



# Kempen

2022年1月12日

フジテック株式会社

滋賀県彦根市宮田町 591-1 ビッグウィング

To: 代表取締役社長兼 CEO 内山 高一 様  
代表取締役副社長 岡田 隆夫 様  
代表取締役専務執行役員 浅野 隆史 様  
代表取締役専務執行役員 土畑 雅志 様  
(社外取締役)  
杉田 伸樹 様、山添茂 様、遠藤邦夫 様、山平恵子 様、引頭 麻実 様

## ケンペン・キャピタル・マネージメントは、フジテックの中期経営計画に対する失望と、不十分なコーポレートガバナンスに懸念を表明する

Beethovenstraat 300  
1077 WZ Amsterdam  
The Netherlands

P.O. Box 75666  
1070 AR Amsterdam  
The Netherlands

T +31 (0)20 348 8700

[www.kempen.com](http://www.kempen.com)

本レターは、フジテック株式会社（証券コード：6406）（以下、「フジテック」または「貴社」）の少数株主のファンドマネージャーである、ケンペン・キャピタル・マネージメント・エヌ・ブイ（以下、「ケンペン」または「我々」）が記述するものです。現在、ケンペンが運用するファンドおよび助言するアカウントは、フジテックの発行済株式の約 3.5%を保有しています。

ケンペンは投資の際、長期的な株主となることを目指しており、平均保有期間は5年以上となります。2014年8月にフジテックへの投資を開始して以来、貴社とは頻繁に対話をおこなってきました。

ケンペンは、長期的に関与を持つ株主としての役割と責任を非常に重く受け止めています。主要な見解を共有して議論を行い、さらに長期的に持続可能な価値の実現のため提案を行うことは、受託者としての義務だと考えています。特にフジテックについては、同業他社と比較してアンダーパフォームであることや、株価が構造的に過小評価されていることから、株主とのコミュニケーション、資本効率、コーポレートガバナンス、地理的フットプリントの改善など、数多くの提案を行ってまいりました。

我々が提起したいくつかの課題については、特に株主とのコミュニケーションの改善などを中心に対処策が講じられましたが、2021年12月22日に発表された中期経営計画（「ビジョン24」、以下「中期計画」）は、我々の主たる懸念に十分に対処するものではありませんでした。これはフジテックのリーダーシップとガバナンスに対し疑問を抱かせるものであり、さらに同業他社に対する持続的な過小評価とアンダーパフォーマンスに対処するための適切な体制が整備されているのか、疑いを持たせるものであります。従いまして、我々として極めて異例なことでありますが、公に懸念を表明し、取締役会に対応を求める次第です。



## フジテックは本質的に魅力的な事業でありながら、主要な業績指標で同業他社に劣後する

フジテックは、世界最大級のエレベータとエスカレータのメーカーです。創業1948年のフジテックは、優れた品質と安全で信頼性の高いエレベータとエスカレータを提供するメーカーとして評価されています。またアジア地域でも幅広く強固な市場ポジションを築いており、スケールとブランド認知のメリットを享受しています。

フジテックのビジネスモデルの特徴の一つは、設置台数の多さです。設置された機器の保守・修理は、魅力的なサービスモデルを牽引し、その結果、設備投資の負担を抑制しながら、高水準の経常キャッシュフローを実現するものです。

魅力的なビジネス・ファンダメンタルズにもかかわらず、表1に示すように、フジテックの営業実績は事業の潜在能力を著しく下回っており、国際的な競合他社に大きく遅れをとっています。フジテックのバリュエーションが他社に比べて割安になっている根本的な原因は、非効率な資本配分、業務の非効率性、不透明な情報開示、不十分なコーポレートガバナンスの組み合わせにあると考えています。

具体的に我々が抱いている懸念は以下の通りです：

- 北米・欧州地域での非中核的な事業は十分な規模を有しておらず、結果として営業利益率を押し下げている
- バランスシートが非効率的であり、余剰の資金や多額の投資有価証券が自己資本利益率（ROE）を低下させている
- 会長、社長・CEOの役割が一体化しており、独立した監督機能が損なわれている
- 伝統的な監査役会設置会社の取締役会構造が、意思決定の効率性を損ねている

