VALUEACT CAPITAL

TREASURE TaKaRa

宝を、宝に。

企業価値向上に向けたご提案

TreasureTakara.com

2026年11月

免責事項

本資料は、ValueAct Capital Management LP（以下「バリューアクト・キャピタル」または「当社」といいます。）が作成したものであり、本資料に記載されている会社または各社（以下「対象会社」といいます。）に関する当社の見解および所見を説明することのみを目的として提供されるものです。

バリューアクト・キャピタルは、本資料を情報提供のみを目的として提供しています。本資料に記載された見解は、バリューアクト・キャピタルが独自に行った調査・分析および公開情報に基づく同社の意見を反映したものです。公開情報には、日本の証券規制当局および米国証券取引委員会への提出書類、決算説明会その他一般に公開されている上場会社主催のイベント、ニュース記事その他の報道、セルサイド・アナリストのレポート、第三者が実施した独立調査、公開データベースなどが含まれますが、これらに限られません。バリューアクト・キャピタルが対象会社の最善の利益にかなうと考える企業行動を含め、本資料に記載された見解や意見は、バリューアクト・キャピタル単独の見解の表明にすぎず、金融商品取引法施行令（昭和40年政令第321号）第14条の8の2第1項に定める提案、またはその他の提案を意図するものではなく（またそのように解釈されるべきものでもなく）、また、本資料を第三者に配布することが、適用される証券関連法令上の共同保有者、共同して行使する関係、または共同行為者の関係を示すものでも、そうした関係を生じさせるものでもありません。

本資料に記載された内容は、本資料で言及されている各社が作成または承認したものではなく、いかなる形でも各社に帰属するものではありません。本資料に記載された情報は監査を受けておらず、本資料の提示日時点におけるバリューアクト・キャピタルのみの判断を反映したものであり、予告なく変更されることがあります。事実関係は信頼できると考える情報源から入手したものですが、その正確性は保証されません。

バリューアクト・キャピタルが運用するファンドは、対象会社の有価証券に経済的利害関係を有しており、当該利害関係は予告なく変更されることがあります。

本資料に含まれる一部の情報は、見積り、予測および将来予想に関する記述に該当し、その一部は「かもしれない」「であろう」「すべき」「予想する」「期待する」「見込む」「意図する」「考える」といった将来予想を示す表現やこれに類する表現により識別できます（以下総称して「予測」といいます。）。予測は、エグジット時の倍率やバリュエーション倍率、ならびにまだ発生していない事象や状況に関する見積りおよび前提に基づくものであるため、本質的に信頼性が低く、そのいずれもが誤りとなる可能性があります。したがって、予測には不確実性や変動が伴い（市場のバリュエーション倍率、収益に関する前提、経済・事業・政治その他の状況、または特定のポートフォリオ企業の経営の変化を含みます。）、これらはいずれもバリューアクト・キャピタルの支配が及ばないものであり、実際の結果が予測により示された、または示唆された結果と大きく異なる原因となる可能性があります。業界の専門家が、予測、またはバリューアクト・キャピタルもしくはポートフォリオ企業の経営陣自身の見解に同意しない場合もあります。予測が達成されること、いずれかのポートフォリオ企業が損失を回避できること、またはいずれかの企業が意図した事業活動を実行できることについて、いかなる者も、保証、表明または確約を行うものではありません。バリューアクト・キャピタルならびにその役員、従業員、パートナー、株主、関係会社、アドバイザーおよび代理人のいずれも、予測の正確性または合理性について、保証、表明または確約を行うものではなく、また予測を独自に検証したものでもありません。様々なリスクおよび不確実性により、実際の事象、結果、またはバリューアクト・キャピタルの実際の運用成績は、かかる予測に反映された、または予定された内容と大きく異なる可能性があります。

本資料は、いかなる有価証券についても、その売付けの申込みまたは買付けの申込みの勧誘を構成するものではなく、また、投資助言を構成するものでもありません。

本資料のいかなる部分も、バリューアクト・キャピタルの事前の書面による同意なく、いかなる形式または方法によっても、複製、コピー、転載または再配布することはできません。

目次

01	エグゼクティブ・サマリー
02	バリューアクトの概要
03	宝ホールディングスの概要
04	価値向上に向けた戦略策定の不備
05	効率的な資本配分の不備
06	M&Aに対する独立した監督の不備
07	経営陣に対する実効的な監督の不備
08	バリューアクトによる対話
09	責任の追及：現任の社外取締役3名の解任
10	バリューアクトが提案する候補者：宝HDに必要な知見・経験を備えた取締役
11	参考資料

宝　Takara

日本語で「宝」（treasure）を意味する言葉

01

エグゼクティブ・サマリー

エグゼクティブ・サマリー

Treasure TaKaRaに向けた提案

社外取締役による監督が不十分なために、宝ホールディングス（「宝HD」）の強力なブランドは本来の力を発揮できていない。バリューアクトは監督上の課題に対処するため、新たに独立社外取締役3名の選任を提案する

1 宝HDには強いブランドとグローバルな成長ポテンシャルがある

- ブランド：松竹梅（清酒）、宝焼酎、タカラバイオ（試薬）、ブラントン（バーボン）、トマーチン（スコッチ）。
- グローバルな成長ポテンシャル：海外日本食材卸事業の拡大、清酒の海外輸出、ブラントンおよびトマーチンの販路拡大、タカラバイオ試薬のグローバルな販売拡大。

2 社外取締役による監督の不備が、低迷する業績と企業価値の毀損につながっている

- 戦略、資本配分、M&Aの監督、経営の監督への十分な貢献を果たせていない。
- 前中期経営計画の財務目標をすべて未達とし、ROEは4.6%まで低下。株主総利回り（TSR）は、バリューアクトの投資公表に先立つ5年間でTOPIXを54ポイント下回った。

3 在任期間の長い現任の社外取締役3名は、その不備について責任を問われるべきである

- 経営陣の利益相反を適切に管理せず、株主共同の利益を守る責務を果たしていない。タカラバイオに対するTOBや中計2030の策定においても同様である。また、宝HDには社長の後継者計画がない。
- 宝HD自身の定時株主総会招集通知によれば、在任期間の長いこの社外取締役3名は「社外役員となること以外の方法で会社の経営に関与したことはありません」とされている。こうした実務経験の欠如が監督の不備の原因であると、バリューアクトは考える。

4 バリューアクトは、独立社外取締役候補者3名を新たに推薦する

- エリック・ジョンソン氏（JSR元CEO、JSRライフサイエンス創設者）、田代祐子氏（アコーディア・ゴルフ元社長、日本マクドナルドホールディングス社外取締役）、マーク・アンドレ・トゥシグナント氏（サントリーグローバルスピリッツ元グローバルCFO）。

出典： 宝HD：宝グループレポート2024、中期経営計画2030説明会（2026年5月19日）、取締役会実効性評価（2026年5月13日）、第115回定時株主総会招集通知（2026年）、コーポレート・ガバナンス報告書（2026年8月27日）。バリューアクトの宝HD株主の皆様への公開書簡（2026年11月10日、別紙2を含む）、FactSet、候補者の経歴書

宝HDは潜在力を発揮できていない
弱い実行力と株価パフォーマンス

その結果、宝HDのTSRは、TOPIXに7期間中6期間（最大71ポイント）、食品同業他社に5期間（最大42ポイント）、TOPIX-17食品セクターに6期間で劣後した

ベンチマーク対比のTSR超過／（劣後）、%ポイント
株主総利回り（配当再投資ベース）－2025年8月20日までの各期間

期間（2025年8月20日まで）	対TOPIX（配当込み、ETF 1306）	対TOPIX-17食品（配当込み、ETF 1617）(1)	対食品同業他社（コングロマリット8社の中央値）(2)
7年	(63)	(0)	(4)
6年	(71)	(4)	(11)
5年	(54)	(3)	+18
4年	(62)	(38)	(42)
3年	(24)	(1)	(28)
2年	(27)	(7)	(14)
1年	+13	+20	+26

主な要因
宝HDが期待を下回った理由

× 中計2025財務目標すべて未達(3)

4項目中4項目 26/3期目標未達
売上高、営業利益、ROE、ROIC。営業利益は目標の380億円以上に対し171億円

× ROEは6年前を下回る

6.1% → 4.6% 20/3期から26/3期
中計2025の目標（9%以上）、および宝HD自身が開示する株主資本コスト7.38%を下回る

× 持続的な成長ドライバーを育てられていない

2 → 0 持続的な成長ドライバー
6年前、宝HDは成長ドライバーとしてライフサイエンスと海外日本食材卸の2つを挙げていた。今やその両方が「見極め」の対象

注： 各期間は、バリューアクトによる最初の大量保有報告書提出前の最終終値日である2025年8月20日まで。株主資本コストは宝HDの開示に基づく。(1) TOPIX-17食品セクター：NEXT FUNDS TOPIX-17 食品 ETF（1617）。(2) キッコーマン、サッポロ、味の素、キリン、オエノン、東洋水産、ニチレイ、明治。第二の事業または価値ある資産を保有する飲食料品会社。8社の中央値。(3) 売上高、営業利益、ROE、ROICに関する中計2025の目標に対する26/3期の実績。5つ目の目標（海外売上高比率）は達成。
出典： FactSet、宝HD中期経営計画2025の振り返り（2026年5月）、中計2030、有価証券報告書、コーポレート・ガバナンス報告書（2026年8月）、バリューアクト分析

取締役会の監督の4つの失敗
宝HDの潜在力を損なっている

取締役会は経済産業省と東京証券取引所(1)が示す日本の基準に基づく責務を果たさず、株主の基本的な期待に応えられていない。その結果、企業価値が毀損している。

1
価値向上に向けた戦略策定の不備

結果

中計2025(2)の財務目標はすべて未達。
2つの成長ドライバーはいずれも「見極め」の対象に

スライド24〜45

2
効率的な資本配分の不備

結果

中核事業のリターンは資本コストを下回り続け、前期のROE(3)はわずか4.6%

スライド46〜56

3
M&Aに対する独立した監督の不備

結果

タカラバイオに対する541億円の公開買付けを、利益相反への手当て、選択肢の検討、フェアネス・オピニオンのいずれもないまま承認。リターンは資本コストを下回る

スライド57〜73

4
経営陣に対する実効的な監督の不備

結果

社長の後継者計画なし、長期インセンティブなし、取締役会の刷新を阻む員数上限7名

スライド74〜80

注：(1) METI＝経済産業省、TSE＝東京証券取引所。(2) 中計＝宝グループ中期経営計画。中計2025は2024年3月期〜2026年3月期（各年3月期）が対象。(3) ROE＝自己資本利益率。

取締役交代を求め、臨時株主総会を請求した理由

取締役会の不備により、他に選択肢が残されていない

バリューアクトが企業に株主総会の招集を請求するのは、26年の歴史で今回が初めてである

1 **業績悪化は危機的状況。**宝HD自身の評価：営業利益は「4期連続の営業減益」、ROICおよびROEは「WACCや株主資本コストを大きく下回る」。

2 **取締役会は、価値を高める戦略の策定、効率的な資本配分、M&Aに対する独立した監督、経営陣の監督を果たせなかった。**
取締役会自身の11月10日付意見でも、「経営資源の投下方針を柔軟に見直すに至らなかった」と述べている。

3 **現任の社外取締役は、経営陣の利益相反を適切に管理せず、少数株主の意見も反映してこなかった。**
タカラバイオに対する公開買付け、中計2030の策定、社長の後継者計画のいずれにおいてもである。

4 **取締役会は、社外取締役との対話を求めるバリューアクトの要請を拒否した。**
対話の対象は、独立した戦略レビュー、社長の後継者計画、取締役会の構成についてである。

5 **取締役会が職務を十分に果たすには、新たなスキルと新たな視点が必要である。**取締役会の実効性の評価結果（2026年5月）は、「中長期的な経営戦略等に関してより多様な意見を反映していくことなどについては継続的な課題があることを認識」していると記載している。

6 **宝HDが導入した取締役会の員数上限により、空席がない。**知見・経験の強化には現任の取締役の解任が必要。この帰結を理由に、ISSは2022年の員数上限の10名から7名への引き下げに反対を推奨した。

7 **取締役の交代を求める道は株主による投票のみであるため、臨時株主総会を請求した。**
6年間の対話を行い、他のあらゆる手段を尽くした末の判断。

出典： 東京証券取引所、コーポレートガバナンス・コード（2026年7月改訂）原則4-8の解釈指針、宝HD中計2030説明会（2026年5月19日）、取締役会実効性評価（2026年5月13日）、定時株主総会招集通知（2022年、2026年）、株主提案に対する当社取締役会意見（2026年11月10日）、ISS（2022年6月）

現任の社外取締役3名の解任
監督の不備により価値を毀損してきた取締役

バリューアクトは6年間、建設的に対話を重ねてきた

バリューアクトは2020年1月に非公開の対話を開始し、宝HDの要請による事業別の企業価値評価や、和酒と日本食に焦点を当てた戦略を取締役会の検討材料として提示するなど、経営陣と建設的に協働してきた。

価値が毀損される中、懸念を書面で取締役会に伝えたが、価値に直結する要請はいずれも無視または拒否された。

要請は価値が毀損された後に実施

2025年12月～2026年1月 売却を含むタカラバイオの全選択肢を検討	**無視** 541億円のTOBを承認
2026年2月27日 社外取締役主導の独立ポートフォリオ・レビュー	**無視** ポートフォリオは変わらず
2026年7月23日・9月4日 社長の後継者計画と取締役会刷新に関する対話	**拒否** 2回

宝HDに必要な知見・経験を欠く社外取締役3名に説明責任がある

友常 理子氏
弁護士・在任8年

川上 智子氏
マーケティング分野の教授・在任7年

本宮 孝夫氏
元税務当局職員・在任3年

白幡 清一郎氏
元上場企業経営者・在任1年

0 酒類または飲食料品の事業運営経験を持つ社外取締役の人数	**–55%**	中計2025の営業利益目標比。利益の約73%は海外酒類事業
0 食品または消費財事業を経営した経験を持つ社外取締役の人数	**1.7%**	26/3期の海外日本食材卸事業の営業利益率。5.6%から低下
0 ライフサイエンスの経験、またはM&Aを主導した経験を持つ人数	**541億円**	少なくとも2036年3月期まで資本コストを下回るリターンしか生まないタカラバイオへの投資
0 上場企業で業務執行に携わった経験を持つ社外取締役の人数（3名中）	**－54%pt**	2025年8月20日までの5年間（バリューアクトの投資公表前）におけるTOPIX対比のTSRアンダーパフォーマンス(1)

バリューアクトは、白幡社外取締役については、在任期間が短く、また刷新された取締役会とともに宝HDに十分貢献すると見込まれる上場企業での経歴を持つことから、これらの不備について責任を負うとは考えていない。

宝HD自身の招集通知は、現任の社外取締役3名について次のように記載している
「社外役員となること以外の方法で会社の経営に関与したことはありません」

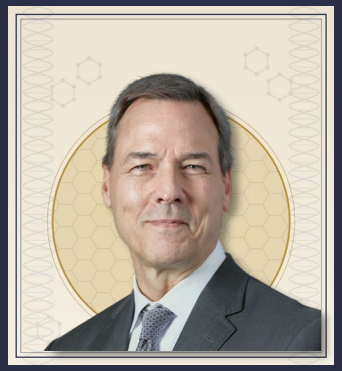
注： (1) TSR＝配当再投資ベースの株主総利回り。対象期間は2025年8月20日までの5年間で、同日はバリューアクトによる最初の大量保有報告書提出前の最終終値日である。リターンがバリューアクトの関与の影響を受けないよう、この期間を選択した。TOPIX＝NEXT FUNDS TOPIX ETF（1306）。
出典： FactSet、宝HD定時株主総会招集通知、中期経営計画2025の振り返りおよび決算、バリューアクトによる分析

独立社外取締役3名を新たに提案
宝HDを、価値創造の軌道に戻す

バリューアクトが提案する候補者

エリック・ジョンソン氏

上場会社CEO、ライフサイエンスおよびポートフォリオ変革の専門性



- 業界経験
- 上場会社の経営経験
- 資本市場

議案 4 賛成

田代 祐子氏

上場会社CEO、社外取締役としての豊富な経験、監査の専門性



- 業界経験
- 上場会社の経営経験
- 資本市場

議案 5 賛成

マーク・アンドレ・トゥシグナント氏

世界的な酒類業界の専門家、財務および資本配分の専門家



- 業界経験
- 上場会社の経営経験
- 資本市場

議案 6 賛成

3名の強み

独立性
全員がバリューアクトおよび宝HDから独立

リーダーシップ
全員が経営幹部としての経験を有している

業界の専門性
主要事業の監督を強化

資本配分
全員がCEOまたはCFOとして資本配分を監督した経験を有している

実績
全員が価値創造の実績を有している

日本企業への理解
全員が日本企業における豊富な経験を有している

バリューアクトはすべての議案への賛成を推奨する

エグゼクティブ・サマリー
バリューアクトの提案（Treasure TaKaRa）に賛成を推奨

臨時株主総会の議案

議案番号	議案	賛否の推奨
社外取締役の解任		
1	友常 理子氏の解任	**賛成**
2	川上 智子氏の解任	**賛成**
3	本宮 孝夫氏の解任	**賛成**
バリューアクトが提案する候補者の選任		
4	エリック・ジョンソン氏の選任	**賛成**
5	田代 祐子氏の選任	**賛成**
6	マーク・アンドレ・トゥシグナント氏の選任	**賛成**

バリューアクトは、全6議案への**賛成**を推奨

各議案がもたらすもの

責任の追及
コーポレートガバナンス・コードが求める、戦略の策定、資本配分、M&Aの独立した精査、経営陣の監督といった責務を果たしてこなかった社外取締役3名を解任する。

宝HDに欠けている知見・経験
上場企業での経営幹部経験と業界の専門性を兼ね備えた、実績豊富な候補者3名を加える。いずれの候補者も、バリューアクトおよび宝HDから独立している。

長期的な企業価値向上への新たな機会
既存の取締役と協調して職務にあたる用意のある候補者が、新たな視点をもたらす。継続性を保ちつつ、独立社外取締役が過半数を占める取締役会構成も維持される。

株主提案が求めていないこと
バリューアクトは、会社の支配権や特定の戦略・取引を求めているわけではない。各議案が、宝HDの日々の経営を妨げることはない。

02

バリューアクトの概要

バリューアクトは長期志向のエンゲージメント投資会社であり、全世界で100億ドル超の資産を運用している。建設的なエンゲージメントを通じて、多くの優れた経営者・取締役と協働してきた。

日本では2017年以来、エンゲージメント投資の実績を重ねている。

バリューアクト・キャピタル

26年にわたる忍耐強く建設的な対話

バリューアクトが企業に株主総会の招集を請求するのは、26年の歴史で今回が初めて

実績

2000
設立年
世界最大級の機関投資家の資金を運用するグローバル投資会社

55+
上場企業の取締役就任数
創業以来、バリューアクトのパートナーが就任した累計

140
全世界でのコア投資件数
2000年以降、バリューアクトのファンドが集中的かつ長期で保有した投資先

15
日本でのコア投資件数
2017年に日本での投資を開始して以降

バリューアクトのアプローチは忍耐強く建設的である

1 経営陣と協働
優れた事業が本来の力を発揮できていないと判断した場合、まず経営陣と協働して業績の改善に取り組む。

2 懸念を取締役会に伝達
それでも改善されない場合は、取締役会に懸念を伝える。

3 公にするのは最後の手段
取締役会の対応が不十分な場合に限り、対話を公の場に移す。

宝HD
バリューアクトは2019年に宝HDの調査を開始し、2020年にIR部門との面談を、2024年からは経営幹部との対話を開始。
非公開での建設的な対話を6年にわたり試みた末、最後の手段として臨時株主総会の招集を請求。

出典：バリューアクト・キャピタル「宝ホールディングス株主の皆様への公開書簡」

バリューアクト・キャピタル
有力企業の取締役会に迎えられてきた実績



注： ＊は取締役会へのオブザーバー参加権を示す。
出典： バリューアクト・キャピタル

“

OLYMPUS
FOCUS ON LIFE

バリューアクトの専門性と建設的なアプローチを高く評価している

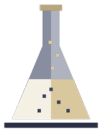
オリンパス株式会社

出典：オリンパス「真のグローバル・メディカル・テクノロジーカンパニーへの飛躍を目指した企業変革プラン「Transform Olympus」について」

03

宝ホールディングスの概要

宝HD
グループ構成

			売上高（百万円、2026年3月期）	売上高CAGR(1)（2019年3月期～2026年3月期）	営業利益（百万円、2026年3月期）
宝酒造	• 国内酒類 • 調味料 • 原料用アルコール		119,122	- 0.4%(2)	5,729
宝酒造インターナショナル(3)	*海外酒類* ウイスキー（ブラントン・バーボン、トマーチン・スコッチ）、米国宝酒造		28,502	+14.9%	12,492
	「海外日本食材卸」 海外市場における日本食材の卸売事業		195,944	+16.1%	3,408
タカラバイオ	• 試薬・機器 • CDMO(4) • 遺伝子医療		40,318	+1.7%	- 4,688
その他(5)	• 貨物輸送 • ワインの輸入・販売 • 不動産賃貸		32,200	- 0.2%	3,358

注：売上高にはセグメント間売上高を含む。表には全社調整額を含まない。(1) CAGR＝年平均成長率。(2) 新収益認識基準（2022年3月期以降）ベース。2019年3月期はバリューアクトによる推計：報告値152,457百万円 × 0.805（2022年3月期の新基準÷旧基準、119,710百万円 ÷ 148,710百万円）＝1,227億円。報告ベースでのCAGRは−3.5%。その他のセグメントへの影響は軽微。(3) 海外酒類および海外日本食材卸は、当該セグメントのその他の事業および消去前の数値で表示。宝酒造インターナショナルグループ・セグメントの2026年3月期合計は、売上高221,888百万円、営業利益14,201百万円。(4) CDMO＝医薬品開発製造受託機関。(5) 売上高322億円のうち178億円はグループ他社向け売上。
出典：宝ホールディングスの開示資料

事業概要（1/4）
宝酒造

焼酎、チューハイ、清酒、本みりんの国内メーカー。売上高は横ばい、営業利益率は約5%

2026/3期　売上高	営業利益	営業利益率	市場
1,191億円	**57億円**	**4.8%**	**日本**
グループの30%	グループの34%	26/3期	主に国内

主な商品



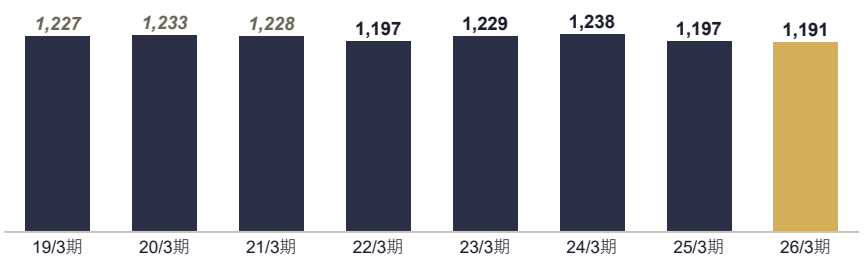
チューハイ　焼酎　スパークリング清酒　清酒　本みりん　調味料

カテゴリー別売上高（2026年3月期、構成比%）

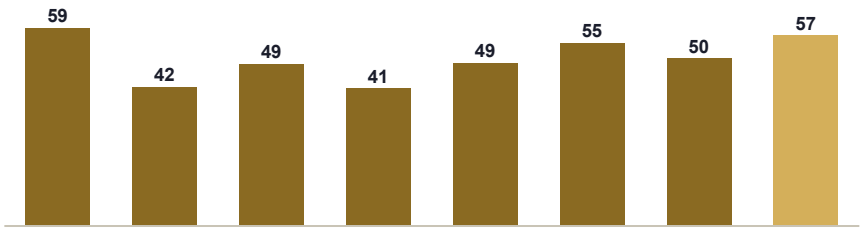


ソフトアルコール飲料（チューハイ）	37%
焼酎	25%
清酒	9%
原料用アルコール等	9%
本みりん	8%
その他調味料	8%
その他の酒類	4%

売上高（億円）(1)



営業利益（億円）および営業利益率



利益率	19/3期	20/3期	21/3期	22/3期	23/3期	24/3期	25/3期	26/3期
	4.8%	3.4%	4.0%	3.5%	4.0%	4.4%	4.2%	4.8%

主な出来事

1925
京都・伏見で寶酒造を設立（1840年代から清酒を醸造）

1949
東京、大阪、名古屋の各証券取引所に上場

2002
持株会社体制へ移行し、事業会社として分社化

2017
海外事業を宝酒造インターナショナルへ移管

22/3期
新収益認識基準を適用：売上高は旧基準より290億円少ない(1)

26/3期
営業利益は57億円と、2019年3月期（59億円）を下回る

注：(1) 2022年3月期以降の新収益認識基準では、リベート等を売上高から控除する。2019年3月期～2021年3月期はバリューアクトによる推計：報告売上高 × 0.805（2022年3月期の新基準÷旧基準）。宝HDは2022年3月期を両基準で開示（新基準1,197億円、旧基準1,487億円）。営業利益に影響はない。セグメントの数値にはセグメント間売上高を含む。
出典：宝ホールディングス決算短信補足資料（2019年3月期～2026年3月期）、2026年3月期有価証券報告書

事業概要（2/4）
海外酒類事業

グループ売上高の7%だが、グループ営業利益は70%超

2026/3期　売上高	営業利益	営業利益率	市場
285億円	**125億円**	**43.8%**	**グローバル**
グループの7%	グループの73%(1)	26/3期	米国、英国、欧州、アジア

主な商品


ブラントン・バーボン（米国）


トマーチン・スコッチ（英国）

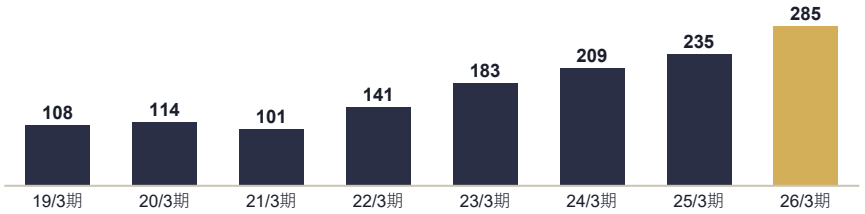

清酒「松竹梅」（米国）


フレーバー清酒「HANA」（米国）

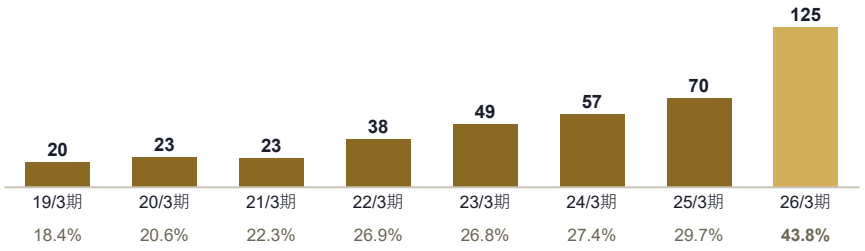
主要会社（2026年3月期、億円）(3)

会社	モデル	売上高	営業利益	利益率
エイジ・インターナショナル社（米国）	ブランドオーナー	162	105	**65%**
トマーチン社（英国）	自社蒸留所	38	14	37%
米国宝酒造（米国）	自社醸造所	65	8	13%
ウイスキー合計(4)		**201**	**120**	**59%**
海外和酒合計(4)		**89**	**6**	**7%**

売上高（億円）



営業利益（億円）および営業利益率(2)



事業の収益構造

ブラントン：蒸留業者ではなくブランドオーナー

宝HDはエイジ・インターナショナル社（以下「エイジ」）を通じてブラントンのブランドを保有（1992年に100%取得）。エイジは1992年に蒸留所をサゼラック社に売却しており、現在はサゼラック社がエイジ用にブラントンを蒸留・熟成・瓶詰めし、米国での販売権も保有 (5)。宝HD自身の開示資料も、エイジの事業を「製造・販売」ではなく「バーボンウイスキーの販売」と記載。

トマーチン社と米国宝酒造：自社で生産

トマーチン（1986年より宝グループ）は、スコットランド・ハイランド地方で自社の蒸留所を保有・運営し、スコッチを蒸留、熟成、販売。米国宝酒造（1982年より）は、カリフォルニア州バークレーで松竹梅とHANA（フレーバー清酒）を醸造するほか、日本で宝酒造が製造した清酒および調味料も販売。いずれも工場の運営コストを自ら負担。

利益率が極めて高い理由

エイジは蒸留所を運営せずに、ブランドオーナーとしての利益率を得ている。2026年3月期の営業利益率は65%（2025年3月期は53%）で、トマーチンの37%、米国宝酒造の13%を大きく上回る。エイジ単体で105億円（宝HDの連結営業利益の約62%）を稼ぐが、それはパートナーのサゼラック社が米国で製造・販売するブランドによるものである。

注：(1) 海外酒類の営業利益125億円 ÷ 連結営業利益171億円。(2) 2024年3月期以降、のれん償却後。(3) 連結調整前。(4) 連結調整前の単純合計。(5) 第三者情報に基づく記載であり、宝HDの開示資料には記載されていない。
出典：宝ホールディングス決算短信補足資料、「宝グループ中期経営計画2030」、有価証券報告書、「宝グループレポート2020」、米国宝酒造ウェブサイト（商品画像を含む）、ブラントンの生産および米国での流通に関する第三者情報

事業概要（3/4）
海外日本食材卸事業

買収で拡大し、グループ売上高の半分に。売上高は19/3期比約3倍に増加も、利益率は1.7%に低下

2026/3期 売上高	営業利益	営業利益率	市場
1,959億円	**34億円**	**1.7%**	**グローバル**
グループの50%	グループの20%	26/3期	米国、欧州、オーストラリア

主要会社（2026年3月期、億円）(1)


ミューチャルトレーディング


フーデックス


タザキフーズ

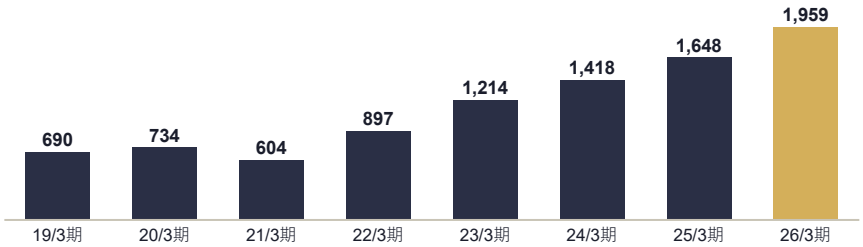

カーゲラー


コミンポート

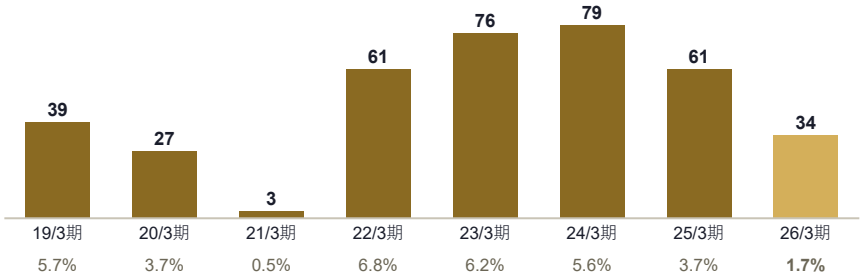

ニッポンフード

会社（国）	買収年	売上高	営業利益	営業利益率
ミューチャルトレーディング（米国）	2016	1,004	19	**1.9%**
フーデックス（フランス）	2010	288	4	**1.3%**
タザキフーズ（英国）	2013	220	4	**1.9%**
東京共同貿易（日本）	2020	185	7	**3.9%**
カーゲラー（ドイツ）	2024	178	14	**7.6%**
コミンポート（スペイン）	2014	172	14	**7.9%**
ニッポンフード（豪州）	2017	81	3	**4.3%**

売上高（億円）



営業利益（億円）および営業利益率(2)



主な出来事

2010
M&A：フーデックス（フランス）の株式80%取得

2013–14
M&A：タザキフーズ（英国）、コミンポート（スペイン）買収

2016
M&A：ミューチャルトレーディング（米国）の株式51%取得。現在は最大の事業会社

2017
M&A：ニッポンフード（豪州）の株式51%取得

2024
M&A：カーゲラー（ドイツ）の株式90%取得

26/3期
営業利益は44%減の34億円、利益率は1.7%

注：(1) 現地法人の業績は宝HDの開示に基づき円換算。連結調整前。(2) のれん償却：2024年3月期以降、営業利益は各事業ののれん償却後で表示（宝HDは2024年3月期を89億円から79億円に修正）。2019年3月期～2023年3月期は、宝HDが償却費を宝酒造インターナショナルで計上していたため、各事業の営業利益はのれん償却前。
出典：宝ホールディングス決算短信補足資料（2019年3月期～2026年3月期）、2026年3月期有価証券報告書、「宝グループレポート2026」

