

企業報告ラボ 第17回企画委員会  
議事概要

日時：2017年2月3日（金）16：00～18：00

場所：一般財団法人企業活力研究所 大会議室

1. 「丸井グループのサステイナブルな進化に向けた革新と企業価値の向上」

(1) 株式会社丸井グループ 加藤 浩嗣委員 御講演

- ・ 当社の経営の大きな特徴は、全ての事業プロセスにお客様の視点を取り入れる共創経営である。例えば、博多店の立ち上げの際にも、延べ1万5千人のお客様と600回の打合せを重ねた。
- ・ 当社にとっての企業価値とは、全てのステークホルダーの利益の重なりあう部分と考えており、そこを拡大させていくことが必要と考えている。
- ・ 更なる企業価値向上に向けて、より実効性を高めるべく、①取締役会・経営会議の役割を再定義、②社外の構成を高めるべく、取締役を10名から6名に減員、③取締役会ではテーマを設けたディスカッションの実施、④コーポレートガバナンス・ガイドラインの策定、⑤取締役会の実効性評価の実施、などのコーポレートガバナンスの革新に取り組んでいる。
- ・ 例えば、取締役会の人数を削減し、1/3は社外役員とした。社外が多く無いと議論が活発にならない。
- ・ お客様に対する革新という意味では、これまでは若者をターゲットにしていたが、昨今の社会的な状況を踏まえ、よりサステイナブルな成長をしていくために、年齢・性別・身体的特徴などを超えた全てのお客様をターゲットとした。その成果として、お客様の数は近年拡大を続けている。
- ・ 企業価値向上に向け、株主・投資家との対話も重要視しており、IR部を2015年に設立した。IR部は7名のメンバーで活動しており、全員他の部と兼任しているが、社内の情報共有という観点からは良いと思っている。また2015年に初めて、当社の統合報告レポートである共創経営レポートを関連部署横断で議論を行い作成した。
- ・ 共創経営レポートについては1年くらいかけて作成し発行したが、社内から発行したらそのままよいのかという意見があり、共創経営の具体的な取組みについて、現場担当者からの説明の機会を設けた。投資家からは、日本初の先進的な取組みであり、共創経営と企業価値の繋がりが理解できたという評価をいただいたが、社外取締役とも対話をしたいという声もあったため、翌年の説明会では、社外取締役との対話の機会を設けた。また取引先やお客様からもそれぞれの目線でご説明いただく機会を設けた。投資

家からは社外取締役との対話は継続して欲しい、また成功事例だけでなく失敗事例も知りたいとの声をいただいた。

- ・ IR 活動で得た投資家の声を社内に共有する場を設けたり、アナリスト・投資家の話を聞く場も定期的に設け、投資家ニーズの社内における理解の浸透を図っている。
- ・ 株主総会の活性化に向けて、投資家・株主 4000 人に対し、アンケートを行ったところ、1000 人から経営方針について語りたいとの回答があり、近々座談会を開催予定。立候補制で社内から有志を募り、活性化に向けて何が必要か議論したいと思っている。

## (2) 質疑応答

### ① 総論～改革の原動力

- ・ 企業は変わろうとしても、縦割りなどが弊害となり、いきなりは変わらないのに、1年半の短期間でここまで丸井グループが変われたのはどんな人が司令塔になり、何人位で担われたのか。(安藤委員)

⇒ ・ トップの意思が大きい、トップと経営企画部、IR 部でディスカッションをしながら進めてきた。きっかけはトップだが、関連する社員を外部の CFO 研修に派遣するなどいろいろな方の助言もいただきながら変革を進めてきた。

- ・ 社外取締役の方は、改革の推進力になったか。(野間座長)

⇒ ・ 社外取締役には後継者計画など社内から出にくいテーマについて問題提起していただきかつ議論をリードしてもらうなどかなり推進力を発揮していただいた。

- ・ 監査役会設置会社がモニタリングモデルに移行する際に、取締役会決議の項目が多くなっており、モニタリングモデルに移行するのが難しくなっている。取締役会・経営会議の再定義、社内取締役の減員も大変で、数多くの会社はここで止まってしまうと思うが、達成できた理由は何か。(三瓶委員)

⇒ ・ 当社社員は中途採用者がほとんどおらず、ほぼ新卒採用であるがゆえに、多様性がないのではないかという問題意識を経営陣が強くもっている。その意識から外からの声を積極的に社内でも取り入れる土壌が出来ているところが大きい。また取り入れるかを検討する際に、形式だけ整えるのではなくそれが実質的に意味があるのかを追求する考えを、ボードメ