表 1	フジテック	シンドラー	オーチス	コネ
EV/EBITDA	6.8x	14.1x	16.7x	19.2x
調整後営業利益率	7.6%	11.4%	15.3%	12.4% - 12.8%
自己資本利益率	7.6%	19.3%	n. m.	35.1%
時価総額に対する正味現金の割合	41%	14%	-11%	7%

すべてのデータは2022年1月10日現在。直近の貸借対照表と通年のガイダンスに基づく。EV/EBITDAは自己株式で調整済み。正味現金は投資有価証券を含む。オーチスのROEは、株主資本の簿価がマイナスであるため「非適用:n.m.）」と表示されている。シンドラーの営業利益率はガイダンスの提示がないため、2021年9ヶ月業績発表に基づく。Koneの純利益は、ガイダンスが提示されていないため、Factset コンセンサス予測に基づく。



## 「Vision 24」に関するケンペンの懸念事項

Vision 24 は、資本効率、同業他社に対するアンダーパフォーム、コーポレートガバナンスに関する我々の懸念に対応する詳細な取り組みやコミットメントを欠いています。我々は、経営陣がこの計画を作成した徹底性とプロセスに疑問を持っています。さらに、取締役会がどの程度まで計画の前提条件や財務的な影響について、精査し、説明を求めてきたのか疑問があります。公表された限定的な情報では詳細に欠けるため、取締役会による適切なデューデリジェンスが行われたという確信は持てません。

我々の主な見解と懸念は以下のとおりです：

- **有機的成長計画は理解が困難**：フジテックは、有機的成長の機会と、市場を凌駕する能力に自信を有しているようです。中期計画では、今後 3 年間のオーガニックな売上高の CAGR を 8.5%に設定するなど、野心的な成長目標を掲げています。もちろん我々は力強い成長を支持しますが、フジテックがこの数値をどのように達成するのか詳細は不明です。地域別の内訳は参考になりますが数値は根拠に欠けるものです。さらに「成長市場への積極投資による新設事業の拡大」、「モダンイゼーション製品の開発・拡販」、「コスト競争力の強化」など、魅力的な言葉が並んでいますが、それが実際の売上成長にどう結びつくのか詳細は不明です。短い小見出しだけでは、説得力のある戦略とはいえ、目標達成のための計画も詳述されていないことから、我々はこれらの目標が達成されると確信を持つことができません。
- **営業利益率の改善が消極的**：2024 年度の営業利益率は 9.4%を目標としていますが、これはグローバルな同業他社と比較して、引き続き低水準であることが否めません。さらにこの営業利益率の目標は、2020 年の「今後の戦略的方向性について」で示された「10%以上」の目標からも一歩後退しています。2024 年度に向け計画されている 28%の売上成長から営業レバレッジを考慮すると、この営業利益率目標は消極的で、フジテックには収益性の低さに対応するというコミットメントが欠如していると思われます。
- **大規模な投資が予定されているが、詳細や資本配分の枠組みが不足している**：中期計画では、営業キャッシュ・フローを大幅に上回る多額の投資が予定されています。しかしどこに、どのような条件で、どのようなリターンを期待して投資を行うのか、詳細の記述がありません。中期計画において、資本政策の説明に割かれているのはわずか 2 ページと、分析や検討が著しく欠如していることが示唆されます。漠然とした 680 億円の投資予算案は、株主を未知のリスクにさらすこととなります。
  - CAPEX: フジテックは、今後 3 年間で 330 億円の設備投資を計画しています。これは、減価償却費の 3 倍以上であり、過去 11 年間のフジテックの設備投資額を上回る水準です。この巨額の予算をどこに、どのように投資するのか、詳細は明らかにされていません。我々は、設備投資予算の金額ばかりでなく、その合理性と経済性にも疑問を感じています。この設備投資の方向性は、より業績の高いグローバルの同業他社や、アフターマーケット重



