

# 議論のための基礎資料

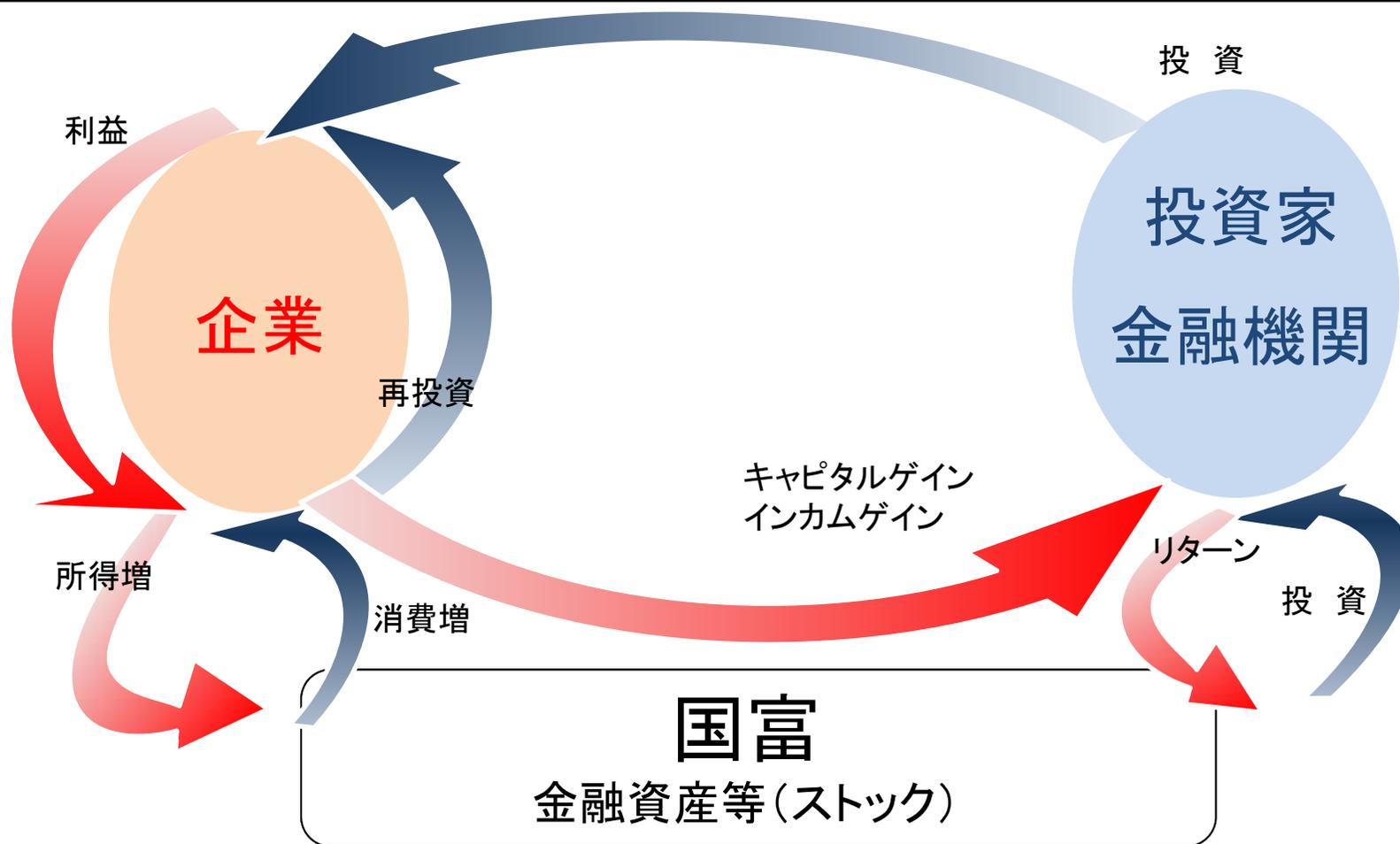
平成27年6月10日(水)  
経済産業省

## <目次>

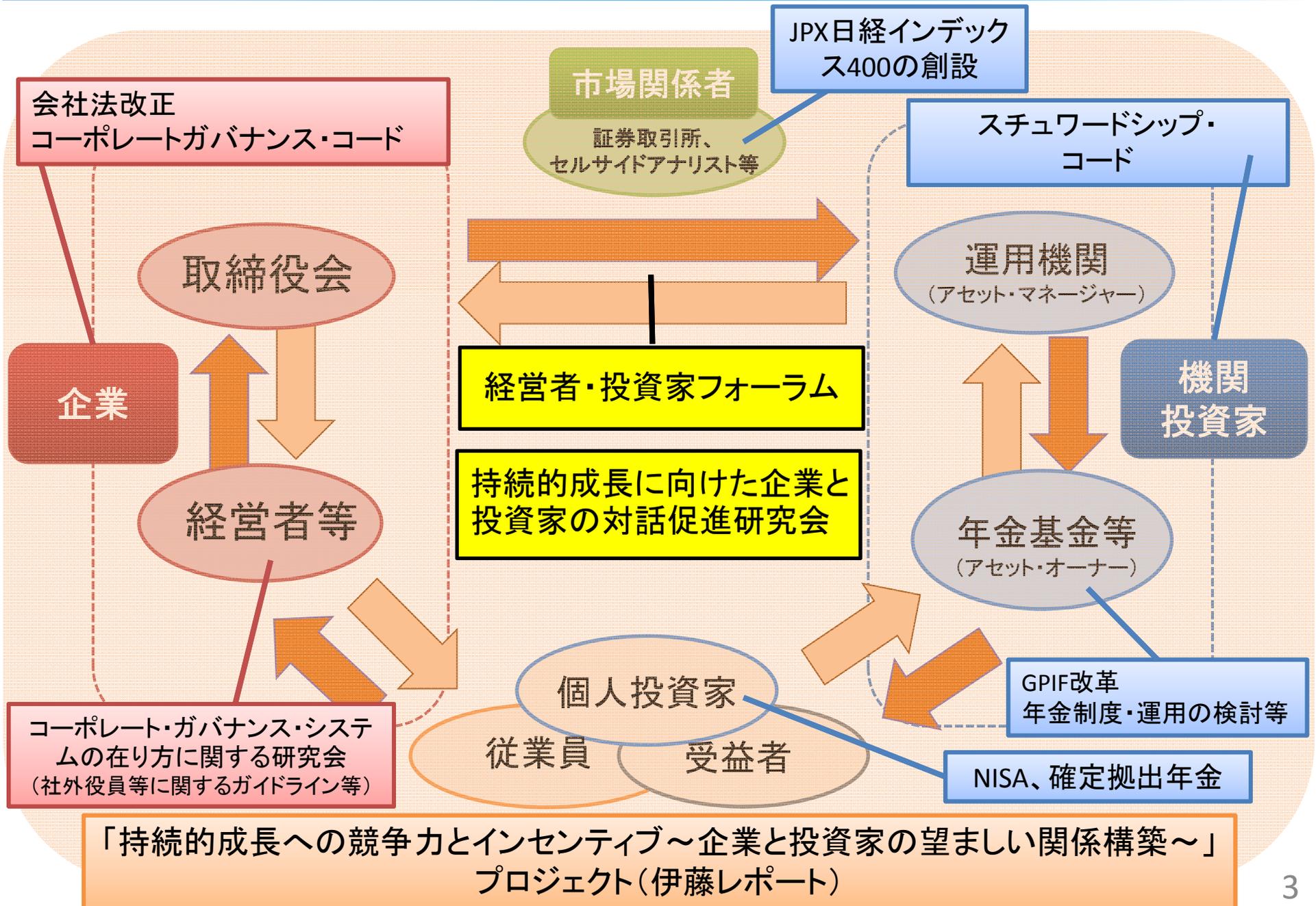
### 1. 背景・経緯

### 2. 参考(伊藤レポートで示された課題や論点)

- 日本が急速な高齢化と人口減少に直面する中、限りある様々な資源（金融資本、人的資本、知的資本等）の「資本効率」を高め、長期的な国富の維持・形成を図ることが必須。
- 企業が「稼ぐ力」を高め、持続的な価値創造を実現し、資金拠出者が長期的なリターンを得られる仕組み、すなわち経済の「インベストメント・チェーン」の全体最適化による好循環及び持続的成長を確保。
  - ※インベストメントチェーン…様々な投資主体による長期的な価値創造を意識した、リターンを最終的に家計まで還元する一連の流れ



