

| 寄せられたご意見       |                                                                                                           | ご意見に対する考え方                                                                                                                                                               |
|----------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 本ガイダンスに対する賛同意見 |                                                                                                           |                                                                                                                                                                          |
| 1              | 成長投資、人的資本投資および持続的な賃上げを重視する本ガイダンスの方向性を強く支持します。                                                             | 経済産業省として、本ガイダンスを通じて、企業と投資家が、価値創造（EP）を共通言語として、賃上げを含む成長投資の意義・時間軸・リスクとリターンを建設的に議論し、成長投資を拡大していくことで、中長期的な企業価値向上を実現していくことを目指しております。<br>今後も企業の成長投資を通じた価値創造の拡大につながる取組を後押ししていきます。 |
| 2              | 本ガイダンス案が、日本企業において企業業績、株価、株主還元が改善・拡大する一方で、その成果が賃金上昇や成長投資に十分結び付いていないという問題意識を示している点については、重要な指摘であり、基本的に賛同します。 |                                                                                                                                                                          |
| 3              | 「成長投資ガイダンス（案）」における成長投資の促進および企業価値向上の方向性については概ね賛同する。                                                        |                                                                                                                                                                          |
| 4              | 本ガイダンス案が、価値創造ストーリーと将来のキャピタルアロケーションの整合性を高め、企業・投資家間の実質的なエンゲージメントと議決権行使を通じて市場の好循環を形成しようとしている点については概ね賛同いたします。 |                                                                                                                                                                          |
| 5              | 成長投資が中長期的に評価されるべきであり、短期的な指標悪化を一定程度許容し得るとの整理には賛同する。                                                        |                                                                                                                                                                          |
| 6              | 短期ではなく「中長期」の時間軸に立って投資の成果は評価されるべきとしている点は望ましく、賛同する。                                                         |                                                                                                                                                                          |
| 7              | 投資家が各々の投資哲学・スタイルと整合した形で企業にエンゲージし、成長投資が将来の価値創造拡大に資するかという点に焦点を当て、適切な場合には成長投資を後押しすることを期待している点は概ね支持する。        |                                                                                                                                                                          |
| 8              | 投資家に対して、短期志向に偏らず中長期的視点で企業の成長を評価することを求める方向性には賛同する。                                                         |                                                                                                                                                                          |
| 成長投資の定義        |                                                                                                           |                                                                                                                                                                          |
| 9              | 将来の価値創造につながる「成長投資」と、「維持更新投資」や「構造的な費用増加」との違いを、例示を含めてより明確に整理すべきである。                                         | ご指摘を踏まえ、本ガイダンスにおける「成長投資」について、設備投資、研究開発投資、人的資本投資、知的財産等の無形資産への投資等のうち、資本コストを上回るリターンが見込まれる投資を指すものとして整理しました。                                                                  |
| 10             | 成長投資の定義について、現状の「企業の将来の成長に資する投資」から「資本コストを上回るリターンを継続的に生み出す投資」へ修正すること                                        | 本ガイダンスでは、成長投資を「資本コストを上回るリターンが見込まれる投資」と定義し、価値創造との関係を明確化しました。本ガイダンス全体を                                                                                                     |

|    |                                                                                                                                                                                                                          |                                                                                                                                                                        |
|----|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|    | を提案する。                                                                                                                                                                                                                   | 通じて、成長投資は単に投資額を拡大するものではなく、中長期的に資本コストを上回るリターンを生み出し、EP の拡大につながるものであることとしています。                                                                                            |
| 11 | ガイダンス中の「無形資産」の具体例として、特許権、著作権、営業秘密・ノウハウといった知的財産を追加して例示すべきである。これは、現行案の例示に知的財産が具体的に含まれていない一方で、改訂コーポレートガバナンス・コード案で「知的財産等への投資」が成長投資として明示されていること、また、具体的な知的財産を例示することで、人的資本投資や研究開発投資の成果がどのような無形資産として形成されるかの理解をより具体的に深めることができるため。 | ご指摘を踏まえ、本ガイダンスの 2.1.1 等において、「成長投資や無形資産（人材、ブランド、デザイン、データ、DX 基盤、サプライチェーン、組織能力、 <u>知的財産</u> 等）への投資を通じて、提供する商品・サービスの付加価値を高め、販売価格の向上等による収益性の改善につなげていく取組が重要となる。」との記載に修正しました。 |

#### PBR の位置づけ

|    |                                                                                                                                                                                                                      |                                                                                                                                                                    |
|----|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 12 | 4 象限フレームワークの縦軸に PBR、横軸に ROE を用いる場合、PBR が理論的に ROE と関連するため、両軸間に重複関係が内在し、独立した評価軸に基づく分類としての明確性が低下する可能性がある。PBR を 4 象限フレームワークで用いる場合には、それが資本効率 (ROE)、成長性、資本コストを包含した複合的な市場評価指標である旨を明示し、「成長期待」との関係について正確な理解を促す補足説明を付すことが望ましい。 | 本ガイダンスでは、PBR を「成長期待」そのものではなく、「市場評価」や「成長期待」を把握するための参考指標として位置付けています。また、「4 象限フレームワーク」は、企業の現在地を確認し、投資家との対話を行うための参考指標の一つとして活用することを想定しており、本ガイダンスの 1.1 等において、その点明確にしています。 |
| 13 | ガイダンスにおいて PBR を「成長期待」と位置付けている点について、PBR は ROE、成長率、資本コストを内包する複合的な指標であり、成長期待のみならず複数の要素を反映しているため、その位置付けには留意が必要である。成長期待をより直接的に表現する指標として、PER や期待成長率等を用いた整理への見直しを検討することが望ましい。                                               |                                                                                                                                                                    |
| 14 | 本ガイダンス案の「2.2 4 象限フレームワーク」において、PBR は簿価純資産を基礎とする指標であり、特に不動産など含み益を有する資産を多く保有する企業については、実態的な資産価値や資本効率を十分に反映しない場合があるため、PBR をそのまま参考指標として使用することが適切でない場合がある旨の注記を追加すべきである。                                                     |                                                                                                                                                                    |

