

サッポロホールディングス株式会社が抱える課題について

2023年4月



真の成長を、問う。

私たち3D INVESTMENT PARTNERSは、

「見せかけの成長」ではなく、「豊かな価値の向上」

「一過性の成長」ではなく、「有機的・複利的・持続的な成長」

「一部の人たちの利益」ではなく、「事業に参加しているみんなの利益」

といった視点・志・気概を大切にして投資活動を実行し、

見かけではない「真の成長」をサポートし、実現していく集団です。

有限な資源から、 無限の成長を。

人も企業も、その資源は有限です。

しかし、自らが持つ資源の強みを見極め、
使い方を問い、生産性の最大化を追求すること。
そして、もたらされた利益を常に再投資し、
さらなる成長へと活かし続けること。

この「資源の活かし方」と「生産性の最大化」にこだわる意思決定の連続が、
やがて計り知れないほどの成果の差をうみ、
永続的に伸び続ける成長をもたらすと私たちは確信しています。

資源は有限だとしても、
使い方を変えれば、成長の可能性は無限です。

意識を変え、行動を変え、ゆたかに伸び続ける未来へと変えていく。
すべての人たちと喜びを分かち合える
永続的な成長への道を、さあいっしょに。

エグゼクティブ・サマリー	4
サッポロの経営上の問題点	5
新中期経営計画の問題点	17
取締役会の問題点	35
結論	50
Appendix1: 不動産をコア事業とすることの蓋然性への疑義	52
Appendix2: 不動産投資におけるリスクの高まりについて	65
免責事項	68

サッポロの経営上の問題点

- サッポロの株価は、2006年以降、競合と比較して大幅にアンダーパフォームし、企業価値の向上に失敗しております
- サッポロの企業価値を考える上で、最も解決が必要な問題は、グローバルの競合の中で最も低いコア事業（酒類事業・食品飲料事業）の収益性です
- その低収益性は長年放置され、悪化し続けてきましたが、その歪な状況は、不動産賃貸収入による経営の甘えに起因すると、当社は考えております
- **サッポロの企業価値向上を考える上で、真に不動産事業を保有すべきかは、しがらみのない、徹底的な再検証が必要です**

新中期経営計画の問題点

- 2022年11月に発表された新中期経営計画は、大きく3つの問題を抱えております
- ①不動産事業を「コア」と定義したこと。これは、経営の甘えを招き、本来のコア事業の低収益の放置を助長するものです。実際、新中計の利益率目標は低位に設定されています
- ②経験も競争優位性もないキャピタルゲイン狙いの不動産への純投資を強化する方針としたこと。企業価値毀損のリスクが懸念されます
- ③確実に達成するためのマイルストーン、アクションプランを示せていないこと。サッポロは、過去15年間、経営計画を達成できておりません
- **新中期経営計画が真にサッポロの企業価値を十分に高めるかについて、再度の検証が必要です**

取締役会の問題点

- 当社は下記4つの観点から、取締役会の監督機能にも疑義があると考えております
- ①取締役会には、サッポロの経営課題を解消する上で、重要な専門知識・経験が欠けていること
- ②新任社外取締役として不動産の専門家を選任しており、取締役会のコア事業の低収益性への課題意識の低さを示したこと
- ③新任社外取締役は、メインバンク出身かつ、株式持合対象の現代表取締役であり、取締役会の少数株主利益相反リスク、独立性への意識の低さを示したこと
- ④当社とのコミュニケーションにおいて、社外取締役による執行への監督機能の不備が明確となったこと
- **取締役会の監督機能が十分であるかについて、継続的な注視・検証が求められます**

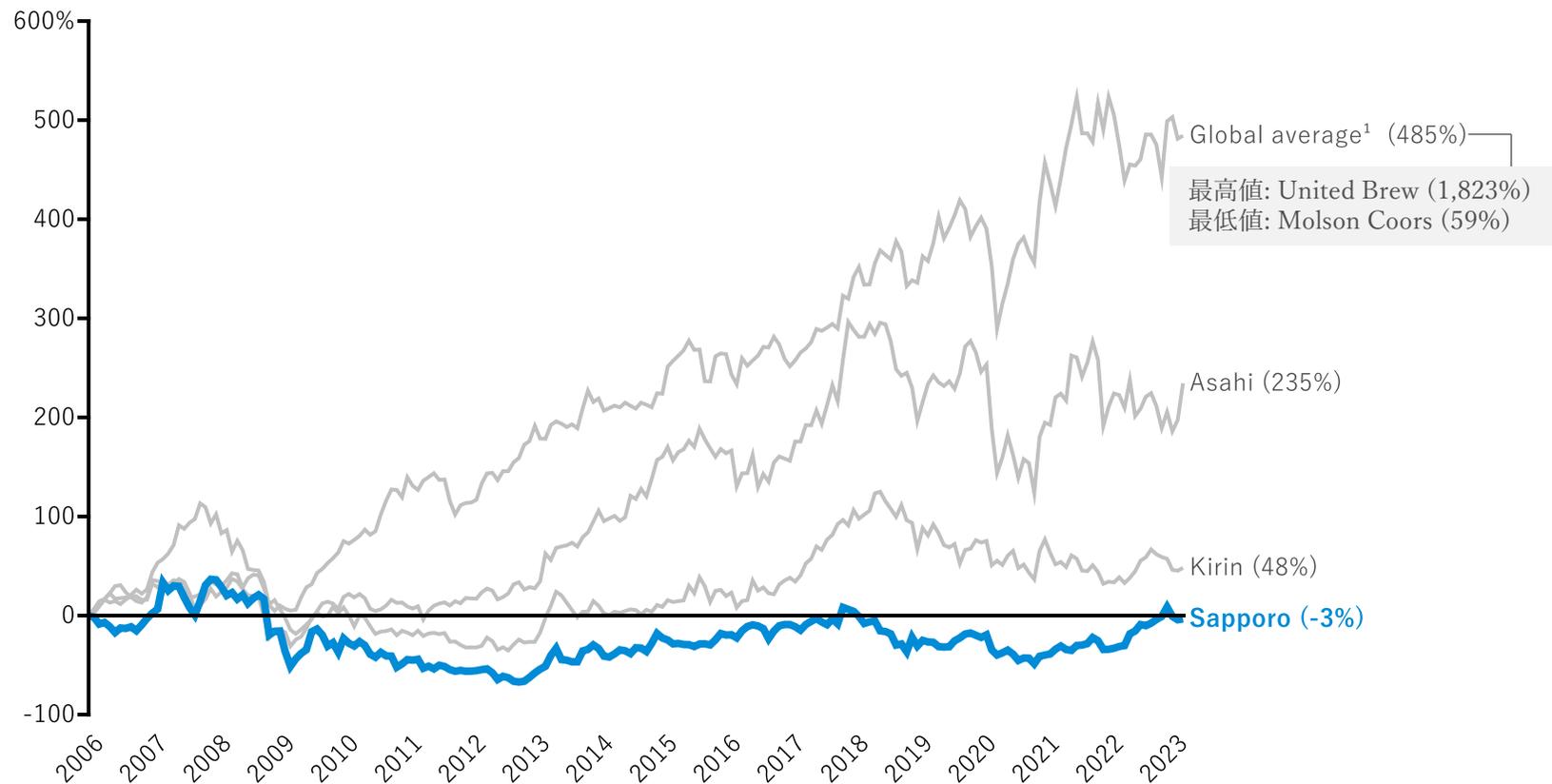
サッポロの企業価値向上を実現するために、以上の問題について真摯な検討が必要であると考えております

サッポロの経営上の問題点

サッポロは、長期間に亘って株主に低いリターンをもたらしてきた

2006年以降の株価リターンは業界最低

株価リターン (2005/12/31-2023/2/28)



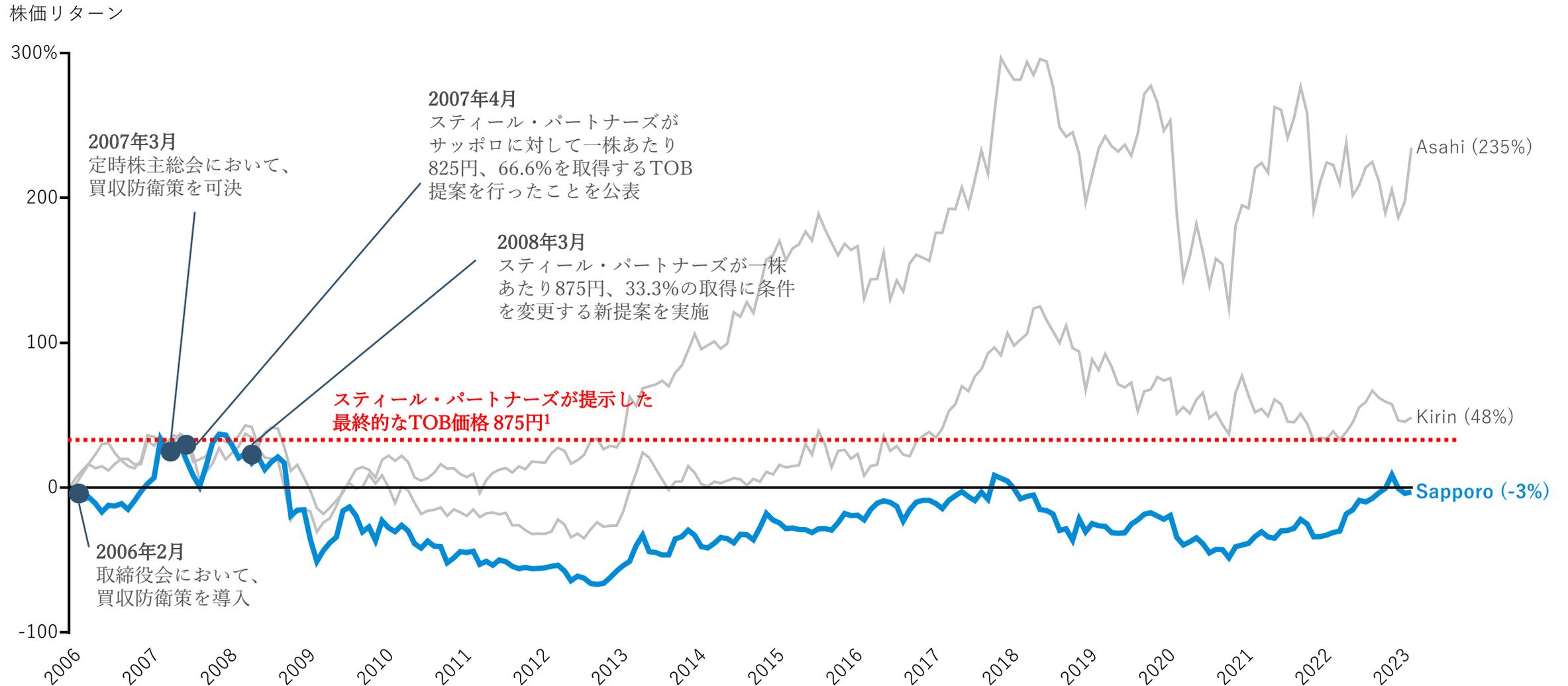
コメント

- サッポロの2006年以降の**株価リターンは-3%**であり、**業界唯一のマイナス**
- サッポロが純粋持株会社に**体制を変革した後、初めて株主に経営方針をコミットし経営を開始した2006年を基準とした**
 - サッポロは2003年に純粋持株会社へ移行
 - 2006年に初めて正式な中計を発表し、経営方針を株主にコミット²

出典: Bloomberg; サッポロ開示資料

注: 期間は2005年12月31日-2023年2月28日を対象; [1] Global averageの対象は、AB InBev, Heineken, Carlsberg, China Res. Snow, Molson Coors, Tsingtao, Efes, Yanjing, Constellation Brands, Diageo (Guinness), San Miguel Corporation, CCU, Saigon Beverage, Pearl River, United Brew, Beer Thai (Chang), HiteJinro, Olvi, Royal Unibrew; 2005年12月31日時点からの株価が取得できないビール企業は除いている; [2] 「サッポログループ新中期経営計画」(2006年~2008年)を指す

(ご参考) サッポロの株価は、2008年に示されたTOB価格すら超えられていない状況にある



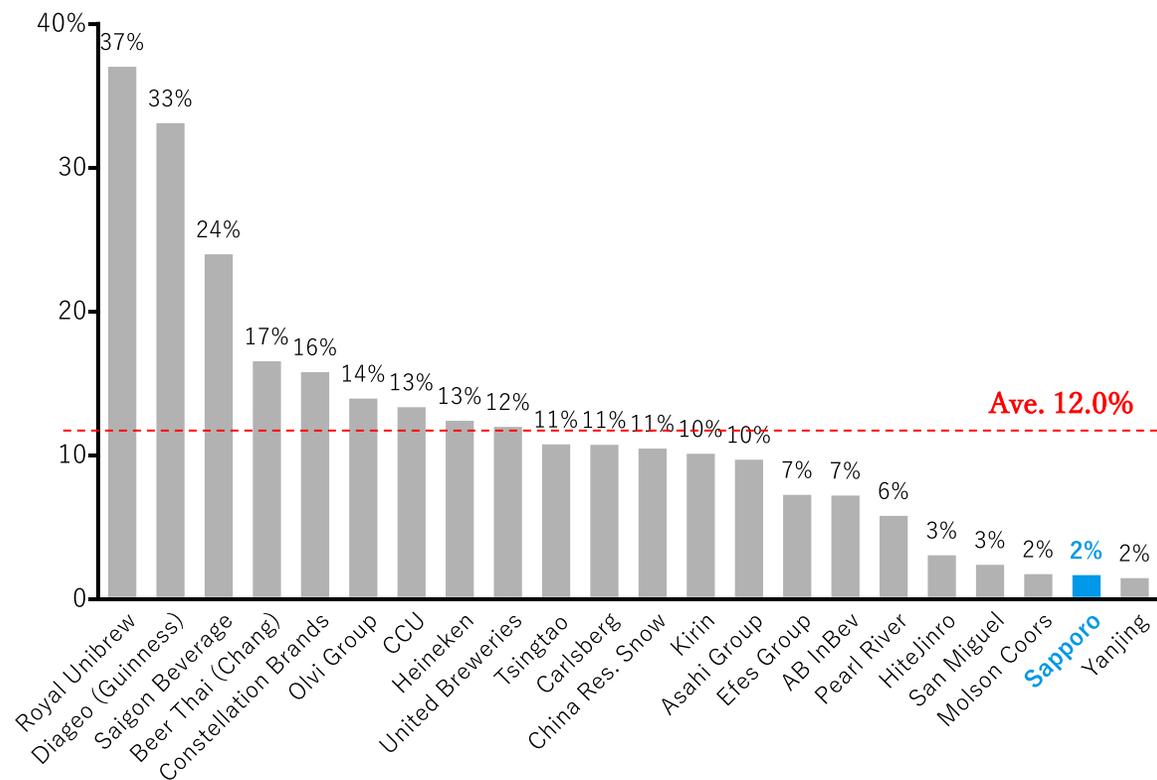
出典: Bloomberg

注: 期間は2005年12月31日-2023年2月28日を対象; [1] 2016年7月に実施された、5株につき1株の株式併合を考慮

その低いリターンは、極めて低位にとどまる資本効率に起因する

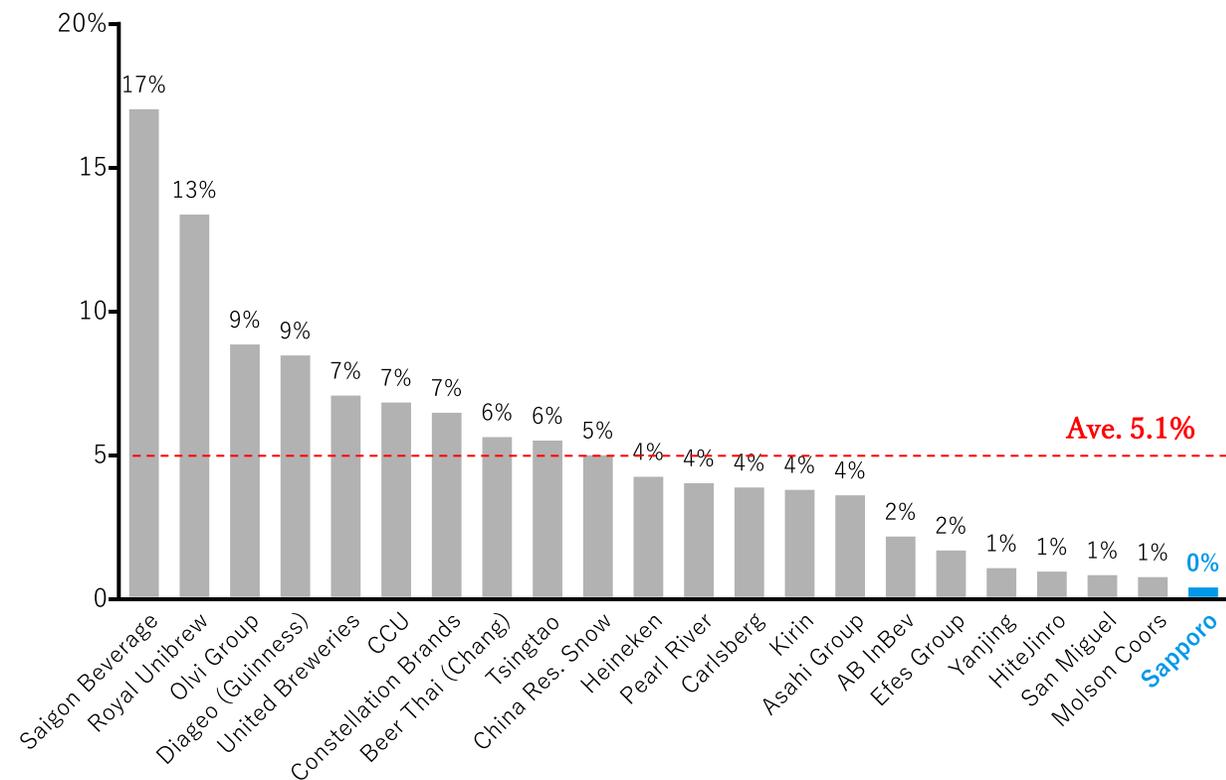
ROEは、グローバルの競合の中で最低水準

過去5年ROE平均(FY2018-2022)¹



ROAはグローバルの競合の中で最も低い

過去5年ROA平均(FY2018-2022)¹

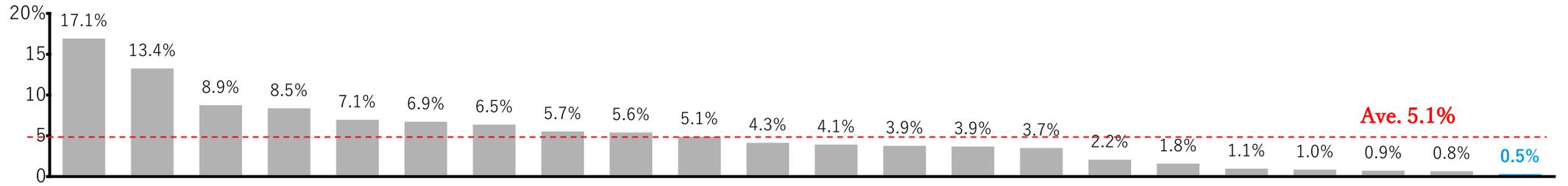


出典: Bloomberg

注: 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; [1]Bloomberg上で、ROA/ROEのFY2022の数値が取得不能なものは、FY2018-FY2021の平均値を採用(以降のページでも同様)

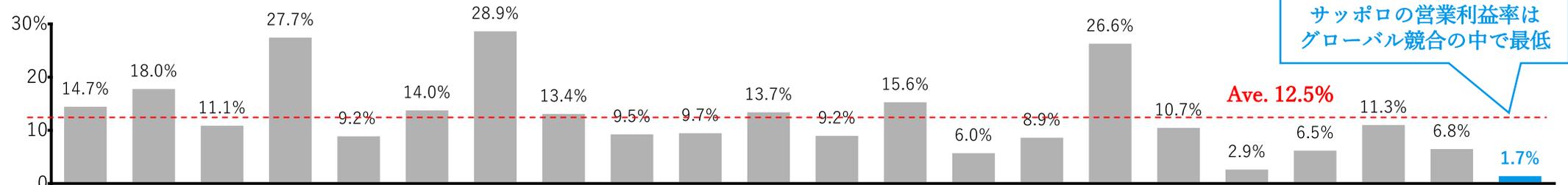
サッポロの低資本効率、グローバルの競合の中で最も低い利益率と、低位にとどまる総資産回転率によりもたらされている

ROA
(FY18-22平均)



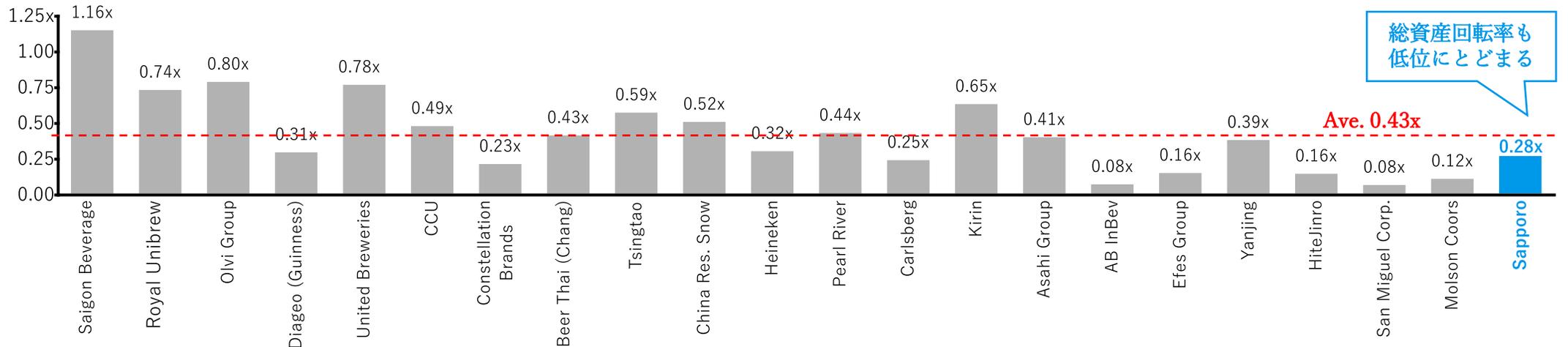
||

① 営業利益率
(FY18-22平均)



×

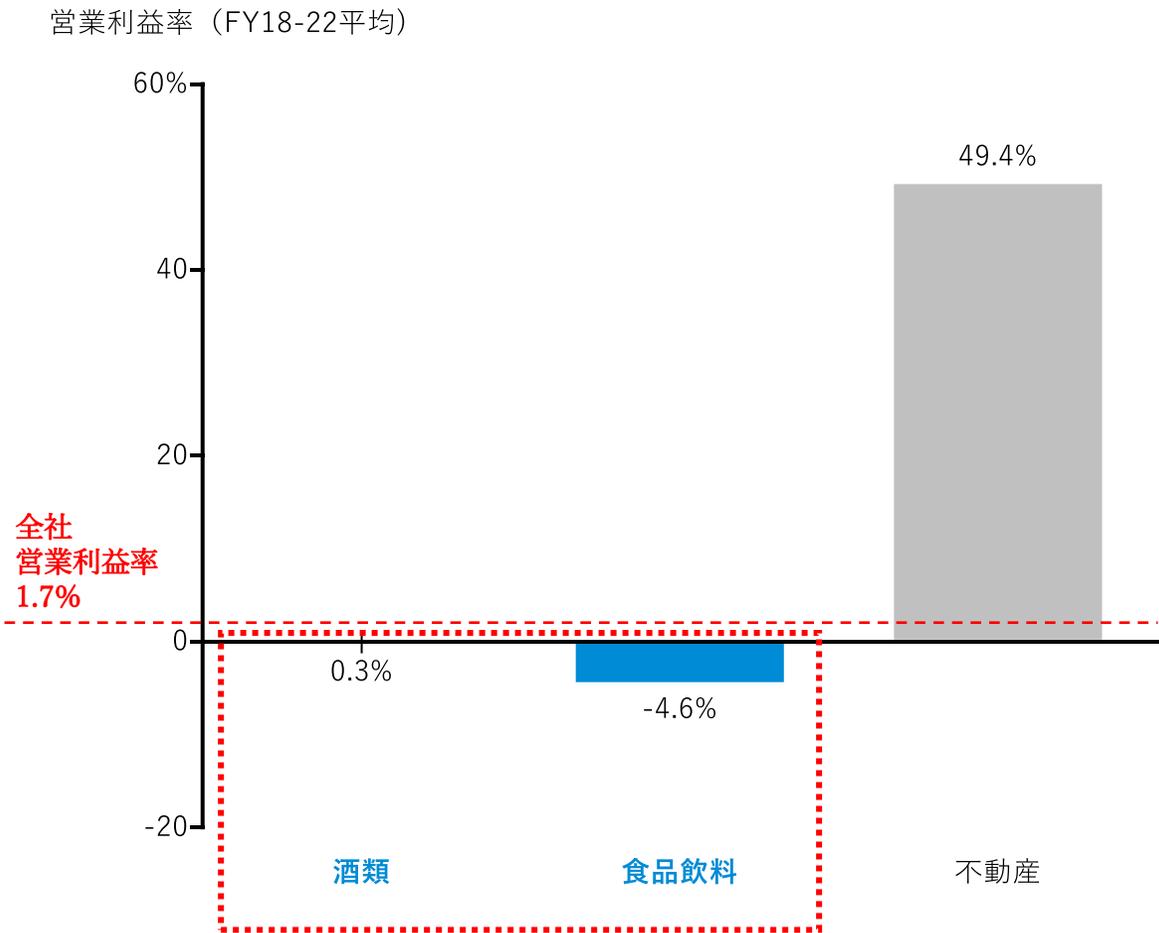
② 総資産回転率
(FY18-22平均)