事業概要（4/4）
タカラバイオ

コロナ特需とその反動、2026年3月期の赤字。そして545億円(1)での完全子会社化

2026/3期　売上高	営業利益	ピーク時営業利益	市場
403億円	**–47億円**	**289億円**	**グローバル**
グループの10%	赤字	22/3期	日本35%、米国30%、中国13%

主な商品：カテゴリー別売上高（2026年3月期）


研究用試薬


CDMO拠点（CGCP(2)、滋賀県）

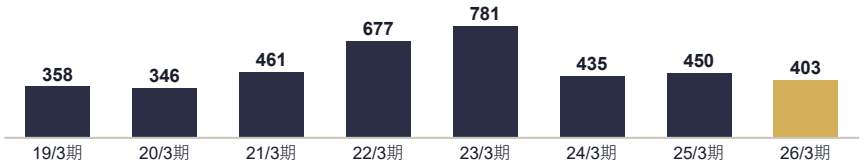
試薬　遺伝子研究用のキットおよび酵素
292億円　72%

CDMO　医薬品開発製造受託
73億円　18%

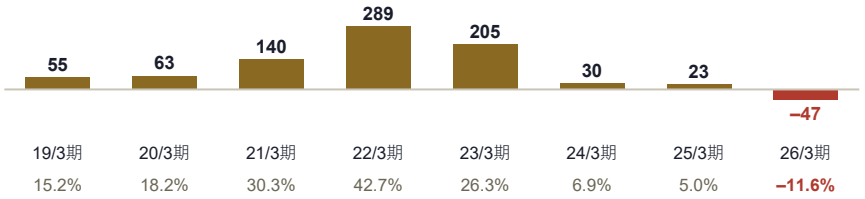
遺伝子医療　レトロネクチン等。自社治験は中止
29億円　7%

機器　実験機器
9億円　2%

売上高（億円）



営業利益（億円）および営業利益率



	19/3期	20/3期	21/3期	22/3期	23/3期	24/3期	25/3期	26/3期
利益率	15.2%	18.2%	30.3%	42.7%	26.3%	6.9%	5.0%	–11.6%

主な出来事

- **2002** 宝HDから分社化
- **2004** 東証マザーズに上場
- **2014** CDMO拠点CGCP I 稼働開始
- **2020** CGCP II稼働開始
- **22/3期** コロナ検査で営業利益がピークの289億円に
- **2021–22** 大塚製薬(3)が遺伝子治療の全契約を終了
- **2023年5月** CGCP IIIを計画
- **2025年1月** Curio社(4)買収
- **2026年2月** 宝HDによる公開買付け
- **26/3期** 営業損失47億円、CDMOで減損39億円
- **2026年5月** GMP細胞加工受託から撤退(5)
- **2026年6月** 上場廃止、宝HDの100%子会社に

注：(1) 545億円＝公開買付け発表時の資金総額（株式取得541億円＋手数料4億円）。2027年3月期2Q決算時点では、取引関連費用の増加により549億円。(2) CGCP＝遺伝子・細胞プロセッシングセンター。タカラバイオの滋賀のCDMO拠点で、CGCP Iは2014年、CGCP IIは2020年に開設、CGCP III（予算346億円）は2023年5月に計画。(3) タカラバイオの遺伝子治療のパートナーである大塚製薬：契約は2021年11月（HF10、CD19 CAR）および2022年11月（NY-ESO-1 siTCR）に終了。(4) Curio Bioscience, Inc.（米国）：空間解析用試薬の開発会社。クロージング時に4,050万米ドル、加えて最大1億5,000万米ドルのマイルストーン支払い。(5) GMP細胞加工受託＝GMP（製造管理及び品質管理の基準）に基づく、臨床用（再生医療、細胞治療）細胞の受託製造。2027年1月1日にS-RACMOへ移管予定。
出典：宝ホールディングス決算短信補足資料および有価証券報告書、公開買付届出書、タカラバイオ中期経営計画2026説明会、リリースおよび決算短信、宝ホールディングスリリース（2026年11月2日）

04

価値向上に向けた戦略策定の不備

取締役会の重大な不備
価値向上に向けた戦略策定の不備

取締役会は経済産業省と東京証券取引所が示す日本の基準に基づく責務を果たさず、株主の基本的な期待に応えられていない。その結果、企業価値が毀損している。

1 価値向上に向けた戦略策定の不備 | 2 効率的な資本配分の不備 | 3 M&Aに対する独立した監督の不備 | 4 経営陣に対する実効的な監督の不備

取締役会の不備による企業価値毀損の根拠

取締役会の行動…	…株主にもたらした結果
TGC100(1)と中計2025の6年間を監督したが、持続的な成長ドライバーを築けなかった	**中計2025の財務目標はすべて未達(2)** 2026年3月期の営業利益は171億円で目標380億円以上を55%下回り、ROEは4.6%（目標9%以上）
中計2030を承認：同じポートフォリオ、同じ成長への賭け、同じ利益目標	**中計2030でもさらなる目標未達の可能性が高い**
さらなる多角化を掲げる長期Vision 2050を承認	**さらに25年続く弱い実行力** ライフサイエンスでは今後25年にわたるシェア低下、主要な利益源であるウイスキーには今後25年にわたり注力しない計画

注：(1) TGC100＝TaKaRa Group Challenge for the 100th。2021年3月期～2026年3月期を対象とする宝HDの長期経営構想。(2) 売上高、営業利益、ROE、ROIC。中計2025の5つ目の目標である海外売上高比率60%以上は62.7%で達成。
出典：本セクションの以下のスライドに記載の宝ホールディングス開示資料、バリューアクトによる分析

TGC100の6年間：戦略の失敗

持続的な成長ドライバーを育成できず

TGC100では持続的なグローバル成長の基盤を築き、そこに投資することを目指していた

長期経営構想・2021年3月期～2026年3月期

TGC100

創立100周年に向けた6年間の構想。和酒・日本食におけるグローバル・リーダーシップと、ライフサイエンスにおける創薬事業を通じて、グループの持続的な成長ドライバーを模索

第I期・2021年3月期～2023年3月期

中計2022

各事業のビジネスモデルと経営基盤を再構築

第II期・2024年3月期～2026年3月期

中計2025

成長・強化領域への投資を加速

結果・2026年3月期

× 利益・ROEの目標は未達

営業利益

171億円

目標は230億円

ROE

4.6%

目標は8%

× 成長ドライバーの育成に失敗

タカラバイオと海外日本食材卸はいずれも

「見極め」の対象に

（中計2030）

出典：宝ホールディングスのTGC100および中計2022のリリース、「宝グループ中期経営計画2025」、「宝グループ中期経営計画2030」、2026年3月期決算短信

成長ドライバーを模索して6年、
2つの柱はいずれも「見極め」の対象に

TGC100で掲げた2つの成長ドライバーは、いずれも現在「見極め」の対象(1)



注：(1) 中計2030による：海外日本食材卸は「成長（見極め）」、タカラバイオのうちCDMOと遺伝子医療のみが「問題（見極め）」。海外日本食材卸（「成長」区分）を除くと、売却済みまたは見極め対象の事業は売上高の約4%（物流子会社、賃貸不動産、タカラバイオのCDMOおよび遺伝子医療）。
出典：バリューアクト・キャピタル、各社の開示資料

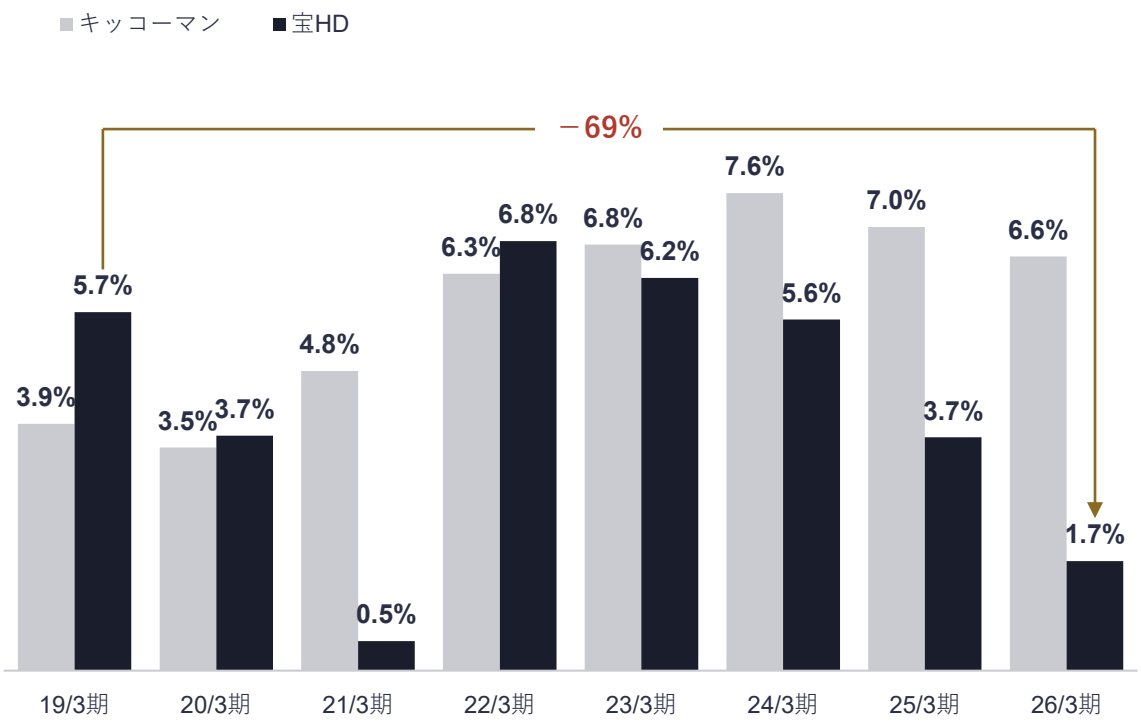
TGC100の6年間：戦略の失敗

海外日本食材卸事業

資本効率の低さと収益性の低下により、「見極め」の対象に

海外日本食材卸事業の営業利益率（%）

最も近い同業であるキッコーマン（海外食料品卸売事業）との比較



宝HDによる事業評価

日本食

事業ポートフォリオ戦略、中計2030

市場ステージ

成長期

資本効率

低い

競争優位性

弱い

位置づけ

成長（見極め）

注：宝HD＝海外日本食材卸事業（サブセグメント）の公表値（連結調整およびのれん償却後）。キッコーマン＝IFRSに基づく海外食料品卸売事業の事業利益。IFRSではのれんを償却しないが、キッコーマンののれんは少額（グループ全体で32億円、大半は海外食料品卸売事業以外）のため、比較は可能。
出典：宝ホールディングス決算短信補足資料（2019年3月期〜2026年3月期）および「中期経営計画2030説明会」、キッコーマン公表資料

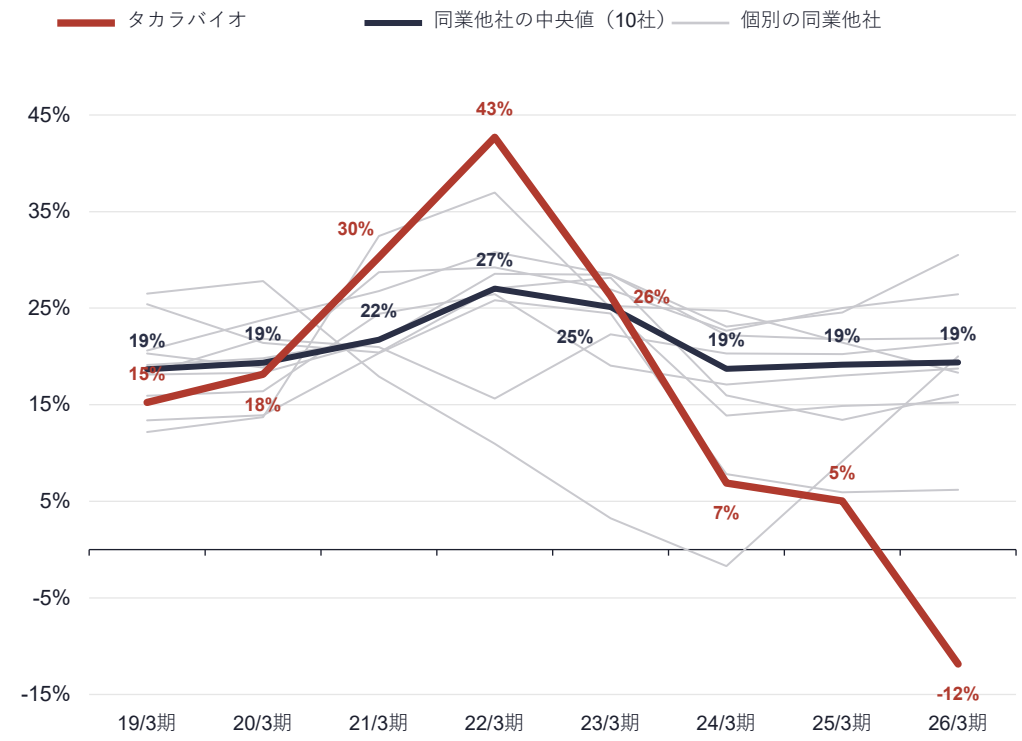
TGC100の6年間：戦略の失敗
タカラバイオ

戦略策定の不備

非効率な資本配分と弱い事業遂行力により赤字に転落し、「見極め」の対象(1)に

タカラバイオの営業利益率（%）(2)

試薬・CDMOの同業他社（10社）との比較



宝HDによる事業評価

タカラバイオ

事業ポートフォリオ戦略、中計2030

試薬	CDMO	遺伝子医療
市場ステージ		
成長期	**成長期**	**成長期**
資本効率		
中程度	**低い**	**低い**
競争優位性		
弱い	**限定的**	**限定的**
位置づけ		
コア（立て直し）	**問題**（見極め）	**問題**（見極め）

「限定的」は、現行の事業モデルでは競争優位性が「低い」と評価されているが、構造改革によって評価が変わり得ることを示す。

注：同業他社（研究用試薬・消耗品＋CDMOが売上高の50%超）：Bio-Techne、QIAGEN、Revvity、Illumina、Thermo Fisher、Danaher、Sartorius、Repligen、Lonza、WuXi Biologics。決算期は3月期に揃えて調整。(1) 中計2030による：海外日本食材卸は「成長（見極め）」、タカラバイオのうちCDMOと遺伝子医療のみが「問題（見極め）」。海外日本食材卸（「成長」区分）を除くと、売却済みまたは見極め対象の事業は売上高の約4%（物流子会社、賃貸不動産、タカラバイオのCDMOおよび遺伝子医療）。(2) タカラバイオは日本基準（のれんを償却）、同業他社は主にIFRS・米国基準。のれん償却前では2026年3月期の利益率は約−9%。

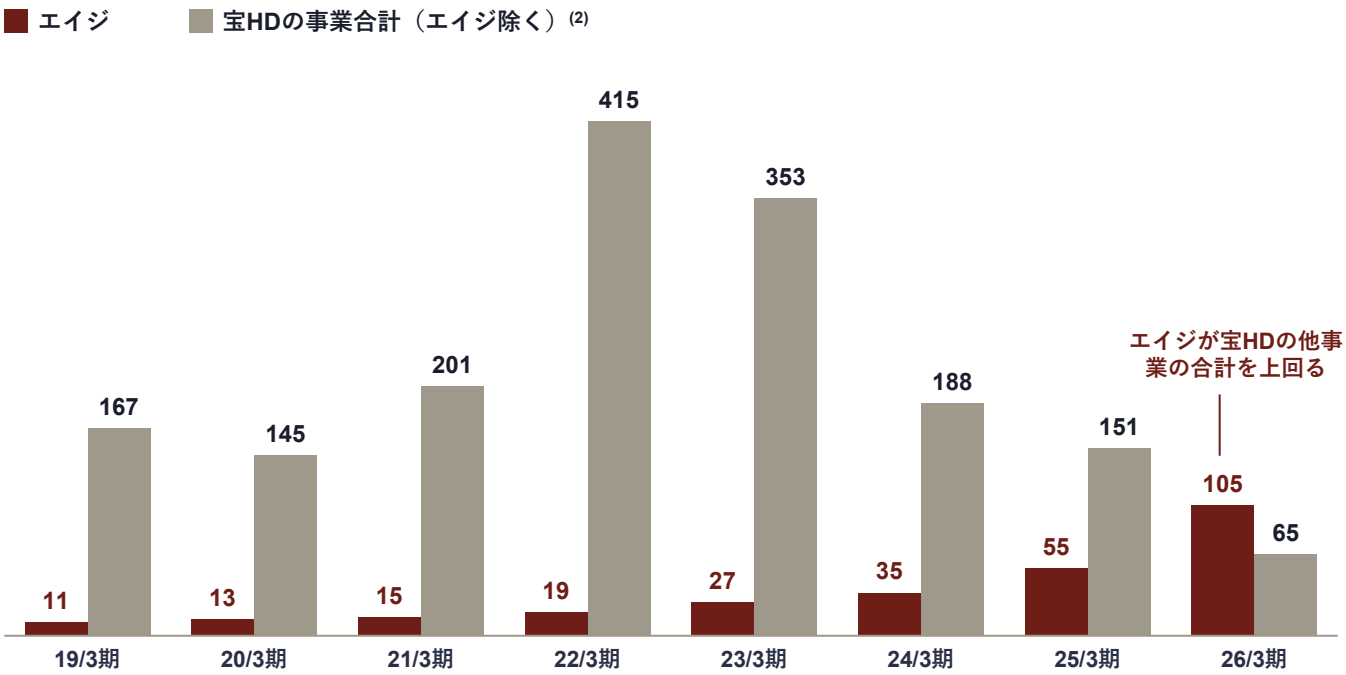
出典：宝ホールディングス「中期経営計画2030説明会」、2026年3月期有価証券報告書、2026年9月15日および10月5日付リリース、タカラバイオ2026年3月期決算短信、バリューアクトによる分析

TGC100の6年間：戦略の失敗

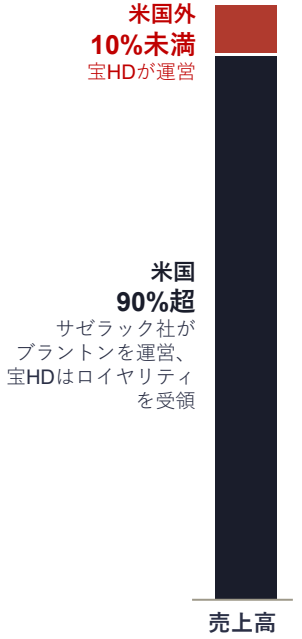
宝HDが経営する事業は急速に悪化

宝HDが自ら運営する事業の営業利益は、直近2年間で65%超減少。連結営業利益は、主にサゼラック社が運営するウイスキー事業から受動的な収入を得るエイジ(1)によって支えられている

営業利益（億円）



エイジの市場別売上高構成



注：宝HDはエイジ・インターナショナル社を通じてブラントンのブランドおよび商標権を保有。米国外（日本など）では宝HDが自社の販売網を通じて販売しているが、その売上高はほとんど伸びていない。米国では、サゼラック社（バッファロー・トレース蒸留所）が独占的な製造権に基づきブラントンの製造・熟成・瓶詰めを行い、マーケティング・販売および米国での発売の決定を担い、宝HDにロイヤリティを支払っている。(1) エイジ＝エイジ・インターナショナル社（米国）。ブラントンのブランドを保有。単体（連結調整前）の数値。米ドル建てでは、売上高は2,360万ドル（2019年3月期）から1億850万ドル（2026年3月期）に、営業利益は970万ドルから7,040万ドルに増加。(2) 連結営業利益からエイジの営業利益を控除。連結調整および全社費用を含む。2021年3月期～2023年3月期はタカラバイオのコロナ特需を含む。

出典：宝ホールディングス決算短信補足資料（2019年3月期～2026年3月期、主要海外子会社）、「中期経営計画2030説明会」、ブラントンの製造・米国流通に関する第三者情報、バリューアクトによる分析

TGC100の6年間：戦略の失敗

TGC100と中計2025の財務目標はすべて未達

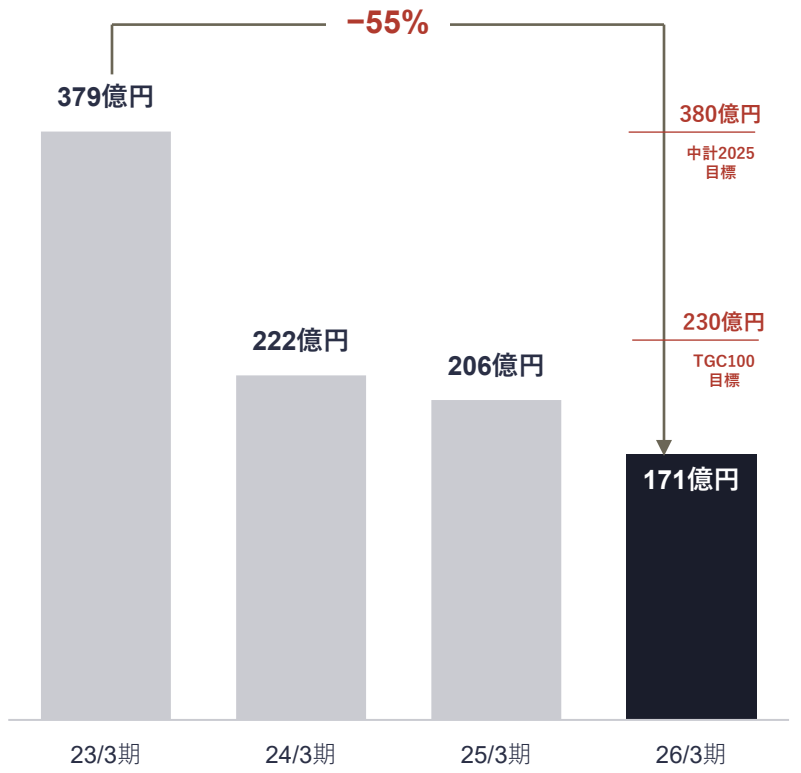
宝HDは、TGC100と中計2025の財務目標をすべて大きく下回った

財務目標と2026年3月期実績

宝HDは、TGC100と中計2025で掲げた主要な財務目標をすべて達成できなかった。調整後売上高は、為替の追い風、収益認識基準の変更、買収による増収分を除いた数値。利益は未調整。

指標	TGC100	中計2025	実績
売上高（開示値）	3,400億円以上	4,200億円以上	3,943億円
売上高（調整後）	3,400億円以上	4,200億円以上	3,298億円
営業利益	230億円以上	380億円以上	171億円
ROE	8%以上	9%以上	4.6%
ROIC	–	7.5%以上	3.1%

営業利益



注：TGC100と中計2025で設定していた海外売上高比率の目標（44%以上、60%以上）は達成（2026年3月期は62.7%）。
出典：宝ホールディングスの開示資料、バリューアクトによる分析

“

「取締役会には、...成長への道筋を明確にしつつ、事業ポートフォリオの改善や、成長投資の拡大など、将来の経営資源の配分方針について、...決定・監督することが強く期待される。」

経済産業省「成長投資ガイダンス」（2026年7月）

取締役会の不十分な対応
振り出しに戻った計画

6年間・2つの計画を経て、中計2030はTGC100と同じ出発点に戻った

新たな長期経営構想・2027年3月期～2051年3月期
長期Vision 2050

長期経営構想・2021年3月期～2026年3月期
TGC100　創立100周年に向けた6年間の構想

[2] さらに25年、現状維持が続く
長期Vision 2050はグループ・シナジーと新規事業の創出を強調しているが、それが焦点の欠如を助長し、成長ドライバーに対する監督の弱さを招いている。

[1] 中計2030はTGC100の再始動
6年間・2つの計画を経ても、宝HDは同じポートフォリオ、同じ成長への賭け、同じ経営陣のまま、TGC100で果たせなかったことを再び目指している。

第I期
21/3期～23/3期
中計2022
各事業のビジネスモデルと経営基盤を再構築

第II期
24/3期～26/3期
中計2025
成長・強化領域への投資を加速

前半
27/3期～28/3期
中計2030
体質転換／立て直し／将来への布石

後半
29/3期～31/3期
中計2030
成長スピード加速／将来の成長ドライバー創出

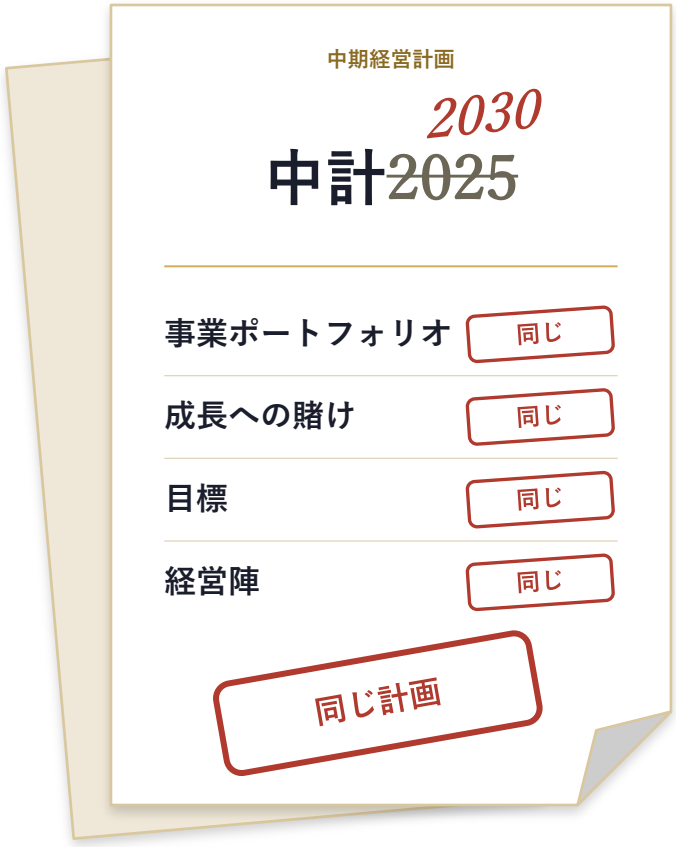
計画の段階：基盤の構築→ 成長への投資→ グローバル・リーダーシップの実現

出典：宝ホールディングスの開示資料

取締役会の不十分な対応

中計2030：同じ事業、同じ賭け、同じ取締役会

中計2030は、企業価値を毀損してきた体制を変えないまま、価値創造を掲げている



事業ポートフォリオ

同じ4つの事業

売上高の96%は変わらず

売上高の**96%**は変わらず。売却済みまたは見極め中は**約4%**：物流子会社、賃貸不動産18物件、タカラバイオのCDMOおよび遺伝子医療

タカラバイオでは、GMP細胞加工受託および遺伝子治療の自社臨床開発からの撤退のみを発表。その他は約2年以内に判断

2031年3月期までに新規事業を2つ立ち上げる目標：現時点で立ち上げはなし

成長ドライバー

再びタカラバイオと海外日本食材卸に賭ける

中計2030で計画する利益成長の**約89%**は、中計2025で失敗した2つの賭けに依存

経営陣と取締役会

経営陣の実質的な刷新なし

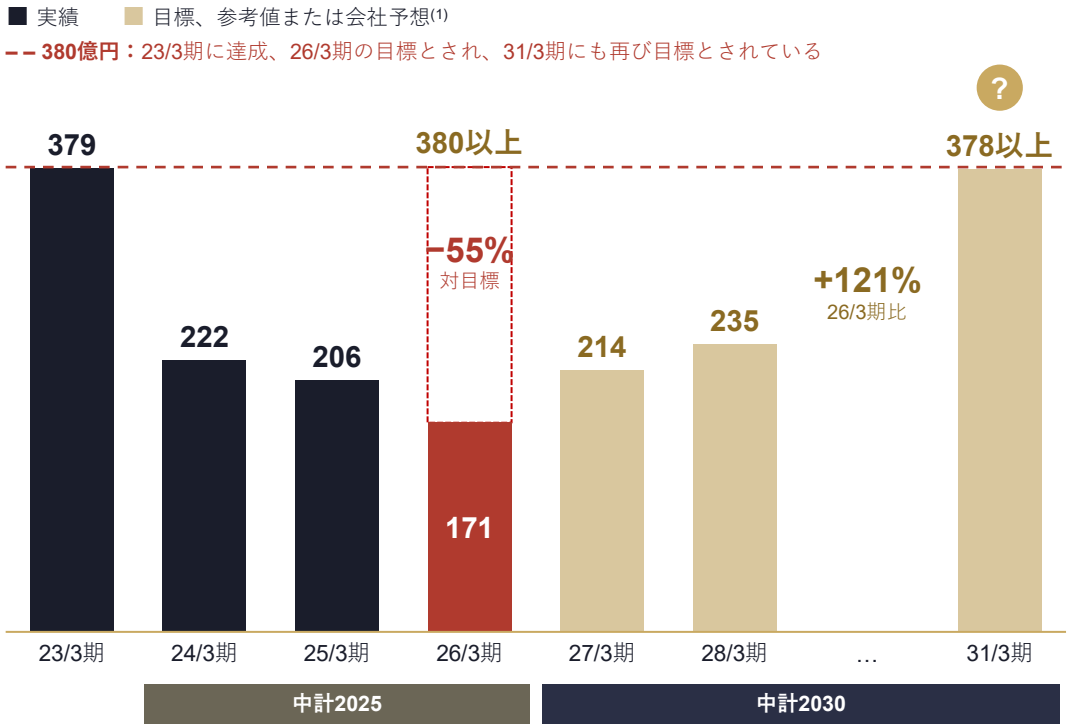
宝HDは、中計2025を監督した現取締役会が最適であると主張

注：2026年3月期売上高に対する比率。4.4%＝物流の外部売上（64億円以下）＋不動産賃貸（7億円）（いずれも上限値）＋タカラバイオのCDMOおよび遺伝子医療（102億円）。
出典：中期経営計画2025/2030説明会、宝グループレポート、「第115回定時株主総会招集ご通知」、2026年3月期決算短信および有価証券報告書、タカラバイオ2026年3月期決算短信、2026年9月～11月のリリース

取締役会の不十分な対応
中計2030：5年遅れの同じ目標

中計2030は、中計2025で未達に終わった目標を5年先送りして掲げ直したもの

営業利益：目標と実績（億円）



その他の目標：未達に終わり、再設定

ROIC（%） — 同様の目標

中計2025の目標	7.5以上
26/3期実績	3.1 (41%)
中計2030の目標	7以上

ROE（%） — 同様の目標

中計2025の目標	9以上
26/3期実績	4.6 (51%)
中計2030の目標	10以上

売上高（億円） — 売上高目標は引き上げ、利益目標は据え置き

中計2025の目標	4,200以上
26/3期実績	3,943 (94%)
中計2030の目標	4,930以上

注：(1) 2027年3月期＝会社予想（2026年11月10日）、2028年3月期＝中計2030の参考値。
出典：宝ホールディングス「宝グループ中期経営計画2025」、「中期経営計画2030説明会」、2026年3月期決算短信、2027年3月期業績予想修正（2026年11月10日）

取締役会の不十分な対応

長期Vision 2050：誤った方向のまま、さらに25年

グループシナジーと新規事業の創出を強調する一方、ウイスキーとタカラバイオに対しては、これまでと同じく不十分な監督を続ける姿勢を示している

1 シナジーなし



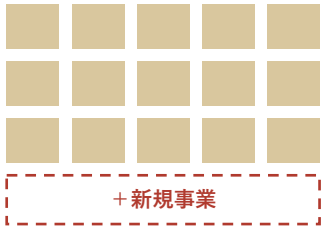
ゼロ

タカラバイオ完全子会社化の計画で見込まれたシナジー

タカラバイオ：飲料・食品事業と「事業領域に重複が存在せず」

p.37参照

2 さらなる事業の追加



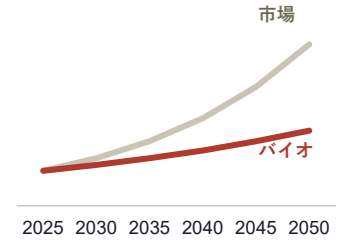
2,000億円

2050年度までの新規事業売上高目標

現在の売上高の半分に相当する額を、まだ存在しない事業で生み出す計画。
これまでに事業化はなし

p.38参照

3 タカラバイオのシェア低下



3% vs 6%

2050年度までの年平均成長率：タカラバイオ対試薬市場

長期Vision 2050は、545億円の完全子会社化後も、タカラバイオが市場の半分のペースでしか成長しないことを前提としている

p.39参照

4 ウイスキーは重点分野ではない



Blanton's
THE ORIGINAL SINGLE BARREL BOURBON
ブラントン
（バーボン）

TOMATIN
トマーチン
（シングルモルトウイスキー）

約70%

グループ営業利益に占めるウイスキーの割合

最も収益性の高い事業（営業利益率59%）が、ほとんど注目されていない

p.40～41参照

出典：「宝グループレポート2026」、「中期経営計画2030説明会」、タカラバイオ意見表明報告書、Mordor Intelligence

取締役会の不十分な対応
長期Vision 2050：グループシナジーの強調

宝HDは事業間に重複はないとしながら、成長計画は「グループシナジー」を前提としている

現在：シナジーなし

タカラバイオとグループの他の事業との間には「事業領域に重複が存在せず」
完全子会社化に関するタカラバイオの意見表明報告書、2026年2月

シナジーは「具体的に見積もることが困難」－545億円の完全子会社化の価値算定に用いた計画には含まれず
タカラバイオ意見表明報告書、2026年2月

「1つの事業が落ち込んでも、他の領域の事業がカバーする」－シナジーではなく多角化の論理
社長、宝グループレポート2026

「…宝酒造インターナショナルの流通網を活用するという示唆以外に、宝酒造や宝酒造インターナショナルとのシナジーはない」
セルサイド・アナリスト、Codrington Japan、2026年6月9日(1)、バリューアクト訳

