

第10セッション「投資家との対話・エンゲージメント」

一橋大学財務リーダーシップ・プログラム(HFLP) Bコース

2019年2月23日(土) 9:00-12:00 (於:セミナーハウス・フォーリッジ)

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



三瓶 裕喜

ヘッド オブ エンゲージメント

永年にわたるグローバル市場での投資経験

日本の企業経営改革に深く関わる

投資運用経験

- 2017 – フィデリティ投信 ヘッド オブ エンゲージメント(現職)
- 2007 – フィデリティ投信 ディレクター オブ リサーチ
- 2003 – ニッセイアセットマネジメント チーフ・アナリスト、投資調査室長、国内株式運用室長 兼 統括部長(国内株式)
- 2000 – ニッセイドイツアセットマネジメント(日本生命とドイツ銀行による合併会社)CIO 兼 CEO (英国、ロンドン)
- 1993 – 日本生命 国際投資部 外国株式グループ アナリスト 兼 ポートフォリオマネジャー
- 1989 – NLIアセットマネジメント(日本生命のNY現法) アナリスト 兼 ポートフォリオマネジャー(米国、ニューヨーク)

企業経営改革等への関与

- 2012 – 現任: 経産省 企業報告ラボ 企画委員
- 2013 – 2014: 経産省「伊藤レポート」プロジェクト委員
- 2013 – 現任: CFA Institute Research Challenge 審査員
- 2013 – 現任: 日経アニュアルリポートアワード 審査委員
- 2014 – 2015: 経産省「持続的成長に向けた企業と投資家の対話促進研究会 企業情報開示検討分科会」委員
- 2015 – 現任: 一橋大学財務リーダーシップ・プログラム学外講師
- 2016 – 2017: 経産省「持続的成長に向けた長期投資(ESG・無形資産投資)研究会」委員
- 2016 – 2017: 経産省「価値協創ガイダンス」ドラフティングWG 参画
- 2016 – 2018: 経産省「統合報告・ESG対話フォーラム」委員
- 2016 – 2019: 法務省「法制審議会会社法制(企業統治等関係)部会」委員
- 2016 – 2017: 金融審議会「フェア・ディスクロージャー・ルール・タスクフォース」メンバー
- 2017 – 現任: 金融庁「スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議」メンバー
- 2017 – 2018: 金融審議会「ディスクロージャーワーキング・グループ」委員
- 2018 – 現任: 経産省「ESG投資を活用した産業保安等に関する調査研究会」委員
- 2018 – 現任: 経産省「公正なM&Aの在り方に関する研究会」委員

Contents

1. フィデリティについて
2. 日本のマクロ課題
3. 対話・エンゲージメントの現状
4. “価値創造診断”
5. 取り組むのが難しい課題
6. 資本コスト

1. フィデリティについて

フィデリティとは

フィデリティ・インターナショナルは、資産運用業におけるグローバル・リーダーとして、機関投資家や個人投資家向けに、資産運用サービスを提供しています。1946年にボストンに設立されたフィデリティ・インベストメンツの国際部門として1969年に設立され、1980年に米国組織から独立、非公開企業としてお客様の長期的な資産運用をサポートしています。

50

years of innovation

当社は、機関投資家から個人のお客様に至るまで、およそ50年にわたり幅広いお客様に投資ソリューションを提供してきました。

25

countries

世界中で、230万以上の投資家のために、合計約4,110億ドルの資産を運用しています*。

*2017年9月30日現在

400

investment professionals

世界中で、約400名の投資プロフェッショナルによる世界最大級の調査・運用体制があり、幅広いリサーチを精力的に行っています。

出所：フィデリティ投信HP

運用の哲学

独自のリサーチに基づくポートフォリオ運用が当社のコア・ビジネスです。市場の効率性は完全ではなく、各市場、セクター、個別企業に価値の歪みが存在していると考えます。当社の誇る大規模なグローバル・リサーチ・チームは様々な投資機会を発掘し、優れた投資判断を促す礎となっています。現場で行われるリサーチ活動を通じてあらゆる角度から分析が行われます。これにより、企業の本質的な価値を見出し、お客様に付加価値の高い運用戦略をお届けすることができるのです。当社は、お客様のパートナーとして直接対話することを重視し、お客様のご希望に沿った運用戦略を構築していきます。

運用哲学とその手法

私たちの運用哲学の中核をなすのは、徹底したファンダメンタルズ・リサーチです。

ESGへの取り組み

フィデリティは、高いレベルで企業責任を全うしながら事業を行う企業へ投資をすることにより、顧客の投資価値の保全と運用成果の向上を図ることができると信じています。

企業のESG（環境・社会・ガバナンス）問題が深刻化し、投資価値を脅かす可能性が高まる前に、当該問題を当社の徹底したボトムアップ・リサーチ・プロセスを通して深く理解します。

A+

国連責任投資原則
(UNPRI) からの評価

760+

積極的にエンゲージメント
(建設的な対話) を実施し
た数 (年間)

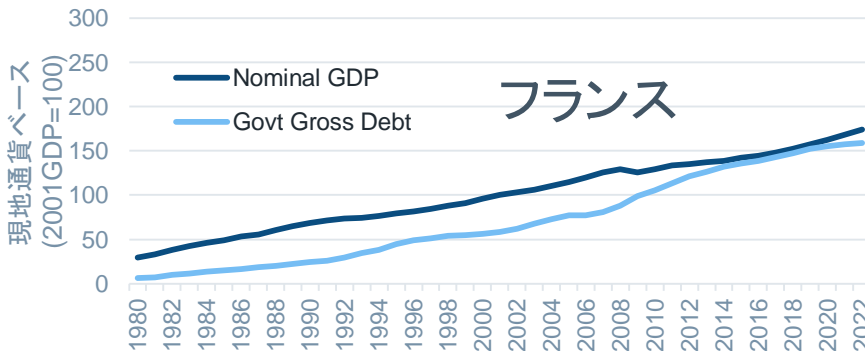
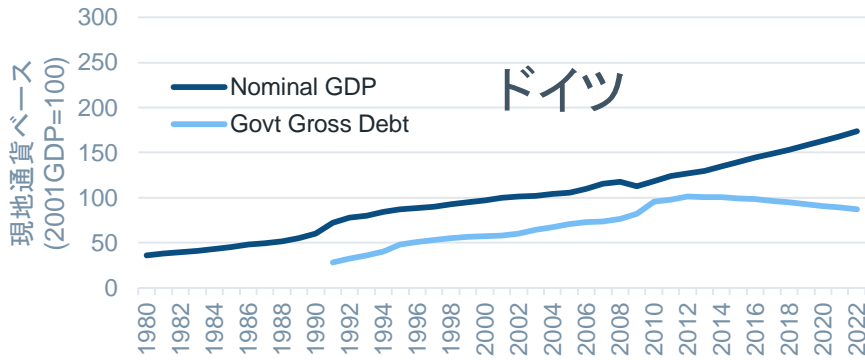
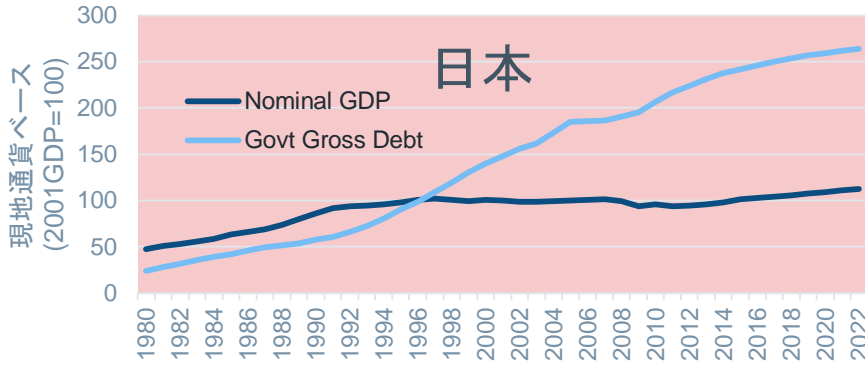
3,700+

株主総会で議決権を行使
(年間)

