

より強い花王

花王株式会社

4452.JP

2025年2月26日

免責事項

本資料に記載されている情報および見解は、オアシス・マネジメント・カンパニー・リミテッド（以下「オアシス」という。）によって情報提供のみを目的として提供されており、金融、法律、税務、投資、会計、監査、その他いかなる種類の専門的アドバイスと解釈されるべきではありません。本資料には、純粋な歴史的事実ではない将来の見通しに関する情報が含まれている場合があります。そのような情報には、特に予測や予想が含まれる場合があります。本書に記載された予測や予想が実現することを保証するものではありません。

本資料に記載された情報および見解は、発表日現在のものであり、予告なしに変更または更新されることがあります。本書に含まれる情報および意見は、オアシスが信頼できると判断した専有および非専有の情報源から得られたものであり、必ずしもすべてを網羅するものでも、正確性を保証するものでもありません。オアシスは、本書中の情報および見解の正確性を確保するために合理的な努力を払っていると考えていますが、かかる情報および見解の正確性、完全性、信頼性に関して、明示または黙示を問わず、いかなる表明または保証も行いません。また、オアシスは、明示または黙示を問わず、かかる情報または意見の特定の目的に対する適合性または適合性について、いかなる表明または保証も行いません。いかなる場合においても、オアシスまたはオアシスの従業員、取締役、役員、関連会社、オアシスが管理・運営する投資ファンドは、契約、不法行為、過失、厳格責任、その他に基づくか否かを問わず、本書に起因する、または本書に関連する直接的、間接的、懲罰的、偶発的、特別、結果的損害、または利益、収益、使用の損失による損害について責任を負いません。

オアシスは、この文書に含まれる情報について、商標権、著作権またはその他の知的財産権を有する場合があります。"Oasis"およびオアシスのロゴは、Oasis Management Company Ltd.の商標です。その他の会社名、製品名、ロゴは、それぞれの所有者の商標です。本書の提供は、本書に含まれる、または本書に関連する商標、著作権、その他の知的財産権の使用許諾を与えるものではありません。オアシスは、株主の皆様がオアシスと共同で議決権を行使されることを勧誘または要請するものではありません。共同して議決権を行使する契約を締結している株主は、日本の大量保有開示規則に定める「共同保有者」とみなされ、日本の関係当局に株式保有総額の届出を行い、公開しなければなりません。

オアシスは、本資料、（書面、口頭を問わず、また媒体の如何を問わず）公の発言や本ウェブサイトを通じて、他の株主と意見を表明し、または他の株主と対話する行為により、日本の金融商品取引法上、他の株主と共同保有者や特別関係者として扱われる意図を否定します。また、オアシスは、他の株主の保有する議決権の行使につき、当該株主を代理する権限を受任する意思はありません。これらの資料は、専らオアシスの意見、解釈および推定を表すものです。オアシスは、オアシス・ファンドの投資顧問としての立場においてのみ、これらの意見を表明しています。

オアシスについて

23年間にわたり投資先企業の変革を支援した実績

2002年に設立されたオアシスは、アジアを中心に幅広いアセットクラスの投資機会に対しグローバルに投資を行っています。当社は、投資家の皆様にあらゆる市場サイクルにおいて一貫して優れたリスク調整後リターンを提供することを目的としています。

これまでの23年間、オアシスは建設的な対話を通じて企業と密なコミュニケーションをとることで、投資先企業の売上拡大、収益性向上、ガバナンスの改善等を促進し、すべてのステークホルダーにとっての価値向上に尽力してきました。

最近のオアシスによるパブリック・エンゲージメントには、レイサム、フジテック、サン電子、東京ドームなどが挙げられます。



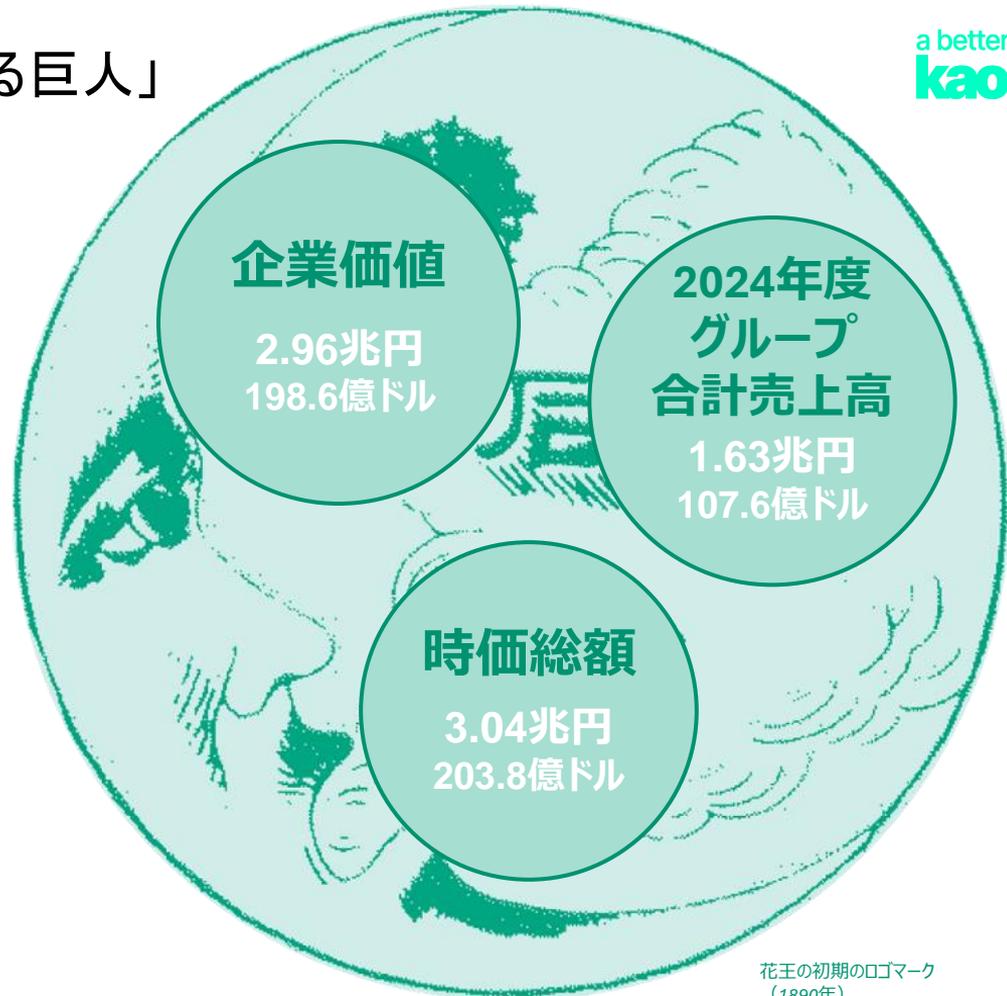
花王について 日本の「眠れる巨人」

花王株式会社は1890年に設立された日本最大の消費者向け日用消費財（Fast Moving Consumer Goods：FMCG）企業であり、子供用紙おむつから高級スキンケアまで、多様な製品ポートフォリオを有しています。

中核となるコンシューマープロダクツ事業に加えて、花王はオレオケミカルを中心とした**大規模なケミカル事業**を保持しています。

同社のコンシューマープロダクツ事業には膨大な成長可能性が秘められています。**化粧品事業およびヘルス&ビューティ事業**においてグローバル展開を加速させた場合、花王はロレアルやバイヤスドルフといった世界的なリーディングカンパニーの競合へと成長を遂げる可能性があります。

しかし、今日に至るまで、この成長可能性はまったく活かされていません。



花王の初期のロゴマーク
(1890年)

要旨

花王のグローバルでのポテンシャル

花王はFMCG業界の世界的リーディングカンパニーになるポテンシャルがあります。しかし、バイヤズドルフ、ユニリーバ、P&G等の競合に打ち勝つために必要な成長戦略を欠き、重要な経営指標に対して十分焦点が絞れていません。

投じた研究開発費に対して十分なリターンを創出せず、マーケティングへの投資も不足し、運転資本は最適化されず、不適切な価格戦略により利益率は低迷し、さらにはDXでも後れをとっています。

今、花王に必要な変化とは何か？

オアシスは、5名の新しい社外取締役を追加することで専門性と多様性を高め、さらに新しい長期インセンティブ報酬を導入することで収益性の高い成長を促進するよう、株主提案を行っています。

オアシスの議案に賛成票を投じるとどうなるのか？

オアシスの議案に賛成票を投じることで、経験豊富な取締役が花王の取締役会に加わることで花王の成長が加速され、取締役報酬は長期的な企業価値創造と連動するようになります。

オアシスの提案に賛成した場合のネガティブな影響は？

オアシスの提案は**二者択一を迫るものではありません**。現任の取締役を解任することなく、専門性に長けた取締役が追加されることとなります。株主は、事業継続性を維持しつつも、花王の成長において極めて重要となる業界に特化したスキルセットを補完することができます。

オアシスが推薦する取締役候補者は“敵対的”ですか？

これはいって**建設的な提案**であり、現取締役会にとって補完的なスキルセットを有する取締役候補者となります。

a better
kao

オアシスは、数か月にわたる広範な調査プロセスを経て選出した、5名の非常に有能かつ独立した取締役候補者を選任することで、**株主に対して「より強い花王」**という選択肢を提示いたします。



Yannis
Skoufalos

Martha
Velando

Lanchi
Venator

Hugh
Dineen

Anja
Lagodny

- ✔ 花王がグローバルリーダーになるために必要な取締役会のスキルの補完
- ✔ 取締役会の独立性を高め、ガバナンスを強化
- ✔ 現行の取締役を置き換えることを目的とせず、事業継続性などの観点でネガティブな影響はなし
- ✔ 広範囲に及ぶグローバルサーチの結果

オアシスは、花王が収益性の高い売上成長を長期的に実現するべく、社内取締役および社外取締役の足並みを揃えることを目的として、新たな役員報酬制度も提案いたします。

OASIS

「より強い花王」への選択肢

VOTE  #4
BETTER

オアシスは、**広範かつ厳格な独立した調査プロセス**を経て、**完全に独立した、高い資質を備えた5名の取締役候補**を提案いたします。オアシスが推薦する取締役候補者は、サプライチェーン、マーケティング、デジタル、価格戦略、事業ポートフォリオ管理、および上場企業の取締役としての経験など、花王の長期的な価値創造における重要な分野において、候補者全員合わせて100年以上にもなる**豊富な業界経験と、多様なスキル**を有しています。オアシスが提案する取締役候補者は、「より強い花王」を目指す花王のステークホルダーと**共通の方向を向いています**。



4.1 Yannis Skoufalos	FMCGサプライチェーン・スペシャリスト	
4.2 Martha Velando	化粧品CMO	Aesop. L'ORÉAL
4.3 Lanchi Venator	消費財コマーシャル・リーダー	 
4.4 Hugh Dineen	FMCG改革ストラテジスト	 
4.5 Anja Lagodny	DXリーダー	 

花王の取締役会意見に対するオアシスの反論、候補者の主なスキル、経歴については、[こちら](#)をご覧ください 

オアシスの候補者は取締役会スキルセットを補完

オアシスの推薦する取締役候補者を選任することで、**現取締役会のカバーする専門領域はそのままに**、DXや財務、ヘルス&ビューティーケアからマーケティングの分野での専門性を補完することができます。

花王が重視しているスキルセット

オアシスが考える補完的なスキルセット

	経営	海外	消費財業界	化学品業界	ブランド戦略	人財戦略	研究	環境・社会	IT・DX	法務・リスク管理	財務・会計	化粧品・ヘルス&ビューティー	消費者マーケティング	FMCG サプライチェーン
長谷部氏	○	○	○	○		○	○	○	○			○		
根来氏		○		○				○			○			○
西口氏		○	○		○							○		
マツカラン氏		○	○		○	○		○	○		○			
篠辺氏	○	○						○		○				
桜井氏	○	○		○		○		○						
西井氏	○	○	○			○					○			
高島氏	○	○								○	○			
カサノバ氏	○	○	○		○	○		○						
Skoufalos氏	○	○	○			○		○	○		○			○
Velando氏	○	○	○		○							○	○	
Venator氏	○	○	○		○	○					○	○	○	
Dineen氏	○	○	○		○	○					○	○	○	
Lagodny氏	○	○	○			○		○	○			○	○	

- 花王の推薦する社外取締役
- オアシスの推薦する取締役候補者
- 新任
- 花王の指名する取締役（社内）

当該取締役の専門分野

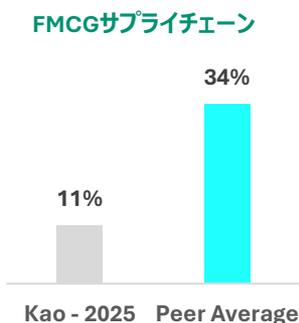
花王統合レポート2024（2024年5月公開）には含まれず、第119期 定時株主総会 招集ご通知（2025年2月公開）には含まれている項目



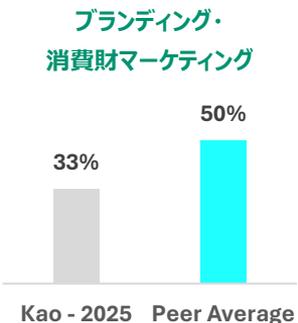
「『自社の持続的な成長に向けて必要とされるスキル』について、各取締役の有するスキルの組み合わせを公表することが望ましいと考えます。」
国内株式の議決権行使に関するガイドラインおよび議案判断基準（出典）

花王の取締役役に競合と同等のスキルを

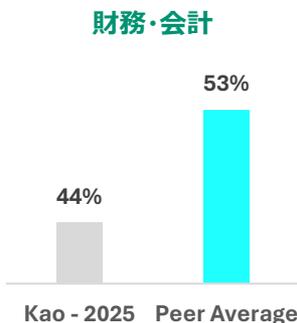
花王が指名する候補者のみでは、サプライチェーン、マーケティング、財務、コンシューマープロダクツ、デジタル化などの重要分野において、**同業他社と比較してスキルカバレッジが不十分です。オアシスの候補者は、花王がグローバルリーダーになるために必要な重要なスキルをもたらします。**



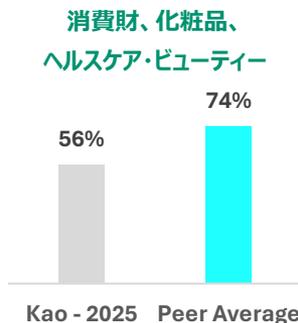
Yannisk Skoufalos はP&Gで約35年の経験を持つサプライチェーンの専門家です。在任中に60億米ドルの構造的なコスト削減を監督しました。



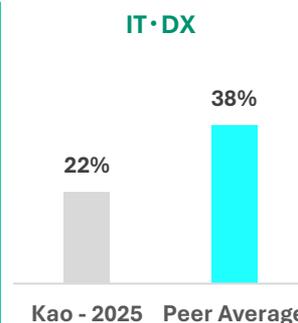
Martha Velando はAESOPの元CMOであり、ロレアルや他のFMCG企業のブランド開発経験を持っています。



Lanchi Venator は、KFCの元CFOおよび戦略責任者であり、エスティローダーの幹部として、グローバル戦略的価格設定機能を開発しました。



Hugh Dineen はジョンソン・エンド・ジョンソンで15年以上消費者製品部門を率い、ブランドターンアラウンドに特化しています。



Anja Lagodny はJTインターナショナル社（日本たばこ産業の子会社）のチーフ・デジタル・オフィサーを務めて、グローバルデジタル変革戦略を実施しました。

花王2025年

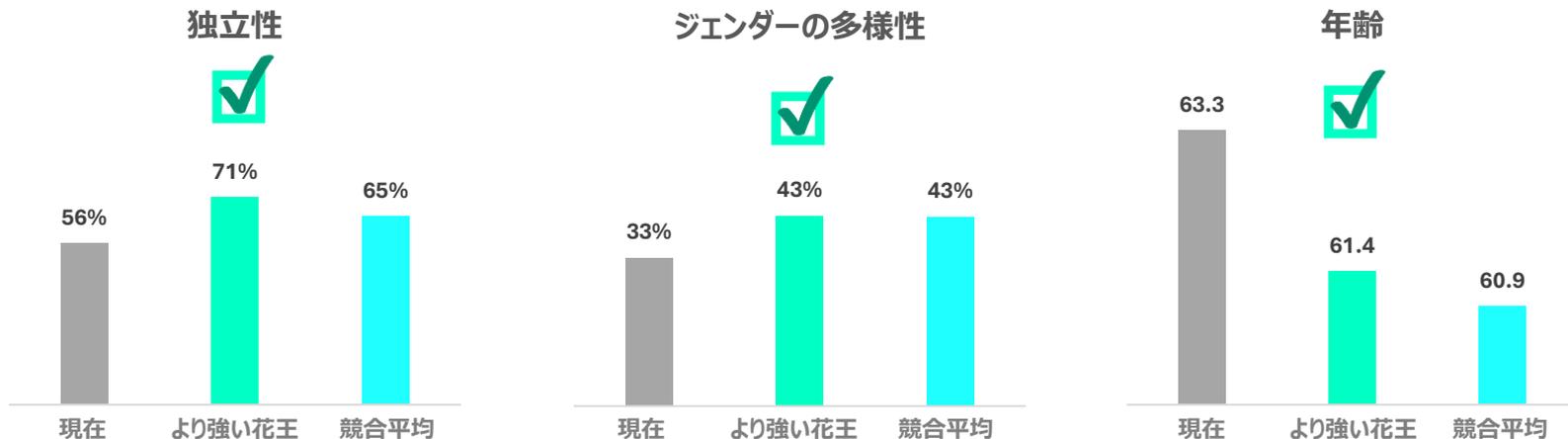
すべての花王指名取締役（オアシスの候補者を除く）

同業他社の平均

花王の同業他社の平均*

花王の取締役会構成を競合と同等に

2025年の定時株主総会で、花王およびオアシスが指名した取締役全員を選任した場合、花王の取締役会はより**独立性が高まり**、**多様性に富み**、**若返りを実現**することが可能です。



花王2025

花王の指名する取締役

より強い花王

全ての取締役候補者

競合平均

花王の競合¹の平均



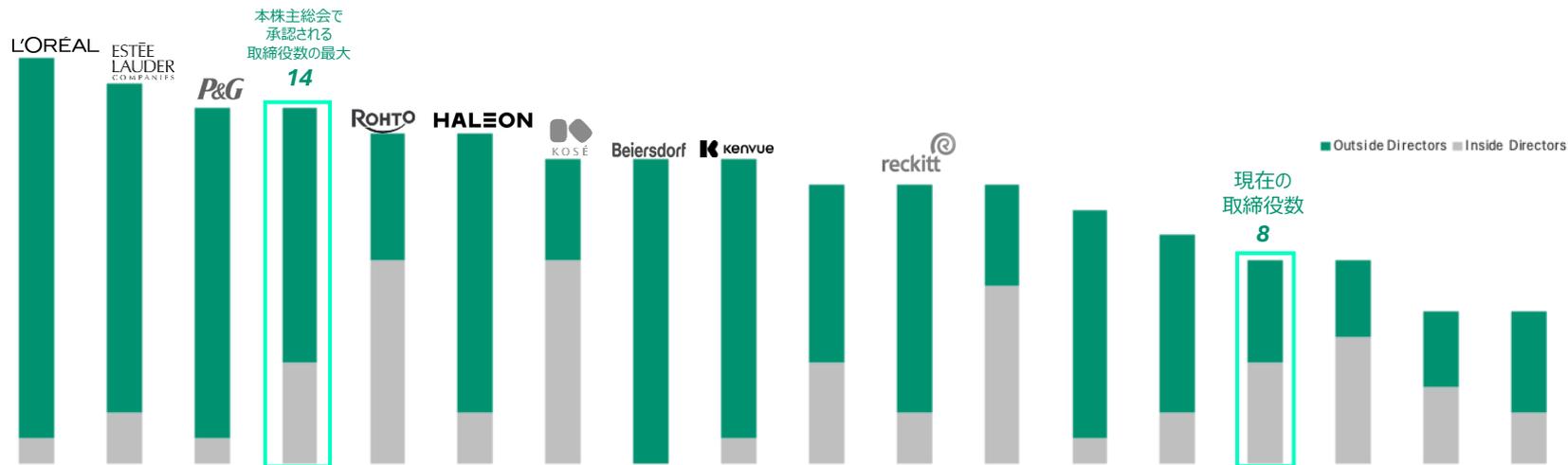
同業他社の構成と一致した選択肢

オアシス選任の取締役役が加われば…

取締役会を同業他社と同規模に拡大すれば、より専門知識が豊富になり、より独立性も高まる

FMCG業界の競合他社は、通常、現在の取締役会の数よりも多い取締役を抱えています。実際、花王の取締役会は小規模であったために、数年にわたる業績不振と戦略的ミスをおかしてしまいました。グローバルな競合他社は、社外取締役の大多数を歓迎しており、これは、より強力な独立した対抗勢力となるだけでなく、取締役会に戦略的スキルを導入する可能性が大幅に高まることを意味します。

オアシスは取締役会の規模があまりに小さいと取締役会のスキル、多様性、独立性が限定的になると考えています。



取締役の報酬に関する議案

社内取締役には業績への動機づけを、社外取締役には監督の動機づけを

議案5および議案6: 社外取締役の報酬見直し

社外取締役候補者の追加に伴い、取締役報酬限度額を引き上げ。**個々の取締役の現金報酬の平均額は変更なし。**

花王の社外取締役の報酬は、23年度は平均1,780万円（約11万米ドル）であった。

詳細は[こちら](#)にてご覧いただけます

さらに、社外取締役に毎年1,000株を付与し、株主と利害を一致させ、長期的な企業価値の向上を促進する。

詳細は[こちら](#)にてご覧いただけます

議案7: 社内取締役の報酬見直し

新しい長期インセンティブプランは、サステナビリティについて一定の配慮をしながら、オーガニックの売上高成長率、粗利益率、信頼性の高いROIC目標など、**検証可能なベンチマーク**をKPIとする報酬体系としています。

オアシスが提案する改善策

- ✓ 長期的な価値創造に基づく報酬体系
- ✓ 報酬の大部分が業績に連動
- ✓ 定量的な目標に基づいた報酬
- ✓ 事業セグメント別の指標を活用
- ✓ 価値創造に基づいて指標の優先順位を決定
- ✓ 指標は相互に補充し合わない
- ✓ グローバル同業他社と比較してTSRを評価
- ✓ ESG関連指標について明確に定義
- ✓ 株主の意見を反映して設計
- ✓ 株主に対して透明性のある開示



詳細は[こちら](#)にてご覧いただけます

2025年 定時株主総会

オアシスは当社提案の社外取締役候補者と報酬議案について賛成票を投じていただくよう、株主の皆さまに要求いたします。しかしながら、オアシスは花王提案の議案にどのように投票すべきかについての指針を提示するものではありません。

「より強い花王」に向けた株主提案（2025年株主総会）

- | | |
|---|------------------------------|
| 4 | 社外取締役候補者Yannis Skoufalos氏の選任 |
| | 社外取締役候補者Martha Velando氏の選任 |
| | 社外取締役候補者Lanchi Venator氏の選任 |
| | 社外取締役候補者Hugh Dineen氏の選任 |
| | 社外取締役候補者Anja Lagodny氏の選任 |
| 5 | 社外取締役に対する報酬額改訂 |
| 6 | 社外取締役に対する事後交付型株式報酬付与 |
| 7 | 社外取締役に対する事後交付型株式報酬付与 |

賛成
賛成
賛成
賛成
賛成
賛成
賛成
賛成

VOTE  #4
BETTER



未実現の可能性

成長からの乖離

見逃された機会

「強い花王」へのロードマップ

市場の反応（サーベイ）

エンゲージメントの道り

停滞する取締役と経営陣

「より強い花王」に向けた提案
第4号議案：取締役の指名
第5/6/7号議案：報酬



OASIS

経営陣への通信簿

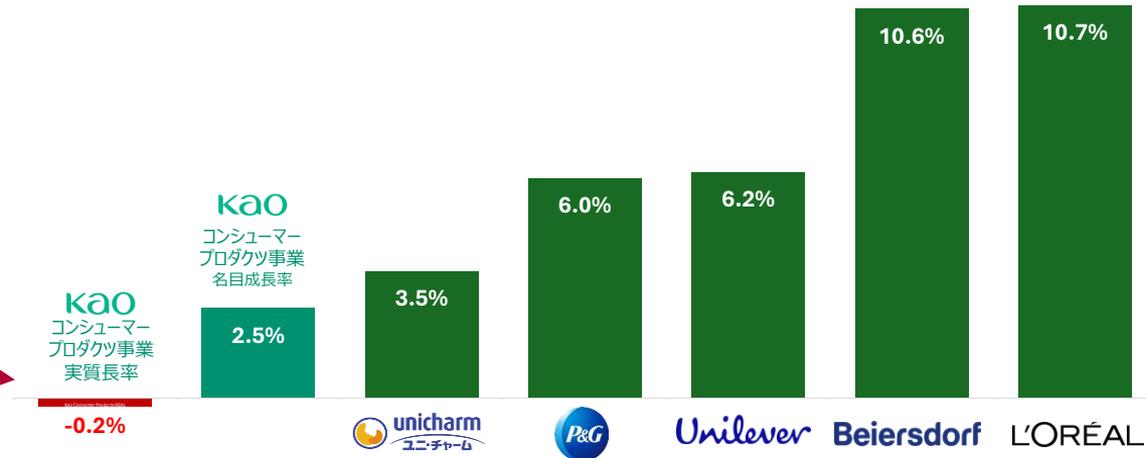
化粧品事業およびヘルス&ビューティー事業における失敗

項目	評価	詳細
ハイジーン& リビングケア事業	✓	価格改定や原材料価格の下落を受けて洗剤事業の利益率が回復し、グループ全体の利益が安定しました。しかし、この低成長な国内セグメントに依存し続けることで、経営陣が持続可能で幅広い成長を生み出せていない現状が正しく認識されにくくなっています。
ケミカル事業	✓	スプレッドの改善により、利益率は景気のピーク並みにまで上昇しました。しかしケミカル事業は資本負担が重く、消費者向け日用消費財事業に比べて収益性が低い上に、景気の波に左右される特性があるため、さらなる成長余地は限定的です。
ヘルス& ビューティーケア事業	✗	M&Aの失敗と消費者動向への対応が遅れたことで、過去4年間を通じて利益率は10%台後半から1桁台まで低下しているにもかかわらず、明確な再建計画は未だに提示されていません。
化粧品事業	✗	外部環境に起因する課題が存在する中、好況時に成長を逃したばかりでなく、不況時にも不相応に苦戦しました。主要ブランドへの注力や、高収益なダーマコスメ領域での事業拡大が遅れていることが懸念されます。
経営・資本効率	✗	同業他社に比べて棚卸資産回転日数やキャッシュ・コンバージョン・サイクルも長いため、本来マーケティングや成長投資に充てるべき資本が使えず、収益性の高い売上成長を実現する機会が損なわれています。
デジタル戦略	✗	消費者のデジタル化への適応力の低さが原因で、オアシスの試算では、花王は多額の収益機会を失っています。競合他社の失敗から学ばず、同じ過ちを繰り返していることは、花王にとって大きな機会損失です。

