

最終報告に向けた提案の概要について
(順不同)

2014 年 7 月

1.

・ 中間論点整理にある「基本的問題意識」を「今後の目指すべき方向」として論点明示型に書き直す

・ 要旨にある 7 つのエビデンスと 6 つのあるべき方向性・検討すべき事項について、3 つのあるべき方向性と、その各々について 3 つの具体的なアクションプランをまとめる。これが提言となる。全体で 9 つのアクションプランについては、できるだけわかりやすい言葉で、キーワードを明確にする。

・ 本論はできるだけ中間論点整理の全体を生かすようにしながら論旨の統一を図る。多少の無駄や重複があっても、読み手に材料を提供するという点ではリダンダント(redundant)であってよい。

・ 私が提案する 3 つのあるべき方向と各々のアクションプランは、以下のようになります。

I. 企業価値創造の差異化を追求すべし

1. わが社の企業価値創造が見える化せよ
2. ステークホルダーとの緊張と協調の対話が競争力を高める
3. 売上高営業利益率から世界標準の ROE へ転換

II. 投資家は企業価値創造のプロセスを共有すべし

1. 短期志向のインセンティブを克服せよ
2. 長期的な企業価値評価の軸について対話する
3. 経営の仕組みに ROE や資本コストをビルトインしているかを評価

III. 対話の質の向上を図る場を作る

1. 高収益を実現するイノベーションの連鎖を語る
2. 長期投資家を育てるインセンティブを組み込む
3. 統合報告を軸にした IR の場を設定し、対話を実践する

2.

1. ROEの向上を目指す必要性

日本企業の現状は中間論点整理でポイントは押さえられていると思われるが、なぜ低いと問題なのか、どの程度まで最低でも高める必要があるのか、求められるROE水準とは、といった論点を強調すべきと考える。

具体的には、マージン改善の必要性、リーマンショックで日本が大打撃を受けたように日本企業の持続性に疑問符がついていること、資本コストを上回るROEという考え方の徹底などを明示することでメッセージ性が明確になるのでは。

2. 中長期の経営についての情報開示

中期経営計画を公表する企業は多いが、単なる事業説明に止まっている場合が多いことや、目標数字の達成確度が低いこと、財務戦略はあまり説明されていないことなど投資家の期待に応えているとは必ずしもいえない。

統合報告で示された、価値創造のプロセスを明らかにするという考えなども取り入れながら、中長期の経営の方向性をいかに語るべきかのヒントを提示することが必要と思われる。

3. 発行体と投資家のオープンな意見交換の場を設置

2.との関連も含め、発行体と投資家のオープンな意見交換の場が検討されるべきであろう。エンゲージメントに必要な情報は、普遍的なものもあれば時代に応じて変化するものもあると思われる。双方の認識ギャップを埋め、情報開示のあるべき姿を考えるためには、議論が継続的に行われることが必要と考える。

4. 「スチュワードシップ・コード」と「コーポレートガバナンス・コード」

日本の機関投資家は「もの言わぬ株主」と表現されることが多かったが、2013年のデータ（投信協会）で会社提案に対する反対・棄権比率が16%、株主提案に対する賛成比率が11%となっているなど一定の意見表明はしていると思われる。このようなイメージが一般的でないとすると、「スチュワードシップ・コード」導入を契機とする積極的な行動が必要であろう。

投資家サイドに変化が起ころうとしても、発行体側の変化がなければ効果は限定的となる。「スチュワードシップ・コード」に対応する「コーポレートガバナンス・コード」を導入し、お互いがエンゲージメントに向けた意志を表明すべきではないだろうか。

5. 「エンゲージメント」の具体例、望まれる論点

「エンゲージメント」についての問題点は、「意義は何となくわかるように思われるが、具体的に何をすればよいのかがピンとこない」というものではないだろうか。この点において、「伊藤レポート」は教科書的な役割を果たす必要があると思われる。

「エンゲージメント」でどのような対話すべきか具体例をいくつか示した方がよいと思われる。議論のバランスをとるためにもプロジェクト参加メンバーのアンケートをとるなどして、少なくとも 5-10 項目は最低でも明示した方が社会の期待に応えられるのではないかと考える。

