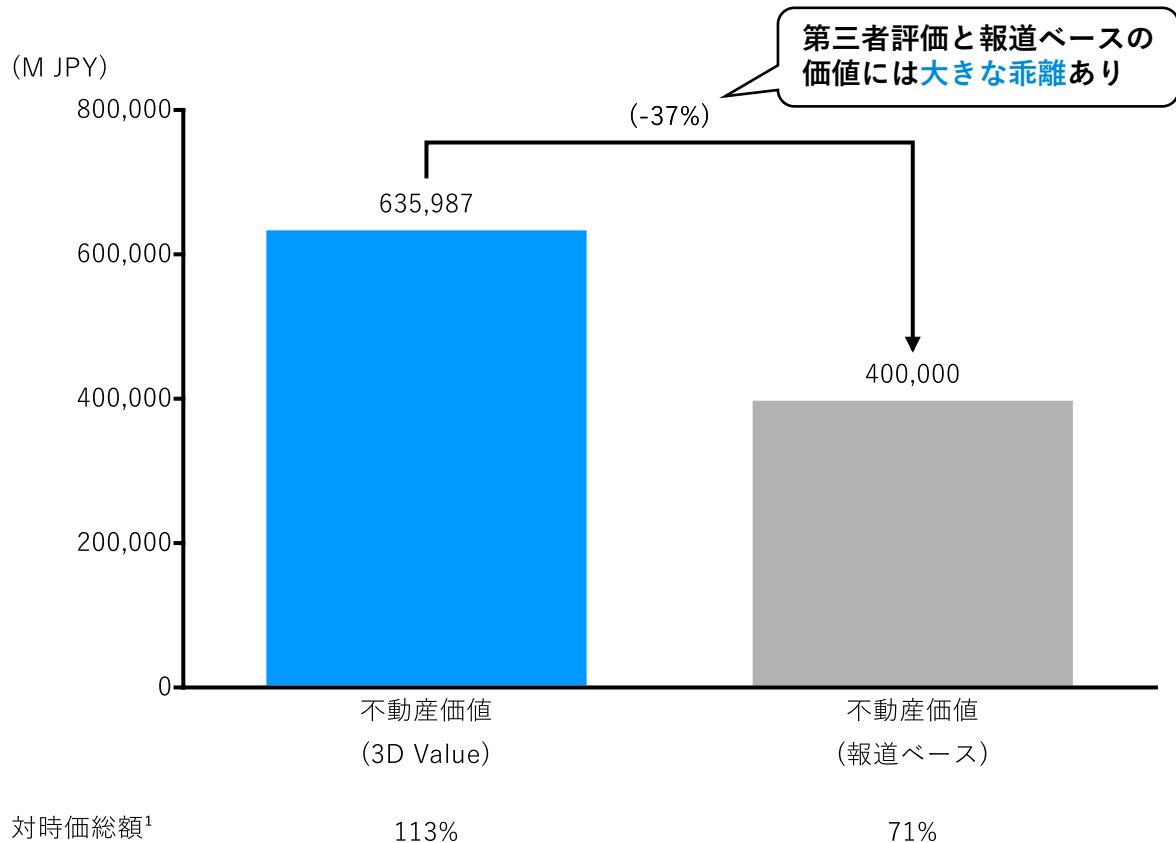
2 検討状況

- 2024年9月19日の開示以降、国内外の事業会社やファンド、十数社から不動産事業への外部資本導入に関する具体的な提案を受理
- 今後、恵比寿ガーデンプレイスを含めたサッポロ不動産開発株式会社の株式譲渡を始めとした様々な選択肢の中から、本取組みの目的の実現に向けた最適な方策と時間軸を検討
- 2025年内を目途に検討内容の結論を出していくことを想定

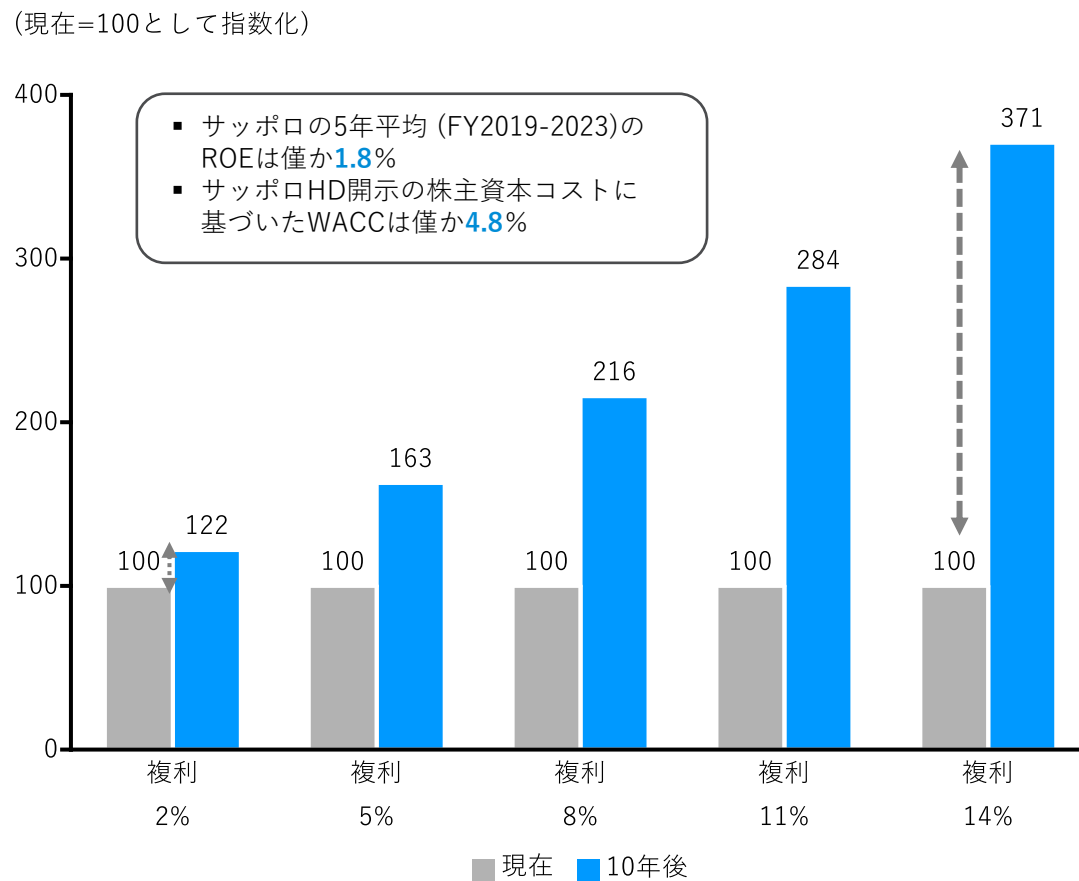
※ 赤色枠線は当社による

企業価値最大化の観点から、「①不動産切り離し対価の最大化」と「②切り離し対価の最適な資本配分」は必要不可欠な不可逆的な経営判断です

「①不動産切り離し対価の最大化」が行われない場合、
投資原資の多寡に与える影響は甚大



「②切り離し対価の最適な資本配分」が行われない場合、
中長期での企業価値成長に与える影響は甚大



しかし、深刻なアンダーマネジメント状況にあるサッポロに対し、「①不動産切り離し対価の最大化」と「②切り離し対価の最適な資本配分」において適切な判断が行われると確信を持つことは困難です

資本規律の不備

世界一低いROE

- 直近5年平均のグローバル平均**12.3%**に対してサッポロのROEは僅か**2.1%**
- これは**グローバル競争の中で最低**

世界一低い営業利益率

- 直近5年平均のグローバル平均**12.3%**に対してサッポロの営業利益率は僅か**1.5%**
- これは**グローバル競争の中で最低**

すべての大型M&Aにおける減損

- 過去の海外酒類事業における大型M&Aは**すべて減損を計上**（総額約400億円）

株主へのコミットメントの不備

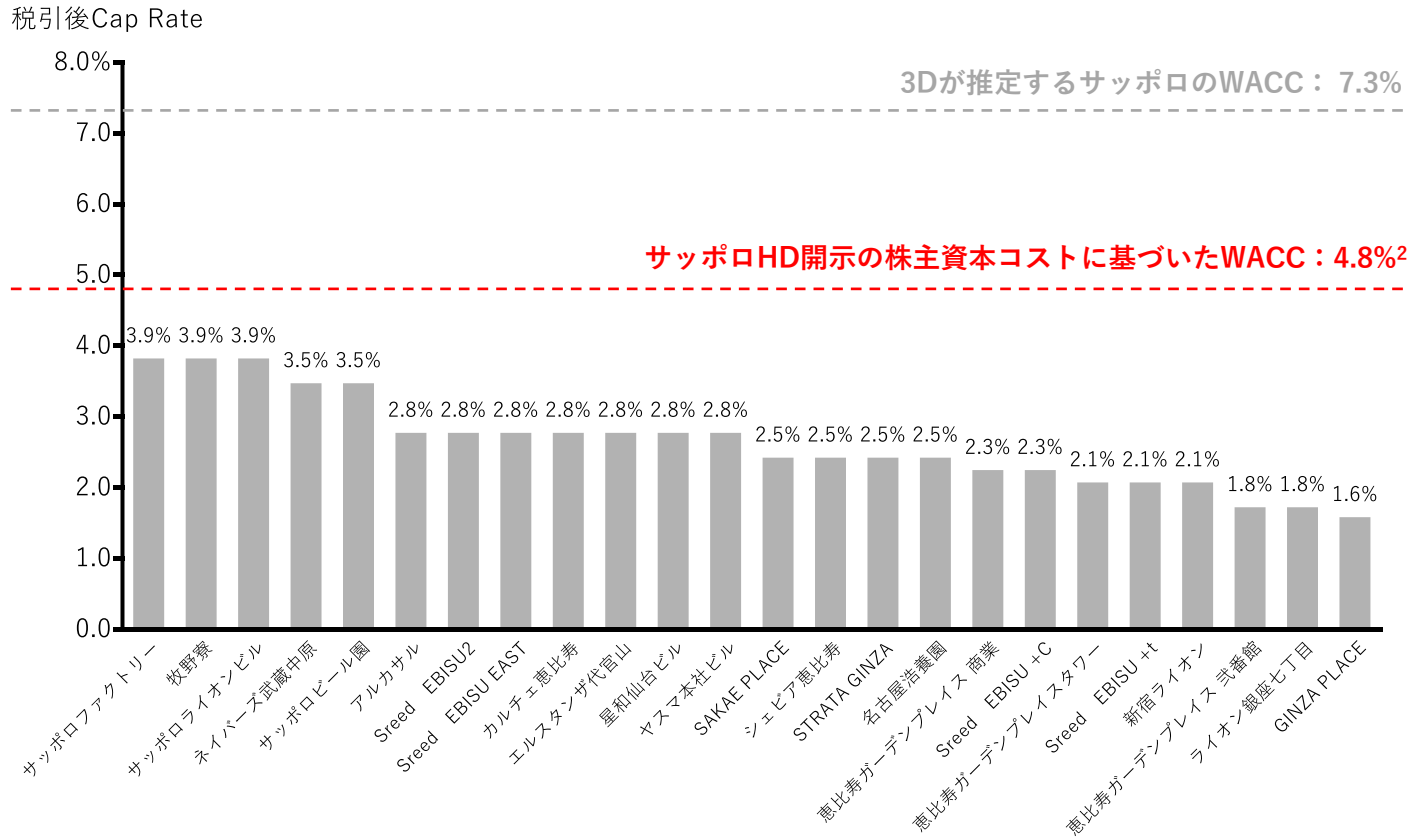
過去一度も達成したことがない中期経営計画

- サッポロは、**過去19年間において売上・営業利益目標をほぼ全て達成していない**
- また、**一度も中期経営計画の最終年度目標を達成したことがない**

補足：不動産切り離しの決断をただけでは、資本規律の不備が解決されたとは言えません（1/2）

サッポロの保有する不動産のROICはすべてWACCを下回っており、一部の継続保有は不合理です

サッポロの保有不動産のROIC¹は 全て資本コストを下回っており、企業価値を毀損している



しかし、サッポロは依然として、一部の不動産と、不動産保有会社の一部持分について継続保有する方針

- サッポロは、ブランドの接点として重要との理由により、**一部不動産の保有を継続すると発言**
- しかしながら、ブランドの接点としての役割を果たす上では、**賃借により継続的な使用をすれば足り、保有をする合理的な理由はない**

“直接保有しなければならない不動産は保有する。そこは今までと同じである。不動産がブランドの接点として重要な資産ということについては変わらない”

2023年度通期決算説明会スクリプト

- サッポロが切り離し手法の一つとして検討している、**サッポロ不動産開発株式会社への外部資本導入において、「一部」の取り込みに留まることが示唆**されている

“不動産の位置づけをビールの接点の場とし、**一部外部資本も取り込んで、さらなる酒類成長を目指していきたい**”

2023年度通期決算説明会スクリプト

出典：第三者機関による評価; 2023年度通期決算説明会スクリプト

注: [1] ROICの近似値として税引後Caprateを使用; [2] サッポロが開示する株主資本コスト6.0%、負債コスト0.88% (FY23/12期の支払利息22億円、平均有利子負債残高2,541億円から算出)、時価総額4,741億円、Net debt1,511億円から算出

補足：不動産切り離しの決断をただけでは、資本規律の不備が解決されたとは言えません（2/2）

松出常務取締役の決算説明会での発言は、資本規律の不備を強く疑わせます

2023年度決算説明会における質疑応答

“[Q]：私は御社の **26年以降の株主還元策について考え方**をお聞きしたいです。相当、株主還元の余力も高まってくると思います、もちろん不動産をどういうふうにコントロールしていくかだと思えるんですけども。この部分は例えば今、連結配当性向って30%以上を基本としておりますけれども、26年以降の方針はより構造的に強化されていこうとねらっているのか。”

“松出[A]：株主還元については、私のほうからお答えさせていただきます。具体的な戦略、方針については今後詰めていくことになっておりますので、具体的にはまだ決まっています。（中略）当然 ROE も 8% から 10% 以上という目標を掲げていきますので、そこについても株主様のご期待に応えられるようにしていきたいなと思っています。ただ、例えば巨額の不動産売却益が出て、キャッシュだけが手元にあって、自社株買いで効率を上げていくことは想定せず、そこはビールの戦略投資にマッチするような不動産の、外部資本の導入を想定してまいりたいと考えております。”

2024年度決算説明会における質疑応答

“[Q]：あと併せて松風さんのプレゼン資料の16ページ、財務目標というROE目標の変化の表があるんですけども、これを拝見していると不動産の外部資本導入によるキャッシュは、基本的にはもう成長投資に投下していくみたいな表現にも聞こえるんですけど。（中略）何かお話しするのは難しいかもしれませんが一応こういう表を示していただいているので、この**株主還元と成長投資のバランス**みたいなところで何かご示唆いただけたところがありましたらお願いします。”