消費財における低い売上成長

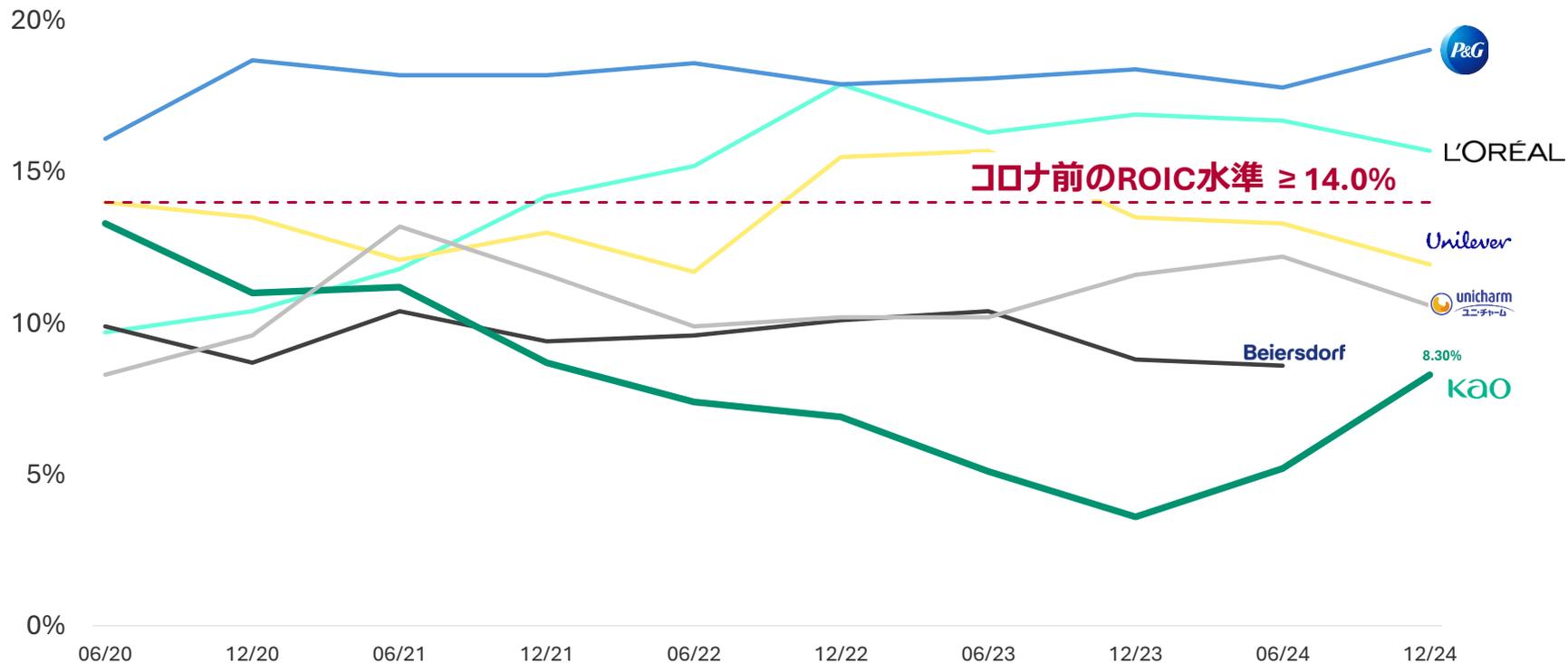
2020-2024年の実質売上高CAGR（年平均成長率）

花王は、2020年から2024年にかけての実質売上高成長率が**マイナス**であり、オーガニック成長率の目標も掲げていないという点でも、世界のFMCG企業の中で特異な存在です。



悪化している投下資本利益率 (ROIC)

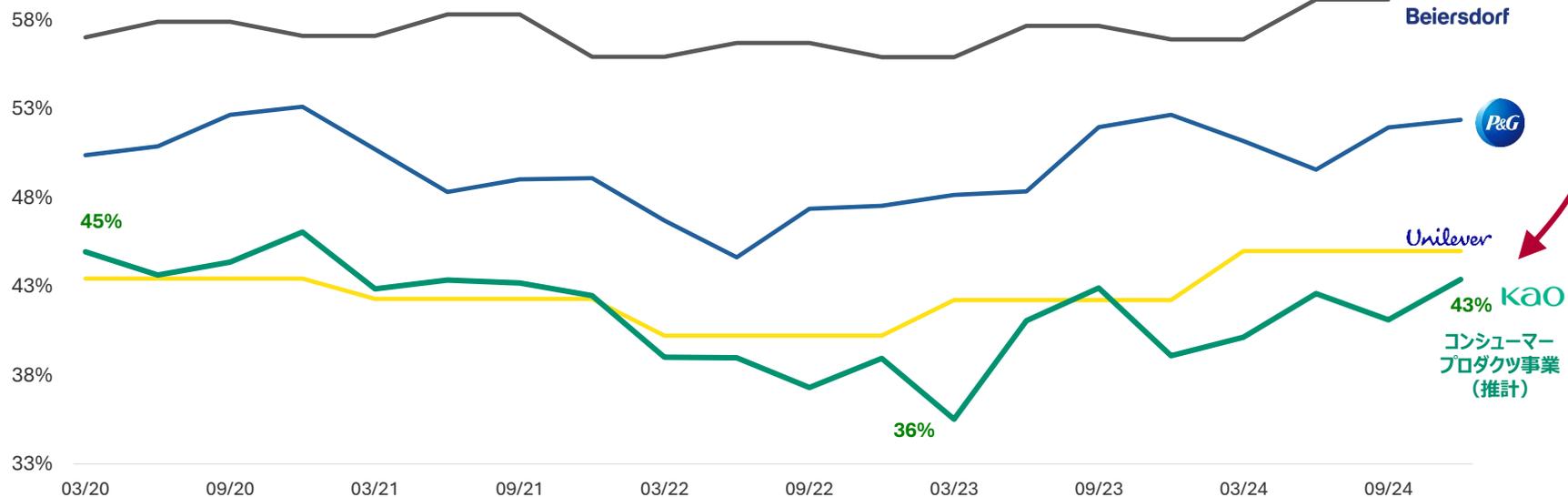
投下資本利益率 (ROIC)



消費財商品の収益性は劣後

2020-2024年の消費財における粗利率（推計）

業界をリードするFMCG企業は最低でも45%を超える粗利率を恒常的に達成しています。オアシスの推計によれば、現在の花王の消費財商品事業粗利率はコロナ以前の水準を下回っている上に、同業他社の水準を大幅に下回っています。



ヘルス&ビューティーの利益率低下

誤った経営判断を最良のブランドに下してしまった故、価値が損なわれた

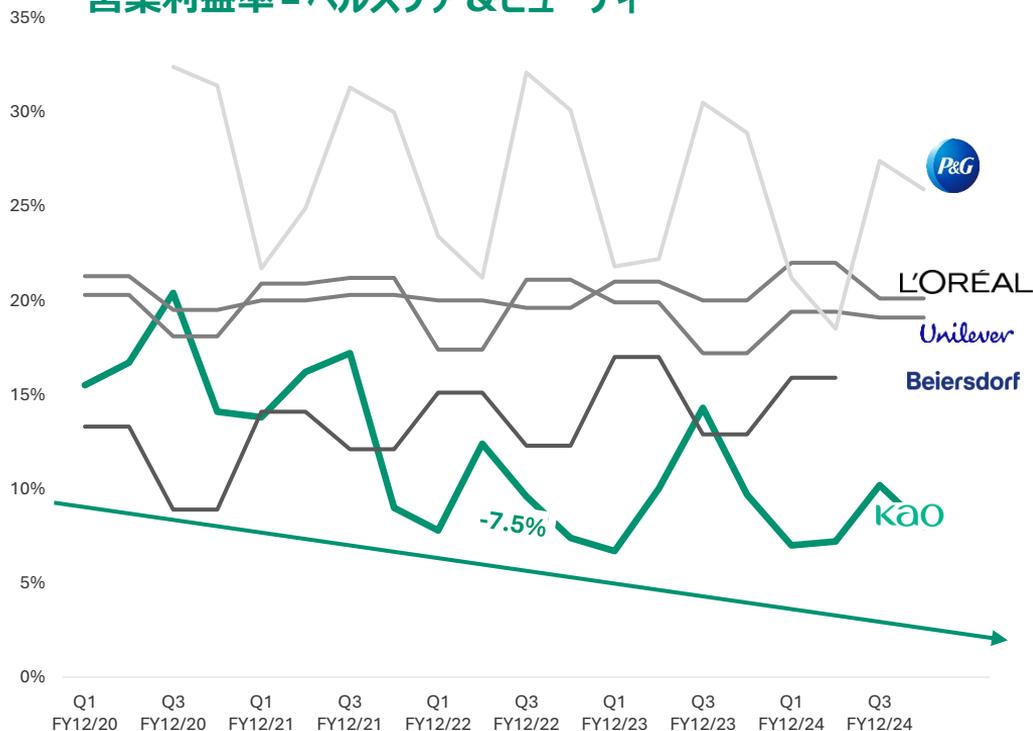
花王は、ヘルス&ビューティー（H&B）セグメントにおけるビオレ、ジャーゲンス、オリベといった既存ブランドには、海外で成功できる大きな可能性がある。

かつては10%台半ばの利益率を誇る利益率の高い事業であったが、2020年以降は利益率が低下しており、過去3年間の平均営業利益率は1桁台にとどまっている。

経営陣は利益率の悪化を、欧州でのヘアケア事業の再編費用を理由に挙げているが、そもそもこの減損がなくても、昨年は利益絶対額が減少しており、経営のリーダーシップが悪化している可能性がある。

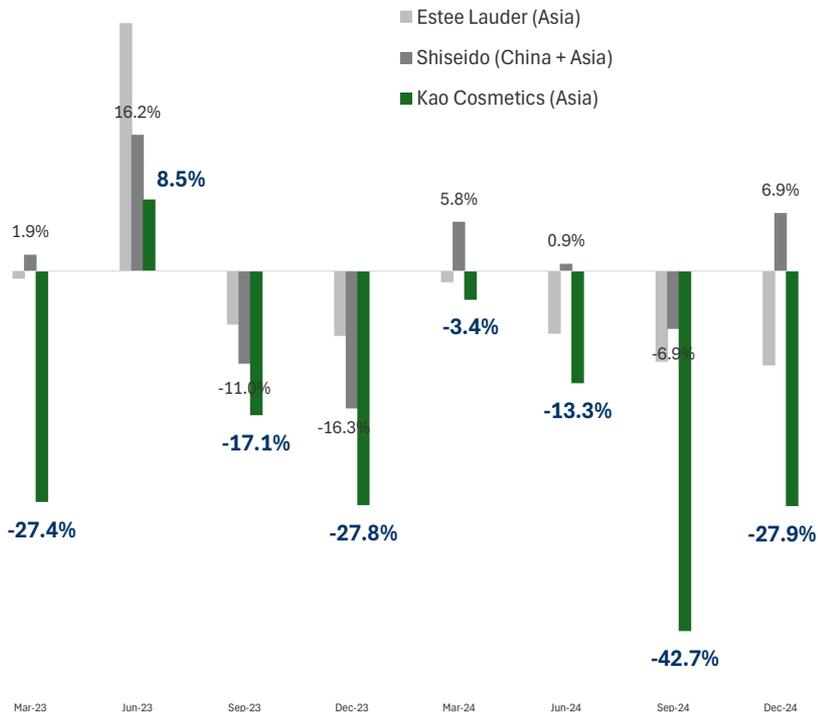
化粧品部門と同様に、H&Bにはあまりにも多くの小規模な非中核ブランドがある。特に、M&Aの経営判断と取締役会の監督は不適切でした。その結果、H&B事業はさらに悪化しているとオアシスは考えています。

営業利益率 - ヘルスケア&ビューティー



主要市場で失敗する化粧品群

アジア化粧品における前年比売上高の変化



花王は、化粧品ブームの最中、中国で同業他社ほど急速に成長することも、同程度の利益を上げることもできなかったが、収益と利益率の低下はより急速であった。

業界全体が中国市場の需要の減に苦しむ中、花王の落ち込みの規模は業界を上回る悪化のスピード。

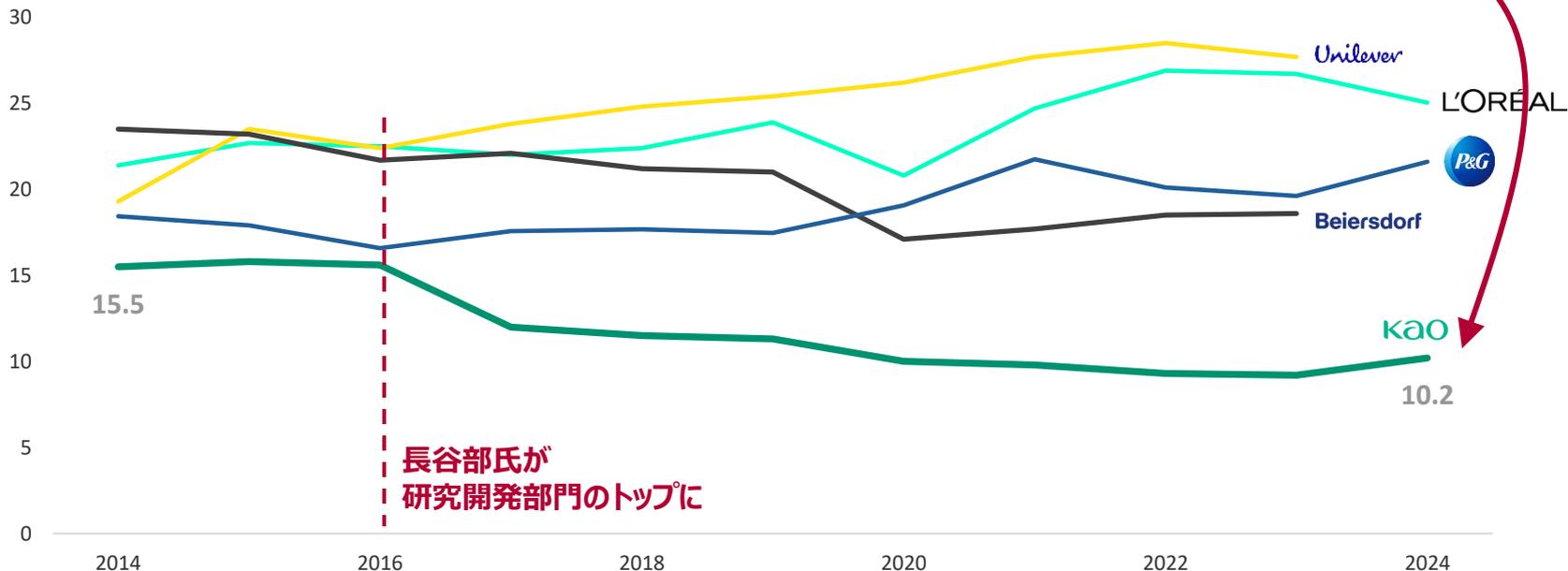
キュレルなどの有望な皮膚用化粧品ブランドを抱えながらも、アジアの化粧品事業は2024年に前年比21.8%減となった。一方、ロレアルの中国における皮膚用化粧品事業は14%成長した。



R&Dからの投資回収は不得意

研究開発費用に対する利益率* (RORC) 2014~24年

花王は多額の研究開発費を投じているにもかかわらず、実際の購買に結び付かせることまでできていない。



長谷部氏が
研究開発部門のトップに

出典：ブルームバーグ、オアシス試算

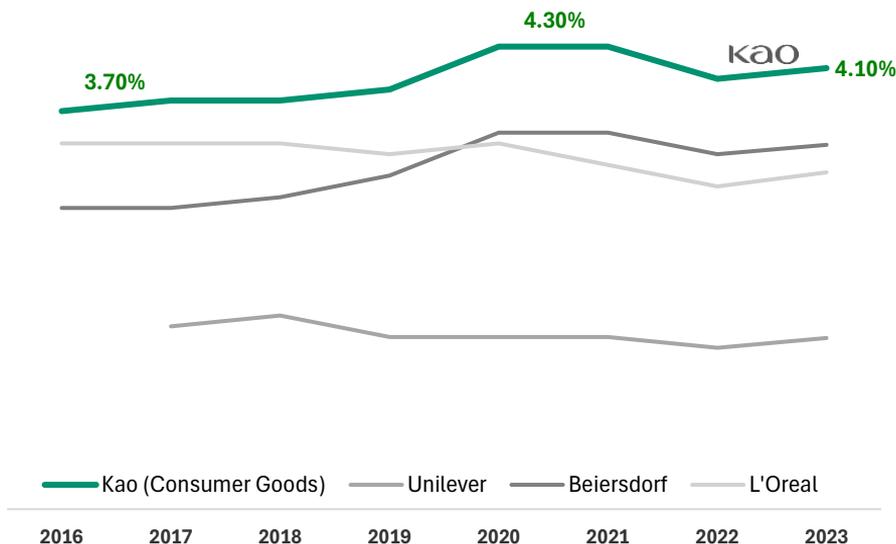
* Return on Research Capital (RORC) = 当年度の売上総利益/前年度の研究開発費

研究開発費の使い過ぎ

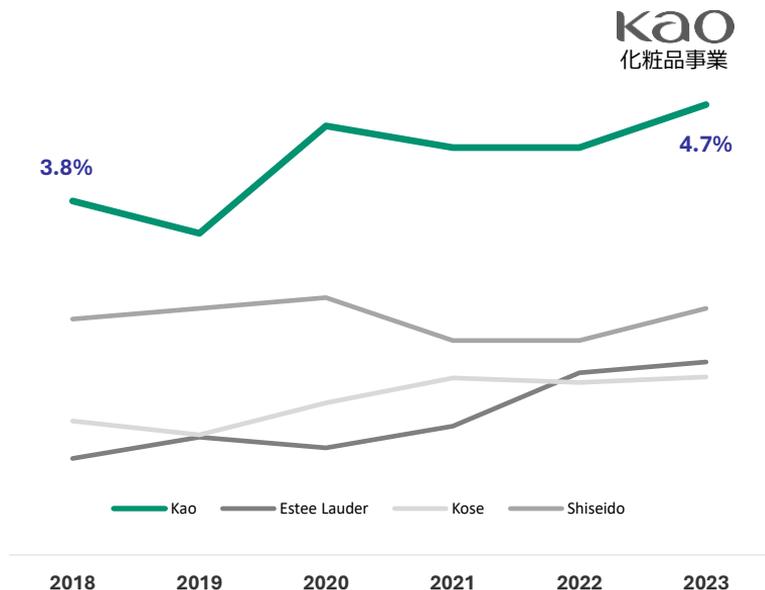
花王は、売上高に占める研究開発費の割合がグローバルな競合他社よりも高い

これは特に化粧品部門とヘルス&ビューティー部門で顕著です。オアシスは、これらの研究開発費用を事業規模に見合った形にしていれば、2023年の営業利益率は250ベースポイント改善していたとみています。

研究開発費（対売上高比率）



化粧品事業における研究開発費（対売上高比率）

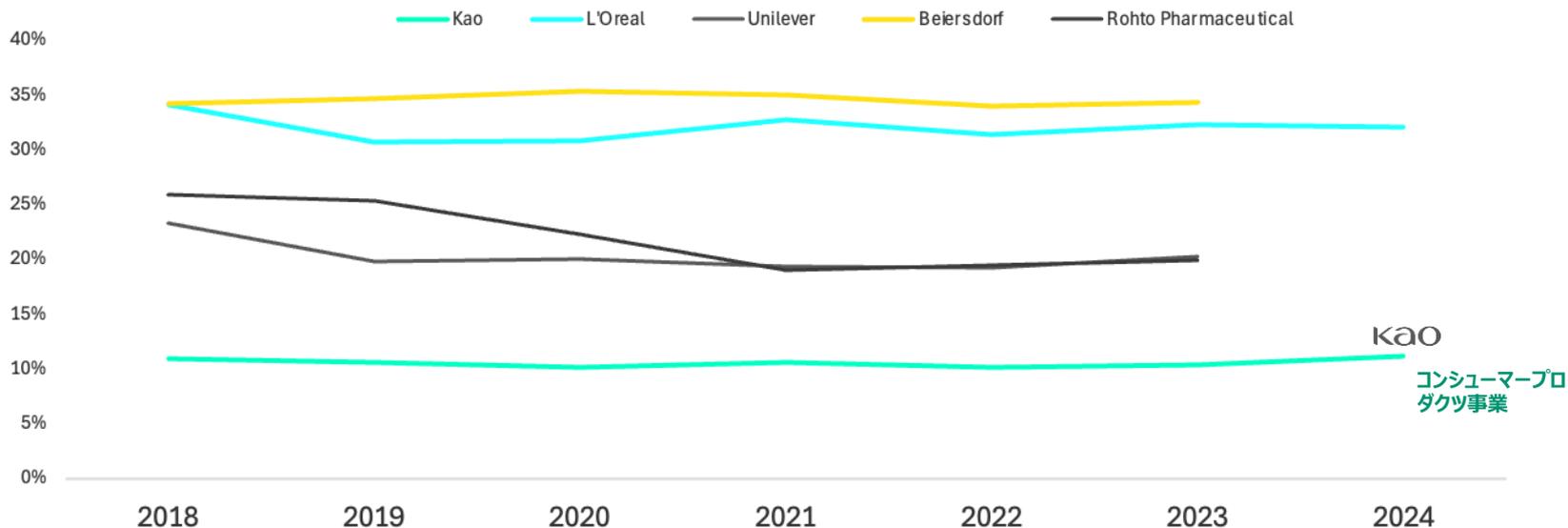


マーケティングへの投資が不十分

マーケティング投資強化によるグループの成長機会

花王にはマーケティング投資を大幅に拡大させる余地が残されています。花王のコンシューマープロダクツ事業におけるマーケティング費用・広告宣伝費（対売上高比率）は、同業他社の水準を大幅に下回っています。

マーケティング費用（対売上高比率）



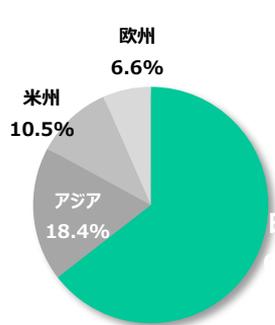
マーケティング投資の拡大は、ブランド知名度、消費者の認知度、市場シェア、競争力の向上につながります。

展開地域の偏り

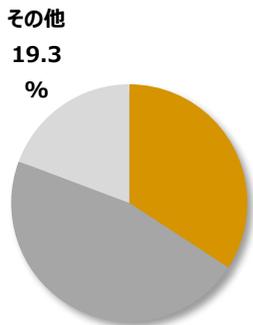
花王のコンシューマープロダクツ事業はグローバル展開が遅れている

ユニ・チャームのように、グローバル企業のほとんどは自国市場への依存度が収益の20-35%程度と、同市場の景気動向などに左右されにくい体質づくりができています。

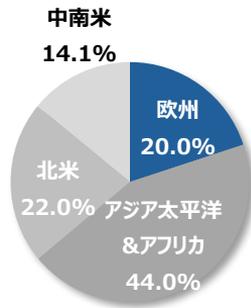
ユニ・チャームとは異なり、花王は主力ブランドを十分に**活用せず**、海外事業へも十分な**投資を行ってこなかった**結果、同社のコンシューマープロダクツ事業の収益の2/3は依然として国内売上です。



