

コーポレートガバナンス・リサーチ: ディスコ (6146)

サマリー:

ディスコのコーポレート・ガバナンスは平均をやや上回っています。

ディスコのコーポレートガバナンスは平均をやや上回り*、ROEなどの財務パフォーマンスも平均以上。株主還元策を含め、資本政策が明確に示されています。業績の良さも相まって、株主は喜んで株式を保有すると推測されます。一方で、コーポレート・ガバナンスのリサーチは、将来的に発生するリスクを未然に防ぐことに役立つことが期待されます。このような観点から当社を分析すると、企業のコーポレート・ガバナンスの実践には多くの課題が散見されます。

取締役会のあり方については、取締役会の性別・国別の多様性を高め、できれば社外取締役が過半数を占めるようにすべきです。取締役会は毎年再選されるべきであり、社外取締役は学歴よりもビジネス経験のある人材が望ましいと考えられます。指名・報酬委員会は透明性と客観性を持って運営されるべきです。実際には、委員長は社長が務め、元会長（元CEO顧問、現職）が委員を務めています。

報酬インセンティブについては、経常利益率10%以上を達成した場合の基準ケースでは、固定給と取締役の業績連動報酬の配分が半々となっています。安定した給与を先に支払うスキームや計算式になっています。インセンティブにおいても、ストックオプションは、普通株式とは異なる非対称的な損益プロファイルであることに加え、市場価格と取締役へ付与する1株1円のコストの価格差において利益を提供するスキームにはいくつかの問題があります。

一方で、買収防衛策の条項はなく、政策保有株式が少なく、明確な資本政策の中で適切なブラクティスが行われています。ただ、歴史的に社長は創業者一族の出身ですが、ファミリーの保有比率は20%程度です。この20%の保有比率は家族と他の株主との間では心地良い比率と思われます。社長とファミリーは持続可能性を確保し、長期的な利益を最大化するという点で、株主と足並みをそろえています。しかし、日本の多くの同族会社が次第に社長職を譲っているように、この関係がいつまで続くかは不明です。また、緊急時には買収防衛策を設ける場合も想定されますが、買収防衛策を設けていなければ、株価は高く維持されることが望ましい。その意味では、将来のリスクを排除し、株主との良好な関係を維持しつつ、コーポレート・ガバナンスのさらなる充実に努めるべきと思われます。

*ディスコのMETRICAL CGスコアは64.34（2020年7月時点の1,748社の平均は54.99）。同社のスコアはユニバースの中で平均を上回っている。

1. 株主構成

株主構成は以前より比較的分散していますが、社長は歴史的に創業者一族が務めてきました。第一ホールディングス、第一工業、オレンジコーラル、ブルーオーシャンなど複数の持ち株会社を含め、現在は創業者一族が20%程度の保有率を維持しているようにみられます。1999年12月以降、同社は増資を行っていないため、同族所有比率の株主構成は今後もあまり変わらないとみられます。同族株主比率が20%であれば、創業者ファミリーと株主の間で折り合いが取れていると考えられます。創業者ファミリーは大株主の一人という立場から株主還元を考慮する一方で、ファミリーは会社を支配し続けるでしょう。もちろん、会社は透明性のある経営を行わなければいけません。

[2020年6月29日現在の大株主10位]

1. 日本トラスティ・サービス信託銀行株式会社（信託口） 2,942,000 株 (8.18%)
2. 日本マスタートラスト信託銀行株式会社（信託口） 2,703,100 株 (7.51%)
3. 株式会社ダイイチホールディングス 1,998,000 株 (5.55%)
4. 株式会社OctagonLab 1,854,000 株 (5.15%)
5. 株式会社ダイイチ企業 1,848,000 株 (5.13%)
6. 日本トラスティ・サービス信託銀行株式会社（信託口9） 987,200 株 (2.74%)
7. 日本トラスティ・サービス信託銀行株式会社（信託口4） 918,900 株 (2.55%)
8. 関家 一馬 700,000 株 (1.94%)
9. 株式会社オレンジコーラル 606,000 株 (1.68%)
10. 株式会社ブルーオーシャン 592,500 株 (1.64%)

