

2025年2月28日付け サッポロ社

「株主提案に対する当社取締役会意見並びに当社ガバナンス体制に関する補足説明（及び株主の質問状に対する当社見解）」  
に対する当社の見解

2025年3月5日



監査等委員会に対する当社の指摘（2025年2月25日付け資料）と 会社の回答（2025年2月28日付け資料）	3
種橋社外取締役の独立性に対する当社の指摘（2025年2月25日付け資料）と 会社の回答（2025年2月28日付け資料）	8
不動産切り離しプロセスに対する当社の指摘（2025年2月25日付け資料）と 会社の回答（2025年2月28日付け資料）	11
株主提案に対する取締役会意見（2025年2月28日付け資料）	18
公開質問状に対する会社の回答（2025年2月28日付け資料）	26
免責事項	35

# 監査等委員会に対する当社の指摘（2025年2月25日付け資料）と 会社の回答（2025年2月28日付け資料）

# サッポロは、当社が指摘する、監査等委員会の独立性及び専門性の不備の問題点について、回答できておりません

1-4 監査等委員会の体制

監査等委員会は過半数が独立社外取締役の体制で、執行の状況をきめ細かく把握し、適切な監督機能を果たしています

■ 監査等委員会の構成

✓ 監査等委員会は、過半数が独立社外取締役で構成

**委員長**  
社内取締役  
委員長である宮石取締役は、酒類事業、食品飲料事業にて、経営企画、人事、マーケティングを担当  
企業経営、人事人財、マーケティング、DX・IT等のスキルを有する

**独立社外取締役**  
山本取締役は、弁護士として、法務・コンプライアンス・リスクマネジメント、グローバル、サステナビリティ等のスキルを有する

**独立社外取締役**  
田内取締役は、大手食品事業にて、M&A、経営企画、監査を経験  
財務会計、法務・コンプライアンス・リスクマネジメント、グローバル、マーケティング等のスキルを有する

■ 監査等委員会の主な活動（2024年実績）

✓ 常勤の監査等委員長は、経営会議など重要な会議への出席や監査部・内部統制部門・会計監査人との緊密な連携を図っている

- 1) 監査等委員会の開催 17回
- 2) 取締役等からの業務報告聴取および意見交換  
- 取締役 30回、グループ執行役員 13回
- 3) グループ各社の業績・財産の状況の調査及び意見交換  
- 主要部門責任者意見交換、往査（国内事業場、北米酒類子会社、アジア食品飲料子会社他）
- 4) 会計監査人、内部監査、内部統制部門とのコミュニケーション  
- 53回
- 5) その他  
- 重要な会議への出席、事業会社・子会社の監査役との意見交換等

Copyright, 2025. SAPPORO HOLDINGS LTD. All rights reserved. 7

※ 赤色枠線は当社による

## 問題点1

会社資料（2025年2月28日）

- 当社の指摘：独立性に欠ける宮石氏が監査等委員長を勤めることが問題である
- 会社の回答/当社の見解：監査等委員会の過半数が独立社外取締役であるという形式的な説明をするのみ

## 問題点2

- 当社の指摘：今後の「①不動産切り離し対価の最大化」及び「②切り離し対価の最適な資本配分」という重要な意思決定に対応する専門性が監査等委員会に備わっていない
- 会社の回答/当社の見解：
  - 各監査等委員の専門性を紹介しているが、今後の重要な意思決定に必須となる事業・資産売却プロセス/不動産/資本配分の専門性を有する者は不在
  - 田内氏の「M&A」のスキルに関して、サッポロが想定する数千億円規模の大規模M&Aの経験はないと当社は理解

## 問題点3

- 当社の指摘：独立性、専門性に不備があり、今後の重要な意思決定において適切な監査ができるか疑義がある
- 会社の回答/当社の見解：監査等委員会の開催回数と業務報告徴収等の回数という形式的な数字を公表するのみで、その有効性を判断することはできない

# (ご参考) 当社は、独立性・専門性の観点から監査等委員会の不備を指摘しました(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

当社資料 (2025年2月25日)

