

Disclosure & IR

Disclosure Watch

金商法

- 株式報酬に係る開示規制の見直し他
- 2020年 全EU上場企業の年次報告書電子開示
- エクイティ型役員報酬とインサイダー取引規制の適用除外
- 虚偽記載の存在を疑わせる報道と金商法 21条の2第1項ただし書きの拡張
- 有価証券報告書における記述情報開示の見直し
- 役員の報酬等の開示事例分析
- 臨時報告書の開示事例分析

会計・監査

- 「監査上の主要な検討事項」導入によって期待される効果と課題
- コーポレートガバナンス改革で期待される「監査役等」
- 収益認識における資産負債法と収益費用法の対立と統合

会社法

- 株主総会改革と今後の株主総会運営・開示の方向性
- 令和元年定時株主総会の動向

IR

- ESG投資と役員報酬 米国の動向と日本への示唆
- 新たなステージに入ったESG投資
- ESG情報開示の現在地：事業機会の創出と、経営リスクの管理
- ESG報告の「質」を測定するには

取引所

- 改訂を踏まえた、主要企業のコーポレートガバナンスコード対応の評価
- パフォーマンス・シェア・ユニットの導入に関する適時開示について

コラム

- 株式投資をギャンブルにしないために
- コラム・アメリカ会社法
- Disclosure Column

Disclosure & IR 2019.8 Vol.10

Contents

Disclosure Watch

金商法

株式報酬に係る開示規制の見直しと監査人の異動の開示の見直しに関する金融商品取引法施行令等の改正について アンダーソン・毛利・友常法律事務所 弁護士・公認会計士 中村 慎二	1
2020年 全EU上場企業の年次報告書電子開示 ー透明性指令(2013改定版)による、ESMAの7年間の取り組みー 株式会社野村総合研究所 上級研究員 三井 千絵	23
エクイティ型役員報酬とインサイダー取引規制の適用除外 甲南大学大学院法学研究科 教授 梅本 剛正	28
虚偽記載の存在を疑わせる報道と金商法21条の2第1項 ただし書きの拡張 千葉大学大学院 教授 青木 浩子	35
有価証券報告書における記述情報開示の見直し ～「開示原則」・「好事例集」の公表～ みずほ証券市場情報戦略部 上級研究員 公益社団法人日本証券アナリスト協会 企業会計部長 熊谷 五郎 金融審議会ディスクロージャーワーキング・グループ メンバー	45
役員の報酬等の開示事例分析 株式会社ディスクロージャー&IR総合研究所 主任研究員 公認会計士 川島 直樹	53
臨時報告書の開示事例分析 株式会社ディスクロージャー&IR総合研究所 上席研究員 阿部 宏己 株式会社ディスクロージャー&IR総合研究所 総括企画部 黒須 悠子	62

会計・監査

「監査上の主要な検討事項」導入によって期待される効果と課題 関西大学大学院会計研究科 教授 松本 祥尚	78
コーポレートガバナンス改革で期待される「監査役等」 公認会計士 箱田 順哉	89
収益認識における資産負債法と収益費用法の対立と統合 社会会計研究会 代表 藤田 敬司	100

会社法

- 株主総会改革と今後の株主総会運営・開示の方向性
～改正会社法要綱を踏まえて～ 107
獨協大学法学部 教授 高橋 均
- 令和元年定時株主総会の動向 115
株式会社ディスクロージャー&IR総合研究所 上席研究員 企業内弁護士 六川 浩明

IR

- ESG投資と役員報酬 米国の動向と日本への示唆 121
ペイ・ガバナンス (米国) マネージング・パートナー ジョン・ワインシュタイン
ペイ・ガバナンス日本 マネージング・パートナー 阿部 直彦
- 新たなステージに入ったESG投資 127
第一生命保険株式会社
エグゼクティブ・サステナブルファイナンス・スペシャリスト 錢谷 美幸
- ESG情報開示の現在地：事業機会の創出と、
経営リスクの管理 135
サステイナリティクス 竹林 正人
- ESG報告の「質」を測定するには 144
法政大学 准教授 田中 優希

取引所

- 改訂を踏まえた、主要企業のコーポレートガバナンス・
コード対応の評価 150
－TOPIX100企業のガバナンス報告書開示分析－
日本シェアホルダーサービス株式会社 チーフコンサルタント 藤島 裕三
シニアアナリスト 水嶋 創
- パフォーマンス・シェア・ユニットの導入に関する
適時開示について 158
事業創造大学院大学准教授 公認会計士 鈴木 広樹