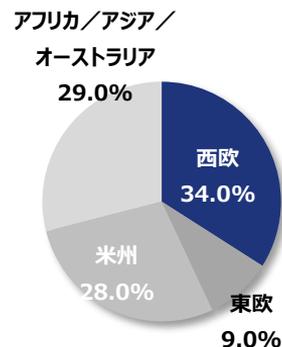
kao



unicharm
ユニ・チャーム



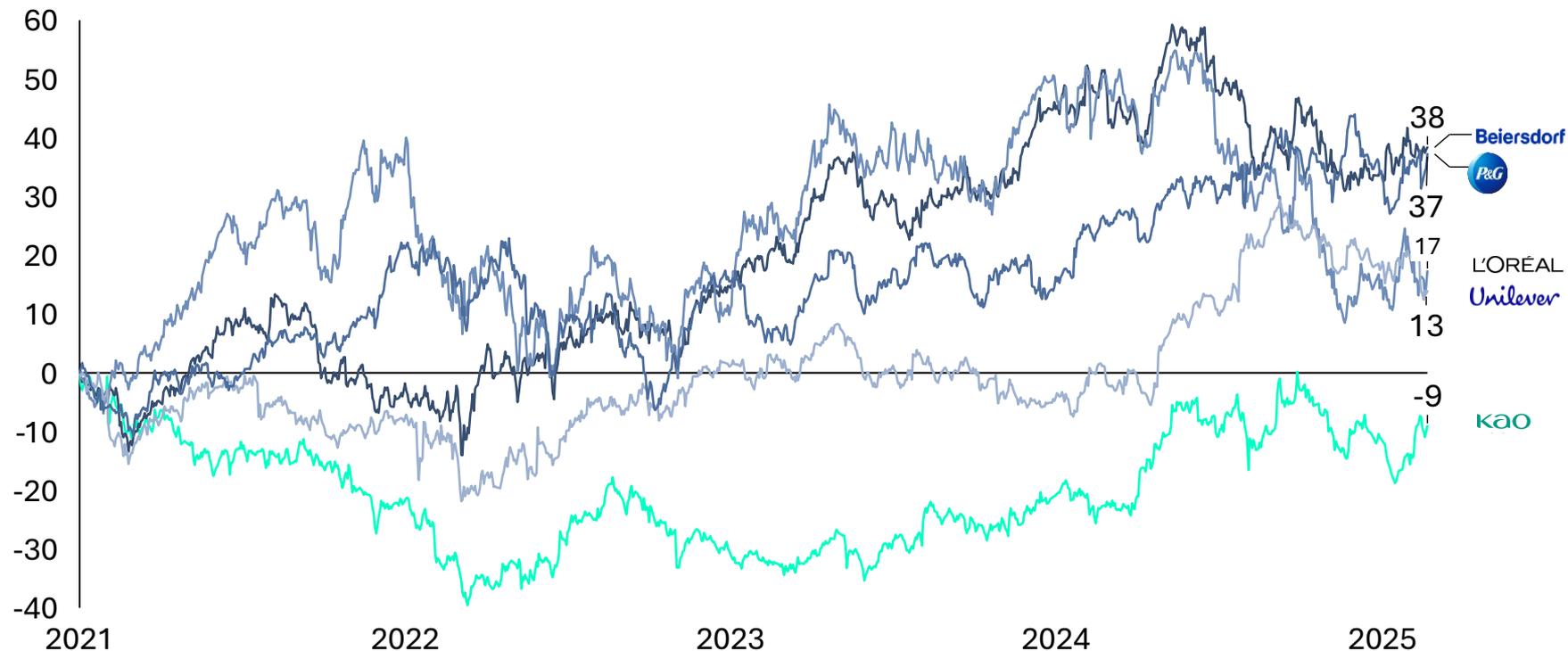
Unilever



Beiersdorf

株主総利回りは競合を下回り推移

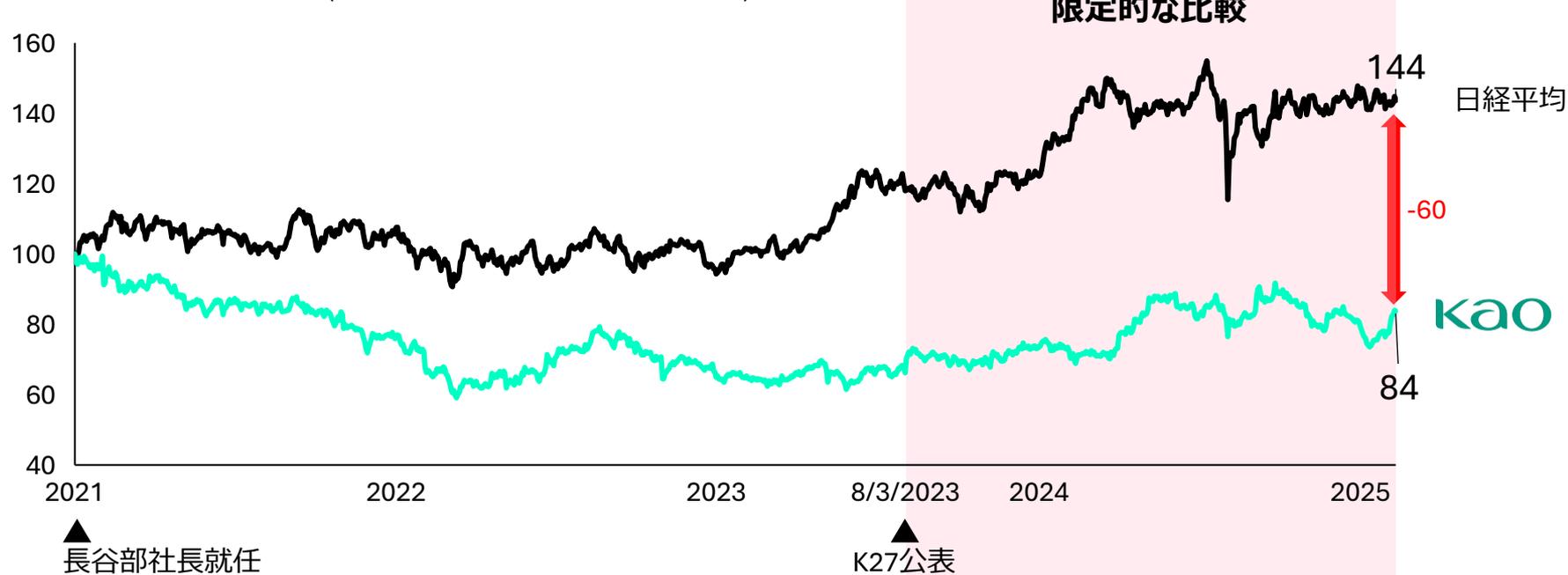
株主総利回り（2021年-2025年2月21日）



株価は日経平均を下回って推移

長谷部社長の下で、花王のパフォーマンスは日経平均を大きく下回る

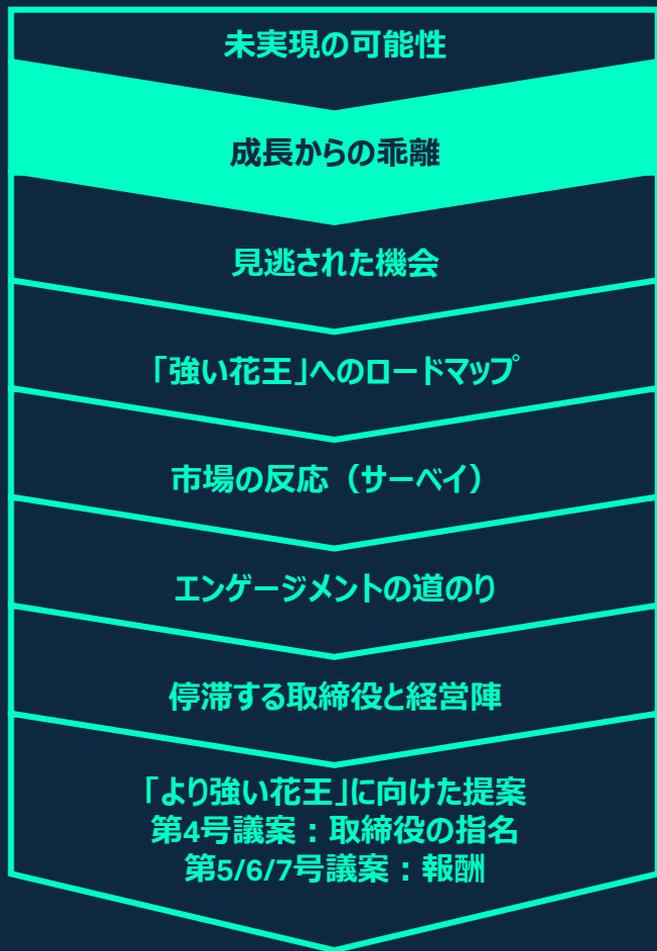
2021年1月を100とした株価(2021年1月4日から2025年2月21日)



低迷を続ける株価

花王の主張：「このように「K27」が順調な進捗を見せている背景として…（中略）現行の社外取締役陣による監督・助言等の貢献が非常に大きいものと考えます」





花王はグローバル目線で競合することに関心がない…

“
P&Gやユニリーバと比較されない
会社になりたいと思っています

長谷部社長、2021年4月 [週刊エコノミスト](#)

”

花王はAnother Kaoのことばかり

花王は「より強い花王」ではなくAnother Kaoのことばかり考えている

長谷部社長はK25で初めて、既存セグメントに注力していたより「強い」花王になるためのリソースを再配分し、ヘルスケアや酵素駆動型電池等のさまざまな分野に進出するというビジョンを打ち出しました。

“ 今後花王グループは、健康時の日常生活を豊かにしながら、病気の期間を最小限に抑えることに貢献できる企業を目指す
長谷部社長談、2021年6月社長スモールミーティングにて ”

“ 「…新しいエンジンが将来のために必要だ」こうKao
した思いから、これまで踏み込まなかったメディカル（治療・診断）領域への参入を目指す。
長谷部社長談、2022年3月日経ビジネス ”

“ 花王は優れた技術と多くの魅力的な製品を持っているにも関わらず、経営陣はまだこの強みを大きな利益を生み出す製品に転換できていない
CLSA
（訳オアシス） 2024年2月20日 ”

“ P&Gやユニリーバと比較されない会社にKao
なりたと思っています。
長谷部社長、2021年4月週刊エコノミスト ”

“ 花王は世界トップクラスの酵素研究を行っており、…酵素駆動型の電池は思いもよらぬ場所で役に立ちそうですよね。
Kao
長谷部社長談、2021年12月 ”

“ 「Another Kao」はサーキュラーエコノミー、デジタル、ヘルスケアの3つのカテゴリーを強化すること
Kao
長谷部社長談、2024年6月社長スモールミーティングにて ”



“モンドリアンは、花王は原料価格と競争激化に晒され、主力の消費財事業への集中が困難になるリスクを懸念”（訳オアシス）スチュワードシップ・レポート 2023

花王は消費者を理解していない

経営陣は女性が顧客基盤の半分にすぎないと考えている

しかし、消費者調査データによれば、花王製品を購入する消費者の女性の割合は少なくとも69%にも上る

“ ... 消費者の約半分は女性が占める ”

長谷部社長、2024年6月の面談にて（通訳を介す）

KAO



長谷部
社長



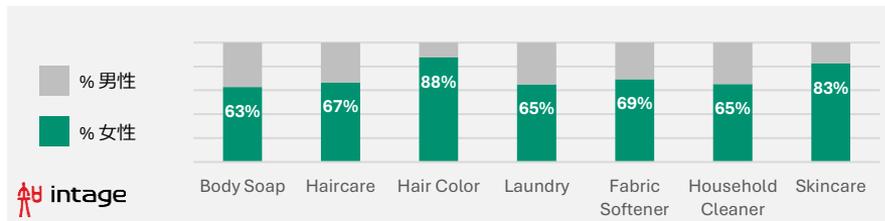
それに対し...

同業他社のCEOには明確な見識がある：

“ 消費者は圧倒的に女性が多い（中略）
当社は自社製品を積極的に（女性を
ターゲットとして）販売している ”

（訳オアシス） P&G CEO Jon Moeller氏、2024年2月 [Cincinnati Enquirer](#)

P&G

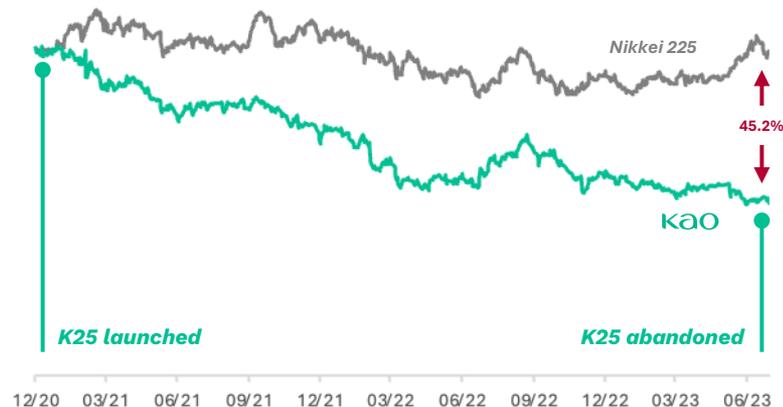


K25:途中で放棄された経営計画

K25 - 詳細不足

2020年12月に発表されたK25は、詳細不足で批判を受けました。財務目標は純売上高と営業利益の2つだけでした。K25は、新しいCEOの戦略的意図が花王の消費者ブランドの成長に必要なことと一致していないことを投資家に明確にしました。

任期の半ばで、花王はK25を放棄すると発表しました。それまでの間に花王の株価はほぼ半分に下落しました。



K27 - 成長ストーリーの欠如

2023年8月に導入されたK27は、投資家からの反応が鈍く、市場に花王が成長にコミットしていることを納得させることができませんでした。

“ 強力な強みはあるが、
強力な成長戦略がない ”
2023年10月03日

SMBC日興証券

“ 花王は海外成長のための具体的なアクションプラン
を提示できていません。 ”

外資系バイサイドアナリスト
オアシスによって委託された投資家調査より、2024年

“ この計画は期待外れ ”

国内バイサイドアナリスト
オアシスによって委託された投資家調査より、2024年



こちらでこちらでオアシスのために独立した第三者機関によって実施された投資家調査をご覧ください。

K27: 精彩さを欠くプラン

花王の現在の中期経営計画（K27）は2023年8月に発表されたが、市場からの反応は鈍かった

主な欠点は以下の通りです：

1. 重要なKPIが欠如。K27にはグループ売上目標がありません。目指すべき目標が不明なまま、利益を伴う売上成長を計画することは困難です。
2. 野心のない目標。例えば、花王のK27 ROIC目標11%は、過去5年間におけるグローバルのFMCG同業他社の中の最低の年間ROIC¹に過ぎません。

花王のK27目標を達成するための4つの「戦略」は、具体的な行動や測定可能なマイルストーンおよび指標について曖昧で、控えめな目標を達成し、利益を成長させるために実施・追跡されるべきものです。前回のK25プランを放棄したことを考慮すると、経営陣が成果を上げる能力に対する投資家の信頼は低いのは驚くべきことではありません。

K27の目標

ROIC	11%以上
経済付加価値 (EVA)	700億円以上
営業利益	2,117億円以上
海外売上高	8,000億円以上

「グローバル・シャープ
トップ」の人的資本
経営

「グローバル・シャープトップ」の
組織経営

資本効率/収益性
の向上

パートナーとの共創によ
るビジネスの構築

花王は明確なKPIの設定に関心がない...



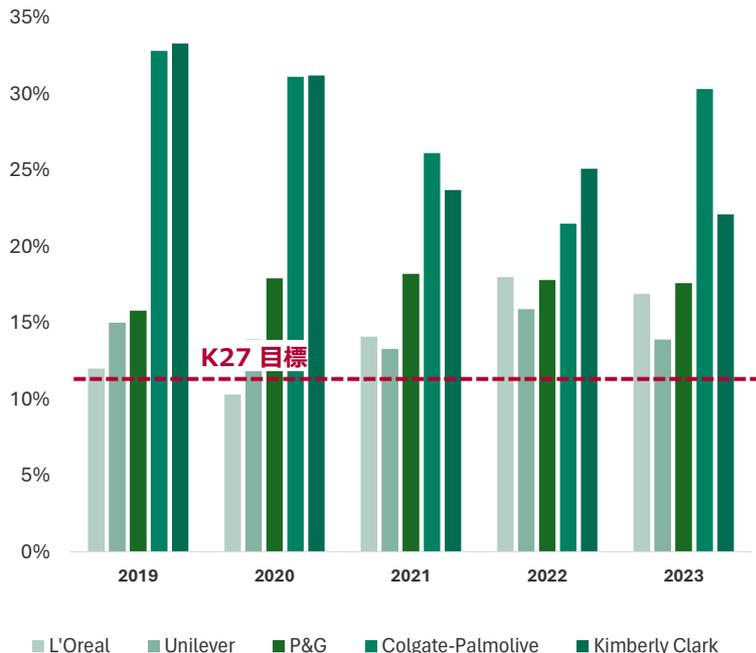
従来の数値目標は達成度が明確で管理が容易ですが、私は長い間、それらが花王の文化には合わないと感じていました。花王は、異なる特性や私たちが育んできた挑戦の衝突を重視しています。

長谷部社長、2021年08月, 先端教育



K27の目標自体が競合と比べてそもそも低い

競合他社は既に花王のROIC目標を上回る



海外売上高

花王の海外売上高の目標には化学製品が含まれているため、オアシスは消費財の基礎的な海外売上目標を5,000億円と見積もっています。

ボンダイ・サンズの買収を考慮すると、花王は目標を達成するためにわずか2.5%のCAGRを必要とします。グローバルFMCG企業は、年間の価格調整だけでこの成長レベルを達成するべきです



K27目標を達成するために必要な年平均成長率：2.5%

K20 (2017年に発表) において、花王は2030年までに海外売上高1兆円を目指していました。このペースではこの目標達成は不可能です…

“ 成長性と収益性の両面において、より積極的な目標設定が必要です ”

国内バイサイドアナリスト
オアシスによって委託された投資家調査より、2024年



”

成長しない成長ドライバー

海外化粧品事業

成長ドライバー領域
のグローバル成長

- ・ グローバル成長を目指す事業を成長ドライバー領域と位置づけ、積極的に成長投資
- ・ 成長ドライバー領域の各事業は、順調に海外売上高を拡大中

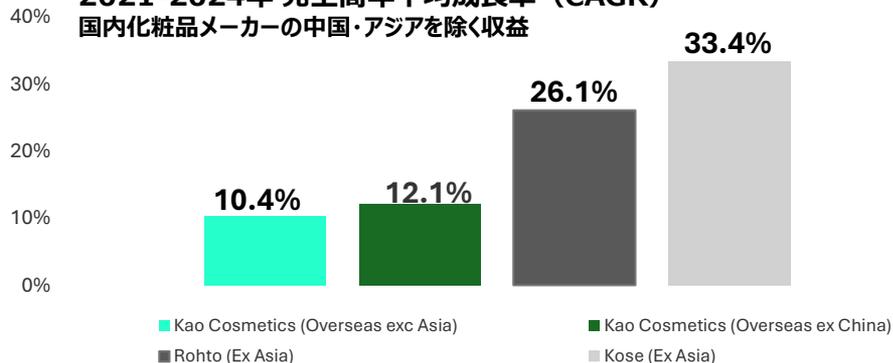
花王は海外化粧品事業（中国を除く）で12.1%の売上成長を報告していますが、この数字には重要な文脈が必要です：

- ・ 中国を除外：この成長は、中国市場のパフォーマンスと対照的であり、21%のCAGRで売上が減少したことを補うものではありません。
- ・ 競合との差：中国を除いた花王の国際成長は、同様の市場における競合他社と比べて大幅に劣っています。
- ・ 競合の実績：コーセーのような競合は、アジア以外の売上で33.4%のCAGRを達成しており、現在は花王のアジア外市場での売上を上回っています。

全体的に見ると、これは経営陣が主張する「堅調な回復」とはほど遠い状況です。実際、K27が導入されて以来、海外の化粧品売上は8.8%減少しています。



2021-2024年 売上高年平均成長率（CAGR）
国内化粧品メーカーの中国・アジアを除く収益



成長が見えないスキンケア

スキンケア-花王の主張



花王が主張するスキンケア事業の22.9%の成長¹（2021年～2024年）は、詳細な検討が必要です。私たちは、この成長が主に2024年にボンダイ・サンズを統合したことに起因していると考えています。ボンダイ・サンズは2023年にAU\$190百万（約182億円）の売上を上げたと、現地メディアが報じています²。

ボンダイ・サンズが6.8%成長したと仮定すると（花王の2023年スキンプロテクション事業の説明で示唆されているセルフタニングビジネスの成長率）、スキンケア事業の実質的な成長率は年率0.7%に過ぎません。

実際、花王の経営陣はボンダイ・サンズの売上成長について話しており、コストの増加が足かせになっているとしています... これにより、スキンケアの保護分野のオーガニックな売上成長はマイナスであった可能性が高いことを示唆しています。

Sunny days: Bondi Sands offloaded to Japan's Kao for \$450m

August 01, 2023

AFR

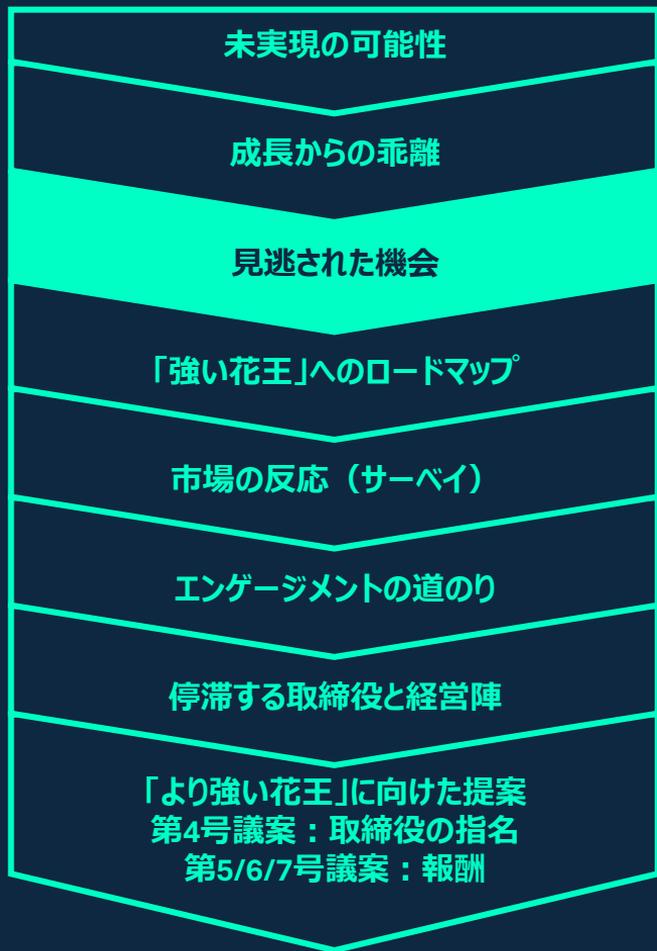
スキンケア-現実

JPY Bn	2021	2023	2024
Skin Protection Headline Revenue	23.3		43.2
Bondi Sands Revenue		18.2	19.4
Underlying Skin Protection Revenue			23.8
		Kao's Claim	22.9%
		Actual CAGR	0.7%

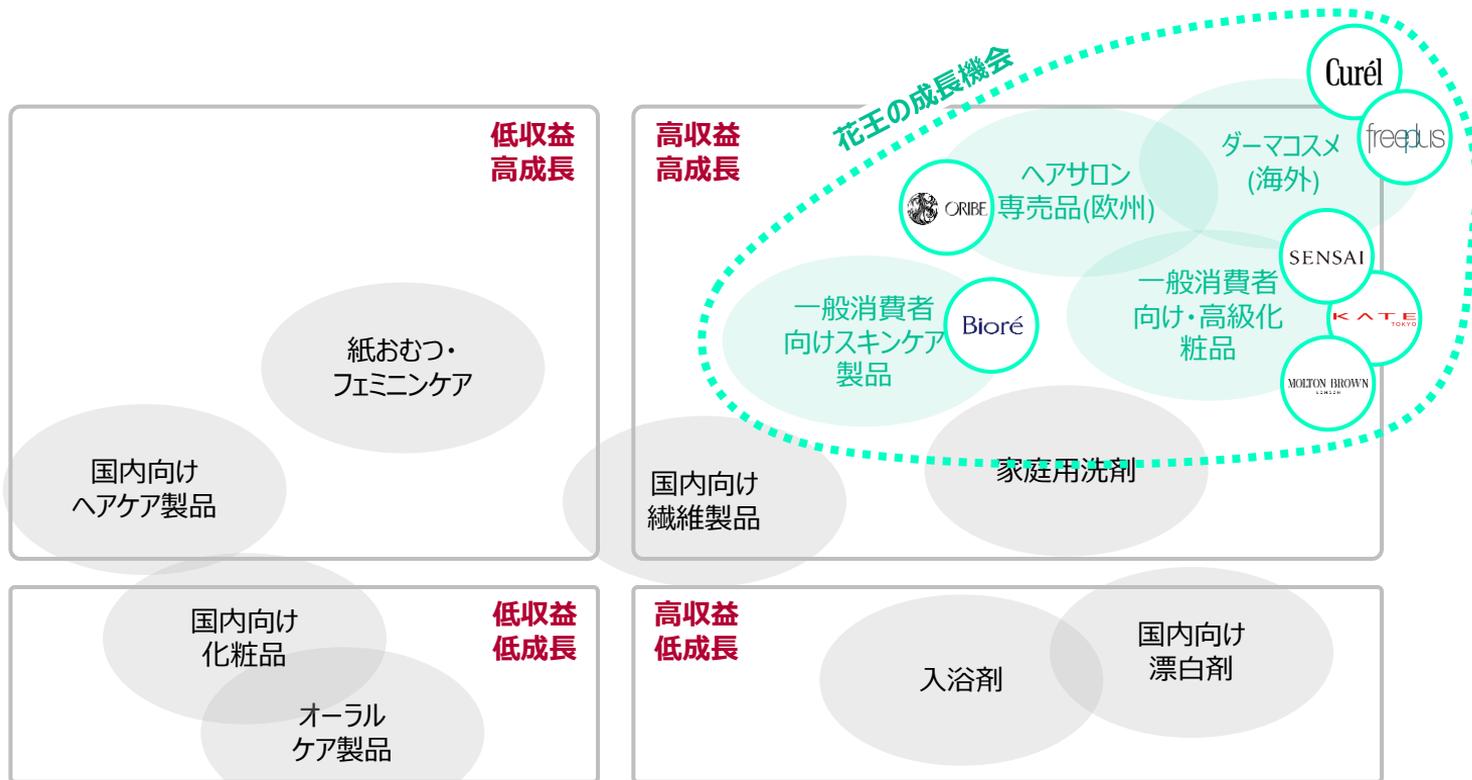
この結果は、花王に対して高コストの買収よりも**オーガニックな基盤となる売上成長を優先すべき**だというオアシスの主張を強調しています。この理由から、長期インセンティブ制度の見直し案の重要な柱としてこれを提案しています。

1. 株主提案に対する当社取締役会意見と企業価値向上に向けた取り組み

2. フォーブスオーストラリア - <https://www.forbes.com.au/cover/entrepreneurs/bondi-sands-sold-off-to-japanese-beauty-company-for-450-million/>



