

株主への意見聴取結果について（日本語版）

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 様
取締役会 御中

2023年5月30日



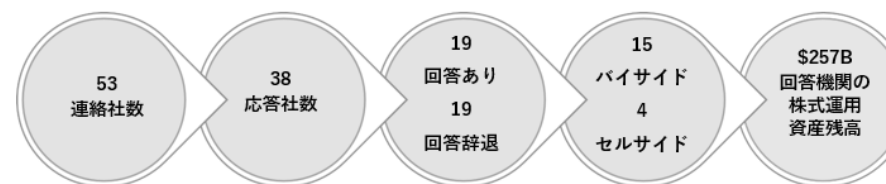
- 本プレゼンテーションは、3D Investment Partnersから独立した第三者である、世界有数の株主データプロバイダーが実施した、サッポロ株主等に対する意見調査の結果を取りまとめたものです
- 本プレゼンテーションに記載されている意見調査の方法・結果の内容は、上記の独立した第三者が作成したレポート（本レポート）を、上記第三者が日本語に翻訳したものを引用したものであり、いかなる改変・編集も加えられておりません
- また、調査参加者へのインタビュー、フィードバック分析、本レポート作成、重要事項の要約等において、3D Investment Partnersは、一斉の関与をしておらず、またいかなる影響力も与えておりません
- 上記を保証するものとして、本プレゼンテーションが引用している上記の独立した第三者作成の本レポートにおいては、下記の通りディスクレマーが付されております

IMPORTANT NOTICE AND DISCLAIMER:

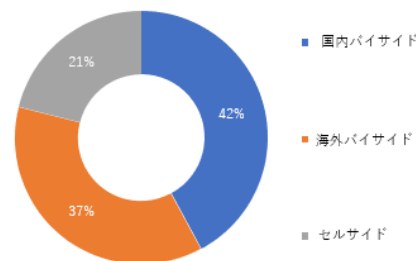
This material was independently produced and provided by a Global Leading Shareholder Data Provider. 3D Investments was not involved in, nor had any influence over, the participant interviews, feedback analysis, report writing, or summary of key takeaways. All participant data will remain undisclosed to 3D Investments.

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。

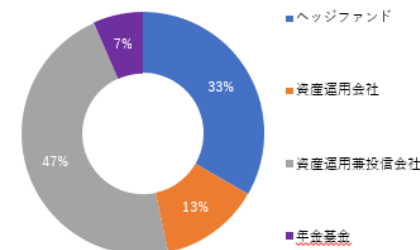


参加機関分類



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

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

調査成果の概要

Topic	Yes	No	Mixed Opinion	No Opinion
サッポロの企業価値は最大化されるような経営がされていると思いますか？	0%	100%	0%	0%
酒類ブランド価値が最大化されるような経営がされていると思いますか？	0%	90%	5%	5%
サッポロの市場評価は、競合比アンダーパフォームしていると思いますか？	79%	5%	11%	5%
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？	5%	69%	21%	5%
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？その理由についても教えてください？	42%	32%	16%	11%
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？そう考える理由について教えてください？	5%	84%	11%	0%
現在の取締役会は、サッポロの事業を客観的に分析し、業績改善に着手するために、企業価値の最大化に向けた十分な監督機能を有していると思いますか？	0%	74%	16%	10%
現社外取締役は、株主・市場関係者と十分に交流し、株主の代弁者としての役割を十分に果たしていると思いますか？	0%	69%	26%	5%
サッポロの執行（≡社内取締役）は、社内のしがらみや過去の経営方針に囚われず、事業ポートフォリオの在り方等を含め、企業価値最大化の観点から客観的・合理的な判断を下せると考えますか？	5%	69%	26%	0%

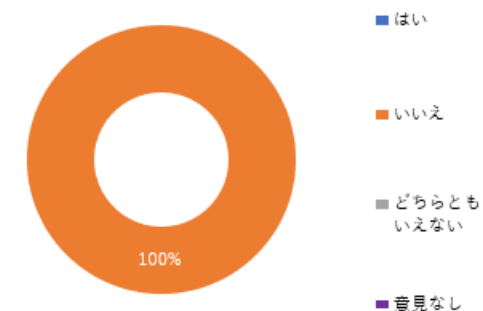
結果の詳細

サッポロの企業価値は最大化されるような経営がされていると思いますか？ (1/2)