2. 取締役会の構成

[2020年6月29日現在の組織体制]

当社は「監査役設置会社」の取締役体制を維持している。

[取締役会：2020年6月29日現在]

取締役の任期を2年から1年に変更する会社が増えています。当社は取締役の任期を2年としています。1年ごとの再選は、株主に投票による取締役の見直しの機会を提供しています。近いうちに1年に変更すべきです。一方、取締役会構成の良いところは、コンパクトな取締役会です。取締役会は6名の取締役で構成されています。このような少数の取締役であれば、意思決定の迅速化につながります。理想的には、独立した社外取締役が取締役会の過半数を占めることが望ましい。取締役会のメンバーは、2名は創業者ファミリー、2名の社外取締役は企業の経営者でなく大学教授出身者です。取締役会での議論では企業経営の経験があればプラスになります。技術的な視点を重視する企業であれば、大学教授を（取締役でなく）技術顧問として採用することも可能です。また、CG報告書で指摘されているように、女性取締役を入れることはダイバーシティの大きな課題です。売上の8割以上が海外売上であることから、取締役は国や地域の多様性も考慮すべきです。もう一つの良い点は、社外取締役が2社以上の社外取締役を兼任している人が少ないことです。稲崎氏が社外取締役を務めているのはディスコ以外では1社のみです。

取締役の任期: 2年

取締役会の議長: 代表取締役社長

取締役の人数: 6

取締役は全員男性（女性取締役はいない）

社外取締役: 2名（独立役員2名）

1. 稲崎一郎-慶應義塾大学名誉教授・ソディック社外取締役(東証6143)
2. 田村進一-大阪大学名誉教授

[取締役の株式保有状況: 2019年3月現在]

社内取締役が全員株式を所有しています。これにより経営者と株主の目的が一致し、経営者のコミットメントが確保されることとなります。一方、社外取締役は株主ではありません。社外取締役であっても、経営者の更なるコミットメントのために株式を保有することができます。

1. 代表取締役社長関家一馬: 700,000 株&(43 SO*)
 2. 営業担当専務吉永井昇: 5,000 株&(10 SO*)
 3. 常務取締役関谷英之: 294,000 株& (16 SO*)
 4. 常務取締役 田村隆夫: : 2,000 株& (16 SO*) を保有しております。
 5. 社外取締役 稲崎一郎: 0 株
 6. 社外取締役 田村進一: 0 株
- (注) *ストックオプションは SO と記載しております。

3. 委員会

当社には指名・報酬委員会がありますが、法定の委員会ではなく諮問委員会です。委員会全メンバーは5名なので、2名の社外取締役が過半数を占めているわけではありません。社内取締役1名は社長であり、同氏が委員長を務めています。また、取締役以外の2名の委員は、監査役1名と元会長（現在は顧問）1名です。委員会は社内取締役または創業者ファミリーが完全にコントロールしています。

報酬委員会は、コンサルティング会社からアドバイスを受けた業界の報酬水準を検討します。これにより、客観性を確保した報酬の提案が可能となります。一方、会社は監査役4名+社外取締役2名で構成される「代表取締役評価委員会」で代表取締役の評価を実施し、その結果を取締役会や指名委員会に諮るとともに、ホームページで公表しています。しかし、上記のような委員会構成のため、機能しているかどうかは疑問である。

[2020年6月29日現在の指名委員会（任意）]

委員会メンバーの人数: 5

社内取締役数の人数: 1 (社長)

社外取締役の人数: 2

その他の人数: 2 (監査役1名+元会長1名)

委員長: 社内取締役数 (社長)

[2020年6月29日現在の報酬委員会（任意）]

委員会メンバーの人数: 5

社内取締役数の人数: 1 (社長)

社外取締役の人数: 2

その他の人数: 2 (監査役1名+元会長1名)

委員長: 社内取締役数 (社長)

4. 監査役

[取締役会: 2020年6月29日現在]