出所: フィデリティ投信HP

2. 日本のマクロ課題

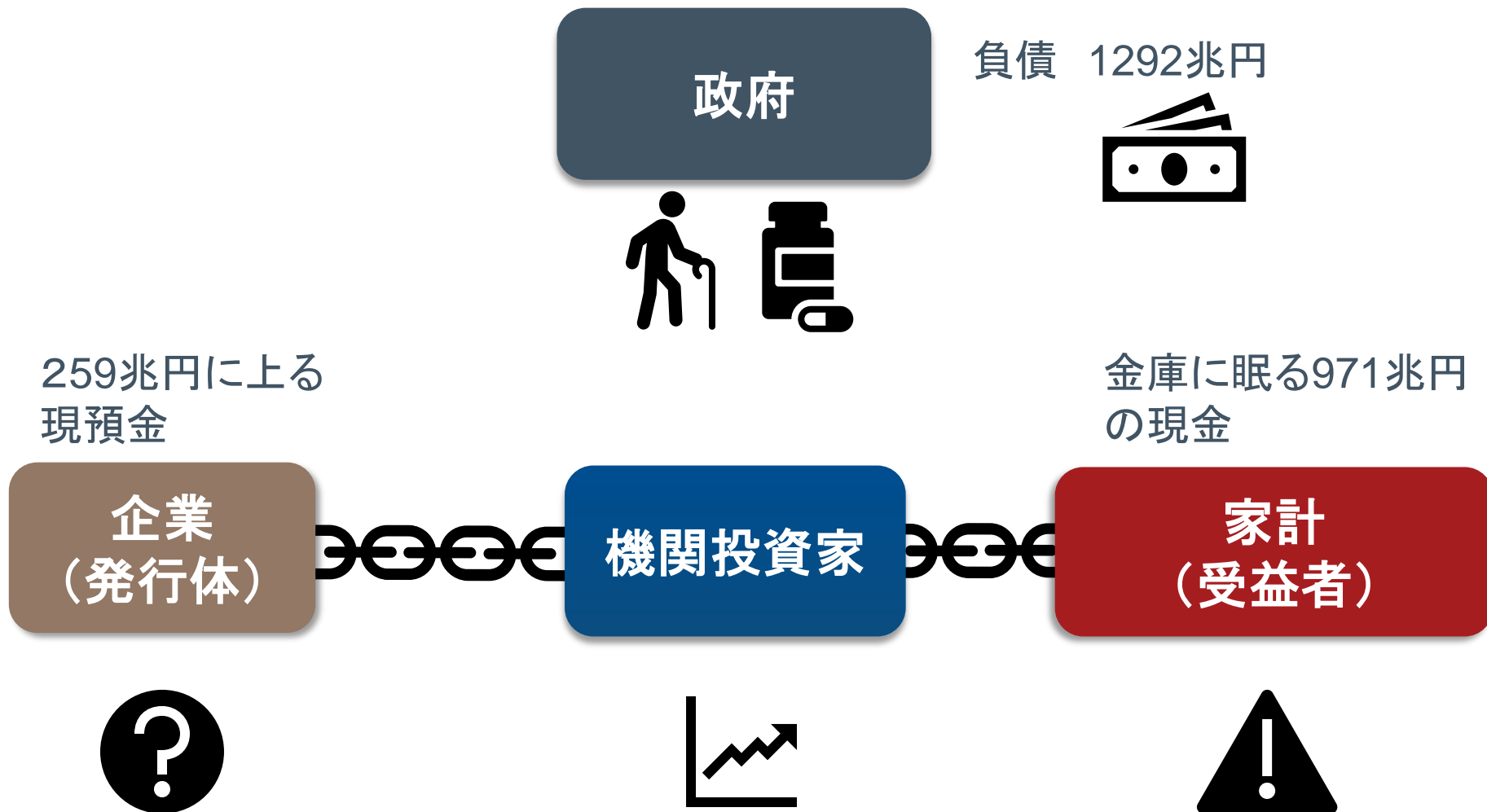
日本のマクロ課題：名目GDPと政府債務の不均衡



出所: IMF World Economic Outlook October 2017よりフィデリティ投信作成

インベストメントチェーンの活性化策

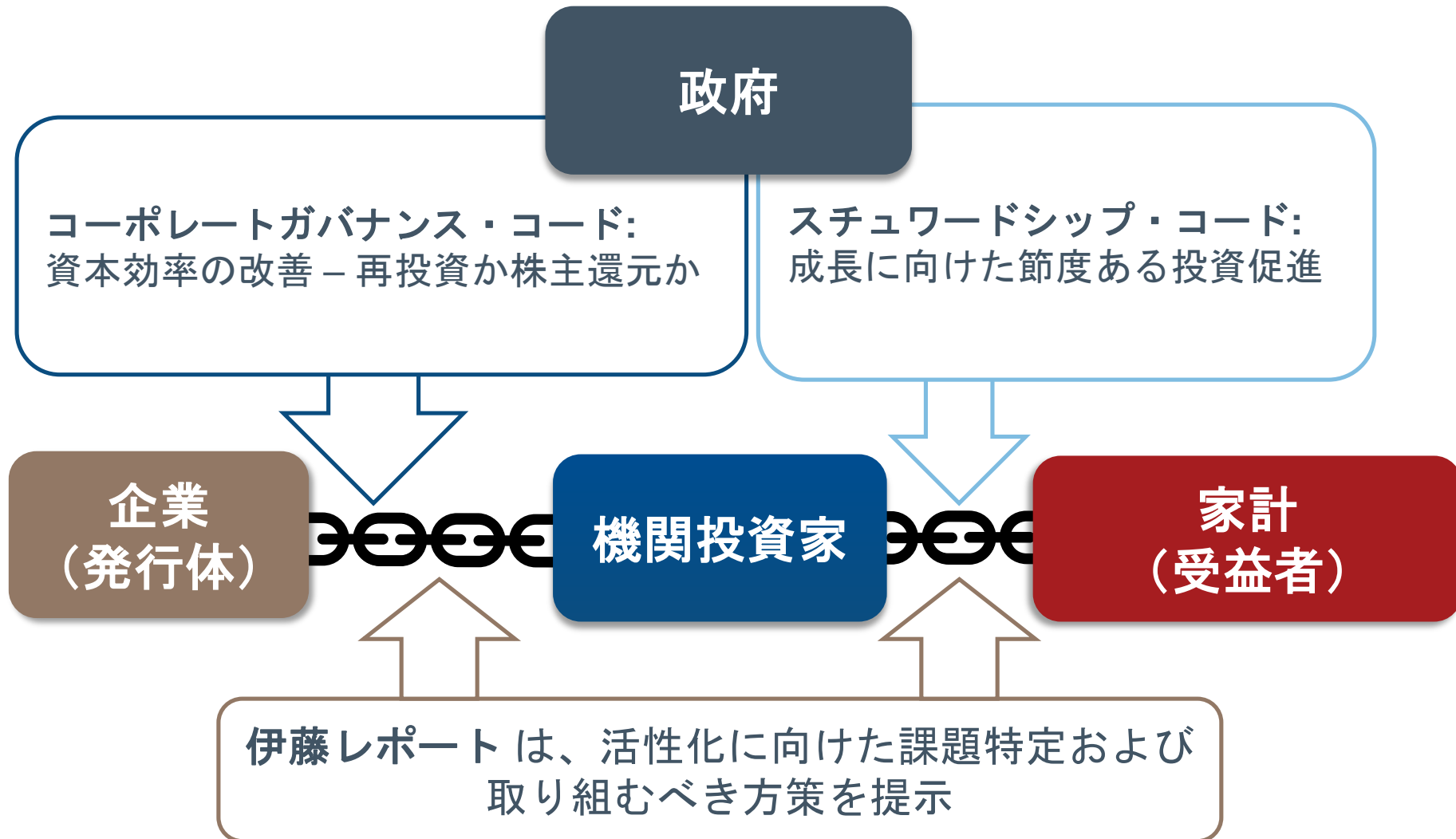
背景



出所: 日本銀行調査統計局 2018年第2四半期の資金循環

インベストメント・チェーンの活性化策

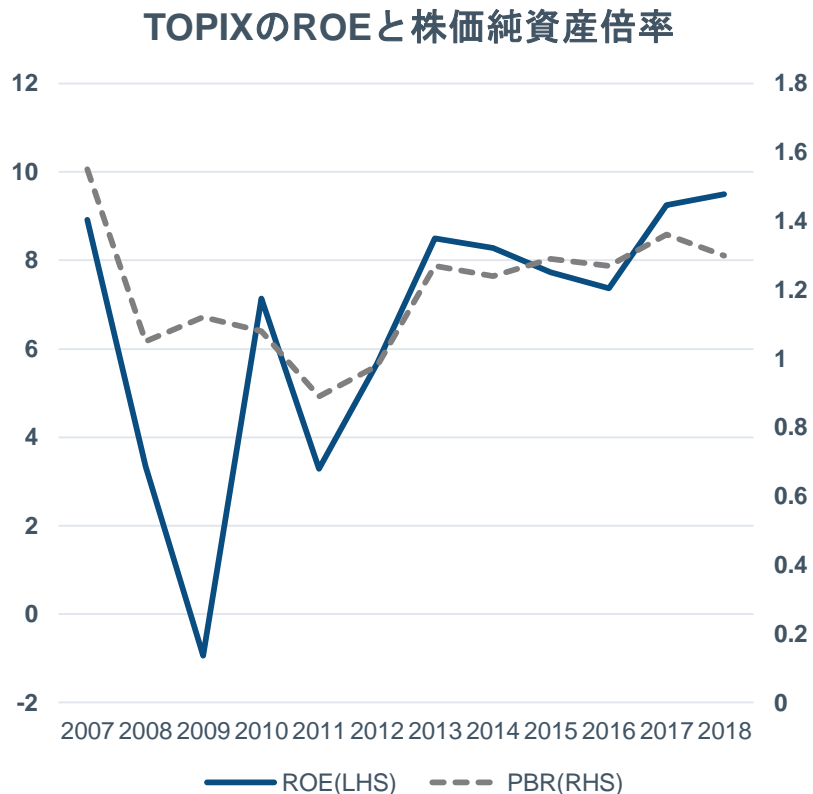
目的と道筋



果断な経営判断によって企業価値の向上がもたらされたか

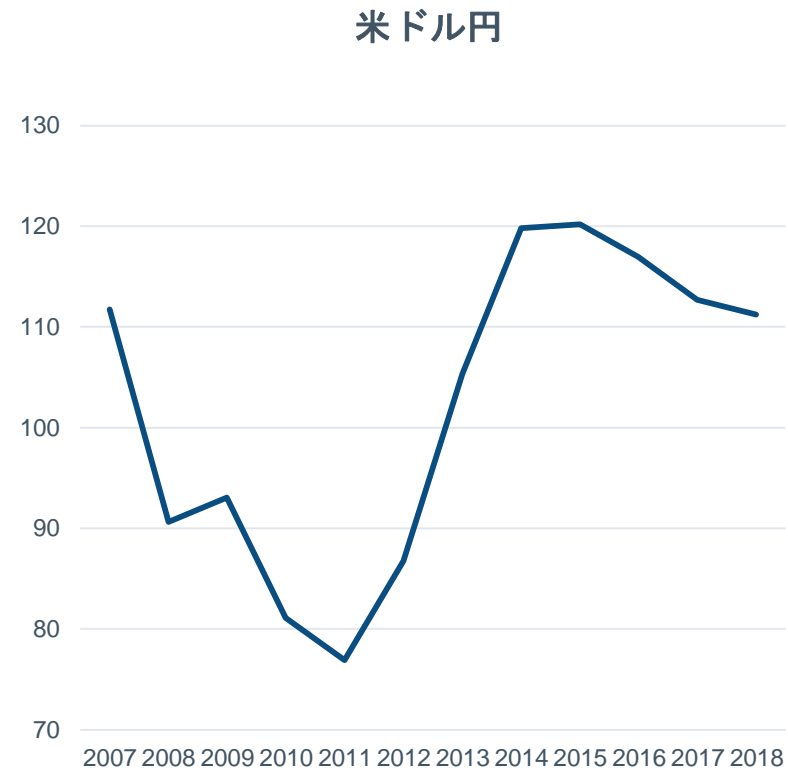
... 円高是正・為替安定効果を除いた企業価値向上効果はどれほどか

資本効率と株価評価



出所: Thomson Reuters

為替レート



出所: Thomson Reuters

危機感

国内では財政問題、少子高齢化・人口減少問題の時限爆弾を抱え、国際的な観点からもESG(環境・社会・ガバナンス)意識の高まりやAI活用の浸透などイノベーションが経済社会にさまざまな変化をもたらし、私たちの生活習慣、行動、経済活動に変革を迫っている。

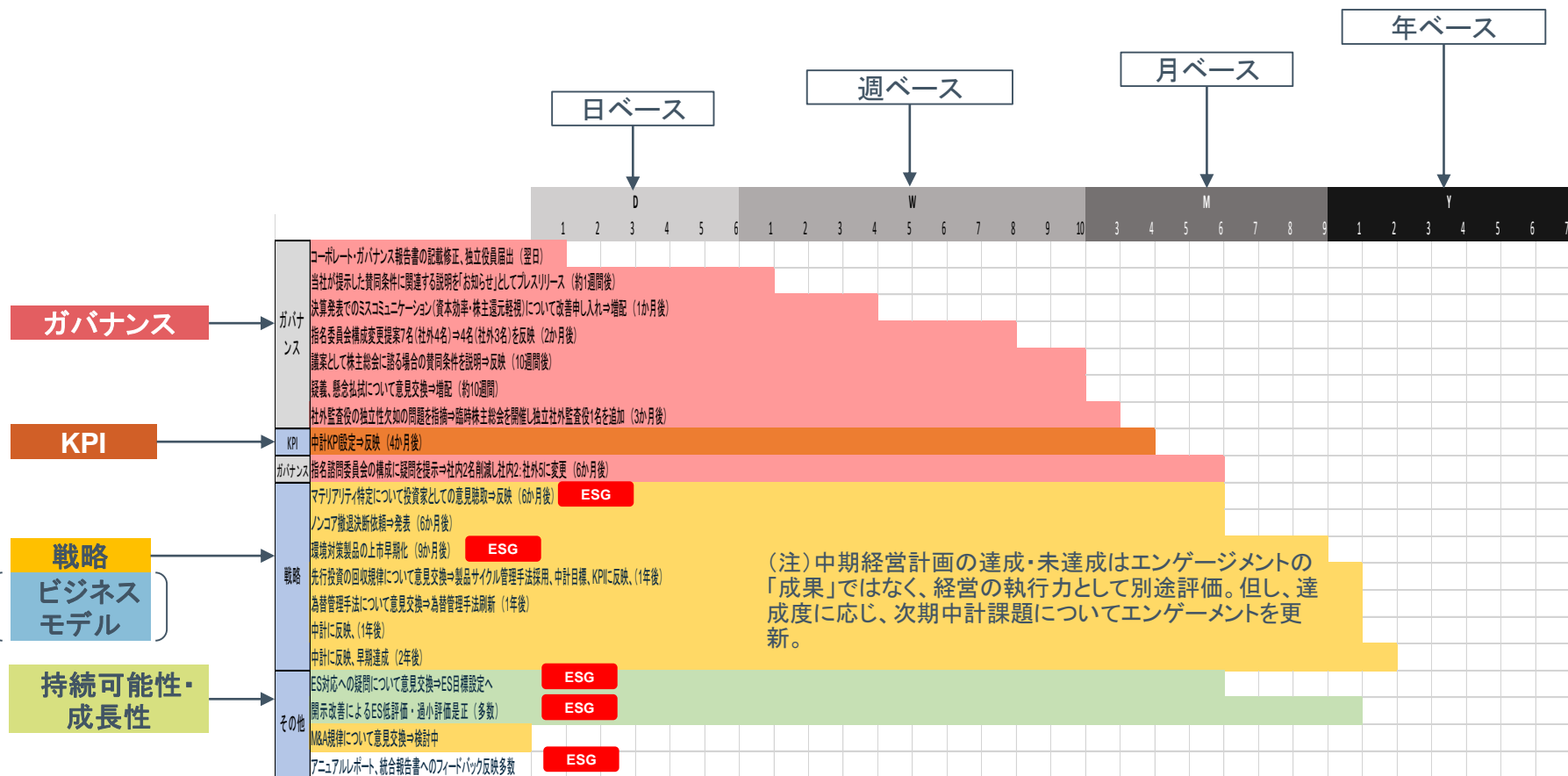
経営改革は待ったなしである。

出所: 三瓶裕喜、ビジネス法務2018年8月号巻頭言「地平線」より抜粋

3. 対話・エンゲージメントの現状

エンゲージメントの議題別時間軸(対話⇒フィードバック⇒アクション)

議題共有から成果確認まで(事例抜粋、実績ベース)