サッポロの企業価値について

- 回答者の全員がサッポロの企業価値が最大化されていないという点で意見が一致しています。特に収益性の低さ及び株価の低迷が、回答の理由として挙げられています。
- 回答者の中には、サッポロが様々な事業において優良な「資産」を保有していることを評価する人もいますが、ビール事業に焦点が定まっておらず、シナジーのないセグメントに経営資源が分散しているため、貴社の強みが企業価値に反映されていないことを強調する人もいます。
- つまり、ビール事業は、市場における貴社ビールの位置づけ（日本市場で最もおいしいビール）を勘案すれば、企業価値を最大化するための重要なドライバーであるとの意見が多くありました。その一方で、ビール事業の利益率が低く、特に国内市場の低成長や衰退が予想されることから、ブランド競争力の強化が必要であると指摘する声が多く聞かれました。
- また、企業価値を最大化するための資本戦略のあり方について質問したところ、不動産事業については意見が分かれました。サッポロは不動産に多額の投資をすべきではないという意見で一致する一方、不動産事業と酒類事業を分割して適切な評価を行うべきという意見もあれば、ある1名の回答者は、サッポロが最優先で取り組むべき酒類事業の再建には、不動産事業からの安定的な収入が不可欠であると意見しました。

サッポロの企業価値は最大化されるような経営がされていると思いますか？



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

サッポロの企業価値は最大化されるような経営がされていると思いますか？

	はい	いいえ	どちらとも いえない	意見なし
バイサイド	0%	100%	0%	0%
国内	0%	100%	0%	0%
海外	0%	100%	0%	0%
セルサイド	0%	100%	0%	0%
全体	0%	100%	0%	0%

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

サッポロの企業価値は最大化されるような経営がされていると思いますか？ (2/2)

回答者の声

“「企業価値が最大化されていない」という答えは明確だと思います。ビール事業には明らかにオペレーションの問題があり、業績が悪化しています。不動産事業に素晴らしい資産もありますが、実はこの2つを組み合わせることは非効率的です。特に日本では、上場不動産会社が純粋な投資対象として、収益に対する税制上の理由から、基準価額に対してディスカウントされた価格で取引されています。一方、REITのようなパススルー型の手法が数多く存在し、安定したキャッシュフローを得たい投資家にとっては、より効率的な方法となります。つまり不動産を会社組織で保有することは、非常に非効率的です。しかも、不動産は例えば5%の利回りと20倍の利益で取引されますが、ビール事業はそうではありません。この2つの組み合わせは、基本的にグループ全体のレバレッジを引き下げることとなります。これらすべてが相まって、本質的な企業価値に対してかなり大きなディスカウントが発生しています”

外資系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。まず、前述のように酒類事業にはまだまだ課題があり、取り組み強化により企業価値を高める可能性は十分にあります。また、一般的に、保有する不動産以上の企業価値を発揮できている不動産会社はない。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

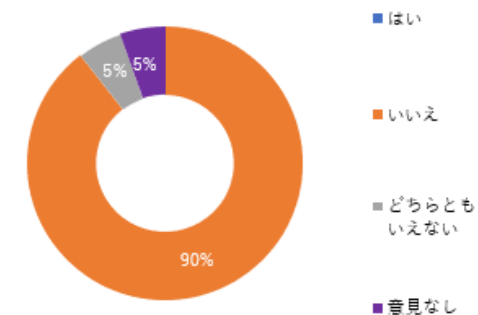
国内バイサイドアナリスト

酒類ブランド価値が最大化されるような経営がされていると思いますか？ (1/2)

酒類ブランド価値について

- 回答者の大多数が酒類事業のブランド価値を最大化するような経営が実行されていないと考えています。
- サッポロはエビスや黒ラベルなど、人気ブランドを持っていますが、販売単価が低く、ブランド認知の高さや根強いファン層の多さが収益に結びつかないという意見が多く聞かれました。こうした回答者からは、麒麟やアサヒといった競合他社からシェアを奪うために、業務効率化のための投資拡大、ブランドのグローバル展開、国内でのマーケティング施策の強化が求められています。
- 不動産事業からの安定収入が酒類事業の改善に影響を与えているかどうかについては、85%の人が悪影響を与えていると考えており、安定収入がサッポロの不動産以外のセグメントにおける業績低迷を覆い隠していると指摘しています。
- どちらともいえないとした回答者は、経営陣は直近の中期経営計画でブランド価値の最大化に取り組むことを約束していると考えているため、判断を保留するとした一方で、これまで対外発表した計画を達成した実績がないと指摘しています。

酒類ブランド価値が最大化されるような経営がされていると思いますか？



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

酒類ブランド価値が最大化されるような経営がされていると思いますか？

	はい	いいえ	どちらともいえない	意見なし
バイサイド	0%	87%	7%	7%
国内	0%	75%	13%	13%
海外	0%	100%	0%	0%
セルサイド	0%	100%	0%	0%
全体	0%	90%	5%	5%

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

酒類ブランド価値が最大化されるような経営がされていると思いますか？ (2/2)