6. 「社外取締役」への期待を具体的に示す

社外取締役が形式だけ増えても意義は薄い。社外取締役が株主代表の側面を持つことを勧案するならば、社外取締役の IR イベントへの参加（聞くだけでも良いので）、投資家との対話、アニュアルレポートでの意見表明など、株主との対話を自ら実践する必要があるのではないかとと思われる。

7. 「ショートターミズム」（項目としてはいれるが過度に強調しなくてもよい）

この 1 年間の議論を振り返ると、日本におけるショートターミズム問題は、日本企業の収益性の低下に脅威を与えていない可能性が高いように思われる。もちろん無視できる論点ではなく、四半期開示問題は大いに議論の余地を残すが、過度に強調するとかえって制度論などに議論が流れ、本質を見失うリスクがあると感じる。従って、問題点の提示はしても過度に強調する必要はないのではと考える。

3.

1. レポート全体のスタンス：企業向けの考え方

ROE の重要性を経営現場に落とし込むことの難しさ、資本コストに対する理解不足など、当レビューの企業側に対するアプローチで難しい面があるが、最終報告は「企業経営者の教科書」という位置づけでよいのではないか。

2. ROE の重要性

野村證券 1 月 17 日付けレポートでも指摘されている通り、日米株式の配当込みリターンと ROE は長期的に一致している。

ROE を高めることは長期的に株式パフォーマンスの向上につながり、家計の金融資産の価値向上、企業の資金調達の多様化、年金パフォーマンスの改善による企業および国家財政のサポートなどにつながる

3. 資本コストを意識した経営のプラス効果

中間報告ではふれていなかったが、資本コストを意識した経営が企業の価値貢献に寄与することを強調してもよいのではないか。丸紅、三菱商事などの大手商社の業績が大幅に向上したのは、資本コストを意識した事業ポートフォリオの見直しを大胆に行ってきたことが大きい。資本コストを下回る事業群を撤退、縮小する一方で、リターンの高い分野へ経営資源を大胆にシフトさせてきた。

4. エクイティファイナンスの意味

コーポレートファイナンスの教科書では、エクイティファイナンスとは新株発行と内部留保の 2 つがあると記載されている。企業は増資と同様に、内部留保する場合はそれを資本コストを上回る投資に向けないと株主価値を低下させていることを自覚すべきである。

5. JPX 日経 400 の効果への言及

機械メーカーのアマダは JPX 日経 400 に選出されなかったことを契機として、自社株買いと増配で株主還元を 2 年連続で 100%行うという大胆な施策を発表した。発表後に株価は 25%上昇し、PBR1 倍を回復した。JPX 日経 400 は指数組み入れ銘柄の選定において、

- ・ 3 年平均 ROE（ウエイト 40%）、
- ・ 3 年累積営業利益（同 40%）、
- ・ 時価総額（同 20%）

の3指標でスコアリング。選ばれた企業は、「投資家にとって魅力の高い会社、資本効率の高い会社」のお墨付きといえる。

かつての売上競争から利益規模へ、更に営業利益率へと経営者の目線の変化が企業行動を進化させてきた。ROE意識の高まりが、グローバル規模での日本企業の長期的な稼ぐ力の向上に寄与しよう。

6. セルサイド・アナリストの決算プレビューレポート問題*

短期志向化の最たるものとして、セルサイドが出す四半期決算のプレビューレポートがある。1か月以内に発表される四半期決算がアナリストのコンセンサス予想に対して上/下回りそうか、会社予想に対する達成率はどうかなどがその内容であり、ファンダメンタルズ分析というより沈黙期間直前の企業へのプレビュー取材に基づく「数字当てごっこ」になっている。ショートターミズムを助長させるだけでなく、インサイダー問題にもつながりかねず、企業、セルサイドアナリスト、運用者とも毅然とした態度が求められる。