## 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

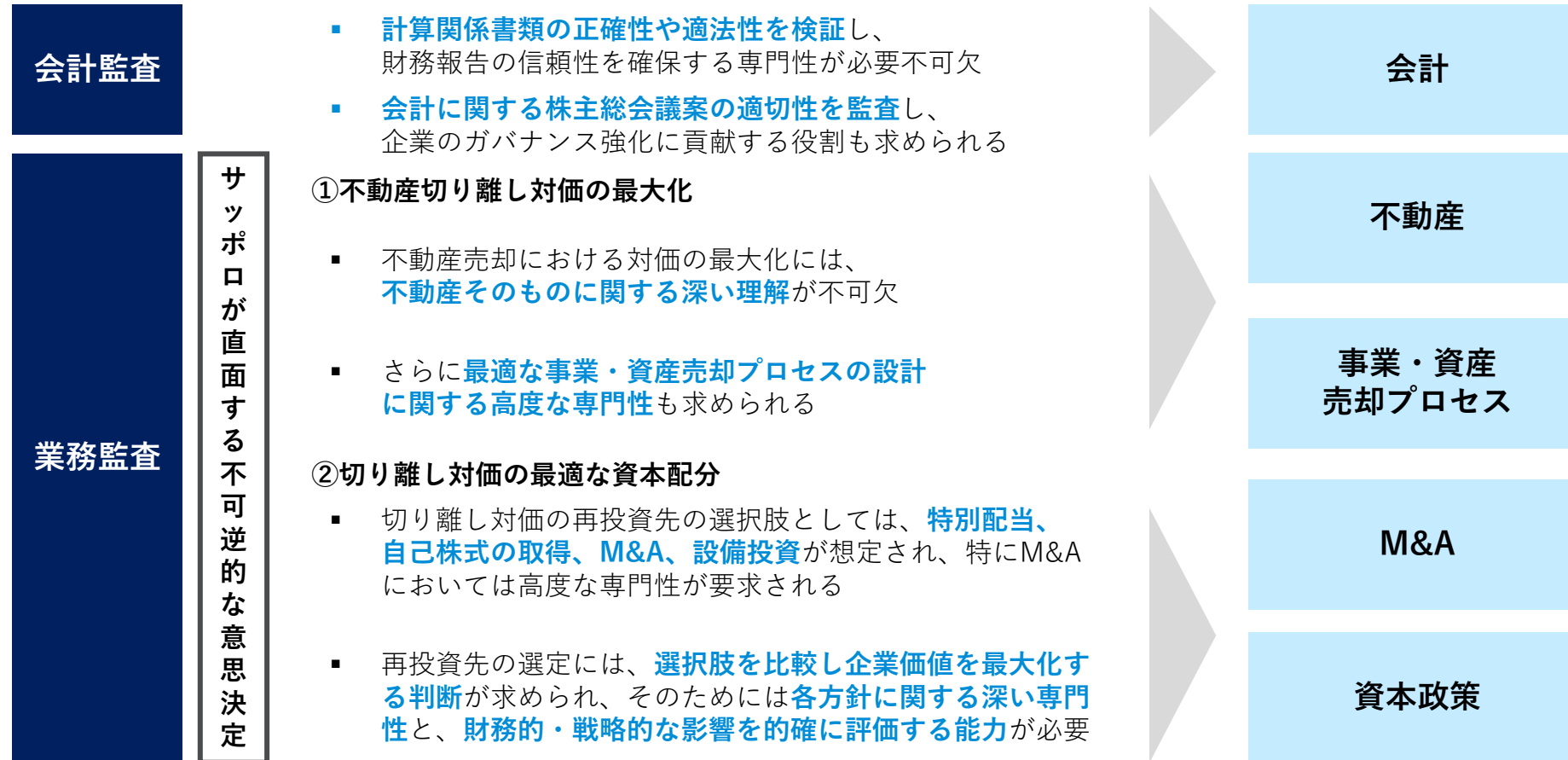
## しかし、歴代の監査等委員会の委員長は 社内出身者が務めており、独立性に疑義がある

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)

(ご参考) 当社は、独立性・専門性の観点から監査等委員会の不備を指摘しました(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…

当社資料 (2025年2月25日)

会計監査・業務監査に求められる専門性



(ご参考) 当社は、独立性・専門性の観点から監査等委員会の不備を指摘しました(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

当社資料 (2025年2月25日)

		宮石氏	山本氏	田内氏
会計監査	会計	<ul style="list-style-type: none"> <li>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</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>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</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>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</li> </ul>
	業務監査	不動産	<ul style="list-style-type: none"> <li>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</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>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</li> </ul>
事業・資産売却プロセス		<ul style="list-style-type: none"> <li>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</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>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</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>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</li> </ul>
M&A		<ul style="list-style-type: none"> <li>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&amp;Aに関する専門性の高さは認められない</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>弁護士であり、網羅的なM&amp;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</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>M&amp;A担当の経験はあるものの、数千億規模のM&amp;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</li> </ul>
資本政策		<ul style="list-style-type: none"> <li>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</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>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</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>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</li> </ul>

サッポロが直面する不可逆的な意思決定

種橋社外取締役の独立性に対する  
当社の指摘（2025年2月25日付け資料）と  
会社の回答（2025年2月28日付け資料）



# サッポロは種橋氏の独立性について、形式的な基準を満たしていると説明するのみであり、 当社の指摘した実質的な独立性に係る問題について回答できておりません

会社資料（2025年2月28日）

## 問題点

1-3 独立社外取締役の役割と独立性				SAPPRO
氏名	独立性	期待する役割	昨年賛成率	
独立社外取締役に対して、それぞれのスキルを活かした当社の企業価値向上の実現への貢献を期待しており、全員が独立性基準を満たしております				
庄司 哲也	○	企業経営者としての豊富な経験、実績を有し、特に企画・人事総務・グローバル展開・DX推進に関する高い見識を有しております。事業ポートフォリオの整理、グローバル展開、DXでの業務改革等での的確な提言・助言を期待しております。	98.75%	✓ 当社社外取締役は、 <b>全員が独立性基準を満たしており</b> 、また、金融商品取引所が定める独立性基準を満たしているため、東京証券取引所及び札幌証券取引所に対して、独立役員として届け出ております。
内山 俊弘	○	企業経営者としての豊富な経験、実績を有し、特にグローバル展開・コンプライアンス・マーケティングに関する高い見識を有しております。グローバル展開、マーケティング等での的確な提言・助言を期待しております。	99.69%	
種橋 牧夫	○	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。不動産事業での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的確な提言・助言を期待しております。	99.48%	※当社 社外取締役独立性基準（一部抜粋） 主要取引先（年間連結売上収益の2%以上の支払）、主要株主（総議決権の10%以上を保有）等に現在又は過去3年間に該当していない者
岡村 宏太郎	○	投資銀行、外資系企業での豊富な業務、経営の経験、実績を有し、財務会計・グローバル展開・人事人財に関する高い見識を有しております。資本効率の向上、グローバルM&A、多様な人材活躍等に的確な提言・助言を期待しております。	99.74%	
藤井 良太郎	○	プライベートエクイティファンドでの豊富な経験、実績を有し、財務会計・グローバル展開・マーケティングに関する高い見識を有しております。資本効率の向上、構造改革やグローバルM&A等の成長戦略策定・推進に的確な提言・助言を期待しております。	99.74%	
山本 光太郎	○	会社法、独占禁止法、国際契約等を専門分野とし、企業法務分野に精通した弁護士としての豊富な知識と経験に基づき、職務の執行を監査・監督いただけるものと期待しております。	99.71%	
田内 直子	○	大手食品企業でのM&A、経営企画、内部監査、監査役等の豊富な経験・実績・見識を有し、経営企画、内部監査、監査役、社外取締役におけるこれまでの経験に基づき、取締役の職務の執行を監査・監督いただけるものと期待しております。	99.81%	

