

堀場製作所を守るために

2026年3月9日

Important Legal Notice & Disclaimer

The information and opinions in this document are provided by Oasis Management Company Ltd. (“Oasis”) for informational purposes only and should not be construed as financial, legal, tax, investment, accounting, audit, or any other type of professional advice. This document may contain forward-looking information that is not purely historical in nature. Such information may include, among other things, projections and forecasts. There is no guarantee that any projection or forecast made in this document will come to pass.

The information and opinions in this document are expressed as of the date presented and may be changed or updated without notice. The information and opinions contained in this document are derived from proprietary and nonproprietary sources deemed by Oasis to be reliable and are not necessarily all inclusive or guaranteed as to accuracy. While Oasis believes that reasonable efforts have been made to ensure the accuracy of the information and opinions in this document, Oasis makes no representation or warranty, expressed or implied, as to the accuracy, completeness, or reliability of such information or opinions. Any reliance placed on the information or opinions in this document is at the reader’s own risk and Oasis makes no representation or warranty, expressed or implied, about the fitness or suitability for any particular purpose of such information or opinions. In no event will Oasis or any of its employees, directors, officers, or affiliated companies or investment funds managed or operated by Oasis be liable for any direct, indirect, punitive, incidental, special, or consequential damages or damages for loss of profits, revenue, or use arising out of or in any way connected with this document, whether based on contract, tort, negligence, strict liability or otherwise.

Oasis may have trademarks, copyrights, or other intellectual property rights in the information contained in this document. “Oasis” and the Oasis logo are trademarks of Oasis Management Company Ltd. All other company names, products, and logos are trademarks of their respective owners. The furnishing of this document does not confer any license to use of the trademarks, copyrights, or other intellectual property rights included in or related to this document.

Oasis is not in any way soliciting or requesting shareholders to jointly exercise their voting rights together with Oasis. Shareholders that have an agreement to jointly exercise their voting rights are regarded as “Joint Holders” under the Japanese large shareholding disclosure rules, and they must file notification of their aggregate share ownership with the relevant Japanese authority for public disclosure. Oasis disclaims its intention to be treated as a Joint Holder and/or a Specially Related Person with other shareholders under the Japanese Financial Instruments and Exchange Act (“FIEA) by virtue of its act to express its view or opinion or other activities to engage in dialogue with other shareholders in or through these materials, any public statements (whether written or oral, and regardless of medium), and/or this website. Oasis does not have any intention to receive any power to represent other shareholders in relation to the exercise of their voting rights. These materials exclusively represents the opinions, interpretations, and estimates of Oasis. Oasis is expressing those opinions solely in its capacity as an investment advisor to the Oasis Funds.

目次

▶ はじめに

概要

堀場製作所の実態は半導体企業である

半導体業界対比で割安なバリュエーションが慢性化

バリュエーションが割安な理由

- a. 高収益な半導体事業が、慢性的に赤字が続く事業群に覆い隠されている
- b. 中期目標が繰り返し未達にもかかわらず、非現実的な目標を掲げ続けている
- c. 堀場会長が主導した主要なM&A案件が全て失敗に終わっている
- d. 問題のある資本配分

根底にあるのは脆弱なガバナンス体制

- a. 縁故主義が堀場製作所のガバナンスを損なっている
- b. 取締役会が十分な監督機能を果たしていない

堀場製作所の株主が堀場厚会長の再任に反対すべき理由

最後に

エグゼクティブ・サマリー

- オアシスは、2026年3月21日に予定されている堀場製作所の定時株主総会において、第1号議案 候補者番号1番 堀場厚会長の再任に反対票を投じるよう株主の皆様**に強く要請**します。
- 堀場製作所は実態として半導体企業であり、最先端エッチング装置や成膜装置に不可欠な部品であるマスフローコントローラ(MFC)で世界シェア約60%を誇っています。MFCを中心とした同社の半導体事業はAI関連投資を背景とした半導体設備投資の拡大の恩恵を受ける立場にあり、全社利益の約90%が同事業から創出されています。
- それにもかかわらず、堀場製作所の株価はグローバルな半導体製造装置企業と比べて持続的なバリュエーション・ディスカウントの状態にあります。
- オアシスは、堀場製作所が半導体事業へ経営資源を集中させ、赤字事業の抜本的な構造改革に取り組むことで、同社の企業価値は大きく向上し、**現在の株価水準から105%以上の上昇余地がある**と考えています。
- 堀場製作所のバリュエーション・ディスカウントは、以下の4つの根本的問題に起因しています。
 - 1) 堀場会長はこれまで規律ある事業ポートフォリオの見直しを拒み、構造的に低成長または低収益な事業(ECT、MCT、水素、医用、排ガス計測)を維持し続けた結果、半導体事業の価値を希薄化させてしまっている;
 - 2) 過去の中長期経営計画(MLMAP)において、非半導体事業は度重なる目標未達となっているにもかかわらず、経営陣によって十分な事後検証や説明責任は果たされていない;
 - 3) 堀場会長が主導した主要なM&A案件が全て減損や継続的な赤字に至っており、会長自身の買収戦略に問題があることを示唆している;
 - 4) 堀場製作所の資本配分は依然として非効率であり、過剰なネットキャッシュを保有する一方で低収益事業に多くの資本を投じ続けている
- これらの問題の根底にあるのは**堀場製作所の脆弱なガバナンス体制**です。創業家利益を優先する縁故主義や馴れ合いによる取締役会運営、取締役会の独立性と専門性の不足、限定的な説明責任、そして業績と不釣り合いな役員報酬等、ガバナンスに多くの課題を抱えていることは明らかです。
- 堀場会長は43年以上にわたり取締役を務める中で、堀場製作所のバリュエーション・ディスカウントとガバナンスの弱体化を招いた経営判断を主導してきました。それにもかかわらず、**現在も取締役会議長として経営陣を監督する立場にあります**。

今こそ責任追及の時です。
オアシスは堀場製作所の株主の皆様に対し、堀場厚会長の再任に反対票を投じるよう要請いたします。

オアシスは堀場製作所を守るため、堀場厚会長の再任に反対します



堀場 厚氏

代表取締役会長
兼グループCEO

オアシスは、
堀場製作所の
株主の皆様に対し、
堀場厚氏の再任に
反対票を投じるよう
要請いたします

堀場会長のリーダーシップの下で発生した経営上の失敗：

- 01** | 半導体事業の成長性や収益力を十分に引き出せておらず、企業価値を最大化させることに“失敗”
- 02** | 慢性的なコングロマリット・ディスカウントの解消に“失敗”
- 03** | 抜本的な事業ポートフォリオ改革を断行できず、同社全体の成長性と収益性の希薄化を放置する“失敗”
- 04** | 半導体以外の事業で経営目標が未達に終わるばかりか、将来的な改善への道筋も提示しない“失敗”
- 05** | 堀場会長が主導したとされる主要なM&A案件は全て“失敗”
- 06** | 利益の源泉である半導体事業への投資が不十分に留まる中、ネットキャッシュを積み上げ続ける、効果的な資本配分の“失敗”
- 07** | 創業家利益を一般株主利益より優先させないよう適切なガバナンス体制を構築することに“失敗”

オアシスと堀場製作所のエンゲージメントの経歴

実施日	エンゲージメントの概要	堀場製作所側 出席者
2023年3月20日	 IR面談	グループ戦略本部 (IR)
2024年3月1日	 IR面談	グループ戦略本部 (IR)
2024年12月11日	 IR面談	グループ戦略本部 (IR)
2025年3月21日	 IR面談	グループ戦略本部 (IR)
2025年3月25日	 オアシスより書簡を送付	-
2025年6月11日	 経営陣との面談	グループCFO 小山浩史氏
2025年6月18日	 IR面談	グループ戦略本部 (IR)
2025年6月23日	 オアシスより書簡を送付	-
2025年9月3日	 IR面談	グループ戦略本部 (IR)
2025年9月4日	 展示会 (JASIS2025)	グループ戦略本部 (IR)
2025年9月11日	 現地視察+経営陣との面談	代表取締役社長 足立正之氏
2025年10月23日	 オアシスより書簡を送付	-
2025年12月10日	 IR面談	グループ戦略本部 (IR)
2025年12月11日	 経営陣との面談	グループCFO 小山浩史氏
2026年1月9日	 オアシスより書簡を送付	-
2026年1月19日	 経営陣との面談	代表取締役社長 足立正之氏、取締役 堀場弾氏
2026年1月22日	 オアシスより書簡を送付	-
2026年2月17日	 堀場製作所より書簡を受領	-
2026年2月24日	 IR面談	グループ戦略本部 (IR)
2026年2月25日	 社外取締役との面談	社外取締役 外山晴之氏

目次

はじめに

▶ 概要

堀場製作所の実態は半導体企業である

半導体業界対比で割安なバリュエーションが慢性化

バリュエーションが割安な理由

- a. 高収益な半導体事業が、慢性的に赤字が続く事業群に覆い隠されている
- b. 中期目標が繰り返し未達にもかかわらず、非現実的な目標を掲げ続けている
- c. 堀場会長が主導した主要なM&A案件が全て失敗に終わっている
- d. 問題のある資本配分

根底にあるのは脆弱なガバナンス体制

- a. 縁故主義が堀場製作所のガバナンスを損なっている
- b. 取締役会が十分な監督機能を果たしていない

堀場製作所の株主が堀場厚会長の再任に反対すべき理由

最後に

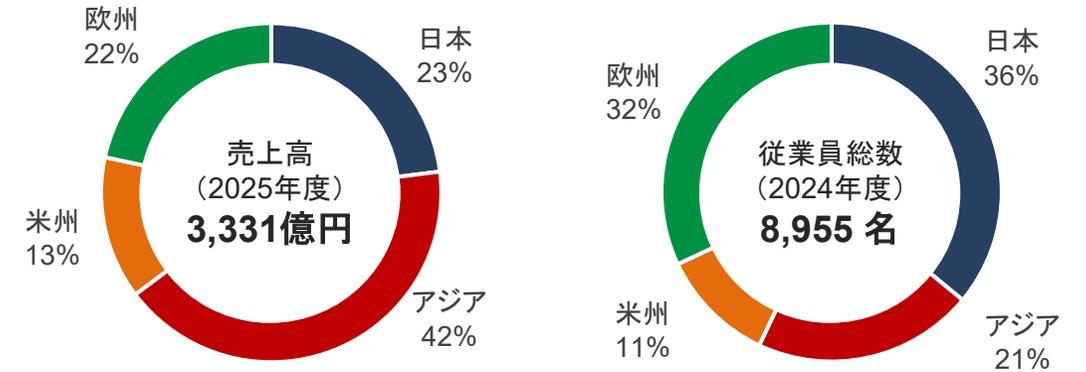
堀場製作所について

出所: 会社開示資料

会社概要

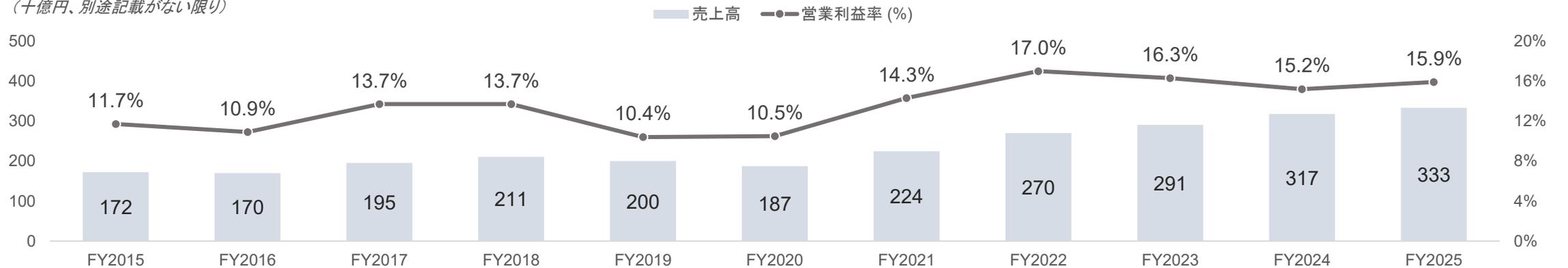
社名	株式会社堀場製作所(HORIBA, Ltd.) (証券コード: 6856 JT)
本社所在地	京都市南区吉祥院宮の東町2
代表者	代表取締役会長兼グループCEO 堀場 厚
創業	1945年10月17日
創業者	堀場 雅夫
事業内容	自動車、環境、科学、医用、半導体向けの計測機器及び分析・計測に関する周辺機器の製造販売

地域別売上高及び従業員内訳



売上高及び営業利益率の推移

(十億円、別途記載がない限り)



数字で見る堀場製作所

出所: ブルームバーグ

時価総額
8,330億円
53億米ドル

売上高
3,331億円
21億米ドル

営業利益
530億円
3.4億米ドル

従業員数
8,955

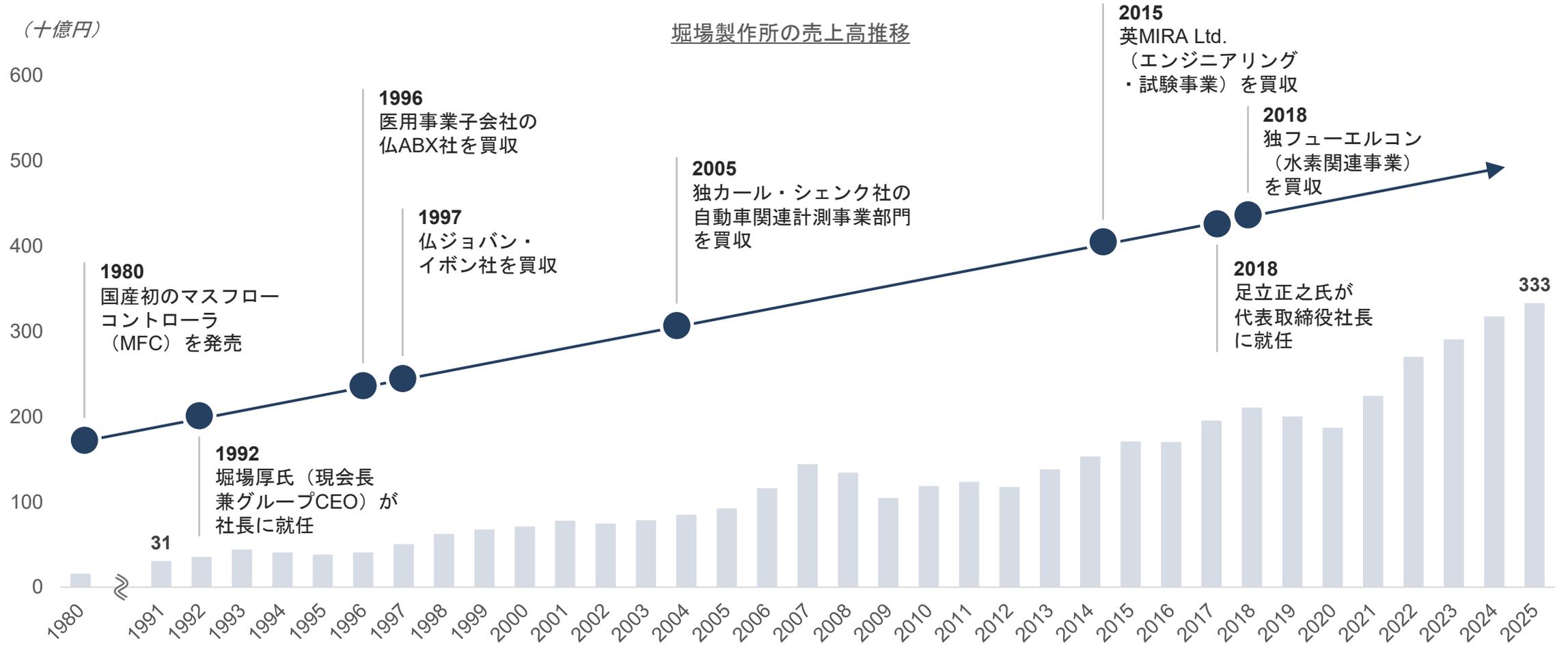
EV/EBITDA
マルチプル
9.6x

PBR
(株価純資産倍率)
2.4x

ROE
(自己資本利益率)
11.2%

会社沿革

出所: ブルームバーグ

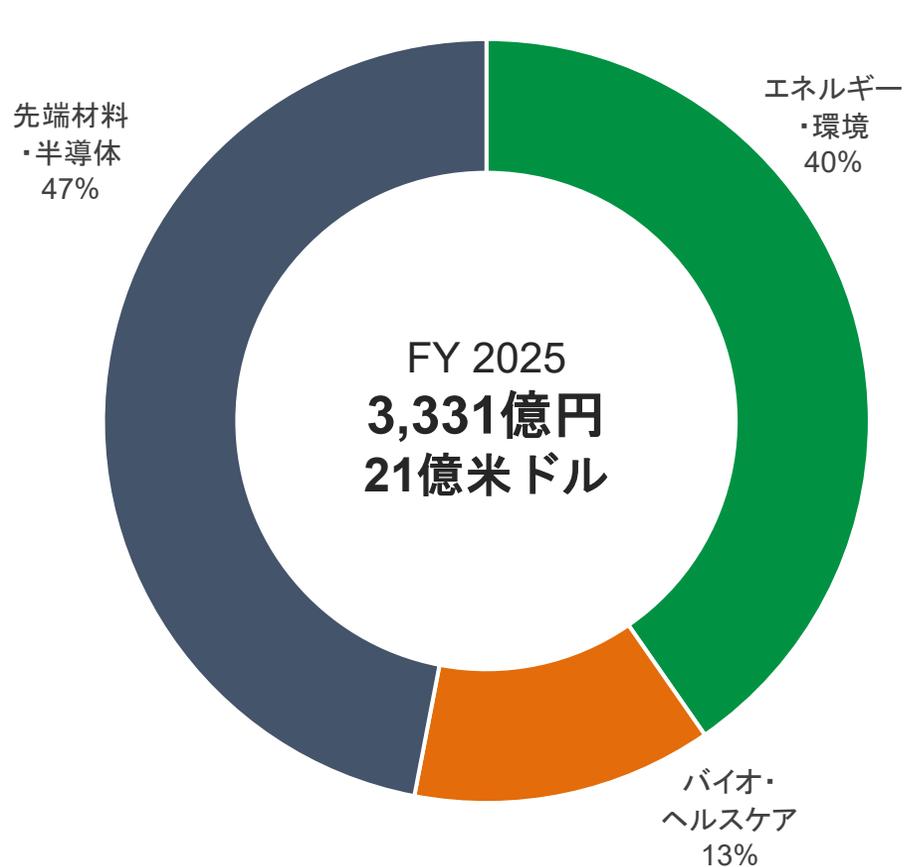


注: 1991-2005年度の売上高は3月決算、2005-2025年度の売上高は12月決算

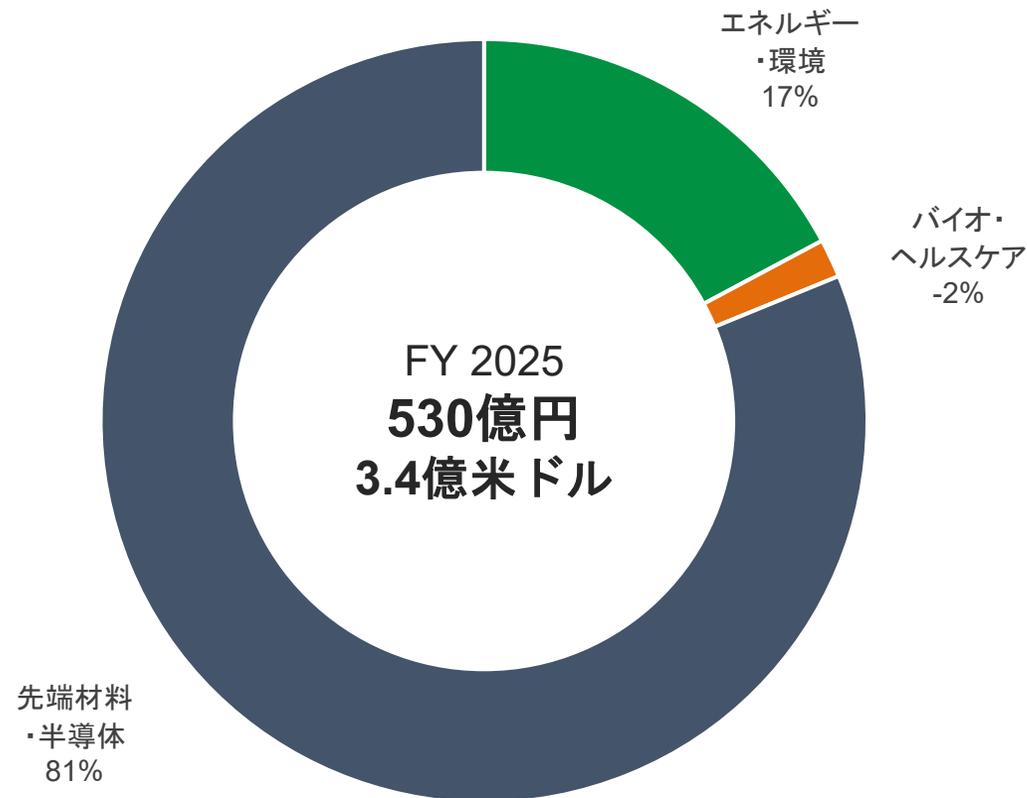
堀場製作所の売上高・営業利益内訳

出所: ブルームバーグ

売上高内訳



営業利益内訳



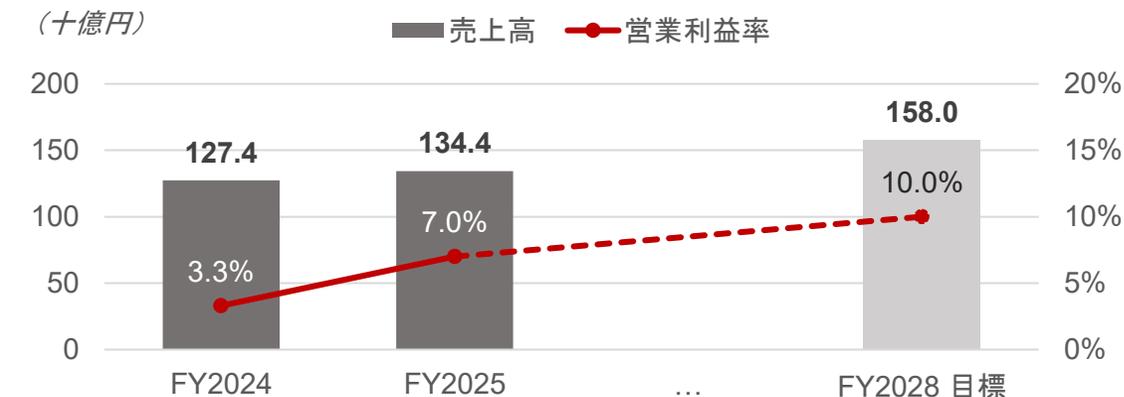
エネルギー・環境(E&E)セグメント

出所: 会社開示資料

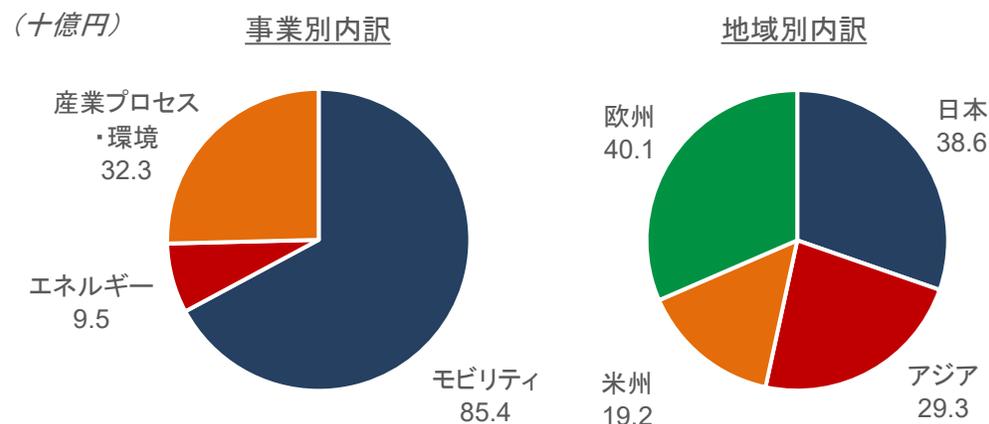
セグメント概要

製品及びサービス	<ul style="list-style-type: none"> モビリティ: エンジン排ガス測定装置、駆動系テストシステム、車両開発エンジニアリング等 エネルギー: 燃料電池及び水電解装置向け評価システム 産業プロセス・環境: ガス・水質計測機器
主要顧客	<ul style="list-style-type: none"> 自動車メーカー及び自動車部品メーカー 電力会社 研究機関、大学、官公庁
競争優位性	<ul style="list-style-type: none"> 本セグメントの中核製品であるエンジン排ガス測定装置は、世界シェア80%を有する 駆動系テストシステムは世界シェア15% 煙道排ガス分析装置は国内シェア50%、工業用水質計「H-1シリーズ」は国内シェア20%
事業沿革	<ul style="list-style-type: none"> 1965年に排ガス測定装置の販売を開始 2005年に独 カール・シエンク社より自動車関連計測事業部門を買収 2015年に車両開発エンジニアリング及び試験事業を営む英 MIRA社を買収 2018年に燃料電池及びバッテリー向け試験・評価システムを提供する独 フューエルコン社を買収
主要拠点	<ul style="list-style-type: none"> 堀場製作所 本社(日本) HORIBA eHUB(独)、ホリバMIRA(英) ホリバ・インストルメンツ(米)

実績値及び経営目標



2024年度売上高内訳



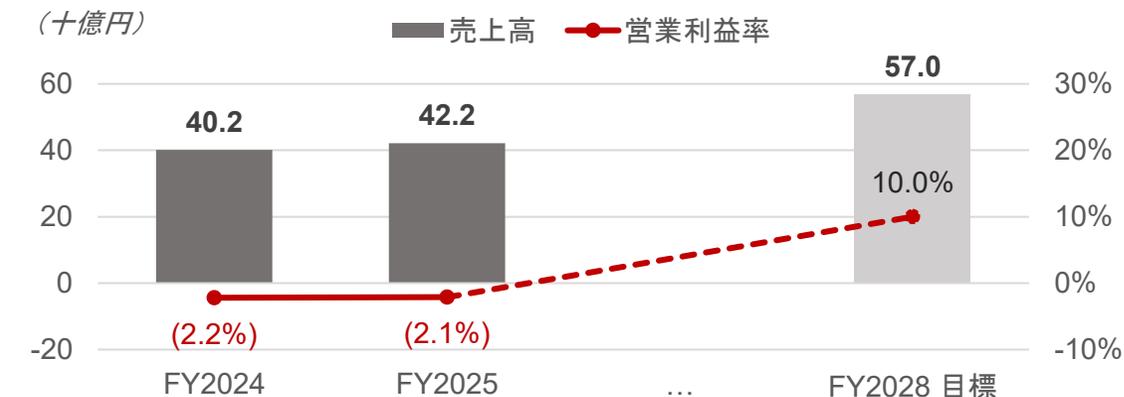
バイオ・ヘルスケア(B&H)セグメント

出所: 会社開示資料

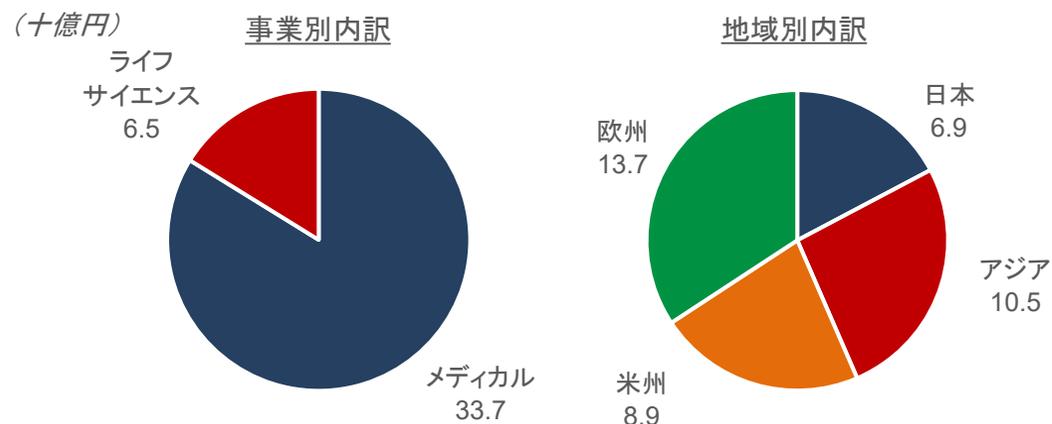
セグメント概要

製品及びサービス	<ul style="list-style-type: none"> ・ メディカル: 自動血球計数CRP測定装置、遠心方式血液分析装置、試薬チップ、自動血液分析装置等 ・ ライフサイエンス: 蛍光分光迅速バイオ分析装置、プロセスラマンシステム
主要顧客	<ul style="list-style-type: none"> ・ 血液検査センター ・ 中小病院、クリニック、開業医 ・ 製薬会社、バイオ医薬品会社 ・ 食品・飲料メーカー、化粧品メーカー
競争優位性	<ul style="list-style-type: none"> ・ 自動血球計数CRP測定装置は国内シェア約90% ・ 自動血球計数装置は世界シェア7%
事業沿革	<ul style="list-style-type: none"> ・ 1996年に、スイスの製薬大手であるエフ・ホフマン・ラ・ロシュ社から、同社の血球計数装置を担当するABX社を買収 ・ 1997年に分光分野の専門技術を有するジョバン・イボン社を買収 ・ 2018年にローム株式会社から微量血液検査システム事業を承継 ・ 2024年にインド・ナグプールにて新たな医療機器・試薬製造拠点を設立
主要拠点	<ul style="list-style-type: none"> ・ ホリバABX(仏) ・ 堀場製作所 本社(日本) ・ ホリバ・インド ナグプール工場(印) ・ ホリバ・インスツルメンツ(米)

実績値及び経営目標



2024年度売上高内訳



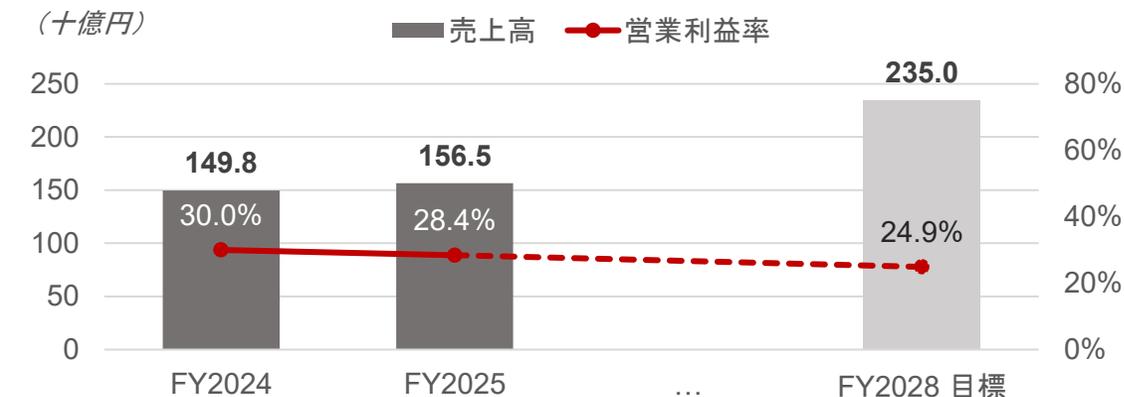
先端材料・半導体(M&S)セグメント

出所: 会社開示資料

セグメント概要

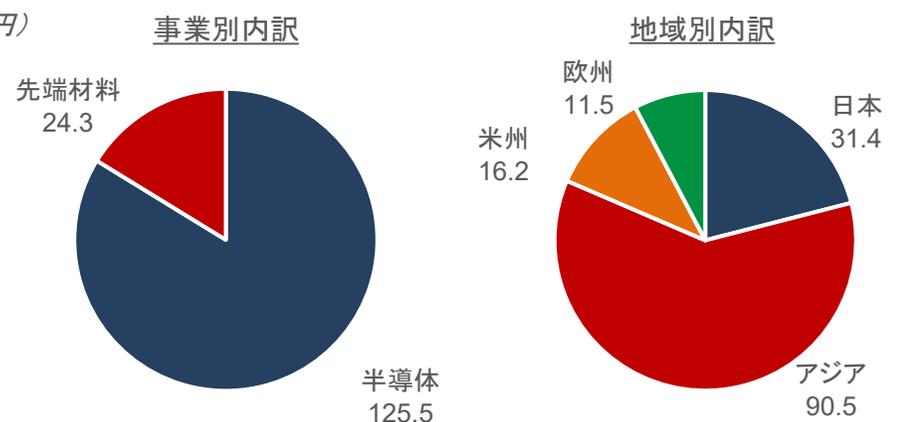
製品及びサービス	<ul style="list-style-type: none"> 半導体: マスフローコントローラ、薬液濃度モニター、レティクル・マスク異物検査装置 先端材料: 粒度分布計、ラマン分光分析装置、X線分析顕微鏡等
主要顧客	<ul style="list-style-type: none"> 半導体製造装置メーカー(エッチング、成膜、リソグラフィ) 半導体デバイスメーカー
競争優位性	<ul style="list-style-type: none"> 本セグメントの中核製品であるマスフローコントローラは世界シェア60%を有する 薬液濃度モニターは世界シェア80%
事業沿革	<ul style="list-style-type: none"> 1980年、堀場エステックがマスフローコントローラを発売 2005年に堀場エステックを完全子会社化 2005年に堀場エステックの主要量産工場として阿蘇工場が竣工 2013年に京都福知山テクノロジーセンターを開設 2026年に京都福知山テクノロジーセンターを増設、新棟が本格稼働
主要拠点	<ul style="list-style-type: none"> 堀場エステック(日本) 堀場アドバンスドテクノ(日本) 阿蘇工場(日本) 京都福知山テクノロジーセンター(日本)

実績値及び経営目標



2024年度売上高内訳

(十億円)

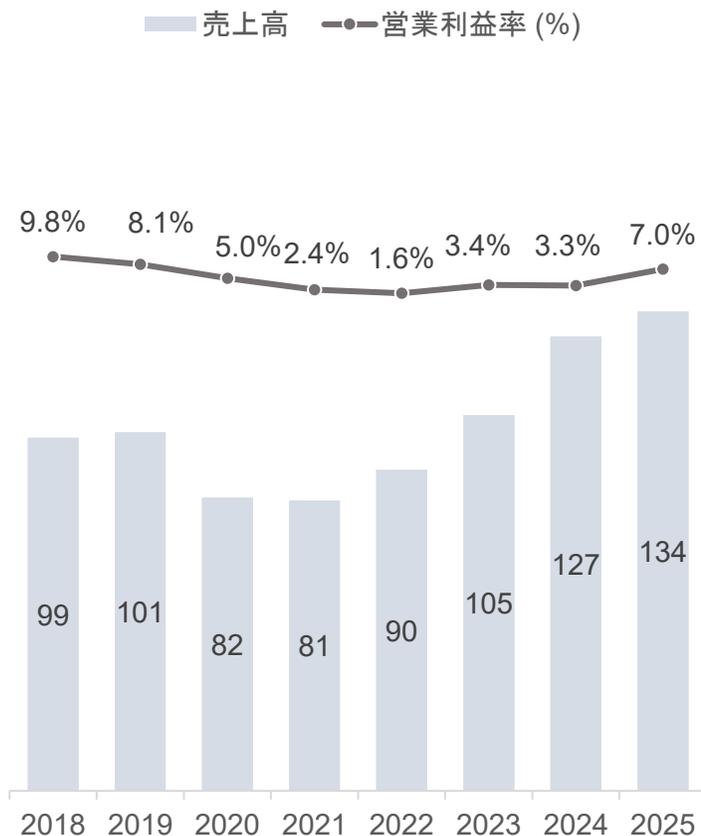


セグメント別業績

出所: 会社開示資料

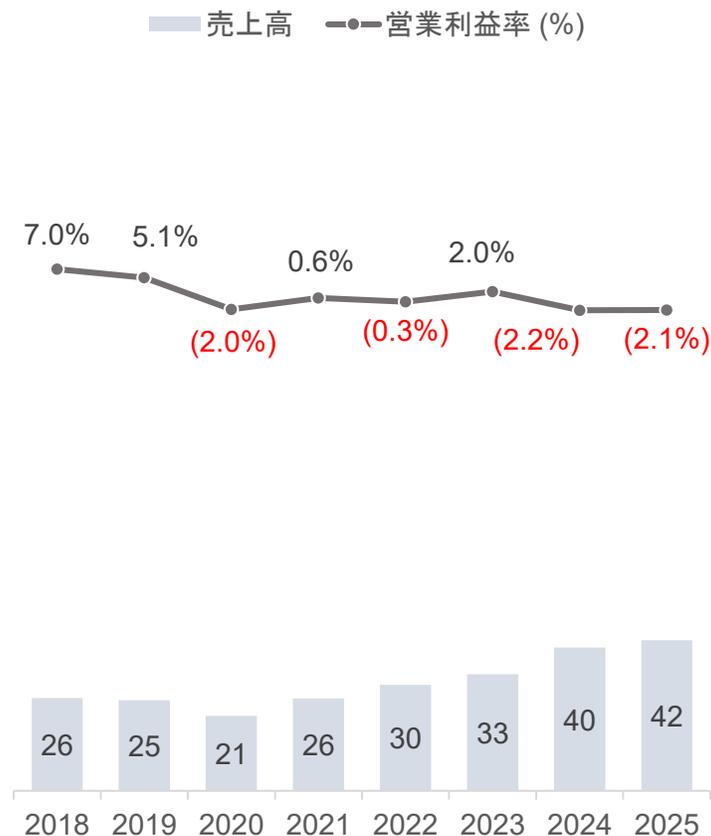
エネルギー・環境(E&E)

(十億円、別途記載がない限り)



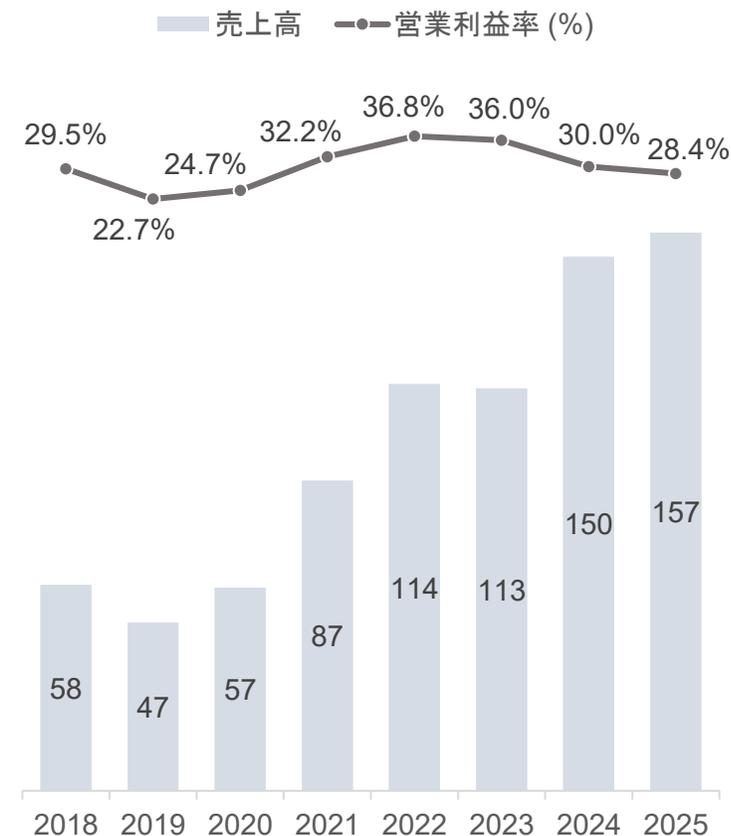
バイオ・ヘルスケア(B&H)

(十億円、別途記載がない限り)



先端材料・半導体(M&S)

(十億円、別途記載がない限り)



目次

はじめに

概要

▶ **堀場製作所の実態は半導体企業である**

半導体業界対比で割安なバリュエーションが慢性化

バリュエーションが割安な理由

- a. 高収益な半導体事業が、慢性的に赤字が続く事業群に覆い隠されている
- b. 中期目標が繰り返し未達にもかかわらず、非現実的な目標を掲げ続けている
- c. 堀場会長が主導した主要なM&A案件が全て失敗に終わっている
- d. 問題のある資本配分

根底にあるのは脆弱なガバナンス体制

- a. 縁故主義が堀場製作所のガバナンスを損なっている
- b. 取締役会が十分な監督機能を果たしていない

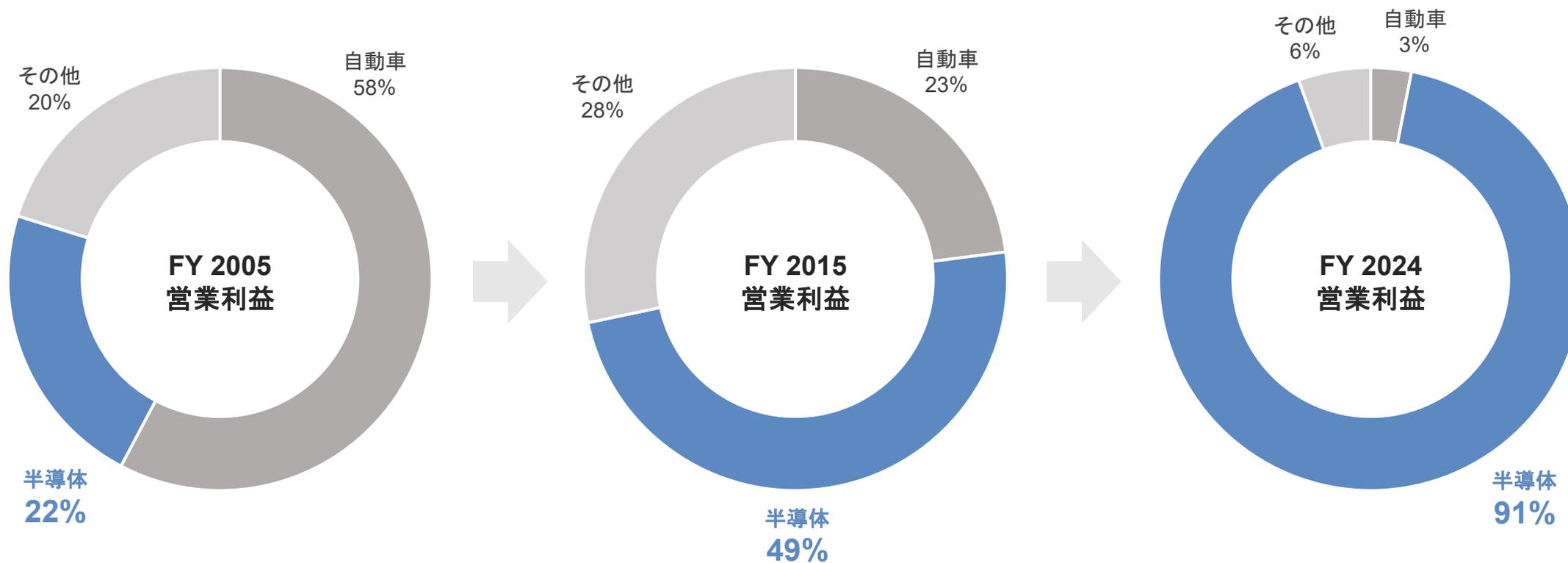
堀場製作所の株主が堀場厚会長の再任に反対すべき理由

最後に

堀場製作所の利益を牽引する半導体事業

出所: 会社開示資料

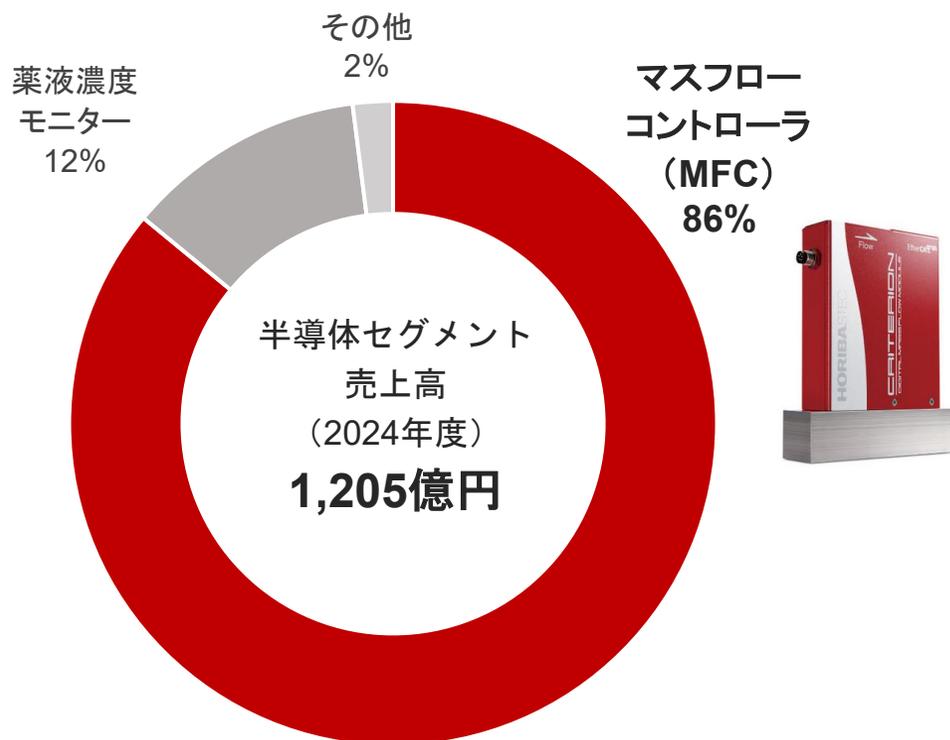
- 現在、堀場製作所の全社利益の約9割は半導体事業により創出されている
- 過去20年にわたり、営業利益の構成は自動車偏重から半導体偏重へと構造的にシフト