“松出[A]：すみません。松出ですけれども。そもそも昨年2月に中長期経営方針を打ち出させていただいたときに、大きな考え方をお示しさせていただいたと思うんですね。そのときには、それまでコア事業だった不動産事業をうまく外部資本の導入を行って酒類事業をさらに成長させていくと、つまり**不動産で得た外部資本からの資金については成長投資に費やしていくと、それを持って企業価値を最大化させていくのが大きなコンセプト**と考えております。株主還元を否定するということではないんですけども、企業活動をさらに高めていくということが、今回の大きな考え方のベースにあるということでご理解いただければと思います。”

不動産売却後の株主還元についての質問に対して、松出常務取締役は自己株式取得は想定せず、酒類事業の成長投資に費やしていくと発言。事業投資と株主還元を並列に比較し企業価値を最も高める意思決定を行うという、あるべき姿と乖離があります

補足：Stone社の減損は、資本規律の不備が依然として存在する証左です（1/4）

Stone社の買収に関わっていた多くの取締役が継続して在任しています

2025年1月30日、サッポロはStone社の減損を発表

2025年1月30日

各 社

社 名 サッポロホールディングス株式会社
代表取締役社長 尾賀 真城
コード番号 2501
上場取引所 東証プライム・札幌
問合せ先 経営企画部長 中村 洋輔
TEL 03 (5423) 7407

通期業績予想の修正及び減損損失（連結決算）の計上に関するお知らせ

サッポロホールディングス株式会社（以下、「当社」といいます。）は、2024年12月期におきまして、2024年11月12日に公表しました2024年12月期通期業績予想を修正するとともに、**減損損失（連結）を計上する見込みとなりました**ので、下記のとおりお知らせいたします。

記

1. 連結業績（1）2024

	売上収益	営業利益	営業利益	経常利益	経常利益	当期純益
	百万円	百万円	百万円	百万円	百万円	百万円
前 回 発 表 予 想 (A)	526,000	19,000	17,600	10,030	10,000	128.37
今 回 修 正 予 想 (B)	530,000	22,000	16,500	7,530	7,500	96.25
増減額 (B-A)	4,000	3,000	△1,100	△2,500	△2,500	
増減率 (%)	0.8%	15.8%	△40.3%	△24.9%	△25.0%	
（ご参考）前期通期実績 （2023年12月期通期）	518,632	15,633	11,820	8,758	8,724	111.99

（2）修正の理由
売上収益、事業利益につきましては、主に国内酒類及び不動産事業での売上増加等に伴い、売上収益は前回発表の5,260億円から0.8%増加の5,300億円、事業利益は190億円から15.8%増加の220億円を見込んでいます。一方で、営業利益、当期利益及び親会社の所有者に帰属する当期利益につきましては、後述の通りに、「STONE BREWING CO., LLC（以下、Stone社）」における「減損損失」の計上により、前回発表予想を下回る見込みです。

2. 減損損失（連結）について
当社の連結子会社であるStone社は、米国内でビールの製造・販売をしています。今般、この「Stone社」の株式を取得した際に生じた「のれん」の一部につきまして、今期約139億円を「減損損失」として「その他の営業費用」に計上することとなりました。
クラフト市場の長期的軟化によるStoneブランドの売上減少及びコストインフレ等による採算悪化から販売数量及び足元の利益水準は見込みを下回る状況で推移しました。
このような状況下、企業価値の再評価に際し、資産性を多角的に分析した結果、2024年12月期において、約139億円の「減損損失」を計上することといたしました。

※将来に関する記述等についての留意事項
上記の予想に関する記述は、本資料の発表日現在において入手可能な情報に基づき判断した見通しであり、潜在的なリスクや不確実性が含まれております。実際の業績は今後の様々な要因により予想数値と異なる場合があります。開示すべき事項が発生した場合には、速やかに業績への影響をお知らせいたします。

"この「Stone社」の株式を取得した際に生じた「のれん」の一部につきまして、今期約139億円を「減損損失」として「その他の営業費用」に計上することとなりました。クラフト市場の長期的軟化によるStoneブランドの売上減少及びコストインフレ等による採算悪化から販売数量及び足元の利益水準は見込みを下回る状況で推移しました。"

"「STONE BREWING CO., LLC（以下、Stone社）」における「減損損失」の計上により、前回発表予想を下回る見込みです"

2022年のStone社買収時、第101回定時株主総会における会社提案の取締役候補者及び現監査等委員の多くが関与

現役職	2022年6月Stone社買収当時の役職 (* -はグループ未在籍)
時松浩 常務グループ執行役員	常務グループ執行役員 サッポロ不動産開発株式会社 代表取締役社長
松出義忠 常務取締役	常務取締役 サッポロビール株式会社 取締役
松風里栄子 常務取締役	取締役 ポッカサッポロフード&ビバレッジ株式会社 代表取締役副社長
庄司哲也 取締役	取締役
内山俊弘 取締役	取締役
種橋牧夫 取締役	-
岡村宏太郎 取締役	-
藤井良太郎 取締役	-
宮石徹 取締役(監査等委員長・常勤監査等委員)	サッポロビール株式会社 取締役
山本光太郎 取締役(監査等委員)	取締役(監査等委員)
田内直子 取締役(監査等委員)	-

出典：サッポロ「通期業績予想の修正及び減損損失（連結決算）の計上に関するお知らせ」（赤線は3Dによる）；有価証券報告書；会社ウェブサイト
注：現取締役でStone社買収に関与していたと思われる者にハイライト

補足：Stone社の減損は、資本規律の不備が依然として存在する証左です（2/4）

3DはStone社減損の根本原因や資本規律に関する公開質問状を送付しました

第101回定時株主総会において、株主の皆様が十分な情報提供の元で議決権行使を行えるよう、公開質問状を2025年2月18日に送付し、2月28日までの公開回答を要望

3Dインベストメント、繰り返される大型M&Aの減損を受け、サッポロの取締役会に公開書簡を提出し、深刻な資本規律の不備について懸念を再表明

サッポロの取締役会は、株主が次回の株主総会で十分な情報を得たうえで議決権を行使できるよう、資本規律の欠如に関する重要な質問について公式に回答すべきです

同社は今後、時価総額の約70%以上に相当する不動産事業の実質的な売却を予定しており、その売却資金の再配分を決定する重要な意思決定に直面しています。これらの意思決定において、深刻な資本規律の欠如を解消することは不可欠です

February 18, 2025 04:00 AM Eastern Standard Time

2025年2月18日

〒150-8522
東京都渋谷区恵比寿4-20-1
サッポロホールディングス株式会社
取締役会 御中
(写し：常務グループ執行役員 輪俊 浩樹)

1 Temasek Avenue
#20-02A Millenia Tower, Singapore
3D Investment Partners Pte. Ltd.

拝啓

当社は、貴社の Stone Brewing (以下「Stone 社」) の買収失敗の根本原因および資本規律の欠如に対する貴社の質問に対し、取締役会が迅速かつ実質的な回答を行っていないことに対する不満と懸念を表明するために、本書簡を送付いたします。

これまで繰り返し指摘してきましたとおり、海外酒類事業におけるすべての買収案件で減損が生じていることは異常であり、このことは、貴社の資本規律の欠如を明確に示しております。現時点で過去の買収失敗の根本原因を特定し、適切な監督体制を確立し、厳格な資本規律を整備しなければ、今後の意思決定において資本配分の失敗が繰り返され、不可逆かつ深刻な企業価値の毀損が生じることを、当社は強く懸念しております。

当社は、貴社の企業価値の向上を望むよりも顧客大株主の一社として、また他の少数株主と利益を共通にする者として貴らの代弁者となり、貴社の取締役会が資本規律の欠如という重要な問題に適切に対応しているかを確認する責任があります。

そのため、当社は、2025年2月6日に書簡（以下「2月6日付書簡」）を送付し、Stone 社への投資の失敗に関連する貴社の資本規律の欠如に関する質問状を送付しました。しかし、取締役会は回答を後に延期し、実質的に回答を拒絶しました。また、2025年2月14日付けで当社が送付した書簡（以下「2月14日付書簡」）に記載の重要事項についても実質的に応じることはありませんでした。そして、2025年2月17日に「株主総会に対する当社取締役会の意見に関するお知らせ」を急遽公表し、2025年3月開催予定の貴社の第101回定時株主総会（以下「本株主総会」）での貴社の株主提案に反対意見を表明しました。

今後、貴社が、時価総額の約70%以上に相当する不動産事業の実質的な売却と、その売却資金の再投資に関する意思決定を控えていることを鑑みれば、厳格な資本規律を確立し、適切な資本配分方針を策定し、M&Aの評価プロセスを透明化するべきです。また、現在、貴社を率いる経営陣の買収失敗及び貴社のM&Aの評価プロセスを透明化するべきです。また、現在、貴社を率いる経営陣の買収失敗及び貴社のM&Aの評価プロセスを透明化するべきです。また、現在、貴社を率いる経営陣の買収失敗及び貴社のM&Aの評価プロセスを透明化するべきです。

以上

2021年12月期末時点の連結純資産をUSD53mmと開示していることから、買収時点の株主純資産倍率は、概ね3.4xと試算。

補足：Stone社の減損は、資本規律の不備が依然として存在する証左です（3/4）

本質問状に対して、満足のいく回答が得られない限り、資本規律の不備への懸念は解消されません

サッポロ取締役会へのご質問

1. Stone社買収プロセスの各段階（特定、評価、交渉、承認、実行、統合）において、損失の可能性を最小限に抑え、成功の確率を高めるために取締役会はどのような措置を講じましたか。
2. 2022年のStone社買収時点で、米国クラフトビール市場はすでに縮小傾向にあり、かつ貴社の過去の米国クラフトビール会社であるAnchor社の買収の失敗は明らかでした。この状況下で、取締役会がStone社の買収が企業価値向上に寄与すると確信した根拠を、定量的なデータを用いてご説明ください。
3. Stone社買収時、同社の売上は減少傾向にあり、赤字経営が続いていたにもかかわらず、貴社は約3.4倍もの株価純資産倍率で買収を行いました。貴社取締役会はこの買収価格をどのように正当化したのでしょうか。また、買収後の黒字化計画及びそのスケジュールはどのようなものであったか、さらに、その黒字化計画が失敗した理由は何だとお考えかをご説明ください。
4. 貴社取締役会は、Stone社買収について、徹底したデューデリジェンスを実施し、シナジーの可能性があり、過去の失敗は繰り返さないと主張しておりました。しかし、2025年1月にStone社買収に起因する139億円の減損損失を計上しました。この減損損失を防ぐために、貴社取締役会はこれまで具体的にどのような措置を講じてきたのでしょうか。
5. 貴社は、Sleeman Breweries、サッポロベトナム、Anchor社といった海外買収において、いずれも減損損失を計上しています。このような過去の失敗事例があるにもかかわらず、貴社取締役会がStone社買収の成功を確信した理由は何でしょうか。また、過去の失敗した買収と比較して、Stone社買収の評価及び実行プロセスにおいて、貴社取締役会が追加的に実施した措置は何であったか、さらに、これらの追加措置が効果を発揮しなかった理由をご説明ください。
6. 貴社は、すべての海外M&A案件で減損損失を計上していますが、その根本的な原因は何でしょうか。また、人材、専門知識、戦略、プロセス、監督体制の各観点において、今後の資本配分の失敗を防ぐために是正すべき点は何でしょうか。貴社取締役会は、これらの問題にどのように対処する計画なのでしょうか。さらに、これまでの資本配分の失敗を踏まえ、取締役会が導入した具体的な予防策はあるのでしょうか。
7. 取締役会は、失敗した買収に関して、経営陣の誰かに対して責任を追及しましたか。また、現在の取締役の中に、これらの失敗に責任を負う者はいますか。さらに、貴社は、責任を負う経営陣や部門に対してどのような対応を取ったのでしょうか。その他、繰り返される買収失敗及び資本配分の失敗に対し、今後取るべき追加の措置が何かをご説明ください。
8. 貴社は、今後の不動産売却によって得られる巨額資本を再配分するにあたり、M&Aの評価プロセスや資本配分の意思決定プロセス、担当人員にどのような変更を加える予定でしょうか。
9. 取締役会が厳格な資本規律を整備し、これまでの資本配分の失敗を繰り返さないことを、株主はどのような事情から確信することができるのでしょうか。

補足：Stone社の減損は、資本規律の不備が依然として存在する証左です（4/4）

本質問状に対して、満足のいく回答が得られない限り、資本規律の不備への懸念は解消されません

サッポロ監査等委員会へのご質問

1. 監査等委員会は、Stone社買収プロセスにおいて、どのような役割を果たしたのでしょうか。また、Stone社買収に関連して、監査等委員会が実施した具体的な活動についてご説明ください。さらに、Stone社買収後に減損損失を計上するに至ったことについて、買収時の監査が十分に機能しなかった理由は何でしょうか。
2. 監査等委員会は、Stone社買収の承認に際してどのようなデューデリジェンスを実施したのでしょうか。特に、無形固定資産及びのれんに関連する会計監査の結果について、ご説明ください。
3. 監査等委員会は、Stone社の過去及び将来の事業パフォーマンスをどのように評価し、企業価値を算定したのでしょうか。また、取締役会が決定した買収価格の妥当性をどのように検証したのでしょうか。さらに、評価の際に不一致点、減損リスク、その他の懸念事項を特定したのか、減損リスクをいつ、どのように認識したのかについても、ご説明ください。
4. 今後、監査等委員会は、数千億にも上る不動産の売却やその資金の再投資に関する意思決定が行われる中で、業務監査における妥当性の検証を実現するために、これまでの失敗を踏まえ、追加的にどのような措置を講じる予定でしょうか。
5. 監査等委員長である宮石徹氏のスキルは企業経営、人事人材、マーケティング、DX/ITといった分野に限られていますが、監査等委員会はその責務を効果的に果たし、将来の損失や減損のリスクを低減するために十分な専門知識、適格なリーダーシップ、適切な組織構造を有していると考えているのでしょうか。そのように考える理由もご説明ください。
6. 監査等委員長に宮石氏を選出した理由は何でしょうか。宮石氏は内部出身の取締役であり、過去の買収実行時は、サッポロビール株式会社の要職に就いていたことから、それらの失敗に大きな責任を負う立場にあると考えられます。通常、監査等委員会にはその職務からして高い独立性が求められ、監査等委員長においても、同様の議論が当てはまると解される中、宮石氏がその独立性を欠いている点についてどのように評価しているのでしょうか。
7. 監査等委員長の選定プロセス及び選定基準は適切なのでしょうか。監査等委員長に求められる独立性と専門知識の水準はどのようにあるべきと考えているのでしょうか。同様に、監査等委員に求められる独立性と専門知識の水準について、どのように考えているのでしょうか。
8. 特に今後、不動産の最大価格での売却や、それによって得られる巨額資本を再配分する中で、その意思決定を適法性だけでなく妥当性も含めて監査するためには、監査等委員である取締役は、高い独立性ととともに、不動産、事業・資産売却、M&A、資本政策を含む資本配分などに関する専門性も持ち合わせている必要があります。現在それらの独立性や専門性が監査等委員会に不足している問題に対して、どのように対応する計画なのでしょうか。
9. 今後、取締役会が資本配分の失敗を繰り返さないよう、監査等委員会が適切に監査機能を発揮することを、株主はどのような事情から確信することができるのでしょうか。