それにもかかわらず、2050年に向けた計画はシナジーが前提

中計2030基本方針⑤：「グループシナジー発揮による成長の道筋の確立」
中期経営計画2030説明会、2026年5月、p.6

タカラバイオの完全子会社化により「シナジー効果を創出」－構造改革の加速、新規事業、タカラバイオの拡大
2026年3月期有価証券報告書（公開買付けに関する注記）

完全子会社化の理由：「バイオテクノロジーと既存事業とのシナジー効果を高め」るため（バイオテクノロジーは長期Vision 2050のコアコンピタンス）
社長、宝グループレポート2026

長期Vision 2050の売上高1兆円目標：3つの事業会社が「グループ一体となって」
宝グループレポート2026

宝HDはタカラバイオの完全子会社化にあたりシナジーを数値化できなかったにもかかわらず、それを25年計画の原動力に据えている。

注：引用は(1)を除き日本語の原文による（(1)は英語原文からのバリューアクト訳）。(1) Codrington Japan「宝ホールディングス（2531）：より抜本的なポートフォリオ変更が必要」、2026年6月9日。
出典：タカラバイオ意見表明報告書、2026年3月期有価証券報告書、「中期経営計画2030説明会」、「宝グループレポート2026」（トップメッセージ）、Codrington Japan

取締役会の不十分な対応
長期Vision 2050：さらなる多角化

宝HDは既存事業を成長させられていないにもかかわらず、長期Vision 2050では、どの方向にも広がりうる新規事業をさらに加えようとしている

現在の事業ポートフォリオと、長期Vision 2050で追加される領域

宝HD

宝酒造	宝酒造インターナショナル	タカラバイオ	その他
焼酎	海外の和酒	試薬	**物流（70%売却済み）**
清酒	バーボン（エイジ・インターナショナル社）	機器	ワイン輸入
ソフトアルコール飲料	スコッチ（トマーチン）	**CDMO：GMP細胞加工受託（撤退）**	不動産賃貸
その他の酒類	海外日本食材卸	CDMO：製造・試験	その他
本みりん		CDMO：遺伝子解析	
その他調味料		**遺伝子医療：自社臨床開発（中止）**	
原料用アルコール		遺伝子医療：レトロネクチン	
＋新規：隣接分野	＋新規：隣接分野	＋新規：空間解析、診断	

＋新規領域

目標：2031年3月期までに新規事業2件の事業化、2050年度に売上高2,000億円

テーマ案：バイオテクノロジー、健康、サステナビリティ（例：バイオ農薬、CO_2リサイクル）

新部署（2026年4月、8名）、コーポレートベンチャーキャピタル

アイデア（2027年3月期2Q時点）：233件（2027年3月期までに500件が目標）、仮説検証段階は11件、事業化はゼロ

一方で、既存事業は成果を出せていない

営業利益は171億円（中計2025の目標380億円比−55%）
2026年3月期実績

タカラバイオ：19年ぶりの営業赤字。海外日本食材卸の利益率：6.2% → 1.7%
2026年3月期実績

「新たな5カ年計画では、事業ポートフォリオに対するより戦略的なアプローチが示されなかった」
セルサイド・アナリスト、Codrington Japan、2026年6月9日、バリューアクト訳

事業を増やしても、既存ポートフォリオを成長させられないという問題は解決しない。

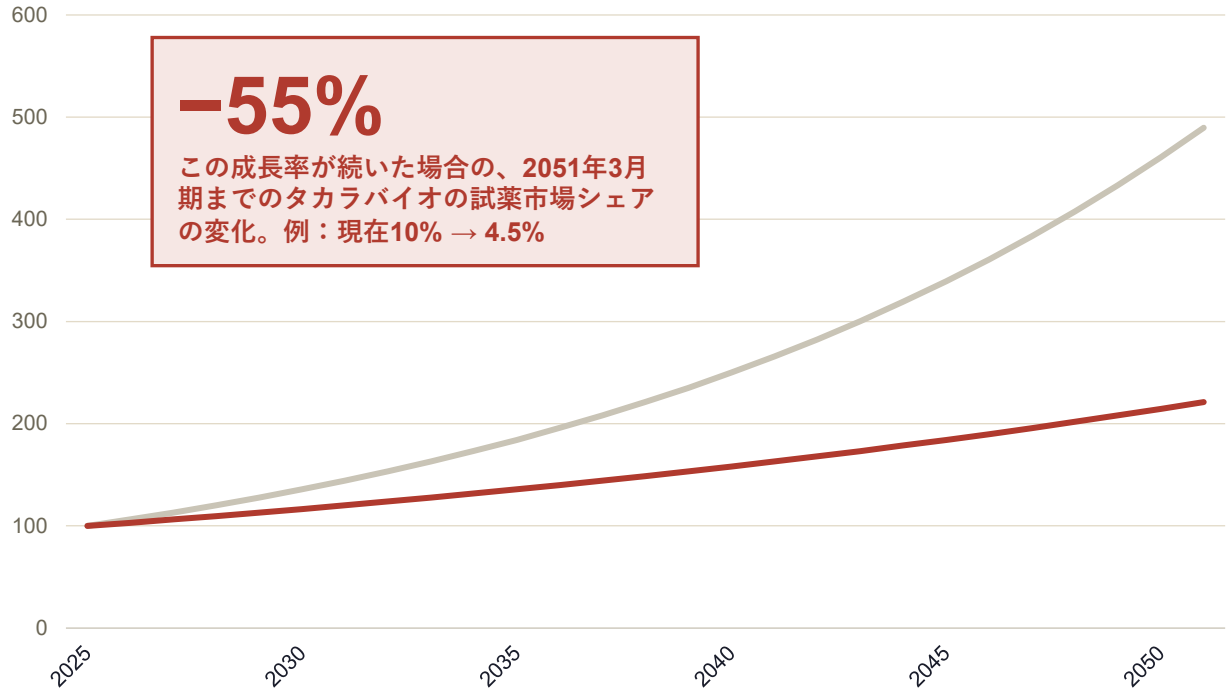
出典：2026年3月期有価証券報告書および決算短信、「中期経営計画2030説明会」および進捗、「宝グループレポート2026」、Codrington Japan

取締役会の不十分な対応
長期Vision 2050：シェア低下の25年

戦略策定の不備
長期Vision 2050の欠陥 1 2 3 4
タカラバイオのシェア低下

長期Vision 2050が前提とするタカラバイオの2050年までの成長率は年約3%。545億円を投じて完全子会社化した後も、試薬市場の半分のペースにとどまる

売上高指数（2025年3月期＝100）：タカラバイオ（長期Vision 2050の前提）と試薬市場の比較



試薬市場
年平均成長率 6.3%
Mordor Intelligence、ライフサイエンス試薬、2026〜2031年

タカラバイオ
年平均成長率 3.1%
長期Vision 2050の前提
（2025年3月期〜2051年3月期）

注：タカラバイオの3.1%＝2025年3月期売上高450億円（長期Vision 2050発表前の最後の実績、2025年9月）から、2051年3月期のグループ売上高1兆円以上の10%がライフサイエンスとした場合。試薬はタカラバイオ売上高の72%（2026年3月期）。市場CAGRは例示のため2050年まで一定と仮定。シェア変化＝222 ÷ 489 − 1。
出典：「宝グループレポート2026」、2025年3月期・2026年3月期決算短信補足資料、Mordor Intelligence

取締役会の不十分な対応
長期Vision 2050：依然ウイスキーに注力せず

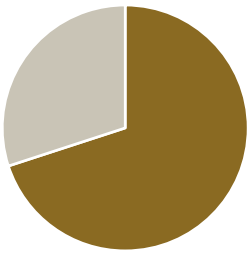
ウイスキーはグループ営業利益の約70%を稼ぐが、長期Vision 2050の目標には含まれず、中計2030の利益成長計画に占める割合も10%未満

ウイスキー：バーボン（ブラントン、エイジ・インターナショナル社）およびスコッチ（トマーチン）

高い利益貢献度（現在）

宝HDで群を抜いて収益性の高い事業

連結営業利益に占める割合、2026年3月期（171億円）



70%
ウイスキー
120億円(1)

30%
グループのその他の事業
純額51億円(2)

70%
現在（2026年3月期）のグループ営業利益に占める割合(1)

重点分野ではない（長期Vision 2050）

…さらに長期Vision 2050の重点分野にも含まれない

長期Vision 2050の3つの領域

酒類・日本食材
「和酒・日本食を世界の日常に」

ライフサイエンス産業支援
「健康を一人ひとりへ」

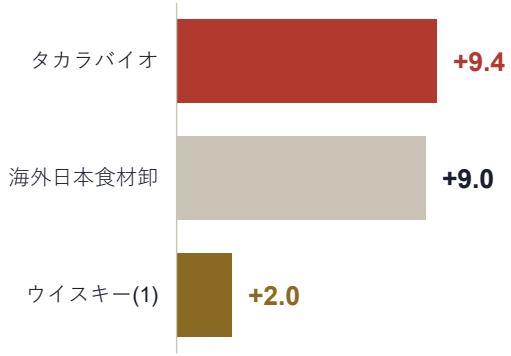
新規領域
「新しい領域で価値を創る」

3領域中0
長期Vision 2050の3領域のいずれにも該当せず。中計2030では、ウイスキーは他事業への「成長投資の源泉であり続ける」役割のみ

成長なし（中計2030）

…計画上の利益成長への寄与は10%未満

営業利益の計画増加額、2026年3月期 → 2031年3月期（億円）



<10%
2031年3月期までの計画上の利益成長に占める割合(3)

注：(1) ウイスキーおよび海外和酒：連結調整前のグループ会社の単純合計。その他の事業はセグメントベース。(2) 連結営業利益171億円からウイスキー120億円を差し引いた額：その他の事業からタカラバイオの損失、連結調整額および全社費用を控除した純額。(3) 中計2030の営業利益目標378億円（2031年3月期）から2026年3月期の171億円を差し引くと＋207億円。ウイスキー＋20億円＝9.7%。
出典：「中期経営計画2030説明会」、2026年3月期決算短信補足資料、「宝グループレポート2026」

取締役会の不十分な対応

長期Vision 2050：依然ウイスキーに注力せず

戦略策定の不備

長期Vision 2050の欠陥 1 2 3 4

ウイスキーは重点分野ではない

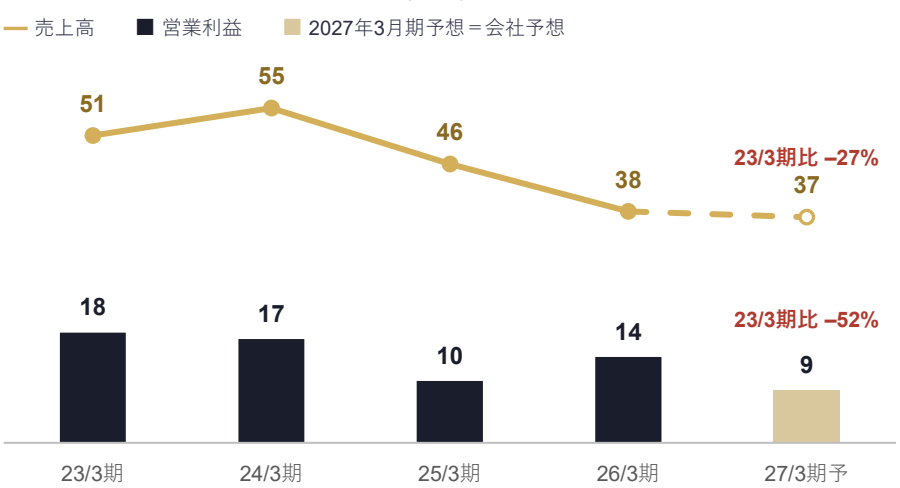
焦点の欠如が、事業に対する監督を弱め、業績を潜在力以下にとどめている

トマーチン－かつて世界最大のモルト蒸留所

129年	第1位	第20位
の歴史	**かつて世界最大のモルト蒸留所**	**生産能力ベース（2024年）**
1897年創業、1986年より宝グループが所有	1974年までに蒸留器23基、年間1,250万リットル	スコッチ・モルト蒸留所152か所中、年間500万リットル

業績：ピーク比で売上高–33%、利益–52%（27/3期予想）

トマーチンの売上高および営業利益（億円）



宝グループの「監督」は年に一度の訪問



> 「…年に一度来て、『ああ、順調だね。そのまま進めてくれ』という感じで満足しているだけです。まあ、そんなところです。」

トマーチン前マスター・ディスティラー（公開インタビューにて）

トマーチン蒸留所の操業責任者（2025年退任）が、公開インタビューで、過半数株主である宝グループが蒸留所を訪れる頻度を問われた際の発言。バリューアクト訳

▶ YouTubeでインタビューを視聴

出典：トマーチンのウェブサイト、Scotch Whisky Industry Review 2024（WhiskyInvestDirect経由、生産能力）、Whiskey Loreによるトマーチンのブレンダーへのインタビュー（年間生産量約250万リットル）、宝ホールディングス決算短信補足資料（2023年3月期～2027年3月期2Q）および2026年3月期有価証券報告書（トマーチンは開示ベース、連結調整前。2027年3月期予想＝会社予想）、Whisky Magazineのインタビュー

その結果生じた価値毀損
さらに5年間、目標未達が続くのか

中計2025は財務目標すべて未達。中計2030は同じ戦略を続け、ほぼ同じ約380億円の利益目標の達成まで、さらに5年待つよう株主に求めている

	中計2025 2024年3月期～2026年3月期	中計2030 2027年3月期～2031年3月期
戦略と監督	〓 同じ事業ポートフォリオ	和酒、ウイスキー、海外日本食材卸、ライフサイエンス
	〓 同じ2つの成長への賭け	タカラバイオと海外日本食材卸－2031年3月期までの計画上の利益成長の89%(1)
	〓 同じ経営陣と知見・経験の不足	これらの事業の経営経験を持つ社外取締役はいない

目標	2026年3月期の目標	2026年3月期の実績（対目標）		2031年3月期の目標	2026年3月期比で必要な伸び	
売上高	4,200億円以上	3,943億円	－6% ✕	4,930億円以上	+25%	?
営業利益	380億円以上	171億円	－55% ✕	378億円以上	+121%	?
ROE	9%以上	4.6%	－4.4pt ✕	10%以上	＋5.4pt	?
ROIC	7.5%以上	3.1%	－4.4pt ✕	7%以上	＋3.9pt	?
結果	財務目標をすべて未達(2)			再び財務目標がすべて未達に終わるのか		

2031年3月期までに求められること：4期連続で営業減益が続くなか、営業利益・ROE・ROICをいずれも2倍超にする必要がある

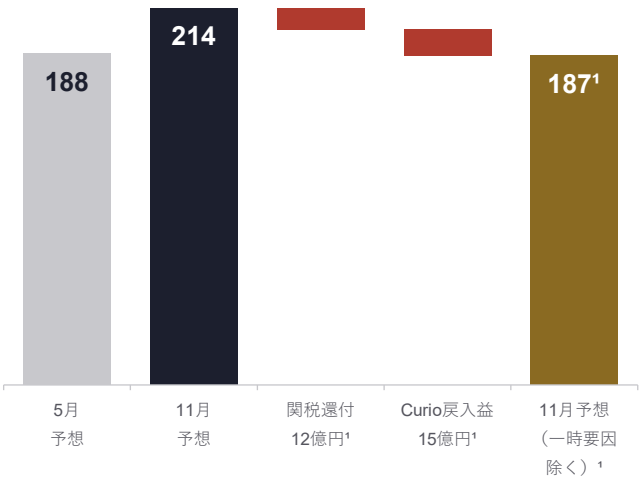
注：(1) 営業利益の計画増加額、2026年3月期～2031年3月期：＋207億円のうち、海外日本食材卸＋90億円、タカラバイオ＋94億円。(2) 売上高、営業利益、ROE、ROIC。中計2025の5つ目の目標である海外売上高比率60%以上は、62.7%で達成。
出典：宝ホールディングス、「宝グループ中期経営計画2025」（2023年5月11日）、中期経営計画2025の振り返りおよび「中期経営計画2030説明会」（2026年5月19日）pp.10, 27–28、2025年3月期および2026年3月期有価証券報告書、「第115回定時株主総会招集ご通知」

その結果生じた価値毀損

直近の業績は、すでに中期経営計画の予想を下回っている

宝HDは上方修正を中計2030が機能している証拠として挙げているが、会社の経営努力によらない一過性の要因を除くと、業績予想は実質的に下方修正となっている

2027年3月期 営業利益予想（億円）



宝HDの説明と数字が示す実態

表向きの説明	実態
予想を上方修正 営業利益＋26億円	2つの一過性要因が上方修正額を上回る：米国関税の還付（12億円）(1)と、Curio社のアーンアウト戻入益（15億円。Curio社が売上マイルストーンを達成できなかったことで生じた利益）(1)の計27億円
売上高は増加 売上高は5月比＋100億円	すべて為替要因：円安前提（1米ドル＝151円 → 158円）により、売上高は5月比で134億円押し上げ(2)。上方修正額100億円全体を上回る
利益は大幅増 当期純利益＋46% （119億円 → 174億円）	資産売却が主因：特別損益（純額）は5月比＋35億円（不動産を含む）。上記2つの一過性要因と合わせると、税引前利益の上方修正額＋63億円の99%を占める。一過性要因を除くROEは4.4%(3)（報告ベースでは6.7%）
タカラバイオは計画通り 営業損失は27億円で据え置き	一過性要因を除くと下方修正。Curio社の戻入益（15億円）があったにもかかわらず、通期営業利益予想は据え置き(1)。
市場の反応 上方修正と増配（11月10日）	市場は納得せず：翌営業日の11月11日、株価は3.7%下落。TOPIX(4)は1.0%上昇しており、4.7%ポイント下回った

宝HD自身の目標にはなお遠い：2027年3月期の営業利益予想214億円は、2023年3月期の379億円や中計2025の目標380億円に遠く及ばない

注：2027年3月期＝会社予想（5月時点と11月時点）。(1) 宝HDは5月予想からの修正理由として、両項目を挙げている（関税還付により宝酒造インターナショナルが5月予想を上回り、関税還付とCurioの見直しによりタカラバイオは予想通り）が、通期への影響額は開示していない。金額は上期実績：海外日本食材卸における米国関税還付12億円（タカラバイオ分は非開示）、およびCurioの条件付対価の公正価値利益15億円（1Qの増加額控除後）であり、5月比の通期の影響額は27億円と異なる可能性がある。(2) 会社開示の2027年3月期売上高への為替影響：5月時点46億円、11月時点180億円（海外日本食材卸40億円 → 146億円、タカラバイオ4億円 → 18億円）。主に円安前提（1米ドル＝151円 → 158円）による。(3) バリューアクトによる推計：当期純利益174億円から一過性要因（特別損益（純額）59億円、関税還付12億円、Curio利益15億円、税31%控除後）を除いた114億円 ÷ 2026年3月末・9月末の平均自己資本2,579億円＝4.4%（一過性要因を含めると6.7%）。(4) TOPIX＝東証株価指数。
出典：宝ホールディングス決算短信補足資料、業績予想修正、2027年3月期2Q決算短信、「中期経営計画2030の進捗について」、「臨時株主総会の開催日時、場所及び付議議案並びに株主提案に対する当社取締役会意見に関するお知らせ」、バリューアクトによる分析

その結果生じた価値毀損

長期にわたるTSRのアンダーパフォーマンス

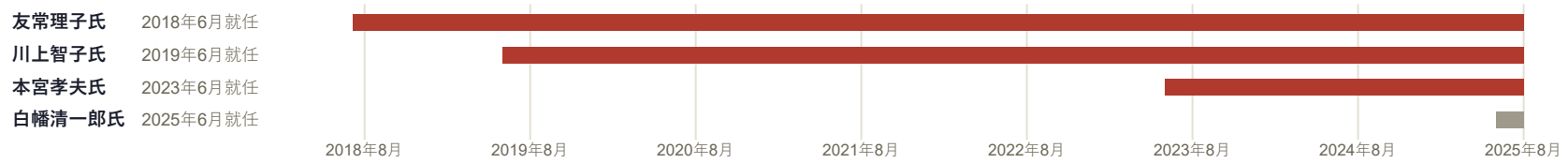
宝HDのTSRは、7期間中6期間でTOPIXを最大71%pt、5期間で食品中心の同業他社を最大42%pt、6期間でTOPIX-17食品セクターを下回った

基準日：2025年8月20日－いずれの期間も、バリューアクトの最初の大量保有報告書により保有が公表される前の最終取引日までを対象とする

株主総利回り（配当再投資ベース） 2025年8月20日までの各期間	7年	6年	5年	4年	3年	2年	1年
宝HDのTSR	**+52%**	**+66%**	**+64%**	**+19%**	**+43%**	**+19%**	**+32%**
ベンチマークに対する宝HDの超過／（劣後）、%pt							
配当込みTOPIX（ETF 1306）	(63)	(71)	(54)	(62)	(24)	(27)	+13
TOPIX-17食品（配当込み）（ETF 1617）(1)	(0)	(4)	(3)	(38)	(1)	(7)	+20
食品中心の多角化企業（8社の中央値）(2)	(4)	(11)	+18	(42)	(28)	(14)	+26

プラスの理由は？次ページ参照

社外取締役の在任期間（棒は各取締役の就任時から2025年8月20日まで）　解任提案の対象　解任提案の対象外



注：基準日（バリューアクトの保有開示の影響を受けない日）：2025年8月20日（バリューアクトの最初の大量保有報告書提出前の最終取引日）。各期間は同日の応当日に始まり、同日に終わる。TSR＝株主総利回り、ETF＝上場投資信託。(1) TOPIX-17食品セクター：NEXT FUNDS TOPIX-17 食品 ETF（1617）。(2) 食品中心のコングロマリット：キッコーマン、サッポロ、味の素、キリン、オエノン、東洋水産、ニチレイ、明治－東証上場の飲食料品企業（酒類、調味料または食品）で、宝HDがタカラバイオを保有するのと同様に、成長しつつある第二の事業または価値ある資産（ライフサイエンス、医薬品、コールドチェーン物流、不動産など）を保有するもの。期間を通じて上場しており、上場子会社ではない、8社の中央値。
出典：FactSet、バリューアクトによる分析

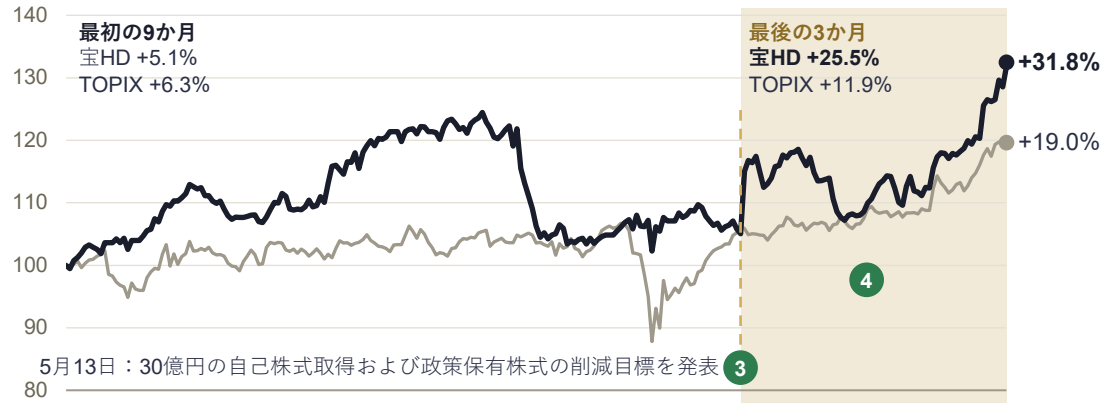
その結果生じた価値毀損

大量保有報告前1年間のTSR上昇は業績によるものではない

上昇要因は、バリューアクトによる市場買付けと、宝HDの財務戦略に関する発表。これらの発表は、同テーマも含むバリューアクトとの対話の後に行われた

株主総利回り、2024年8月20日＝100(1)

配当再投資ベース－2025年8月20日までの1年間　宝HD　TOPIX



各時点の通期営業利益予想（億円）



この1年間の出来事

2024年8月20日～2025年8月20日

1 通期営業利益予想が15%低下

257億円 → 219億円

通期営業利益予想（2024年8月時点と2025年8月時点）

2025年3月期実績は206億円と、2月の引き下げ後の水準も下回った

2 1Q営業利益は前年同期比15%減

41億円 → 35億円

1Q営業利益（2025年3月期～2026年3月期）

2025年8月8日発表、業績予想は据え置き

3 財務戦略

5月14日：宝HDはTOPIXを9.9%pt上回った

政策保有株式の売却と自己株式取得

2030年3月期末までに総額を半減する目標（5月13日公表）

4 バリューアクトによる買付け

バリューアクトは市場で株式を買い付けた

注：(1) 配当再投資ベースの円建て総リターン。2025年8月20日はバリューアクトの最初の大量保有報告書提出前の最終取引日。(2) 2025年3月期業績予想257億円と2026年3月期予想219億円を比較。

出典：FactSet、宝ホールディングス決算短信（2024年5月～2025年8月）および適時開示（2025年5月13日、6月16日、7月7日）、バリューアクトによる分析

05

効率的な資本配分の不備

取締役会の重大な不備
効率的な資本配分の不備

取締役会は株主の基本的な期待に応えず、経済産業省・東京証券取引所が示す取締役会の責務を果たしてこなかった。その結果、企業価値が毀損している。

1 価値向上に向けた戦略策定の不備

2 効率的な資本配分の不備

3 M&Aに対する独立した監督の不備

4 経営陣に対する実効的な監督の不備

取締役会の不備による企業価値毀損の根拠

取締役会の行動…	…株主にもたらした結果
リターンが低いかマイナスの「成長投資」に資本を投入	**低リターン・マイナスリターン**：海外日本食材卸への474億円は税引前リターン1.4%、2013年3月期以降のタカラバイオへの設備投資900億円はリターンがマイナス
投資の前提が崩れた後もタカラバイオへの投資を継続	**市場のシグナルが悪化に転じた後も、タカラバイオに670億円を投資**
事業ポートフォリオの独立した見直しを行っていない	**低リターンの事業ポートフォリオを維持：投下資本の91%は、リターンが資本コスト（6.44%）を下回るか同程度にとどまる**

出典：本セクションの以下のスライドに記載の宝ホールディングス開示資料、バリューアクトによる分析

「成長投資」

成長ドライバーへの投資リターンは低いか、マイナス

TGC100開始（2021年3月期）以降に1,971億円を投入 – うち87%は成長ドライバーへの投資

買収および設備投資に投入した資本

1,971億円

13億米ドル超

2021年3月期（TGC100）以降

海外日本食材卸　474億円

海外日本食材卸への配分

474億円

- M&Aおよび設備投資の税引前ROIは1.4%
- 営業利益の増加はわずか7億円（2020年3月期～2026年3月期）

タカラバイオ　1,245億円

設備投資およびM&A（2021年3月期～2026年3月期）

700億円

- 設備投資のROIはマイナス
- 未稼働のCDMO設備の減損39億円（2026年3月期）
- 直近に買収したCurioは、初年度の売上が予想を70%下回る

タカラバイオへの公開買付け

545億円

- 経営陣自身の計画でも、少なくとも10年間はROICがWACCを下回る

注：TGC100の初年度である2021年3月期以降に投入した資本（2020年4月～2026年3月、および2026年4月に決済されたタカラバイオへの公開買付けを含む）：設備投資1,008億円、買収383億円（非連結子会社およびCurioの条件付対価を含む）、子会社の追加持分取得35億円、タカラバイオへの公開買付け545億円（公開買付け発表時の資金総額：株式取得541億円＋手数料4億円。2027年3月期2Q決算時点では、取引関連費用の増加により549億円）－合計1,971億円（米ドルは宝HDの2026年3月期平均レートの149.62円で換算）。海外日本食材卸474億円＝宝酒造インターナショナルの設備投資の80%＋海外日本食材卸の買収。税引前ROI＝2020年3月期～2026年3月期の営業利益の変化（7億円）÷474億円。タカラバイオ700億円＝タカラバイオの設備投資621億円＋Curio（正味キャッシュ64億円＋条件付対価15億円）。
出典：宝ホールディングスの連結キャッシュ・フロー計算書およびその他の開示資料、バリューアクト・キャピタルによる分析

「成長投資」
海外日本食材卸－低いリターン

TGC100初年度の2021年3月期以降、海外日本食材卸に設備投資・買収で474億円を投じたが、営業利益の増加はわずか7億円。税引前資本収益率は1.4%

海外日本食材卸への累積投下資本

474億円

設備投資および買収
（2021年3月期～2026年3月期）

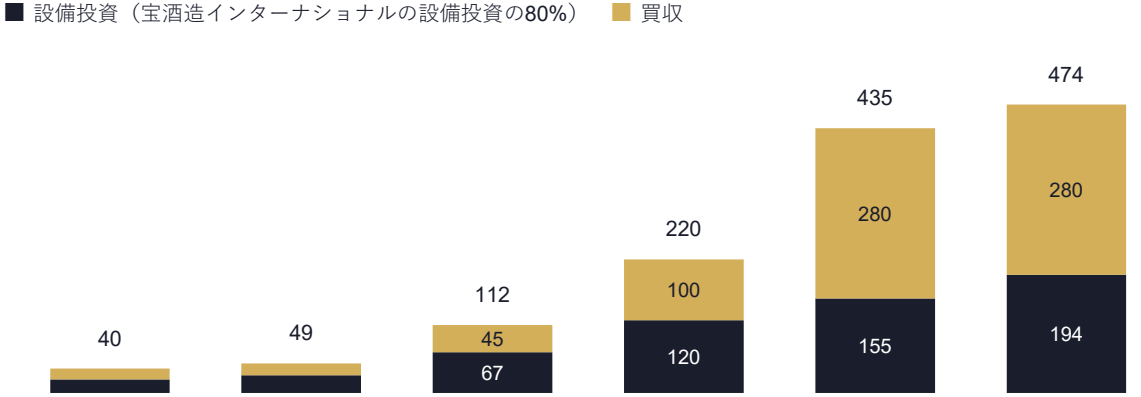
税引前資本収益率

1.4%

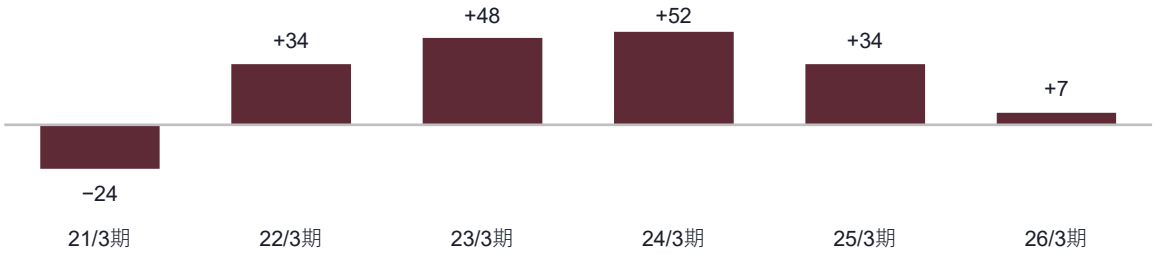
営業利益の変化 ÷ 投下資本

474億円を投じたが、営業利益は2020年3月期から2026年3月期にかけて7億円の増加にとどまる

海外日本食材卸への累積投下資本（億円）



2020年3月期比の海外日本食材卸の営業利益の変化（億円）
2020年3月期の営業利益：27億円



注：期間はTGC100の初年度である2021年3月期から開始。設備投資＝宝酒造インターナショナルの設備投資の80%（海外日本食材卸分と仮定）。買収＝キャッシュ・フロー計算書に基づくカーゲラー社（2025年3月期）の対価、その他の案件および追加持分取得（タカラバイオを除く）。税引前投資収益率＝2020年3月期～2026年3月期の海外日本食材卸の営業利益の変化（端数処理前）÷投下資本。
出典：宝ホールディングス開示資料、バリューアクトによる分析