● ポイント選定の前提

(1) 本レポートの（読者）対象としては、

- ① グローバルに発信し、海外投資家・海外マスコミにも日本における「企業と投資家との対話」が進化していることをアピール。
- ② 絵に描いた餅で終わらせないために、上場企業、まずはその経営者に浸透を図るとともに、啓蒙活動のツールとして実践的に活用できる内容にする。→JPX400 を念頭において、400～500 社程度のレベルをまずはターゲットにする。
- ③ 将来、ER (Employee Relations) の充実、企業の社員あるいは国民への証券市場に関する教育・啓蒙活動への活用まで見据える。

(2) 上記(1)②を踏まえて、企業に浸透を図る第一歩として、CFO や IR ヘッドが社内の経営陣、上級幹部層に向けて、取締役会、経営会議などで啓蒙していく際の簡潔なプレゼンテーション資料 (Powerpoint 資料のイメージ。スライド 3-4 枚) があると望ましい。

なお、冒頭 1 ページには、本レポートの提言主旨を箇条書き (ブレット・ポイント) で記載あると活用しやすい。

● 最終報告に盛り込むべきポイント

(1) 証券市場に関する企業への啓蒙の必要性：レポートの冒頭で、株式投資とは何か、証券市場の意味とは何か、証券市場に上場しているメリットは何か、について簡潔に提示する。

経営陣の証券市場への理解を高めるために、「企業と投資家の対話がなぜ必要か」等の点から説明する。

(2) 企業価値の向上を目指す点についての企業側の視点：株価が上がることのメリット、株価が下がることのデメリットについて整理する。

① 企業価値向上 (株価上昇)こそ、真の買収防衛策。逆に企業価値が下がると、買収されるリスクが高まる。

② 取締役への株式報酬インセンティブプランの増加。

(3) 経営目標数値に関する企業側の視点：ROE とともに、経営上は個別事業の ROIC が重要。

(4) 「望ましい」あるいは「目標にすべき」ROE 水準に関する企業側の視点：ROE についての “Comply or Explain” により、説明責任を果たす。

① 上場企業に対して、グローバル投資家の要求する ROE 目標を明示。

② ROE 目標に届かない場合、業種特性や取り巻く環境による要因をステークホルダーに説明する。ROE を徐々に改善させる企業の姿勢について、投資

家によるポジティブな評価の必要性に言及。

③中長期（e. g. 2020 年）の ROE の目標を設定。

（５）投資家の対話の窓口としての企業側の経営人材：CFO の人材強化の重要性についての提言

①「戦略的に資本コストを管理する」能力を CFO が持つための、投資家や社外取締役による教育

②社内での育成とともに、人材市場でのプロフェッショナル CFO の活用

③企業は、投資効率の重要性（ROE、ROIC）に関する投資家との対話の場を提供

（６）中長期視点での投資家と企業の対話を可能にするためのツールの重要性：統合報告書など、中長期経営戦略を表現するツールへの取り組みを推奨する。

①「見えない資産（人財、ブランド、技術、適切な経営戦略など）」を評価するための、統合報告書の作成。

②中長期戦略や ROE の重要性についての社内への浸透にも活用。

（７）企業側がより質の高い開示業務を行うための視点：強制開示資料（法的開示資料）の一本化に向けた議論を行うよう、提言する。

企業側が抱く金融商品取引法、会社法の開示義務や証券取引所の開示要請に対する重複感。

（８）四半期開示の必要性についての企業側の見解：四半期開示が企業の経営管理上役立つ可能性についての言及。

（９）投資家と企業とのエンゲージメントに関する実行可能なプロセスの提言：エンゲージメントの場として機関投資家向け決算説明会を活用する。

（１０）社外の声を経営に生かすことの重要性の提言：投資家と企業との対話の改善と内容の活用が、企業の持続的成長へとつながることで、企業にとっても Win-Win であるプロセスを明示することで、企業経営者の当事者意識を高める。

①ベストプラクティスの提示や横展開等による上場企業全体の「稼ぐ力」の向上

②IR が社外へのアピールのみで社内から遊離することなく、投資家の視点を経営にフィードバックする IR の更なる努力と、経営から役立つと評価されるような投資家の声のクオリティーの更なる向上

5.