#### 4 象限フレームワークの位置づけ

|    |                                                                                               |                                                                      |
|----|-----------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------|
| 15 | 4 象限フレームワークが短期的な位置付けだけでなく、企業の成長戦略を議論するための「動的な視点」を示すものとして理解されるよう、企業生命週期に応じた移動の矢印を図に追加することを求める。 | 本ガイダンスでは、4 象限フレームワークを、企業のこれまでの経営の結果を把握し、企業の価値創造の現状と市場評価との関係を理解するための参 |
|----|-----------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------|

|                             |                                                                                                                                                                      |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           |
|-----------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 16                          | 4象限フレームワークは対話を促進するための参考指標の一つに過ぎず、万能なツールではないことを、ガイダンス本文でより明確に強調することを推奨する。                                                                                             | <p>考指標の一つとして位置付けています。</p> <p>また、4象限上の位置付けは固定的なものではなく、企業の成長ステージ、経営行動、外部環境の変化に応じて、時間とともに動的に変化し得るものと整理しています。</p> <p>したがって、本フレームワークは企業を機械的に分類・評価するためのものではなく、企業と投資家が中長期的な価値創造について対話するための参考資料の一つとして用いることを想定しています。</p>                                                                                                                                           |
| <b>EPを「絶対的な指標」とすべきではない点</b> |                                                                                                                                                                      |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           |
| 17                          | EPは「絶対的な指標」ではなく、「将来の価値創造の道筋を多面的に議論するための有力な参照指標の一つ」として明確に位置づけるべきである。                                                                                                  | <p>本ガイダンスでは、EPを企業価値評価の唯一の尺度として位置付けるものではなく、企業に対してEPの開示や目標設定を一律に求めるものでもありません。多様な指標や視点の重要性を前提とした上で、企業と投資家が中長期的な企業価値向上について建設的に対話するための共通言語の一つとしてEPの考え方に着目するものであり、その旨を明確化しました。</p> <p>また、EPやWACC等は算定の前提条件により幅が生じ得るため、企業間比較や時系列比較に当たっては、各社の事業特性、資本構成、投資の時間軸等を踏まえた多面的な評価が重要です。成長投資についても、投資額の増加それ自体にとどまらず、当該投資が中長期的な価値創造にどのようなつながるのかを説明し、対話することが重要であると整理しています。</p> |
| 18                          | EPを「唯一の共通言語」とせず、各企業・各投資家がそれぞれの分析フレームワークやエンゲージメント実務に整合する形でEP概念を活用できるよう、柔軟性を明示的に確保すべきである。                                                                              |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           |
| 19                          | EPを基礎とした開示には反対である。その理由は、利益率を基礎とするEPに基づく開示では建設的な対話が促進されないためである。                                                                                                       |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           |
| 20                          | EP指標の偏重は、前提条件や資本コスト設定による変動幅の大きさから、企業間比較・時系列比較が困難であり、会計上の調整や短期的最適化に偏るリスクがあるため、多面的な評価を明確に位置づけるべきである。                                                                   |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           |
| 21                          | 短期的な施策目標として、エコノミック・プロフィット（EP）ではなく「成長投資額」の増加を採用すべきです。                                                                                                                 |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           |
| 22                          | EP指標の偏重は、前提条件や資本コスト設定による変動幅の大きさから、企業間比較・時系列比較が困難であり、会計上の調整や短期的最適化に偏るリスクがあるため、多面的な評価を明確に位置づけるべきである。                                                                   |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           |
| 23                          | EPを基礎とした開示には反対である。その理由は、利益率を基礎とするEPに基づく開示では建設的な対話が促進されないためである。                                                                                                       |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           |
| 24                          | 日本企業の株価やPBR分析に基づき、企業価値の式におけるキャッシュフローの永久成長率（g）が低いこと、またはマイナスであることが、ROIC-WACCがプラスであってもPBRやトービンのQが1を下回る主たる問題点であると分析する。企業価値最大化の真の目的は、将来のROICスプレッドやエコノミック・プロフィットの現在価値の総和、ま | <p>ご意見として承りました。</p> <p>企業価値向上において将来キャッシュフローの成長性は重要な要素であると考えています。</p>                                                                                                                                                                                                                                                                                      |