Copyright, 2025 SAPPRO HOLDINGS LTD. All rights reserved. 6

※ 赤色枠線は当社による

### ■ 当社の指摘：

- 株主を代理・代弁する社外取締役は、形式的な独立性ではなく、実質的な独立性が要求される
- しかし、種橋氏は、執行からの実質的な独立性について疑義がある
  - ✓ 芙蓉グループかつ株式持合企業である東京建物の取締役を現に務めており、執行が不動産事業への投資強化を掲げたタイミングで社外取締役として招聘された
  - ✓ メインバンクであるみずほ銀行の副頭取を歴任していた

### ■ 会社の回答/当社の見解：

- 種橋氏の独立性について、自社と東京証券取引所の独立性基準を形式的に満たしていると説明しているのみ
- 当社が指摘した種橋氏が抱える実質的な独立性の問題については何ら言及していない

# (ご参考) 当社は、種橋氏について、実質的な執行からの独立性に問題を抱えていることを指摘しております

当社資料 (2025年2月25日)

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**

満66歳(1957年3月13日生)

新任 社外 独立

**★ 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		

“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
  - 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	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	*		

不動産切り離しプロセスに対する  
当社の指摘（2025年2月25日付け資料）と  
会社の回答（2025年2月28日付け資料）

# サッポロは、当社の指摘を受けてもなお、「不動産切り離し対価の最大化」への直接的なコミットメントを拒み続けています

会社資料（2025年2月28日）

## 問題点

**2-5② 中長期成長戦略** ★ SAPPORO

■ 不動産事業への外部資本導入について

<目的>

<p>サッポログループ</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>①酒類事業への経営リソース集中</li> <li>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</li> </ul> <p>サッポロ不動産開発株式会社(SRE)</p>	<p>→</p>	<p>資本収益性の向上およびグループの企業価値を向上</p> <p>サッポログループからオフバランス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</p>
---	----------	---

<現在の検討状況>

<p>2024年9月</p> <p>2025年内</p>	<p>不動産事業への外部資本導入に関する提案募集開始</p> <p>2024年9月19日リリース <a href="#">20240819_sh_notice_ja.pdf</a></p> <p>⇒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領</p> <p>プロセス進行中。恵比寿ガーデンプレイスを保有するSRE株式の譲渡を始めとした様々な選択肢の中から、最適な方策と時間軸について検討中。年内の結論を予定</p>
------------------------------	--

※ 本プロセスの途中段階において、パートナー候補者との協議により合意あるいは確定したものではない情報を開示することは、パートナー候補者の真摯な提案及び検討における阻害要因となり、当社の企業価値の向上のために最善の結果が導き出されない可能性があります。そのため以降の検討状況の経過開示は想定しておりません。なお、開示すべき重要な事項が発生した場合には、適時適切に開示してまいります。

※ 不動産事業への外部資本導入に関して、当社不動産の価値に関する様々な報道・外部意見の公表がなされていますが、いずれも当社が発表したものではありません。当社は今後も企業価値向上に向けて、本プロセスを推進してまいります。

Copyright, 2025 SAPPORO HOLDINGS LTD. All rights reserved. 17

※ 赤色枠線は当社による

### ■ 当社の指摘：

- 時価総額の70%以上を占める不動産事業の切り離し対価を最大化することは、**企業価値を最大限向上させるための必要条件**であり、それにコミットできないことはおかしい

### ■ 会社の回答/当社の見解：

- 再三の株主からの要請にもかかわらず、「グループの企業価値を向上」、「保有物件の価値を高め、企業価値を向上」など、**依然としてあいまいな物言いに止める**
- **直接的に「不動産切り離し対価の最大化」にコミットすることを拒み続けている**

# サッポロは、当社の指摘を受けてもなお、不動産切り離しスキーム案の中間報告という 当然に確保されて然るべき株主への透明性も拒み続けています

会社資料（2025年2月28日）

## 問題点

**2-5② 中長期成長戦略**

**■ 不動産事業への外部資本導入について**

<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(SRE)

} →

サッポログループからオフバランス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

<現在の検討状況>

2024年9月	不動産事業への外部資本導入に関する提案募集開始 <small>2024年9月19日リリース 20240819_sh_notice_ja.pdf</small>
2025年内	⇒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領プロセス進行中。恵比寿ガーデンプレイスを保有するSRE株式の譲渡を始めとした様々な選択肢の中から、最適な方策と時間軸について検討中。年内の結論を予定

※ 本プロセスの途中段階において、パートナー候補者との協議により合意あるいは確定したものではない情報を開示することは、パートナー候補者の真摯な提案及び検討における阻害要因となり、当社の企業価値の向上のために最善の結果が導き出されない可能性があります。そのため以降の検討状況の経過開示は想定しておりません。なお、開示すべき重要な事項が発生した場合には、適時適切に開示してまいります。

※ 不動産事業への外部資本導入に関して、当社不動産の価値に関する様々な報道・外部意見の公表がなされていますが、いずれも当社が発表したものではありません。当社は今後も企業価値向上に向けて、本プロセスを推進してまいります。

Copyright, 2025 SAPPORO HOLDINGS LTD. All rights reserved. 17

※ 赤色枠線は当社による

### ■ 当社の指摘：

- 不動産事業の切り離しにおいて、**切り離しスキームは対価の多寡を左右する重要な問題**であり、**最終的な意思決定を行う前に株主に対して透明性を確保すべき**
- 切り離しスキーム案を事前に開示することは、買収候補者にとっての「スキームの将来の変動リスク」や「案件不達成リスク」を軽減させるため、**案件条件の改善や実行確度を向上させるうえで有益**
- 当社が開示すべきであると考えられるものは**不動産事業の切り離しに関するスキーム案であり、サッポロと買収候補者間の協議内容等ではない**