視で急成長しているアセットライトの同業他社のアウトソース戦略とは正反対のものです。

- M&A。同様に注目すべき懸念点は、M&A 予算が 350 億円であることです。グローバルの同業他社とは異なり、フジテックには企業買収において信頼できる実績がありません。M&A 計画に関するパラメータやガイドラインは示されておらず、株主資本の約 30%がどこに投資されるかについて、株主には何も知らされていません。このような不透明な買収戦略は、たとえ信頼できる実績があったとしても、非常にリスクが高く我々として支持できるものではありません。
- 非効率なバランスシートにより ROE を低下させているにもかかわらず、株主還元  
の向上がない：フジテックは、非効率なバランスシートで ROE が押し下げられ、  
株価の水準は同業他社の倍率を大きく下回っているにもかかわらず、配当性向の  
引き上げや自社株買いの計画を発表していません。フジテックのバリュエーショ  
ンや成長市場における魅力的なポジショニングを考慮すると、自社株買いが資本  
配分計画に含まれていないのか理解できません
- ROE 10.7%の目標は、資本効率の改善ではない：2024 年度の ROE 目標値 10.7%は、フ  
ジテックの過大な資本を抱える非効率なバランスシートの改善を意味しません。  
中期計画はフジテックの余剰現金や投資有価証券を考慮しておらず、アンダーパ  
フォーマンス状態の遷延化を誘引するものです。我々は、ROE の向上で重要な要素で  
ある株主資本に取り組む姿勢がないことに失望しています。
- 金庫株がオーバーハングとなっている。フジテックは、「金庫株を適切な水準で  
維持する」ことを目標としています。金庫株 (4.8%) は、不必要なオーバーハン  
グとなっています。富士テックは過去に金庫株を事業上の用途の資金を得るため  
に売却したことはありません。さらに、フジテックの株式は過小評価されていま  
す。投資は最も安価な資本で賄うというのは、コーポレート・ファイナンスの基  
本原則です。
- フジテックは、コーポレートガバナンスの強化を目指しているが、具体的な内容  
やコミットメントに欠けている：中期計画では、「コーポレートガバナンスのさ  
らなる強化」を掲げていますが、詳細やコミットメントが不足しているため、ど  
のような改善がなされるのかは不明です。
  - 取締役会の独立性に十分な対応がなされていません。フジテックは、「社  
外取締役の多様性を高める」ことを目標としていますが、会長と CEO が同  
一人物であることに対応していません。経済産業省の「コーポレートガバ  
ナンス・システムに関する実務指針」では、会長と CEO の権限と肩書きを  
分離すべきか検討するよう推奨されています。
  - フジテックは、伝統的な監査役会設置会社を採用しており、今後もこの制  
度を継続する意向のようです。これは経営陣への意思決定の権限移譲を妨  
げ、効率性を損ねます。
  - 政策保有株式
  - については、日本のコーポレートガバナンス・コードにおいて特に注意す  
べきテーマとして明示されているにもかかわらず、中期計画の一環として  
取り上げられていません。



## 我々の提案

我々は、フジテックの中期計画に詳細やコミットメントが欠如することについて、これはより深い、根本的な問題の兆候に過ぎず、背景には経営陣や取締役会における意思決定の質、適切性、独立性などの問題があるのではないかと考えています。この点から、同業他社に劣後している過小評価やあアンダーパフォームの状況に対応できる体制が備わっているのか、疑問を抱かざるを得ません。

