

## 平成 28 年度 スチュワードシップ活動の実施状況

独立行政法人中小企業基盤整備機構（以下「機構」という。）は、「資産保有者としての機関投資家」として適切にスチュワードシップ責任を果たすための方針を平成 26 年 8 月 27 日に公表しました。

機構はスチュワードシップ責任を果たすため、国内株式運用受託機関が、持続的成長を促すことを目的とした対話を投資先企業との間で建設的に行っているか確認し、平成 29 年 6 月末までの 1 年間に行った「目的を持った対話」（エンゲージメント）の実施状況について報告を求めました。主な事例等について、以下の通り公表いたします。

### ○ビジネスモデル・事業戦略について

・生産能力拡張のため、日本、タイ、米国での設備投資を検討している。成長戦略として評価できる一方、調達資金が膨らむ点については懸念。現時点では資金調達方法は決定していないが、D/Eレシオが高水準であることから、投資家にエクイティファイナンスを想起させるリスクがある点を指摘。株式の希薄化が生じない劣後性資金調達も検討する必要があるのではないかとの意見を述べた。会社側からは、成長戦略として資金が必要な一方、D/Eレシオが2倍以上となることには問題意識を持っている。劣後性資金調達が他社が活用していることは認識している。資金調達については、どのような形式が望ましいかあらゆる選択肢を検討していきたいとの説明を受けた。

・利益に占める売却益（事業投資、不動産）のウェイトが高く、外部からみて利益見通しを立てにくいことを伝え、外部にビジネスモデルを継続的に説明することを提案し、対話を行った。会社側からは、以下の回答・説明を得られた。当社は、投資期間中（5 年程度）のキャッシュフローと売却額を合わせたリターンを考えて投資している。最初からエグジットを想定して投資を実行している。また原則マジョリティをとるのも特色。一方、よく比較される商社は、商流を押えにくい投資が主体でありマイナー出資が多い。また商権の拡大が目的なので、エグジットを想定していないケースが多い。外部から見て分かりにくい部分があるかもしれないが、持続的に成長できるビジネスモデルであると考えている。

・中期経営計画発表後 1 年経過したが、再成長に向けて解決すべき課題が未だ多い点を指摘。重要施策の一環である営業改革の進捗、キャッシュフローの改善、その他の各施策に関する対応状況を主たる論点としてトップマネジメントと議論。会社側からは、業態再構築に関する実証実験を行うと共に、前年度末よりモデル店の水平展開を開始しており、営業改革

を通じた労働生産性の改善や在庫管理を通じたキャッシュフロー改善に引き続き取り組んでいる。営業キャッシュフローは過去最高を更新しており、着実に成果を上げているとの回答を得た。

#### ○資本政策・株主還元について

・グループ企業との持ち合い削減も含めた財務戦略の考え方、投資及び出口戦略の見直し、新ファンド設立プランを主たる論点に議論。また我々との対話がどのようにして経営に活かされているかについても意見交換。会社側からは、バランスシートマネジメントの高度化による資本効率改善策を真剣に検討。新規実行は順調で3年後には新ファンドの設立も視野に入る。投資家との対話内容は3ヶ月毎にトップマネジメントに報告しており、2014年頃の対話内容についても先方は記憶しているとの回答を得た。その後、会社側よりグループ企業との持ち合い解消が発表された。

・高い付加価値を創出する企業を目指したいとの目標に対し、同社が掲げる ROE10%、営業利益率9%は高付加価値と言えるか協議。また、今後3年間の投資目標7,000億円(設備投資4,000億円・M&A3,000億円)に対し、適当な買収対象が無い場合の余剰資金の用途について協議。会社側からは、目標は変化するものであり、保守的に見積もっている。また、過剰な確約や未達となる状況を避けたい。適当な買収対象がない場合、株主還元は一度には実施しない方針だが、配当性向の引き上げは検討する。既に向こう3年間の配当性向を30%から35%に引き上げているとの回答を得た。

・大きな株主還元を実施した企業の経営者との対話の中で、一時的な株主還元の増加よりも、在庫等の運転資本縮小によるフリーキャッシュフロー拡大を株主還元につなげる方が株主還元の持続性に対する投資家の確信度を高めることに有効であることを伝える。今後とも株主還元につき、継続的な対話を行う方針。

#### ○ガバナンスについて

・事業統制について聴取。本社、子会社3社のうちどこが事業を主導しているか質問。また、取締役会の構成を確認。会社側からは、経営責任を明確化するために、各子会社へ権限を付与。CEO及び、3名の各子会社の最高責任者が事業全体の経営を主導。取締役会は、8名の社内取締役(内訳はCEO、会長、3子会社、R&D、戦略の各最高責任者)、2名の社外取締役で構成されているとの回答を得られた。

・買収防衛策を廃止する企業が相次ぐ中、買収防衛策を継続させる正当な理由が見出せないのではないか。また現経営陣による企業価値向上こそが最大の買収防衛策ではないかとの論点で議論。加えて今後の政策保有株式に関する対応についても意見交換。会社側からは、

買収防衛策については、昨年発足した社外役員会議で必要性について問題提起があった。従来からも検討していたが、今回は継続しない方向で議論が進んでいる。政策保有株式については、政策保有審議会をつくり検討する体制を整えたとの回答を得た。

・平成 29 年 6 月に監査等委員会設置会社に移行するが、その狙いについて対話を行った。会社側からは、目的は二つ。まず、経営スピードを上げる。具体的には例えば執行役員に設備投資権限を委譲する。第二は取締役会の議論活性化である。従来の監査役は、取締役会にチェックのためだけに出席している形であった。今後は取締役として監督する立場での積極的な意見が出てくることを期待しているとの回答を得られた。

#### ○その他

・優れた研究開発型企業の経営者の方と IR 戦略について議論を実施。資本市場での評価を高めるには同社の研究開発が持続的な企業価値の向上につながっている姿を見せる必要があることを伝える。参考として従業員の新製品への発想力を引き出す研究開発体制、研究開発の進捗度の開示を行っている海外の研究開発型企業の開示事例を紹介した。

・平均残業時間、働き方改革への取組みによる影響につき意見交換。また、過労死問題の有無について質問。会社側からは、政府が掲げる目標 60 時間に対し、月 48 時間を目標としている。働き方改革については、有給取得を推奨し始めており、取得申請が簡単に出来る体制を整えた。過労死問題は過去にはあったが、ここ 10 年では無い。当業界は長時間・深夜労働の傾向があるが、社員の意識改革を促し、残業削減に努めるとの回答を得た。