### ■ 会社の回答/当社の見解：

- 明確な理由なくして、プロセスの途中段階での情報開示は買収候補者の真摯な提案及び検討における**阻害要因**になるとして**否定**
- 以降の検討状況の経過開示も**想定しないと明言**

# 不動産切り離しスキームの事前開示が買収候補者の真摯な提案及び検討における阻害要因になるとのサッポロの回答は、明らかに不合理であると考えます

会社資料（2025年2月28日）

**会社の回答：**「本プロセスの途中段階において、パートナー候補者との協議による合意あるいは確定したものではない情報を開示することは、**パートナー候補者の真摯な提案及び検討における阻害要因**となり、当社の企業価値の向上のために最善の結果が導き出されない可能性があると考えます。」

## 当社の見解：

- 当社が求めているのは、**不動産切り離しスキーム案の株主への事前開示**
- 会社は、**不動産切り離しスキームの事前開示は、買収候補者の真摯な提案及び検討を阻害すると理由なく断じていますが、実態はその逆**
  - 開示を行うことは、当該取引の実行可能性に対する安心感、スキームの変動リスクがないことへの安心感の醸成に寄与する
  - 買収候補者はリソースを割いて提案を行う決断が容易となり、競争に勝つには価格の最大化が必要不可欠との意識が醸成される
  - 結果、スキーム案の事前開示は、買収候補者の真摯な提案及び検討をむしろ促進する
- あるべきプロセスは、①スキーム案の確定、②同一条件下での十分な競争環境の整備、③価格に基づく定量的な横比較による最善提案の選択であると考えますが、サッポロの回答からは、**あるべきプロセスからの乖離を懸念させる**

**当社は、不動産切り離しスキーム案について公でのコミットメントが行われなかったことによって、買収候補者が、案件やスキームの不確実性を懸念し、提案へのリソース配分を弱めたり提案を辞めるリスクを心から懸念しています**

(ご参考) 当社は、サッポロの企業価値最大化のために、①不動産切り離し対価の最大化へのコミットメント、②適切な手法の選択、③株主への透明性を持った開示が必要不可欠と考えております

当社資料 (2025年2月25日)

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 (スキーム) 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

# (ご参考) 当社は、サッポロが不動産切り離し対価の最大化についてコミットしていないことは、企業価値最大化の観点から不合理と指摘しております

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て、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えます。”

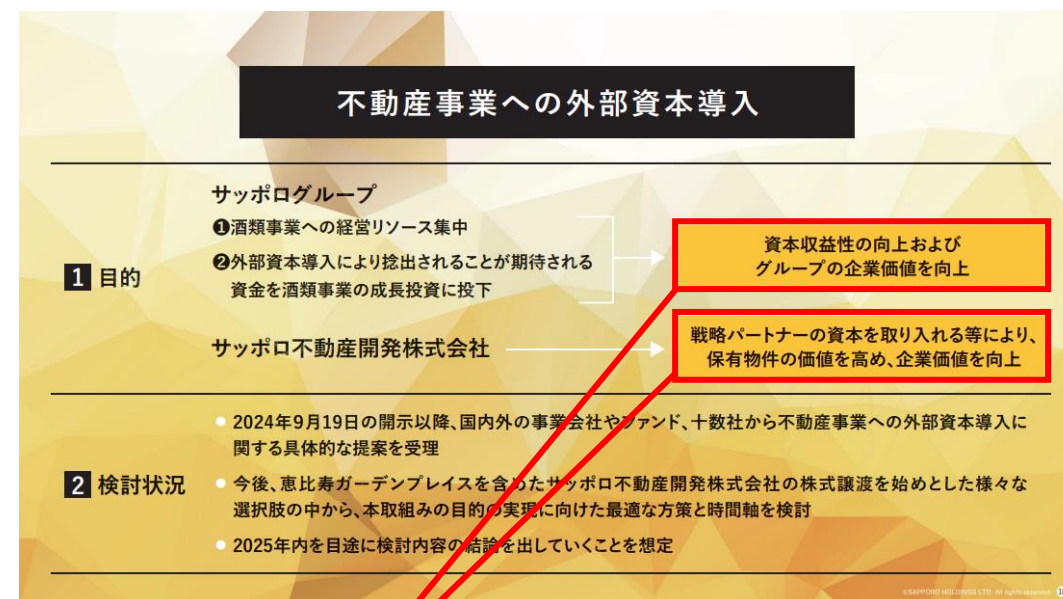
2024年度第二四半期決算説明会

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

当社資料 (2025年2月25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



※ 赤色枠線は当社による

「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



# (ご参考) 当社は、サッポロは不動産切り離しスキーム案について事前に開示すべきであり、それにより株主への透明性確保と買収候補者間の適切な競争環境の整備を実現すべきと指摘しております

当社資料 (2025年2月25日)

## 不動産切り離しにおいてあるべきプロセス

## 当該プロセスのメリット

### (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

### (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

## 株主提案に対する取締役会意見（2025年2月28日付け資料）

# サッポロは、当社の株主提案に反対する取締役会意見として、4つの理由を挙げています

会社資料（2025年2月28日）

3 エグゼクティブ・サマリー
<p>本株主提案では、提案株主の当社に対する「資本規律への疑義」「取締役会の監督機能への疑義」「取締役会の専門性への疑義」「取締役会の透明性への疑義」の4つの疑義から、(i) Paul J. Brough氏を監査等委員である取締役として選任すること、(ii) (i) が承認可決されない場合にPaul J. Brough氏を監査等委員でない取締役として選任すること、を求めています。</p> <p>しかしながら、提案株主が述べる疑義の根拠となる諸事項について、当社の現体制には当たらないと考えます。当社取締役会としては、当社が目指す中長期的な企業価値向上並びに株主の皆様の利益のためには、現在の取締役体制が最適と考えており、本株主提案に<b>反対</b>いたします。</p> <p>当社取締役会が本株主提案に反対する理由は、以下の4点です。</p> <ul style="list-style-type: none"><li>①当社のコーポレート・ガバナンス体制の強化への取り組み</li><li>②強化されたコーポレート・ガバナンス体制の下で、企業価値向上のため諸施策の策定及び執行を適切に実行してきたこと</li><li>③現在の提案する取締役体制が最適であること</li><li>④株主提案の候補者のスキルセットや資質・経験等を踏まえ、Paul J. Brough氏を追加で取締役とすべきとは考えられないこと</li></ul>