# インベストメント・チェーンの最適化に向けた関連施策



## 問題意識・現状

### 「持続的低収益性」のパラドックス

- イノベーション潜在力にも関わらず、持続的低収益
- 資本市場向けと経営の言葉を使い分ける「ダブルスタンダード経営」の限界
- 資本効率及び長期的な価値向上等の指針欠如がもたらす「日本型短期主義経営」への懸念



## 提言・推奨

### イノベーション創出と高収益の同時実現へ

- 企業と投資家の「協創」による持続的な価値創造
- 資本効率を意識した企業価値経営へ
  - ・ 資本コストへの意識
  - ・ CFO人材の強化
  - ・ 中長期的なROE向上を経営に落とし込む「日本型ROE経営」

### 長期投資家不在の「資産運用後進国」日本

- 企業価値向上を支える長期投資家の層の薄さ
- 日本市場特有の短期志向を助長するインセンティブ構造
- アナリストの企業価値評価能力への疑問

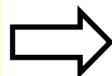


### インベストメント・チェーンの全体最適化へ

- アセット・マネージャーやアナリストのインセンティブ構造の転換
- パッシブ運用から深い分析に基づく銘柄選択へ
- 長期的な応援株主としての個人投資家の育成

### 企業と投資家の対話欠如がもたらす悪循環

- 企業価値をめぐる基本的な考え方の違い
- 中長期的な企業価値を判断する開示の不足
- 中長期的な企業価値向上に資する対話の不足



### 高質の対話を追求する「対話先進国」へ

- 企業と投資家の望ましい関係構築のために、「経営者・投資家フォーラム」の創設
- 持続的な企業価値につながる企業開示へ
- 「緊張と協調」による企業と投資家の真の対話促進

## 『日本再興戦略』改訂2014－未来への挑戦－」第二 3つのアクションプランより抜粋

生産性向上により企業収益を拡大し、それを賃金上昇や再投資、株主還元等につなげるためにも、グローバル企業を中心に資本コストを意識してコーポレートガバナンスを強化し、持続的な企業価値向上につなげることが重要である。

このためには、企業自身が果敢に取り組むことはもとより、様々な投資主体による長期的な価値創造を意識した、リターンを最終的に家計まで還元する一連の流れ(インベストメント・チェーン)の高度化、及び資金の出し手である金融機関等による借り手の経営改善・体質強化支援があいまって、企業の収益性・生産性向上の取組が総合的に進められる必要がある。こうした取組による経済成長の成果を、雇用機会の拡大や賃金上昇、設備投資や配当の増加等を通じて経済全般に還元することにより、経済の好循環をさらに強固なものとするべきである。

	施策	実施状況
日本再興戦略	日本版スチュワードシップコード	2014年2月公表
	会社法改正	2015年5月施行
	JPX日経インデックス400	2014年1月算出開始
日本再興戦略 改訂 2014	コーポレートガバナンス・コード	2015年6月適用開始
	持続的成長に向けた企業と投資家の対話促進研究会	2015年4月報告書公表
	経営者・投資家フォーラム	2015年6月開始

## 日本版スチュワードシップ・コード

- ・機関投資家が、顧客・受益者と投資先企業の双方を視野に入れ、「責任ある機関投資家」として、投資先企業の価値向上や持続的成長等を促し、中長期的な投資リターンの拡大を図るために果たすべき諸原則。
- ・議決権行使方針の公表、投資先企業との「目的を持った対話」等について「Comply or Explain」の規律を導入。
- ・2014年2月に金融庁が公表。

1. スチュワードシップ責任に関する方針の策定及び公表
2. 利益相反に関する方針の策定及び公表
3. 投資先企業の状況の的確な把握
4. 投資先企業との対話を通じた認識の共有と、問題の改善
5. 議決権行使と行使結果の公表に関する方針の策定
6. 顧客・受益者に対する定期的な報告
7. 適切な判断を行うための実力の具備

## コーポレートガバナンス・コード

- ・実効的なコーポレートガバナンスの実現に資する主要な原則。
  - ※「コーポレートガバナンス」とは、会社が、株主をはじめ顧客・従業員・地域社会等の立場を踏まえた上で、透明・公正かつ迅速・果敢な意思決定を行うための仕組み
- ・株主総会における権利行使に係る適切な環境整備や適切な情報開示、株主の建設的な対話のために、「Comply or Explain) の規律を導入
- ・金融庁・東証の有識者会議において基本的考え方をとりまとめ。5月に東証がコーポレートガバナンス・コードを公表