多くの花王傘下のブランドに成長余地



強力なブランドポートフォリオ



freemius

Curel

Bioré

ORIBE

SENSAI

MOLTON BROWN
LONDON

KATE
TOKYO

ダーマコスメ

一般消費者
向けスキンケア

サロン専売
ヘアケア製品

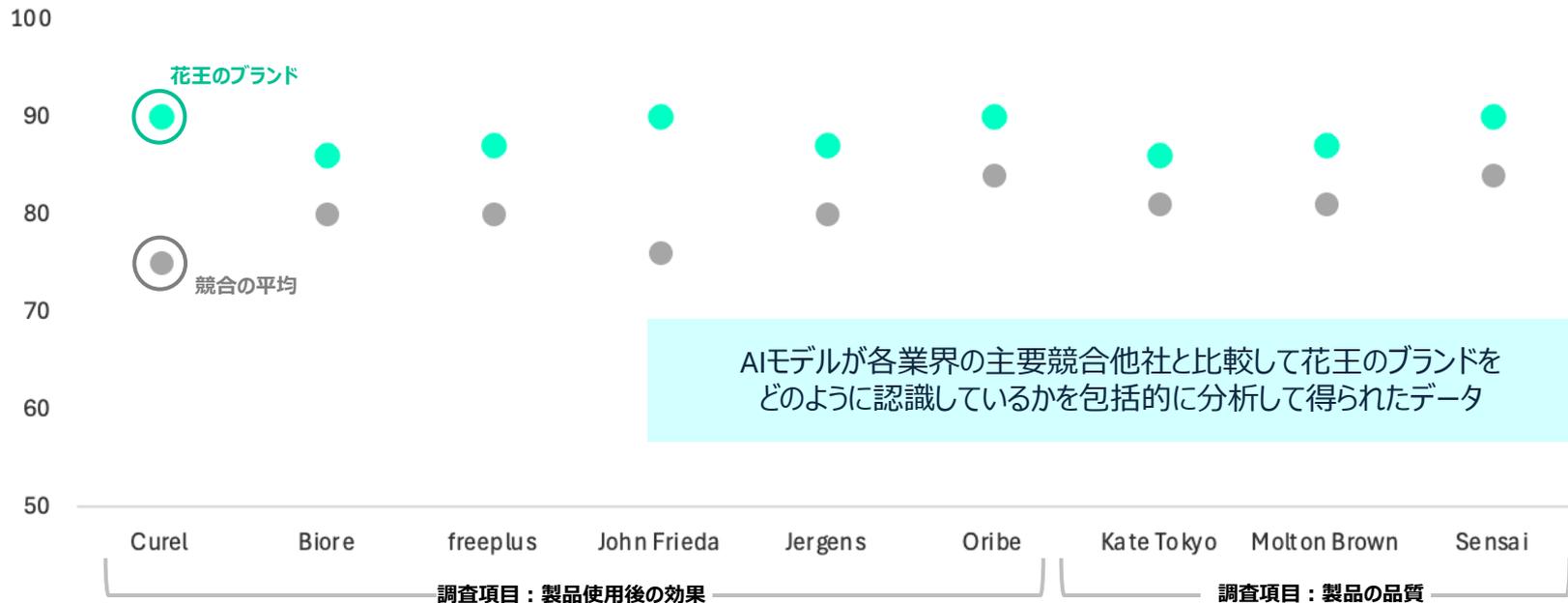
高級化粧品

一般～高級
化粧品

一般消費者
向け化粧品

高品質な製品で知られている…

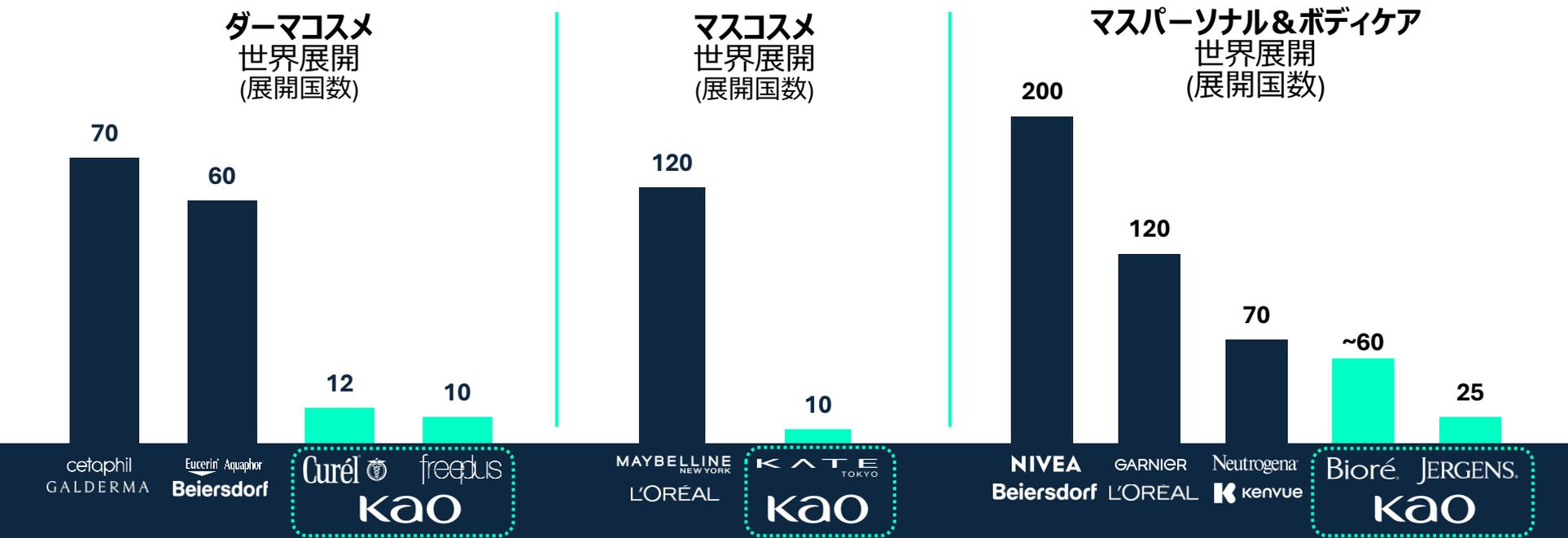
花王と競合他社の製品の品質と使用効果に関する平均スコア比較



しかし、世界で全く売れていない…

主力商品が世界で売れていない

花王の主カブランドは、競合他社のブランドと比較して、**世界市場での展開が限られています**。異なる消費者セグメントにおいて、オアシスの2024年4月のプレゼンテーションで言及された花王製品のグローバル市場でのレビューは、花王製品を**日本から輸送するのに時間と費用がかかること**について言及しています。



ポテンシャルを秘めたブランド: キュレル

ダーマコスメは成長途上

ロレアルが2024年に中国でのダーマコスメを14%成長させたのに対し、花王の化粧品売上高（主にキュレルとフリプラス）は34%減少しました。それにもかかわらず、花王は第3四半期まで現地生産製品の業績が計画通りかそれ以上であると発表していました。

ベースとなる売り上げ規模が小さいにもかかわらず、花王のキュレルの2027年までの成長目標（収益CAGR）は8%と競合他社に遅れをとっています。

中国

市場成長は減速、厳しい競争環境の中、大幅な前年割れ

- ・ 現地生産品の「freeplus」は計画通り、「Curél」は計画を上回る推移
- ・ 流通在庫の適正化を目的とした出荷抑制を実施

企業

2024-2027年
売上高 CAGR 予想

ロレアル (ダーマ・ビューティー)	7.3%
バイヤスドルフ (ダーマ)	8.7%
ガルデルマ (ダーマ・スキンケア)	8.6%
花王 (キュレル)	8.0%



ポテンシャルを秘めたブランド: ビオレ

日本マス市場におけるリーダー

ビオレは、花王が社内で開発した**マスマーケット向けの複数カテゴリ**（ボディ、スキン、サンケア）ブランドです。私たちは、ビオレが1,000億円以上の売上を有し、花王の最大のブランドの一つであると考えています。

花王の技術的な専門知識を活かし、ビオレは**製品革新**（鼻パック、炭入りフェイスクレンザー）において**強力な実績があり**、超軽量な処方を使用したサンケアカテゴリでの市場拡大を達成しています。

ビオレは、バイヤスドルフのニベアやユニリーバのダヴといったブランドと競争しています。ビオレの市場潜在力は非常に大きいです。ニベアは2023年に57億米ドルの売上を達成しました…

一方で、

ビオレは主に日本市場に注力しており、アジア（日本を除く）での展開はごく限られており、EMEAおよびアメリカ市場への露出もさらに限定的です。



マス市場向けパーソナルケア

- 国内ではボディケア、スキンケア商品、とりわけUVケアでシェアを握っています。
- アセアン諸国での業績は好調なものの、国際市場での成長に関しては未開拓となっています。



2023年売上高
(百万ドル)

ポテンシャルを秘めたブランド: フリープラス

強力なダーマコスメ

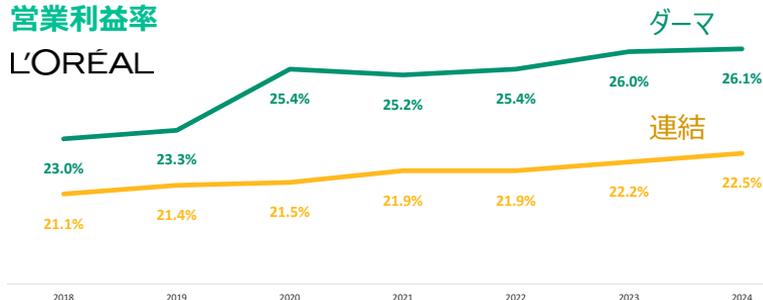
2024年の化粧品業界が直面する広範なマクロの課題にもかかわらず、ダーマコスメは依然として成長を続けています...

2024年の前年同期比成長	ダーマコスメ	グループ全体
ロレアル (ダーマ・ビューティー)	9.3%	5.6%
バイヤスドルフ (ダーマ)	7.9%	4.7%
ガルデルマ (ダーマ・スキンケア)	9.7%	6.8%

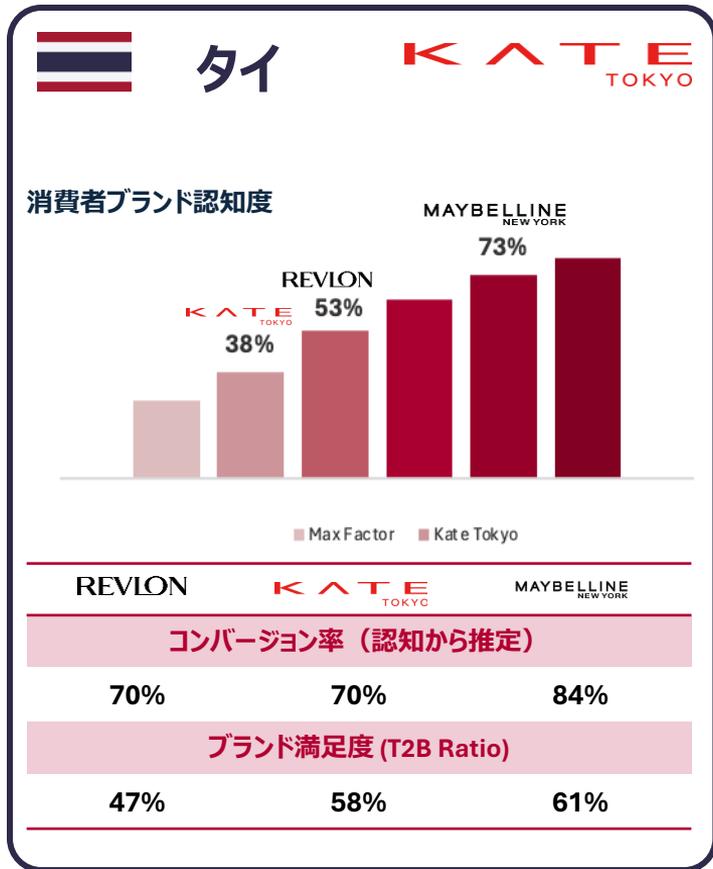
...そして、高い利益率を有する市場です

営業利益率

L'ORÉAL



ポテンシャルを秘めたブランド: ケイト



オアシスは、花王のヘルス&ビューティーおよび化粧品ブランドに関する消費者調査を実施するために、独立した第三者調査会社であるNielsenに依頼しました。この調査結果は、ブランドを成長させる大きな機会を示しています。タイはアジアで最も確立された消費財市場の1つであり、長谷部社長が以前、高成長地域として強調していた地域です（下記の引用を参照）。

ケイトは、若い女性をターゲットにしたマスマーケットの化粧品ブランドで、ASEAN地域では限られた存在感しかありません。しかし、ケイトは**高いブランド満足度とコンバージョン率を持ちながらも、タイの消費者に対するブランド認知度は低いのです**。これは、マーケティングが不十分である製品に典型的な現象であり、より良い広告活動が消費者の認知度を高め、比較的容易に売上を伸ばすことができることを示しています。

ケイトは少なくともレブロンと同等の認知度を持つべきであり、ブランドロイヤルティと下部ファネルのコンバージョン率を向上させることにより、使用シェアを低い一桁から中程度の一桁へと拡大できるはずで、長期的な成長の道筋を示唆しています。

“特にタイでは顕著な成長が見られます。もちろん、国によって成長率は異なりますが、この種のダーマ化粧品分野においては、良好な成長があります。”
長谷部社長、オアシスとの会議、2024年6月

ポテンシャルを秘めたブランド:モルトンブラウン

高級化粧品カテゴリーにも成長機会



- モルトンブラウンは英国発の高級トイレットリー商品メーカーで、英国王室御用達指定証（Royal Warrant）の授与を受けています。モルトンブラウンは2023年において、1.35億米ドルの収益を記録しました。
- モルトンブラウンのブランド資産価値は高く、季節変動の小さいカテゴリーの商品を拡充させ、生産体制や価格設計戦略を見直すことで利益率を大幅に改善できる余地があります。



2023年売上高
(百万ドル)

ポテンシャルを秘めたブランド:オリベ

熱狂的な支持を受けるヘア製品

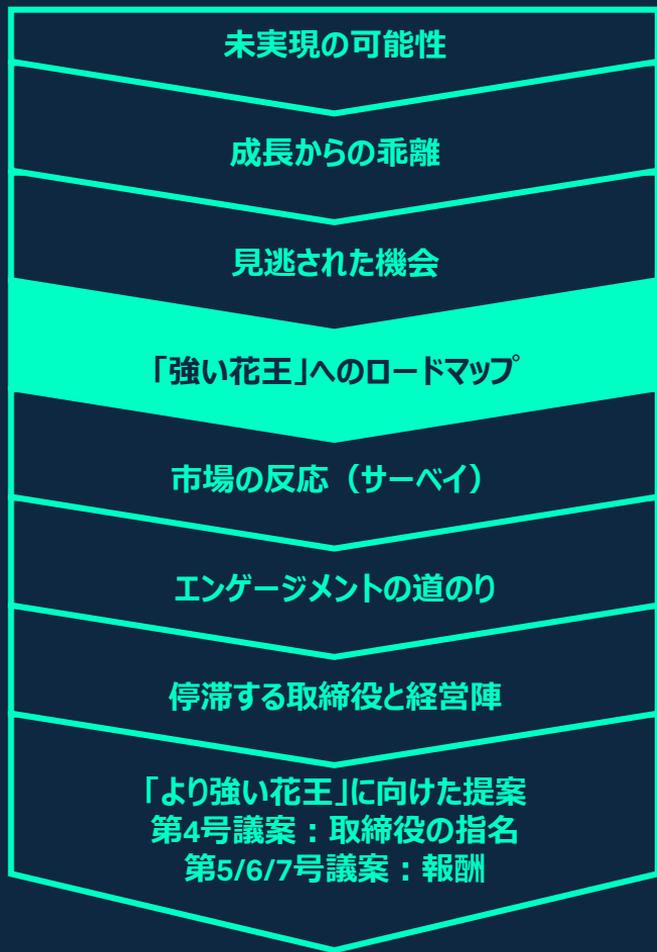
オリベは米国のラグジュアリーサロンヘアケアブランドであり、超プレミアム価格にもかかわらず、熱心なフォロワーを抱えています。このブランドは、OLALEX Holdingsやミルボンなどの競合他社と比較して、顕著な成長の可能性を示しています。これらの競合はそれぞれ4~5億ドルの収益を上げています。

オリベの収益はこれらの競合の約半分であると推定されていますが、オリベはサロン以外でのマーケティングと流通を拡大することで、これらの数値を超えることができる可能性があります。

適切な投資があれば、オリベは10%台後半の成長率を達成し、営業利益率は20%台前半に達する可能性があります。

オリベのブランド認知度は、米国市場でも未開拓のままで、SNSフォロワーは100万人未満です。一方、アヴェダはのフォロワーは300万人、OLAPLEXは420万人、ケラスターゼは700万人です。





「より強い花王」(2024年4月)



「より強い花王」へのロードマップ

- 1** グローバル展開
展開に注力 
- 2** ブランド
ポートフォリオ
の見直し 
- 3** マーケティング
戦略の強化 
- 4** 監督機能および
透明性の向上 



2024年4月公表のプレゼンテーションはこちら:

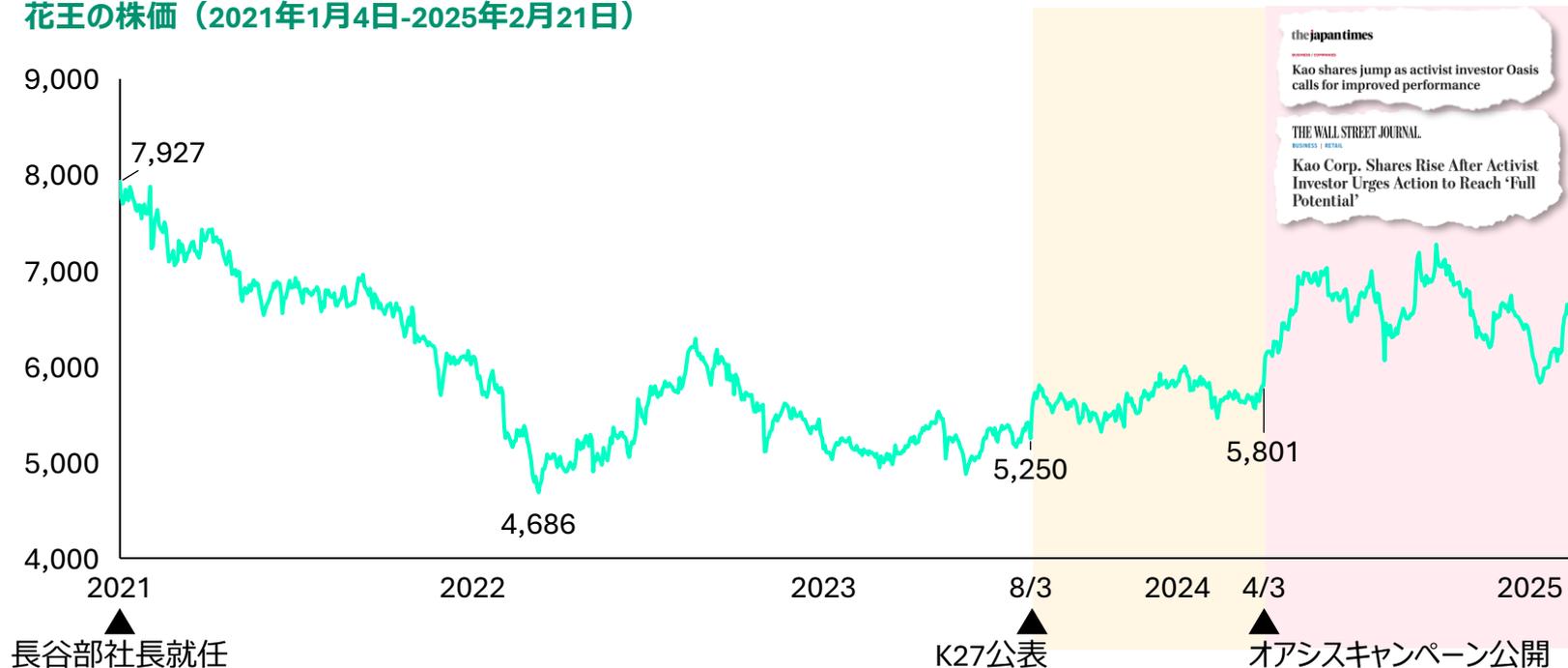
www.abetterkao.com

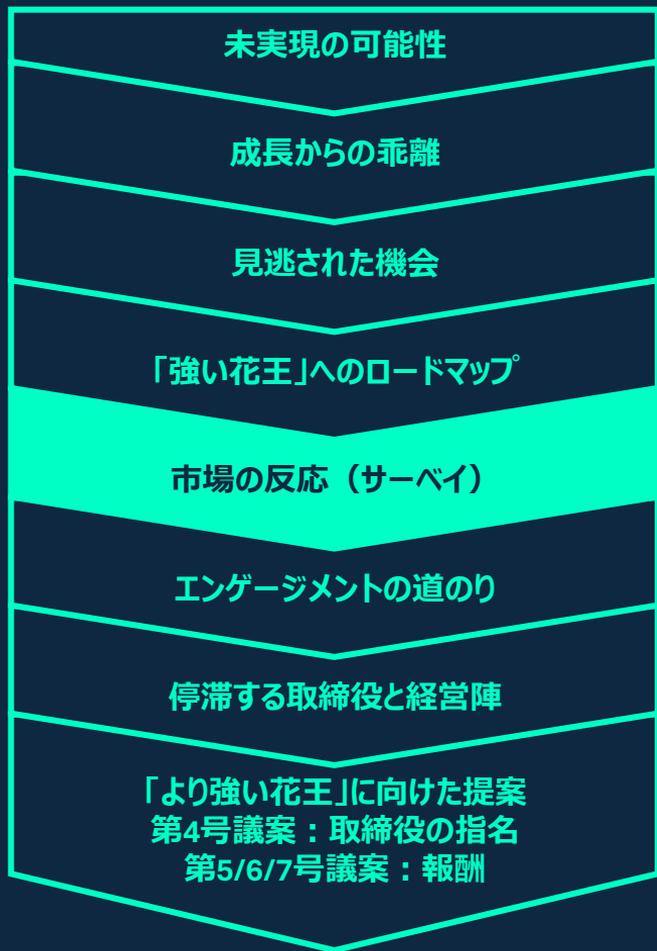
オアシスのキャンペーンに市場は好意的に反応

K27よりもオアシスのキャンペーンの方が株価に影響

2024年4月に発表された「より強い花王」は、熱狂的に迎えられました。花王の株価の上昇に加え、オアシスは機関投資家、個人投資家、セルサイドアナリストから直接連絡を受け、共感を示す意見が寄せられました。

花王の株価（2021年1月4日-2025年2月21日）





アナリストの反応

“ FY2025に花王がビューティーケア・化粧品事業の成長を加速させるかどうか、FY2025の業績予想と中計の目標達成に非常に大きく影響するだろう。

”

(訳オアシス) 2025年2月6日

J.P.Morgan

“ ヘルス・ビューティーケアと化粧品事業の成長戦略は、第4四半期の業績と2025年12月期の売上高予想から芳しくないと同える。

”

(訳オアシス) 2025年2月6日

SMBC

“ ヘルス・ビューティーケア事業は事業再編に伴う費用計上やマーケティング費用の増加などにより、期待通りの推移とはならなかった。化粧品事業も苦戦が続いた。

”

(訳オアシス) 2024年11月8日

Daiwa

“ (長谷部社長は) 化粧品事業は収益性が高いとし、期限を明示せずに営業利益率15~20%を目指すとした。

”

(訳オアシス) 2024年6月11日

CLSA

投資家に対する調査：概要

オアシス・マネジメントは花王に対する投資家の見解を把握するため、第三者機関に投資コミュニティの調査を委託しました。調査項目は企業戦略、成長ドライバー、ガバナンスに絞りました。回答は匿名性を確保した上で、2024年11月から12月にかけて得られました。この調査の対象は、日本国内および海外のバイサイドとセルサイドとしました。

戦略

K27に対する反応は否定的でした。具体的には**グローバル展開戦略と展望**についてです。

K27の内容が**不明瞭**であること、**透明性に欠ける**ことに関しても指摘の声が集まりました。

さらに、**持続可能な成長に向けた取り組みが不十分**、**ブランドの業績不振**、**主要地域での収益性が確保できていない点**についてもコメントが見られました。

経営

グローバル展開、ポートフォリオ合理化の失敗、およびこれらの課題に対する**効果的なアプローチの失敗**による**経営陣に対する不信感**に関する回答がありました。

また、**現経営陣においてスキルセットが欠落**していること、**業績不振への対処が迅速性に欠ける**との回答もありました。

取締役会

取締役会に外部からの視点と**多様性が欠けている**ことが指摘されており、一株主として**グローバルな成長をリード**することのできる**様々な国や地域での経験**を持つ取締役を求める声が上がりました。

報酬制度

経営インセンティブにおいて**ESGが占めるウェイトが過大**との回答がありました。インセンティブの指標の中では、**営業利益率**、**株主総利回り**（TSR）、**フリーキャッシュフロー**・**コンバージョン**、および**営業利益の成長**が最も重視されるべきとしています。

投資家に対する調査の結果詳細は [付録](#)にてご覧いただけます

投資家に対する調査：サマリー

戦略

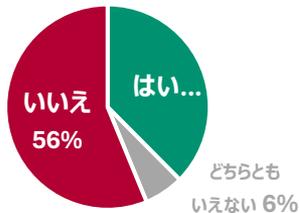
戦略は**完全に矛盾**しています

経営陣はK27を高く評価しているようですが、**現実**はうまく機能していません

計画には**不明確な点**が多く存在します

抽象的な概念についてはよく耳にするが、それらの**具体的な取り組み**については明確ではありません

K27は全ての主要な改善点に対応していると思いますか？



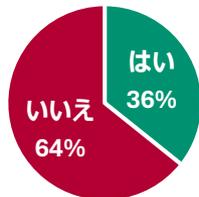
経営

私たちが企業から聞きたいのは、**次のステップ**がなぜ異なるべきなのかという理由です

花王はグローバルビジネスに関する知識を持つ**専門家**を採用すべきです

経営チームの能力は**非常に低**いです (...) グローバルスキルはほとんど存在していません

花王の持続的成長へのアプローチは**満足**のいくものだと思いますか？



取締役

CPG業界は商品棚の前のストリートファイトです。 (...) **マーケティング、Eコマース、サプライチェーン担当者**がいない日本人で構成された取締役会でどのように実現するのでしょうか？

最も国際的な経験を持つ取締役でさえ、消費者業界出身ではありません

取締役会は**独立**していません... 彼らは**中途半端な方法**で物事を進めています

花王の取締役会をスキルと専門知識の観点から評価してください

(回答の平均スコア)



報酬

会社の業績不振にもかかわらず、一部の取締役の報酬が増加しています。これは (...) 業績や財務結果との不一致を示唆しています。これは、**業績が低迷**している企業の典型的な兆候です

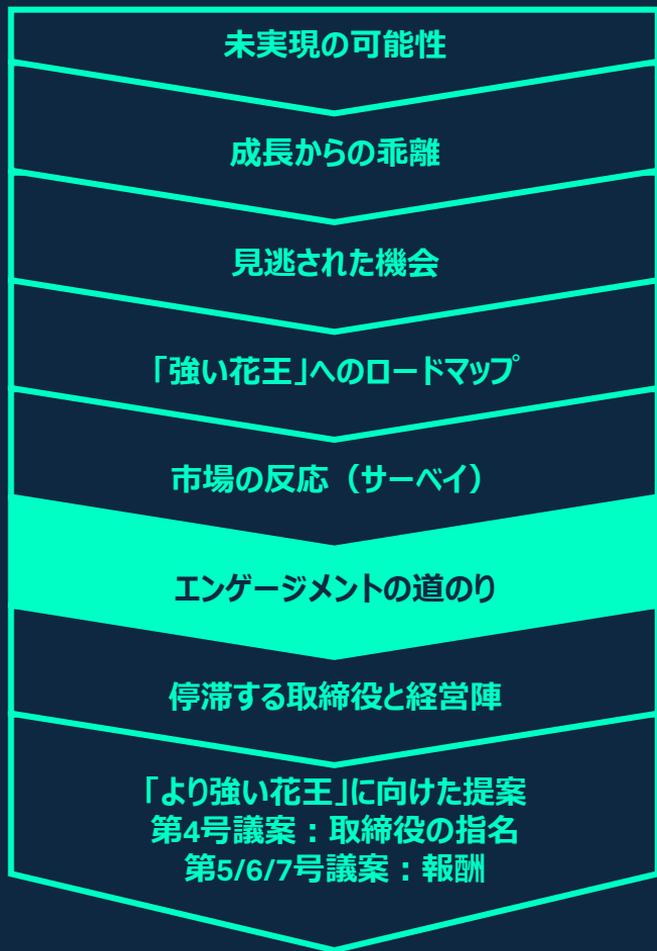
株価とリンクした報酬が**十分**ではありません

評価とプロセスをより**明確**にする必要があります

成長を促進するための報酬パッケージにおける**ESG**の重要性はどの程度ですか？

(回答の平均スコア)





「より強い花王」の実現に向けた対話

無反応の花王に対しオアシスはエンゲージメントを強化

2023年末、数年間に亘る業績不振と企業の戦略的方向性に対する懸念が高まる中、オアシスは花王の反応が乏しいことからエンゲージメントを強化しました



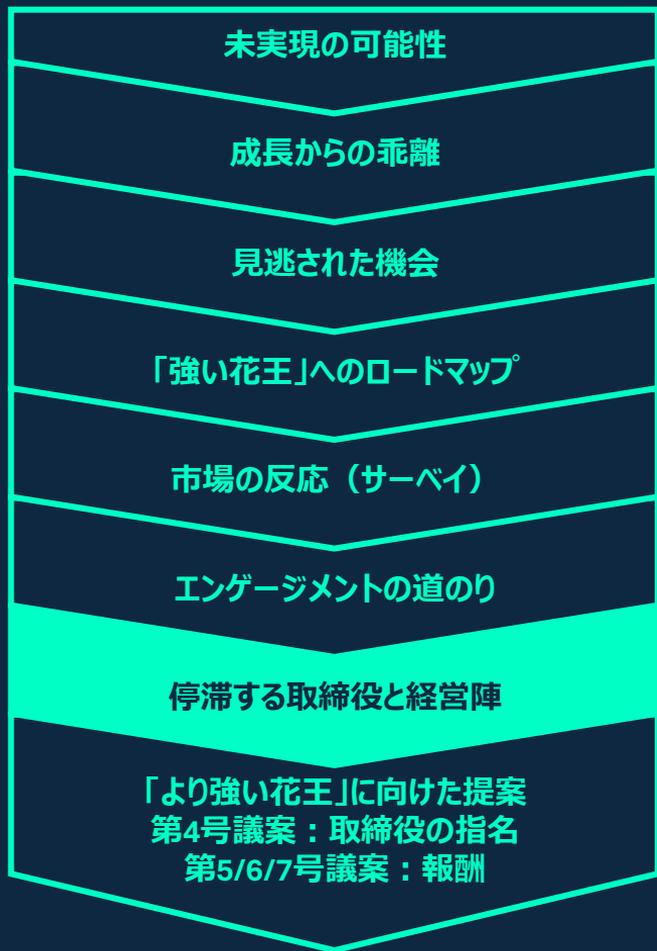
2024年、オアシスがより深い関与を求める中、花王は以下のように対応しました：

- 通常より**2ヶ月早く**、2025年の株主総会（AGM）の取締役候補者を発表
- オアシスが発信した書簡に**1ヶ月**かけて返答
- 社長と会長との面会を、リクエストから**2ヶ月後**に提供
- 社長との**45分**の面会を提供（日本語と英語の同時通訳なし）
- 会長との**30分**の面会を提供（そのうち12分は開会の声明に充てられた）

対オアシスに限定された問題ではないようだ¹...