|                          |                                                                                                                                                                                   |                                                                                                                                                                                                                                                                            |
|--------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|                          | たはトービンの Q の改善や時価総額と負債額の合計である企業価値の最大化であるべきだと提言する。企業の成長を促す真の KPI として「WACC-g」を提案し、企業がこの指標の上昇を目指す経営を推奨する。                                                                             |                                                                                                                                                                                                                                                                            |
| <b>ROE の位置づけについて</b>     |                                                                                                                                                                                   |                                                                                                                                                                                                                                                                            |
| 25                       | ROIC 及び EP を価値創造の指標とすることは支持するが、企業全体の資本管理の成果が最終的に反映される自己資本利益率（ROE）の視点も軽視すべきではない。                                                                                                   | <p>ROE は株主資本に対する利益水準を示す重要な指標であり、企業全体の資本管理の成果を把握する上で有用な指標であると考えています。このため、本ガイダンスでは、ROE の重要性を否定するものではなく、ROE に加えて、ROIC を踏まえることが、事業活動そのものが生み出す価値創造を把握する上で重要であると整理しています。</p> <p>その上で、本ガイダンスでは、ROE と ROIC・EP を対立的に捉えるのではなく、企業の状況や分析目的に応じて、複数の指標を組み合わせる多面的に評価することが重要であるとしています。</p> |
| 26                       | ROE8%の閾値は、経済的利益（EP）をプラスとするために必要な ROE 及び ROIC の水準が適切な資本コストとの関係で評価されるべきであることから、その見直しを求める。                                                                                           | <p>本ガイダンスでは、ROE8%及び PBR1 倍を、伊藤レポートや東京証券取引所の「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」要請等を踏まえた実務上の参照点として用いています。</p> <p>もっとも、これらの水準を画一的な足切り基準として用いることを意図するものではありません。企業が価値創造を実現しているか否かは、各社の資本コスト、事業特性、成長ステージ、資本構成等を踏まえ、ROE のみならず ROIC-WACC スプレッドや EP 等も含めて実質的に評価されるべきものと考えています。</p>           |
| 27                       | 成長投資において、借入金や社債による資金調達は不可欠であり、ROE の説明が負債の活用を否定的に捉えていると誤解されないよう、その重要性和適切な活用を明確にすべき。その理由は、設備投資や研究開発、大規模な新規事業投資には借入金や社債が必要であり、適切に活用すれば企業価値向上につながる事例も多く、本ガイダンスが企業と投資家の共通理解を目的としているため。 | <p>本ガイダンスは、負債の活用を否定的に捉えるものではありません。むしろ成長投資の機会を確実に捉える観点から、銀行借入や社債等を含む多様な調達手段を組み合わせることが重要であるとしています。但し、財務レバレッジの引上げは一律に推奨されるものではなく、事業リスク、キャッシュフローの安定性、信用力、資金繰りの安全性等を踏まえ、各社の状況に応じて適切な資本構成を検討することが重要であると整理しています。</p>                                                              |
| <b>ROIC 及び WACC について</b> |                                                                                                                                                                                   |                                                                                                                                                                                                                                                                            |
| 28                       | 投下資本の定義について、事業運営に使用される資産に着目した「運用サイド（事業ベース）」と、負債および株主資本を含む企業全体の資金調達に着目した「調達サイド（全社資本ベース）」の二つの視点                                                                                     | <p>本ガイダンスにおける「投下資本」については、事業運営に実際に使用されている資本の効率性を把握し、事業ポートフォリオや資本配分の検討に活用する観点から、主として事業ベース（運用サイド）</p>                                                                                                                                                                         |



|                         |                                                                                                                                                                                                               |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           |
|-------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|                         | が存在し得ることをガイダンス内で明示することを提案する。調達サイドの ROIC の考え方に関する記述は、スプレッド分析の前提となる重要な論点であるため、脚注ではなくガイダンスの本文中に明示的に位置付けるべきであると考え。                                                                                                | の考え方に基づいて整理しています。その上で、運用サイドで把握される投下資本と、負債・株主資本等の調達サイドで把握される投下資本との間に差異が生じ得る点にも留意が必要である旨を記載しています。                                                                                                                                                                                                                           |
| 29                      | セグメント別 EP（エコノミック・プロフィット）の計算に用いられたマッキンゼー社の委託調査資料およびその計算過程を開示することを求めます。その理由として、セグメント別では投下資本を構成する運転資本や事業資産が通常開示されておらず、WACC（加重平均資本コスト）の計算における資本構成にも仮定が含まれているため、本ガイダンスの利用者が自らセグメント別 EP を計算し、分析や対話に役立てられるようにするためです。 | 本ガイダンスにおける WACC の算定方法につきましては、付録資料として公表しておりますデータ集をご参照ください。                                                                                                                                                                                                                                                                 |
| 30                      | WACC 改善を推奨するのであれば、ガバナンス体制の構築によるエージェンシーコストの低減や、情報開示の充実による情報の非対称性の解消を通じた改善を推奨すべきである。                                                                                                                            | WACC の改善には、資本構成の見直しに加え、ガバナンス体制の整備、情報開示の充実、投資家との建設的な対話等を通じて、情報の非対称性やエージェンシーコストを低減していくことが重要です。<br>ご指摘も踏まえ、本ガイダンスの脚注において、「資本コストは企業にとって完全に所与のものではなく、適切な情報開示や投資家との建設的な対話を通じて、一定程度影響を与え得る経営上の重要な変数として捉えることも重要である。特に、企業が資本コストを意識した経営を行い、その考え方について投資家に対して説明することは、市場との認識ギャップの縮小や情報の非対称性の解消につながり、結果として市場からの信認向上に寄与し得る。」との記載を追加しました。 |
| 31                      | 成長投資ガイダンス（案）において、ROIC 低下の要因として「買掛金の効果」についても記述し、運転資本の適正化を通じた圧縮の例示を含めるべきである。                                                                                                                                    | 本ガイダンスでは、投下資本回転率の改善に関し、在庫・売掛金に加え、買掛金の支払いサイトも運転資本に影響し得ることを記載しました。                                                                                                                                                                                                                                                          |
| <b>株主還元を是正すべき旨の意見</b>   |                                                                                                                                                                                                               |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           |
| 32                      | 日本において定着している形式的・画一的な株主還元を是正するため、ガイダンス案に、より踏み込んだ記述を追加することを求める。                                                                                                                                                 | 本ガイダンスでは、成長投資と株主還元のバランスについて、企業が自社の成長ステージや投資機会を踏まえて戦略的に検討を行い、投資家と建設的に対話することが重要である旨を整理しています。                                                                                                                                                                                                                                |
| <b>価値創造と株主還元の関係について</b> |                                                                                                                                                                                                               |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           |
| 33                      | ガイダンス本編 26 ページの本文中「しかしながら（後略）」という記述は、投資家が企業価値向上につながらないにもかかわらず不必要に株主還元を求めるために企業が株主還元を優先しているとの                                                                                                                  | 本ガイダンスでは、株主還元と価値創造を対立的に捉えるものではないことを明確化しました。資本コストを上回るリターンが見込まれる投資機会が                                                                                                                                                                                                                                                       |