## 1. 株主の権利・平等性の確保

株主の権利の実質的な確保と株式の政策保有に関する方針の開示

## 2. 株主以外のステークホルダーとの適切な協働

サステナビリティを巡る課題への対応と女性の活躍推進を含む多様性確保

## 3. 適切な情報開示と透明性の確保

経営理念や経営戦略、経営計画等に関する主体的な情報発信

## 4. 取締役会等の責務

独立社外取締役等の活用による持続的成長の促進、収益力・資本効率等の改善

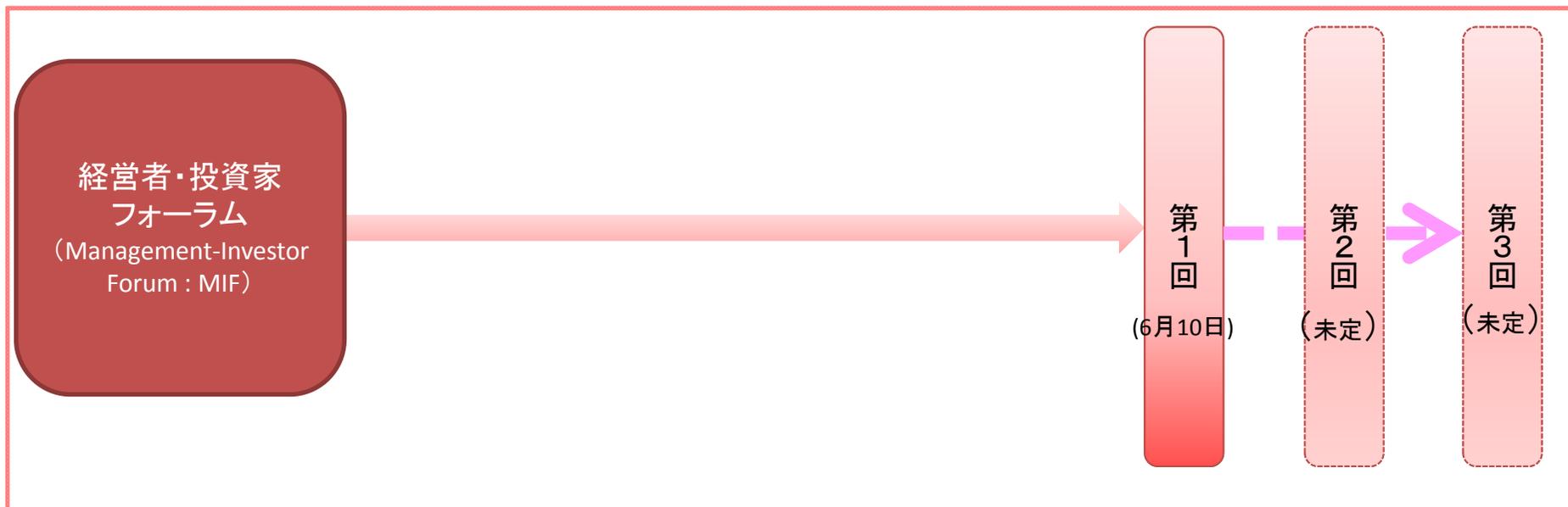
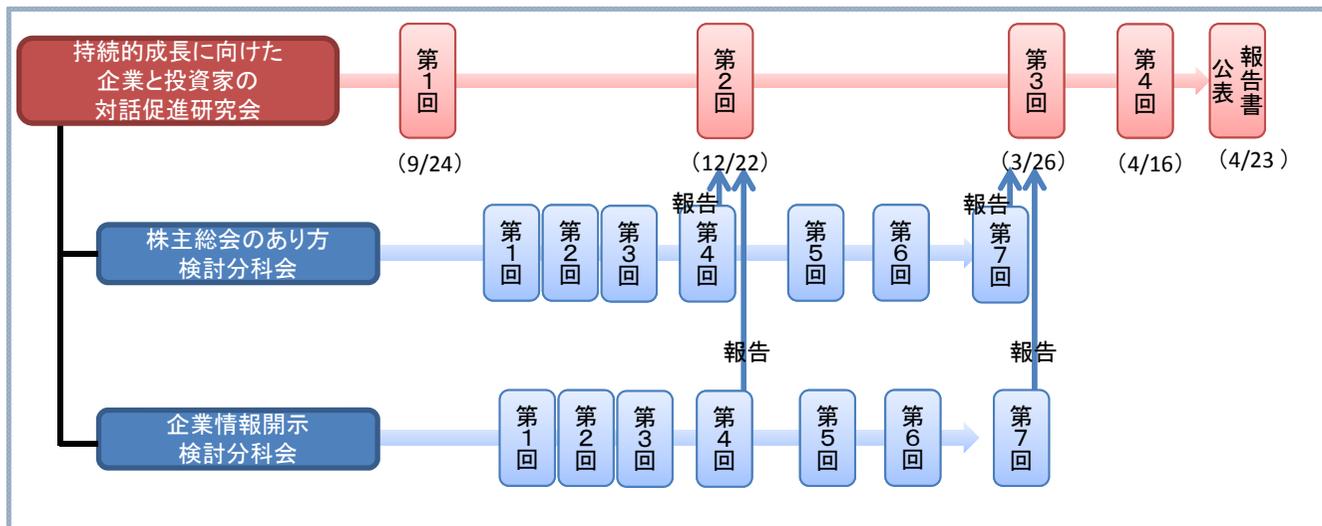
## 5. 株主との対話

