

「企業関連制度・産業構造改革・イノベーション」会合 未来投資会議構造改革徹底推進会合

2019年11月25日(月)15:30-16:30

三瓶 裕喜
ヘッド オブ エンゲージメント

フィデリティ投信株式会社

Contents

コーポレートガバナンスの現状と課題

上場子会社問題

市場構造改革

コーポレートガバナンスの現状と課題(政策保有株式と企業年金)

「上場会社は企業年金の受益者と会社との間に生じ得る利益相反が適切に管理されるようにすべきである。」(原則2-6)

みなし保有株式

| 銘柄 | 当事業年度 | 前事業年度 | 保有目的、定量的な保有効果 及び株式数が増加した理由 | 当社の株式の 保有の有無 |
|--------------|-------------------|-------------------|---|-----------------|
| | 株式数(株) | 株式数(株) | | |
| | 貸借対照表計上額 (百万円) | 貸借対照表計上額 (百万円) | | |
| ■■■■株式会 社 | 575,000 | 575,000 | <ul style="list-style-type: none"> ・ 同社株式は当社住設・管材・空調部門の事業活動の円滑化のため保有しています。 ・ 定量的な保有効果については取引先との営業秘密との判断により記載いたしません。前記特定投資株式銘柄と同様の検証の実施により、十分な定量的効果があると判断しております。 ・ 退職給付信託株式であり、当該株式に係る議決権行使の指図権限を有しております。 | 有 |
| | 7,457 | 6,747 | | |

(注) 貸借対照表計上額の上位銘柄を選定する段階で、特定投資株式とみなし保有株式を合算しておりません。

コーポレートガバナンスの現状と課題(政策保有株式と企業年金)

確定給付企業年金法は年金積立金に関する法律であり、年金資産に含まれる「退職給付信託」にはその規制は及ばないことから、同法において善管注意義務違反には当たらないと解される。

(2) 年金資産の期首残高と期末残高の調整表 ((3)に掲げられた簡便法を適用した制度を除く。)

| | 前連結会計年度 (自 2017年4月1日 至 2018年3月31日) | 当連結会計年度 (自 2018年4月1日 至 2019年3月31日) |
|--------------|--|--|
| 年金資産の期首残高 | 6,686百万円 | 7,066百万円 |
| 数理計算上の差異の発生額 | 380 | 779 |
| 年金資産の期末残高 | 7,066 | 7,845 |

(8) 年金資産に関する事項

①年金資産の主な内訳

年金資産合計に対する主な分類ごとの比率は、次のとおりであります。

| | 前連結会計年度 (2018年3月31日) | 当連結会計年度 (2019年3月31日) |
|-----|-------------------------|-------------------------|
| 株式 | 95% | 95% |
| その他 | 5 | 5 |
| 合計 | 100 | 100 |

(注) 年金資産は全てポイント制に基づく退職金制度等に対して設定した退職給付信託であります。

出所: 某社2019年3月期有価証券報告書

コーポレートガバナンスの現状と課題(資本コスト、企業価値)

資本コストの理解なくして企業価値の向上、ガバナンスの実効性の向上はない

$$\text{DOE} : \frac{\text{配当金}}{\text{株主資本}} = \frac{\text{当期純利益}}{\text{株主資本}} \times \frac{\text{配当金}}{\text{当期純利益}}$$

| | | DOE/株主 資本コスト | 株主資本 コスト | DOE | ROE | 配当性向 |
|---------|-----|-----------------|-------------|------|------|------|
| 2019年9月 | 日本 | 40% | 7.3% | 2.9% | 9.1% | 32% |
| | ドイツ | 66 | 7.1 | 4.7 | 11.4 | 41 |
| | 米国 | 100 | 5.7 | 5.7 | 17.6 | 32 |
| 2018年3月 | 日本 | 34 | 7.3 | 2.5 | 10.1 | 24 |
| | ドイツ | 59 | 7.2 | 4.2 | 12.9 | 33 |
| | 米国 | 93 | 5.9 | 5.5 | 17.6 | 31 |
| 2017年3月 | 日本 | 35 | 7.0 | 2.4 | 9.4 | 26 |
| | ドイツ | 62 | 6.8 | 4.2 | 12.7 | 33 |
| | 米国 | 99 | 5.5 | 5.4 | 15.8 | 34 |
| 2016年3月 | 日本 | 32 | 7.4 | 2.4 | 9.4 | 25 |
| | ドイツ | 59 | 7.4 | 4.3 | 12.9 | 33 |
| | 米国 | 94 | 5.8 | 5.5 | 15.1 | 36 |

出所: 金融審議会 市場構造専門グループ第4回に提出された、川北英隆 京都大学経営管理研究部 特任教授の資料P.13掲載データから筆者が算出。
株主資本コストは、簡便法として益利回riを使用。