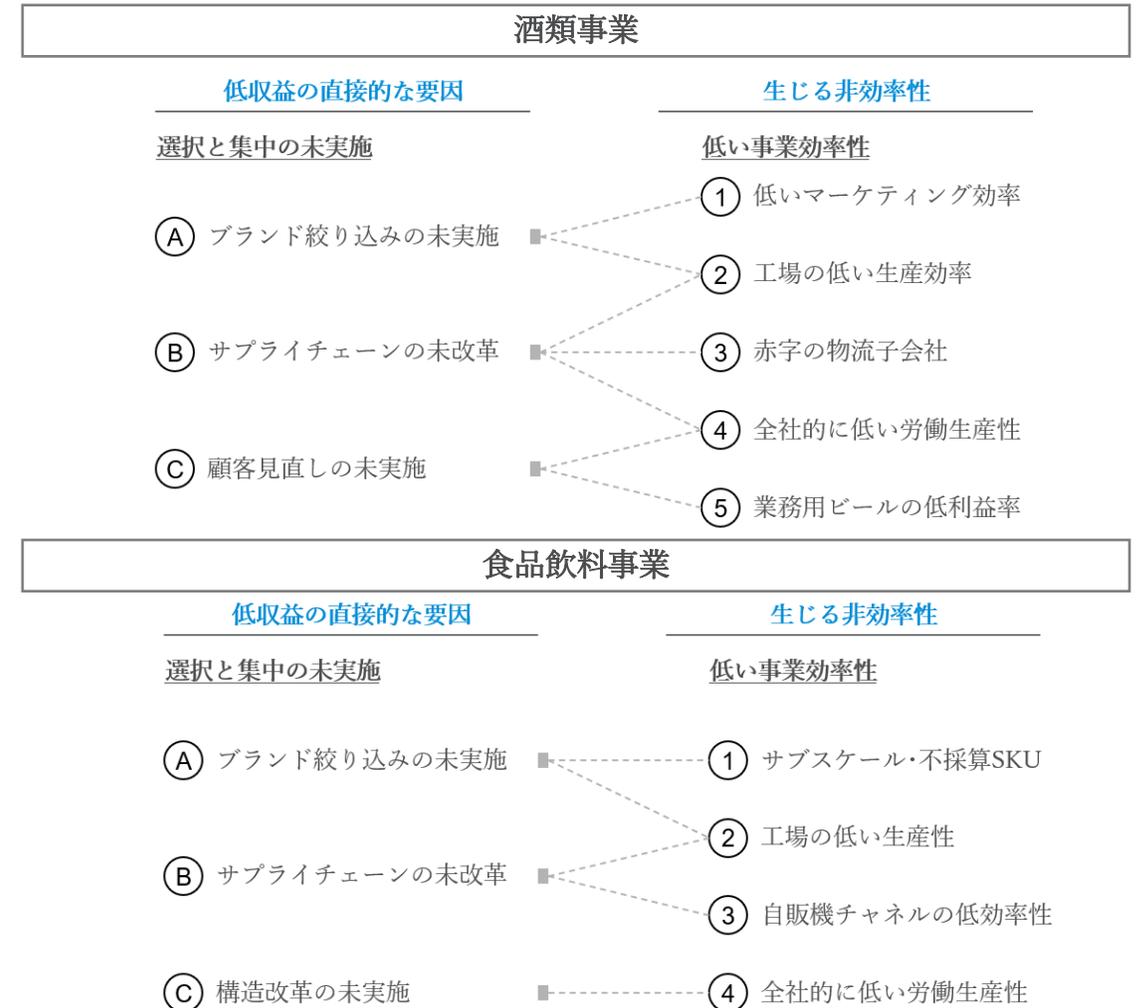
出典: Bloomberg; 有価証券報告書; アニュアルレポート
注: 世界のビール生産量トップ40社(2020)のうち証券取引所に上場している22社が対象

1 サッポロの圧倒的な低利益率は、酒類・食品飲料事業（以降、「コア事業」）の低い収益性により招かれている

コア事業の低い収益性が、全社の利益率を低めている



コア事業の低い収益性の要因は、 選択と集中の不足による様々な非効率性の発生にある

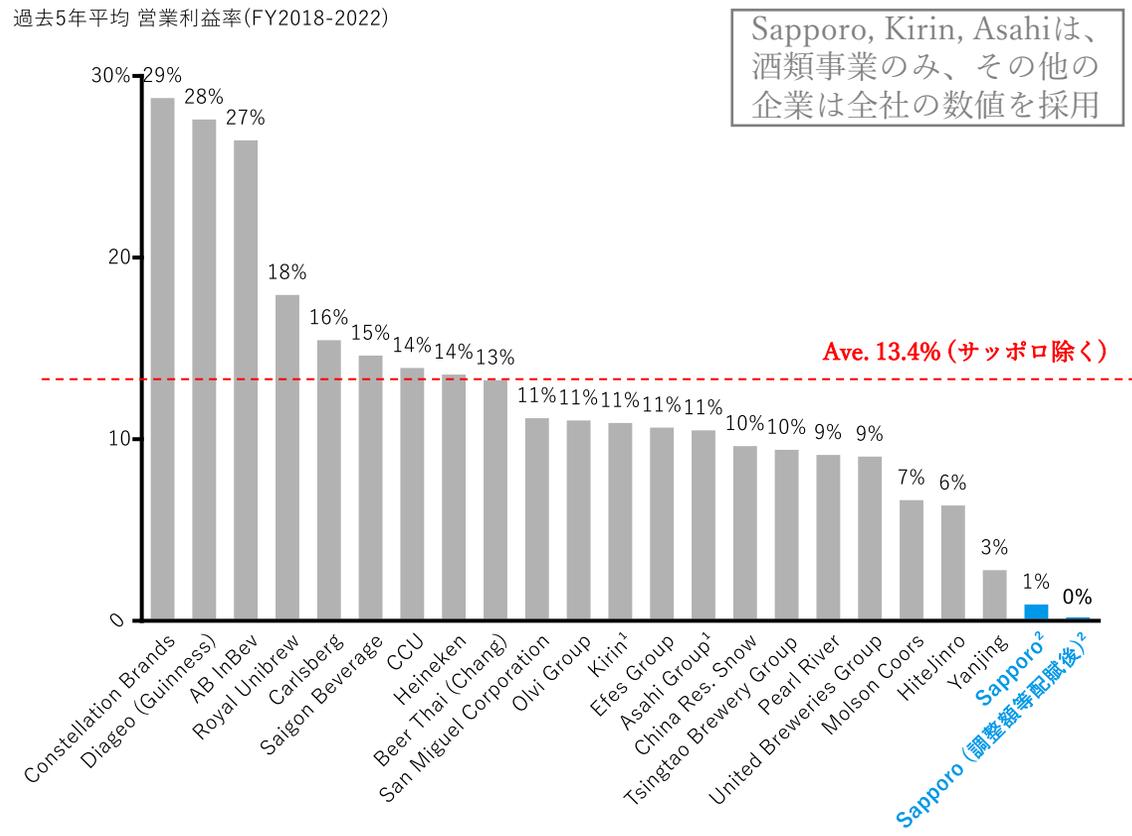


出典: 有価証券報告書; 決算短信補足説明資料
 注: [1] その他セグメント、及び調整額に計上されている売上・営業利益を、売上高比率に応じて各事業に配分した上で営業利益率を算出

1 コア事業の収益性の低さは、グローバルの競合と比較しても明らかである

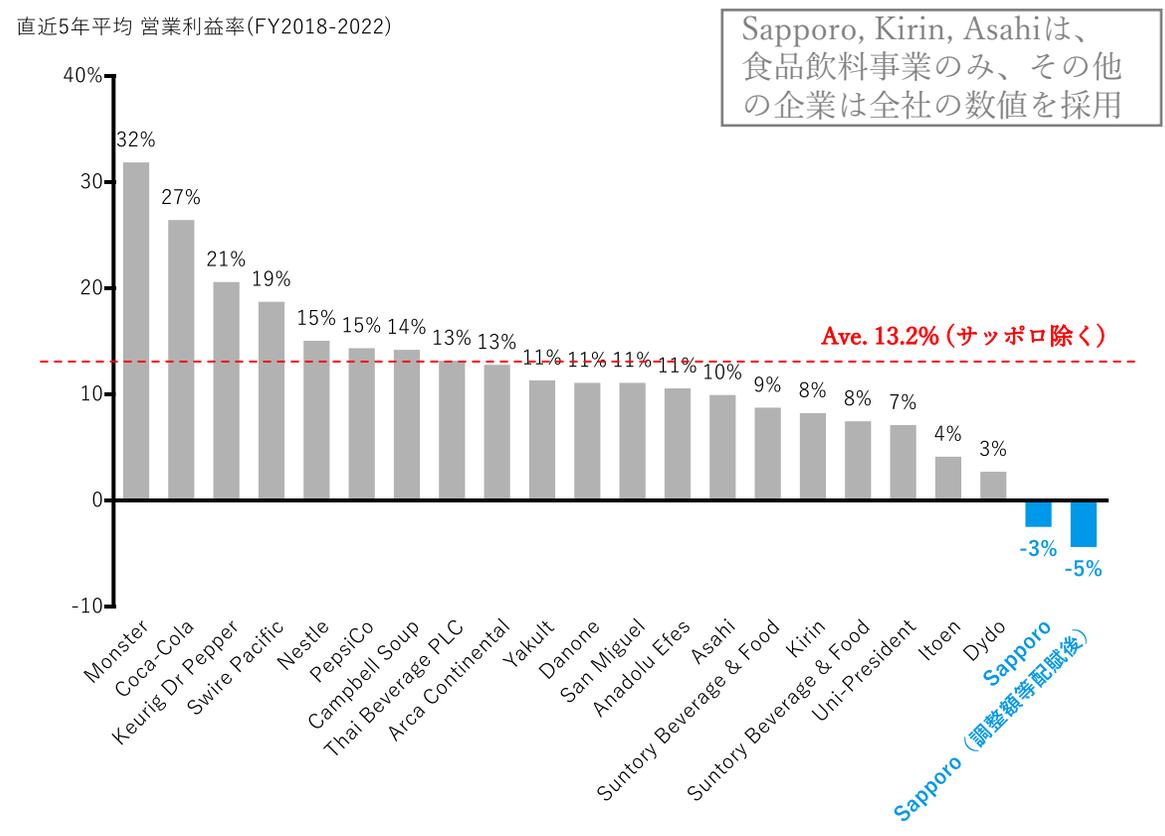
グローバルの競合の中で、酒類事業の営業利益率は圧倒的に低い

過去5年平均 営業利益率(FY2018-2022)



食品飲料事業の営業利益率もグローバルの競合の中で圧倒的に低い

直近5年平均 営業利益率(FY2018-2022)



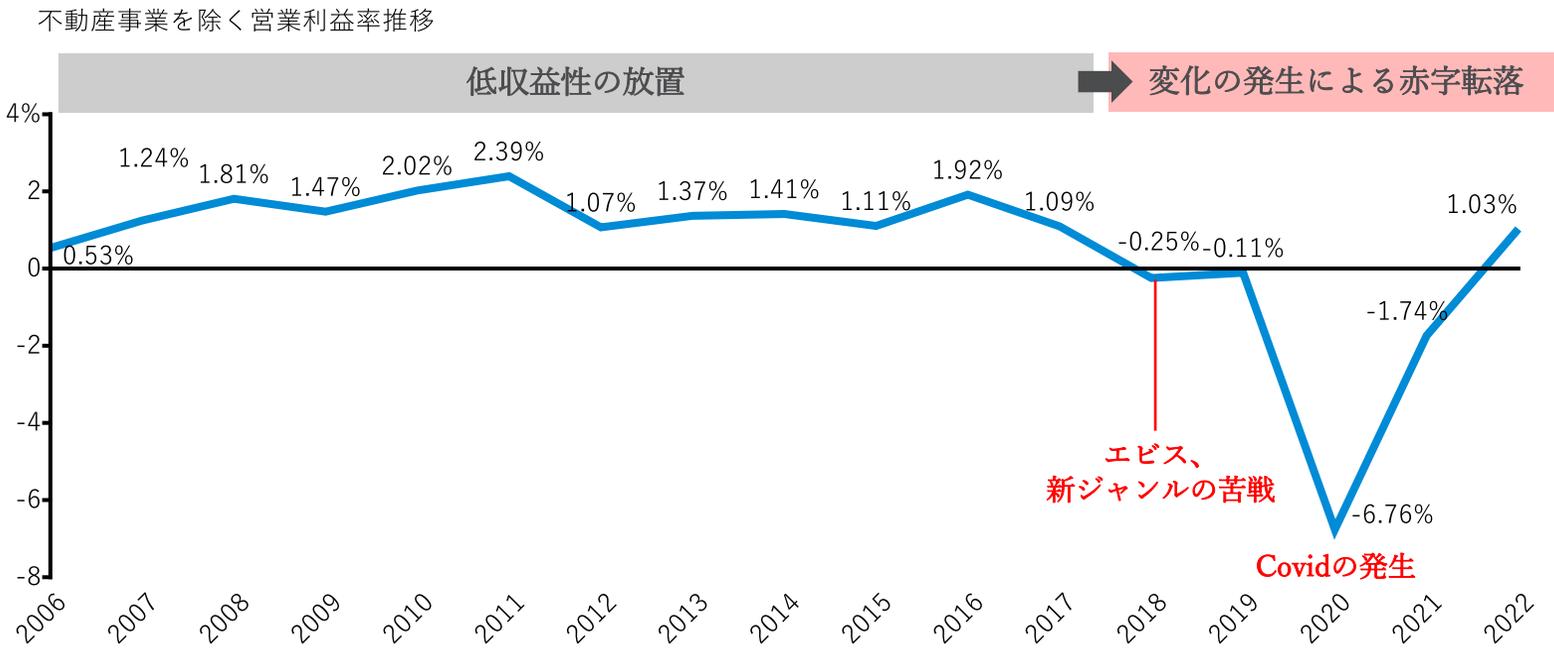
出典: Bloomberg; 有価証券報告書; 決算説明資料; 補足資料

注: 酒類事業の競合は、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社を対象; 食品飲料事業の競合は、国内の主力飲料メーカー及び、SPEEDAの「清涼飲料メーカー」に該当する海外企業の内、売上30bn以上の企業から食品フォーカスの企業を除いたものが対象; 詳細な食品飲料事業に関する注記は、p59を参照; [1] キリンは2018/12期-2020/12期は国内ビールスピリッツ・総合飲料セグメント、2021/12期以降は国内ビールスピリッツ・オセアニア酒類セグメントを対象(2022/12期は有報未開示のため事業利益率を参照); アサヒは2021/12期までは酒類セグメント・国際セグメントを対象、2022/12期は日本セグメントの酒類及び、欧州、オセアニア、東南アジアセグメントを対象(202/12期は有報未開示のためセグメント利益率を参照) [2] サッポロは2018/12は国内酒類、国際、外食セグメントを対象、2019/12以降は酒類セグメントを対象とした; 調整額等配賦後の数値については、その他セグメント、調整額の売上・営業利益を売上ベースで各セグメントに按分し算出

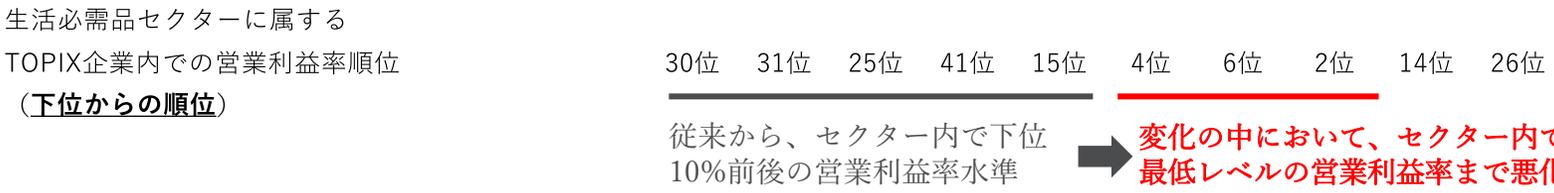
1 かねてよりコア事業の低収益性は深刻であり、即時の対応が求められるものだった

コア事業は、市場・競争環境の変化で容易に赤字に転落するような致命的な状況であった

コメント



- 2006年から2017年の間、営業利益率は1%台付近で推移、**グローバル最低水準の収益性**のまま放置されていた
- 2018年以降、**市場・競争環境の変化に直面し、一気に赤字に転落**
 - エビス、新ジャンルの苦戦
 - Covidの発生
- 同一セクターの会社と比較しても、変化の影響を大きく受け、**サッポロのコア事業の低収益性は特に致命的な問題であったと言える**
 - BICS生活必需品セクター192社の中において、サッポロの営業利益率は低位であった
 - その上で、変化の発生に伴いセクター内最低水準の営業利益率に悪化



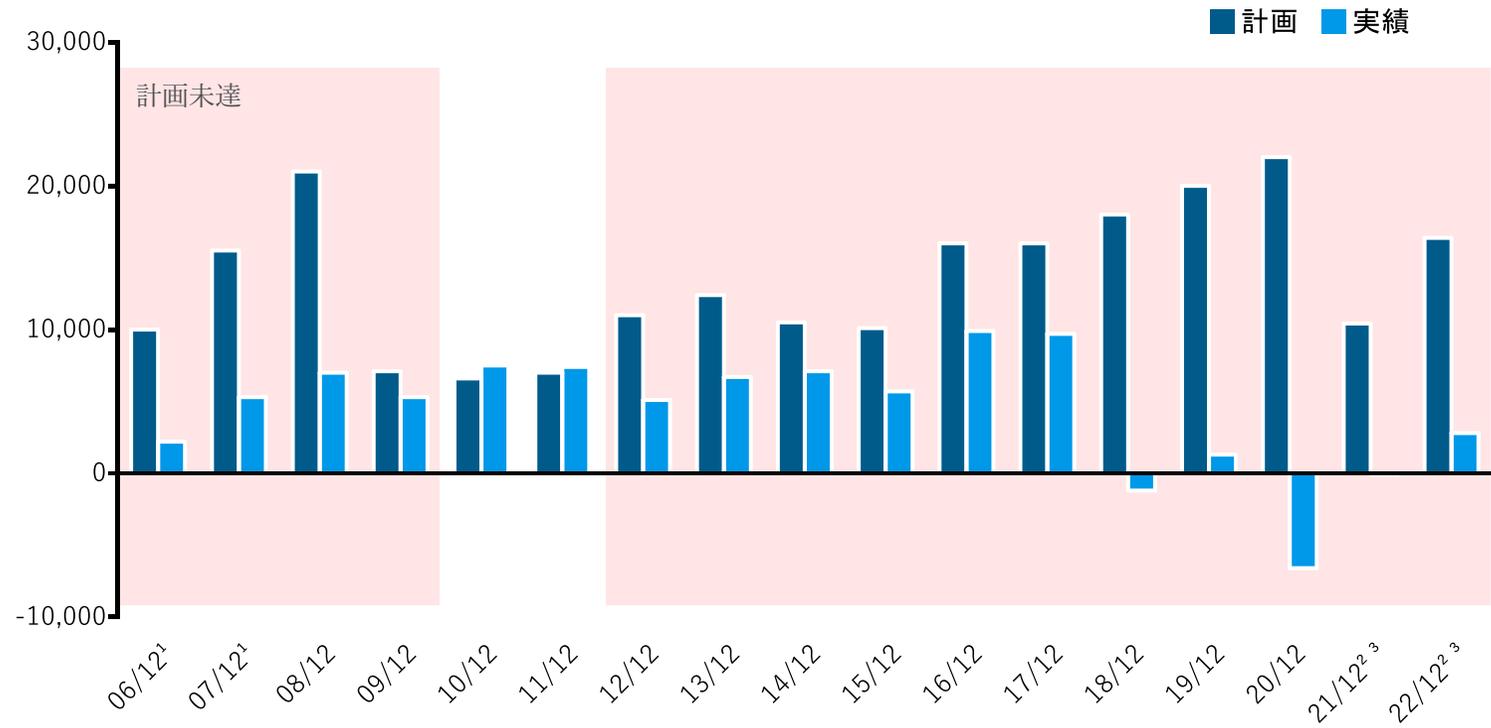
出典: 有価証券報告書; 決算短信補足説明資料; Bloomberg

1 しかし、サッポロはコア事業の低収益性に真摯に向き合わず、長年放置し続けてきた

サッポロは、自身で掲げたコア事業の営業利益目標すらほとんど達成していない

コメント

不動産事業除く営業利益 計画値 vs 実績値(百万円)



- 新体制に移行して最初の中計を発表した2006年以降、中計の目標を達成できたのは低い目標を掲げていた2010、2011年のみ
- 直近の10年に関しては、一度も中計の計画値を達成できていない
- サッポロは、日本企業の低迷原因とされる以下の指摘がまさに妥当しているように思われる。

“高いイノベーション創出能力を持ちながら持続的低収益性に甘んじてきた”
 経済産業省「『持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～』プロジェクト最終報告書」

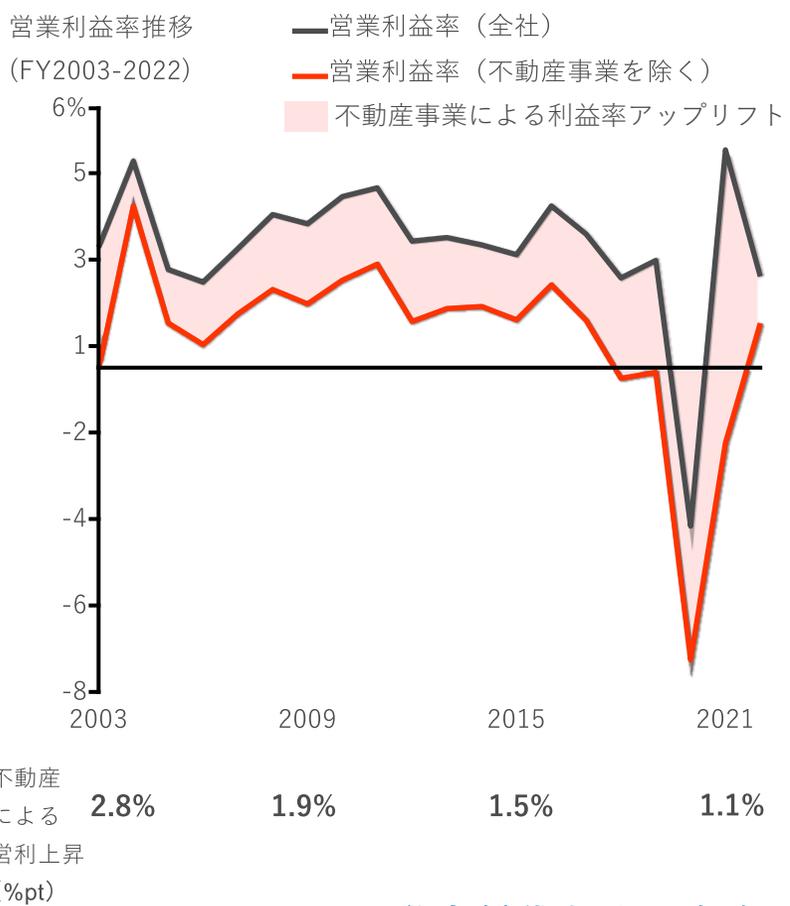
“大胆な経営判断が必ずしも十分になされておらず、変革よりも現状維持に力点が置かれている。その結果、…経営資源を成長性・収益性が見込める事業に振り向けていくための取組が進んでいない”
 内閣府「未来投資戦略 2017-Society 5.0 の実現に向けた改革」

「サッポログループ新中期経営計画」(2006年～2008年)	グループ経営計画目標(各年度)	「サッポログループ中期経営計画」(2014年～2016年)	長期経営ビジョン「Speed 150」	グループ経営計画2024
--------------------------------	-----------------	-------------------------------	---------------------	--------------