コラム

- 株式投資をギャンブルにしないために 161
公認会計士 秦美佐子事務所 所長 秦 美佐子
- コラム・アメリカ会社法／オフィサーの役員報酬 163
株式会社ディスクロージャー&IR総合研究所 客員研究員 小林 史治
- Disclosure Column／日本のIFRS適用企業の
開示をめぐる動向 167
有限責任監査法人トーマツ マネジャー 公認会計士 神宮寺 真弓

令和元年定時株主総会の動向

株式会社ディスクロージャー&IR総合研究所 上席研究員 企業内弁護士 六川 浩明
(前東海大学法科大学院教授)

第1 企業統治の形態

1 監査等委員会設置会社

我が国の上場会社3739社のうち「監査等委員会設置会社」(平成26年会社法改正、平成27年5月から施行)の数は1027社となり、令和元年(2019年)6月に初めて1000社を超えるにいった。マツダ社や日清製粉グループ本社などが新たに導入した(注1)。

2 監査役会設置会社

2634社であり、全体の70%を占めている。

3 指名委員会等設置会社

日産自動車社が、定時株主総会での第2号議案(定款一部変更の件)において、取締役会の過半数を社外取締役が占めるようにし、指名委員会、報酬委員会、監査委員会の3委員会を設置する議案を提出した。

43.4%の議決権を有するルノー社は、当該議案に棄権する意思を日産自動車社に伝達していたが、それでは定款変更のための株主総会特別決議(過半数又は3分の1の株主が出席し、かつ、出席株主の3分の2以上の賛成)の要件を充足しないこととなるおそれが高まったことから、スナール会長を指名委員会のメンバーとし、ボロレCEOを監査委員会のメンバーとする案を提示し、その結果、ルノー社は第2号議案に賛成することとなった。

第2 会社提案への反対票

2019年6月定時株主総会を実施した上場会社2248社のうち、会社提案に係る議案に対する反対票が2割を超える企業が、332社に上った。前年から39社増加し、全体の14.8%となり、過去最高となった(注2)。

第3 代表取締役の再任議案への反対票

機関投資家の多くがROEに関する基準を設定している。例えば、第一生命保険の議決権行使

基準(2019年4月改正)では、直近5期連続してROEが3%未満の上場会社の代表取締役の再任に反対している。

第4 役員選任議案の低賛成率

野村証券社の定時株主総会の開催時間は3時間超であり、永井取締役CEOの賛成率は61.7%、古賀取締役(取締役会議長)の賛成率は62.3%であった。

議決権行使助言会社であるISS(Institutional Shareholder Service)は、当該取締役らの再任に反対を推奨していたため、野村証券社は定時株主総会日の6日前の2019年6月18日、指名委員会委員長予定者及び報酬委員会委員長予定者を、古賀取締役から、木村宏・社外取締役に変更した。

第5 社外役員選任議案への反対票

1 コーポレートガバナンス・コード(2018年6月改訂)の【原則4-8 独立社外取締役の有効な活用】及び【原則4-9 独立社外取締役の独立性判断基準及び資質】に照らし、2019年6月の定時株主総会では、社外役員選任議案について、賛成票が低下した場合が散見された。独立性、出席率、長期の3点に照らして考察する

2 独立性

(1) 独立性の判断基準について、例えば、ブラックロックは、主要取引先や大株主企業の役員には独立性は認められないとしている。フィデリティ投信は、株式を政策的に保有する企業からの社外取締役には独立性がないとしている。三井住友トラスト・アセットマネジメント社の議決権行使基準(2019年1月版)では、主要な株主(10.0%以上の株主)の出身者には独立性がないとしている。

(2) フジ・メディア・HD社では、大株主からの

社外取締役選任議案と、グループ会社である産経新聞社の代表取締役社長の社外監査役選任議案が、反対・棄権票44%となった。NEC社では、主要取引金融機関である都市銀行の会長を社外取締役とする選任議案は、反対・棄権票33%となった。三越伊勢丹HD社においても、主要取引金融機関である都市銀行の特別顧問を社外取締役とする選任議案は、反対・棄権票34%となった。

3 出席率

- (1) 議決権行使助言会社であるISS(Institutional Shareholder Service)及びグラスルイスは、合理的理由なく取締役会出席率75%未満となっている社外取締役及び社外監査役の再任に反対を推奨している。アセットマネジメントOneは、取締役会や監査役会への出席率が85%未満の、社外取締役及び社外監査役の選任議案について、原則として反対する。
- (2) マツモトキヨシHD社では、取締役会出席率70%であった社外取締役の選任議案が、反対・棄権票43%となった。JR九州社では、取締役会出席率83%であった社外取締役の選任議案が、反対・棄権票40%となった。
- (3) 上場会社の社外役員のうち、取締役会出席率が62%以下である、合計約100名の氏名が、2019年6月29日、経済週刊誌で報道された(注3)。