構成について、簡単な趣旨サマリーと本論が理想と考えます。本論については基本的に中間論点整理をそのまま使い、「あるべき方向性」の部分を「提言・推奨」にして明確化するとメッセージとして強調できると考えます。趣旨サマリーとして、以下に案を用意しました。

最終報告書の趣旨

少子高齢化、財政問題など、日本国民の将来生活水準の維持向上を果たす上で危機を未だ払拭できていない。危機を克服するには、実体経済ルートだけではなく、効率化による生産性向上、企業価値創造による経済力向上等による市場経済ルートによる経済活性化が不可欠である。アベノミクス第一の矢である大胆な金融緩和積極的な金融政策を契機にデフレ解消、景気回復基調に推移して来ているのも市場経済ルートに働きかけたためである。日本経済を継続的な成長軌道に載せるためには、GDPを構成する3つの要素の中で唯一価値創造ができる民間企業の活動が牽引役になるしかない。

上記を達成するために、何が機能不全に陥っているのか、取り除くべき障壁は何かについて1年間、16回の総会、3つの分科会計?回にわたり議論を重ね、本年4月には中間論点整理を発表した。この度、中間論点整理および内外からの更なるフィードバックを踏まえ最終報告としてまとめるに至った。

中心的課題は以下の通り。

1. 本格的な経営改革による競争力強化、成長力回復

(「その問題を作ったときと同じ考えのレベルで解決することはできない」インシュタインの言葉)

2. 資本コストを意識した経営規律に対する責任

- ・ 株式とは、株主とは、内部留保とは、というような基礎的だが必ずしも正しく理解されていないことがらについて、教科書的ではなく平易に噛み砕いた説明を加えるといいのではないか。
- ・ 株主が企業の将来に期待しているから内部留保が許容されている。この(もしかしたら一方通行の)暗黙の了解に関して、企業から投資家に対する説明が足りない。
- ・ 新成長分野の早期発掘・育成、事業ポートフォリオの見直し、事業撤退

は変化する事業環境の中で持続的成長を果たすために必須であり経営者の責任である。無作為を放置しない経営規律が求められる。

3. 企業と投資家による目的ある建設的対話促進

- ・ 日本版スチュワードシップ・コードと策定予定のコーポレートガバナンス・コードの励行

4. 上記達成を妨げる可能性があるインベストメントチェーン（注）上の諸問題を整理、全体最適の観点から在るべき方向性を提言

（「手段の完璧さと、目的の混乱。この2つが、私たちの主な問題に見える」アインシュタインの言葉）

5. 企業と投資家の間で効果的な対話を促進するために「投資家フォーラム」を設置することを推奨する。

（注）インベストメントチェーンとは、最終投資家（全ての国民は年金受給者であり投資家）から公開市場で資金調達する発行体（上場企業）の間を繋ぐ各機能の連鎖のこと。仲介機能として、証券発行市場、証券流通市場、それに関する証券会社、資産運用会社、年金基金、保険会社、信託銀行、年金コンサルタント等、多くの参加者が介在する。

6.

(伊藤レポートの意義)

- (1) 日本経済は、デフレから脱却し、「失われた20年」を取り戻さなくてはならない。そのために、日本の‘稼ぐ力’を高める必要があるという認識の下で、日本再興戦略改訂版が作成された。これは、経済のグローバル化の進展、ITのさらなる進化、米国を除く先進国における少子高齢化の進展等という新しい経営環境の下で、我が国企業が持続的に価値創造を続けるために必要な‘構造改革’を官民挙げて迅速かつ円滑に進める狙いが込められている。
- (2) 伊藤委員会における‘企業と投資家の望ましい関係構築’のための‘持続的成長への競争力とインセンティブ’に関する議論は、こうした企業の持続的な成長を支える長期的なリスクマネーを内外の投資家から安定的に供給を受けることができるようにするために、企業経営従事者と投資家・アナリスト・学識経験者等が集って、企業と投資家の相互理解を深め、望ましい‘協創’関係を構築することを目的に昨年7月から行われてきた。こうした事情を背景に、本年4月に公表した当委員会の中間論点整理に記載された幾つもの事項が本年6月に取り纏められた日本再興戦略改訂版にも取り入れられている。
- (3) 今回の伊藤委員会最終報告書は、企業経営者が求められる‘稼ぐ力’向上への歩みを投資家等とも共有し、それに必要なリスクマネーの円滑な供給をうけ、さらには自らに与えられたストックオプションの価値を高めるための指針として、またIR担当や財務経理に従事する者にとっての具体的な施策を講じていく際のあるべき方向性を示す羅針盤の役割を果たすことを期待したい。