「成長投資」
タカラバイオ－マイナスの投資収益率

TGC100初年度の2021年3月期以降、タカラバイオに設備投資・買収で700億円を投じたが、営業利益は63億円の黒字から47億円の赤字に悪化

タカラバイオへの累積投下資本

700億円

設備投資および買収
（2021年3月期～2026年3月期）

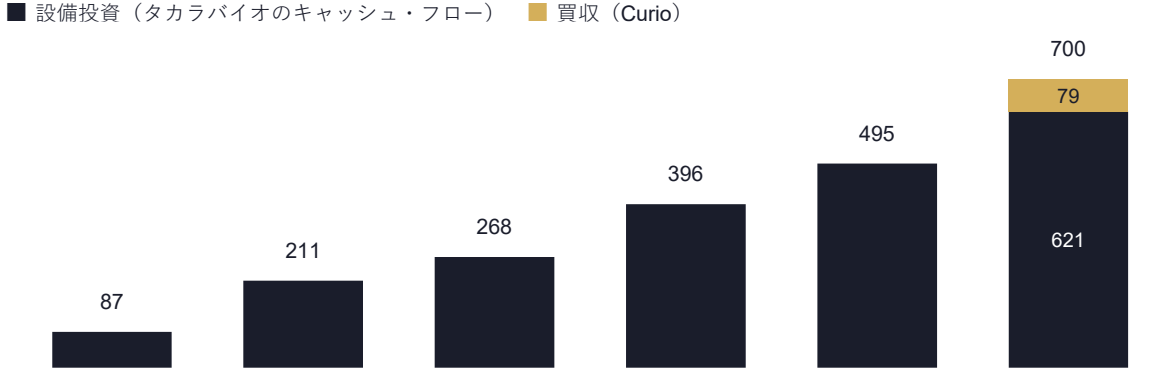
税引前資本収益率

マイナス

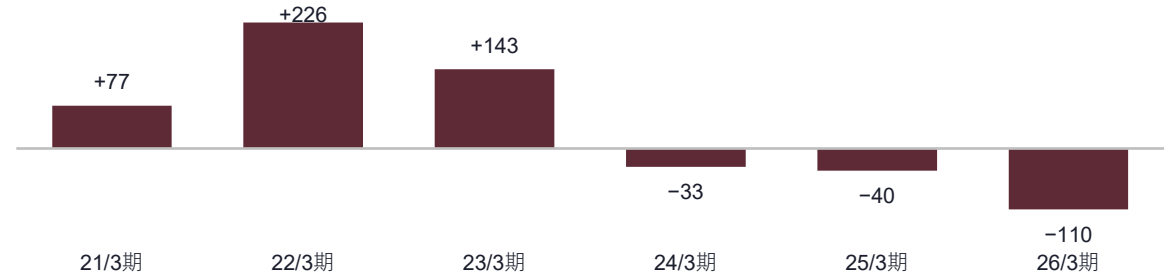
営業利益の変化 ÷ 投下資本

700億円を投じたが、営業利益は2020年3月期から2026年3月期にかけて110億円減少

タカラバイオへの累積投下資本（億円）



2020年3月期比のタカラバイオ営業利益の変化（億円）
2020年3月期の営業利益：63億円



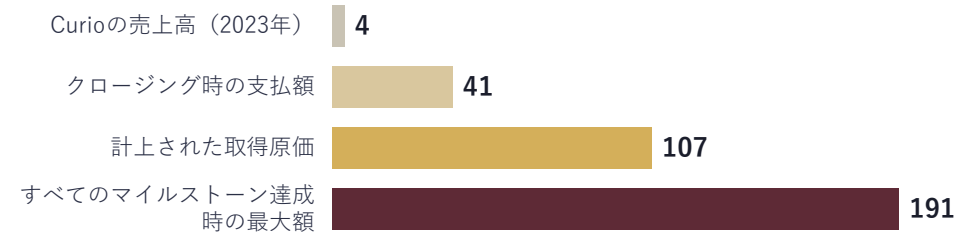
注：期間はTGC100の初年度である2021年3月期から開始。設備投資＝タカラバイオの有形固定資産および無形資産の取得（キャッシュ・フロー）。買収＝Curio（2026年3月期の正味キャッシュ64億円に条件付対価15億円を加えた額）。完全子会社化（2027年3月期、545億円）は含まない。3つ目のCDMO拠点（CGCP III）の予算は346億円で、うち2026年3月までに243億円を支払済み。税引前資本収益率＝2020年3月期～2026年3月期のタカラバイオ・セグメント利益の変化÷投下資本。
出典：宝ホールディングス有価証券報告書、バリューアクトによる分析

「成長投資」
タカラバイオ－Curio

資本配分の不備

タカラバイオは赤字のスタートアップを「次の柱」として買収。取得原価としてクロージング時支払額の2.6倍を計上したが、初年度の売上高は予算を約70%下回った

宝グループがCurioに支払う額（百万米ドル）



会計上の影響：タカラバイオは、Curioが製品開発・売上のマイルストーンを達成した場合に限り追加で支払う。支払見込額は取得時に取得原価に含めて負債計上し、その後は見込額の変動を損益に反映する。マイルストーンが未達となれば負債を取り崩し、販管費の減少として営業利益に計上する。

経営陣の計画・2025年5月

欧米の試薬事業で「Curio社製品とNGS関連製品の拡販による大幅増収を計画」

しかし2026年3月期の空間解析の売上は

－70% 予算20億円比：「興味を示す顧客の数は順調に増えており…受注まで至っておらず」

案件の経緯

2025年1月
「次の柱」として買収
クロージング時に4,050万米ドル、Curioが開発および売上のマイルストーンを達成した場合はさらに最大1億5,000万米ドル。Curioの2023年実績：売上高420万米ドル、営業損失580万米ドル。

▶

26/3期
売上は大幅に未達
空間解析の売上は予算を約70%下回る。経営陣：「当初の売上予想との乖離が続いています」

▶

27/3期
マイルストーン未達による「利益」
Curioがマイルストーンを達成できなかったため、タカラバイオは上期に条件付対価の負債15億円を取り崩した。宝HDは、この利益を通期業績予想の引き上げ理由に挙げている。

「次の柱」として買収したCurioは、初年度の予算を約70%下回った。しかも今ではマイルストーン未達が宝HDの利益をかさ上げしている。

注：計上された取得原価＝現金4,090万米ドルに、現在価値ベースの条件付対価6,640万米ドルを加えた額。最大額＝4,050万米ドルにマイルストーン上限1億5,000万米ドルを加えた額。「大幅増収を計画」＝タカラバイオ2025年3月期通期決算説明会資料（2025年5月15日）p.9。引用は日本語の原文による。
出典：タカラバイオTDnetリリース、決算説明会および質疑応答、決算短信、宝ホールディングス開示資料、バリューアクトによる分析

懸念材料があるにもかかわらず投資を継続
タカラバイオ－CDMO

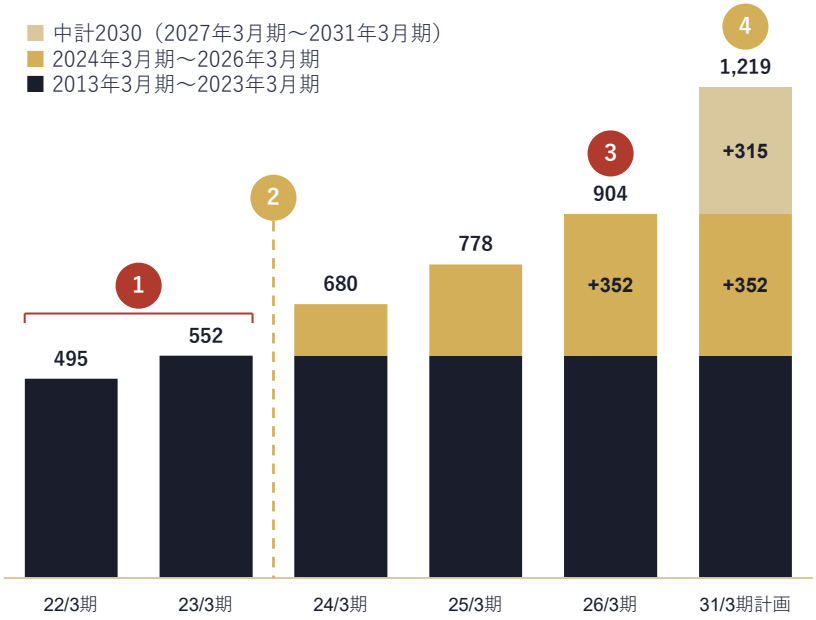
資本配分の不備



取締役会は、遺伝子治療のパートナー企業が撤退した後も、タカラバイオの3つ目のCDMO拠点の建設を進めた。減損処理の後も、中計2030でCDMOへの投資継続を計画している。

2013年3月期以降のタカラバイオの累積設備投資（億円）

パートナー企業撤退後の支出・計画額は670億円。それ以前の11年間の累計を上回る



1 2021年11月～2022年11月　取締役会が直面した状況

遺伝子治療のパートナー企業が撤退

大塚製薬が、タカラバイオの3つの遺伝子治療プログラムすべてから撤退。CDMOの生産能力は、この需要を見込んで一部拡張されていた。(1)

2 2023年5月　取締役会の決定

3つ目のCDMO拠点の建設を推進

6か月後、中計2025で、3つ目のCDMO拠点（346億円）を含むタカラバイオの設備投資460億円を計画。

3 2025年10月　結果

未稼働のCDMO生産能力を減損処理

減損39億円。宝HDは大塚製薬の撤退を理由に挙げている。(1)タカラバイオの2026年3月期は、利益目標150億円に対し営業損失47億円。

4 2026年5月　取締役会の対応

中計2030でCDMOへの投資継続を計画

3つ目のCDMO拠点の完成を含め、タカラバイオにさらに315億円を投じる計画。CDMOを継続するかどうかは、なお未定。

宝HDの取締役会が責任を負う理由：宝HDはタカラバイオ株式の61%を保有し、同社の取締役全員を選任していた。宝HDの社長は2022年からタカラバイオの取締役も務めている。タカラバイオは現在100%子会社であり、中計2030の投資は宝HD自身の決定である。

注：(1) 大塚製薬との契約は2021年11月（HF10、CD19 CAR）および2022年11月（NY-ESO-1 siTCR）に終了。宝HDは、減損の原因としてこれと顧客の計画変更を挙げている。設備投資は補助金控除前。Curioの買収および完全子会社化は含まない。
出典：タカラバイオおよび宝ホールディングスの開示資料およびリリース、「宝グループ中期経営計画2025」（2023年5月）、「中期経営計画2030説明会」（2026年5月19日）、バリューアクトによる分析

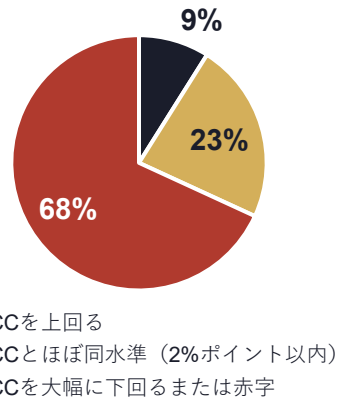
事業別の資本配分
低リターン事業に資本が集中

投下資本約3,800億円の91%は、リターンが資本コスト6.44%を下回るか、ほぼ同水準。上回るのはブラントン、その他の海外酒類、「その他」のみ

事業別投下資本（2026年3月末、億円）と2026年3月期のリターン

事業（2026年3月31日時点の投下資本）	投下資本 億円(1)	構成比（%）	2026年3月期 営業利益 億円	営業利益／投下資本(2)	WACC 6.44%との比較(3)
宝酒造（国内）	**719**	**19%**	**57**	**8.0%**	**● ほぼ同水準（ROIC 5.5%）**
宝酒造インターナショナル	**1,555**	**41%**	**142**	**9.1%**	**● ほぼ同水準（ROIC 6.3%）**
エイジ・インターナショナル社（ブラントン）	117	3%	105	89.8%	● WACCを上回る
トマーチン（スコッチ・ウイスキー）	152	4%	14	9.3%	**● WACCとほぼ同水準**
その他の海外酒類	57	1%	6	9.7%	● WACCを上回る
海外日本食材卸	1,229	32%	34	2.8%	● 大幅に下回る
タカラバイオ	**1,011**	**27%**	**(47)**	**(4.6%)**	**● 赤字(4)**
試薬・機器(5)	706	19%	n.d.	n.d.	● 大幅に下回る(6)
CDMO（CGCP I〜III）(5)	280	7%	n.d.	n.d.	● 大幅に下回る(7)
遺伝子医療(5)	25	1%	n.d.	n.d.	● 大幅に下回る(8)
その他（物流、ワイン、不動産）	**166**	**4%**	**34**	**20.2%**	**● WACCを上回る**
全社（主に政策保有株式）	**350**	**9%**	**(15)**	**n.m.**	**● 大幅に下回る**
合計	**3,801**	**100%**	**171**	**4.5%**	**ROIC 3.1%**

WACCに対するリターン別の投下資本



91%の投下資本がWACCを下回るか、ほぼ同水準

68%はWACCを大幅に下回るか赤字：海外日本食材卸、タカラバイオ、政策保有株式。
23%はWACCとの差が2%ポイント以内：宝酒造（ROIC 5.5%）、トマーチン社。

注：(1) 資産から無利子流動負債および現預金を控除したもの。事業別には非開示のため、バリューアクトが推計。宝HDのセグメントROIC（税率31%）から逆算し、セグメント内は資産または当該事業固有の会計数値に基づき按分。(2) 税引前営業利益÷投下資本。WACC6.44%は税引前で約9.3%に相当。(3)「ほぼ同水準」＝税引後リターンとWACCの差が2%ポイント以内。(4) 宝HDの計画では、2031年3月期までROICがWACCを下回る。(5) 識別可能な資産で按分。n.d.＝営業利益は非開示。(6) タカラバイオUSAの損失予想12億円（実績15億円）。(7) 39億円の減損。宝HDは、大塚製薬との契約終了および顧客側の変化を原因としている。(8) 直近で報告されたセグメント損失14億円（2017年3月期）。自社の臨床開発は中止。
出典：宝ホールディングス有価証券報告書、決算短信補足資料、「中期経営計画2030説明会」および「コーポレート・ガバナンスに関する報告書」、タカラバイオ財務諸表、トマーチン決算書（Companies House）、バリューアクトによる分析

“

原則4-1：取締役会は「成長の道筋を構築」し、設備投資、研究開発、人的資本などの成長投資や「事業ポートフォリオの見直し」について説明しなければならない。

原則4-2：取締役会は「自社の経営資源の配分が…適切なものとなっているかについて不断に検証を行うべきである」。

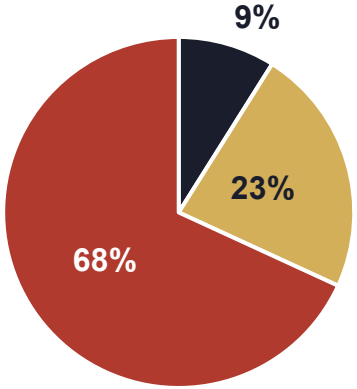
コーポレートガバナンス・コード　原則4-1および4-2

取締役会の不十分な対応
低リターンの資本配分を改めて維持

1 背景：取締役会が直面した状況

投下資本の91%は、リターンが資本コストを下回るか、ほぼ同水準

2026年3月31日時点の投下資本（約3,800億円）のリターン別内訳。バリューアクトによる推計



WACCを大幅に下回る　68%
資本コストを大幅に下回るまたは赤字：海外日本食材卸、タカラバイオ、全社の政策保有株式

WACCとほぼ同水準　23%
資本コストを下回るが、差は2%ポイント以内：宝酒造（国内）、トマーチン社（スコッチウイスキー）

WACCを上回る　9%
資本コストを上回る：ブラントン（バーボン）、その他の海外酒類、小規模な「その他」セグメント

株主からの意見・2026年2月
バリューアクトは、社外取締役が主導する独立した戦略の見直しを要請した。

2 取締役会の決定

同じ事業ポートフォリオを改めて維持

- ✕ **独立した見直しなし：**取締役会は、社外取締役主導の戦略の見直しを行わなかった。
- ✕ **中計2030でも同じポートフォリオ：**2026年5月に承認した計画で、7つの事業ユニットをすべて維持。**売却済みまたは見極め中の事業は売上高の約4%にすぎない。**
- ✕ **長期Vision 2050**はポートフォリオを新規領域へ拡大：現在ゼロの新規領域で、2051年3月期までに売上高の20%を目指す。

3 価値の毀損

低リターン事業に資本が滞留

3.1%
2026年3月期のROIC

6.44%
宝HDの資本コスト（会社開示のWACC）

4.6%
2026年3月期のROE（株主資本コスト7.38%に対し）

注：投下資本＝資産から無利子流動負債および現預金を控除したもの。事業別には非開示のため、バリューアクトが推計。宝HDの2026年3月期セグメントROIC（税率31%）から逆算し、セグメント内は資産または当該事業固有の会計数値に基づき按分。リターン＝税引前営業利益÷投下資本。WACC6.44%（税引前9.3%）と比較。「ほぼ同水準」＝税引後で差が2%ポイント以内。詳細は「低リターン事業に資本が集中」を参照。

出典：宝ホールディングス2026年3月期有価証券報告書、「中期経営計画2030説明会」、「宝グループ長期Vision 2050」、「臨時株主総会の開催日時、場所及び付議議案並びに株主提案に対する当社取締役会意見に関するお知らせ」、「コーポレート・ガバナンスに関する報告書」（資本コスト関連の記載）、バリューアクト・キャピタル「宝ホールディングス株主の皆様への公開書簡」、バリューアクトによる事業別投下資本の推計

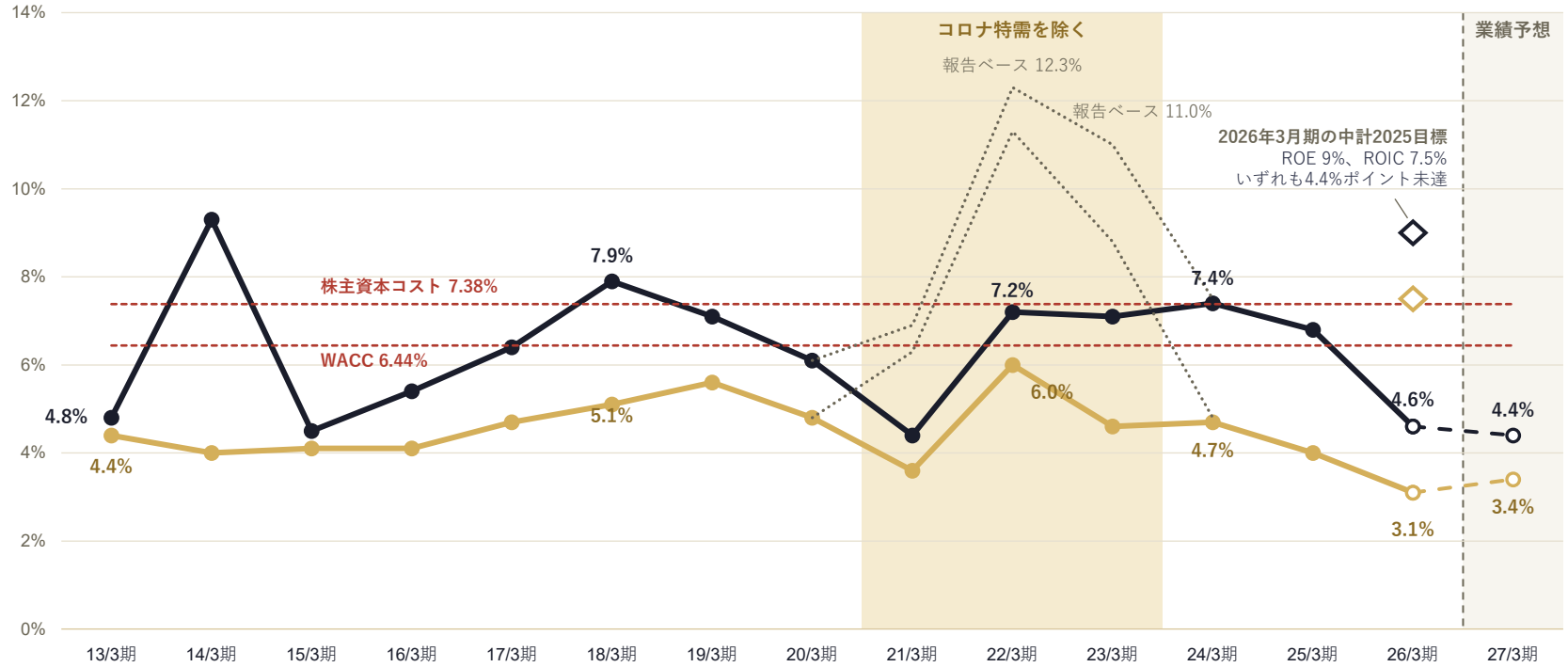
その結果生じた価値毀損

本業のリターンは資本コストを下回り続けている

コロナ特需を除くと、宝HDのROICは直近14年間すべてでWACC6.44%を下回る。修正後の2027年3月期業績予想でも、一過性要因を除くROICは3.4%（含めると3.9%）

宝HDのコロナ特需を除くROE・ROIC、2013年3月期～2026年3月期、および2027年3月期業績予想（一過性要因を除く、%）

— ROE　— ROIC(1)　⋯ 報告ベース（コロナ特需を含む）　- - 2027年3月期業績予想（一過性要因を除く）　◇ 2026年3月期の中計2025目標　— 資本コスト（会社開示）



注：(1) 2020年3月期～2026年3月期のROICは宝HDの開示に基づく。2013年3月期～2019年3月期は非開示のため、バリューアクトが計算：営業利益×（1−31%）÷（平均有利子負債＋純資産）。コロナ特需＝タカラバイオが開示したコロナ関連売上高（2021年3月期～2024年3月期）× 利益率70/80/50/50%、税引後（ROEは宝HDの持分61%を乗じる）。2014年3月期のROEは約90億円の一過性利益を含む。2027年3月期＝一過性要因を除く修正後業績予想：ROE＝当期純利益174億円から、特別損益（純額59億円）、上期の米国関税還付（12億円）およびCurio条件付対価の評価益（15億円）の税引後（税率31%）の額を控除し、2026年3月末・9月末の平均自己資本（2,579億円）で除したもの。一過性要因を含む場合：ROE 6.7%、ROIC 3.9%。
出典：宝ホールディングスの開示資料、中期経営計画2025説明会、2027年3月期業績予想、「コーポレート・ガバナンスに関する報告書」、バリューアクトによる分析

06

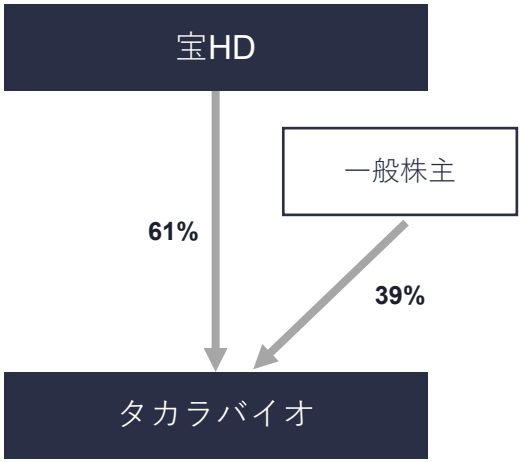
M&Aに対する独立した監督の不備

タカラバイオ公開買付け

上場ライフサイエンス子会社に対する公開買付け

545億円(1)を借入金で賄った完全子会社化：宝HDにとって過去最大の資本配分の意思決定

公開買付け前



タカラバイオ、2026年2月12日（公開買付け公表の前日）

株価	819円
時価総額	986億円

公開買付けの条件

買付け予定の株式	約4,700万株＝タカラバイオ株式の39.09%
買付け価格	1株当たり1,150円（2026年2月9日合意）、約541億円
プレミアム	直前終値（2026年2月12日）に対して40.42%、1か月平均に対して41.45%、3か月平均に対して42.33%、6か月平均に対して31.88%
過去の提示価格	950円（2026年1月15日） 1,020円（2026年1月21日） 1,080円（2026年1月27日） 1,110円（2026年2月5日）
資金調達	借入金で調達
承認	**タカラバイオ：**取締役会、特別委員会、株主総会（スクイーズアウト手続） **宝HD：**取締役会

注：(1) 545億円＝公開買付け発表時の資金総額（株式取得541億円＋手数料4億円）。2027年3月期2Q決算時点では、取引関連費用の増加により549億円。
出典：宝ホールディングスの開示資料

取締役会の重大な不備
M&Aに対する独立した監督の不備

取締役会は株主の基本的な期待に応えず、経済産業省・東京証券取引所が示す取締役会の責務を果たしてこなかった。その結果、企業価値が毀損している。

1 価値向上に向けた戦略策定の不備 | 2 効率的な資本配分の不備 | **3 M&Aに対する独立した監督の不備** | 4 経営陣に対する実効的な監督の不備

取締役会の不備による企業価値毀損の根拠

取締役会の行動…	…株主にもたらした結果
支配株主として、タカラバイオの低迷に責任を負う	**3年連続で業績予想を下回る**：タカラバイオは赤字に転落
経営陣の利益相反に対処する独立した委員会を設置せず	**利益相反を抱えたまま545億円の公開買付けを承認**：宝HDの社長、タカラバイオの社長、そしてタカラバイオの3名の社内取締役による利益相反
フェアネス・オピニオンも、経営陣の事業計画の独立した検証も取得せず	**9か月で2度の下方修正**：2031年3月期の利益計画は23%減、2027年3月期の損失は公開買付け時の計画比17%拡大。リターンはWACC 6.44%に届かない

出典：本セクションの以下のスライドに記載の宝ホールディングス開示資料、バリューアクトによる分析

取締役会の不十分な対応
取締役会が当時把握していた事実

宝HDにとって過去最大の投資には慎重になるべき兆候がそろっていたが、取締役会は独立した検証を一切行わずに承認した

545億円の承認を求められた時点で取締役会が把握していた事実

1. **3年連続で業績予想を下回る**
   タカラバイオは2024年3月期から3期連続で期初の利益予想を下回り、2026年3月期は期初予想25億円の黒字に対し47億円の赤字(1)
2. **投下済みの資本がリターンを生んでいない**
   2021年3月期以降、設備投資と買収に700億円を投じる一方、営業利益は63億円（2020年3月期）から47億円の赤字（2026年3月期）に悪化
3. **直近の買収もすでに計画未達**
   Curio（2025年1月買収）：初年度の空間解析製品の売上高は予算を約70%下回る
4. **両社自身がシナジーなしと説明**
   「事業領域に重複が存在せず」、シナジーは「具体的に見積もることが困難」として事業計画に加味せず
5. **両社の経営に同じ経営陣が関与**
   宝HDの社長は、業績予想の未達が続いた期間もタカラバイオの取締役を兼務
6. **筆頭株主が抜本的な見直しを要請**
   バリューアクトは2025年12月～2026年1月、売却を含むあらゆる選択肢の検討を取締役会に要請
7. **経営陣自身の計画でも資本コストを下回る**
   10年間の計画のいずれの年も、宝HDの資本コスト6.44%に届かない

取締役会による承認の経緯

- ✕ **過去最大の投資にもかかわらずデュー・ディリジェンスはわずか2か月**
- ✕ **社外取締役による委員会なし**
- ✕ **売却を含む代替案の検討なし**
- ✕ **フェアネス・オピニオンなし**
- ✕ **事業計画の独立した検証なし**
- ✕ **買付価格を4回引き上げ：25日間で21%上昇(2)**

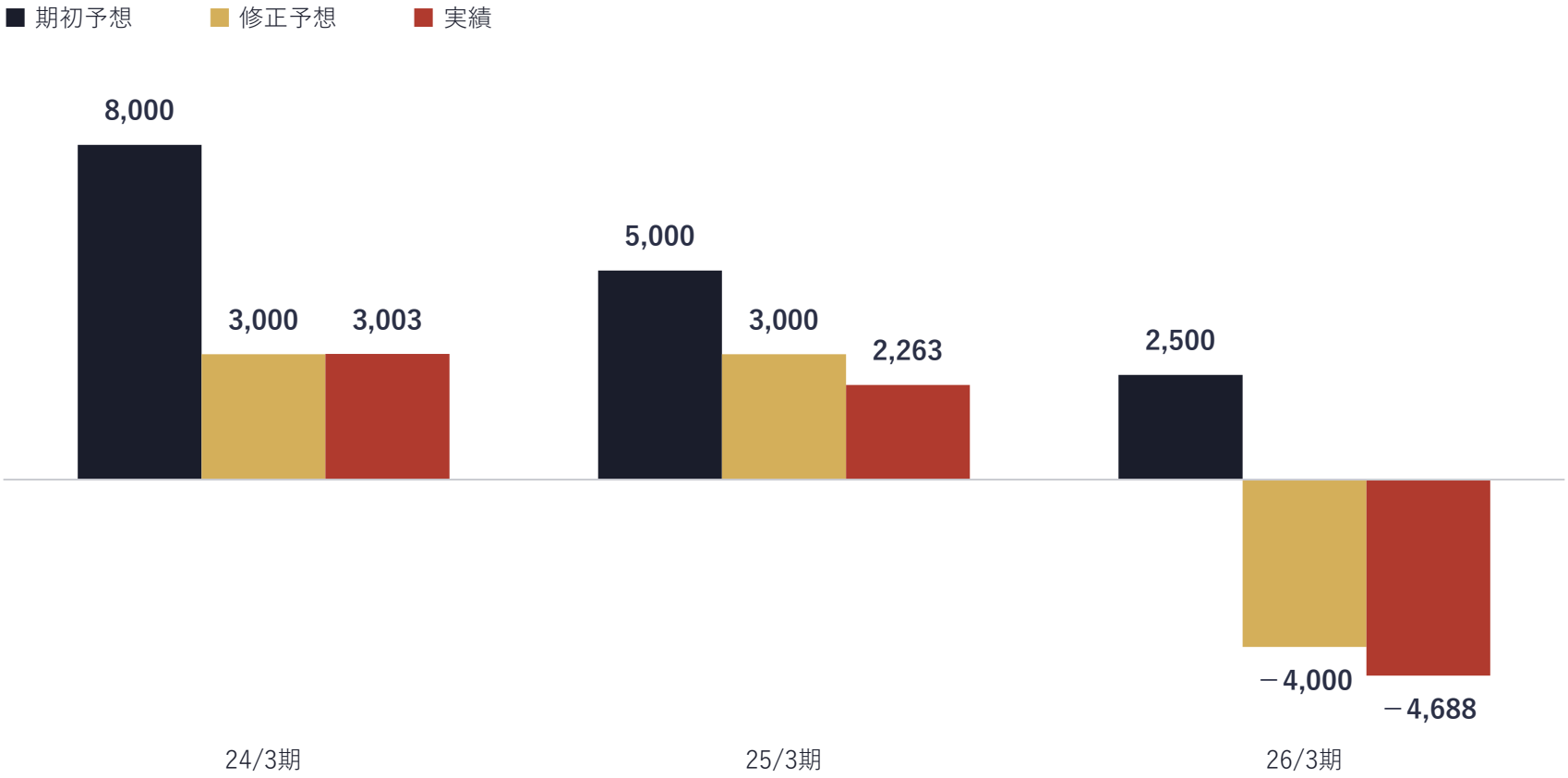
注：社外取締役は、事後の結果ではなく、意思決定の時点で手にしていた情報と選択肢に基づいて評価されるべきである。(1) 2026年3月期期初のタカラバイオの業績予想。(2) 2026年1月15日から2月9日にかけて1株当たり950円から1,150円へ。
出典：タカラバイオ決算短信・業績予想および2023年の中期経営計画、タカラバイオ意見表明報告書、宝ホールディングス公開買付届出書および取締役会書簡、バリューアクトと取締役会との書簡、バリューアクトによる分析