出所: フィデリティ投信

機関投資家によりESGへの取り組み方は様々

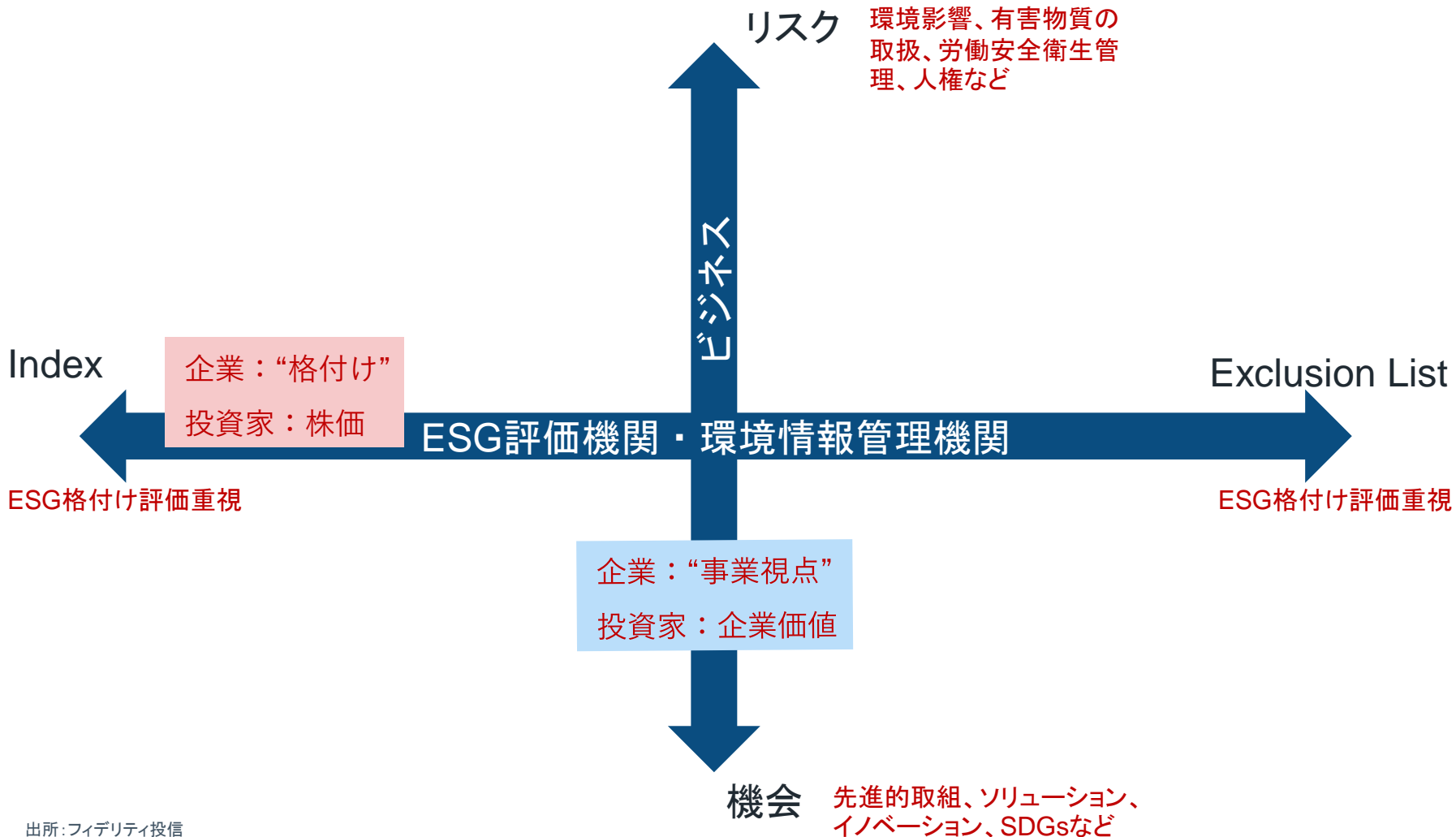
ESGの濃淡



出所：フィデリティ投信

ESGを巡る“格付け軸”と“ビジネス軸”

ESG投資は“株価材料”視が先行、企業価値向上への働きかけは出遅れ気味



出所：フィデリティ投信


エンゲージメント事例:ビジネス上のESG課題

サプライチェーンのESGリスクマネジメントは重要な経営課題になってきている

- (①) supplies (②) products to a number of clients, such as (③) who take (④) issues seriously. Accordingly, the company may face operational risk where its customers may terminate their contracts with the company, following the labour and human rights abuses of (⑤) and (⑥). As of March 2018, there was no evidence of customers who terminated the contract with the company due to the allegation. However, we may consider a downgrade of our rating/outlook in case if such termination of contract occurs.

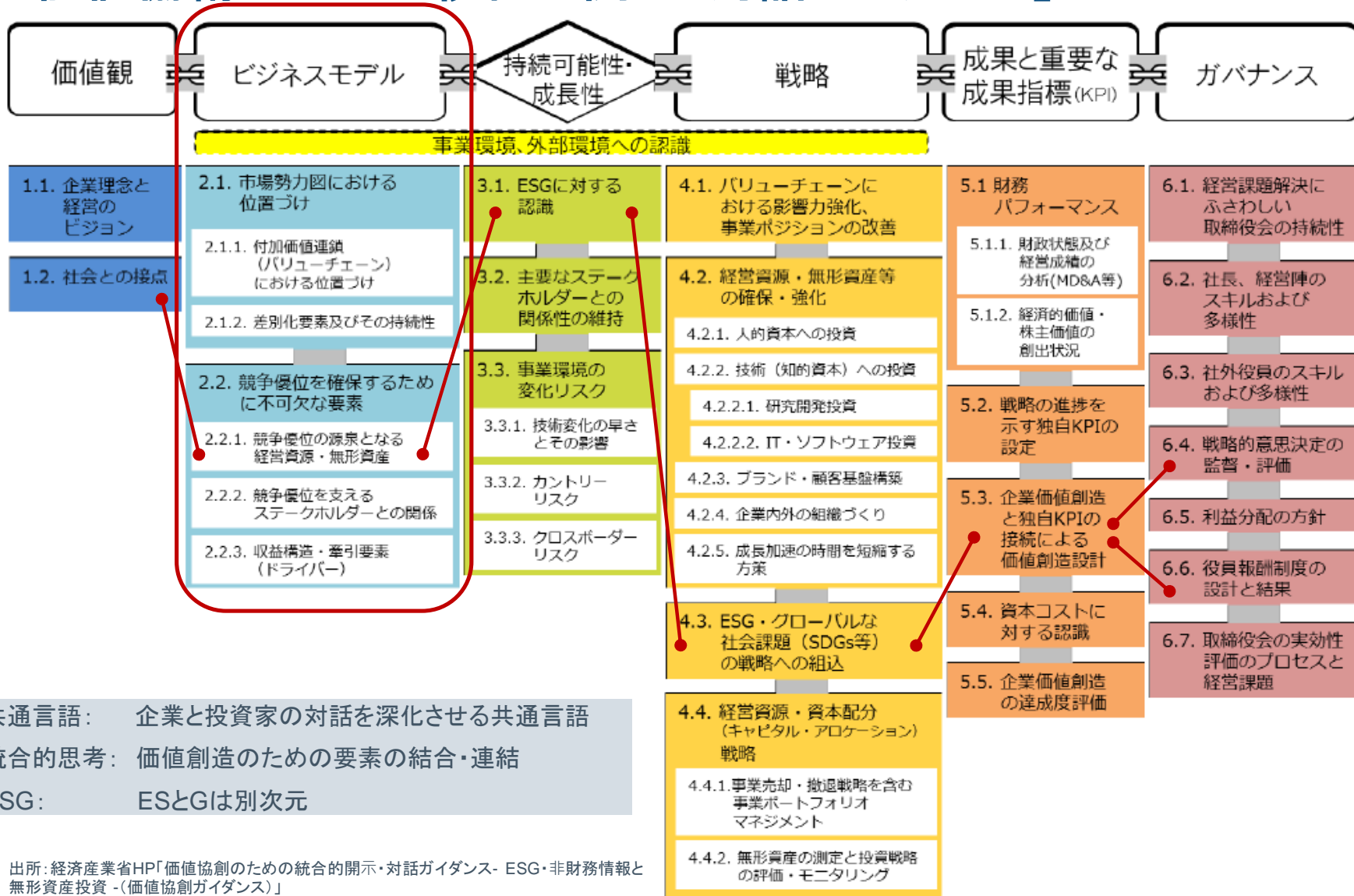
[空欄①～⑥に当てはめる内容]

- ① 自社（含む、子会社）
- ② 主要な製品（または、主要なサービス）
- ③ 重要顧客
- ④ ESG（特に、EとS）に関わる重要課題
- ⑤ 問題企業と認識されている取引相手
- ⑥ 問題企業と認識されている取引相手

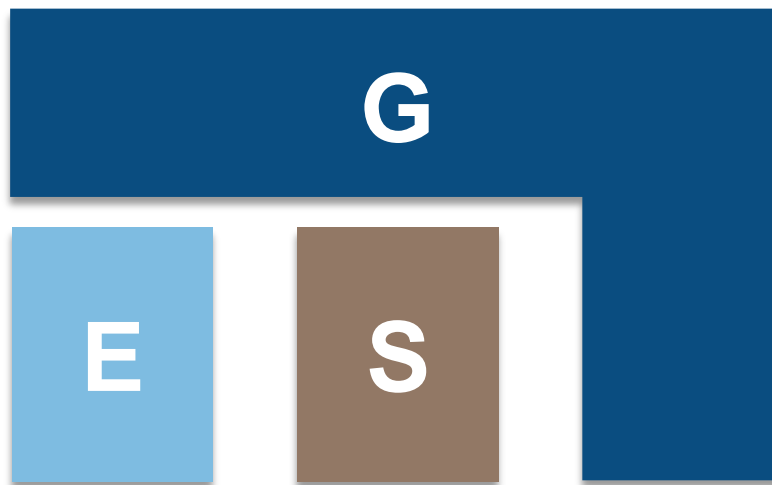
- 
1. 当発行会社は⑤、⑥を認識
 2. “ネガティブ”情報なので自発的に開示しない
 3. 投資家から指摘されたり、情報が広まった段階で対処検討
 4. 対応の遅れ・放置は、重要顧客との取引に重大な影響を及ぼす可能性
 5. 情報感度の改善は、疑義回避や未然防止の行動につながり、重要顧客の信頼を盤石にし競争力になる

出所: 上記英文はSustainalytics社ESG Controversy Reportより抜粋

「価値協創のための統合的開示・対話ガイダンス」(価値協創ガイダンス)



ESG・・・理解と誤解



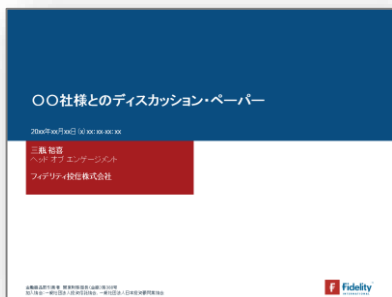
- ESGの‘E&S’と‘G’は別次元
- ‘E&S’は、リスク・ファクターであり機会でもある。
- ‘E&S’は、解決すべき社会課題(対象)であるが、‘G’は、取り組みの監督および牽制体制・機能である。

日本企業のE&Sをモニターする体制・機能としての‘G’の評価は高くない。それは、「方針」、「計画」、「KPI」、「達成度測定・評価・分析」、「第三者機関による検証」などの仕組みが開示されていないからである。

4. “價值創造診斷”

“価値創造診断書”