堀場製作所の半導体事業における中核製品：マスフローコントローラ(MFC)

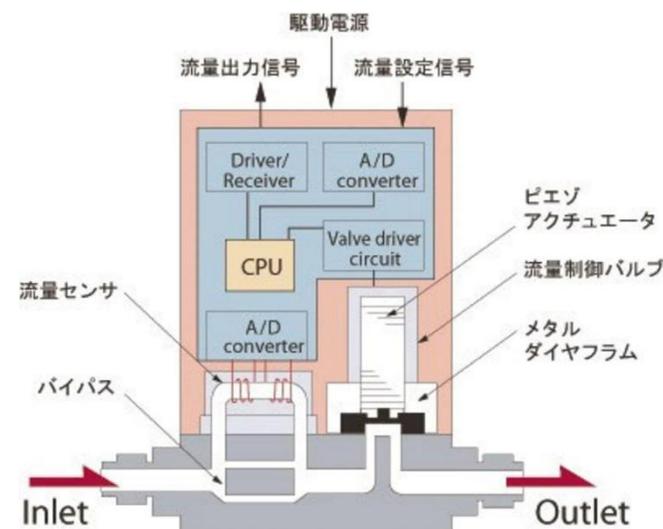
出所: 会社開示資料、ウェブサイト

半導体セグメント売上高の内訳



マスフローコントローラ(MFC)とは

- MFCは、電気信号として送信される設定流量に基づき、周囲温度変化や圧力変化に影響されることなく、ガスの流量を自動的に制御する
- ガスはMFC内部で分流され、センサによりガスの質量流量を計測し、電気信号に変換。外部からの設定信号とセンサからの流量信号の差信号が実質ゼロになるよう、流量制御バルブが作動し、常に設定された流量にガスを制御する



マスフローコントローラの競争環境

出所: 業界調査

- 堀場製作所はマスフローコントローラ業界における圧倒的な地位を有し、先端装置プラットフォームの多くに採用されている一方、競合他社はマスフローコントローラ以外の幅広い商品において強みを有している

MFCにおけるポジション

詳細



- 世界市場シェア60%
- 主要装置メーカー(ラムリサーチ)への主要サプライヤーであり、アプライド・マテリアルズや東京エレクトロンとも取引関係を有する
- ALD/ALEを含む先端プロセスに強み

- 半導体MFC分野のパイオニアであり、ガス・流体制御におけるアプリケーションノウハウに強みを有する
- 米国拠点を中心としたサポート体制
- 世界的な半導体製造装置メーカー3社への主要サプライヤー(特に先端プロセス向けMFC)
- MFC以外の製品ポートフォリオに弱み



- 約10%の市場シェアで第2位
- アプライド・マテリアルズと強固な関係

- 真空・プラズマ制御装置(圧力測定、RF電源等)において確固たる実績を有する



- 約10%の市場シェアで第2位
- 東京エレクトロンと強固な関係

- 流体制御(純度、シール性、信頼性)に強みを有し、特にバルブ(ガス・液体)に精通



- 10%以下の市場シェアで第3位
- アプライド・マテリアルズと強固な関係

- 流体流量制御、熱式質量流量計における強みを有する

主要な半導体製造装置メーカーを中心とした強固な顧客基盤

出所: みずほ証券エクイティ調査、SEMI、ガートナー

- MFCは半導体製造における流体制御の必須部品であり、ガスベースのエッチング装置や成膜装置に広く採用されている
- 堀場製作所はラムリサーチ、東京エレクトロン、アプライド・マテリアルズなど世界トップクラスの半導体製造装置メーカーにMFCを供給する

主要顧客



堀場製作所の競争上のポジショニング

- 堀場エステックのMFCはラムリサーチ社製エッチング装置において**ほぼ100%**の市場シェアを占める
- ラムリサーチはエッチング装置分野で世界シェア約42%(2024年時点)を有する**トップ企業**
- ラムリサーチは枚葉CVD装置分野において約25%の市場シェア(2024年時点)を有し、世界第2位の地位にある



- 堀場エステックのMFCは**成膜装置(CVD)**で強固な地位を築いているが、エッチング装置向けMFCはフジキンが供給
- 東京エレクトロンはエッチング装置分野で世界シェア約24%(2024年時点)であり、世界第2位の地位にある
- 東京エレクトロンは枚葉CVD装置分野において約5%の市場シェア(2024年時点)を有する



- 堀場エステックのMFCは**成膜装置への採用**が増加しているが、エッチング装置向けMFCはBrooksが供給
- アプライド・マテリアルズはエッチング装置分野で世界シェア約17%(2024年時点)であり、世界第3位の地位にある
- アプライド・マテリアルズは枚葉CVD装置分野で約38%の市場シェア(2024年時点)を有する**トップ企業**



- 堀場エステックのMFCは、中国の半導体製造装置メーカーの**エッチング装置や成膜装置の両方に採用**される
- 米国の輸出規制を背景に、中国現地メーカーのウェーハ加工分野における市場シェアは年々拡大しており、NAURAやAMECといった企業のエッチング装置分野における市場シェアはそれぞれ約6%程度(2024年度時点)

主要顧客は堀場製作所の半導体事業を高く評価している

出所: 専門家インタビュー



“

ラムリサーチで実際に使っていた主要なMFCサプライヤーは、堀場製作所とBrooksの2社でした。堀場製作所は非常に良いサプライヤーだと見られていました。実際に使っていて、製品は本当に良かったです。（中略）**マスフローコントローラは一度装置に設計組み込みされると、製品の性質が非常にセンシティブで装置全体への影響も大きい**ため、顧客は変更を加えることに極めて慎重になります。タイミングや安全機能、応答時間、精度といった複数の要素が装置の中に組み込まれているからです。個人的にMFCサプライヤーの主要な2社は堀場製作所とBrooksだと認識していますが、**堀場製作所の品質は特に高く評価していました。**

ーラムリサーチ元従業員

”



“

アプライド・マテリアルズの主要なMFCサプライヤーはMKS、Brooks、そして堀場製作所でした。成膜装置やエッチング装置では、ガスの流量を制御するために複数のMFCが必要で、プロセスの感度によっては、より高精度なMFCが要求されます。特に有毒ガスを扱う場合には、ハイエンドのMFCが必要になります。私の考えでは、堀場製作所はこのような先端製品において最も優れており、精度、応答時間、リーク性能などに強みがあります。（中略）彼らの主な強みは、**先端ノード向けの最高品質のMFC**でした。（中略）堀場製作所は他社と比べて**2、3割の価格プレミアム**を付与するプレミアムサプライヤーでしたが、**同等の品質の製品を提供できる会社は他にありませんでした。**

ーアプライド・マテリアルズ元従業員

”



“

堀場製作所とラムリサーチは非常に良好な関係にありました。彼らはラムリサーチからの要望にとっても迅速に対応していました。実際に、コロナ禍でも問題なく取引できた数少ないサプライヤーの一つでした。（中略）ラムリサーチと堀場製作所の関係は非常に健全だと思います。

ーラムリサーチ元従業員

”

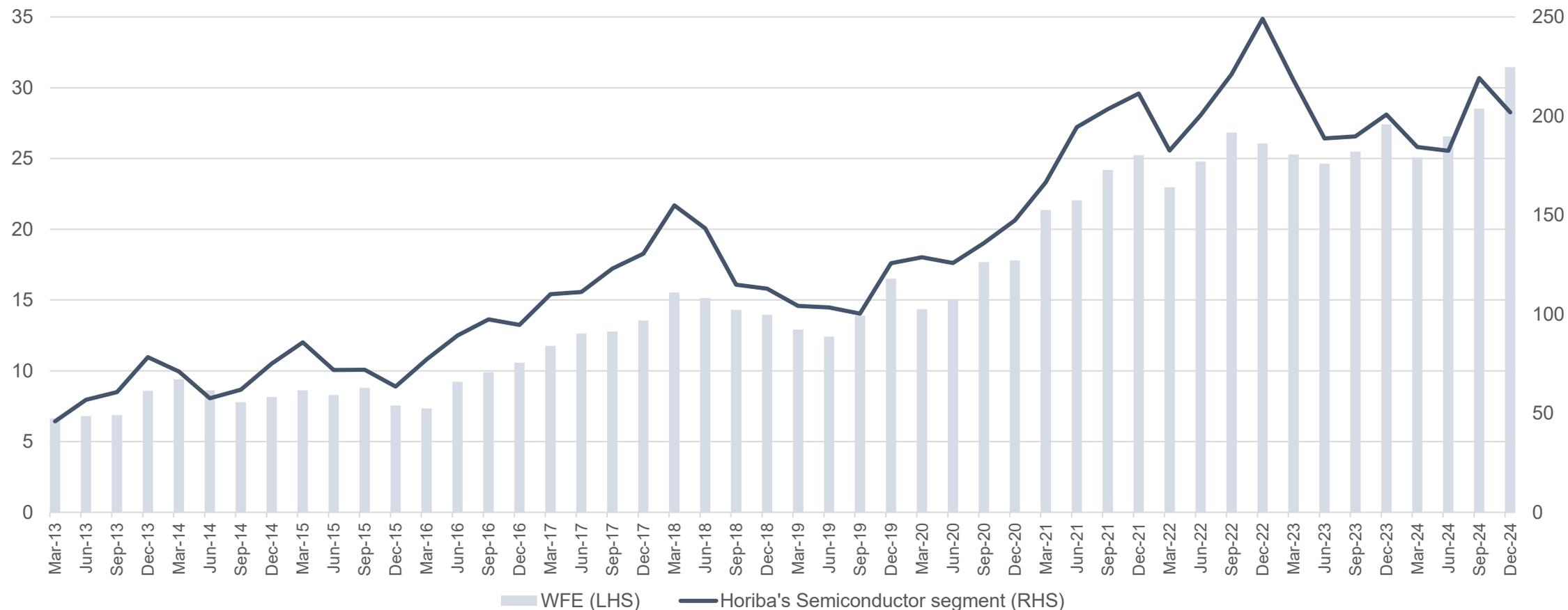
堀場製作所の半導体事業の売上高は、概ねWFE(半導体前工程装置)市場成長に連動

出所: SEMI、ブルームバーグ

- MFCが約80-90%を占める堀場製作所の半導体関連売上高は、過去数年で飛躍的に拡大してきた
- その成長は、WFE（半導体前工程装置）市場の成長トレンドと概ね整合的である

(十億米ドル)

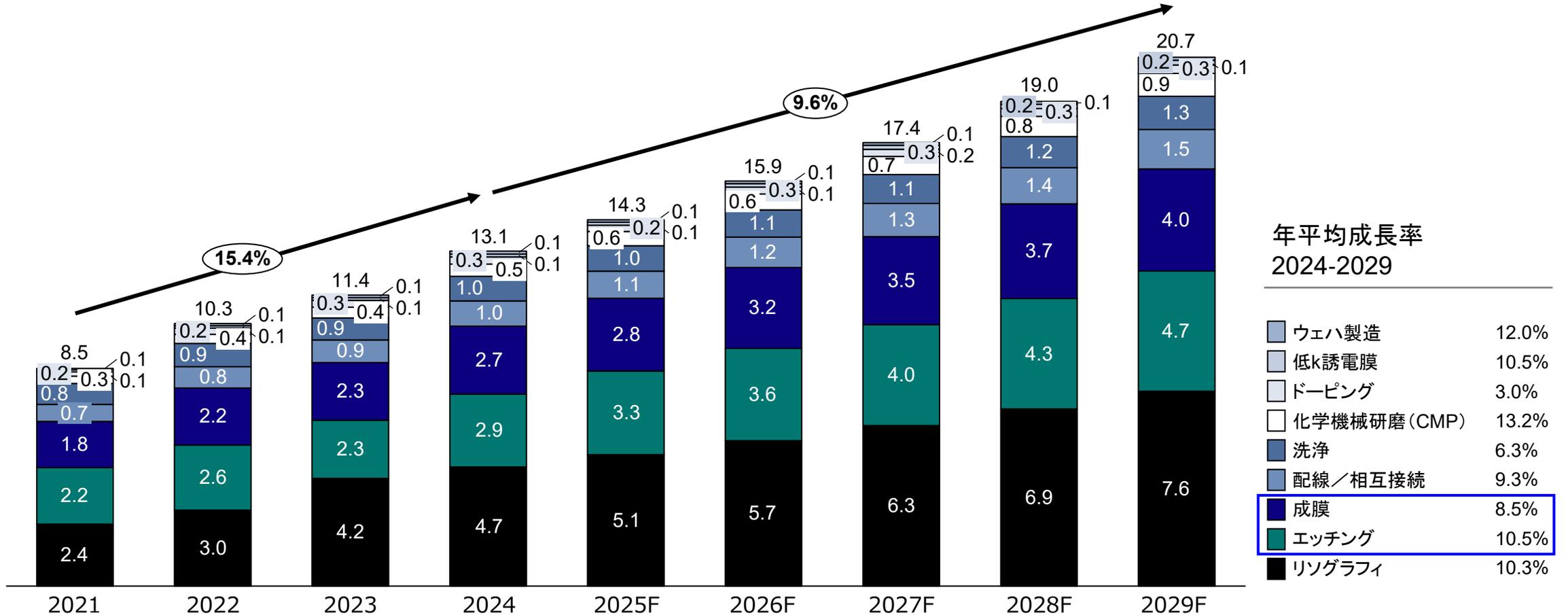
(百万米ドル)



世界の半導体前工程装置市場は2029年まで年平均成長率+10%の成長が予想される

出所: GNC Semiconductor Equipment Test/Inspection Worldwide Annual 2026

(兆円)



東京エレクトロンは、2026年以降もWFE市場の堅調な拡大を見込む

出所: 東京エレクトロン

東京エレクトロン: 2026年3月期 第3四半期 決算説明会(2026年2月6日)

事業環境 (2026年2月時点でのWFE市場の見方)

- CY2026 : 15%以上の成長を見込む
 - AIサーバー向け半導体需要の急速な拡大に伴い、先端ロジックとDRAM投資が大幅に増加
 - 変動要因 : 顧客工場のクリーンルームスペース、納期(部材供給、労働力)、為替など
- 今後も旺盛なAIアプリケーション需要に牽引され、先端半導体向け投資は中長期的に拡大傾向が続くと見込む
 - DRAM : HBMのみならず汎用DRAM向け投資も急増。投資前倒し要求も強い
 - NAND : SSD向け需要が急増。稼働率も上昇し新規投資につながる勢い
 - ロジック/ファウンドリ : 先端向け投資は今後もさらに増加。
アドバンストパッケージングも進展
 - 成熟世代デバイス : 現状と同規模程度のWFEが継続すると予測

付加価値の高い最新装置の需要拡大を見込む

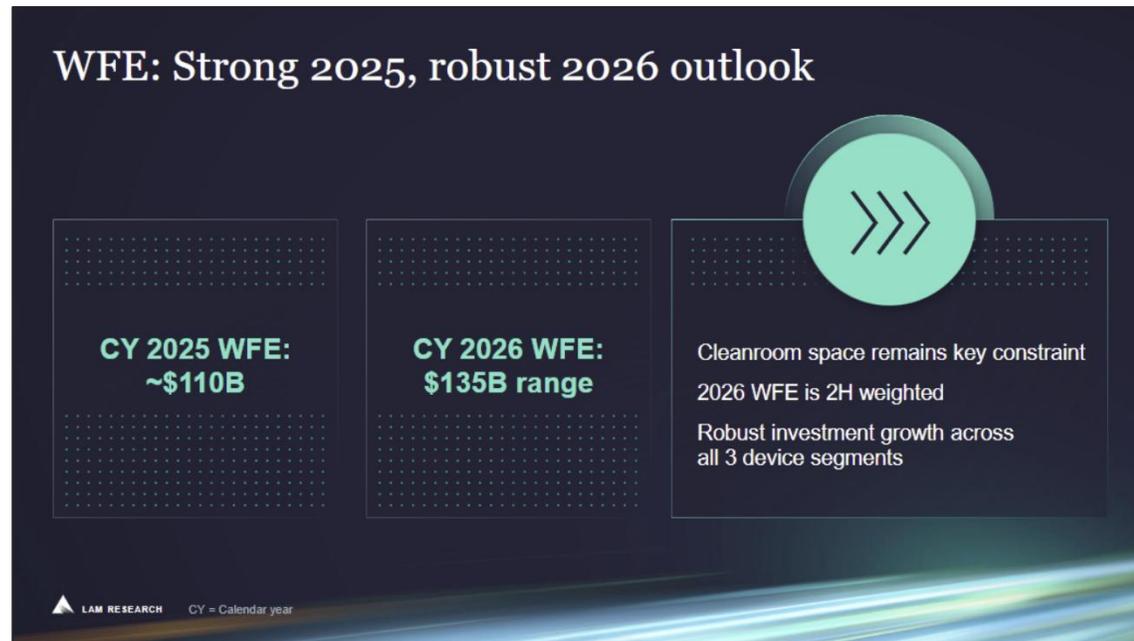
Investor Relations / February 6, 2026

TEL 12

ラムリサーチも、AI主導の先端パッケージング需要を背景に力強い成長を見込む

出所: ラムリサーチ

ラムリサーチ: 2025年12月期 四半期 決算説明会 (2026年1月28日)



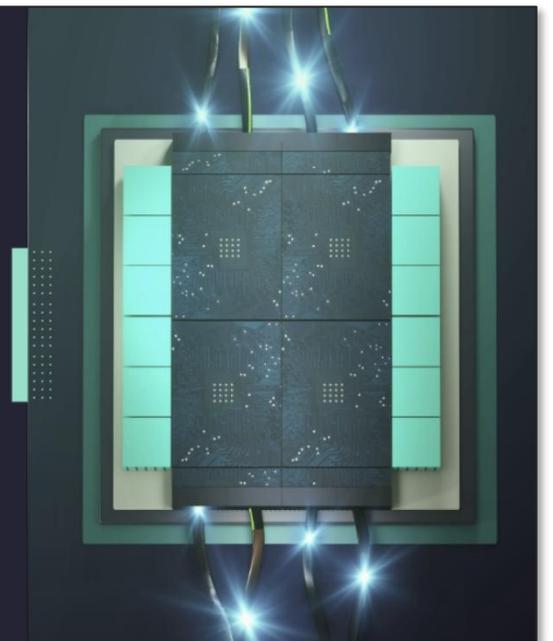
AI driving advanced packaging growth

Advanced packaging critical for:

- + Foundry-logic customers integrating more functionality with advanced packaging
- + Transition to HBM4 and HBM4E

Lam's advanced packaging business to grow >40% in CY 2026, outperforming WFE growth in this space

LAM RESEARCH
HBM = High bandwidth memory
HBM4E = Next generation variant of high bandwidth memory 4
AI = Artificial Intelligence

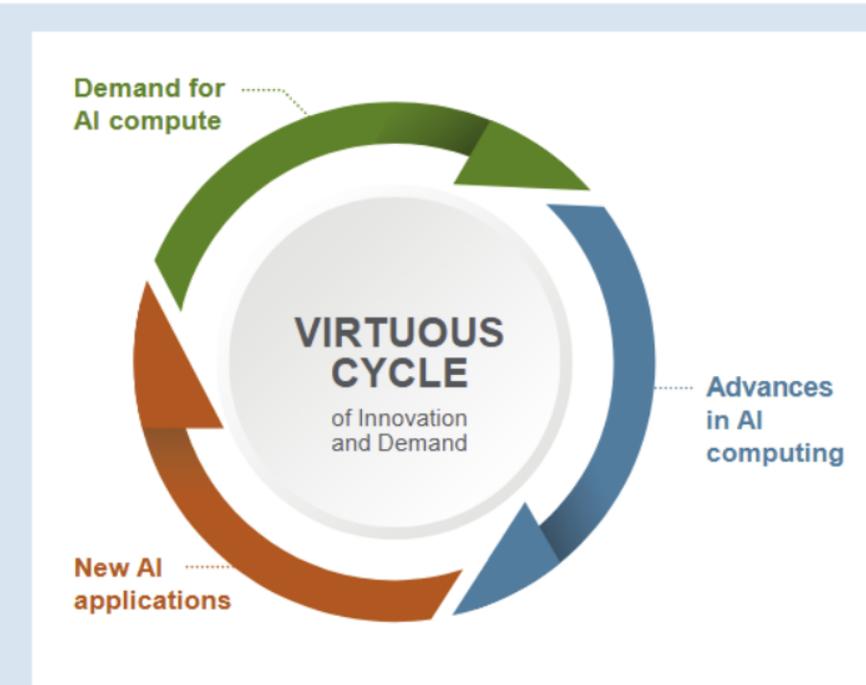


アプライド・マテリアルズは、今後5年間の業界成長率を年率+10-15%(CAGR)と予測

出所: アプライド・マテリアルズ

アプライド・マテリアルズ: 2025年度 第4四半期 決算説明会(2025年11月18日)

AI Accelerating Investment in Computing Infrastructure



Compute demand drives semiconductor growth

- » **Semiconductor industry forecast to grow at 10-15% CAGR over next five years**
- » Customer ramps will support healthy growth in WFE

8 | Applied Materials External



堀場製作所の企業価値の源泉は、高成長且つ高収益な半導体事業であるにもかかわらず、経営陣は半導体事業の価値を最大限に引き出すべく十分な投資を行っていない

堀場製作所の実態は、世界トップクラスの製品であるMFCを擁する半導体企業：

全社営業利益の

91%は、
半導体事業から
生み出されている*

堀場製作所の半導体
セグメント売上高のうち

86%は、
マスフローコントローラ (MFC)



堀場製作所の
マスフローコントローラは

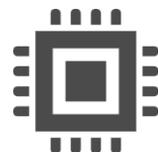
60%
世界市場シェアを有する

堀場製作所の半導体
セグメント利益率*は

37%と、
高い収益性を実現



主要顧客である世界的な
大手半導体製造装置メー
カーと、**長年にわたり良
好な関係を維持**



堀場製作所の
マスフローコントローラは
**エッチング装置や
成膜装置に不可欠な部品**

半導体製造装置市場は、
AIによる構造的な成長を背景に、

10-15%以上の
年率成長率が見込まれる

堀場製作所は世界的に最高水準の半導体事業を有しているにもかかわらず、
同社の現経営陣はこの事業の本源的な価値を最大限実現させるべく、
十分な経営資源の投入を行ってこなかった。

目次

はじめに

概要

堀場製作所の実態は半導体企業である

▶ 半導体業界対比で割安なバリュエーションが慢性化

バリュエーションが割安な理由

- a. 高収益な半導体事業が、慢性的に赤字が続く事業群に覆い隠されている
- b. 中期目標が繰り返し未達にもかかわらず、非現実的な目標を掲げ続けている
- c. 堀場会長が主導した主要なM&A案件が全て失敗に終わっている
- d. 問題のある資本配分

根底にあるのは脆弱なガバナンス体制

- a. 縁故主義が堀場製作所のガバナンスを損なっている
- b. 取締役会が十分な監督機能を果たしていない

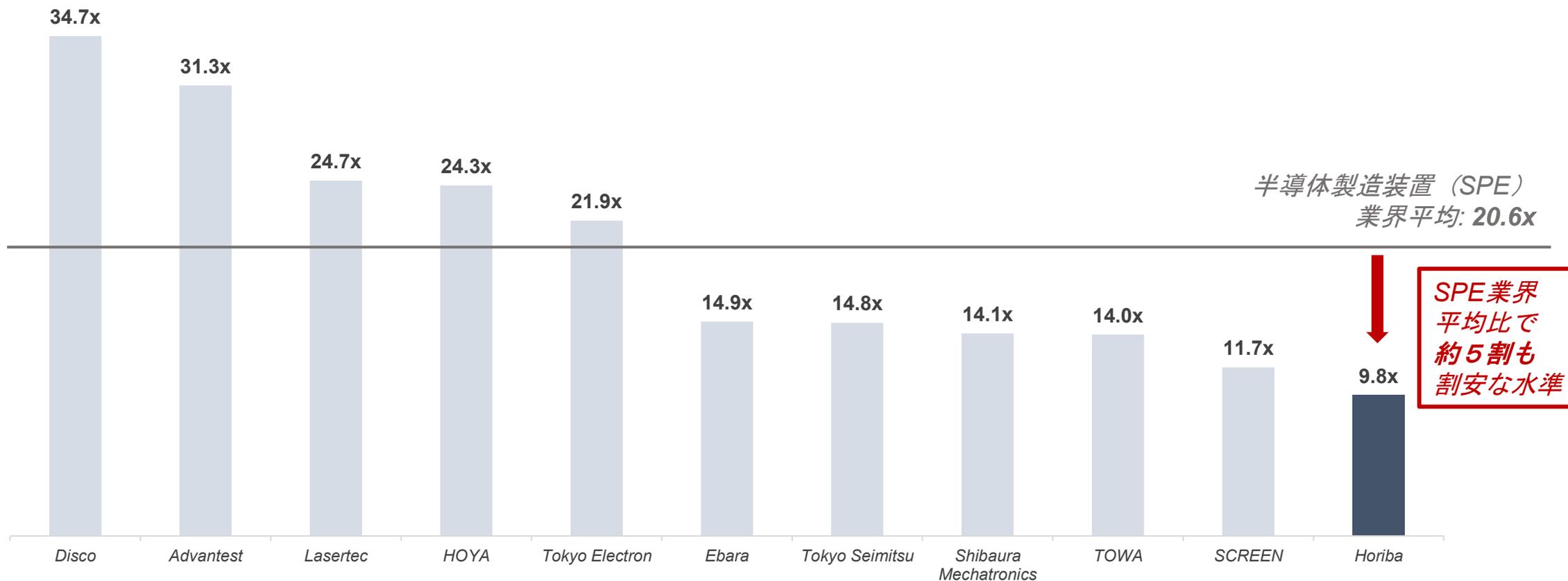
堀場製作所の株主が堀場厚会長の再任に反対すべき理由

最後に

半導体業界の他社対比でバリュエーションが割安な状態が慢性化

出所: ブルームバーグ

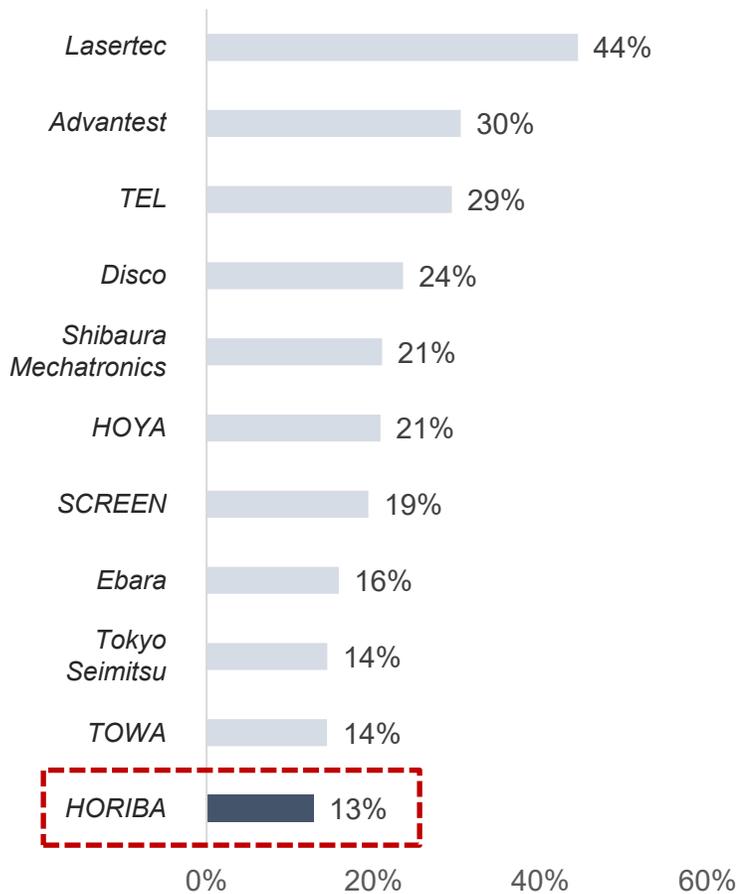
EV/EBITDA 倍率 (2026年12月期予想)



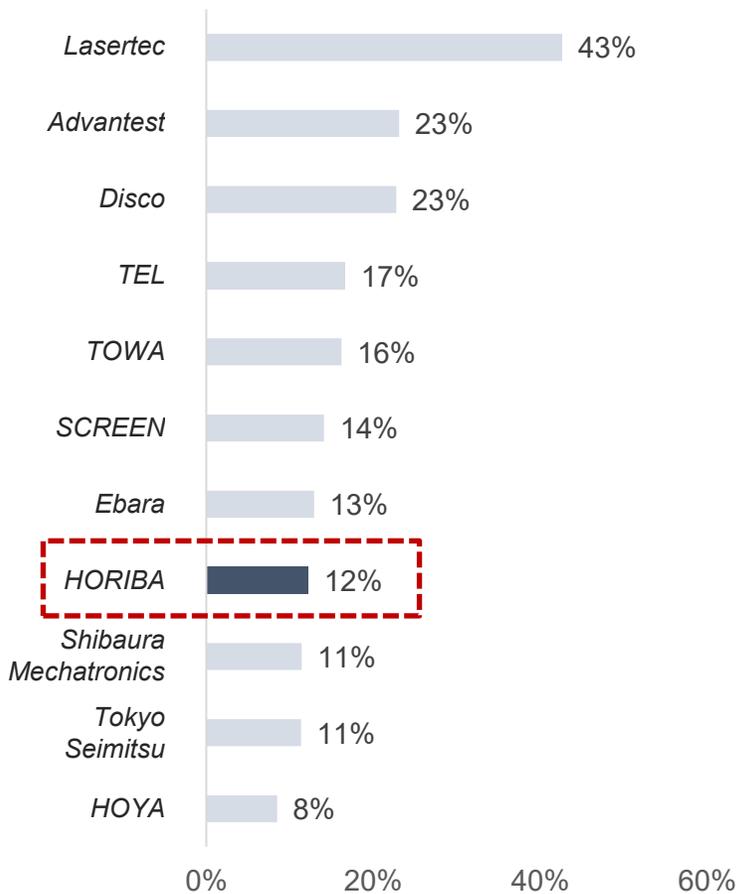
半導体業界の他社に比べ、資本効率・成長率・収益性は最低水準に留まる

出所: ブルームバーグ

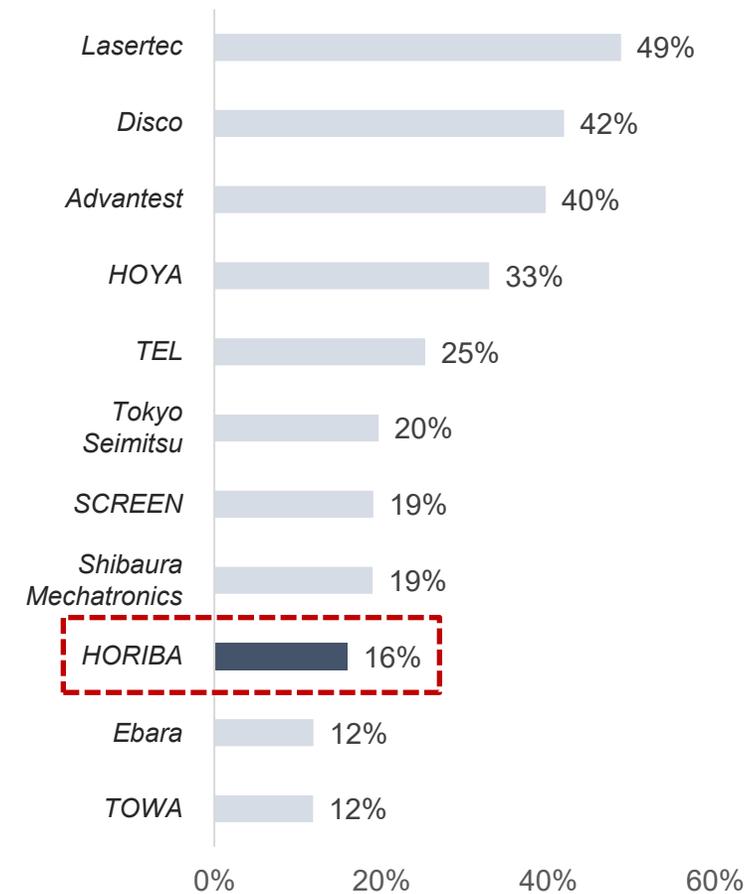
ROE (直近5年間・平均)



売上高CAGR (直近5年間)



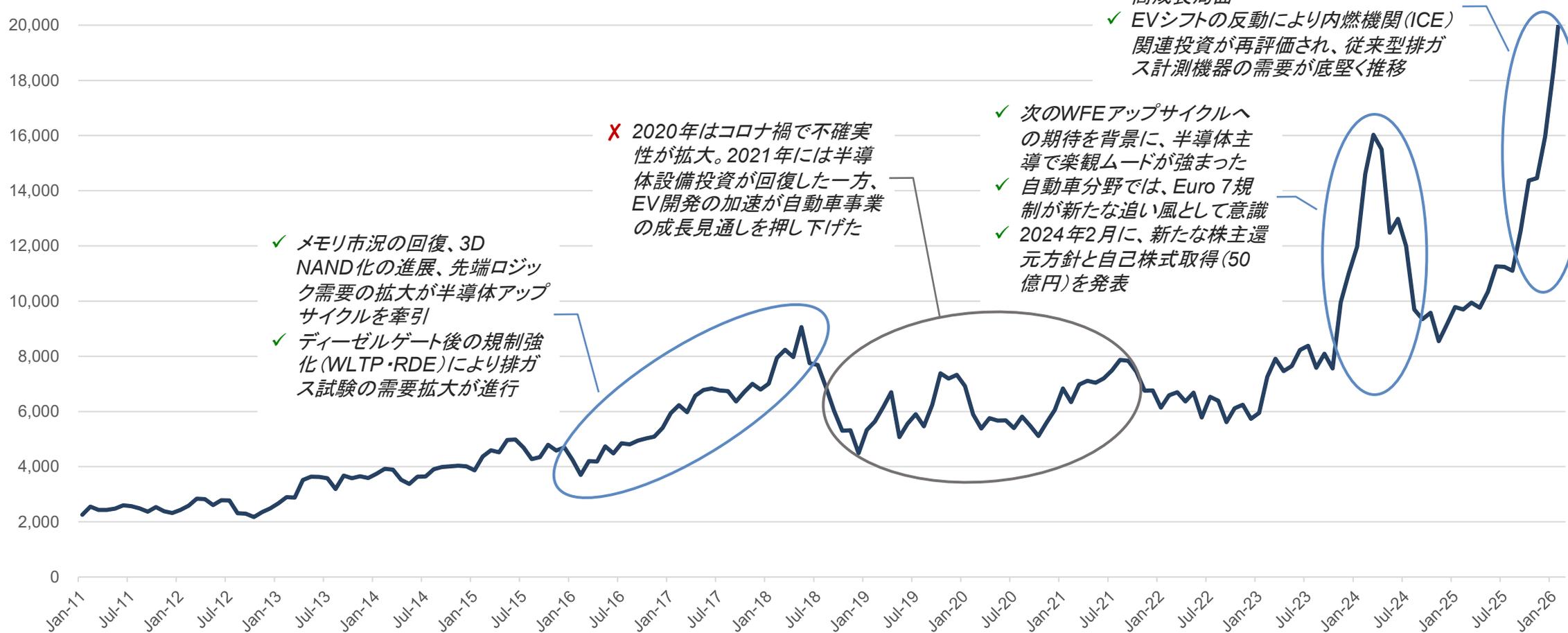
営業利益率 (直近12ヵ月)



堀場製作所の株価推移

出所: ブルームバーグ、みずほ証券エクイティ調査

株価推移 (6856 JP Equity)



過去10年間、堀場製作所の株価はSPE同業他社に対して大幅にアンダーパフォーム

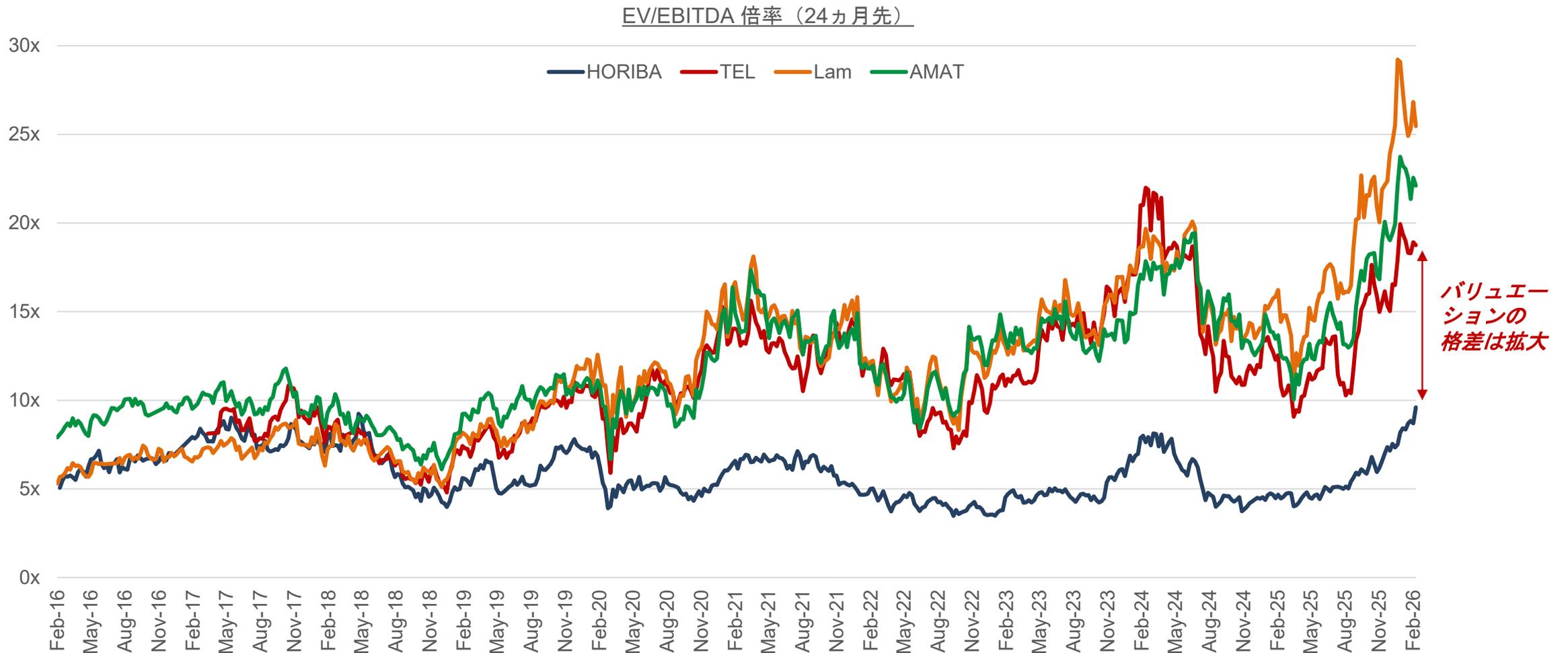
出所: ブルームバーグ

堀場製作所の株価相対パフォーマンス (6856 JP Equity)



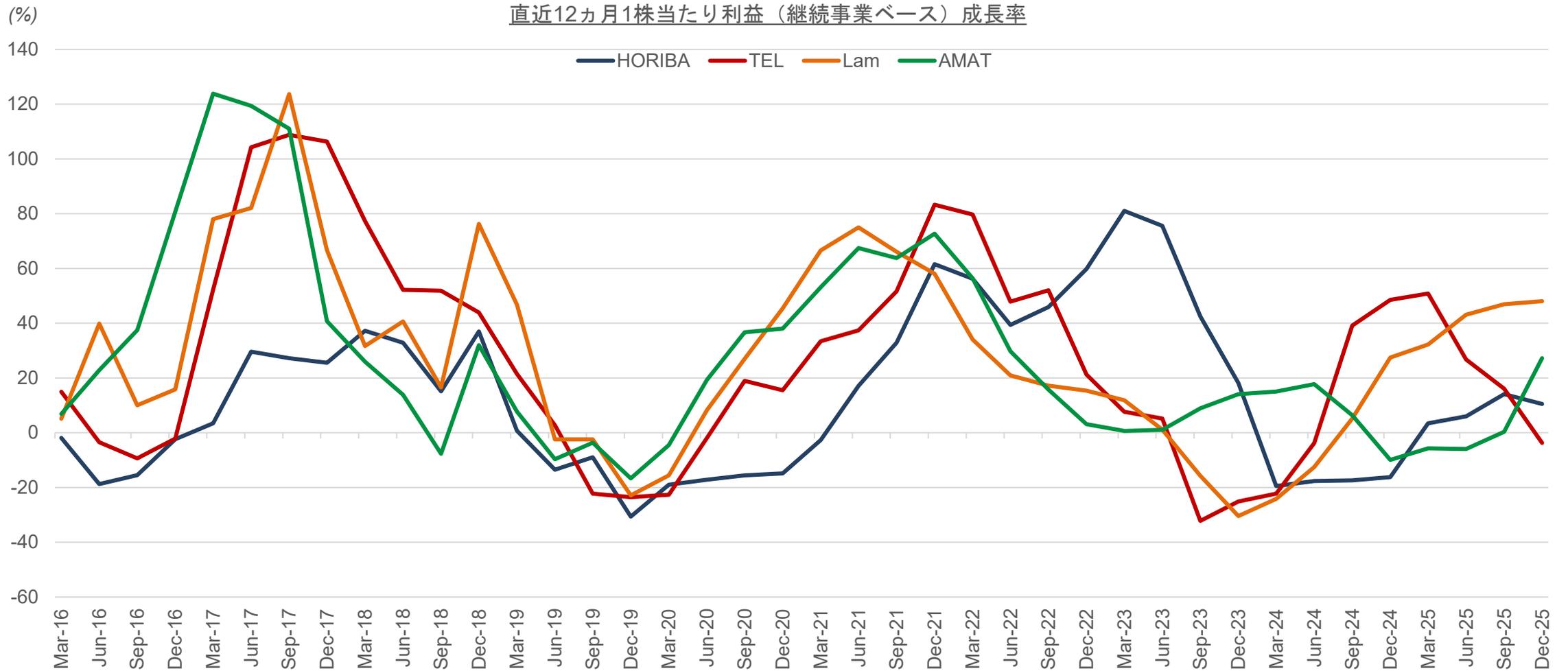
かつて、堀場製作所は主要なSPE同業他社と同水準のバリュエーションで取引されていたが、その評価格差は年々拡大し続け、現在では他社に対して大幅なディスカウント水準にある