回答者の声

“酒類ブランド価値の最大化はされていない。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

“酒類ブランド価値が最大化されるような経営が行われているとは言い難い。全体的な利益率が低く推移しているためである。不動産の利益があるから、酒類事業の価値最大化にマイナスの影響を与えていると言う、3Dインベストメントの主張は一理ある。また、これは酒類事業に限ったことではなく、その他の事業についても言える。サッポロホールディングスの構造改革に対する取り組みのスピード感は、ここ最近は早くなってきたと評価することができる。しかし、ここに至るまで、酒類だけでなく、食品も含めて利益率の低さが放置され続けてきた。こうした実績を踏まえると、酒類ブランド価値が最大化されるような経営がなされてきたとは言い難い”

セルサイドアナリスト

“酒類ブランドの価値最大化はされておらず、不動産事業に甘えている。例えば、サッポロのビールの評判が悪くて、その結果、利益率等が低いのであれば理解できる。しかしながら、実際は自分の身の回りも含めてサッポロビールの愛好者が非常に多く、味の支持を得ているのに、それなのに利益率がこんなにも低い。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るのは、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”

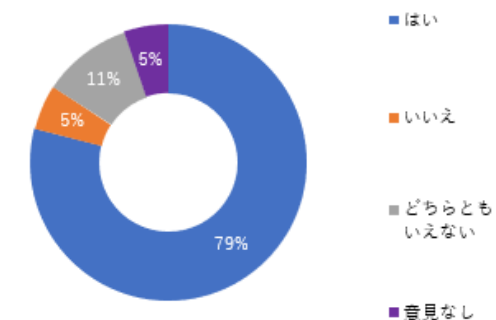
外資系バイサイドアナリスト

サッポロの市場評価は、競合比アンダーパフォームしていると思いますか？ (1/2)

サッポロの市場評価について

- 回答者のほとんどは、利益率、マーケットシェア、TSRにおいて、サッポロの市場評価は競合他社を下回っていると考えています。
- 回答者の数名は、非効率的な経営と不採算事業により、不動産事業の価値が市場に十分に評価されていないと指摘しています。一方、業績不振の原因は、縮小傾向にある国内市場で大手ビール会社4社がシェアを争うという構造的な問題が根底にあるとの指摘もあります。
- 多くがアンダーパフォームしていると回答するなか、1名のバイサイドアナリストは、ビール事業の業績や中期経営計画の不十分さを考慮すると、サッポロの市場評価は妥当であるとする意見も散見されました。また2名のセルサイドアナリストから、直近の株価パフォーマンスにおいては、3Dインベストメントの関与により株価が上昇しており、アンダーパフォームしているとは言えないとする意見もありました。
- サッポロの市場評価を高めるためには、酒類事業の利益率を高めること、酒類事業において競合他社からシェアを奪うこと、不動産事業を売却するなどしてキャッシュを得ることが必要であるとの回答を得ています。さらに、投資家やセルサイドアナリストは、不採算事業の再構築の重要性にも言及しています。

サッポロの市場評価は、競合比アンダーパフォームしていると思いますか？



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

サッポロの市場評価は、競合比アンダーパフォームしていると思いますか？

	はい	いいえ	どちらともいえない	意見なし
バイサイド	87%	0%	7%	7%
国内	88%	0%	0%	13%
海外	86%	0%	14%	0%
セルサイド	50%	25%	25%	0%
全体	79%	5%	11%	5%

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

サッポロの市場評価は、競合比アンダーパフォームしていると思いますか？ (2/2)

回答者の声

“アンダーパフォームしている。酒類・飲料事業がサッポロホールディングスの企業価値を破壊している。少なくとも、これらの部門の利益率を、ある程度でも引き上げる、なおかつ安定的にすることをするべき。しかしながら、客観的にみて、酒類および飲料事業はどちらも厳しい。国内の人口が減少しており、特に同社の需要層である年代が徐々に抜けていく。短期的に、利益率を改善させる施策は必要であるし、達成もできると思うが、長期的に戦線をどう縮小させていくかが同時に取り組むべき大きなテーマだと思う”

国内バイサイドアナリスト

“市場評価は競合他社を下回っている。キリンとアサヒははるかに高い利益率をあげている。そのため、株価パフォーマンスだけでなく、収益性もブランド力も競合他社よりはるかに低い”

外資系バイサイドアナリスト

“アンダーパフォームの定義にもよるが、サッポロがこれまで同業他社に、何かで勝つことができたかと言われると、それはなかった。サッポロの事業部門では、不動産以外、稼いでいる事業がない。市場評価を高めるためには、まずこの状況を改善すること。つまり、不動産事業以外の事業部門も稼げるようになることが必要である。ビール事業等で同業他社から市場シェアを取ることができたら、それに越したことがないが、それ以前に、まずは収益力を高めることが先決と思われる”