ンバー含め大切にしている。

## ②対話・開示の取組

- ・投資家の立場からすると、IR活動で得た投資家の声を社内に共有する取組みは投資家としても嬉しく思う。しかし、そういった取組みを進めるにあたり、社内での理解を得るのは大変だったのではないか。社員が積極的に参加するようになるまでの道筋につき教えてもらいたい。(戸矢委員)
- ⇒・中期の経営課題を議論する会議を社内で開催しているが、その会議の中でIR活動報告も行っている。最初、出席者は幹部のみで、質問も出ず形骸化していた。そこで、会議の出席者を職位に関わらずに立候補を募ったところ、意識の高い社員が出席するようになり質疑も非常に活性化した。また出席することで投資家、アナリストから、丸井グループの外からの評価など自分たちが気付いていないところを聞けるので、会議に出席したいという社員がさらに多く出てきて、より活性化に繋がったと思う。
  
- ・社内的に投下資本利益率(ROIC)を指標として出された経緯は何か。また株主資本コストよりROICが低いと、株主資本をしっかりとっていないのではという質問があると思うがどう答えているか。(貝沼委員)
- ⇒・社内では、直接ROICを現場レベルに落していなく、営業純利益利回り(NOI)でやっている。またその際に簿価ベースで利回りを出すと、昔から持っている店舗の値が高く出て、新しい店舗の値は低くでてしまう。それでは、実態を反映していないので、時価ベースのNOI利回りを出している。。またROICを対外的に指標として出そうと思ったきっかけは、フィンテックと小売はROICの水準や動きが異なり、またそれに合わせて資本政策をどうして行くのかを考える中で、それを明確にする必要があつて出した。フィンテック事業は資金に対しての利回りは一般的に低いので相当レバレッジをきかせる必要がある事業であり、そこを資本政策もあわせて説明することで理解いただけると思う。
  
- ・靴のサイズ展開の広さなど、全ての顧客ニーズをカバーした商品を出されているが、採算は取れるのか。(川端委員)
- ⇒・そういった取組みは他ではほとんどやっていないので、需要創造ができ、採算は取れている。また当社はリアルタイムの在庫管理やWEB通販・店舗の在庫同期化も行っており、非常に効率的になっているという理由もある。

・統合報告書について、海外の投資家に読まれるにはどうしたらよいか。(貝沼委員)

⇒・統合報告書については、外国人投資家から資本政策のバランスシートのところで質問が来たりするので、その部分を見ている投資家は多いと感じるが、文章の部分に関しては余り質問はこない。その部分はよほど関心がないと読んでいただくのは難しいかもしれない。

・株主総会改革について、不祥事を起こした企業が、お上の命令でやり始めたのなら分かるが、自発的にやり始めたきっかけは何か。(安井委員)

⇒・当社は共創経営をモットーとしており、株主の方とも企業価値を創りたいと考えている。その中で株主総会は旧態然として株主との間で議論にもならなかった状態を見直し、活発な議論が出来る雰囲気を作りたいとの強い思いがある。、どうしたらよいかは、株主に直接聞いてしまおうということになり、これから座談会を開く。

### ③後継者の育成

・御社の場合、強力なリーダーシップをもった現在の社長が長期にわたって会社を引っ張っていることが成功要因として大きいように思われる。創業家以外の特殊な事情で無い方が社長になられた場合に、リーダーシップを補完するような要素として考えられるものは何か。またほとんど中途採用はせずに新卒採用に頼っている理由は何か。方針変更はあり得るのか。(江口委員)

⇒・後継者については、10年後を見据えて研修を行っている。3、4年で社長が交代だと目先のことのみに視点がいつてしまうので、事業リーチを変えるような動きは10年、20年先を見据える必要がある。最低でもトップの任期は10年位は必要という風土にすべきと考えている。

・また新卒採用のみというのは、業務上専門的スキルがあまりいらないから自然とそうになっていったのだと思う。社内でも課題認識を持っていたが、社外取締役の方からは、全体として風土が既に出来上がっているので、外から来ても力が発揮できないのではないかと意見をいただき、当面は今のままと考えている。

・先日、丸井グループ社長にゲストスピーカーでお越し頂いた際に、社長から創業家のカリスマ性は信じておらず、それよりも与えられた任期の長さによって変革を可能にしたとの話を聞いて、その通りだと思った。(野間座長)