出典: Bloomberg; サッポロIR; 経産省 伊藤レポート; 同省 未来投資戦略 2017-Society 5.0 の実現に向けた改革
 注: FY2011の計画値にはポッカ買収が含まれていないため、実績値からポッカの営業利益を除外; FY2017-2020の数値はのれん償却前の数値; [1] 計画値が開示されていないため、開示されている年の間で線形に推移すると仮定; [2] FY2021, FY2022の計画値はグループ経営計画で示されたFY2024時点での事業利益まで線形に推移すると仮定; また、不動産を除く事業利益計画値算定にあたり、FY2020/2021決算で示された事業利益計画を使用; [3] FY2021, FY2022の数値は事業利益を示す

1 そのような歪な状況は、不動産賃貸収入による経営への甘えによって生じてきた

不動産がコア事業の低収益性を覆い隠してきた



不動産が安心感を生み出し、経営の甘えを許している

- 従業員は、もはや酒類ではなく不動産を強みとして認識しており、不動産賃貸収入が経営に安心感をもたらしていることが透けて見える

サッポロの強みについて… (従業員口コミサイト)

“恵比寿ガーデンプレイス等、都内一等地に保有する不動産が収益を生んでいる (こと)。通称サッポロビル。まったりと仕事ができること”

“不動産資産が残っていること”

“グループ会社に安定的に収益をもたらす不動産会社があること”

- 外部からは、不動産の安心感が経営の甘えにつながっていることが指摘されている

“大手4社で最下位に沈む祖業・ビール事業の立て直しが待たないとなった。不動産頼みの甘えを断ち、ビール再興を果たせるか [中略] 不動産の安定収入があってこそだが、過去はそれが「甘え」につながった。これからはスピード感を持ってビール事業の改革に挑まなければならない”

日本経済新聞 2016年9月24日

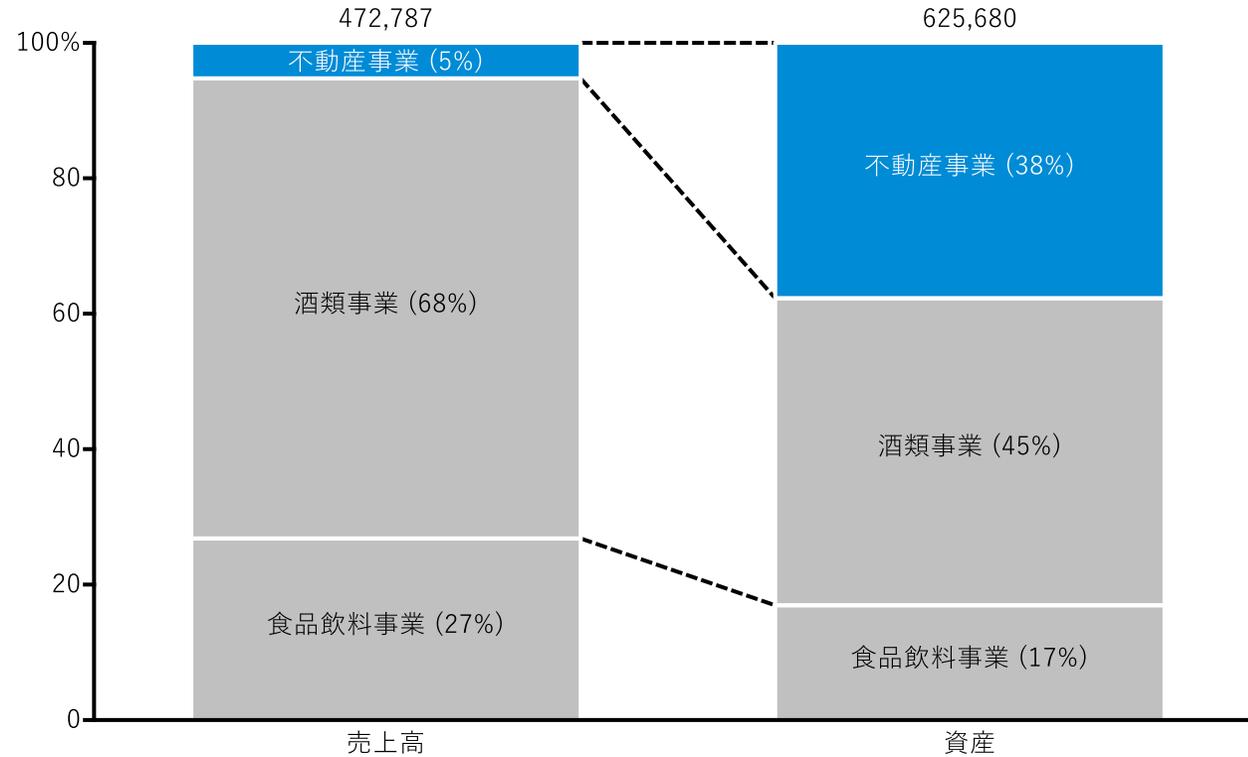
サッポロホールディングスは2018年の営業利益108億円のうち、120億円を不動産が稼ぐという偏った収益構造が続いており、2019年度経営計画でも構造改革と基盤構築、選択と集中が謳われた。スチール・パートナーズは撤退したが、スチールパートナーズが求めた収益構造の抜本改革は、社長が替わっても、依然達成されていない。サードポイントに不動産事業のスピンオフを求められたIHIも同じだが、不動産の含み益が大きい事業会社は、本業で稼ぐディシプリンが低下するのだろう。
菊池正俊「アクティビストの衝撃 変革迫る投資家の影響力」

不動産賃貸収入の存在が、コア事業の低収益性に経営陣が真摯に向き合う機会を奪ってきた

2 低位な総資産回転率は、過大な不動産資産によって招かれている

過度に大きい不動産資産が、総資産回転率を低めている

過去5年売上高・資産平均(FY2018-FY2022)¹



売上高/資産

全社: 0.28x

0.11x

1.13x

1.20x

サッポロの保有する不動産資産 (例)

恵比寿ガーデンプレイス



サッポロファクトリー



銀座プレイス

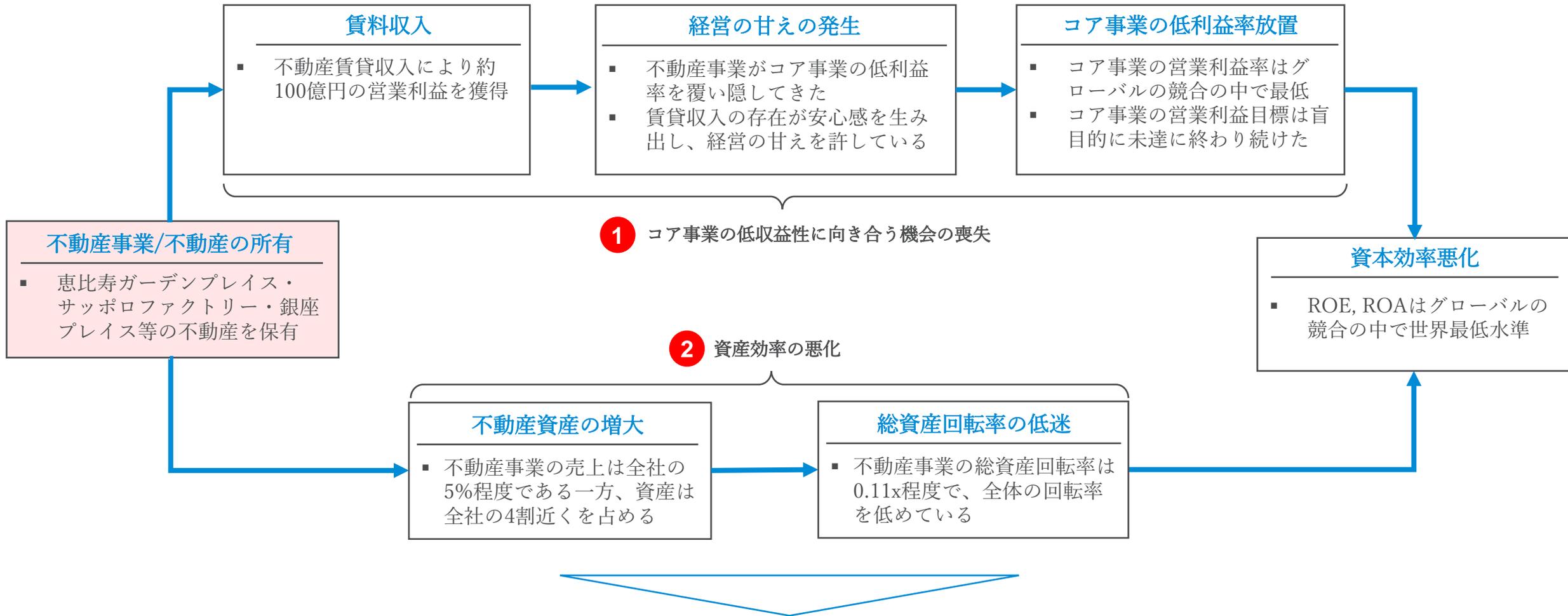


ストラータ銀座



出典: 有価証券報告書; 決算短信補足説明資料
 注: [1] その他セグメント、及び調整額に計上されている売上・資産を、売上高比率に応じて各事業に配分

以上を踏まえると、サッポロの不動産事業が低資本効率の真因となっていると想定される



サッポロの企業価値向上を考える上で、真に不動産事業を保有すべきかは、しがらみのない徹底的な再検証が求められる

新中期経営計画の問題点

サッポロの新中期経営計画は、大きく3つの問題を抱えている

1 過去と同様、不動産による経営の甘えが生じ、コア事業の低収益性の放置を招く

- 新中計において、サッポロは合理性の証明ができないまま、不動産事業を新たにコアと定義した
- 不動産事業をコア事業と再定義することは、経営の甘えを常態化させ、コア事業の低収益性の放置を悪化させる
- 事実、新中計の利益率目標は競合の半分程度で、既に経営に甘えが生じている

2 不動産への投資強化により、多大な損失が生じるリスクがある

- 新中計において、サッポロはキャピタルゲインを狙った不動産投資を強化しようとしている
- しかし、サッポロは過去に投資強化した分野において多額の損失を計上しており、資本規律には疑義がある
- 更に、新中計における投資強化方針が様々な問題を抱えていることを踏まえると、今回も多大な損失を生じさせる可能性が高い

3 マイルストーン、詳細なアクションプランがなく、新中期経営計画の実現確度が不明

- 新中期経営計画において、計画を確実に遂行するための十分なプランが示されていない
- サッポロが、過去の経営計画をほとんど達成できていないことも踏まえると、新中計の実現確度には疑義を持たざるを得ない
- 実際に、新中計の実現確度については、多くのアナリストが疑問を呈している

1 新中計において、サッポロは不動産事業を新たにコアと定義し、収益力強化の対象とした

過去、サッポロは不動産事業をコア事業としていなかった

2016年11月2日発表 長期経営ビジョン「SPEED150」

長期経営ビジョン

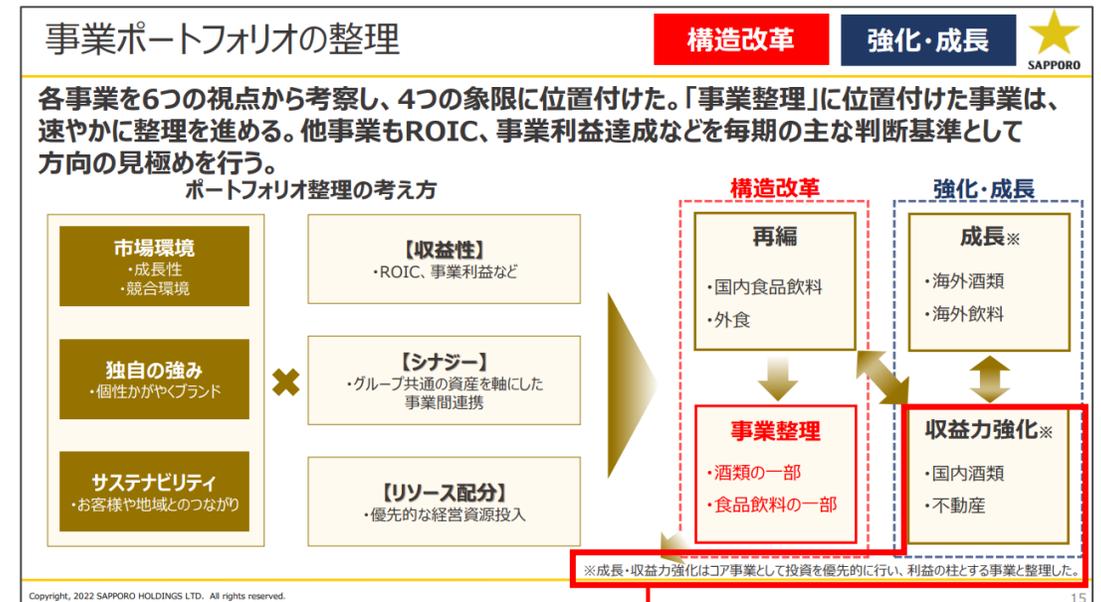
長期経営ビジョン『SPEED150』

グループのコア事業を『酒』『食』『飲』の3分野と位置づけ、不動産事業とともにグループ保有のブランドを育成・強化していきます。

サッポロが2016年に発表した長期経営ビジョンの中で、コア事業は「酒」「食」「飲」と定義されており、不動産事業は含まれていなかった

しかし、新中計では不動産事業をコアと新たに位置づけた

2022年11月9日発表 中期経営計画（2023~2026）



新中計のなかで不動産を収益力強化の対象とし、コア事業と定義した

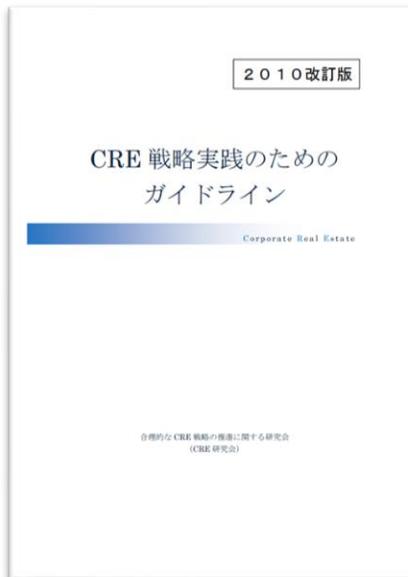
1 不動産事業をコア事業として継続するには合理的な説明が必要である



“複数の事業を有する企業においては、それらの事業が一つのビジネスモデルで貫かれており、事業シナジーの創出等のメリットが、マネジメントの複雑化やそれに伴う管理コストの増大、経営のフォーカスの鈍化等、複数の事業を有することにより発生するコストを上回っているかという比較衡量の視点から、取締役会で議論を行い、**投資家等に対して説明責任を果たすことが求められる**”

“**事業ポートフォリオに関する基本方針については、その見直しを行った結果、直近に決定した基本方針を維持すべきと判断した場合も含めて、決定内容や結論だけでなく、そのような決定に至った判断根拠についても説明することが望ましい**”

“**複数の事業を有する合理的理由について、事業シナジーの創出のメカニズムや価値創造ストーリーも踏まえつつ、ビジネスモデル・経営戦略と整合的なものとなっているかどうかという観点から、投資家等に対しても説明できるよう、明確化しておくことが求められる**”



“不動産、そして企業を取り巻く環境が急激に変化する激動の時代に対応するため、**企業にとって限られた経営資源である企業不動産を経営に最大限有効活用していこうという発想**に基づいて生まれたのが、新しい概念『CRE戦略』である”

“CRE戦略を成功に導くためには、経営者の意識変革が最大のキーとなる。**CRE戦略は、単に不動産で短期的な利益を追求する、あるいは不動産が稼ぎ出す利益に頼るといったような財テク的・近視眼的な発想で導入するものではない。**CRE戦略は、中長期的な競争優位の構築に資するため、そして、企業の持続的な発展のために導入すべきものである”

不動産をオフバランスすることによる売却収入を得ることや、**その売却収入で本業に経営資源を集中することにより本業の事業収入をアップすることも有力な選択肢の一つ**である。特に近年は、不動産のオフバランスにより、本業に経営資源を集中させた例が増えてきている”

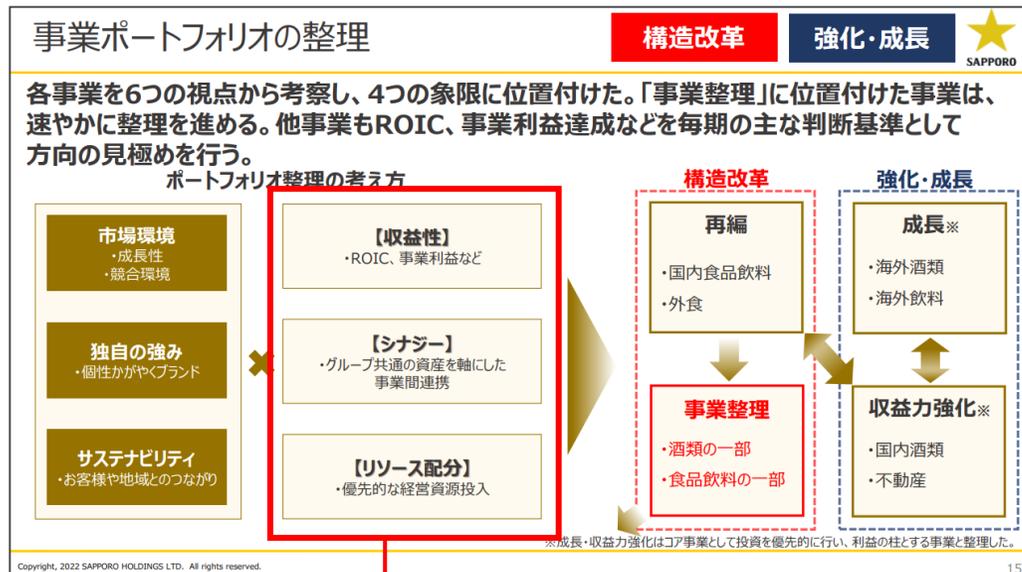
1 サッポロは、その合理性を株主に証明できていない

新中計では、具体性が欠如した説明しかできていない

“なぜ不動産をコア事業としてあらためてご説明差し上げているかという点、コアというわれわれの考え方は、**収益に貢献する、企業価値に貢献する**、それから、[中略]、ブランドカンパニーを標榜していますので、**ブランド価値に貢献する**と、こういう三つの観点から、**不動産事業をコア事業とあらためて位置づけております**”

2022年通期決算説明会 松風取締役

2022年11月9日発表 中期経営計画 (2023~2026)



数値の不在

定量的な証明を求めるアナリストへは回答できず

アナリストからの質問

“国内酒類と不動産のシナジーが結構焦点になってきます。正直言って、[中略]今回の開示だと定性的な表現にはなっているので、**ここを定量化してもらいたい**[中略]土地を持たないといけない部分も含めて開示いただきたいとは思っていて、**そこのお考え、シナジーのより深堀に関して、お考えを教えてくださいとありがたいと思っています**”

2022年通期決算説明会 野村証券 アナリスト

回答

- 回答できておらず、定量的な検証を経ていないことが懸念される

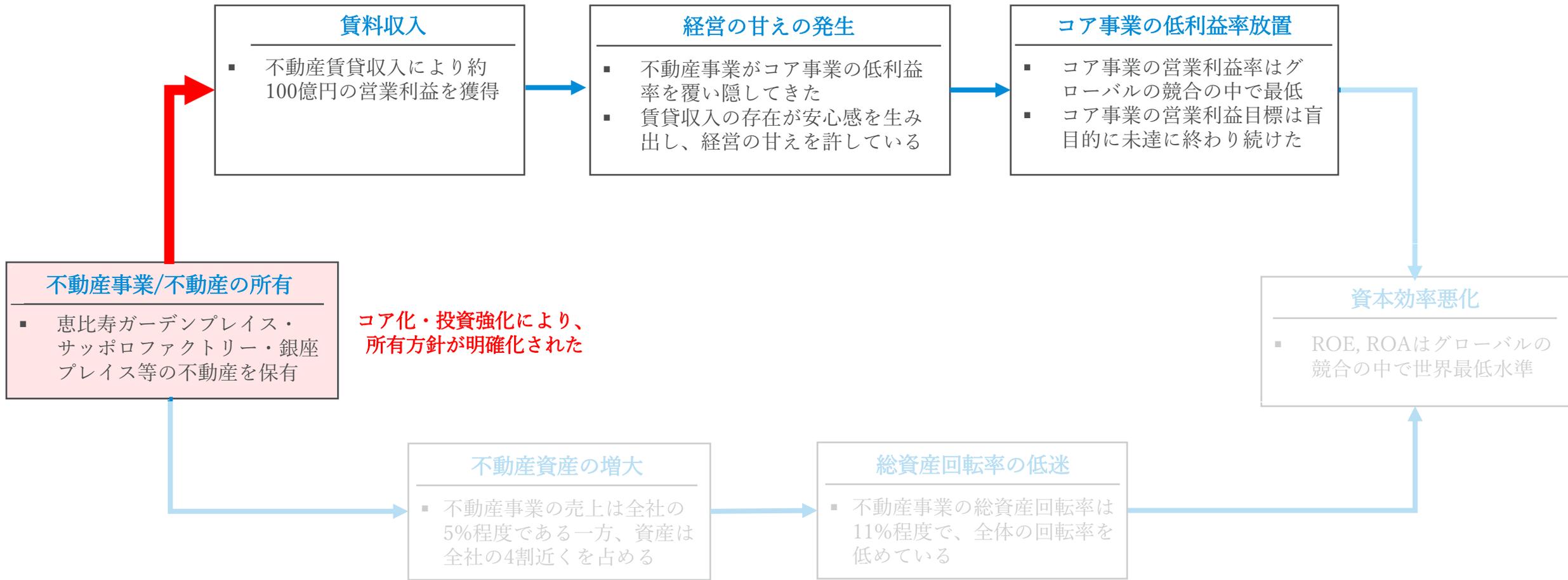
“シナジーもどのようにコアとして貢献するのかが、一つの大きいポジションかと思うのです。お酒と不動産をどうシナジーで定量化するかにこだわってしまうと、**非常に話が小さくなってしまいかも知れないので、また開示できるところは検討してまいりたい**と思いますが、**まず大枠の考えをご説明しました**”

2022年通期決算説明会 松風取締役

“土地を持つ住人であることが、ブランドストーリーを語っていく上では、私はなくてはならないものだと思います。ビール会社視点においてもここはすごく大事なポイントだと思っています。**これを定量的にという話なので、どう表現するかはあれかもしれませんが、[中略]それが無い中でストーリーを考えるのは逆に難しい**というぐらいに私は理解しています”

2022年通期決算説明会 野瀬執行役

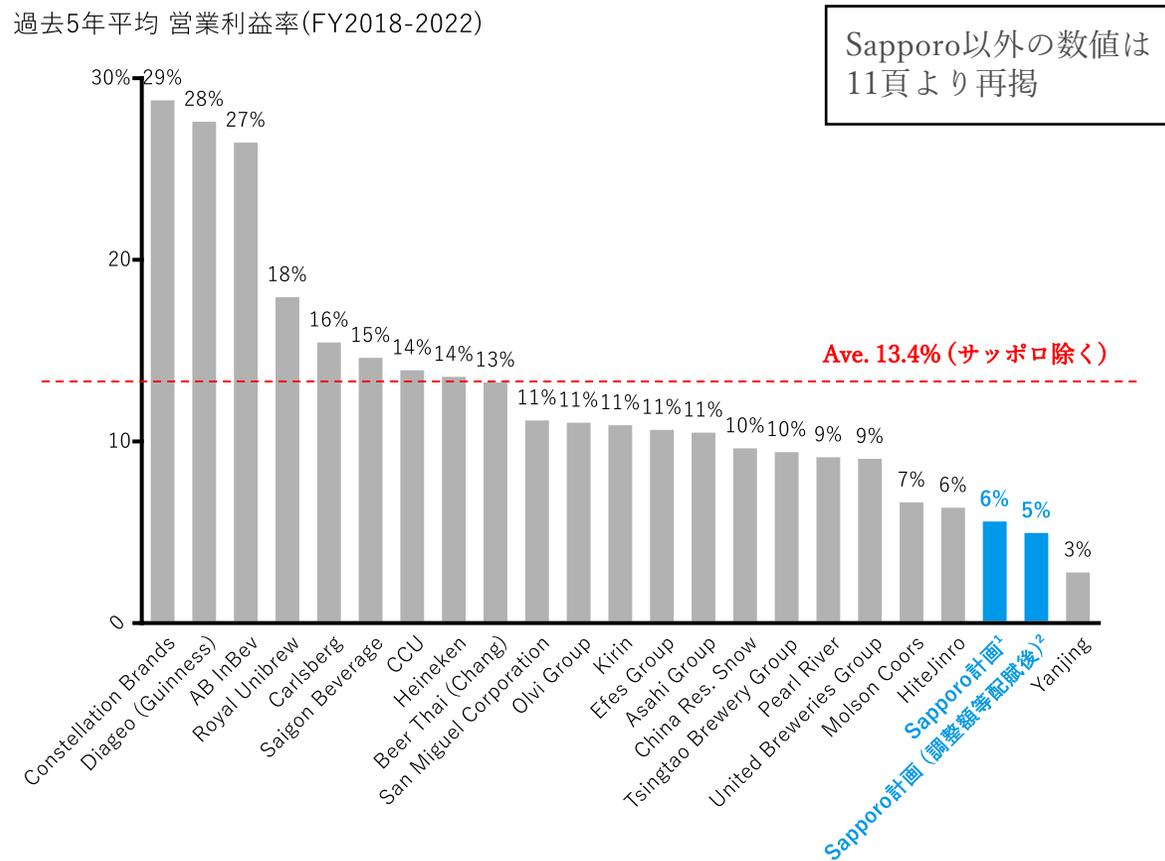
1 合理性のない不動産事業のコア化は、将来に亘って経営規律を緩め、本来のコア事業（酒類・食品飲料事業）の低収益性の放置・ブランドの価値毀損を招き得る