|                    |                                                                                                                                 |                                                                                                                                                                                                                                                                                                         |
|--------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|                    | 印象を与え、一方的に株主還元を貶めるものとして捉えられるため、修正すべきである。                                                                                        | 乏しい場合には、余剰資金を配当や自社株買い等を通じて株主に還元することは、資本効率の改善や資本市場を通じた資本再配分につながる合理的な選択肢となり得るものです。<br><br>他方で、投資機会が存在するにもかかわらず、成長投資を抑制してまで株主還元を優先する場合には、将来の価値創造機会を損なう可能性があります。このため、企業には、成長投資と株主還元のバランスについて、自社の成長ステージや投資機会を踏まえて検討を行うことを求めています。また、経営陣における投資機会の探索・創出が十分に機能していない場合には、取締役会による監督の下で必要な対応を検討することが重要である旨を整理しています。 |
| 34                 | 資本コストを上回る成長投資機会が乏しい局面において、余剰資金を株主に還元することは、資本効率の改善と資本市場を通じた資本再配分を促す合理的な選択肢であることをガイダンス案に明記すべきである。                                 |                                                                                                                                                                                                                                                                                                         |
| 35                 | 株主還元は、EP（エコノミック・プロフィット）拡大に対して「中立的」という表現は適切ではなく、資本コストを上回るリターンを生まない余剰資金・余剰資産の保有を解消し、価値毀損を防止・解消することでEPの改善・拡大に積極的に貢献し得ることを明記すべきである。 |                                                                                                                                                                                                                                                                                                         |
| 36                 | 株主還元（自社株買い等）は、企業が資本コストを上回るリターンを継続的に生み出す投資機会を十分に探索・創出できているかを検証する、ガバナンス上のシグナルとして捉えるべきである。                                         |                                                                                                                                                                                                                                                                                                         |
| 成長投資と株主還元のバランスについて |                                                                                                                                 |                                                                                                                                                                                                                                                                                                         |
| 37                 | ガイダンス 1.1 の「新たなパラドックス」の構造的要因に関する記述は、あくまで「考え方の一つ」であることを明確に示し、唯一正しい解釈と誤解されないようにすべきである。                                            | 「新たなパラドックス」に関する記述は、日本企業の業績や株価、株主還元が改善・拡大する一方で、成長投資や賃上げに必ずしも十分結び付いていないという問題意識を示すものです。<br><br>もっとも、本ガイダンスは、株主還元と成長投資を二項対立的に捉えるものではありません。本ガイダンスでは、企業が自社の成長段階、投資機会、財務状況等を踏まえ、成長投資と株主還元の適切なバランスについて、投資家と建設的に対話することが重要である旨を記載しています。                                                                           |
| 38                 | 株主還元された資金は、投資家によって通常再投資されるため、株主還元が企業内の投資と相対する概念として描かれている点は誤解を招く表現である。                                                           |                                                                                                                                                                                                                                                                                                         |
| 39                 | 賃上げを資本配分の問題と短絡的に結びつけることは過度に単純化しており、本ガイダンスが前提とする「新たなパラドックス」の有効性には疑問がある。                                                          |                                                                                                                                                                                                                                                                                                         |
| 40                 | 株主還元の増加を「新たなパラドックス」と呼ぶことについて、日本企業全体の最適資本構成やマクロで見たリスクキャピタルの循環に関する十分な分析が不足しており、やや短絡的である。                                          |                                                                                                                                                                                                                                                                                                         |
| 投資家のエンゲージメント・議決権行使 |                                                                                                                                 |                                                                                                                                                                                                                                                                                                         |
| 41                 | 企業との建設的対話および議決権行使の質向上の観点から、株主総会日程の分散についても引き続き重要である。                                                                             | 本ガイダンスの 4.3.2 において、一部の投資家による形式的な議決権行使の背景として、「日本においては株主総会の開催時期が一定時期に集中する傾向がある」ことや、「一部の企業は、資本配分方針などの説明が必ずしも十分でない場合も存在するなど、投資家が適切な判断を行うために必要な環境が整備されていないとの指摘も存在する」ことを追記しました。<br><br>御意見として承ります。                                                                                                            |
| 42                 | 本ガイダンスは、投資家への一方的な問題提起では                                                                                                         |                                                                                                                                                                                                                                                                                                         |