- ・社長にとって、与えられた任期が変革を可能にすると思うが、新任の社長の  
場合、最初から任期は10年と決められないと思うが、どの段階で10年や  
ってもらおうと考えるのか。(三瓶委員)
- ⇒・後継者育成プログラムは10年後を見据えて、研修を行っている。その趣  
旨はいきなりトップ就任というのではなく今後10年間の研修課程で長  
期の任期をまかせられる人材を見極め、育成をはかるプログラムとして考  
えている。
  
- ・日本企業の弱点の一つとして、CEOの任期が決まっていることは見直される  
べき。期間を明示しない代わりに、成果が出ないようであれば、CEOから解  
任されるという緊張感を持たせる必要がある。当社の中には社長諮問指名委  
員会があり、社長の進退を決めている。その中で年に1回、今年の結果や続  
投の意志について社長に聞いており、諮問委員会のメンバーとのやり取りを  
通じ、自分がどれだけ信頼を得ているかが分かるので、それが続投のインセ  
ンティブにもなっている。(安藤委員)

#### ④ダイバーシティ・人材登用

- ・若者、女性の積極的な登用を行っているとのことだが、そういった多様性  
が収益性、経営パフォーマンスにどう効果があったのか。(戸矢委員)
- ⇒・女性は育児などがあり、一度仕事場から離れることがあるので、早い  
段階でのキャリア形成は必要と思っている。若い内に多様なキャリアを  
積むことの必要性を説いたり、実際にいろいろな業務を経験させるなど  
の啓蒙活動を行っている。
  
- ・女性社員が、育児で途中で抜けたりする時に、それが人事考課に影響すると、  
男性社員との間で差を詰めるのが大変となるが、それに対して工夫されてい  
ることはあるか。(安井委員)
- ⇒・女性の育児によるキャリアに空白の期間が出来ることに関しても、そも  
そも2、3年で部署・職種がまったく変わることも多く空白期間はさほど  
問題にならないと思う。また当社の女性社員はモチベーションも高く、入  
社当時から男性社員より総じてパフォーマンスも良いので、同じ目線で評  
価すると女性社員のほうが昇進が早い、従って前倒しのキャリア設計の重  
要性をプロジェクトなどで説明し、意識改革をはかっている。

## 2. 自由討議 ～今後の検討課題を中心に

### ①対話・エンゲージメント・議決権行使の在り方

- ・企業と投資家の対話が深化していないと感じる。コポガバコードが入ったのに、未だに情報開示、IRの意義、効果を経営者が理解していないために、情報開示、IRへの経営資源の投入が十分でないし、これから導入される見込みのフェアディスクロージャーを言い訳にして、情報開示に消極的な経営者が出てきてしまうのではないかと懸念している。エンゲージメントの必要条件としての情報開示は企業側の責務である。
- ・投資家側の課題としては、議決権行使と投資判断の連動性が欠如しているところがある。投資家との面談でESGに関する質問が増えたが非常に外形的であり、深みが無い。対話の機会は増えているが、本質的な議論は増えていない。投資家は議案に反対しているにも関わらず、反対したことの開示が無かったり、反対するのはどういう背景で、どうして欲しいとのアプローチが無い。情報開示、IR、ガバナンスが必ずしもよいという評価を得ていない企業と投資家との対話が、そういう深みのある対話に向いてきているのかというと、おそらく進んではいないのではないかと思う。この実態は今後把握していきたいところ。
- ・また議決権行使結果の個別開示も単に開示すればよいというわけではなく、エンゲージメントに向かうための手段として、個別開示があると思う。
- ・これから対話、エンゲージメントをやっていきたいという企業は増えていると思うが、投資家、企業側の二極化した状況はさほど改善はされていないと思う。(安藤委員)
- ・議案に対して、反対する時には企業に伝え、賛成しているときには伝えないでよいと思っていたが、そうでもない。この前もある企業の総会議案に賛成していたので何も言わなかったら、逆に反対しているのではないかと企業側に疑われたことがあった。これからは、どういう理由で賛成、反対したか、今後、企業側に考えて欲しい対応、投資判断とどういう風に結びついているのかが全部繋がった形で企業側に伝える必要があると思うが、全部を網羅させるのは、アナリスト一人でも、ファンドマネージャー一人でも出来ないので、現実としてハードルは高いがやっていく必要があると思う。(三瓶委員)
- ・そもそもエンゲージメントがいまどういう状況にあるのかという議論が無い。何を目的としてどういう話をしているのか、現状を把握するのは大事。