“頼み込まないと面談まで漕ぎつけない”
（訳オアシス） - 海外のバイサイドアナリスト

“IRと電話会議を設定するのに2ヶ月もかかりました”
海外のバイサイドアナリスト



花王の取締役会には必要なスキルが足りない

花王が重視しているスキルセット

オアシスが考える補完的なスキルセット

	経営	海外	消費財業界	化学品業界	ブランド戦略	人材戦略	研究	環境・社会	IT・DX	法務・リスク管理	財務・会計	化粧品/ヘルス & ビューティー業界	マーケティング	消費財サプライチェーン
長谷部氏	X	X	X	X		X	X	X	X			X		
根来氏		X		X				X			X			X
西口氏		X	X		X							X		
マツラン氏		X	X		X	X		X	X		X			
篠辺氏	X	X						X		X				
桜井氏	X	X		X		X		X						
西井氏	X	X	X			X					X			
高島氏	X	X								X	X			
カサノバ氏	X	X	X		X	X		X						

花王による新候補者

❌ **花王統合レポート2024**（2024年5月公開）には含まれず、**第119期 定時株主総会 招集ご通知**（2025年2月公開）には含まれている項目

❑ 花王も認識する特に社外取締役にて顕著な取締役のスキルギャップ

業界の専門知識

花王の社外取締役は業界の専門知識が欠けています。西井氏のみが味の素での消費財の経験を持っています。もしカサノバ氏が加われば、花王には消費財の経験を持つ取締役が2人しかいないことになり、いずれもヘルス・パーソナルケアや化粧品の専門家ではありません。

経営戦略

花王の社外取締役は、K27戦略や消費財の優先事項を指導するための重要なスキルが欠けています。取締役会には、デジタル技術、財務管理、業務運営、eコマース、サプライチェーン、マーケティング、ブランド管理などの分野でのギャップがあります。

国際的なブランド経験

花王の社外取締役は、キャリアのほとんどを日本で過ごしており、競争の激しい海外市場でブランドを成長させ、拡大する経験が不足しています。花王にとって持続可能な利益成長の最良の機会、まさに海外市場にあります。

花王の取締役会は、 少なくとも競合に比肩できるクオリティを持つべき

花王の取締役は、K27中期経営計画を達成するために戦略的に必要とされるスキルのカバレッジにおいて、世界の同業他社の中で最も劣っています。オアシスとしては驚きですが、花王は取締役に必要なスキルプロフィールが「花王の戦略の継続的な監視に最も適している」¹と主張しています¹。我々と主要な競合他社はこれに異議を唱えます...



	経営	IT・DX	財務・会計	消費者マーケティング
KAO	66%	22%	33%	0%
L'ORÉAL	75%	63%	88%	N/D
P&G	N/D	57%	43%	64%
Beiersdorf	N/D	33%	75%	67%
SHISEIDO	82%	N/D	46%	27%
Unilever	100%	38%	88%	38%
unicharm ユニチャーム	100%	71%	43%	43%

■ 最低水準

N/D = 当該スキルを取締役のスキルマトリックスに含めていない会社

「経営」、「IT・DX」、「財務・会計」または「消費者マーケティング」スキルがあると分類された取締役の数は、取締役全体に対する割合としてカウント。該当するスキルを開示していない会社は「N/D」と記載。花王は「消費者マーケティング」を開示していないものの、現取締役にはマーケティングキャリアを有する取締役が不在であるため、0%と評価

取締役会には、グローバルな経験を持つ人が居ない

花王の社外取締役は、海外における経営経験が欠如している

取締役	直近の海外での経営職	経営に関する役割
篠辺氏	なし	-
桜井氏	なし	2011年ダウコーニング日本・韓国地域プレジデント
西井氏	2015年	ブラジル味の素社 代表取締役社長
高島氏	2014年	株式会社三井住友銀行 常務執行役員 米州本部長
カサノバ氏*	2013年	マクドナルドマレーシア マネージングディレクター並びに マクドナルドシンガポール及びマクドナルドマレーシアリージョナルマネージャー

新たなスキルセット？既存の取締役ではないか！

花王の現在の社外取締役は、中核事業であるコンシューマープロダクツ事業の改革と海外での事業成長・展開を監督するためのスキルセットを欠いています。しかしながら、取締役のうちの3名はなんと過去12ヶ月間で突如として新たにそれらのスキルを習得し、海外事業のスキルをも補完し、取締役会のスキルマトリクスを充実させました。

		海外	財務・会計	法務・リスク管理	経営	消費財業界	化学品業界	ブランド戦略	人材戦略	研究	環境・社会	IT/DX
篠辺氏	2024年 統合レポート			X	X						X	
	2025年 株主総会	X		X	X						X	
西井氏	2024年 統合レポート	X			X	X			X			
	2025年 株主総会	X	X		X	X			X			
高島氏	2024年 統合レポート	X	X		X							
	2025年 株主総会	X	X	X	X							
桜井氏	2024年 統合レポート	X			X		X		X		X	
	2025年 株主総会	X			X		X		X		X	

必要な専門性を欠く経営陣

競合は新規事業開発とマーケティングに注力、花王は研究開発のみ

花王の最大の競合企業のCEOは、グローバルおよび競合他社での豊富な経験を有しています。しかし、長谷部社長と元社長の澤田氏は、花王の研究開発部門の生え抜き社員で、国際的な経験はほとんどありません。

過去5年の経営者

	国際経験	競合での経験	CEOの専門分野
kao	なし	なし	研究開発
P&G	あり	なし	COO、CFO、サプライチェーン、部門長
Unilever	あり	あり	CEO、CFO、地域社長、部門長、マーケティング
L'ORÉAL	あり	なし	マーケティング、部門長、地域社長
SHISEIDO	あり	あり	マーケティング、地域社長、新規事業開発
Beiersdorf	あり	あり	部門長、マーケティング、地域社長

注：すべての企業において、過去5年間には2人のCEOが含まれています

“歴代、花王出身で研究出身者が社長になるが、他社と比較して、マーケティング知識や経営パフォーマンスが不足している印象... 経営層が適切なマーケティング指揮をすることができていない。”

花王の就職・転職リサーチ
(2024年12月03日)

openwork

幹部登用は内向き志向

2024年12月に大半の外国籍役員が退任

国際展開にとって重要な時期に、花王は3人の重要な外国籍役員であるKaren B. Frank、Mark Johnson、David Muenzを失い、残るはDominic PrattとJoe Workmanのみが化粧品およびヘルス&ビューティーブランドを監督しています

01

グローバル展開を支援する幹部の採用に後ろ向きな姿勢

成長を促進するために新しい幹部を迎え入れるのではなく、花王は馴染みの顔に頼っています。花王は2019年に退職した元花王アメリカ社員のJoe Workmanを再雇用しました。同様に、Lisa MacCallumとの関係は1990年代に遡ります。

花王は利益を生み出す成長を促進できる新たな人材を見つけるために、ネットワーク外から積極的に人材を探索する必要があります。

02

革新を促進するための新たな人材と中途採用の不足

花王は国内でも経験豊富な中途人材の採用に遅れをとっており、2023年にはマネージャーの18.0%のみが外部からの採用で、前年から減少しています。これに対して、ユニチャームは33.5%です。

この内部人材に依存したアプローチは、花王のデジタルトランスフォーメーションとマーケティング能力を制限し、新たな専門知識の導入の制約となっています。

03

外部人材の登用に消極的

同業他社は業界の専門知識と新しい視点を活用

花王の競合は、同業他社から経営陣を採用しています。この交流により、実践、プロセス、スキルが同業他社から移行し、競争力が生まれます。一方、花王では、**経営陣の全員がキャリアの大部分を花王で過ごしています。**

現在の経営陣が辿ったキャリア¹



2024年に発表された外部からの任命はゼロ

花王は12月に、取締役会メンバーとして7人の新しい役員任命を開示²しましたが、**いずれも花王外からの任命はありませんでした。**外部からの任命に最も近いのは、退職した花王の元役員Joe Workmanが再び花王に戻ったことです。

執行役員	ジョー・ワークマン	グローバルコンシューマーケア部門 欧米コンシューマーケア事業部長、グローバルコンシューマーケア部門 欧米リージョン統括 (コンシューマーケア)、Kao USA Inc. Chairperson of the Board & President	KAO
執行役員	森 信 介	SCM 部門 ロジスティクスセンター長	KAO
執行役員	坂 光 宣	グローバルコンシューマーケア部門 ビジネスコネクティッド部門長、グローバルコンシューマーケア部門 ビジネスコネクティッド部門 グローバル事業推進センター長、花王プロフェッショナル・サービス株式会社担当	KAO
執行役員	小 塚 淳	SCM 部門 生産技術センター長、SCM 部門 生産技術センター デマンド・サプライ計画部 統括部長	KAO
執行役員	野 村 由 紀	PR 戦略部門統括	KAO
執行役員	星 川 弘 光	ケミカル事業部門 欧米リージョン担当、Kao Chemicals Europe, S.L. President	KAO
執行役員	大 谷 純 子	ESG 部門統括	KAO
執行役員	内 山 智 子	グローバルコンシューマーケア部門 化粧品事業部門長、グローバルコンシューマーケア部門 欧米リージョン統括 (化粧品)、株式会社カネボウ化粧品 (代表取締役社長)	KAO

1) 会社開示資料：オアシスは「経営陣」を取締役レベルの下に位置する執行役員グループと定義
 2) 花王開示資料：https://www.kao.com/content/dam/sites/kao/www-kao-com/global/en/news/2024/pdf/20241202-002-01.pdf

未実現の可能性

成長からの乖離

見逃された機会

「強い花王」へのロードマップ^o

市場の反応（サーベイ）

エンゲージメントの道り

停滞する取締役と経営陣

「より強い花王」に向けた提案

第4号議案：取締役の指名

第5/6/7号議案：報酬



OASIS

2025年 定時株主総会における議案

未着手となっている課題の解決にフォーカス

議案

4

社外取締役5名の選任

議案

5

社外取締役に対する報酬額の改訂

議案

6

社外取締役に対する事後交付型株式報酬の付与

議案

7

社外取締役を除く取締役に対する株式報酬制度の承認



議案4:
社外取締役5名の選任

オアシス選任の候補者は世界で通用する

現在の取締役役に不足する経験を提供

	FMCG	グローバル	独立性	スキルセット	マネジメント経験
 <p>Yannis Skoufalos氏</p> <p>Yannisは広範なサプライチェーンの経験を持ち、重要な生産性向上を実現した実績を有します</p>	✓	✓	✓	FMCGサプライチェーン・スペシャリスト	
 <p>Martha Velando氏</p> <p>Marthaはグローバルブランドをリードした経験から、広範なマーケティングリーダーシップとポートフォリオ管理の能力を有します</p>	✓	✓	✓	チーフ・マーケティング・オフィサー	Aēsop, L'ORÉAL
 <p>Lanchi Venator氏</p> <p>Lanchiは競争の激しい消費者市場における財務、戦略、価格最適化の分野で深い専門知識を提供します</p>	✓	✓	✓	コンシューマー製品・コマース・リダー	 
 <p>Hugh Dineen氏</p> <p>Hughは大手消費財企業でのブランドの立て直しと再生において、卓越した能力を示しています</p>	✓	✓	✓	FMCG改革ストラテジスト	 
 <p>Anja Lagodny氏</p> <p>Anjaはグローバルおよび日本国内でのデジタルトランスフォーメーションの専門知識を提供します</p>	✓	✓	✓	DXリーダー	 

取締役会が花王の変革を率いることができるよう、 オアシスの候補者がスキルを補充

現行の社外取締役を維持しながら、5人の新しい社外取締役を追加することで、既存の取締役会の知識に新たな視点、運営スキル、業界の専門知識を組み合わせ、花王の消費財部門の立て直しを加速させます。

花王が考えるスキル

オアシスが考えるスキル

	花王が考えるスキル								オアシスが考えるスキル					
	経営	海外	消費財業界	化学品業界	ブランディング	人材戦略 資本戦略	研究	環境・社会	IT・DX	法務・リスク管理	財務・経理	化粧品、ヘルス&ビューティー業界	マーケティング	消費財業界サブライチェーン
篠辺氏	○	○								○				
桜井氏	○	○		○		○		○						
西井氏	○	○	○			○					○			
高島氏	○	○								○	○			
カサノバ氏	○	○	○		○	○		○						
Skoufalos氏	○	○	○			○		○	○		○	○		○
Velando氏	○	○	○			○						○	○	
Venator氏	○	○	○			○					○	○	○	
Dineen氏	○	○	○			○					○	○	○	
Lagodny氏	○	○	○			○		○	○					

Key Skills Uplifts	化粧品 / H&B	マーケティング	サブライチェーン	IT・DX
	現状 0名 / a better kao 4名	現状 0名 / a better kao 3名	現状 0名 / a better kao 1名	現状 0名 / a better kao 2名

専門分野は、運営戦略における
根本的なギャップに対応

注：分析は、2025年株主総会後の取締役会構成に基づいており、すべての社外取締役が選任されると仮定。花王指名の取締役のスキルは、花王の第119回株主総会招集通知（2025年2月19日発表）に基づく。オアシス指名の取締役のスキルは、オアシスの知見に基づく。

世界規模のエグゼクティブサーチを実施した上で推薦

「より強い花王」に関する調査の一環として、オアシスは花王の取締役におけるギャップを分析。2024年6月、オアシスは花王の取締役会のための独立した取締役候補を見つけるために、複数の外部人材紹介会社に支援を依頼し、広範なグローバル検索を開始しました。

223名 潜在的な候補者を特定

オアシスは32名の候補者と面会し、5ヶ月間で35時間以上のインタビューを実施しました。オアシスは、花王の取締役会が最良で最も関連性のある専門知識を活用できるよう、さまざまなスキルを持つことが不可欠であると考えています。

32名 面談を実施

候補者の中から、オアシスは花王の取締役会に5人の独立取締役を指名しています。すべての取締役は、花王をより良くするために必要な分野、K27で示された戦略的な方向性に関する広範な専門知識を有しています。

5名 候補者として選定

花王はオアシス推薦の候補者を不当に軽視



取締役会は、これらの候補者のいずれも、**会社の外部取締役に求められる関連する取締役および経営の経験、専門知識、関与を有しておらず**、これらの候補者が**取締役会の有効性や企業価値の向上に貢献しない**と結論付けました。

経営経験

オアシスの候補者にはP&Gのグローバルサプライチェーン部門の元責任者が含まれています。取締役が候補者の誰もが関連する経営経験を持っていないとすることができるのはどういうことなのでしょう？

専門知識

オアシスの候補者は、FMCG（消費財）のさまざまな分野で合計100年以上の経験を持っており、その多くは花王の同業者です。候補者の誰もが適切な専門知識を持っていないという考え方は、花王業界から誰一人として参加していない指名委員会の判断に対して重大な疑問を投げかけます。

日本企業に関する知識

花王の取締役は全員が日本企業でのキャリアを積んできたプロフェッショナルで構成されています。既存ブランドの海外展開に重点を置いている場合、追加の候補者に対して日本企業に関する知識を求めることは、むしろ付加価値にはならないと言えます。

候補者はどこから来たのか？

花王は、どのように候補者を選出したのかについて明確にしていません。オアシスはこの点について花王に問いましたが、明確な回答はありませんでした。**花王は独立したサーチ会社を使用したのか、それとも自社の内部ネットワークを活用しただけだったのでしょうか？**

提案された候補者のプロフィールから明らかのように、**オアシスは3つの独立したサーチ会社と連携し、グローバルな候補者検索を実施する**という、堅牢かつ業界をリードするプロセスを通じて候補者を選出しました。

オアシスの候補者が従前からの候補者選任手続きに 乗らないように花王が恣意的に画策した疑い

自己防衛的な措置

12月2日、花王は通常のスケジュールより2ヶ月早く取締役会の変更を発表しました。

12月10日、Oasisは大規模な株式保有報告書を提出し、会社への提案の可能性を公表しました。この提出後、花王は5人の候補者に連絡を取りました。

12月12日、花王は、早期発表が「David Muenz取締役兼執行役員が引退することを明確に示すためだった」と主張しました。

この説明には信憑性が欠けています。取締役の竹内氏と松田氏が2023年の株主総会前に退任した際、花王はそのような急な発表を行っていませんでした。

これらの類似した状況に対する花王の矛盾する対応は、取締役会の透明性と株主とのエンゲージメントへのアプローチに対して重大な疑問を投げかけています。

花王の取締役の変更時期

年次 株主総会	執行役を兼ねた 取締役の変更*	取締役の変更
2025年	12月	12月
2024年	12月	2月
2023年	12月	2月
2022年	12月	2月
2021年	12月	2月
2020年	12月	2月
2019年	12月	2月

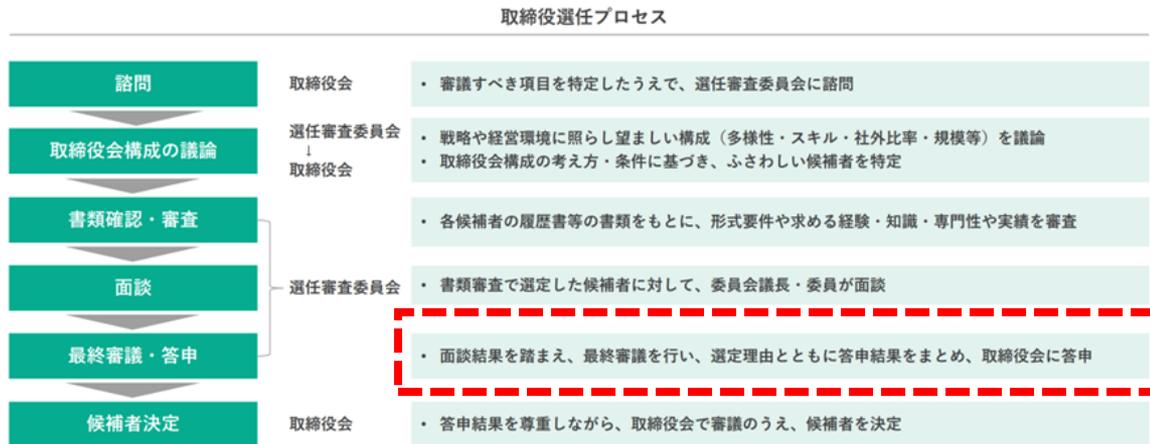
* 退任する取締役を除く

今年、これまでの取締役選任プロセスから逸脱

選任審査委員会

花王は、「適切な」プロセスとして、選任審査委員会による候補者との面談を含むと規定しています。しかし、花王自身のプロセスに反して、オアシスの推薦する取締役候補者と面談したのは、**同委員会の2人のメンバーだけでした**。花王の最も重要な活動である取締役候補者の決定に参加しないのに、なぜ他の委員が必要なのでしょうか。

候補者と面談した**2名の桜井氏（社外取締役および委員会の委員長）と篠辺氏（社外取締役）は業界経験がないため、オアシスの候補者に対する否定的な判断がますます疑問視されます**。





取締役候補者

サプライチェーンのエキスパート



Yannis Skoufalos

男性 / ギリシャ、アメリカ / 67歳

Yannis Skoufalos氏は約35年間プロクター・アンド・ギャンブル（P&G）に在籍し、約10年間にわたり5万人超からなるグローバルサプライチェーンの組織を監督。輸送、資材調達、パッケージング、ロジスティクス、削減等に係るサプライチェーン機能の構造改革を行い、60億ドル以上のコスト削減を実現。また、サプライチェーン内のサステナビリティ、デジタル化、イノベーションも担当した。



グローバルサプライチェーン



化粧品、ヘルス&ビューティーケア



上場企業のコーポレート・ガバナンス

略歴



1984年入社

当初は製品エンジニアリング、後にサプライチェーンを担当



2007 - 2011年

プロダクト・サプライチェーンを担当



2011 - 2019年

グローバル・プロダクト・サプライ・オフィサー



2020年(現任)

取締役 [非上場企業]



2023年(現任)

取締役 [上場企業]



2023年(現任)

取締役 [上場企業]



2022年(現任)

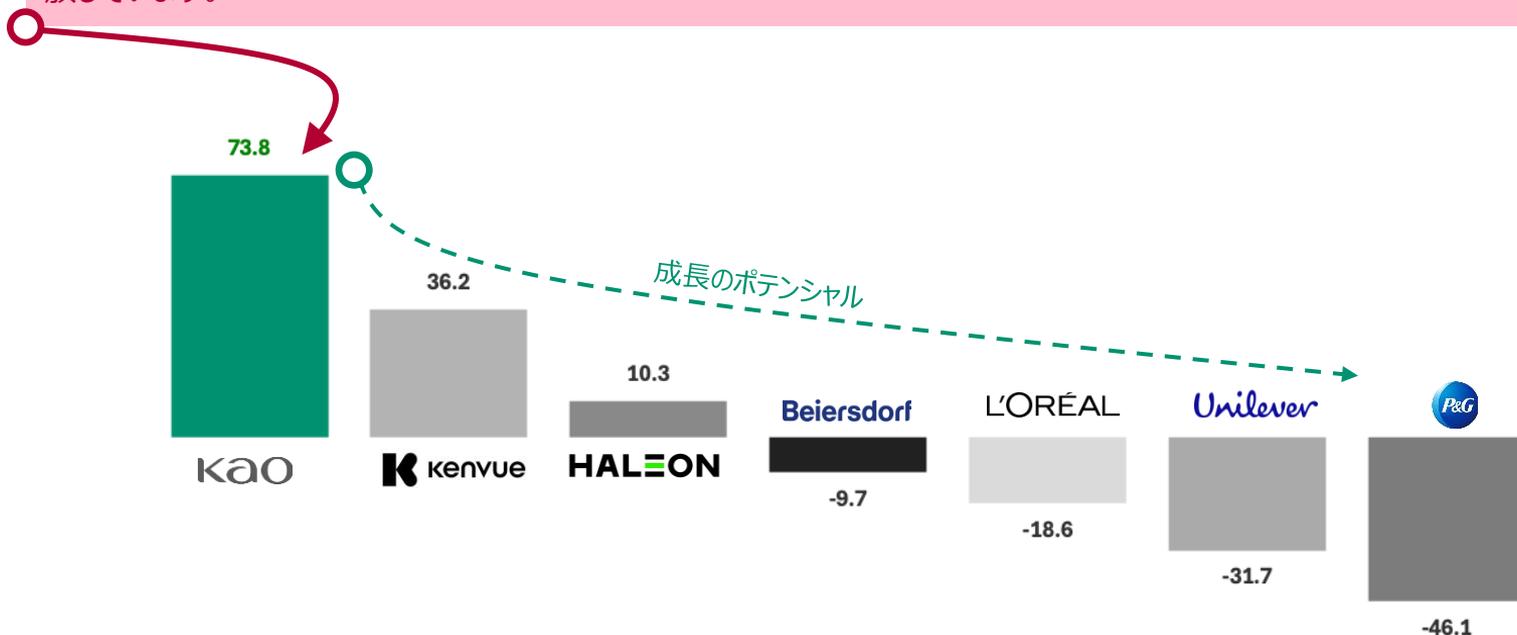
シニア・アドバイザー

上記の他、複数の非上場企業で顧問を務める

サプライチェーンの改善

キャッシュコンバージョンサイクル（単位：日）

花王のキャッシュコンバージョンサイクルは、競合他社と比べて顕著に長いです。化学事業はFMCGよりもサイクルが長くなりますが、花王にとってはこの違いが大きな影響を与えるほどではありません。現在の水準では、競合他社の中で最も近い企業の2倍の時間がかかっています。花王の一部の競合は、負の運転資本サイクルを持ち、成長戦略に投資するための資本を解放しています。



サプライチェーンの改善

運転資本の最適化の可能性

コンセンサス収益予測を使用すると、花王はサプライチェーンに固定された運転資本を最適化することにより、キャッシュコンバージョンサイクルおよび非現金運転資本（売上高に対する割合）を劇的に削減し、2024年の水準に対して2027年までに1,500億円以上を解放でき、これを成長施策により効果的に投資できる可能性があります。

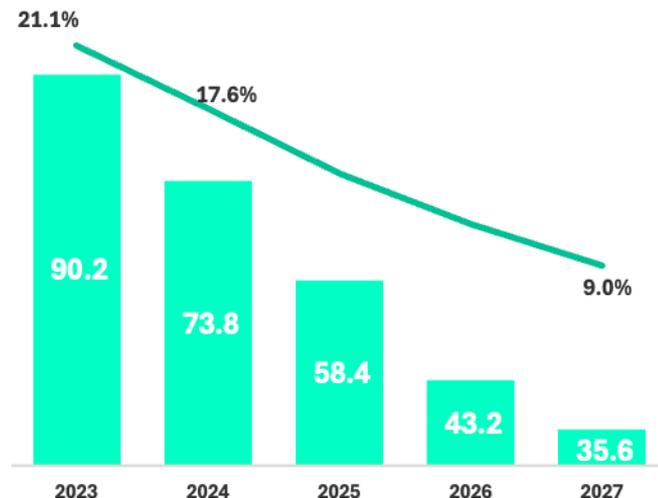
ポートフォリオ管理に関する注記

花王の構造的に高い在庫水準は、ブランドとSKUの増加によって引き起こされています。

製品ラインの最適化は、よりターゲットを絞った在庫戦略の運用、需要予測の最適化、製造および物流プロセスの改善、そして運転資本の管理強化と併せて行うことができます。

特に、花王がグローバルな展開を拡大したいのであれば、運転資本およびサプライチェーンのダイナミクスをより洗練された形で把握することが重要です。

運転資本の最適化



サプライチェーン改善の余地

SKUは膨れ上がったものの、追いつかない売上高

SKUの増加はサプライチェーンに負担をかけていますが、収益はそれに伴っていません。

“ SKUはこの10年で2倍になっています。
これは、売上を増やすためです。
2023年9月1日 ”

Jefferies

“ There are too many SKUs, and I would
say around 20% are not contributing to
profitability or sales at all. ”

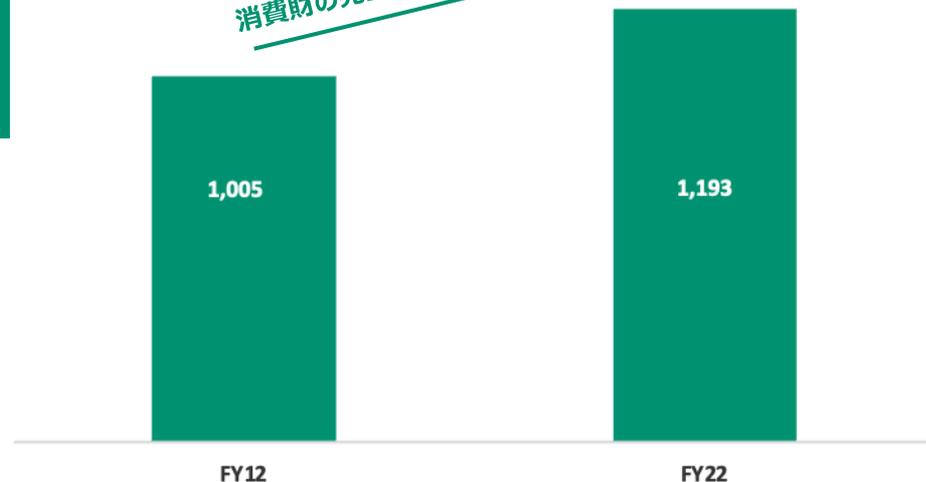
Former President, EMEA, Kao Corp.
Interview with Oasis, August 2023

Kao

オアシスによる花王のIRチームおよび競合他社とのやり取りでは、過去10年間でグループ全体のSKUが倍増し、在庫回転率への注力不足が原因で、粗利率が約200～300ベースポイント低下したと考えられます。

過去10年間のSKU数の年平均成長率 **7.2%**

消費財の売上高年平均成長率 = 1.73%



Yannisに対する花王の誤った見方



Yannis
Skoufalos

花王の主張

“グローバル上場企業における社長等の経営者経験はなく”

“日本企業に関する深い理解・助言経験も不足しています”

“取締役会は、現行の十分な当社執行体制を鑑み、サプライチェーンマネジメントを今回追加で強化すべきスキルと指定していない”

”上述のとおり当社のサプライチェーンに関する社内体制は十分な水準にあり、取締役会としてさらに強化すべき必要性を欠くため、妥当でないといえます。”

実際には...