現時点において、サッポロが本質問状に対して、公式に回答している事実はありません（2025年2月25日時点）

補足：市場関係者は、サッポロの資本規律の不備について、強い懸念を有しています（1/2）

株主等サーベイ（2023年4月、2024年7月）におけるコメント

“M&Aで価値を生んだ実績がないので、M&Aへの大規模投資はかなりネガティブかと思う。(中略) 自己株取得すると1株当たり価値が確実に向上するが、投資による1株当たり価値の向上はその確率が大事になるが、**過去の実績から実現可能性が信用し難い**”
海外バイサイドアナリスト

“不動産事業への投資については、否定的な見方をしています。(中略) **事業会社が、これほど評価が低い事業に資本を投下するのは違和感がある**”
国内バイサイドアナリスト

“これまでの中期経営計画では、**期待を裏切り続けてきた**”
国内バイサイドアナリスト

“**酒類事業のリターンも高くない上に、過去のM&Aの実績も良くない**ことから、酒類事業だけでなく株主還元を含めて検討されるべき”
海外バイサイドアナリスト

セルサイド・アナリストレポートにおけるコメント

“同社は**海外買収で減損を繰り返している**（23年、アンカー社を60億円減損）。**見通しの甘さや対応力の弱さ**など失敗の原因は様々な要因が考えられるが、**根本的な問題は本社のガバナンス機能にあり**”
SMBC日興証券 2025年1月30日アナリストレポート

“今回の発表を含めて、**米国では、M&A実施後に事業悪化を背景に、多額の減損損失計上を行うケースが続いている**”
みずほ証券 2025年1月30日アナリストレポート

“ただし、今回、**買収から僅か1年半後に減損を計上した**。今後もM&Aを志向すると見るが、**経営陣にはより厳格な投資規律が求められる**。(中略) **買収金額は119億円と、財務面から見れば明らかに割高であった**”
野村證券 2019年2月11日アナリストレポート

“酒類事業においては仙台工場RTD内製化/ビール工場生産性向上、食品飲料事業においては自販機オペレーター子会社の再編やカフェ事業譲渡、神州一味噌拠点再編などに取り組んでいるが、**我々は同取り組みだけでは同社の収益性を競合並みに引き上げるにあたって不十分であると見ており** (後略)”
JPモルガン証券 2022年9月26日アナリストレポート

補足：市場関係者は、サッポロの資本規律の不備について、強い懸念を有しています（2/2）

2024年度決算説明会におけるセルサイド・アナリストの質問

“そうですね、まず一点目が不動産の外部資本導入のあとのキャッシュアロケーションの考え方みたいなところをお伺いしたくて。

先ほど松風さんからいろいろご説明をいただいたんですけども、このアロケーションの優先順位で考えると成長投資ですとか、有利子負債の圧縮とか、株主還元とか、いろいろあると思うんですけど、ここの優先順位は従来から今回の発表にかけて、どう変わってきているのか。

例えば何か**海外のM&Aという話も今回もあったと思うんですけど、結構アメリカの状況に関しては、あまり芳しくない。2回減損、買収した会社2社とも減損損失を発表していますし、現状、投資したところで本当にリターンが得られるのかもありますので、**どれぐらいのお金が入ってくるか分からない状況ではあるんですけども、外部資本を導入したあとのキャッシュアロケーションの考え方に従来から変化があれば教えてもらえますでしょうか。”

証券会社A セルサイドアナリスト

“ありがとうございます。キャッシュが入ってくるんで、基本的には価値はスクエアということなんですけれども、**今後はキャッシュをどのようにリターンでいくか、バリエーションも多分結構維持していくのも大変かなという感じもするんですけども。**

そうすると現時点でも5,000億ぐらいの時価総額なんで、上場維持はできますけど成長戦略が描けないと、かなり規模としては相当小さくなる印象もあるんですが、それが会社の事業持株会社になったときでもベターな選択だということでもよろしいんですかね。”

証券会社B セルサイドアナリスト

“分かりました。30年間、純粋持株会社で展開、20年間ですか、20年間展開されてきて、キャッシュがビール以外の事業に出てきて今回、切り売りされて、**それをまた酒類事業に投資、投下されるということなんですけども。すみません、成果について現時点だと、なかなか今までの20年が出てないという認識**なんで、その辺のところについてお伺いさせていただきました。すみません、ありがとうございました。”

証券会社B セルサイドアナリスト

不動産切り離し対価の最大化に向けたあるべき姿との乖離

不動産切り離し対価の最大化に向けたあるべき姿とは、下記と考えます

1 不動産切り離し対価の最大化について株主にコミットメントを示す

2 対価の最大化が実現される適切な手法を選択する

A : 切り離し対象の不動産

- サッポロ不動産開発が**直接保有**していない不動産も含め、すべての不動産を対象

B : 切り離し方法

- サッポロが
 - i. **税制適格スピンオフ**
 - ii. **個別不動産の売却**
 - iii. **事業法人売却**を比較し最適な手法を選択

C : 切り離し持分

- 原則として**持分の100%を売却**

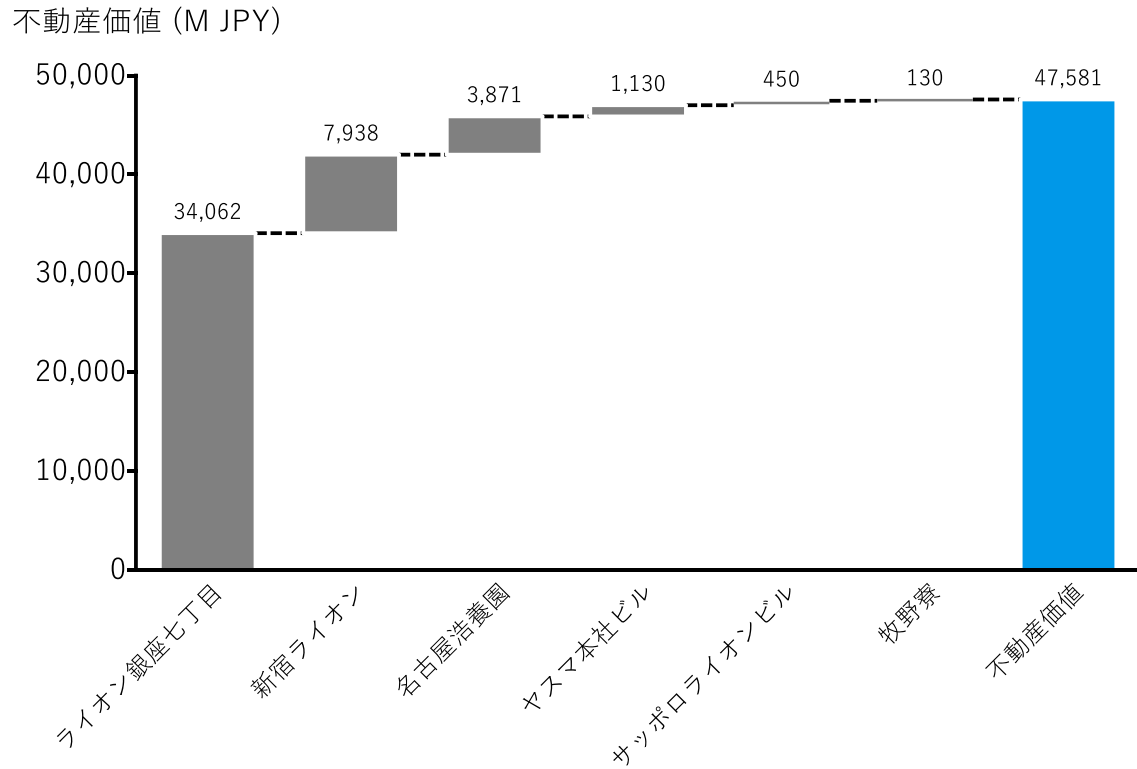
D : 切り離しタイミング

- **速やかな切り離し**を実施

3 株主に対して透明性を持って開示し、サポートを得る

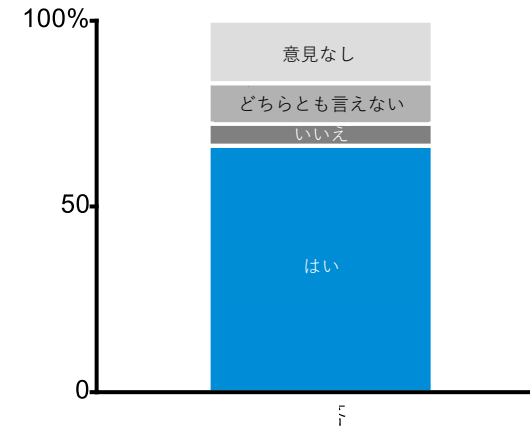
適切な手法の選択（A）：切り離し対象の不動産は、サッポロ不動産開発が直接保有していない不動産もすべて含めるべきです

サッポロ不動産開発が直接保有していないと想定される不動産の総額は476億円に上る



回答者の多くは、工場を除く全ての不動産の切り離しを行うべきと回答

Q.保有不動産の切り離しにあたっては、工場を除く全ての不動産の切り離しを行うべきと考えますか？



回答者の**67%**が、工場を除く全ての不動産の切り離しを行うべきと回答

“**基本的には全て切り離しをするべき。**コングロマリットディスカウントがあるということは、現状がベストオーナーではないということ。潜在的価値をちゃんと実現できるような体制にすることが重要。(後略)”

海外バイサイドアナリスト

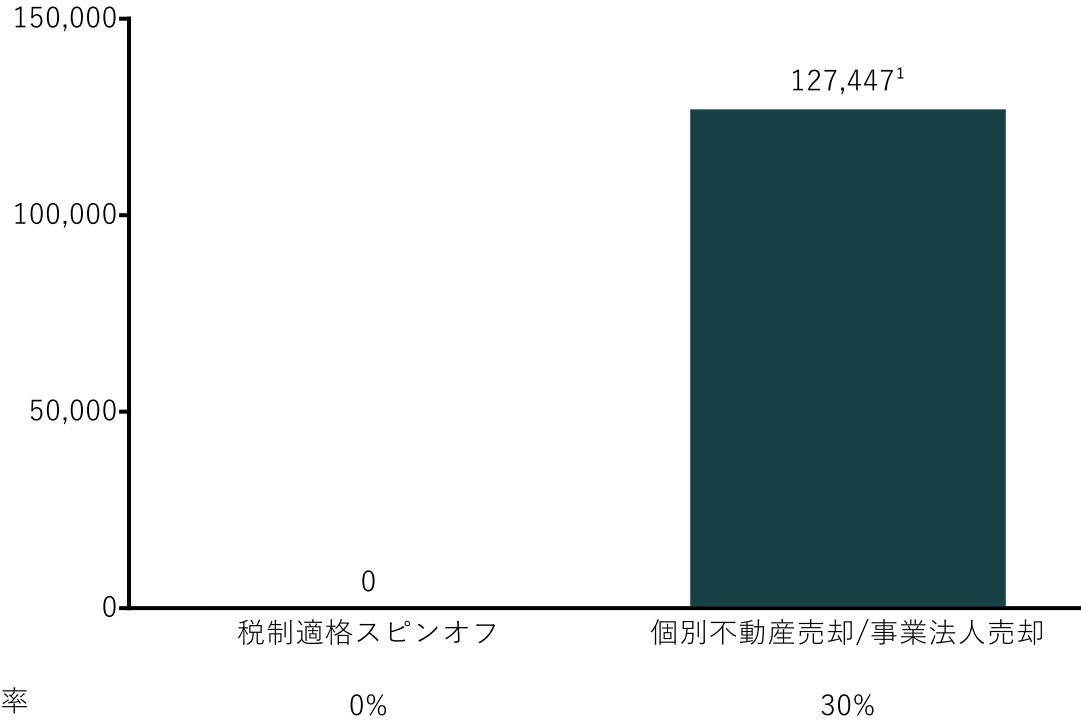
“**工場を除くすべての不動産の切り離しをするべきだ**と考えております。現状に鑑みるに、主要な不動産である恵比寿ガーデンプレイスを筆頭にサッポロが「保有」することによる価値顕在化が起きている状況とは考えにくいです。”

海外バイサイドアナリスト

適切な手法の選択（B）：切り離し方法は、(i) 税制適格スピノフ、(ii) 個別不動産の売却、(iii) 事業法人売却を比較し、最適な手法を選択すべきです

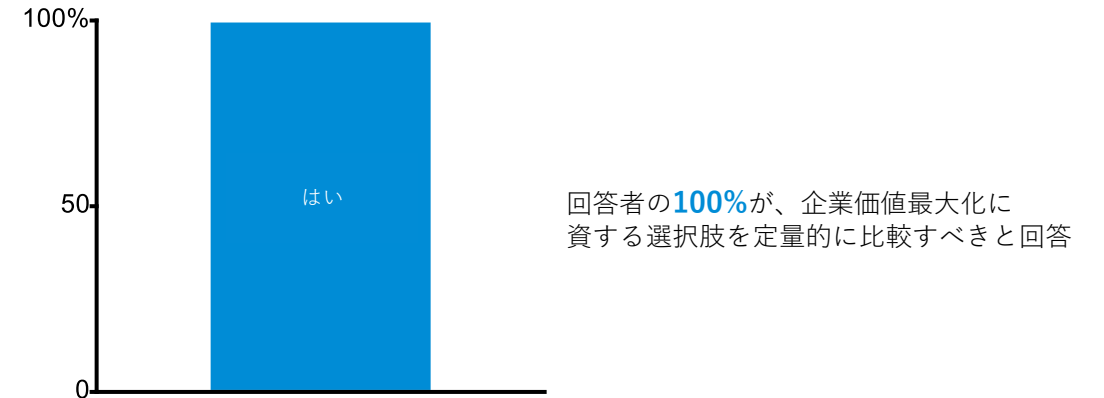
切り離し方法によって、課される税額は大きく変化するため適切な切り離し手法を選択することは切り離し対価に大きく影響する