(‘稼ぐ力’を投資家と共有するためのROE, ROIC)

- (1) 日本企業は、その多くがグローバル競争に勝ち抜くことを命題としている。その際、技術進歩のスピードが速まっているだけに、既存のナレッジやビジネスモデルの陳腐化リスクは高まっているだけに、弛まざる研究開発を続ける必要がある。このためには、それを支えるリスクマネーを効率的に調達する必要がある。この意味で、機関投資家等に企業の中長期戦略を示し、それに共感してもらい、株式を購入し保持し続け、結果的に企業としての資本コストを引き下げることが有用である。
- (2) そのためには、内外の年金基金等がわかりやすい形で、自社の‘稼ぐ力’を表現する必要がある。それがROE, ROICといった言葉であり、IR(インベスター・リレーションズ)活動に関連する企業内人材がしっかりと

それを理解すべきことは当然である。しかし、それだけに止まらず、社内他部門あるいは子会社の役職員にも ROE, ROIC の意味を各々の活動で留意している現場の言葉に置き換えて理解させることも、社内の目標をそろえることを通じて、‘稼ぐ力’を高める効果がある。

- (3) すべての投資家は、‘稼ぐ力’の高い企業を好むことは間違えない。ただ、今の‘稼ぐ力’が少々低くとも将来の‘稼ぐ力’の高い企業を好む中長期投資家も少なからず存在する。さらに、中長期投資家の多くは、一時的な‘稼ぐ力’の落ち込みについては、その背景にある理由と回復シナリオを十分説明すれば、辛抱しうるものである。こうした意味で、企業の説明力が問われる時代となっている。

(原則主義への順応)

- (1) これまで日本の上場企業経営者の資本市場への向き合い方には、横並び意識が強く働いてきた。これは、‘稼ぐ力’の源泉であるビジネスモデルも投資の回収期間、使う資源等は企業によって全く異なるものの、過小資本からの脱却という共通の目的があり、それゆえこうした向き合い方には相応の合理性があった。
- (2) しかし、今や日本の上場企業といっても、活動範囲が異なるうえ、資本蓄積の程度や将来の投資資金(＝リスクマネー)の調達ニーズも大きく異なる。このように多様性を持った日本企業の資本市場との向き合い方は、各々のおかれた状況に応じた相違があって当然である。折しも金融機関による株式保有比率が低下した中、自社にとって好ましい株主を自ら想定してそうした株主の増加を働きかけることも可能な状況になっている。
- (3) また、日本企業の持続的な価値創造の継続を可能となるように企業経営を律するコーポレートガバナンス等の枠組みについても、一律なルール化は難しいだけでなく、却って弊害をもたらすことにもなりかねない。その意味で、企業の側では、原則を遵守するか、従わない場合には理由を明示する(＝Comply or Explain)原則主義的な枠組みがとられることが望ましい。

(資本市場を使った資源配分における留意点)

- (1) 資本市場を通じた資源配分は、本来資本主義の原点であるが、我が国においては長期にわたって銀行が資源配分の中心に位置し、ともすればサイドラインに位置付けられていた。しかし、アベノミクスによる株価回復に伴い、資本市場を通じた資源配分が見直されつつある。しかも、そ

れは、バーゼルⅢ等銀行や保険会社に対する規制強化に伴う銀行のリスクマネー供給力に制約や、少子高齢化の下での将来の年金原資確保等の観点からの貯蓄から投資への新たなニーズが出ている。

- (2) 上場企業も投資家・アナリストも、資本市場の担い手として、こうした新たな資本市場へのニーズに適切な対応を図っていくことが望まれる。この点、投資運用会社の信頼性の確保はもとより、企業のサイドにおいても投資家平等を踏まえた対応が必要となろう。例えば、中長期的な戦略に対するある投資家の理解促進を望む場合、他の投資家にも閲覧可能な開示資料の提供は欠かせない。
- (3) その意味で、IIRC が定義している統合報告は、短期・中期・長期の企業価値創造を簡潔に表現したものであり、企業と投資家が中長期の戦略に関する対話を行う場合に他の投資家を害さないという意味で有用な開示資料となろう。

7.