エンゲージメントのためにエンゲージメントをやっているのであれば意味が無い。そういう懸念は的中しているのか、どれくらい踏み込んでやっているのか、投資家と対話することで企業にとって役立っていることは何か。もしかしたら全然無いのかもしれないのではないか。そこをしっかりと把握しておく必要がある。(江口委員)

- ・コーポレートガバナンスコードの中では、建設的な対話とエンゲージメントがイコールに近い関係になっているが、これは誤りで、伊藤レポートの中では、建設的な対話の次にあるものがエンゲージメントとなっている。ここ最近も、ESGに関する質問は増えたが、開示した情報の確認が圧倒的に多く深みが無い。企業側としては、機関投資家が企業の課題を認識し、何があるべき姿なのかを示して欲しい。それが企業側の経営を改善するきっかけになると思う。その次のステップとして、企業側の改善の進捗状況を投資家側も確認する流れがあると望ましい。
- ・企業の手元にキャッシュがあれば、資本効率経営をするのが当たり前というような考え方の投資家が多い。企業がどういう経緯で自社株買いをしてきたのかを全く調べておらず、深みのある対話となっていない。ただ国内外に限らず深みのある対話ができる投資家も一部いるので、まだまだ二極化している。また企業側も開示が十分でないと思う。お互いに改善して、内容のある対話に向かっていかないと、企業側も啓発されないし、投資家側も、対話を通じて企業価値を上げてリターンを得るというウィンウィンの関係にはならないと思う。(安藤委員)
- ・昨年2月の企画委員会でも、投資家からESG関連の取材が増えてきているので、多少変化は感じられると発表したが、この1年間で何か変わったかというと感覚的には大きく変わっていないと思う。ただ変えざるを得なかったことが2点ある。
- ・1点目は、日証協のガイドラインが出たことにより、月次の取材を受けなくなった。ただ思っていた以上に投資家から反発は起きずに、その労働時間は浮いてきた。
- ・2点目は、今年4月から労働時間が1日に20分短縮され、年間だと80時間短くなる。投資家との面談も今までより15~30分短縮してもらい、全体的に働き方の工夫をしないといけなくなった。短期の数値よりも中長期の自社らしさを伝えられるように手探りで進めているところ、来年度以降はそちらに重心を移したIR活動を行っていかれたらと思う。(川端委員)

## ②社外取締役の在り方～個別事例分析から得られる示唆

- ・東芝、セブン&アイの問題を踏まえ、日本企業全体で社外取締役がどう動けばよいかの一つの相場観を作っている。東芝は先進的と言われていたのに、どうしてこういう問題が起きてしまったのかは掘り下げる意義は深いと思う。東芝の失敗を踏まえ、色んな会社において取締役会の位置づけを見直したが、結局、役会は何を議論して、何をやったらよいのかの議論をするのはどうか。またセブン&アイの問題も、日本企業全体に社外役員は何をしたらよいのかについての試行錯誤を促した。失敗事例から学ぶ意義は大きいと思う。(戸矢委員)

## ③空売りアクティビストへの対応～普段からの開示・対話の重要性

- ・空売りアクティビストが、海外の市場からはいなくなった一方で、日本に入ってきてしまっており、企業にとっては、対応の良し悪しで運命が分かれる状況になっている。今までの株主に対して、普段から対話、開示を行い、嘘偽りが無いことをどれだけ言えるかが大事。アメリカ、香港では空売りアクティビストに攻められて倒産した会社もあるので、企業に対して、普段から公明正大にやり、余計な心配をもたれないようにするべきというメッセージを発信するのはどうか。(三瓶委員)

## ④ESG への対応・考え方の整理

- ・ESG を社内のどこでやるのか企業側は悩んでおり、事例を示して、道筋をつけるとよいのではないか。
- ・また ESG を企業の持続的成長の中で語っていくのに明確なスタンダードが無く、ESG をかなり踏み込んでやっている企業でないと評価が得られないのが現状である。そもそも ESG の定義もされていない。ESG のとらえ方は企業側も投資家側も異なる。中長期的に企業価値を高めていくのに合わせ ESG をどう評価していくかを議論できるとよい。(貝沼委員)
- ・最近になってやっとステewardシップコード、ガバナンスコードがどういう意味を持っているのか、ESG をどう見るべきかについて関心を持ち始めた証券会社がある。証券会社の方から、ESG をどうリサーチレポートに組み込んだらよいかと聞きに来たりするのはいかがなものかと思う。(三瓶委員)