売却益課税（百万円）



回答者の全員が、企業価値最大化のために切り離しの選択肢を定量的に比較すべきと回答

Q. 100%持分分割の手法として、単純売却のほか、不動産保有法人のスピノフも含め、企業価値最大化に資する選択肢を定量的に比較すべきだと考えますか？



“当然すべき。サッポロにおける不動産の価値は大きい。なので、あらゆる選択肢を比較検討して、ベストなものを選ぶことが不可欠だろう”

海外バイサイドアナリスト

“比較検討すべき。様々な手法が提示されている中で、全ての手法について検討していただいて、最適なものを選んでいただくというところについては異論はない。”

国内ポートフォリオマネージャー

出典：第三者評価機関；2024年7月株主等サーベイ

注：[1]第三者評価機関によるサッポロ保有不動産の評価額635,987百万円に対し、サッポロ開示の簿価211,164百万円を前提に算出

適切な手法の選択（C）：切り離し持分は、原則として持分の100%とすべきです

部分の切り離しを行った場合、切り離し対価は減少することが想定される

- 部分の切り離しは、コントロールプレミアムの喪失を引き起こし、100%の切り離し時と比較して切り離し対価を減少させる

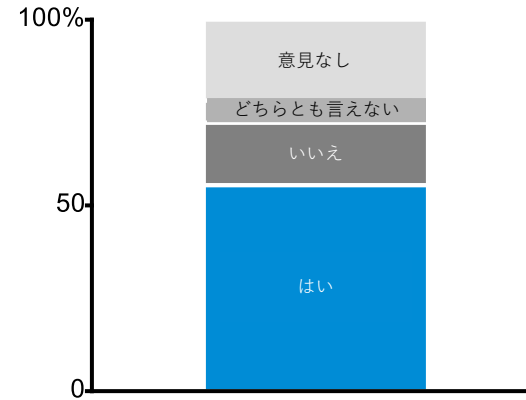
“少数持分を切り離す場合は、自分で意思決定ができなくなるので、コントロールプレミアムが失われる。過半数以上切り離す場合でも、継続保有を行う部分については、コントロールプレミアムが失われることになるため、全体の価値は100%切り離し前提のときよりも低くなる”
不動産評価機関

“部分売却などの場合は、一般的な取引において、100%売却前提の場合と比較してディスカウントを受けるのが通常。切り離し対価を最大化する上では、部分売却ではなく100%の売却・切り離しを行うことが必要となる”

外資系不動産ブローカー

回答者の過半数が、100%持分の切り離しを行うことが企業価値に貢献する可能性が高いと回答

Q.不動産の切り離しにあたって、不動産の一部分持分の切り離しよりも、サッポロHDからの100%持分の切り離しを行うことが企業価値に貢献する可能性が高いと考えますか？



回答者の**56%**が、100%持分の切り離しを行うことが企業価値に貢献する可能性が高いと回答

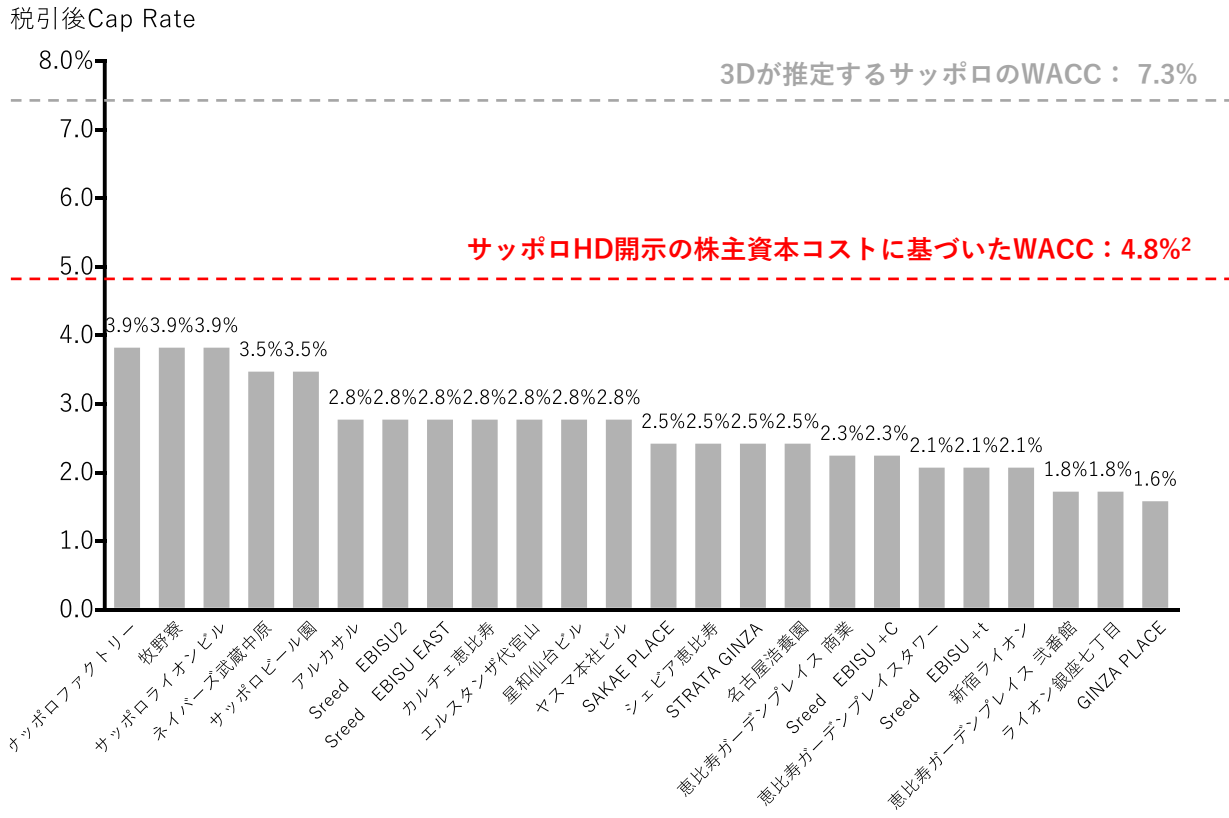
“不動産の価値最大化が企業価値の最大化と考え、複数の所有者で共有するよりも、100%切り離した上で不動産開発のプロにその価値最大化を依頼するべきだ”
海外バイサイドアナリスト

“コントロールプレミアムを捨てるのは合理的ではないと思っている。なので、100%切り離しがいいと思う。”

海外バイサイドアナリスト

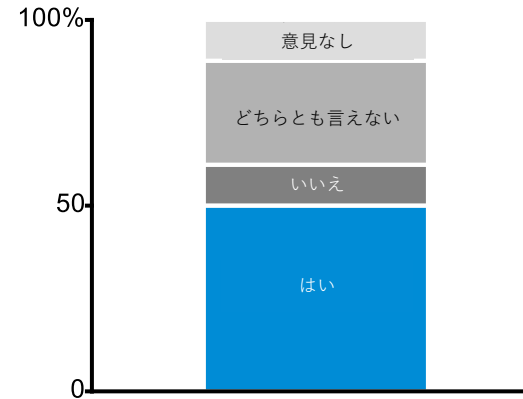
適切な手法の選択 (D) : 切り離しタイミングは出来るだけ速やかであるべきです

サッポロの保有不動産のROIC¹は資本コストを下回っており、保有期間の長期化そのものが企業価値を毀損する



回答者の半数が、保有不動産の切り離しは、できる限り速やかに実施されるべきと回答

Q.保有不動産の切り離しは、できる限り速やかに実施されるべきだと考えますか？



回答者の**50%**が、保有不動産の切り離しは、できる限り速やかに実施されるべきと回答

“基本的には速やかに実施するべき。コングロマリットディスカウントの状態は、本来の価値を実現できていないということでありそういう状態は**早く解消するべき**だろう”
海外バイサイドアナリスト

“**スピード感もってやったほうがよい**。不動産市場も今、活況だし、高値で売れるのでは。不動産の安定収入による経営の甘えがあり、その**ディスシナジーの早期解消は必要**と考えている。”
海外バイサイドアナリスト

出典: 第三者評価機関; 2024年7月株主等サーベイ

注: [1] ROICの近似値として税引後Caprateを使用; [2] サッポロが開示する株主資本コスト6.0%、負債コスト0.88% (FY23/12期の支払利息22億円、平均有利子負債残高2,541億円から算出)、時価総額4,741億円、Net debt1,511億円から算出

株主への透明性の確保：企業価値に多大な影響を与えることから、その意思決定については、中間報告と最終報告を行い、十分な説明を尽くすべきです

不動産切り離しにおいてあるべきプロセス

(1) 不動産切り離しスキームについての中間報告の実施

- 2024年9月以降に受領した提案に基づき、下記を含む具体的な不動産切り離しスキームを確定させる
 - ①切り離し対象の不動産
 - ②切り離し方法
 - ③切り離し持分
 - ④切り離しタイミング
- なぜそのスキームが企業価値を最大化するとの判断に至ったのかについての詳細な説明とともに中間報告として株主に開示する

(2) 買主および譲渡価格についての最終報告の実施

- 個別不動産の売却、事業法人の株式売却を選択した場合は、中間報告後に改めて提案を募集したうえで最終的な買主及び譲渡価格を確定させる
- なぜその譲渡価格が最大であるとの判断に至ったのかの詳細な説明と共に、当該スキーム並びに最終的な買主及び譲渡価格を最終報告として株主に開示する

当該プロセスのメリット

(1) 株主への透明性の確保

- 中間報告と最終報告が実施されることによって、不動産切り離しの途中経過及び最終的な意思決定の内容を詳細に株主が理解できる

(2) 不動産の買主候補者間の適切かつ公正な競争環境の整備による譲渡価格の最大化

①適切かつ公正な競争環境が整備

- 中間報告が行われれば、買主候補者は不動産切り離しへの十分なコミットメントが確認でき、取引が中止されるリスクへの懸念が解消される
- それにより、提案検討へのリソース投下が強化され、提案内容がより質の高いものとなる
- また、コミットメントが示されることで、買主候補者が価格の提示よりも、スキームなど価格以外の要素に注力する懸念も解消される

②譲渡価格が最大化

- 適切かつ公正な競争環境が整備により、買主候補者間の競争が価格の最大化に向けて集中し、譲渡価格の向上が期待される

1 しかし、現状、サッポロは不動産切り離し対価の最大化についてコミットしていません

不動産に関する開示において抽象的な方向性しか示されず、過去一度も、切り離し対価の最大化へのコミットがなされていない

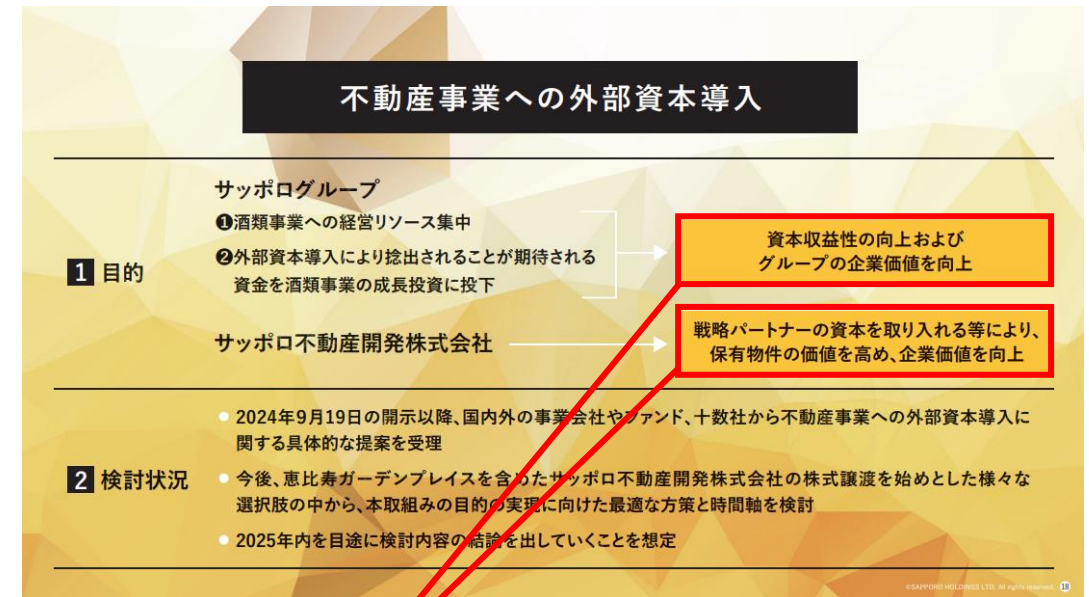
“次に**不動産につきましては、酒類の成長を見据えたグループ価値を向上の観点から、その活用方法と抜本的な事業ポートフォリオ変革のあり方について、専門家も交えて検討を進めています。具体的には、サッポロ不動産開発株式会社への外部資本導入、個別の物件売却、また株主様からご提案いただいています税制適格スピンオフ**といった、あらゆる選択肢を今、幅広く検討しているところです。今後は、検討の精度をより高めていきたいと考えておりました、幅広い戦略パートナー候補の方々から、不動産事業の価値を高める具体的な提案を受けたいと思っています。**最もグループ価値向上に資する選択肢、道筋**というところを、こういった提案も含めて明確にしていきたいと思います。”

2024年度第二四半期決算説明会

尾賀氏は入札について、個別物件ごとではなく事業全体についての提案を求めたとし、その狙いを「**グループの企業価値を最大限にするため**」と説明していた。

日本経済新聞2024年12月20日

直近の2024年度通期決算においても、不動産切り離し対価の最大化に対するコミットはなされていない



「グループの企業価値を向上」、
「保有物件の価値を高め」などの表現に留まる

2 しかし、サッポロは、不動産の切り離し対価の最大化が実現される適切な手法を選択していないように見えます

① 切り離し対象の不動産	② 切り離し方法	③ 切り離し持分	④ 切り離しタイミング
<p>あるべき姿</p> <ul style="list-style-type: none">サッポロ不動産開発が直接保有していない不動産もすべて含める	<p>あるべき姿</p> <ul style="list-style-type: none">サッポロ不動産開発が<ul style="list-style-type: none">(i) 税制適格スピノフ、(ii) 個別不動産の売却、(iii) 事業法人売却を比較し最適な手法を選択	<p>あるべき姿</p> <ul style="list-style-type: none">原則として持分の100%を売却	<p>あるべき姿</p> <ul style="list-style-type: none">速やかな切り離しを実施
<p>サッポロの現状</p> <ul style="list-style-type: none">一部不動産については、引き続き保有を継続することを企図	<p>サッポロの現状</p> <ul style="list-style-type: none">各手法を幅広く検討を実施するとしているが、現状では事業法人の売却/一部売却しか検討していないように見える	<p>サッポロの現状</p> <ul style="list-style-type: none">不動産保有法人の売却を行う場合、全体ではなく、部分売却することを企図	<p>サッポロの現状</p> <ul style="list-style-type: none">24年2月に不動産切り離し方針を発表したが、結論がでるのは25年中と極めて先
<p>“直接保有しなければならない不動産は保有する。そこは今までと同じである。不動産がブランドの接点として重要な資産ということについては変わらない” 2023年度通期決算説明会スクリプト</p>	<p>“サッポロ不動産開発株式会社への外部資本導入、物件売却や株主様からご提案いただいております税制適格スピノフなど、考えられる選択肢を広く比較検討しています” 不動産事業への外部資本導入に関する提案募集開始のお知らせ</p>	<p>“不動産の位置づけをビールの接点の場合とし、一部外部資本も取り込んで、さらなる酒類成長を目指していきたい” 2023年度通期決算説明会スクリプト</p> <p>“不動産に対する外部戦略パートナーからの資本導入を含めまして、保有形態を多様化していく考えであります” 2023年度通期決算説明会スクリプト</p>	<p>“2025年内を目途に、検討内容の結論を出していくことを想定” グループ中長期成長戦略</p>