論点・根拠を明確化・共有するためのディスカッション・ペーパーを用意



残念ながら企業側から内容のあるMD&Aが示されることは未だ少ない。したがって、当方から“診断”結果を伝える

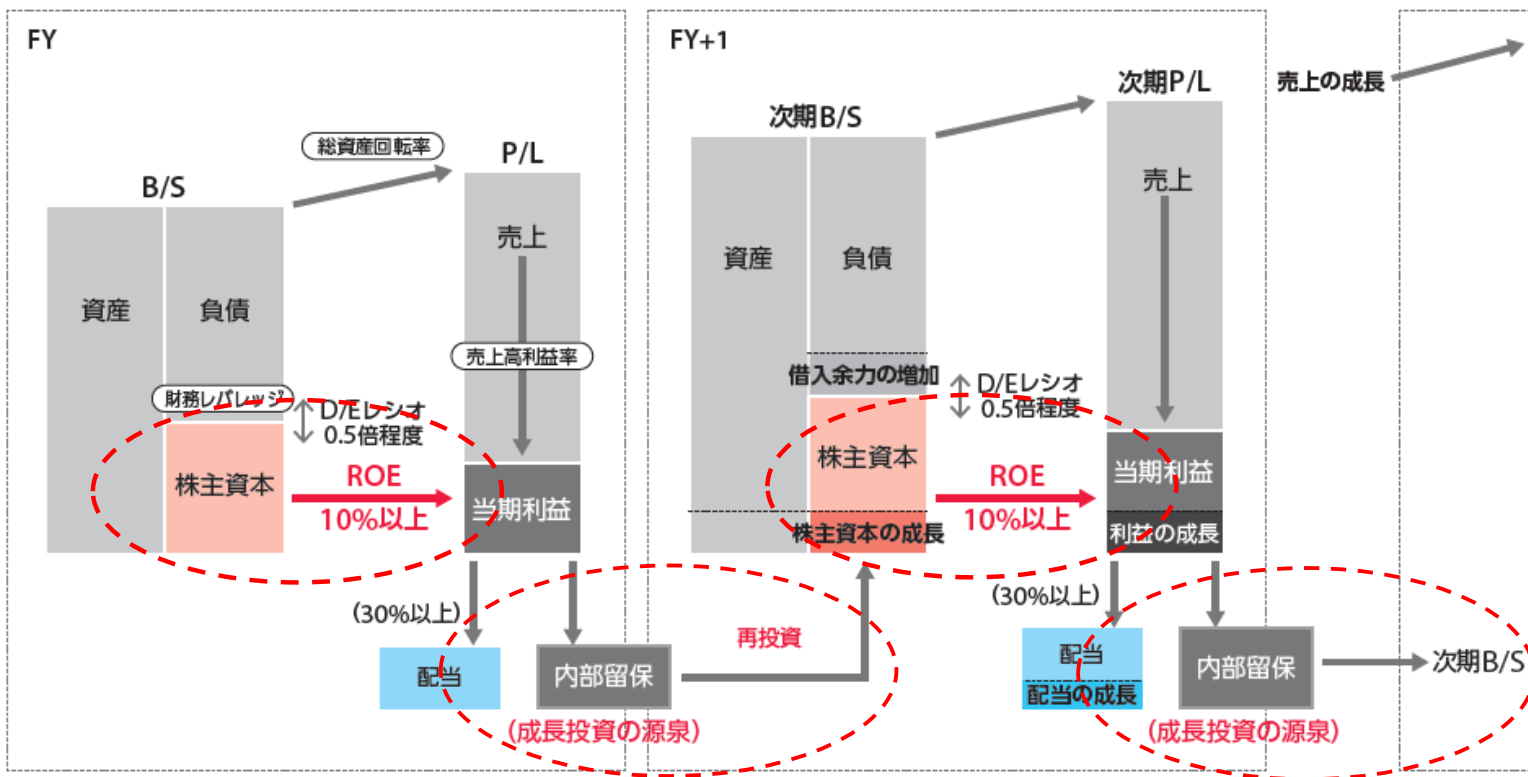


価値創造の結果と原因(自動作成):
 ・20年間の実績／・資本生産性と資本コスト／・成長投資／・運転資本の効率性／・固定資産の効率性／・製品・サービス価値、競争力／・流動資産の妥当性／・FCF／・のれん、無形資産と減損／など

出所:フィデリティ投信



大和ハウス工業の開示例（「資本生産性」と「成長投資」）



FY
 成長投資に必要な資金の源泉となる、営業キャッシュ・フローを確保し、一部を株主還元のうち内部留保を積み増し、適正水準の財務レバレッジを維持しながら成長分野へ資本を再投資しています。

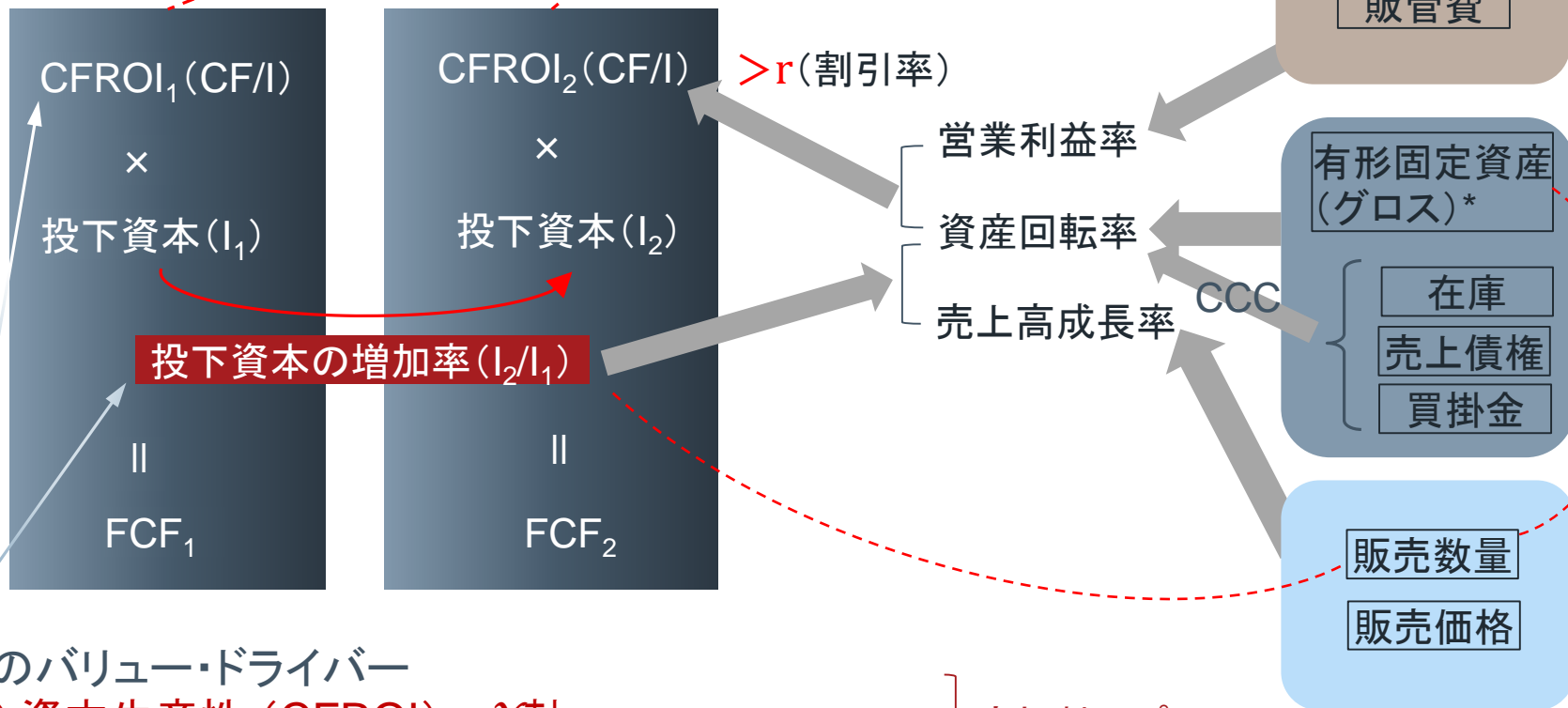
FY+1
 再投資した資本を株主のみならずの期待収益率（株主資本コスト）を上回る資本効率でリターンに結びつけることで、利益や配当の成長につなげるとともに、次なる成長投資に必要な資本を増加させていきます。

安定的な営業キャッシュ・フローの確保

最適資本構成を踏まえたROEの維持・向上

出所：同社統合報告書P.47

$$\text{企業価値} = \frac{\text{FCF}_1}{1+r} + \frac{\text{FCF}_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{\text{FCF}_n}{(1+r)^n}$$



2つのバリュー・ドライバー

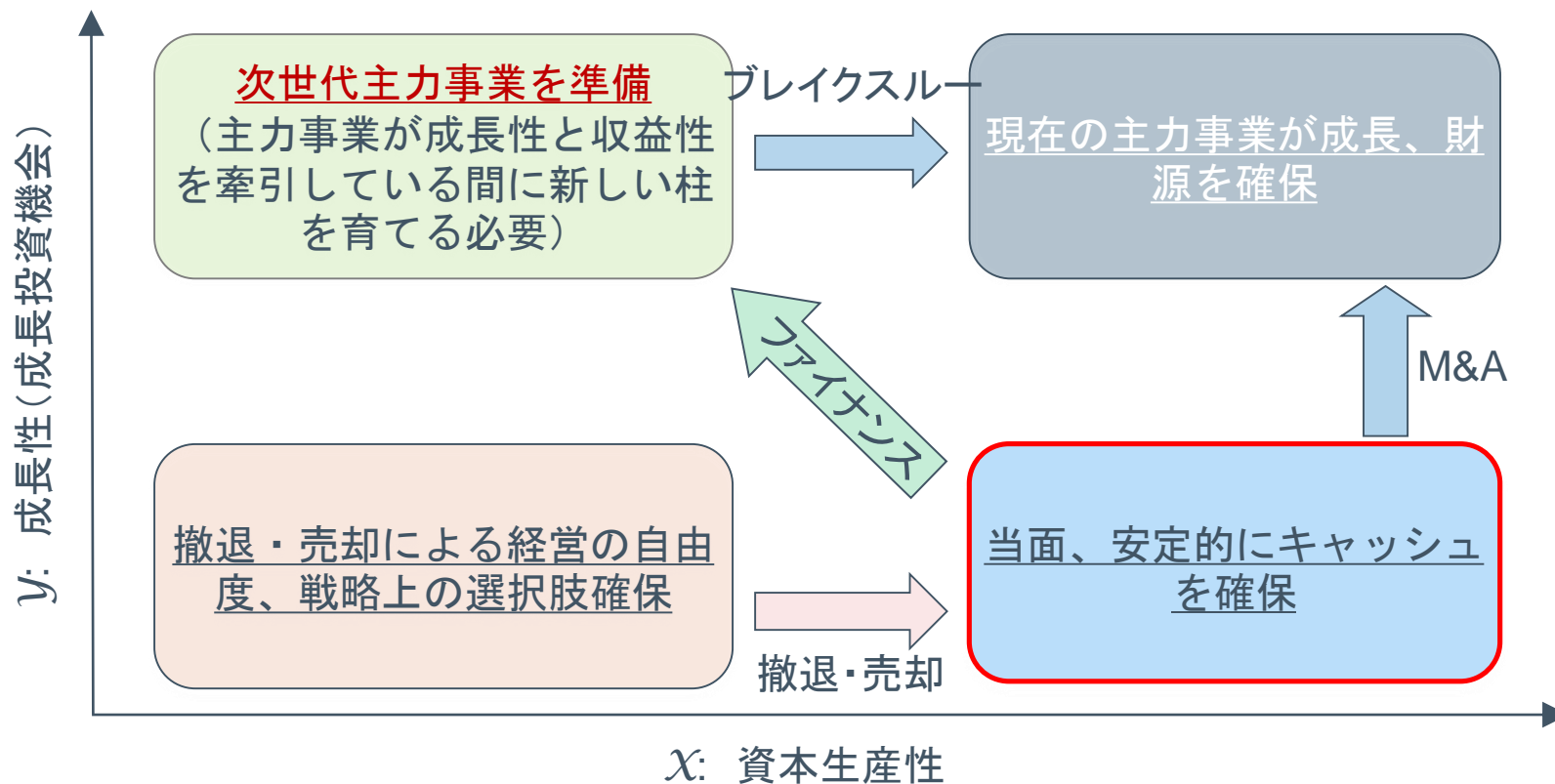
- ① 資本生産性 (CFROI) → X軸
 - ② 成長性 (投下資本の増加率 = 成長投資) → Y軸
- 座標軸にプロットし課題を見える化

CFROI: Cash Flow Return On Investment

*減価償却費累計額を足し戻した有形固定資産

企業価値向上の課題の見える化

座標軸に実績をプロットし、①課題・解決の方向を確認、②具体策を検討



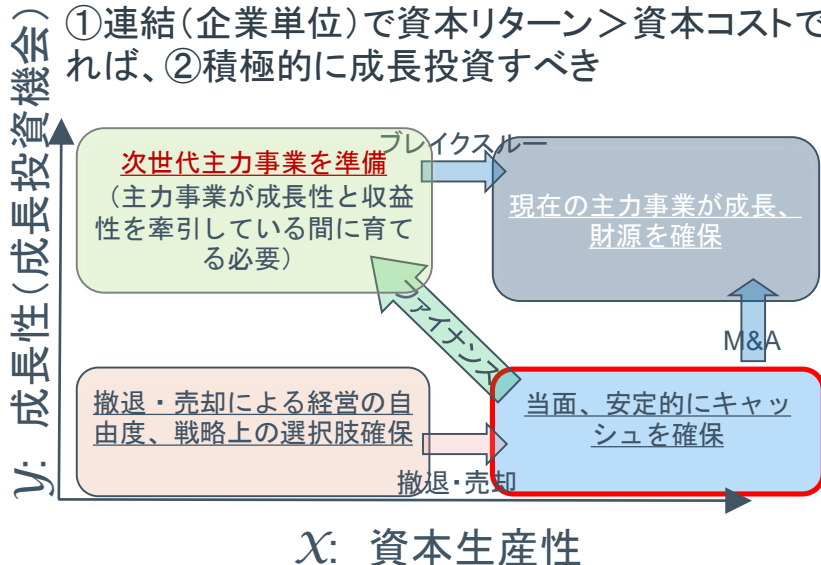
企業価値向上の課題の見える化

取り組むべきは、成長投資が先か、資本生産性改善が先か

投資家が考える、 X (独立変数)と Y (従属変数)

視点:

①連結(企業単位)で資本リターン>資本コストであれば、②積極的に成長投資すべき



問題点:

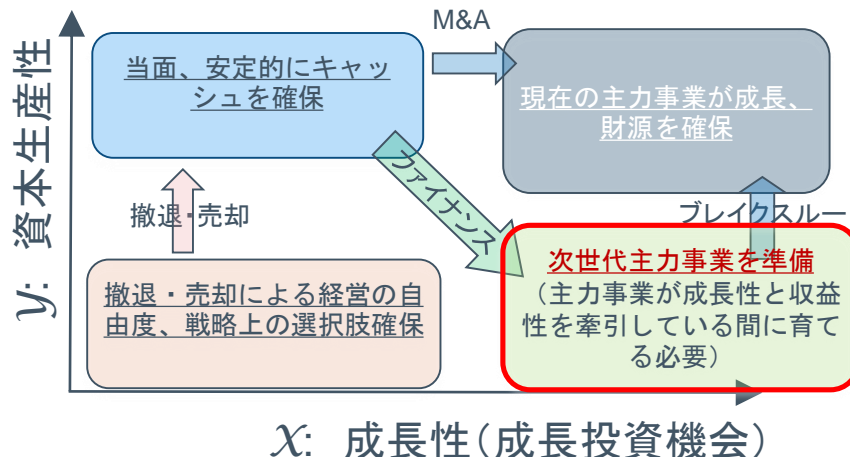
事業単位でも同じ考えを当てはめがち。
結果、新規事業立ち上げの先行投資への許容度が低い。

出所:筆者作成

企業開示に見られる、 X (独立変数)と Y (従属変数)

視点:

先ず成長機会をとらえる・参入する(?)