1 事実、新中計の利益率目標は競合の半分以下であり、既に経営に甘えが見受けられる

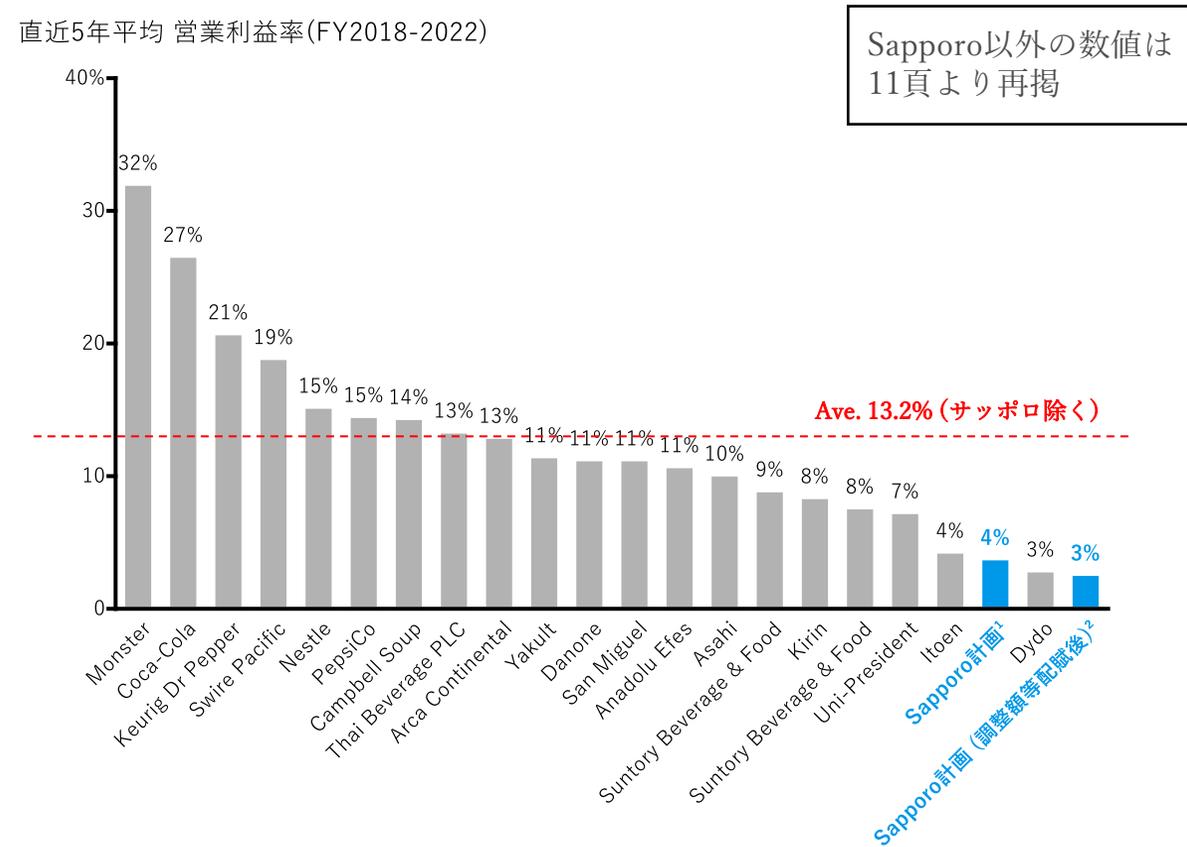
酒類事業の目標値はグローバルの競合の利益率水準を大きく下回る

過去5年平均 営業利益率(FY2018-2022)



食品飲料事業の目標値も、グローバルの競合の利益率水準を大きく下回る

直近5年平均 営業利益率(FY2018-2022)



出典: Bloomberg; 有価証券報告書; 決算説明資料; 補足資料

注: [1] サッポロの計画値は事業利益率; [2] その他セグメント及び調整額の売上、営業利益は、売上高比率に応じて各事業に配分 (計画値については2022年度と同額をそれぞれ配賦)

サッポロの新中期経営計画は、大きく3つの問題を抱えている

1 過去と同様、不動産による経営の甘えが生じ、コア事業の低収益性の放置を招く

- 新中計において、サッポロは合理性の証明ができないまま、不動産事業を新たにコアと定義した
- 不動産事業をコア事業と再定義することは、経営の甘えを常態化させ、コア事業の低収益性の放置を悪化させる
- 事実、新中計の利益率目標は競合の半分程度で、既に経営に甘えが生じている

2 不動産への投資強化により、多大な損失が生じるリスクがある

- 新中計において、サッポロはキャピタルゲインを狙った不動産投資を強化しようとしている
- しかし、サッポロは過去に投資強化した分野において多額の損失を計上しており、資本規律には疑義がある
- 更に、新中計における投資強化方針が様々な問題を抱えていることを踏まえると、今回も多大な損失を生じさせる可能性が高い

3 マイルストーン、詳細なアクションプランがなく、新中期経営計画の実現確度が不明

- 新中期経営計画において、計画を確実に遂行するための十分なプランが示されていない
- サッポロが、過去の経営計画をほとんど達成できていないことも踏まえると、新中計の実現確度には疑義を持たざるを得ない
- 実際に、新中計の実現確度については、多くのアナリストが疑問を呈している

2 サッポロは、新中計で唐突に、キャピタルゲインを狙った不動産への純投資強化を打ち出した

経験の乏しい不動産への純投資を推進すると発表

2022年11月9日発表 中期経営計画 (2023~2026)

コア事業における収益力強化 (不動産①)

強化・成長 ★ SAPPORO

長期的な時間軸で、賃貸中心から総合的に資産価値向上を図る事業体に転換し、収益性と資産効率を向上させる。

	21年実績	22年計画※2	26年計画
ROA※1	5.7%	4.9%	5.7%

※1 EBITDAベース

※2 YGPRリニューアルや空調更新による収入減などの理由から、一時的に低下する見込み。
※3 37年に向けてはYGP施設環境向上などにより回復・成長の見通し。

主な課題

- ・YGPを中心とする賃貸事業の収益構造変化への対応
- ・まちづくりを通じた地域との更なる関係性強化

2026年の先 (2037年) を見据えたアクションプラン

コア物件の価値向上とまちづくり

- ・YGPの価値向上とまちづくり推進による競争力強化
- ・北海道新幹線の札幌延伸を見据え、札幌エリアの資産の価値向上

資産回転型ビジネスモデル構築 (収益構造多様化・資産効率向上)

- ・エクイティ投資、VA流動化事業の推進 ※資産比率30%を上限に投資
- ・23年に投資顧問会社を設立、25年までに私募ファンドや私募リートに組成に向けた準備を進め、「資産回転型ビジネスモデル」の構築を目指す ※私募ファンド・私募リートの対象は、YGPなどコア物件以外

利益構成比変化

年	YGP	VA流動化	エクイティ	その他物件
21年	29%	2%	69%	-
26年	30%	10%	43%	10%
37年	17%	24%	39%	20%

トピック

- ・恵比寿ガーデンプレイス(YGP)の物件価値向上 (再生可能エネルギー導入、空調更新など)
- ・22年11月YGP センタープラザグランドオープン
- ・資産回転型ビジネスへの取り組み拡大

Copyright, 2022 SAPPORO HOLDINGS LTD. All rights reserved. 23

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

純投資不動産の資産比率を今後3年で5倍強まで高めると発表

2023年2月15日発表 決算説明資料

2023年 アクションプラン

不動産 資産回転型ビジネスモデル構築 (7)

● 私募ファンド・私募リートに組成に向けた準備を進める
2023年春にREIT準備室、秋に投資顧問会社の設立を目指す

流動化事業の資産構成比

3.7% (2022年) → 19.2% (2026年)

不動産 *YGP: 恵比寿ガーデンプレイス

YGP*を中心としたコア物件の価値向上 (8)

● YGP*の価値向上

オフィス棟の空調更新、セキュリティのVA工事等、価値向上への取り組みを進める
価値向上に伴う賃料単価の増加を目指す

2026年 +2.5% (22年比)

● さらなる再エネ推進に向け、全物件再エネ化へ

保有全物件の電力の脱炭素化を決定、当社分として年間約13,000トンのCO2排出削減を見込む※ (SRE社CO2排出量の約56%の削減に相当) 「全エネルギーの再エネ化実現」と「自社使用電力を自ら創り出す創エネルギー実現」に向け再エネロードマップを作成 ※テナント分も含めた削減量は年間約25,000トンを見込む。

● 札幌エリアの資産価値向上 ~ホテル創成札幌 M ギャラリーオープン~

サッポロファクトリー西構に位置するホテルクラブサッポロを改装
フランス・パリを拠点とする世界最大級のホスピタリティグループアコー*とホテルマネジメント契約を締結し、2024年初に「ホテル創成札幌 M ギャラリー*」としてリニューアルオープンを目指します。

アコー: フランス・パリを拠点とし、世界110ヶ国で5,300を超えるホテルやレジデンス、10,000を超えるレストラン、バー施設を展開し業界を牽引しているホスピタリティグループ。
Mギャラリー: アコーグループのプレミアムホテルブランド

YGP*の電力再エネ化 **保有全物件の電力の再エネ化** **全エネルギーの再エネ化企業の脱炭素達成** **自社使用電力の創エネ化**

2022年~ 2023年~ 2025年~ 2040年~

Copyright, 2023 SAPPORO HOLDINGS LTD. All rights reserved. 31/54

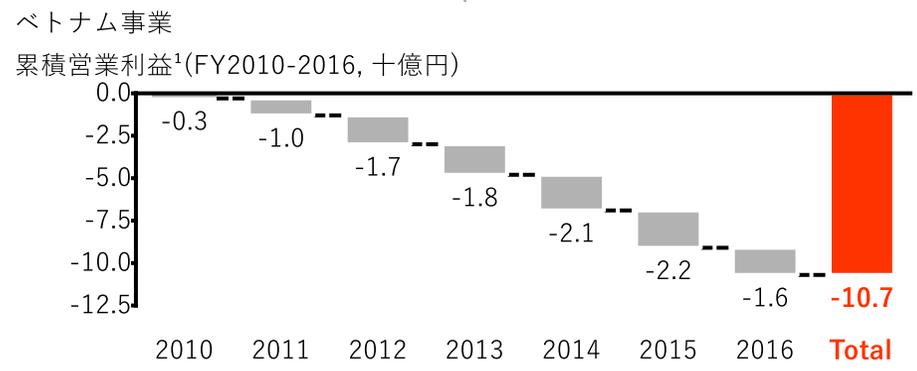
2 しかし、サッポロは過去に投資強化した分野において多額の損失を計上しており、資本規律には疑義がある

海外戦略において、多額の損失を計上

海外では減損を繰り返してきた

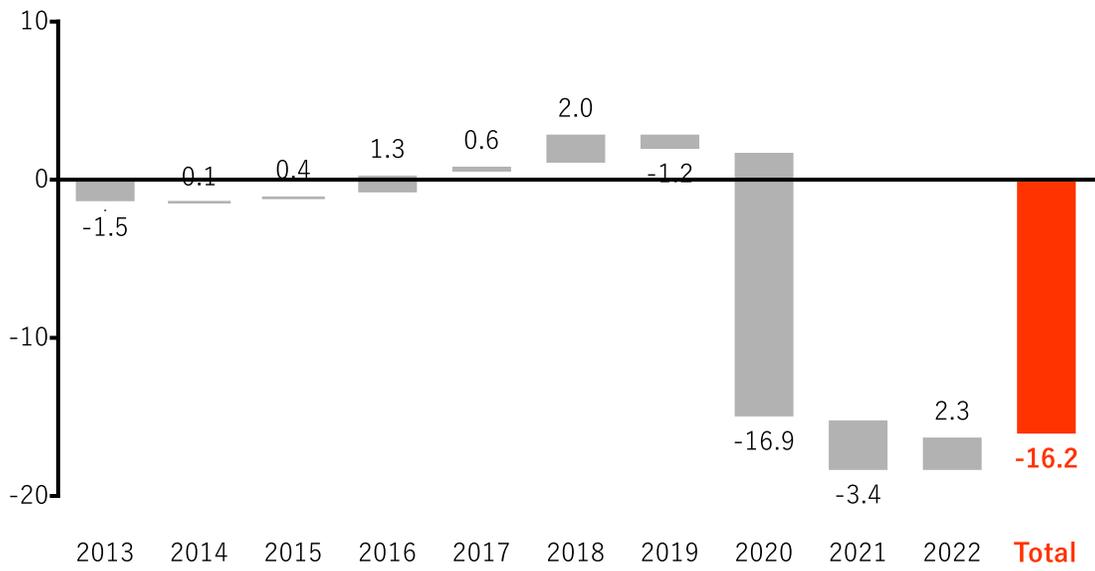


ベトナム事業は多額の累積赤字を計上



投資強化分野として掲げていた食品飲料事業でも、多額の損失を計上

過去10年 食品事業 累積営業利益(十億円)



設備投資額 (十億円)

年	設備投資額
2013	9
2014	7
2015	5
2016	8
2017	4
2018	8
2019	10
2020	5
2021	5
2022	2

累計設備投資額: 635億円

出典: 有価証券報告書; 決算短信補足説明資料; 決算説明資料
 注: [1] ベトナム事業の営業利益額は、直接的な数値開示のある2010-2016までの期間を示している

2 更に、新中計における投資強化方針が様々な問題を抱えていることを踏まえると、今回も多大な損失を生じさせる可能性が高い

A: 経験値の不足

- サッポロが過去行ってきた不動産投資は工場跡地の再開発などであり、純投資の経験は少ない

主力物件の建設経緯



恵比寿ガーデンプレイス

- 1988年に閉鎖した恵比寿工場を再開発



サッポロファクトリー

- 1985年に移転が決定した、札幌工場第1製造所の跡地を再開発



銀座プレイス

- ビヤホール「銀座ライオン」が所在していた土地を再開発
(サッポロ銀座ビルからの再開発)

B: 市場リスクの高まり

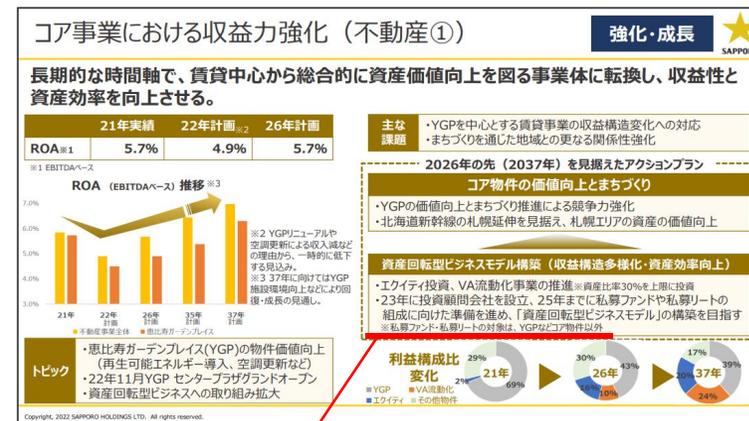
- これまでの不動産価格の上昇は、低金利を背景とした不動産市場への資金流入に伴う期待利回りの低下が大きく起因
- 一方で、世界的に加速するインフレ傾向の中で、各国中央銀行は利上げに動いており、日本の国債金利も緩やかではあるものの反転している状況
- **金利がさらに上昇傾向に転じた場合、不動産投資への期待利回りも上昇することで不動産価格が下落する可能性が高まる**

※詳細はAppendix2を参照

C: 主要物件のキャピタルゲインの非顕在化

- 多額の含み益を抱えると想定されるガーデンプレイスなどの主要物件は流動化の対象から外されている

中期経営計画 (2023~2026)



※私募ファンド・私募リートの対象は、YGPなどコア物件以外

2 (ご参考) 不動産への投資強化方針は、取締役会に専門家がない状況で決定された

不動産関連の経験を有するものは一人もいない

氏名	社内/社外	役職	略歴	不動産に関する専門性の有無
尾賀真城	社内	代表取締役社長	サッポロに入社後、営業領域を中心に担当	×
松出義忠	社内	常務取締役	サッポロに入社後、経理領域を中心に担当	×
佐藤雅志	社内	取締役	サッポロに入社後、サプライチェーン領域を中心に担当	×
松風里栄子	社内	取締役	博報堂からサッポロへ入社し、経営戦略を中心に担当	×
溝上俊男	社内	常勤監査等委員である取締役	サッポロに入社後、経理・経営管理領域を中心に担当	×
マッケンジー・グラングストン	社外	取締役	カナダ大使としてのキャリアを形成	×
庄司哲也	社外	取締役	通信業界（NTTコミュニケーションズ）でのキャリアを形成	×
内山俊弘	社外	取締役	精機業界（日本精工）でのキャリアを形成	×
福田修二	社外	監査等委員である取締役	セメントメーカー（太平洋セメント）でのキャリアを形成	×
山本光太郎	社外	監査等委員である取締役	弁護士としてのキャリアを形成	×

サッポロの新中期経営計画は、大きく3つの問題を抱えている

1 過去と同様、不動産による経営の甘えが生じ、コア事業の低収益性の放置を招く

- 新中計において、サッポロは合理性の証明ができないまま、不動産事業を新たにコアと定義した
- 不動産事業をコア事業と再定義することは、経営の甘えを常態化させ、コア事業の低収益性の放置を悪化させる
- 事実、新中計の利益率目標は競合の半分程度で、既に経営に甘えが生じている

2 不動産への投資強化により、多大な損失が生じるリスクがある

- 新中計において、サッポロはキャピタルゲインを狙った不動産投資を強化しようとしている
- しかし、サッポロは過去に投資強化した分野において多額の損失を計上しており、資本規律には疑義がある
- 更に、新中計における投資強化方針が様々な問題を抱えていることを踏まえると、今回も多大な損失を生じさせる可能性が高い

3 マイルストーン、詳細なアクションプランがなく、新中期経営計画の実現確度が不明

- 新中期経営計画において、計画を確実に遂行するための十分なプランが示されていない
- サッポロが、過去の経営計画をほとんど達成できていないことも踏まえると、新中計の実現確度には疑義を持たざるを得ない
- 実際に、新中計の実現確度については、多くのアナリストが疑問を呈している

3 新中期経営計画において、計画を確実に遂行するための十分なプランが示されていない

新中計で記載されているアクションプラン

国内酒類

アクション プラン	<ul style="list-style-type: none"> ✓商品カテゴリーの再編 <ul style="list-style-type: none"> ・高単価・高利益商品の強化による収益向上 ・発泡酒・新ジャンル類、国産デューワーワインは縮小
	<ul style="list-style-type: none"> ✓コスト削減、コスト組み替え <ul style="list-style-type: none"> ・RTD製造拠点の拡充（仙台工場）によるコスト削減及びフレキシブルな生産体制の構築 ・販売費の見直し及び販売データに基づいた戦略的リソース配分の推進（ブランド・チャネル・エリア） ・人員体制や拠点の見直しを含めた固定費、変動費の継続的削減

海外酒類

アクション プラン	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Stone社とのシナジー早期実現 <ul style="list-style-type: none"> ・Stone社の拠点を活用したSPB生産物流体制確立 ・効果的なマーケティング・販売体制の構築
--------------	--

国内食品飲料

アクション プラン	<ul style="list-style-type: none"> ・不採算事業、ノンコア事業の売却・撤退 ・事業提携による構造的な課題の解決 ・自販機事業の更なる構造改革 ・飲料、スープなどのSKU大幅削減 ・複数生産拠点の再編 ・レモン事業へのリソースシフトによる成長戦略促進
--------------	---

海外食品飲料

アクション プラン	<ul style="list-style-type: none"> ✓シンガポール <ul style="list-style-type: none"> ・ヘルス&ウェルネス系を軸とした新価値提案による需要喚起 ✓マレーシア <ul style="list-style-type: none"> ・ブランド認知とディストリビューション拡大 ✓中東など <ul style="list-style-type: none"> ・輸出拡大に向け、マーケティング拠点新設 ✓基盤 <ul style="list-style-type: none"> ・Pokka Logistics Hub（シンガポール）※2 ・新設による物流・オフィス・R&D機能の集約
	

- 極めて抽象的なアクションプランしか開示がなく、計画の進捗度合いを定性面から適時に把握できない
- 最終目標に至るまでの細かいマイルストーンが示されていないため、株主は計画の達成確度について見通せず、また、四半期ベースでその進捗度合いを評価できない

“企業全体の価値創造に関連する KPI (ROE、ROIC 等) を示すことは有益だが、それだけでは企業がそれを達成するためにどのような具体的な行動を取るかが見えにくい。そのため、投資家にとって説得力ある KPI にはならない。そのため、自社固有の長期戦略〔略〕に沿って将来の経営計画を策定し、その進捗状況を検証するための定量・定性それぞれの企業独自の KPI を設定することが求められる”

価値創協ガイダンス4.2

“現場に落とし込んだ具体策があってはじめて、実際に社内での取り組みが進んでいることが、投資家にも伝わるようになります。〔中略〕例えば、過去15年間にわたりROEが3%だった会社が「3年以内に10%にします」と言うのと、すごいなあとは感じますけれども、同時に「過去15年間で1回も達成できなかったことを、どうしたら達成できるのだろうか」とも自然に思ってしまう。…方策の全部をいなくても良いのですが、「こういう現場、こういう現場でまだ改善余地がありますので」というふうに、代表的な事例をいくつか挙げていただければ、「なるほど達成可能なのだ、本気なのだ」という実感が伝わるのです。

コーポレートガバナンス・コードの実践 第3版（三瓶発言）

3 当社とのエンゲージメントにより、サッポロは直近の決算で追加のアクションプランを開示したが、それも抽象的なものにとどまる

サッポロが開示した国内酒類のアクションプラン

2023年 アクションプラン

ビールの魅力化推進

● 主力ブランドの強化 ● 多様なビールブランドの魅力化

● 新カテゴリ/新競争軸創造

a 収益性の高いビールへ注力

ビール構成比を79%に

● 高付加価値商品を強化 単価改善を図る

22年比で **+11%** を目指す

e リーズナブル投資集中

● GOLDSTAR ● 濃いめのレモンサワーにリソース集中

● Well-beingに貢献する新しい提案

● 外食接点リアル体験

Copyright, 2023 SAPPORO HOLDINGS LTD. All rights reserved. 27/54

具体性に欠ける例

- a** 「収益性の高いビールへ注力」とあるが、具体的に何に注力するか不明
- b** 「高付加価値商品を強化 単価改善を図る」とあるが、具体的に何をして高付加価値商品を強化するのか不明
- c** 「ビール構成比」「売上単価」等について2026年の最終目標は示しているが、それまでのマイルストーンは示されていない
- d** 「RTD市場に新しい「波」をつくり市場を再活性化」等とあるが、どのタイムラインで何をするのか不明
- e** 「リーズナブル投資集中」とあるが、リソースを集中させて何をするのか不明

サッポロが開示した国内食品飲料のアクションプラン

2023年 アクションプラン

不採算店舗の削減・注力業態へのシフト (4-1-2)

● 2023年中に不採算店舗の閉鎖を完了させる

● 注力業態へのシフトによる収益性改善

国内食品飲料

f 抜本的な構造改革 (5)

2024年までに中期経営計画にて掲げたアクションを実行 抜本的な構造改革を断行する

- 不採算事業、ノンコア事業の売却・撤退
- 事業提携による構造的な課題の解決
- 自販機事業の更なる構造改革
- 飲料、スープなどのSKU大幅削減
- 複数生産拠点の再編
- レモン事業へのリソースシフトによる成長戦略促進

構造改革の具体的な内容については順次開示予定

海外飲料

成長余地のある国での売上拡大 (6)

● シンガポール国内での高シェア維持とマレーシアでの販売体制強化、中東などの輸出ビジネス拡大による売上成長を実現させる

シンガポール 売上金額計画 **+2%** (対2022年)

マレーシア 売上金額計画 **+6%** (対2022年)

マレーシア市場は伸長

輸出 売上金額計画 **+9%** (対2022年)

