

**「持続低成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～」プロジェクト
「中間論点整理」に対するコメントの概要**

- 期間：2014年4月25日（金）～2014年5月20日（火）
- 13の組織又は個人からコメントの提出あり。（国内6件、海外7件 ※コメントリストは別添参照）

【要旨】

- 全体的に今回の中間論点整理を歓迎するコメントが多数寄せられた。特に、低ROEの問題、CF0人材の不足、企業と投資家の対話の重要性について支持するコメントが多かった。
- 中間論点整理の中身に対する意見としては、対話や開示の際は資本コストや中計目標の水準よりもその考え方や財務戦略を共有することの方が重要であること、持合や有価証券報告書に関する議論が欠けていること、社外取締役との対話の重要性などが寄せられた。
- 特に、論点別には、ROE・資本コストとディスクロージャーに関する意見が多く、最終報告に向けてさらなる検討を求める声・期待が寄せられた。

【主なコメント】

1. 議論・現状認識に対する意見			
No	組織名等	内容	参照箇所
	企業価値、持続的成長		
1	6. 個人	企業価値は企業が将来的に生み出すキャッシュフローの割引現在価値（DCF）だが、その分析に限界があるため、真の長期予想を行う上では他の要素（ESG ファクター等）を広く捉えることが必要。	P. 6
2	9. Fjärde AP-fonden	“Sustainable”という言葉は、実際に文書では、環境や倫理的な問題を含む、より広い意味で使用することを推奨する。	P. 1

	ROE、資本コスト等		
3	2. メリルリンチ	グローバルな ROE 水準 8%を示したことは良いベンチマークとなる。一方、比較対象の <u>資本コストはファイナンスの概念として重要だが、計測値が不安定であるため、対話への利用には注意が必要</u> 。例えば、ROE に対して資本コストをベンチマークとすること、資本コストをハードルレートとして投資意思決定を行うことは、コーポレートファイナンスでは重要な意味を持つが、投資家と会社が資本コストのレベルを詳細に詰めたり、その比較で ROE の水準を要求したりターゲットとしたりすることは、必ずしも適切とは限らない。特に成長企業では、資本コストは高いとみなすべきだが、しばしばベータが低いため、対話や意思決定に誤りをもたらしやすい。→ No. 49 へ	P. 7~10
4	6. 個人	ROE にはレバレッジの概念も入るため現場には馴染まないという事は理解できるが、売上目標や生産改善だけでなく資産効率に関する指標を現場に落とし込んでいくという事は極めて重要。	P. 2
5	6. 個人	<u>日本企業の利益は他の先進国に比べてもボラティルなため、教科書的には、ボラティリティが高い企業は低い企業よりも財務レバレッジを抑えておくべき</u> 。日本企業全体の財務レバレッジが欧米と大差ないのは日本企業の利益のボラティリティの高さを考えるとやや危険。また、個別企業ベースでは更にバランスを欠いているため、 <u>日本企業は事業特性を踏まえた適正なバランスシートの考え方を明らかにし、戦略的に対応する必要がある</u> 。	P. 4
6	6. 個人	日本企業の利益変動が他の先進国よりも高く、保守的な財務戦略が求められるとすると、 <u>他の先進諸国よりも高い利益率の達成が求められるが、その利益率の低さが日本企業の最大の問題点</u> 。さらに、営業利益以下の利益率の低さ以上に、 <u>粗利益率の継続的な低下が深刻</u> 。	P. 4
7	6. 個人	一般的には企業年金基金連合会が議決権行使の基準として示した ROE8%という水準が意識されており、また実態としては ROE が 5%を下回ると PBR が有効に機能しなくなっている。従って、通常の場合は 5~8%の間で投資家は資本コストを考えている。	P. 5
8	6. 個人	企業は <u>インプライド資本コスト（株式市場が要求している資本コスト）を計算し、それと自分たちが把握している資本コストの差と原因を突き詰めて考えてみる必要がある</u> 。	P. 5

