

(案)

※前回総会における委員からの御意見を基に作成。斜体による文字表記は、中間論点整理に対して寄せられたコメント。

＜総論的意見＞

I. グッド・バッドプラクティスを盛り込むべき

1. JPX 日経 400 が、事業会社を ROE 指標に向かわせたことをベストプラクティスとして、最終報告で強調しても良いのではないか。
2. 事業会社側が、投資家の言葉や目線を理解しないと結果的にこういう目に遭うといったバッド事例も示せば更に理解が得られ易いのではないか。

II. 企業と投資家側で意見がすり合わない場合は両論併記で示すべき

1. 論点ごとにグローバルな視点で、あるべき姿・方向性を一つに収斂させることを模索すべき。しかし、投資家側と企業側で擦り合わなかった場合は、無理に一つの場合にする必要はなく、両論併記でも結論を示すべきである。両論併記になりそのような論点は、社外取締役の要件、統合報告書と ROE。

III. 企業のガイダンスとなるような内容、表現を盛り込むべき

1. 中間論点整理に対して事業会社サイドからコメントがないのは、事業サイドが、投資家目線を理解していないからではないか。この状況から脱却するためには、事業会社サイドが市場と向き合うためにやるべきガイドラインといったかみ砕いた形での呈示が必要ではないか。
2. IR への取り組みについて、①グローバルな企業は、自律的に戦略を考えないと株主から反発を受けるという促し方、②それ以外の I 部上場企業には、具体的にこうやった方が良く示すこと、③中小型の企業に対しては、経営トップ向けに意義やかみ砕いたマニュアル的なものが必要。
3. 今後、事業会社側と、投資家の対話を通じて、投資家のニーズをマネジメント層や IR 担当者に教育することが必要。今回の伊藤レポートを教科書にして勉強会をするのはどうか。

IV. 企業価値、持続的成長の定義について

1. 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。

2. “Sustainable” という言葉は、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。

<個別の提案や追加的論点>

V. 投資家と企業の継続的な議論の場の創設

1. 企業報告ラボなどの場を利用して、開示項目について、企業と投資家の実務者が参加し、議論することが必要。参加者をより広げてパブコメ的に行うのも良いかもしれない。統合報告の議論については、オープンに議論され、現場の意見を汲み取ることが大切。
2. 事業会社側は、投資家の本心が分からないので、何を開示すべきか分かっていない。そのようなすれ違いを解消するために、対話の機会をつくるべきである。

VI. 機関投資家等のシンクタンクの必要性

1. 投資家側と企業側の継続的な議論が可能になるように、機関投資家等のシンクタンク的なものが出来ると良い。

2. 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、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）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。

VII. コーポレート・ガバナンス・コードの在り方等

1. コーポレート・ガバナンス・コードを作成し、そのなかで社外取締役や独立役員の在り方について規定すべき。東証がコーポレート・ガバナンス・コードを作成するため、企業の巻き込みが必要。

VIII. 企業と投資家の対話・エンゲージメントの内容について

1. エンゲージメントの強化として、エンゲージメント強化のためには何が必要かを議論すべき。

2. 資本コストを使った対話は現実的に難しいため、「内部留保の使い道」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対話内容）を検討すべき。

3. 日本企業の経営者が常識的に使う言葉の中に NG ワードがある。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市場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、基本戦略から語るべき。

4. 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。

IX. 対話における社外取締役の役割

1. 社外取締役の導入は、社内に投資家との対話の視点や多様なスキルセットをもたらすメリットがある。ただし、社外取締役は、役員の過半数いないとワークしない。また、社外取締役が平時でも投資家と対話することが重要。

2. 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。
3. 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。
4. 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。
5. 投資家は「誰と」対話するかという指摘の中に、社外取締役を含むことが必要。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。
6. 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、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。

X. スチュワードシップ・コードの実践について

1. スチュワードシップ・コードで機関投資家が指針として示しているもののうち、定性的な表現（たとえば資本政策等）等をアペンディックスとしてまとめてみると面白いかも知れない。

XI. 株式の持ち合いについて

1. 日本の社会には、強いガバナンスがあるという印象を投資家に印象づけるため、一例として、株式の持ち合いに対して日本全体でどうしようとしているのか議論が必要。

2. 伊藤レポートには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。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。

XII. あるべき開示情報について（全般）

1. 企業側が統合報告などディスクロージャーを追加するのであれば、ユーザー視点に立って開示資料を棚卸しし、投資家側が本当に必要なものに絞っていくべき。
2. 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、最終報告では具体的な結論が出されることを期待。
3. 企業が行うべきディスクロージャー内容を整理し、簡素化を提案。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。
4. 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
5. 欧州等では、企業により自由度の高い開示を促す一方、取締役会等の主体的関与と責任表明を求める民間報告フレームワークや測定基準を採用。我が国においても、中長期視点の企業情報開示の議論と並行して、報告の柔軟性を確保しつつ、規範性と信頼性向上をどう考えるか検討が必要。