Skoufalos氏はP&Gのシニアエグゼクティブで、グローバルなイノベーションとサステナビリティプログラムを担当し、**57,000人の従業員、110の製造工場、220の流通センターを管理**していました。同様の基準を使用すると、花王の社外取締役で、最も上級の役職が1,000人未満の従業員を持つ多国籍企業の現地子会社を運営している場合、資格がないと見なされます。

花王がK27におけるグローバル展開を果たすには、取締役会にはグローバルな専門知識が必要です。現行の取締役は日本の専門知識を豊富に持っていますが、**今こそ多様化が必要です。**

花王は、スキンケア製品をグローバルな成長ドライバーにするために「**グローバル製造システムを確立する**」という意図を表明しており、そのためには**サプライチェーンの専門知識が必要です。**

花王のサプライチェーン管理（SCM）の専門知識の欠如は、業界においても異例です。ユニリーバの会長Ian Meakins氏は、Diageoのヨーロッパ主要市場およびグローバルサブ部門の社長を務めており、Haleonの会長David Lewis卿は、元英国政府のサプライチェーンアドバイザーでした。

マーケティングのエキスパート



Martha Velando

女性 / ペルー、イギリス、ポルトガル / 50歳

Martha Velando氏は、過去にインソップのグローバル・チーフ・マーケティング・オフィサー（CMO）を務め、製品開発とイノベーション、マーケティング業務を監督。プロクター・アンド・ギャンブル（P&G）の社内戦略チームでは、ブランドポートフォリオ転換および成長機会創出を担い、キャリアをスタート。その後ロレアルのブランド開発に携わり、ポートフォリオ内の既存ブランドと新規買収ブランドの両方を刷新して成長を促進。また、高級FMCGにおいても役職を歴任したほか、消費者インサイトと分析業務を遂行した。



グローバル・コンシューマー
マーケティング&ブランディング



化粧品、ヘルス&ビューティーケア



ブランド・ポートフォリオ・マネジメント

略歴



1996 - 2000年
事業開発およびマーケティングを担当

Lbrands

2002 - 2006年
マーケティング戦略を担当

L'ORÉAL

2006 - 2013年
キールズのマーケティング・ディレクター、その後イヴ・サンローラン、ランコムグループブランドシニアマネージャーを務める

Nielsen

2013 - 2016年
ヨーロッパ担当マネージング・ディレクター、マーケティング効率化担当

COTY
SINCE 1904

2016 - 2020年
グローバル・ヴァイス・プレジデント、マーケティング、後にフランス・ポートフォリオを担当

DB
DE BEERS GROUP

2020 - 2022年
グローバル・マーケティング担当シニア・ヴァイス・プレジデント

Aēsop.

2022 2022-2024年
チーフ・マーケティング・オフィサー

ハーバード・ビジネス・スクールにてMBAを取得

マーケティング戦略がない花王は業界で浮いた存在



花王のマーケティングやブランディング担当から花王の経営陣になる人は実際にはあまりいない。

花王日本の元ブランドマネージャー、オアシスインタビュー、2023年



花王は取締役会にマーケティングスペシャリストが必要

マーケティング経験豊富な役員がいないばかりか、そもそも、取締役会には消費者向けマーケティングやブランディングの専門知識を持つ人さえいない。

マーケティング担当取締役	
Kao	なし
P&G	✓
ユニリーバ	✓
資生堂	✓
レキット	✓
ヘイリオン	✓
ロREAL	✓



Lacking Marketing Expertise

Kao has ignored calls to appoint a CMO

No Chief Marketing Officer (“CMO”)

In contrast to most global FMCG peers, Kao has no formal CMO tasked with exclusively handling consumer marketing strategy. CMOs at major global peers are marketing specialists, often bring experience from elsewhere, and contribute to diversity that represents the customers:

Company	CMO	Gender	Career History
Kao	No	-	-
P&G	Yes	M	Various international branding and marketing roles at P&G since 1988
Unilever	Yes	F	Formerly P&G Cosmetics marketing Ex-President of Coty Consumer Beauty
Reckitt	Yes	M	Various international marketing roles at Reckitt since 1999
L’Oreal	Yes	F	Formerly at Mindshare, McCann and Dentsu

At Kao, the executive considered to be a proxy is doubted:



Kao’s CMO is effectively Nishiguchi... [he] is more of a sales guy and does not have the experience or ability to manage brands... Kao really should bring in a CMO from outside

Kao Former, Corporate Strategy Division, Oasis Interview 2023



花王はマーケティングを軽視している…



最も高い利益と最も多くのリピーターを持つ企業というものは、高いロイヤリティに恵まれているので、実は、事業運営ではマーケティング費をほとんどかけていません。これは少々理想主義的な話ではあるかもしれませんが、たとえば、一度発売されると高いロイヤリティのおかげで長期間使用されるような、徹底的に研究された製品さえあれば、必要なマーケティング費用は、実はごくわずかですむのです。

長谷部社長 - 2023年定時株主総会にて



花王の商品は陳列棚では忘れられた存在

ROHTO



SHISEIDO SENKA



kenvue Neutrogena



kao Curél

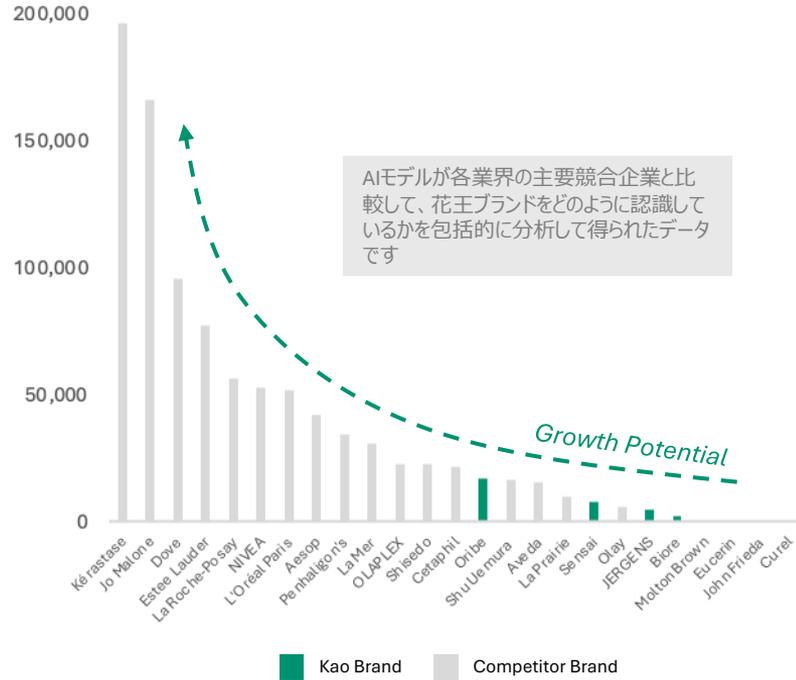


ロート製薬のメンソレータム、ファイトウェイのSENKA、ケンビューのニュートロジーナは全て 店内ディスプレイによる店頭マーケティングを活用し売上の促進を図っています

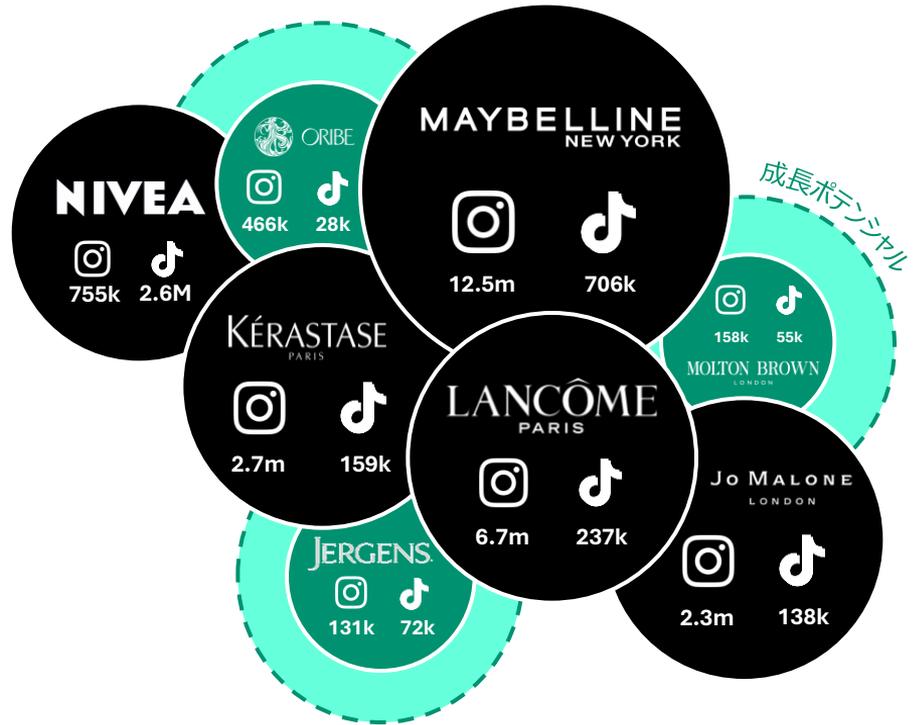
花王のキュレルは粗末な棚スペースに、サインエッジすら無い状態で陳列されている

SNSによる成長のポテンシャル

各ブランドのSNSにおけるエンゲージメント数の合計 - 米国



SNS上のフォロワー数 - 米国



マーケティングにさらに投資すべき

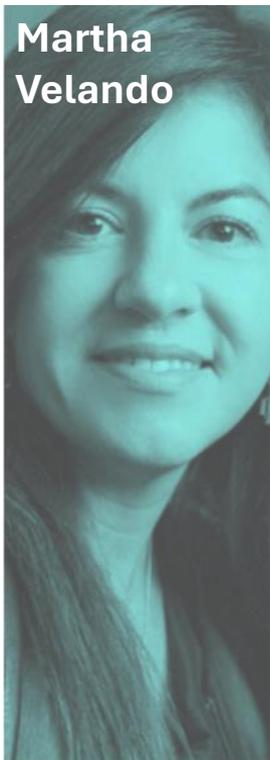
ブランドの潜在的価値をまだまだ引き出せるはず

2023年、モルトンブラウンは世界最大の化粧品市場である米州市場で、1,200万ポンドの売上を計上しました。2023年のオンライン広告費用を競合ブランドと比較すると、花王にはまだまだできることが残されていると言えます。花王が米州市場で消費者からの認知度向上と販売チャネルの拡大に資金を投入すれば、ブランドを成長させる余地が多分にあると考えられます。

“ マーケティングが古風で新しい斬新さがなく、他社からシェアを取られている印象。
花王の就職・転職リサーチ (2024年12月17日)



Marthaに対する花王の誤った見方



花王の主張

“グローバル企業の社長等の経営者家健や取締役経験はなく”

“日本企業に関する深い理解・助言経験も不足”

“CMOとしての在任期間も短く”

“マーケティングの専門性は、会社提案候補者により強化されるため、敢えて加える必要がない”

実際には...

Velando氏は、グローバルな化粧品会社でのC-suiteレベルの経験を持ち、また、花王の主要な国際的競合企業（コティ、ロレアルなど）でグローバル・バイスプレジデント／マネージング・ディレクターの役職を務めていました。

K27に記載の通り花王がグローバルに拡大したいのであれば、取締役会にはグローバルな専門知識が必要です。現取締役は日本の専門知識を豊富に持っていますが、今は多様化が求められています。

Velando氏のマーケティングの専門知識、特にグローバルな化粧品と消費財業界とに焦点を当てた経験は、花王の現取締役や候補者のいずれよりも優れており、AesopでのC-suiteの役職や、P&G、ロレアル、コティでのシニア職務を含んでいます。

花王はK25からK27への移行における事業の実行が適切とされている一方で、**「残る主要な課題は化粧品のグローバル戦略である」と**開示しています（[出典](#)）。花王が提案する候補者はブランド戦略に関するスキルを持っていますが、いずれも化粧品の専門家ではなく、**花王が注力すべき専門知識として特定している分野においては不足しています。**

さらに、花王のマーケティング専門知識の不足は極めて異例です。ロレアルやP&Gなどの主要な競合他社は、通常、最高マーケティング責任者（CMO）またはそれに準じた役職を採用しています。

財務のエキスパート



Lanchi Venator

女性 / アメリカ / 58歳

Lanchi Venator氏は、消費財業界においてマーケティング、財務計画・分析（FP&A）、戦略と改革に分野での20年以上の経験を有する。直近ではケンタッキー・フライド・チキン社のグローバルCFO兼戦略責任者を務める。それ以前には、エステローダー社にてマネジメントを担い、財務戦略の推進を担当、グローバル戦略・価格設定を体系化。デジタル化と自動化において、この価格設定がプロセスの継続的な改善を可能にした。



財務計画 & 分析



化粧品、ヘルス&ビューティーケア



グローバル戦略

略歴

AT&T
Kearney

2000 - 2005年
マネージャー



2005 - 2008年
価格戦略担当ディレクター



2008 - 2012年
北米戦略担当専務取締役/北米戦略担当専務取締役



2012年入社
グローバル戦略担当ヴァイス・プレジデント、後に財務戦略担当ヴァイス・プレジデントに就任



2021 - 2023年
グローバル財務戦略・オペレーション担当シニア・ヴァイス・プレジデント



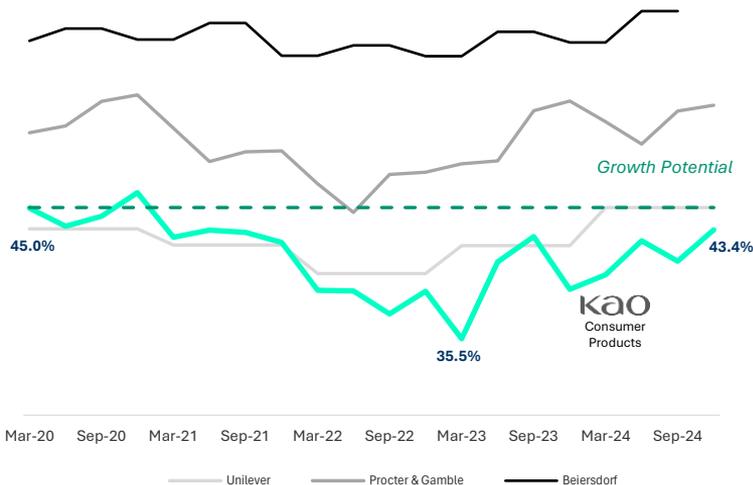
2023 - 2024年
グローバルCFO兼戦略責任者

NYUスタン・スクール・オブ・ビジネスにてMBAを取得

消費財製品の潜在利益率

消費財業界の競合他社に劣る売上総利益

消費財の粗利益率は最低でも45%であるべきです。花王は2020年にこのレベルで運営していましたが、利益率は縮小し、消費財部門では40%を超えるのが難しい状況です。

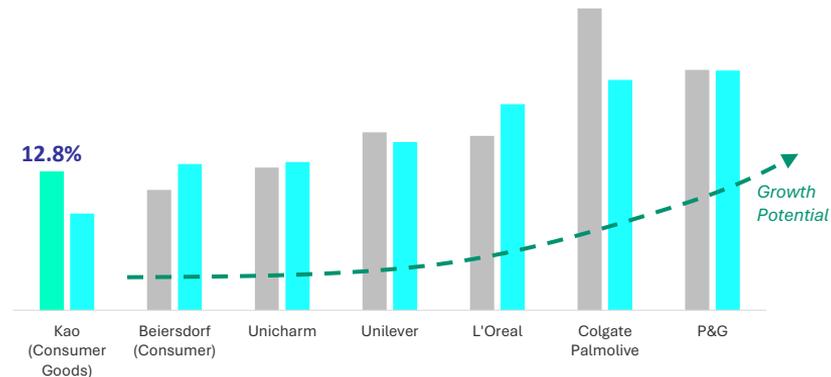


注：花王の消費財部門の粗利益率は開示されていないため推定値

営業利益 - 消費財

キュレル、ビオレ、オリベなどの確立されたブランドにより米国およびアジア市場での存在感を与えているにもかかわらず、全ての消費財部門で国際的に営業利益率が低下しています。

営業利益率 (2020対2024)



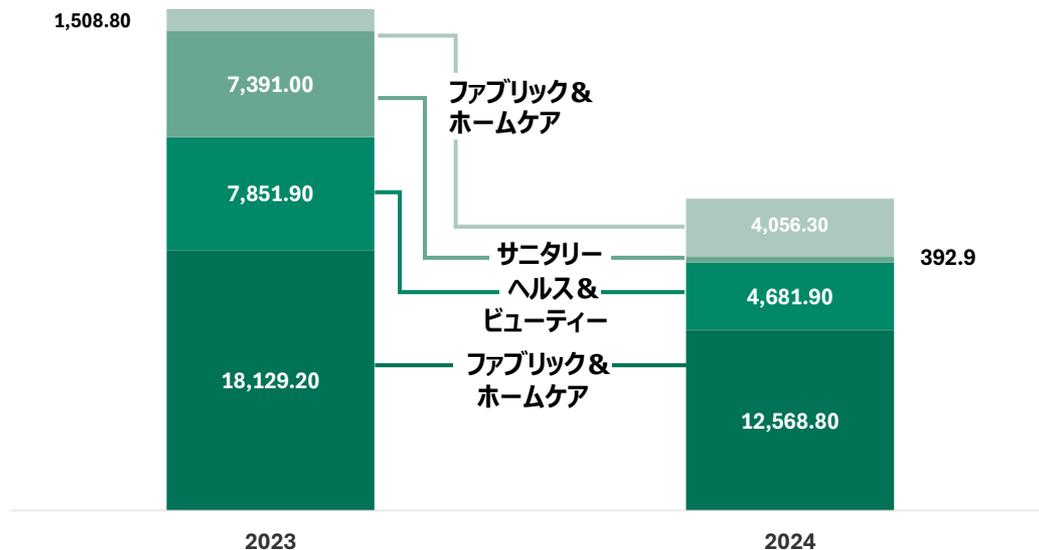
2017年に発表されたK20では、2030年までに営業利益率17%を目標にしていました。しかし、花王は現在目標を設定していません...

適切な価格戦略で利益率を向上

値上げによる利益率の向上が可能

アナリストや投資家は、花王が最近実施した製品の値上げを評価していますが、その50%以上の値上げファブリック&ホームケアに関するもので（これは消費財売上上の30%未満を占めています）、ヘルス&ビューティおよび化粧品部門では値上げは行われていません。これらのセグメントは消費財売上上の半分以上を占め、最も海外での成長ポテンシャルが高いにもかかわらずです。

2023年および2024年の価格設定要因の内訳



販促キャンペーン依存の販売戦略

タイでの販売店訪問



花王製品の価格が低く、利益率が圧迫されています



販売促進に過度に依存しているため、利益性はさらに圧迫されています

2024年11月初旬にタイ・バンコクのスーパーマーケットを訪問したところ、花王のほとんどすべての製品がセール中でした。これは、ロートやユニチャームが提供する同様の製品とは対照的です。



バンコクのあるスーパーマーケットでは、花王のヘアケア、サンケア、紙おむつ、そして洗濯用洗剤すべてが割引されていました

ロートとユニ・チャームの製品は割引なし

適正でない価格設定

花王の価格設定の問題は利益を圧縮

ビューティーケアブランドは、価格が低く、世界中の市場で価格の一貫性がありません

例えば、マレーシアの主要なドラッグストアの1つであるワトソンズでのビオレフェイススクラブを見てみましょう。

マレーシアの男性用フェイススクラブ			
メーカー	ブランド	マレーシアリングレット (MYR) 当たりの価格 (ミリリットル単位)	平均割引
ロレアル	GARNIER MEN Oil Control	0.225	
バイヤストルフ	NIVEA MENS White Oil Clear Mud Foam	0.219	
花王	MEN'S BIORE Foam Oil Balance Face Wash	0.145	-34.6%



- 花王はより強力なブランド管理により、海外における製品価格を**20-35%**上げることができます
- しかし、値上げを実現するためには、マーケティングが競合他社の価格設定に合わせた顧客の定義を考慮する必要があります
- 価格引き上げの**70%**が利益に直結するため、賢い価格設定は売上、利益、そしてブランドの整理に役立ちます

- 一度に価格を20%引き上げるのは難しいですが、

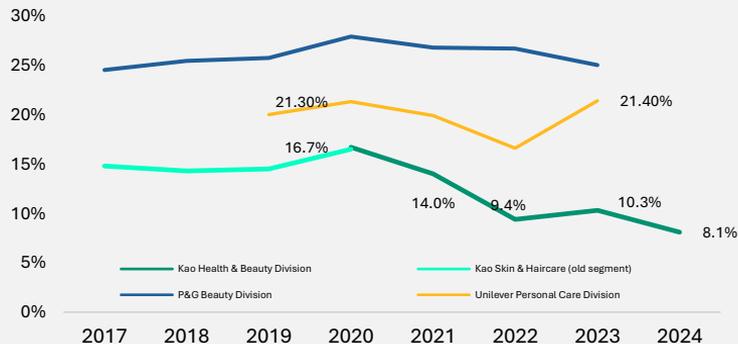
5%
値上げ

適切な
マーケティング

により、営業利益は3%向上します

- 長期的には、より良い価格設定とブランド管理により、花王はユニリーバのパーソナルケア部門の利益率に匹敵することができるかもしれません。

花王ヘルス&ビューティー対競合営業利益率



規律のないM&A

花王は利益を圧迫するボンダイ・サンズに対して割高なバリュエーションで買収

花王は、以前拒否された3億2000万ドルの入札価格（利益の37倍）¹に対して40%上乗せした価格を提示しました。

また、花王が買収を行う前から、ボンダイ・サンズのパフォーマンスに関する重大な問題は明らかでした。2022年には、

- 売上高は3倍の1億580万ドルに増加しましたが、利益は40%増の870万ドルにとどまりました。
- ヨーロッパ事業の粗利益率（35.3%）は業界標準を大きく下回り、営業利益率（12.7%）は花王のUVスキンケア事業を下回っていました。²

その後、交渉中の2023年には、粗利益率が21.3%に、営業利益率が0.6%にまで落ち込みました。それにもかかわらず、花王は買収を進めました。

花王にとってその結果は、**明確な利益率の希薄化と、買収の理由、合併後の統合（PMI）の質、および取締役会の監督に対する深刻な疑問を引き起こしました。**



Sunny days: Bondi Sands offloaded to Japan's Kao for \$450m

August 01, 2023

APR

「ヘルス&ビューティーは低迷し... (中略) **NOMURA** ボンダイ・サンズのコスト増加により43億円減少しました」

2024年11月08日

Lanchiに対する花王の誤った見方



Lanchi
Venator

花王の主張

“CFOとしては非上場会社で短期間務めたにとどまり、経営者経験として不足”

“日本企業に関する深い理解・助言経験も不足”

“取締役会は、会社提案の十分な取締役会構成を鑑み、財務を今回追加で強化すべきスキルと指定していない”

“なお、Venator氏の社外取締役の選考プロセスにおいては、まず、他の株主提案社外取締役候補者と同様に書類審査に基づく精査を行い、[...]同氏の専門性やキャリアが当社のニーズに合致していないことを確認”

実際には...