株主との建設的な対話を促進するための体制整備・取組み

- 企業と投資家との対話の促進の観点から、株主総会の開催日や基準日の設定等について国際的な状況を踏まえてその運用の在り方についての検討を行うとともに、産業関係団体等におけるガイドラインの検討を行う。・・・(1)
- 企業の投資家に対する情報開示等について、企業が一体的な開示をする上での実務上の対応等を検討するため、関係省庁や関係機関等をメンバーとする研究会を早急に立ち上げる。・・・(2)
- 持続的な企業価値創造の観点から、企業と投資家の望ましい関係構築を促すための、中長期的情報の開示や統合的な報告の在り方、企業と投資家の対話・エンゲージメント促進の方策等を検討するための産業界・投資家コミュニティ、関係機関から成るプラットフォーム作りを推進する。・・・(3)

	2013年度	2014年度				2015年度	2016年度	2017年度～	KPI
		通常国会	概算要求 税制改正要望等	秋	年末	通常国会			
事業再編・事業組換の促進	＜持続的な企業価値の創造に向けた企業と投資家との対話の促進＞								
				株主総会の開催日等についての運用の在り方の検討や、産業関係団体等におけるガイドラインの検討				・・・(1)	
				関係省庁や関係機関等から成る研究会を立ち上げ、企業が一体的な開示をする上での実務上の対応等を検討				・・・(2)	
			中長期的情報の開示や統合的な報告の在り方、企業と投資家の対話・エンゲージメント促進の方策等を検討するための産業界・投資家コミュニティ、関係機関から成るプラットフォーム作りを推進						・・・(3)
									8

# スケジュール



## 【1. 体制】

持続的成長に向けた  
企業と投資家の対話促進研究会

【座長】伊藤邦雄教授(一橋大)

- 企業と投資家との間において、企業の持続的成長に向けた対話を促進していく観点から、より望ましい株主総会のあり方や企業情報開示のあり方について、全般的な議論を実施。
- 詳細については、「株主総会のあり方検討分科会」・「企業情報開示検討分科会」において検討。

株主総会のあり方  
検討分科会

【座長】尾崎安央教授(早稲田大)

- 株主総会の開催日や基準日の設定等、望ましい株主総会プロセスのあり方について、国際的な状況を踏まえて検討。

企業情報開示  
検討分科会

【座長】伊藤邦雄教授(一橋大)

- 企業が一体的な開示をする上での実務上の対応等、望ましい企業情報開示のあり方について、国際的な状況を踏まえて検討。

## 【2. 委員構成】

- 企業、投資家、市場関係者、学者・有識者、制度関係者(東証、ASBJ)、各種団体・協会(経団連、株懇連合会、公認会計士協会、信託協会、投資顧問業協会、生保協会、監査役協会)、関係省庁(経済産業省、法務省、金融庁)