宝HDの支配下で進んだタカラバイオの衰退

経営陣の業績予想は未達続き

公開買付け前の3期すべてで、タカラバイオは現経営陣の下、宝HDが過半数を保有する中で、業績予想を下回った

タカラバイオの営業利益：業績予想と実績（百万円）



出典：タカラバイオの業績予想、各社の開示資料

宝HDの支配下で進んだタカラバイオの衰退

同業他社は早期に構造改革 – タカラバイオは先送り

同業他社は2023年からコスト削減と事業撤退を進めた。宝HDが61%を保有していたタカラバイオが構造改革を発表したのは、公開買付け後の2026年5月である。

構造改革の施策（発表年別）	2022	2023	2024	2025	2026
タカラバイオ	構造改革なし：宝HDが61%を保有、2026年2月に公開買付け				撤退・人員削減・拠点
Thermo Fisher Scientific		人員削減・拠点			撤退
Danaher		撤退・人員削減・拠点		製造・価格	
Bio-Rad Laboratories				人員削減・移転	拠点
Agilent Technologies		撤退・人員削減・拠点		製造・価格	
Qiagen			撤退・人員削減・拠点		
Waters		人員削減			
Bruker				コスト削減・価格	
Bio-Techne		人員削減	拠点	撤退・製造	
Charles River		拠点	人員削減・拠点		

同業他社：ライフサイエンス・ツールおよびCDMO企業。撤退＝事業の売却または閉鎖、移転＝より低コストの拠点への業務移転、コスト削減＝全社的なコスト削減プログラム

注：年＝施策の発表または開始時期。タカラバイオ：2026年5月13日に「宝ホールディングスの完全子会社となることを見据え」構造改革を発表。GMP細胞加工受託からの撤退、遺伝子治療の自社臨床開発プロジェクト（TBI-1301）の中止、希望退職者の募集。宝HDは公開買付け前にタカラバイオ株式の60.91%を保有。
出典：各社の開示資料、決算リリースおよび決算説明会（Thermo Fisher、Danaher、Bio-Rad、Agilent、Qiagen、Waters、Bruker、Bio-Techne、Charles River）、業界紙、タカラバイオリリース（2026年5月13日）、バリューアクトによる分析

構造的な利益相反

経営陣の明白な利益相反

利益相反：両社の社長とタカラバイオの役員3名が、利益相反を抱えたままプロセスに関与

構造的な利益相反

▲ 利益相反1

宝HDの社長

宝HDの社長は、公開買付けに至るまで、および手続きの期間中を通じて、宝HDとタカラバイオ双方の取締役を兼務していた。

同氏は日経ビジネス電子版で、自ら上場を主導したタカラバイオについて「上場に終止符を打つことには様々な思いがあります」と語っている。

社長はタカラバイオの元代表取締役副社長である。

▲ 利益相反2

タカラバイオの社長

タカラバイオの宮村毅社長は、宝HDの専務執行役員を兼務している。

宮村氏は、企業価値評価に用いた事業計画の作成に関与した。

前任の仲尾功一氏（2009年から2025年6月までタカラバイオ社長）も、宝HDの専務執行役員を兼任していた。

▲ 利益相反3

タカラバイオの役員

タカラバイオの社内取締役のうち3名は、同社の役職に就く前は宝HDの従業員であった。

3名全員が、公開買付けを承認する取締役会決議に加わった。

ISS

タカラバイオの2026年臨時株主総会で、ISS(1)はこれらの取締役の関与を理由にスクイーズアウト手続に反対し、タカラバイオの正当化の根拠は*「説得力があるとは思えない」*と指摘した。

注：(1) EGM＝臨時株主総会。ISS＝Institutional Shareholder Services（議決権行使助言会社）。ISSの引用は英語原文からのバリューアクト訳。
出典：上場企業の開示資料、日経ビジネス電子版Special（PR：宝ホールディングス、2026年9月）

構造的な利益相反
シナジーをめぐる主張が一転

公開買付けまで、両社はシナジーはないと説明し、タカラバイオの独立性を強調していた。ところが現在、宝HDは「シナジー」による成長を前面に掲げている。

20年超の支配　公開買付けまで

シナジーなし

タカラバイオの独立性を重視

取引なし、重複なし

「**両事業間の取引はない**」

宝HD　·　決算説明会質疑応答、2025年11月13日

「**事業領域に重複が存在せず**」

タカラバイオ　·　意見表明報告書、2026年2月13日、p. 25

独立性

「**タカラバイオを上場子会社として維持していくことが重要である**」

宝HD　·　宝グループレポート2025、pp. 61–62

バリューアクトの独自調査により確認

バリューアクトが宝HDとタカラバイオ双方のIR部門に確認したところ、**両社間にシナジーはない**との回答であった。

公開買付け以降　2026年2月～

「シナジー」

今や取引の根拠であり、成長計画の柱

公開買付けの根拠

タカラバイオの完全子会社化により「**シナジー効果**」を期待

宝HD　·　公開買付届出書、2026年2月16日、p. 5

中期経営計画の基本方針

「**グループシナジー発揮による成長の道筋の確立**」

宝HD　·　中期経営計画2030説明会、2026年5月19日、p. 6

計画の数値には織り込まず

期待されるシナジーは「現時点において具体的に見積もることが困難であるため、**当該事業計画には加味されておりません**」

タカラバイオ　·　意見表明報告書、2026年2月13日、p. 40

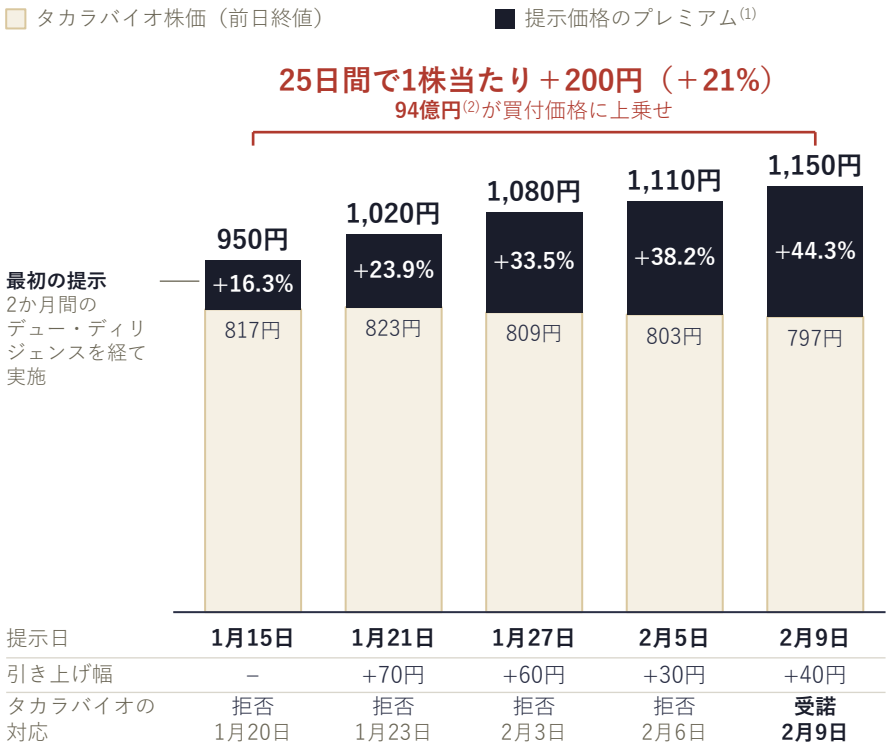
出典：宝ホールディングスおよびタカラバイオの開示資料（引用箇所のとおり）、バリューアクトの独自調査

未検証の事業計画と企業価値評価

公開買付価格は経営陣の未検証の事業計画に依拠

宝HDは、タカラバイオ経営陣の未検証の事業計画に基づいて買付価格を決め、フェアネス・オピニオンも取得しなかった。25日間で4回引き上げ、94億円が上乗せされた。

宝HDによるタカラバイオへの提示価格（1株当たり、円）



▲ 経営陣自身の予想

宝HDのファイナンシャル・アドバイザーである野村證券は、タカラバイオの1株当たり株式価値を、市場株価平均法で808円～872円、DCF法で1,008円～1,395円と算定した。1,150円が範囲に入るのはDCF法のみであり、**DCF法にはタカラバイオが作成した10年間の事業計画が用いられた。**

タカラバイオの社長（宝HDの専務執行役員を兼務）は、計画の最初の6年間を確認した：

*「…同代表取締役が事業計画（2031年３月期迄）の作成にあたり行ったコメントは、いずれも、事業管理部が作成した初期的な計画を**上方修正すべき**旨のコメントであり、本事業計画の矮小化や株式価値を引き下げる意図のものではなかった」*

タカラバイオ、意見表明報告書、2026年2月13日、p. 70

▲ フェアネス・オピニオンなし

*「［宝HDは］…［タカラバイオ］の一般株主の利益には十分な配慮がなされていると考えていることから、野村證券から**本公開買付価格の公正性に関する意見（フェアネス・オピニオン）を取得しておりません**」。*

宝HD、公開買付届出書、2026年2月16日、p. 19

注：(1) 宝HDによる、各提示の前営業日のタカラバイオ終値に対するプレミアム（発表時は40.4%）。(2) 1株当たり200円 × 買付け予定株式数47,065,467株、バリューアクトによる計算。引用は日本語の原文による。括弧内の名称は「公開買付者」および「対象者」に代わるもの。
出典：宝ホールディングス公開買付届出書（2026年2月16日）、タカラバイオ意見表明報告書（2026年2月13日）

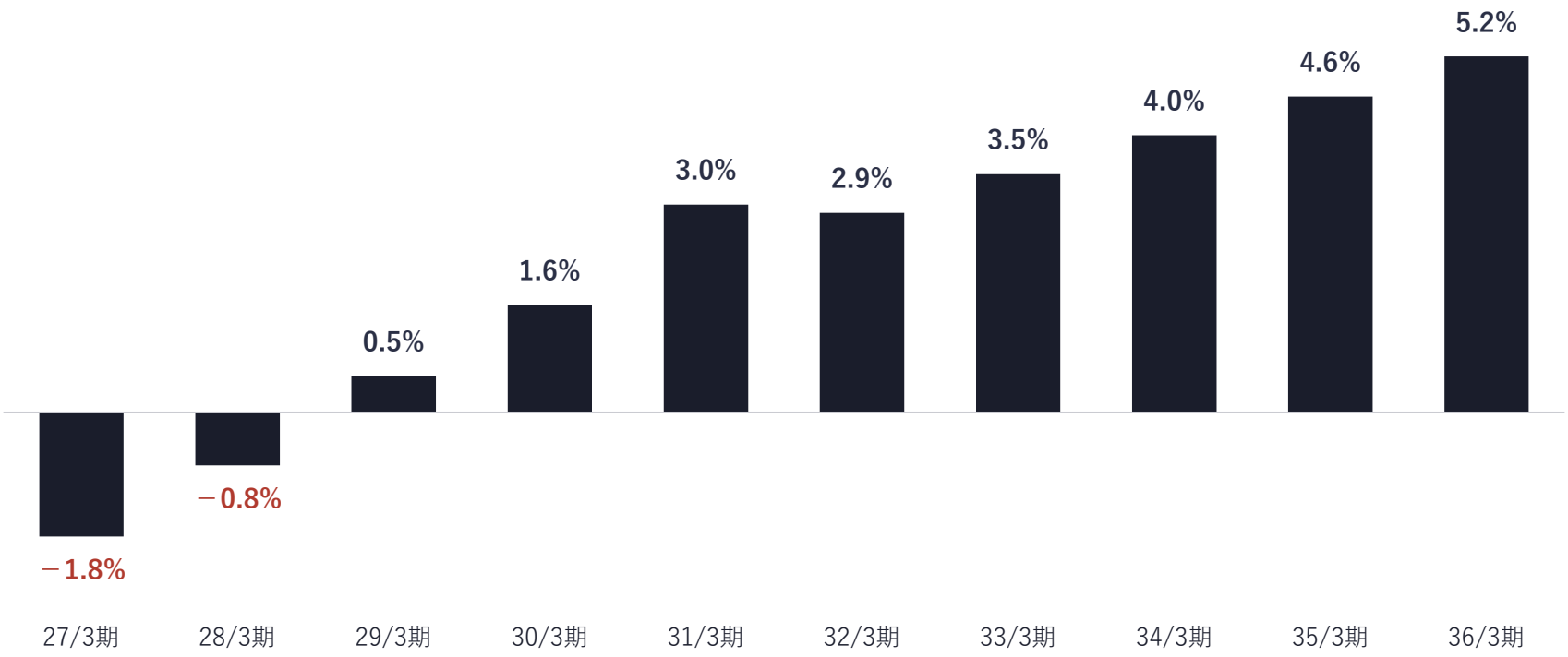
未検証の事業計画と企業価値評価

経営陣自身の事業計画に基づいても価値を毀損

経営陣自身の10年間の事業計画でも、公開買付けによる投資のROICは一度も宝HDのWACCを上回らない

545億円の公開買付けによる投資のROIC(1)

宝HDのWACC（開示）＝6.44%



注：(1) バリューアクトによる推計＝39.09%（公開買付けで取得した持分。宝HDは既に60.91%を保有）× 公開買付け時（2026年2月）に開示された計画におけるタカラバイオの営業利益 ×（1－税率30.6%）÷ 投資額545億円（買付け価格541億円＋手数料4億円）。
出典：タカラバイオ経営陣が公表した事業計画、各社の開示資料

「…買収価格の妥当性については、EV/EBITDA倍率など客観的な指標を用いながら、独立した立場で冷静に判断を行う必要がある。（中略）執行側の担当者は、案件の実現のために楽観的な事業計画を立てている可能性もあるので、その実現可能性については独立した立場から客観性をもって評価すべきである。」

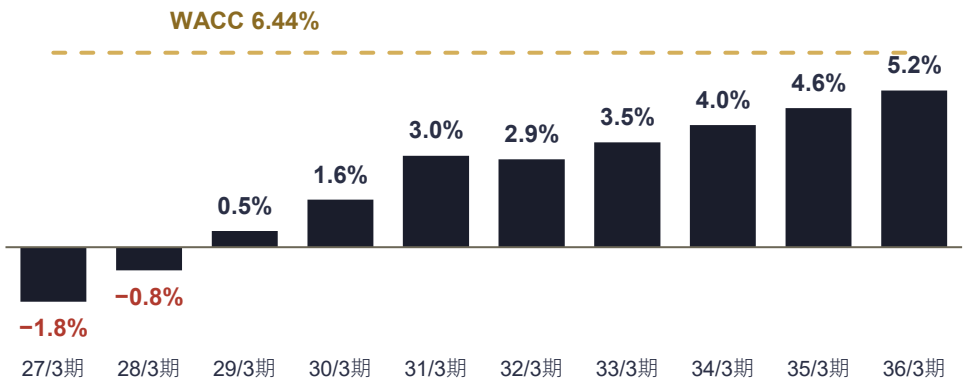
経済産業省
経済産業省「社外取締役向けケーススタディ集」（2023年6月）、ケース6（個別の業務執行の意思決定への関与）

取締役会の不十分な対応
独立した検証をせずに本取引を承認

1 背景：取締役会が直面した状況

経営陣の10年の事業計画でも、リターンは資本コストを一度も上回らない

545億円(1)の公開買付けのROIC（タカラバイオの事業計画に基づく）。



株主からの意見・2025年12月～2026年1月

バリューアクトは、会社主導の立て直しと比較するため、売却を含むタカラバイオのあらゆる選択肢を検討するよう宝HDに要請した。

2 取締役会の決定

独立した検証をせずに公開買付けを承認

2026年2月13日：545億円、借入金で調達、株価に対し40%のプレミアム。

- ✕ 買付提案を他の選択肢と比較検討する**社外取締役の委員会なし。**
- ✕ 宝HDのファイナンシャル・アドバイザーによる**フェアネス・オピニオンなし。**
- ✕ ファイナンシャル・アドバイザーによる経営陣予想の**独立した検証なし。**
- ✕ **収益の質に関する分析（QoE）は開示されず**

3 価値の毀損

宝HDにとって過去最大の資本配分の意思決定が、価値を毀損

0/10年
545億円の投資のリターンが宝HDの資本コスト6.44%を上回る年数

−23%
公開買付け承認の3か月後に、タカラバイオの2031年3月期の営業利益計画を下方修正

−17%
公開買付け承認の9か月後に、タカラバイオの2027年3月期の営業利益計画を下方修正

注：リターン＝39.09% × 事業計画上の営業利益 ×（1－税率30.6%）÷ 545億円（バリューアクトによる推計）。(1) 公開買付け発表時の資金総額（買付け価格541億円＋手数料4億円）。

出典：宝ホールディングス公開買付届出書、タカラバイオ意見表明報告書、「中期経営計画2030説明会」、2027年3月期2Q決算短信補足資料、「コーポレート・ガバナンスに関する報告書」（資本コスト関連の記載）、バリューアクト・キャピタル「宝ホールディングス株主の皆様への公開書簡」

取締役会の不十分な対応

社外取締役は本取引を十分に検証しなかった

これらの危険信号を前に、宝HDの社外取締役は本公開買付けをより深く精査すべきであった

タカラバイオ公開買付けの評価における独立した監督の欠如

▲ 事業計画の独立した検証は開示されず	**宝HDは、タカラバイオの事業計画の独立した検証も、収益の質に関する分析も開示していない。自社でデュー・ディリジェンス（2025年11月中旬～2026年1月中旬）を実施したが、その範囲は開示されていない。**ファイナンシャル・アドバイザー（野村證券）は、使用した情報の正確性および完全性を独自に検証せず、タカラバイオの事業計画は宝HDの経営陣により合理的に作成されたものと仮定した。
▲ フェアネス・オピニオンなし	宝HDはフェアネス・オピニオンを取得していない
▲ 利益相反への対処なし	タカラバイオには、宝HDとの潜在的な利益相反を評価する常設の委員会がすでにあったが、それでも同社取締役会は利益相反の懸念から特別委員会を設置した。**一方、宝HDはそのような機関を設置せず、利害関係のある取締役を審議から外すこともしなかった。**
▲ 選択肢の検討なし	宝HDは、**売却を含む代替案を検討した形跡を示していない。**つまり取締役会は、経済産業省の指針にいう「ベストオーナー」が宝HDであるかを問わなかったことになる。
▲ 株主の意見に対応せず	タカラバイオの売却を検討することが会社の利益になるという株主の声があったにもかかわらず、社外取締役は、上記の措置を含め、**プロセスを適切に監督しないままでいた。**

出典：公開買付届出書（野村證券注1）、意見表明報告書、経済産業省ガイドライン

取締役会の不十分な対応
会計上の問題は本取引後に表面化

収益の質に関する分析（QoE）は開示されていない。タカラバイオUSAの会計上の不備は買収完了の4か月後に表面化し、1Q決算の発表は77日遅れた。

2026年2月13日　取締役会決定

545億円(1)

タカラバイオへの公開買付けを承認。宝HD史上最大の資本支出

収益の質に関する分析は開示されず(2)

2026年8月6日　本取引後

4か月

公開買付け終了後、会計監査人がタカラバイオUSAの会計処理の問題を指摘

外部からの情報提供を受け、1Q決算の発表予定日前夜の午後11時40分に指摘。

2026年10月23日　その結果

77日間

宝HDの1Q決算発表の遅れ（当初予定は8月7日）

会計監査人は、外部の弁護士およびフォレンジック会計士による調査の完了まで結論を留保した。

会計の監督体制の弱さに起因する5つの問題が判明（連結業績への影響は軽微）

1	2	3	4	5
手動での調整	ロイヤリティおよびリベートの計算ミス	仕訳データの連携漏れ	会計システムのエラー	特定顧客に関する収益認識の不確実性

宝HDの結論（2026年10月23日）：誤りは金額的に軽微で、過年度財務諸表の訂正は不要、意図的に不適切な会計処理の事実もなかった。

判明したのは買収前ではなく買収後：宝HDがこれらの問題を会計監査人から知らされたのは、545億円を支出した後だった。
さらに今年度：一過性の利益を除くと、タカラバイオの営業損失予想は既に公開買付け時の計画より17%悪化している。(3)

注：(1) 545億円＝公開買付け発表時の資金総額（株式取得541億円＋手数料4億円）。2027年3月期2Q決算時点では、取引関連費用の増加により549億円。(2) 公開買付届出書（2026年2月16日）には、2025年11月中旬～2026年1月中旬のデュー・ディリジェンス（実現可能性と期待されるシナジー）とアドバイザー名の記載はあるが、収益の質に関する分析の記載はない。公開買付け期間：2026年2月16日～4月6日。(3) タカラバイオの2027年3月期営業損失：公開買付け時の計画（2026年2月）では損失36億円、宝HDの2026年11月10日付予想ではCurioの条件付対価の見直しによる利益15億円を除いて損失42億円（公表ベースの予想：損失27億円）。
出典：宝ホールディングスのリリース（2026年8月7日、12日、10月23日）、公開買付届出書（2026年2月16日）、バリューアクトによる分析

その結果生じた価値毀損

さらなるリスク：借入金に依存した立て直し

立て直し途上の事業の買収により、宝HDはネットキャッシュからネット有利子負債460億円(1)に転じた

01

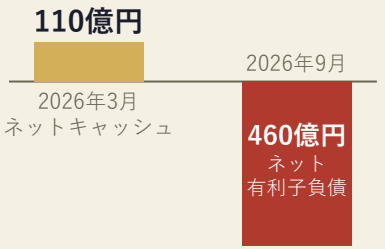
宝HDは**赤字事業**を**プレミアム**付きで買収し、その資金を**借入金**で賄った。

- 47億円 **タカラバイオの営業損失**（2026年3月期）

+40% タカラバイオの株価に対する**プレミアム**(2)

550億円 **銀行融資枠**(3)（545億円の買収資金を賄う）

ネットキャッシュ／（ネット有利子負債）(1)、億円



02

立て直しのリスクは大きく、しかも社外取締役にはライフサイエンスの**経験者がいない。**

宝HD自身による事業の位置づけ（2026年5月）(4)

試薬 タカラバイオ売上高の72%	コア（立て直し）
CDMO 18%	問題（見極め）
遺伝子医療 7%	問題（見極め）

4名中0名

ライフサイエンスの経験を持つ社外取締役

代替案の検討なし

取締役会がこれらのコストを、タカラバイオの売却を含む代替案と比較検討したことを示す材料を、宝HDは一切示していない。

注：(1) 2026年3月31日および9月30日時点の現預金から借入金および社債を控除したもの。リース債務は除く。公開買付けは2026年4月に決済。(2) 公開買付け価格1,150円を、発表前日の2026年2月12日の終値819円と比較。(3) 公開買付けの公表時に開示された融資枠（みずほ銀行の融資証明書の上限額、2026年2月13日付）。その後、借入限度枠500億円のコミットメント期間付タームローン契約を締結（2026年4月7日）し、2026年4月10日に決済資金として365億円を借入実行。2026年9月末の短期借入金は3月末比493億円増。(4) 中計2030（公開買付け発表の3か月後に公表）。「見極め」：宝HDは2年以内を目途に当該事業を継続するか否かを判断する予定。
出典：宝ホールディングス公開買付届出書（2026年2月16日）、2026年3月期有価証券報告書、「中期経営計画2030説明会」（2026年5月）、2027年3月期2Q決算短信補足資料（2026年11月10日）

その結果生じた価値毀損

焦点の分散：シナジーと新規領域への賭け

宝HDは、これまで存在しなかったシナジーと、失敗に終わった2つの成長への賭けに頼っている

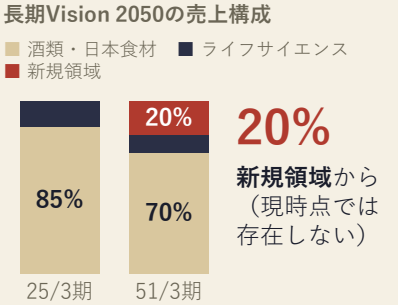
01

タカラバイオとの間には20年以上**シナジーがなかった**。
それでも宝HDは今、そのシナジーと**新規領域**に頼っている。



「事業領域に重複が存在せず」
タカラバイオ意見表明報告書、2026年2月

100万円 タカラバイオからグループ他社への売上高（2026年3月期）(1)



20%
新規領域から（現時点では存在しない）

02

統合に**経営資源**が割かれ、**焦点の定まらない**中計2025の戦略が続くことになる。



89%が中計2025で失敗した2つの成長への賭けによるもの

10%
グループ売上高に占めるタカラバイオの割合（2026年3月期）

45%
中計上の利益増加分のうちタカラバイオに依存する割合

集中どころか、焦点はさらに分散

完全子会社化により、経営陣は中計2025で失敗した2つの事業への関与をさらに深めることになる。しかも、タカラバイオ自身が試算できなかったシナジーに依存している。

セクション04参照：中計2030と長期Vision 2050

注：(1) タカラバイオグループのセグメント間売上高。同事業の売上高は403億円。(2) 2026年3月期実績から2031年3月期目標まで。「その他」は上記以外の全事業および調整額。
出典：タカラバイオ意見表明報告書（2026年2月13日）、2026年3月期有価証券報告書、「中期経営計画2030説明会」（2026年5月）、「宝グループ長期Vision 2050」（2025年9月）

その結果生じた価値毀損
本取引後に予想・計画を相次いで引き下げ

公開買付け後、2027年3月期予想は2度下方修正され、実質的な損失は17%拡大。中計2030でも2031年3月期の計画が引き下げられ、公開買付け計画比で売上高－8%、営業利益－23%

2026年2月13日
公開買付けを公表
計画：売上高456億円、損失36億円

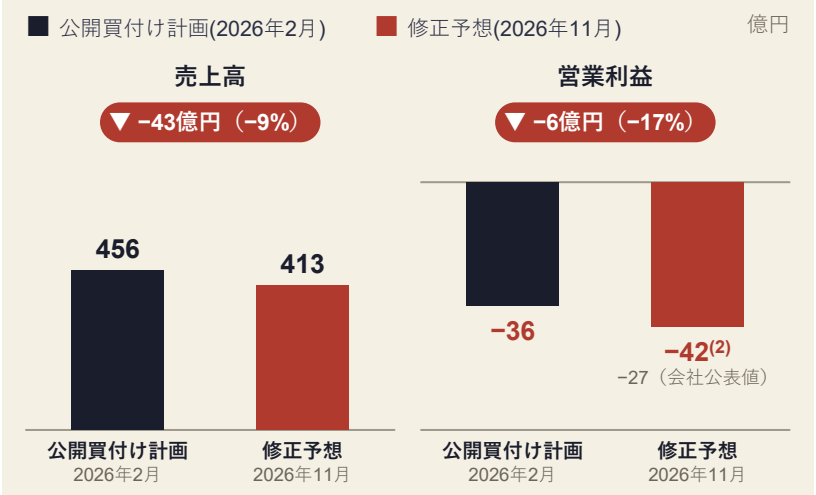
2026年5月13日
予想を引き下げ
売上高を440億円に引き下げ

2026年8月7日
1Q決算発表を延期(1)
会計監査人がタカラバイオUSAの会計処理に疑義

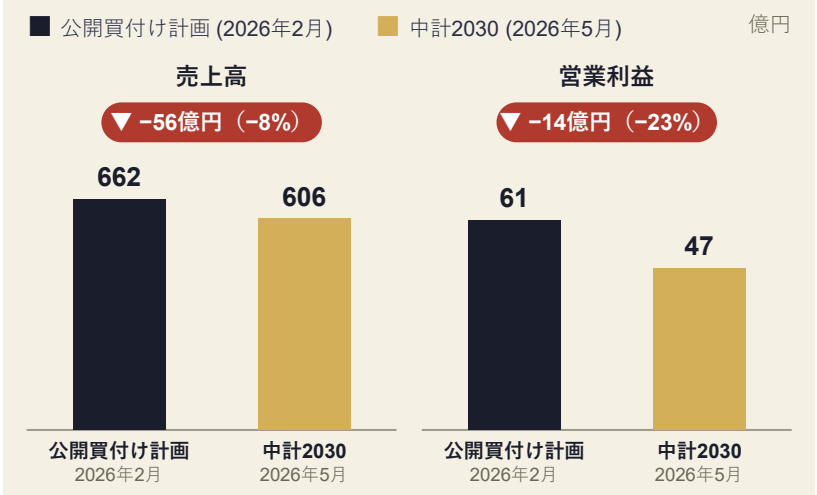
2026年10月23日
調査結果を公表
通期予想は精査中

2026年11月10日
予想を再び引き下げ
売上高413億円、損失42億円(2)

① 2027年3月期の業績予想 今期



② 2031年3月期の計画 中計2030の最終年度



注：公開買付け計画＝公開買付価格の算定に用いられたタカラバイオの事業計画。修正予想＝宝HDによる2026年11月時点のタカラバイオグループの予想。中計2030＝宝HDによるタカラバイオグループの目標。(1) 会計監査人がタカラバイオUSAの会計処理について疑義を提起。(2) 上期に計上したCurioの条件付対価の見直しによる利益15億円を除く。会社公表の通期予想は、関税還付とCurioの条件付対価の見直しを理由に、27億円の損失で据え置き。
出典：宝ホールディングス公開買付届出書、タカラバイオ意見表明報告書（p.32）、「中期経営計画2030説明会」（pp.8, 28, 37–38）、宝ホールディングス2026年3月期および2027年3月期2Q決算短信補足資料（p.13）、適時開示、バリューアクトによる分析

07

経営陣に対する
実効的な監督の不備

取締役会の重大な不備
経営陣に対する実効的な監督の不備

取締役会は株主の基本的な期待に応えず、経済産業省・東京証券取引所が示す取締役会の責務を果たしてこなかった。その結果、企業価値が毀損している。

1 価値向上に向けた戦略策定の不備 | 2 効率的な資本配分の不備 | 3 M&Aに対する独立した監督の不備 | **4 経営陣に対する実効的な監督の不備**

取締役会の不備による企業価値毀損の根拠

取締役会の行動…	…株主にもたらした結果
社長の後継者計画がなく、報酬も価値創造に連動していない	**業績不振の根本原因が放置されている**
取締役の員数上限を7名に引き下げ、空席をなくした	**知見・経験の不足が放置されている**：洋酒、飲食料品、ライフサイエンスの事業経営経験を持つ社外取締役はいない
社外取締役主導の事業ポートフォリオの見直しを拒否し、経営陣に委ねた	**同じ戦略を承認：**投下資本の91%は、資本コストを上回るリターンを上げていない事業に投じられている

出典：本セクションの以下のスライドに記載の宝ホールディングス開示資料、バリューアクトによる分析

経営責任を問う仕組みの欠如
後継者計画なし

宝HDの取締役会は、最も重要な責務の一つを果たしていない

後継者計画を持たない宝HDは、プライム上場企業の下位14%に位置する

東証が2025年に公表した情報によれば、後継者計画に関する補充原則4-1③を実施している企業は85.8%である。

コーポレートガバナンス・コード
補充原則4-1③の実施状況：

- ✖ 2022 未実施
- ✖ 2023 未実施
- ✖ 2024 未実施
- ✖ 2025 未実施
- ✖ 2026 未実施

コードが取締役会に求めること ・ 補充原則4-1③

*「取締役会は、会社の目指すところ（経営理念等）や具体的な経営戦略を踏まえ、**最高経営責任者（ＣＥＯ）等の後継者計画（プランニング）の策定・運用に主体的に関与する**とともに、**後継者候補の育成**が十分な時間と資源をかけて計画的に行われていくよう、**適切に監督を行う**べきである。」*

宝HDの説明 ・ コーポレート・ガバナンス報告書、2022年～2026年

*「当社は、**最高経営責任者等の選定および次世代の経営陣幹部の育成に関するプロセスの確立（後継者計画）は、持続的な成長**と中長期的な企業価値の向上のための**重要課題**と認識しております。」*

宝HDは後継者計画を重要課題と認識しながら、2022年以降のすべてのコーポレート・ガバナンス報告書で、この原則を実施していないと報告している。

出典：宝ホールディングス「コーポレート・ガバナンスに関する報告書」（2022～2026年）、コーポレートガバナンス・コード（東証、2021年6月）、東証「コーポレート・ガバナンス白書2025」、バリューアクトによる分析

経営責任を問う仕組みの欠如
整合性を欠く報酬

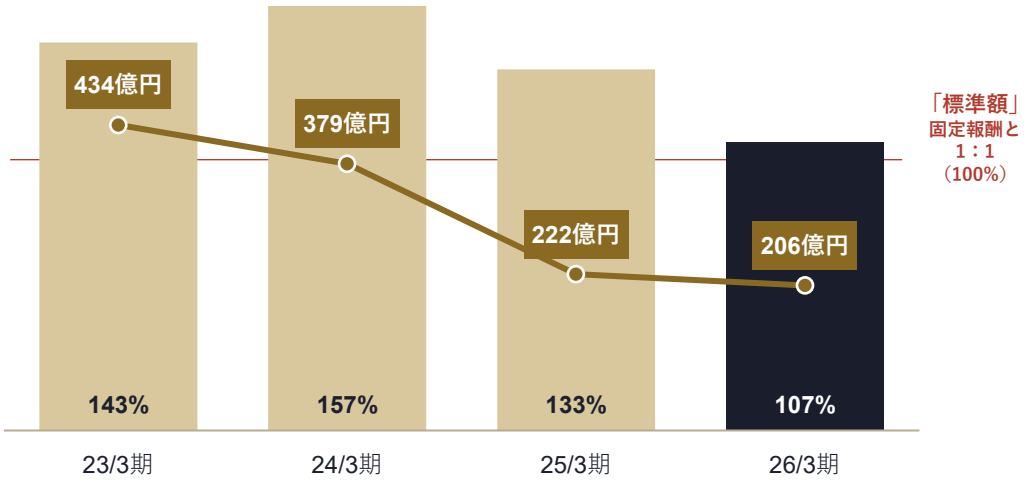
営業成績と連動しない賞与。長期インセンティブは無し

社長の業績連動報酬と前年度営業利益

利益が半減する中、報酬は基準を上回る

連結営業利益を「主たる評価指標」としながら、その利益が半分以下に減少する中でも、業績連動報酬は毎年、標準額（固定報酬と1：1）を上回った。

棒：業績連動報酬÷固定報酬(2)　　線：前年度営業利益、億円



長期インセンティブ制度の導入

宝HDには長期インセンティブ制度（LTIP）がない(1)