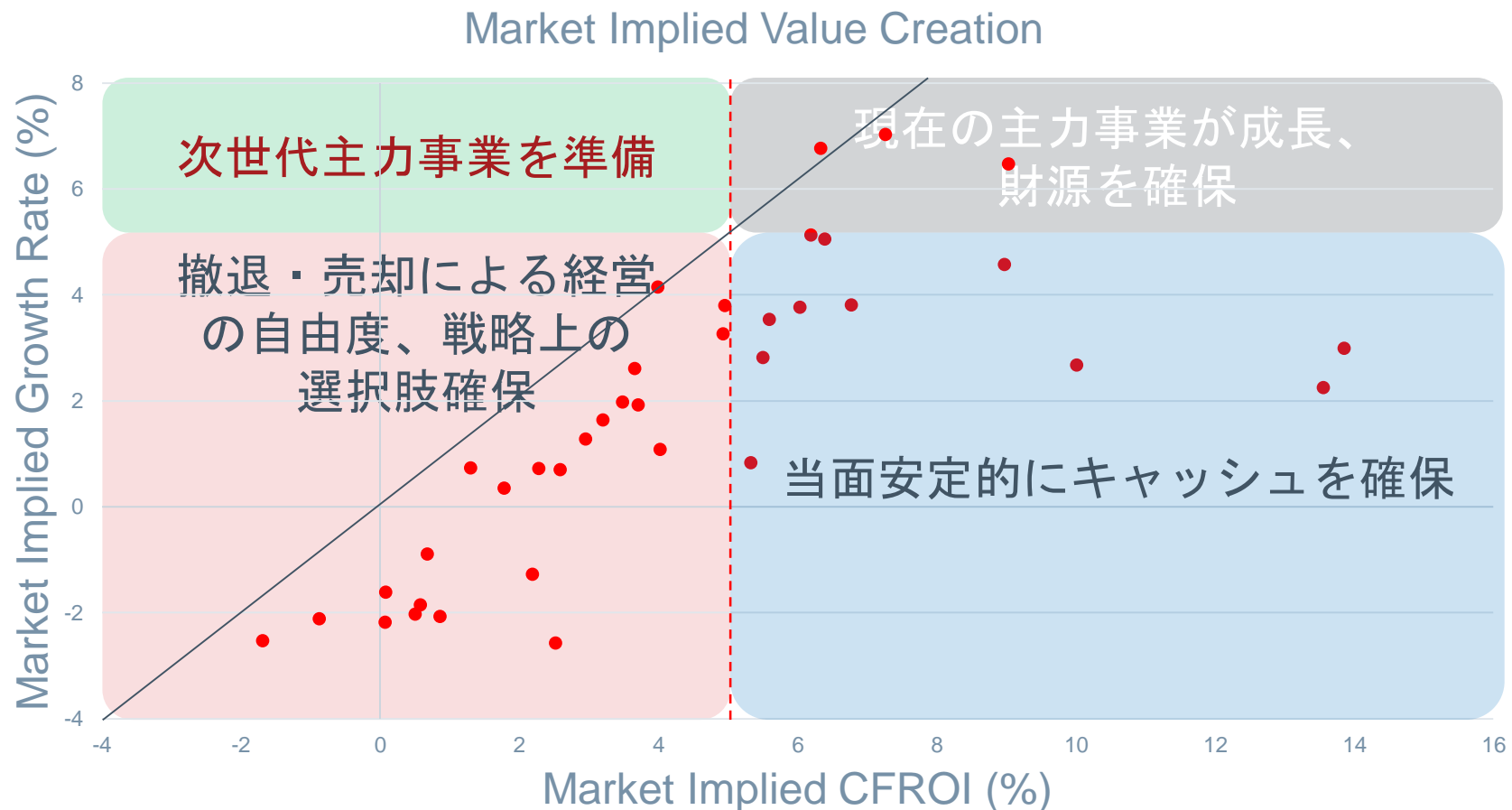


問題点:

収益性・資本生産性は結果、軌道に乗れば後からついてくる(?)
思い切った成長投資をする余力がなく、新規事業は次の柱に育たない。

HFLP Bコース参加企業のポジショニング

株価(2月13日終値)が示唆するCFROI、Growth Rate



データ: HOLT Lens 2019年2月13日現在

5. 取り組むのが難しい課題

それを克服するために何が求められるか

撤退（資本生産性の改善）
と
新しいビジネスモデルへの投資
（成長戦略）



“フェアウェイ・キープ”は何故？

次のプレイ(判断)を楽にするため

失敗するリスクの低減(成功確率向上)

撤退：

- ✓ 資本の回収見込みの確定
- ✓ 再投資原資の確保
- ✓ 考慮すべき追加対応の排除

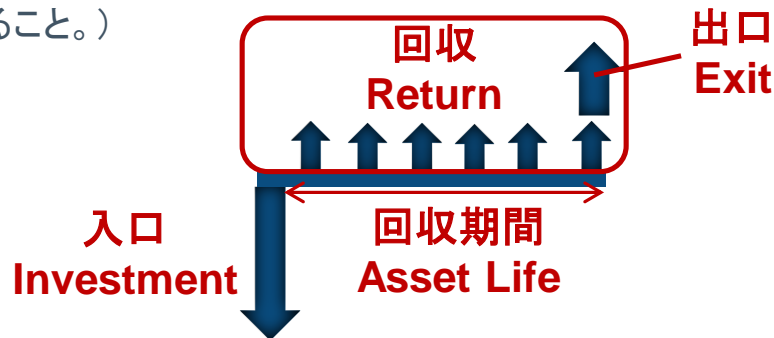
したがって、資本生産性改善が成長投資
に対し**先決課題**

新しいビジネスモデルへの投資検討は、
複数の出口シナリオから
バックキャストिंगでアプローチ

投資(設備投資、研究開発、提携、M&A)成功のヒント

デュー・ディリジェンス(入口)をいくら入念に行っても投資の失敗は避けられない
PMIも「出口」の一要素

- 投資のパフォーマンスは入口(起点)と出口(終点)で測られる。
(ゴーイング・コンサーンとしての出口は終点である必要はなく、事業成績を振り返る通過点を含む。)
- 出口を予め想定しない投資は無責任であり、結果は偶然でしかない。
- 出口を想定する投資とは、一つの出口だけでなく、いくつものシナリオ毎の出口を想定し備えることでもある。
→ストレステスト、減損テストにつながる。
- 出口を先延ばしにすると資本生産性(IRR:内部収益率)は下がる。
- 様々なシナリオ毎の出口を想定すれば、自ずと入口は決まってくる。
- 出口からバックキャストすれば、何をモニターすべきか明確になる。
- 投資実行後はどのシナリオの出口に導くべきか、導けるのか判断の迷いは減る。
- CFO、取締役会はパフォーマンスをCash-on-cashで減価償却せずに測定することをお勧めする。
- 例えば、60%の成功確率は75%まで改善する。(成功とは、ハードルレートを超え、比較可能な対象よりも優位な成果を上げること。)



成長の鍵

破壊・混乱を伴う革新 (Disruptive Innovation)

必要な機能・便益だけを従来の物理的・時間的制約から解放する方法を見つけたとき、新たなビジネスモデルの機会が生まれる

- ただし、従来の方法を捨てる決断が必要
- 捨てるものを持たない新規参入者には始めやすい
- 遅かれ早かれ、新旧交代となる
- 事業売却は価値があるうちがいい

自社にないシナジーが他社にあるかもしれない(譲渡先が見つかる可能性)

“いかなる問題も、それをつくりだしたときと同じ意識によって解決することはできない。”

アルバート・アインシュタイン

“空気”ではなく、合理的判断ができる環境整備が必要不可欠

6. 資本コスト

東証へのパブリック・コメントで寄せられた意見・疑問

「フォローアップ会議の提言を踏まえたコーポレートガバナンス・コードの改訂について」に寄せられたパブリック・コメントの結果について

5: 我々は特に以下のコード改訂部分を評価する。(CaIPERS)

- 原則1-4: 上場会社が政策保有株式の保有に伴う便益やリスクが資本コストに見合っているかを具体的に精査することを提案していること
- 原則5-2: 上場会社が経営戦略や経営計画を策定するに当たって自社の資本コストを把握することを求めていること

31: 「資本コストを的確に」把握することは、ファイナンスの専門家でも困難であり、一律に事業会社に対する規範として設けることは現実的ではない。(経営法友会)

33: 「自社の資本コストを把握し」という表現では、多くの企業が数値にのみ関心を向けてしまう可能性が高い。(スチュワードシップ研究会)

34: 資本コストの把握が的確にできていない会社を念頭に置いて注意的な意味で規定をおいているにせよ、このようなことは自明の理であり、明記する必要があるかは若干疑問に感じる。(青山学院大学 企業法研究会)

東証へのパブリック・コメントで寄せられた意見・疑問

「フォローアップ会議の提言を踏まえたコーポレートガバナンス・コードの改訂について」に寄せられたパブリック・コメントの結果について

- 35: 「資本コスト」は、推計や仮定を伴うものであると考えられることから、例えば、**注意書きで一般的な計算方法を参考情報として明示する、あるいは資本コストが株主資本コストと加重平均資本コストのどちらを意味するものを明示すること**(日本投資顧問業協会)
- 36: **原則1-4と原則5-2で使われる「資本コスト」は、同じ意味か。「資本コスト」は、総資本コスト(WACC)か、株主資本コストか。(個人)**

疑問の整理 (⇒詳しくは、東証セミナー資料及び講義録をご参照ください。)

Q:「資本コスト」とは、株主資本コストかWACCか？⇒適宜

- ROEとの比較では、株主資本コスト
- ROICとの比較では、WACC
- 投資家が企業価値評価で使うのは“割引率”