出典: 2024年7月株主等サーベイ; 2023年度通期決算説明会スクリプト; サッポロ「不動産事業への外部資本導入に関する提案募集開始のお知らせ」; 日本経済新聞電子版2024年12月20日; グループ中長期成長戦略(2025年2月14日付)

3 しかし、サッポロは、現状、株主への透明性を確保せず中間報告の実施には真っ向から反対しています

不動産切り離し方針公表後の開示状況

開示資料	開示日	具体的なプロセスについての記載
2023年度 第4四半期 決算説明資料 (中長期経営方針)	2024/02/14	特になし
グループ価値向上のための 中長期経営方針に関するお知らせ	2024/02/14	特になし
2024年度 第1四半期 決算説明資料	2024/05/14	特になし
2024年度 第2四半期 決算説明資料	2024/08/13	特になし
「グループ価値向上のための中長期経営 方針」具体化に向けた検討状況のお知らせ	2024/08/13	特になし
不動産事業への外部資本導入に関する 提案募集開始のお知らせ	2024/9/19	特になし
2024年度 第3四半期 決算説明資料	2024/11/12	特になし
一部報道に関するお知らせ	2024/12/23	特になし

3Dの要望した中間報告実施要請に対する対応

2024年12月13日、尾賀CEOとの面談で、2024年度通期決算において、不動産切り離しスキームについての中間報告の実施を依頼

中間報告を要請した不動産切り離しスキーム

- ①切り離し対象の不動産
- ②切り離し方法
- ③切り離し持分
- ④切り離しタイミング

2024年12月期 期末決算説明会 書き起こし

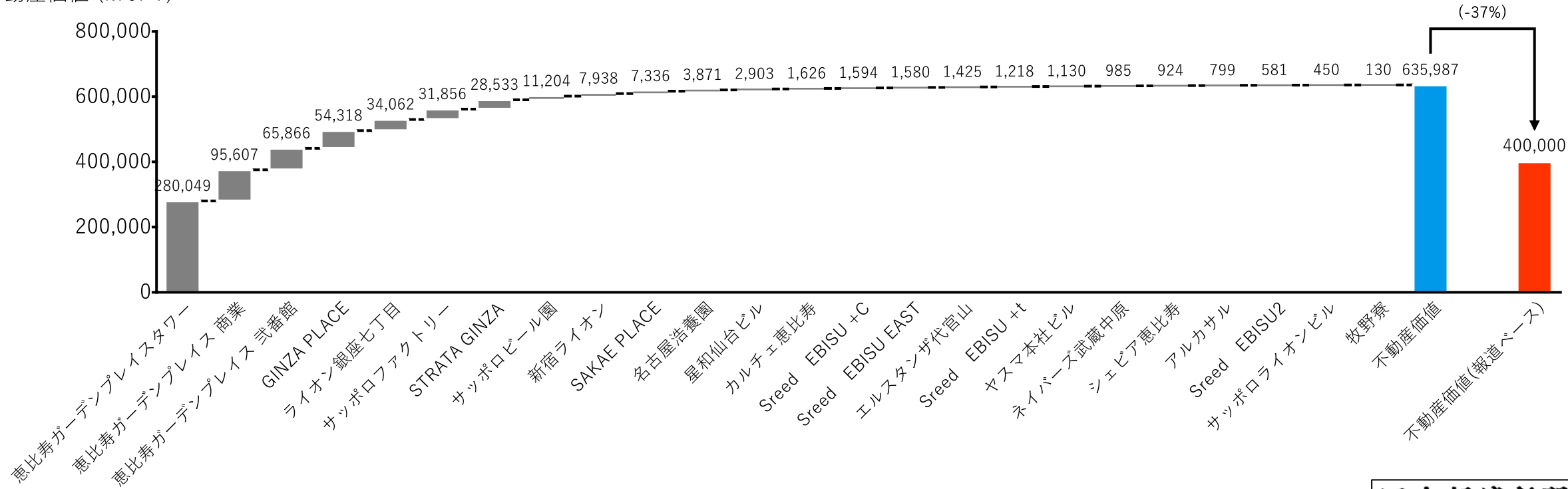
タイムフレームとしてのおおよその目安ですけれども、本年年度末をめどに結論を出していきたいと考えています。また、不動産への外部資本導入は今後非常に重要な局面に入ることから、これ以降の本件の経過に関する情報開示は控えさせていただきます。

当社の企業価値向上、それからパートナー候補者様、候補者間の公平性を維持すること、それから情報の秘匿性を保つこと、これが真摯な提案を頂戴する上で重要と考えておりますので、この点ご理解いただけますようお願いいたします。

過去の乏しい資本規律と株主へのコミットメントにおける不備、そして不動産事業の企業価値に占める大きな割合を考慮すれば、株主への高度な透明性は必要不可欠です。なぜ不動産切り離しスキームの開示さえできないのか、理解に苦しみます

事実、報道ベースでの不動産切り離し価格は、第三者機関による評価額を大幅に下回っており、プロセスの不備が強く懸念されます

不動産価値 (M JPY)



日本経済新聞

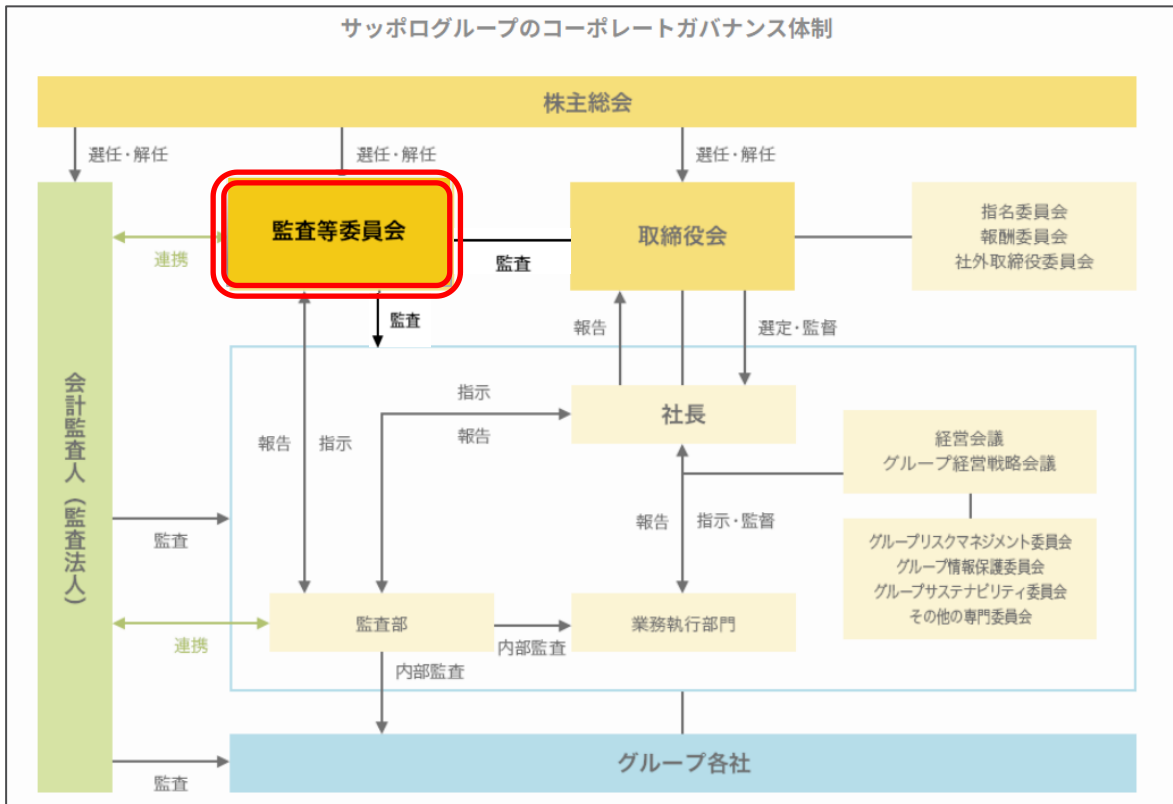
サッポロHDの4000億円不動産活用、三井不やKKR名乗り
 2024/12/20 17:08 日本経済新聞電子版 1580文字 [+ その他の書誌情報を表示](#)

出典: 第三者機関による評価; 日本経済新聞電子版2024年12月20日

不適切な意思決定を予防するための監査等委員会と現状の不備

サッポロは、監査等委員会設置会社です

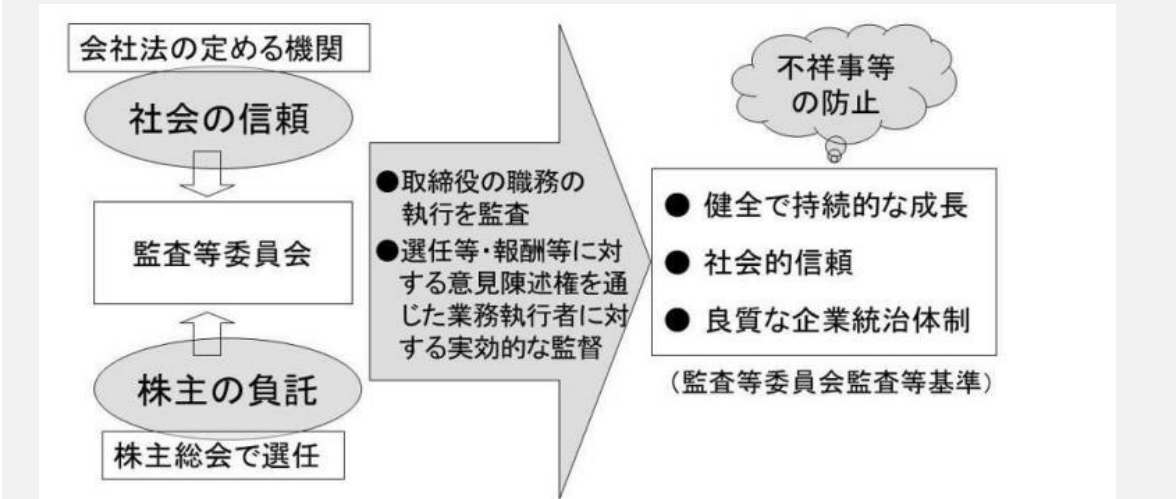
サッポロは監査等委員会を設置している



監査等委員会の位置づけ

- 監査等委員会は、監査職務を適切に遂行することによって、**良質な企業統治体制を確立する責務**を負っている。
- 良質な企業統治体制とは、**健全で持続的な成長と中長期的な企業価値の創出を実現**し、社会的信頼に応える体制をいう。

監査等委員会の位置づけ



公益社団法人日本監査役協会「新任監査等委員ガイド(第2版)」

監査等委員会は、会計監査と業務監査を担当する中で、適法性だけでなく妥当性の監査も行います

監査等委員会の役割（会計監査と業務監査）

- 監査役及び監査役会には、会計監査と業務監査を行うことが期待される

“監査役及び監査役会に期待される重要な役割・責務には、**業務監査・会計監査をはじめとするいわば「守りの機能」**がある”

コーポレートガバナンス・コード原則4-4

- このことは**監査等委員会についても同様に当てはまる**と解されている。

会計監査

- 会計監査人の監査の方法と結果が相当であるか
- 会計監査人の職務の遂行が適正に実施されることを確保するための体制（会計監査人の内部統制）が整備されているか等について監査を行う

業務監査

- 会社経営のあらゆる分野にわたって監査**を行う
- 取締役の職務執行に不正行為や法令・定款違反その他の問題があるときは、取締役又は取締役会に報告、指摘、助言、勧告を行い、又は当該行為の差止めの請求を行う

監査の内容（適法性監査と妥当性監査）

- 業務監査においては、業務執行の適法性だけでなく妥当性の監査も求められる

“監査等委員会は、**取締役の職務の執行の妥当性を監査する権限も有する**。（中略）**監査等委員会の場合**、監査等委員である取締役以外の取締役の選任等および報酬等についての同委員会の意見（妥当性に関する意見である）を決定する必要があることから（会社399条の2第3項3号）、**いっそう明らか**である。”

江頭憲治郎「株式会社法 第9版」

適法性監査

- 取締役の職務の執行について、法令・定款に適合しているか、善管注意義務・忠実義務に違反していないかについて監査を行う
- 会社法や金融商品取引法のみならず、すべての法令の適法性について監査の対象となる

妥当性監査

- 取締役が、取締役会の定めた基本方針等に従い、**健全、公正妥当かつ効率的に業務を決定・執行しているか等について監査**を行う
- 経営上の意思決定や経営管理に関する妥当性も監査の対象**となる

適切に機能している監査等委員会は、報告徴収・監査権限や、株主総会における意見陳述権限を通して、企業価値毀損を生じさせるような取締役会の意思決定を予防することが期待されます

監査等委員会は、業務に関する報告徴収・調査権限を有する

- 監査等委員会が選定する監査等委員は、いつでも、取締役に対し、その**職務の執行に関する事項の報告を求め**、又は監査等委員会設置会社の**業務及び財産の状況の調査**をすることができる（法399条の3第1項）
- 監査等委員会には、報告徴収・調査権限を適時適切に行使して、企業価値の毀損を生じさせないための提案等を取締役会に行うことが期待される

“監査等委員会は、(中略)内部監査部門等との実効的な連携等を通じて、会社の業務及び財産の状況に関する調査並びに取締役、使用人及び会計監査人等から受領した**報告内容の検証等**を行い、**取締役会に対する報告若しくは提案**、使用人に対する助言若しくは勧告、又は**取締役の行為の差止めなど、必要な措置を適時に講じなければなりません。**”