出所: ブルームバーグ



他方、堀場製作所の利益成長率はSPE同業他社と概ね同水準

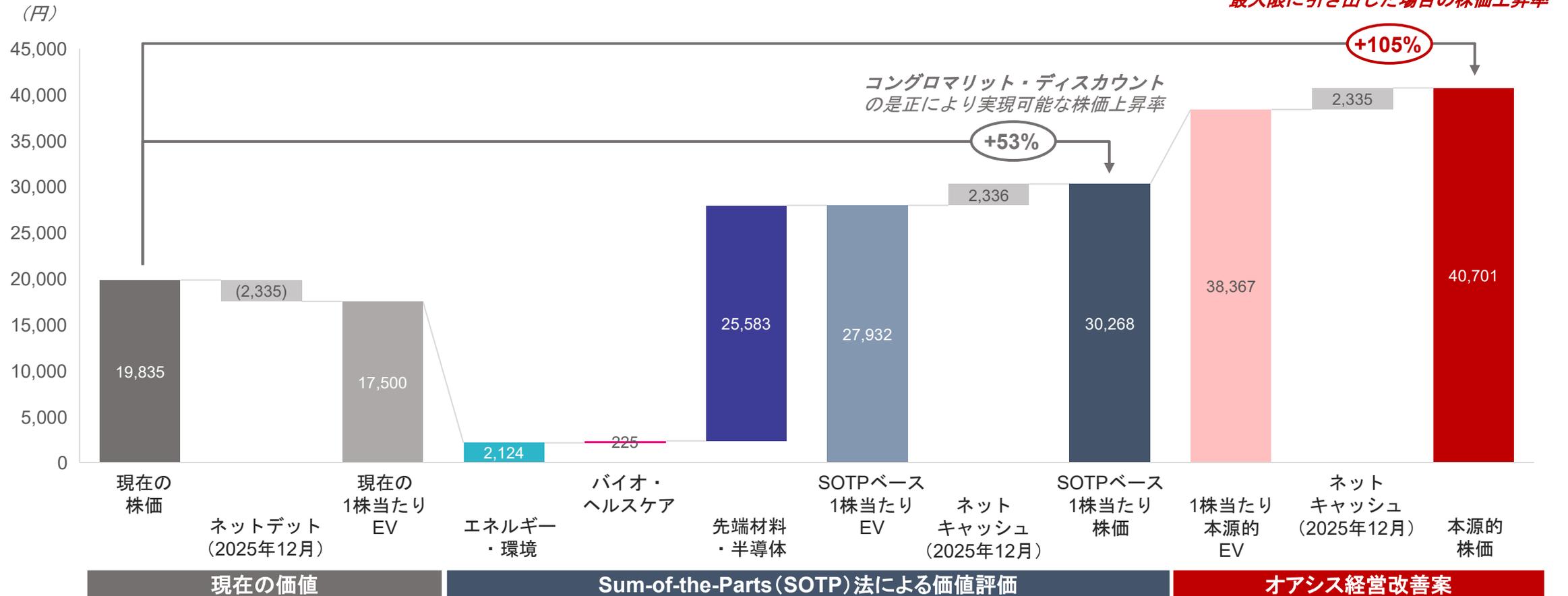
出所: ブルームバーグ



コングロマリット・ディスカウントを是正し、半導体事業のポテンシャルを最大限に引き出すことで、堀場製作所は現在株価の2倍以上(+105%)に相当する本源的価値を実現できる

出所: ブルームバーグ

堀場製作所の1株当たり価値



目次

はじめに

概要

堀場製作所の実態は半導体企業である

半導体業界対比で割安なバリュエーションが慢性化

▶ バリュエーションが割安な理由

- a. 高収益な半導体事業が、慢性的に赤字が続く事業群に覆い隠されている
- b. 中期目標が繰り返し未達にもかかわらず、非現実的な目標を掲げ続けている
- c. 堀場会長が主導した主要なM&A案件が全て失敗に終わっている
- d. 問題のある資本配分

根底にあるのは脆弱なガバナンス体制

- a. 縁故主義が堀場製作所のガバナンスを損なっている
- b. 取締役会が十分な監督機能を果たしていない

堀場製作所の株主が堀場厚会長の再任に反対すべき理由

最後に

なぜ堀場製作所は割安で取引され続けているのか

01 高収益な半導体事業が、慢性的に赤字が続く事業群に覆い隠されている

- 堀場会長は「選択と集中」を拒んでおり、同社の事業ポートフォリオは過度に分散された状態で放置されている
- 業績不振が続く事業（ECT、MCT、水素、医用、排ガス計測事業等）が全社の成長性や収益性を著しく引き下げている

02 中期目標が繰り返し未達にもかかわらず、非現実的な目標を掲げ続けている

- 過去の経営計画において非半導体セグメントの目標が殆ど未達となる状況が続いているが、事後検証は実施されていない
- 現行経営計画においても非現実的な目標が繰り返されており、経営陣は説明責任を免れるために計画修正を発表している

03 堀場会長が主導した主要なM&A案件が全て失敗に終わっている

- 主要な買収は全て慢性的な赤字事業になっており、株主価値を著しく毀損し続けている
- 度重なるM&Aの失敗は堀場会長の誤った買収戦略に起因するにもかかわらず、堀場会長は説明責任を全うしていない

04 問題のある資本配分

- 堀場製作所は過剰な現預金を保有しており、これが資本効率を著しく損なっている
- 優良な半導体事業に対する資本配分は不十分な一方で、構造的に低収益に陥っている非半導体事業に対する成長投資が優先されている

目次

はじめに

概要

堀場製作所の実態は半導体企業である

半導体業界対比で割安なバリュエーションが慢性化

バリュエーションが割安な理由

- ▶ a. 高収益な半導体事業が、慢性的に赤字が続く事業群に覆い隠されている
- b. 中期目標が繰り返し未達にもかかわらず、非現実的な目標を掲げ続けている
- c. 堀場会長が主導した主要なM&A案件が全て失敗に終わっている
- d. 問題のある資本配分

根底にあるのは脆弱なガバナンス体制

- a. 縁故主義が堀場製作所のガバナンスを損なっている
- b. 取締役会が十分な監督機能を果たしていない

堀場製作所の株主が堀場厚会長の再任に反対すべき理由

最後に

なぜ堀場製作所は割安で取引され続けているのか

01 高収益な半導体事業が、慢性的に赤字が続く事業群に覆い隠されている

- 堀場会長は「選択と集中」を拒んでおり、同社の事業ポートフォリオは過度に分散された状態で放置されている
- 業績不振が続く事業（ECT、MCT、水素、医用、排ガス計測事業等）が全社の成長性や収益性を著しく引き下げている

02 中期目標が繰り返し未達にもかかわらず、非現実的な目標を掲げ続けている

- 過去の経営計画において非半導体セグメントの目標が殆ど未達となる状況が続いているが、事後検証は実施されていない
- 現行経営計画においても非現実的な目標が繰り返されており、経営陣は説明責任を免れるため計画修正を掲げた

03 堀場会長が主導した主要なM&A案件が全て失敗に終わっている

- 主要な買収は全て慢性的な赤字事業になっており、株主価値を著しく毀損し続けている
- 度重なるM&Aの失敗は堀場会長の誤った買収戦略に起因するにもかかわらず、堀場会長は説明責任を全うしていない

04 問題のある資本配分

- 堀場製作所は過剰な現預金を保有しており、これが資本効率を著しく損なっている
- 優良な半導体事業に対する資本配分は不十分な一方で、構造的低収益に陥っている非半導体事業に対する成長投資が優先されている

堀場会長の下で、堀場製作所は事業の優先順位付けに失敗し、高成長・高収益分野に集中していない

出所: 日経ビジネス

“

ビジネススクールでは、事業は「選択と集中」だと教えられます。しかし、私からしたらこれは正しくない。わざわざ選択や集中をしなくても、日々のオペレーションを繰り返す中で、うまくいかない事業というのは自然に落ちていくものです。頭でっかちな事業計画を練っても、そうはならない。...事業が現在の形になったのは用意したシナリオがあったからではありません。私にとって今の事業の姿は「結果的に」そうなったものであって、あらかじめ細かく計画したものではありません。

—堀場製作所 堀場 厚 会長

”

堀場会長は積極的な「選択と集中」を実行する意思がないだけでなく、信頼性のある綿密な経営計画を策定し、その計画に基づいた経営を行うことにも消極的である。

#4

堀場製作所・堀場会長「『選択と集中』は正しいとは限らない」

By 中沢 康彦 日経ビジネス シニアエディター Read time:4min

2024.10.9



印刷



後で読む

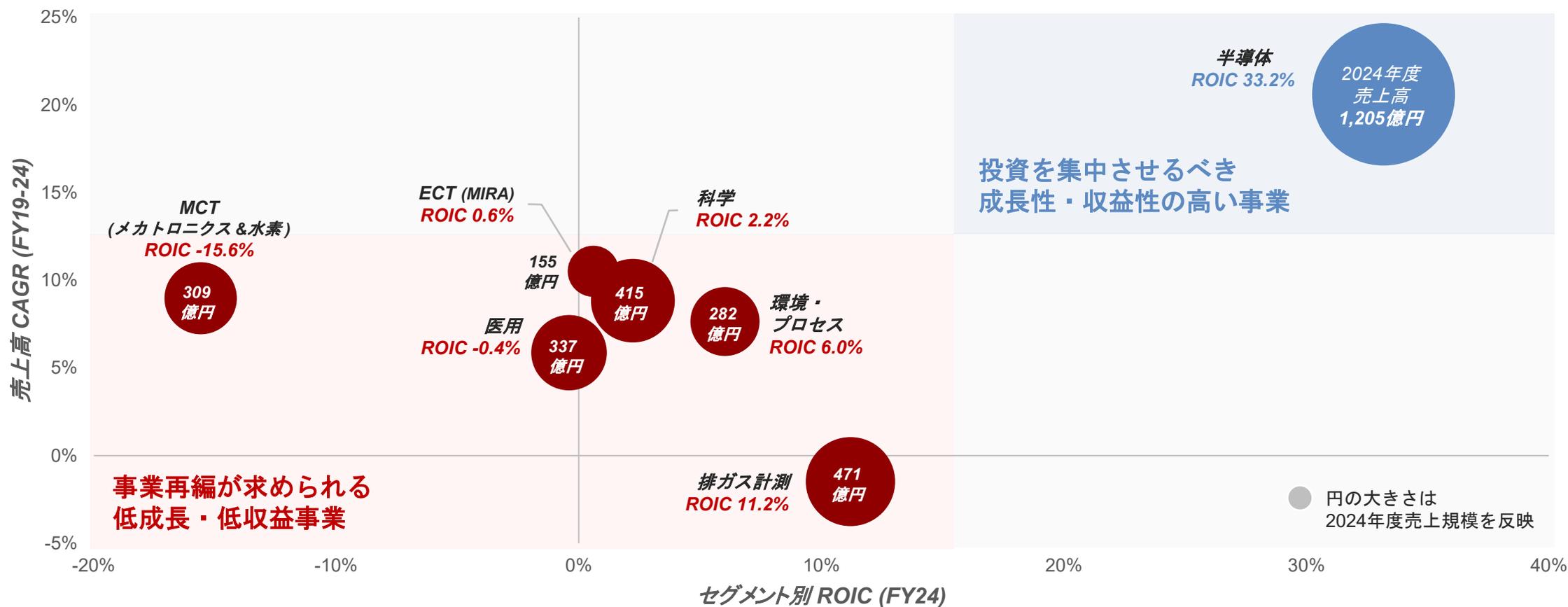


この記事の3つのポイント

1. 堀場製作所が成長を続けられた理由を、堀場会長が語った
2. 事業は規模よりも「質」。技術は「世界トップ」を目指す
3. 「一番弱いところがその会社の実力」。総合力で飛躍を狙う

半導体セグメントが高成長・高収益を実現している一方で、 その他の事業は規模・成長性・収益性のいずれも見劣りし、 全社パフォーマンスの足を引っ張っている

出所: 会社開示資料、英国企業登記局、オアシス試算



注: 旧セグメント開示ベース。ROICの計算におけるセグメント別投下資本(運転資本、有形固定資産、無形固定資産)はセグメント毎の資産規模に基づく。自動車セグメントののれんはMCT事業に配賦。ECT事業の総資産は、2024年時点のMIRA単独ベースの開示に基づく。排ガス計測およびMCT事業の総資産は売上規模に応じて配賦

直近決算において一部の事業再編が発表されているものの、再編の対象となる事業を決定するための定量的な基準はなく、投資家は構造改革の実効性を評価できない

出所: IR取材

2025年度通期決算説明会 質疑応答(2026年2月13日)



株式調査
アナリスト



構造改革について教えてください。... どのような判断基準で構造改革対象を決めているのか、(対象となるのは)赤字事業だけなのか、黒字事業でも営業利益率やROICが低い事業はダメだという線引きをしているのか、収益性が高くても事業の将来性とかベストオーナーか否かという観点からも意思決定がされるのかなど、構造改革対象の判断基準について教えてください。



HORIBA

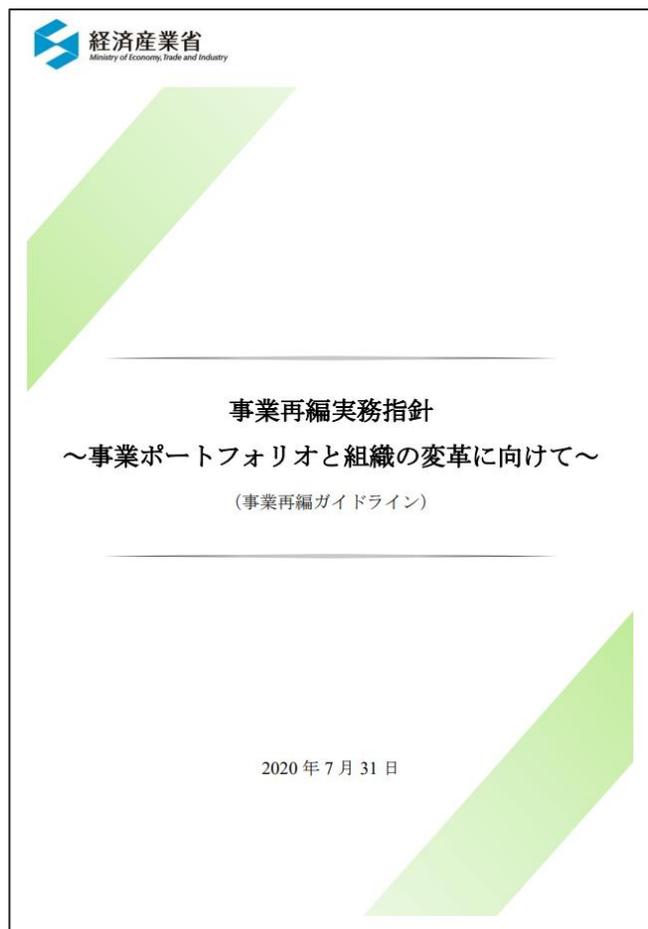


構造改革について、以前から申し上げているところから大きな追加はございません。戦略やアプローチの仕方等というのは、リアルタイムに変えているところですが、大きくストーリーは変えていないというところがございます。(構造改革の背景や基準について) もちろん我々としては利益体質というところが一番大きなポイントになっておりますし、それと社会の変化というものがやはり大きなポイントになってきます。例えば水素については、この中長期計画を始めた時は、ヨーロッパにおいては非常にアグレッシブな公的な補助金で水素社会の社会実装というのが計画されていたんですけども、それが大きく変わってきたことに対して、我々はそれにアジャストするというのがやはり背景になっております。そういう意味で、**どういう定量的な基準があるかというところにはございません**が、基本的には社会的背景と利益体質というものの組み合わせで判断しているとお考え下さい。



経産省は資本コストを考慮した事業ポートフォリオの定期的な見直しと、中長期的な企業価値の向上を推奨

出所: 経済産業省



“

2.2.2 事業ポートフォリオマネジメントの基本的考え方

経営者は、事業ポートフォリオに関する基本方針の立案（取締役会への付議）、その執行、見直しの立案を行う等、事業ポートフォリオマネジメントの一義的な責任者として主導的な役割を果たすことが期待される。

事業ポートフォリオマネジメントの基本は、①企業理念・価値基準に基づき、②ビジネスモデルを明確化し、経営戦略を策定した上で、③事業ポートフォリオを定期的に見直す仕組みを構築し、これを適切に運用することである。...

事業ポートフォリオについては、事業のライフサイクルや経営環境の変化により、その最適な在り方は常に変化し得るため、上記①、②を踏まえつつ、中長期的に企業価値を向上させ、持続的な成長を実現する観点から、資本コストを踏まえた定期的な見直し（レビュー）を行い、その最適化のために変革（組替え）が必要な場合には、適時に事業再編を決定・実行するための仕組みを構築し、着実に運用することが求められる。

（強調はオアシスによる）

”

高収益な
半導体事業が、
慢性的に赤字が
続く事業群に
覆い隠されている

- ▶ **01** ECT（車両開発エンジニアリング・試験）事業
- 02** MCT（メカトロニクス）事業
- 03** 水素事業
- 04** 医用事業
- 05** 排ガス計測事業

ECT(車両開発エンジニアリング・試験)事業: 悪い買収、さらに悪いビジネス

HORIBAMIRA

出所: 会社開示資料、英国企業登記局、会社ウェブサイト

ホリバMIRA社の概要

社名	HORIBA MIRA Ltd. (旧称「Motor Industry Research Association」)
本社所在地	イギリス・ナニートン市
創立	1946年 (当初は英国自動車産業の業界研究機関として英国政府が設立)
買収	2015年7月に堀場製作所が買収し、HORIBAグループ入り
事業内容	車両開発エンジニアリング、試験、コンサルティング及び研究開発施設のリース事業

数字で見る ホリバMIRA社

売上高
(FY2024)

£6,752万
131億円

営業利益
(FY2024)

£213万
4.1億円

純損失
(FY2024)

£155万
3.0億円

ROIC
(投下資本利益率)

0.6%

従業員数
(FY2024)

511

MIRAテクノロジーパーク

- ホリバMIRA社は英国ナニートン市にあるMIRAテクノロジーパーク内に本社を置く
- ホリバMIRA社の歴史ある試験走行場（プルービンググラウンド）と一体となったMIRAテクノロジーパークは、総延長100km超のテストコースと、車両・モビリティシステム向けの主要試験設備40施設を備える
- 850エーカーにもなる敷地は英国の「Enterprise Zone（企業誘致特区）」に指定されており、Bosch、Lockheed Martin、Jaguar Land Rover、トヨタ、Aston Martin、GKNなどを含む世界的企業35社以上が、研究開発拠点を設置



ナニートン (イギリス)

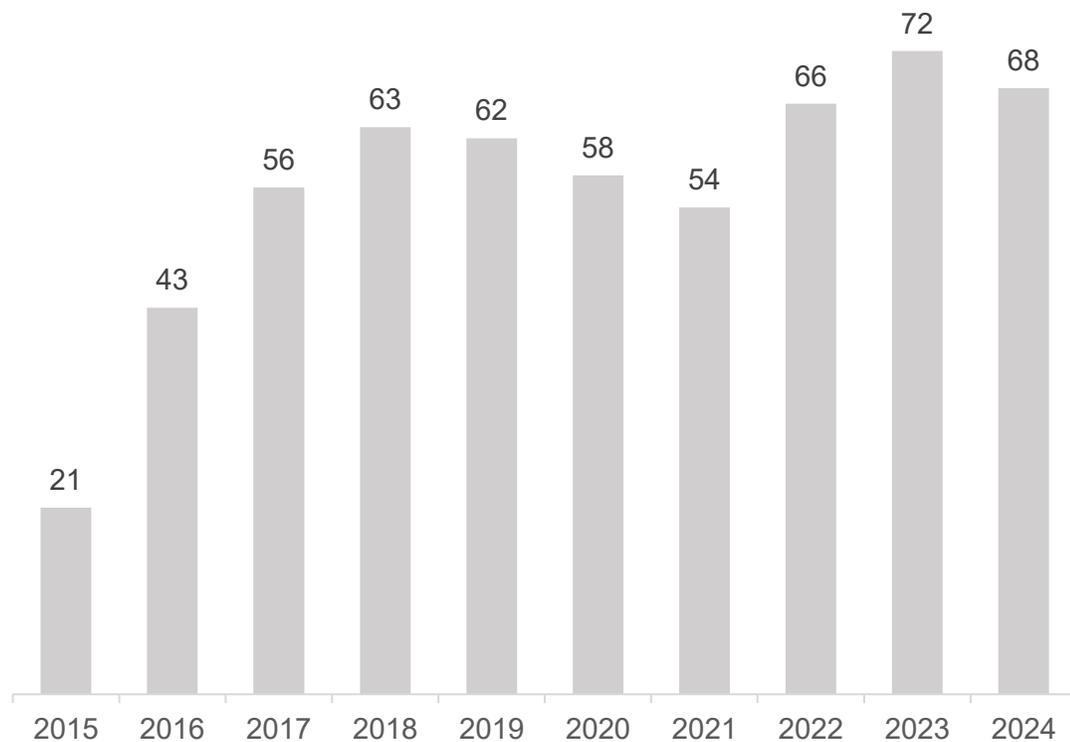
注: 2024年平均為替レートを参照 (GBP/JPY = 193.55)

買収した2015年以来、一度も利益が出ていない

出所: 英国企業登記局

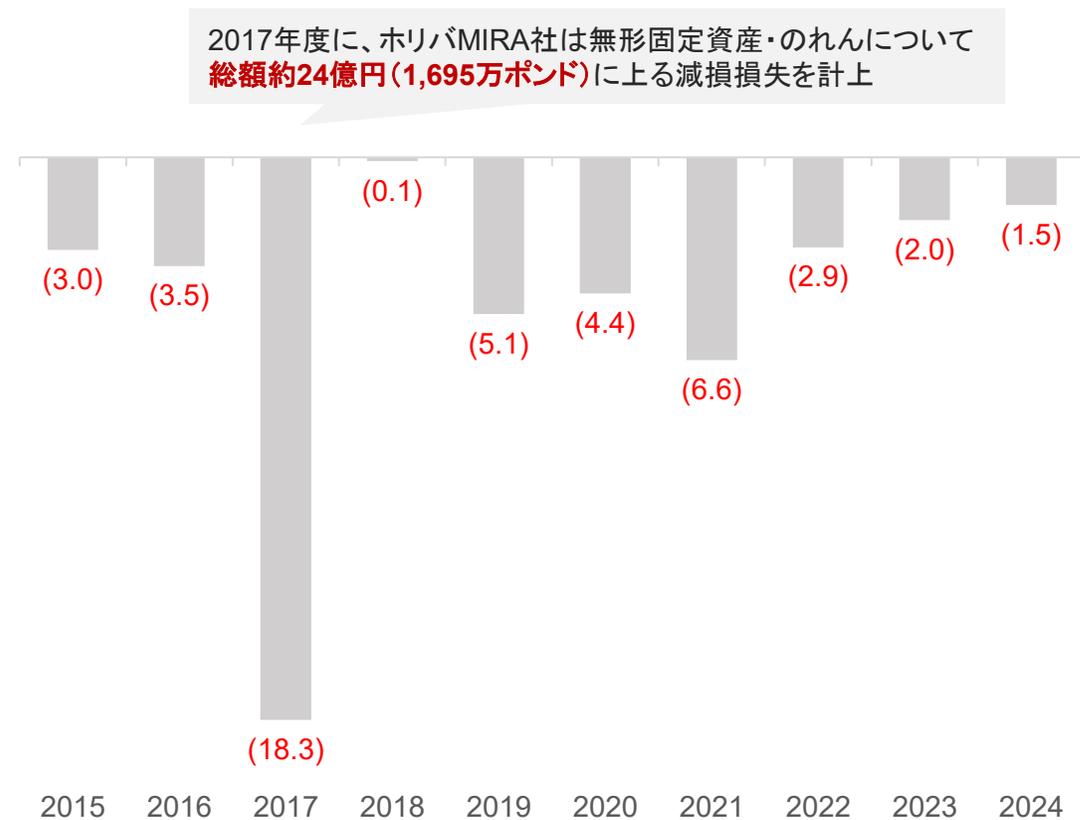
ホリバMIRA社: 売上高

(百万ポンド)



ホリバMIRA社: 継続事業による利益(損失)

(百万ポンド)



収益を生まない事業にもかかわらず、高すぎる買収価格

出所: 会社開示資料、英国企業登記局

会社開示資料(2015年7月14日)

買収の概要	
買収対象:	MIRA Ltd. (マイラ社)
買収方法:	当社英国子会社による事業譲受
買収資金:	現金
買収金額:	83 [MGBP] (約155億円)
買収フロー:	<ol style="list-style-type: none"> 1. 買収母体となる英国子会社の設立 <ul style="list-style-type: none"> ・ HRA International Ltd.を6月5日に設立済み 2. 当社よりHRA International Ltd.に対して増資を実施 3. HRA International Ltd.がMIRA Ltd.より事業買収 4. HRA International Ltd.をHORIBA MIRA Ltd.に社名等の変更
収益認識:	自動車計測システム機器事業
《円換算は、1ポンド=186.96円(2015年7月10日付レート)で計算》	
<small>© 2015 HORIBA Ltd. All rights reserved. Explore the future. Automotive Test Systems Process & Environmental Medical Semiconductor Scientific. HORIBA</small>	

MIRA Ltd.の概要	
事業分野	<ol style="list-style-type: none"> ① 車両開発エンジニアリング ② 試験エンジニアリング ③ 研究開発棟のリース・運営
業績	売上高: 46.1 [MGBP] (2014年度: 約86億円) 営業利益: 1.1 [MGBP] (2014年度: 約2億円)
従業員数	518名(2014年12月31日現在)
設立	1946年
会社形態	保証有限責任会社(Company limited by guarantee: CLG)
本社	ナニートン ウォリックシャー Nuneaton, Warwickshire, UK(次ページ地図参照)
主要拠点	英国、米国、中国、インド、ブラジル、モーリシャス
《円換算は、1ポンド=186.96円(2015年7月10日付レート)で計算》	
<small>© 2015 HORIBA Ltd. All rights reserved. Explore the future. Automotive Test Systems Process & Environmental Medical Semiconductor Scientific. HORIBA</small>	

堀場製作所は2015年にホリバMIRAを約155億円(8,300万ポンド)で買収した
これは EV/EBIT倍率にして75倍、EV/EBITDA倍率にして30倍に相当し、かなり高額な買収であったことが窺える。

注: EBITDAは2014年度営業利益と2015年度減価償却費(£276万)の合計として算出(2014年度減価償却費は非開示)

堀場製作所の小山CFOは MIRAについて「リーズナブルな買収ができている」と説明したが、当時の同社のバリュエーション水準や、同時期の買収マルチプルと比べると全くリーズナブルには見えない

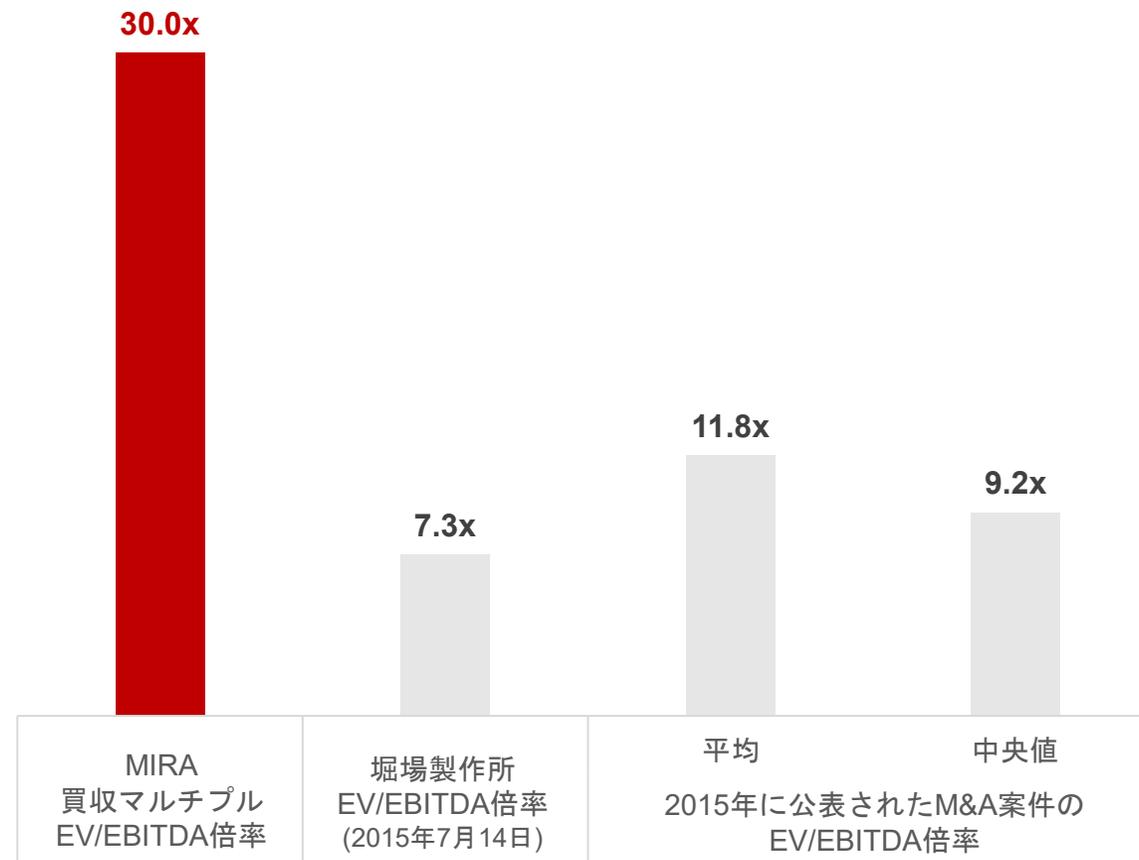
出所: IR取材、ブルームバーグ



MIRAについては、堀場の元従業員が（買収当時のMIRAの）経営トップになっていて、最終的に一緒になるという結論が出ている。（中略）

このように、相対取引だったので、**買収額の面でも、価格が跳ね上がっているわけではなく、リーズナブルな買収ができている。**

— 堀場製作所 常務執行役員
グループCFO 小山 浩史氏



2015年に買収したMIRAのIRR(内部収益率)はマイナス21%と試算され、この買収が堀場製作所の株主にとって極めて深刻な価値破壊に繋がっていることは明らか

出所: 会社開示資料、英国企業登記局

		2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
初期投資額・買収額	十億円	(15.5)	-	-	-	-	-	-	-	-	-
営業利益	十億円	(0.6)	(0.8)	(2.8)	0.1	(0.6)	(0.5)	(0.9)	(0.2)	0.3	0.4
NOPAT	十億円	(0.5)	(0.4)	(2.6)	0.1	(0.6)	(0.5)	(0.9)	(0.2)	0.3	0.4
減価償却費	十億円	0.3	0.6	1.0	0.9	1.0	1.1	1.4	1.4	1.6	1.7
設備投資額	十億円	(0.5)	(0.7)	(0.5)	(0.5)	(0.7)	(0.8)	(0.7)	(0.9)	(0.7)	(0.7)
フリーキャッシュフロー	十億円	(16.2)	(0.6)	(2.0)	0.5	(0.2)	(0.3)	(0.2)	0.3	1.2	1.4
IRR(内部収益率)	%	(21%)									

注: MIRAの営業利益、税金負担、減価償却費は英国会社登記所開示書類に基づく。通貨換算は暦年平均GBP/JPYレートを使用。設備投資額は堀場製作所の自動車セグメントの売上高に対する設備投資比率をMIRAの売上高規模に乗じて推計。

買収以来、MIRA社に対する投資は内部収益率にしてマイナス21%と負のリターンを生み出している
言い換えれば、堀場製作所の株主にとって本事業に対する投資は価値破壊的以外の何物でもなく、
全社的な収益性を著しく引き下げる、完全に誤った資本配分を表わしている。

MIRAは大型な資産や非常に多くの人員を要するビジネスモデルであり、慢性的な低収益体質である上に、地理的に不利な条件も重なり、構造的な課題を抱える

出所: 専門家インタビュー



HORIBA

元従業員

“

まず最初に言っておきたいのは、MIRAはこれまで一度も、当初掲げていた「黒字化」の目標を達成したことはありません。もともとこの会社は、1940年代の戦後期に設立された英国の Motor Industry Research Association（自動車産業研究協会）が起源です。当時は、英国の自動車メーカーがエンジニアリング力や技術知見を共有するために、MIRAに研究開発拠点を置くという形で運営されていました。ただ、現在の英国にはそれほど強い自動車メーカーはありません。JaguarやRolls-Royceはありますが、全体として見ると英国の自動車産業はかなり弱くなっています。海外メーカーが英国に拠点を持っていたとしても、コアとなる研究開発センターは基本的に本社や親会社の近くに置くのが普通です。その結果、MIRAに回ってくる仕事は、どうしても余った試験業務のようなものが中心になります。これは基本的に利益率が低いビジネスです。一方で、このビジネスは非常にアセットヘビーで、施設を運営するだけでも300~400人規模の人員が必要になります。**こうした低収益かつアセットヘビーな構造のため、年金基金の支払いができなくなり、会社はほぼ破綻寸前まで追い込まれていました。堀場製作所はまさにそのタイミング、倒産寸前の状態でこの会社を買収しています。買収金額は約8,000万ポンドでしたが、そのうち2,000万ポンドは買収後まもなく減損処理されています。問題はとてもシンプルです。エンジニアの数が多すぎるうえ、レーストラックを含む巨大な施設を抱えているのに、それに見合う利益が出ていない。このビジネスはこれまで一度も大きく儲かったことはありませんし、今後も黒字化するとは正直思えません。**

— 堀場製作所 元従業員

”

ECT事業において、OEMが開発後の量産で利益を得るのに対し、MIRAのようなプレイヤーは収益を生み出しにくい構図にあることに加え、従来の英国拠点の顧客基盤は縮小し続けている

出所: 専門家インタビュー



“

この業界は構造的に見ても、大きな利益を出すのがなかなか難しいビジネスだと思います。OEM（自動車メーカー）がどうやって稼いでいるかというと、基本は開発、試験、量産という流れで、利益は量産の段階で実現されます。一方でMIRAは、基本的に試験やエンジニアリングサービスを提供するビジネスなので、量産による利益のアップサイドがありません。そういう意味では、**バリューチェーンの中で一番おいしい部分は常に自動車メーカーが取ってしまい、MIRAに残る部分はどうしても収益化が難しい領域になりがち**です。もともとMIRAは、英国の自動車メーカーが共同で試験を行うための拠点として設立されました。英国の自動車メーカー同士が協力して、ここで試験を行うという位置づけだったわけです。ただ、時間が経つにつれてそうした関係の多くは薄れてしまい、今でもつながりが残っているのはJaguar Land RoverやAston Martinといった、いわば昔からの関係が中心です。その結果、**顧客層もどうしても試験やエンジニアリングを外注する比較的小規模なOEMに偏りがち**になります。MIRAが実際に提供しているサービスは、基本的には試験業務やエンジニアリングの実行支援です。例えばBoschのような会社であれば、「うちの部品を採用してくれれば、開発も一緒にサポートします」といった形で、コンポーネント販売とエンジニアリング支援をセットで提供することがあります。**ただMIRAの場合、そうした製品を軸にしたビジネスのレバレッジがないため、競合分析も少し難しくなります。**バリューチェーンのどの部分と比較するかによって、競合の見え方が変わってしまうからです。歴史的には、日産・トヨタ・ホンダといったメーカーが、英国の拠点を欧州市場向けビジネスの足がかりとして使っており、欧州市場向けの開発機能も英国に置いていました。ただ、この流れは明らかに弱まっています。例えばホンダは、すでに欧州でそれほどの販売規模がなく、ここ数年で英国拠点から実質的に撤退しています。**そして今後を考えても、彼らが再び欧州市場に向けて積極的に投資を拡大していくとは思えません。**（オアシス訳）

— 堀場製作所 元従業員

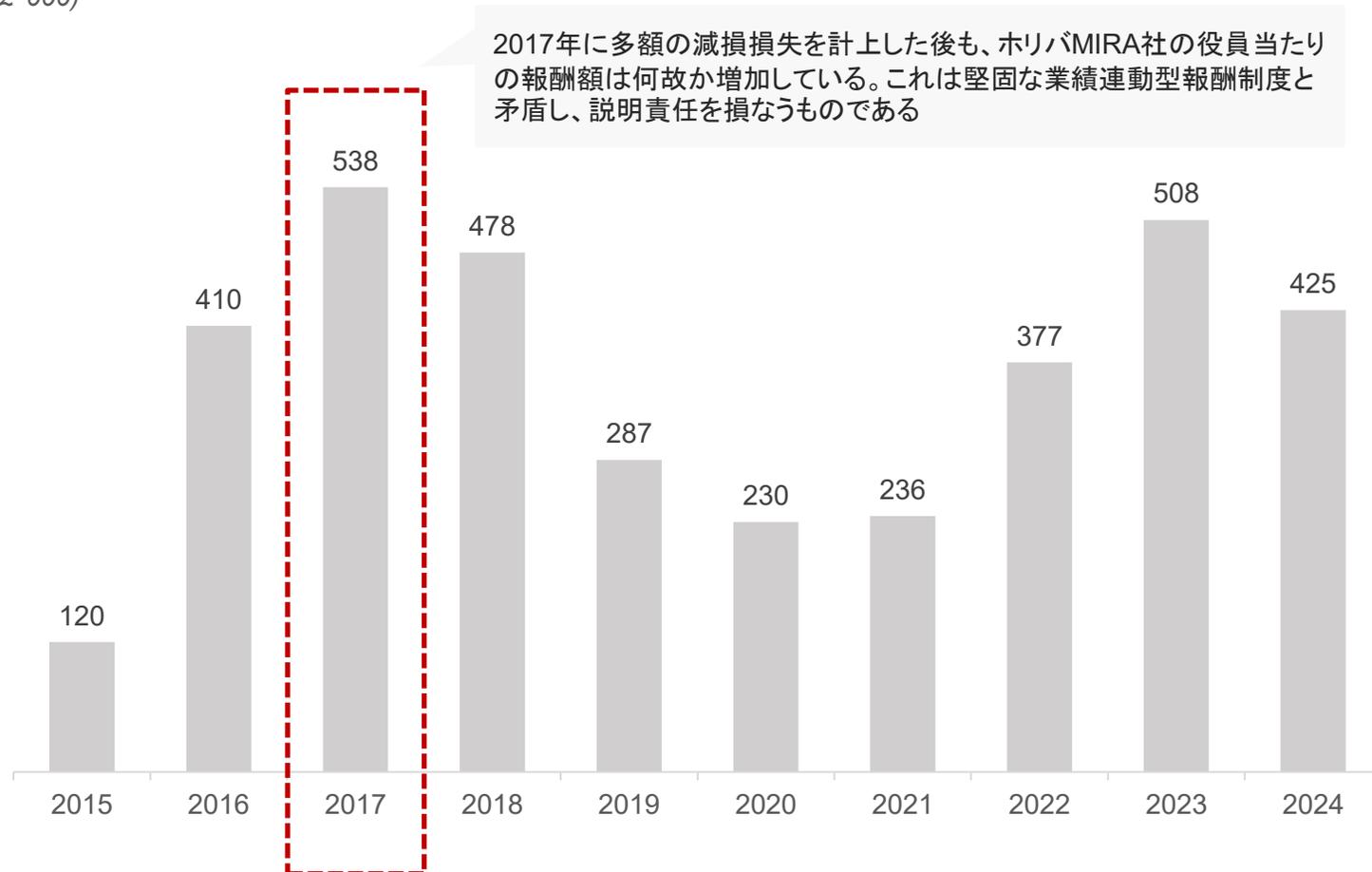
”

連続赤字にもかかわらず、MIRA役員は実際の業績と釣り合いな報酬を得ている

出所: 英国企業登記局

ホリバMIRA社: 役員1人当たりの報酬

(£ '000)



2017年に多額の減損損失を計上した後も、ホリバMIRA社の役員当たりの報酬額は何故か増加している。これは堅固な業績連動型報酬制度と矛盾し、説明責任を損なうものである

経営トップに対する疑問



継続的な赤字にもかかわらず、不適当な報酬を受け取り、昇進し続けるホリバMIRA社の取締役会長

ジョージ・ギレスピー氏

取締役

- 2005年、堀場製作所がカール・シェンク社のDTS事業を買収した際に堀場製作所に入社
- 2005年から2008年までホリバ・ヨーロッパに勤務。堀場製作所を退社後、MIRA社のCEOに就任
- 2015年、経営危機にあったMIRAの買収を堀場製作所に持ち掛け、買収が実現
- ホリバMIRA社、ホリバ・ヨーロッパ社、ホリバ・フューエルコン社の取締役会長を務める
- 堀場製作所の取締役を務める

ECT(車両開発エンジニアリング・試験)事業： 悪い買収、さらに悪いビジネス

HORIBA MIRAが運営するECT事業は、堀場製作所の企業価値を大きく毀損してきた：



高額な買収価格に見合う価値創造は確認できない

堀場製作所によるMIRAの買収は高い評価額で実行されたが、その水準を合理的に裏付ける価値創出には至っていない



損失や減損を計上

買収を実行した2015年以来、利益を生み出しておらず、減損処理に至っている



構造的な課題を抱えるビジネスモデル

アセットヘビーで労働集約的なビジネスモデルであり、バリューチェーンの低収益領域に位置する



改善余地が限定的

英国を拠点とする顧客基盤が年々縮小し、収益改善に向けた施策は極めて限定的



経営陣の注意が散漫に

当該事業の継続的な運営・投資は資本や経営陣の注意を無駄に要することとなる

英国において、堀場製作所のECT事業を担う主要子会社であるホリバMIRA社は、2015年の買収以来、一連の減損処理や継続的な損失により企業価値を大きく毀損してきた。

ECT事業は構造的な課題に直面しており、ホリバMIRA社からの実質的な利益貢献を想定することは非現実的である。

高収益な
半導体事業が、
慢性的に赤字が
続く事業群に
覆い隠されている

- 01 ECT（車両開発エンジニアリング・試験）事業
- ▶ 02 MCT（メカトロニクス）事業
- 03 水素事業
- 04 医用事業
- 05 排ガス計測事業

MCT(メカトロニクス)事業： またしても赤字が継続

出所: 会社開示資料

MCT事業の概要

- 堀場製作所の自動車計測メカトロニクス事業は、OEMやサプライヤーの研究開発試験ラボにおいて、エンジン・パワートレイン・ブレーキ・車両全体の試験に使用される大型ハードウェア（ダイナモメーターや試験台一式等）を製造・販売
- 主要製品は、エンジン・ドライブライン用ダイナモメーター、ブレーキ試験装置、シャーシダイナモメーター、関連機械治具、冷却システム、制御・自動化装置等
- 堀場製作所は、2005年にドイツ企業カール・シェンク社のメカトロニクス（MCT）部門を買収し、カール・シェンク社の下で確立された試験台技術や欧州の製造拠点を取り込むことで、本事業に参入
- 本買収は、堀場製作所の既存の排ガス計測技術を補完し、総合的な自動車試験システムを提供することを目的として実行
- 本事業は、性能・耐久性・排ガス・安全性・快適性等の項目を通じて、再現性が高く高精度の試験を要する、世界の自動車メーカーや自動車部品サプライヤー、エンジン／機械メーカー等にサービスを提供