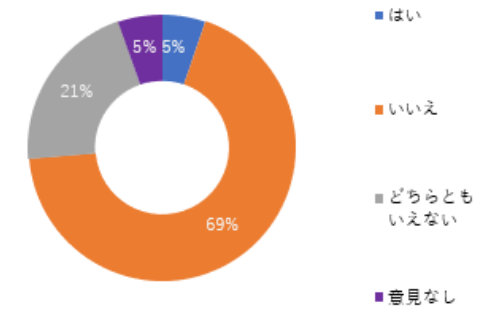
国内バイサイドアナリスト

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？ (1/2)

新中期経営計画の適正性

- サッポロの新中期経営計画は、目標達成に至るまでの施策についての十分な詳細がなく、また中期経営計画達成後の長期的ビジョンが示されていないため、企業価値を最大化するために適切かつ十分であるとは思わないという回答者が過半数を占めています。
- 利益率目標については、サッポロの業績や酒税改正、COVID-19後の市場環境などを考慮すると、現状でも高い目標との意見が多くみられます。その一方で、目標数値が競合他社と比較して低すぎるため、サッポロの企業価値を十分に最大化できていないとの見方もあります。また、不動産をコアビジネスとするのであれば、全く異なる事業であり資本構造も異なる酒類事業は売却すべき、という意見も少なからずありました。また、企業価値を最大化するためには、より抜本的な改革が必要であるとの考えもありました。
- どちらともいえないとした回答者は、利益率目標を含めるなど、ポジティブな変化は感じられるものの、目標が現実的で達成可能であるか、キャピタルゲインを得るための不動産事業投資戦略が適切であるかについては、信頼感に欠けるとしています。ある回答者は、利益率の目標を設定したことは、適切だと考えています。また、わずか1名ですが、サッポロの経営陣が、同社の強みである不動産をコアビジネスとすることを明確にしたことを評価するとの声もありました。

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？



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

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？

	はい	いいえ	どちらともいえない	意見なし
バイサイド	7%	73%	13%	7%
国内	13%	50%	25%	13%
海外	0%	100%	0%	0%
セルサイド	0%	50%	50%	0%
全体	5%	69%	21%	5%

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

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？ (2/2)

回答者の声

“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

“今回の中期経営計画は、サッポロホールディングスができることを示してきたと思うし、これまでよりもずっと熱意が感じられる。しかしながら、そのあと、もう一段どうするか。長期的な視点、俯瞰的な視点において切り込みが足りない印象があるため、適切な中期経営計画であるとは回答できない”

国内バイサイドアナリスト

“新しい中期経営計画は十分とは言えない。売上高目標を出さずに利益率目標を出すことについては、良い面と悪い面の両方がある。実態として、もはや規模を追求することができないのは明白であるので、サッポロが利益率にこだわるのはいいことと考えられる。一方で、規模をどうするのかについて触れられていない。利益率の向上は、シェアアップなどによる規模を拡大することによる効果を狙っているのか。それとも売上をあきらめ、ニッチなジャンルで、クラフトビールで攻める、強いブランドで単価を上げるといった戦略をとりたいのかが、よくわからない”

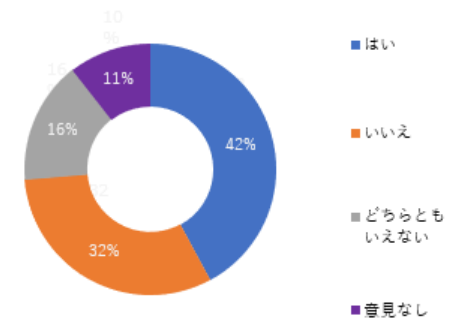
外資系バイサイドアナリスト

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？ (1/2)

中期経営計画の再検証

- 企業価値最大化のために中期経営計画を再検証すべきとする意見と、再検証する必要はないとする意見に大きく二分されました。中期経営計画を再検証すべきとする回答者は、企業価値を最大化するために、目標をどのように達成し、どのように戦略を実行するかについて、より詳細に説明する必要があると主張しています。さらに、特に競合他社の目標に照らし合わせると、サッポロの計画はより野心的であるべきだと考えているようです。
- 一方で、再検証の必要はないと考える回答者は、現在の計画の方向性は評価するものの、これまでのトラックレコードが悪いことから、計画を達成させることができるかが問題であると述べています。また、長期的な戦略的ビジョンをより明確にするとともに、計画実行の進捗状況を報告することが重要であるとしています。
- そのほか「経営陣の責任を問うために、KPIを追加して現在の計画を補完すべき」とする意見や「再検証の必要性を判断する前に、計画の実行を確認したい」とする意見もみられます。あるセルサイドアナリストは、経営陣の投資への考え方に変化がなければ、再検証しても十分な計画がでてくることはないとは主張しています。