- 公益社団法人日本監査役協会「新任監査等委員ガイド（第2版）」

監査等委員会は、株主総会における意見陳述権限を有する

- 監査等委員は、任意の指名・報酬委員会が設置されていても、株主総会において、**監査等委員である取締役以外の取締役の選任、解任若しくは辞任又は報酬等について監査等委員会の意見を述べる**ことができる（会社法第342条の2第4項、第361条第6項）

“近年では**指名・報酬委員会**等を設置し、**経営陣幹部・取締役の選任等・報酬等**について検討を行う会社が増えてきています。…監査等委員会は、**当該委員会等の意見及び活動内容について確認した上で、意見を形成**します”

- 公益社団法人日本監査役協会「新任監査等委員ガイド（第2版）」

- 意見陳述権限は、行使することで監査等委員会の意見を株主に知らせることができ、**株主による取締役に対する実行的な監督に資する**ものである

“この意見陳述権により、監査等委員会の意見が株主に知らされ、株主による議決権行使に影響を与え、株主総会における業務執行者を含む**取締役の選解任を通じた株主による取締役に対する監督が実効的に行われるようになる**といわれる”

- 岩原 紳作『会社法コンメンタール補巻一平成26年改正』（商事法務、2019）

しかし、サッポロの監査等委員会には不備があります(1/3)： 監査等委員会は、委員長が社内出身者であり、監査に必要な独立性が欠如しています

監査等委員会は、独立性が極めて重要な要素である

- コーポレートガバナンス・コードは**監査役及び監査役会の独立性を重視**しており、このことは**監査等委員会についても同様に当てはまる**と解されている

“監査役及び監査役会は、取締役の職務の執行の監査、監査役・外部会計監査人の選解任や監査報酬に係る権限の行使などの役割・責務を果たすに当たって、株主に対する受託者責任を踏まえ、独立した客観的な立場において適切な判断を行うべきである。”

- コーポレートガバナンス・コード原則4-4

- 特に**監査等委員会の委員長**には**高度の独立性が要求**されるとされている

“なぜ独立性が必要とされるのかを考える必要があると思います。たとえば監査等委員会の委員長を務めるような取締役に高度な独立性が要求されることは誰でも合意できると思います。”

- 東京大学 加藤貴仁教授

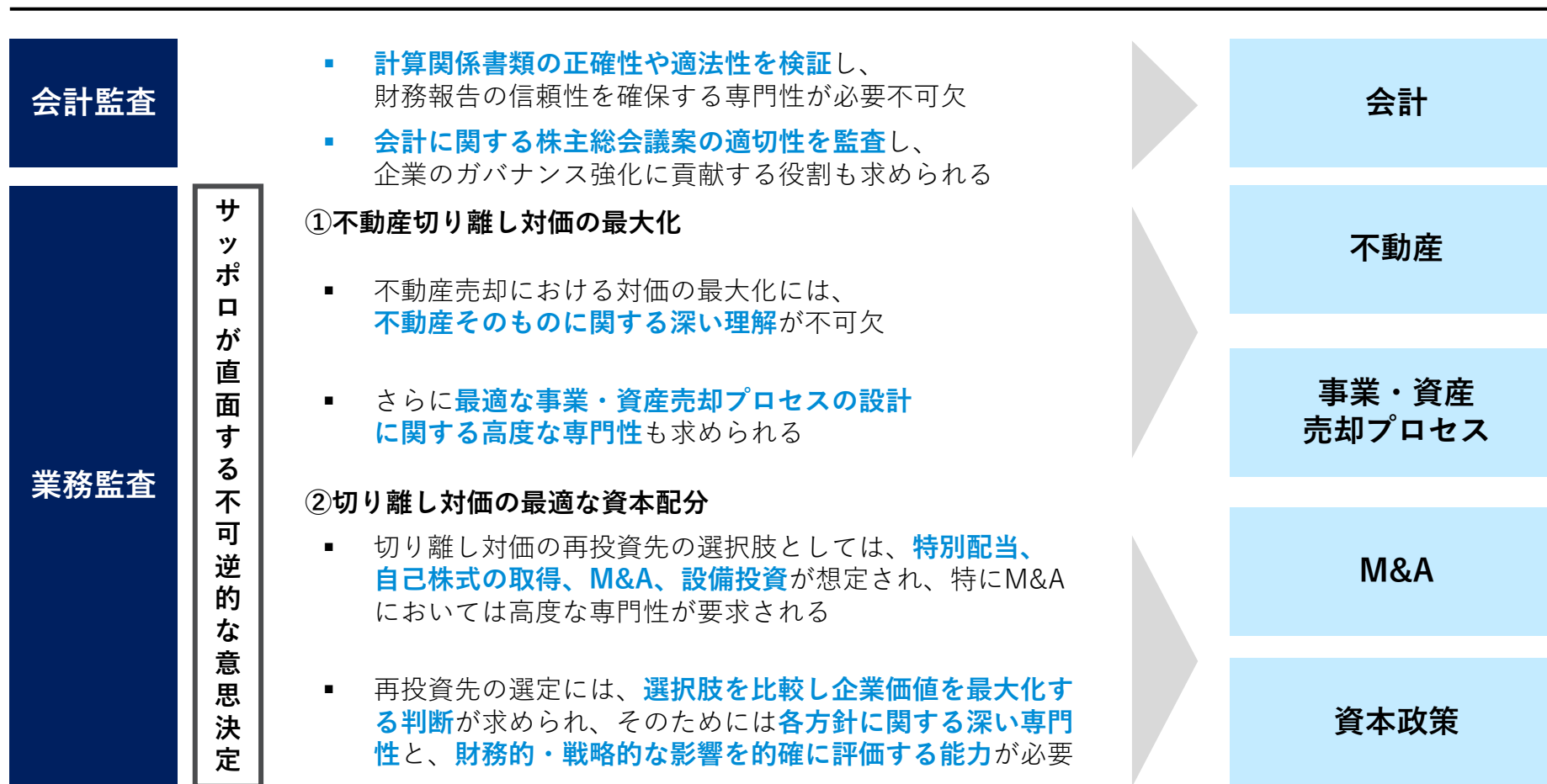
- 過去の深刻な不祥事が生じた会社では、社内人材が監査委員長を務めていた
 - 例：東芝では、不正会計に関与していた財務部門の元責任者が監査委員長を務めていた

しかし、歴代の監査等委員会の委員長は 社内出身者が務めており、独立性に疑義がある

氏名	在任期間	経歴
 溝上 俊男	2020年3月～ 2024年3月	1984年4月 当社（旧サッポロビール株式会社）入社 2008年3月 サッポロビール株式会社（新会社） 経理部長 2011年3月 同社 執行役員 経理部長 2012年3月 当社 経理部長 兼 サッポログループマネジメント株式会社 取締役 グループ経理部長 2013年9月 サッポログループマネジメント株式会社 取締役 2014年3月 当社 取締役 経営管理部長 2016年3月 当社 常務取締役 サッポログループマネジメント株式会社 代表取締役社長 2017年3月 当社 常務グループ執行役員 2019年3月 当社 常勤監査役 2020年3月 当社 常勤監査等委員である取締役
 宮石 徹	2024年3月～	1986年4月 当社（旧サッポロビール株式会社）入社 2008年1月 サッポロ飲料株式会社 取締役執行役員 マーケティング部長 2011年9月 同社 取締役執行役員 経営戦略部長 2012年3月 サッポロビール株式会社（新会社） 人事総務部長 2013年3月 同社 経営戦略部長 2016年3月 同社 取締役執行役員 営業本部長 2017年3月 同社 取締役常務執行役員 営業本部長 2019年3月 同社 取締役執行役員 2023年1月 ポッカサッポロフード&ビバレッジ株式会社 取締役常務執行役員 兼 サッポログループ食品株式会社 取締役専務 2023年11月 同社 取締役常務執行役員 兼 サッポログループ食品株式会社 代表取締役社長 2024年3月 当社 取締役（常勤監査等委員）（現在に至る）

しかし、サッポロの監査等委員会には不備があります(2/3)： サッポロの会計監査、業務監査において求められる専門性は下記の通りですが…

会計監査・業務監査に求められる専門性



しかし、サッポロの監査等委員会には不備があります(3/3) :

…現監査等委員会の構成委員は、いずれの専門性も有していません

		宮石氏	山本氏	田内氏
会計監査	会計	<ul style="list-style-type: none"> 営業、人事、経営戦略分野での経験が主で会計士資格も有さないため、当該専門性を欠いている 	<ul style="list-style-type: none"> 弁護士であり、財務・管理会計の実務に携わった経歴がないため会計分野の妥当性監査は困難と思われる 	<ul style="list-style-type: none"> 監査部での経験はあるものの、財務・管理会計の実務を担った経歴はなく、深い知見や実務経験を欠いている
	業務監査	不動産	<ul style="list-style-type: none"> 営業、人事、経営戦略分野での経験が主で、不動産の主要な実務に直接関与した経験がなく、専門性を欠いている 	<ul style="list-style-type: none"> 弁護士であり、不動産の取得・開発・管理・売却といった実務に関与した経歴がなく、不動産分野の専門性を欠いている
事業・資産売却プロセス		<ul style="list-style-type: none"> 経営戦略部での経験はあるが、大規模な事業・資産売却プロセスに関する具体的な実績は確認できず、専門性を欠いている 	<ul style="list-style-type: none"> 弁護士であり、事業・資産売却プロセスを主導した経歴がなく、当該専門性を十分有しているとは言えない 	<ul style="list-style-type: none"> 経営企画部での経験はあるものの、数千億規模の事業・資産の売却に関する具体的な実績は確認できず、専門性を欠いている
M&A		<ul style="list-style-type: none"> 減損となったStone社買収時にサッポロビール取締役執行役員を務めており、M&Aに関する専門性の高さは認められない 	<ul style="list-style-type: none"> 弁護士であり、網羅的なM&Aプロセスに携わった経歴はないため当該専門性を十分有しているとは言えない 	<ul style="list-style-type: none"> M&A担当の経験はあるものの、数千億規模のM&A実務を主導した経歴はなく、十分な専門性を欠いている
資本政策		<ul style="list-style-type: none"> 営業、人事、経営戦略分野での経験が主であり、資本政策に関わる役職には就いておらず、専門性を欠いている 	<ul style="list-style-type: none"> 弁護士であり、資本政策に関与した経歴がないため、資本政策に関する十分な専門性を有しているとはいえない 	<ul style="list-style-type: none"> 味の素やマッキンゼー等では資本政策の網羅的な実務に関与した経歴が確認できないため、当該分野の専門性を欠いている

サッポロが直面する不可逆的な意思決定

3Dの株主提案：Paul Brough氏の監査等委員である取締役への選任

Paul Brough氏は、必要な専門性・独立性を有しており、監査等委員である取締役就任することで

①不動産切り離し対価の最大化、②切り離し対価の資本配分に係る意思決定への監督機能強化をもたらします



ポール・ブロフ氏

- **Paul Brough氏を、監査等委員である取締役に推薦する。下記観点から取締役会の機能が強化される**
 - 不動産切り離し対価の最大化のサポート：Paul氏の東芝での大規模な資産売却プロセスや買主間の競争環境整備、及び株主への透明性確保を主導してステークホルダーとのコミュニケーションに参加した経験を活用し、譲渡価格の最大化を支援
 - 資本配分の最適化のサポート：Paul氏の東芝での事業ポートフォリオ見直しと資本配分方針の策定、及び株主への透明性の確保を主導した経験を活用し、企業価値最大化の観点からの資本配分の最適化を支援
- **Paul氏の就任により、監査等委員会に独立性と専門性が備わり、監査機能が強化される**
 - 独立性の強化：監査等委員会の社外人材比率が上昇する
 - 専門性の強化：Paul氏の過去の経験は、①不動産切り離し対価の最大化と、②不動産切り離し後の資本配分に係る意思決定の妥当性を監査する上で必要な専門性に合致
- **取締役会の機能強化により、①不動産切り離し対価の最大化、②不動産切り離し後の資本配分に係る意思決定の精度が向上し、監査等委員会の監査機能の強化によって不適切な経営判断が予防され、企業価値向上が期待できる**

略歴

1983年9月	KPMG Hong Kong 入所
1995年7月	同所コンサルティング部門長
1997年10月	同所フィナンシャル・アドバイザー・サービス部門長
1999年10月	同所フィナンシャル・アドバイザー・サービス・アジア太平洋地域部門長 及び KPMG グローバル・アドバイザー・ステアリング・グループメンバー
2009年4月	KPMG Hong Kong リージョナル・シニア・パートナー (2012年3月まで)
2012年9月	GL Limited 独立非業務執行取締役(2021年4月まで)
2016年9月	Vitasoy International Holdings Limited 独立非業務執行取締役(現在に至る)
2018年12月	Noble Group Holdings Limited エグゼクティブ・チェアマン (2019年10月まで)
2019年6月	株式会社東芝社外取締役(2023年12月まで)
2021年11月	Guoco Group Limited 独立非業務執行取締役(現在に至る)
2022年6月	Eagle Investments HoldCo 非業務執行取締役(現在に至る)
2023年5月	The Hongkong & Shanghai Banking Corporation Limited 独立非業務執行取締役 (現在に至る)

特に、Paul氏は、今後迎える重要な意思決定に対応する貴重な専門性を有します

専門性		詳細	
会計監査	会計	<ul style="list-style-type: none"> 会計および財務報告においてKPMGや他の上場企業において豊富な経験を有し、イングランドおよびウェールズ（香港含む）の公認会計士資格を持つ専門家 Guoco Group Limited, Noble Group Limited, Vitasoy International Holdings Limited, The Hongkong & Shanghai Banking Corporation Limitedの独立非業務執行取締役、及び2023年12月まで株式会社東芝の監査委員会委員を歴任し、会計基準、財務管理、ガバナンスに関する深い知見を有する 	
業務監査	サポートが直面する不可逆な意思決定	不動産	<ul style="list-style-type: none"> アジアにおける不動産開発・売買を専門とする上場企業であるGuoco Group Limitedの取締役経験を有し、大規模な不動産売却や資産再投資の戦略策定に関する深い知見を有する さらに、グローバルな不動産開発企業での経験を通じて、経済サイクルを踏まえた資産管理や資金調達の多様な手法に精通する
		事業・資産売却プロセス	<ul style="list-style-type: none"> Noble Group Holdings Limitedや東芝等の企業で事業ポートフォリオの構築・最適化において豊富な経験を有し、大規模なM&Aや資産売却、再投資戦略を通じた企業価値向上に貢献した実績を保有 事業の選択と集中を推進し、収益性や成長性を踏まえたポートフォリオ戦略の策定・実行に精通している
		M&A	<ul style="list-style-type: none"> Noble Group Holdings Limitedや東芝等の企業でグローバルのM&A、事業再編、債務再編、非公開化において豊富な経験を有し、複雑な企業取引の指揮や戦略策定、一般株主との交渉に携わってきた 大規模な企業リストラクチャリングや資産売却の実績を持ち、投資家や金融機関との交渉を含む多様なM&Aプロセスに精通する
		資本政策	<ul style="list-style-type: none"> 資本政策や資金調達において豊富な経験を有し、銀行融資や債券発行、プライベート・エクイティを活用した資本戦略の策定・実行に精通している 企業のバランスシート最適化やキャッシュフロー改善に関する実績を持ち、財務の健全性向上に貢献してきた豊富なトラックレコードを有している