エンジンダイナモメーター



ブレーキダイナモメーター



シャーシダイナモメーター



製品ラインナップ

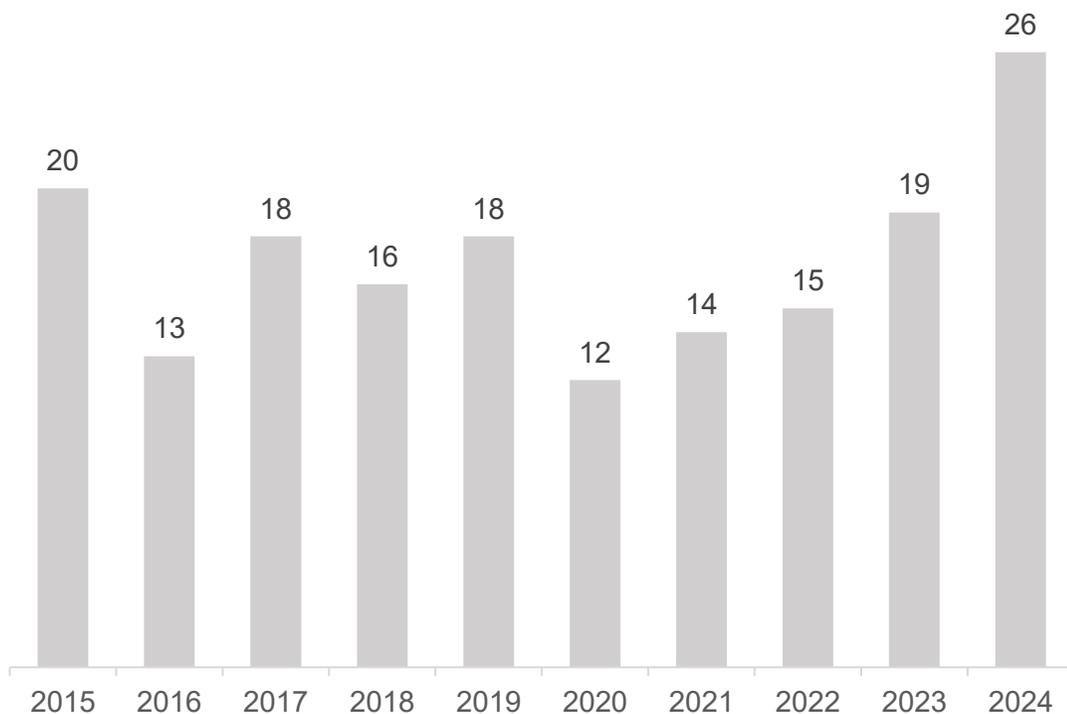
駆動系試験	<ul style="list-style-type: none"> • ギア、シフト、シンクロ試験 • 効率、性能、寿命試験 • 騒音・振動解析 • 潤滑試験
エンジン試験	<ul style="list-style-type: none"> • 性能試験・寿命試験 • 排ガス・燃費の最適化 • 騒音試験・環境試験 • 潤滑試験
ブレーキ試験	<ul style="list-style-type: none"> • ブレーキパワー性能 • 摩耗サービスライフ • 騒音・振動解析
風洞天秤	<ul style="list-style-type: none"> • 空力計測 • 地表シミュレーション試験 • ホイール回転試験
車両試験	<ul style="list-style-type: none"> • 性能試験 • 排ガス試験・耐久試験 • 環境試験・風洞試験 • 騒音試験・EMC試験

売上高成長が停滞し、慢性的な赤字が続いているMCT事業

出所: 会社開示資料、ドイツ連邦官報

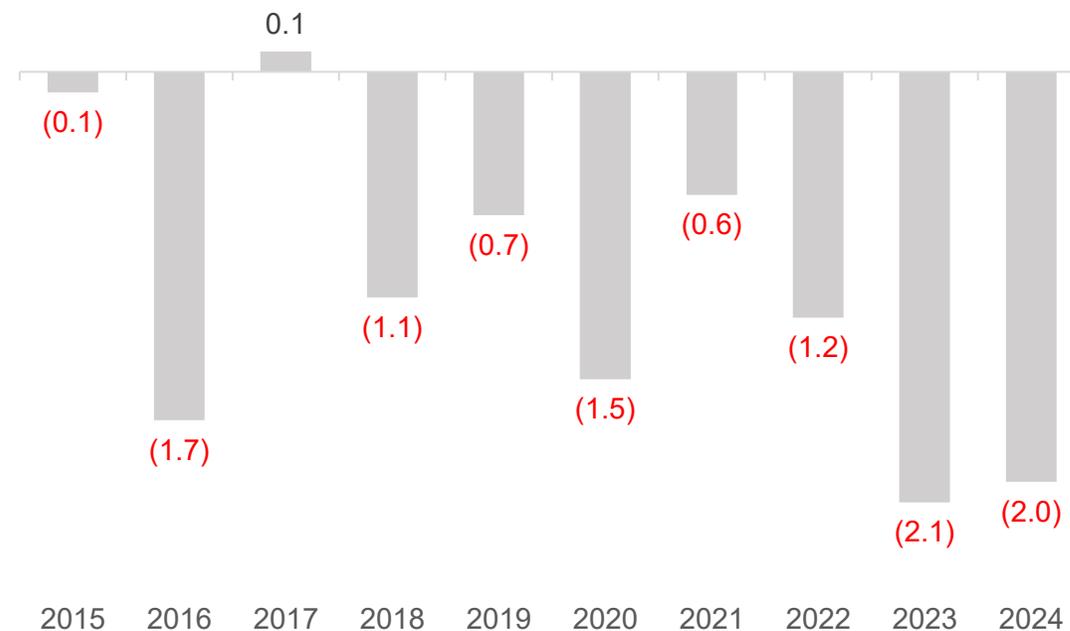
MCT事業(ホリバ・フューエルコンを除く): 売上高

(十億円)



MCT事業(ホリバ・フューエルコンを除く): セグメント利益(損失)

(十億円)



20年前の買収時に発表された売上高目標は未だに達成されていない

出所: 会社開示資料

堀場製作所 ニュースリリース(2005年5月18日)

ドイツの自動車試験装置メーカー シェンク社 事業買収

2005年8月18日 | ニュースリリース

(株)堀場製作所は、エンジン開発用設備をはじめブレーキテストや風洞実験など、自動車産業での各種試験設備を製造販売する、カール・シェンク社(Carl Schenck AG/本社:ドイツ、社長:ラルフ・ディーター氏、設立:1881年)が持つ自動車関連計測事業部門(DTS = Development Test Systems)を買収することに8月17日に基本合意しました。

今後は、同社の世界12カ国にあるDTS事業部の拠点・人員のほぼ全てを引継ぎ、当社の主力であるエンジン計測ビジネスの新たな部門として位置づけ、従来の排ガス計測事業からエンジン性能試験をはじめとするパワートレイン(注1)開発に対する総合計測設備メーカーへ一気に事業拡大します。自動車発祥の国ドイツの伝統を入れて世界唯一の、トータルソリューションメーカーとなり、欧米はもとより自動車需要急伸のアジア圏へのシステム受注が期待でき、5年後には同分野での売上規模2倍の500億円規模に拡大する計画です。

なお、この新事業への投資は3年で50億円規模を予想しています。(買収額のみは非公開)

堀場製作所は買収後5年後に当該事業の売上規模を2倍である500億円に拡大させるという当初目標を達成したのか？

- X 達成していない。**MCT事業の売上高は買収完了から20年経った現在も260億円程度にとどまっている
- X 実際に、本事業は長年にわたり殆ど成長が見られず、収益成長も極めて限定的だった**

買収当時の目標を達成できなかったにもかかわらず、会社はMCT事業の業績不振について十分な説明を行っておらず、経営陣の説明責任に対する疑問が生じている。

構造的な低収益性にもかかわらず、具体的な収益性改善策が存在していない

出所: 会社開示資料

構造的な低収益性を生み出すビジネスモデル

- 同社のMCT事業の**外注比率は高い**
- 主要部品・モジュールの外部調達、外注作業、外部製造品に対する依存度が高く、付加価値の大部分を外部に頼っている結果、構造的な低収益に陥っている



付加価値の内製比率の低さによる粗利率の低下

- 付加価値・経済的な利益の大半は堀場製作所ではなくそのサプライヤー側に帰属するため、同社の製造マージンは僅少に留まる



サプライヤー側のコスト上昇分は直接売上原価に転嫁される

- 契約締結時に想定していた以上のコスト上昇となった場合、契約後のコスト上昇分を転嫁することは困難



収益性悪化への迅速な対応が困難

- 価格改定、設計変更、サプライヤーとの交渉は可能だが、外部委託部品について製造効率や生産性の向上はできない



リードタイムが長く、問題がさらに悪化

- リードタイムが長期にわたることが多く、調達インフレ環境下では価格が先に固定され、納品・検収前に調達コストが上昇してしまう

収益性改善に向けた明確な道筋は未だ示されていない



（MCT（自動車計測）ビジネスにおける、今後の収益性の改善について教えて欲しい。）

メカトロニクス・ビジネスについては、これまで売上増加を最大目標に掲げてビジネス拡大を試行錯誤してきたが、**今後は利益重視の高付加価値路線にシフトしていくことで収益性の改善に取り組んでいく。**

— 堀場製作所 IR

2023年12月期上期 決算説明会 質疑応答

長年にわたり低収益が続いているにもかかわらず、同社は収益性改善に向けた具体的な施策を提示していない。

堀場製作所は直近の決算発表においてMCT事業の再編を発表したが、具体的な収益性目標や目標達成に向けたタイムラインは示されず、依然として説明責任は果たされていない

出所: 会社開示資料

2025年12月期 通期決算説明会資料(2026年2月)

エネルギー
環境

事業成長に向けた対応

モビリティ事業

- 内燃機関投資の回復を背景に高水準な受注継続
- **メカトロニクスについては構造改革を実施中**



《構造改革による資本効率向上と収益性改善のための施策》

- メカトロニクス事業の中核拠点
 - ホリバ・ヨーロッパ社（ドイツ）のオペレーション縮小
 - チェコ工場の閉鎖など

燃焼計測にとどまらず、高付加価値な試験ソリューションを提供するビジネスへ転換

HORIBA

新エネルギー事業（水素）

- プロジェクトマネジメントの改善により収益性は向上
- 受注水準の低下に合わせ構造改革を実行（一時的に事業規模を縮小）

《構造改革による資本効率向上と収益性改善のための施策》

- ホリバ・フューエルコン社（ドイツ）のオペレーション縮小
- その他新エネルギー事業拠点の再編
 - エネルギー事業の収益性改善



カーボンニュートラルに貢献する水素の将来の投資回帰に備えた体制整備

- ✗ MCT事業の黒字化に向けた**具体的な利益目標、マイルストーン、タイムラインは示されていない**
- ✗ 慢性的な収益性の低さについて、特段の要因分析はなされていない
- ✗ 構造改革の規模、見込まれる費用削減効果、一時費用等に関する定量的な詳細が欠如している
- ✗ 実質的な構造改革計画か否かを評価するには詳細が著しく不足
- ✗ 「高付加価値な試験ソリューションを提供するビジネスへ転換」という表明は、2005年のカール・シェンク社買収時に提示されたものと**同じストーリーの繰り返し**でしかない

15

MCT(メカトロニクス)事業： またしても赤字が継続

MCT事業は、堀場製作所の企業価値を大きく毀損してきた：



売上成長の停滞と 慢性的な損失

過去10年間にわたり
売上成長は殆どなく
一貫して赤字を
計上し続けている



買収当時の 目標は今も未達

買収時に掲げていた売上
目標は達成されておらず、
未達となった背景も
十分な説明がない



構造的に低収益に 陥りやすい事業

本事業のビジネスモデルは
外部委託に依存し、
長いリードタイム下では
コスト上昇分の価格転嫁が
極めて困難



信頼性のある 構造改革計画の欠如

根本的な要因分析、
定量化された収益性目標や
タイムラインの提示がなく、
構造改革に関する説明は
実行力に欠ける



経営陣の 注意が散漫に

当該事業の継続的な
運営・投資は資本や
経営陣の注意を無駄に
要することとなる

2005年に買収した堀場製作所のMCT事業は、買収当時の目標を達成することなく、構造的な課題に直面するビジネスモデルが継続的な赤字を引き起こしている。

高収益な
半導体事業が、
慢性的に赤字が
続く事業群に
覆い隠されている

01 ECT（車両開発エンジニアリング・試験）事業

02 MCT（メカトロニクス）事業

▶ **03** 水素事業

04 医用事業

05 排ガス計測事業

水素事業：「賭け」に失敗

出所: 会社開示資料、ドイツ連邦官報

ホリバ・フューエルコン社の概要

社名	HORIBA FuelCon GmbH
本社所在地	ドイツ・バルレーベン市
創立	2001年 (Ingo Benecke氏とMathias Bode氏が設立)
買収	2018年9月に堀場製作所が買収し、HORIBAグループ入り ホリバ・ヨーロッパの子会社として運営される
事業内容	電気自動車分野におけるバッテリー・燃料電池技術向けの評価装置、関連ソフトウェア及び付属品の開発・製造・販売

数字で見る ホリバ・フューエルコン社

売上高
(FY2024)

€3,239万
53億円

営業損失
(FY2024)

€2,240万
37億円

税引後損失
(FY2024)

€2,540万
42億円

ROIC
(投下資本利益率)

-64.9%

従業員数
(FY2024)

249

HORIBA eHUB

- HORIBA eHUBはドイツ・バーレーベン市に新設されたホリバ・フューエルコン社の燃料電池及び水電解装置向け評価装置の開発・製造拠点
- 2002年に竣工したこの施設は、従来施設の5倍になる7,000m²の開発・生産エリアと、3,000m²のオフィスエリアを備える
- HORIBA eHUBは総額3,000万ユーロの投資を受けて建設され、ザクセン=アンハルト州から約300万ユーロの助成金を受けている



バルレーベン
(ドイツ)

水素事業(ホリバ・フューエルコン)における主要製品ライン

出所: 会社開示資料

燃料電池評価装置

水素を燃料とする燃料電池車 (FCEV) 向けの評価・試験装置

主要顧客

- 自動車メーカー (トヨタ、ホンダ、現代、BMW等)
- 部品サプライヤー及び研究機関

市場変動要因

燃料電池車に対する研究開発・投資動向、ゼロエミッション規制、水素充填インフラの整備、部品コスト削減等



水電解評価装置

水素製造システムの評価・試験を行う装置

主要顧客

- エネルギー会社 (シーメンス・エナジー等)
- 水電解装置 (エレクトロライザー) メーカー

市場変動要因

政府のグリーン水素プロジェクト、産業脱炭素化の取り組みの深化、EUを中心とした水素インフラ資金動向等

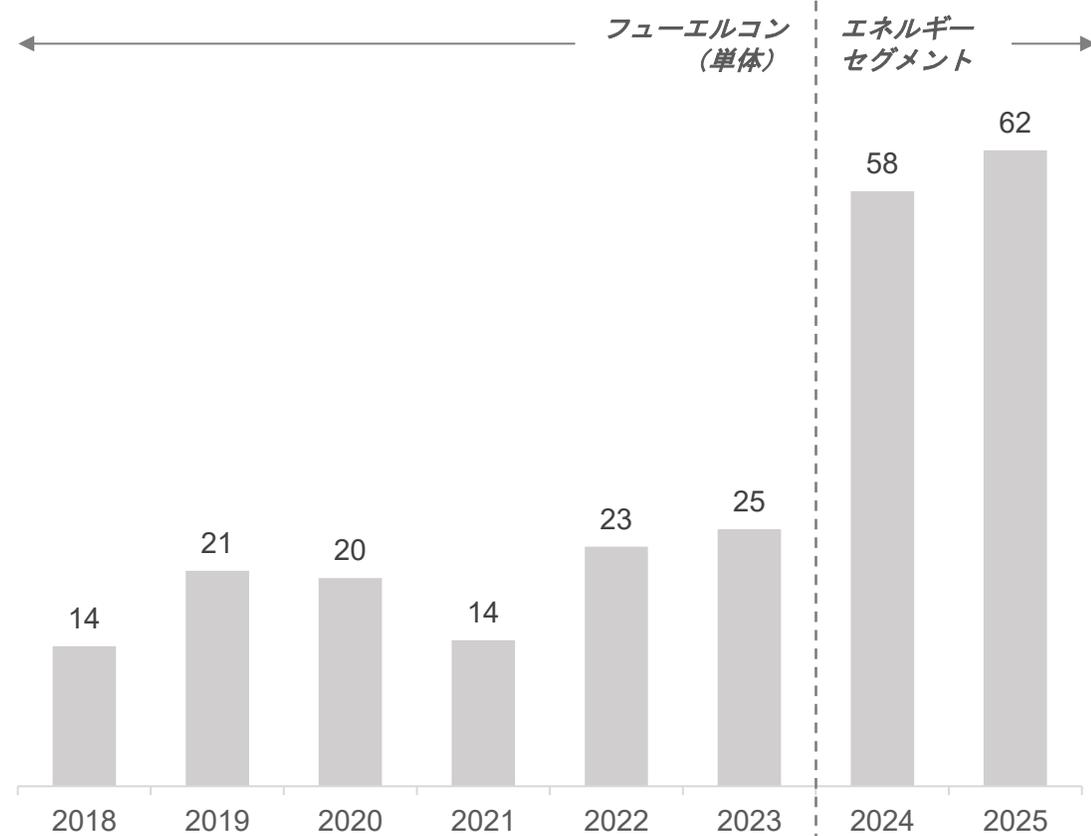


売上高は伸び悩み、慢性的な赤字経営が続く水素事業

出所: ドイツ連邦官報

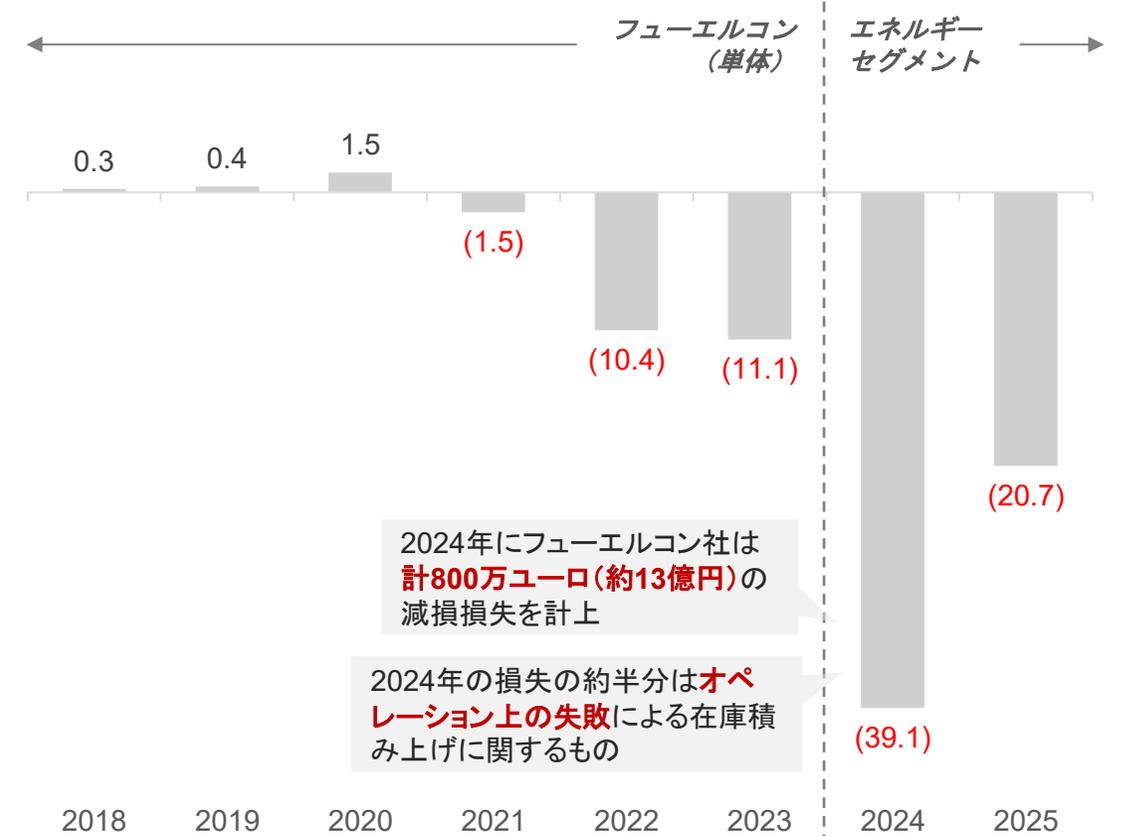
ホリバ・フューエルコン社: 売上高

(百万ユーロ)



ホリバ・フューエルコン社: 利払前・税引前利益 (EBIT)

(百万ユーロ)

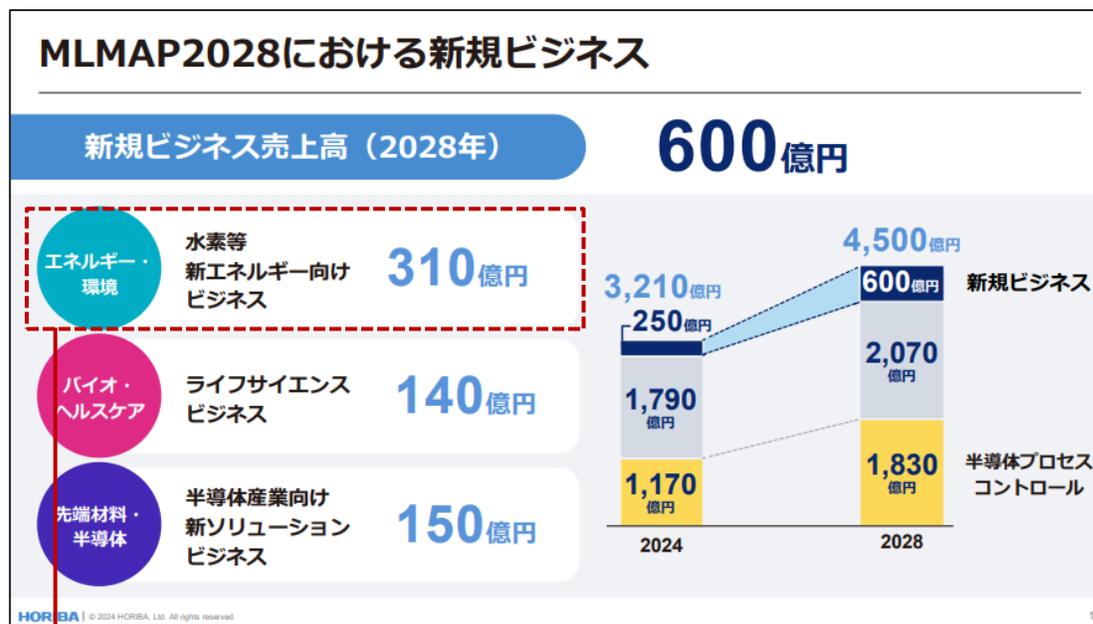


現行の経営計画であるMLMAP 2028において、水素事業はエネルギー・環境セグメントにおける成長戦略の柱の一つであり、有望な新規事業の一つとして掲げられている

出所: 会社開示資料



水素事業はエネルギー・環境セグメントにおける**主要な成長戦略のひとつ**として掲げられている



新規ビジネスによる売上高600億円の創出を目標としており、そのうち310億円は**水素事業の拡大を中核とした**、エネルギー・環境セグメントからの貢献を目指す

燃料電池車両の普及には依然として重大な課題が残っており、これが優先されるべき新規事業なのか、極めて大きな疑問が生じている

出所: ステランティス、ゼネラルモーターズ、Interact Analysis、国際エネルギー機関、WJARR、Bacancy、IDTechEx



自動車メーカーは燃料電池車両開発プログラムから続々と撤退している

- ステランティスは2025年7月に水素燃料電池技術開発プログラムを中止
- GMIは2025年10月に次世代水素燃料電池開発プログラムを終了
- 水素からの撤退を発表したプレスリリースにおいてGMIは「**燃料電池事業が持続可能になるための道筋は長く不確実である**」と述べている



インフラ危機

- 世界中に電気自動車（EV）向け充電ステーションが500万か所存在しているのに対し、**水素ステーションは約1,400か所しかない**とされている
- 水素ステーション1台の建設コストは100-200万米ドルとされ、圧縮機・冷却装置・安全システムの維持のために必要な固定費を賄うためには一定量の需要が不可欠
- 水素の効率的な貯蔵・輸送には高圧圧縮もしくは極低温での液化が必要であり、多くの電力量費や特殊な貯蔵技術を要する



コスト競争力の無さ

- **燃料電池車1台の購入代金は**、同等のバッテリーEVと比較して**120-130%**とされる
- 燃料電池システムは高価な傾向にあり、その主因は触媒として使用されるプラチナや水素貯蔵タンクに使用される炭素繊維などの材料費である
- **燃料電池車の走行1マイル当たりの燃料コストは**、バッテリーEVや内燃機関車に比べると依然として**大幅に高い**（燃料電池車が1マイル当たり0.21ドルであるのに対し、BEVは1マイル当たり0.04ドルとされる）



鶏が先か、卵が先か

- 水素ステーションの建設には初期投資と維持管理費としての固定費が重いため、燃料電池車の需要が弱い間は水素ステーションの建設は限定的に留まると考えられる
- 十分な充填インフラが整わない限り、消費者は燃料電池車の購入に消極的にならざるを得ない

水素プロジェクトは中止や延期が相次いでおり、業界動向や将来成長は不透明な状況

出所: ING Bank、Offshore Energy、ロイター



水素、依然として実証段階から進まず

Energy | Sustainability

Articles | 22 January 2026 | 8 min read

Hydrogen stuck in the pilot phase

Hydrogen's advancement has stalled, with numerous project cancellations, high costs and sluggish demand. China may lead the way for global adoption in 2026, but scaling remains a complex, multi-stage process. Current efforts should focus on pilot projects reaching final investment decision (FID), which requires solid demand



Establishing hydrogen as a mainstream commodity is a complex, multi-stage process that will unfold over several decades.



欧州の水素プロジェクト、5分の1以上が停滞または中止

Westwood: Over a fifth of all European hydrogen projects stalled or cancelled

MARKET OUTLOOKS

December 18, 2024, by Aida Čučuk

Westwood Global Energy, an energy market research and consultancy firm, has identified 23 projects in the European pipeline that have been classed as cancelled or stalled across 11 major European countries that make up the majority of the hydrogen opportunity.

The total capacity impacted by these projects is 29.2 GW (LHV) – the equivalent of 20.3% of the pipeline when considering all project statuses (current, cancelled and stalled), Westwood reported, adding that across these countries, the amount of capacity “lost” varies greatly, with the Netherlands unaffected through to Norway, which has lost more capacity than it has remaining in its pipeline, 11.8 GW (LHV) and 6.7 GW (LHV) respectively.



中止・延期になったグリーン水素プロジェクト Cancelled and postponed green hydrogen projects

By Reuters

July 24, 2025 2:50 AM GMT+8 · Updated July 24, 2025



MADRID, July 23 (Reuters) - Developers of green hydrogen have scaled back investments and scrapped projects globally as elevated production costs and weak demand for the low-carbon fuel have made many ventures unviable.

Here are some projects that have been cancelled, postponed or scaled back.

EUROPE

** Energy company LEAG's plans to build one of Europe's largest green energy hubs on the site of disused coal-fired power plant units in eastern Germany have been postponed indefinitely, it said in June.

** Steelmaker ArcelorMittal ([MT.LU](#)) had planned to convert two plants in Germany to green hydrogen, but it shelved the 2.5 billion euro (\$2.9 billion) plan in June despite the offer of 1.3 billion euros in public subsidies.

** Iberdrola ([IBE.MC](#)) , Europe's largest utility, scaled back its green hydrogen ambitions by almost two thirds in March 2024 after funding delays for some projects. Its 2030 production target fell to about 120,000 tons of green hydrogen a year, compared with a previous goal of 350,000 tons.

** Spain's Repsol ([REP.MC](#)) cut its 2030 target for green hydrogen production by up to 63% in February to between 0.7 gigawatts (GW) and 1.2 GW of electrolyser capacity by the end of the decade, with Chief Executive Josu Jon Imaz highlighting the challenges of a high-cost industry heavily reliant on subsidies.

** BP ([BPL](#)) said in April that it was shutting its team looking into hydrogen and liquefied natural gas (LNG) for transport.

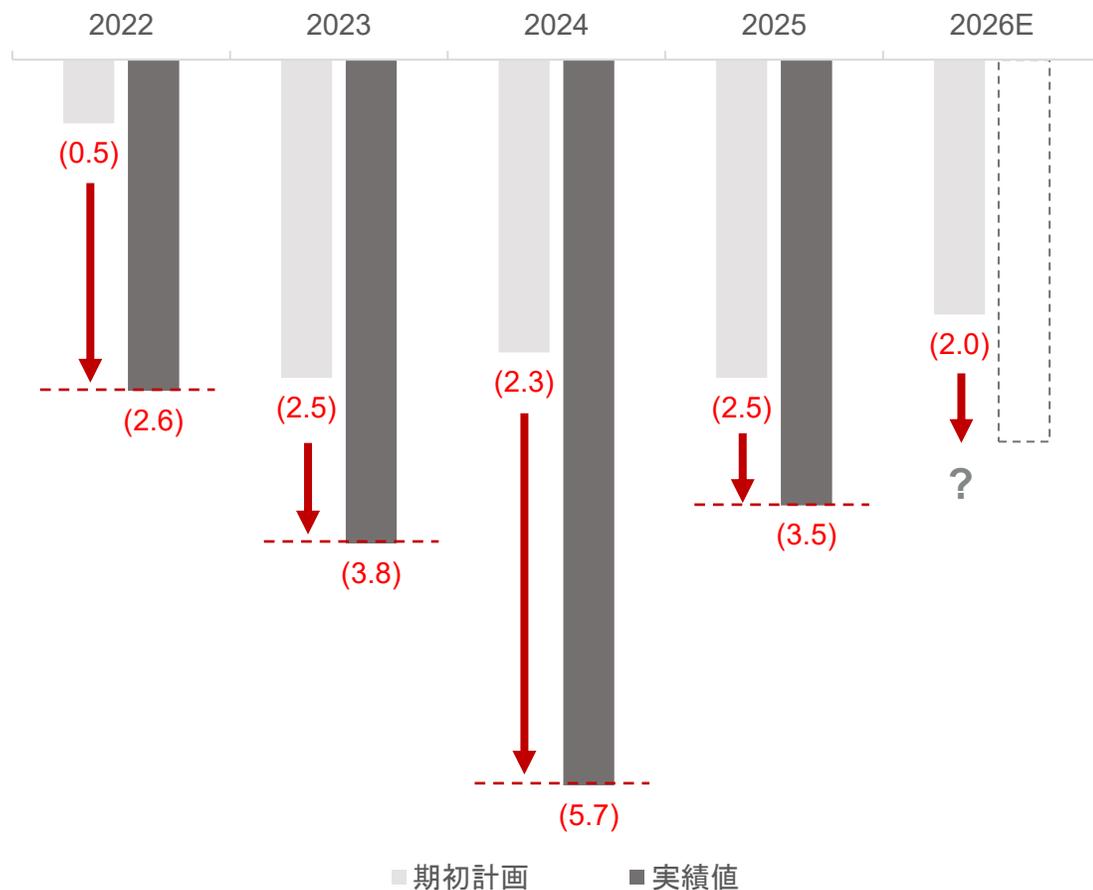
** Shell ([SHELL](#)) scrapped plans for a low-carbon hydrogen plant on Norway's west coast owing to lack of demand, it said in September, days after Equinor ([EQNR.OL](#)) cancelled a similar project planned for Norway.

** Oil refiner and biofuel maker Neste ([NESTE.HE](#)) withdrew in October from an investment into renewable hydrogen production at its plant in Porvoo, Finland, citing challenging market conditions.

堀場製作所は株主に対して水素事業の収益性改善を約束し続けてきたが、 期初予想を遥かに超える損失を計上し続けている

出所: 会社開示資料

セグメント利益：期初計画と実績の比較



（欧州の水素エネルギー産業向け製品について）2024年第4四半期においても**改善の兆し**が見えてきた。調達・在庫管理面での課題については、日本や各国から集結した経験豊富なメンバーが現地でオペレーションに関与しており、**改善の目途が立ちつつある**。2025年は、見積もり精度を向上させ、グローバルでの経験とノウハウを活用し、複雑な仕様の案件においても収益性を改善させる予定である。

— 堀場製作所 IR

2024年12月期 通期決算説明会 質疑応答



水素事業についても、直近決算で構造改革が発表されているものの、収益実現に向けた具体的なスケジュールやロードマップは依然として示されず、業績不振に対する説明責任が果たされていない

出所: 会社開示資料

2025年12月期 通期決算説明会資料(2026年2月)

エネルギー
環境

事業成長に向けた対応

モビリティ事業

- 内燃機関投資の回復を背景に高水準な受注継続
- メカトロニクスについては構造改革を実施中



《構造改革による資本効率向上と収益性改善のための施策》

- メカトロニクス事業の中核拠点
 - ホリバ・ヨーロッパ社（ドイツ）のオペレーション縮小
 - チェコ工場の閉鎖など

燃焼計測にとどまらず、高付加価値な試験ソリューションを提供するビジネスへ転換

HORIBA

新エネルギー事業（水素）

- プロジェクトマネジメントの改善により収益性は向上
- 受注水準の低下に合わせ構造改革を実行（一時的に事業規模を縮小）

《構造改革による資本効率向上と収益性改善のための施策》

- ホリバ・フューエルコン社（ドイツ）のオペレーション縮小
- その他新エネルギー事業拠点の再編
 - エネルギー事業の収益性改善



カーボンニュートラルに貢献する水素の将来の投資回帰に備えた体制整備

- ✗ 水素事業の黒字化に向けた具体的な利益目標、マイルストーン、タイムラインは示されていない
- ✗ 事業規模の縮小について、その規模・範囲について詳細が明かされておらず、投資家による構造改革の妥当性に関する評価を妨げている
- ✗ 水素関連市場が急激に減速する中、燃料電池車や水電解装置への継続的な投資を正当化するような、市場見通しや前提条件は開示されていない
- ✗ 水素関連で行ってきた投資について、その回収時期の見通しも不透明

15

水素事業：「賭け」に失敗

ホリバ・フューエルコン社が運営する水素事業は、堀場製作所の企業価値を大きく毀損してきた：



慢性的に 企業価値を毀損

フューエルコン社は、長年にわたる事業再建のメッセージにかかわらず、資本利益率が低く、構造的な赤字に陥っている



市場動向の 変化だけでなく オペレーションの失敗も

オペレーション上のエラーが損失を増幅させ、減損や業績不振を招いている



業界環境は 悪化の一途を辿る

水素の導入は、予想以上に遅い上に不確実性も高く、投資案件の前提や回収時期は不透明な状況が続く



信頼性のある 構造改革計画の欠如

現在の構造改革計画には、明確なマイルストーン、定量化された目標やタイムラインの提示がない



経営陣の 注意が散漫に

当該事業の継続的な運営・投資は資本や経営陣の注意を無駄に要することとなる

堀場製作所は2018年にフューエルコン社を買収することで大きな賭けに出たが、この買収は、水素を取り巻く市場環境の急激な変化だけでなく、同社自身のオペレーション上の失敗も重なり、大規模な減損および損失をもたらす結果となった。

高収益な
半導体事業が、
慢性的に赤字が
続く事業群に
覆い隠されている

01 ECT（車両開発エンジニアリング・試験）事業

02 MCT（メカトロニクス）事業

03 水素事業

▶ **04** 医用事業

05 排ガス計測事業

医用事業：競争の激しい市場における零細プレイヤー

出所: 会社開示資料

医用事業の概要

- 現在の堀場製作所のバイオ・ヘルスケア（旧 医用）事業は、血球計測、臨床化学分野の体外診断（IVD）システムを中心に、近年はライフサイエンス製品も新たに展開している
- 医用事業は、ルーチン検査を行う臨床検査ラボ、診療所、病院向けにIVD分析装置・試薬・消耗品を設計・開発・販売している
- 堀場製作所のIVD分析装置は世界30,000カ所以上の研究所で使用されている
- 本事業は5つの生産拠点（日本・中国・フランス・ブラジル・インド）と2つの研究開発センター（日本・フランス）を有し、従業員は1,230名以上
- 近年では、自動車・半導体・科学機器領域で培った分析ノウハウを基に、バイオプロセスや遺伝子治療関連システムなど新たなバイオ・ライフサイエンスソリューションの開発に注力

製品ラインナップ

血球計数装置



生化学
分析装置



試薬



ラマン分光分析装置、蛍光分光測定装置等



医用事業の沿革

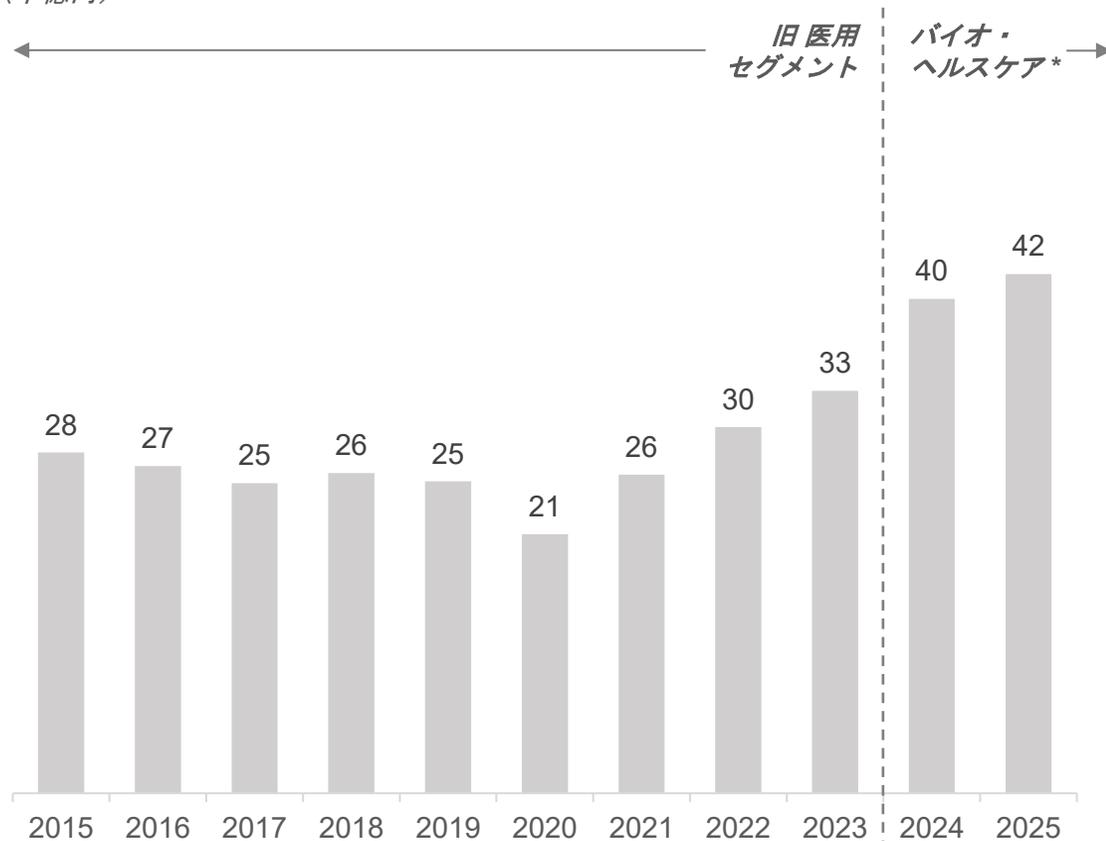
- 1987 フランスの血球計測装置メーカーABX社と血液分析装置の日本における販売・製造に関する契約を締結
- 1996 ABX S.A. (現: ホリバ・ABX社) を買収
- 1997 フランスの分光計メーカー、ジョバン・イヴオン社を買収
- 1999 ABXが米国BioChem Immunosystems社の血液事業部門を買収し、北米での事業基盤を強化
- 2003 ABXがフランスの試薬ベンチャーBioPepを買収し、凝固試薬の開発・生産へ進出
- 2011 中国における試薬工場が竣工
- 2012 阿蘇工場(日本)の試薬工場が竣工
- 2014 インドにおける試薬工場が竣工
- 2014 ブラジルにおける試薬工場が竣工
- 2018 ロームの微量血液検査システム事業を買収
- 2021 米国MedTest Holdings, Inc.を買収し、生化学検査分野の事業拡大を図る
- 2024 2024年、インド・ナグプールに医療機器・血液検査試薬製造工場を開設
- 2025 遺伝子治療薬の製造プロセス向けの遺伝子導入装置について、富士フィルムと共同開発
- 2025 中国における試薬工場の閉鎖を発表

医用事業は、長年にわたり売上成長が限定的であることに加え、収益性が悪化している

出所: 会社開示資料

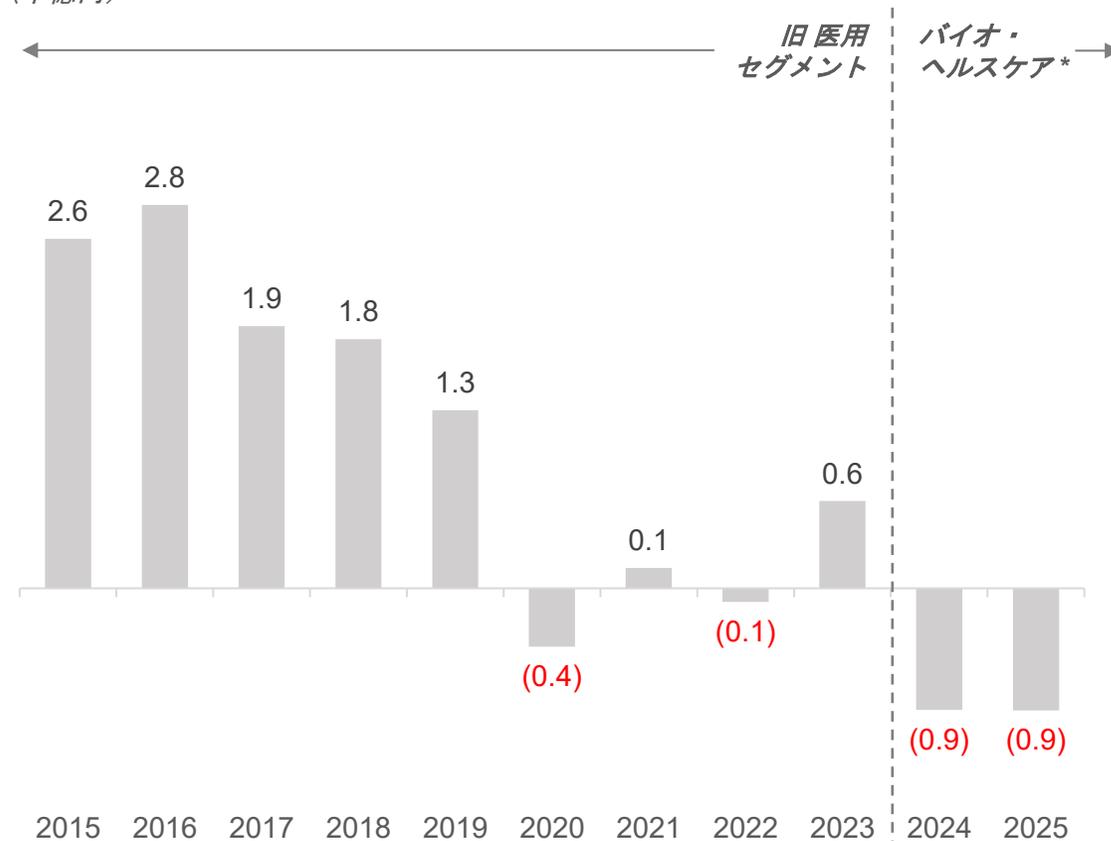
医用事業: 売上高

(十億円)



医用事業: セグメント利益(損失)

(十億円)



ヘマトロジー市場における競争が激化する中、堀場製作所は業界大手に対して明確な競争優位性を欠いている

出所: シスメックス、ゴールドマン・サックス、会社開示資料

	市場の見通し	競争環境	堀場製作所のポジション
日本	<ul style="list-style-type: none"> 高齢化による慢性疾患検査の需要拡大 病院経営の圧迫による設備投資の減速 	<ul style="list-style-type: none"> トップ企業(シスメックス)が約50%の市場シェアを占める 	<ul style="list-style-type: none"> 約10%の市場シェアと推定 主要顧客として中小規模の病院・診療所に注力
中国	<ul style="list-style-type: none"> 現地メーカーとの激しい価格競争 政府主導の医療費抑制政策により検査件数が減少、在庫調整が発生 地政学的緊張が病院の日本製品購入を阻害する可能性あり 	<ul style="list-style-type: none"> 現地企業(Mindray)が53%の市場シェアで首位を占める シスメックスは40-45%のシェアで第2位のプレイヤー 	<ul style="list-style-type: none"> 主に低価格帯市場で事業を展開しており、現地メーカーとの競争が激しい 2025年11月、上海血液検査試薬工場の閉鎖を発表したが、中国からの完全撤退は決定していない
欧州	<ul style="list-style-type: none"> 高齢化により慢性疾患検査の需要が拡大 先進国ではハイエンドのヘマトロジー装置への移行が進む 	<ul style="list-style-type: none"> トップ企業(シスメックス)が約50%の市場シェアを占める 	<ul style="list-style-type: none"> 堀場製作所ABX本社はフランス・モンペリエに所在 約5%の市場シェアと推定
米国	<ul style="list-style-type: none"> ヘマトロジー装置の最大市場 より高度で自動化され、AIに対応したヘマトロジー装置への移行が進んでいる 	<ul style="list-style-type: none"> トップ企業(シスメックス)が約50%の市場シェアを占める 	<ul style="list-style-type: none"> 約2%の市場シェアと推定 2024年5月にYumizen H2500血球計数装置のFDA承認を取得 中堅競合他社製品と同等の性能を提供しているが、最先端ではない
グローバル	<ul style="list-style-type: none"> 世界のヘマトロジー市場(中国を除く)は年平均成長率+3%での成長が予測されている 包括的な診断メニューを有する企業に有利な、業界再編が進んでいる 	<ul style="list-style-type: none"> シスメックスは世界シェア50%以上で世界第1位 主要企業には、Mindray、Danaher(Beckman Coulter)、Siemens Healthineers、アボットなどがある 2021年以降、Mindray等中国企業の台頭により、コスト競争が激化 	<ul style="list-style-type: none"> 堀場製作所は、シーメンス・ヘルスケア社にOEMとして血液分析装置を供給 HORIBAブランドは、世界の医療業界において信頼性と存在感が不足している