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？その理由についても教えてください。



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

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？その理由についても教えてください。

	はい	いいえ	どちらともいえない	意見なし
バイサイド	53%	27%	7%	13%
国内	13%	50%	13%	25%
海外	100%	0%	0%	0%
セルサイド	0%	50%	50%	0%
全体	42%	32%	16%	11%

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

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？ (2/2)

回答者の声

“再検証すべきだと思う。確かに、従来よりも進んだ中期経営計画を出してきている。これまで悪かったトラックレコードを踏まえるとの実現性、進捗を確認すべきとの考えも理解できる。しかしながら、手法について新しいものがあるわけではない、そのために中期経営計画が終了する3年間を待つ必要があるのか。そこまでに状況が変わるのか疑問であるため、再検証のほうが望ましい”

外資系バイサイドアナリスト

“中期経営計画を公表して間もないため、現時点では再検証する段階ではない。今後、中期経営計画の進捗達成状況を適切に開示することが重要。例えば事業利益率目標5.7%は最終目標ではないし、これが最終目標ではないことは、多くの市場関係者が理解しているところではないか。また、これまでの中期経営計画では、期待を裏切り続けてきたことを鑑みると、まずは5.7%を達成できるのか、進捗を確認したい”

国内バイサイドアナリスト

“再検証の必要はないと考えている。サッポロの問題は実行力の弱さにある。いかに提示した計画を執行できるか。実行力が伴うのかを見たい。計画を改善させ、投資家の期待に沿う計画を作成できても、達成できなければ意味がない”

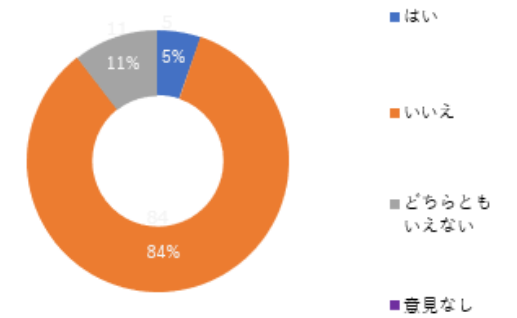
国内バイサイドアナリスト

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？ (1/2)

不動産事業のシナジーについて

- 回答者の多くは、不動産事業と他のセグメントとの間にはシナジーがなく、中核事業とするための投資や施策を正当化することはできない、と考えています。シナジーがあることを示す定量的な証拠はないものの、回答者の一部は、もしシナジーがあるのであれば、サッポロが市場に対してきちんと説明するべきだとしています。また、複数の回答者は、不動産業界は競争の激しい分野であり、サッポロの経営陣とは異なり、競争に勝ち抜くために必要なスキルのある不動産専門企業が多数存在することを指摘しています。一方、1名の投資家は不動産収入を活用して他の事業セグメントの改善に集中することの重要性について繰り返し強調しています。
- どちらともいえないとした回答者の1名は、シナジーは数字に表れないが、恵比寿や北海道などの地名は、定性的にブランド価値に貢献する可能性があるかと認識しているようです。
- 「はい」と答えたある回答者1名は、ブランド価値のシナジーはある程度評価しているものの、定量的なシナジーは生まれないと認識しています。この回答者は、一方で、酒類事業がアサヒや麒麟に対抗できるほど成長できるとは考えていないので、サッポロがビール事業を続けたいのであれば、収益を支える不動産事業は必要と強く考えているとの意見も寄せています。

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？ そう考える理由について教えてください。



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

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？ そう考える理由について教えてください。

	はい	いいえ	どちらともいえない	意見なし
バイサイド	7%	87%	7%	0%
国内	13%	75%	13%	0%
海外	0%	100%	0%	0%
セルサイド	0%	75%	25%	0%
全体	5%	84%	11%	0%

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

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？ (2/2)

回答者の声

“不動産とのシナジーはないと判断している。恵比寿地区の不動産があるからと言って、ブランド価値の向上につながらない。ただし、シナジーがないからと言って、不動産をすぐやめるべきとは考えていない。不動産のリスクをとって収益を積極的にとっていくことについての是非はともかく、不動産事業の利益率は高いので、このキャッシュフローを抜本的な改革に結びつけていくべきである”

国内バイサイドアナリスト

“不動産事業とのシナジー効果はないと考えている。強いて言えば、不動産を持っている地域である札幌、恵比寿を冠するブランド名になっているため、シナジー効果がゼロと言えない面があるかもしれない。しかしながら、現状の利益率が低いため、シナジーがあるとは言い難い”