監査役の任期を2年としている会社が多い。任期を4年とするのは長すぎます。2年ごとに再選されることで、株主は議決権行使による監査役の見直しの機会を得ることができます。また、取締役4名に対して監査役4名は多すぎると考えられます。監査業務に支障がなければ、監査役の人数を減らすことができます。良い点は、2社以上の会社で社外取締役・社外監査役を兼任している社外間差役が少ないことです。山口氏が社外取締役を務めているのは、ディスコ以外では1社のみです。

監査役の任期: 4年

監査役の数: 4

社外監査役の数: 4 (独立系社外監査役)

取締役は全員男性（女性取締役はいない）

1. 巳亦 力: 元日立（東証 6501）
2. 高柳 忠雄: 元三和銀行（現三菱UFJ銀行）
1. 山口 裕正: 元三和銀行（現三菱UFJ銀行）新日本建設社外取締役（東証 1879）
2. 時丸 和好: 元住友信託銀行（現三井住友信託銀行）

[監査役の株式保有状況：2020年3月現在]

監査役は株主ではありません。監査役は取締役ではないので、必ずしも株式を所有するのが良いわけではありません。

1. 巳亦 力: 0株
2. 高柳 忠雄: 0株
3. 山口 裕正: 0株
4. 時丸 和好: 0株

5. 報酬インセンティブ

当社はストックオプションを提供しています。ストックオプションは普通株式に比べて損益の非対称性が高いため、株主との整合性を図ることに問題が生じる。当社は普通株式型ストックオプションと株式報酬型ストックオプションの2種類のストックオプションを付与しています。普通型ストック・オプションは、損益の非対称性が議論になります。そのため、他の株主から見れば普通株式の方が好ましいという立場をとっています。株式報酬型ストックオプションは、社内取締役や執行役員等に1株1円で付与されます。市場価格と付与価格の差額が、ストックオプションが付与されたときの利益となります。これは、損益の非対称性に加えて、もう一つの問題です。

一般的には、業界や従業員の報酬水準を考慮した上で、中長期的な戦略を反映させ、取締役の業績向上のモチベーションを高めることを目的とした報酬体系とします。その意味で、同社は単年度だけでなく、4年累計の経常利益率や、コンサルティング会社からの業界給与の外部情報を利用して、一方、同社の報酬は固定給に偏っています。固定給と成果報酬のバランスが取れており、安定した給与が支払われるように設計されています。単年度の経常利益率が10%の場合、バランスは半々になります。単年度の経常利益率は2018年3月期が31.4%、2019年3月期が26.4%、2020年3月期が27.1%となっています。業績連動報酬は、中期インセンティブ・短期インセンティブともに累積4年分と単年度分の経常利益率を用いた計算式を採用していますが、固定給と変動報酬の配分は、ベースケースではより変動報酬を大きく変更すべきです。

[役員報酬の開示]

1. 取締役5名（社外取締役を除く）の合計: 報酬総額 612 百万円 = (固定 181 百万円) + (ストックオプション 103 百万円 (うち株式報酬型ストックオプション 42 百万円 + (3 億 2,600 万円、ボーナス)、業績連動型)
2. 社外取締役2名の合計: 報酬総額 24 百万円 = (24 百万円、固定報酬のみ)
3. 監査役5名の合計: 報酬総額 56 百万円 = (56 百万円、固定報酬のみ)

[1億円以上の報酬を受けている取締役の報酬等の開示]

1. 取締役 関谷一馬

報酬総額 267 百万円 = (固定 72 百万円) + (ストックオプション 43 百万円 (うち株式報酬型ストックオプション 17 百万円))。+(1 億 5,200 万円、ボーナス)、業績連動型

2. 取締役 吉永昇

報酬総額 114 百万円 = (固定 6 百万円) + (ストックオプション 76 百万円 (うち株式報酬型ストックオプション 3 百万円))。+(1 億 5,200 万円、ボーナス)、業績連動型

[業績連動報酬の計算式]