注: 堀場製作所の市場シェアは2023年度の医用セグメントの製品別・地域別売上高内訳に基づき、地域別のヘマトロジー関連売上高を算出して推定

国内では、堀場製作所の主要顧客において財政難が拡大しており、医療機器の更新は後回しにされ、販売数量や収益性の成長は鈍化している

出所: 会社開示資料、SMBC日興、読売新聞

- 堀場製作所の国内医用事業は、コンパクト分析装置や試薬を用いた中小規模医療機関向けの定期的なIVD検査をターゲットとし、本事業の収益は外来患者数による検査件数・試薬の使用状況に連動する
- 高齢化が検査需要を支える一方で、医療費上昇によりコスト抑制圧力が高まっており、小規模病院や診療所は労働力不足、診療報酬の伸び悩み、慢性疾患対応の増加により**財政難に陥る医療機関が年々増えている**

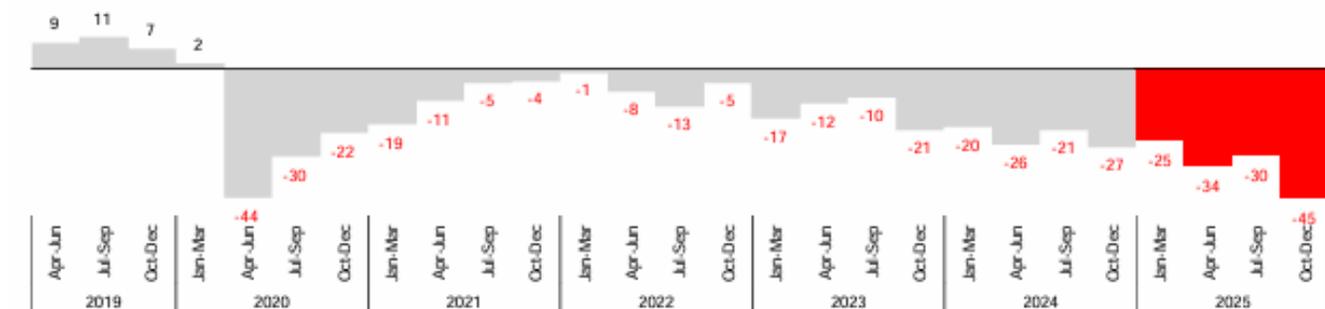
“

...日本では人件費や諸経費の高騰に伴い、医療機関において設備更新に慎重な動きがみられています。

— 堀場製作所 IR 2025年12月期第3四半期 決算説明会 質疑応答

”

図表10. 日本病院経営見通し 医業収支 DI



注: DI は増加-減少で計算

出所: 日本病院に関して各種ヒアリング、資料をもとにSMBC日興証券作成

THE JAPAN NEWS
BY THE YOMIURI SHIMBUN

高騰する医療費が病院を圧迫、60%が赤字経営に赤字が原因で診療科閉鎖やサービス縮小へ

投稿 共有 投稿



読売新聞
新潟県小千谷市にある小千谷総合病院で4月7日、病院関係者が4月に廃止された3つの診療科の看板を示す。(画像の一部はぼかしてあります。)

米山清彦、鈴木啓介 / 読売新聞記者
20:08 JST、2025年6月15日

全国的に病院の経営難が深刻化している。物価と人件費の上昇が原因だ。影響は顕在化しつつあり、一部の病院では医療サービスの縮小や老朽化した医療機器の更新を控える動きが見られる。

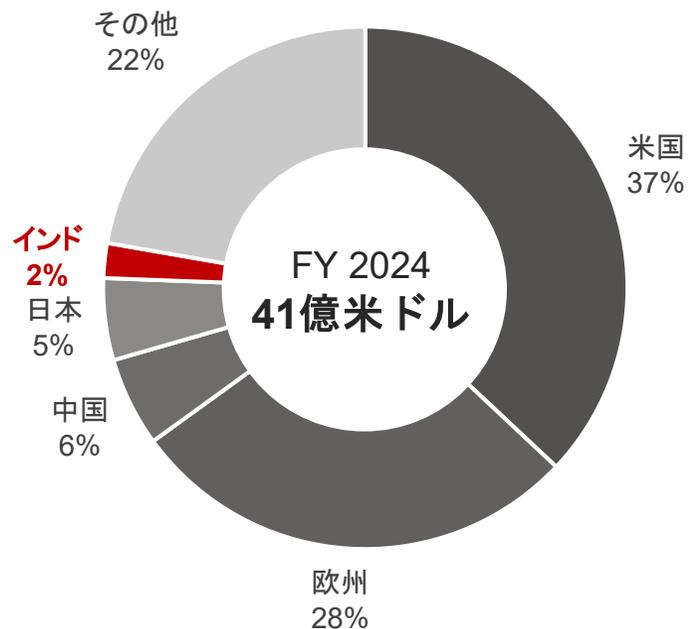
医療機関が物価や人件費の上昇に応じて診療報酬の見直しを政府に求めている一方で、専門家は医療サービス体制の効率化による病院経営の改善が必要だと指摘している。

注: 原文は英語 (日本語へ機械翻訳)

堀場製作所はインドにおける成長を目指している一方、インド市場は未だ小規模に留まることに加え、グローバル企業や現地企業による競争が激化しており、勝ち抜くのは極めて難しい市場となっている

出所: Grand View Research、シスメックス、J.P. モルガン

インドにおけるヘマトロジー市場規模



- インドのヘマトロジー市場規模は2024年時点で約**8,800万米ドル**とされており、これは世界市場の**僅か2%**を占めるに過ぎない

インドのヘマトロジー市場における競争環境

堀場製作所は主に**中～高価格帯市場**で事業を展開し、**高品質機器を中心としたコンパクト及び中型装置を提供**

ハイエンド	<ul style="list-style-type: none"> • トップクラスの病院は主に私立病院であり、増加する中所得層人口を背景に成長が見込まれる • グローバル企業(シスメックス、ベックマン・コールター、堀場製作所、Mindray)がトップ病院向け売上の大半を占めている • シスメックスはインドのハイエンド・ヘマトロジー市場で65%のシェアを保持 • ハイエンドセグメントは、優れたサービスと幅広い製品ポートフォリオを提供する専門IVDメーカーがひしめき合っており、堀場製作所のような非専門メーカーには競争機会がほとんどない
ミドル	<ul style="list-style-type: none"> • 主力製品は5項目分析装置のエントリーモデル • 資金力のある私立病院を除き、インド市場は主に価格主導であり、コスト競争力のある企業が好まれる • グローバル企業と現地企業がハイエンド市場やローエンド市場からこの分野に参入しているため、競争は激化している • 市場は明らかにコスト競争力のある製品を好むが、堀場製作所は価格面で現地企業や中国企業と競争できない
ローエンド	<ul style="list-style-type: none"> • 主な製品にはコンパクトな3項目分析装置が含まれる • インドメーカー(Transasia Bio-Medical、Agappe)やコスト競争力のある中国企業がこの分野で活発に活動している • 公立病院が主なターゲットであり、国内生産(Make in India)を優先する傾向がある

最近発表された医用事業の構造改革は、開示が不十分で説明責任を果たしていないだけでなく、その内容についても根本的に不十分と判断せざるを得ない

出所: 会社開示資料

2025年12月期 通期決算説明会資料(2026年2月)

バイオ
ヘルスケア

事業成長に向けた対応

メディカル事業

- 日本とインド市場における製品差別化と販売力の強化
- 競争激化に伴う収益力低下地域の構造改革に着手
- 中国IVD企業：Medconn社と「中国国内での事業オペレーション最適化に向けた協業」、および「中国国外での事業展開に関する協業」検討開始



Medconn社との協業に向けた覚書の締結

≪構造改革による資本効率向上と収益性改善のための施策≫

- 中国の工場の閉鎖を含む、メディカル事業の構造改革の推進

ライフサイエンス事業

市場環境

- アカデミア向けの研究予算縮小影響（米国）
 - 製薬業界の各社とのコラボレーション進行中
- HORIBAビジネス
- 新製品拡販による販売増加
 - 2027年以降の拡大を見据えた製品開発投資を継続

ラマン分光装置・蛍光分光装置を用いた発表実施（第4回日本抗体学会学術大会）

【機会】

- 抗体医薬品の生産のための細胞の培養工程における連続モニタリング



蛍光分光迅速バイオ分析装置

【HORIBAのソリューション】

- プロセス分析の技術がバイオ医薬品の生産効率向上に貢献しうることを発表



プロセスラマンシステム

HORIBA

17

- ✗ 医用事業の黒字化に向けた具体的な利益目標、マイルストーン、タイムラインは示されていない
- ✗ 各地域（日本、中国、米国、欧州）で実施されている構造改革に関する詳細は開示されていない
- ✗ 中国における試薬工場閉鎖を発表したが、構造的な課題があるにもかかわらず、**中国市場からの完全撤退の意向は現時点で確認されていない**
- ✗ 現在提示されている中国における**医用事業の構造改革は、当該事業セグメントで記録されている慢性的な業績不振を根本的に解決するには不十分**

5年前に堀場製作所は買収を通じて米国事業の強化や体外診断薬(IVD)製品の拡充といった成長戦略を提示していたが、この戦略はその後完全に放棄されている

出所: 会社開示資料

2021年12月期 第1四半期決算説明会資料(2021年5月)

Development of Healthcare Business <Medical Business>

MLMAP2023
Market Oriented Business
Bio & Healthcare

Expand Business in the US by Acquiring MedTest



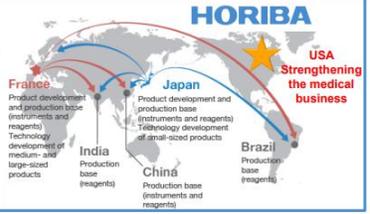
Canton, Michigan, USA

- ✓ Engaged in R&D and production of a wide range of biochemical reagents. Possesses the application development function, which is combined with equipment.
- ✓ Established a system that complies with FDA¹ regulation, which requires world-class rigorous quality systems

1: Food and Drug Administration



- ✓ Accelerate reagent production and application development in the biochemistry-related fields
- ✓ Strengthen the R&D structure in Japan, France and the US



Aiming for further business expansion in the IVD² field

HORIBA © 2021 HORIBA, Ltd. All rights reserved.

2 IVD: In Vitro Diagnostics 17

堀場製作所は、米国における医用事業から、有意義な売上成長や収益貢献を実現したか？

✗ 米国のIVD市場は世界最大の市場であり、グローバルなヘルスケア業界における存在感が非常に大きい、競合大手(ロシュ、アボット、ダナハー等)が戦略的に注力している地域であり、**堀場製作所は存在感を示せていない。**

堀場製作所は、IVD製品の免疫・臨床化学領域への拡大に成功したのか？

✗ IVD業界を専門とする既存プレイヤーである競合他社は免疫・生化学・ヘマトロジー・尿検査にまたがる幅広いメニューを提供しているが、**堀場製作所の製品は未だにヘマトロジーが中心となっている。**

✗ 2024年半ばまで成長戦略として掲げられていたが、その後、本戦略に関する言及はされなくなった

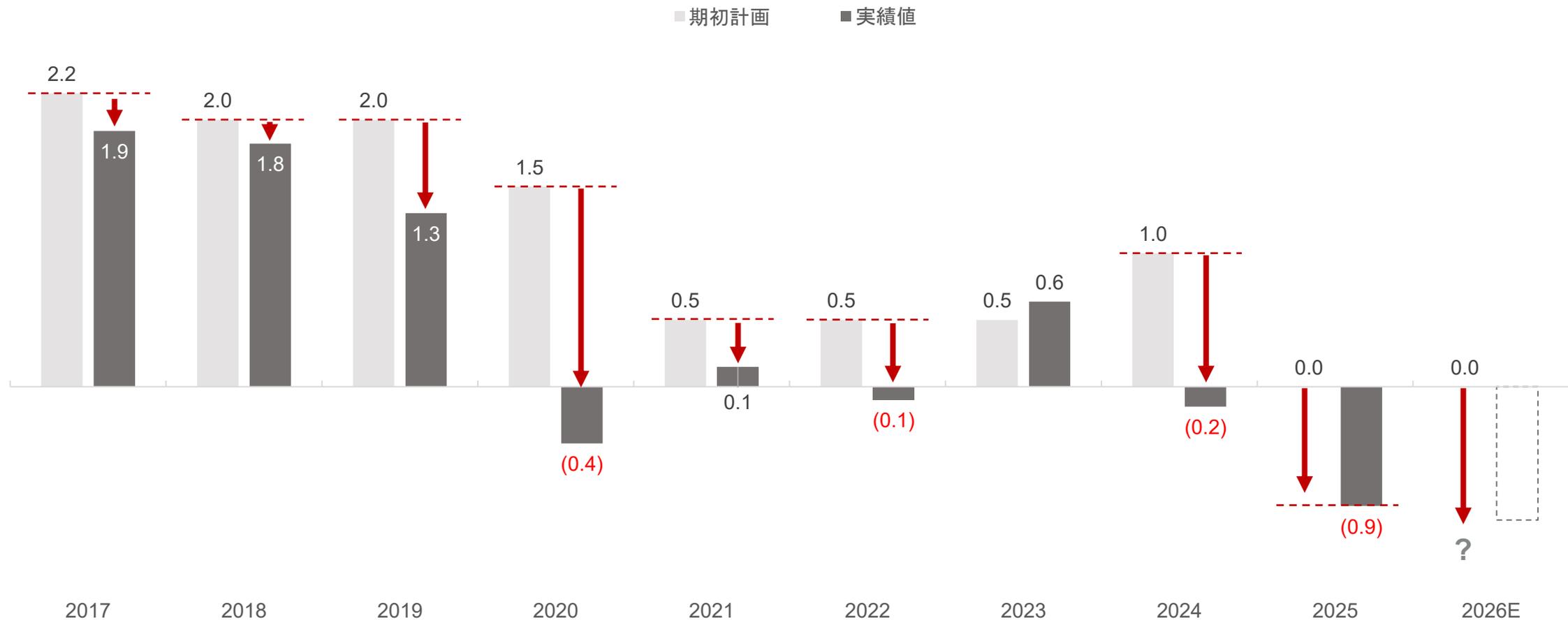
5年前に堀場製作所の経営陣が提示していた成長戦略は完全に放棄されてしまっている。

- 2021年に堀場製作所は医用事業における製品ラインナップ拡大のため、MedTest Holdingsという会社を買収し、米国における生化学試薬の開発・生産能力を追加で獲得した

堀場製作所は医用事業における期初利益目標を殆ど達成していないにもかかわらず、その実績については一貫して過度に楽観的な見通しを抱き続けている

出所: 会社開示資料

セグメント利益：期初計画と実績の比較



注: 2017-2024年度は旧 医用セグメントに基づく。2025-2026年度は新しいバイオ・ヘルスケアセグメントに基づく

医用事業：競争の激しい市場における零細プレイヤー

医用事業は、堀場製作所の企業価値を大きく毀損してきた：



売上成長の停滞と 収益性の悪化

売上成長が
限定的な一方、
本事業の収益性は
悪化の一途を辿っている



競争激化

ヘマトロジー市場には
国際的なプレイヤーが
多く、より大規模な
事業基盤を有する会社
同士の競争が激しい



競争優位性の欠如

堀場製作所の
ヘマトロジー事業は
規模が小さく、
競争優位性を
欠いている



主要顧客の 財務状況が悪化

国内では、
同社の主要顧客が
コストインフレ下で
財政難に陥っている



信頼性のある 構造改革計画の欠如

現在の構造改革は
明確なマイルストーン、
定量化された
目標やタイムラインの
提示がない



経営陣の 注意が散漫に

当該事業の継続的な
運営・投資は資本や
経営陣の注意を無駄に
要することとなる

競争の激しいヘマトロジー市場では、多くのグローバル医療機器メーカーが激しく競い合っているが、堀場製作所のヘマトロジー事業の規模は、それらの企業と比べて極めて小規模に留まる。

高収益な
半導体事業が、
慢性的に赤字が
続く事業群に
覆い隠されている

01 ECT（車両開発エンジニアリング・試験）事業

02 MCT（メカトロニクス）事業

03 水素事業

04 医用事業

▶ **05** 排ガス計測事業

排ガス計測事業：相対的にまだだが、成長は頭打ち

出所：会社開示資料

排ガス計測事業の概要

- 堀場製作所の自動車排ガス計測事業は、エンジン試験や排ガス計測分野において**世界シェア約8割**を占めると推定される
- 1964年に米国で大気浄化法が施行されたことを契機に、同社は日本で初めて排ガス計測装置を発売
- 自動車メーカーや一次サプライヤーが主要顧客であり、世界の主要な自動車・オートバイ・エンジンメーカー等が、研究開発、型式認定、生産ラインでの排ガス試験に堀場製作所のシステムを導入している
- 世界的な排ガス規制の強化は同事業にプラスに作用する。一方で、同事業は内燃機関車への依存度が高く、電動化の加速は同事業の売上にマイナス影響を与える

製品ラインナップ

MEXA-ONE
エンジン排ガス
測定装置



MEXAcube
可搬型排ガス
計測システム



OBS-ONE
GS Unit
車載型排ガス
計測システム



CVS-ONE
定容量希釈
サンプリング装置



BIWAKO E-HARBOR

- BIWAKO E-HARBORは、滋賀県に位置する国内最大のガス・排ガス測定システムの開発・製造拠点である
- 当施設は、自動車OEM、発電所、産業プロセス顧客向けに世界中で発売される排ガス分析装置、排煙ガス分析装置、大気汚染監視システムの日本における主要生産拠点を担う
- 2015年に竣工したこの施設は、約59,700 m²の敷地に位置する10階建ての鉄骨造の建物から成り、総床面積27,500 m²に上る



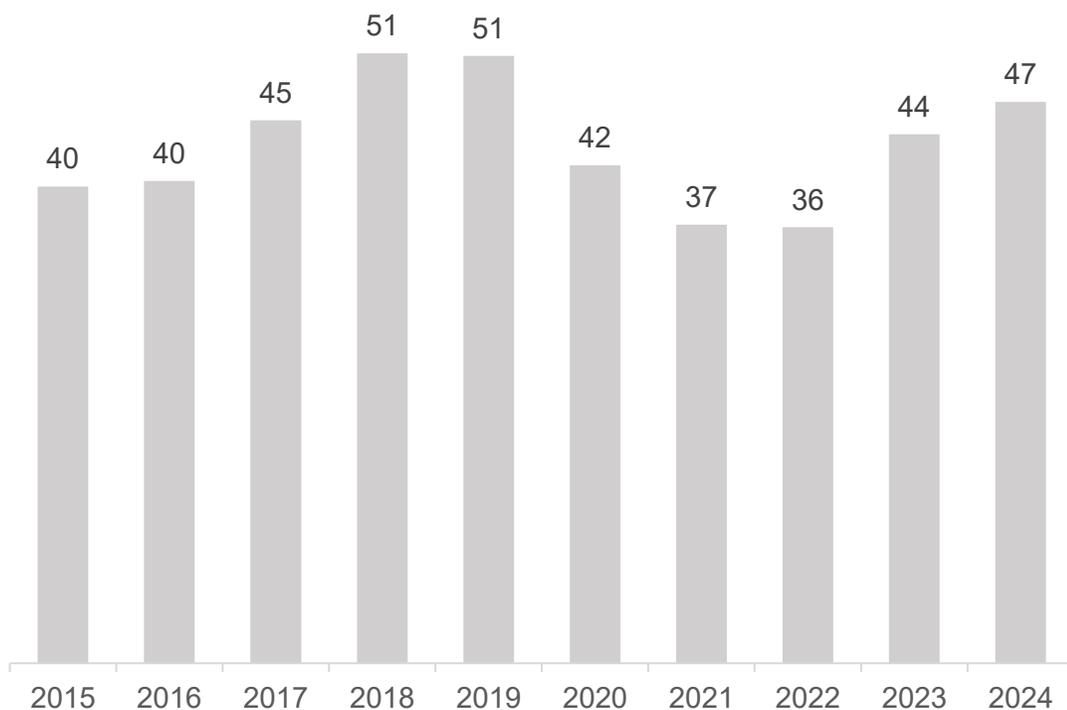
滋賀県
(日本)

売上高は概ね横ばいだが、平均して約14%の営業利益率を生み出す高収益のキャッシュカウ事業

出所: 会社開示資料

排ガス計測事業: 売上高

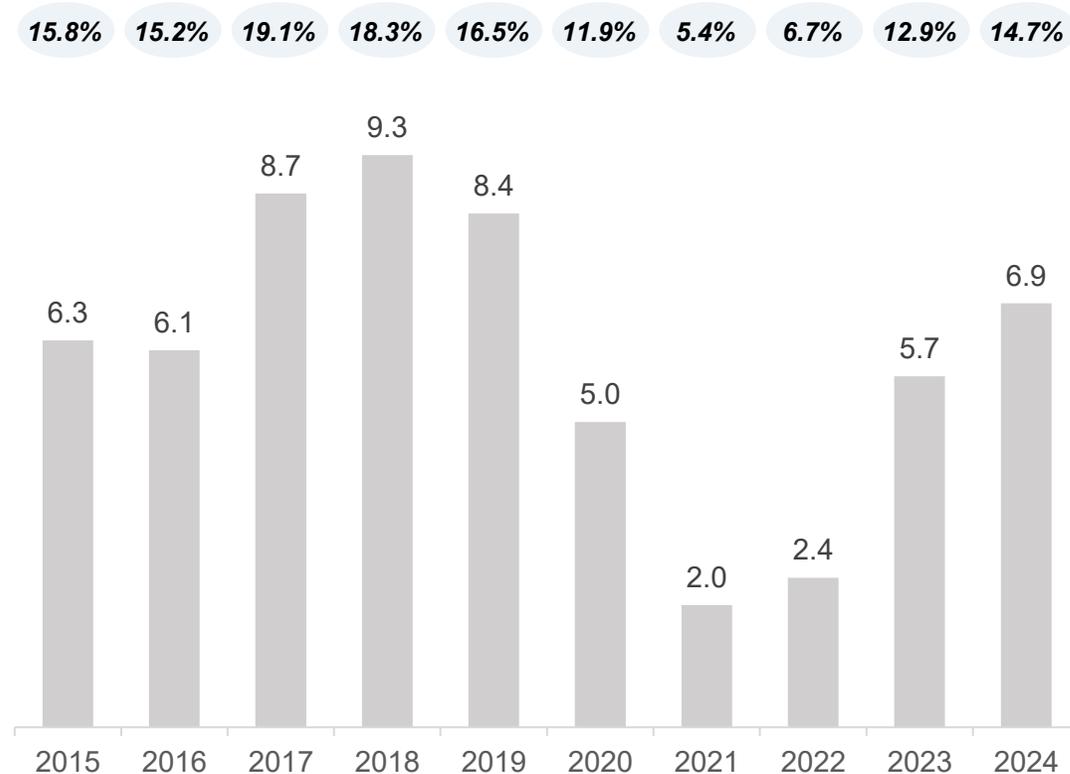
(十億円)



排ガス計測事業: セグメント利益(損失)

(十億円)

● セグメント利益率 (%)



電動化の世界的な減速と内燃機関(ICE)への揺り戻しにより、排ガス測定事業は一時的な追い風を受けている

出所: ブルームバーク、ロイター、EY

Bloomberg

The Electric Car Transition Unravels Slowly, Then All at Once

EVへの移行は、ゆっくり進んだ後に一気に崩れ始めた



Electric vehicles at a charging station in Atlanta. Photographer: Megan Varner/Bloomberg

By Craig Trudell

December 17, 2025 at 12:42 AM GMT+8

Save Translate

Takeaways by Bloomberg AI

The global transition to electric vehicles is beginning to unravel the way major changeovers often do: slowly at first, then all at once.

This week brought a cascade of signals that the EV era is entering a more uncertain, more contested phase. The European Commission backed away from what had been the world's most aggressive timeline for phasing out internal-combustion engines, granting manufacturers and consumers more time to move off gasoline. A day earlier, Ford Motor Co. announced \$19.5 billion in charges tied to the retreat from an electric strategy it vowed to go all in on eight years ago.



Global carmakers book \$55 billion hit from EV rollback

By Alessandro Parodi

February 6, 2026 6:45 PM GMT+8 · Updated February 6, 2026

Save Aa Share

EV方針の後退で、世界の自動車メーカーに550億ドルの打撃



[1/2] Stellantis premium brand Alfa Romeo reveals the Milano, its first fully electric car (EV), during an event in Milan, Italy April 10, 2024. REUTERS/Daniele Mascolo/File Photo Purchase Licensing Rights

Feb 6 (Reuters) - Global carmakers have booked some \$55 billion in writedowns in the past year as they scale back electric vehicle ambitions on a tough U.S. market under President Donald Trump, price wars in China and a more complex mix of vehicle types in Europe.

The latest to join the growing pile is Jeep-to-Fiat owner Stellantis (STLAM.MI), which revealed charges of around 22.2 billion euros (\$26.5 billion) in the second half of 2025, dragging its shares down over 20% to six year lows.

EV熱が冷め、世界の消費者は内燃機関車(ICE)へ回帰



Global consumers driven back to ICE vehicles as EV enthusiasm cools: EY research

- Half of global car buyers plan to choose internal combustion engines, a 13-point jump as electric vehicle demand softens
- Range anxiety, charging gaps and geopolitics fuel growing hesitation towards battery electric vehicles (BEV)
- Consumers prioritize essential connected features, with nearly four in ten citing high service costs as a barrier

Global car buyers are putting the brakes on adoption of electric vehicles, with many shifting back to internal combustion engines (ICEs) and reassessing electric vehicle ownership, according to the new EY Mobility Consumer Index (MCI), a global survey examining sentiment and buying intent across major automotive markets.

Constantin M. Gall, EY Global Aerospace, Defense and Mobility Leader, says:

"Consumers are weighing the realities of policy shifts, cost pressures and uneven charging infrastructure. The long-term trend appears to be a shift away from a purely electric ('E-only') approach toward a more diversified future for vehicle powertrains, with different vehicle technologies serving different customer needs.

Consumers shift gears back to ICE as EV buzz fades

The 2025 MCI shows a clear change in consumer intentions:

- 50% of global car buyers intend to purchase an ICE vehicle in the next 24 months, an increase of 13 points from 2024
- BEV preference has fallen to 14%, a drop of 10 percentage points, and hybrid preference has declined to 16%, down five percentage points
- 51% of prospective EV buyers say their plans remain unchanged, but 36% are reconsidering or delaying purchases due to geopolitical developments

加えて、ユーロ7の採用による短期的な規制面での追い風もあり、排ガス計測事業は需要が拡大

出所: 欧州連合官報、Carwow

「ユーロ7」規制の採用(2024年4月)



「ユーロ7」は2025年7月1日より量産車を対象にEU車両規制を強化・拡大：

- ガソリン車・ディーゼル車共通のNOx排出基準：60 mg/km
- より現実的な試験：短距離走行や45℃までの温度条件を含む
- 排気ガス以外の汚染物質に新たな焦点：タイヤ・ブレーキ粒子排出量に初の規制値を設定
- 耐久性要件の延長：10年間／20万kmの適合性（従来の5年間／10万kmから延長）
- 監視強化：排出量増加要因を検知する新搭載センサー
- EV・PHEV向けにバッテリー耐久性/容量保持要件を追加
- 欧州委員会推計：新車1台あたり約264ポンドの追加コスト

「ユーロ7」規制は
排ガス計測の技術的
複雑性と試験量・
試験期間を増加させ、
掘場製作所の
排ガス計測事業の
需要を直接的に
拡大させる

排ガス計測事業：相対的にまだだが、成長は頭打ち

掘場製作所にとって排ガス計測事業はキャッシュ創出力の高いレガシー事業...



掘場製作所の
排ガス計測事業は
世界シェア約8割



近年ではEV化の減速や
自動車メーカーの
内燃機関への投資回帰の
恩恵を受ける



欧州での規制強化も
追い風となり、
最近ではより複雑な
試験が要求されている

...しかし、脱炭素化が中長期的に進む中では、常にリスクに晒され続けている



長期的に見れば、脱炭素化への移行という方向性が変わることは考えにくい
政府による脱炭素化推進やEVの経済性が改善すれば、**電動化は急激に再加速する可能性がある**
規制の不透明さが解消され、競争圧力が高まれば、OEMが再度一斉にEV化に舵を切ることもあり得る

排ガス計測事業は現在、短期的な追い風により収益性を確保しているものの、
電動化が再度進んだ場合、中長期的な成長は頭打ちとなる。

目次

はじめに

概要

堀場製作所の実態は半導体企業である

半導体業界対比で割安なバリュエーションが慢性化

バリュエーションが割安な理由

- a. 高収益な半導体事業が、慢性的に赤字が続く事業群に覆い隠されている
- ▶ b. 中期目標が繰り返し未達にもかかわらず、非現実的な目標を掲げ続けている
- c. 堀場会長が主導した主要なM&A案件が全て失敗に終わっている
- d. 問題のある資本配分

根底にあるのは脆弱なガバナンス体制

- a. 縁故主義が堀場製作所のガバナンスを損なっている
- b. 取締役会が十分な監督機能を果たしていない

堀場製作所の株主が堀場厚会長の再任に反対すべき理由

最後に

なぜ堀場製作所は割安で取引され続けているのか

01

高収益な半導体事業が、慢性的に赤字が続く事業群に覆い隠されている

- 堀場会長は「選択と集中」を拒んでおり、同社の事業ポートフォリオは過度に分散された状態で放置されている
- 業績不振が続く事業（ECT、MCT、水素、医用、排ガス計測事業等）が全社の成長性や収益性を著しく引き下げている

02

中期目標が繰り返し未達にもかかわらず、非現実的な目標を掲げ続けている

- 過去の経営計画において非半導体セグメントの目標が殆ど未達となる状況が続いているが、事後検証は実施されていない
- 現行経営計画においても非現実的な目標が繰り返されており、経営陣は説明責任を免れるため計画修正を掲げた

03

堀場会長が主導した主要なM&A案件が全て失敗に終わっている

- 主要な買収は全て慢性的な赤字事業になっており、株主価値を著しく毀損し続けている
- 度重なるM&Aの失敗は堀場会長の誤った買収戦略に起因するにもかかわらず、堀場会長は説明責任を全うしていない

04

問題のある資本配分

- 堀場製作所は過剰な現預金を保有しており、これが資本効率を著しく損なっている
- 優良な半導体事業に対する資本配分は不十分な一方で、構造的に低収益に陥っている非半導体事業に対する成長投資が優先されている

MLMAP 2020: 半導体以外の全セグメントが経営目標を未達

出所: 会社開示資料

- 堀場製作所は2016年2月に中期経営計画「MLMAP 2020」を公表し、2020年度に向けて売上高2,500億円、営業利益300億円（営業利益率12%）及びROE10%以上を目標として設定



2018年度に堀場製作所は中計目標を概ね達成することに成功したと結論付けたが、その成果は半導体セグメントの大幅成長に依存しており、他セグメントの実績は一切目標に到達していない

MLMAP 2020 経営目標と実績の比較

(十億円)	売上高			営業利益		
	目標	実績(FY18)	達成	目標	実績(FY18)	達成
自動車セグメント	100.0	79.7	✗	10.0	7.7	✗
半導体セグメント	50.0	57.8	✓	10.0	17.1	✓
医用セグメント	40.0	26.0	✗	4.0	1.8	✗
科学セグメント	35.0	27.8	✗	3.5	0.2	✗
環境・プロセスセグメント	25.0	19.4	✗	2.5	2.0	✗
合計	250.0	210.6	✗	30.0	28.8	✗

MLMAP 2023:半導体以外のセグメントはまたしても経営目標を未達

出所: 会社開示資料

- 堀場製作所は2019年8月に中期経営計画「MLMAP 2023」を発表し、2023年度の目標として売上高3,000億円、営業利益400億円（営業利益率13.3%）及びROE10%以上を設定



今回も堀場製作所は目標の大半を達成したと主張したが、その実態は半導体セグメントの飛躍的成長によるものであり、その他の事業セグメントは目標を下回って着地している

MLMAP 2023 経営目標と実績の比較

(十億円)	売上高			営業利益		
	目標	実績(FY18)	達成	目標	実績(FY18)	達成
自動車セグメント	120.0	80.4	✗	12.0	1.2	✗
半導体セグメント	77.0	112.9	✓	17.7	40.6	✓
医用セグメント	40.0	32.7	✗	4.0	0.6	✗
科学セグメント	35.0	39.6	✓	3.5	2.5	✗
環境・プロセスセグメント	28.0	25.0	✗	2.8	2.4	✗
合計	300.0	290.6	✗	40.0	47.3	✓

MLMAP 2028: 2024年2月に発表された経営計画

出所: 会社開示資料

- 堀場製作所は2024年2月に新たな中期経営計画「MLMAP 2028」を発表し、2028年度の目標として売上高4,500億円、営業利益800億円（営業利益率18%）及びROE12%以上を設定



中長期経営計画「MLMAP2028」
 株式会社堀場製作所
 堀場 弾 常務執行役員
 2024年2月15日

MLMAP2028の位置づけ

MLMAP2023 (2019-2023) → MLMAP2028 (2024-2028) 「MAXIMIZE VALUE」

ビジョン: Joy and Fun for All おもしろおかしくをあらゆる生命に

ミッション: ほんまもんと多様性を織りこみ、ソリューションで未来を創る

人財: エネルギー・環境、バイオ・ヘルスケア、先端材料・半導体

サステナビリティ: 3つの注力分野における社会課題解決をめざす事業戦略 (フィールドオペレーション)、ホリバリアン*の力を最大限引き出す人材戦略、ソーシャル・インパクトを生み出すサステナビリティ戦略

*ホリバリアン: HORIBAグループの全従業員を指し、同じファンミラーであると考え、このように呼んでいます

MLMAP運営体制

MLMAPリーダー: 中村 博司 (開発戦略)、堀場 弾 (MLMAPリーダー)、森口 真希 (人財・サステナビリティ戦略)

フィールドオフィサー: George Gillespie (エネルギー・環境)、足立 正之 (バイオ・ヘルスケア)、小石 秀之 (先端材料・半導体)

MLMAP2028 主要な経営目標

財務目標:

- 売上高: 4,500億円 (2023年実績: 2,905億円)
- 営業利益: 800億円 (2023年実績: 472億円)
- 当期純利益: 550億円 (2023年実績: 403億円)
- ROE: 12%以上
- 配当性向: 30%

非財務目標:

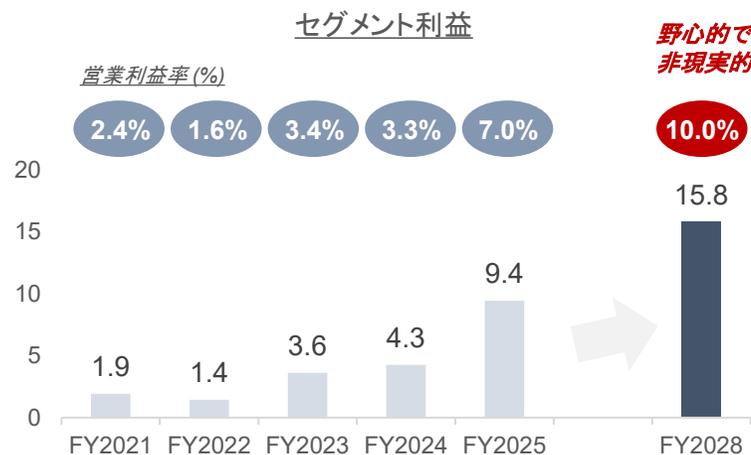
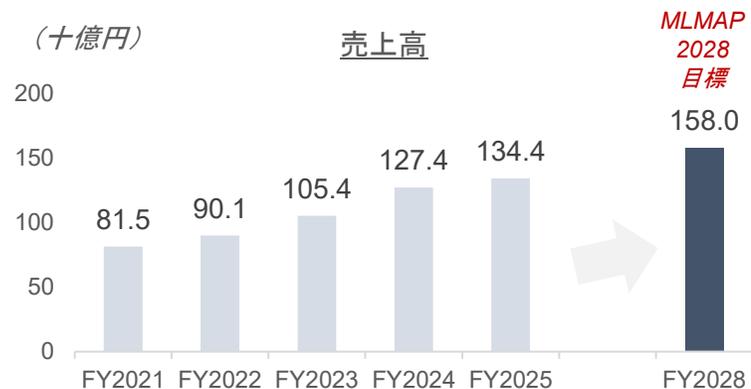
- 全ホリバリアンによるバリュー実践「ほんまもん」の価値創出
- 2050年 カーボンニュートラル、2032年 CO₂排出量42%削減 (Scope 1, 2)
- コア技術の深耕、新規ビジネス売上高 600億円 (2028年)

計画発表から2年後の2026年2月、経営陣は同計画について「見直しを実施中」と発表された。

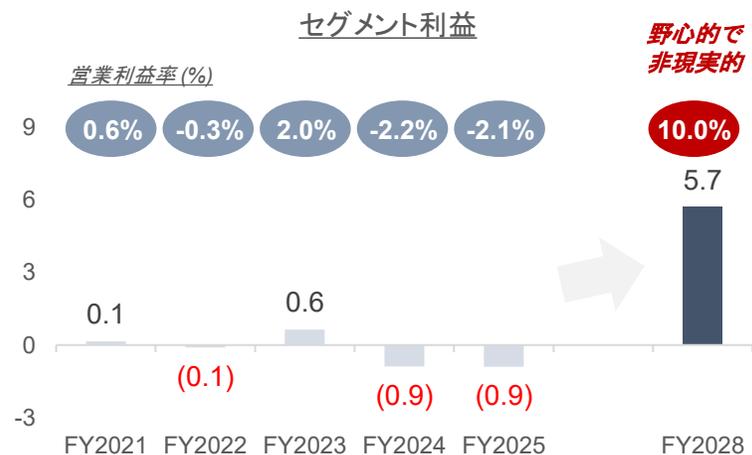
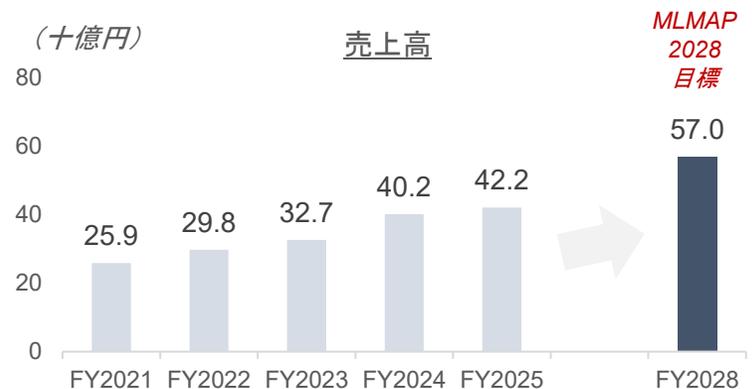
非半導体事業には実現性の乏しい“背伸びした”目標を置きつつ、半導体事業は過度に保守的な目標設定とし、上振れ余地を残すことで、他事業の未達を半導体の上振れで穴埋めできる構図となっている

出所: 会社開示資料

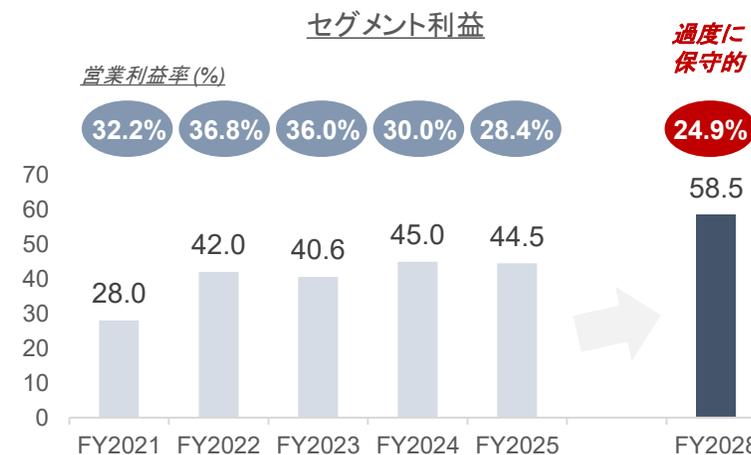
エネルギー・環境



バイオ・ヘルスケア

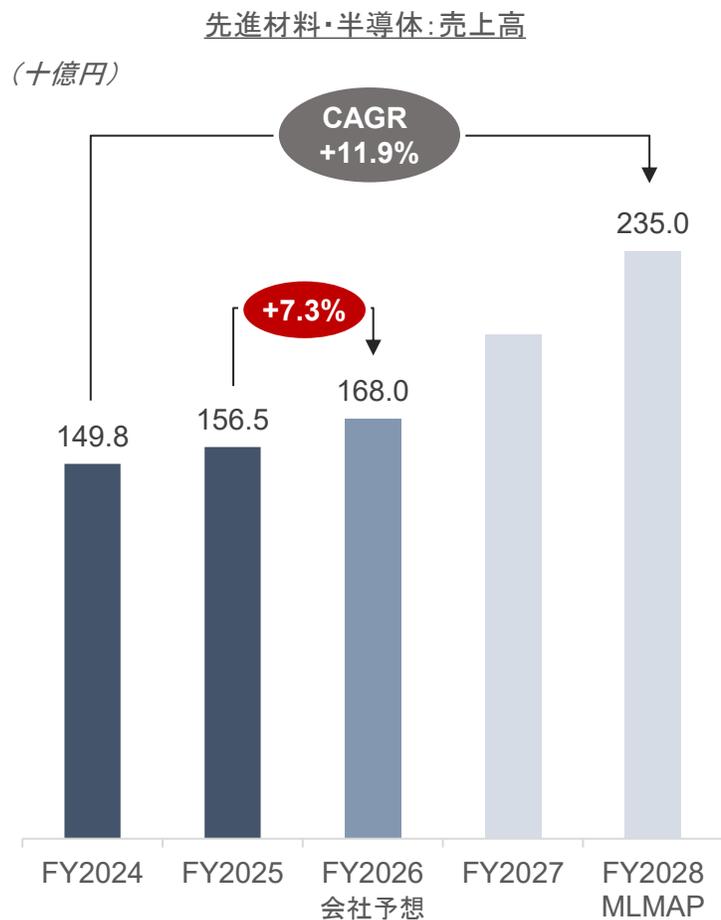


先端材料・半導体



堀場製作所の半導体事業における成長目標は、同業他社の成長予測と比較すると過度に保守的に見える

出所: 会社開示資料、ラムリサーチ、東京エレクトロン、アプライド・マテリアルズ、ブルームバーグ、ゴールドマンサックス



半導体製造装置メーカー各社の成長率予想



- 2026年度 WFE成長率予想 **+22.7%** (対前年)
- ラムリサーチは先進パッケージング事業で前年比**40%超**の成長率を掲げる



- 2026年度 WFE成長率予想 **+15%** (対前年)
- AIアプリケーション向け半導体需要の堅調さが牽引



- 半導体業界は今後5年間で年平均成長率 **+10-15%**で成長すると予測
- AI関連需要に牽引された健全なWFE成長を見込む



- ブルームバーグのコンセンサス予想では、2026年売上高は前年比 **+25-30%**
- 経営陣は中国半導体産業の設備投資が継続的に拡大すると予想
2026年の追加ウェーハ生産能力は2025年比で**二桁成長**を見込む



- ブルームバーグのコンセンサス予想では、2026年売上高は前年比 **+30-35%**

半導体製造装置業界に身を置く同業他社はAI関連需要の拡大を背景に2026年の半導体事業が堅調な成長(+10-30%)を遂げると予想している。

半導体以外の各セグメントで営業利益率10%という同一目標を機械的に繰り返すのは、構造的に低収益体質な事業に対しても同じ物差しを当てはめる惰性的な経営姿勢を示唆している

出所: 会社開示資料

MLMAP 2023: 自動車セグメント目標

Automotive MLMAP2023でめざす姿

Application driven business

4ビジネス領域に最適アプリケーションを提供。お客様の課題を徹底解決し、自動車開発の現場に欠かせないパートナーとしての地位を確立

Emissions: エンジン/排ガス Energy Efficiency: 電動化 CAV: コネクテッド/自動運転

Enterprise Data Management for Development: 自動車開発全般

2023年計画 売上高: 1,200億円 / 営業利益: 120億円

- 営業利益120億円を目標として掲げていたが、2023年度の実際の自動車セグメント利益は**目標の僅か10%**である約12億円にとどまった
- MLMAP 2023 目標は営業利益率10%を掲げていたものの、2023年度の実際の利益率は**1.5%**だった

MLMAP 2028: エネルギー・環境セグメント目標

フィールド エネルギー・環境

ビジョン 持続可能な地球環境を実現するために、お客様の課題を解決し、信頼される真のパートナーとなる

売上高/営業利益: 2024年 1,300億円 / 75億円 → 2028年 1,580億円 / 158億円 (CAGR 5% / 2.1倍)

重点事業領域 「カーボンニュートラル」実現に貢献。研究開発・法規認証等のプロセスに対して、HORIBAグループが培ってきた技術と経験を統合し、お客様のニーズに合わせた最適なソリューションを展開。

事業戦略 多様な製品・ソリューションの提供、HORIBAグループの能力を融合した新たなビジネスの創出、システム提案やコンサルティングを軸にしたトータルソリューションの提供

■ カーボンニュートラルを実現するエネルギー変換サイクル

Diagram: Renewable Energy → Green energy → Electrolysis → H₂ → Hydrogen utilization → Synthesis → Chemical products → Carbon absorption/desorption/reduction → CO₂ → Carbon circulation → NH₃ / CH₄ → Factory → Wastewater → H₂O → Electrolysis

- 新中計における目標は営業利益158億円とし、**セグメント利益率目標は再び10%として据え置き**
- 直近の2025年度におけるエネルギー・環境セグメントの営業利益実績は94億円であり、**その利益率は7.0%にとどまっている**

半導体以外の各セグメントで営業利益率10%という同一目標を機械的に繰り返すのは、構造的に低収益体質な事業に対しても同じ物差しを当てはめる惰性的な経営姿勢を示唆している

出所: 会社開示資料

MLMAP 2023: 医用セグメント目標

Medical MLMAP2023でめざす姿

To be a Preferred Partner

小型計測機器から大型検査システムまで製品ポートフォリオを拡大
グローバルに事業展開を加速

- 強みを活かす
-中小型市場での製品展開-
- 大型領域への挑戦
-病院市場への進出-
- 成長市場の取り込み
-インド中国での事業拡大-

2023年計画 売上高:400億円/営業利益:40億円

MLMAP 2028: バイオ・ヘルスケアセグメント目標

フィールド バイオ・ヘルスケア

ビジョン ユニークなソリューションで、あらゆる生命の「ヘルスケアジャーニー」を変革し、社会価値を創造する

売上高/営業利益

売上高	400億円	570億円	営業利益	10億円	57億円
		CAGR 9%			5.7倍
	2024	2028		2024	2028

重点事業領域 「ヘルスケアジャーニー」の変革に貢献。検体検査ビジネスでのノウハウ、多様なコア技術、グローバルネットワークを活用し、ユニークなソリューションを提供。POCTを用いた臨床現場の課題解決や、バイオ医薬品の開発・生産プロセスの最適化等に貢献。

事業戦略

- 新しく生まれるニッチ市場に対して、ユニークなソリューションを提供
- 検体検査ビジネスのローカライズ加速
- バイオ医薬品市場における分析技術・エンジニアリング能力の活用

ヘルスケアジャーニー

01 Prevention (Vaccine Development)
02 Well-Being (Food & Beverage, Cosmetics)
03 Monitoring (Unique Hematology, POCT)
04 Treatment (Pharma, Drugs development)
05 Diagnostics (Hematology / Clinical Chemistry Testing)
06 Screening (Liquid Biopsies etc.)