コーポレートガバナンスの現状と課題(建設的な「目的を持った」対話) 「価値向上のための対話」(日本経済新聞出版社、2017年)P.98-99

例えば、あるメーカーAでは本業ではない不採算リゾートホテル事業から撤退することが投資家から見た経営課題の1つの焦点であった。

IR担当者とのミーティングで現状認識を再確認し、財務担当役員、社長へと徐々に段階を踏んで当該不採算事業からの撤退を真剣に検討してもらうようお願いした。

社長は事業撤退に伴う従業員の解雇を連想し強い難色を示したが、ノンコア事業という位置付けでギリギリの予算しか割り当てられない状況の方が当該事業で働く従業員は不幸ではないかと疑問を投げかけた。

むしろ、リゾートホテル業が本業である企業へ譲渡して、その傘下で効果的な宣伝広告や改修が行える環境で働く方が幸せなはずではないかと伝えた。

我々の分析では、リゾート事業の事業価値を十分に引き出すことができていないとの「診断」であり、連結経営母体と事業のミスマッチがあるという結論だったからである。

この約9カ月後にA社はリゾートホテル事業を不動産開発会社へ譲渡することを発表^(注)し株価は上昇した。

(注) さらに約2年後以降、個人旅行で同リゾートホテルを数回訪れたが、施設の改修が進み息を吹き返したようだった。従業員に経営母体の変更の影響をどう感じているか、変更の前後で従業員の入れ替えがあったかなど宿泊客としては奇妙に思われる質問をしたが、従業員は従前通り変わらず、施設への投資や宣伝広告が積極的になり、稼働率も上がり生き生きとしているとのことだった。

出所:公益社団法人日本証券アナリスト協会編「価値向上のための対話」(日本経済新聞出版社、2017年)P.98-99 第5章 三瓶裕喜 著

コーポレートガバナンスの現状と課題(建設的な「目的を持った」対話) 「価値向上のための対話」(日本経済新聞出版社、2017年)P.98-99

(続き)

企業価値向上への影響が限定的であればエンゲージメントとして成功とはいえない。

そのために入念な準備が必要であることは言うまでもない。

また、表面的なコーポレートファイナンス理論だけでは心を動かすことはできない。

前例の場合、もし社長に気づきがあったとすれば、ノンコア事業でも安定雇用していることが「従業員のため」であるという考え方に対し、従業員が「もっと幸せになれる経営母体があるかもしれない」ということだろう。

より多くのステークホルダーの利害を同時に満たす改善策があったということである。

出所:公益社団法人 日本証券アナリスト協会編「価値向上のための対話」(日本経済新聞出版社、2017年)P.98-99 第5章 三瓶裕喜 著

上場子会社問題

経営の選択肢(平時) VS 少数株主保護(有事)、支配権と経済的利益の不一致

上場会社が支配株主の場合

| | 上場子会社肯定論 | 上場子会社否定論 |
|----|--|---|
| 平時 | <ul style="list-style-type: none">親会社との事業シナジー資本業務提携の第一段階段階的事業譲渡投資理由の明確さ（ピュアプレー） | <ul style="list-style-type: none">子会社経営陣の責任と裁量で経営されていないことによるディスカウント経営支配権と経済的利益の不一致 |
| 有事 | <ul style="list-style-type: none">親会社に有利な価格での買収・完全子会社化親会社主導の子会社事業の統廃合 | <ul style="list-style-type: none">情報の非対称性を利用した親会社による不公正取引親会社と子会社間での合意なき事業の統廃合 |

「公正なM&Aの在り方に関する指針」および、会社法改正による社外取締役を置くことの義務付けの実効性を高めるために、①取引所主導でCGコード原則4-14.取締役・監査役のトレーニングを通じて浸透を図る、②取引所規則にて、会社法で義務付ける社外取締役を独立社外取締役と規定する、などの方策が必要。

市場構造改革

東証による市場構造の在り方に関する論点整理(2019年3月)

| | | | |
|---|--------------------------|-----------------------------------|--|
| A市場: 一般投資者の投資対象としてふさわしい実績のある企業 | | | |
| B市場: 高い成長可能性を有する企業 | | | |
| C市場: 国際的に投資を行う機関投資家をはじめ広範な投資者の投資対象となる要件を備えた企業 | | | |
| | グローバルな機関投資家の視点等をより強調した基準 | ガバナンス体制・流動性・利益水準・市場評価(時価総額)等による基準 | 先行投資型企業を含め、成長可能性の高い新興企業に幅広く上場機会を提供する観点から、左記より緩和された基準 |
| 一般投資者 | ? | ○ | ? |
| 機関投資家 | ◎ | ○ | ◎ |



| | | | |
|--------|--------|---------|--|
| | 新・東証1部 | 新・TOPIX | 先行投資型企業を含め、成長可能性の高い新興企業に幅広く上場機会を提供する観点から、左記より緩和された基準 |
| 全ての投資者 | ◎ | ◎ | ◎ |

重要事項

- 当資料は、信頼できる情報をもとにフィデリティ投信が作成しておりますが、データの正確性・完全性について当社が責任を負うものではありません。
- 当資料に記載の情報は、作成時点のものであり、市場の環境やその他の状況によって予告なく変更することがあります。また、いずれも将来の傾向、数値、運用結果等を保証もしくは示唆するものではありません。
- 当資料にかかわる一切の権利は引用部分を除き当社に属し、いかなる目的であれ当資料の一部又は全部の無断での使用・複製は固くお断りいたします。