なお、サッポロが指摘するPaul氏の独立性への懸念は合理性に欠け、本来求められる独立性の観点では何ら問題ないものと考えています

独立性

東証

■ 東証の独立性の基準を満たす

- 東証の独立性基準では、就任の前10年以内にサッポロの親会社における業務執行者や取締役でないことが求められるが、Paul氏はこれに該当しない
 - ✓ 3Dはサッポロの親会社に該当しない

サッポロ

■ サッポロにおける独立性の基準を満たす

- サッポロの独立性基準では、現在又は過去3年間において、サッポログループの主要株主の業務執行者でないことが求められるが、Paul氏はこれに該当しない
 - ✓ Paul氏の3Dに対するアドバイザー業務は、3Dから独立した立場で専門的な助言を行うにとどまり、投資/経営の意思決定に関与しない
 - ✓ Paul氏は、3Dに対するアドバイザー業務の一環として3DのLP投資家から意見を聞くことはあるが、3Dの業務執行にあたる投資家に対する営業やリレーションシップ・マネジメント業務等は一切行っていない
- 就任時には3Dとのアドバイザー契約を解消する予定であり、3Dから完全に独立した立場となるためその独立性に問題はない

資質

- Paul氏は、経営の専門家としての高い実績・名誉を有しており、3Dに従属する立場にない
- Paul氏は、複数の海外企業において独立非業務執行取締役を歴任した経験を有する
- Paul氏と3Dの役員・従業員との間に個人的な関係は一切ない

詳細

むしろ、メインバンク出身で、株式持合い対象企業に属する種橋氏こそ、独立性に問題を抱えています

種橋氏は、不動産事業への投資強化を掲げた中計公表後に、後付けで不動産事業への投資強化を正当化するため招聘された



候補者番号 **8** **種橋 牧夫** たねはし まきお

満66歳(1957年3月13日生)

新任 社外 独立

社外取締役候補者の選任理由及び期待される役割の概要

種橋牧夫氏は、企業経営者としての豊富な経験、実績を有し、不動産事業・財務・コンプライアンスに関する高い見識を有しております。「中期経営計画(2023~26)」の達成に向け、特に重点課題である不動産事業での収益構造多層化・資産効率向上において、金融、不動産での豊富な経営経験に基づき、客観的・専門的な視点からの確かな提言・助言をいただけるものと期待しております。持続的な企業価値の向上を目指す当社グループの経営を監督する適切な人材と判断し、社外取締役候補者としております。

★ 略歴、地位及び担当

1979年4月	株式会社富士銀行入行	2015年10月	同社 専務執行役員 アセットサービス事業本部長 兼 海外事業本部長
2011年6月	株式会社みずほ銀行 副頭取執行役員 支店部担当	2016年3月	同社 取締役専務執行役員 アセットサービス事業本部長 兼 海外事業本部長
2011年6月	同行 代表取締役副頭取執行役員 支店部担当	2017年1月	同社 代表取締役会長執行役員 東京建物不動産販売株式会社 取締役会長
2012年4月	同行 代表取締役副頭取執行役員 営業店業務部門長	2019年3月	同社 代表取締役会長 (現在に至る)
2013年3月	東京建物不動産販売株式会社 代表取締役社長執行役員	2021年1月	東京建物不動産販売株式会社 取締役 (現在に至る)
2015年7月	東京建物株式会社 専務執行役員 アセットサービス事業本部長		

取締役在任年数 (本総会終結時) —

所有する当社株式の数 **0株**

取締役会出席回数 —

“種橋牧夫氏は、企業経営者としての豊富な経験、実績を有し、不動産事業・財務・コンプライアンスに関する高い見識を有しております。「中期経営計画(2023~26)」の達成に向け、特に重点課題である不動産事業での収益構造多層化・資産効率向上において、金融、不動産での豊富な経営経験に基づき、客観的・専門的な視点からの確かな提言・助言をいただけるものと期待しております[後略]”

第99回定時株主総会招集ご通知

実質的には執行から独立していない人物が、時価総額の70%以上¹を占める不動産事業の切り離しにおいて、独立性を装って専門性を持った社外取締役として振る舞うことの方が、よほど深刻な事態です

出典：第99回定時株主総会招集ご通知; 有価証券報告書

注：[1]サッポロの保有不動産の第三者機関の評価額6,360億円に対して、2025年1月31日時点の時価総額5,620億円

しかし、種橋氏は、実質的には執行から独立していない

■ 種橋氏が取締役 取締役会議長を務める東京建物とサッポロの関係性は深い

— 東京建物とサッポロは株式の持合を行っている

サッポロHD 有報	東京建物株	115,878		取引関係の維持・強化並びに営業協力関係の構築・推進のため	有
		245	185		
東京建物 有報	サッポロホールディングス株	111,980		ビル事業における不動産取引等を維持・強化して企業価値向上に資するため。	有
		696	367		

— 東京建物とサッポロは、芙蓉グループに属しており、歴史的な関係性が深い

- ✓ 芙蓉グループは、安田財閥、浅野財閥、大倉財閥等の系譜を引く企業と富士銀行(現みずほ銀行)の融資系列からなる企業集団
- ✓ 現在は、芙蓉懇談会として存続しており、東京建物・サッポロともに加入している

■ 種橋氏が副頭取を務めたみずほ銀行は、サッポロのメインバンクである

— サッポロの最大の借入先はみずほ銀行(2023年12月時点で90億円)

— また、みずほ銀行とサッポロは株主の持合も行っている

サッポロHD 有報	みずほフィナンシャルグループ	91,432		取引関係の維持・強化並びに営業協力関係の構築・推進のため	有
		221	170		
みずほFG 有報	サッポロホールディングス株式会社	1,106,584		発行会社との金融分野を中心とした総合的な取引関係を維持強化するため。	有
		6,673	*		

3Dの株主提案が承認されることで企業価値が毀損されるリスクは存在し得ません

想定されるリスク

①現在サッポロが進めるプロセスを阻害するリスク

②取締役会の判断が一定の方向性に歪めるリスク

③不動産事業の買い手との交渉力が弱められるリスク

④見えざる今後の状況変化に対応できないリスク

本リスクが僅少である理由

- 本提案の主眼は不適切な意思決定の予防であり、プロセスそのものを阻害するものではない
- 現在の取締役の人数構成比を前提とすれば、取締役会の意思決定が何らかの方針に偏ることはない
- 一定の取引を強制するものではないので、サッポロが強制的な売り手にはなり得ず、交渉力は弱められない
- 一定の取引を強制するものではないので、今後の状況変化に対して柔軟に意思決定を修正することが可能

3Dの議決権行使方針

3Dは、監査等委員会の委員長を務める宮石徹氏の取締役選任議案が上程された場合は、反対します 任期満了まで上程されない場合は、その適正性について、追求し続けます (1/2) 宮石氏は、減損したM&Aの実行当事者の一人であることから、監査等委員としての独立性に問題があります



宮石 徹 氏

①監査等委員長を社内の人材が務めることは不合理

- コーポレートガバナンス・コードは**監査役及び監査役会の独立性を重視**しており、このことは**監査等委員会についても同様に当てはまる**と解されている。

“監査役及び監査役会は、取締役の職務の執行の監査、監査役・外部会計監査人の選解任や監査報酬に係る権限の行使などの役割・責務を果たすに当たって、株主に対する受託者責任を踏まえ、独立した客観的な立場において適切な判断を行うべきである。”

- コーポレートガバナンス・コード原則4-4

- 特に**監査等委員会の委員長**には**高度の独立性が要求**されるとされている。

“なぜ独立性が必要とされるのかを考える必要があると思います。たとえば監査等委員会の委員長を務めるような取締役に高度な独立性が要求されることは誰でも合意できると思います。”

- 東京大学 加藤貴仁教授

- 過去の深刻な不祥事が生じた会社では、**社内人材が監査委員長を務めていた**

- 例：東芝では、不正会計に関与していた財務部門の元責任者が監査委員長を務めていた

②過去減損したM&Aの多くに当事者として関わっていた

2017年3月～2019年3月
サッポロビール株式会社
取締役常務執行役員 営業本部長

2019年3月～2023年1月
サッポロビール株式会社
取締役執行役員

- 監査等委員長の宮石氏は全損となった**Anchor社**を買収した2017年8月時点において、**サッポロビールの取締役常務執行役員 営業本部長**を務めており、失敗したM&Aの当事者
- 同氏は2024年3月から現在に至るまで**サッポロホールディングスの社内取締役**を務めている
- 宮石氏は減損となった**Stone社**を買収した2022年6月時点において、**サッポロビールの取締役執行役員**を務めており、失敗したM&Aの当事者

3Dは、監査等委員会の委員長を務める宮石徹氏の選任議案が上程された場合は、反対します
 任期満了まで上程されない場合は、その適正性について、追求し続けます (2/2)
 宮石氏は、会計監査、業務監査、いずれの面でも必要な専門性を有していません

③会計監査・業務監査に必要な専門性を有していない


専門性			
会計監査	会計	<ul style="list-style-type: none"> 営業、人事、経営戦略分野での経験が主で会計士資格も有さないため、当該専門性を欠いている 	
業務監査	サ ッ ポ ロ が 直 面 す る 不 可 逆 な 意 思 決 定	不動産	<ul style="list-style-type: none"> 営業、人事、経営戦略分野での経験が主で、不動産の主要な実務に直接関与した経験がなく、専門性を欠いている
		事業・資産 売却プロセス	<ul style="list-style-type: none"> 営業、人事、経営戦略分野での経験が主であり、過去の経歴において、大規模な事業・資産の売却プロセスに関する具体的な実績は確認できず専門性を欠いている
		M&A	<ul style="list-style-type: none"> 減損となったStone社買収時にサッポロビール取締役執行役員を務めており、M&Aに関する専門性の高さは認められない
		資本政策	<ul style="list-style-type: none"> 営業、人事、経営戦略分野での経験が主であり、資本政策に関わる役職には就いておらず、専門性を欠いている

3Dは、社外取締役を務める種橋牧夫氏の取締役選任議案に反対します 種橋氏は、元メインバンク、株式持ち合い企業に属しており、真に独立性を持った監督機能に期待できません

種橋氏は、不動産事業への投資強化を掲げた中計公表後に、後付けで不動産事業への投資強化を正当化するため招聘された

しかし、種橋氏は、実質的には執行から独立していない

再掲



候補者番号 **8** **種橋 牧夫** 満66歳(1957年3月13日生)

新任 社外
独立

社外取締役候補者の選任理由及び期待される役割の概要

種橋牧夫氏は、企業経営者としての豊富な経験、実績を有し、不動産事業・財務・コンプライアンスに関する高い見識を有しております。「中期経営計画（2023～26）」の達成に向け、特に重点課題である不動産事業での収益構造多層化・資産効率向上において、金融、不動産での豊富な経営経験に基づき、客観的・専門的な視点からの確かな提言・助言をいただけるものと期待しております。持続的な企業価値の向上を目指す当社グループの経営を監督する適切な人材と判断し、社外取締役候補者としております。

★ 略歴、地位及び担当

1979年4月	株式会社富士銀行入行	2015年10月	同社 専務執行役員 アセットサービス事業本部長 兼 海外事業本部長
2011年6月	株式会社みずほ銀行 副頭取執行役員 支店部担当	2016年3月	同社 取締役専務執行役員 アセットサービス事業本部長 兼 海外事業本部長
2011年6月	同行 代表取締役副頭取執行役員 支店部担当	2017年1月	同社 代表取締役会長執行役員 東京建物不動産販売株式会社 取締役会長
2012年4月	同行 代表取締役副頭取執行役員 営業店業務部門長	2019年3月	同社 代表取締役会長 (現在に至る)
2013年3月	東京建物不動産販売株式会社 代表取締役社長執行役員	2021年1月	東京建物不動産販売株式会社 取締役 (現在に至る)
2015年7月	東京建物株式会社 専務執行役員 アセットサービス事業本部長		

取締役在任年数 (本総会終結時) —

所有する当社株式の数 **0株**

取締役会出席回数 —

“種橋牧夫氏は、企業経営者としての豊富な経験、実績を有し、不動産事業・財務・コンプライアンスに関する高い見識を有しております。「中期経営計画（2023～26）」の達成に向け、特に重点課題である不動産事業での収益構造多層化・資産効率向上において、金融、不動産での豊富な経営経験に基づき、客観的・専門的な視点からの確かな提言・助言をいただけるものと期待しております【後略】”

第99回定時株主総会招集ご通知

■ 種橋氏が取締役 取締役会議長を務める東京建物とサッポロの関係性は深い

— 東京建物とサッポロは株式の持合を行っている

サッポロHD 有報	東京建物株	115,878	115,878	取引関係の維持・強化並びに営業協力関係の構築・推進のため	有
		245	185		
東京建物 有報	サッポロホールディングス株	111,980	111,980	ビル事業における不動産取引等を維持・強化して企業価値向上に資するため。	有
		696	367		

— 東京建物とサッポロは、芙蓉グループに属しており、歴史的な関係性が深い

- ✓ 芙蓉グループは、安田財閥、浅野財閥、大倉財閥等の系譜を引く企業と富士銀行（現みずほ銀行）の融資系列からなる企業集団
- ✓ 現在は、芙蓉懇談会として存続しており、東京建物・サッポロともに加入している

■ 種橋氏が副頭取を務めたみずほ銀行は、サッポロのメインバンクである

— サッポロの最大の借入先はみずほ銀行（2023年12月時点で90億円）

— また、みずほ銀行とサッポロは株主の持合もしている

サッポロHD 有報	みずほフィナンシャルグループ	91,432	91,432	取引関係の維持・強化並びに営業協力関係の構築・推進のため	有
		221	170		
みずほFG 有報	サッポロホールディングス株式会社	1,106,584	*	発行会社との金融分野を中心とした総合的な取引関係を維持強化するため。	有
		6,673	*		