1. レポート全体のトーン：両論併記を避ける

報告書の方向性がぼやけてしまうので、ROEや社外取締役についての両論併記は避けるべきである。

2. ROEの重要性

ROE目標を高く示すことは、企業が変わるきっかけになるし、国のためになる。変革をもたらすことが必要

企業は投資家に対して、ROEを重視する目的や背景を説明するのが重要である。

3. Comply or Explainの導入

Comply or Explainの導入は、企業と投資家のエンゲージメントを強化する方法の一つ。たとえばROEを重視しないのであれば、その理由を説明することで、投資家との対話が始まる。

4. 最終報告発表のタイミング

機関投資家の日本版スチュワードシップコードへの対応指針をまとめるにあたっての方針策定の参考になるように、8月上旬には最終報告をまとめたい。

5. 株式持ち合いの解消を明確に謳う

投資家と企業の建設的な対話を促すというプロジェクトの基本方針を改めて考えますと、買収防衛や友好関係の証明など投資以外の目的で投資している持ち合い株主は、企業価値向上を目的とした実のある対話を行うインセンティブはありません。また議決権行使も企業価値向上の観点からではなく、保有先との縁故や関係維持の観点から行使を行うケースが多くみられます。これは利益相反であり、かつ企業価値向上の低下につながる可能性が高いと考えます。よって、持続的な企業価値向上を求め、かつ建設的な投資家対話を実施していくのであれば、株式の持ち合いは速やかに解消し、それらの株式を本当の意味での投資家に保有してもらうべきかと思います。

6. サステナブル成長率の概念の言及

最も望ましいのはROEの向上と高水準の維持ですが、現状のROEを維持し、低下させないことが最低の条件です。配当性向が一定の場合、内部留保の分だけ株主資本が増加していくために、ROEを維持するための最低成長ラインが必要

です。これを企業側に再認識していただき、企業経営に活かしていただきたい
と思います。

8.

① アセット・オーナー：プロフェッショナル化の促進

・年金基金側に長期（アクティブ）投資や ESG 投資の意義が十分に理解されていない気がします。年金基金の担当者の中にはポートフォリオ・マネジメント理論に対する深い理解がやや足りない方も見受けられます。最近ようやく一部の基金に真のプロフェッショナルの方（元大手機関投資家の CIO 等）が就任されて緊張感を生んでいるケースが出てきました。もっとそのような動きは加速されても良いのではないのでしょうか。

② アセット・マネジャー：採用している長期投資評価手法の明示

・企業と投資家の対話というとき、投資家側に長期投資を行うための基礎となる投資評価手法（たとえば DCF や DDM）がなければなりません。それがどのようなものであるかを企業に対してもアセットオーナーに対しても明示する必要があります。短期の業績予想のみで投資判断している投資家に企業との「対話」は必要ないと思われれます。

③ 企業：CFOのプロフェッショナル化と中期経営目標の明示

・投資家・アナリストに対し細かな目標指標の明示は必ずしも必要ないと思います。各社のステージに応じて工夫して中長期のビジネス展開の方針を適宜開示するということが十分ではないのでしょうか。ただし統合報告で期待されているビジネスモデル等の諸原則が記載されていることは肝要かと思います。

④ セルサイド・アナリスト：ベーシックレポートの作成の推奨および目標株価とその根拠の説明

・この点に関し米国においては Global Settlement 以降徹底されていますが、我が国においては未だ不十分かと思われれます。より長期的視点にたったベーシックレポートが作成されることを推奨すべしと思います。

（以上）