Venator氏がCFO職とともに戦略部門の責任者であるという役割を無視しています。さらに、彼女は複数のグローバルブランドでの管理職としての高く評価されたキャリア歴を有しています。

K27に記載の通り花王がグローバルに拡大したいのであれば、取締役は**グローバルな専門知識が必要です**。現取締役は日本における豊富な専門知識を有していますが、今後は多様化が必要です。

Venator氏の専門知識はファイナンスの分野に属しますが、特にパーソナルケアおよび化粧品の**価格戦略に特化**しています。これは（1）花王にとって改善が求められる重要な分野であり、特にヘルス&ビューティおよび化粧品部門では、ファブリック&ホームケア部門に比べて価格設定が不足しているため、（2）取締役会が彼女と面接の時間を取れば認識できる点です。さらに、花王はK25からK27への移行における事業の実行が適切とされている一方で、「残る主要な課題は化粧品のグローバル戦略である」と開示しています（[出典](#)） - Venator氏は化粧品において広範な経験を持っています。

花王が最も大きな株主の一社がVenator氏を取締役候補として提案した際に、彼女と面会すらしなかった真の理由は、オアシスにとって謎のままです。**彼女はファイナンスと価格戦略において業界をリードする専門知識を提供し、主要な業界の競合企業で働いてきました。**

ブランド改革のエキスパート



Hugh Dineen

男性 / アメリカ / 56歳

Dineen氏は、直近では世界有数のヘアケアメーカーの社長兼チーフ・マーケティング・オフィサーを務める。ジョンソン・アンド・ジョンソンでは、ブランドの再生のスペシャリストとして消費者向け製品部門のヴァイス・プレジデントを15年以上務めた。複数のブランドの再生を実現し、ある小規模ブランドの収益を3年間で10倍以上に成長させた。日本での大規模な事業運営の経験もあり、BtoBとBtoCの両分野においてデジタルマーケティング、顧客獲得・分析等のブランド戦略を管理した。



グローバル・コンシューマー
マーケティング&ブランディング



化粧品、ヘルス&ビューティーケア



ブランド改革&成長

略歴



1990 - 1997年
顧客事業開発



1997 - 2006年
専務取締役、ジェネラルマネージャー



2006 - 2012年
ヴァイスプレジデント、ジェネラルマネージャー（コンシューマーポortフォリオ）



2012 - 2015年
グローバル・マーケティング統括グローバル・ヴァイスプレジデント
ビューティー事業統括グローバル・ヴァイスプレジデント



2015 - 2020年
チーフ・マーケティング・オフィサー (CMO)



2021 - 2025年
社長兼グローバル・ブランド&グローバル・チーフ・マーケティング・オフィサー



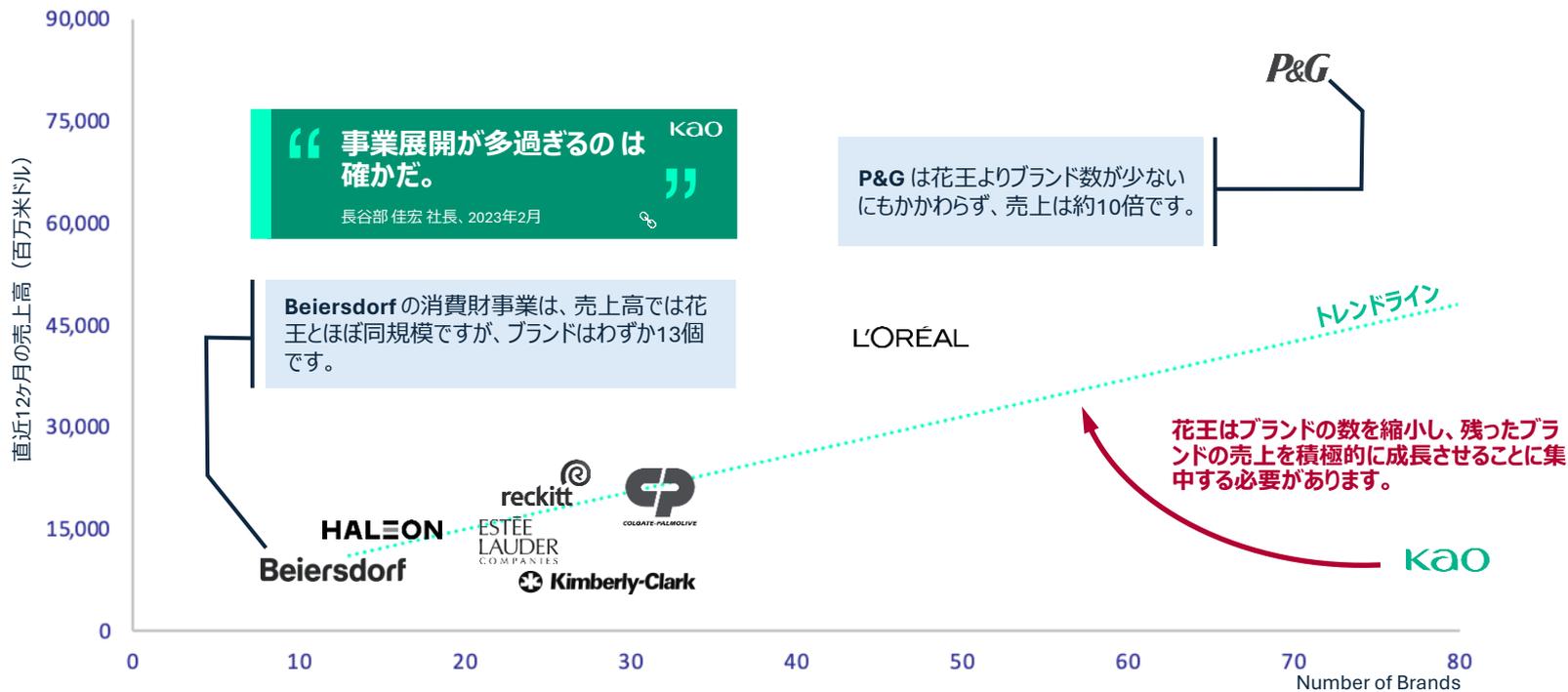
2021 - 2024年
取締役

NYUスタン・スクール・オブ・ビジネスにてMBAを取得

ブランドマネジメントに改善余地あり

ブランド数が多すぎる花王

ブランドが多すぎることは花王自身も認識しています。花王はポートフォリオの合理化を約束していますが、2021年6月以降、花王はわずかに2つの小規模なブランドを売却しただけです。同じ期間に、ユニリーバは12ブランド以上を売却し、戦略的なブランドレビューを継続的に行っています。



花王はポートフォリオの管理に失敗

“

売上50億円以下のブランドや商品で、利益率が15%に満たず将来性が見込めないものを検討の対象にする。
[...] この選別を1~2年の間にすべて完了させたい。”
長谷部社長、2021年6月
社長スモールミーティング

kao

”



2021年6月以降、ユニリーバは売上高は20億ユーロを超える12ブランド以上を売却し、戦略的なブランドレビューを継続的に行っています

経営陣は、最も大きく、最も利益率が高く、最も成長しているブランドに集中することについて何年も語ってきました。

2021年には、売却のための基準も示しました。

その後、売却と撤退に関する大きな動きは、2つの小規模な事業（健康ドリンクとペット商品）の売却と、小規模な化粧品ブランドの閉鎖のみでした。2024年になってようやく、同社は6つの優先化粧品ブランドを特定しましたが、その多くはオアシスが以前から優先すべきだと指摘していたものです。

2020年以降、実質的な売上は停滞しており、ヘルス&ビューティおよび化粧品部門での営業利益率の崩壊とこれらのセグメントでの長期的なブランドの残留を考慮すると、成長がなく、利益率が低く、売上高が50億円以下のブランドについて、適切なレビューが行われたとは考えにくいです。

花王の最も強力なブランドに適切に焦点を当てていない限り、花王が競合他社と同じ「勝つ権利」を持っているとは信じ難く、その不十分なポートフォリオ管理は立て直しの妨げとなり続けるでしょう。

ブランドポートフォリオ管理

2つの異なるアプローチ

ユニリーバ - 正しい方法

ユニリーバは、売上の75%以上を占める30の「パワーブランド」を特定しています。これらのブランドは、拡大の可能性や利益率を理由に優先されています。パワーブランドは以下の特徴を有しています：

- 高い成長率と強力な消費者の魅力を持つため、グループの売上を牽引
- 現在、売上高のさらなる成長を促進するために、集中的なリソースを投入

ユニリーバのパワーブランド30



花王 - 誤った方法

オアシスは、ヘルス&ビューティの9ブランドが2023年に約1,800億円¹の売上を記録したと推定し、ビオレとジャーゲنزは、内1,600億円ほどを占めていると考えられます。一方、ニベアは合併会社として製造されています。

Unileverと同様に、花王もビオレとジャーゲنزの「パワーブランド」に対して、グローバルな拡大と売上多様化を促進するための適切な成長目標を設定すべきです。

しかし、**重要なのは、残りの6ブランドがすべて、長谷部氏が2021年に示した廃止基準に合致しているかどうかです。**もしそうでないなら、リソースをビオレとジャーゲنزに集中する方が良いのではないのでしょうか？



Hughに対する花王の誤った見方



Hugh
Dineen

花王の主張

“グローバル企業の社長等の経営者経験はなく”

“日本企業に関する深い理解・助言経験も不十分”

“マーケティングの専門性は、会社提案候補者により強化されるため、敢えて加える必要がない”

実際には...

Dineen氏の花王の競合企業での副社長、社長、CMOとしてのポジションを歴任しており、さらに、グローバルな消費財企業の非執行取締役としての経歴も有しています。

K27に記載の通り花王がグローバルに拡大したいのであれば、取締役会にはグローバルな専門知識が必要です。現職の取締役はすでに豊富な日本市場の知識を有しています。花王の課題は、日本の消費者をよりよく理解することではなく、既存のブランドをグローバルに成長させることです。

花王の候補者は、消費財ブランドを立て直したり、グローバルに拡大させた経験がほとんどありません。

MacCallum氏は企業ブランディングの経験がありますが、2006年以降はオペレーションに関する経験を有しておらず、消費財におけるマーケティング戦略の経験はありません。

Casanova氏は、アメリカのファーストフードチェーンの日本事業を立て直した実績があるものの、これは西洋市場でのパーソナルケアや化粧品ブランドの拡大とは異なります。

これらの理由から、花王が利益成長を迅速に回復させるためには、専門的な業界知識が鍵であると考えています。

DXのエキスパート



Anja Lagodny

女性 / ドイツ、スイス / 58歳

Anja Lagodny氏は、JTインターナショナル社（日本たばこ産業の子会社）にてチーフ・デジタル・オフィサーを務めた経験を有する。2年間のグローバルDX戦略を策定・実行し、Eコマースへの移行で消費者データを活用する新しいデジタルビジネスユニットを設立。R&D、サプライチェーン・マネジメントおよび販売の効率性向上を推進するプログラムを監督した。それ以前には、カールスバーググループとモンデリーズ・ヨーロッパで上級管理職を務め、BtoCとBtoBのオンラインチャネルの拡大に重点を置いたグローバルEコマースおよびデジタル戦略を策定・実行した。



グローバルDX



多様化したFMCG



日本におけるビジネス経験

略歴



2004 - 2009年

グローバル・コンシューマー・リレーションズおよび顧客関係性マネジメント統括を含む複数の役職を務める



2010 - 2011年

FMCG DX担当シニア・アカウント・エグゼクティブ- FMCG Digital Transformation



2011 - 2016年

デジタル、SNSマーケティング・オペレーションおよびヨーロッパEコマース統括



2016 - 2019年

デジタル担当ヴァイス・プレジデント



2019 - 2022年

チーフ・デジタル・オフィサー兼グローバル・ヴァイスプレジデント・デジタル戦略担当取締役



2022年 (現任)

デジタル・AIトランスフォーメーション、デジタル戦略に関するエグゼクティブ・コーチングおよび取締役会アドバイザー・コンサル



2024年 (現任)

スイス・インスティテュート・オブ・ディレクターズ国際支部会長

IMDビジネス・スクールにて客員起業家 (EIR) を務める

花王はデジタル後進企業

誤ったEC戦略

The image shows a presentation slide titled "My Kao interactive platform" with the Kao logo. On the left is a smartphone displaying the app interface with various product categories and a "くらしラボ" (Kura Lab) section. On the right is a diagram with the text "Kao's new digital platform to connect directly and interactively with consumers". Below this text are two teal circles: "Creating Kao fans" and "New marketing platform", connected by a plus sign. A play button icon is at the bottom right of the diagram.

誤った方向性

- 花王は強力な**ブランド**を所有していますが、ブランドの忠実なファンを作るのではなく、**花王ファン**を作ることに注力しています。
- 消費者は、企業のマーケットプレイスではなく、**強力なブランド体験**を求めています。
- 複数のブランドが1つのサイトに混在していると、マーケティング、SEO、広告は一般的に**効果が薄くなります**。

花王は他社の成功から学ぶべき

L'ORÉAL

メイベリン、ランコム、ケラスターゼ等はブランド強化のため、独立したサイトを通じて販売されています。

ESTÉE
LAUDER
COMPANIES

MAC、クリニック、ボビーブラウン等も独自のEC験を提供しています。

Unilever

ダヴは独立したブランドとして独自のサイトとストーリーを持ち、成功を収めています。
ユニリーバは消費者向けの「ブランド」として、同じような感情的なつながりを欠いています。

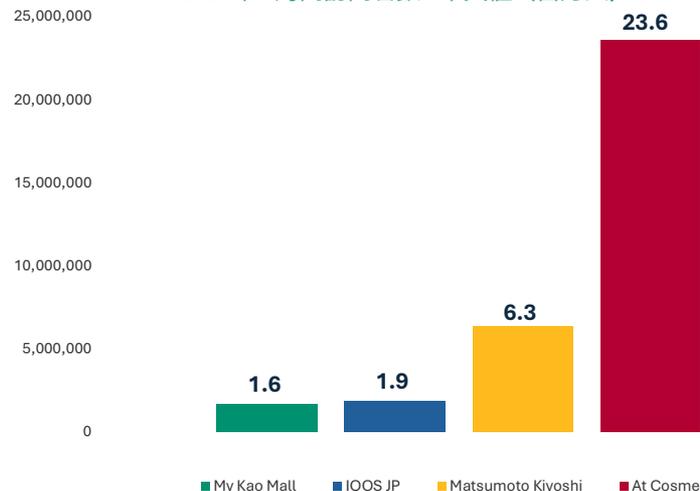
デジタル戦略の遅れ

My Kao Mall – 失望の消費者体験

花王のECサイトであるMy Kao Mallは、専門的な競合他社と比較して低調なパフォーマンスを示しています。

オンライン美容小売業者@Cosmeは、2024年に2,360万人の訪問者を集めました。マツモトキヨシのウェブサイトは、2024年に640万人の月間訪問者を記録しました。My Kao Mall Japanは大きく遅れを取っています。さらに、e-cigarette運営のIQOS Japanは、より小規模なオーディエンスにもかかわらず、より多くの訪問者を集めました。

2024年の月間訪問者数の中央値（百万人）

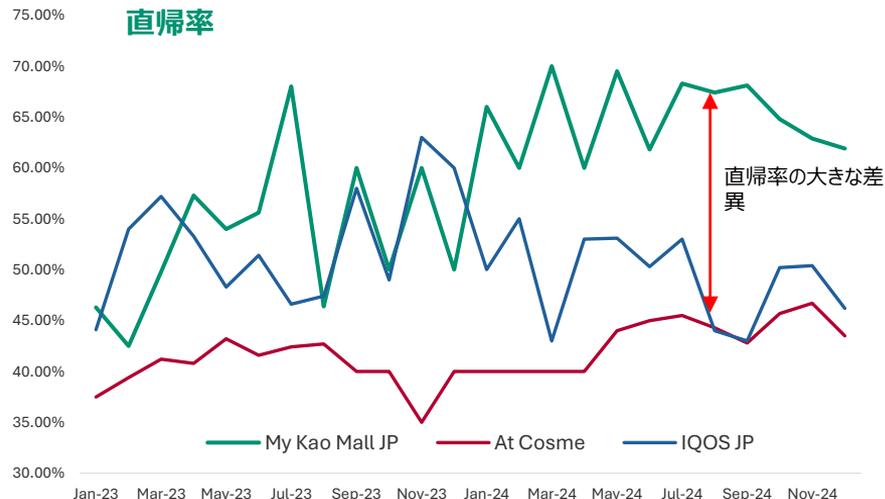


このサイトにはさらに2つの重大な問題が存在しています：

1. 訪問者は購入することが少ない（コンバージョン率は同規模のサイトIQOSの3.5倍低い）
2. 大多数の訪問者が1ページだけを見て離脱してしまう（高い直帰率）

これは、EC戦略が機能していないことを示唆しており、消費者がMy Kao Mallを通じてブランドとオンラインでの交流を行っていないことを意味しています。

直帰率



デジタル戦略

ケーススタディ：花王ブランドの視認性への影響 - シンガポールでの「スキンケア」検索結果

花王は、単なる欠陥のある複数ブランドの小売サイトだけでなく、デジタル面での課題にも直面しています。同社の検索エンジン最適化（SEO）は、海外市場での改善が必要です。

花王のダーマコスメラインであるキュレルを見ると、ダーマコスメは、アジア市場でのマスマーケットへの魅力と強い成長ポテンシャルを持つ高収益セグメントにもかかわらず、キュレルは主要な地域市場でデジタルパフォーマンスが低調です。

シンガポールでは、花王が確立された存在を持つにもかかわらず、キュレルのオンラインでの視認性は競合他社に大きく遅れを取っています。ルは、スキンケア関連の31のキーワードでのみトップ10の検索結果に表示されており、これは直接の競合であるセタフィルの5分の1、またセラヴィやユーセリンなどの他の競合にも大きく後れを取っています。

これは、ASEAN地域で最も裕福で洗練された市場の一つにおいて、ブランドの視認性が大きく失われていることを意味します。

ケーススタディ：キュレルの検索視認性 - シンガポール

ブランド	検索上位10位の表示回数（回）
セラヴィ	336
ラロッシュポゼ	378
セタフィル	155
ユーセリン	107
キュレル	31

検索順位分析は、ブランドが検索結果でどの位置にランクインしているかを示します。特にトップ10の位置は、消費者の視認性にとって非常に重要です。シンガポールのようなASEAN市場を見ると、キュレルはトップ10の検索結果にほとんど表示されません。競合のCetaphilは、キュレルよりも消費者との検索視認性が5倍高いです。これは、基本的な検索エンジン最適化（SEO）の改善が必要であることを示唆しています。

デジタル戦略

花王は単に追いつこうとしているだけでなく、10年前に大手で資金力のある消費財企業が犯した過ちを繰り返しており、それらから学ぶことができていません。

その結果、市場シェアの喪失、新規顧客への視認性の低下、収益源や消費者データの減少が生じ、海外および国内で変化する消費者行動に対応する能力が低下しています。

これらの課題にもかかわらず、花王はこの問題に対処するために外部の専門知識をほとんど取り入れておらず、**花王のDX戦略を評価し指導できるデジタル戦略のリーダーシップスキルを持った社外取締役が欠如しています。**

We would like this to

CHANGE

デジタルスキルを有する社外取締役	
KaO	X
Beiersdorf	✓
HALÉON	✓
<i>P&G</i>	✓
Unilever	✓
K kenvue	✓
L'ORÉAL	✓

花王は自社ブランドのウェブサイトをも所有していない

花王のブランドウェブサイトの多くが国内市場向けになっている

The screenshot shows a search for 'curel' on a domain marketplace. The search bar contains 'curel' and a blue '実行' (Execute) button. Below the search bar are navigation links: '検索結果' (Search Results), '履歴' (History), 'お気に入り' (Favorites), 'フィルター' (Filter), and 'アフターマーケット' (Aftermarket) with a '新着!' (New!) badge. The results list five domains:

Domain	Price	Notes	Action
cure-l.com	¥3,499 / ¥1,158	2年契約の初年度のみ	Buy
curel.co.jp	¥6,999/年	制限事項あり	Buy
sensai.co.jp	¥6,999/年	制限事項あり	Buy
moltonbrown.co.jp	¥6,999/年	制限事項あり	Buy
oribe.co.jp	¥6,999/年	制限事項あり	Buy

オアシスは花王への贈り物としてドメインの1つを実際に購入しました

The screenshot shows a domain search interface. The search bar contains '事業名や希望するドメイン名で検索' (Search by business name or desired domain name) and a 'ドメインの検索' (Search Domain) button. Below the search bar, the text 'あなたのビジネス' (Your Business) is displayed. A photo of a person in a lab coat working in a laboratory is shown. Below the photo, the text 'バイオリ' (Biore) is displayed, followed by 'biore.jp' and 'ドメイン, サイト' (Domain, Site).

Anjaに対する花王の誤った見方



Anja
Lagodny

花王の主張

“上場会社の取締役の経験はない”

“取締役会は、現行の十分な当社執行体制及び取締役会構成を鑑み、DXを今回追加で強化すべきスキルと指定していない”

“取締役としての経験が不足している場合、複雑な経営課題に対する実効的な判断や、他の取締役との円滑な意思決定プロセスへの貢献が難しくなる可能性があります。”

実際には...

これは誤りです。Lagodny氏は、JTIのグローバルデジタル戦略担当のチーフデジタルオフィサー／グローバルVPとしての役職を務めていました。JTIは、日本の上場消費財企業である日本たばこ株式会社のグローバル部門で、最大の収益を上げているセグメントです。

花王の最新の取締役会の有効性評価では、グローバルブランドやITの分野においてスキルを多様化する余地があると記されています。そのため、花王がK27計画で開示されたデジタルトランスフォーメーションの目標を達成したいのであれば、ITは必須のスキル強化となります。

また、花王の外部取締役にデジタル専門家が不在であることは非常に異例であることにも注目すべきです。例えば、Hateonは、デジタル分野で経験豊富な独立取締役を3名擁しており、その中にはロレアルのチーフデジタル＆マーケティングオフィサーを務めるAsmita Dubey氏も含まれています。

花王がLagodny氏の経歴を見て、経験が不足や複雑な経営問題について効果的な意思決定を下すことができないと主張することがどのように可能なかは不明です。



議案5:
社外取締役に対する報酬額の改訂

議案第5号:

社外取締役に対する報酬額改訂

全取締役の年間金銭報酬総額は

7億8,000万円を超えないものとする

社外取締役の報酬は

2億5,000万円を超えないものとする

花王の2016年の定時株主総会で定められたように、すべての社外取締役の報酬総額は1億円を上限としています。

この上限は、わずか4名の社外取締役からなる取締役会に適しています—現在の構成では社外取締役1名あたり2,500万円となります。

取締役会が拡大されることを考慮すると、比例的に新しい社外取締役の給与に対応するために上限を引き上げる必要があります。そのため、オアシスは拡大された取締役会に比例して現在の報酬体系を拡大することを求めています。

これは報酬の増加ではありません。



議案6:

社外取締役に対する事後交付型
株式報酬の付与

議案第6号:

現在の社外取締役は現金報酬のみを受け取っており、現職の社外取締役は在任期間を考慮すると客観的に持株比率が低いと言えます。

オアシスは、すべての取締役が会社の価値向上に個人的な利害関係を持つべきだと考えています。

社外取締役に株式報酬（RSU）を付与し、花王の長期的な成功により良く連携させることを提案します。

本議案では、各社外取締役に対して年間

最大500万円（1,000株）

相当の株式報酬を付与します

全社外取締役に対する総額上限は

5,000万円（10,000株）

となります

株式の希薄化は3年間で

0.06%

に制限され、3年間の権利確定期間があります

取締役 ※敬称略	在任期間 (年) *	花王での保有株数 (株 / 円**)†
篠辺修	7	3,100 / 2,000万
桜井恵理子	3	300 / 3,000万
西井孝明	2	4,000 / 2,600万
高島誠	1	0 / 0

* 2025年の定時株主総会現在

** 一株6,500円として算出

† 2025年定時株主総会招集通知に記載の通り



議案7:

社外取締役を除く取締役に対する
株式報酬制度の承認

経営陣自身が花王の株式を多く保有していない

花王の経営陣による保有株数は少なく、特に社内取締役として最も長い期間を務めている長谷部社長の保有株数の少なさは、経営陣の報酬と同社の業績パフォーマンスとの連動性が極めて低いことを表しています。

	取締役在任 期間（年数）*	保有株数 （株数／金額**）†
長谷部氏	9	18,000 / 117百万円
根来氏	2	12,400 / 81百万円
西口氏	2	17,800 / 116百万円
マッカラン氏	0	0 / 0

* 2025年定時株主総会時点

** 株価を6,500円と仮定した場合の保有金額を算出

† 2025年定時株主総会招集通知を参照

最も問題なのは、長谷部社長が報酬諮問委員会の委員であることで、花王の再建にあたって重要となる長期インセンティブ報酬の設計およびその監督において、明らかな利益相反が生じることです。

取締役・執行役員 報酬諮問委員会



篠辺 議長



桜井氏



高島氏



西井氏



長谷部
社長

長谷部社長は2023年に中期計画「K25」に連動した長期インセンティブ報酬を受け取っていますが、その時点で既に目標達成が危ぶまれてたばかりでなく、ブルームバーグの計算上では8四半期連続でEVAがマイナスもしくは低下し続けていました。実際に、その後「K25」目標は放棄されました。

このような事態を踏まえ、オアシスは花王の現行の報酬制度は、企業価値を向上させるものではないと考えます。

報酬体系が事業成長への動機づけになっていない

価値あるものに報いることの重要性

改められた報酬設計：誤ったターゲット、誤った結果

2024年3月の株主総会で、花王はK27に合わせた新しい経営者報酬制度を導入しました。

長期的な報酬の3分の1未満がビジネスの成長に結び付けられている新しい報酬制度は、K27の欠陥のあるターゲットに沿ったものであり、経営陣のインセンティブを成功した転換に不可欠な長期的なパフォーマンス指標に結び付けることに失敗しています。

“ 長期インセンティブプランは、十分にパフォーマンスに基づいていません。 ”

”



PGGM Investments 2024年株主総会の役員報酬議案に対して反対

長期インセンティブ報酬（株式報酬）

変動部分	成長力評価	EVA、売上・利益等の成長度等	28.0%
	ESG力評価	外部機関の評価及びKirei Lifestyle Plan (KLP) 達成度等	28.0%
	経営力評価	TSR、社員エンゲージメントサーベイ結果等	14.0%
固定部分			30.0%

取締役報酬に関するオアシス提案

取締役に対する株式報酬制度の見直し

オアシスは「K27」株式報酬制度を凍結し、機関投資家のフィードバック、同業他社のベンチマーク、第三者コンサルタントからの意見に基づいて設計された新たな長期インセンティブ報酬を導入することを提案しています。

オアシスが提案する、2025-2028年度にかけての新たな報酬制度は、持続的な価値創造を重視し、オーガニック売上高成長率、セグメント別の粗利率、セグメント別の投下資本利益率（ROIC）、相対的な株主総還元利回り（TSR）、およびESGに関する定量的な目標に連動しています。

主な特徴

- **ウェイトの調整**：株式報酬のうち、PSU¹:RSU²の割合を従前の70:30から85:15に変更し、より長期的な業績向上に資する報酬体系とする
- **優先順位の変更**：PSUの基となる指標を見直し、企業価値創造にとってより重要だと考えられる目標の達成に向けた優先順位を高める

オアシスが提案する改善策

- ✓ 長期的な価値創造に基づく報酬体系
- ✓ 報酬の大部分が業績に連動
- ✓ 定量的な目標に基づいた報酬
- ✓ 事業セグメント別の指標を活用
- ✓ 価値創造に基づいて指標の優先順位を決定
- ✓ 指標は相互に補完し合わない
- ✓ グローバル同業他社と比較してTSRを評価
- ✓ ESG関連指標について明確に定義
- ✓ 株主の意見を反映して設計
- ✓ 株主に対して透明性のある開示