9	6. 個人	配当性向 30%と同様に ROE8%で十分という訳ではない。企業は自分たちのビジネスモデルをよく考え、海外との競合とも比較した上で、ROE のターゲットを示す事が重要。その上で、ROE が 8%を下回っている企業は先ずはそれを目指し、ROE が 5%を切っている企業は相当な危機感を持って事業の再構築を行っていくべき。	P. 5
内部留保、現金保有等			
10	1. ニッセイ AM	グローバルで見て、日本の株主還元の少なさは認識する必要がある。最近、大手外資系証券から出されたレポート(題名「CAPEX VS PAYOUT」)で、国別、産業別に、CAPEX と PAYOUT の比較が掲載されているが、グローバルでみた、日本企業の株主還元の低さが、浮き彫りになっている。	P. 1
11	2. メリルリンチ	キャピタルゲインは投機ではなく内部留保(が生み出す将来の配当期待)から生まれる。株式会社にとって ROA より ROE が重要な指標である理由は、ROE は、分子が配当と内部留保に回る利益の和であり、分母が初期投資に毎年の内部留保の蓄積を加えたものであるため、ROE の低下は、蓄積した内部留保(株主からの資金調達)がこれまでの ROE を維持できない程度の利益(配当か将来の配当)しか生み出さなかったことを意味する。	P. 4
12	2. メリルリンチ	伊藤レポートには <u>持合と金融機関の政策保有がほとんど触れられていない</u> 。これらの問題解決が、株主共同の利益の追求と少数株主保護を通じた日本企業の収益力改善の徹底につながる。例えば、政策保有は利益率の観点から 2つの問題あり。一つは、政策保有を背景にした事業展開が(金融機関にとっても保有される企業にとっても)最善の事業より現状維持を選ぶインセンティブになっていた可能性がある。もうひとつは、仮に事業において現実の考慮が多くなかったとしても、「配慮」を通じて高コストや低価格販売を見逃すインセンティブとなりえた可能性がある。	P. 6、P. 15
マネジメントシステム			
13	11. ICGN	投資家は日本企業の社外取締役が増えることを望んでいる。	P. 3
14	13. USS	社外取締役の導入は取締役会に多様な skillsets をもたらすため、重要。	P. 1
経営者、CFOの役割			

15	3. RWC	伊藤レビューで日本企業の CF0 の資質改善について触れられているのは大変良い。	P. 3
16	6. 個人	企業のディスクロージャーで対資本市場と社内で経営指標が乖離している問題は、欧米に比べ管理者レベルの人材が経営指標に対する理解が低いため。	P. 1-2
17	6. 個人	投資家との対話で特に深刻なのは CF0 の能力。CEO の事業に対する思いを財務面でしっかり支え、投資家の考え方を完全に理解したうえで、投資家と対話し説明する事が CF0 には強く求められる。	P. 3
18	8. IIRC	CF0 と財務部署は伝統的な資金調達ルートとの違いを十分に認識するとともに、いかに戦略的に資本コストを管理するか注意深く再考すべきである。	(b) P. 1
ショートターミズム			
19	3. RWC	投資家が短期志向化しているという認識は、大概 illusory (錯覚) である。	P. 7
20	6. 個人	個人的には日本企業は資本市場が短期化している事の影響を受けているという認識は持っていない。ただ、一部の企業や金融機関は長期低迷によって体力が低下し、短期的に成果が出ない投資を行う余裕を失っているという面がある。	P. 7
ディスクロージャー			
21	1. ニッセイ AM	投資家は、役員個別の報酬額が知りたいのではなく、どうインセンティブ化されているのかを知りたい。その報酬体系が、中長期計画とどのようにリンクされ、モラル高く働かれているのかを示すのが重要。	P. 2
22	3. RWC	四半期の開示情報が増加した結果、マーケット行動への影響力は高まったが、投資家のショートターミズムにはそれ程影響はない。最も重要なデメリットは、セル/バイ両方のアナリストの作業負担が増えた結果、長期的な企業戦略や見通しに対する深い分析能力が損なわれるようになっていること。	P. 3
23	5. 持続可能な金融市場ネットワーク (以下、SFM)	経営陣からの良好な情報開示は、1)取締役会の機能・活動、2)長期的な財務的・ESG パフォーマンスの関係と分析、3)経済的利益の成長と連動した役員報酬である。	P. 1
24	6. 個人	中期計画の達成力不足が指摘されているが、そもそも企業が <u>中期業績を詳細な数値で示す必要があるのか疑問</u> 。戦略がしっかりと見えない中で示された数字に説得力はなく、環境の変化に対する大きな考	P. 2