中東を中心に拡大を図る

Copyright, 2023 SAPPORO HOLDINGS LTD. All rights reserved. 30/54

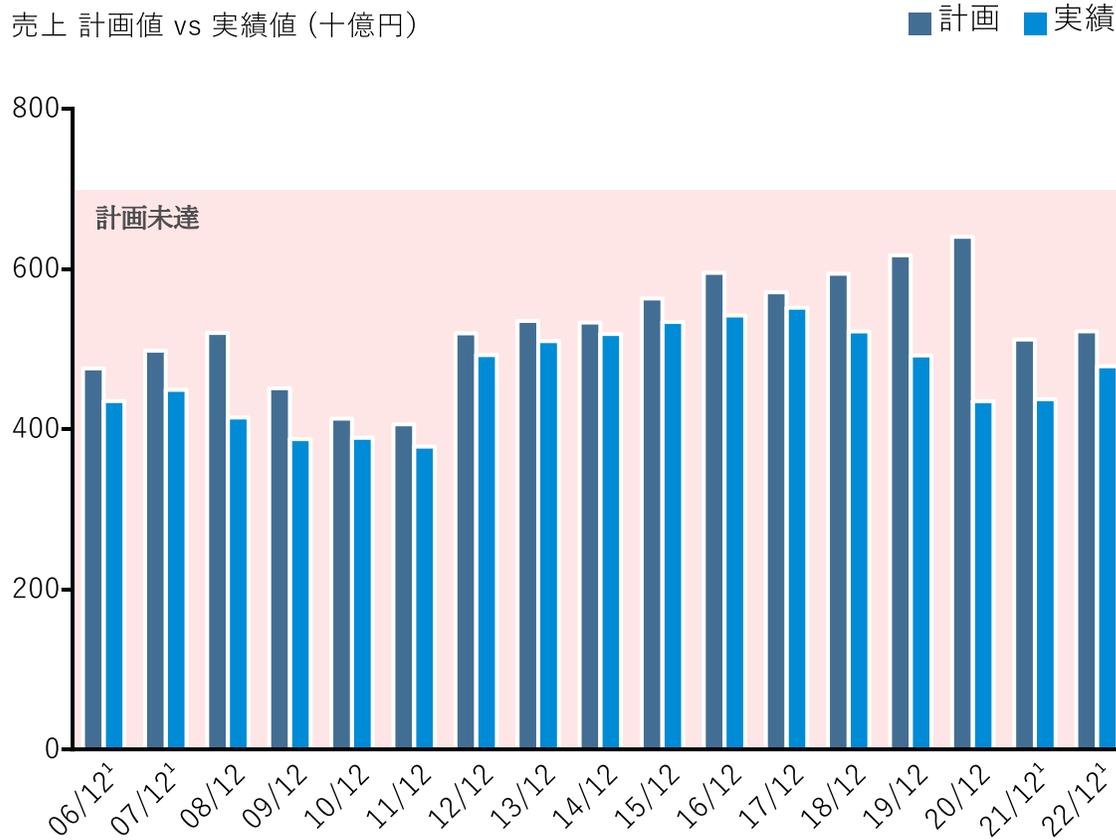
具体性に欠ける例

- f** 「中期経営計画にて掲げたアクションを実行抜本的な構造改革を断行する」とあるが、各施策の具体的な内容・マイルストーン等一切示されていない
- g** 「事業提携による構造的な課題の解決」とあるが、構造的な課題、その解決方針についても、具体的に示されていない
- h** 「飲料、スープなどのSKU大幅削減」とあるが、具体的にどの程度減らすかについても明示がない
- i** 「レモン事業へのリソースシフトによる成長戦略促進」とあるが、具体的に何をやるのか不明

3 サッポロが、過去の経営計画をほとんど達成できていないことも踏まえると、中期経営計画の実現確度には疑義を持たざるを得ない (1/2)

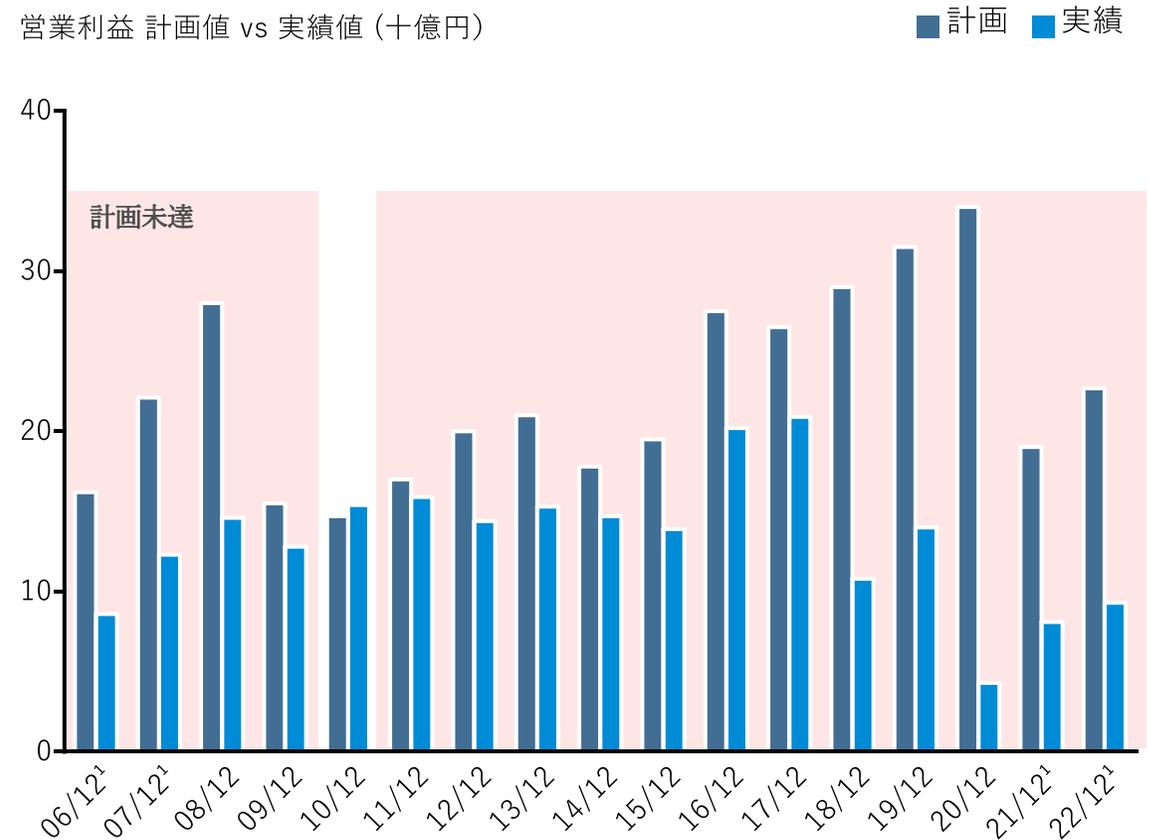
過去15年間の売上計画値を1度も達成できていない

売上 計画値 vs 実績値 (十億円)



過去15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 計画値 vs 実績値 (十億円)



3 サッポロが、過去の経営計画をほとんど達成できていないことも踏まえると、中期経営計画の実現確度には疑義を持たざるを得ない (2/2)

シェアの向上/ブランド力の向上の失敗

コミットメント

“主力の3ブランド「エビス」「サッポロ生ビール黒ラベル」「麦とホップ」に集中するとともに、ノンアルコールビール市場にて本年2月にリニューアル発売する「サッポロプレミアムアルコールフリー」のブランド力にさらにみがきをかけることに経営資源を投下します”

サッポログループ経営計画 2013年-2014年

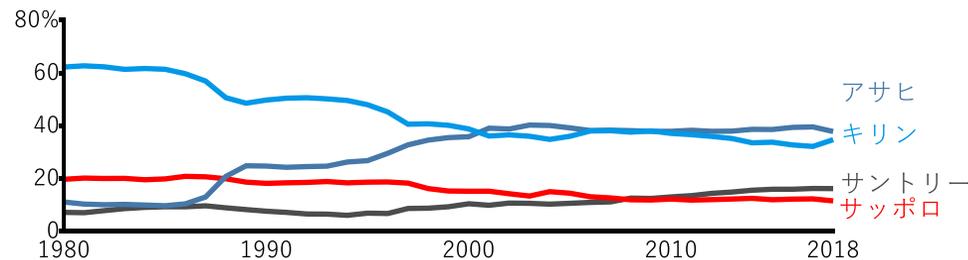
“「酒税改定」を見据え、基軸ビールブランドへのリソース集中によるシェア拡大”

第一次中期経営計画2020

結果

- 直近のビール・発泡酒のシェアは停滞しており、ブランド力が強化されているとは言い難い

主要ブランドシェア推移¹



海外展開の失敗

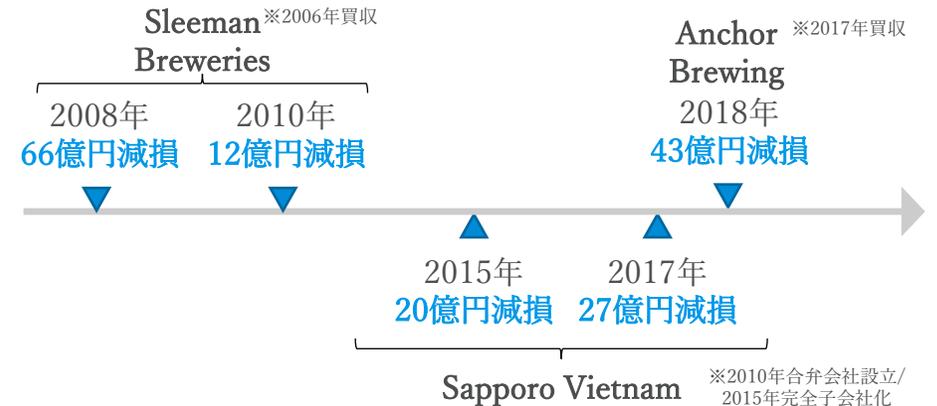
“北米ではプレミアムカテゴリーの強みを活かした展開を加速させるとともに、アジアをはじめとする成長市場への積極展開による売り上げ増を図ります”

サッポログループ経営計画 2013年-2014年

“北米・東南アジアを中心に、それぞれのエリア特性を踏まえた成長戦略を推進しています”

統合報告書2018

- M&Aを実行し成長を企図していたが、減損を繰り返している



出典: 各社開示資料; サッポロIR; Lit search
注: [1] 各社公表の出荷量を元に算出、アサヒが2018年で数量の公表を取りやめたため2018年までの推移を示している

3 実際に、新中計の実現確度については、多くのアナリストが疑問を呈している

新中計の実現確度に対する、アナリストのコメント

“中計で掲げられた財務目標はチャレンジングに見え、現時点で評価は難しい（これまでの中計は未達だったケースが多い）。ただし、今回、会社は「達成確度の高い計画」を設定したとしている。低収益という長年の課題に対して、構造改革、収益強化策、成長戦略により、事業構造を転換していく方針。”

野村證券 2022年11月9日 アナリストレポート

“[前略]、この投資を行うことで、果たして本当に資本効率が改善するのかなってというのが、率直な印象なんですけども。[中略]、この中計で本当にこの目標が達成できるのかなってというのが疑問に思うところなんですけど、そんなに早く利益が稼げる投資をされるイメージなんですか”

新中期経営計画発表 岡三証券 アナリスト

“やっぱり過去の中計がしばらくというか、ずっと未達である中で、[中略] 高い目標を掲げられている状況なので、やっぱり数字だけ見ると、正直チャレンジングな印象を受けてます。[中略] 何が変わって達成確度が高くなっているのか。個別の事業でもいいですが、そこについてちょっと全体的なところでお伺いできますか”

新中期経営計画発表 岡三証券 アナリスト

“スライド 24 ページにある中計達成に向けたモニタリング体制のところ、これで組織体制を少し変えたことによって、今まで中計が未達になることが多かったですが、今回は達成確度が高いということだと思います。従来とどう変えたから確度が上がるのか、この組織体制をどう変えたかを重点的におうかがいできますでしょうか。これが 1 点目です”

2022年度決算説明会 岡三証券 アナリスト

“この構造改革って、[中略]、やっぱりここが本当にできるのかというところで、前中計でも、自販機事業のところ、改革するとおっしゃってましたけど、思ったより小規模だったなという印象で、このアクションプランの、もう少し具体性を教えていただきたいです”

新中期経営計画発表 JP モルガン アナリスト

“これまでの中計は毎回未達成に終わっている。今回はステークホルダーを強く意識してか「きれいな経営戦略」を描いてきた。ただし、実行される戦略かどうかが重要である。同社が本当に実行力を高められる組織に変革していけるのかどうか注目する”

SMBC日興証券 2022年11月9日 アナリストレポート

取締役会の問題点

サッポロの取締役会の監督機能には疑義がある

1 取締役会には、サッポロの経営課題を解消する上で、重要な専門知識・経験が欠けている

- 酒類業界の知見・経験、個人消費者向け製造業での利益率改善経験、消費財のブランディングに関する知見・経験が欠如している

2 新取締役の選任を見るに、コア事業の抱える課題への問題意識は未だ希薄である

- 過去一貫して、課題を解消できなかった酒類事業に関して、専門性のある社外取締役候補を推薦すべきであった
- しかし、今回の定時株主総会で、サッポロは社外取締役候補者として不動産業界出身者を推薦した

3 新たに選任された社外取締役は、少数株主との利益相反を招くリスクを抱えており、独立性に疑義がある

- 新任社外取締役の種橋氏は、サッポロのメインバンクのみずほ銀行と深い関わりを有している
- 種橋氏が、代表取締役会長を務める東京建物とサッポロは、株式の持ち合いを行っている状況にある
- メインバンク関係者かつ、株式の持ち合いを行っている企業からの社外取締役就任は、少数株主との利益相反を招き得る

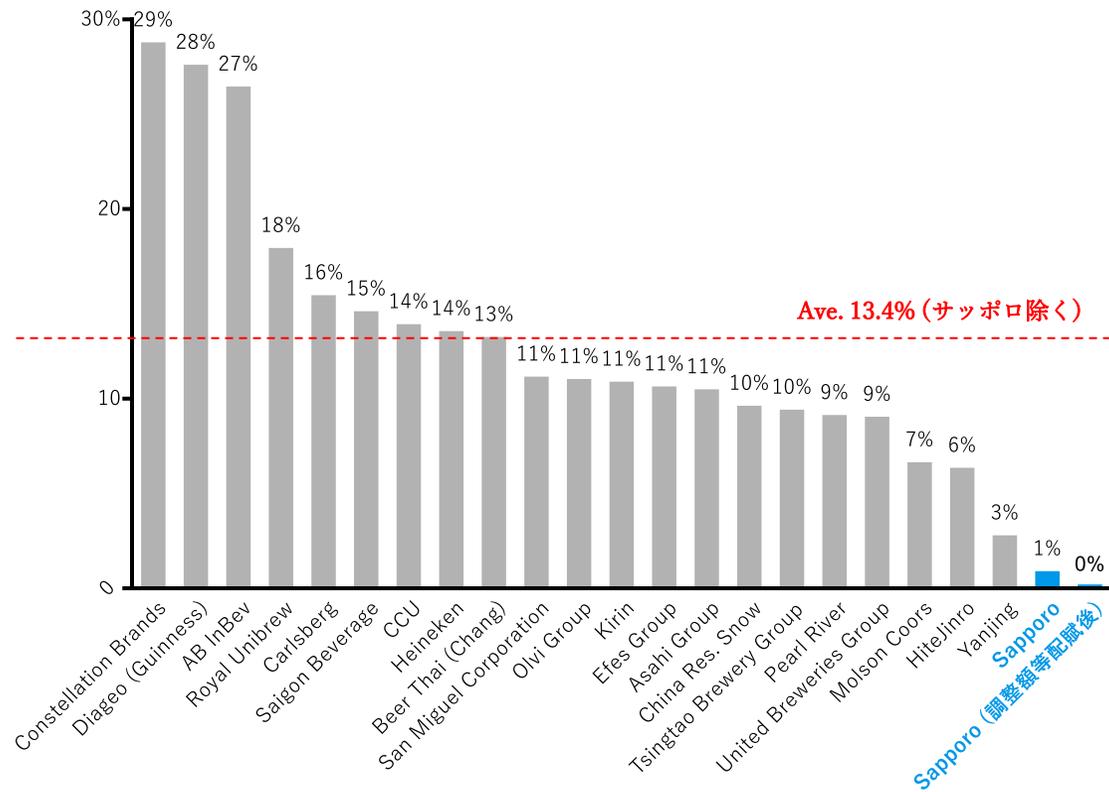
4 社外取締役が、執行への適切な監督機能を提供できているかについて疑わしい

- 社外取締役の役割として、経営計画の検証の先導、及び少数株主の意見の代弁が求められる
- 3Dは、新中計の策定において、社外取締役に計画の再検証の先導、及び少数株主からの意見聴取を求めてきた
- しかし、社外取締役は、検証の先導を拒絶し、3D以外の株主1社としか面談していない状態で、新中計の内容を承認した

1 サッポロは、過去一貫して、酒類事業の課題を解消できなかった

酒類事業の低収益性は全く改善していない

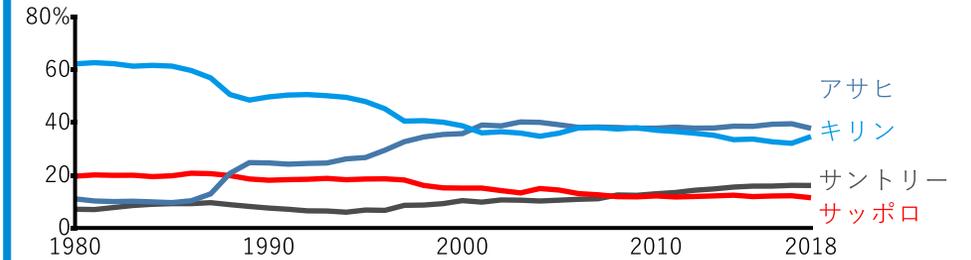
過去5年平均 営業利益率(FY2018-2022)



酒類事業の競争力も低迷してきた

ビールのシェアは停滞

主要ブランドシェア推移

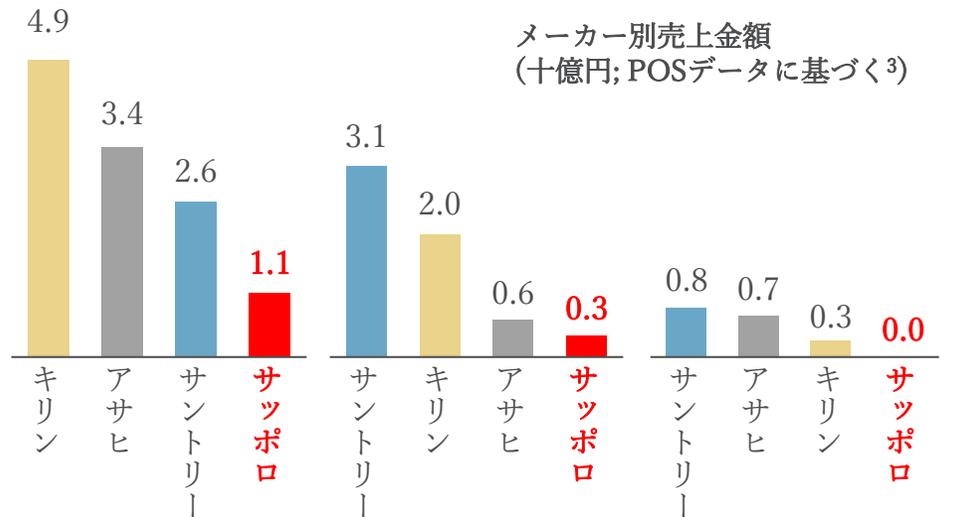


新興市場でもシェアを獲得できず

発泡酒/新ジャンル

RTD

ノンアルコール



1 過去、酒類事業の課題解消に必要な専門性・経験を有する社外取締役は殆どおらず、取締役会として十分な専門性を備えられていない状況にあった

2006年以降の社外取締役

酒類業界出身者は一人もおらず

個人消費者向け製造業出身者は一人もおらず

消費財企業出身者は一人もおらず

氏名	在任	出身業界	業界知見(酒類)	利益率改善 (個人消費者向け製造業)	ブランディング(消費財)
関哲夫	FY09	製鉄業界(日本製鐵)出身	×	×	×
衛藤博啓	FY12	金融業界(みずほ)出身	×	×	×
勝俣宣夫	FY12	総合商社(丸紅)出身	×	×	×
田中宏	FY15	化学業界(クレハ)出身	×	×	×
池田輝彦	FY18	金融業界(みずほ)出身	×	×	×
服部重彦	FY19	機械メーカー(島津製作所)出身	×	×	×
鶴澤静	FY21	機械メーカー(日清紡)出身	×	×	×
杉江和男	FY22	化学メーカー(DIC)出身	×	×	×
マッケンジー・グラングストン	現任	カナダ大使出身	×	×	×
福田修二	現任	セメントメーカー(太平洋セメント)出身	×	×	×
庄司哲也	現任	通信業界(NTTコミュニケーションズ)出身	×	×	×
内山俊弘	現任	精機業界(日本精工)出身	×	×	×
山本光太郎	現任	弁護士出身	×	×	×

サッポロの取締役会の監督機能には疑義がある

1 取締役会には、サッポロの経営課題を解消する上で、重要な専門知識・経験が欠けている

- 酒類業界の知見・経験、個人消費者向け製造業での利益率改善経験、消費財のブランディングに関する知見・経験が欠如している

2 新取締役の選任を見るに、コア事業の抱える課題への問題意識は未だ希薄である

- 過去一貫して、課題を解消できなかった酒類事業に関して、専門性のある社外取締役候補を推薦すべきであった
- しかし、今回の定時株主総会で、サッポロは社外取締役候補者として不動産業界出身者を推薦した

3 新たに選任された社外取締役は、少数株主との利益相反を招くリスクを抱えており、独立性に疑義がある

- 新任社外取締役の種橋氏は、サッポロのメインバンクのみずほ銀行と深い関わりを有している
- 種橋氏が、代表取締役会長を務める東京建物とサッポロは、株式の持ち合いを行っている状況にある
- メインバンク関係者かつ、株式の持ち合いを行っている企業からの社外取締役就任は、少数株主との利益相反を招き得る

4 社外取締役が、執行への適切な監督機能を提供できているかについて疑わしい

- 社外取締役の役割として、経営計画の検証の先導、及び少数株主の意見の代弁が求められる
- 3Dは、新中計の策定において、社外取締役に計画の再検証の先導、及び少数株主からの意見聴取を求めてきた
- しかし、社外取締役は、検証の先導を拒絶し、3D以外の株主1社としか面談していない状態で、新中計の内容を承認した

2 そのため、酒類事業の専門性を備えた社外取締役が必要であるにも関わらず サッポロは不動産事業に関わる候補者を推薦した

サッポロは、不動産業界出身の新社外取締役として推薦し…

不動産事業の専門性の獲得を優先した

新任社外取締役候補の概要

	候補者番号	たねはし まきお	新任	社外
	8	種橋 牧夫	満66歳(1957年3月13日生)	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				
取締役在任年数 (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	
所有する 当社株式の数	0株	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	
取締役会 出席回数	—	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	
		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	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)	
		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

新取締役の選任を見るに、コア事業の抱える課題への問題意識は未だ希薄であると、言わざるを得ない

サッポロの取締役会の監督機能には疑義がある

1 取締役会には、サッポロの経営課題を解消する上で、重要な専門知識・経験が欠けている

- 酒類業界の知見・経験、個人消費者向け製造業での利益率改善経験、消費財のブランディングに関する知見・経験が欠如している

2 新取締役の選任を見るに、コア事業の抱える課題への問題意識は未だ希薄である

- 過去一貫して、課題を解消できなかった酒類事業に関して、専門性のある社外取締役候補を推薦すべきであった
- しかし、今回の定時株主総会で、サッポロは社外取締役候補者として不動産業界出身者を推薦した

3 新たに選任された社外取締役は、少数株主との利益相反を招くリスクを抱えており、独立性に疑義がある

- 新任社外取締役の種橋氏は、サッポロのメインバンクのみずほ銀行と深い関わりを有している
- 種橋氏が、代表取締役会長を務める東京建物とサッポロは、株式の持ち合いを行っている状況にある
- メインバンク関係者かつ、株式の持ち合いを行っている企業からの社外取締役就任は、少数株主との利益相反を招き得る