我々は、取締役会が我々の懸念に対処し、2022年の定時株主総会までに以下の行動をとること（コミットすること）を求めます：

- **売上高成長率と営業利益率の目標**
  - どのように競合他社を凌駕し、売上目標を達成するかについて、明確な説明を行う。
  - 9.4%の営業利益率目標の達成状況を示すマージンブリッジを開示する。
  - 利益率押し下げの要因となっている北米および欧州地域事業への対応を含め、同業他社の平均値レベルを目指して収益性を向上させる機会を検討する。
- **設備投資予算**：330億円の設備投資について、その内容、利益への影響、期待される投資収益率などを詳細に説明する。
- **M&A 戦略およびガイドライン**：
  - M&A 案件で検討した戦略的・財務的要件を投資家に開示する。これらの要件には、少なくとも、戦略的適合性、既存資産ベースへのレバレッジ、最小マージン、ROICのハードルも含まれること。フジテックは、買収案件実行および買収後の統合活動の実行能力をどのように考えているのか明示する
  - 我々が期待する戦略は、アジアでの小規模なボルトオン買収（既存事業の補完・強化を目的とする買収）やアフターマーケット事業などの買収を中心とし、投資利益率のハードルが株主資本コストを十分に上回り、過小評価された株式の自社株買いによるEPS（一株当たり利益）押し上げ効果よりも有利だと思われる案件を主眼とする戦略である。
  - 100億円以上の買収案件については、株主総会の承認を得た上で実行し、中期計画期間中の未使用のM&A予算は自社株買いに充当する。
- **ROE 目標**：ROE目標を15%に修正する。M&A予算を自社株買いに充当することで可能となる。
- **取締役会の独立性と意思決定**：会長とCEOの役割を分離し、独立した会長を任命する。さらに、3つの委員会を持つ取締役会構造（指名委員会等設置会社）の体制に変更する。
- **政策保有株式**：中期計画期間中にすべての政策保有株式を売却し、その資金を自社株買いに充当する。
- **金庫株**：金庫株をすべて消却する。



## 結語

我々は、このような思い切った、そして我々にとって異例の方法で、公に懸念を表明しなければならないことを残念に思います。我々は、フジテックが本質的に優れた企業であり、経営効率、資本効率、コーポレート・ガバナンスを向上させる機会を経営陣が受け入れれば、さらに大きな可能性を開花すると信じています。しかし残念ながら、これまでフジテックに対し非公開で投げかけてきた訴えだけでは十分な効果を上げられず、我々の懸念はほとんど無視されたままです。また、同業他社と比較してフジテックの業績が低迷し続けていることは、他の株主からも指摘されているところであり株主によるキャンペーンも実施されてきています。フジテックが問題を無視することは解決策にはなりませんし、株主の要求が減弱することもないかと思えます。

我々は、取締役会が我々の懸念に対処するために適切な行動をとることを望んでいます。

我々は、今後もフジテックとの対話を続けていきたいと思えます。

## 敬具

ケンペン・キャピタル・マネジメント

エグゼクティブ・ディレクター

Chris Kaashoek

[chris.kaashoek@kempen.nl](mailto:chris.kaashoek@kempen.nl)

## ケンペン・キャピタル・マネジメントについて

ケンペン・キャピタル・マネジメントは、焦点を絞ったアプローチと明確な投資哲学を持つスペシャリスト・アセットマネージャーです。我々は、お客様やその他のステークホルダーのために、長期的なスチュワードシップを行うことを信条としています。ケンペンは、多数のアクティブ運用の投資戦略とともに、持続可能なリターン、受託運用サービス、マネージャーの選択、ポートフォリオの構築とモニタリングを行っています。2021年6月30日現在、ケンペン・キャピタル・マネジメントは、883億ユーロの顧客の資産を運用しています。

ケンペン・キャピタル・マネジメント・エヌ・ブイは、ヴァン・ランショット・ケンペン・エヌ・ブイの一部であり、専門的かつ独立したウェルスマネージャーです。ケンペン・キャピタル・マネジメント N.V.は、様々な UCITS や AIF のマネージャーとしてライセンスを取得し、投資サービスを提供する権限を持っており、オランダ金融市場庁の監督を受けています。



ケンペン・キャピタル・マネジメント（英国）エル・ティーディーは、マネージャーとしてのライセンスを取得しており、英国金融行為監督機構（Financial Conduct Authority）の監督下にあります。