取締役の報酬は、固定給と業績連動報酬で構成されています。基本目標 (単年度経常利益率 10%以上達成) を達成した場合、**固定報酬と業績連動報酬の比率は 1.0 : 0.9 または 1.0** (業績連動報酬のうち賞与 0.4、ストックオプション 0.5 または 0.6 に分割) となり、ほぼ半々の比率となる。業績連動報酬は、賞与、通常型ストックオプション、株式報酬型ストックオプションで構成されている。賞与は短期インセンティブとされており、2018 年 3 月期から導入されている。業績連動賞与は、経常利益率の業績連動係数 (単年度 30%以上 \geq 30%未満、4 年累計 20%以上 \geq 20%未満) と取締役個人の評価を考慮して、標準賞与額に役職に応じた加算額を加算して支給される。単年度の経常利益率 10%という基本目標を達成し、かつ個人取締役の評価も達成した場合、業績連動賞与と個人取締役の評価の比率は 4 : 1 となる。普通株式型ストックオプションは、付与後 2 年を経過した時点で 6 年間の権利行使が可能。株式報酬型ストックオプションは、役員退職慰労金に代えて、退任後 20 年間行使可能。

[2020 年 6 月 29 日現在の報酬インセンティブ]

取締役へのインセンティブプラン: 業績連動型インセンティブとストックオプション

ストックオプション: あり

報酬の開示: 一部開示 (1 億円以上の報酬を受けている方のみ)

報酬方針と報酬算定式: あり

5. 顧問・相談役

あり

溝呂木 斉顧問 (元会長、2017 年 6 月 27 日に退任)

溝呂木は指名・報酬委員会の委員長を担当し、DISCO VALUES を担当しています。フルタイムで勤務し、報酬を受け取り、任期は 1 年ごとに更新される。

溝呂木 斉顧問は会長を退任後も指名・報酬委員会の委員として会社の中心的な役割を担っています。理事会外での業務案件の意思決定には、元代表取締役の顧問が口を挟む余地もありません。

6. 買収防衛策

CG の報告書によると、同社は現在無条件に買収防衛作条項を有していない。

[買収防衛条項]

なし

7. 取締役会評価

自己評価は年に一度取締役を対象にアンケートを実施していますが、ホームページに掲載されているアンケートのほとんどが評価の表面的なように聞こえます。質問はより詳細で具体的な課題に焦点を当てるべきです。例えば、取締役会の多様性についての課題を認識してお

り、そのような質問をしています。そうであれば、ウェブサイトでは調査結果のみを掲載していますが、表面的な結果だけでなく、2020年5月29日の議論の後、取締役がどのような課題を共有し、それをどのように解決しているのかを自己評価で議論した結果が必要であります。

[取締役会評価の方法]

当社は、取締役会および監査役の評価を年1回、自己点検・評価を実施している。自己評価の結果は、当社のホームページに掲載している。

8. 役員研修方針

少数の取締役から構成される取締役会は、選抜された取締役で構成されています。「取締役のトレーニング方針」といった場合、往往にして社外取締役が選任された場合の研修方針は、社外取締役に焦点を当てたものになりがちですが、社内取締役の研修も充実させる必要があります。日本の社内取締役の多くは、企業内の先輩社員から指名されることが多い。重要な意思決定を必要とする財務・会計や戦略・事業の知識が不足している取締役も少なくない。財務・会計を含めた研修はポジティブです。外部機関の研修を利用することもプラスです。

[役員研修の方法]

新任の取締役及び監査役が選任された場合には、会社の事業内容や理念を理解する機会を提供する。また、その職務を遂行するために必要な場合には、研修やセミナーを開催する。

9. 株式の保有状況

基本的に、同社は売買目的株と同様に政策株も保有していない。保有している政策株式は少額であり、いずれも非上場株式です。したがって、何らかの取引関係の目的で保有することになります。

[株式の保有方針]

当社は基本的に政策株式を保有しない。したがって、当社は議決権行使の代理行使は行っていない。今後、政策株式の保有の必要性が生じた場合には、合理的な根拠に基づき慎重に検討・協議した上でホームページに掲載する。