|                              |                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |                                                                                                                         |
|------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|                              | <p>なく、企業が成長投資の合理性を適切に評価できるよう、どのような情報・説明を提供すべきかという双方向の整理に焦点を当てるべきである。</p> <p>投資家行動を構造的要因とすることは、企業経営陣・取締役会が成長戦略を十分に策定・検討・説明できていないという、より本質的な問題から責任を転嫁する恐れがある。</p> <p>企業と投資家の間で、企業の成長ステージや業績を踏まえた成長投資と株主還元の適切なバランスに関する「共通理解が十分に形成されていない」という表現について、現状の認識の相違を客観的に示す「認識が必ずしも一致していない」という表現に修正するよう求める。</p> | <p>本ガイダンスは、投資家に対して一方的に問題提起を行うものではなく、企業と投資家の双方が、中長期的な価値創造に向けて建設的な対話を行うための考え方を整理するものとして位置付けています。</p>                      |
| <b>与党株主のエンゲージメント</b>         |                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |                                                                                                                         |
| 43                           | <p>企業は、自社の成長フェーズに応じて現在の株主構成が適切であるかを見直すことが、SR（Shareholder Relations）における重要な役割である。日本企業の特定の株主（創業家、親会社、政策保有株主）は、どのような議案に対しても会社提案に賛成する形式的な議決権行使を行っており、これが株主ガバナンスの空洞化を招いている。成長投資ガイダンスにおいて、このような「与党株主」による形式的な議決権行使の弊害についても言及すべきである。</p>                                                                  | 御意見として承ります。                                                                                                             |
| 44                           | <p>株式保有比率が低い投資家又は株式を保有していない投資家であることのみを理由として、企業との対話（エンゲージメント）において不当に不利な扱いを受けるべきではない。</p>                                                                                                                                                                                                           | 御意見として承ります。                                                                                                             |
| <b>株主還元の水準に関する意見</b>         |                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |                                                                                                                         |
| 45                           | <p>成長投資ガイダンス案の株主還元推移の分析について、図1および図2が日本企業の株主還元が欧米を大きく上回るペースで伸びているという印象を与えることに対し、経済産業省自身の分析で示されている日本の財務レバレッジ低下やネットキャッシュ企業の多さを考慮し、日本企業が最適資本構成に向けてバランスシートを再構成している過程にあるという視点から、財務レバレッジやネットキャッシュ企業比率の日米欧比較を同時に提示し、必要な株主還元が行われているに過ぎないという中立的な分析を示すべきである。</p>                                             | <p>御意見として承ります。</p> <p>ご指摘を踏まえ、本ガイダンスにおいて、対売上高成長投資比率の日米欧比較（図1）、日米欧上場企業の平均株主還元額の推移（図2）、上場企業の総還元性向の日米欧比較（図3）を併記しております。</p> |
| <b>経営執行体制の選解任・指名を通じた規律付け</b> |                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |                                                                                                                         |
| 46                           | <p>投資機会の探索・創出が機能しない場合、取締役会による監督の下で、経営管理体制の見直しにとどま</p>                                                                                                                                                                                                                                             | 御意見として承ります。                                                                                                             |

|                        |                                                                                                                              |                                                                                                                                                                                                                                        |
|------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|                        | らず、経営陣の交代または取締役会構成の見直しを含め、必要な対応を検討することを明記すべきである。                                                                             | 本ガイダンスでは、資本コストを上回るリターンが期待される投資機会の探索・創出や、事業ポートフォリオの見直し等が十分に行われているかについて、取締役会が継続的に検証することが重要であるとしています。その結果として、経営陣から価値創造に向けた合理的な戦略が継続的に示されていない場合や、必要な改善が恒常的に講じられていない場合には、経営管理体制の見直しや後継者計画を含む経営陣の在り方について検討することも、取締役会の重要な責務である旨を記載しています。      |
| 47                     | 取締役会や指名委員会は、経営陣が成長戦略を達成できなかった場合、単に軌道修正を促すだけでなく、その責任を追及し、時には新たな経営陣を指名する具体的な行動を起こすべきである。                                       |                                                                                                                                                                                                                                        |
| 48                     | 特に企業群①と②に属する企業においては、市場評価を得られていない経営者の続投の是非を第一に検討すべきであると提言します。                                                                 |                                                                                                                                                                                                                                        |
| 報酬等を通じたインセンティブ設計       |                                                                                                                              |                                                                                                                                                                                                                                        |
| 49                     | 中長期的な企業価値創造を促す観点から、キャッシュ報酬に加え、株式報酬の比率を高めることが有効である。                                                                           | 御意見として承ります。<br>本ガイダンスでは、中長期的な企業価値創造を促す観点から、経営者のみならず従業員も含めたインセンティブ設計を検討することが重要である旨を整理しています。                                                                                                                                             |
| 50                     | 事業部門のファイナンスリテラシー向上という目標を実現するために、経営者・取締役会を含むすべての階層の従業員に対するインセンティブ報酬の導入を支持する。                                                  |                                                                                                                                                                                                                                        |
| 51                     | 株主とリスク・リターンを共有するインセンティブ設計（PSU 等）を構築することを推奨する。                                                                                |                                                                                                                                                                                                                                        |
| 企業レベルでの見直しの必要性         |                                                                                                                              |                                                                                                                                                                                                                                        |
| 52                     | 市場評価の低い企業（企業群①や②）においては、事業ポートフォリオの見直しだけでなく、企業として単独で存続する必要があるかという企業レベルでの検討が必要である。                                              | 御意見として承ります。                                                                                                                                                                                                                            |
| 53                     | 企業単独での投資では規模や資源が不足したり、業界全体で重複投資に陥る可能性があることを踏まえ、取締役会が「自社は単独で上場し経営を継続すべきか」を是々非々で議論するための戦略検討委員会を設置する機能を持つことを、ガイダンスに明記するよう要望します。 | 御意見として承ります。                                                                                                                                                                                                                            |
| 資本再配分・バランスシート最適化に関する意見 |                                                                                                                              |                                                                                                                                                                                                                                        |
| 54                     | ガイダンスの最終版では、キャピタルアロケーションの選択肢として、M&A、人的資本投資、研究開発投資に加え、配当、自社株買い、負債活用、政策保有株式・遊休不動産の売却、低収益事業からの撤退を同列に明記すべきである。                   | 本ガイダンスでは、企業価値向上に向けて、資本効率の改善と、資本コストを上回るリターンが見込まれる領域への投下資本の戦略的拡大の双方が不可欠であるとの考え方を示しています。また、既存事業やノンコア事業・非事業用資産の見直しにより生まれたキャッシュを、研究開発投資、設備投資、人的資本投資、新規事業、M&A 等へつなげる資本の再配分の重要性についても記載しています。<br>また、非事業用資産については、現預金、政策保有株式、非事業用不動産等が中長期的に滞留する場 |
| 55                     | 成長投資を行っている企業であっても、非効率なバランスシートが許容されるわけではなく、投資機会を十分に考慮してもなお余剰資本がある場合は、資本効率改善や株主還元に振り向けるべき旨をガイダンスで明示することが望ましい。                  |                                                                                                                                                                                                                                        |
| 56                     | エコノミック・プロフィット（EP）はフロー概念で                                                                                                     |                                                                                                                                                                                                                                        |