セルサイドアナリスト

“主要ビールブランドがエビスなので、恵比寿にある不動産がブランド価値に繋がっており、決してゼロではない。しかしながら、シナジーと振りかぶって言えるほどのものを出せていないし、説明できるものもない。また、会社側も、定量的なシナジー効果について説明していない。もしできるのなら、しっかりと説明してほしい”

国内バイサイドアナリスト

“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、不動産専門であっても、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”

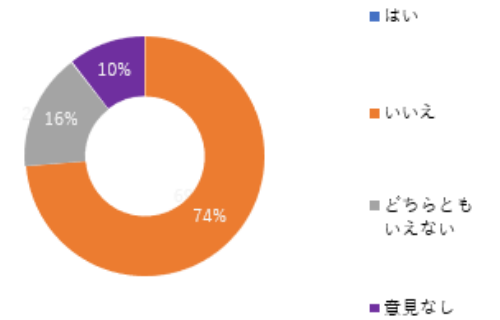
外資系バイサイドアナリスト

現在の取締役会は、サッポロの事業を客観的に分析し、業績改善に着手するために、企業価値の最大化に向けた十分な監督機能を有していると思いますか？ (1/2)

取締役会の監督

- サッポロの取締役会は企業価値を最大化するための十分な監督機能を果たしていないという点で概ね一致しています。回答者は取締役会の監督機能を疑問視する理由として、サッポロの経営成績と株価の低迷を強調しています。
- 年齢、性別、経験の多様性から、取締役会の構成は適切との意見がある一方、酒類事業部門やより広範な消費財に関する専門知識や経験が不足しているため、企業価値を向上させるための構成として適切であるかどうか疑問であるとの意見もあります。
- また、どちらともいえないと回答したある回答者は、十分な監督がなされているかどうかについては懐疑的であるものの、現在の経営計画に関する具体的なKPIに対する進捗状況を見てから判断することが重要であるとしています。
- 回答者のうち2名が取り組み姿勢を評価し、うち1名が不動産の専門家が取締役に就任していることを評価するとして一方で、サッポロは中核となる酒類事業の加速に注力すべきとの期待を改めて示し、グローバルブランドやアルコール・消費財セクターに関する専門知識を持つ社外取締役を置く必要性を、強調しています。

現在の取締役会は、サッポロの事業を客観的に分析し、業績改善に着手するために、企業価値の最大化に向けた十分な監督機能を有していると思いますか？



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

現在の取締役会は、サッポロの事業を客観的に分析し、業績改善に着手するために、企業価値の最大化に向けた十分な監督機能を有していると思いますか？

	はい	いいえ	どちらともいえない	意見なし
バイサイド	0%	80%	13%	7%
国内	0%	63%	25%	13%
海外	0%	100%	0%	0%
セルサイド	0%	50%	25%	25%
全体	0%	74%	16%	10%

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

現在の取締役会は、サッポロの事業を客観的に分析し、業績改善に着手するために、企業価値の最大化に向けた十分な監督機能を有していると思いますか？ (2/2)

回答者の声

“社外取締役の比率、ジェンダー、経営経験等、さらには経営戦略に沿って求められる知見が取締役に備わっているかも重要であるが、これらはいわば形式的な要件であり、サッポロの取締役会が監督機能を果たしていないと、当社が判断する理由ではない。現時点において、サッポロは経営において十分な結果を出していないが、これはCEOに能力が不足していることの表れである。これをきちんと社外取締役や取締役会がきちんとモニタリングできていないから、何のアクションやコメントも発せられていないため、監督機能が果たされていないと考えている”
外資系バイサイドアナリスト

“経営経験のある社外取締役が在籍しており、一通りのスキルがある人材が揃っている。しかしながら、酒類や不動産など、サッポロが中期経営計画に示した分野のプロフェッショナルが揃っているとは言い難い。プロフェッショナルとして期待しているのは、グローバルビジネス、ブランドビジネスを展開されている方が好ましい”

セルサイドアナリスト

“経営戦略と統合的なKPIを定めて、これを達成するための取締役会を作り直すべきと考える。社外取締役のスキルセットとして、不動産、酒類の専門家がいるべきかどうかについては、いろんな意見があると思うが、必ずしも必須だと考えていない。しかしながら、ファイナンスの知識は必須である。サッポロが掲げる収益性の水準や、目標の設定が、ファイナンスの観点からみて、適切なかどうかを常に監督する必要がある。この点について現状は不十分である。社内取締役については、結果責任を問われる計画の策定、KPIの設定、業績連動型の役員報酬制度があってほしい。業績に責任をもつような報酬制度がないと、サッポロが本気で変革するという意思が市場に伝わりにくい”