詳細については、[www.kempen.com](http://www.kempen.com) をご覧ください。

#### 訳文に関する注記

本資料は、英語で作成されたオリジナル文書の和訳であり、参照のためにのみ作成されたものです。和訳された文章と英語の原文の間に相違がある場合、原文が優先されます。**Kempen Capital Management N.V** は、この和訳に関し、翻訳から生じる直接、間接又はその他の形式による損害について、いかなる責任も負うことはありません。

#### 免責事項

本資料は、当社とフジテック株式会社（以下「貴社」といいます。）との、貴社企業価値向上を目的とした対話において、参考資料とするために作成されたものであり、貴社又はその他の第三者が本資料に依拠することを想定したものではありません。

本資料は、**2022年1月10日**時点において貴社及び貴社の競合他社が公表する有価証券報告書等、計算書類その他の公衆の縦覧に供されている公開情報に基づき作成されたものであり、これらの資料における前提条件、仮定その他の記載の内容に関して当社が対外的に意見を表明するものではありません。

本資料は、上記公開情報が正確且つ完全なものであることを前提として作成されています。当社は、本資料に記載されている情報の正確性、完全性又は信頼性に関して、明示黙示を問わずいかなる表明又は保証もいたしません。

また、当社は、当該公開情報及び当該公開情報を基に設定された前提条件の合理性・妥当性などについて独自に検証する義務を負うものではなく、その他一切責任を負うものではありません。

貴社が当社の事前の書面による了解を得て本資料を第三者に開示する場合においても、当社は、本資料の内容に関し、貴社及び当該第三者に対し、一切責任を負うものではありません。

当社は、自ら又は当社の密接関係者が貴社役員に就任すること、貴社の事業や資産の譲渡又は廃止を、自ら又は他の貴社の株主を通じて、貴社の株主総会で提案すること、及び貴社の事業に係る非公開の技術情報にアクセスすることを意図するものではありません。また、当社は、貴社の事業の継続的且つ安定的な実施を困難にする行為を行うことを目的とする意思を有していません。



---

### External disclaimer

This document has been prepared by Kempen Capital Management N.V. (Kempen) for the benefit and use of the original recipients. It does not constitute, and should not be construed as, an offer or solicitation to enter into any transaction regarding any financial instrument, nor should it form the basis of or be relied on in connection with any such transaction. This document does not constitute, and should not be construed as, tax, legal, regulatory, accountancy or other specialist or technical advice, or investment advice or personal recommendations, any trading strategy or advice (from an investment perspective) to any person on the suitability of any transaction.

The information in this document is based on information that Kempen considers reliable, but which it did not verify. No representation or warranty is made as to, nor should reliance be placed on, any of that information contained herein being accurate or complete. Neither Kempen, nor any of its parent or subsidiary undertakings, or any such person's directors, officers or employees, accepts any responsibility or liability for any losses or damages that may result from the lack of accuracy or incompleteness of this information. Such persons also do not accept any responsibility or liability for (accounting) calculations and assumptions on which any statements, views, valuations or opinions expressed by Kempen in this document may be based.

This document speaks of its date and opinions and views expressed are Kempen's opinions and views as of such date only. Kempen assumes no obligation to notify or inform any party of any developments or changes occurring after the date of this document that might render its contents untrue or inaccurate in whole or in part.

Any possible transaction or investment referred to herein may involve significant risk. This document has been prepared without regard to the individual circumstances and objectives of persons other than the original recipients who receive it. Other recipients should, without relying on this document, make their own independent decisions regarding to any possible transaction or investment and, if necessary, seek professional advice.

Kempen accepts no liability whatsoever for any reproduction or redistribution, in whole or in part, of this document, by any person other than Kempen.

The distribution of this document in certain jurisdictions may be restricted by law, and recipients into whose possession this comes should inform themselves about, and observe, any such restrictions.

Kempen Capital Management N.V. (Kempen) is licensed as a manager of various UCITS and AIFs and authorised to provide investment services and as such is subject to supervision by the Netherlands Authority for the Financial Markets. As asset manager KCM may have investments, generally for the benefit of third parties, in financial instruments, like those mentioned in this document and it may at any time decide to execute buy or sell transactions in these financial instruments. Kempen currently has invested in shares of the company mentioned.