|                     |                                                                                                                                                           |                                                                                                                     |
|---------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|                     | あり、非効率な資産構成や過剰資本といったストック（バランスシート）の問題を直接的に把握できないため、EP の拡大と並行して、資本回転率の改善や余剰資産の解消といったバランスシート効率の向上を明確に位置付けるべきである。                                             | 合、投下資本回転率の悪化等を通じて企業の価値創造を押し下げる要素となり得ることから、保有目的や適正水準、活用の時間軸等を整理した上で、余剰分を成長投資へ振り向けることが重要である旨を記載しています。                 |
| 57                  | 日本企業は価値毀損セグメントの割合が高く、EP 成長や成長投資を阻害しているため、取締役会は事業ポートフォリオ監督を強化し、業績不振・非中核事業の切り離し・売却を積極的に進めるべきである。                                                            |                                                                                                                     |
| 経営陣・取締役会から投資家への説明責任 |                                                                                                                                                           |                                                                                                                     |
| 58                  | 各企業に対し、資本コストを上回る投資機会の有無、余剰資本保有の合理性、株主還元を含む資本配分方針が企業価値向上にどのように資するかを具体的に説明させるべきである。                                                                         | 本ガイダンスでは、企業が今後 3～5 年程度の中期的な時間軸で、創出されるキャッシュや現預金等をどのような考え方と優先順位で配分するかを説明することが重要である旨を記載しています。                          |
| 59                  | 成長投資の計画において、ROI が計画を下回った場合の「撤退基準」「投資評価のモニタリング方法」「回収期間」を明示する必要がある。                                                                                         | 本ガイダンスでは、新規事業投資について、ステージゲート型の評価プロセスや、継続・拡大・撤退を含む柔軟な判断の重要性を記載しています。                                                  |
| 60                  | 企業は、成長投資を促進するため、成長の道筋、投資回収の時間軸、リスク・リターン、事業ポートフォリオ戦略等を投資家に理解可能な形で丁寧に説明すべきである。                                                                              | 企業が成長投資の合理性を投資家に理解可能な形で説明することは重要です。本ガイダンスでは、企業がビジネスモデルを踏まえ、成長投資の目的、期待リターン、時間軸、リスク等を「成長の道筋」として説明することが重要である旨を記載しています。 |
| 61                  | 「丁寧に説明する」という主観的な基準だけでは、投資家が企業の成長投資に関する説明の合理性を検証することが困難になる懸念がある。投資家への説明においては、エコノミック・プロフィット (EP) や ROIC-WACC スプレッド、投下資本、期待リターン、時間軸といった定量的な共通言語を用いることが適切である。 |                                                                                                                     |
| 62                  | 取締役会は、事業ポートフォリオに関する説明を、株主が理解可能な共通言語を用いて行うべきである。                                                                                                           |                                                                                                                     |
| 63                  | 多額の現預金を保有する企業は、その戦略的な保有理由、活用予定時期及びどのような場合に余剰資本を株主へ還元するかについて、定期的に説明すべきである。                                                                                 | 本ガイダンスでは、現預金等の非事業用資産について、保有目的、必要水準、活用の時間軸等を整理し、成長投資への活用可能性を説明することが重要である旨を記載しています。                                   |
| 成長投資の評価・モニタリング      |                                                                                                                                                           |                                                                                                                     |
| 64                  | 既存事業の効率化や確実な投資回収といった「手前 3 年の規律・連続的な事業管理（1 階部分）」については、資本効率（簡易 ROIC や EP）を「事業管理のギブス」として厳格に運用し、投資家に対してもクリーンに開示することを推奨する。                                     | 御意見として承ります。<br>本ガイダンスでは、セグメント別 ROIC や投下資本の可視化、ROIC ツリーの活用、ステージゲート型の評価プロセス、将来的な EP 創出に向けたシナリオ検討、リアルオプション的評価の導入等を通じ   |
| 65                  | ガイダンスにおいて、NPV（正味現在価値）法およ                                                                                                                                  |                                                                                                                     |