4 長期

大日本印刷社では2002年から社外取締役を務める方への反対・棄権票が26%となり、東テック社では1994年から社外監査役を務める方への反対・棄権票が21%となった。

第6 物を言う株主を社外取締役に選任

1 オリパス社

オリパス社の5.04%株式を保有する米ValueAct Capital(注4)(運用総額約1兆7000億円)から、社外取締役2名(Hale氏、Beasley氏)を受け入れた。

2 東芝社

東芝社では、株主の7割が、海外株主である。東芝社は、取締役12名のうち、10名を社外取締役とし、4名の外国人取締役に就任した。

第7 株主提案

1 2019年6月における上場各会社の定時株主総会では、株主提案が54社で行われ、合計175議案が提出され、過去最高となった(注5)。

2 LIXILグループ社

LIXILグループ社における株主提案と会社提案の対立が、大きく報道された。

LIXILグループ社の株主側が8名の取締役候補者を株主提案したのは、4月20日であった。これに対し、会社側の取締役候補者が出そろったのは5月20日であり、機関投資家の意見を受けて会社側の暫定CEOを公表したのは6月11日であった。

このように、LIXILグループ社における役員選任議案について、会社提案と株主提案が対立したが、結果として、選任された取締役は、会社側6名、株主側8名となり、株主提案が勝る結果となった。

なお、ISSは、会社側提案に係る取締役候補者8名のうち2名に対して反対を推奨していた。当該2名の賛成比率は44.39%及び44.92%であり、結果として、取締役に選任されなかった。

これに対し、ISSは、株主側提案に係る取締役候補者8名のうち4名に対して反対を推奨していた。しかし、これら4名は、結果として、取締役に選任された。

3 武田薬品工業社

(1) 武田薬品工業社の定時株主総会では、次の株主提案(定款一部変更)が上程された。

[株主提案]

現行定款の第20条第3項として以下の文言を新たに追加し、第27条第1項・第2項の末尾にそれぞれ下段の文言を追加する。

第20条(取締役の報酬等)

③業績連動報酬において報酬額算定の基礎となる業績指標等の数値が誤っていた場合または長期インセンティブプラン(株式報酬)において株価が誤った情報を反映して不当に高くなっていたために報酬額もそれに比例して高くなった場合(例えば、過去の過大投資の減損損失が出たり、過年度決算の修正が起きたりした場合等)には、正しい指標等に基づいて報酬額を算定し直し、差額の報酬を会社に返還または減額(もし

くは不支給)させるものとし、その内容の詳細については内規にて規定し、各取締役と会社間の委任契約書へ記載するものとする。

第27条(取締役の責任免除)第1項および第2項の各末尾

ただし、第20条第3項による報酬の返還または減額(もしくは不支給)はこの限りでないものとする。

- (2) これはclawback(クローバック、claw=爪を立てて、back=戻す)条項(過去の過大投資による損失が生じた場合や不正が発覚した際に、取締役に対し、支給済みの業績連動報酬を会社に強制返還させる仕組み)を内容とする株主提案であった。この提案は52%の賛成を集めた。しかし、定款変更議案として上程されたことから、特別決議の要件を充足せず、否決された。

4 JR九州社

Fir Tree Partnersが6つの株主提案を行ったが、そのうち、取締役選任に関する株主提案は、41.7%及び40.1%の賛成を得た。

5 このように、株主の声が強まった原因は、持ち合い株式の解消により、安定株主が減少した影響が大きい、と指摘されている(注6)。

また、株主提案議案への賛成票の増加は、平成時代における企業ガバナンス改革、機関投資家がアクティビストファンドからの提案というだけで拒絶することなく議案の内容を精査して株主共通の利益にかなうものであるかを考慮して賛否を決定していること、ESG投資の拡大が、要因であるとも指摘されている(注7)。

第8 取締役報酬の開示

1 役員報酬の内容の開示

2019年1月31日付内閣府令において、上場会社の役員報酬の開示内容が改正され、固定報酬と業績連動報酬の割合、業績連動報酬の算定に用いる指標及びそれを採用した理由、指標の目標と実績などの説明を記載することとなった。すなわち、①業績連動報酬とそれ以外の報酬等の支払割合の決定方針を定めているときは、その方針の内容、②当該業績連動報酬に係る指標、③当該指標を選択した理由、④当該業績連動報