サッポロ社の主張

①当社のコーポレート・ガバナンス体制の強化への取り組み

②強化されたコーポレート・ガバナンス体制の下で、企業価値向上のため諸施策の策定及び執行を適切に実行してきたこと

③現在の提案する取締役体制が最適であること

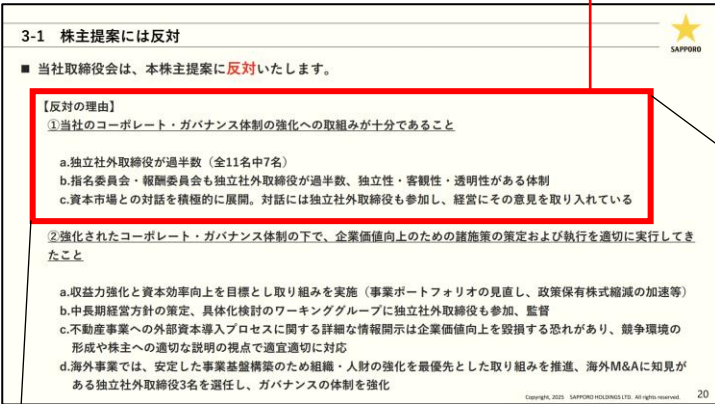
④株主提案の候補者のスキルセットや資質・経験等を踏まえ、Paul J. Brough氏を追加で取締役とすべきとは考えられないこと

※ 赤色枠線は当社による

# ①コーポレート・ガバナンス体制の強化の取組みが十分であると述べていますが、形式的な基準に基づくのみであり、また、監査等委員会の実質的な取組みについては何ら述べていません

会社資料（2025年2月28日）

## 問題点



※ 赤色枠線は当社による

### ■ 当社の指摘

- サッポロは資本規律と株主へのコミットメントの観点から不備があり、今後**企業価値を不可逆的に左右する重要な意思決定において失敗するリスクを排除できない**
- **リスクを最小限にするために、Paul Brough氏を監査等委員である取締役として採用し、取締役会と監査等委員会の機能強化を図るべき**

### ■ 会社の回答

- 社外取締役の構成人数が十分であり、資本市場と対話を行っているという「**形式的な基準**」のみで、コーポレート・ガバナンス体制の強化への取組みが十分と述べている

### ■ 当社の見解

- **当社が求めているのは、企業価値最大化のために必要十分な実質的な体制の整備であり、形式基準のみに則って強化への取組みが十分とするのは不合理**
- **監査等委員会における実質的な取組みについては一切述べられていない**


## ①当社のコーポレート・ガバナンス体制の強化への取組みが十分であること

- a. 独立社外取締役が過半数（全11名中7名）
- b. 指名委員会・報酬委員会も独立社外取締役が過半数、独立性・客観性・透明性がある体制
- c. 資本市場との対話を積極的に展開。対話には独立社外取締役も参加し、経営にその意見を取り入れている

## ②企業価値向上のための施策の策定・執行を適切に実行してきたと主張していますが、サッポロは論点をすり替え、かつ事実を反する主張を行っています

会社資料（2025年2月28日）

### 問題点

3-1 株主提案には反対	
■ 当社取締役会は、本株主提案に <b>反対</b> いたします。	
【反対の理由】	
①当社のコーポレート・ガバナンス体制の強化への取組みが十分であること	
a.独立社外取締役が過半数（全11名中7名） b.指名委員会・報酬委員会も独立社外取締役が過半数、独立性・客観性・透明性がある体制 c.資本市場との対話を積極的に展開。対話には独立社外取締役も参加し、経営にその意見を取り入れている	
②強化されたコーポレート・ガバナンス体制の下で、企業価値向上のための諸施策の策定および執行を適切に実行してきたこと	
a.収益力強化と資本効率向上を目標とし取り組みを実施（事業ポートフォリオの見直し、政策保有株式縮減の加速等） b.中長期経営方針の策定、具体化検討のワーキンググループに独立社外取締役も参加、監督 c.不動産事業への外部資本導入プロセスに関する詳細な情報開示は企業価値向上を毀損する恐れがあり、競争環境の形成や株主への適切な説明の視点で適宜適切に対応 d.海外事業では、安定した事業基盤構築のため組織・人材の強化を最優先とした取り組みを推進、海外M&Aに知見がある独立社外取締役3名を選任し、ガバナンスの体制を強化	

※ 赤色枠線は当社による

#### ■ 当社の指摘

- サッポロのグループ戦略検討委員会の設置、不動産切り離し方針の確定、切り離し対象の拡大は、**当社によるエンゲージメントがあって初めて実現されたもの**
- 不動産切り離しスキーム案について事前開示することは、**株主への透明性の確保と、買収候補者の真摯な提案及び検討を促進する**
- それに先立って、当然に**不動産切り離し対価の最大化についてコミットすべき**

#### ■ 会社の回答

- あたかもサッポロが自発的に左記のa.～d.を実施したかのように主張して企業価値向上のための取組みは十分と述べている
- 不動産切り離しプロセスに関する詳細な情報開示は企業価値を毀損すると主張