		え方や今後の戦略的投資をどの様に実施していくか ROI を意識しながら示す事こそ重要。	
25	7. 日本公認会計士協会（以下、JICPA）	伊藤レポートの「日本企業の ESG 情報開示は、国際的にも高い水準との評価」との認識は再検討が必要。例えば、FTSE4Good におけるレーティングにおいて、日本企業の「ガバナンス」に関する開示は世界平均を大きく下回る。日本企業の非財務開示の実態について、強みと弱み両面の客観的な検証に沿った記載が望まれる。	P. 2
26	7. JICPA	中間論点整理では、四半期開示制度と業績予想制度について議論されているが、日本の投資家向け開示制度の中核である有価証券報告書についての議論が提供されていない。→ No. 45 へ	P. 3
27	9. Fjärde AP-fonden	統合報告は投資家に企業の長期的な目標を伝えるためのツールになりうる。	P. 1
28	10. 個人	四半期開示制度によって企業と投資家の議論が短期的な方向に陥っている可能性があるとの指摘について、こうした誘発された事態のみをもって制度の変更を行うことは賢明でないとの方向性は納得。利用者にとって有用な期中財務情報は何かという観点から、重点を置くべき事項、詳細度、適時性等について欧米の制度との差異を、実態も踏まえて分析することが有用な示唆を与える可能性がある。	P. 3
29	10. 個人	企業の中期経営計画の内容は、会計上の見積において重要な役割を果たしてきており（例えば、繰延税金資産の回収可能性の回収可能性や、投資の減損における取得原価までの回復可能性の検討など）、すでに財務数値の基礎となる重要な情報となっている。	P. 4
30	11. ICGN	四半期報告については議論が多いことは認識しているが、四半期報告は年数回、全てのステークホルダーが同じ企業情報を入手できる情報の一つであり、継続的な開示制度という観点からも大変重要。	P. 4
対話・エンゲージメント			
31	2. メリルリンチ	金利も償還金も約束しない株式への投資家は、会社の事業ドメインや経営のビジョンが内包する夢と希望をシェアすることを求める存在。そして、筋肉や骨としての経営と血流としての資金提供（内部留保を含む）とが協業することで、事業が成長しその成果が持続的に分配される。	P. 16
32	4. PGGM	企業のマネジメントと株主との建設的な対話を促進する上で、 社外取締役は重要な役割をもつ。	P. 1

33	6. 個人	海外の運用機関で仕事をしていた時の経験で、日本通のファンドマネージャー・アナリストの中には欧米企業に対して当然する質問はせず、短期業績や製品戦略など日本企業が応えやすい質問ばかりをする人達がいた。これは彼らが日本企業に対して本質的な議論を諦めているという側面が強い。	P. 3
34	6. 個人	<u>日本企業の経営者は日本では常識的に使われている言葉の中に NG ワードがあるという事を理解する必要がある。</u> 例えば「モノづくり」という言葉は、現場任せで企業戦略がない事の証明と捉えられる。日本企業のマネジメントは日本人からは立派な方々だと理解できるが、マーケットとの対話が稚拙であるために、海外では大半が理解されていないという事を認識し、基本戦略から語る事が重要。	P. 3
35	6. 個人	投資家側も資本コストを踏まえてこの企業の ROE は幾ら以上が適正なのか、しっかりと答えられる投資家は少なく、ROE のターゲットを求める理由は利益が未達の際に自社株買いで対応する事を期待している場合も多い。 <u>投資家も企業に目標 ROE の提示を求める以上、自分たちとして求める資本コストの水</u> <u>準を個別企業ごとに語れることが必要。</u>	P. 3-4 P. 5
36	8. IIRC	(統合報告に関する) 質問は、企業の開示情報が正しいかどうかではなく、投資家が企業の評価に賛成か反対かという観点からされるべき。	(a) P. 5
37	11. ICGN	対話とエンゲージメントは、まず企業の取締役やマネジメントに照準が当てられるべき。伊藤レポートには、投資家側が気をつけるべき点が記載されているが、これは一方に偏っているように見える。	P. 4

2. 提言に関する意見			
No.	組織	内容	参照箇所
		ROE、資本コスト	
38	6. 個人	財務戦略が不十分な場合のデメリットは何かのショックが起こった時に一気に顕在化する。最終報告では、 <u>資本コストを理解せず、不適切な財務戦略を取っている事によるデメリットを示してはどうか。</u>	P. 3
39	6. 個人	中間論点整理で ROE を分解して低 ROE の原因を利益率の低さと結論付けているのは正しい分析だが、も	P. 4