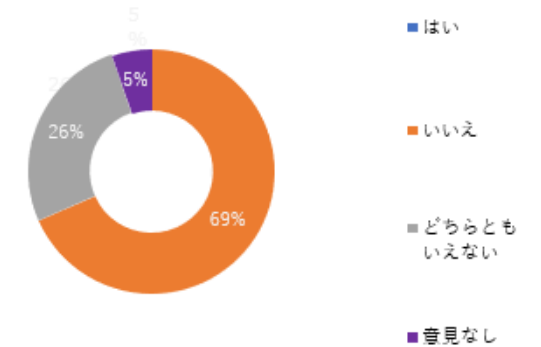
国内バイサイドアナリスト

現社外取締役は、株主・市場関係者と十分に交流し、株主の代弁者としての役割を十分に果たしていると思いますか？(1/2)

社外取締役について

- 回答者の大多数が、現在の社外取締役は、現状のTSRやサッポロの経営課題について、市場に対して適切なメッセージを出せていないことを理由に、株主の代弁者としての役割を果たせていないと考えています。
- 回答者の多くは、サッポロの社外取締役と意見交換したことがないと述べていますが、これはサッポロに限ったことではなく、日本市場においてより広範な問題であると指摘する人も少なくありません。どちらともいえないとした回答者は、主にこの日本市場全体における意見交換の少なさ、判断を保留する理由として強調しています。
- 回答者は、社外取締役はIRミーティングや電話会議への参加、アニュアルレポートでのメッセージなど、より頻繁に市場関係者と面談すべきであると考えています。具体的には、社外取締役がどのように会社の現状を把握し、監督機能を果たし、そして経営陣の責任を追及し、最終的には経営陣がさまざまな取り組みを通じて企業価値を高めるために十分な措置を講じていることを確認し、株主を擁護しているかを理解したいとの意見が寄せられています。

現社外取締役は、株主・市場関係者と十分に交流し、株主の代弁者としての役割を十分に果たしていると思いますか？



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

現社外取締役は、株主・市場関係者と十分に交流し、株主の代弁者としての役割を十分に果たしていると思いますか？

	はい	いいえ	どちらともいえない	意見なし
バイサイド	0%	67%	27%	7%
国内	0%	50%	38%	13%
海外	0%	86%	14%	0%
セルサイド	0%	75%	25%	0%
全体	0%	69%	26%	5%

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

現社外取締役は、株主・市場関係者と十分に交流し、株主の代弁者としての役割を十分に果たしていると思いますか？(2/2)

回答者の声

“もし社外取締役が、株主の代弁者としての役割を果たしていたら、このような事態にはなっていない。不動産価値の活かし方、酒類事業の収益性の低さ、その要因となっている構造であるとか、普通に考えるとわかることなのに、適切に指摘できていないから、このような状況に陥っている”

外資系バイサイドアナリスト

“サッポロに限った話ではなく、日本企業全体に言えるものであり、特段、サッポロが他社と比べて劣っているわけではない。もし、社外取締役と面談の機会があれば希望する。確認したいポイントは、長期のビジョンを議論しているのか、長期ビジョンと比較して現状についてどのような認識をもっているのか、そして、自分たちの強みは何かを再確認して、どこに資源を集中させるのかということである。当然、これらのポイントを取締役会でどういった議論をしているかを聞きたい”

国内バイサイドアナリスト

“メインバンクが社外取締役であるなど十分な監督機能に疑問がある。チェック機能など客観的に判断できるモノがないように見える。10月の説明会に社外取が出てきてお話しされたが、何を主張されたいのかよくわからなかった。おそらく、アクティビストが来たから、とにかく社外取が話すべきということで、十分な監督した実績や株主にきちんと説明する準備もなく出てきたように見えた。ご説明は、何も腹落ちすることがなかった。おそらく経営の課題を社外取がつかんでいないのだろう。適切な監督機能を発揮する以前に、社外取締役が会社の課題をきちんと把握していない”

セルサイドアナリスト

“一概に言えませんが、現在の株価/バリュエーションに鑑みるに、監督機能が生きているとは言いにくい状況だと思います”

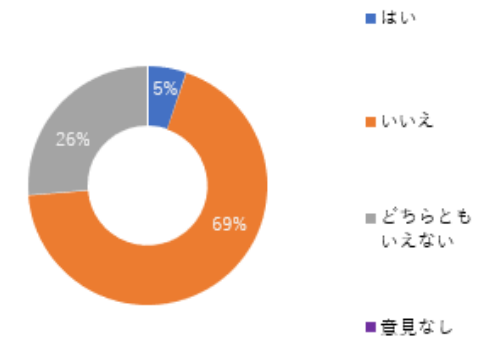
国内バイサイドアナリスト

同社の執行（≒社内取締役）は、社内のしがらみや過去の経営方針に囚われず、事業ポートフォリオの在り方等を含め、企業価値最大化の観点から客観的・合理的な判断を下せると考えますか？ (1/2)