|                               |                                                                                                                                                   |                                                                                                                                                          |
|-------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|                               | び IRR（内部収益率）法の活用を基本とする投資判断プロセスを明確に推奨することが望ましい。                                                                                                    | て、事業管理や投資評価を高度化することの重要性を記載しています。                                                                                                                         |
| 66                            | リアルオプションの概念の実務での活用を後押しするためには、より具体的な解説が必要である。                                                                                                      | もっとも、具体的な評価手法や管理指標は、業種、事業特性、投資対象、不確実性の程度等により異なるため、本ガイダンスにおいて特定の手法を一律に義務付けるものではありません。                                                                     |
| 良い赤字・悪い赤字（「良い赤字」の濫用の防止）       |                                                                                                                                                   |                                                                                                                                                          |
| 67                            | ガイダンスにおける「良い赤字と悪い赤字の峻別」という表現は、企業価値創造の本質である資本効率の視点から修正すべきである。具体的には、見出しを「一時的な資本効率低迷と恒常的な資本効率低迷の峻別」に、文中の記述を「①一時的な資本効率低迷と、②恒常的な資本効率低迷を峻別」に修正することを求める。 | 御指摘を踏まえ、「一時的な資本効率の低迷と恒常的な資本効率の低迷の峻別」と修正し、一時的に資本効率を押し下げる場合であっても、投資目的、投資回収までの時間軸、想定されるリターン及びリスク、進捗を評価するための指標やマイルストーン等について、投資家との建設的な対話を行うことの重要性を脚注にて追記しました。 |
| 68                            | 「良い赤字」の概念が悪用されないよう、投資回収に向けた中間 KPI（マイルストーン）の事前設定・開示を要件に加えることで、その定義とモニタリング手法を具体化し、規律を確保すべきである。                                                      |                                                                                                                                                          |
| 雇用・人材に関する政策・制度に対する意見          |                                                                                                                                                   |                                                                                                                                                          |
| 69                            | 「分厚い労働市場」という表現については、その含意（意味合い）を明確化することが望ましい。事業ポートフォリオの見直しや資本再配分の円滑化には、労働市場の流動性が重要な前提となる。                                                          | 御意見として承ります。<br>事業ポートフォリオの見直しや資本再配分を円滑に進める上では、人材が成長分野やより能力を発揮できる領域へ移動しやすい環境整備が重要であるとの考えに基づき、記載しております。                                                     |
| 70                            | 人手不足への対応として、安価な労働力の確保や外部人材への置換を安易に進めるのではなく、国内人材の育成、賃金上昇、労働環境改善、生産性向上を優先すべきである。                                                                    |                                                                                                                                                          |
| 資金調達に関する政策・制度に対する意見           |                                                                                                                                                   |                                                                                                                                                          |
| 71                            | 社債市場活性化にあたっては、知識や経験の少ない個人投資家が、信用リスク、格付け、劣後性、期限前償還条項等について十分な理解のないまま投資することのないよう、分かりやすい説明と適切な販売規制・情報開示を求めます。                                         | 御意見として承ります。<br>本ガイダンスでは、成長投資を支えるファイナンス手法の多様化に向け、社債市場の活性化やリスクマネー供給主体の多様化を通じて、成長投資や事業変革を支える市場環境・制度環境を整備することの重要性を記載しています。                                   |
| 72                            | 成長投資ガイダンス案において、社債市場の活性化が支配権市場の形成に重要であることを明記すべきである。                                                                                                |                                                                                                                                                          |
| 公共インフラ・規制産業・経済安全保障等に関する留意すべき点 |                                                                                                                                                   |                                                                                                                                                          |
| 73                            | 価値毀損セグメントの評価においては、公共インフラや規制産業のように制度的制約がある場合、単純に EP の正負のみで評価することは不適切であるため、産業特性や社会的必要性を踏まえた多面的な評価枠組みの導入が必要である。                                      | 本ガイダンスでは、公共インフラや規制産業については、価格設定や収益率の改善を企業の裁量のみで実現することが困難な場合がある点に留意が必要である旨を記載しています。<br>また、「今後の検討課題」として、公共インフラ・                                             |
| 74                            | 本ガイダンスにおいて、エコノミック・プロフィッ                                                                                                                           |                                                                                                                                                          |