長期インセンティブ制度を導入していない宝HDは、プライム上場企業の下位7%に属する（デロイト トーマツ、2025年）。

食品中心の多角化企業	株式報酬の有無
宝HD	✗
キッコーマン	✓
サッポロ	✓
味の素	✓
キリン	✓
オエノン	✓
ニチレイ	✓
明治	✓
東洋水産	✗

注：(1) LTIP＝長期インセンティブ制度（例：譲渡制限付株式またはパフォーマンス・シェア）。同業他社は各社の最新の有価証券報告書または定時株主総会招集通知に基づく。
(2) 木村社長の宝HDからの報酬のみ（子会社からの報酬は除く）。方針：固定報酬と業績連動報酬の標準額の割合は1：1。各年度の金額は前年度の金額および評価に基づいて決定し、主たる評価指標は連結営業利益。
出典：宝ホールディングス有価証券報告書（2023年3月期～2026年3月期）、デロイト トーマツ「役員報酬サーベイ（2025年度版）」、同業他社の最新の有価証券報告書および定時株主総会招集ご通知

“

更に、独立社外取締役は、**ＣＥＯをはじめとする経営陣の選解任（サクセッションプランを含む）・報酬について、経営陣の恣意性を排除し、中長期的な企業価値の向上の観点から適切な内容となるよう**、指名委員会・報酬委員会において主体的に機能発揮することを含め、役割・責務を果たすことが求められる。

コーポレートガバナンス・コード（2026年7月改訂）原則4-8　解釈指針

取締役会の不十分な対応

自ら定めた取締役の員数上限

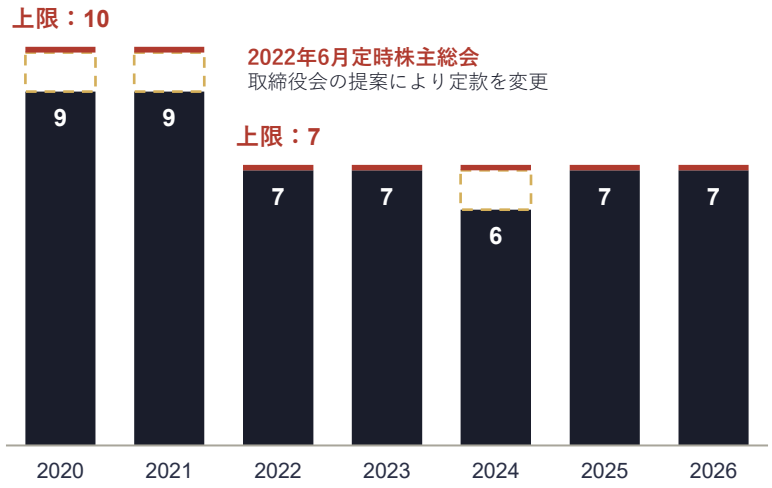
宝HDは2022年に取締役の員数上限を7名に引き下げ、空席をなくした

「中長期的な経営戦略等の策定過程における独立社外役員の関与などについて一定の肯定的な意見がある一方で、持株会社の取締役会としてのモニタリング機能のあり方や、中長期的な経営戦略等に関してより多様な意見を反映していくことなどについては継続的な課題があることを認識しており…」

取締役会実効性評価、2026年5月13日、2(2)節

各年6月の定時株主総会時点の宝HDの取締役数と定款上の上限

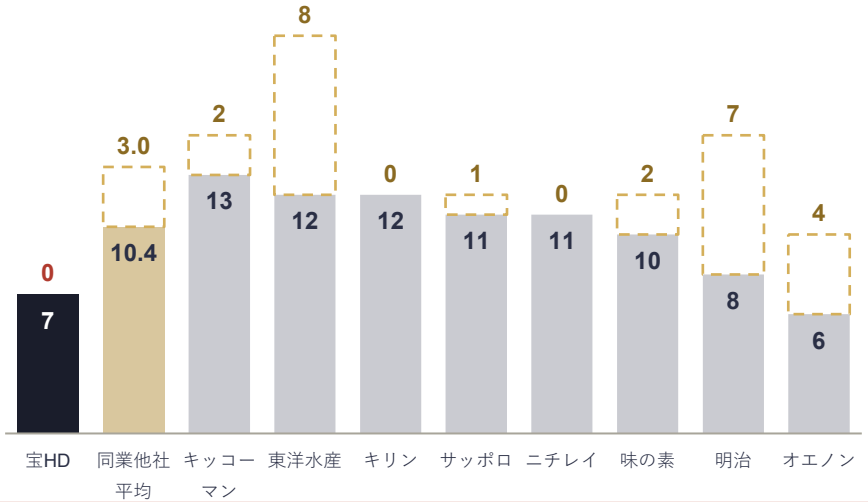
■ 在任取締役　⬚ 空席　▬ 定款上の上限



ISSは2022年に反対を推奨。ISSの基準は、*「株主が推薦する取締役候補を新たに選任させるには、現在の取締役をまず解任する必要が生じる」*ような員数削減に反対している。

食品中心の多角化企業8社の平均：取締役10.4名、空席3.0席

■ ■ 在任取締役　⬚ 定款上の員数上限までの空き枠（上の数字）



社外取締役4名のうち3名は、会社自身の説明によれば「社外役員となること以外の方法で会社の経営に関与したことはありません」。員数上限により、事業運営の経験を持つ人材を加える席は残っていない。

出典：宝ホールディングスの定時株主総会招集ご通知および定款、食品中心の多角化企業の「コーポレート・ガバナンスに関する報告書」（2026年、p.7記載の8社）、ISS推奨およびJapan Proxy Voting Guidelines（2022年）、「臨時株主総会の開催日時、場所及び付議議案並びに株主提案に対する当社取締役会意見に関するお知らせ」（2026年11月10日）

取締役会の不十分な対応
事業ポートフォリオ戦略委員会

取締役会は、企業価値を左右する事項の監督を、経営陣主導の委員会に明け渡した

事業ポートフォリオ戦略委員会は、中計2030の一環として設置された

「当社取締役会の諮問機関として、事業ポートフォリオ戦略や経営資源の投下方針の見直し等に関する議論や、重要度の高い投資案件について、構想・計画段階などの早期段階から審議を行う。」「グループ全体のガバナンス・マネジメント体制の見直しにつなげていくのが狙いです。」

委員会の所管は、取締役会の中核的な責務に及ぶ

1 事業ポートフォリオ戦略の見直し　2 経営資源の投下・配分方針

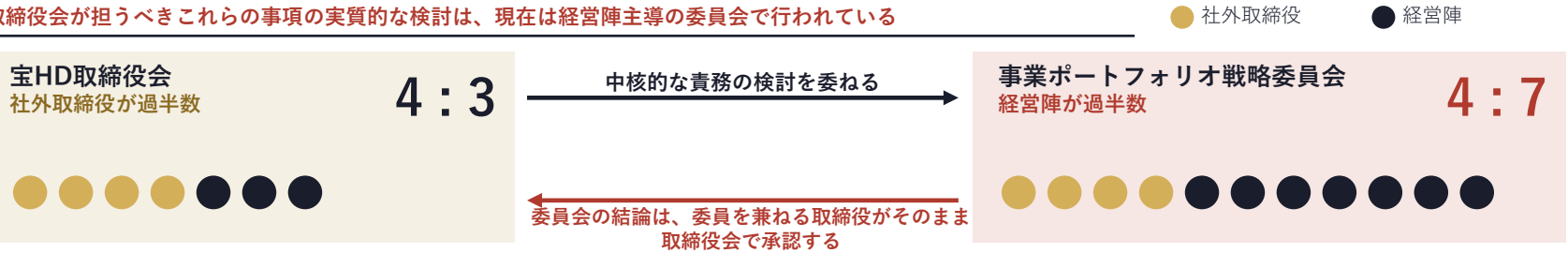
3 重要度の高い投資案件（構想・計画の早期段階から）

4 グループ全体のガバナンス・マネジメント体制の見直し

これらは取締役会が担うべき責務

「取締役会は、会社の目指すところ（経営理念等）を確立し、それに向けた成長の道筋を構築するなど、戦略的な方向付けを行うことを主要な役割・責務の一つと捉え…」
- コーポレートガバナンス・コード　原則4-1

取締役会が担うべきこれらの事項の実質的な検討は、現在は経営陣主導の委員会で行われている



11名中7名　委員の過半数が経営陣であり、取締役会が担うべき事項の実質的な検討は、経営陣主導で行われている

自己審査　委員会に加わる社外取締役4名が、委員会の結論を自ら取締役会で審議する

出典：宝ホールディングス「宝グループ中期経営計画2030」、宝ホールディングスウェブサイト、コーポレートガバナンス・コード、「宝グループレポート2026」、「第115回定時株主総会招集ご通知」

08

バリューアクトによる対話

宝HDとの対話

非公開での建設的な対話に努めた年月

数十回の面談、数百ページの分析、数多くの具体的な提案

2019–22	2024	2025
バリューアクトは**2019年**に宝HDの調査を開始し、2020年1月にIR部門との対話を始めた。	宝HDの要請を受け、バリューアクトは2024年9月に**事業別の企業価値評価**を書面で提出した。	2025年後半、バリューアクトは宝HDおよびタカラバイオの経営陣と面談し、**和酒・日本食への集中**という具体的な提案を示した。
2019 **分析**：バリューアクトが宝HDの分析を開始	**8月** **経営陣**：社長との初回面談、京都	**1月** **木村社長**、京都 **6月**
2020年1月 **IR部門**：対話開始	**9月** **経営陣**：事業別の価値評価レビュー	**7月～12月** **経営陣**：宝HDおよびタカラバイオ
2022年6月 定時株主総会：取締役の員数を削減し、定款上の上限を7名に引き下げ。ISSは空席が残らないことを理由に反対を推奨		**11月** 営業利益予想を219億円から162億円に引き下げ

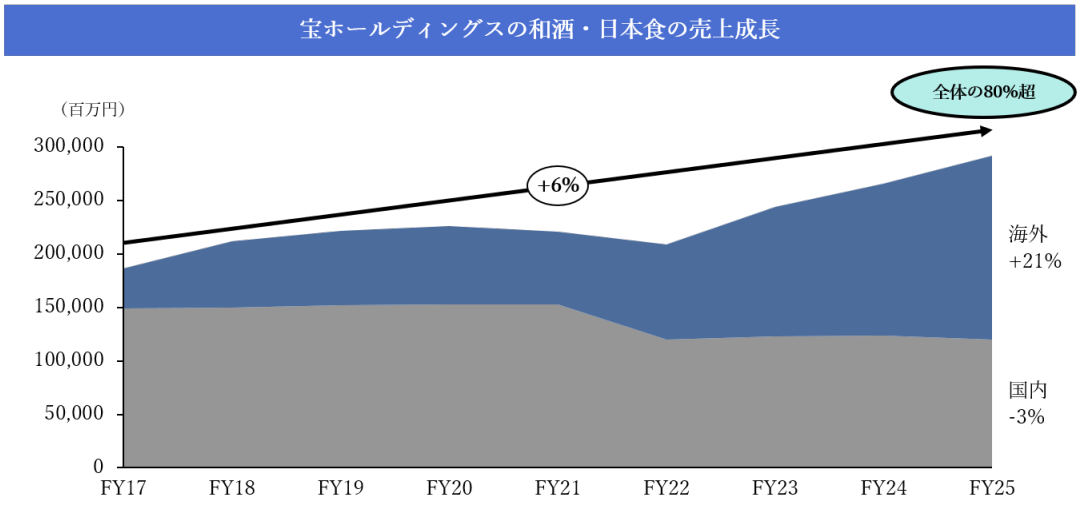
宝HDとの対話

提案の一例：和酒・日本食に集中する宝HD

2025年10月、バリューアクトは、和酒・日本食への集中の検討を提案する資料を宝HDと共有した

バリューアクトの2025年10月のプレゼンテーションのスライド：和酒・日本食企業としての宝HD

グローバルな和酒・日本食企業としての宝ホールディングス



注： 宝酒造、海外日本食材卸事業、Takara Sake USA、宝酒造フーズを含む。

グラフが示す内容

+6%
和酒・日本食の売上高の年平均成長率（2017年3月期～2025年3月期）

>80%
宝HDの売上高に占める和酒・日本食の割合

>50%
和酒・日本食の売上高のうち海外の割合

バリューアクトの提案

国内の酒類事業は安定したキャッシュフローを生み出し、海外日本食材卸事業は、実行力を高めれば同社の持続的な成長エンジンとなり得る。

取締役会に求めたこと

バリューアクトは、特定の戦略の採用を取締役会に求めたわけではない。求めたのは、客観的かつ事実に基づく観点から、幅広い選択肢を真剣に検討することだけである。

出典：バリューアクト・キャピタル「宝ホールディングス株主の皆様への公開書簡」、別紙2

取締役会の不作為の記録

バリューアクトの主要な提案はすべて拒否または無視された

宝HDの対応により、バリューアクトは対話の場を公に移さざるを得なくなった

時期	バリューアクトの要請内容	取締役会の対応	結果
2025年12月～2026年1月 社長および社外取締役1名との面談	売却を含む、タカラバイオに関するあらゆる選択肢の検討	**2月13日：**宝HD側に独立した委員会がなく、フェアネス・オピニオンの取得も事業計画の検証もないまま、タカラバイオに対する545億円の公開買付けを承認	無視された
2026年2月27日 書簡1－公開買付け後、面談から書面での要請に移行	社外取締役の監督による、事業ポートフォリオの独立した見直し	**書面での回答なし。** **5月：**中計2030は戦略とポートフォリオを変更せず	無視された
2026年7月23日 書簡2－7月に社外取締役白幡氏と面談した後	社長の後継者計画および取締役会の構成に関する協議	**8月7日：**いずれの要請も拒否 同日：タカラバイオUSAの会計問題により1Q決算が遅延	拒否された
2026年9月4日 書簡3	取締役会の誤解を正し、改めて協議を求めた	**10月15日：**8月7日の拒否を再確認	拒否された
2026年10月22日 書簡4－取締役会が取締役会の刷新に関する対話を2度拒否した後	**バリューアクトの考えを株主に直接示すため、臨時株主総会の招集を請求**	**10月23日：**宝HDは対話を拒否していないと主張	株主が臨時株主総会で決定

出典：バリューアクトの取締役会宛て書簡、バリューアクト・キャピタル「宝ホールディングス株主の皆様への公開書簡」、宝ホールディングス開示資料

“

「**業績悪化…などの有事の際には、**経営陣から独立した立場にあることを活用し、特に**経営陣が利害関係を有する場合には意思決定の主体として適切な判断を行い**、説明責任を果たすなど、株主共同の利益を守り中長期的な企業価値の向上に資するよう活動することが求められる。」

日本のコーポレートガバナンス・コード（2026年7月改訂）、原則4-8、解釈指針

責務を果たしていない社外取締役

CGコード（原則4-8）が求める責務

業績の悪化と経営陣の利益相反にもかかわらず、社外取締役は株主共同の利益を守るために行動していない

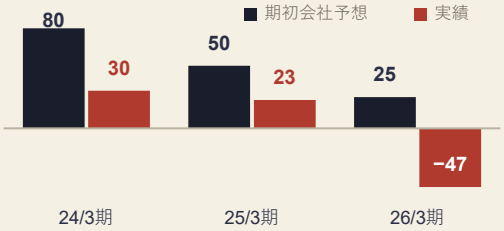
コーポレートガバナンス・コード、原則4-8の解釈指針

「**業績悪化…などの有事の際には、**経営陣から独立した立場にあることを活用し、特に**経営陣が利害関係を有する場合には意思決定の主体として適切な判断を行い、**説明責任を果たすなど、株主共同の利益を守り中長期的な企業価値の向上に資するよう活動することが求められる。」

東京証券取引所「コーポレートガバナンス・コード」（2026年7月21日）（強調は引用者による）

1 業績の悪化

タカラバイオ営業利益、億円



- **期初会社予想を**3期連続で**下回り、現在は赤字**
- **最大の少数株主**が、売却の選択肢を含む代替案の検討を宝HDに求めた

2 経営陣の利益相反

タカラバイオに対する公開買付け（2026年2月）



- **構造的な利益相反：**経営陣が両社の役員を兼務する中での、親会社による上場子会社の完全子会社化
- **資本コストを下回る：**経営陣自身の計画でも、宝HDのWACC 6.44%に一度も届かない

3 責務を果たしていない社外取締役

545億円の公開買付けは、以下がないまま承認：

- **社外取締役による委員会なし**
  公開買付けを評価する委員会の開示なし
- **代替案の検討なし**
  タカラバイオに関する代替案の検討の開示なし
- **フェアネス・オピニオンなし**
  宝HDのファイナンシャル・アドバイザーから取得せず
- **独立した検証なし**
  タカラバイオの経営陣の事業計画について

出典：タカラバイオ決算短信（2023年5月～2026年5月）、宝ホールディングス公開買付届出書（2026年2月16日）、「コーポレート・ガバナンスに関する報告書」（2026年8月）および取締役会書簡（2026年10月15日）、バリューアクト・キャピタル「宝ホールディングス株主の皆様への公開書簡」（2026年11月10日）

責務を果たしていない社外取締役

CGコード（原則4-8）が求める責務

業績の悪化と経営陣の利益相反にもかかわらず、社外取締役は株主共同の利益を守るために行動していない

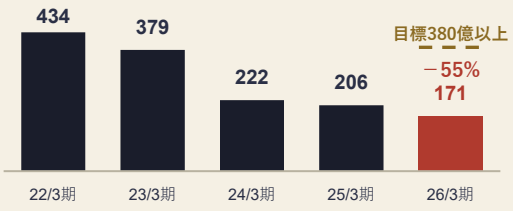
コーポレートガバナンス・コード、原則4-8の解釈指針

「**業績悪化…などの有事の際には、**経営陣から独立した立場にあることを活用し、特に**経営陣が利害関係を有する場合には意思決定の主体として適切な判断を行い、**説明責任を果たすなど、株主共同の利益を守り中長期的な企業価値の向上に資するよう活動することが求められる。」

東京証券取引所「コーポレートガバナンス・コード」（2026年7月21日）（強調は引用者による）

1 業績の悪化

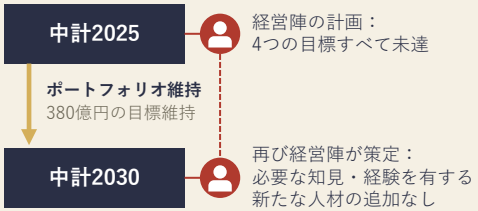
営業利益、億円



- **中計2025の財務目標4項目すべてが未達、**営業利益は目標を55%下回る
- **最大の少数株主**が社外取締役主導による戦略の見直しを要請

2 経営陣の利益相反

中計2030（2026年5月公表）



- **構造的な利益相反：**経営陣が自らの戦略と実績を自ら評価
- 経営陣・取締役会に、**必要な知見・経験を有する新たな人材**が加わっていない

3 責務を果たしていない社外取締役

2026年2月の見直し要請後：

- **社外取締役主導による見直しなし**
  取締役会が正式に要請を拒否
- **見直しは経営陣主導に**
  事業ポートフォリオ戦略委員会：経営陣7名に対し社外取締役4名
- **見直し対象は売上高の約4%**
  グループ全体から見て意味のある規模ではない
- **従来と同じ戦略を承認**
  中計2030：同じポートフォリオ、同じ利益目標

注：中計2025の5つ目の目標（海外売上高比率）は達成。
出典：宝ホールディングス「中期経営計画2030説明会」（2026年5月、中計2025の振り返りを含む）、「株主提案に対する当社取締役会意見」（2026年11月10日）、バリューアクト書簡（2026年2月27日および11月10日）、「宝グループレポート2026」、「第115回定時株主総会招集ご通知」

責務を果たしていない社外取締役
CGコード（原則4-8）が求める責務

業績の悪化と経営陣の利益相反にもかかわらず、社外取締役は株主共同の利益を守るために行動していない

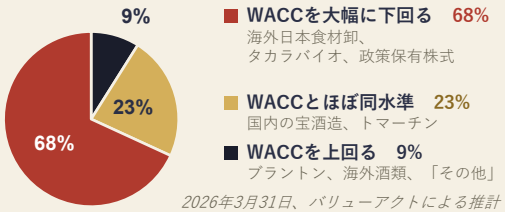
コーポレートガバナンス・コード、原則4-8の解釈指針

「**業績悪化…などの有事の際には、**経営陣から独立した立場にあることを活用し、特に**経営陣が利害関係を有する場合には意思決定の主体として適切な判断を行い**、説明責任を果たすなど、株主共同の利益を守り中長期的な企業価値の向上に資するよう活動することが求められる。」

東京証券取引所「コーポレートガバナンス・コード」（2026年7月21日）（強調は引用者による）

1 業績の悪化

リターン別の投下資本（約3,800億円）

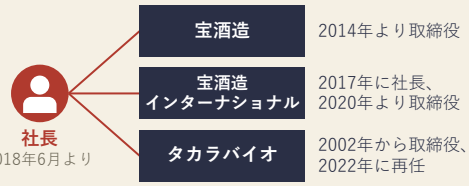


2026年3月31日、バリューアクトによる推計

- **投下資本の91%**は、リターンが宝HDの資本コスト6.44%を下回るか、ほぼ同水準にとどまる
- **2026年3月期のROIC 3.1%、ROE 4.6%**（WACC 6.44%、株主資本コスト7.38%）
- **最大の少数株主**が、社外取締役主導の独立した見直しを求めた

2 経営陣の利益相反

経営陣が自らの事業を見直す



- **構造的な利益相反：**経営陣が、自ら経営し責任を負う事業を見直している
- **個人的なつながり：**社長は2002年の設立時からタカラバイオの取締役

3 責務を果たしていない社外取締役

取締役会のポートフォリオに関する決定：

独立した見直しを拒否
2026年2月の要請を取締役会が拒否

立て直しにさらに2年
4期連続の営業減益後もポートフォリオは不変

見直し対象は売上高の約4%
グループ全体から見て意味のある規模ではない

長期Vision 2050は新規領域を追加
2051年3月期までに売上高の20%を目指すが、現在はゼロ

出典：宝ホールディングス有価証券報告書（2026年3月期）、「中期経営計画2030説明会」（2026年5月）、「宝グループ長期Vision 2050」（2025年9月）、「コーポレート・ガバナンスに関する報告書」（2026年8月）、「臨時株主総会の開催日時、場所及び付議議案並びに株主提案に対する当社取締役会意見に関するお知らせ」（2026年11月10日）、バリューアクトの取締役会宛て書簡（2026年2月27日）、バリューアクトによる事業別投下資本の推計

責務を果たしていない社外取締役
CGコード（原則4-8）が求める責務

業績の悪化と経営陣の利益相反にもかかわらず、社外取締役は株主共同の利益を守るために行動していない

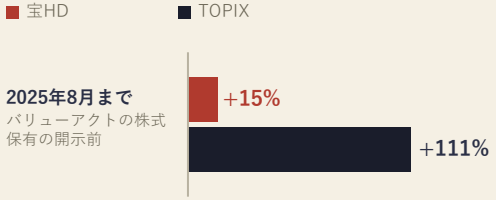
コーポレートガバナンス・コード、原則4-8の解釈指針

「**業績悪化…などの有事の際には、**経営陣から独立した立場にあることを活用し、特に**経営陣が利害関係を有する場合には意思決定の主体として適切な判断を行い、**説明責任を果たすなど、株主共同の利益を守り中長期的な企業価値の向上に資するよう活動することが求められる。」

東京証券取引所「コーポレートガバナンス・コード」（2026年7月21日）（強調は引用者による）

1 業績の悪化

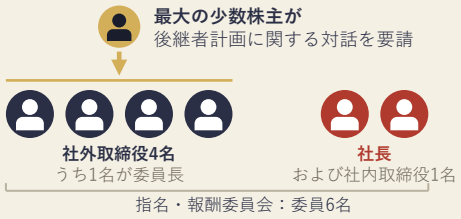
2018年6月以降の株主総利回り（TSR）



- 2018年6月に就任した社長の下、**7年間にわたり価値創造が低迷**
- バリューアクトの株式保有が開示される前（2025年8月まで）の**TSRは+15%、TOPIXは+111%**

2 経営陣の利益相反

後継者計画に関する要請（2026年7月23日・9月4日）



- **構造的な利益相反：**経営陣は自らの後継者計画について中立になれない
- **コードは独立社外取締役に、**CEOの後継者計画において「経営陣の恣意性を排除」することを求めている

3 責務を果たしていない社外取締役

社長の後継者計画の現状：

- **対話を2度拒否**
  取締役会書簡（2026年8月7日および10月15日）
- **社長の後継者計画は依然として未策定**
  宝HD自身が「重要課題」と認識
- **コードの原則を実施せず**
  補充原則4-1③（2022年～2026年）
- **プライム市場の水準から乖離**
  プライム市場の85.8%が同原則を実施

出典：FactSet、宝ホールディングス有価証券報告書（2026年3月期）、「コーポレート・ガバナンスに関する報告書」（2022年～2026年）および取締役会書簡（2026年8月7日および10月15日）、東証『コーポレート・ガバナンス白書2025』、バリューアクト書簡（2026年7月23日および9月4日）

取締役会は重要事項に関する対話を拒否

実行力の欠如を受け、バリューアクトは臨時株主総会の招集を請求

1	**変革の緊急性**	宝HD自身が、中計2030の最初の2年間を「体質転換／立て直し／将来への布石」の期間と位置づけている。過去最大の資本支出となったタカラバイオ公開買付けを経て、**宝HDには早急な軌道修正が必要である**。
2	**市場の信認低下**	木村社長自身、「**投資家や資本市場からの信頼が損なわれた状況にある、と指摘されてもやむを得ない危機的状況**」にあると述べている。**同じ戦略・同じ事業ポートフォリオのまま、経営・監督体制に関連する経験を何ら加えずに**中計2030に臨むことは容認できない。
3	**明確な不備**	バリューアクトの分析では、**現任の社外取締役は4つの中核的責務**（戦略の策定、資本配分、M&Aの監督、経営陣の監督）**を実効的に果たしていない**。
4	**知見・経験の不足**	**社外取締役の知見・経験には重大な不足**があり、宝グループの事業のニーズに応えるには、これを補う必要がある。
5	**実効性のない対話**	6年間にわたるバリューアクトの主要な提案は、**すべて拒否または無視された**。ここ数か月も、取締役会は、独立した戦略の見直しの実施と、取締役会の刷新に関する対話を求める**書面での要請を拒否した**。

取締役会の刷新に関する対話を拒否

バリューアクトは取締役会に対し、取締役会の刷新と宝HDに必要な知見・経験の導入について、社外取締役がバリューアクトと対話することを認めるよう、書面で2度求めた。**取締役会は、バリューアクトの具体的な考えを一度も聞くことなく、2度とも拒否した。**

バリューアクトの要請	取締役会の拒否
7月23日 →	8月7日
9月4日 →	10月15日

2026年に書面で2回要請
拒否2回

バリューアクトは臨時株主総会を請求

2026年10月22日：社外取締役3名の解任と、独立社外取締役候補者3名の選任を請求

宝HDの定款は2022年以降、取締役の員数上限を7名としており、7名の枠はすべて埋まっている。新たな取締役は、現任者が退任しない限り加わることができない。

出典：バリューアクト・キャピタル「宝ホールディングス株主の皆様への公開書簡」（2026年11月10日、別紙1を含む）、「臨時株主総会の開催日時、場所及び付議議案並びに株主提案に対する当社取締役会意見に関するお知らせ」（2026年11月10日）、日経ビジネス電子版Special（PR：宝ホールディングス、2026年9月）

09

責任の追及：
現任の社外取締役3名の解任

失敗に対する責任の追及
取締役会の不備が企業価値の毀損を招いた

1 価値向上に向けた戦略策定の不備	2 効率的な資本配分の不備	3 M&Aに対する独立した監督の不備	4 経営陣に対する実効的な監督の不備
スライド 25	スライド 47	スライド 59	スライド 75
株主の基本的な期待に応えず、経済産業省・東京証券取引所が示す責務を果たさなかった取締役会の不備が…			
TGC100と中計2025の6年間を監督したが、持続的な成長ドライバーを築けず	リターンが低いかマイナスの「成長投資」に資本を投入	支配株主として、タカラバイオの低迷に責任を負う	社長の後継者計画がなく、報酬も価値創造に連動していない
中計2030を承認：同じポートフォリオ、同じ成長への賭け、同じ利益目標	投資の前提が崩れた後もタカラバイオへの投資を継続	経営陣の利益相反に対処する独立した委員会を設置せず	取締役の員数上限を7名に引き下げ、空席をなくした
さらなる多角化を掲げる長期Vision 2050を承認	事業ポートフォリオの独立した見直しを行っていない	フェアネス・オピニオンも、経営陣の事業計画の独立した検証も取得せず	社外取締役主導の事業ポートフォリオの見直しを拒否し、経営陣に委ねた
…企業価値の毀損を招いた			
中計2025の財務目標はすべて未達、営業利益は目標を55%下回る	海外日本食材卸の税引前リターンは1.4%、タカラバイオはマイナス	タカラバイオは3年連続で業績予想を下回り、赤字に転落	業績不振の根本原因が放置されている
中計2030でもさらなる目標未達の可能性が高い	市場のシグナルが悪化に転じた後も、タカラバイオに670億円を投資	両社の経営陣が利益相反を抱えたまま、545億円の公開買付けを承認	知見・経験の不足が放置され、取締役会の刷新に関する協議も2度拒否
さらに25年続く弱い実行力	投下資本の91%は、リターンが資本コスト（6.44%）を下回るか同程度にとどまる	9か月で2度の下方修正	中計2030でも同じ戦略を承認

なぜ解任か、なぜ今か
失敗の責任を問う。待つ理由はない

取締役会および社外取締役は、その失敗の責任を問われるべきである。宝HDは今後25年間の誤った方向性を定めたうえで、株主に待つよう求めている

なぜ解任・交代なのか

取締役会の不備に対する責任：ROICは3.1%で、資本コスト6.44%を下回る。社長就任から8年を経ても後継者計画はなく、中計2030でも同じ戦略が再び承認された。

社外取締役の責任：在任3年～8年の3名は、失敗に終わった中計2025を監督し、裏付けのない価値評価に基づき、代替案を検討する独立したプロセスもないまま545億円の公開買付けを承認した。

空席はない。2022年、取締役会はISSの反対推奨にもかかわらず員数上限を7名に引き下げた。このため、新たな知見・経験は、現任者を解任し後任を選任することでしか加えられない。

なぜ今なのか

長期Vision 2050は今後25年間の方向性を誤っている。さらなる多角化を進め、現在はゼロの新規領域で売上高の20%を目指す。

タカラバイオは市場シェアを失い続けている。長期Vision 2050が前提とする成長率は年率約3%で、試薬市場の半分のペースにとどまる。

宝HDは株主に待つよう求めている。「体質転換／立て直し／将来への布石」の2年間を設け、ポートフォリオに関する判断は「2年以内を目途」に行うとしている。

待つ理由はない。中計2030は長期Vision 2050を実現するための計画であり、待っても方向性は変わらない。12月16日の臨時株主総会は、株主が行動できる最も早い機会である。次の定時株主総会は2027年6月となる。

バリューアクトが求めること

経営陣を監督するために必要な知見・経験を取締役会に加えるとともに、価値毀損を招き、コーポレートガバナンス・コードの主要な原則を実施しなかった取締役の解任を求める。

バリューアクトが求めないこと

会社の支配権、または特定の戦略・取引の実行

注：タカラバイオの成長：2025年3月期売上高450億円から2051年3月期のグループ売上高1兆円以上の10%へ（年率3.1%）。試薬市場は年率6.3%（Mordor Intelligence、2026～2031年）。
出典：宝ホールディングス定時株主総会招集ご通知（2022年、2026年）、「中期経営計画2030説明会」（2026年5月）、「宝グループ長期Vision 2050」（2025年9月）、「コーポレート・ガバナンスに関する報告書」（2026年8月）、公開買付届出書（2026年2月）、「株主提案に対する当社取締役会意見」（2026年11月10日）、ISS（2022年6月）、バリューアクトによる分析