## 【3. 経緯】

- 2014年9月研究会発足。2015年4月報告書を取りまとめ公表。

	基本的な視点・考え方	望ましい方向性
対話全般	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 企業と投資家の対話は、それ自身目的ではなく、<u>持続的成長・中長期的な企業価値向上</u>という目的達成の重要な手段。</li> <li>● 質の高い対話環境の実現のため、個別最適ではなく、各要素を総合的・統合的に見直し、<u>全体最適</u>を図ることが必要。</li> <li>● こうした対話環境の中、企業や投資家、対話プロセスを支える<u>様々なプレイヤーの意識と行動の転換</u>が重要。</li> </ul>	
企業情報開示	<ul style="list-style-type: none"> <li>● <u>対話を促進する企業情報開示の基本的な考え方</u> <ol style="list-style-type: none"> <li>1) 企業価値評価のための有用・効果的な開示</li> <li>2) 対話の質向上のための効率的な開示</li> <li>3) 直接的な対話との相乗効果を高める開示</li> </ol> </li> <li>● <u>企業情報開示の枠組み</u> <ol style="list-style-type: none"> <li>1) 4つの側面 (Q・C・T・W)                             <ol style="list-style-type: none"> <li>① 情報の質(Q)、② 量・範囲(C)、③ タイミング(T)、④ 開示方法(W)</li> </ol> </li> <li>2) 4つの性質                             <ol style="list-style-type: none"> <li>① 中長期的・継続的な企業情報</li> <li>② 一定期間における成果や財政状態に関する情報</li> <li>③ 株主としての権利行使等のための情報</li> <li>④ 臨時的な情報</li> </ol> </li> <li>3) 情報利用者と分析用途                             <ol style="list-style-type: none"> <li>① 機関投資家と個人投資家、時間軸の違い</li> <li>② 個人を想定したわかりやすさ</li> <li>③ 「時間」優先分析と「深さ・緻密さ」優先分析</li> </ol> </li> </ol> </li> </ul>	<p><u>1. モジュール型開示システムへ</u></p> <p>→ あるべき姿として開示すべき情報の全体像(一体的、統合的な企業報告の全体)を認識し、そこから必要な「モジュール(まとまった構成要素)」を切り出し、適切な方法、タイミングで開示。</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>① 制度・任意開示を含め、情報の全体像が最終的に自社のWebサイトや統合報告等、まとまった形で整う。</li> <li>② 各モジュールは、年度、四半期、中長期の時間軸の中で、<u>目的・適時性</u>に応じて開示             <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 即時性・確報性、信頼性確保、電子化の促進等の視点</li> </ul> </li> </ol> <p><u>2. 中長期的な企業価値を評価するための情報の充実</u></p> <p>→ 企業の基本的なあり方が、企業の成果や財政状況、持続的な価値創造といかに結びつくのかが統合的に理解できるような情報開示へ</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 企業のビジョン、経営方針、戦略、ガバナンス</li> <li>・ 資本効率、経営者による財務・経営成績の分析等</li> </ul>

	基本的な視点・考え方	望ましい方向性
株主総会プロセス	<p>● <u>株主総会プロセスの基本的な考え方・枠組み</u></p> <p>1) 2つの側面:                      ① 決定機関としての株主総会                      ② 会議体としての株主総会                      という両面を意識した株主総会プロセスの見直し・検討。</p> <p>2) 株主総会を含めたプロセス全体を広い意味での対話プロセスの一環として捉えることの必要性。</p>	<p><b>3. 対話型の株主総会プロセスへの転換</b></p> <p>1) <u>対話型株主総会プロセスの前提条件</u></p> <p>① 議案の検討や対話期間の確保                      ② 株主への適切な情報提供                      ・ 期間をとった招集通知情報の提供                      ・ 統合的でわかりやすい情報提供                      ・ 十分な信頼性(監査期間)の確保が、前提条件</p> <p>2) <u>議案検討と対話の期間確保とプロセスの合理化</u></p> <p>① 適切な総会スケジュール、基準日の設定                      ② 情報開示と議決権行使の電子化の促進を起点とするプロセス合理化</p> <p>3) <u>株主総会の決議・対話を効果的に行うための取組</u></p> <p>① 機関投資家・個人株主の参加の円滑化・充実                      ② 付議事項や提案権の適切な行使のあり方の検討                      ③ 事前・平時の対話の充実</p>
プレイヤーの意識と行動	<p>● <u>企業と投資家の対話を持続的な企業価値創造につなげるための双方共通認識醸成、見識や実力を高めるための取組み促進。</u></p> <p>● 対話プロセスを支えるプレイヤー(信託、証券代行、弁護士、コンサル、アナリスト等)の「対話支援産業」化。</p> <p>● 対話における実務上の懸念解消。</p>	<p><b>4. 継続的な対話促進に向けた企業、投資家、支援産業の意識と行動の転換</b></p> <p>1) 企業と投資家の事前対話のための実務上の問題・懸念の把握・検証                      2) 企業と投資家の対話に向けた意識と行動を転換する取組                      3) 「対話支援産業」のプロセス強化、内容充実への取組</p>