Q:「資本コスト」を的確に把握するのは困難？⇒対話

- 資本コスト・割引率に関する様々な見方

Q:資本コストの地域差はあるのか？

- 市場は世界で繋がっている
- 投資家は割引率に調整条件を加える

出所:東京証券取引所 企業価値向上経営セミナー「『資本コスト』認識の経営戦略上の意義」(2018年12月18日・25日)筆者講演資料

キー・メッセージ

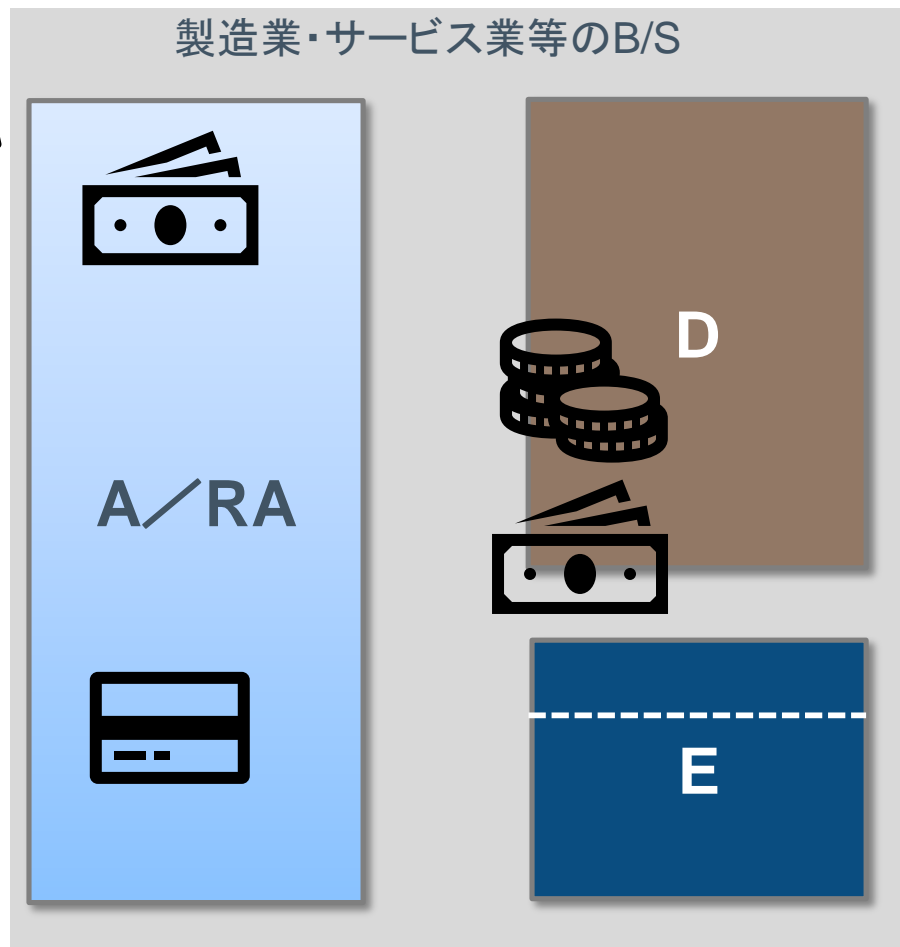
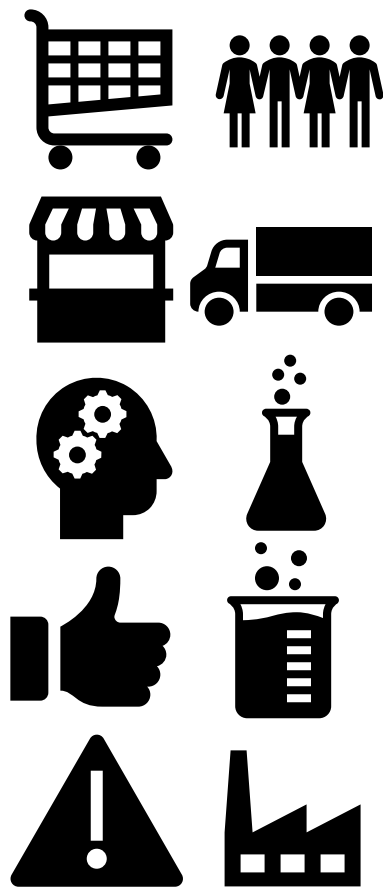
“「資本コストを意識する」とは、
単に●●.●%を
計算することではない。

資本コストを踏まえた
合理的なキャピタルアロケーション
(資本の配分)
を行うことを求めている。”

出所: 東京証券取引所 企業価値向上経営セミナー「『資本コスト』認識の経営戦略上の意義」(2018年12月18日・25日)筆者講演資料

バランスシートマネジメントに不可欠な「資本コスト」認識

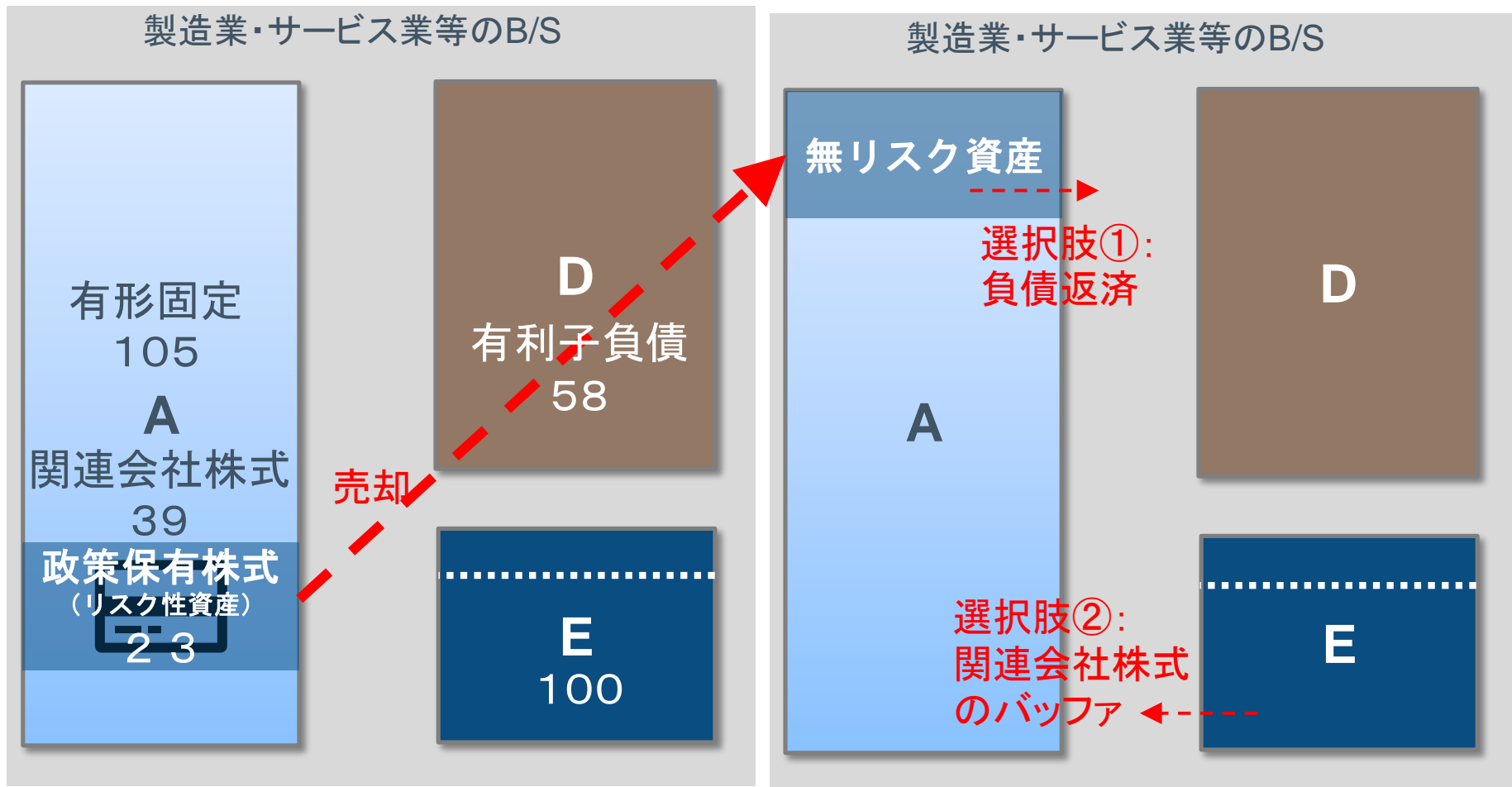
バランスシートの左右の整合性が持続可能性を高める。



イメージ図: 筆者作成

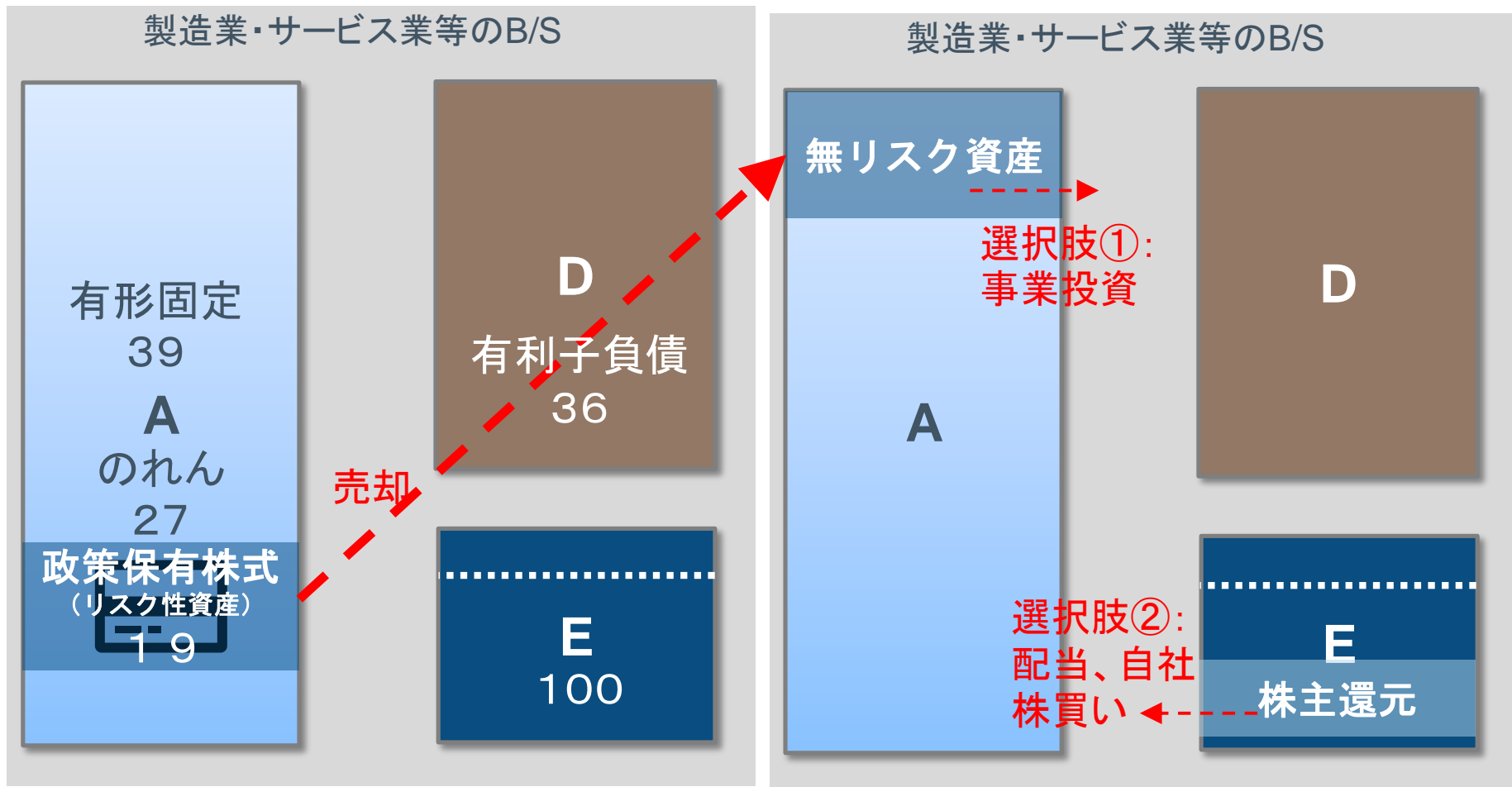
政策保有株式売却の意義(ケース1)

意識改革への影響大、資本の活性化のはじまり



政策保有株式売却の意義(ケース2)

意識改革への影響大、資本の活性化のはじまり

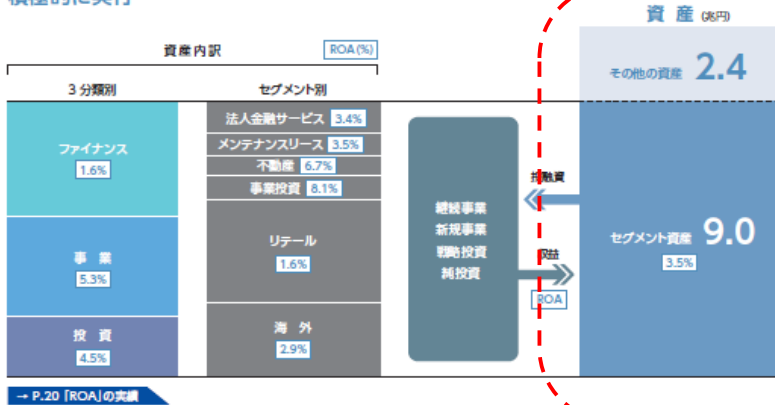


例)オリックス(ノンバンク金融サービス)

バランスシートで見るオリックス (2018年3月期)

資産

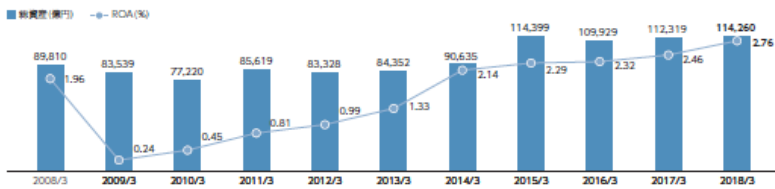
低収益資産の積み増しは抑制しつつ、持続的な成長が見込める分野への新規投資を積極的に実行