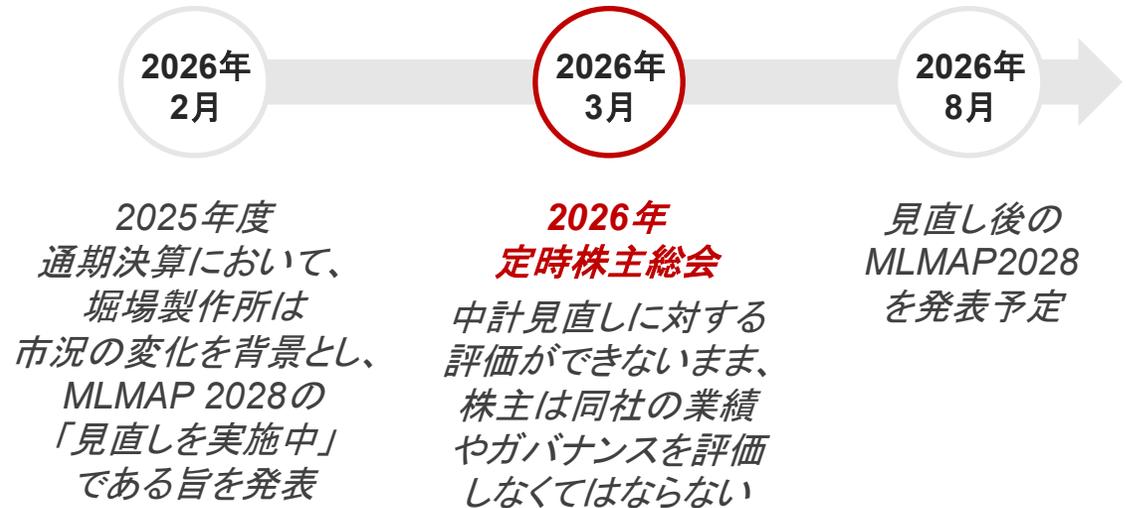
- 営業利益40億円を目標として掲げていたが、2023年度の実際の医用セグメント利益は**目標の僅か15%**である約6億円にとどまった
- MLMAP 2023 目標は営業利益率10%を掲げていたものの、2023年度の実際の利益率は**2%**だった

- 新中計における目標は営業利益57億円とし、**セグメント利益率目標は再び10%として据え置き**
- 直近の2025年度におけるバイオ・ヘルスケアセグメントの営業利益実績は依然として**9億円の赤字**であり、その利益率は**-2.1%**となっている

直近決算にてMLMAP2028の見直しを表明したものの、具体的な内容は一切明かされておらず、結果的に、定時株主総会において経営陣が説明責任を回避するための口実となっている

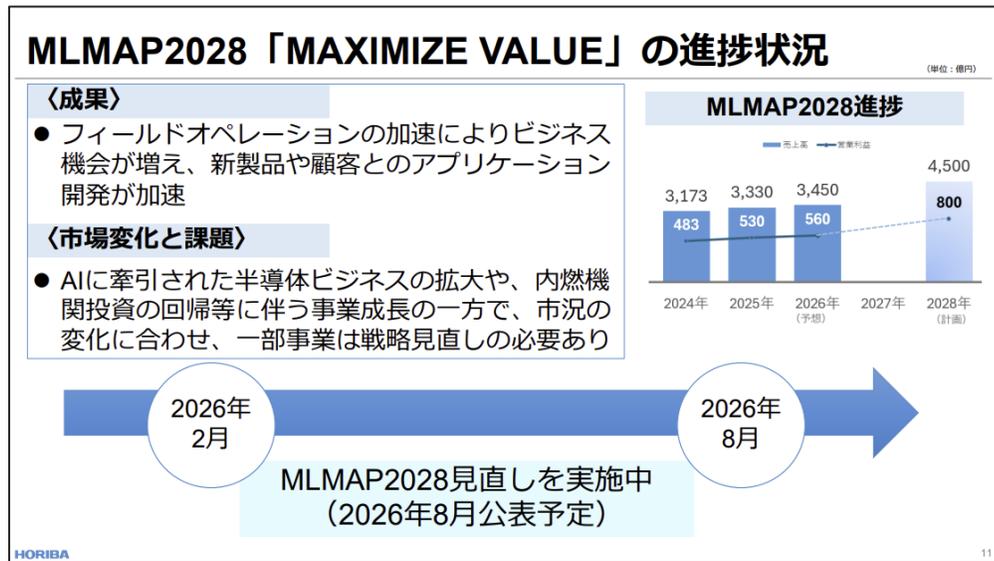
出所: 会社開示資料

- 直近の通期決算にて、堀場製作所は市況の変化が想定以上に速かったことを理由に挙げ、MLMAP 2028を現在見直し中である旨を明らかにし、その改訂版については2026年8月に開示予定とした
- しかし、当該見直しの具体的な範囲や指針、改訂の方向性は一切開示されておらず、2026年定時株主総会を前に、株主に対する透明性や説明責任を弱める対応と言わざるを得ない



同社の経営陣はMLMAP2028の見直しを、従来計画の杜撰さから目を逸らし、2026年定時株主総会での説明責任追及を回避するために利用しているように見える。

2025年12月期 通期決算説明会資料(2026年2月)



中期経営計画は株主への重要なコミットメントであり、未達の場合は原因分析と対応策の説明が求められるが、堀場製作所は十分な事後検証を行わず、同様の目標を反復している

出所: 東京証券取引所



コーポレートガバナンス・コード

2021年6月11日改訂

4-1② 取締役会・経営陣幹部は、中期経営計画も株主に対するコミットメントの一つであるとの認識に立ち、その実現に向けて最善の努力を行うべきである。仮に、中期経営計画が目標未達に終わった場合には、その原因や自社が行った対応の内容を十分に分析し、株主に説明を行うとともに、その分析を次期以降の計画に反映させるべきである。

堀場製作所は中計目標が未達となった原因や自社が行った対応の内容を十分に分析しているか？

✗ 半導体以外のセグメントが漏れなく目標未達となっているにもかかわらず、同社は全社目標が概ね達成されたと結論付け、**非半導体事業の下振れ要因に関する分析は提示していない**

堀場製作所は株主に十分な説明を尽くしたか？

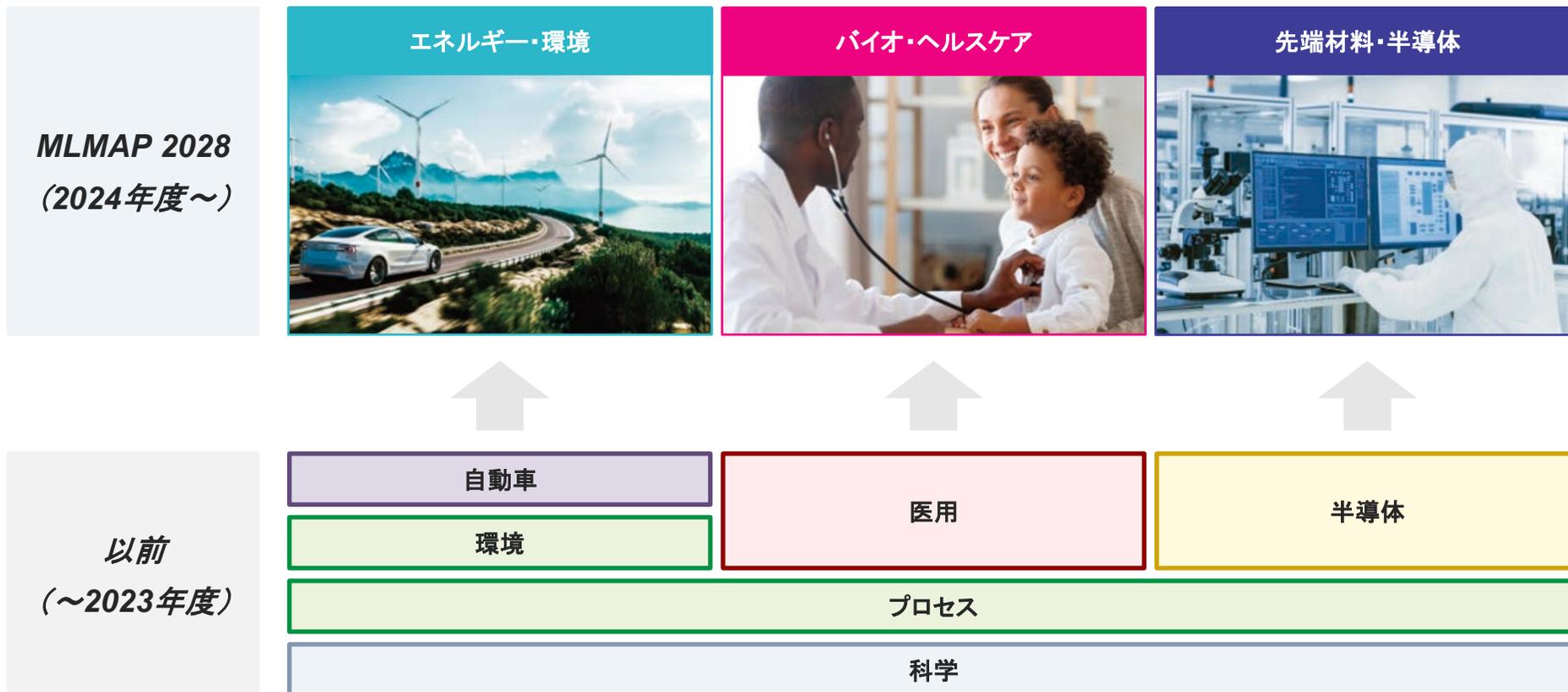
✗ 同社は非半導体事業が目標未達となった理由や、その業績の下振れに対してどのような対策を講じるか等、**株主に対して十分な説明を行っていない**

堀場製作所は中計目標が未達となった理由等に関する分析を次期以降の計画に反映させているか？

✗ 同社は非半導体事業について、MLMAP2020・MLMAP2023を通じて同目標を掲げ続けているにもかかわらず、一度も達成していない、営業利益率10%という**目標を依然として繰り返しており**、前中計における反省が新計画に一切反映されていない

MLMAP 2028以降、報告セグメントが従来の5つから3つに削減され、株主に対する情報開示の透明性及び一貫性が大幅に損なわれた

出所: 会社開示資料



報告セグメントの数を大幅に削減したことで、株主に対する開示の透明性や一貫性が損なわれている

MLMAP 2028以降、報告セグメントが従来の5つから3つに削減され、株主に対する情報開示の透明性及び一貫性が大幅に損なわれた(続き)

出所: Codrington Japan



Codrington
JAPAN

株式調査
アナリスト



堀場製作所が2024年に報告セグメント数を5から3へ削減した理由として挙げているのは、事業ユニットを統合することで、従来は縦割りとなっていた製品ライン間のシナジーを見出すことが可能となり、また、複数の事業領域に関心を持つ顧客に対して、より顧客志向の体制を取ることができる、というものである。

しかし我々は、別の理由もあると考えている。すなわち、半導体関連企業との比較における恒常的なディスカウントについて投資家から繰り返し不満を聞かされることにうんざりした経営陣が、単に話をわかりにくくし、弱い事業を隠すためにお茶を濁したのではないか、ということである。(中略)

本質的に言えば、今回の新たなセグメント編成は、分かりにくくするための操作に過ぎない。P&E（環境・プロセス）と自動車セグメントをまとめ、さらに旧科学セグメントから一部を加え、それを「エネルギー・環境」と改称することで、あたかも一体感があり、ESG投資家にとって魅力的に聞こえる名称にしている。医用セグメントを「バイオ・ヘルスケア」と改称することにより、実態以上に魅力的に見せているが、その中身は、旧科学セグメントからいくつか付け加えただけの、クリニック向け血球計数装置を中心とする低成長・低収益の事業である。堀場は、ラマン分光装置やイメージング装置をCDMO（医薬品開発製造受託機関）向けに販売し、新薬開発分野に参入すると主張している。これにより、自らを「バイオ」事業に属すると言えるようになるわけだ。我々はそれを鵜呑みにするつもりはない。先端材料・半導体セグメントでは、旧科学セグメントの大部分（材料科学関連の装置など）を取り込み、それを主としてMFCから成る事業ラインに加えている。例えば、シリコンカーバイド（SiC）チップを分析する装置などは、ある程度理にかなっているように見える。しかし、材料科学分野に含まれる製品群を見渡すと、半導体とほとんど関係のないものも数多く含まれている。

— Codrington Japan 調査レポート（2025年12月9日）

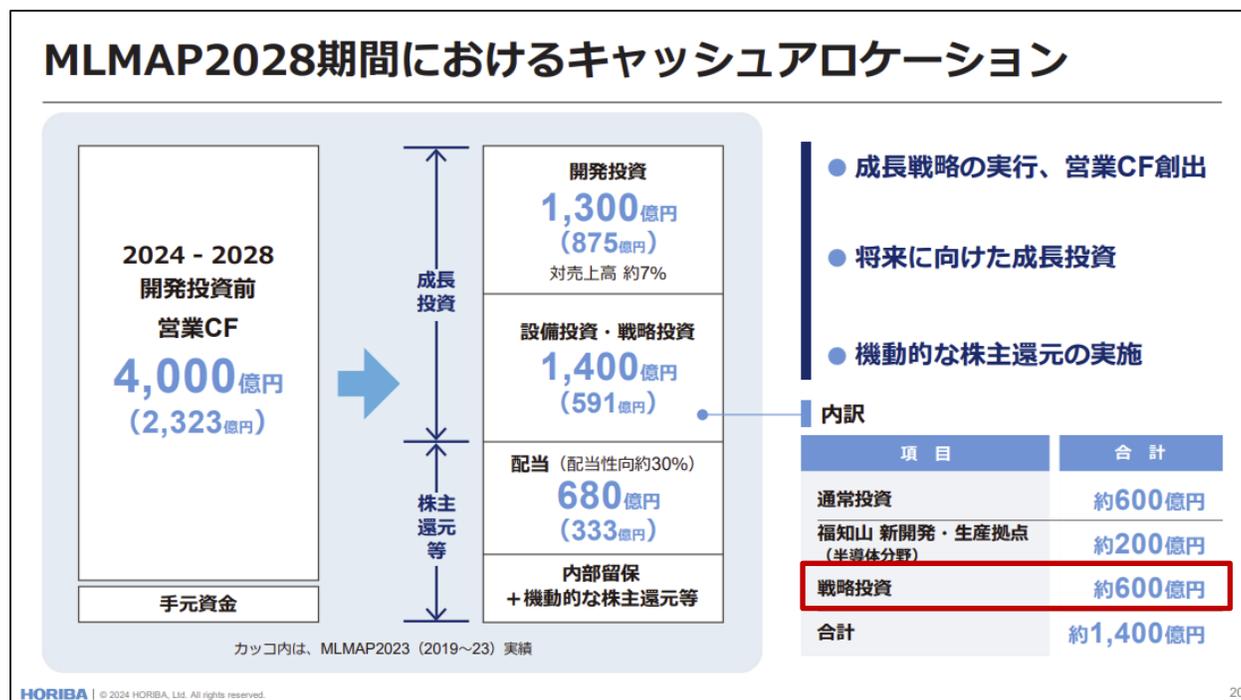


キャピタルアロケーション方針は低収益事業に対する大型投資を正当化している

出所: 会社開示資料、IR取材

- 堀場製作所は、中期経営計画の4年間にわたり、総額1,400億円の設備投資を計画しており、うち600億円は「戦略投資」として充当される予定である
- これらの「戦略投資」は、主として水素及びライフサイエンス分野に向けられる見通しとなっている

MLMAP 2028 (2024年2月公表)



(MLMAP 2028における) 「戦略投資」として掲げた約600億円の主な使い道はM&Aになることを想定している。(中略) M&Aは全てのセグメントで実施する可能性があるが、水素やライフサイエンスが特に重要な成長領域になる。

— 堀場製作所 IR

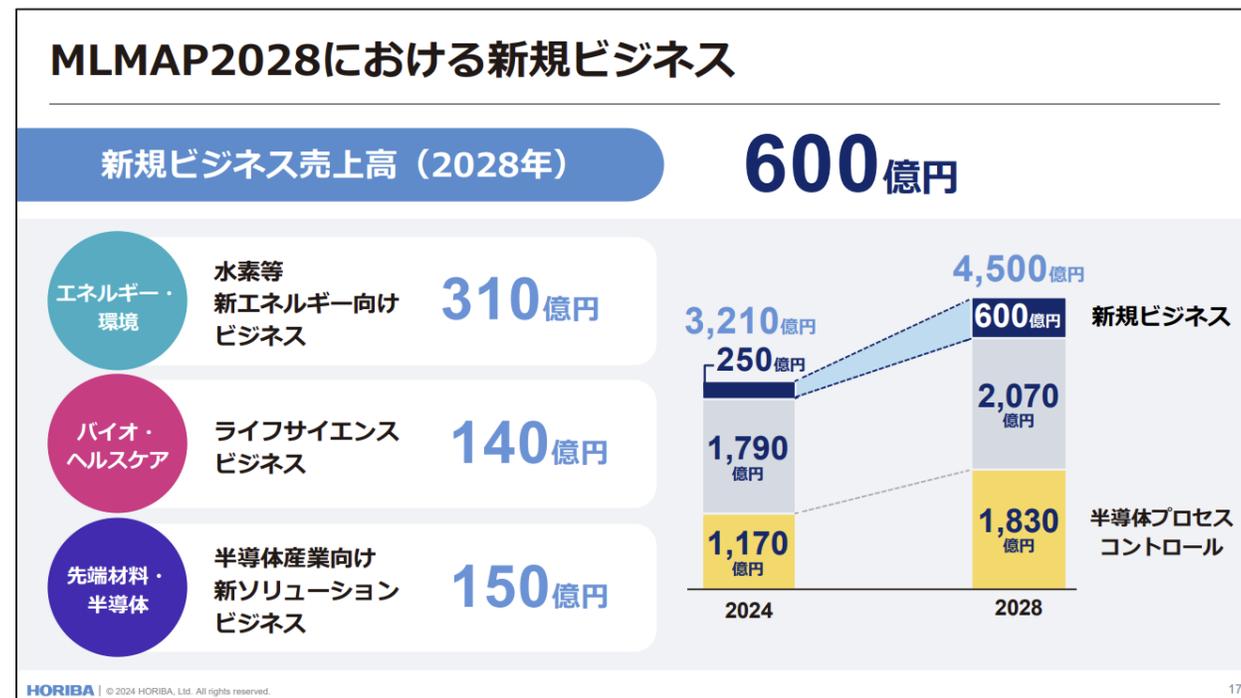
水素とライフサイエンスは、なお時期尚早で不確実性が高く、投資リターンや持続的成長の見通しは限定的である。

実行へのコミットメントが乏しい新規ビジネス戦略

出所: 会社開示資料、IR取材

- 現行の経営計画において、堀場製作所は新規ビジネスから600億円の売上を実現することを目標としている
- しかしながら、直近の2025年度第4四半期決算説明会において、新規ビジネス施策の進捗状況について問われた際、同社はこうした施策の進捗について定量的な説明をできないことを認め、目標達成に向けたコミットメントの度合いについて深刻な疑問を投げかけている

MLMAP 2028 (2024年2月公表)



ご要望されている新事業だけの拡大の数字というのは、今のところそういう数字はご用意しておりません。例えば...新しい技術を応用したものが、セグメントを超えて、フィールドを超えて現れてきたということで、ビジネスチャンスが増えているという、非常に定性的なご説明になりますが、新しいのがどれだけというような数字は、残念ながら今のところご用意しておりません。

— 堀場製作所 足立正之 社長
2025年12月期通期 決算説明会 質疑応答

戦略立案力の欠如は明らかだが、堀場製作所は外部の専門家を起用せず、社内リソースへの依存を続けている

出所: IR取材

堀場製作所 IR担当者とオアシスの面談（2026年2月24日実施）



“ この度の中計見直しにあたり、外部の専門家（コンサルタント等）は起用しているのか？ ”



“ 見直し後のMLMAPは2026年度上半期決算にて発表予定。これまでもMLMAPの見直しはしたことがあるので、今回特別に見直すということではなく、通常業務の一環である。
外部専門家は起用しておらず、殆ど社内でする。 ”



目標未達を繰り返し、新中計も発表からわずか2年で見直しを余儀なくされたことから、**堀場製作所の戦略立案力には重大な欠陥があることが明らかである。**

それにもかかわらず、堀場製作所は外部の専門性の活用を拒み、社内リソースのみに依存し続けている。

目次

はじめに

概要

堀場製作所の実態は半導体企業である

半導体業界対比で割安なバリュエーションが慢性化

バリュエーションが割安な理由

- a. 高収益な半導体事業が、慢性的に赤字が続く事業群に覆い隠されている
- b. 中期目標が繰り返し未達にもかかわらず、非現実的な目標を掲げ続けている
- ▶ c. 堀場会長が主導した主要なM&A案件が全て失敗に終わっている
- d. 問題のある資本配分

根底にあるのは脆弱なガバナンス体制

- a. 縁故主義が堀場製作所のガバナンスを損なっている
- b. 取締役会が十分な監督機能を果たしていない

堀場製作所の株主が堀場厚会長の再任に反対すべき理由

最後に

なぜ堀場製作所は割安で取引され続けているのか

01

高収益な半導体事業が、慢性的に赤字が続く事業群に覆い隠されている

- 堀場会長は「選択と集中」を拒んでおり、同社の事業ポートフォリオは過度に分散された状態で放置されている
- 業績不振が続く事業（ECT、MCT、水素、医用、排ガス計測事業等）が全社の成長性や収益性を著しく引き下げている

02

中期目標が繰り返し未達にもかかわらず、非現実的な目標を掲げ続けている

- 過去の経営計画において非半導体セグメントの目標が殆ど未達となる状況が続いているが、事後検証は実施されていない
- 現行経営計画においても非現実的な目標が繰り返されており、経営陣は説明責任を免れるため計画修正を掲げた

03

堀場会長が主導した主要なM&A案件が全て失敗に終わっている

- 主要な買収は全て慢性的な赤字事業になっており、株主価値を著しく毀損し続けている
- 度重なるM&Aの失敗は堀場会長の誤った買収戦略に起因するにもかかわらず、堀場会長は説明責任を全うしていない

04

問題のある資本配分

- 堀場製作所は過剰な現預金を保有しており、これが資本効率を著しく損なっている
- 優良な半導体事業に対する資本配分は不十分な一方で、構造的に低収益に陥っている非半導体事業に対する成長投資が優先されている

堀場製作所は、過去のM&Aによって持続的な成長を達成してきたと主張する

出所: 会社開示資料

2022年12月期 通期決算説明会資料(2023年2月)

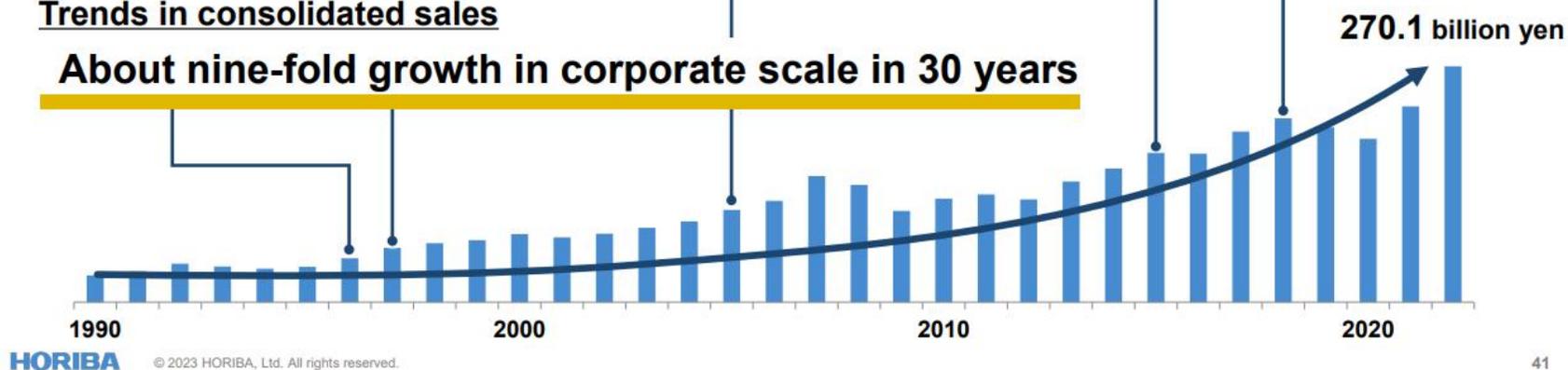
Achieving Sustainable Growth through M&A

Major M&As



Trends in consolidated sales

About nine-fold growth in corporate scale in 30 years



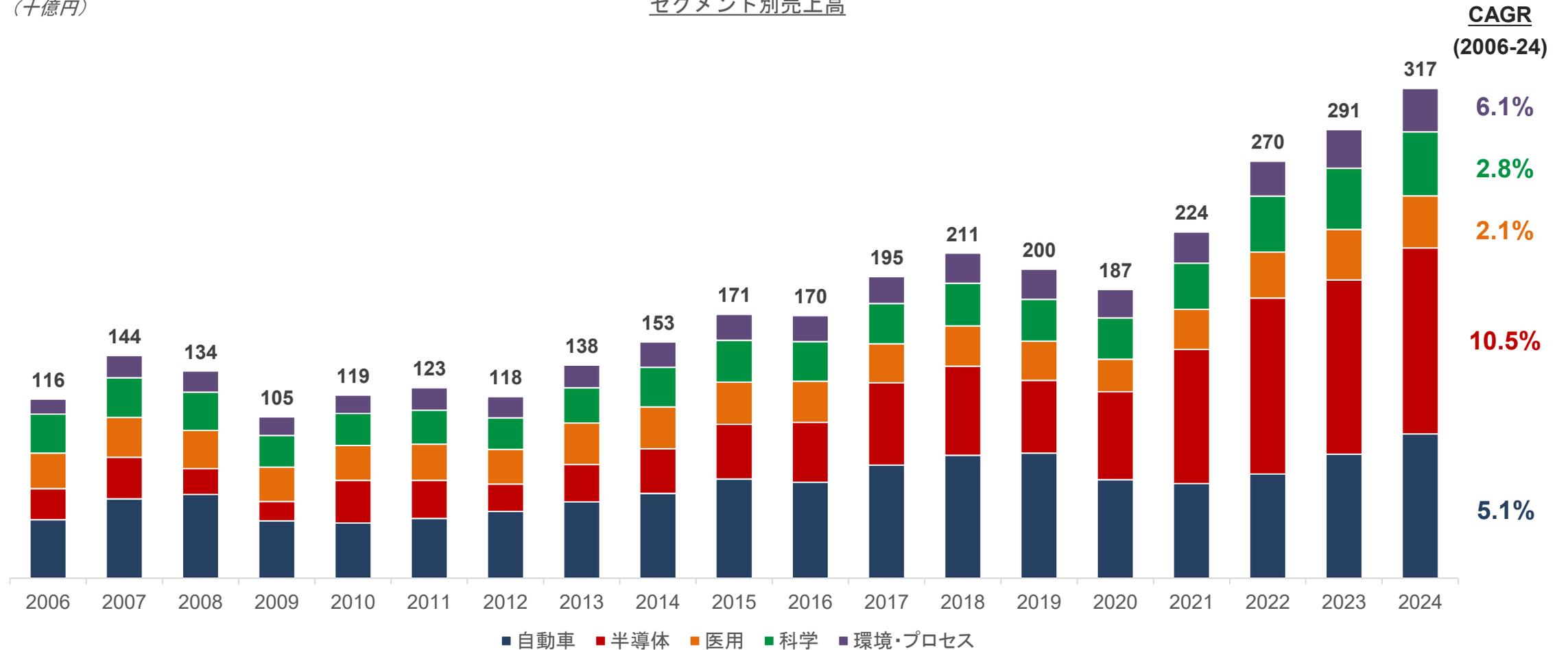
注: 英語版説明会資料のみに掲載、日本語版資料には掲載なし

しかし、現実には売上成長の大部分は半導体事業の構造的な成長に起因している

出所: 会社開示資料

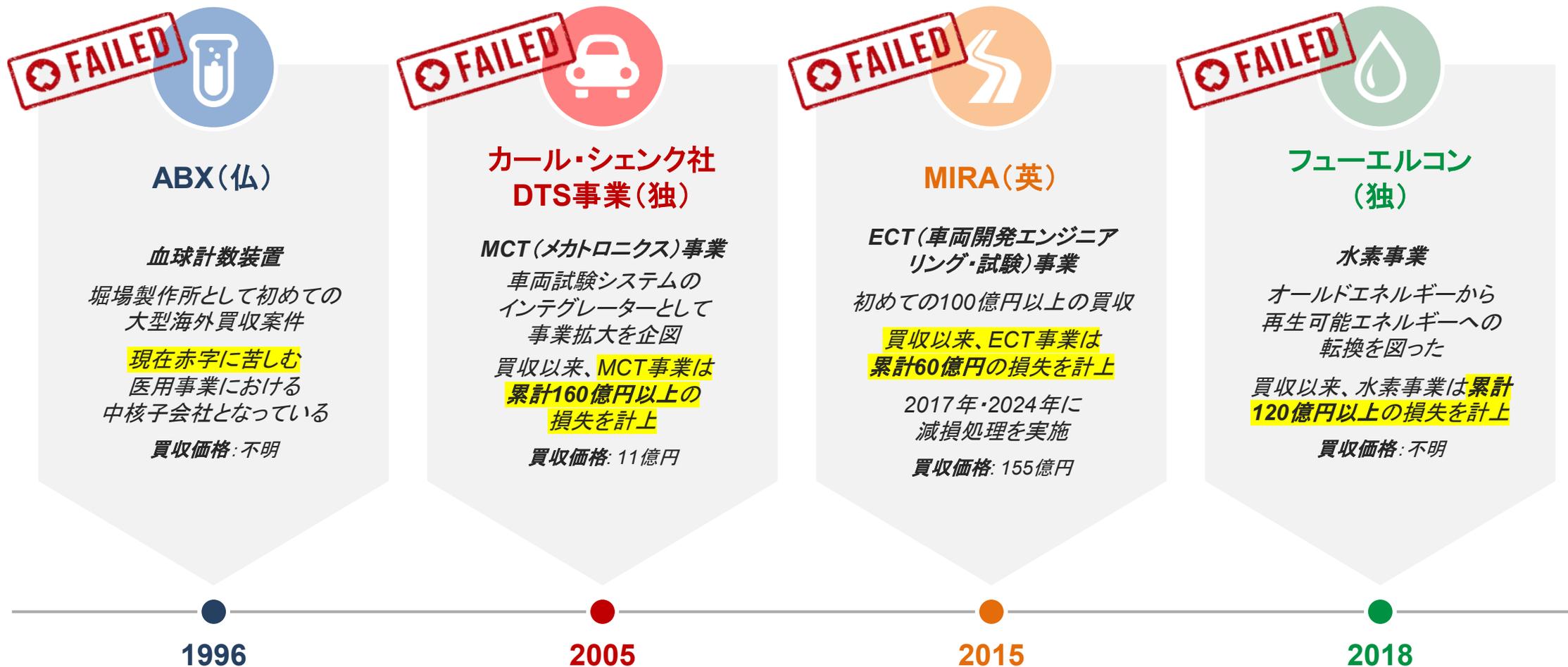
(十億円)

セグメント別売上高



堀場製作所の主な買収案件は、一貫して価値を生み出していない

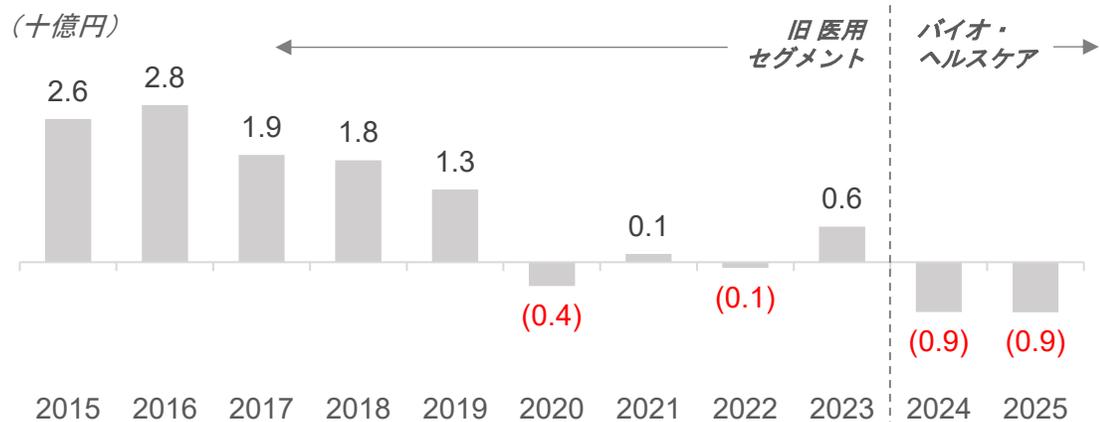
出所: 会社開示資料



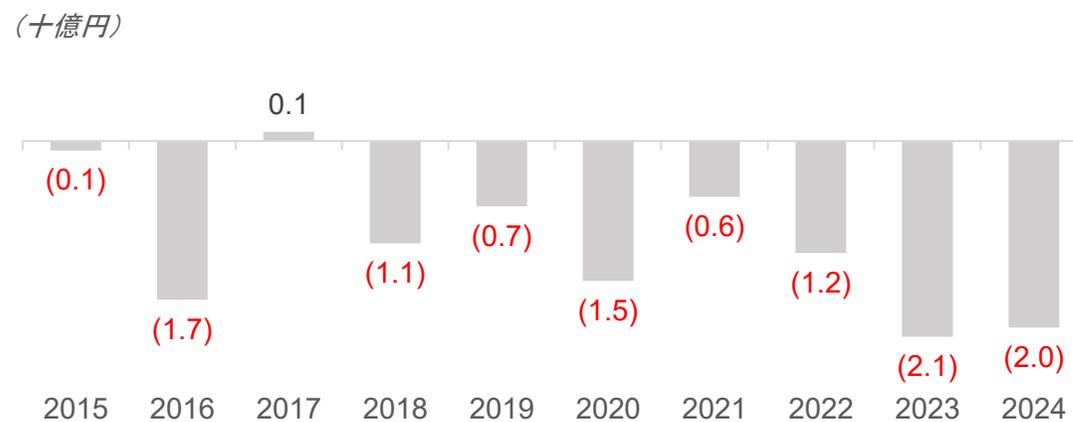
掘場製作所の主な買収案件は、いずれも慢性的な赤字事業になっている

出所: 会社開示資料、英国企業登記局、ドイツ連邦官報

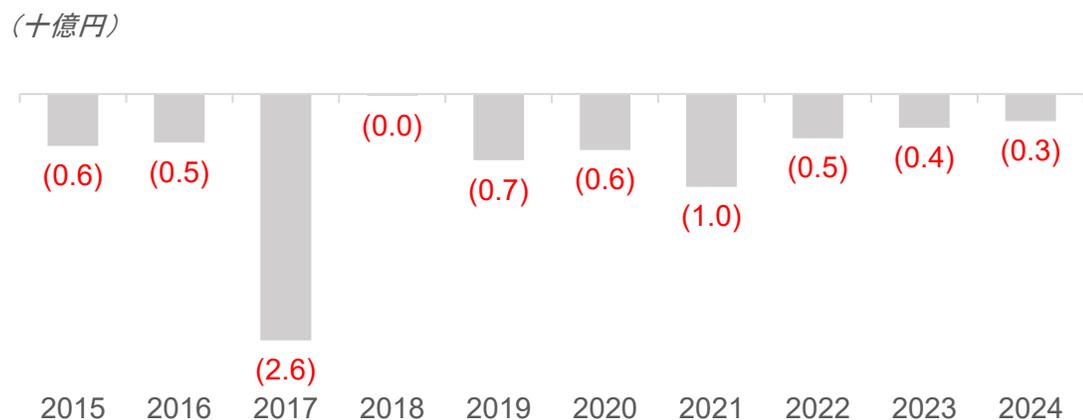
ABX社



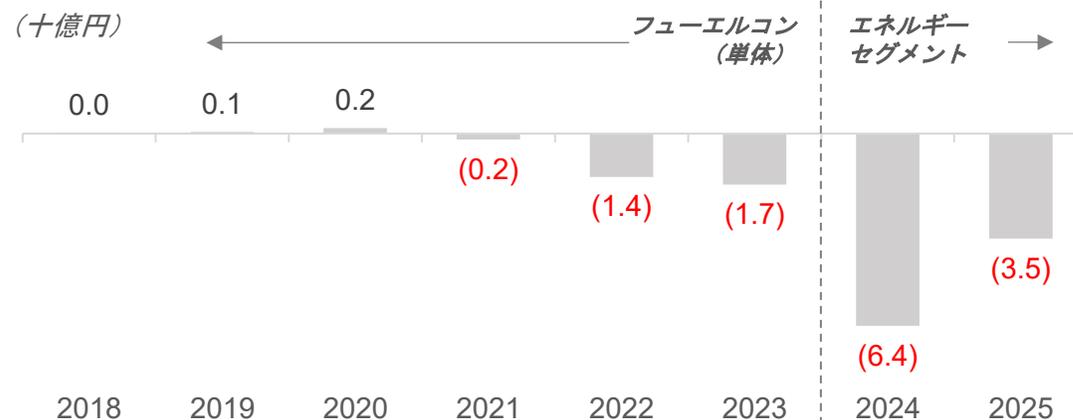
カール・シェンク社 DTS事業



MIRA社



フューエルコン社



堀場会長が主導してきたM&Aは、会長独自のおかしな買収戦略に基づく

海外での買収の「見返り」として 堀場会長が個人的な栄誉を得ている

フランスやイギリスにおける堀場製作所の大型買収後、堀場会長は個人として名誉ある国家栄誉を受章している。

全株式・現金による買収 及び継続的な追加投資

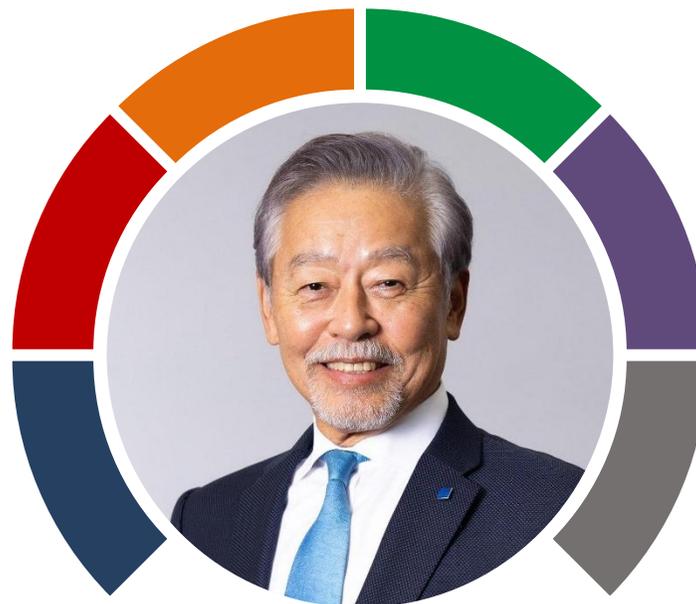
堀場会長はレバレッジを活用しない買収にこだわっている上に、買収した企業には多額の追加投資を行うことを約束している。