## <目次>

### 1. 背景・経緯

### 2. 参考(伊藤レポートで示された課題や論点)

# 企業価値や付加価値の考え方の違い

- 「企業価値」や「付加価値」の考え方には、企業の中でも違いがあり、投資家・アナリストの考えも一様でない。
- 企業価値は、一般に株主価値・経済価値として株式時価総額や将来キャッシュフローの割引現在価値(DCF)と捉えられる一方、企業のステークホルダー全体の総和とより広く捉える見方もある。

＜企業価値や付加価値をめぐる見方＞

持続的成長	企業価値		付加価値
持続的成長：  中長期的、継続的に <u>企業価値</u> が高まること	狭  	<ul style="list-style-type: none"> <li>○株主価値/経済価値                             <ul style="list-style-type: none"> <li>・株式時価総額</li> <li>・将来キャッシュフローの割引現在価値(DCF)</li> </ul> </li> <li>○価値創造企業＝資本コストを上回る利益を生む企業</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>○株主以外のステークホルダーに対する分配額(コスト)を利潤から差し引いた余剰額が資本コストを上回った残余部分</li> </ul>
	広  	<ul style="list-style-type: none"> <li>○株主、顧客、従業員、取引先、社会等ステークホルダー価値の総和</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>○ステークホルダー全般への価値の分配総額</li> </ul>

ステークホルダー全体の価値を高めることが、どのように長期的な企業価値を高め、株主価値を向上するか、企業と投資家の対話を通じた認識の共有が課題

## 資本効率を意識した企業価値経営への転換

- 中長期的なROE等の資本効率向上は、企業と投資家の協創の重要指標。  
資本コストを上回る利益を生む企業が価値創造企業
- ROE等を現場の経営目標に落とし込む「日本型ROE経営」への転換
- 収益力を高め、資本効率を向上することは、将来に向けた人材や知的資産への投資原資を確保し、日本経済を好循環・持続的成長軌道に乗せるための条件

### 企業の課題： 資本効率を意識した企業価値経営

- ✓ (短期的でなく)中長期的なROE向上を経営の中核目標とした「企業価値経営」
- ✓ 目指すべきROE水準と「資本コスト」への認識深化
- ✓ 企業価値向上の観点からの資本政策と説明
- ✓ CFO人材の強化・育成
- ✓ ROE等を事業利益率や資産回転率等の現場の経営目標に落とし込む「日本型ROE経営」