XIII. 開示制度全般について

1. 企業側は、開示資料について、金商法と会社法などで重複感を抱いており、企業の生産性を上げるためにもその解決に繋がる議論をしたい。
2. 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。
3. 有価証券報告書を中心とした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、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。

XIV. 四半期開示について

1. 四半期決算開示の是非と経営者による短期業績予想の是非とを峻別して記載した方が良い。
2. 四半期ごとの決算発表業務の中、管理会計と財務会計の分析の読み替えをするが、決算発表が短期化するあまり、企業の財務会計に基づく経営分析が拙速になり、四半期ごとの社内的経営チェックのレベルが低下する懸念を検討すべき。

3. 四半期の開示情報が増加した結果、市場への影響力は高まったが、投資家は元々ショートタームであるのでそれ程影響はない。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きていること。
4. 四半期開示制度について、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制度との差異を、実態も踏まえて分析することが有用。
5. 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重要。
6. 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。
7. 中期計画の達成力不足が指摘されているが、企業が中期業績を詳細な数値で示す必要があるか疑問。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。
8. 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）、財務数値の基礎となる重要な情報。

XVII. ESG（特にガバナンス）情報の開示について

1. 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。

XVIII. 買収防衛策の開示について

1. 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。

XIX. 統合報告の在り方について

1. 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。
2. 統合報告に関する問は、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。

XX. EPS 等の開示について

1. 企業は、長期の視点を持つことが必要であり、自社の強化軸を意識しながら、2020 年の EPS（一株当たりの利益）を議論したらどうか。「我が社」の KPI を議論し、企業の長期目標を統合レポートなどで積極的に IR することで、投資家の短期志向を変えていくことが重要である。

XX I. コミッション・シェアリング・アレンジメントの議論継続

1. CSA（コミッション・シェアリング・アレンジメント）については何か示唆を得られる可能性があるため、もう少し議論を深めてはどうか。

XX II. CFO の資質についての記載

1. CFO は、外のことも分かっていることが期待されるため、社内出身者よりも社外のプロの方がクールに対応できるかもしれない。CFO は、会社の中に対する視線と会社の外に対する視線の両方をバランス良く備えている必要があり、CFO 資質について、つつこんだ議論をすべき。
2. CFO の資質について、最終報告に反映したら良い。投資家と企業の間をよくするには、財務担当者、社内マネジメントの担当者及び IR 担当者の三つの立場が ROE や資本コストについて議論しつくすことが大切。

3. 伊藤レビューで日本企業の CFO の資質改善について触れられているのは大変良い。
4. 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。
5. 投資家との対話で特に深刻なのは CFO 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 CFO には強く求められる。
6. CFO 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。

XX III. ROE、資本コストの提示方法について

1. ROE の目標はわかりやすさや具体性の観点から重要だが、現場への落とし込みと個々の企業によって異なる、という二つの課題を乗り越える必要。前者は、現場向けに ROE をかみ砕くことが必要。ROE の目標の出し方は、足きり値や努力目標などいろいろある。また、JPX 日経 400 等を通じて ROE を重視する企業が増えれば、他の企業も自然と ROE を重視せざるを得なくなる。そのような連帯意識が日本らしさであり、そのような環境ができれば、日本企業全体の ROE を向上させるチャンス。
2. ROE は引き続き共通の指標として議論できるように最終報告にも組み入れたいが、

資本コストは算出にばらつきがあるため、経営目標に落とし込むのは、ピンとこない。ROE の具体的な数字を出すことは、提言にインパクトを与えるという点で効果的であると思うので、出し方には注意しつつ提示すべき。

3. 弊社は、困難であったが、これまでの伝統を乗り越えて、ROE の数字を打ち出す事とした。そうすることで、外から見たときに、出していない企業との差別化を図れる。グローバルに戦うためには、数字を出すことが必要であり、そのための企業向けのガイドラインの作成に賛成である。
4. 最終報告で、ROE 8%を明記するかについては、数字を明示するよりも、社内で議論した上で企業の考え方を示すことの方が重要ではないか。その上で、マクロの目標として、ROE 8%という数字を出すのは良いが、個別企業の目標とすべきではない。

5. 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。一方、比較対象の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。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。
6. 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。
7. 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。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、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。
8. 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、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。さらに、営業利益以下の利益率の低さ以上に、粗利益率の継続的な低下が深刻。
9. 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 ROE 8%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。
10. 企業は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る必要がある。

11. 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。
12. 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、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。
13. 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、もう一步議論を進め、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。
14. 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。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準を個別企業ごとに語れることが必要。

XXIV. 内部留保、現金保有等について

1. 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。最近、大手外資系証券から出されたレポート（題名「CAPEX VS PAYOUT」）では日本企業の株主還元の低さが、浮き彫りになっている。
2. 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。

XXV. その他

1. 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。
2. 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。

3. 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。