株式の保有

政策株式は非上場企業合計6社の少額保有であり、保有状況は前年度と変わっていません。

1. 2020年6月26日現在の政策保有株式：非上場企業6社、29百万円
2. 2019年6月25日現在の政策保有株式：非上場企業6社、29百万円

10. 成長政策

当社は中期経営計画（MTP）を公表していないが、KPI、経常利益率、RORAを用いて定量目標を設定している。同社のROEやROAは日本の企業の平均よりも高い。その意味では、当社はかなり順調に推移しています。しかし、経常利益率やRORAには資本コストという概念が含まれていません。ROICやEVAなどを用いて、資本コストやキャッシュフローを含めたKPIを取り入れることを推奨します。

[中期経営計画]

公表

[定量目標]
公表

[KPI]

同社のホームページで公表
同社は以下の KPI を設定している。

1. 4年累計の経常利益率 20%以上
2. 累積4年間のリスク資産利益率 (RORA) 20%以上

RORA=経常利益÷{(棚卸資産)+(固定資産-市場性のある投資有価証券-繰延税金資産)+リース残高}

経常利益率

1. 累計4年で 27.4
2. 2020年3月期は 27.1

その他、参考となる業績指標

[ROE]

1. 過去3年間で 18.4%()
2. 15.1% (東洋経済 E) 2021年3月期 E

[ROA]

1. 過去3年間で 15.3%(実績)
2. 12.4% 2021年3月期 (東洋経済予想)

11. 資本政策

当社は2012年の配当方針において、配当性向を20%から25%に引き上げた際に明確な資本配分方針を開示しています。資本配分方針はバランスシートに基づいています。運転資本、研究開発費等の必要資金と設備投資額を差し引いた余剰の手元資金を株主に還元する方針です。株主還元のうち配当は配当性向25%で安定した配当を確保し、残りのキャッシュがあれば配当や自社株買いで追加的に還元されます。自社株買いの頻度は少ないですが、増配で対応しています。配当性向は2013年3月期の25.3%から2019年3月期の40.1%へと徐々に上昇しており、2020年3月期は56.9%と高まりました。

[現金保有]

1. 2020年3月31日現在の現金同等物 79,782百万円
 2. 2019年3月31日現在の現金同等物 85,351百万円
- 平均現金同等物/売上高 X12=6.8ヶ月 (2020年3月31日現在)

[配当方針]

配当性向 (当期純利益) 25%を配当方針としている。

1. 配当金 2020年3月期 (実績) : 1株当たり 438円、配当性向 56.9%。
2. 配当金 2021年3月期 (会社予想) : Disco は2020年9月に中間配当を1株104円を発表したが、2021年3月期の予想 EPS413.82円に対して、中間配当でも25%の配当性向を達成する。

[自己株式の取得と消却]

なし

[株式の発行]

なし

[設備投資]

1. 2020年3月期の設備投資: 24,962百万円
2. 2019年3月期のCapEx: 14,515百万円

[フリーキャッシュフロー]

1. フリーキャッシュフロー 2020年3月: 6,337百万円
2. フリーキャッシュフロー 2019年3月: 12,796百万円

12. 年次株主総会の議題

2020年6月26日に開催された総会の議案は、利益処分案1件のみでした。取締役の任期は2年、監査役の任期は4年であるため、議案は2020年3月期の剰余金の配当承認のみでした。会社側の提案した剰余金の配当は、期末配当で1株347円となっていました。当期の配当総額は1株438円(=91円+347円)となりました。当期純利益に対する配当性向は56.9%と、当社の配当方針である25%を上回る結果となりました。

[第1号議案 剰余金の処分案]

承認: 98.3%

松本 昭彦, CFA

This report is for information purpose only and is based on current public information that we consider reliable, but we do not represent it is accurate or complete, and it should not be relied on as such. Although we seek to update our research as appropriate, the contents may be different from the most recent fact as the report is published at irregular intervals as appropriate.

This research is not an offer to sell or the solicitation of an offer to buy any security in any jurisdiction where such an offer or solicitation would be illegal. It does not constitute a personal recommendation or take into account the particular investment objectives, financial situations, or needs of individual clients. The price and value of investments referred to in this research and the income from them may fluctuate. Past performance is not a guide to future performance, future returns are not guaranteed, and a loss of original capital may occur.

The author of this report is not in relation of serious conflict of interest with the reported company.