#### ■ 当社の見解

- **当社のエンゲージメントなくして現在の取組みは実現しておらず、会社がa.～d.に依拠して現在の体制が十分であると主張することは不合理**
- **不動産切り離し対価の最大化へのコミットを拒絶し続けていることは不合理**
- **切り離しスキーム案の開示を求めているのに、「詳細」開示と言い換え、何ら合理的な説明なく企業価値を毀損すると断ずるのは不合理**

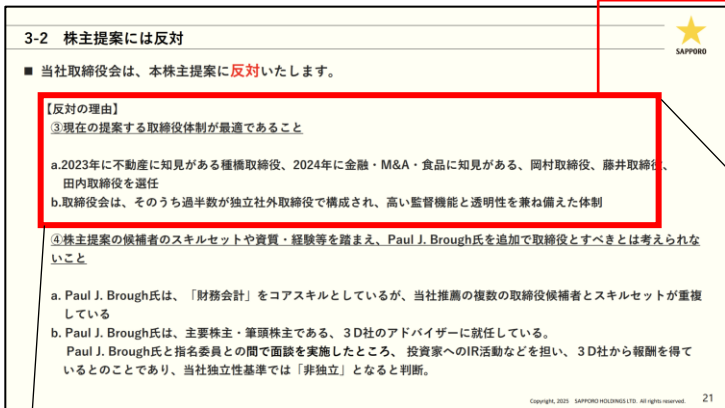
②強化されたコーポレート・ガバナンス体制の下で、企業価値向上のための諸施策の策定および執行を適切に実行してきたこと

- a.収益力強化と資本効率向上を目標とし取り組みを実施（事業ポートフォリオの見直し、政策保有株式縮減の加速等）
- b.中長期経営方針の策定、具体化検討のワーキンググループに独立社外取締役も参加、監督
- c.不動産事業への外部資本導入プロセスに関する詳細な情報開示は企業価値向上を毀損する恐れがあり、競争環境の形成や株主への適切な説明の視点で適宜適切に対応
- d.海外事業では、安定した事業基盤構築のため組織・人材の強化を最優先とした取り組みを推進、海外M&Aに知見がある独立社外取締役3名を選任し、ガバナンスの体制を強化

出典：株主提案に対する当社取締役会意見並びに当社ガバナンス体制に関する補足説明（及び株主の質問状に対する当社見解）

# ③現在の提案する取締役体制が最適であると主張していますが、サッポロは論点をすり替えた上で、当社が指摘した問題に対しての言及を避けています

## 問題点



※ 赤色枠線は当社による

### ■ 当社の指摘：

- 「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」という重要な意思決定を行うにあたって、**監査等委員会の機能を強化し、業務監査における妥当性監査機能を高め、それらに失敗する判断の予防をすべき**
- 監査等委員長の宮石取締役は過去多額の減損を計上してきたM&Aの当事者であり、しかも、監査等委員は今後の重要な意思決定の監査を行ううえで必要な専門性を何ら有していないことから、**監査等委員会に独立性と専門性が不足している**

### ■ 会社の回答：

- **監査等委員でない社外取締役において、不動産、金融、M&A、食品に知見があるため取締役体制は最適と主張**
- **取締役会の過半数が独立社外取締役であるという形式要件のみに基づいて、監督機能が十分であると主張**

### ■ 当社の見解

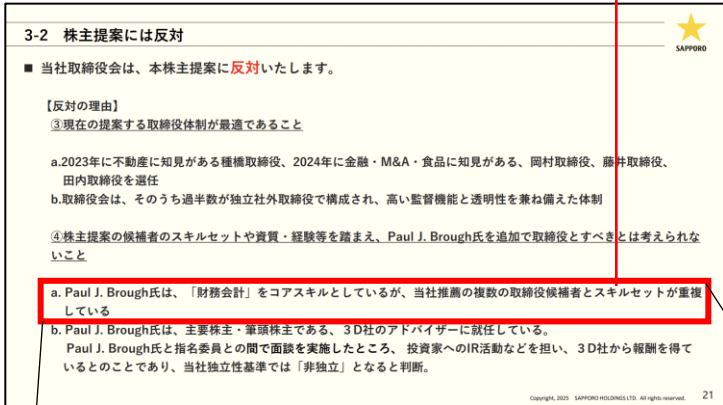
- **監査等委員でない社外取締役に専門性が備わっていると主張するのみで、監査等委員及び監査等委員会において必要な独立性と専門性が不足していることに回答をしていない**
- **現在進行系で、資本規律の不備と株主へのコミットメント不足に起因するガバナンス不全がみられることから、形式的な要件のみに依拠する会社の主張は明らかに誤っている**

### ③現在の提案する取締役体制が最適であること

- a.2023年に不動産に知見がある種橋取締役、2024年に金融・M&A・食品に知見がある、岡村取締役、藤井取締役、田内取締役を選任
- b.取締役会は、そのうち過半数が独立社外取締役で構成され、高い監督機能と透明性を兼ね備えた体制

# ④-1 Paul Brough氏の資質・経験を踏まえて取締役とすべきではないと主張していますが、Paul Brough氏の専門性に関するサッポロの主張は極めて恣意的であり、不合理です

## 問題点



※ 赤色枠線は当社による

### ■ 当社の指摘

- 「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」という重要な意思決定を行うにあたって、**監査等委員会において、会計、不動産、事業・資産売却プロセス、M&A、資本政策に係る専門性を具備する必要がある**
- **Paul Brough氏はそれらに直結する豊富な経験を有するため監査等委員である取締役として推薦**