## ⑤統合レポートなどの任意開示の在り方

- ・この1年半くらいの中に地銀でも統合報告書を作成したり、議決権行使の中身を分析して、賛成票を得られるようにしたり、取締役会の活性を行っ

たりしている。

- ・地銀で言われている ESG の発想で面白いのが、本業で地方に貢献すること自体が ESG という発想であるが、その基準をどうするのかについて今のところ見えていない。気候変動開示に関する報告書が昨年まとまったので、ESG を大事にするのであれば、そういう報告書をどう使っていったらよいのかということ扱うのもある。(安井委員)
- ・会社の価値観を表現する統合報告書について、ここ最近フォーカスされる中で、法定開示の感があるので、もっと自由でよいという空気を作った方がよい。(藤井委員)
- ・投資家の中には、統合報告書について、イギリスのようにストラテジックレポートの中に組み入れ、もっと定型的にすべきという考えの人がいる。本来そういう議論が起こってしかるべきで、投資家サイドとしては業種毎に横並びで見られるようにして欲しい。(貝沼委員)
- ・英国財務報告評議会 (FRC) と打合せをした時に、これからデジタルレポートのプロジェクトをやると聞いた。これはウェブ開示のようなもので、いかに有効活用してもらえるかのベストプラを見つけに行くものなので、開示資料の利用者側に立った視点は重要。また任意開示は自由でよいと思うが、ただ自由だったら何でもよいかというと、投資家が期待する最低限の情報は記載されている必要はあると思う。(三瓶委員)
- ・統合報告書について、自由度が高いのはよいと思うが、投資家も質問したいことがあるので、ある程度、最低限のものは記載してもらった方が意義深いものになると思う。完全に自由にしてしまうと、せっかく作成してもらっても、意味が半減してしまう。(戸矢委員)
- ・統合報告に関しては、自由度はあっても読ませるものを作るのが大事。受賞企業を見ていると、ページ数が多くなっており、読みにくくなっている。投資家は時間が無く、特に外国人投資家はロジックを重視するので、ロジカルでシンプルなものを作ればよいと思う。ただ ESG の項目については、知りたいことが載っているとよい。自由度と比較性のバランスが大事。そういう考えをもとに、投資家と対話することで、統合報告書をより実質的なものにしていければよいと思う。(貝沼委員)

## ⑥セルサイドアナリストの役割

- ・セルサイドアナリストの問題として、情報開示、IRの悪い企業のアナリストレポートは買い推奨になっている。どうしてそういうロジックなのか。セルサイドアナリストは機能不全に陥っているのではないか。(安藤委員)
- ・セルサイドアナリストの課題は悩ましいものがある。当社もセルサイドだけでやるミーティングは、バイサイドだけでやる時と比べ、話題がかなり違っている。ただ、セルサイドは世界中への発信力が大きく、株価形成の面ではセルサイドの方が影響力が大きいので無視は出来ない。この傾向は日本だけなのか、それとももっと成熟した市場であれば、違った収斂の仕方があるのか。(藤井委員)
- ・開示をしなくとも、一株あたり利益（EPS）が高くなればよいという企業はあり、セルサイドは株価が上がるのを当てることを目的としているので、そこに買い推奨が上がるのはやむを得ない。投資タームとしては、セルサイドの個性でもあるので、資本市場の中で、流動性の観点から効率化するというのはあってもよいと思う。一方で、IRで取材を受けているとセルサイドのレベルが低いと言われるのは、バイサイドがセルサイドのレベルを上げるべくクライアントとして格付けをしながら、コントロールしていくというのが必要。(貝沼委員)

## ⑦自社株買いの考え方

- ・自社株買いについては、問題意識を持っている。自社株買いに対する考え方が捻じ曲がっている。自社株は安く買ったらよいとセルサイドアナリストが言うが、これは全く逆で、自社株買いを株主還元の一つの方法とすると持っている株主に対して、高く買い取るのが還元である。企業も高い金額で自社株を買い戻すと、流通している株数が余り減らないので流動性を維持できる。企業側も高いから買えないという感じで還元の話がどこかに言ってしまう。(三瓶委員)

以上