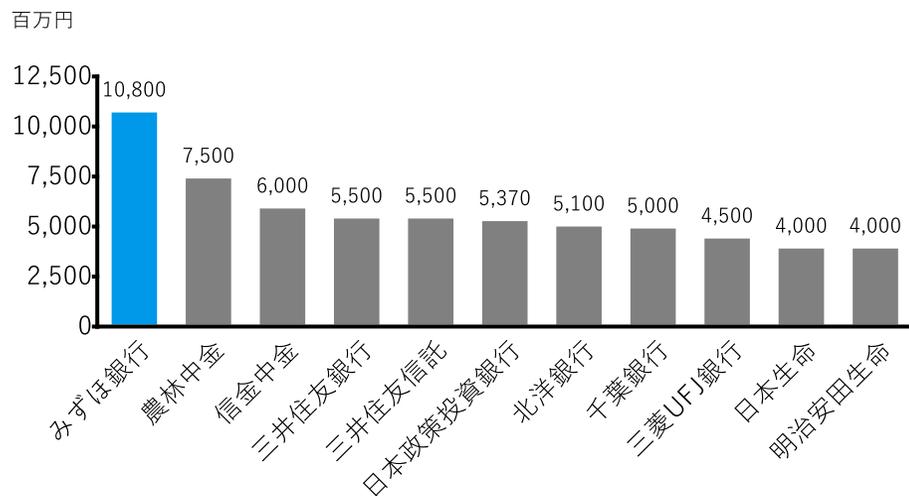
4 社外取締役が、執行への適切な監督機能を提供できているかについて疑わしい

- 社外取締役の役割として、経営計画の検証の先導、及び少数株主の意見の代弁が求められる
- 3Dは、新中計の策定において、社外取締役に計画の再検証の先導、及び少数株主からの意見聴取を求めてきた
- しかし、社外取締役は、検証の先導を拒絶し、3D以外の株主1社としか面談していない状態で、新中計の内容を承認した

3 新任社外取締役の種橋氏は、サッポロのメインバンクのみずほ銀行と深い関わりを有している (1/2)

サッポロのメインバンクはみずほ銀行である

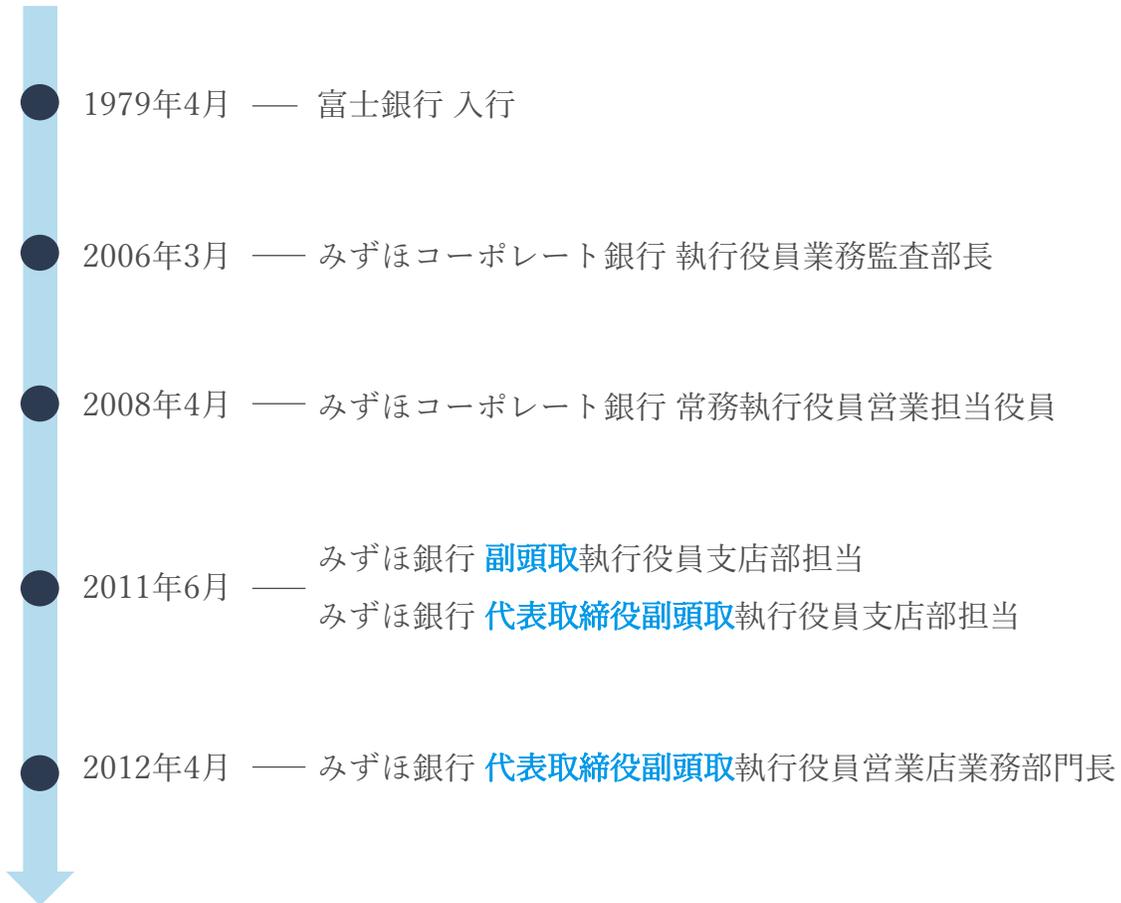
借入残高 (2022年12月)



株主構成

- みずほ銀行、みずほ信託銀行の合計で、サッポロの発行済株式総数の約7.8%を保有
 - みずほ銀行：3.43%
 - みずほ信託銀行：4.32%
- その他みずほFG系の企業で2.54%保有

種橋氏は30年以上にわたりみずほ銀行に在籍し、副頭取まで務めた



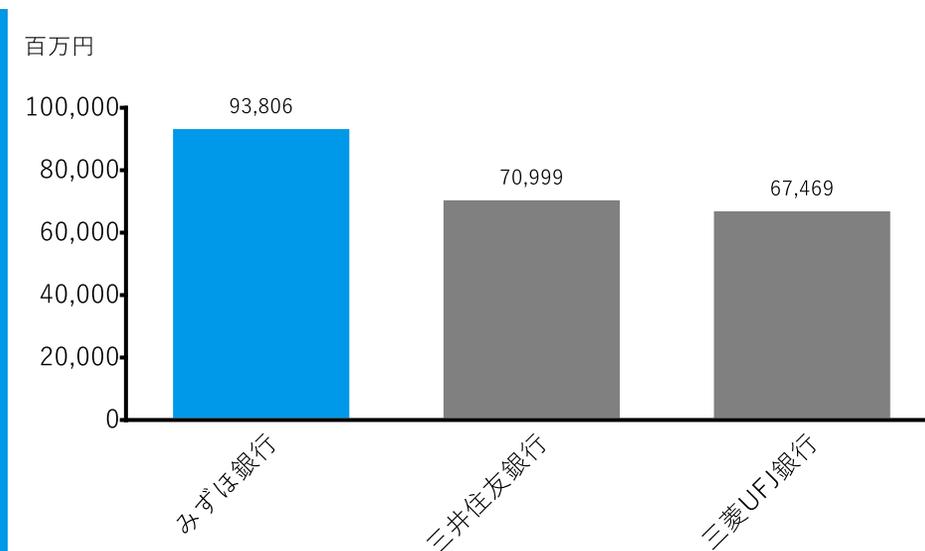
3 新任社外取締役の種橋氏は、サッポロのメインバンクのみずほ銀行と深い関わりを有している (2/2)

また、種橋氏は、現在東京建物の代表取締役会長を務めているが…



東京建物のメインバンクも、みずほ銀行という状況にある

借入残高
(2022年12月)



取締役会構成

- 取締役12名のうち3名がみずほ銀行出身者 (種橋氏、田嶋氏、中野氏)
- 種橋氏、田嶋氏は社内取締役、中野氏は社外取締役を務める

3 また、種橋氏が、代表取締役会長を務める東京建物とサッポロは、政策保有株式の持ち合いを行っている状況にある

サッポロの保有する特定投資株式（2021年12月期 有価証券報告書）

銘柄	当事業年度	前事業年度	保有目的、定量的な保有効果 及び株式数が増加した理由	当社の株式の 保有の有無
	株式数（株）	株式数（株）		
	貸借対照表計上額 （百万円）	貸借対照表計上額 （百万円）		
丸大食品株	180,000	180,000	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
	274	305		
ダイダン株	106,500	181,500	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	540		
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
	195	164		
欄北洋銀行	683,000	683,000	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
	171	149		
日本山村硝子株	188,800	188,800	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
	147	162		
信金中央金庫	592	592	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
	144	141		
鹿島建設株	105,000	105,000	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
	139	145		

東京建物の保有する特定投資株式（2022年3月期 有価証券報告書）

銘柄	当事業年度	前事業年度	保有目的、定量的な保有効果 及び株式数が増加した理由 (注) 2	当社の株式の 保有の有無
	株式数（株）	株式数（株）		
	貸借対照表計上額 （百万円）	貸借対照表計上額 （百万円）		
日油株	72,187	72,187	当社グループ全体の事業に係る良好な関係を維持・強化して企業価値向上に資するため。	有
	419	377		
アズビル株	80,000	80,000	ビル事業における建設・設備取引等を維持・強化して企業価値向上に資するため。	有
	419	451		
株ニッピ	100,000	100,000	当社グループ全体の事業に係る良好な関係を維持・強化して企業価値向上に資するため。	有
	370	382		
日本信号株	375,000	375,000	アセットサービス事業における建設・設備取引等を維持・強化して企業価値向上に資するため。	有
	343	352		
松井建設株	363,000	363,000	ビル事業における建設・設備取引等を維持・強化して企業価値向上に資するため。	有
	280	269		
株浅沼組	50,000	50,000	住宅事業における建設・設備取引等を維持・強化して企業価値向上に資するため。	有
	275	199		
西松建設株	74,200	472,967	アセットサービス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。	無
	270	999		
サッポロホールディングス株	111,980	111,980	同社グループ会社は当社グループ所有ビルのテナントであり、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
	244	222		

3 メインバンク関係者、株式の持ち合いを行っている企業からの社外取締役就任は、少数株主との利益相反を招き得る

メインバンクと一般株主は、利益相反リスクを抱えている

- 銀行と一般株主の間には、リスク許容度の違いから生じる利益相反リスクの存在が指摘されている

“銀行はその事業構造から安定した期間損益を企業に求める傾向にある。そうだとすれば一般株主の利益と一致しない可能性が高い”

投資家フォーラム 政策保有株式に関する意見

“社債やその他の債務形態の保有者は、財務的な慎重さと、信用債務を適時に返済するだけでなく、安定的で予測可能な信用リスクプロファイルを維持する企業の能力に対して本質的な選好を持っています。[中略] よって債権者はリスク回避の傾向にある。[中略] 一方、株主は、資本の上乗せと総株主利益を重視し、企業が望ましい株主資本利益率を生み出すために、より大きなリスク許容度を持つ傾向がある”

Harvard Law School Forum on Corporate Governance (和訳)

“債権者と株主のエージェンシー関係においては、例えば資産代替問題が生じることが懸念される。株主は負債の返済を終えた残余利益に対する請求権者である一方で、有限責任制度によって、投資額以上に損を被ることがない。このため、債権者が望む返済可能性が高い案件よりも、収益の変動が大きい相対的にリスクの高い案件を選択する（リスクシフト（資産代替）する）インセンティブがある。負債の利用から生じる非効率性のため、負債のエージェンシーコストと言える”

みずほ証券 Webサイト

政策保有株主と一般株主は、利益相反リスクを抱えている

- 政策保有株主が、企業の価値追求行動を妨げることによる、一般株主との利益相反リスクの存在が指摘されている

“会社が株式を政策保有し合うことが経済において価値追求の行動を妨げる問題に投資家は懸念を抱く。例えば、業界秩序と呼ばれる企業間の関係を強める立場から政策保有がなされてきた。取引先の特定制と株式保有は企業間の力関係を表しており、個別企業の観点からは最善の取引機会を追求する可能性を減らすことになる”

“評価が難しい理論上のベネフィットはさておき、現実の政策保有は一般株主の利益と相反するという観点が重要”

“取引先の株式を保有することによって特別な便益を受けているのであれば、「保有されている側」は「保有している側」に過度な便益を与えていることになるのではないか”

“独立社外取締役の説明においては、当該取締役が所属する企業との取引は僅少であると説明しながら、当該企業の株式を政策保有し、取引維持のため重要であると説明しているという矛盾も散見される”

投資家フォーラム 政策保有株式に関する意見

サッポロの取締役会の監督機能には疑義がある

1 取締役会には、サッポロの経営課題を解消する上で、重要な専門知識・経験が欠けている

- 酒類業界の知見・経験、個人消費者向け製造業での利益率改善経験、消費財のブランディングに関する知見・経験が欠如している

2 新取締役の選任を見るに、コア事業の抱える課題への問題意識は未だ希薄である

- 過去一貫して、課題を解消できなかった酒類事業に関して、専門性のある社外取締役候補を推薦すべきであった
- しかし、今回の定時株主総会で、サッポロは社外取締役候補者として不動産業界出身者を推薦した

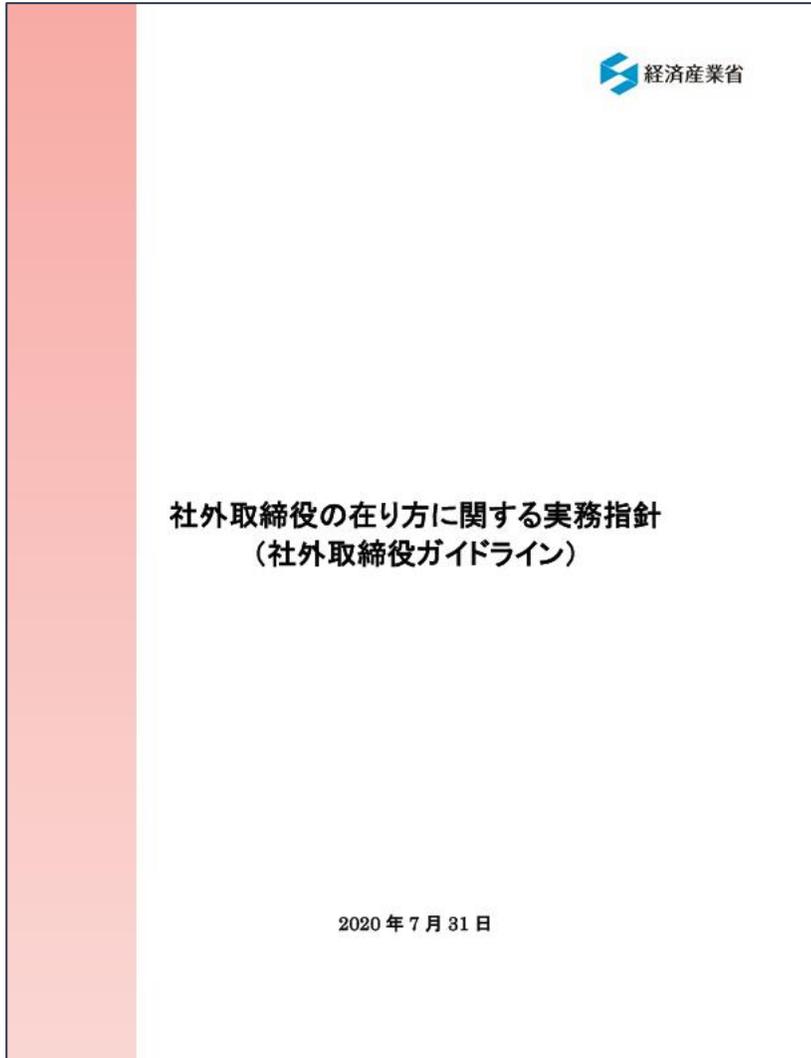
3 新たに選任された社外取締役は、少数株主との利益相反を招くリスクを抱えており、独立性に疑義がある

- 新任社外取締役の種橋氏は、サッポロのメインバンクのみずほ銀行と深い関わりを有している
- 種橋氏が、代表取締役会長を務める東京建物とサッポロは、株式の持ち合いを行っている状況にある
- メインバンク関係者かつ、株式の持ち合いを行っている企業からの社外取締役就任は、少数株主との利益相反を招き得る

4 社外取締役が、執行への適切な監督機能を提供できているかについて疑わしい

- 社外取締役の役割として、経営計画の検証の先導、及び少数株主の意見の代弁が求められる
- 3Dは、新中計の策定において、社外取締役に計画の再検証の先導、及び少数株主からの意見聴取を求めてきた
- しかし、社外取締役は、検証の先導を拒絶し、3D以外の株主1社としか面談していない状態で、新中計の内容を承認した

4 社外取締役の役割として、経営計画の積極的な検証、及び少数株主の意見の代弁が求められる



“社外取締役には、特に取締役会の監督機能の重要な担い手として、「少数株主を含むすべての株主に共通する株主の共同の利益を代弁する立場にある者として業務執行者から独立した客観的な立場で会社経営の監督を行い、また、経営者あるいは支配株主と少数株主との利益相反の監督を行うという役割を果たすことが期待されている」”

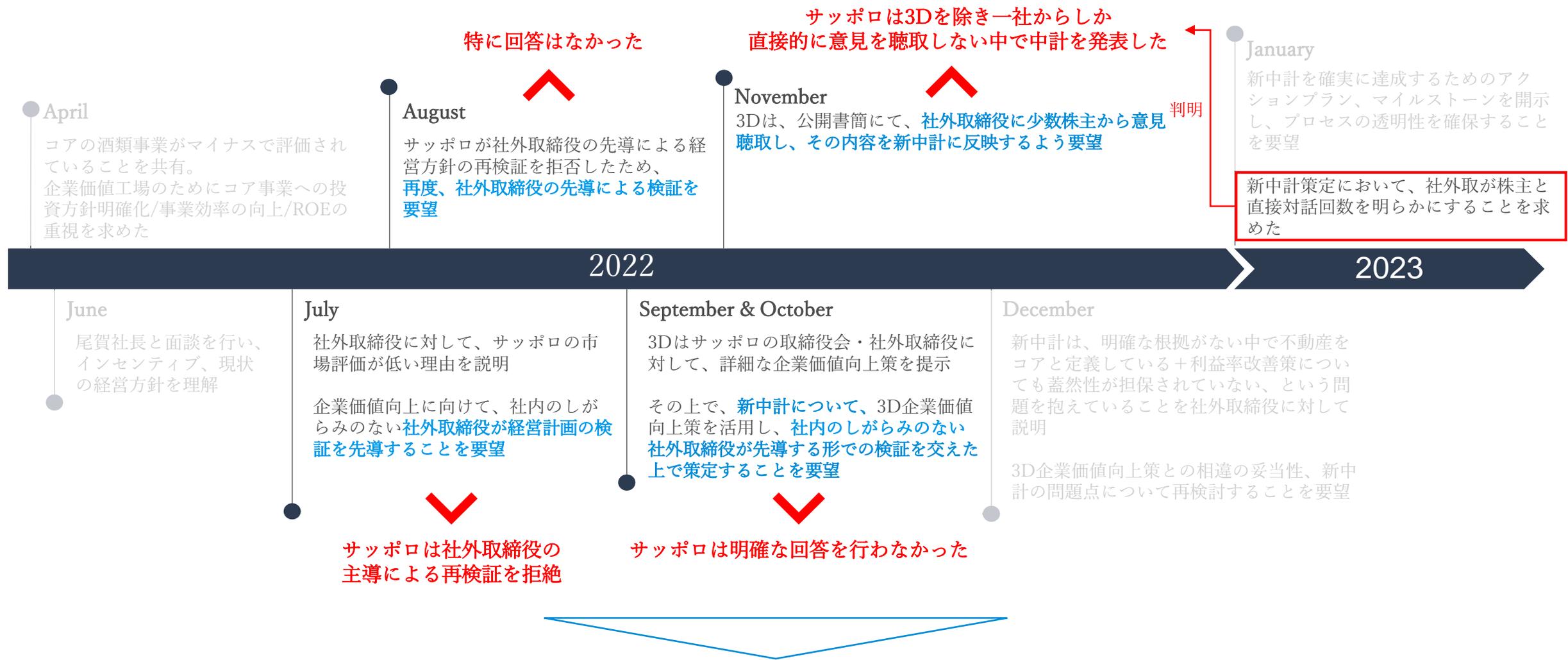
“社外取締役は「株主からの付託を受けて、会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上を図る観点から経営を監督すること」が基本的な役割である”

“中期経営計画の決定等の重要な議案については「コンセプトを検討する段階や、執行側が素案を固め切っていない中間段階から、繰り返し議論するよう、社外取締役の側から働きかけを行っていくことも重要である。」”

4 3Dは、新中計の策定において、過去の乏しい実績から、社外取締役により積極的な経営計画の監督と、少数株主からの意見聴取を求めてきた



4 しかし、社外取締役は求められる役割を果たさぬまま、新中計を承認した



社外取締役が、執行への適切な監督機能を提供できているかについて疑わしい

結論

サッポロの経営上の問題点

- サッポロの株価は、2006年以降、競合と比較して大幅にアンダーパフォームし、企業価値の向上に失敗しております
- サッポロの企業価値を考える上で、最も解決が必要な問題は、グローバルの競合の中で最も低いコア事業（酒類事業・食品飲料事業）の収益性です
- その低収益性は長年放置され、悪化し続けてきましたが、その歪な状況は、不動産賃貸収入による経営の甘えに起因すると、当社は考えております
- **サッポロの企業価値向上を考える上で、真に不動産事業を保有すべきかは、しがらみのない、徹底的な再検証が必要です**

新中期経営計画の問題点

- 2022年11月に発表された新中期経営計画は、大きく3つの問題を抱えております
- ①不動産事業を「コア」と定義したこと。これは、経営の甘えを招き、本来のコア事業の低収益の放置を助長するものです。実際、新中計の利益率目標は低位に設定されています
- ②経験も競争優位性もないキャピタルゲイン狙いの不動産への純投資を強化する方針としたこと。企業価値毀損のリスクが懸念されます
- ③確実に達成するためのマイルストーン、アクションプランを示せていないこと。サッポロは、過去15年間、経営計画を達成できておりません
- **新中期経営計画が真にサッポロの企業価値を十分に高めるかについて、再度の検証が必要です**

取締役会の問題点

- 当社は下記4つの観点から、取締役会の監督機能にも疑義があると考えております
- ①取締役会には、サッポロの経営課題を解消する上で、重要な専門知識・経験が欠けていること
- ②新任社外取締役として不動産の専門家を選任しており、取締役会のコア事業の低収益性への課題意識の低さを示したこと
- ③新任社外取締役は、メインバンク出身かつ、株式持合対象の現代表取締役であり、取締役会の少数株主利益相反リスク、独立性への意識の低さを示したこと
- ④当社とのコミュニケーションにおいて、社外取締役による執行への監督機能の不備が明確となったこと
- **取締役会の監督機能が十分であるかについて、継続的な注視・検証が求められます**

サッポロの企業価値向上を実現するために、以上の問題について真摯な検討が必要であると考えております

Appendix1: 不動産をコア事業とすることの蓋然性への疑義

不動産事業をコア事業と定義するためには、資本コストを相応に上回るリターン、もしくは業界内での競争優位性の発揮が求められる

- コア事業とは自社がベストオーナーになれる事業、すなわち自社の競争優位性を最も活かせる事業を指す

“自社グループにとって、**持続的成長を支える競争優位性がどこにあるか、それを最も活かせる事業（自社が『ベストオーナー』になれる事業。以下『コア事業』という。）**は何かを見極め、コア事業への経営資源の集中投下を図ることが基本であり、コア事業強化のためのM&Aとノンコア（非中核）事業の整理の両面から、戦略的に実行していくことが重要となる”

グループガイドライン3.2

“ベストオーナーとは「**当該事業の企業価値を中長期的に最大化することが期待される主体**を指す。具体的には…その組織能力（ケイパビリティ）や資本力を活かして競争優位を築き、当該事業の成長戦略を実現する可能性が他社よりも高いと見込まれる（中略）企業が該当する”

事業再編ガイドライン1.3.4

- コア事業と認められるためには、競争優位性を有する等の理由から成長可能性が相対的に高いこと、又は、資本コストを相当に上回る収益力が必要であり、これが認められない事業はノンコア事業として整理の検討対象となる

“『**ノンコア事業**』とは、必ずしも事業そのものの収益力や成長性が低いというわけではないが、**自社グループにとって競争優位性を有する分野でない等の理由で、自社グループ内には十分なリソースが投入されにくい**ために、**相対的に成長可能性が低くなっている、あるいは資本コストを相応に上回る収益力が見込まれない事業分野**であり、当該事業にとって最適な成長戦略として、独立（スピノフ等）あるいは当該事業（分野）をコア事業とする『ベストオーナー』への売却等が有効と考えられるものである”