### ■ 会社の回答

- Paul Brough氏の**コアスキルは「財務会計」であると断定**。そのうえでその他取締役候補者と重複すると主張するのみ

### ■ 当社の見解

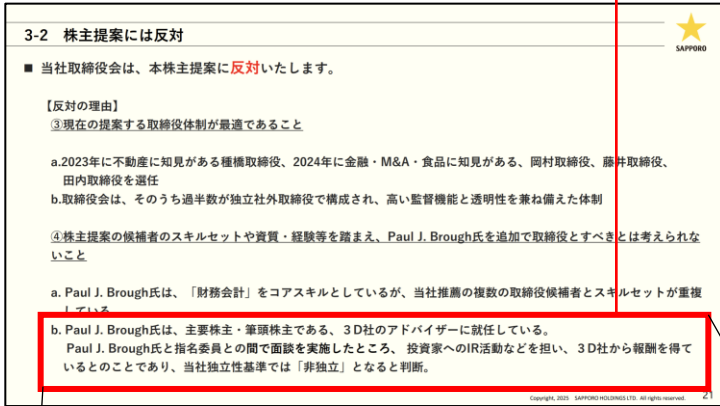
- **当社が想定するPaul Brough氏に期待する専門性は財務会計だけではないから、コアスキルを財務会計に限って考えることは恣意的であり不合理**
- **また、Paul Brough氏は、上場企業の社外取締役及び経営再建の専門家として豊富な実績を有し、数多くの企業再建、戦略的見直し、資産売却、買収、非公開化取引、不動産事業などに関与しており、サッポロの現職取締役の誰よりもこれらの分野における経験を有する**
- **Paul Brough氏は英国勅許公認会計士であるが、他の取締役は同様の資格（会計士資格）を有しておらず、財務会計においてその他候補者とスキルセットが重複するという主張も恣意的であり不合理**

a. Paul J. Brough氏は、「財務会計」をコアスキルとしているが、当社推薦の複数の取締役候補者とスキルセットが重複している

## ④-2 Paul Brough氏の資質・経験を踏まえて取締役とすべきではないと主張していますが、Paul Brough氏の独立性に関するサッポロの主張は恣意的であり、不合理です

会社資料（2025年2月28日）

### 問題点



※ 赤色枠線は当社による

#### ■ 当社の指摘

- 3Dはサッポロの親会社ではないため、東証の独立性基準には一切抵触していない
- Paul Brough氏は、当社の投資家へのリレーションシップマネジメントを含む業務執行を一切行っていないため、主要株主の業務執行者の定義に該当しないことは明らかであり、サッポロ独自の独立性基準にも抵触しない
- Paul Brough氏が仮に取締役就任した場合、アドバイザー契約を即時に解消して情報の授受に制限を設ける

#### ■ 会社の回答

- Paul Brough氏は主要株主である3Dの投資家へのIR活動などを行っているという誤解のもと、非独立と主張

#### ■ 当社の見解：

- Paul Brough氏は3Dの投資家へのIR活動を行っておらず、2月25日付け資料でも明示
- サッポロは当初、株主提案への反対意見にて述べていた表現を若干修正しており、上記を認識しているはずだが、誤った情報を恣意的に拡散し続けている（次ページ①）
- 3Dは株主提案の段階から、取締役就任時にアドバイザー契約は解消すると明言しているにもかかわらず、株主提案への反対意見にて述べていた表現を若干修正し、恣意的にアドバイザーであり続けるかのような印象操作を行っている（次ページ②）

b. Paul J. Brough氏は、主要株主・筆頭株主である、3D社のアドバイザーに就任している。  
Paul J. Brough氏と指名委員との間で面談を実施したところ、投資家へのIR活動などを担い、3D社から報酬を得ているとのことであり、当社独立性基準では「非独立」となると判断。



# (ご参考) サッポロは、2月17日付け資料と2月28日付け資料で恣意的に表現を変更しており、印象操作を行おうとしております

会社資料 (2025年2月28日)

## 会社資料 (2025年2月17日)

当社指名委員会による同氏との面談でも確認いたしましたが、同氏は2024年2月から提案株主のアドバイザーを務め、提案株主から報酬を受領しているとのこと<sup>2</sup>。なお、社外取締役<sup>2</sup>に就任の際は、これを辞任するとのこと<sup>2</sup>。また、同氏は、主にIR活動で提案株主の投資家との対話等の役割を担っているとのこと<sup>1</sup>。提案株主の業務執行者に準じる業務を行っていると考えられます。

※ 赤色網掛け・青色網掛けは当社による

**1** 2月17日付け資料「提案株主の業務執行者に準ずる業務を行っている」から、2月28日付け資料「投資家へのIR活動を担い、3Dから報酬を得ている」へ恣意的に表現が変化

## 会社資料 (2025年2月28日)

④株主提案の候補者のスキルセットや資質・経験等を踏まえ、Paul J. Brough氏を追加で取締役とすべきとは考えられないこと

a. Paul J. Brough氏は、「財務会計」をコアスキルとしているが、当社推薦の複数の取締役候補者とスキルセットが重複している

b. Paul J. Brough氏は、主要株主・筆頭株主である、3D社のアドバイザーに就任している。

Paul J. Brough氏と指名委員との間で面談を実施したと<sup>1</sup>。投資家へのIR活動などを担い、3D社から報酬を得ているとのことであり、当社独立性基準では「非独立」となると判断。

※ 赤色網掛けは当社による

**2** 2月17日付け資料「なお、社外取締役に就任の際には、これを辞任するとのことです。」という記載が、2月28日付け資料では削除されている

## 公開質問状に対する会社の回答（2025年2月28日付け資料）

# 3Dは複数の買収案件に関する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

当社資料（2025年2月25日）

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



# サッポロは、2025年2月28日付け資料にて、公開質問状に対する回答を公表しました

会社資料（2025年2月28日）

 (別紙)

株主提案に対する当社取締役会意見並びに当社ガバナンス体制に関する補足説明  
(及び株主の質問状に対する当社見解)