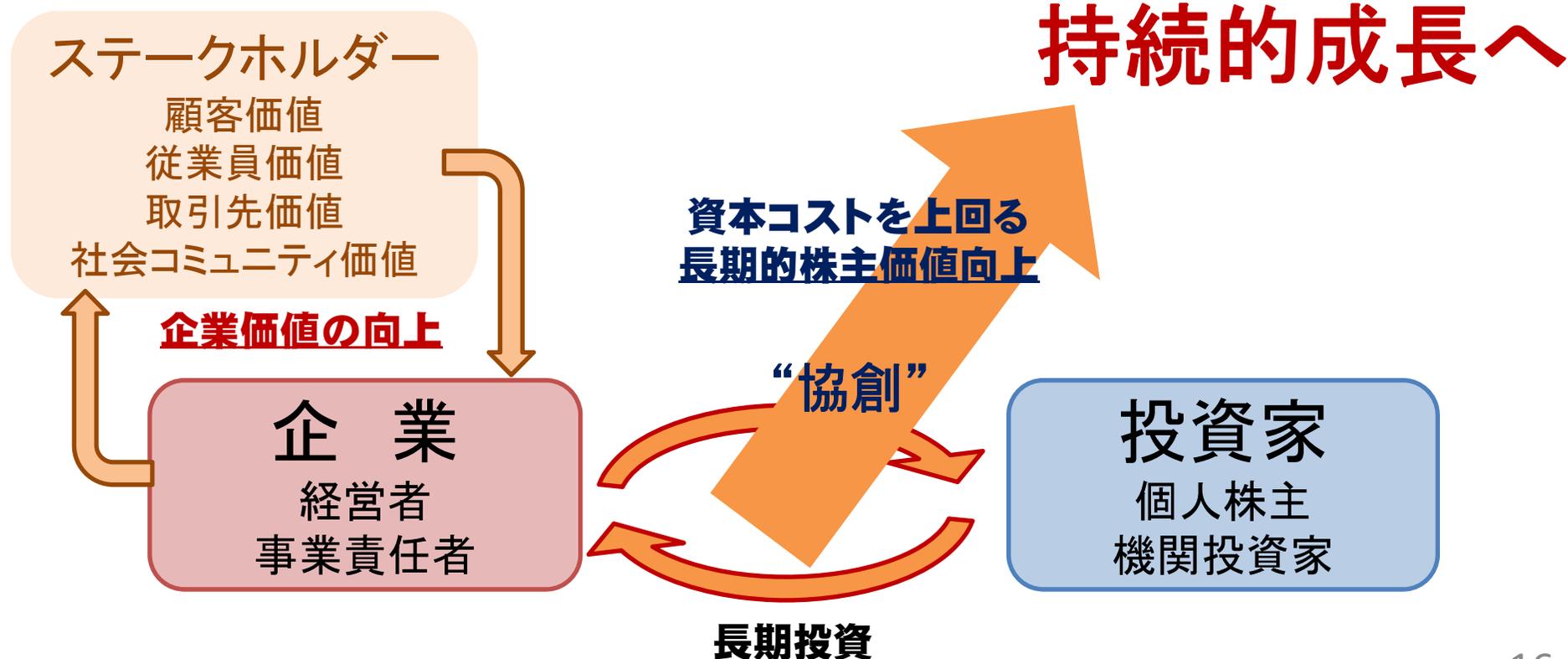
### 投資家の課題： 企業価値経営の理解と評価力強化

- ✓ ROEを押し付けるのではなく、企業が現場に落とし込む努力を助け、共通理解を深めるための対話深化
- ✓ 短期的な業績予想に集中することなく、中長期的な企業価値を評価する能力向上

収益力と資本効率向上により日本経済の好循環へ

## 企業と投資家の「協創」による持続的価値創造

- 投資先企業の価値創造を期待して投資する株主は、企業の成長を後押しする存在であり、持続的成長は企業と株主との「協創(協調)」の成果。
- 企業経営者や事業責任者がこれを認識することが必要。
- 投資家側も株主価値を独立で捉えるのではなく、顧客価値、従業員価値、取引先価値、社会コミュニティ価値等を長期的な株主価値向上につなげる認識を持って、企業の持続的な価値創造力を評価することが必要。



持続的な企業価値につながる企業開示と対話・エンゲージメントへの転換

- 短期業績に偏ることなく、中長期的な企業価値創造を評価するための統合的な情報開示へ
- 企業と投資家の建設的な対話・エンゲージメントを通じた企業価値向上

## 中長期的な企業価値創造を評価 するための統合的な情報開示へ

国際的な動向や費用対効果、対話促進を念頭に置いた総合的な検討が必要

- ① 現行情報開示の見直し  
(年度、四半期開示、業績予想等)
- ② 長期的・戦略的情報開示のあり方  
(戦略、リスク、ガバナンス等の非財務情報と財務指標との関連付け)

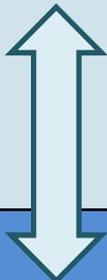
企業

投資家等

## 対話・エンゲージメントを通じた 企業価値向上と持続的成長の促進

企業との建設的な対話(エンゲージメント)を通じた、企業価値の向上、持続的成長の促進による、中長期的な投資リターンの拡大。

- 対話・エンゲージメントは、企業と投資家の「目的を持った対話」。その目的・態様にはいくつかの段階が存在
- 対話・エンゲージメントは、企業からの一方向の発信ではなく、企業と投資家の「双方向の対話」。

目的	段階
<ul style="list-style-type: none"> <li>○ 中長期的な企業価値向上</li> <li>○ 経営に対する理解促進と信頼構築</li> <li>○ 議決権行使や投資判断に関する情報収集や提案</li> <li>○ 議決権行使前の株主からの意見聴取 等</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>○ 企業と投資家による双方向のコミュニケーションを通じた相互理解を促進する段階</li> </ul>  <ul style="list-style-type: none"> <li>○ 解決すべき課題(エンゲージメント・アジェンダ)を設定。企業価値向上に向けて緊密な関係を維持しつつ、課題解決を議論・実現する段階</li> </ul>