グループガイドライン3.2

(ご参考) 企業価値創出には、資本コストを上回るリターン (ROIC) が求められる

- 企業が調達する資本には、資金提供者がその企業への投融資で期待する収益率=資本コストが生じている
- 企業価値は、企業が調達する資本について、資本コストを上回る収益が計上され続けることで創出される
- したがって、「ROIC—資本コスト」が企業価値の源泉であり、「**ROIC—資本コスト**」の**最大化が期待できる経営戦略を計画・実行していくことが重要**となる
 - “すなわち、価値創造的な (ROIC > WACC) 投資を行って成長すれば企業価値は高まるが、価値破壊的な (ROIC < WACC) 投資を行って成長しても企業価値は低下する”¹
- そして、取締役会が経営戦略の計画・実行をしていく上で、**自社の資本コストを把握し意識することは重要であり、そのことはコーポレートガバナンス・コードで指摘されている**
 - “経営戦略や経営計画の策定・公表に当たっては、自社の資本コストを的確に把握した上で、収益計画や資本政策の基本的な方針を示すとともに、収益力・資本効率等に関する目標を提示し、その実現のために、事業ポートフォリオの見直しや、設備投資・研究開発投資・人的資本への投資等を含む経営資源の配分等に関し具体的に何を実行するのかについて、株主に分かりやすい言葉・論理で明確に説明を行うべきである”²

投下した資本に対して生み出される利益(=ROIC)が、資金提供者が期待する収益率(=資本コスト)を超えて初めて、企業価値が創出される³

+) 投下資本利益: $IC * ROIC$
 -) 調達費用: $IC * \text{資本コスト}$
 = 超過利益: $IC * (ROIC - \text{資本コスト})$

投資サイド	調達サイド
投下資本 IC	有利子負債 D
	株式時価 E

n年後

n年目超過利益	超過利益を 現在価値に割引く	超過利益の 現在価値	企業価値 増加分
...			
1年目超過利益			
投下資本 IC	有利子負債 D	投下資本 IC	株式時価 E

$$\begin{aligned}
 \text{企業価値} &= E + D + \frac{IC * (ROIC - \text{資本コスト})}{1 + \text{資本コスト}} + \frac{IC * (ROIC - \text{資本コスト})}{(1 + \text{資本コスト})^2} + \dots + \frac{IC * (ROIC - \text{資本コスト})}{(1 + \text{資本コスト})^n} \\
 &= IC + \frac{IC * (ROIC - \text{資本コスト})}{1 + \text{資本コスト}} \left(1 + \frac{1}{1 + \text{資本コスト}} + \dots + \frac{1}{(1 + \text{資本コスト})^{n-1}} \right) \\
 &= IC + \frac{IC * (ROIC - \text{資本コスト})}{1 + \text{資本コスト}} * \frac{1}{1 - \frac{1}{1 + \text{資本コスト}}} \\
 &= IC + \frac{IC * (ROIC - \text{資本コスト})}{1 + \text{資本コスト}} * \frac{1 + \text{資本コスト}}{\text{資本コスト}} \\
 &= IC + \frac{IC * (ROIC - \text{資本コスト})}{\text{資本コスト}}
 \end{aligned}$$

➡ ROIC > 資本コスト: 企業価値創出
➡ ROIC < 資本コスト: 企業価値毀損

注: 1「第3回事業再編研究会 意見書」経産省主催; 2コーポレートガバナンス・コード原則5-2; 3企業価値の計算においては、投下資本及びROICが一定であることを前提に試算(利益は全て配当に回し、成長率0%の状態)

しかし、サッポロは資本コスト・競争優位性の観点から、不動産事業をコアとした理由を全く説明できていない

不動産をコア事業に定義する上で必要な要素である、資本コスト・競争優位性について、具体的な説明はない

資本コストについて

- 「資本コストを上回るリターン」と記載があるのみで、具体的に何%を資本コストと想定しているのか全く説明がなく、不動産事業のROICが資本コストを上回っているのか示せていない

競争優位性について

- 競争優位性についても極めて抽象的な説明しかできておらず、不動産業界の中で実際にどれだけ競争力があるのか示せていない

中期経営計画（2023～26）基本方針

SAPPORO

<基本方針>
Beyond150 ～事業構造を転換し新たな成長へ～

経済価値 × 社会価値

■ 事業戦略

- 事業ポートフォリオの整理
- 海外事業の成長
- コア事業における収益力強化

■ 財務戦略

- 持続的成長と資本効率を重視
- 資本コストを上回るリターン**
- キャッシュ創出力の強化
- 成長を支えるキャッシュアロケーション

■ サステナビリティ

- 脱炭素社会の実現
- 地域との共栄
- 多様な人財の活躍

【 経営基盤（人財・DX・R&D） 】

2023年～2026年

2026年 創業150周年

サッポログループが提供する価値

全ての事業が提供する時間と空間で、人々と地域社会のWell-beingに貢献

経営理念

潤いを創造し豊かさに貢献する

Copyright, 2022 SAPPORO HOLDINGS LTD. All rights reserved. 13

コア事業における収益力強化（不動産②）

強化・成長 SAPPORO

サッポロ、エビスというまちの名を冠する歴史あるブランドと資産のオーナーとしての強みを活かし、自治体やパートナーとの共創による一体となつたまちづくりを進め、価値向上を図る。

～ビールと人とともにまちづくりを～ 恵比寿、札幌

YEBISU BEER HOLIDAY
22年9月開催

恵比寿の街全体でブランド体験を設定

恵比寿1丁目～4丁目 昼間人口推移 ※

ブランドの起点であるサッポロガーデンパークを再開発し、集客、ブランド発信力強化へ

YGP開業により昼間人口は上昇、恵比寿の存在感・価値向上に寄与

1876年 当社と地域のつながり 開拓使麦酒醸造所を札幌に開業 (現サッポロファクトリー)

1889年 エビスビール醸造場完成 (現恵比寿ガーデンプレイス)

1899年 恵比寿ビヤホールを銀座に開業

1928年 周辺地名が「恵比寿」に

1994年 恵比寿ガーデンプレイス開業

2022年 恵比寿ガーデンプレイス商業棟リニューアル

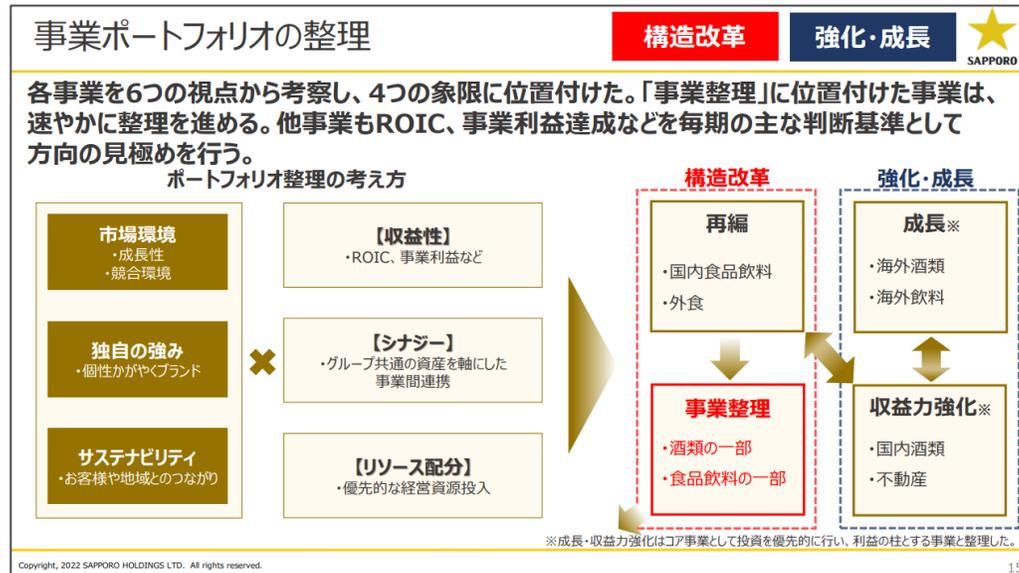
サッポロガーデンパークリニューアル (予定)

Copyright, 2022 SAPPORO HOLDINGS LTD. All rights reserved. ※出典：東京都総務局統計部「国勢調査による東京都の昼間人口（従業員・通学地による人口）」 24

それ以外の観点からも、不動産をコアと定義した理由について何ら説明を行っていない状況にある

中期経営計画（2023~2026）における説明

- ポートフォリオ整理の考え方と結果のみ示されており、各事業がなぜ各領域に位置づけられているのか、全く説明がない



経営陣による説明

- 中計と同様に、ポートフォリオ整理の考え方と結果のみ述べており、不動産がなぜコアと定義されたのか全く説明がない

“なぜ不動産をコア事業としてあらためてご説明差し上げているかという点、コアというわれわれの考え方は、収益に貢献する、企業価値に貢献する、それから、[中略]、ブランドカンパニーを標榜していますので、ブランド価値に貢献すると、こういう三つの観点から、不動産事業をコア事業とあらためて位置づけております”

2022年通期決算説明会 松風取締役

“今回グループ傘下の各事業を、市場環境、独自の強み、サステナビリティ、また収益性、シナジー、リソース配分といった観点から考察しまして、四つの象限に位置づけました。左下の事業整理に置いたものは、酒類の一部、食品飲料の一部でございます。これは速やかに整理を進めてまいります。また再編には、国内食品飲料、そして外食。右上の成長領域には、海外酒類、海外飲料、そして右下、収益力強化には、国内酒類、不動産を置きました”

新中期経営計画説明会 松風取締役

仮に、不動産をノンコア事業として保有を継続する場合、コア事業とのシナジーを有することが必要となるが…

- ノンコア事業を維持することは企業価値の毀損につながるため、原則として早期に切り出しを決定すべきとされている

“こうした事業分野（注：ノンコア事業）を自社グループとして抱え続けることは、成長につながらないにもかかわらず維持コストがかかるうえ、機を逸して赤字に転落すれば事業売却も困難となるため、当該事業の潜在力を活かすためにも**早めの判断**を行い、成長資金を確保する途を拓きつつ、自社にとって優位性を活かせる部門にリソースを集中させることが重要である”

グループガイドライン3.2

“ある事業において、**少なくとも資本コストを上回る収益を継続的、構造的に上げられなくなった場合には**、自社で抱えた状態では当該事業は持続可能性を失っているということであるため、当該事業が傷む前に、例えばPL上は黒字であっても**資本収益性（ROIC等）が当該事業の資本コスト（ハードルレート）を下回り、回復が難しいと見込まれる段階（又はハードルレートに対して優位性を持続するのが難しいと判断した段階）で売却する決断を行うことが望ましい”**

事業再編ガイドライン2.1.3

- コア事業である酒類事業に併せて不動産事業の経営を継続するのであれば、貴社取締役会は、投資家等に対して、同事業を維持するコストを上回るだけのシナジーが得られていることを説明する責任を負う

“**複数の事業を有する企業においては**、それらの事業が一つのビジネスモデルで貫かれており、**事業シナジーの創出等のメリットが**、マネジメントの複雑化やそれに伴う管理コストの増大、経営のフォーカスの鈍化等、**複数の事業を有することにより発生するコストを上回っているかという比較衡量の視点から、取締役会で議論を行い、投資家等に対して説明責任を果たすことが求められる”**

事業再編ガイドライン2.1.2

コア事業と不動産事業のシナジーについて、何ら合理性のある説明は行えていない

2022年度決算説明資料における説明

- コア事業と不動産事業のシナジーとして、「恵比寿ガーデンプレイス」の利用経験が「エビスビール」の飲用につながっていると説明した
- しかし、業績への影響や、不動産事業として保有する必要性は全く説明できておらず、質疑応答においてアナリストから、シナジーを定量化し、自社で保有する必要性を示すよう求められていた

アナリストからの質問

“国内酒類と不動産のシナジーが結構焦点になってきます。正直言って、[中略]今回の開示だと定性的な表現にはなっているので、ここを定量化してもらいたい [中略] 今のこの表現では正直土地がなくても恵比寿ガーデンプレイスがしっかりあれば、いわばブランドの強化や飲用経験の向上につながるとも見えます。ですので、土地を持たないといけない部分も含めて開示いただきたいとは思っていて、そこのお考え、シナジーのより深堀に関して、お考えを教えてくださいとありがたいと思っています”

2022年通期決算説明会 野村証券 アナリスト質問

回答

“シナジーもどのようにコアとして貢献するのが、一つの大きいポジションかと思うのですね。お酒と不動産をどうシナジーで定量化するかにこだわってしまうと、非常に話が小さくなってしまいかもしれませんので、また開示できるところは検討してまいりたいと思いますが、まず大枠の考えをご説明しました”

2022年通期決算説明会 松風取締役

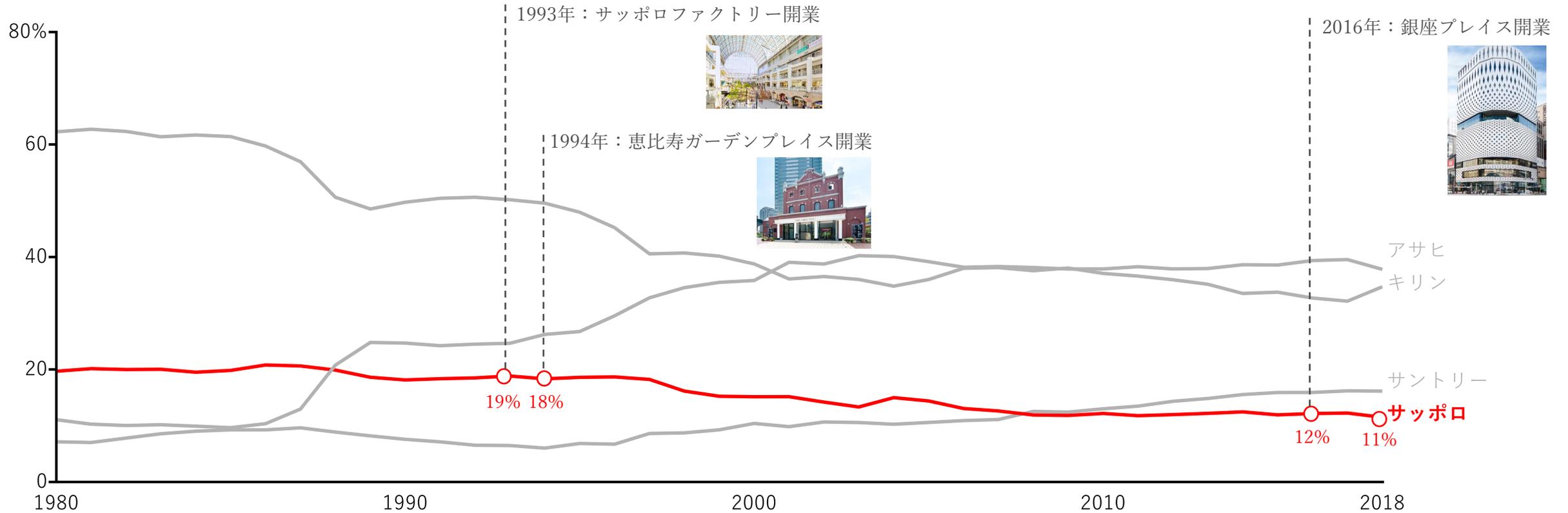
“土地を持つ住人であることが、ブランドストーリーを語っていく上では、私はなくてはならないものだと思います。ビール会社視点においてもここはすごく大事なポイントだと思います。これを定量的にという話なので、どう表現するかはあれかもしれませんが、[中略] それがない中でストーリーを考えるのは逆に難しいというぐらいに私は理解しています”

2022年通期決算説明会 野瀬執行役

また、客観的に見て、不動産事業は、コア事業の市場競争力を高めるシナジーをもたらしていない

ランドマークとなる不動産の開業後も、サッポロのビールシェアは低下を続けている

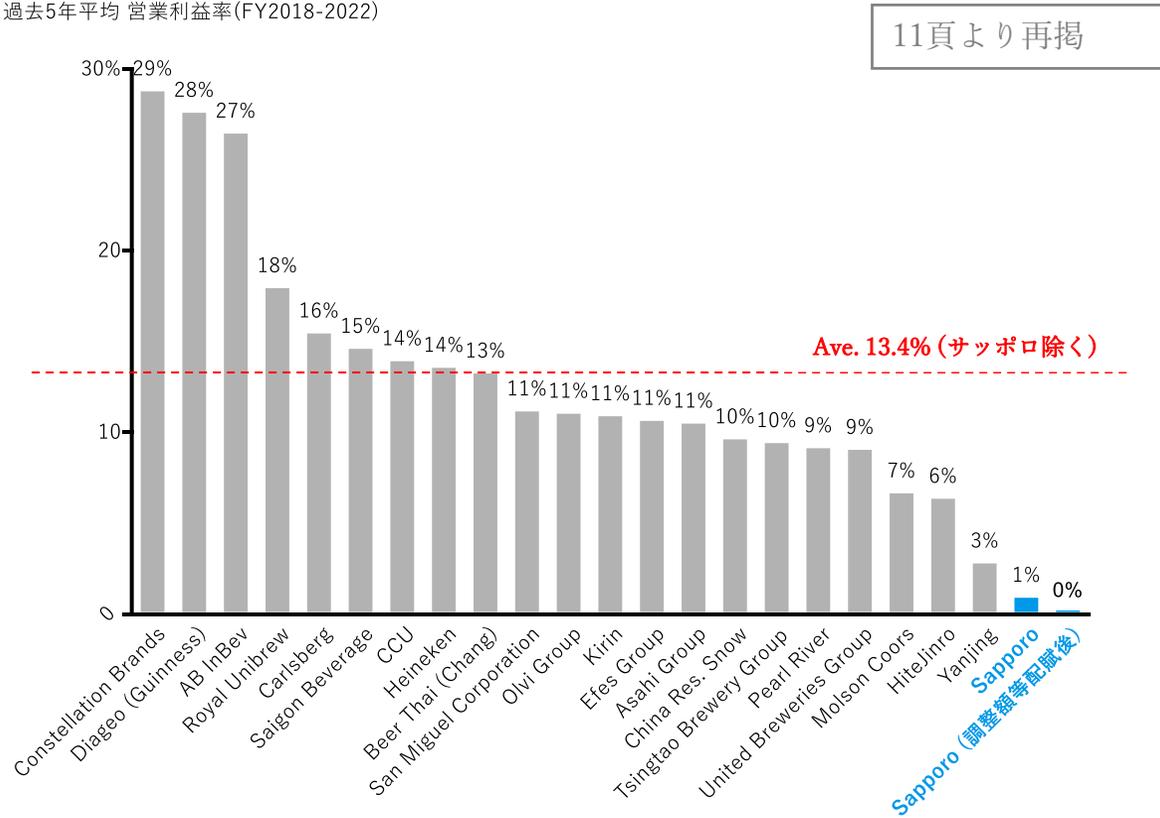
国内主要ビールメーカーシェア推移¹



同様に、コア事業のコスト競争力を高めるようなシナジーももたらしていない

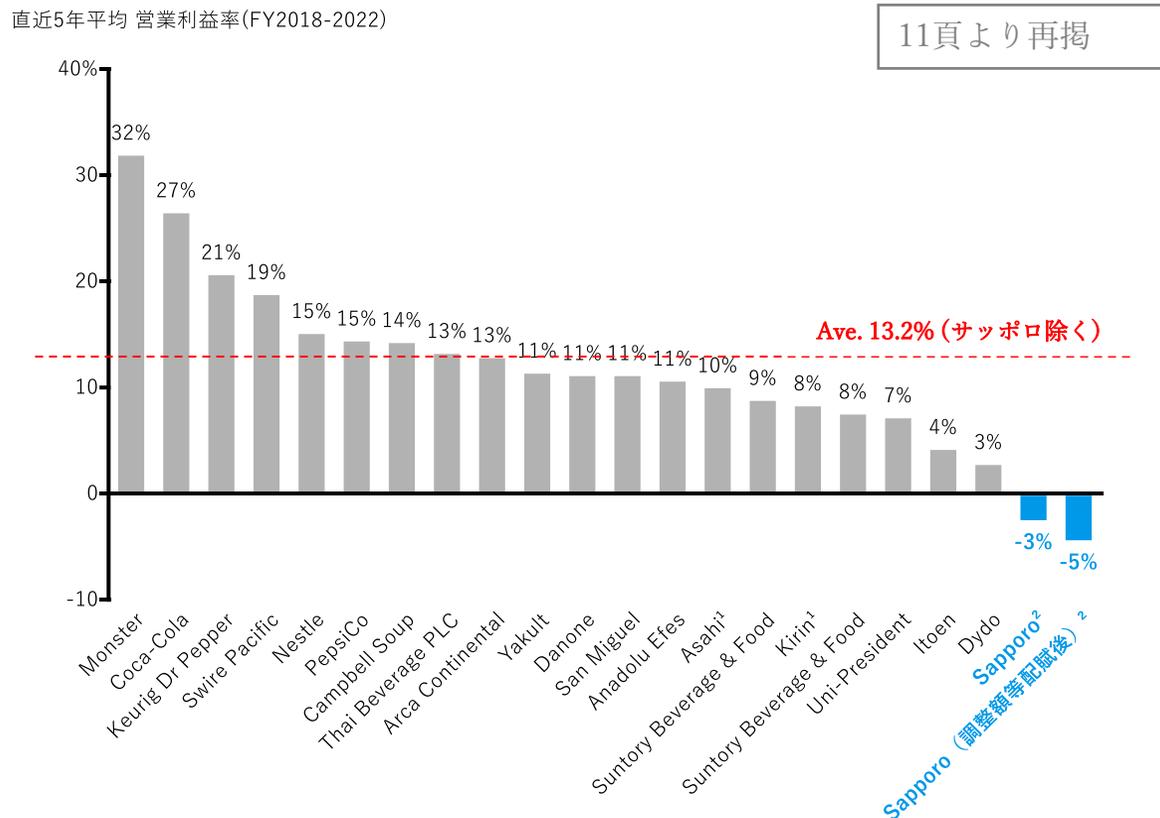
グローバルの競合の中で、酒類事業の営業利益率は圧倒的に低い

過去5年平均 営業利益率(FY2018-2022)



食品飲料事業の営業利益率もグローバルの競合の中で圧倒的に低い

直近5年平均 営業利益率(FY2018-2022)



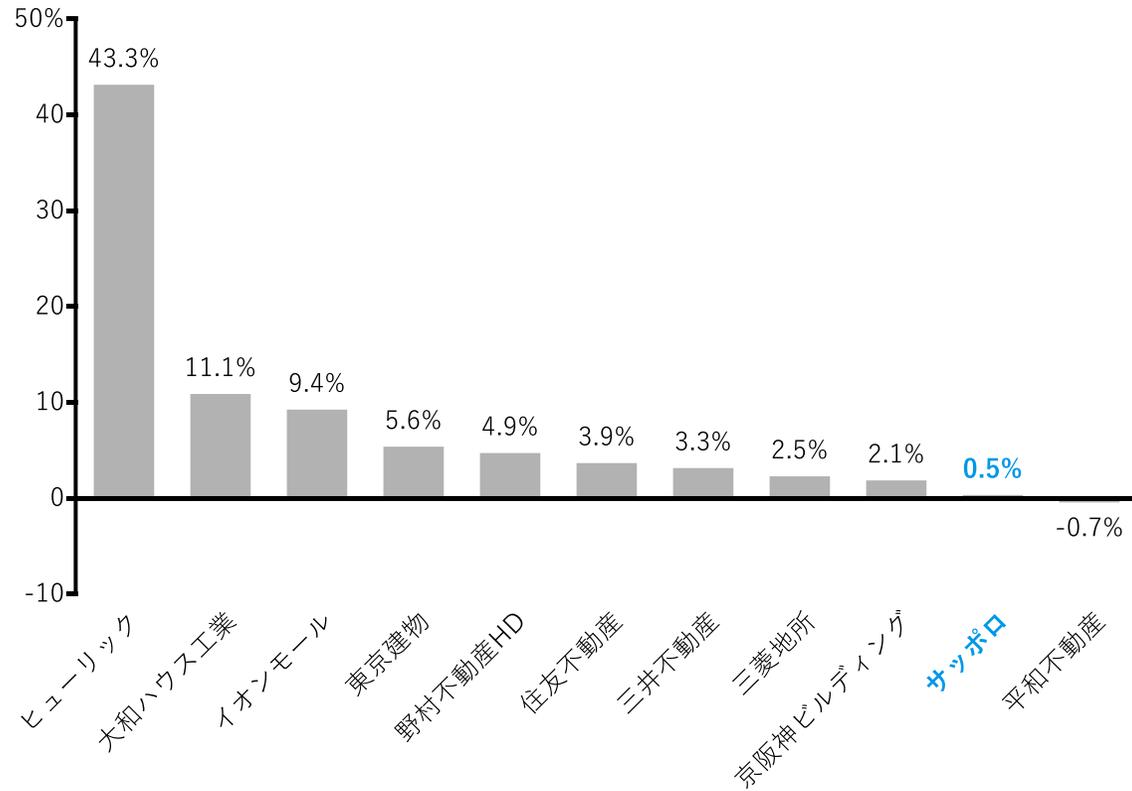
出典: Bloomberg; 有価証券報告書; 決算説明資料; 補足資料

注: 酒類事業の競合は、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社を対象; 食品飲料事業の競合は、国内の主力飲料メーカー及び、SPEEDAの「清涼飲料メーカー」に該当する海外企業の内、売上30bn以上の企業から食品フォーカスの企業を除いたものが対象; 詳細な食品飲料事業に関する注記は、p59を参照; [1] キリンは2018/12期-2020/12期は国内ビールスピリッツ・総合飲料セグメント、2021/12期以降は国内ビールスピリッツ・オセアニア酒類セグメントを対象(2022/12期は有報未開示のため事業利益率を参照); アサヒは2021/12期までは酒類セグメント・国際セグメントを対象、2022/12期は日本セグメントの酒類及び、欧州、オセアニア、東南アジアセグメントを対象(202/12期は有報未開示のためセグメント利益率を参照) [2] サッポロは2018/12は国内酒類、国際、外食セグメントを対象、2019/12以降は酒類セグメントを対象とした; 調整額等配賦後の数値については、その他セグメント、調整額の売上・営業利益を売上ベースで各セグメントに按分し算出