資産の状況

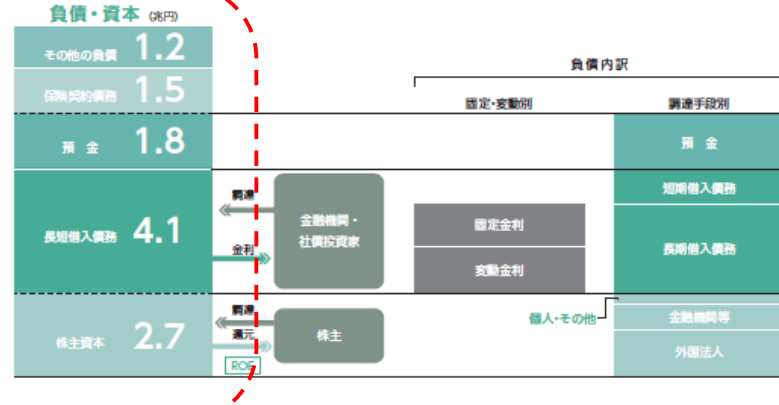
- 【3分類別】**
- 現在の低金利環境下では、「ファイナンス」よりも「事業」および「投資」の新規投資に注力
 - 2018年3月期の「事業」と「投資」の新規投資の総額は約7,400億円
- 【セグメント別】**
- 2018年3月期のセグメント資産は、主に航空機・船舶(海外)、環境エネルギー(事業投資)、銀行(リテール)で増加
 - 2018年3月期の不動産セグメントの資産比率は7%(2008年3月期: 25%)

総資産とROAの推移



負債・資本

信用格付A格を維持できる財務レバレッジのもとでROE11%以上を目指す



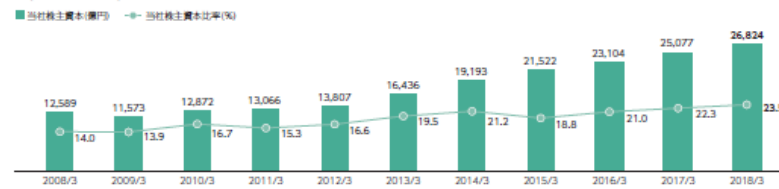
負債の状況

- 資金調達の多様化、調達期間の長期化および償還時期の分散、適切な手元流動性の確保を実施
- 2018年3月末の現金とコミットメントライン未使用額の合計は1.7兆円、長期借入比率(預金を除く)は93%(2008年3月末: 77%)
- 2018年3月期のD/Eレシオ(預金含む)は2.2倍(2008年3月期: 5.0倍)

資本の状況

- 自己株式取得は、必要な内部留保の水準を考慮しつつ、経営環境の変化、株価の動向、財務状況、目標とする経営指標を勘案の上、弾力的かつ機動的に対処

当社株主資本と当社株主資本比率の推移



出所:オリックス統合報告書2018 P.18-19

例)オリックス(ノンバンク金融サービス)

オリックス 統合報告書2018より

財務資本戦略

資本配分の最適化を通じて 企業価値の向上を図る

資本の適切なコントロール

2019年3月期から2021年3月期までの中期的な方向性は、当期純利益年間成長率4~8%、ROE11%以上、信用格付A格の維持を目標としています。信用格付A格の維持に向けては、株主資本使用率を適切にコントロールしていきます。オリックスの株主資本使用率は、グローバルなベンチマークと、格付会社におけるRAC(Risk Adjusted Capital)等の評価手法を参考に、独自の計測方法で算定しています。2018年3月末の株主資本使用率は84.6%で、財務の健全性と新規投資の機動性の両面において適正範囲内と考えています。

オリックスの投融資案件は、案件のリスクに見合ったリターン、かつ株主資本コストを上回るリターンを上げられるかを、個別に確認した上で意思決定をしています。大型の

新規投資の検討にあたっては、必要に応じてシナリオ分析を行い、資本へのインパクトを事前に評価しています。既存事業については、案件レベルおよび事業ポートフォリオレベルのリスク・リターンを継続的にモニタリングしています。

資本配分の最適化は、株主・投資家の皆さまの関心が特に高いテーマであると認識しています。株主・投資家の皆さまとの対話にあたっては、中長期の価値創造を実現しうるオリックスの本質的な強みをご理解いただくことを特に意識していますが、それとともに資本配分に関する対話も重視しています。経営戦略の中での事業ポートフォリオの構築と組み換えの考え方や、バランスシートマネジメント、利益成長に向けた新規投資と安定した還元との最適なバランスについて、中長期的な目線で対話を深めていきたいと考えています。

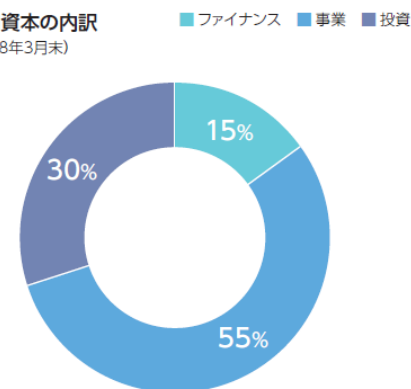
株主資本使用率*

	2018年3月末
当社株主資本	26,824
使用資本	22,698
未使用資本	4,126
株主資本使用率	84.6%

*オリックス社内基準に基づく株主資本使用率(=リスクキャピタル÷株主資本)

使用資本の内訳

(2018年3月末)



出所:オリックス統合報告書2018 P.28

政策保有株式の状況

政策保有株式削減上位企業(TOPIX100企業対象)

2015年度と2017年度の比較

	企業名	金額ベース	銘柄数ベース	保有状況 (銘柄数)	保有状況 (金額:億円)
1	小松製作所	-96.7%	-9	49	13
2	キャノン	-71.8%	-8	35	99
3	SUBARU	-67.4%	-14	49	94
4	富士フィルムHD	-63.4%	-85	19	445
5	アサヒグループHD	-59.0%	-11	94	219
6	ファーストリテイリング	-48.6%	0	4	3
7	アステラス製薬	-41.1%	-7	29	294
8	パナソニック	-30.1%	-5	152	618
9	第一三共	-24.5%	-11	81	974
10	ユニ・チャーム	-23.2%	-10	61	138

出所:各社有価証券報告書

政策保有株式の状況

政策保有株式保有の多寡(TOPIX100企業対象)

	保有銘柄が少ない上位	銘柄数	金額 億円
1	ファストリーテリング	4	3
2	ソフトバンク	4	308
3	大塚HD	5	162
4	日本電信電話	7	114
5	キーエンス	9	65
6	セブン&アイHD	9	393
7	楽天	10	53
8	三菱ケミカルHD	11	59
9	東京エレクトロン	11	300
10	大東建託	14	197
11	富士フィルムHD	19	445
12	ニトリHD	20	34
13	ファナック	22	324
14	日本電産	24	139

出所:各社有価証券報告書(2017年度)

	保有銘柄が多い上位*	銘柄数	金額 億円
1	富士通	398	1,217
2	新日鐵住金	361	6,359
3	三菱電機	341	2,614
4	日立製作所	288	2,703
5	ジェイエフイーHD	242	2,592
6	住友電気工業	214	725
7	住友不動産	210	4,173
8	三菱重工業	207	3,469
9	トヨタ自動車	189	24,603
10	大阪瓦斯	188	770
11	関西電力	178	1,246
12	セコム	176	205
13	旭化成	172	2,085
14	ダイキン工業	166	2,184

*金融・商社除き

CGコード改訂の効果はこれから発現

政策保有株式の「売れない」神話解消へ

2018年6月

CGコード改訂：
政策保有株式（原則1-4）

2019年3月(予)

有報開示・内閣府令改正

2019年6月(予)

有報開示：特定投資株式30
銘柄開示→①60銘柄開示、
②相互保有開示

2020年6月(予)

株主総会 役員選任議案：
政策保有と社外役員の関係精査

2018年6月

CGコード改訂：
企業年金（原則2-6）

2018年12月

CG報告書
コンプライorエクスペイン

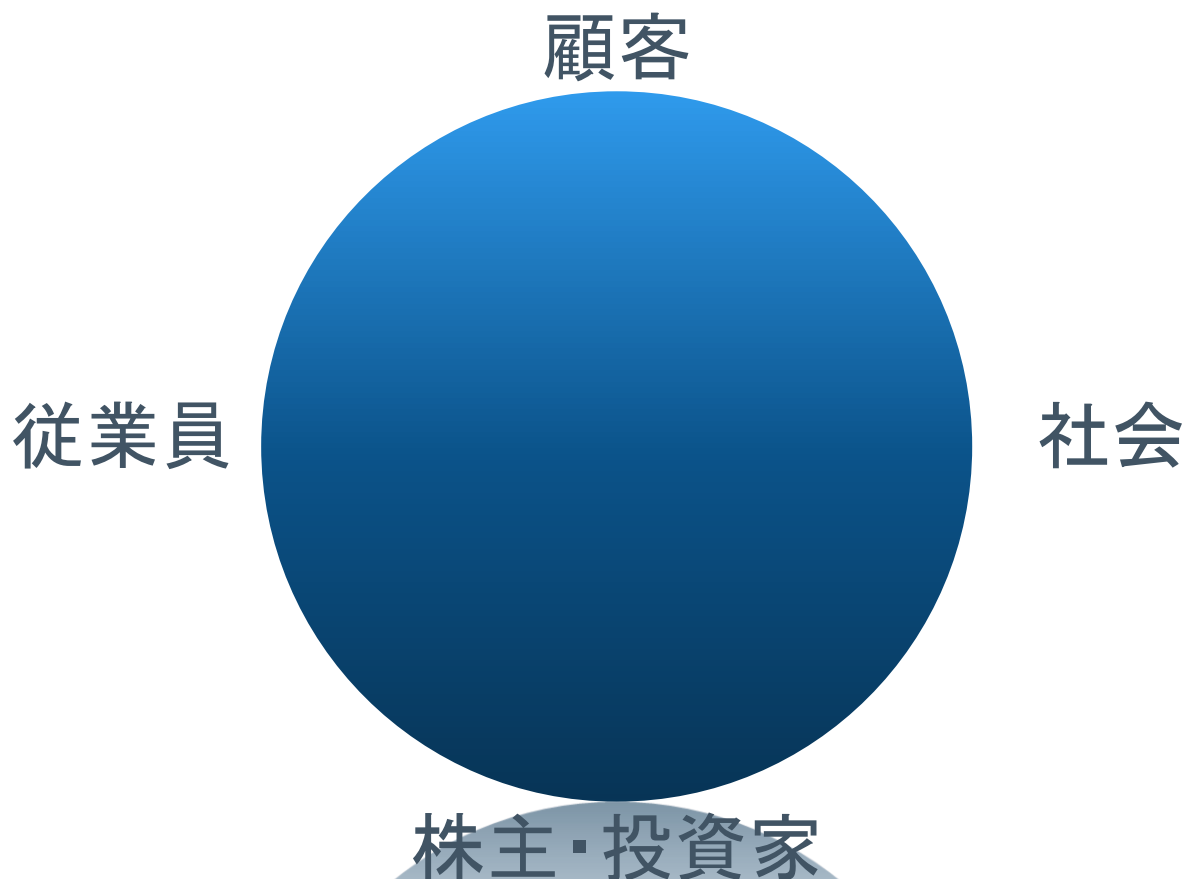
2019年6月(予)

株主総会 役員選任議案：
取締役の善管注意義務*

「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)

*: 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。

企業価値創造が無ければステークホルダーは協調できない
ステークホルダー(特に、従業員)が協調しなければ企業価値向上は果たせない



出所:筆者作成

例) 年金資産の問題

従業員に対する責任

みなし保有株式(有報:コーポレートガバナンスの状況等 株式保有の状況)

- 保有目的・・・退職給付信託契約に基づく議決権行使の指図権限

(例) みなし保有株式2銘柄合計xx, xxx百万円・・・①

- 年金資産(有報:退職給付関係) (例) yyy, yyy百万円・・・②

「一部の確定給付企業年金制度には、退職給付信託が設定されています。」

「年金資産合計には、企業年金制度に対して設定した退職給付信託が前連結会計年度●●%、当連結会計年度▲▲%含まれています。」

- 年金資産の主な内訳 (例) 株式 40%・・・③

歪な年金資産ポートフォリオ

①／②=10%・・・④

④／③=25% ⇒ みなし保有株式2銘柄で年金資産の株式残高の25%を占める

出所: G社の例を簡略化し筆者作成

<ご参考>「三方よし」のROE

- ❖ 「売り手よし、買い手よし、世間よし」という表現は江戸時代の近江商人の家訓に出てくる言葉ではない。「三方よし」の表現が使われだしたのは大正期から昭和初期の頃^(注1)。
- ❖ 特徴: 藩の加護のない私的藩際商売(他国商い)、商人相手の卸行商。
- ❖ 家訓: 質素儉約、勤勉、薄利、利は余沢など^(注2)。
- ❖ 資本の概念確立: 本支店合併決算「多帳簿制複式決算簿記法」^(注3)(期首と期末の純資産の差が利益で、前期の純資産に今期の利益を加えて今期末の純資産を表記)^(注4)
- ❖ “節約と勤勉の生活身上は、「薄利多売」と表裏一体をなしている。薄利であっても回転をよくして利益総額を高めれば、資本利益率は上昇する。回転をよくするためには多売のための努力、つまり他の追随を許さぬ勤勉さが要求される。”^(注5)



出所: 外村宇兵衛邸資料(東近江市五箇荘、筆者撮影)