社内取締役について

- これまでの意見と同様、回答者である投資家やセルサイドアナリストはサッポロの株価や業績について否定的な見方をしています。その結果、回答者の多くは、経営陣が事業ポートフォリオの状況や企業価値の最大化に関わる事項について、客観的かつ合理的な判断を行っているとは思えないと考えています。
- 経営陣が過去の方針や社内のしがらみに縛られているかどうかを把握する根拠が乏しいと指摘する声がある一方で、経営再建や合理化のための投資が必要であり、現状ではサッポロの経営陣がそのための取り組みを行っている様子がないことを改めて言及しています。
- 「はい」または「どちらともいえない」と回答した回答者の一人は、重要な問題を理解し、業務効率を改善するための提案をするような優秀な人材がマネジメントや現場にはいると考えていますが、実績に表れているわけではなく、その期待感もまだない。まだまだ不安な面が残るとコメント。さらに、あるセルサイドアナリストは、サッポロが新中期経営計画で収益性に焦点を当てた議論を行い、正しい方向に一步踏み出したことを評価して中立的なスタンスをとっていますが、実績はまだ業績に反映されていないため、関連するKPIに対して計画通り進んでいるかどうかを見極めることが重要であると述べています。

サッポロの執行（≒社内取締役）は、社内のしがらみや過去の経営方針に囚われず、事業ポートフォリオの在り方等を含め、企業価値最大化の観点から客観的・合理的な判断を下せると考えますか？



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

サッポロの執行（≒社内取締役）は、社内のしがらみや過去の経営方針に囚われず、事業ポートフォリオの在り方等を含め、企業価値最大化の観点から客観的・合理的な判断を下せると考えますか？

	はい	いいえ	どちらともいえない	意見なし
バイサイド	7%	80%	13%	0%
国内	0%	75%	25%	0%
海外	14%	86%	0%	0%
セルサイド	0%	25%	75%	0%
全体	5%	69%	26%	0%

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

同社の執行（≡社内取締役）は、社内のしがらみや過去の経営方針に囚われず、事業ポートフォリオの在り方等を含め、企業価値最大化の観点から客観的・合理的な判断を下せると考えますか？ (2/2)

回答者の声

“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

“経営判断において、執行サイドがしがらみに囚われた経営判断をしていたか識別する根拠はないが、不動産事業に絡めていうと、これがあるから会社がつぶれないという甘えはあったと思われる。ここから、会社をいい方向に動かすためには、甘えを断ち切った経営陣の覚悟を示す必要がある。経営計画と整合性のあるKPIを設定し、痛みが伴っても成果が出ればきちんと報酬が上がるような株式報酬制度の導入が望まれる。TSRが低いままであれば、報酬が上がらない等、わかりやすい設計が必要”

国内バイサイドアナリスト

“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

サッポロの企業価値について

1. サッポロの企業価値は最大化されるような経営がされていると思いますか？
2. 企業価値最大化のために、あるべき資本戦略（事業ポートフォリオの見直しを含む）とはどのようなものになると思いますか？

酒類ブランド価値について

3. 酒類ブランド価値が最大化されるような経営がされていると思いますか？

サッポロの市場評価について

4. サッポロの市場評価は、競合比アンダーパフォームしていると思いますか？

新中期経営計画について

5. 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？
6. 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？その理由についても教えてください

不動産事業のシナジーについて

7. 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？そう考える理由について教えてください

取締役および取締役会について

8. 現在の取締役会は、サッポロの事業を客観的に分析し、業績改善に着手するために、企業価値の最大化に向けた十分な監督機能を有していると思いますか？
9. 現社外取締役は、株主・市場関係者と十分に交流し、株主の代弁者としての役割を十分に果たしていると思いますか？

社内取締役について

10. サッポロの執行（≡社内取締役）は、社内のしがらみや過去の経営方針に囚われず、事業ポートフォリオの在り方等を含め、企業価値最大化の観点から客観的・合理的な判断を下せると考えますか？

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」）及びそ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は、3Dファンズの資産運用会社という立場にある3D Investment Partners Pte Ltd.から委託を受けた、3D Investment Partners Pte Ltd.から独立した世界有数の株主データプロバイダーが実施した株主に対する意見調査の結果を取りまとめたものです。

本プレゼンテーションは、サッポロの定時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「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の購入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、も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化形、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）の全部も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もりも、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。