|    |                                                                                                                                                                                                                                                                |                                                                                                                                                   |
|----|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|    | ト（EP）による評価と、公共性の高い分野への政府による政策的支援（成長投資促進策、重点支援）との関係性や、その評価軸・判断基準が十分に明確化されていないため、より明確に記載することを提案する。その理由として、EP は企業経営の評価指標として有用である一方、産業政策や公的投資は公共性、社会的便益、安全保障、地域経済への影響など多面的な観点から判断されるべきであり、その説明が不足していると、読者に誤解（例：価値毀損業種への公的支援は不要、または公金投入で価値毀損を補填すべき）を与える可能性があるためである。 | 規制産業における持続的な価値創造の実現に向けては、企業努力に加え、企業と政府の役割分担について、諸外国の制度設計も参考にしながら、引き続き検討を行うことが求められる旨を記載しています。                                                      |
| 75 | 成長投資ガイダンス案に、M&A や事業再編の評価基準として、企業価値・資本効率だけでなく国内雇用、地域経済、技術流出、供給網、経済安全保障への影響も考慮し、特に重要技術や重要インフラに関わる事業については慎重な検証を行う旨を追記すべきである。                                                                                                                                      | M&A や事業再編についても、本ガイダンスは企業価値や資本効率のみを一律に優先するものではありません。重要技術、重要インフラ、サプライチェーン等に関わる事業については、国内雇用、地域経済、技術基盤、供給網、経済安全保障等への影響など様々な点にも留意しながら検討されるべきものと考えています。 |
| 76 | ガイダンス案に、国際的な資本市場との整合性や投資家との対話は日本の国益、国民生活、国内雇用、技術基盤、地域経済、経済安全保障に優先するものではないという趣旨を追記すべきである。海外投資家や国際的な評価基準に合わせることが目的化すると、日本企業が短期的な資本効率や株主還元を過度に意識する懸念がある。                                                                                                          |                                                                                                                                                   |

#### 資本コストを考慮した指標ではない絶対額指標について

|    |                                                                                                                                                  |                                                                                                                                                                                                                                                                                        |
|----|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 77 | 政策目的は短期的に資本効率や株主還元の水準を高めることではなく、中長期的に付加価値の「総量」を持続して拡大することである。したがって、そうした政策目的に合わせて、短期的な施策目標「成長投資額」に対して、本質的な政策目標・ゴールは、中長期的な付加価値を増加させることと位置付けるべきである。 | <p>本ガイダンスでは、価値創造を、企業が事業活動を通じて資本コストを上回るリターンを継続的に生み出すことと捉え、資本効率の改善と、資本コストを上回るリターンが見込まれる領域への投下資本の戦略的拡大の双方が重要である旨を記載しています。</p> <p>このため、資本コストを考慮せず、単に投資額を増やすことを目的化する考え方は、本ガイダンスの考え方とは相いれません。重要なのは、資本コストを上回るリターンが期待される投資機会に対して、規律ある形で資本を配分し、その結果として中長期的に経済的付加価値の総量を拡大していくことであると整理しております。</p> |
|----|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|

#### 本ガイダンスの実装に向けて

|    |                                                                    |                                              |
|----|--------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------|
| 78 | 本ガイダンスに沿った投資行動を取った企業の具体的な好事例と、そうでない場合との比較を定期的に検証・公表する仕組みを検討すべきである。 | 今後、本ガイダンスで示した考え方を普及していくことが重要だと考えております。       |
| 79 | 取締役会は、企業戦略の策定、経営資源配分の監督、                                           | 政府としても、事業ポートフォリオ改善や成長投資の拡大を含む企業の資本配分に関する事例の収 |

|            |                                                                                                                                                                                                  |                                                                                                         |
|------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|            | 及び CEO の評価・報酬制度を通じた価値創造の実現において極めて重要な役割を担っており、その役割を果たすために財務・コーポレートファイナンスの知見を持つ社外・独立社外取締役の確保と取締役のトレーニング・スキル開発が重要である。                                                                               | 集や考え方の整理を通じて、企業の資本配分の強化を後押しするとともに、取締役が、経営陣への監督を通じて資本配分の最適化を促進できるよう、必要な人材面での支援を強化していきます。                 |
| <b>その他</b> |                                                                                                                                                                                                  |                                                                                                         |
| 80         | 成長投資ガイダンス案本編 45 ページ「3.1.6 価値創造を支える経営執行・監督体制の構築」の見出しおよび文中記述から「監督体制」の文言を削除し、「価値創造を支える経営執行体制の構築」へ修正すべきである。当該項目内に監督体制構築に関する記述がなく誤解を招く恐れがあること、および監督体制に関する記述は「3.3 取締役会に期待される役割」に相当する項目に既に存在することが理由である。 | 本ガイダンスの 3.1.6 にて、ご指摘のとおり修正しました。                                                                         |
| 81         | 取締役会運営のイコールフットィングを実現するため、社外取締役の過半数化、社外取締役の議長就任や筆頭社外取締役の設置、および取締役会の開催回数を減らして戦略議論を増やすことなど、具体的な改善策を明記すべきである。                                                                                        | ご意見として承りました。<br>ご指摘の点については、別途、「CGS ガイドライン」等において、取締役会の役割・機能、社外取締役の活用、取締役会運営の在り方、経営戦略に関する議論の充実等が整理されています。 |
| 82         | 政策文書における議決権行使に関する記述について、全ての投資家が機械的な判断を行っているとの印象を与える表現は実態を反映していないため、「一部の投資家」に限定する表現へ修正すべきである。その理由として、投資家の判断は一様ではなく、個別の事情や対話の内容を踏まえて判断する投資家も存在することが挙げられる。                                          | ご指摘を踏まえ、本ガイダンスの 4.3.2 において、記載を明確化しました。                                                                  |

※その他、「成長投資ガイダンス」と関連の無い御意見については、今後の参考とさせていただきます。