更に、不動産事業に対する、コア事業からのシナジーも観測されない

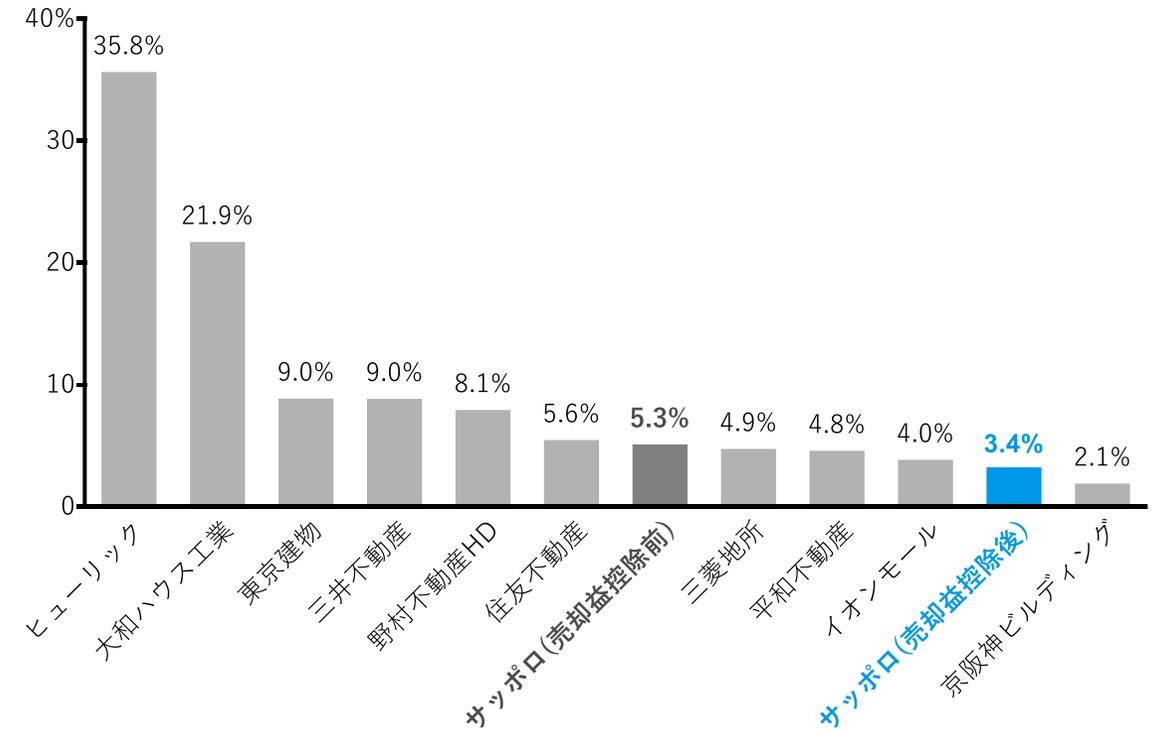
不動産事業の売上成長率は業界最低水準

FY2010-2019¹における売上CAGR



同様に、営業利益の成長率も業界最低水準²

FY2010-2019¹における営業利益CAGR

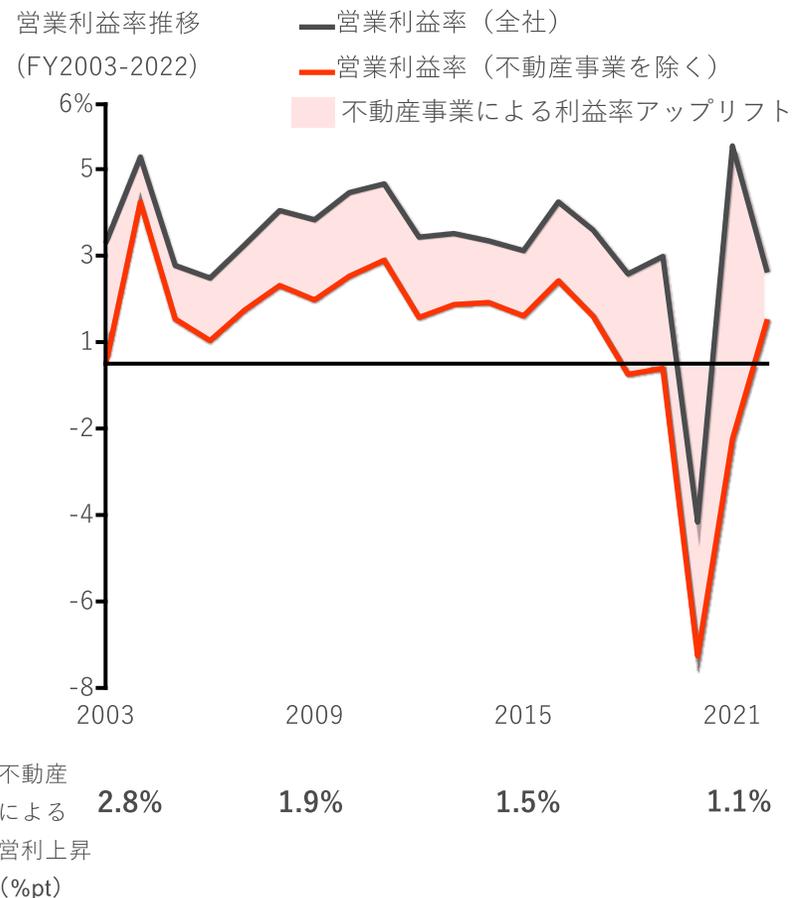


出典：Bloomberg

注：比較対象となる不動産事業会社は、SPEEDA上の「総合デベロッパー」、「オフィス・商業施設開発・賃貸」業種に属する上場企業群の内、全社に占める不動産関連セグメントによる売上割合が最も大きい企業群 [1] コロナ禍の影響を除くため FY2010-2019の期間を採用 [2] サッポロ不動産は恒常的に不動産の売却を行っていないため、実力値を把握する上では売却益控除後の営業利益を基準とすべきと判断

それどころか、不動産事業とコア事業との間にはディスシナジーすら存在する (1/3) : 不動産賃貸収入は、コア事業の低収益性に経営陣が真摯に向き合う機会を奪う

不動産がコア事業の低収益性を覆い隠してきた



不動産が安心感を生み出し、経営の甘えを許している

- 従業員は、もはや酒類ではなく不動産を強みとして認識しており、不動産賃貸収入が経営に安心感をもたらしていることが透けて見える

サッポロの強みについて… (従業員口コミサイト)

“恵比寿ガーデンプレイス等、都内一等地に保有する不動産が収益を生んでいる (こと)。通称サッポロビル。まったりと仕事ができること”

“不動産資産が残っていること”

“グループ会社に安定的に収益をもたらす不動産会社があること”

- 外部からは、不動産の安心感が経営の甘えにつながっていることが指摘されている

“大手4社で最下位に沈む祖業・ビール事業の立て直しが待ったなしとなった。不動産頼みの甘えを断ち、ビール再興を果たせるか [中略] 不動産の安定収入があつてこそだが、過去はそれが「甘え」につながった。これからはスピード感を持ってビール事業の改革に挑まなければならない”

日本経済新聞 2016年9月24日

サッポロホールディングスは2018年の営業利益108億円のうち、120億円を不動産が稼ぐという偏った収益構造が続いており、2019年度経営計画でも構造改革と基盤構築、選択と集中が謳われた。スティール・パートナーズは撤退したが、スティールパートナーズが求めた収益構造の抜本改革は、社長が替わっても、依然達成されていない。サードポイントに不動産事業のスピンオフを求められたIHIも同じだが、不動産の含み益が大きい事業会社は、本業で稼ぐディシプリンが低下するのだろう。

菊池正俊「アクティビストの衝撃 変革迫る投資家の影響力」

不動産賃貸収入の存在が、コア事業の低収益性に経営陣が真摯に向き合う機会を奪ってきた

それどころか、不動産事業とコア事業との間にはディスシナジーすら存在する (2/3) : コア事業と不動産事業を無理やり絡めた投資が実施され、不動産事業の投資効率を低める可能性がある

サッポロは、コア事業のマーケティングの名のもとに不動産への投資を行っているが…

サッポロ ニュースリリース (2022年9月12日)



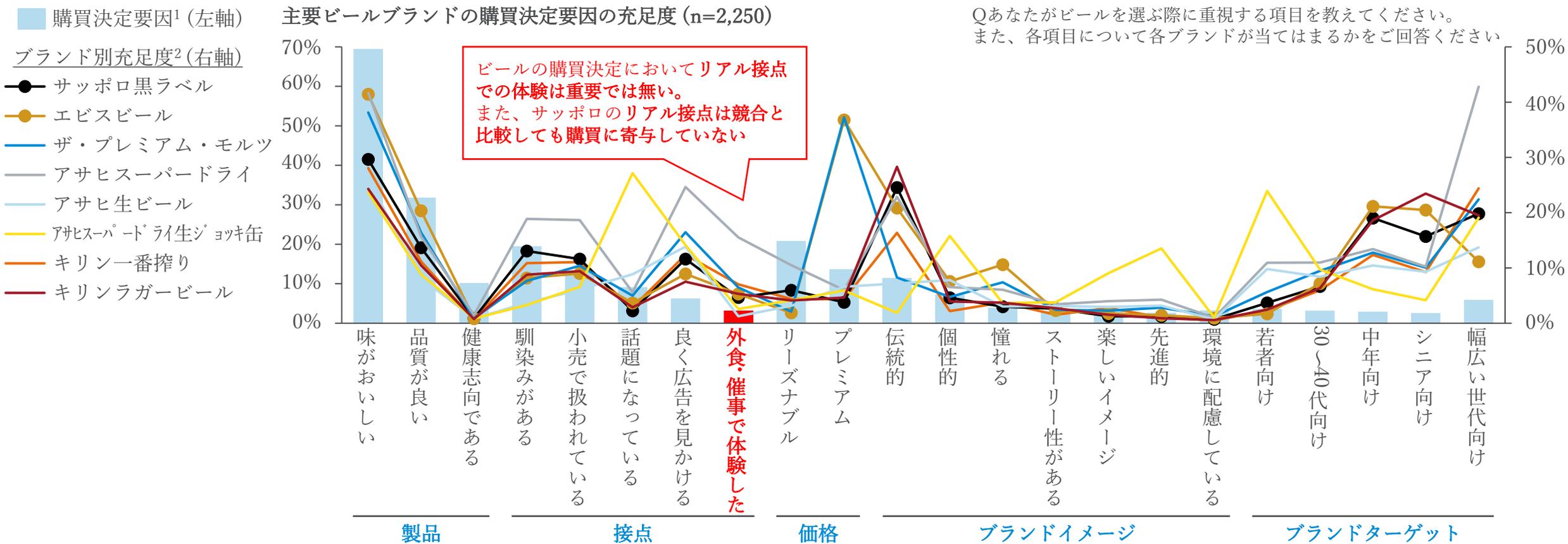
■ サッポロは、ブランドアクションとして、不動産を活用したリアル体験接点の活用を打ち出し、投資を進めている

■ 実際に、リアル体験接点の創出を行うとして、恵比寿ガーデンプレイスに、13億円の投資を行い体験施設の開業を目指している

- ブランド体験拠点「YEBISU BREWERY TOKYO」の開業が計画
- 開業に向けて、既存のエビスビール記念館のリニューアル工事が進行中

それどころか、不動産事業とコア事業との間にはディスシナジーすら存在する (3/3) :
 コア事業と不動産事業を無理やり絡めた投資が実施され、不動産事業の投資効率を低める可能性がある

不動産によるマーケティングの投資効率については疑義がある



出典:消費者調査 (2022年7月実施; n=20,000)

注: [1]ビールを週に1回以上飲む消費者 (n=2,250)のうち、各項目をビールを選ぶ際に重視する回答した人の割合が高かった[2] 各ブランドについて各項目が当てはまると回答した人の割合

Appendix2: 不動産投資におけるリスクの高まりについて

世界的な金融緩和による低金利環境のもと、日本の不動産市場に多額の資金が流入しており、投資家の期待利回りも低下している

- 現在、世界的な金融緩和のもと、投資家の余剰資金が日本の不動産市場に流入している
- 足下において、国内不動産に流れている資金は資産額ベースで44兆円となっており過去最高水準を記録している (図1)
- 資金流入額だけでなく、投資家の期待利回り(≒Cap Rate)で見ても、三井住友トラスト基礎研究所¹がJ-REITによる実物不動産・不動産信託受益権の売買事例を調査した結果によれば、東京Aクラスビル(東京都心5区平均、最寄駅徒歩5分、延床面積50千平米、建築後5年、等)の取引利回りは、新型コロナウイルス感染症の影響を受けておらず、低金利環境の恩恵を受け、過去20年間で最低水準となっている (図2)

図1)不動産ファンドの資産額は最大水準に達している²

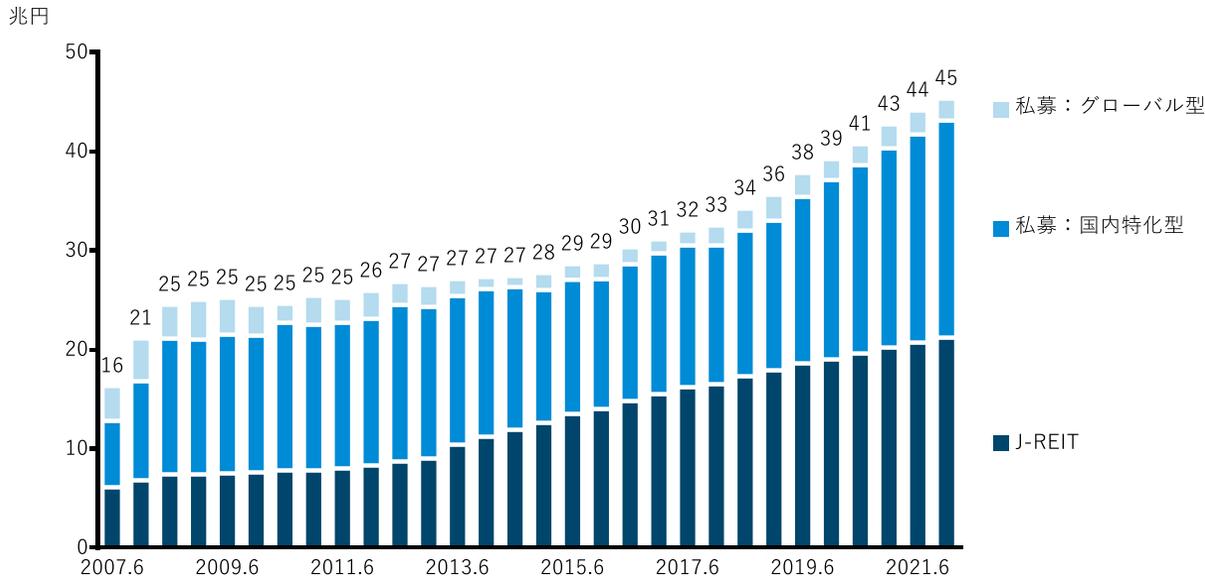
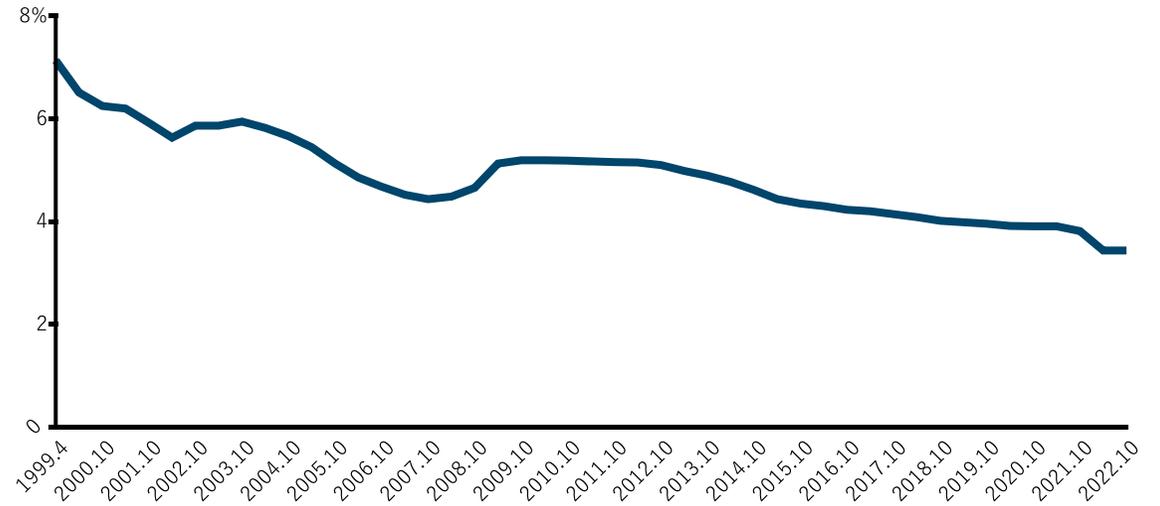


図2)東京Aクラスビルの投資家の取引利回り(≒Cap Rate)は最低水準に達している¹



出典：[1]「J-REIT不動産価格指数・NOI指数・キャップレート（2021年版）」三井住友トラスト基礎研究所、「不動産投資家調査」日本不動産研究所 [2]三井住友トラスト基礎研究所

一方で、金利の下落トレンドは世界的に転換点にあり、金利上昇に伴い不動産投資家の期待利回りが高まり、不動産価格の下落が予想される

- これまでの不動産価格の上昇は、低金利を背景とした不動産市場への資金流入に伴う期待利回りの低下が大きく起因している。事実、過去20年間で見ると、賃料及び空室率はそれぞれ大きく変化していないものの(図1)、Cap Rateは5.9%から3.8%と低下しており、価格上昇に大きく寄与している(図2)
- 一方で、世界的に加速するインフレ傾向の中で、各国中央銀行は利上げに動いており(図2)、日本の国債金利も緩やかではあるものの反転している状況にある
- **金利がさらに上昇傾向に転じた場合、不動産投資への期待利回りも上昇することで不動産価格が下落する可能性が高まります。**事実、過去10年間のキャップレート・日本10年国債金利スプレッドは4.0%前後で安定推移している(図3)

図1)コロナ禍以降、都心3区大規模ビルの賃料及び空室率は悪化傾向にある¹

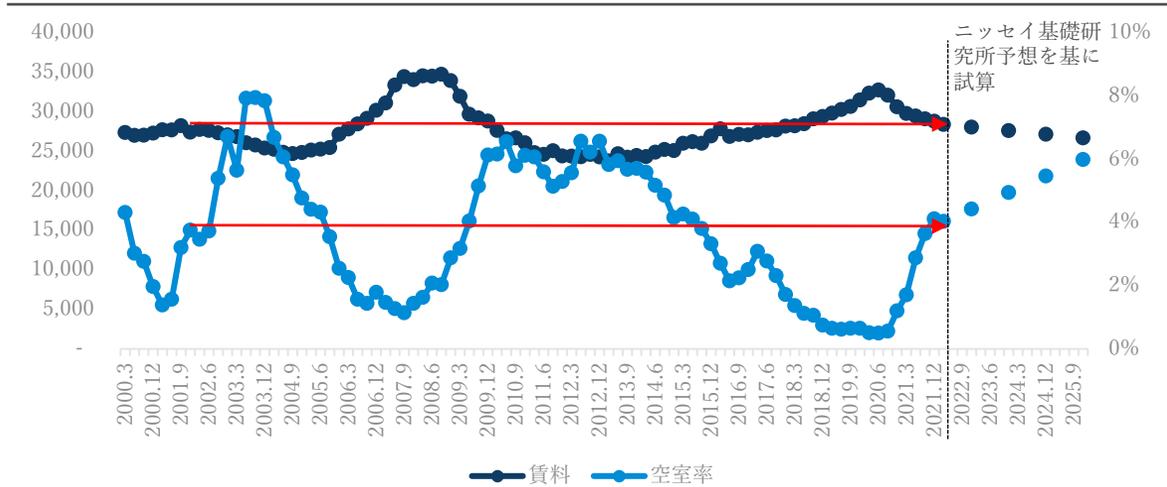


図2)Cap Rateが最低水準を更新する中で、金利は上昇局面を迎えている²

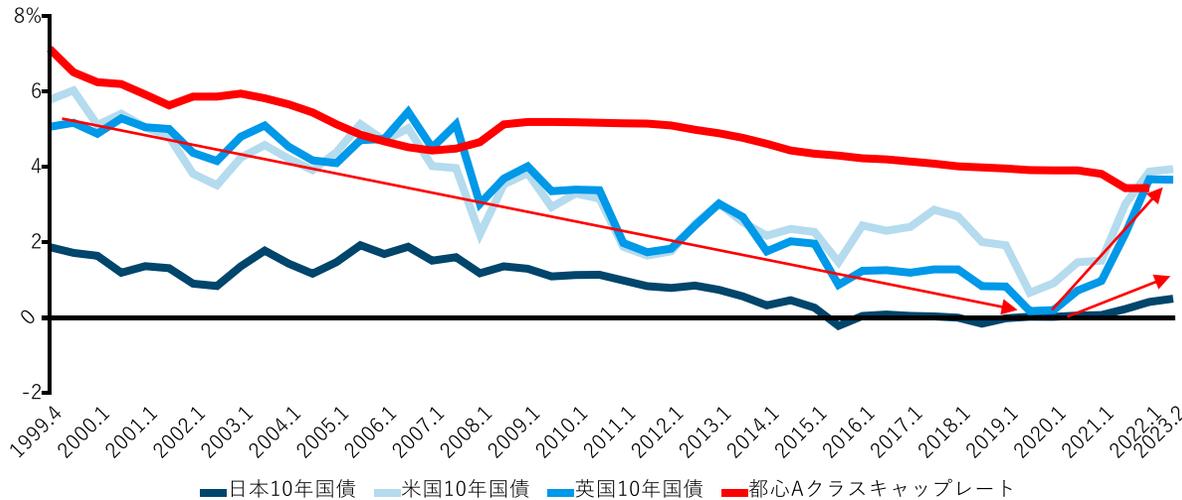
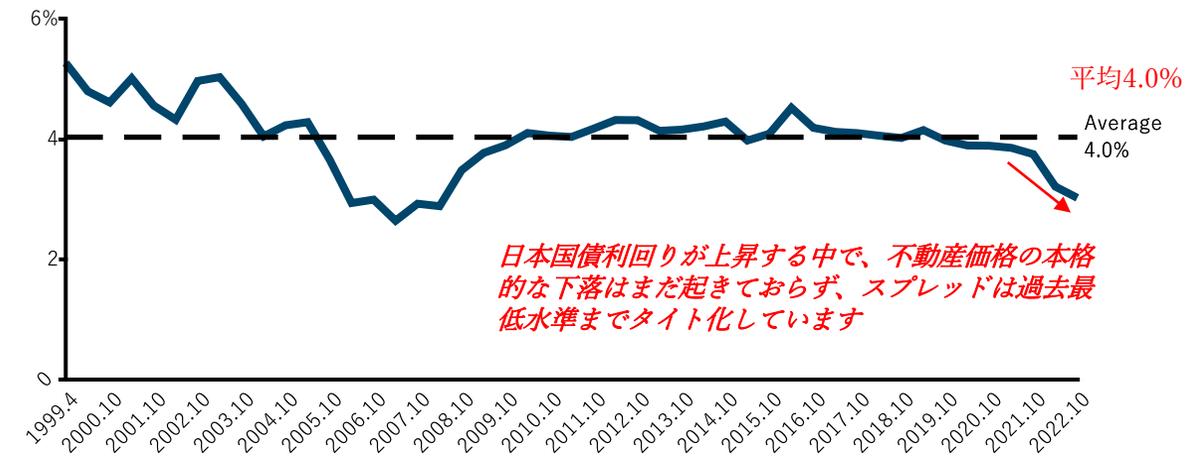


図3)Cap Rate・日本10年国債金利スプレッドは4.0%前後で推移



注：1実績値は三幸エステート、将来見通しはオフィスレントインデックスなどをもとにニッセイ基礎研究所が推計した都心Aクラスビルの賃料及び空室率の予想変化率を参考に弊社試算に適用 2キャップレートは日本不動産研究所「不動産投資家調査」、国債利回りはBloombergをもとに作成

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、自ら又は他の貴社の株主を通じて、貴社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、投資、財務、法律、税務その他のいかなる助言でもありません。

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す。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。