実質的には執行から独立していない人物が、時価総額の70%以上¹を占める不動産事業の切り離しにおいて、独立性を装って専門性を持った社外取締役として振る舞うことの方が、よほど深刻な事態です

出典：第99回定時株主総会招集ご通知；有価証券報告書

注：[1]サッポロの保有不動産の第三者機関の評価額6,360億円に対して、2025年1月31日時点の時価総額5,620億円

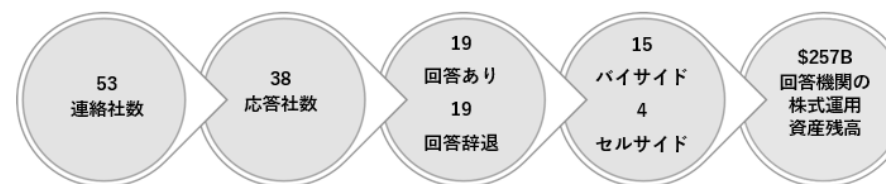
APPENDIX

株主等サーベイのメソドロジー

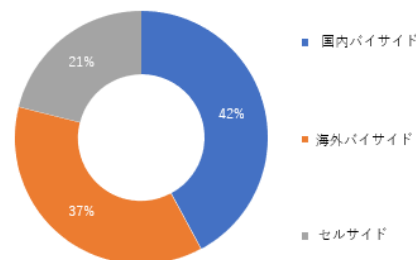
(ご参考) 株主等意見調査のメソロジー: 2023年4月実施

調査の目的・アプローチ

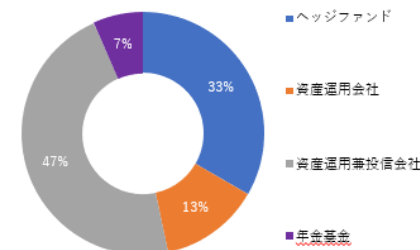
- サッポロホールディングス株式会社（以下「サッポロ」）の中期経営計画（MTMP）、事業戦略、市場の評価、シナジー効果、そして社内外取締役の有効性を含むコーポレートガバナンスに対する投資家の声を調査するため、3Dインベストメントから依頼を受け独立系大手グローバル調査会社がパーセプションスタディを実施しました
 - ー 2023年4月14日から5月18日にかけての電話による投資家へのインタビューで情報収集を行いました。報告内容は正確性と厳密な分析のため録音しております
 - ー アンケートは3Dインベストメントのチームが提供したものです。電話インタビューをした投資家の対象は、公表情報に基づいたサッポロの株式保有者です
 - ー サッポロの株主基盤を分析した上で、73名の機関投資家と7名のセルサイド・アナリストに本調査への参加を呼びかけました。3Dインベストメントは参加していません
 - ー アンケートは、サッポロの投資テーマに関連する喫緊の課題やトピックについて、回答者が自由に議論できるように、クローズド・エンドとオープン・エンドの質問を織り交ぜて設計しました
 - ー 投資家の率直な意見を収集できるよう、匿名での回答としました



参加機関分類



バイサイド機関タイプ



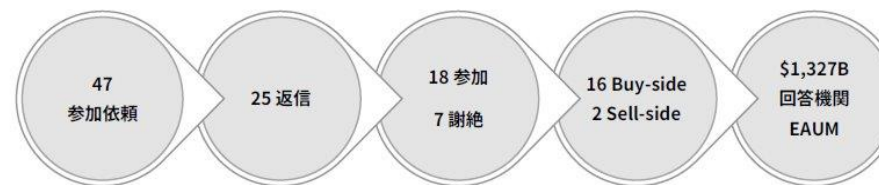
出所：株主データに関するグローバルリーディング調査会社

出所：株主データに関するグローバルリーディング調査会社

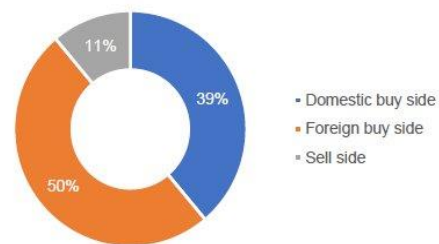
(ご参考) 株主等意見調査のメソッドロジー: 2024年7月実施

調査の目的・アプローチ

- サッポロホールディングス株式会社（以下、サッポロ）の不動産事業、および今後同社が実施するとみられる不動産切り離し策についての投資家の声を収集するため、独立系大手グローバルリサーチ会社が 3DInvestmentPartnersグループ（以下、3D）のためにパーセプションスタディ（認識調査）を実施しました
 - 市場関係者からのフィードバックは、2024年7月12日から7月30日にかけて、電話またはビデオ通話によるインタビューによって収集されました。なお、一部の投資家はインタビューには応じなかったものの、メールでコメントを提供しました
 - 質問票は3Dのチームが提供したもので、インタビュー対象者の母集団は、主に公表情報に基づくサッポロの株主情報に基づいて決定されました。
 - 本調査では、45の機関投資家、2名のセルサイドアナリストに参加を依頼しました。3Dは、調査に参加していません
 - インタビューでは、質問票に記載の質問に加えて、かかる質問に関連する論点も示し、質問に対する回答だけでなく、その基になった考え方についてもできる限り議論できるようにしました
 - 全ての回答者は、率直な意見と引き換えに、匿名で回答することを選択できました

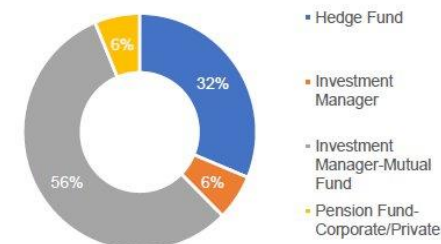


回答者のカテゴリー



出所：大手グローバルリサーチ会社

バイサイドの機関タイプ



出所：大手グローバルリサーチ会社

免責事項

免責事項

このプレゼンテーション資料及びこのプレゼンテーション資料に含まれている情報（以下総称して「本プレゼンテーション」）は、サッポロホールディングス株式会社（以下「サッポロ」）の株主のために提供されるものです。3D Investment Partners Pte Ltd.は、サッポロの株式を保有するファンド（以下「3Dファンズ」）の資産運用会社です。

本プレゼンテーションでは、サッポロの事業、資本構成、取締役会、ガバナンス体制に限定した、3D Investment Partners Pte Ltd.の評価、推定及び意見を示しています。3D Investment Partners Pte Ltd.は、3Dファンズの資産運用会社としての立場からのみ、評価、推定及び意見を示しています。

本プレゼンテーションは、サッポロの株主総会における取締役選任議案又は他の議案に関する議決権の行使又はその他の行為について、3D Investment Partners Pte Ltd.及びその関連会社並びにそれらの関係者（以下総称して「3DIP」）と共同で株主の権利（議決権を含みますが、これに限りません。）を行使することを勧誘又は要請するものではありません。3DIPは、自らの評価、推定及び意見を表明する行為又は本プレゼンテーションにおいて若しくは本プレゼンテーションを通じて行う他の株主との対話により、日本法（又はその他の適用がある法律）に基づき、共同保有者・特別関係者・密接関係者として取り扱われる意図又は合意がないことを明確にします。

3DIPは、サッポロの株主が保有する議決権の行使につき、サッポロの株主を代理する権限を受任する意思はありません。

3DIPは、サッポロ及びサッポログループ会社の事業や資産を第三者に譲渡又は廃止することについて、3DIPが、自ら又は他のサッポロの株主を通じて、サッポロの株主総会で提案することを意図するものではありません。また、3DIPは、サッポロ及びサッポログループ会社の事業の継続的かつ安定的な実施を困難にする行為を行うことを目的とする意思を有していません。

本プレゼンテーションは、いかなる取引、サービス若しくは商品の提案、勧誘若しくはマーケティング、広告、誘因又は表明ではなく、投資商品若しくはいかなる種類の投資の売買の助言若しくは投資商品を購入し若しくは売却すること、何らかの投資を行うこと、何らかの取引を実行すること若しくは（条件が記載されているか否かを問わず）その他の行為を避けるべきことを推奨するものではなく、また、いかなる特定の投資若しくは投資戦略のメリットなどに関する意見でもありません。戦略や取引のいかなる事例も、単に説明を目的としたものであり、過去又は将来の戦略や実績を示すものではなく、特定の戦略の成功可能性を示すものでもありません。

本プレゼンテーションは、情報提供のみを目的としたものであり、その他のいかなる目的のためにも、いかなる人にも依拠することはできません。また、本プレゼンテーションは、取引、投資、財務、法律、税務その他のいかなる助言、提案若しくは招請でもありません。

本プレゼンテーションは、公表されている情報（3DIPは別途の検証を行っていません。）に基づき作成されたものであり、完全性、適時性又は包括性のあるものではありません。3DIPは、日本の金融商品取引法が規定するインサイダー情報（以下「インサイダー情報」）を受領しておらず、また、本プレゼンテーションにはいかなるインサイダー情報も記載していません。

本プレゼンテーションには「将来の見通しに関する記述」が含まれています。特定の将来の見通しに関する記述は、過去又は現在の事実と厳密には関連していない記述であり、「かもしれない」、「でしょう」、「想定します」、「信じます」、「予想します」、「計画します」、「推定します」、「見込んでいます」、「目標とします」、「予想します」、「求めています」、「し得ます」といった表現やこれらと同等の用語を用いたその他の変形、否定形、類似表現の一切を含んでいます。

同様に、3DIPの目的、計画、事業戦略、目標などを記載した記述は、将来を見据えたものです。本プレゼンテーションに記載されている業績見通し等の将来に関する記述は、3DIPが本プレゼンテーションの作成時点で入手している情報及び合理的であると判断する一定の前提に基づいた、3DIPの意図、認識、期待、推定、仮定及び評価に基づいています。これらの記述は、将来の業績を保証するものではなく、リスク、不確実性、仮定その他予測することが困難な要素を含んでおり、3DIPのコントロールの範囲内ではなく、実際の業績と大きく異なる可能性があります。したがって、実際の業績などがこれらの業績見通しとは大きく異なる結果となり得ます。そのため、実際の結果を予測するものとして将来に関する記述に依拠するべきではなく、実際の結果は将来に関する記述として記載され、又は示唆されたものと大きく異なる可能性があります。3DIPは、新たな情報、将来の展開その他の結果にかかわらず、将来の予想に関する記述を更新して公表したり、修正する義務を負いません。

免責事項

3DIPは、本プレゼンテーションに記載された情報が正確で信頼できるものであると信じていますが、3DIPは、当該情報や記載されているサッポロ及びその他の企業に関する記述、口頭でのコミュニケーションについての正確性、完全性又は信頼性について何らの表明又は保証を行うものではありません。また、3DIPは、これらの記述やコミュニケーション（それについての不正確性や欠落も含みます）についてのいかなる責任を負うものではありません。なお、公開会社については、公開会社又はその内部者が保有する非公開情報のうち、当該公開会社が公開していない情報が存在する場合があります。したがって、本プレゼンテーションに記載されている全ての情報は、何らかの保証をするものではなく、「現状のまま」で表示されており、3DIPはその情報の正確性、完全性又は適時性や、使用した結果について何らの表明も暗示的に行うものではありません。自ら専門家の助言を得て、関連する問題に関して自ら評価を行ってください。3DIPは、本プレゼンテーションに含まれる情報（それについての不正確性や欠落も含みます）の全部若しくは一部の使用やそれに関連して発生したいかなる損失に対しても、いかなる義務又は責任も負いません。いかなる投資も、完全な資本の喪失を含む重大なリスクを伴います。いかなる予測や見積りも、単に説明を目的としたものであり、想定される損益の上限を示したものとして捉えるべきではありません。3DIPは、いかなる人に通知することなく、本プレゼンテーションの全部又は一部を変更することができますが、本プレゼンテーションにおける修正、更新、追加情報若しくは資料を提供する義務、又は不正確を訂正する義務は負いません。

本プレゼンテーションには、ニュース報道又はその他の公開の第三者情報源（「第三者資料」）からのコンテンツ若しくは引用、又はそれらへのハイパーリンクが含まれ得ます。本プレゼンテーションにおける第三者資料の引用の許可は、求められておらず、取得されていないことがあります。なお、第三者資料の内容については、3DIPが独自に検証を行ったものではなく、必ずしも3DIPの見解を示すものではありません。第三者資料の著者及び／又は発行者は、3DIPとは独立しており、異なる見解を持つ可能性があります。本プレゼンテーションに第三者資料を提供することは、3DIPが第三者資料の内容の一部について支持若しくは同意すること、又は第三者資料の著者若しくは発行者が、関連する事項に関して3DIPが表明した見解を支持若しくは同意することを意味するものではありません。第三者資料は、記載された問題に関して他の第三者により表明された関連するニュース報道又は見解の全てでもありません。

本プレゼンテーションの英語版に記載される（他の者に帰属しない）3DIPが作成した情報で、英語版と本プレゼンテーションの日本語版とが一致しない場合、別途の明示がない限り、日本語版の意味が優先されます。

3DIPは、現在、サッポログループの有価証券を実質的に保有し、及び／又は経済的利害関係を有しており、将来においても保有し、または経済的利害関係を有する可能性があります。3DIPは、サッポログループに対する投資について、継続的に、また、様々な要因に応じて、サッポログループの財政状態及び戦略的方向性、サッポロとの協議の結果、全体的な市場環境、3DIPが利用可能なその他の投資機会、サッポログループの有価証券の購入又は売却を希望する価格で実行する可能性など、いつでも（3DIPがポジションを得た後の公開市場又は非公開の取引を含みます）、売買、カバー、ヘッジ、又は投資の形態や実体（サッポロの有価証券を含みます）を、関係法令で許容されるいかなる方法によっても、変更する可能性があり、また、そのような変更について他者に通知する義務を明示的に負うものではありません。また、3DIPは、サッポロに対する投資に関して適当と判断するいかなる行動も取る権利を留保します。この行動は、取締役会、経営陣又は他の投資家とのコミュニケーションを含みますが、これに限られません。

本プレゼンテーション及びその内容は3DIPの著作物です。本プレゼンテーションで言及されるすべての登録された又は登録されていないサービスマーク、商標及び商号は、それぞれの所有者の財産であり、3DIPによる本プレゼンテーションの使用は、これらのサービスマーク、商標及び商号の所有者との提携又は所有者による承認を意味するものではありません。いかなる場合においても、3DIPは、本プレゼンテーションの使用から生じる、直接的又は間接的な特別損害、付随的損害又は派生的損害（逸失利益を含む）について、いかなる当事者に対しても責任を負わないものとします。

本プレゼンテーションに記載された内容は、予告なく変更・更新されることがありますので、ご注意ください。本プレゼンテーションを読むたびに全ての内容をご確認ください。