日立の報酬委員長が、適切なインセンティブ制度の重要性を最もよく説明しています



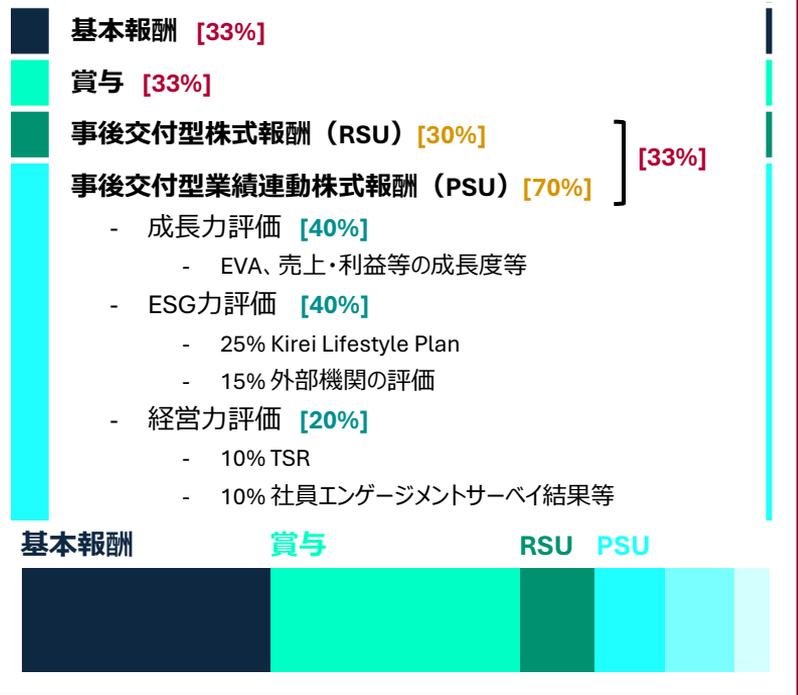
報酬は、企業が成長するための大事なエンジンです。… 具体的には、現在の報酬水準は適切か、報酬が企業価値の成長に連動するものとなっているか、…徹底して議論しました。…市場対比、グローバル競合対比での検証は非常に重要です。

山本高稔報酬委員会

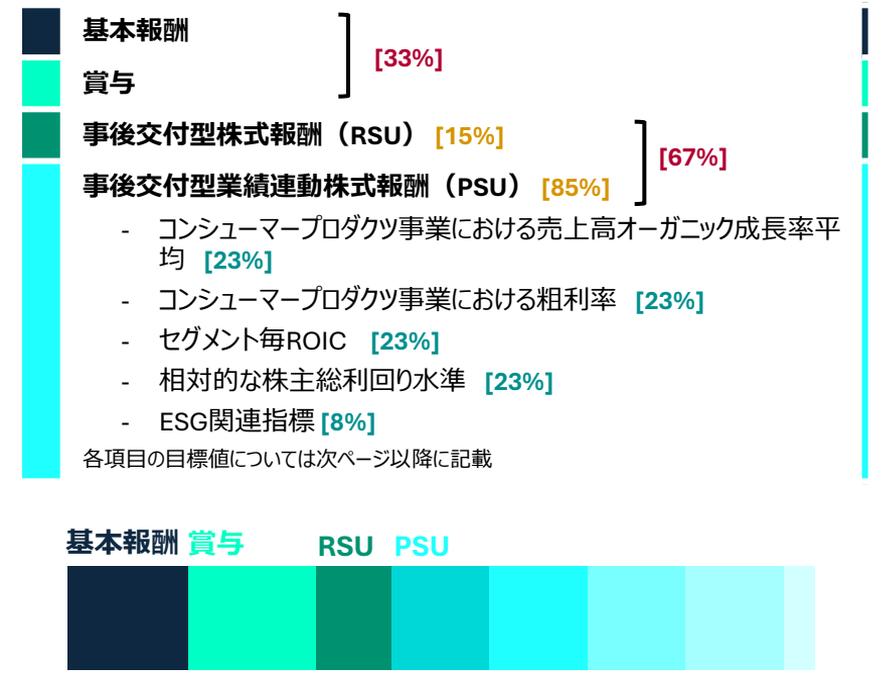


成長性と連動した取締役報酬

「K27」における既存の株式報酬制度



オアシスが提案する株式報酬制度



取締役報酬に関するオアシス提案

オアシスの提案する報酬制度は、明確かつ容易に測定可能な目標に紐づいた価値創造を強調し、これらのベンチマーク指標に応じた適切な報酬配分を行うことに焦点を当てています。

オアシスは、この報酬体系こそが、取締役、執行役、従業員、そしてその他のステークホルダーを一つにまとめ、花王の迅速な財務健全化という共通の目標に向かわせるものになると確信しています。

比重	重要指標	最低値	標準値	最高値	詳細
23%	コンシューマープロダクツ事業における オーガニック売上高成長率の平均値	3.0%	4.5%	6.0%	成長率の算定にあたり 為替影響を除外する
23%	期間中の直近2年度を通じた コンシューマープロダクツ事業における平均粗利率	43%	44%	45%	
17%	コンシューマープロダクツ事業における 期間中の平均ROIC	11%	13%	15%	
6%	ケミカル事業の期間中の平均ROIC	6%	8%	10%	
23%	国内外の同業他社グループと比較した際の 期間中の株主総利回り（TSR）の相対的な水準	上記50% 以内	上記20% 以内	トップ	
6%	温室効果ガス排出量（スコープ1&2）の 2020年レベルからの削減	40%削減	50%削減	60%削減	
2%	温室効果ガス排出量（スコープ3）の 2020年レベルからの削減	15%削減	20%削減	25%削減	

取締役報酬に関するオアシス提案

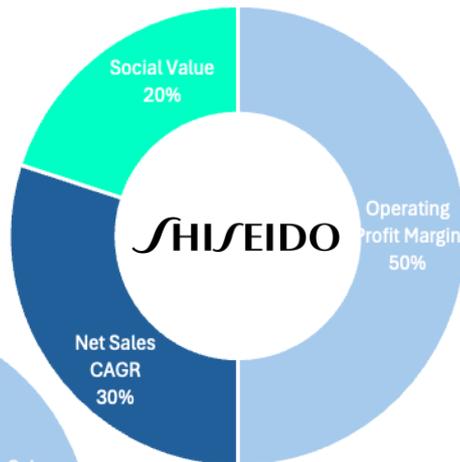
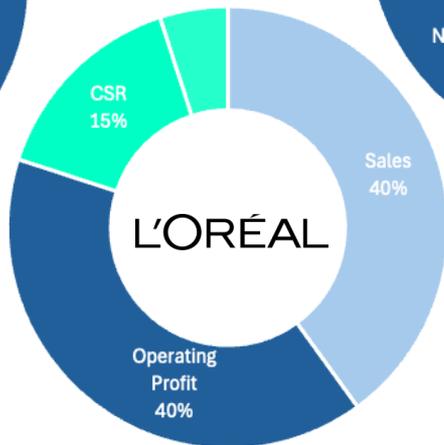
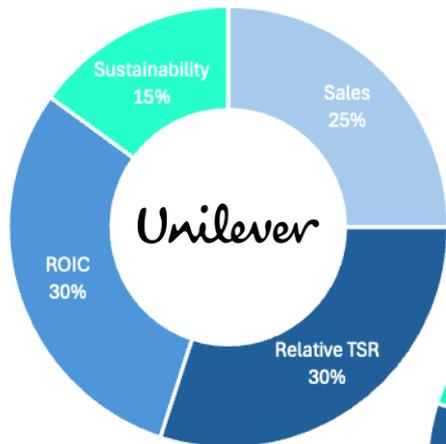
オアシスの提案する株式報酬制度では、より具体的な業績関連指標に焦点を当て、長期的な業績目標の達成に基づいてPSUが支払われます。オアシスの提案する報酬制度では、仮に業績目標を上回った場合、現行制度よりも高い報酬が支払われることとなります。

以下に記されている社長の報酬パッケージは、現行制度よりも経営陣に対する報酬額が高くなる、最大支給シナリオにおける新たなインセンティブ報酬制度を示しています。

	(百万円)	基本報酬 (金銭)	短期 インセンティブ 報酬 (金銭)	長期インセンティブ報酬		報酬総額
				事後交付型 株式報酬 RSU	事後交付型 業績連動 株式報酬 PSU	
社長	現行制度	100	200	30	140	470
	オアシス提案	100	200	30	255	585

取締役報酬に関するオアシス提案

株式報酬の指標を最適化し、より適正な評価基準を導入



青字：財務指標
 緑字：非財務指標
 黄字：財務・非財務指標の混合



VOTE #4 A BETTER KAO

投資家はより良いガバナンスを期待

- ❗ 株価の相対的なアンダーパフォーマンス
- ❗ 相対的な業務パフォーマンスの低迷
- ❗ 放棄された K25 経営計画の監督
- ❗ 停滞している K27 経営計画の監督
- ❗ 不適切な M&A (Bondi Sands) の監督
- ❗ グローバル戦略 (中国での失敗を含む) の監督
- ❗ 戦略的課題への取り組みに対する危機感の不足
- ❗ 執行を担う経営陣および後継者の育成不足
- ❗ インセンティブ制度の不十分な設計

コーポレートガバナンス・コード

【原則 4-7. 独立社外取締役の役割・責務】

上場会社は、独立社外取締役には、特に以下の役割・責務を果たすことが期待されることに留意しつつ、その有効な活用を図るべきである。

- (Ⅹ) 経営の方針や経営改善について、自らの知見に基づき、会社の持続的な成長を促し中長期的な企業価値の向上を図る、との観点からの助言を行うこと
- (Ⅱ) 経営陣幹部の選解任その他の取締役会の重要な意思決定を通じ、経営の監督を行うこと
- (Ⅲ) 会社と経営陣・支配株主等との間の利益相反を監督すること
- (Ⅳ) 経営陣・支配株主から独立した立場で、少数株主をはじめとするステークホルダーの意見を取締役に適切に反映させること

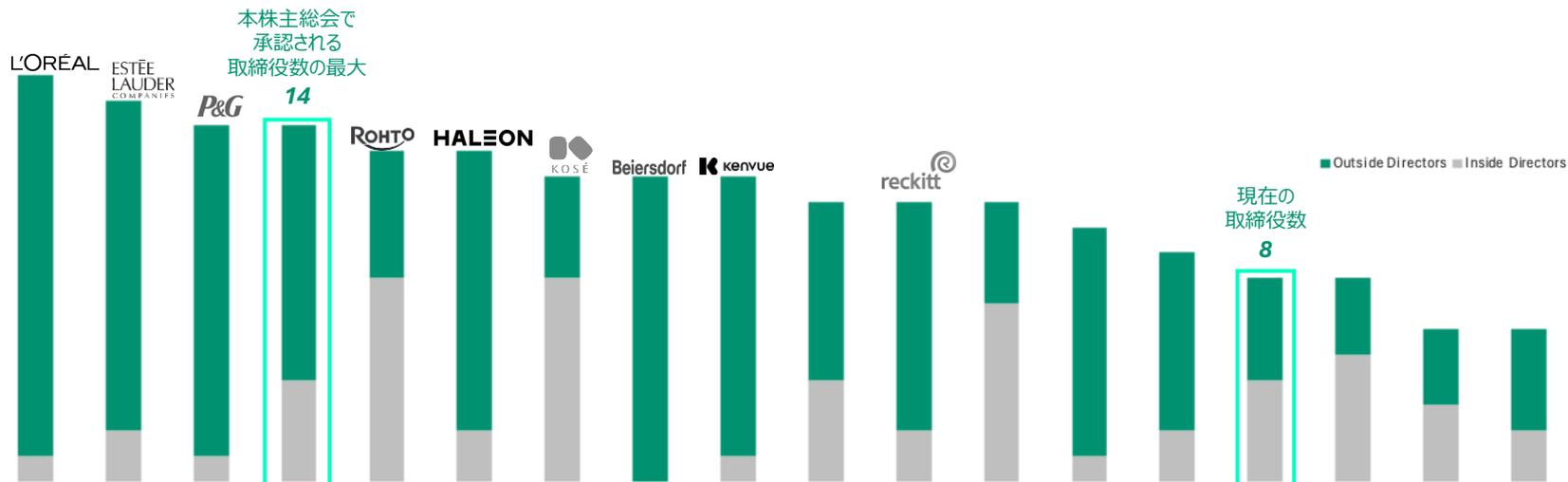


オアシスと花王が推薦する両候補者が取締役になれば、もっとよくなる

取締役会を競合他社と同じ規模に拡大することで、より多くの専門知識と独立性が得られます

FMCG業界の競合他社は、一般的に花王の現在の取締役会よりも大規模な取締役会を持っています。実際、花王の取締役会は規模が小さく、数年間の業績不振や戦略的な誤りを防げませんでした。グローバルな競合他社では、多くの社外取締役を抱えています。これによりより強力かつ独立した意見が取締役会にもたらされ、経営戦略に生かせるスキルを取締役会に取り入れる機会も大きくなります。

オアシスは、花王の取締役会が小規模であるがゆえに、スキルや多様性、独立性の面での幅が限られると考えています



変革を促し補完的なスキルを有する取締役候補

現在の社外取締役を維持しつつ、新たに5名の社外取締役を加えることで、既存の取締役会の知見に、新たな視点、業務スキル、業界の専門知識を組み合わせ、花王のコンシューマープロダクツ事業の再建を加速させることが可能

花王が重視しているスキルセット

オアシスが考える補完的なスキルセット

	経営	海外	消費財業界	化学品業界	ブランド戦略	人財戦略	研究	環境・社会	IT・DX	法務・リスク管理	財務・会計	化粧品・ヘルス&ビューティー	消費者マーケティング	FMCG サプライチェーン
篠辺氏	○	○						○		○				
桜井氏	○	○		○		○		○						
西井氏	○	○	○			○					○			
高島氏	○	○								○	○			
カサノバ氏	○	○	○		○	○		○						
Skoufalos 氏	○	○	○			○		○	○		○	○		○
Velando 氏	○	○	○			○						○	○	
Venator 氏	○	○	○			○					○	○	○	
Dineen 氏	○	○	○			○					○	○	○	
Lagodny 氏	○	○	○			○		○	○					

向上する取締役会スキル	化粧品・ヘルス&ビューティー		マーケティング		サプライチェーン		IT・DX	
	現在	a better kao	現在	a better kao	現在	a better kao	現在	a better kao
	0	4	0	3	0	1	0	2

オアシスが提案している取締役候補者が有する専門性は、花王の経営戦略上の本質的な課題を補完することが可能です

注：社外取締役が全員選任されたと仮定した場合の2025年定時株主総会後の取締役会構成に基づく分析
花王が推薦する取締役のスキルは、花王の第119期定時株主総会招集通知（2025年2月19日発行）を参照、オアシスが推薦する取締役候補者のスキルは、オアシスの知見に基づく

オアシスの株主提案に賛成票を投じましょう

- 🚩 花王の戦略推進に貢献する**補完的なスキル**
- 🚩 100年以上に及ぶ**業界での実績と知見**
- 🚩 成長市場における**真にグローバルな経験**
- 🚩 取締役の**独立性および多様性**の向上
- 🚩 **同業他社と同等な取締役会規模**
- 🚩 **取締役会の継続性**や支配権に対する脅威は一切なし
- 🚩 同業他社と足並みを揃えた**インセンティブ制度**
- 🚩 **成長を重視した目標**が報酬の決定基準を明確化
- 🚩 株式保有を通じて全取締役と**株主の利害が一致**

第4号 議案



第5,6,7号 議案



役員報酬の見直し



ご清聴ありがとうございました。オアシスの提案議案へ賛成票を投じていただけますと幸いです。

付録1:

競合他社の長期インセンティブ制度

同業他社からの学び

適切な報酬制度を設計する意義

同業他社は、長期的な役員報酬をオーガニック売上高成長率、ROIC、フリーキャッシュフローなどの指標と連動させ、持続可能な価値創造を推進

花王の主要な業務指標をみると2020年以降すべてが悪化しており、企業の健全性や事業運営の成否を計るバロメーターとして経営陣のインセンティブが十分に機能していなかったことが窺える



- 売上高オーガニック成長率（同社経営陣は1.0-3.0%を目標として掲げる）
- 調整後希薄化後1株当たり利益
- 株主総利回り（上記2項目の修正要素として使用される）



- 売上高オーガニック成長率が同業他社グループ内の上位半分以上であること
- 同業他社グループ対比での純利益成長率
- フリーキャッシュフロー生産性¹が95%
- 同業他社グループ対比での株主総利回り



- 実質売上高成長率が3.0-6.0%であること
- 実質ROICが15.5-17.5%であること
- 株主総利回りが同業他社グループにおける中央値以上・上位25%以上であること
- 独自のサステナビリティ指数



- 売上高オーガニック成長率の平均値が2.0-4.0%であること
- 修正後フリーキャッシュフローの目標値を掲げている

付録2:

投資家による認識の調査結果

1. 中期経営計画「K27」への評価

花王の主張によると...

資本市場は「K27」の進捗状況进行评估

しかし、現実には...

調査回答者は「K27」に概ね否定的で、同計画内のグローバル成長戦略を疑問視し、不透明かつ差別化されていない戦略アプローチに対して批判的な意見を述べている

サーベイ回答からの引用：「K27」の欠点について

この戦略には一貫性がない – 海外バイサイドアナリスト

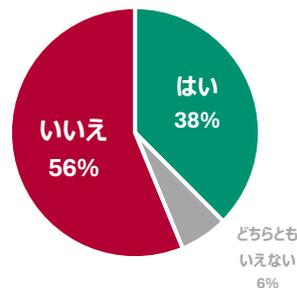
経営陣はK27を高く評価するが、実際の経営はうまくいっていないのが現状だと思う
– 国内バイサイドアナリスト

サーベイ回答からの引用：透明性の低さ

計画には不明な点が多い – 国内バイサイドアナリスト

彼ら（花王）から、抽象的概念的な話はよく聞くが、具体的な取り組みや、それが数値や成果としてどう見えてくるかがクリアになっていない
– 国内バイサイドアナリスト

K27は花王が改善すべき主要な課題を網羅していると思いますか？



2. 経営陣について

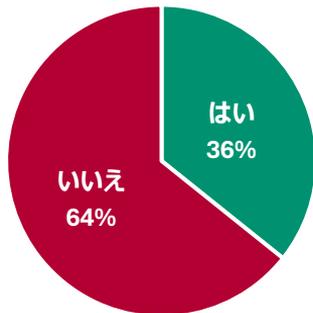
花王の主張によると...

当社代表取締役社長執行役員である長谷部氏の強力なリーダーシップや現社外取締役陣による適切な監督及び助言のもと...

しかし、現実には...

投資家は、業績不振や経営目標の未達に対する経営陣の対応の遅れを懸念しており、現経営陣の実効力に対して疑問を抱いている

花王の持続的成長に対する
アプローチは十分なものだ
と思いますか？



サーベイ回答からの引用：経営陣に対する信頼の低さ

我々が会社から聞きたいのは、次のステップがなぜこれまでと異なるものになると期待できるのかということ
ー 海外バイサイドアナリスト

経営陣の戦略的能力をどう評価するか？ 私ならゼロを与える。もしくは、マイナスをつけてもいいのだろうか？ 彼らはガイダンス通りに結果を出せなかったのに、取締役会は経営陣を全く変更せず、ひどいものだ
ー 海外バイサイドアナリスト

花王の取締役会には、プロフェッショナルがいない、という認識がある。
...グローバルビジネスに詳しい専門人材を入れるべきだ
ー 国内バイサイドアナリスト

経営陣の能力は著しく低い。
...グローバルスキルはゼロに等しい
ー 国内バイサイドアナリスト

3. コーポレートガバナンス

花王の主張によると...

「K27」が順調な進捗を見せている背景として...現行の社外取締役役陣による監督・助言等の貢献が非常に大きい

しかし、現実には...

調査回答者は、取締役会が説明責任を欠き、執行の監督が疎かになっている上に、業務上の専門知識が不十分だと述べている

サーベイ回答からの引用：説明責任および執行の監督

経営陣の変化がなく、持続的な成長も見られないことから、取締役会は適切な監督を行っていないと言える – 海外バイサイドアナリスト

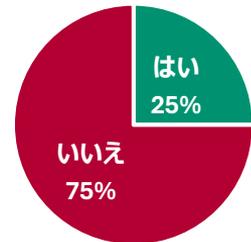
取締役会は独立していない。...なあなあでやっている – 国内セルサイドアナリスト

サーベイ回答からの引用：取締役の専門性

消費財業界は棚の激しい奪い合いだ... そのような激しい競争を、マーケティングもECもサプライチェーンも、専門家が誰一人いない、主に日本人で構成された取締役会でどのように勝ち抜けるのだろうか – 海外バイサイドアナリスト

最もグローバルな取締役でさえ、消費財業界出身者でない – 国内セルサイドアナリスト

EVAがマイナスに陥ったことについて
経営陣は取締役会から効果的に評価を受けていると思いますか？



3. コーポレートガバナンス

サーベイ回答からの引用：取締役会構成および株主との対話

IRと連絡を取るのに2か月かかり、独立取締役と話すにはさらに時間がかかった – 海外バイサイドアナリスト

経営陣にはダイバーシティ・インクルージョンの一層の促進が求められる。現状はグローバルレベルに至っていない。...ダイバーシティ・インクルージョンのトップラインへの落とし込みが見えてくるといい – 国内セルサイドアナリスト

次の項目について、6段階で花王の取締役会を評価してください。
回答の平均値（0が最も低い評価、6が最も高い評価とする）



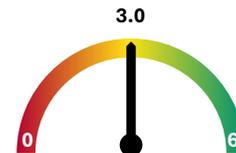
スキル・専門性



多様性



独立性



戦略的能力

4. 役員報酬制度について

花王の主張によると...

当社現行の役員報酬制度は適正であり、オアシス提案の報酬制度導入は当社の企業価値向上に資するものではない

しかし、現実には...

投資アナリストは、花王がESGに過度な比重を置いていることで、主要な業務指標が軽視され、経営陣の収益成長への注力が損なわれていると指摘

以下の項目について、持続的な成長を促すため
役員報酬における重要性を6段階で評価してください。



業績が振るわないのに、一部の取締役の報酬が増えている。これは責任の無さや、業績や財務数値へのコミットメントの無さを表している。**業績不振の会社**にみられる典型的な兆候
－ 国内バイサイドアナリスト

報酬の大部分が株価のパフォーマンスと連動していない
－ 海外バイサイドアナリスト

評価やそのプロセスについてより明確にすべき
－ 国内バイサイドアナリスト

5. 投資家の視点

当該サーベイに回答した投資家は「より強い花王」キャンペーンを概ね支持し、オアシスの主張に賛同しています。また、当該サーベイには、花王の今後の取り組みに対する投資家の要望も多く寄せられました。

6 サーベイ回答からの引用：投資家からの要望

今、積極的な手を打たないと、**どんどん存在感の無い会社になってしまうと思う**

ブランド数を減らしてもらいたい

現状のSKU別の売上高とその推移を開示する必要がある

経営陣がすべきことは、**ガバナンスの整理**だ

経営陣は、主力ブランドを駆使して、**さらなる成長と高い利益率を追求する**取り組みを強化すべき

”

付録3:

ESG

ESGに関する表彰

花王は18年連続で



“the "World's Most Ethical Companies"”



に選定されていることをESGの信頼に足る根拠として強調しています。花王の経営陣の長期インセンティブの28%がESG指標および外部評価と連動していることから、この賞については詳細な検証に値します。

授賞団体であるEthisphereは、企業倫理基準を有料で定義・測定する営利企業です。この自己推薦による「参加料徴収型」の賞は、企業の自己申告調査に依存しており、その評価プロセスは透明性と同業者によるレビューを欠いています。



< 18 consecutive years >

Only one in Asia

Only 6 companies globally

Selected as one of "World's Most Ethical Companies®"



測定を受ける企業は、自己申告調査とEthisphereのロゴを使用するための権利の両方に対して料金の支払いが求められます。

花王が18年間のEthisphereへの料金の支払い履歴や、Ethisphereが第三者のESG評価に影響を与えているかどうかについて開示していないため、これは**重大な利益相反を生み出していると考えられます。**



Ethisphereは倫理的信頼が疑問視されており

武器製造会社である:

Elbit Systems
of America:

6回

Leidos:

7回



免責事項

本資料に記載されている情報および見解は、オアシス・マネジメント・カンパニー・リミテッド（以下「オアシス」という。）によって情報提供のみを目的として提供されており、金融、法律、税務、投資、会計、監査、その他いかなる種類の専門的アドバイスと解釈されるべきではありません。本資料には、純粋な歴史的事実ではない将来の見通しに関する情報が含まれている場合があります。そのような情報には、特に予測や予想が含まれる場合があります。本書に記載された予測や予想が実現することを保証するものではありません。

本資料に記載された情報および見解は、発表日現在のものであり、予告なしに変更または更新されることがあります。本書に含まれる情報および意見は、オアシスが信頼できると判断した専有および非専有の情報源から得られたものであり、必ずしもすべてを網羅するものでも、正確性を保証するものでもありません。オアシスは、本書中の情報および見解の正確性を確保するために合理的な努力を払っていると考えていますが、かかる情報および見解の正確性、完全性、信頼性に関して、明示または黙示を問わず、いかなる表明または保証も行いません。また、オアシスは、明示または黙示を問わず、かかる情報または意見の特定の目的に対する適合性または適合性について、いかなる表明または保証も行いません。いかなる場合においても、オアシスまたはオアシスの従業員、取締役、役員、関連会社、オアシスが管理・運営する投資ファンドは、契約、不法行為、過失、厳格責任、その他に基づくか否かを問わず、本書に起因する、または本書に関連する直接的、間接的、懲罰的、偶発的、特別、結果的損害、または利益、収益、使用の損失による損害について責任を負いません。

オアシスは、この文書に含まれる情報について、商標権、著作権またはその他の知的財産権を有する場合があります。"Oasis"およびオアシスのロゴは、Oasis Management Company Ltd.の商標です。その他の会社名、製品名、ロゴは、それぞれの所有者の商標です。本書の提供は、本書に含まれる、または本書に関連する商標、著作権、その他の知的財産権の使用許諾を与えるものではありません。オアシスは、株主の皆様がオアシスと共同で議決権を行使されることを勧誘または要請するものではありません。共同して議決権を行使する契約を締結している株主は、日本の大量保有開示規則に定める「共同保有者」とみなされ、日本の関係当局に株式保有総額の届出を行い、公開しなければなりません。

オアシスは、本資料、（書面、口頭を問わず、また媒体の如何を問わず）公の発言や本ウェブサイトを通じて、他の株主と意見を表明し、または他の株主と対話する行為により、日本の金融商品取引法上、他の株主と共同保有者や特別関係者として扱われる意図を否定します。また、オアシスは、他の株主の保有する議決権の行使につき、当該株主を代理する権限を受任する意思はありません。これらの資料は、専らオアシスの意見、解釈および推定を表すものです。オアシスは、オアシス・ファンドの投資顧問としての立場においてのみ、これらの意見を表明しています。

a better
kaeo