サッポロホールディングス株式会社

2025年2月28日  
URL <https://www.sapporoholdings.jp>

Copyright, 2025 SAPPORO HOLDINGS LTD. All rights reserved. 0

## 4. 株主の質問状に対する当社見解

※文中に記載の【取締役会への質問】【監査等委員会への質問】の各番号は、3D社が公表した質問の番号に該当いたします。

Copyright, 2025 SAPPORO HOLDINGS LTD. All rights reserved. 23

しかし、これらの回答は、一連の問題の根本的な原因や責任の所在を明らかにすべきという  
当社の質問の趣旨には合致していないものと考えております

# 株主の皆様におかれましては、会社との対話を通じて、これらの質問に対する十分な回答を得た上で、議決権を行使していただきますようお願いいたします (1/6)

当社資料 (2025年2月25日)

## # サッポロ取締役会への質問

- 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

## 質問の趣旨

- 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、どのようにしてリスクを把握し、把握されたリスクに対してどのような措置を講じたのかを確認するための質問
- Stone社の買収時点で、市場の動向や過去のトレックレコードからすでにStone社の買収には相応のリスクが認められる状況であったにもかかわらず、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示すことを求めるための質問
- Stone社の買収時点で、同社の買収には相応のリスクが認められる状況であったにもかかわらず、Stone社を約3.4倍もの株価純資産倍率で買収したことについて、その買収価格をどのように正当化したのか、またそれに関連して、当該買収後の黒字化計画及びそのスケジュール、さらに、その黒字化計画が失敗した理由を確認するための質問
- Stone社買収に起因する減損損失について、取締役会が、これを防ぐために講じた措置の具体的内容を確認するための質問

# 株主の皆様におかれましては、会社との対話を通じて、これらの質問に対する十分な回答を得た上で、議決権を行使していただきますようお願いいたします (2/6)

当社資料 (2025年2月25日)

## # サッポロ取締役会への質問

- 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。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究しましたか。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

## 質問の趣旨

- 過去の失敗事例にかかわらず、教訓を得ることなく新たな買収を行ったという疑いに基づき、過去の失敗事例との相違点を確認するべく、①過去の失敗事例にもかかわらず、Stone社買収の成功を確信した理由、②過去の失敗事例と比較して、Stone社買収の評価及び実行プロセスにおいて、取締役会が追加的に実施した措置（過去の教訓を踏まえて実施した措置）、及び③追加措置が効果を発揮しなかった理由を確認するための質問
- これまですべての海外M&A案件で減損損失を計上していることに関して、①すべての海外M&A案件で減損損失を計上している根本的な原因、及びそれを前提とした②今後の資本配分の失敗を防ぐために是正すべき点、③取締役会がこれらの問題に対処する計画の内容、④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を確認するための質問
- これまでの失敗した買収に関する経営陣等への責任追究の有無等を確認するための質問

# 株主の皆様におかれましては、会社との対話を通じて、これらの質問に対する十分な回答を得た上で、議決権を行使していただきますようお願いいたします (3/6)

当社資料 (2025年2月25日)

## # サッポロ取締役会への質問

- 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
  - 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

## 質問の趣旨

- 今後の不動産売却によって得られる巨額資本の再配分についての意思決定が適正になされるか否かを確認するべく、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かを確認するための質問
- 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について、株主が確信できる事情があるかを確認するための質問

# 株主の皆様におかれましては、会社との対話を通じて、これらの質問に対する十分な回答を得た上で、議決権を行使していただきますようお願いいたします (4/6)

当社資料 (2025年2月25日)

## # サッポロ監査等委員会への質問

- 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

## 質問の趣旨

- 監査等委員会による監査には妥当性監査も含まれるところ、Stone社買収は減損損失を計上するに至っていることから、当該買収における監査等委員会の役割や具体的な活動の説明を求めるとともに、買収時の監査が十分に機能しなかった理由（十分に機能したが減損損失の計上を防ぐことができなかったのであればその理由）について確認するための質問
- Stone社を約3.4倍もの株価純資産倍率で買収していることから、監査等委員会がStone社買収の承認に際して十分なデューデリジェンスを実施したのか、とりわけ無形固定資産及びのれんに関してどのように検証し会計監査を行ったかを確認するための質問
- Stone社買収において監査等委員会が機能していたかという観点から、Stone社買収の結果減損が生じたことについて、監査等委員会における妥当性監査が適切に行われていたかを確認するための質問
- 過去の失敗事例を踏まえたものとして、現在検討している不動産事業の切り離しにおいて同じ失敗を繰り返さないために、監査等委員会が今後講じる追加的措置の内容を確認するための質問



# 株主の皆様におかれましては、会社との対話を通じて、これらの質問に対する十分な回答を得た上で、議決権を行使していただきますようお願いいたします (5/6)

当社資料 (2025年2月25日)

## # サッポロ監査等委員会への質問

- 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

## 質問の趣旨

- 監査等委員長の適格性が監査等委員会における監査の実効性に大きな影響を与えることから、宮石取締役の監査等委員長の適格性を判断するため、宮石取締役が監査等委員長として必要な素質を有するかについて、監査等委員会がどのように考えているかを確認するための質問
- 監査等委員長においては特に高度の独立性が求められることから、過去の失敗事例に関わりのある宮石取締役を監査等委員長に選定した理由、及び独立性を欠いていることへの評価（独立性があると評価するのであればその合理的理由）を確認するための質問
- 監査等委員長の適格性が監査等委員会における監査の実効性に大きな影響を与えることから、監査等委員長及び監査等委員に求められる独立性と専門知識の水準を確認するための質問

# 株主の皆様におかれましては、会社との対話を通じて、これらの質問に対する十分な回答を得た上で、議決権を行使していただきますようお願いいたします (6/6)

当社資料 (2025年2月25日)

## # サッポロ監査等委員会への質問

- 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

## 質問の趣旨

- 現在検討している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の再配分において、監査等委員会が適切に妥当性監査を実施するために、監査等委員会に不足している独立性及び専門性をどのように補う計画であるかを確認するための質問
- 過去の資本配分の失敗の反省を踏まえて、監査等委員会がどのような形で適切に監査機能を発揮することが期待できることについて、株主が確信できるほどの明確な事情があるかどうかを確認するための質問

# 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換形、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。