		う一步議論を進め、 <u>どの様なバランスが適正なのか考え方を示してはどうか。</u>	
	持合		
40	2. メリルリンチ	まず、 <u>持合が日本企業の利益率に与える悪影響の可能性について検討して頂きたい。</u>	P. 16
41	2. メリルリンチ	事業会社の取締役は、会社法により株主共同の利益を追求する義務があるが、自社が保有する株式の利益相反について考える機会は少ない。このため、 <u>株主共同の利益を社外取締役がモニターすることを提案したい。</u>	P. 12～13
	ショートターミズム		
42	5. SFM	金融取引税の導入は、短期の回転売買を抑制し、長期投資を促進することで投資受益者の利益に一致するため、導入を提案する。	P. 3
	ディスクロージャー		
43	6. 個人	<u>企業が行うべきディスクロージャー内容を整理し、資料を簡素化する事を提案。</u> 現在の開示資料は内容の重複が多く非効率。企業に対し追加項目を求めるだけでなく、効率化を提案し、本質的なディスカッションが出来る余力を生み出す事が必要。	P. 8
44	7. JICPA	近年の欧州等の取組では、報告企業により自由度の高い開示が促される一方で、取締役会等の主体的関与と責任表明を求める、民間主体で開発された報告フレームワークや測定基準を採用する、重要性の判断及び決定等のプロセス開示を求める等の形で、報告の規範性を高めるための取組が進められている。我が国においても、中長期視点の企業情報開示のあり方の議論と並行して、報告の柔軟性を確保しつつ、 <u>報告にどのような規範性が求められ、また、その信頼性をどのように高めていくかの検討が必要。</u>	P. 3
45	7. JICPA	有価証券報告書を中心とした我が国における制度開示状況をレビューするとともに、制度開示書類において、企業の戦略及びビジネスモデルを含め、非財務情報を活用した開示がなされ、企業と投資家との長期志向の対話の基盤が築かれるための方策も併せて検討されるべき。また、企業の開示が過度に保守的にならないよう、罰則規定に対するセーフ・ハーバー措置を設けるなどの対応の検討が望まれる。	P. 4
46	10. 個人	企業と投資家の対話を通して、両者の合意により新しい（財務経営指標の）KPI を検討することが必要	P. 3

		ではないか。	
47	13. USS	今後どの種類の開示についてベストプラクティスの開発を継続するのか、企業と投資家双方に明確な方向性を示すためにも、最終報告では具体的な結論が出されることを期待している。	P. 2
対話・エンゲージメント			
48	1. ニッセイ AM	買収防衛策について、(取締役会で)どのような議論が行われ、導入・延長が決定したのか可能な限り開示して頂きたい。特に、社外取締役はこのような利益相反事象において、その役割が高まる。	P. 2
49	2. メリルリンチ	資本コストを使った対話が実際に難しいため、「 <u>内部留保の使い道</u> 」を企業と投資家のコミュニケーションのキーワードに提案。内部留保と ROE を軸にしたコミュニケーション（本質的には資本コストと同様の概念だが）を検討していただきたい。	P. 10、 P. 16
50	2. メリルリンチ	投資家は「誰と」対話するかという指摘の中に、 <u>社外取締役を含む</u> ことが必要。外部の（external）取締役は、外部者（代表的には株主）の利益が内部者によって損なわれていないかどうかをチェックする役割を持つ。それゆえ、投資家は積極的に自らの立場を社外者に訴える必要がある。	P. 12
51	2. メリルリンチ	伊藤レポートで言及されている「投資家フォーラム」がさらに発展し、 <u>投資家のための政策立案や環境分析能力を持つ組織(機関投資家のシンクタンク)</u> を設立することを提案。この際、最も重要なのは日本の大規模投資家が本組織に概ね含まれ、コストを分担すること。	P. 15
その他			
52	5. SFM	企業の直面するリスクについて企業・投資家はブラックスワン型の(発生確率は低いものの、その被害が甚大な)事件・事故を、頻発するが被害の小さい事件・事故と同様、通常のリスク管理プロセスで考慮に入れるべき。	P. 2～3
53	5. SFM	企業会計基準は外部性を考慮する必要がある。例えば、従業員研修は費用ではなく資本投資として計上されるべきであり、企業の温室効果ガス排出、汚染、生態系破壊は費用として計上されるべき。	P. 3