期初	期末		年数	純資産		増加率 年率% (ROE%)	インフレ率%	家	
	西暦	西暦		期初	期末				
	西暦	西暦	年数	金両	金両	(ROE%)	インフレ率%	家	
享保 20	1735	寛延 02	1749	14	20	775	29.9%	3.1%	初代中井源左衛門光武
寛延 02	1749	明和 06	1769	20	775	7,468	12.0%	-0.2%	同上
明和 06	1769	寛政08	1796	27	7,468	87,255	9.5%	0.7%	同上
享保 20	1735	寛政08	1796	61	20	87,225	18.8%	0.9%	同上

表中のデータ: インフレ率は、三井文庫編「近世後期における主要物価の動態」(東京大学出版会、1989年)、瀧澤武雄・西脇康 編「日本史小百科<貨幣>」(東京堂出版、1999年)より、筆者が算出。純資産その他は、中井家永代店卸勘定書に基づく「中井家資本増殖表」(近江日野の歴史 第七巻 日野商人編)より筆者作成。ただし、三ツ割制度(利益三分主義: 本家への上納(為登金)5割、出店での積立(内部留保)3割、奉公人への配当分2割)による社外流出分の調整はしていない。

(注1) 末永國紀「近江商人と三方よし」(モラロジー研究所、2014年); (注2、注4、注5) 芹川博通「日本の近代化と宗教倫理」(多賀出版、1997年); (注3) 小倉栄一郎「簿記組織論・複式簿記原理」(関書店、1952年)

補足資料



日本取引所グループ

東京証券取引所
大阪取引所
日本取引所自主規制法人
日本証券クリアリング機構

≡ MENU

株式・ETF・REIT等

上場会社の皆様へ

セミナー・研修

経営層向け研修プログラム

独立役員セミナー

上場会社向けeラーニング

インサイダー取引規制eラーニング

コンプライアンス支援

アクセス 見学 お問合せ 用語集 JPXカレンダー

English

中文

文字サイズ

小

中

大

検索キーワード



トップページ > 株式・ETF・REIT等 > 上場会社の皆様へ > セミナー・研修 > 経営層向け研修プログラム

2019/02/04 更新 このページを音声で聴く 印刷

経営層向け研修プログラム

東京証券取引所では、社内外の取締役・監査役など、証券市場を活用する上場会社の役員の皆様やサポートされている方々を対象に、投資者視点を踏まえた企業価値向上経営を行ううえで基礎となる知識や情報をお伝えするための研修プログラムを開催しています。

開催実績

※ 講師の役職等は開催当時のものです

講義録

過去に開催した「企業価値向上経営セミナー」が、少しでも上場会社の皆様の企業価値向上に向けた取組みのご参考となるように、当該セミナーの講演内容と講演資料をとりまとめた講義録を公開しております。（2015年10月開催分より）本講義録が、上場会社の皆様の企業価値向上に向けた取組みに少しでもお役に立てば幸いです。

※PDF版のみの発行で冊子の作成・提供は行っておりません。

講義録「『資本コスト』認識の経営戦略上の意義」
(2018/12/18&25開催「企業価値向上経営セミナー」講義録)



出所: 東証ホームページ

2018年度

プログラム	企業価値向上経営セミナー 「『資本コスト』認識の経営戦略上の意義」
開催日時 開催場所	[1回目] 2018年12月18日（火）14：00～16：50（開場：13：30） 日本橋三井ホール（東京都中央区日本橋室町2-2-1 COREDO室町1 5F） [2回目] 2018年12月25日（火）14：00～16：50（開場：13：30） 東京証券会館ホール（東京都中央区日本橋茅場町1-5-8 東京証券会館 8F）

【第2部】「改訂コード5-2及び対話ガイドライン2-2の意図」



【講師】フィデリティ投信株式会社 ヘッド・オブ・エンゲージメント 三瓶裕喜 氏

投資家の立場として、多数の上場会社との対話（エンゲージメント）を実践されるとともに、スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議のメンバーとして、コーポレートガバナンス改革を巡る課題を議論されてきた立場から、

- ①「CGコード」の改訂と「投資家と企業の対話のガイドライン」の策定について
 - ②現場で感じる投資家と上場会社との対話における認識ギャップ /
 - ③投資家視点から考える建設的な対話とは
- の3点について解説いただきました。

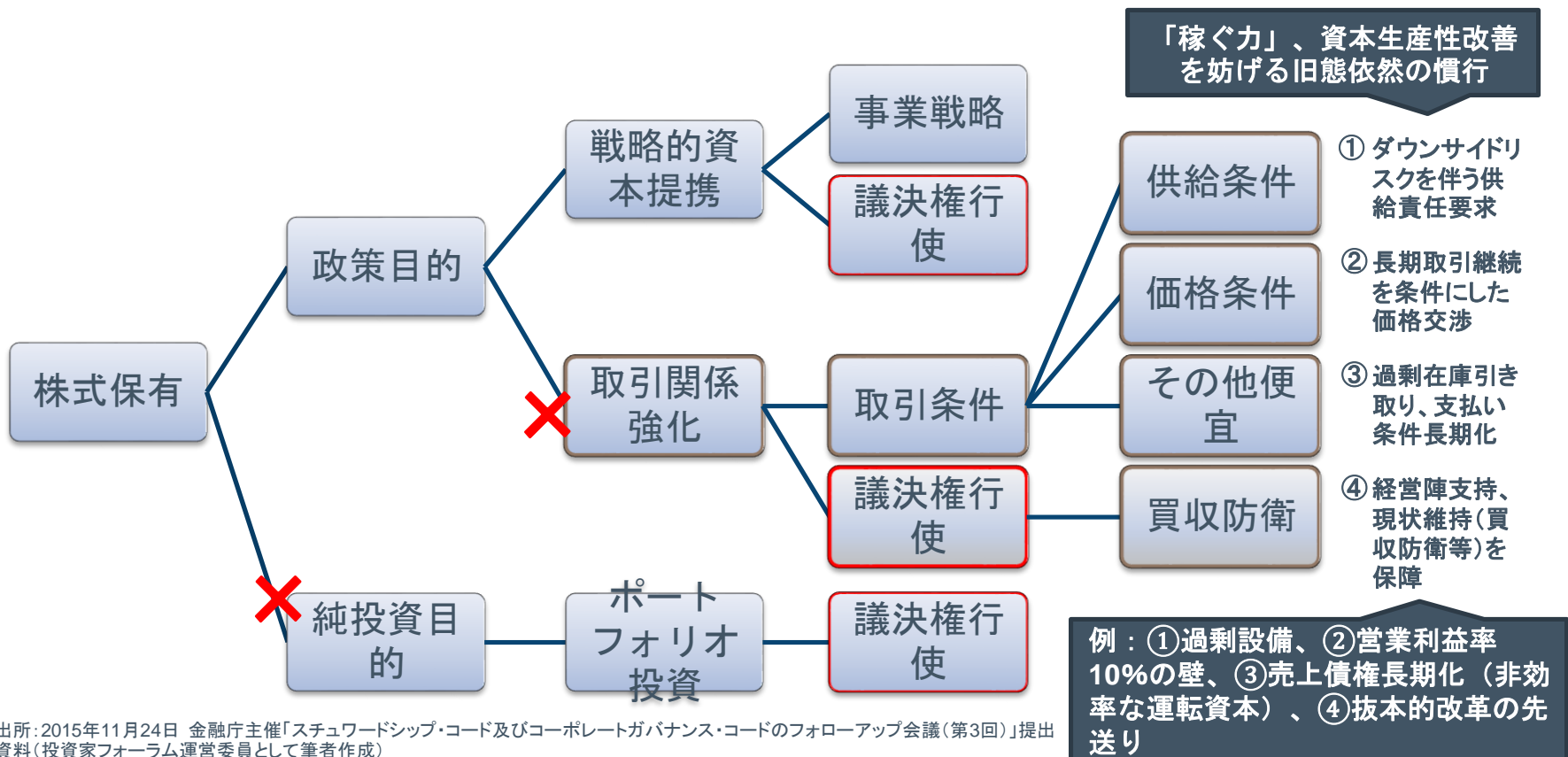
▶ フィデリティ投信 三瓶氏 講演資料（1.6MB）

出所：東証ホームページ

事業会社による株式保有

保有目的と経済合理性の論理矛盾

ビジネスモデルの競争力や製品・サービス価値の優劣ではなく、株式の安定保有（議決権行使）を梃子にした取引条件交渉が国際競争力を損なう一因となっている可能性がある。



出所：2015年11月24日 金融庁主催「ステュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議（第3回）」提出資料（投資家フォーラム運営委員として筆者作成）

CGコード改訂:政策保有株式縮減へ(1)

大幅な改訂:①「保有方針」の開示から「縮減方針」の開示へ、②“リスク・リターン”から“資本コスト見合い”に

【原則 1 - 4. ~~いわゆる~~政策保有株式】

上場会社が~~いわゆる~~政策保有株式として上場株式を保有する場合には、政策保有株式の縮減に関する方針・考え方など、政策保有に関する方針を開示すべきである。また、毎年、取締役会で主要な、個別の政策保有株式についてそのリターンとリスクなどを踏まえた中長期的な経済合理性や将来の見通しを検証し、これを反映した保有のねらい・合理性について具体的な説明を行うべきである。保有目的が適切か、保有に伴う便益やリスクが資本コストに見合っているか等を具体的に精査し、保有の適否を検証するとともに、そうした検証の内容について開示すべきである。

上場会社は、政策保有株式に係る議決権の行使について、適切な対応を確保するための具体的な基準を策定・開示すし、その基準に沿った対応を行うべきである。

“いわゆる”を消して、みなし保有株式を含むことを明確化

⇒ 「企業が直接保有していないが、企業の実質的な政策保有株式となっている株式を含む。」

出所:コーポレートガバナンス・コード2018年6月版(改訂前からの変更点、東京証券取引所)、金融庁「投資家と企業の対話ガイドライン4-1」

CGコード改訂：政策保有株式縮減へ（2）

保有している会社側の判断だけでは売却できない問題を重視

補充原則

1-4① 上場会社は、自社の株式を政策保有株式として保有している会社（政策保有株主）からその株式の売却等の意向が示された場合には、取引の縮減を示唆することなどにより、売却等を妨げるべきではない。

1-4② 上場会社は、政策保有株主との間で、取引の経済合理性を十分に検証しないまま取引を継続するなど、会社や株主共同の利益を害するような取引を行うべきではない。

番号	コメントの概要	コメントに対する考え方
257	<ul style="list-style-type: none">補充原則1-4②の「取引の経済合理性」は、例えば、「取引の過度な有利・不利がないか」、「強要や服従に近い非自発的同意を含む関係によるアームズ・レングスと言いつい難い取引がないか」という「取引の正当性・公正性」の観点で検証することの重要性を含むものと理解する。しかしながら、補足説明無しに「取引の経済合理性」と表現すると「政策保有額に比例した取引額があれば『取引の経済合理性』は成り立っている」と、従来どおりの発行会社の社内の論理で解釈され、現状追認に終わり何も改善しない恐れがある。このため、「取引の経済合理性」との表現を「取引の正当性・公正性」に修正するか、少なくとも含意についての補足説明を記載すべきと考える。	<p>※ 補充原則1-4②は、フォローアップ会議において、上場会社と政策保有株主との間で行われる取引が、当該上場会社にとって経済合理的でない可能性があるといった指摘がなされたことを踏まえ、上場会社が、政策保有株主との間で行う取引自体の合理性を検証することが重要である旨を示すものです。このため、補充原則1-4②における「取引の経済合理性」には取引の正当性・公正性の観点が含まれるものと考えます。取引の経済合理性の検証にあたっては、例えば、政策保有株主でない他の類似の取引先との取引条件等と比較して、なぜ政策保有株主である取引先と行っている取引が合理的と認められるのか等の観点が重要です。</p>

出所：コーポレートガバナンス・コード2018年6月版（改訂前からの変更点、パブリックコメントの結果、東京証券取引所）

退職給付信託

企業が保有する株式などの有価証券を退職給付（退職一時金支給又は年金の掛金拠出）のための信託契約に拠出することをいう。平成12年の退職給付会計の導入に伴い発生する積立不足を圧縮するために設けられたスキーム。

退職給付会計基準により発生する積立不足の圧縮を行うため、企業が保有している持ち合い株式を売却することが考えられるが、そうするとその株式を発行している企業の支配権を失うとか、市場で売却されることで株価が下がってしまうなどの問題が生じる。

そこで、将来の年金・退職金支払に用途を限定することを条件に株式などの有価証券を信託契約に移すというもの。退職給付信託の財産は退職給付債務から差し引くことができるので、退職給付に係る負債を減らすことが可能になる。

持ち合い株式を拠出して退職給付信託を設定した場合は、持ち合い株を事実上手放さずに積立不足を圧縮する事ができるが、株価が下がれば株式を追加信託しなければならない。

重要情報

- 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。