「絶対に諦めない」姿勢を貫き、高収益な 他事業の陰に赤字事業を隠し続けてきた

一度買収された事業は、長期的な業績不振でも看過され、慢性的な損失は高収益なキャッシュカウ事業から実質的に補填される。

戦略的な整合性に欠ける売り手主導の 行き当たりばったりな買収

買収は戦略主導ではなく、基本的に受け身なスタンスを維持しており、堀場製作所にアプローチしてきた企業が主な買収対象になっている。



一連のM&Aの失敗にもかかわらず、 買収後の説明責任は果たしていない

堀場製作所の取締役・経営陣はこれまでのM&Aの実績を成功として描き続け、責任を回避しつつ、誤解を招く説明を続けている。

買収が失敗し損失が発生した際の責任は 経営トップではなく部下にとらせる

堀場会長が主導した買収が多額の損失を計上した場合でも、会長自身が責任をとるのではなく、その責任は他の管理職等に擦り付けられる。

全てのM&Aが失敗した背景には、
堀場会長独自のおかしな買収戦略がある

売り手主導の行き当たりばったりな買収は、明確な戦略的根拠を欠く

出所: 賢者の選択

- 取材者 (ABX社を買収したのは)以前からお付き合いがあつて？
堀場会長 はい。で、彼らのほうからロッシュというスイスの大きな製薬メーカーの傘下の会社だったんですけど、**われわれのグループに入りたいということで、来てくれまして、どうしようかということになったんです...**
- 取材者 向こうは、ですから企業としては調子が悪くなっていたということですかね？
堀場会長 そうですね。悪くはないんですけど、伸びられないということだったんですね。(中略)
- 取材者 そして今度、ドイツの会社、カールシェンクというところも買収されてる？
堀場会長 そうですね。これはダイムラー・ベンツのダイムラーさんが勤めていたような名門の会社なんですけれども、そこも一緒に仕事をしている中で、買収を経験しました。
堀場グループのほうに、傘下に来たいということで買収した...
- 取材者 これも結構スムーズに、じゃあ、いったんですか？
堀場会長 そうですね。買収するまであちらの幹部と話をしに行ったんですけど、20名ほどランチ一緒に食べたんですけど、買収する前なのに、もう既に堀場で仕事をしているような発言をみんなしだしたんですね。で、普通そうなるのに5年から10年かかるんですよ。
それで、この会社はブレーキテスターってブレーキをテストしたり風洞(ふうどう)試験機とか重さで勝負というような会社で、われわれ軽さで勝負なのです、全然価値観が違うんですね。で、最初は避けてたんですけども、**ここまで彼らが思ってくれてるのは、これをやはり財産にしないもったいないということ**で、買収の決心しまして、これもやはり苦労してます(笑)。

— 堀場厚会長、テレビ番組「賢者の選択」のインタビューにて
(2009年2月21日)(強調はオアシスによる)



売り手主導の行き当たりばったりな買収は、明確な戦略的根拠を欠く(続き)

出所: ダイヤモンド・オンライン



最近買収したイギリスのマイラ(自動車のテストコースまで持つ、車両開発および試験エンジニアリング企業:2015年に買収[現ホリバマイラ])に関しては、おもしろいエピソードがあります。実はマイラのCEOは、ドイツのカール・シェンクの自動車計測事業の役員だった人で、ホリバが買収した後の5-6年間、現地で経営を担ってくれていたのです。(中略)

その彼が久しぶりにやってきて、**マイラのCEOとして、「ホリバの傘下に入って、一緒に仕事をしたい」と言うわけです。**最初は断りました。買収金額も大きく、自動車のテストコースを持つ会社は我々の事業分野とかなり異なると感じたからです。

今年買収したドイツのFuelConも、マイラを買収した後のホリバの経営を注視していて、技術を大事にしているのを確認したうえで**ホリバグループに加わることになりました。**大きな買収については、こちらから申し入れたのではなく、相手側からオファーをいただくことがほとんどです。

M&Aで一番大事なことは、ホリバの企業文化に相手がいかに適合してくれるか、という点です。買収で失敗するケースは企業文化の齟齬に原因があると思いますが、ホリバの場合は、先方が我々の企業文化に惚れて傘下に入ってくれています。これが、ホリバのM&Aの成功確率が高い理由でしょう。

— 堀場厚会長、ダイヤモンド・オンラインのインタビューにて
(2018年12月21日)(強調はオアシスによる)

堀場会長自身、大型買収の殆どが売り手主導で、先方のアプローチを受けて初めて実現したことを認めている。これは、買収時に戦略上の整合性や経済合理性を十分に検討することなくM&Aが実行されたことを示唆している。

連続赤字を計上している事業についても「絶対に諦めない」スタンスを貫き、収益性の高い他事業の陰に悪い事業の損失を隠し続けてきた

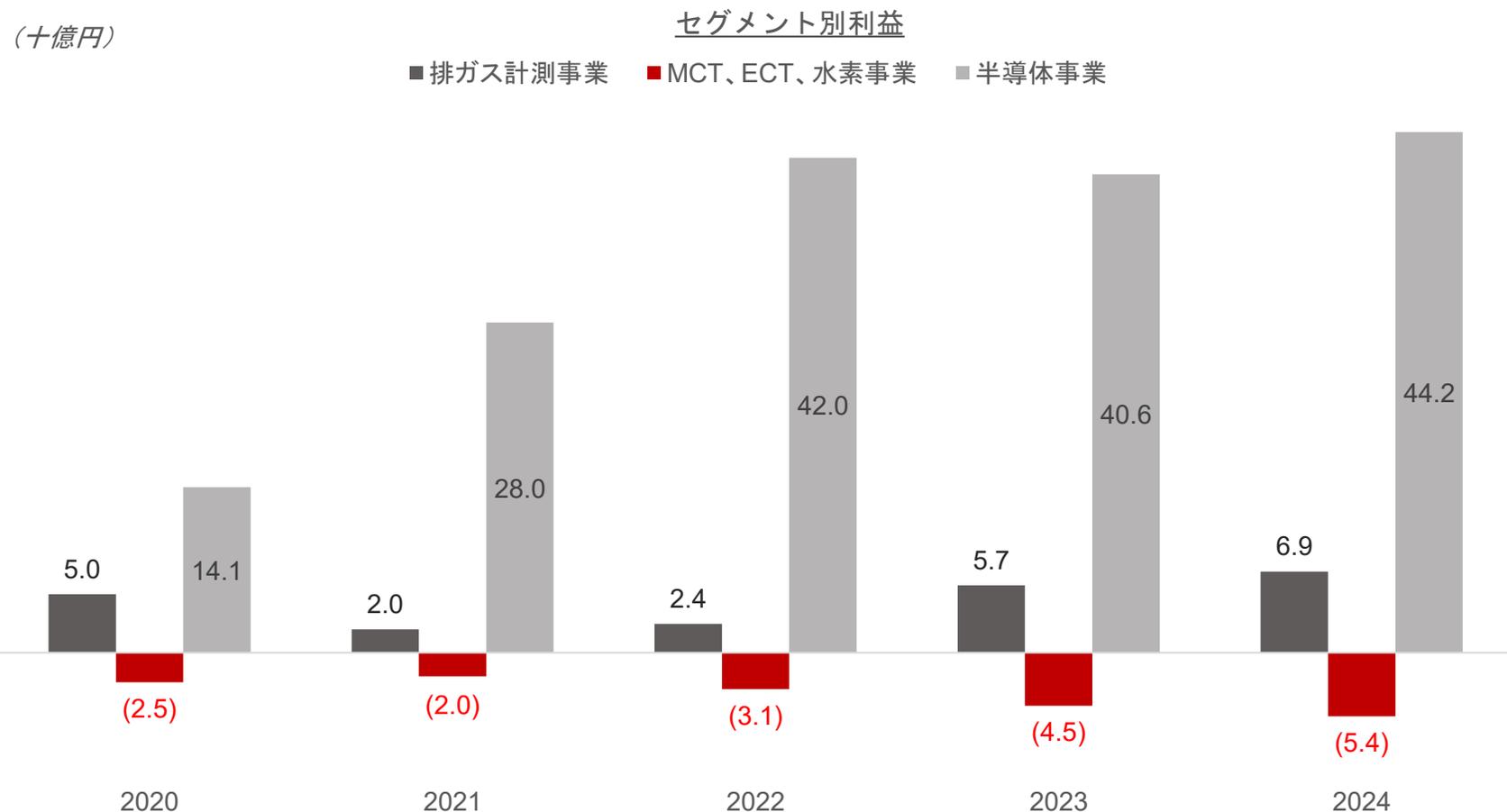
出所: 専門家インタビュー



堀場製作所の買収に関して一番の問題は、一度買収した事業は、どれだけ長く赤字が続いていても「絶対に諦めない」という経営の姿勢にあると思います。

グループの中では、排ガス計測システムや半導体といった稼ぎ頭の事業から資金を回して、赤字事業をとにかく延命させるという形になっています。

— 堀場製作所
元従業員



海外での買収の「見返り」として、堀場会長は名声を馳せている

出所: 会社開示資料、駐日英国大使館・在大阪英国総領事館 ビジネス・通商部

フランス

- 1996 堀場製作所が**仏国ABX社**を買収
ABX社はフランス大使館が紹介
- 1997 堀場製作所は分光測定装置メーカーである
仏国**Jobin Yvon社**を買収
- 1998 堀場会長が、仏政府より**国家功労勲章「オフィシエ」**
(L'Ordre National du Merite, Officier)を授与される
- 2010 堀場会長は、フランス発のブランドをグローバルに展開してきた実績や、日仏両国の技術・人財を融合させる経営、試薬生産拠点の拡張による安定した雇用創出などが評価され、仏政府より**レジオン・ドヌール勲章(L'Ordre National de la Legion d'honneur, Chevalier)**を受章



イギリス

- 2015 堀場製作所が**英国MIRA社**を買収
1946年に設立されたMIRA社は政府出資の英国自動車産業協会であった
- 2025 堀場会長は、チャールズ3世国王陛下より**名誉大英勲章 OBE (Honorary Officer of the Most Excellent Order of the British Empire)**を授与される

“

堀場氏は、ウエスト・ミッドランドのナニートン市にある子会社**ホリバMIRA社**への多額の投資を主導し、研究開発施設の強化を図ると共に...自動車の脱炭素化の推進を支援されました。ホリバMIRA内に設立されたMIRA Technology Instituteでは、若手エンジニアの育成に取り組むとともに...**ロンドン大学（ユニバーシティ・カレッジ・ロンドン）**には、博士課程の研究者支援のための資金提供も行っています。

—駐日英国大使館ビジネス・通商部

”

全株式・現金による買収及び継続的な追加投資

出所: ダイヤモンド・オンライン



たとえば、買収の最終決定などが挙げられます。相当な額を投資するわけですから、捨てる金になる可能性もある中で、トップみずからが判断をしなければ、思い切った提案は出てきません。**私が責任を負うという環境をつくることで、チャレンジングでドラスティックな提案がいろいろ出てきます。そして最後は私に決めてもらえばいい。そうなるのです。**

(その時、堀場さんはどこを見て最終判断を下すのですか。)

先ほど、マイラ買収のケースで述べたように、1番目は人財です。2番目は金額です。後者については、ルールを設定しています。どんなによい話であっても、当社の時価総額以上のところには手を出しません。これは私の信念ですが、基本的に「買収は自己資金でやる」ことにしています。

そももう一つは、「買収した同じ金額までは追加投入する」ということです。たとえば、50億円で買収した場合、最大50億円までは投入します。(中略)

EU離脱問題などもありましたが、マイラ買収が成功した理由は、R&D設備やテストコースの整備に60億円ほど追加投資したことにあります。

— 堀場厚会長、ダイヤモンド・オンラインのインタビューにて
(2018年12月21日)(強調はオアシスによる)

会長自身が表明している通り、堀場製作所の買収は全額自己資金で賄われており、同社のバランスシートは過剰資本に陥り、資本コストが不必要に引き上げられている。さらに、自己資金による取引は、銀行等による審査といった外部監督が弱まる結果、内部のハードルレートが緩くなりがちであり、買収以降の業績検証が十分に実施されないことに繋がる。

一連のM&Aの失敗にもかかわらず、買収後の説明責任は欠如

出所: 会社開示資料



堀場 厚 氏
代表取締役会長
兼グループCEO

- 1982年より堀場製作所の取締役を務める
- 1992年に堀場製作所代表取締役社長に就任
- **主要な買収案件**（ABX、カール・シェンク、MIRA、フューエルコン）の**全て**における**最終意思決定者**



齊藤 壽一 氏
代表取締役副会長
兼グループCOO

- 2005年より堀場製作所の取締役を務める
- 2013年より副社長に就任し、堀場会長の右腕として活躍
- 株主総会招集通知には、同氏が**企業買収を主導した経歴**が掲載されている



足立 正之 氏
代表取締役社長

- 2014年より堀場製作所の取締役を務める
- 2018年に代表取締役社長に就任
- **同氏が社長に就任してからフューエルコンの買収を実行**
- 現在、ホリバABXの経営監督委員会議長、バイオ・ヘルスケア事業のフィールドオフィサーを務める



George Gillespie
取締役

- 2025年より堀場製作所の取締役を務める
- 堀場製作所がカール・シェンク社を買収した際の従業員
- **堀場製作所がMIRA社を買収した際にCEOを務める**
- MIRA社、ホリバ・ヨーロッパ、フューエルコン社の代表取締役会長を務める

失敗に終わったM&Aにおける主要な意思決定者は一切説明責任を果たしていない。

買収が失敗した際は経営トップではなく、部下に責任をとらせる

出所: 専門家インタビュー



HORIBA

元従業員

“

堀場製作所がメカトロニクス事業（カール・シェンク社のDTS事業）を買収しようとしていた当時、のちにホリバ・ヨーロッパに統合されることになるこの事業を買収することについて、ホリバ・ヨーロッパ社内では反対の声も出ていました。実際、一部のシニアエグゼクティブは「この事業は買収すべきではない」と会社に進言していましたが、それでも会社は買収を進めました。その後、メカトロニクス事業の業績が悪化していくと、当初この買収に反対していた幹部たちが、今度は業績不振の責任を問われて解雇されてしまいました。

— 堀場製作所 元従業員

”

堀場製作所の取締役や経営トップが極めて長期にわたりその地位を維持している中で、特定の部門や地域を管轄する管理職及び従業員は業績不振を理由に処罰を受けている。

目次

はじめに

概要

堀場製作所の実態は半導体企業である

半導体業界対比で割安なバリュエーションが慢性化

バリュエーションが割安な理由

- a. 高収益な半導体事業が、慢性的に赤字が続く事業群に覆い隠されている
- b. 中期目標が繰り返し未達にもかかわらず、非現実的な目標を掲げ続けている
- c. 堀場会長が主導した主要なM&A案件が全て失敗に終わっている

▶ **d. 問題のある資本配分**

根底にあるのは脆弱なガバナンス体制

- a. 縁故主義が堀場製作所のガバナンスを損なっている
- b. 取締役会が十分な監督機能を果たしていない

堀場製作所の株主が堀場厚会長の再任に反対すべき理由

最後に

なぜ堀場製作所は割安で取引され続けているのか

01

高収益な半導体事業が、慢性的に赤字が続く事業群に覆い隠されている

- 堀場会長は「選択と集中」を拒んでおり、同社の事業ポートフォリオは過度に分散された状態で放置されている
- 業績不振が続く事業（ECT、MCT、水素、医用、排ガス計測事業等）が全社の成長性や収益性を著しく引き下げている

02

中期目標が繰り返し未達にもかかわらず、非現実的な目標を掲げ続けている

- 過去の経営計画において非半導体セグメントの目標が殆ど未達となる状況が続いているが、事後検証は実施されていない
- 現行経営計画においても非現実的な目標が繰り返されており、経営陣は説明責任を免れるため計画修正を掲げた

03

堀場会長が主導した主要なM&A案件が全て失敗に終わっている

- 主要な買収は全て慢性的な赤字事業になっており、株主価値を著しく毀損し続けている
- 度重なるM&Aの失敗は堀場会長の誤った買収戦略に起因するにもかかわらず、堀場会長は説明責任を全うしていない

04

問題のある資本配分

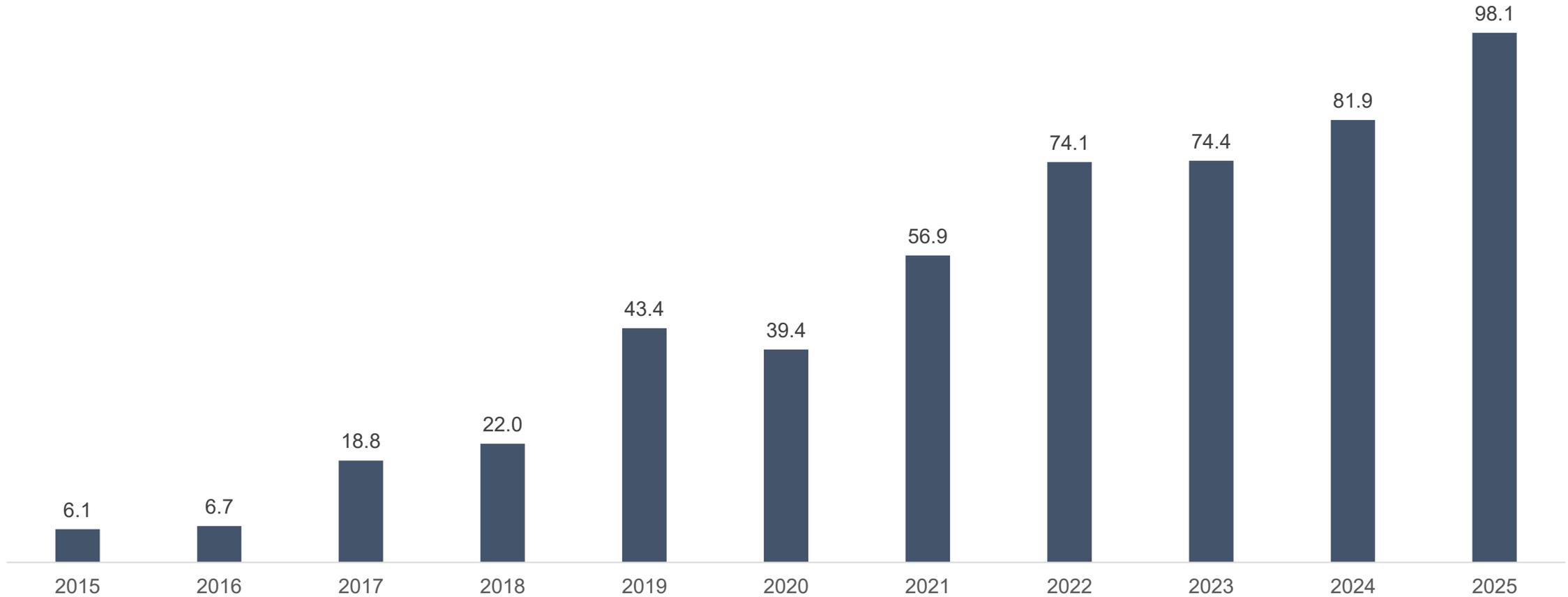
- 堀場製作所は過剰な現預金を保有しており、これが資本効率を著しく損なっている
- 優良な半導体事業に対する資本配分は不十分な一方で、構造的低収益に陥っている非半導体事業に対する成長投資が優先されている

半導体事業における好調な業績に支えられ、堀場製作所のネット・キャッシュ残高はここ数年で飛躍的に増加し、現在では約1,000億円に達している

出所: 会社開示資料

(十億円)

ネット・キャッシュ残高



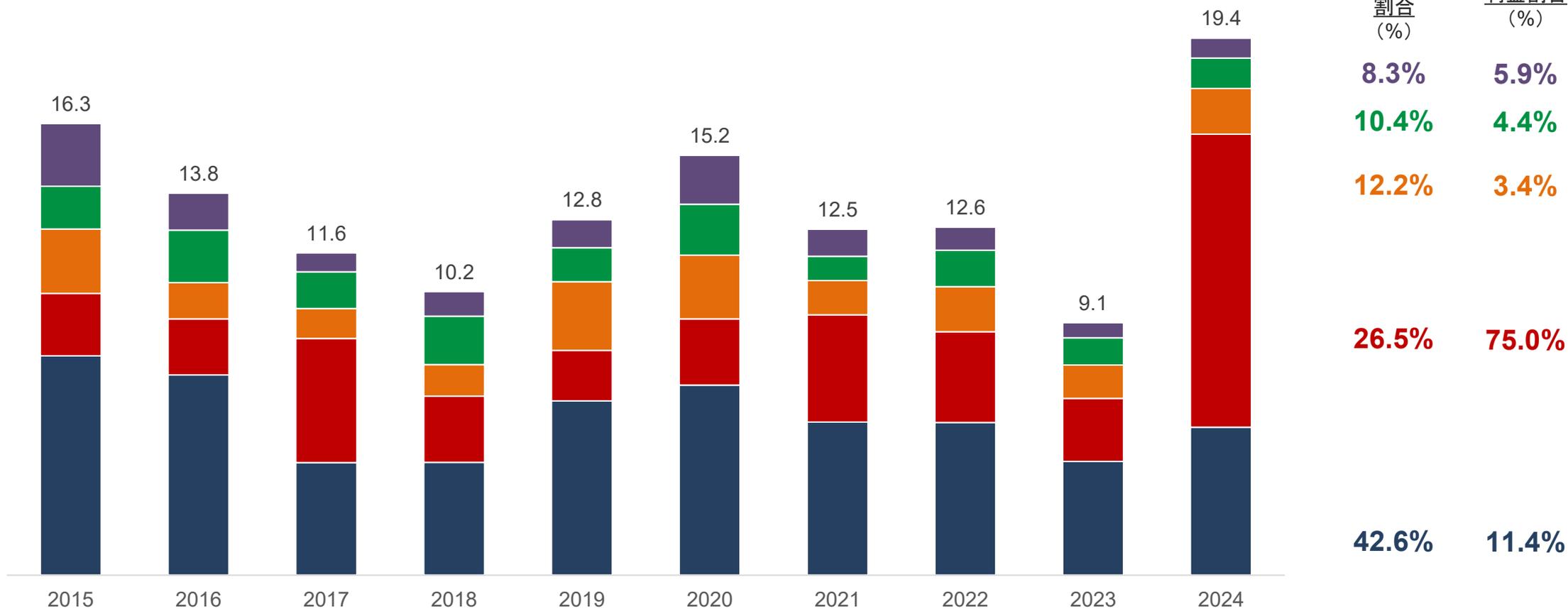
半導体事業は過去10年間の累計純利益のうち75%を生み出したにもかかわらず、同事業に対する累計投資額は僅か27%に留まった

出所: 会社開示資料

(十億円)

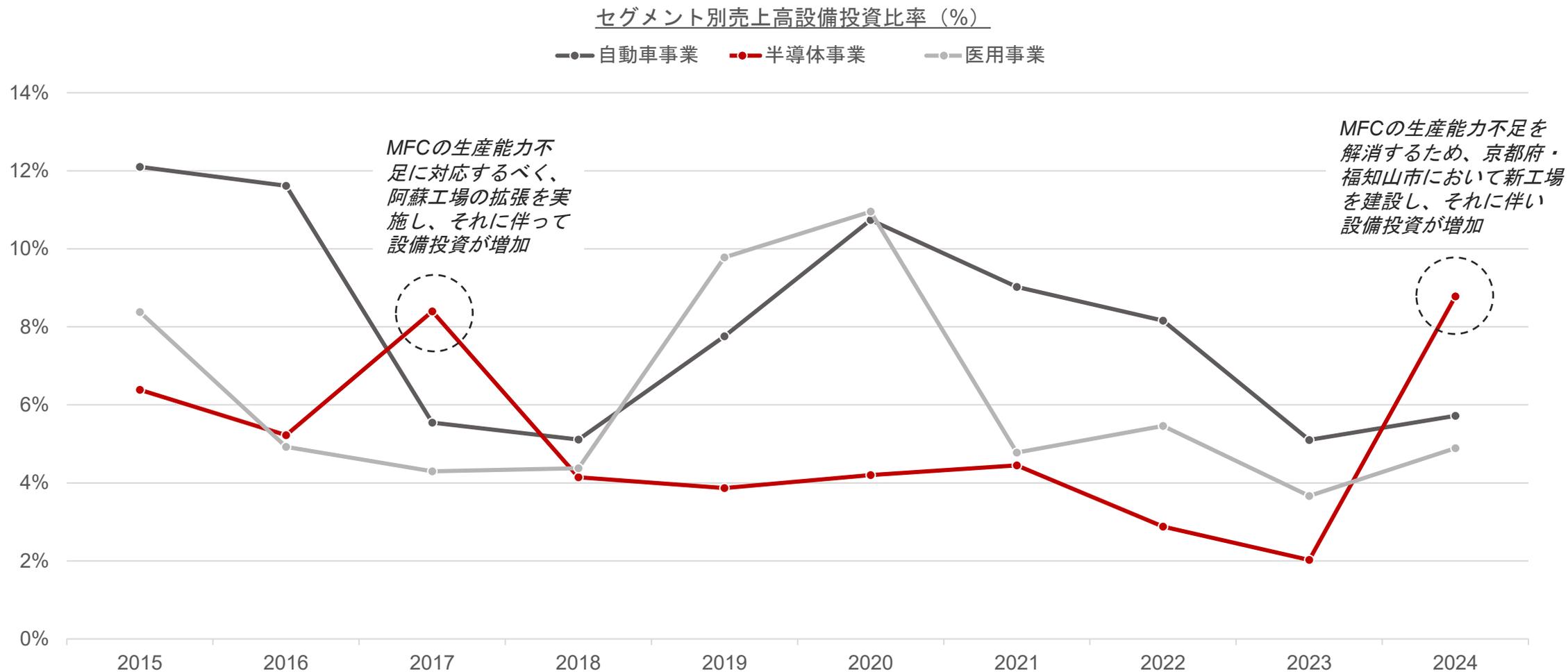
セグメント別設備投資

■自動車 ■半導体 ■医用 ■科学 ■環境・プロセス



半導体事業は、旺盛な需要に応えるため数年に一度生産能力強化を行うだけで、その利益貢献度や豊富な成長機会に見合った水準の投資を受けていない

出所: 会社開示資料

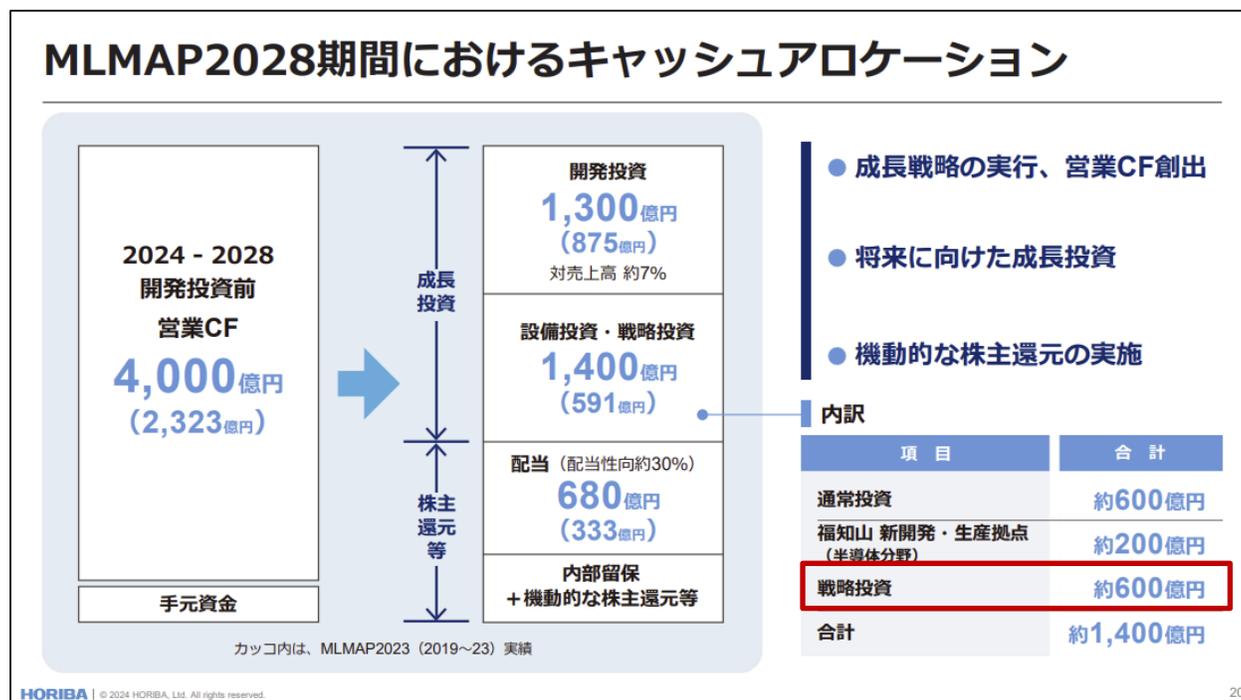


(再掲) キャピタルアロケーション方針は低収益事業に対する大型投資を正当化している

出所: 会社開示資料、IR取材

- 堀場製作所は、中期経営計画の4年間にわたり、総額1,400億円の設備投資を計画しており、うち600億円は「戦略投資」として充当される予定である
- これらの「戦略投資」は、主として水素及びライフサイエンス分野に向けられる見通しとなっている

MLMAP 2028 (2024年2月公表)



(MLMAP 2028における) 「戦略投資」として掲げた約600億円の主な使い道はM&Aになることを想定している。(中略) M&Aは全てのセグメントで実施する可能性があるが、水素やライフサイエンスが特に重要な成長領域になる。

— 堀場製作所 IR

水素とライフサイエンスは、なお時期尚早で不確実性が高く、投資リターンや持続的成長の見通しは限定的である。

目次

はじめに

概要

堀場製作所の実態は半導体企業である

半導体業界対比で割安なバリュエーションが慢性化

バリュエーションが割安な理由

- a. 高収益な半導体事業が、慢性的に赤字が続く事業群に覆い隠されている
- b. 中期目標が繰り返し未達にもかかわらず、非現実的な目標を掲げ続けている
- c. 堀場会長が主導した主要なM&A案件が全て失敗に終わっている
- d. 問題のある資本配分

▶ 根底にあるのは脆弱なガバナンス体制

- a. 縁故主義が堀場製作所のガバナンスを損なっている
- b. 取締役会が十分な監督機能を果たしていない

堀場製作所の株主が堀場厚会長の再任に反対すべき理由

最後に

目次

はじめに

概要

堀場製作所の実態は半導体企業である

半導体業界対比で割安なバリュエーションが慢性化

バリュエーションが割安な理由

- a. 高収益な半導体事業が、慢性的に赤字が続く事業群に覆い隠されている
- b. 中期目標が繰り返し未達にもかかわらず、非現実的な目標を掲げ続けている
- c. 堀場会長が主導した主要なM&A案件が全て失敗に終わっている
- d. 問題のある資本配分

根底にあるのは脆弱なガバナンス体制

- ▶ a. 縁故主義が堀場製作所のガバナンスを損なっている
- b. 取締役会が十分な監督機能を果たしていない

堀場製作所の株主が堀場厚会長の再任に反対すべき理由

最後に

堀場家は同社株式の僅か4.2%しか保有していないが、 経営トップは創業者の息子から孫へと代々受け継がれてきた

出所: 会社開示資料、ブルームバーグ

#	株主名	所有比率
1	オアシス・マネジメント	9.9%
2	GPIF	6.4%
3	三井住友信託グループ	5.2%
4	JA共済	4.0%
5	バンガード・グループ	3.6%
6	野村ホールディングス	3.2%
7	ステート・ストリート	2.9%
8	堀場 厚	2.6%
9	PFZW	2.5%
10	堀場製作所 楽学会 統志部会	2.0%
11	京都フィナンシャルグループ	2.0%
12	三菱UFJフィナンシャル・グループ	1.9%
13	ブラックロック	1.8%
14	京都中央信用金庫	1.7%
15	堀場製作所従業員持株会	1.7%
16	大和証券	1.6%
17	堀場 弾	1.5%
18	ノルウェー銀行	1.2%
19	T・ロウ・プライス・グループ	1.2%
20	ハートフォード保険グループ	1.0%

堀場家の持分
比率は4.2%に
満たないにも
かかわらず、
創業者出身者
が同社の経営
トップを担い
続けている



堀場 雅夫氏 (1924-2015)

堀場製作所 創業者

↓ 息子



堀場 厚氏 (1948-)

堀場製作所 3代目社長 (1992-2017)

会長 (2005-現在)

取締役 (1982-現在)

↓ 息子



堀場 弾氏 (1980-)

取締役 (2025-現在)

MLMAP リーダー

堀場厚会長は経営者として多くの失敗を重ねてきたが、その長期政権を通じて説明責任が果たされたことはなく、深刻なガバナンス上の懸念を引き起こしている

出所: 会社開示資料



堀場 厚 氏

代表取締役会長兼グループCEO

- 1972年堀場製作所入社
- 1982年より、堀場製作所取締役を務める
- 1992年から2018年にかけて堀場製作所の代表取締役社長を務める
- 2018年より堀場製作所の代表取締役会長兼グループCEOに就任
- 創業者・堀場雅夫氏の息子
- ソフトバンク株式会社(2018年～)及び住友電気工業株式会社(2021年～)の社外取締役を務める

01 企業価値の最大化に失敗

半導体という明確な成長エンジンに経営陣が集中していない上に、数々の赤字事業が継続的な重しになっており、堀場製作所の株主にとって機会損失を生み出し続けている

02 損失が続いているにもかかわらず、抜本的なポートフォリオ改革を行わない

半導体以外の事業が殆ど構造的に不採算な状態に陥っているにもかかわらず、会長独自の経営理念が「選択と集中」を拒み続けてきた

03 会長のリーダーシップの下で経営目標が繰り返し未達に終わっている

過去2件の中期計画において半導体以外の事業が経営目標を達成していないが、十分な説明や是正措置は尽くされておらず、現行計画すらも現在見直し中となっている

04 全ての大型M&Aが株主価値を毀損する結果に

会長が主導した主要な買収案件は漏れなく減損処理や継続的な赤字を招いたが、長年にわたる業績の下振れにもかかわらず、十分な是正措置が取られないことがない

05 最適ではない資本配分方針

多額の現預金が資本効率を悪化させ、成長投資は収益源である半導体事業ではなく、非半導体事業に偏って配分されている

06 長期政権の背景にあるのは縁故主義

繰り返される失敗を考慮すると、43年超という過度に長い取締役在任期間の継続は、実績や実力に基づいたものではなく縁故主義の結果と見做すのが妥当である

堀場弾取締役の経営幹部としての登用は、堀場製作所のガバナンス体制の不備を露わにし、実力主義に基づいた公平な指名プロセスを損なうものである

出所: 会社開示資料



堀場 弾 氏

取締役

- 2004年堀場製作所入社
- 2025年より、堀場製作所取締役を務める
- 2012年から2017年まで、ホリバ・インスツルメンツ（米）に勤務
- 2018年から2022年まで堀場アドバンステクノの社長、2023年から現在に至るまで堀場エステックの社長を務める
- 創業者・堀場雅夫氏の孫

01

異例のスピード昇進は指名プロセスの妥当性に疑義を生じさせる

堀場弾氏は入社14年目で子会社の社長に就任、20年目には最も稼ぎ頭である半導体子会社の社長に任命され、その後まもなく取締役に昇格するという、異例の速さの昇進を遂げている。取締役会から明確な実績に基づく説明がない限り、これは優遇措置と見る他なく、指名プロセスの独立性に重大な疑義を生じさせる

02

MLMAP2028の責任問題：実行なきリーダーシップ

堀場弾氏はMLMAP2028のリーダーとして位置づけられている。同計画は非半導体分野において野心的な目標を設定する一方で、達成方法について限定的な説明しか提示していない。経営陣は既に計画の見直しが必要だと認めており、当初の前提が十分に根拠づけられていなかった可能性を示唆している。計画のリーダーとして、堀場弾氏は計画の信頼性や目標未達に対する責任を問われるべきである

03

学歴の独立性に疑問符が付く

過去に提示された取締役のスキルマトリックスにおいて、堀場製作所は堀場弾氏のエグゼクティブMBA取得を強調していた。しかし、同氏のEMBAはカリフォルニア大学アーバイン校で取得したものであり、同校は堀場製作所と長年にわたって多額の寄付を受け取る等深い関係性にある。この関係性は、当該資格に対する合理的な疑問を招くと同時に、実力主義に基づくガバナンスに対するより広範な懸念を強める

04

所有権なき創業家支配は縁故主義である

創業家は合わせて約4%しか株式を保有していないにもかかわらず、堀場弾氏はMLMAP2028リーダー、最大の稼ぎ頭である半導体子会社の社長、取締役など、経営に携わる重要な立場に繰り返し任命されている。これは完全な実力主義のプロセスとは整合性が取れず、縁故主義であると捉えるしかない。堀場製作所としてのガバナンスや取締役会の監督機能に対する信頼を損なうものである

堀場製作所とカリフォルニア大学アーバイン校との長年にわたる金銭的關係は、堀場弾取締役の学歴の正当性及び独立性について疑問を投げかける

出所: 会社開示資料、カリフォルニア大学アーバイン校

UC Irvine



2018年8月にUC Irvineキャンパスにて開催された「HORIBAモビリティ・コネクティビティ研究所」の調印式



- 1973 - 1977
 - 堀場厚会長がカリフォルニア大学アーバイン校(UC Irvine)で工学を学ぶ。学部生としてスコット・サミュエルセン教授の熱力学講座を受講
- 1988
 - UC Irvine Advanced Power and Energy Program (APEP) が堀場製作所の社員を対象に1年間の研究員受入れを開始。サミュエルセン教授はAPEPの創設ディレクター。足立社長も1980年代後半にUC Irvineに通っていた経歴を有する
- 1992
 - 堀場製作所が、UC Irvineが主導となって創設されたPacific Rim Consortium on Energy, Combustion, and the Environment の創設メンバーとなる。同コンソーシアムについてもサミュエルセン教授が主導する取り組み
- 2012-2014
 - 堀場弾氏がUC IrvineのエグゼクティブMBAプログラムに参加
- 2018
 - 堀場製作所はUC Irvine APEPに対し、900万米ドル(約10億円)を寄付し、「HORIBAモビリティ・コネクティビティ研究所」を設立。当研究所は堀場製作所とAPEP及びUC Irvineとの長年にわたる関係を記念する形で設立
- 2021
 - 「HORIBAモビリティ・コネクティビティ研究所」の開設

縁故主義に基づく父親の贔負が、公正かつ客観的な業績評価を歪めている

出所: 日本経済新聞



ある子会社の話だ。社員はみんな優秀で頑張っていたが、いまひとつ士気が上がらなかった。そこで創業製品のpHメーターを任せ、私の息子（堀場弾・常務執行役員）を社長に就けたら一気に業績が上がった。社員は変わらなくても仕組みを変化させれば業績もツキも変わってくる。（強調はオアシスによる）

－ 堀場厚会長 日経産業新聞のインタビューにて（2024年1月25日）

堀場会長にとって不都合な事実

- 堀場会長の息子である堀場弾氏は、2018年1月に堀場アドバンステクノ（完全子会社）の社長に就任
- DRAM投資の活発化により、世界の半導体メモリサイクルは2017-2019年頃にピークを迎えた
- 堀場アドバンステクノは半導体ウェットプロセスに使用される薬液濃度モニターにおいて世界シェア約8割を有しており、半導体ファブ装置に対する設備投資の盛り上がりに伴う薬液濃度モニター需要急増の恩恵を受けていた
- **業績回復は単なる半導体投資サイクルによるもので、堀場弾氏の社長就任による手柄としては到底評価できない**

堀場製作所の経営陣は、好況な市場環境と自社の経営能力を混同しているように見受けられる。堀場アドバンステクノの業績回復に関する会長の発言は、堀場製作所の主要経営幹部に対する指名プロセスが公正性や客観性を欠くものであることを示唆している。

目次

はじめに

概要

堀場製作所の実態は半導体企業である

半導体業界対比で割安なバリュエーションが慢性化

バリュエーションが割安な理由

- a. 高収益な半導体事業が、慢性的に赤字が続く事業群に覆い隠されている
- b. 中期目標が繰り返し未達にもかかわらず、非現実的な目標を掲げ続けている
- c. 堀場会長が主導した主要なM&A案件が全て失敗に終わっている
- d. 問題のある資本配分

根底にあるのは脆弱なガバナンス体制

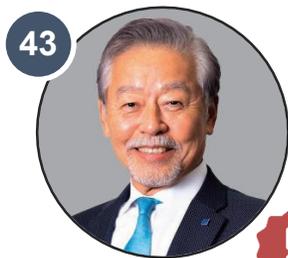
- a. 縁故主義が堀場製作所のガバナンスを損なっている
- ▶ b. 取締役会が十分な監督機能を果たしていない

堀場製作所の株主が堀場厚会長の再任に反対すべき理由

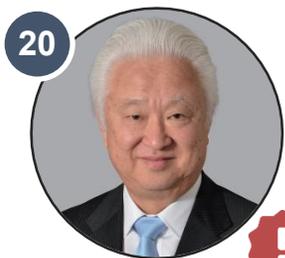
最後に

2026年定時株主総会における取締役候補者9名には、過去のM&A失敗の責任を負う人物や、京都経済界での繋がりがあり、独立性に疑問符が付く人物が多く含まれている

出所: 会社開示資料



堀場 厚氏
(代表取締役会長兼
グループCEO)
創業者の息子



齊藤 壽一氏
(代表取締役副会長兼
グループCOO)



足立 正之氏
(代表取締役社長)



ジョージ・ギレスピー氏
(取締役)
ホリノMIRA社・
フューエルコン社会長



小山 浩史氏
(常務執行役員兼
グループCFO)
元・日銀京都支店長



社外取締役



堀場 弾氏
(取締役)
創業者の孫



外山 晴之氏
(社外取締役)
元・日銀高官
指名報酬委員会
委員長



松田 文彦氏
(社外取締役)
京都大学総長首席学事補佐・
教授(ゲノム医学)



田邊 智子氏
(社外取締役)
医師、京都メディカル
クラブ社長



過去のM&Aの失敗に
責任を負う取締役

縁故主義が
疑われる選任

京都拠点の身内
員が疑われる

堀場製作所取締役
としての任期
*2026年新任

社内取締役であるジョージ・ギレスピー氏の取締役任命は、同氏の監督下にある事業部門の持続的な業績不振に鑑みると、その指名理由が理解し難く、精査が必要である

出所: 会社開示資料



ジョージ・ギレスピー 氏

取締役

- 2005年、堀場製作所がカール・シェンク社のDTS事業を買収した際に堀場製作所に入社
- 2005年から2008年までホリバ・ヨーロッパに勤務。堀場製作所を退社後、MIRA社のCEOに就任
- 2015年、MIRAの買収を堀場製作所に持ち掛け、買収が実現
- ホリバMIRA社、ホリバ・ヨーロッパ、フェューエルコン社の取締役会長を務める
- 2025年から、堀場製作所の取締役を務める

01

監督下にある全ての事業が継続的な赤字体質

ギレスピー氏は堀場製作所の自動車関連事業であるホリバMIRA社、ホリバフェューエルコン社、MCT部門の直接的な運営責任を負っている。これらの事業は全て、買収から年数が経過した現在も、堀場製作所の株主にとって深刻な価値毀損をもたらし、利益に一切貢献していない

02

業績よりも個人的な関係性が優先されている

ギレスピー氏の堀場製作所における経歴は、破綻寸前のMIRA社のCEOとして同社を堀場製作所に売却した後に複数の赤字子会社の会長職を担い、最終的に堀場製作所自体の取締役に就任と、実際の価値創造に裏付けられたものではなく、堀場家との個人的な関係性によって推進されたものに見受けられる

03

外国人という肩書きは極めて形式的な多様性でしかない

ギレスピー氏は堀場製作所の取締役会における唯一の非日本人取締役であり、同氏の任命は表面的には取締役会の多様性やグローバル色を強化するようと思われる一方、この指名の実質的な根拠は不明であり、真に独立した監督や経営に対する貢献度は見込むことができない

04

取締役への選任理由が不明

堀場製作所がギレスピー氏を取締役に指名した理由は極めて曖昧で、収益性・投資利益率など、具体的な財務成果は一切言及されていない。同氏が監督してきた事業が長年業績の足を引っ張っているにもかかわらず、同氏の実績として何が評価されているのか依然として不明

2026年定時株主総会の株主招集通知に開示された取締役のスキル・マトリックスからも、成長ドライバーとなる半導体事業への十分な注力が欠けていることは明らかである

出所: 会社開示資料

定時株主総会招集通知における取締役のスキル・マトリックス(2026年2月発行)

取締役氏名	企業経営	技術／研究開発	各事業の知見			ファイナンス	法務／コンプライアンス	国際性
			エネルギー・環境	バイオ・ヘルスケア	先端材料・半導体			
堀場 厚 氏	✓					✓		✓
齊藤 壽一 氏	✓		✓		✓		✓	✓
足立 正之 氏	✓	✓	✓	✓				✓
小山 浩史 氏*	✓					✓	✓	
ジョージ・ギレスピー 氏	✓	✓	✓					✓
堀場 弾 氏	✓		✓		✓			✓
外山 晴之 氏						✓	✓	✓
松田 文彦 氏	✓	✓		✓				✓
田邊 智子 氏	✓	✓		✓				✓

注: 小山浩史氏は2026年定時株主総会にて取締役に就任予定



現在の取締役会構成を見ても、半導体事業が堀場製作所の利益の約9割を占める成長の柱にもかかわらず、本事業に対して経営陣が十分集中しておらず、適切なリソース配分がなされていないことは明らかである。

堀場製作所は、オアシスが紹介した半導体業界における豊富な経験を有する取締役候補者の採用を見送っており、これは現経営陣がコーポレートガバナンスの改善に消極的であることを証明している

2026.
01.09

オアシスは堀場製作所に
実績豊富な取締役候補を紹介



オアシスが紹介した 取締役候補者のプロフィール

- ✓ 半導体関連業界及び分析・精密計測分野にまたがる豊富なグローバルリーダーシップ経験
- ✓ 上場している産業技術企業の元CEO
- ✓ アジア、欧州、北米における上級管理職及び取締役としての職務経験を有する
- ✓ 半導体製造装置エコシステムに関する深い知見を有している
- ✓ 日本での実務経験を有し、日本語でビジネスレベルの会話が可能

2026.
02.11

堀場製作所の
指名委員会による
取締役候補者の面談

- X 指名委員会委員全5名中、面接に参加したのは僅か3名
- X 面談を通じて、当該候補者の半導体業界に対する理解を確認するような質問は一切なかった
- X 当該候補者の堀場製作所の事業に対する理解を確認する質問はなかった

2026.
02.17

堀場製作所がオアシスに対し、
2026年株主総会において
当該候補者を取締役候補者
として推薦しない旨を通知

堀場製作所が挙げた主な理由：

- 候補者が同社のビジネスパートナーと関係を持つことから、候補者の独立性に対する懸念
- 候補者が同社の潜在的な取引先企業で別の役職に就いた場合、将来的な利益相反の可能性が拡大する恐れがある
- 適切なデューデリジェンスを実施する時間が不足している

堀場製作所は、利益相反の懸念を理由に、実績豊富な半導体業界の専門家を同社取締役として招聘することを拒否したが、このような懸念の合理的な根拠は見当たらない

堀場製作所による返答：

本決定に関する当社取締役会の見解は、以下のとおりです。
第1に、当該候補者が当社の重要な取引先と関係を有している点について、社外取締役に求められる独立性の観点から、慎重な検討を要すると判断いたしました。当社としては、独立性判断基準等の形式面に加え、株主・市場からの見え方も含め、社外取締役の独立性を厳格に確保することが重要であると考えております。

第2に、当該候補者が半導体業界において、当社取引先の経営に関与することで得られた見識については理解しております。一方で、取引先での経営関与に加え、2026年4月より欧州企業の社外取締役に就任予定である旨の通知があり、面談において、当該企業が当社の取引先となる可能性があることも伺いました。これらの状況を踏まえると、当社との利益相反に関する懸念を払拭できないほか、業界内での関係性等により、当社の事業運営や取引先との関係において不要な懸念を生じさせるおそれがあると判断いたしました。当社としては、社外取締役に期待する役割と、業界内での立場との間に潜在的な緊張関係が生じ得る点についても、慎重に考慮する必要があると認識しております。...