“

「こうした結果を招いた原因は、事業環境が目まぐるしく変わる時代にあって、経営資源の投下方針を柔軟に見直すことができなかった、当社グループ全体のマネジメントとガバナンスの体制にあると猛省しています。」

木村社長（日経ビジネス電子版Special、2026年9月、宝HDのPR記事）

取締役会の監督が強化されない限り
宝HDの低迷は続く

6年間の失敗を経てなお、社外取締役は同じ戦略を承認した…

取締役会自身の振り返り

「…経営資源の投下方針を柔軟に見直すことができなかった、当社のマネジメント体制に原因があると考える。」

中期経営計画2030説明会、2026年5月19日、p. 4

コーポレートガバナンス・コード

「取締役会は、かかる成長の道筋を構築し、提示する役割・責務を負う。」

原則4-1　解釈指針（2026年7月改訂）

バリューアクトによる対話

バリューアクトは、検討すべき具体的な選択肢を示し、より焦点を絞った戦略について宝HDと対話してきた。

バリューアクト公開書簡、2026年11月10日、別紙2

社外取締役の対応

実質的に同じ戦略の継続を承認

中計2030（2026年5月13日）

…その実行を再び監督するのは、関連する事業経験を持たない同じ現任社外取締役である

友常 理子氏	川上 智子氏	本宮 孝夫氏
弁護士 ｜ 8年	*研究者（マーケティング） ｜ 7年*	*元税務当局職員 ｜ 3年*

✕ 上場会社の経営経験　✕ 事業分野での直接的な経験　✕ 資本配分　✕ M&A・ポートフォリオ再編　✕ 事業の立て直し　✕ 直近の経営経験

白幡 清一郎 氏
上場会社の元役員 ｜ 1年

バリューアクトは、白幡氏について、在任期間が短く、価値創造に貢献し得る知見・経験を有していることから、これらの失敗の責任を問うべきではないと考えている。

バリューアクトが臨時株主総会を請求した理由

同じ戦略
取締役会は中計2030で、失敗した戦略の延長を承認した

＋

同じ取締役
同じ社外取締役が監督

＝

結果は変わるのか？
取締役会は、今度は結果が変わると株主に説明している

議案1	議案2	議案3
賛成 解任	賛成 解任	賛成 解任

出典：宝ホールディングス「中期経営計画2025の振り返り」、「『宝グループ中期経営計画2030』を策定」（2026年5月13日）および説明会（2026年5月19日）、「コーポレート・ガバナンスに関する報告書」、公開買付届出書、コーポレートガバナンス・コード（2026年7月改訂）原則4-1、バリューアクト・キャピタル「宝ホールディングス株主の皆様への公開書簡」（2026年11月10日）、FactSet、バリューアクトによる分析

問題は社外取締役の専門性・経験：
現任社外取締役は自らの経験を超える監督の役割を担っている

宝HDは、事業経営、ポートフォリオ戦略およびガバナンスの監督を、弁護士、マーケティングの教授、元国税庁職員に委ねている

友常 理子氏	川上 智子氏	本宮 孝夫氏
経歴： 弁護士	経歴： マーケティングの教授	経歴： 元国税庁職員
会社が挙げる監督分野 **ROIC経営、事業ポートフォリオ戦略、配当政策** *「…ROIC経営の徹底、事業ポートフォリオ戦略、配当政策及び対外発信の強化についても積極的に提言を行い…」*	**会社が挙げる監督分野** **経営学、マーケティング** *「…国内外での大学教授や研究員としての職歴等を通じた経営学及びマーケティング等に関する豊富な経験と実績及び高い見識…」*	**会社が挙げる監督分野** **法令・コンプライアンス、コーポレート・ガバナンス** *「…法令・コンプライアンスやガバナンスの観点から質問・意見・提案を行ってまいりました。」*
✕ 業務執行に携わった経験のない弁護士が、資本配分、投資収益、配当に関する意思決定の監督を担うべきなのか？	✕ 直接の事業運営経験を持つ取締役ではなく、会社自身の言葉によれば「国際学会や海外の共同研究者から得た最先端の知見」に依拠する取締役に頼るべきなのか？	✕ 税務行政の経験者に、国際的な複合企業が直面する法務、規制対応、コーポレート・ガバナンスの多岐にわたる課題に関する専門性があるのか？

会社の説明でいずれも言及なし

✕ 資本配分　✕ M&A／取引　✕ ライフサイエンス　✕ 洋酒　✕ 飲食料品　✕ 経営経験

会社自身の招集通知は、現任の社外取締役3名について次のように記載している。
「社外役員となること以外の方法で会社の経営に関与したことはありません」

出典：「臨時株主総会の開催日時、場所及び付議議案並びに株主提案に対する当社取締役会意見に関するお知らせ」、「第115回定時株主総会招集ご通知」（バリューアクトの臨時株主総会請求書に引用されたもの）

知見・経験の問題
取締役会の経験不足が、監督の不備と価値毀損を招いた

責任を負う社外取締役		戦略上の選択と結果	
0/3	洋酒または飲食料品の事業経営経験を有する社外取締役	利益計画の未達 −55%	中計2025の目標に対する営業利益の差。利益の約73%は海外酒類事業で、エイジ・インターナショナル社（ブラントン）単体で62%を占める
0/3	食品または消費財事業を経営した経験のある社外取締役	海外日本食材卸の悪化 1.7%	2026年3月期の営業利益率（2024年3月期は5.6%）。同事業はグループ売上高の約50%を占める
0/3	ライフサイエンスの経験またはM&Aを主導した経験を有する社外取締役	疑問の残るタカラバイオ買収 545億円	公開買付けは宝HD史上最大の資本支出。リターンは2036年3月期まで資本コストを下回る
0/3	上場会社で業務執行に携わった経験のある社外取締役	著しく劣後する株主リターン −54%pt	2025年8月20日までの5年間におけるTOPIXとのTSRの差

出典：宝ホールディングス2026年3月期セグメント業績、「中期経営計画2030説明会」（中計2025の振り返りを含む）、公開買付届出書、スキル・マトリックス（「コーポレート・ガバナンスに関する報告書」）、バリューアクト・キャピタル公開書簡（2026年11月10日）、FactSet

知見・経験の問題

事業経営、資本配分および業界の経験

バリューアクトの候補者により、主要な戦略分野における取締役会の知見・経験が強化される

		宝HDのスキル・マトリックス							宝HDの立て直しに必要なその他の知見・経験					
		企業経営／経営戦略	財務／会計／税務	法務／コンプラ	人事／労務	研究開発／製品技術	ブランド戦略／マーケティング	海外ビジネス／国際性	事業分野での直接的な経験	資本配分	M&A・事業ポートフォリオ再編	事業の立て直し	上場会社の経営経験	直近の経営経験
木村 睦氏	社長	●	●	●	●			●	*留任する取締役のスキルは未評価*					
鈴木 正直氏	社内	●			●									
佐藤 敬氏	社内	●	●				●							
白幡 清一郎氏	社外	●				●	●	●						
解任を提案する取締役														
友常 理子氏 *弁護士*	社外			●	●				×	×	×	×	×	×
川上 智子氏 *マーケティングの教授*	社外	●					●	●	×	×	×	×	×	×
本宮 孝夫氏 *元国税庁職員*	社外		●	●					×	×	×	×	×	×
バリューアクトの候補者														
マーク・アンドレ・トゥシグナント氏	社外	●	●	●			●	●	✓ 洋酒	✓	✓	✓	✓ CFO	✓ サントリーグローバルスピリッツ
エリック・ジョンソン氏	社外	●			●	●	●	●	✓ ライフサイエンス	✓	✓	✓	✓ CEO	✓ JSR
田代 祐子氏	社外	●	●	●	●		●	●	✓ 飲食料品	✓	✓	✓	✓ CEO	✓ アコーディア・ゴルフ
バリューアクトの提案による増減		+2	+1	0	+1	+1	+2	+2	+3	+3	+3	+3	+3	+3

● 全面的に該当 | ● 部分的に該当 | ✓ ×候補者の経験（バリューアクトによる評価）

出典：各社の開示資料、宝ホールディングス「第115回定時株主総会招集ご通知」 取締役候補者の専門性と経験（スキル・マトリックス）候補者の経歴書およびインタビュー、バリューアクトによる分析

10

バリューアクトが提案する候補者：宝HDに必要な知見・経験を備えた取締役

“

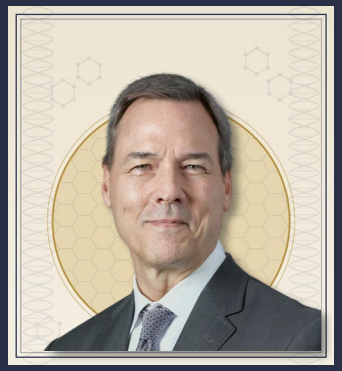
「取締役会は、取締役会における率直・活発で建設的な検討への貢献が期待できるなど、会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に寄与するように役割・責務を果たすことができる資質を十分に備えた人物を独立社外取締役の候補者として選定すべきである。」

コーポレートガバナンス・コード（2026年7月改訂）原則4-9

独立社外取締役3名を新たに提案
宝HDを、価値創造の軌道に戻す

バリューアクトが提案する候補者

エリック・ジョンソン氏
上場会社CEO、ライフサイエンスおよびポートフォリオ変革の専門性



- 業界経験
- 上場会社の経営経験
- 資本市場

田代 祐子氏
上場会社CEO、社外取締役としての豊富な経験、監査の専門性



- 業界経験
- 上場会社の経営経験
- 資本市場

マーク・アンドレ・トゥシグナント氏
世界的な酒類業界の専門家、財務および資本配分の専門家



- 業界経験
- 上場会社の経営経験
- 資本市場

3名の強み

独立性
全員がバリューアクトおよび宝HDから独立

リーダーシップ
全員が経営幹部としての経験を有している

業界の専門性
主要事業の監督を強化

資本配分
全員がCEOまたはCFOとして資本配分を監督した経験を有している

実績
全員が価値創造の実績を有している

日本企業への理解
全員が日本企業における豊富な経験を有している

議案4	議案5	議案6
賛成	賛成	賛成

バリューアクトはすべての議案への賛成を推奨する

宝HD自身が変革の緊急性を認めている
改革には関連する経験が必要

会社自身の言葉によれば、今後2年間は「体質転換／立て直し／将来への布石」の期間である。
取締役会には、自らの経営経験に基づき、経営陣に的確な問いを投げかけられる取締役が必要である。

会社自身の言葉

取締役会実効性評価、2026年5月13日

「…持株会社の取締役会としてのモニタリング機能のあり方や、中長期的な経営戦略等に関してより多様な意見を反映していくことなどについては継続的な課題があることを認識しており…」

株主提案に対する当社取締役会意見、2026年11月10日

「…当社取締役会として、各事業について十分な対策を促すことや、経営資源の投下方針を柔軟に見直すに至らなかった…」

株主提案に対する当社取締役会意見、2026年11月10日

「…前半２年間を『体質転換／立て直し／将来への布石』の期間と位置付けて、収益構造改革を速やかに進めるとともに事業ポートフォリオ戦略を早期に見直すこととしており…」

取締役会が今後2年間で監督すべき意思決定

CDMOおよび遺伝子医療事業を継続するかどうか タカラバイオの固定費削減および住友化学グループへの事業譲渡	✓ **ライフサイエンスの経験** 経営幹部として、ライフサイエンス事業を経営・再構築した経験
海外日本食材卸事業を成長事業と位置づけ続けるかどうか 海外日本食材卸の利益率は2026年3月期に1.7%に低下	✓ **事業の立て直しの経験** 現場運営の比重が大きい大規模事業を立て直した経験
グループ全体で経営資源をどう配分するか 海外酒類事業は、グループ最大の利益貢献事業	✓ **資本配分の経験** CEOまたはCFOとして、複数の事業を擁するグループ全体に資本を配分した経験
解任対象の現任社外取締役：この種の意思決定に責任を負う業務執行の役職に就いた者はいない	**バリューアクトの候補者：**いずれもCEOまたはCFOとしてこの種の意思決定を行った経験を有する

出典：宝ホールディングス取締役会実効性評価、「臨時株主総会の開催日時、場所及び付議議案並びに株主提案に対する当社取締役会意見に関するお知らせ」、2026年3月期セグメント業績、候補者の経歴書

必要な経験を備えた候補者
戦略上の主要な不備に対応する経験

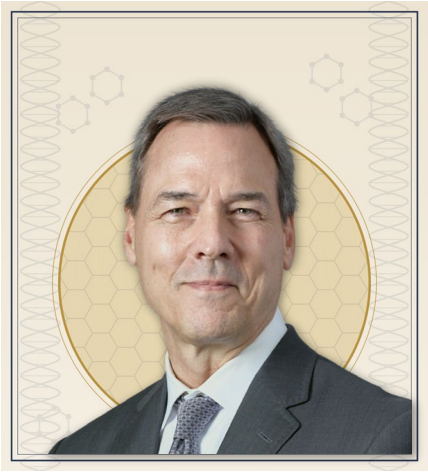
バリューアクトが提案する候補者は、宝HDの長期的な成長力を取り戻すのにふさわしい経験を有している

		✓ エリック・ジョンソン氏	✓ 田代 祐子氏	✓ マーク・アンドレ・トゥシグナント氏
1	**日本の上場会社で価値向上につながる戦略を策定してきた実績**	JSRの代表取締役兼CEO（2019年～2025年）として、幅広い事業ポートフォリオのすべての事業について戦略的適合性を見直した。同氏のリーダーシップの下、JSRの株価は約150%上昇した	アコーディア・ゴルフの社長兼CEO、のち会長として、個別に運営されていた約170のゴルフ場を単一の運営モデルに再編した	エイボン・ジャパンのCFOとして、上場日本法人である同社の財務面での立て直しを主導した
2	**資本配分の実績**	2014年にJSRライフサイエンスを設立し、CEO在任中に公表された最後の通期決算で売上収益約1,300億円の事業（タカラバイオの2倍超の規模）に成長させた	エーオン・ホールディングス・ジャパンおよびフェニックス・リゾートの元CFO。元KPMG監査パートナー、元米国公認会計士	サントリーグローバルスピリッツのEVP兼グローバルCFOとして、資本・投資委員会の委員長を務めた
3	**最高水準のM&Aプロセスを遂行した豊富な経験**	JSRの創業事業であるエラストマー事業をENEOSに売却。半導体材料会社Inpriaの買収を主導。JICによる約9,090億円のJSR非公開化を主導した	MBKパートナーズによる同社の非公開化を含む、アコーディア・ゴルフの複数の取引を主導した	ブランド・ポートフォリオの見直しを経たクルボアジェのカンパリへの売却をはじめ、サントリーの数多くの取引の実行を主導した豊富な経験
4	**日本の上場会社のコーポレート・ガバナンスに関する深い経験**	東証上場時のJSRで代表取締役を務め、同社初の外国人執行役員	ヤマハ発動機の社外取締役（2019年～2026年）として指名委員会・報酬委員会に所属。日本マクドナルドホールディングスの社外取締役、指名委員会委員長、報酬委員会委員	社外取締役を擁する上場子会社であるエイボン・ジャパンのCFO。サントリーグローバルスピリッツの監査委員会およびリスク委員会の委員
5	**宝HDの主要産業における直接的な経験**	**ライフサイエンス：**JSRのライフサイエンス事業を創設し、JSRのCEOとして率いた	**消費財・食品：**日本マクドナルドホールディングスの社外取締役。アコーディア・ゴルフの社長兼CEOとして、現場運営の比重が大きい事業を立て直した	**洋酒：**サントリーグローバルスピリッツのEVP兼グローバルCFO

議案		議案		議案		
4	賛成	5	賛成	6	賛成	**バリューアクトはすべての議案への賛成を推奨する**

出典：候補者の経歴書およびインタビュー、JSR、アコーディア・ゴルフ、ヤマハ発動機、日本マクドナルドホールディングスの開示資料、宝ホールディングス2026年3月期セグメント業績

エリック・ジョンソン氏



エリック・ジョンソン氏は、変革を推進するCEOであり、取締役として経営を担ってきた。テクノロジー、先端材料、ライフサイエンスのグローバル事業で、戦略的変革、イノベーション、価値創造を主導してきた豊富な経験を有する。

主な専門性

- ライフサイエンス
- コーポレート・ファイナンス
- 事業の立て直し

宝HDとの関連性

- **ライフサイエンス：**2014年にJSRライフサイエンスを設立し、CEO在任中に公表された最後の通期決算で売上収益約1,300億円と、タカラバイオの2倍超の規模のグローバル事業に成長させた。
- **ポートフォリオ管理：**JSRの代表取締役社長兼CEOとして、すべての事業を見直し、JSRの創業事業であるエラストマー事業をENEOSに売却した。
- **株主価値：**産業革新投資機構（JIC）によるJSRの非公開化（約9,090億円）を主導。JSRの株価は同氏のリーダーシップの下で約150%上昇した。
- **日本の上場会社でのリーダーシップ：**JSR初の外国人執行役員。2009年から2024年まで、東証上場企業の内部から変革を主導した。

約1,300億円
同氏が2014年に設立したJSRライフサイエンスの売上収益（CEO在任中に公表された最後の通期決算）

約150%
同氏のリーダーシップの下でのJSR株価の上昇率

約9,090億円
同氏がCEOとして主導した、産業革新投資機構（JIC）によるJSRの非公開化

学歴：スタンフォード大学（理学士、化学工学）　|　**特許：**リソグラフィーの寸法計測に関する米国特許2件

主な経歴

2001	2005	2009	2014	2019	2023
JSR Micro, Inc. COO兼技術担当シニア・バイス・プレジデント	**JSR Micro, Inc.** 社長	**JSR株式会社** 執行役員（初の外国人執行役員）	**JSRライフサイエンス** 創設者兼戦略責任者	**JSR株式会社** 代表取締役兼CEO	**JSR株式会社** 代表取締役社長兼CEO

詳細な経歴は招集通知に記載

田代 祐子氏



田代祐子氏は、財務、ガバナンス、組織変革に豊富な経験を持つ経営者であり、上場会社の取締役を歴任。

宝HDとの関連性

- **財務・監査：**KPMG LLPの元監査パートナー、元米国公認会計士。エーオン・ホールディングス・ジャパンの取締役、COO兼CFO。
- **事業の立て直し：**アコーディア・ゴルフの社長兼CEOとして、日本最大級のゴルフ場運営会社を単一の運営モデルの下に再編した。
- **ガバナンス：ヤマハ発動機**の社外取締役（2019年～2026年）として指名委員会・報酬委員会に所属。**日本マクドナルドホールディングス**では2023年より社外取締役、2026年より指名委員会委員長を務め、報酬委員会委員も兼務（2016年～2023年は同社社外監査役）。
- **取引：**2012年の委任状争奪戦および敵対的公開買付けの際はアコーディア・ゴルフの取締役、2016年～2017年のMBKパートナーズによる公開買付けの際は社長を務めた。

主な専門性

- 飲食料品
- コーポレート・ガバナンス
- 資本配分
- 財務・会計

指名委員会委員長
日本マクドナルドホールディングス株式会社

3
日本の上場会社の取締役会：アコーディア・ゴルフ、ヤマハ発動機、日本マクドナルドホールディングス

元米国公認会計士
KPMGの元監査パートナー、エーオン・ホールディングス・ジャパンの元CFO

学歴：トレド大学（経営学士、会計学）　|　**その他の役職：**ファーストティー・ジャパン（非営利団体）会長

主な経歴

1995
KPMG LLP
監査パートナー

2005
エーオン・ホールディングス・ジャパン株式会社
取締役、COO兼CFO

2016
アコーディア・ゴルフ株式会社
代表取締役社長

2019
ヤマハ発動機株式会社
社外取締役

2023
日本マクドナルドホールディングス株式会社
社外取締役（現職）
指名委員会委員長

詳細な経歴は招集通知に記載

マーク・アンドレ・トゥシグナント氏



マーク・アンドレ・トゥシグナント氏は、経営陣の一員として財務を統括してきた経営者であり、北米、欧州、アジアの数十億ドル規模の消費財事業で、30年以上にわたり戦略、大規模な事業変革、製品・ブランドのイノベーションを主導してきた。

主な専門性

- 酒類
- 財務・会計
- 海外事業

宝HDとの関連性

- **洋酒：**サントリーグローバルスピリッツ（旧ビームサントリー）のEVP兼グローバルCFOとして、資本・投資委員会の委員長を務めた。同社は世界有数のバーボン・ブランドをはじめ、幅広い洋酒を擁する。
- **ポートフォリオ規律：**各ブランドの目指す姿と競争力に基づき経営資源を配分するカテゴリー・レビューを主導した（クルボアジェのカンパリへの売却を含む）。
- **日本での経験：**上場子会社であるエイボン・ジャパンの財務面での立て直しの間、同社のCFOを務めた。日本に3年間居住し、勤務した。
- **グローバルな財務リーダーシップ：**北米、欧州、アジアにおいて、30年以上にわたり財務、戦略および変革を主導した。

グローバルCFO
サントリーグローバルスピリッツのEVP兼グローバルCFO（2018年～2026年）

クルボアジェの売却
各ブランドの競争力の見直しを経たカンパリへの売却で、主導的な役割を担った

委員会委員長
資本・投資委員会の委員長、全社リスク管理（ERM）委員会の共同委員長

学歴：シェルブルック大学（MBA）、ケベック大学モントリオール校（経営学士、ファイナンス）

主な経歴

1999
エイボン・ジャパン株式会社
CFO

2005
エイボン・プロダクツ
北米CFO

2009
エイボン・プロダクツ
西欧・中東・アフリカ・アジア太平洋・中国担当CFO

2014
ビームサントリー
グローバル・サプライチェーン・ファイナンス担当VP

2016
ビームサントリー
北米CFO

2018–2026
サントリーグローバルスピリッツ
EVP兼グローバルCFO

詳細な経歴は招集通知に記載

価値創造の回復には、
関連する経験を持つ取締役が必要

バリューアクトが提案する候補者

バリューアクトが提案する候補者は、解任対象の現任社外取締役3名に欠ける重要な経験を補う

取締役会の構成案

- ● **木村 睦氏**
  社長
- ● **鈴木 正直氏**
  社内取締役
- ● **佐藤 敬氏**
  社内取締役
- ○ **白幡 清一郎氏**
  現任社外取締役
- ● **エリック・ジョンソン氏**
  バリューアクトが提案する候補者
- ● **田代 祐子氏**
  バリューアクトが提案する候補者
- ● **マーク・アンドレ・トゥシグナント氏**
  バリューアクトが提案する候補者

取締役の経験	解任対象の現任社外取締役（3名）	バリューアクトの候補者による補強
上場会社のCEO	✕ 3名中0名	✓ +2
上場会社の経営経験	✕ 3名中0名	✓ +3
事業分野での直接的な経験	✕ 3名中0名	✓ +3
資本配分	✕ 3名中0名	✓ +3
M&A・事業ポートフォリオ再編	✕ 3名中0名	✓ +3
事業の立て直し	✕ 3名中0名	✓ +3
直近の経営経験	✕ 3名中0名	✓ +3
取締役会の過半数が独立社外取締役	✓ 満たす	✓ 維持
経営の継続性	✓ 確保	✓ 維持

注：現任の社外取締役：友常氏、川上氏、本宮氏、白幡氏。右列は、各項目の知見・経験を備えたバリューアクトの候補者の人数（3名中）を示す。項目は、スキル・マトリックス（p.98）の「宝HDの立て直しに必要なその他の知見・経験」に、上場会社のCEOおよび役員の経験を加えたもの。
出典：宝ホールディングス「第115回定時株主総会招集ご通知」（スキル・マトリックス）、ISS、候補者の経歴書、バリューアクトによる分析

バリューアクトの臨時株主総会提案
バリューアクトの提案（Treasure TaKaRa）に賛成を推奨

臨時株主総会の議案

議案番号	議案	賛否の推奨
社外取締役の解任		
1	友常 理子氏の解任	**賛成**
2	川上 智子氏の解任	**賛成**
3	本宮 孝夫氏の解任	**賛成**
バリューアクトが提案する候補者の選任		
4	エリック・ジョンソン氏の選任	**賛成**
5	田代 祐子氏の選任	**賛成**
6	マーク・アンドレ・トゥシグナント氏の選任	**賛成**

バリューアクトは、全6議案への**賛成**を推奨

各議案がもたらすもの

責任の追及

コーポレートガバナンス・コードが求める、戦略の策定、資本配分、M&Aの独立した精査、経営陣の監督といった責務を果たしてこなかった社外取締役3名を解任する。

宝HDに欠けている知見・経験

上場企業での経営幹部経験と業界の専門性を兼ね備えた、実績豊富な候補者3名を加える。いずれの候補者も、バリューアクトおよび宝HDから独立している。

長期的な企業価値向上への新たな機会

既存の取締役と協調して職務にあたる用意のある候補者が、新たな視点をもたらす。継続性を保ちつつ、独立社外取締役が過半数を占める取締役会構成も維持される。

株主提案が求めていないこと

バリューアクトは、会社の支配権や特定の戦略・取引を求めているわけではない。各議案が、宝HDの日々の経営を妨げることはない。

TREASURE

TaKaRa

お問い合わせ

ウェブサイト ｜ treasuretakara.com

投資家の皆様 ｜ takara@valueact.com

報道関係者の皆様 ｜ media@valueact.com

11

参考資料：
宝HDの最近の施策に関する分析

タカラバイオの立て直し
2年も待つ理由はない
実行リスクが高く、計画どおりに進んでもリターンは資本コストを下回る

宝HDの主張

宝HD「株主提案に対する当社取締役会意見」、2026年11月10日、第III章2(2)(①)

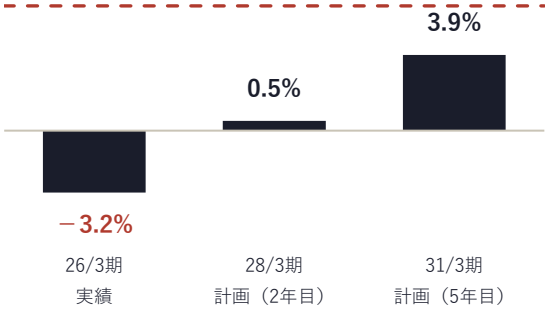
「…事業ポートフォリオ戦略を早期に（**2年以内を目途として**）見直すために、…**CDMO、遺伝子医療事業については継続するかをそれぞれ『見極める』**こととしております。」

事実

1 資本コストを下回るリターン

仮に計画を達成しても、タカラバイオのリターンは資本コストを下回る

宝HD自身の計画におけるタカラバイオのROIC(1)



公開買付け：545億円に対するリターンは、経営陣の10年予想でも6.44%に届かない。(3)

2 新たな知見・経験の補強なし

取締役会には、ライフサイエンス分野の立て直しの知見・経験が補強されていない

宝HD取締役会

0 / 4 **ライフサイエンスの経験**を持つ社外取締役

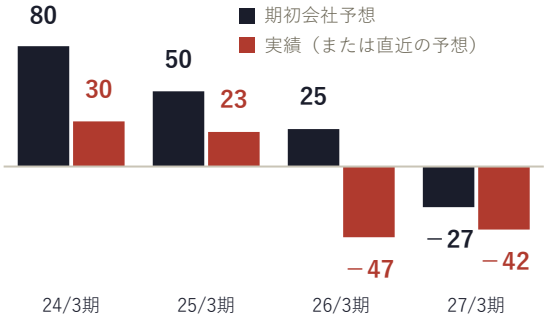
0 公開買付け以降に**新たに加わった取締役**

宝HDは取締役会を**「最適」**と呼び、**「現任の社外取締役」**が監督において有効であるとしている。

3 実行力の弱さを示す実績

タカラバイオの業績予想の未達は、公開買付け後も続いている

タカラバイオの営業利益（億円）(2)



タカラバイオの2023年計画：2026年3月期の利益150億円に対し、結果は47億円の損失。2027年3月期予想は公開買付け時の予想比17%悪化。(4)

注：(1) 宝HD開示のタカラバイオ・グループのROIC（2028年3月期は参考値）。資本コスト＝宝HDのWACC。公開買付けではアドバイザーがWACC6.8～8.6%を使用。(2) 各年5月の期初予想。2024年3月期～2026年3月期は後に30億円、30億円、40億円の損失へ下方修正。2027年3月期は11月10日時点の予想で27億円の損失（Curioの条件付対価の見直しによる利益15億円を除くと42億円の損失）。(3) バリューアクト推計＝39.09%（取得持分）×公開買付け計画上の営業利益×（1－税率30.6%）÷投資額545億円。(4) 2023年5月公表の中期計画（2024年3月期～2026年3月期）。2027年3月期の営業損失は公開買付け計画で36億円、現在は42億円（(2)参照）。
出典：宝HD取締役会意見（2026年11月10日）、「中期経営計画2030説明会」、「コーポレート・ガバナンスに関する報告書」、タカラバイオ意見表明報告書、タカラバイオ決算短信・業績予想、バリューアクトによる分析

タカラバイオに対する公開買付け
マネジメントとガバナンスの課題は解決されない
監督の顔ぶれも経営陣も変わらず、結果も変わらない公算が大きい

中計2025未達の要因についての宝HD自身の振り返り

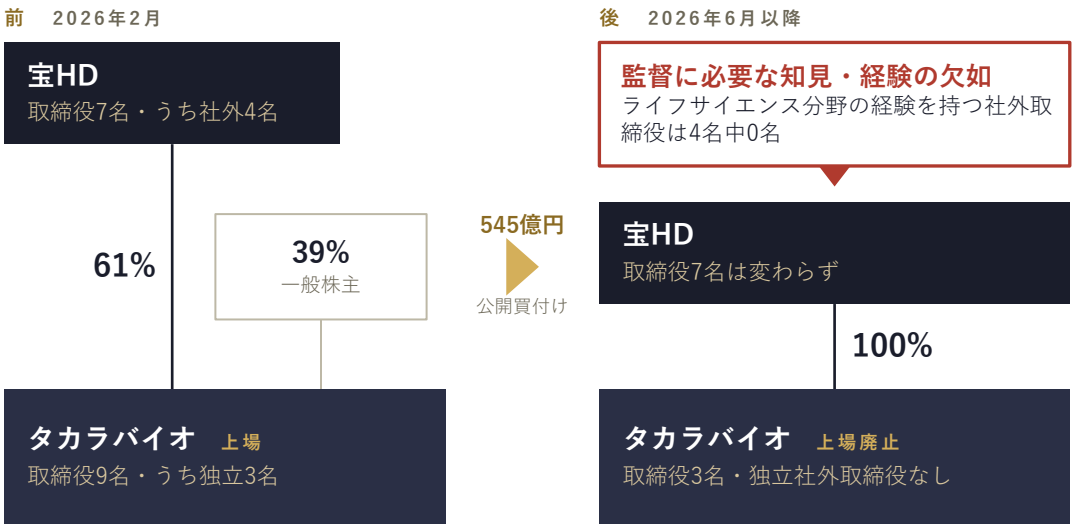
宝HD · 中期経営計画2030説明会、2026年5月19日、p.4

「こうした結果となったのは、…**経営資源の投下方針を柔軟に見直すことができなかった、当社のマネジメント体制に原因があると考える。**」

タカラバイオについて：「上場企業であるが故の制約はあったものの、…**成長投資の抑制を促すようなガバナンスを効かせられなかった**」

公開買付けで変わったこと

明示された目的の1つ：「当社とタカラバイオの間で迅速かつ柔軟な意思決定ができる体制」(1)



変わっていないこと

ライフサイエンス分野の立て直し経験の補強なし
公開買付け以降、いずれの取締役会にも新たな取締役は加わっていない

タカラバイオの経営陣も変わらず
代表取締役社長は続投。執行役員13名中12名が公開買付け前からの在任者(2)

宝HDの取締役会と経営陣は変わらず
取締役7名も社長も、公開買付け前から不変

注：(1) 株主提案に対する当社取締役会意見（2026年11月10日）第III章2(2)(①)。もう1つの目的は、タカラバイオの一般株主と当社との間に「構造的に生じていた利益相反が完全に解消される」こと。(2) 2026年6月26日時点の執行役員と2025年6月24日時点との比較。タカラバイオの取締役会は、公開買付け発表時は9名、2026年6月26日以降は3名（社長兼CEO、副社長、2022年6月からタカラバイオの取締役を務める宝HD社長）。宝HD取締役7名は2025年6月以降変化なし。社外取締役の経験は公表されている略歴による。
出典：宝ホールディングス「中期経営計画2030説明会」（2026年5月19日）、「臨時株主総会の開催日時、場所及び付議議案並びに株主提案に対する当社取締役会意見に関するお知らせ」（2026年11月10日）、有価証券報告書（2026年6月）、タカラバイオ意見表明報告書（2026年2月13日）、有価証券報告書（2025年6月）、人事発表（2026年5月13日）、ウェブサイト（2026年6月26日時点の役員）