候補者の現在の役職は堀場製作所と利益相反の懸念を生じさせるのか？

X 候補者は半導体業界で数十年間にわたる経験を持ち、主要な業界団体で重役を務める等、非常に強力な業界ネットワークを有する一方で、現在の役職はいずれも堀場製作所の中心的な事業であるMFCと競合するものではなく、利益相反の懸念が生じるという主張は根拠を欠く

候補者が今後欧州企業において社外取締役に就任した場合、堀場製作所と利益相反の懸念を生じさせるのか？

X 同氏が取締役として今後参加予定の企業は、将来的に堀場製作所の顧客となる可能性こそあるものの、競合他社と見做すことはできない。むしろ、半導体製造装置業界において、顧客視点を取締役会の場に持ち込むことは極めて有意義であり、堀場製作所にとってはリスクよりもメリットの方が大きいはずである

堀場製作所は既存の社外取締役に対してもこの「利益相反」の基準を一貫して適用してその独立性を判断しているのか？

X 同社のコーポレートガバナンス報告書によれば、現在の社外取締役でさえ、同社との取引関係にある組織や同社からの寄付を受けている組織との関与を有している。仮に競争上の重複がなくても潜在的な取引関係が候補者の独立性を損なう理由となり得るのであれば、同様の理論で現職取締役の独立性にも疑問が生じる。堀場製作所はオアシスが紹介した当該候補者を拒否するにあたり、既存の判断基準とは矛盾した基準に依拠している

堀場製作所の役員報酬は一般従業員の平均年収と比較すると著しく高く、その格差は国内でも最高水準にある

出所: 東洋経済、会社開示資料

1位は71倍！社員と役員の「年収格差」が大きい会社ランキングTOP500 役員平均報酬1億円超は152社に増加

東洋経済 ONLINE 130th

田中 久貴：東洋経済データ事務局 2026/01/04 5:00

■社員と役員の「年収格差」が大きいTOP500社

順位	社名	年収格差 (倍率)	役員平均報酬 (万円)	従業員平均給与 (万円)
1	トヨタ自動車	71.87	7億0650	983
2	ダイキン工業	70.41	6億0200	855
3	パルグループホールディングス	68.99	5億9817	867
4	東京エレクトロン	60.22	8億1533	1354
5	ソニーグループ	58.72	6億5650	1118
6	武田薬品工業	48.51	5億3550	1104
7	楽天グループ	48.31	3億9660	821
8	リクルートホールディングス	45.17	5億1725	1145
9	伊藤忠商事	44.05	7億9514	1805
10	LINEヤフー	43.44	3億8400	884
11	ソフトバンク	39.79	3億3780	849
12	日本通信	34.97	2億7800	795
13	デクセリアルズ	34.52	2億6200	759
14	東建コーポレーション	32.96	2億0767	630
15	Speee	31.66	1億8360	580
16	日産自動車	30.19	2億7050	896
17	ペイカレント	30.12	4億0667	1350
18	三菱重工業	29.60	3億0129	1018
19	アドバンテスト	29.43	3億0875	1049
20	キヤノン	28.79	2億4933	866
21	ノエビアホールディングス	28.16	2億1150	751
22	イワキ	27.79	1億8900	680
23	アステラス製薬	27.27	2億8520	1046
24	富士通	27.23	2億5300	929
25	日清食品ホールディングス	27.13	2億3900	881

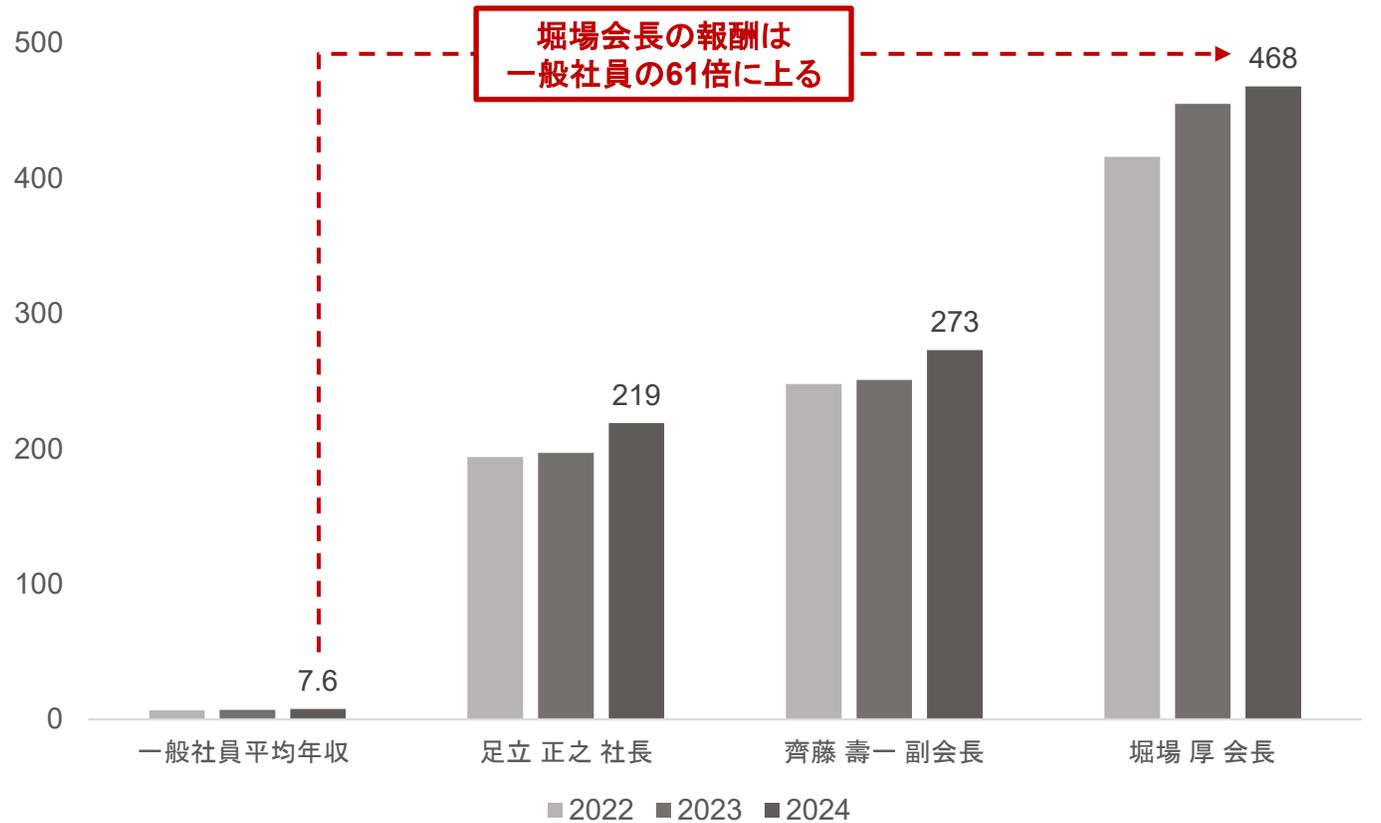
■社員と役員の「年収格差」が大きいTOP500社

順位	社名	年収格差 (倍率)	役員平均報酬 (万円)	従業員平均給与 (万円)
26	加賀電子	26.56	2億2633	852
27	ネクソン	26.24	1億9050	726
28	オープンハウスグループ	26.18	2億4400	932
29	堀場製作所	25.35	1億9367	764
30	コマツ	23.81	2億0450	859
31	ミラトップ	23.80	1億1950	502
32	ユニバーサルエンターテインメント	23.70	1億6640	702
33	ディップ	23.18	1億2167	525
34	大和ハウス工業	23.01	2億2825	992
35	FOOD & LIFE COMPANIES	22.94	1億8650	813
36	LIXIL	22.66	1億6067	709
37	J T	21.92	2億0867	952
38	ロック・フィールド	21.40	1億0700	500
39	堀野製菓	21.29	2億1350	1003
40	クオールホールディングス	21.26	1億5288	719
41	TDK	21.11	1億7525	830
42	日立製作所	20.80	1億9987	961
43	ツカダ・グローバルホールディング	20.66	1億0867	526
44	日東電工	20.54	1億7133	834
45	ミスミグループ本社	20.09	1億6633	828
46	ZOZO	20.07	1億3167	656
47	リゾートトラスト	20.03	1億2658	632
48	山九	19.92	1億2767	641
49	D M G 森精機	19.69	1億7780	903
50	ペプチドリム	19.67	2億3000	1169

(出所) 2024年8月期～2025年7月期の有価証券報告書の従業員概況及びコーポレート・ガバナンスの状況より取得

(百万円)

年収比較：取締役 vs. 一般社員平均



堀場製作所の従業員が、華美な報酬を受け取る経営陣に対して懸念や不信感を抱くのは当然

出所: OpenWork



役員報酬と一般従業員の給与格差が大き過ぎる。従業員も世間相場平均もしくははやや高いレベルであればこの格差も理解できるが、**役員報酬は上場企業でもトップ50に入る一方で、従業員の平均年収は世間相場を下回っている**。友人や親戚と給与の話をするのも恥ずかしい。「ほんまもん」の一流企業を目指すのであれば改善すべきである。社員には意識だけ一流を求めるのは都合が良すぎる。一流の給与を出せるようになれば、名実ともに非常に優れた会社になる可能性があると思いたい。

－ 堀場製作所 従業員口コミ（2025年9月15日）

会長や役員報酬が同業他社と比較して3倍近くあり、役員と社員の給与格差ランキングでも全国上位の企業である。**この会社の規模に見合わない役員報酬**と、役員と社員の所得格差について、経営陣は恥ずかしくないのかと問いたい。

－ 堀場製作所 従業員口コミ（2022年5月9日）



堀場製作所の社是「おもしろおかしく」 「おもしろおかしく」企業価値を毀損し続ける行為は到底看過できない

出所: 会社開示資料

堀場製作所の社是

Omoshiro-okashiku
Joy and Fun



“

(私にとっての「おもしろおかしく」とは、)
やはり「チャレンジする」ことです。それが一番おもしろい。チャレンジしても、うまくいかないことが多い。でも、時々うまくいく。うまくいかないことが多ければ多いほど、成功した時の充実感は大きい。だから失敗してもかまわない。命を取られない範囲であれば、若いうちにむしろ失敗を繰り返すほうが良いと思います。

— 堀場厚会長、HORIBA Report 2019-2020

”

堀場製作所の「おもしろおかしく」という社是が、失敗に寛容すぎる企業文化を醸成し、経営陣は説明責任から免れてきた。非半導体事業における慢性的な業績不振や、深刻なコングロマリット・ディスカウントの状態は未だに放置されており、経営陣は「おもしろおかしく」を口実に、価値毀損に対する責任を免れてはならない。

目次

はじめに

概要

堀場製作所の実態は半導体企業である

半導体業界対比で割安なバリュエーションが慢性化

バリュエーションが割安な理由

- a. 高収益な半導体事業が、慢性的に赤字が続く事業群に覆い隠されている
- b. 中期目標が繰り返し未達にもかかわらず、非現実的な目標を掲げ続けている
- c. 堀場会長が主導した主要なM&A案件が全て失敗に終わっている
- d. 問題のある資本配分

根底にあるのは脆弱なガバナンス体制

- a. 縁故主義が堀場製作所のガバナンスを損なっている
- b. 取締役会が十分な監督機能を果たしていない

▶ 堀場製作所の株主が堀場厚会長の再任に反対すべき理由

最後に

オアシスは堀場製作所を守るため、堀場厚会長の再任に反対します



堀場 厚氏

代表取締役会長
兼グループCEO

オアシスは、
堀場製作所の
株主の皆様に対し、
堀場厚氏の再任に
反対票を投じるよう
要請いたします

堀場会長のリーダーシップの下で発生した経営上の失敗：

- 01** | 半導体事業の成長性や収益力を十分に引き出せておらず、企業価値を最大化させることに“失敗”
- 02** | 慢性的なコングロマリット・ディスカウントの解消に“失敗”
- 03** | 抜本的な事業ポートフォリオ改革を断行できず、同社全体の成長性と収益性の希薄化を放置する“失敗”
- 04** | 半導体以外の事業で経営目標が未達に終わるばかりか、将来的な改善への道筋も提示しない“失敗”
- 05** | 堀場会長が主導したとされる主要なM&A案件は全て“失敗”
- 06** | 利益の源泉である半導体事業への投資が不十分に留まる中、ネットキャッシュを積み上げ続ける、効果的な資本配分の“失敗”
- 07** | 創業家利益を一般株主利益より優先させないよう適切なガバナンス体制を構築することに“失敗”

01 半導体事業の成長性や収益力を十分に引き出せておらず、企業価値を最大化させることに“失敗”

堀場製作所は世界トップクラスの半導体製造装置ビジネスを有している



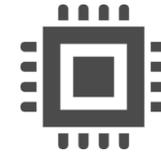
堀場製作所の
マスクフローコントローラは

60%

世界市場シェアを有する



主要顧客である世界的な
大手半導体製造装置メー
カーと、**長年にわたり良
好な関係を維持**



堀場製作所の
マスクフローコントローラは
エッチング装置や成膜装置に
不可欠な部品であり、**AIによる
構造的な成長の恩恵を受ける**

先端材料・半導体
セグメント売上
(FY2025)

1,565億円
10億米ドル

売上高 CAGR
(FY2019-2024)

20.6%

先端材料・半導体
セグメント利益
(FY2025)

445億円
2.8億米ドル

セグメント利益率
(FY2025)

28.4%

ROIC
(投下資本利益率)

33.2%

... しかしながら、経営陣は半導体事業を最も優先すべき事業として十分注力してこなかった



経営目標は
一貫して過度に
保守的に設定



利益貢献度に対して、
成長投資に十分な
資本配分がされない



現在の取締役会構成や
スキル・マトリックスは
経営陣の集中が散漫に
なっていることを示唆



半導体製造装置
バリューチェーン内で
拡大機会を逃している

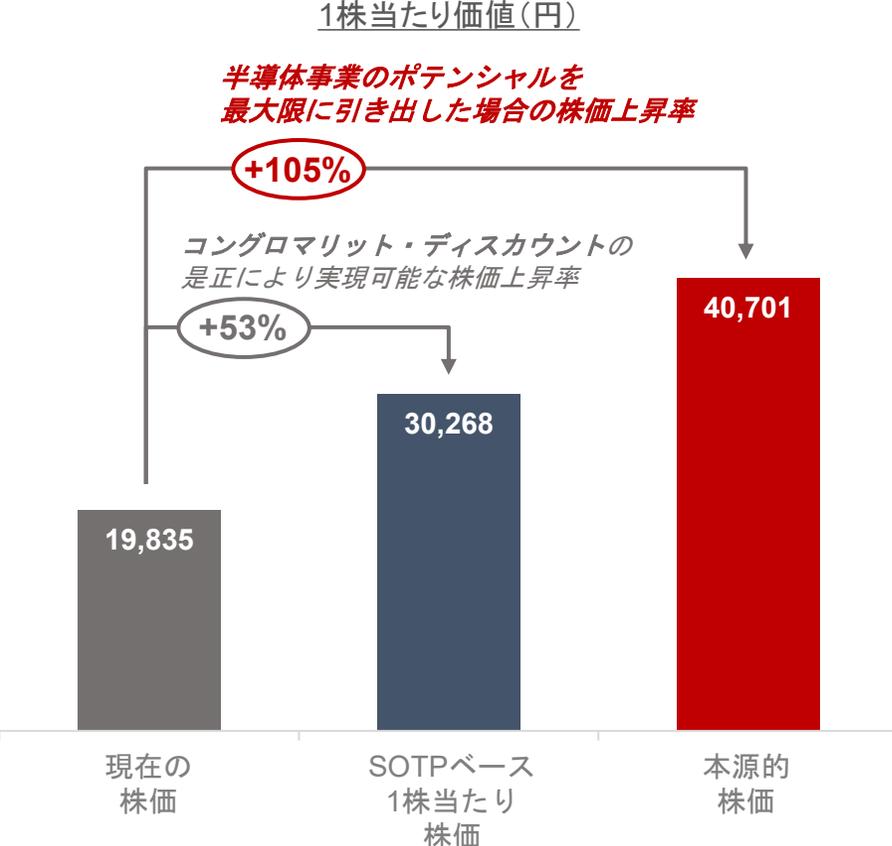
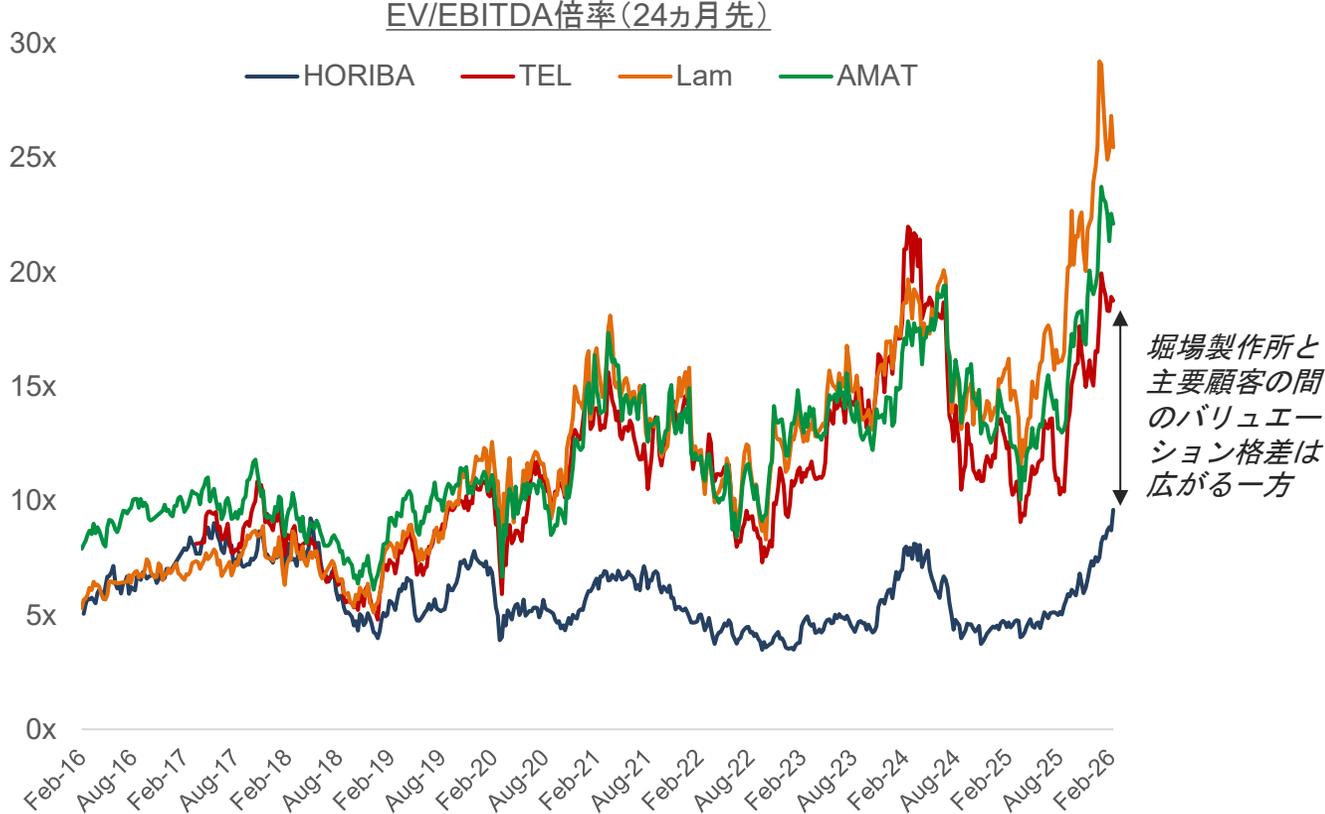
02

慢性的なコングロマリット・ディスカウントの解消に“失敗”

出所: ブルームバーグ



経営陣の戦略的焦点や規律の欠如により、堀場製作所の株価は主要顧客のバリュエーションに対して大幅にディスカウントが効いた状態で取引されており、本源的価値が実現されないまま放置されている



03 抜本的な事業ポートフォリオ改革を断行できず、同社全体の成長性と収益性の希薄化を放置する“失敗”

出所: 会社開示資料、オアシス試算

堀場製作所の半導体以外の事業は、成長性や資本効率の足を引っ張っている



複数事業において
ベストオーナーの
検討が急務



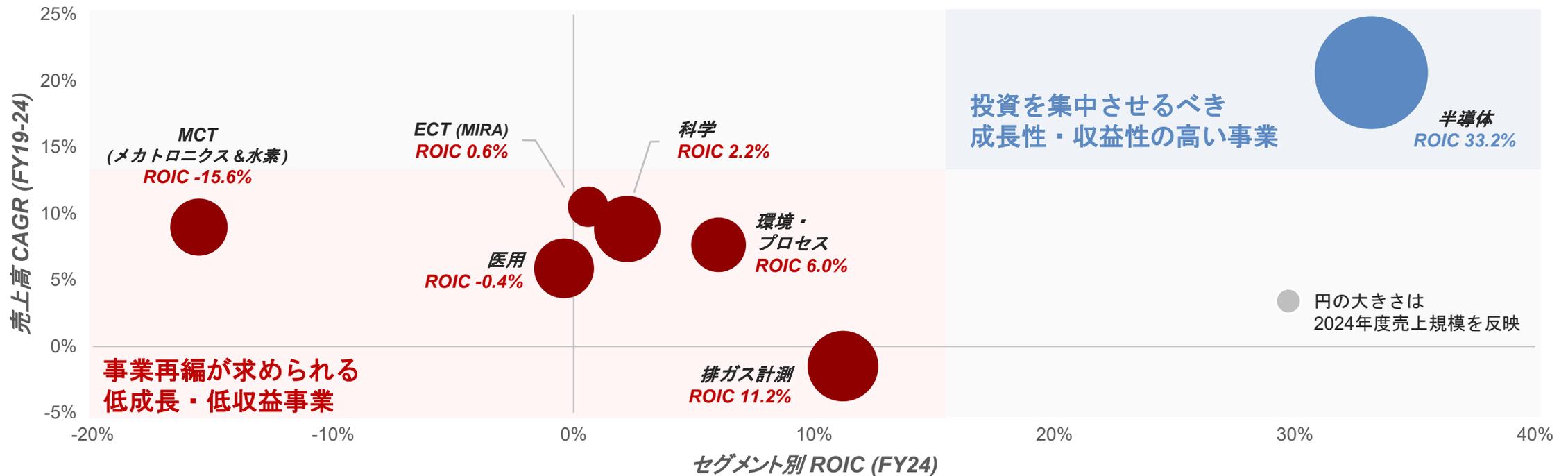
構造改革の対象を
特定する定量的な
基準がない



昨今の経産省主導の
政策方針とは
真っ向から反対



堀場会長は
「選択と集中」を
否定している



04 半導体以外の事業で経営目標が未達に終わるばかりか、将来的な改善への道筋も提示しない“失敗”

出所: 会社開示資料

過去の中期経営計画において、堀場製作所は業界の追い風を受けて大幅に伸長した半導体事業を除くと、**殆どすべての事業において経営目標が未達に終わっている**

MLMAP 2020 経営目標と実績の比較

(十億円)	売上高			営業利益		
	目標	実績	達成	目標	実績	達成
自動車	100.0	79.7	✗	10.0	7.7	✗
半導体	50.0	57.8	✓	10.0	17.1	✓
医用	40.0	26.0	✗	4.0	1.8	✗
科学	35.0	27.8	✗	3.5	0.2	✗
環境・プロセス	25.0	19.4	✗	2.5	2.0	✗
合計	250.0	210.6	✗	30.0	28.8	✗

MLMAP 2023 経営目標と実績の比較

(十億円)	売上高			営業利益		
	目標	実績	達成	目標	実績	達成
自動車	120.0	80.4	✗	12.0	1.2	✗
半導体	77.0	112.9	✓	17.7	40.6	✓
医用	40.0	32.7	✗	4.0	0.6	✗
科学	35.0	39.6	✓	3.5	2.5	✗
環境・プロセス	28.0	25.0	✗	2.8	2.4	✗
合計	300.0	290.6	✗	40.0	47.3	✓

それにもかかわらず、経営陣は責任をとるところか、同じ過ちを繰り返そうとしている



新中計でも
同じ目標を
盲目的に
繰り返す



業績不振の
原因について
十分な分析や
説明はなし



セグメント変更
による透明性や
開示の一貫性の
欠如

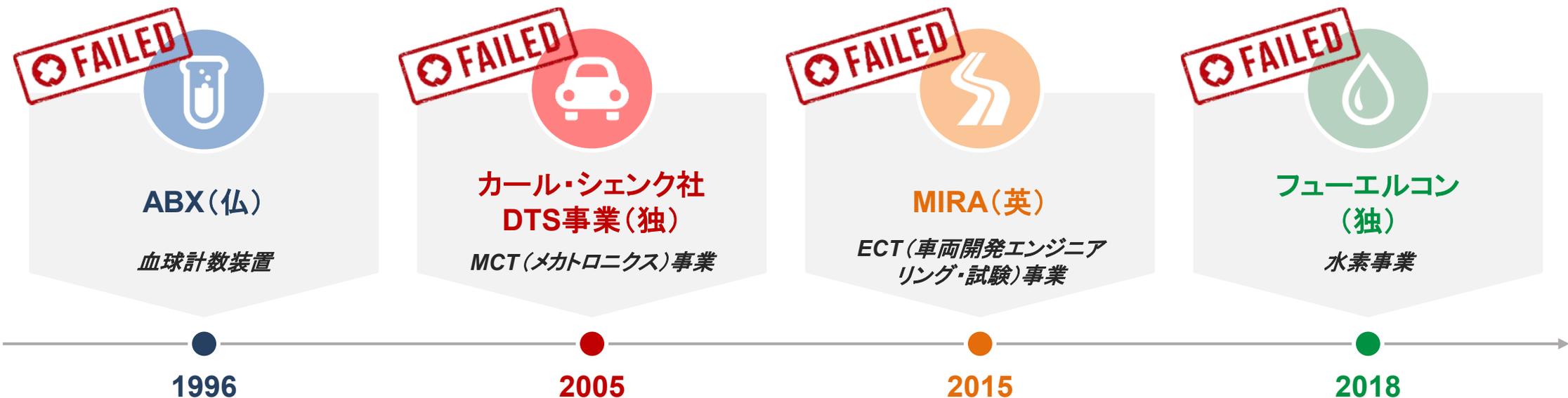


低収益事業が
新中計でも成
長の柱として
引き続き掲げ
られている



責任追及を免れ
るため現行中計
の見直しを実施

堀場会長が主導したとされる主要なM&A案件は全て“失敗”



堀場会長のリーダーシップのもとで実行された大規模なM&A案件は、最終的に成果を上げられなかった



全て戦略的な
整合性を欠く
売り手主導の
行き当たり
ばったりな買収



歴史的に
高収益な
他事業の陰に
赤字事業を
隠してきた



会長個人の
国際的な
栄誉のため、
海外での買収が
利用されている



全株式・現金
による買収
及び継続的な
追加投資



M&Aの失敗にも
かかわらず、
買収後の説明責
任は欠如

06

利益の源泉である半導体事業への投資が不十分に留まる中、
ネットキャッシュを積み上げ続ける、効果的な資本配分の“失敗”

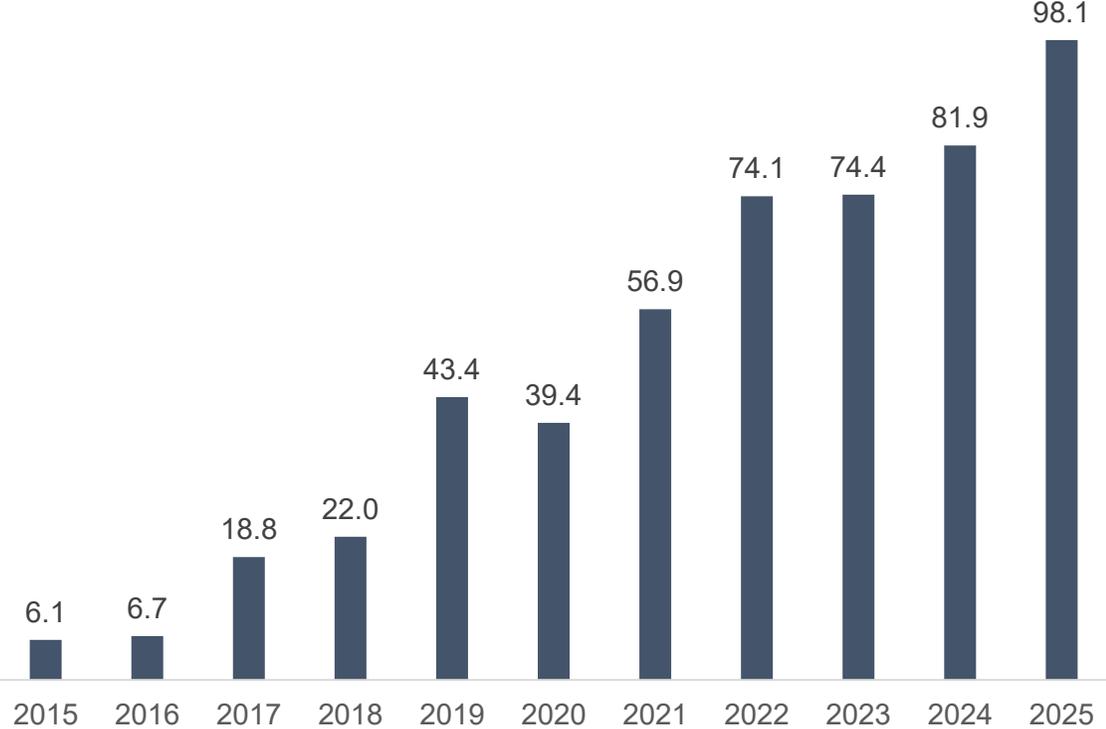
出所: 会社開示資料



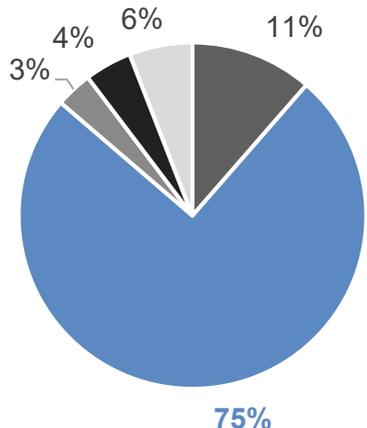
半導体が利益の殆どを創出しているにもかかわらず、堀場製作所は現預金を積み上げ、半導体セグメントの利益貢献に見合う十分な投資を怠ってきたため、同社の資本効率を著しく低下させている

(十億円)

ネット・キャッシュ残高

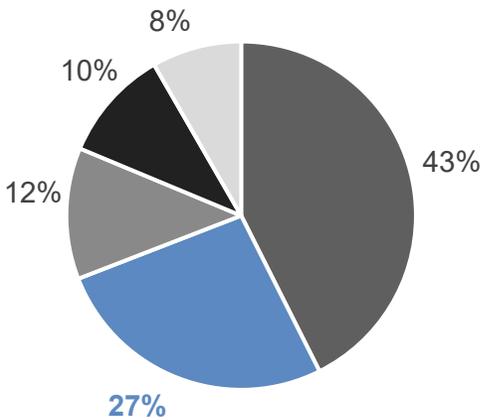


営業利益の内訳
(2015-2024年累計)



- 自動車
- 半導体
- 医用
- 科学
- 環境・プロセス

設備投資の内訳
(2015-2024年累計)



- 自動車
- 半導体
- 医用
- 科学
- 環境・プロセス

07 創業家利益を一般株主利益より優先させないよう、適切なガバナンス体制を構築することに“失敗”



堀場家の利益が、他の一般株主の利益より優先されている



堀場 厚氏
創業者の息子

- X 43年以上に及ぶ過度に長期な取締役在任期間
- X 失敗したM&Aを主導したが説明責任を果たさない
- X 自分の名誉のために、株主の利益を犠牲にしている



堀場 弾氏
創業者の孫

- X 不公平な指名プロセスによる異例のスピード昇進
- X MLMAPリーダーとして、中計目標の未達に対する責任を負う立場
- X 5%未満しか株式を保有していない堀場家が実質的に支配する、縁故主義は明らか



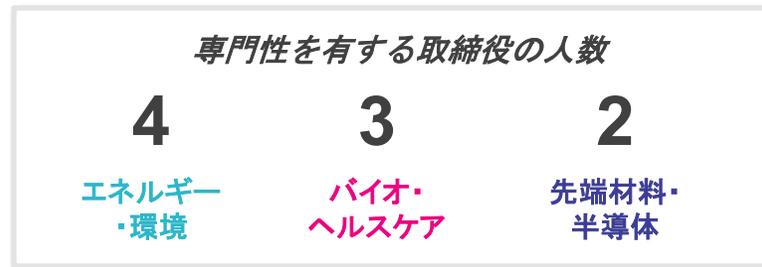
現在の取締役は説明責任・独立性・半導体分野の専門性を欠いている



過去のM&Aの失敗に責任を負う取締役



京都経済界の繋がり



優秀な半導体専門家を取締役として登用することを拒んでいる

2026年1月9日

オアシスは非常に優秀且つ経験豊富な半導体業界の専門家を堀場製作所の取締役候補として紹介

- ✓ 半導体関連業界及び分析・精密計測分野にまたがる豊富なグローバルリーダーシップ経験を有する

2026年2月17日

堀場製作所は当該候補者を定時株主総会に取締役候補者として推薦することを拒否

- X 堀場製作所は当該候補者を拒否するにあたり、根拠のない「利益相反」懸念を挙げ、**既存の判断基準とは矛盾した基準に**依拠している

目次

はじめに

概要

堀場製作所の実態は半導体企業である

半導体業界対比で割安なバリュエーションが慢性化

バリュエーションが割安な理由

- a. 高収益な半導体事業が、慢性的に赤字が続く事業群に覆い隠されている
- b. 中期目標が繰り返し未達にもかかわらず、非現実的な目標を掲げ続けている
- c. 堀場会長が主導した主要なM&A案件が全て失敗に終わっている
- d. 問題のある資本配分

根底にあるのは脆弱なガバナンス体制

- a. 縁故主義が堀場製作所のガバナンスを損なっている
- b. 取締役会が十分な監督機能を果たしていない

堀場製作所の株主が堀場厚会長の再任に反対すべき理由

▶ 最後に

最後に

- オアシスは、2026年3月21日に予定されている堀場製作所の定時株主総会において、第1号議案 候補者番号1番 堀場厚会長の再任に反対票を投じるよう株主の皆様**に強く要請**します。
- 堀場製作所は実態として半導体企業であり、最先端エッチング装置や成膜装置に不可欠な部品であるマスフローコントローラ(MFC)で世界シェア約60%を誇っています。MFCを中心とした同社の半導体事業はAI関連投資を背景とした半導体設備投資の拡大の恩恵を受ける立場にあり、全社利益の約90%が同事業から創出されています。
- それにもかかわらず、堀場製作所の株価はグローバルな半導体製造装置企業と比べて持続的なバリュエーション・ディスカウントの状態にあります。
- オアシスは、堀場製作所が半導体事業へ経営資源を集中させ、赤字事業の抜本的な構造改革に取り組むことで、同社の企業価値は大きく向上し、**現在の株価水準から105%以上の上昇余地がある**と考えています。
- 堀場製作所のバリュエーション・ディスカウントは、以下の4つの根本的問題に起因しています。
 - 1) 堀場会長はこれまで規律ある事業ポートフォリオの見直しを拒み、構造的に低成長または低収益な事業(ECT、MCT、水素、医用、排ガス計測)を維持し続けた結果、半導体事業の価値を希薄化させてしまっている;
 - 2) 過去の中長期経営計画(MLMAP)において、非半導体事業は度重なる目標未達となっているにもかかわらず、経営陣によって十分な事後検証や説明責任は果たされていない;
 - 3) 堀場会長が主導した主要なM&A案件が全て減損や継続的な赤字に至っており、会長自身の買収戦略に問題があることを示唆している;
 - 4) 堀場製作所の資本配分は依然として非効率であり、過剰なネットキャッシュを保有する一方で低収益事業に多くの資本を投じ続けている
- これらの問題の根底にあるのは**堀場製作所の脆弱なガバナンス体制**です。創業家利益を優先する縁故主義や馴れ合いによる取締役会運営、取締役会の独立性と専門性の不足、限定的な説明責任、そして業績と不釣り合いな役員報酬等、ガバナンスに多くの課題を抱えていることは明らかです。
- 堀場会長は43年以上にわたり取締役を務める中で、堀場製作所のバリュエーション・ディスカウントとガバナンスの弱体化を招いた経営判断を主導してきました。それにもかかわらず、**現在も取締役会議長として経営陣を監督する立場にあります**。

今こそ責任追及の時です。
オアシスは堀場製作所の株主の皆様に対し、堀場厚会長の再任に反対票を投じるよう要請いたします。

HORIBA

掘場製作所を守るため
ご協力をお願いいたします

ご質問等ございましたら、下記までお問い合わせください：

info@protecthoriba.com

Important Legal Notice & Disclaimer

These materials exclusively represents the opinions, interpretations, and estimates of Oasis. Oasis is expressing those opinions solely in its capacity as an investment advisor to the Oasis Funds. The information and opinions in this document are expressed as of the date presented and may be changed or updated without notice. The information and opinions contained in this document are derived from proprietary and nonproprietary sources deemed by Oasis to be reliable and are not necessarily all-inclusive or guaranteed as to accuracy. While Oasis believes that reasonable efforts have been made to ensure the accuracy of the information and opinions in this document, Oasis makes no representation or warranty, expressed or implied, as to the accuracy, completeness, or reliability of such information or opinions. Any reliance placed on the information or opinions in this document is at the reader's own risk and Oasis makes no representation or warranty, expressed or implied, about the fitness or suitability for any particular purpose of such information or opinions. In no event will Oasis or any of its employees, directors, officers, or affiliated companies or investment funds managed or operated by Oasis be liable for any direct, indirect, punitive, incidental, special, or consequential damages or damages for loss of profits, revenue, or use arising out of or in any way connected with this document, whether based on contract, tort, negligence, strict liability or otherwise.

Oasis is not in any way soliciting or requesting shareholders to jointly exercise their voting rights together with Oasis. Shareholders that have an agreement to jointly exercise their voting rights are regarded as "Joint Holders" under the Japanese large shareholding disclosure rules, and they must file notification of their aggregate share ownership with the relevant Japanese authority for public disclosure. Oasis disclaims its intention to be treated as a Joint Holder and/or a Specially Related Person with other shareholders under the Japanese Financial Instruments and Exchange Act ("FIEA") by virtue of its act to express its view or opinion or other activities to engage in dialogue with other shareholders in or through these materials, any public statements (whether written or oral, and regardless of medium), and/or this website. Oasis does not have any intention to receive any power to represent other shareholders in relation to the exercise of their voting rights.

This is neither an offer to sell nor a solicitation of an offer to purchase any security. Such offer or solicitation may only be made pursuant to the current offering memorandum of an Oasis fund that will be provided only to qualified offerees. Any investment decision with respect to an Oasis fund should be based upon the information contained in the offering memorandum of the relevant Oasis fund.

Access to information for Oasis funds is limited to US investors who are qualified as an Accredited Investor and Qualified Eligible Person under the U.S. federal securities laws, Hong Kong investors who are qualified as a "professional investor" within the meaning provided in the Hong Kong Securities and Futures Ordinance (Cap. 571), or investors who are otherwise deemed to be sophisticated in financial matters and deemed capable of evaluating the investment strategy and risks of the relevant Oasis fund(s). For investors based in Switzerland, the Oasis funds are only available to those investors who are either an institutional investor (i.e., regulated by the Swiss Financial Market Supervisory Authority (FINMA) or a self-regulatory organization) or a professional, qualified investor (i.e., entities with a professional treasury operation) pursuant to the Swiss Federal Collective Investment Schemes Act of June 23, 2006, as amended ("CISA") and Article 6 of the Swiss Collective Investment Schemes Ordinance ("CISO"). For investors based in Singapore, the Oasis funds are only available to an investor who is (i) an institutional investor as defined in Section 4A of the Securities and Futures Act 2001 of Singapore, as amended from time to time (the "SFA"); (ii) an accredited investor as defined in Section 4A of the SFA or other relevant person as defined in Section 305(5) of the SFA pursuant to Section 305(1) of the SFA, or any person pursuant to an offer referred to in Section 305(2) of the SFA, and in accordance with the conditions specified in Section 305 of the SFA; or (iii) otherwise pursuant to, and in accordance with, the conditions of, any other applicable provision of the SFA. The Oasis funds are not authorized or recognized by the Monetary Authority of Singapore (the "MAS"), and securities in the Oasis funds are not allowed to be offered to the retail public in Singapore. This document and any other material issued in connection therewith are not a prospectus as defined in the SFA. Accordingly, statutory liability under the SFA in relation to the content of prospectuses would not apply.