事業ポートフォリオ戦略委員会

マネジメントとガバナンスの課題は解決されない

同じ取締役会に、既に業務執行を担う経営陣が加わるだけ。新たな知見・経験の補強なし

中計2025未達の要因についての宝HD自身の振り返り

「こうした結果となったのは、…**経営資源の投下方針を柔軟に見直すことができなかった、当社のマネジメント体制に原因があると考える。**」

宝HD・中期経営計画2030説明会（2026年5月）、取締役会意見（2026年11月）

取締役会について：「…取締役会として、**各事業について十分な対策を促すこと**や、経営資源の投下方針を柔軟に見直すに至らなかった点…」

委員会の構成

宝HDの対応：2026年6月15日に設置された取締役会の諮問機関。宝HDは「取締役及び執行役員を中心に…経営資源の投下・配分方針を継続的に見直すための経営会議体」と説明(1)

同じ取締役会

宝HD取締役会

取締役7名は変わらず

●●●● 社外4名　●●● 社内3名

＋

に加えて　既存の経営陣

宝HD経営陣

既に業務執行を担う

- 執行役員
- 事業会社社長および役員
- 事業管理部

＝

事業ポートフォリオ戦略委員会　取締役会の諮問機関

同じ顔触れ。新たな知見・経験なし。

宝HDが挙げる構成員は、全員が既存の取締役、執行役員または社員(2)

変わらないこと

独立した監督機能の強化なし

独立した立場の構成員は、取締役会と同じ社外取締役4名のみ。最終判断も同じ取締役会が行う(3)

経営陣が自らの業務執行を評価する

新たに加わった構成員は、見直し対象の事業をすでに運営している執行役員・社員

社外取締役の知見・経験不足は解消せず

社外取締役4名中3名は「社外役員となること以外の方法で会社の経営に関与したことはありません」(4)

注：(1) 株主提案に対する当社取締役会意見（2026年11月10日）第III章2(2)(①)。(2) これまでに唯一開催された会議（2026年9月15日）の参加者として宝HDが挙げているのは、取締役、執行役員、事業会社の社長および担当役員。人数は開示されていない。(3) 宝HDによれば、委員会は助言を行い、最終決定は取締役会が行う。宝HDの取締役7名は2025年6月以降変わっていない。(4) 宝HDの2026年6月定時株主総会招集通知。

出典：宝ホールディングス「中期経営計画2030説明会」（2026年5月19日）p.4、「臨時株主総会の開催日時、場所及び付議議案並びに株主提案に対する当社取締役会意見に関するお知らせ」（2026年11月10日）、決算説明会p.9およびQ&A（2026年11月12日）、「第115回定時株主総会招集ご通知」（2026年6月）

直近の資産売却

資本配分はほとんど変わらない

売却対象の18物件と物流子会社は宝HDの資産の1.6%にすぎない。投下資本の91%は、リターンが資本コストを下回るか同程度の事業に投じられている

宝HDの主張 · 取締役会意見書、2026年11月10日

「…これらの取り組みは着実に成果をあげており、…加えて、**ノンコア不動産の売却**や**物流子会社（タカラ物流システム株式会社）の株式の70%譲渡の決定**等も実施しております」

18物件の売却　2026年9月15日発表

賃貸不動産18物件
宝HDは「ノンコア」と位置づけ

2027年3月期3Qに**約88億円の売却益**。
売却先および価格は非開示。

0.8%
宝HD総資産比
帳簿価額42億円

物流子会社株式の70%を売却　2026年10月5日発表

タカラ物流システム
貨物輸送・倉庫

中央倉庫が70%を60億円で取得し、宝HDは30%を継続保有。譲渡実行日は2027年4月1日。

0.8%
宝HD総資産比
子会社総資産42億円

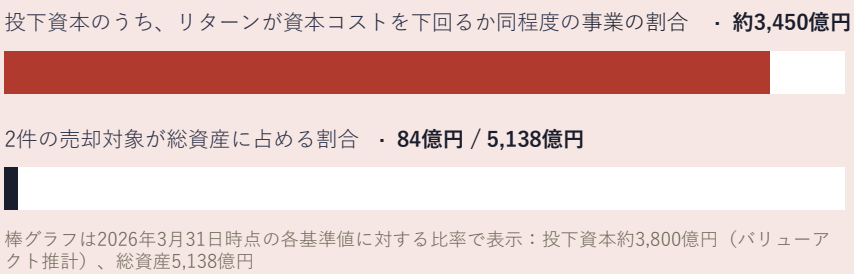
宝HDのバランスシートとの比較

どちらの売却も、低リターンの事業には手を付けていない

海外日本食材卸、タカラバイオなど、91%に含まれる事業は、どちらの売却の対象にもなっていない。

91%

1.6%



棒グラフは2026年3月31日時点の各基準値に対する比率で表示：投下資本約3,800億円（バリューアクト推計）、総資産5,138億円

注：91%＝2026年3月31日時点の投下資本（約3,800億円、バリューアクトによる推計）のうち、リターンが宝HDの資本コスト6.44%を下回るか同程度の事業が占める割合（「低リターン事業に資本が集中」参照）。売却規模は帳簿価額ベースの総資産（5,138億円）と比較。物流子会社＝タカラ物流システム株式会社の総資産（42億円）。売却は70%だが、全額を計上。不動産＝18物件の帳簿価額（42億円：宝HD保有17億円、子会社の川東商事保有25億円）。売却価額ベースでは、2件の売却は資産の3.7%に相当（70%持分は60億円、不動産は帳簿価額に売却益を加えた約130億円。価格は非開示）。
出典：宝ホールディングスの不動産売却（2026年9月15日）および物流子会社株式売却（2026年10月5日）に関するリリース、「臨時株主総会の開催日時、場所及び付議議案並びに株主提案に対する当社取締役会意見に関するお知らせ」（2026年11月10日）、2026年3月期有価証券報告書、バリューアクトによる事業別投下資本の推計

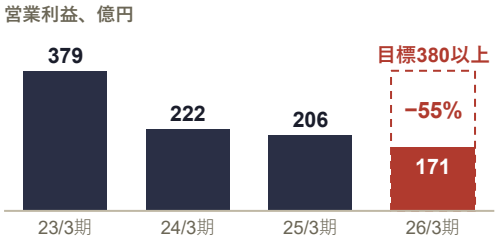
なぜ計画の成果を待たないのか？
実行力の弱さ、同じ計画、誤った方向

宝HDは前回の計画を達成できず、中計2030はその焼き直し。さらに長期Vision 2050は、今後25年の方向性をグループシナジーと新規領域に置いている

宝HDの主張 *宝HD取締役会意見、2026年11月10日、III.2(2)(①)*

中計2030は「**従来の延長線上ではない踏み込んだ内容**」であり、「**着実に成果をあげて**」いるとする

1 実行力の弱さを示す実績



0/4項目

中計2025で達成した財務目標(1)

営業利益は171億円（目標は380億円以上）。宝HD自身の振り返りでも「4期連続の営業減益」

2 中計2025と同じ計画

中計2025 → 中計2030

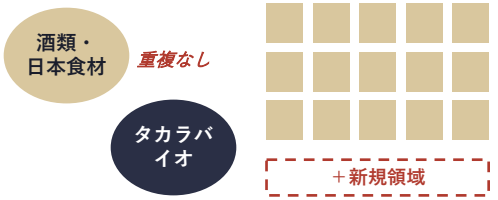
- **同じ事業** 酒類、海外日本食材卸、ライフサイエンス
- **同じ成長への賭け** タカラバイオと海外日本食材卸
- **同じ利益目標** 26年3月期380億円以上、31年3月期378億円以上

89%

計画上の増益のうち、同じ2つの成長への賭けが占める割合(2)

いずれも中計2025で失敗：タカラバイオは利益目標150億円に対し47億円の損失、海外日本食材卸の営業利益率は1.7%にとどまった

3 長期Vision 2050は誤った方向を示している



2,000億円

2051年3月期に新規事業で目指す売上高。事業化済みの新規事業はゼロ(3)

成長はグループシナジーから生まれるとされるが、タカラバイオ自身が酒類・食品と「事業領域に重複が存在せず」と述べている

待つ理由はない：中計2030は長期Vision 2050を実現するための計画であり、待っても計画も実績も方向性も変わらない

注：(1) 売上高、営業利益、ROE、ROIC。中計2025の5つ目の目標（海外売上高比率60%以上）は62.7%で達成。(2) 営業利益の計画増加額（2026年3月期～2031年3月期）：＋207億円のうち海外日本食材卸＋90億円、タカラバイオ＋94億円。(3) 目標：2031年3月期までに新規事業2つ。2027年3月期2Q時点で233件のアイデアを検討、11件が仮説検証段階、市場検証・事業化段階はなし。タカラバイオの引用は日本語の原文による。

出典：宝ホールディングス「宝グループ中期経営計画2025」（2023年5月11日）、中期経営計画2025の振り返りおよび「中期経営計画2030説明会」（2026年5月19日）、「中期経営計画2030の進捗について」および「株主提案に対する当社取締役会意見」（2026年11月10日）、2026年3月期有価証券報告書。タカラバイオ意見表明報告書（2026年2月13日）

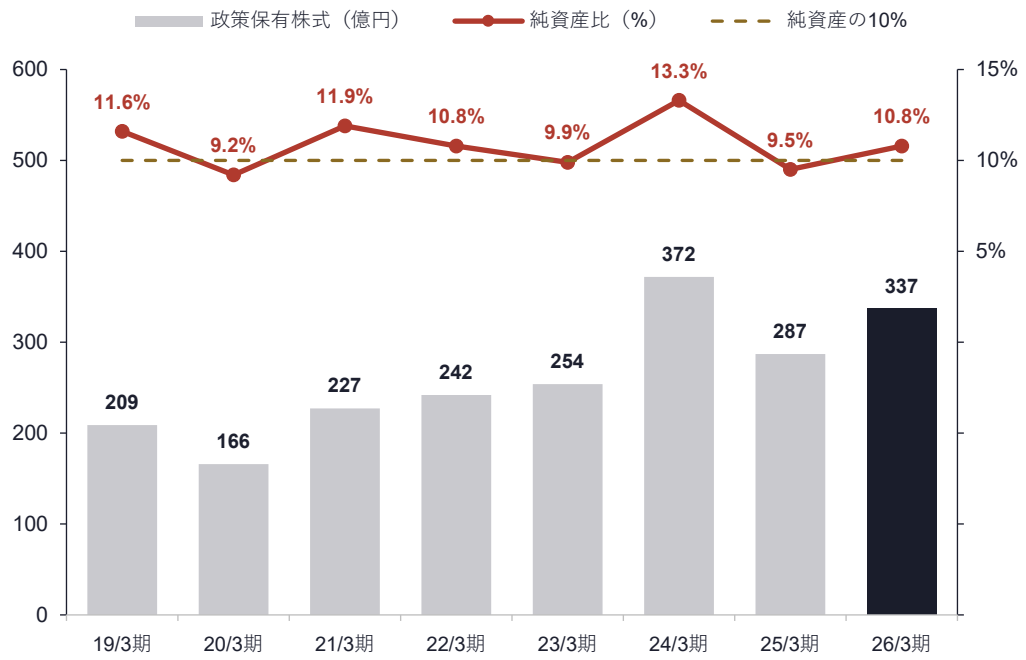
宝HDの政策保有株式
依然として高水準

売却を進めたが、宝HDは依然として約340億円（純資産の10%超）を保有

宝HDの主張
政策保有株式の売却により「**より一層の資本効率の改善**」を図り、「**株主還元**」の原資とする

宝HD、中期経営計画2030説明会、2026年5月19日、pp. 6、36

政策保有株式（億円）および純資産比率（%）、各期末



売却しても保有額は増加

宝HDは2026年3月期に75億円分を売却したが、株価の上昇で保有額は287億円から337億円に増加。純資産比は10.8%と、多くの投資家が議決権行使の目安とする10%を上回る。

宝HDが保有を続ける銘柄

主な保有銘柄、2026年3月（億円）

京都フィナンシャルグループ	66
SCREENホールディングス	**66**
みずほフィナンシャルグループ	44
東京海上ホールディングス	36
三井物産	19
滋賀銀行	15

資本収益性を真に重視する会社が、半導体製造装置メーカーのSCREENホールディングス株式を保有するだろうか

宝HDが挙げる理由は「関係維持」。
SCREENも宝HDの株式を保有している。

注：政策保有株式＝宝HDが純投資以外の目的で保有する株式。純資産＝連結純資産。売却＝2026年3月期に売却した上場株式の売却額。子会社分を含めた宝HDの開示では、売却額は約79億円、2026年3月末の残高は約371億円（株価上昇により16.1%増）。宝HDの方針（2025年5月）は、政策保有株式の合計を2030年3月までに半減し、純資産の約5%とすること。コーポレートガバナンス・コード（原則1-4）はその縮減を求めており、多くの運用会社は、純資産の10%または20%を超える場合、経営トップの選任議案に反対票を投じる。SCREEN：宝HDは、「関係維持を通じた経営活動の円滑化、企業価値の向上を図るため」に保有しており、SCREENも宝HDの株式を保有していると述べている（2026年3月期有価証券報告書）。
出典：宝ホールディングス有価証券報告書、宝ホールディングス「中期経営計画2030説明会」（2026年5月19日）、コーポレートガバナンス・コード

事業ポートフォリオの見直し

見直しが確定したのは売上高の2%未満

見直しが確定したのは売上高の2%未満。CDMOおよび遺伝子医療は、継続するかどうかの判断まで、自ら2年以内を目途とする猶予を設けている

宝HDの主張
取締役会「株主提案に対する意見書」、2026年11月10日

「…見極める事業を中心に、**既存の戦略や計画を前提としない是々非々での議論**を進めております」

宝HDの計画が示すもの　宝HDの事業ポートフォリオ表（中期経営計画2030説明会、2026年5月19日、p. 31）に、売上高構成比と見直し状況をバリューアクトが追記

		26/03末時点				
	市場ステージ	資本効率	競争優位性	位置づけ	事業の方向性	経営資源投下方針
和酒	国内：成熟期 海外：成長期	△	○	コア	安定的・持続的な成長に向けて、競争力の維持・向上に必要な国内の製造拠点への投資を吸収できる収益構造へと改革するとともに、グローバルな和酒・調味料拡大戦略のブラッシュアップによって海外での和酒市場創造力を強化する。	事業の競争力を持続するための適正な投資
洋酒	成熟期	◎	△	キャッシュ	中長期的なブランド力の向上・確立を進め、成長投資の源泉であり続ける。	ブランド力強化へ選択的投資
日本食	成長期	×	△	**成長（見極め）**	営業利益率の向上に向けたマネジメント強化により、これまでの成長投資の成果を確実に獲得し、資本効率を伴った事業成長へと回復させる。**営業利益率の結果や活動の内容に基づき、成長事業としての位置づけを見極め**	収益性を高める投資を優先
試薬	成長期	○	△	コア（立て直し）	BtoB領域の拡大に加え、強みを活かした高付加価値商品/新商品の開発・育成（Spatial、診断薬等）により、競争力を回復させる。	研究開発費の選択と集中
CDMO	成長期	×	▲	**問題（見極め）**	一部領域からの撤退・中止等による固定費の抜本的削減等による構造改革を速やかに実施する。 **●遺伝子医療：遺伝子治療の自社臨床開発プロジェクト中止** **●CDMO：GMP細胞加工受託からの撤退** **その上で、今後の両事業の採算性・競争優位性から継続可否を見極める。**	追加投資は最小限
遺伝子医療	成長期	×	▲	**問題（見極め）**		
新規事業	（成長期）	-	-	創出	CVC投資やスタートアップ投資も行いながら、バイオテクノロジーの活用を中心とした新規事業のアイデアの創出や新たな技術/アセットの探索により、新規事業を上市する。	基準に則ったスピード感ある投資

売上高構成比 26/3期	宝HDによる見直し 判断の対象
37%	**「見極め」の対象ではない** 和酒は「コア」、洋酒は「キャッシュ」に分類。
50%	**成長事業としての位置付けのみ** 「成長事業として位置付け続けるか」。
8%	**「見極め」の対象ではない** 「コア（立て直し）」に分類。
1.8%	**継続するかどうか** 期限は「2年以内を目途」。6か月経過時点で委員会の開催は1回、基準は準備中。
–	**立ち上げ実績なし**

注：2026年3月期売上高（3,943億円）に占める割合：和酒およびウイスキー＝宝酒造および海外酒類（37.4%）、日本食＝海外日本食材卸（49.7%）、試薬・機器（7.6%）、CDMO 1.8%、遺伝子医療0.7%。見直し対象（2%未満）＝CDMO（1.8%）。同じく見直し対象の遺伝子治療の創薬事業の売上高はない、またはごくわずか。その他セグメント（消去後、2.6%）は表示していない。うち物流子会社は70%を売却予定（2026年10月発表）。委員会：初回会議は2026年9月15日、12月の第2回会議に向けて基準を準備中（進捗報告、2026年11月10日）。

出典：宝ホールディングス、「中期経営計画2030説明会」（2026年5月19日）、「臨時株主総会の開催日時、場所及び付議議案並びに株主提案に対する当社取締役会意見に関するお知らせ」（2026年11月10日）III.2(2)(①)、「中期経営計画2030の進捗について」および決算短信補足資料（2026年11月10日）、バリューアクトによる分析

6月定時株主総会での議決
取締役会が対話を拒む前であり、他の候補者もいなかった

宝HDの主張　*「…提案株主も、当該定時株主総会において、本件社外取締役の選任議案に賛成していた…」*

1　6月時点では、バリューアクトはまだ非公開で対話を続けていた
取締役会の刷新に関する対話を取締役会が2度拒否したのは、議決の後である



宝HDの主張　*「…2026年６月26日開催の定時株主総会において、いずれも高い賛成率…で承認可決されており、当社の株主の皆様から高い支持を得ております…」*

2　6月時点では、株主に選択肢がなかった
候補者は取締役会が指名した7名のみ（7議席）

6月26日の定時株主総会
7議席に対し、会社提案の候補者7名のみ
●●●●●●●
2022年以降、取締役の員数上限は7名
0
代替候補者

12月16日の臨時株主総会
現任3名か、独立社外取締役候補者3名か
●●● *または* ●●●
株主は選択できる
3
代替候補者

6月の議決は、取締役会が自らの刷新に関する対話を拒否する前に行われたものであり、代替候補者もいなかった。
12月16日、株主は現任3名と、独立社外取締役候補者3名のどちらかを選ぶことができる。

出典：「臨時株主総会の開催日時、場所及び付議議案並びに株主提案に対する当社取締役会意見に関するお知らせ」（2026年11月10日）III.2(1)、および第115回定時株主総会に関する臨時報告書（2026年6月29日）、バリューアクト・キャピタル「宝ホールディングス株主の皆様への公開書簡」（2026年11月10日）、別紙1

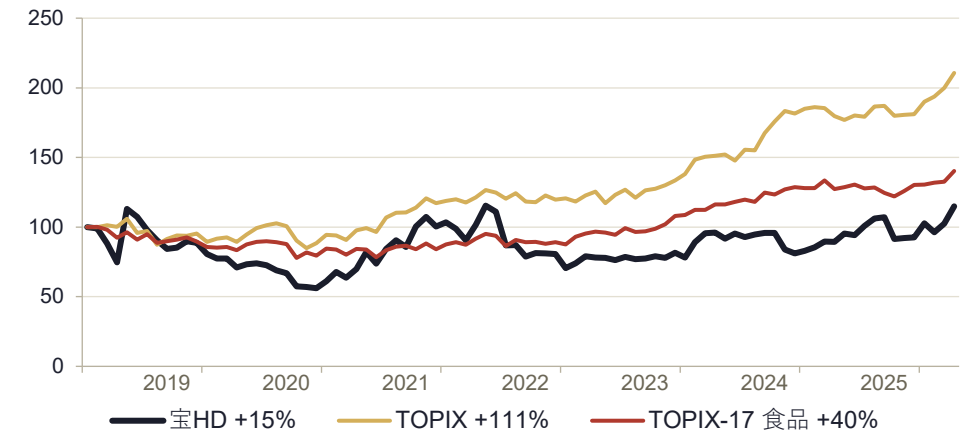
現任の取締役会の下での業績
2025年8月20日までの7年間

現社長の就任からバリューアクトの保有開示前までの宝HDのTSRは15%（TOPIXは111%）。営業利益は4期連続の減益

1 社長在任期間中のTSR

宝HDのTSRはTOPIXおよび食品セクター（TOPIX-17 食品）を下回った

配当込みの総リターン、2018年6月28日の定時株主総会を100として指数化。2025年8月20日まで



2 業績の推移

利益、資本収益性、市場の評価（PBR）がいずれも低下

	22/3期	23/3期	24/3期	25/3期	26/3期
営業利益（億円）	434	379	222	206	171
ROE	12.3%	11.0%	7.5%	6.8%	4.6%
PBR（期末）	1.21x	0.99x	0.91x	0.91x	1.15x

- ✕ **中計2025：**4つの財務目標はすべて未達。営業利益171億円で、目標380億円以上に届かず。
- ✕ **資本コスト割れ：**2026年3月期のROICは3.1%（宝HD開示の資本コスト6.44%）。
- ✕ **PBRが1倍割れ**：2022年12月～2025年6月の11四半期末のうち7回。

3 価値の毀損

7年間、市場とセクターを大きく下回った

+15%
宝HDのTSR。TOPIXは+111%、食品セクターは+40%

−61%
2022年3月期～2026年3月期の営業利益。4期連続の営業減益

4.6%
2026年3月期のROE、2022年3月期の12.3%から低下

注：円建て総リターン（配当再投資ベース）。TOPIXおよびTOPIX-17 食品＝NEXT FUNDS ETF 1306および1617（ファンド費用を含む）。2018年6月28日：現社長が就任した定時株主総会。営業利益およびROEは報告ベース。
出典：FactSet、宝ホールディングス有価証券報告書、「コーポレート・ガバナンスに関する報告書」（2026年8月）、中期経営計画2025の振り返り（2026年5月）、バリューアクトによる分析

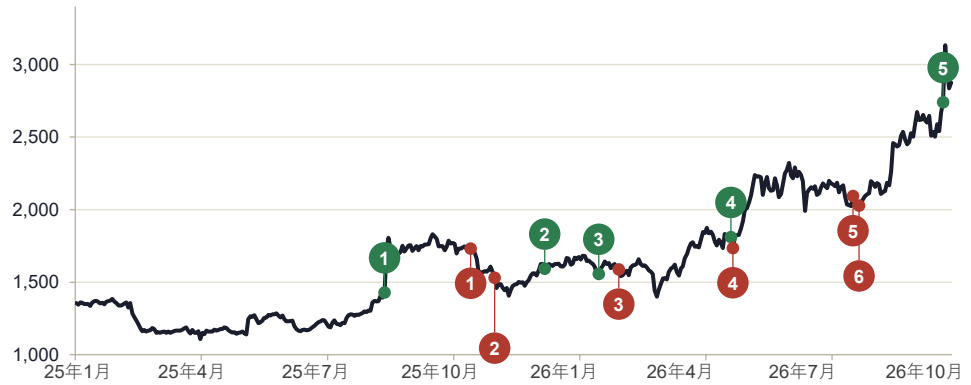
2025年1月以降の株価
大量保有報告書と宝HDの開示

TSRの上昇は会社の業績ではなく、エンゲージメント・ファンドによる改善への期待によるところが大きいと考える

1 2025年1月以降の宝HDの株価

株価は、ファンドの大量保有報告書で上昇し、宝HD自身の開示で下落

終値（円）。緑＝エンゲージメント・ファンドの大量保有報告書、赤＝宝HDの開示。番号は表に対応



2 イベント別の株価変動

	反映日	報告書または開示	宝HD	TOPIX
エンゲージメント・ファンドの大量保有報告書（EDINET）				
1	2025/8/21–22	バリューアクト 9.84%	+26.4%	0.0%
2	2025/12/18	バリューアクト 12.44%	+0.7%	−0.5%
3	2026/1/30	バリューアクト 14.80%	+2.4%	+0.7%
4	2026/5/13	バリューアクト 19.01%	−4.2%	+1.3%
5	2026/10/16	他のファンド、5.09%	+14.3%	+1.8%
宝HDの開示（TDnet）				
1	2025/10/24	上期予想を下方修正	−1.4%	+0.5%
2	2025/11/12	2Q決算・通期予想を下方修正	−4.6%	+1.2%
3	2026/2/16	3Q決算・タカラバイオ公開買付け	−3.0%	−0.8%
4	2026/5/14	通期決算・中計・自社株買い	+4.9%	−1.1%
5	2026/8/7	1Q決算発表の延期	−1.6%	+0.2%
6	2026/8/13	タカラバイオUSAの会計問題を開示	+1.1%	+0.8%

3 大量保有報告書と宝HD自身の開示の比較

2025年8月20日～2026年10月21日（283営業日）

+43%
1 2 3 4 5
ファンドの大量保有報告書

−5%
1 2 3 4 5 6
宝HD自身の開示

注：各報告書・開示が株価に反映された営業日の終値ベースの変動率（15時30分の大引け後の開示は翌営業日で計上）。最初の報告書は、初日がストップ高で終わったため、2営業日で測定。合計は複利ベース。他ファンド：2026年10月に5%超の保有を報告した別の投資家。
出典：FactSet、EDINET大量保有報告書および変更報告書、宝ホールディングスのTDnet開示、バリューアクトによる分析

取締役会が示した拒否の根拠

裏付けのない拒否

取締役会は、協議を拒む根拠として、コードの原則も取引所の規則も自社の方針も示していない。いずれも、むしろ株主との対話を促している

取締役会が示した根拠（2026年8月7日、同年10月15日に再確認）

「…特定の株主と交渉を行い、合意を経て決定することは、指名・報酬委員会の独立性を損なうおそれがあり、**当社のコーポレート・ガバナンスの観点から適切ではない**と考えております。」

宝HD取締役会、2026年8月7日付書簡

取締役会が引用していないもの	実際に書かれていること
✕ **コーポレートガバナンス・コード**	独立社外取締役には、「必要に応じ自身が株主との対話を行うこと等を通じて、少数株主等のステークホルダーの意見を取締役会に反映させるよう努めることが求められる」。また、CEOの選解任（「サクセッションプランを含む」）について、「経営陣の恣意性を排除し…指名委員会・報酬委員会において主体的に機能発揮する」ことが求められる（原則4-8解釈指針）。
✕ **スチュワードシップ・コード**	*独立社外取締役等との対話は、「ガバナンス体制構築状況（独立役員の活用を含む）や事業ポートフォリオの見直し等」について「有益であると考えられる」（指針4-1注）。*
✕ **取引所の規則**	コードは上場規程の別添であり、**取締役会が指名案を検討する際に誰と協議するかを制限する上場規則は存在しない。**
✕ **宝HD自身のコーポレートガバナンス方針（2026年5月13日）**	*「会社法に基づき少数株主に認められている特別な権利の行使を含め、株主による権利行使を事実上妨げることのないよう十分に配慮することとしております。」*

「交渉」という言葉自体も、宝HDの取締役会が持ち出したものである。バリューアクトは日本語で送付した書簡で、**「協議」**やコードの用語である**「対話」**を計15回にわたり求めてきた。**「交渉」（対立する当事者間の駆け引き）**という言葉は、宝HD取締役会の8月7日付書簡で初めて用いられた。取締役会はその後、あたかもバリューアクトの言葉であるかのように、かぎ括弧を付けて用いている。

出典：宝ホールディングス取締役会書簡（2026年8月7日・10月15日）、東証コーポレートガバナンス・コード（2026年改訂）・上場規程、金融庁「『責任ある機関投資家』の諸原則《日本版スチュワードシップ・コード》」（2025年6月26日）、「宝ホールディングス コーポレートガバナンスポリシー」（2026年5月13日）、バリューアクト書簡（2026年7月23日・9月4日・10月22日）

後継者計画と取締役会の構成

株主との対話は独立社外取締役の役割

コードは、独立社外取締役が株主と対話し、その意見を取締役会に反映させることを、単に容認するだけでなく、その役割として位置付けている

コードの定め

原則4-8(3)：独立社外取締役には、「経営陣・支配株主から独立した立場で、少数株主をはじめとするステークホルダーの意見を取締役会に適切に反映させること」が期待される。

解釈指針：独立社外取締役には、「必要に応じ自身が株主との対話を行うこと等を通じて、少数株主等のステークホルダーの意見を取締役会に反映させるよう努めることが求められる」。また、「ＣＥＯをはじめとする経営陣の選解任（サクセッションプランを含む）・報酬について、経営陣の恣意性を排除し…指名委員会・報酬委員会において主体的に機能発揮する」ことが求められる。

原則1-1　解釈指針：会社は、「面談の主な議題によっては社外取締役が対話の対応者となるべき場面があることを認識」すべきとされる。

バリューアクトの要請と取締役会の回答

バリューアクトの要請（7月23日、9月4日、10月22日）：社長の後継者計画と取締役会の刷新について、1名以上の独立社外取締役が取締役会全体を代表してバリューアクトと協議することを、取締役会が承認すること。結論はすべて、指名・報酬委員会、取締役会全体、および全株主による議決に委ねる。

取締役会の回答：*「そのような要請に応じる考えはございません」（8月7日）、「コーポレート・ガバナンスの観点から適切ではない」（8月7日、10月15日）*、「対話」とは「貴社のご意向を拝聴すること、および当社の見解を公表可能な範囲内で回答すること」を意味するとした（10月15日）。

どちらの書簡も、株主との対話を制約する根拠として、コードの原則、法令、取引所の規則のいずれも示していない。

約20%を保有する株主が、後継者計画と取締役会の構成について独立社外取締役に対話を求め、結論はすべて委員会・取締役会・全株主に委ねる。
これこそ、コードが想定している状況である。

出典：東証「コーポレートガバナンス・コード」（2026年改訂版）原則4-8および1-1、および解釈指針、バリューアクトの取締役会宛て書簡（2026年7月23日、9月4日、10月22日）、宝ホールディングス取締役会の回答（2026年8月7日、10月15日）

指名・報酬委員会
現在の構成
社長を含む経営陣2名が、指名・報酬委員会の委員を務める

委員　コーポレート・ガバナンス報告書、2026年8月27日

委員	取締役会での役割	委員会での役割	取締役就任時期	臨時株主総会での議案
友常 理子氏	社外取締役	**委員長**	2018年6月	**解任を提案（議案1）**
川上 智子氏	社外取締役	委員	2019年6月	**解任を提案（議案2）**
本宮 孝夫氏	社外取締役	委員	2023年6月	**解任を提案（議案3）**
白幡 清一郎氏	社外取締役	委員	2025年6月	–
木村 睦氏	代表取締役社長	委員	2014年6月 （2018年6月より社長）	–
鈴木 正直氏	社内取締役	委員	2025年6月	–

臨時株主総会で解任を提案　その他の社外取締役　経営陣

出典：宝ホールディングス「コーポレート・ガバナンスに関する報告書」（2026年8月27日）、「第115回定時株主総会招集ご通知」（2026年）、バリューアクトによる分析

候補者面談
翌日に反対、候補者ごとの評価なし

宝HDの主張　*「…当社指名・報酬委員会及び取締役会において慎重に検討を行いました」*

1　面談の依頼から反対表明まで14日
取締役会は、3人目の面談の翌日に6議案すべてに反対



本来の評価に必要なもの	宝HDによる候補者の評価
✕ **検討する時間**	3人目の面談は11月9日16時開始。 **翌日の11月10日、取締役会は6議案すべてに反対を決議し、意見を公表した。**
✕ **候補者ごとの評価**	候補者に反対する理由はわずか3文。**候補者の名前を一人も挙げず、知見・経験や独立性の不足も一切指摘していない。** 理由は、現任の社外取締役が*「不可欠な役割を担い、監督機能を十分に発揮している」*というもののみ。
✕ **利害関係のある取締役の除外**	宝HDは公正性確保の措置として、解任対象の3名を候補者との面談から除外し、*「**自身の解任議案**に関する付議議案並びに同議案に関する本意見の審議及び決議には参加しない」*と説明している。しかし、**取締役の員数上限により、候補者選任には解任を要するため、3名は選任議案にも利益相反を有する。選任議案（第4〜6号）の審議・決議については、除外は示されていない。**

出典：宝ホールディングス「臨時株主総会の開催日時、場所及び付議議案並びに株主提案に対する当社取締役会意見に関するお知らせ」（2026年11月10日）III.1およびIII.3、「コーポレート・ガバナンスに関する報告書」（2026年8月27日）、宝HDとバリューアクトとの書簡（2026年10月27日〜11月19日）。日付は日本時間