酬の額の決定方法、⑤最近事業年度における当該業績連動報酬に係る指標の目標等を、記載することとなった。

2 個別開示の要求

2019年3月期に、上場会社で1億円以上の役員報酬を得た取締役は557名となり、過去最高を記録した(注8)。

取締役報酬の開示については、現在、有価証券報告書に、取締役報酬が年額1億円以上の場合にのみ、取締役氏名と金額を開示する義務がある。しかし、三井金属社及び関西電力社等では、1億円未満であっても全取締役の報酬を個別開示するように求める株主提案がなされ、前者では45%、後者では43%の賛成をそれぞれ集めた。

3 報酬決定のプロセスの開示

報酬決定までのプロセスを定時株主総会招集通知に記載した企業の割合は、日経平均採用銘柄225社のうち、2018年では51%であったが、2019年では61%に上った(注9)。

第9 取締役報酬としての譲渡制限株式の増加

1 平成28年税制改正により、譲渡制限株式が導入され(改正後の法人税法第54条第1項、改正後の法人税法施行令第111条の2第1項~第3項)、税制措置の対象となる譲渡制限付株式は、以下の条件を満たす株式とされている

- ① 役員等から役務提供を受ける会社、又はその完全親会社の株式であること
- ② 一定期間の譲渡制限が設けられていること
- ③ 会社が株式を没収(無償取得)する事由として、勤務条件が達成されないこと、又は業績条件が達成されないことが定められていること
- ④ 役務提供の対価として役員等に生ずる債権の給付と引き換えに交付されること

2 会社が譲渡制限付株式を役員に交付した場合に関して、役員の所得税の扱いは、譲渡制限解除時に収入が発生することとされた。

会社の法人税の扱いは、譲渡制限付株式が損金算入が認められる役員報酬に追加され、役員に収入が発生した時点(譲渡制限解除時)に損金に算入されることとされた。また、欧米での事例を参考にして、一定の勤務条件や業績条件を満たさない場合には、役員から譲渡制限付株

式を没収（無償取得）するという条件が定められている必要があることとされた。

（なお、平成28年度税制改正では、業績連動報酬についての規定も整備された。業績連動報酬の一種である「利益連動給与」は法人税法において損金算入が認められており、連動の対象指標が平成28年税制改正前は「利益に関する指標」と定められていたため、営業利益・経常利益等以外が連動対象指標と認められるか明確ではなかった。この点について、平成28年税制改正により、「利益連動給与」の連動の対象指標の範囲として、ROEやROA等の一定の利益関連指標が含まれることが明確化された。）

3 取締役報酬の内容として、金銭報酬と株式報酬がある。後者の株式報酬制度を導入している上場会社は、1488社であり、全上場会社の4割にのぼっている（注10）。

4 株式報酬制度として、大別すると、(1) ストックオプション（自社株購入権）、(2) 株式交付信託、(3) 上述した譲渡制限株式（restricted stock）がある。

2019年5月末の集計によれば、(1) ストックオプション（自社株購入権）を採用している上場会社が358社、(2) 株式交付信託を採用している上場会社が492社、(3) 上述した株式譲渡制限株式を採用する上場会社が約600社となった（注10）。

5 譲渡制限株式は、一定期間、譲渡が制限されている。例えば、「退職時まで」「5年間」などの譲渡制限期間が付されている。ストックオプション等と異なり、役員らが直接に自社株を保有することとなり、通常の株主と同様に、議決権を行使したり、配当を受けることができる。

第10 指名委員会と報酬委員会

1 東京証券取引所の「コーポレート・ガバナンス白書 2019」によれば、東証上場会社全社のうち、法定の指名委員会を設置している会社は2%、任意の指名委員会を設置している会社は26.3%、設置していない会社は71.7%であった（注11）。

2 東京証券取引所の「コーポレート・ガバナンス白書 2019」によれば、東証上場会社全社のうち、法定の報酬委員会を設置している会社

は2%、任意の報酬委員会を設置している会社は28.4%、設置していない会社は69.7%であった（注12）。

第11 政策保有株式

1 2019年1月31日、企業内容等の開示に関する内閣府令の一部を改正する内閣府令の改正府令が施行された。

この改正開示府令では、株式の保有状況（政策保有株式を含む）の開示に関して、開示義務の対象企業について変更はないが、保有株式全体に係る開示項目、個別銘柄情報の開示、対象銘柄・開示項目、純投資目的の投資株式の開示項目について、それぞれ項目の追加、範囲の拡大がされている。

2 これに伴い、2019年6月の定時株主総会後に開示された上場各社の有価証券報告書における【株式の保有状況】において、各社が、政策保有目的の内容を詳しく説明している。

3 2019年3月期において、富士通社は政策保有株式85銘柄（482億円）を、小野薬品工業社は政策保有株式24銘柄（149億円）を、三菱商事社は政策保有株式7銘柄（823億円）を、それぞれ売却した（注13）。

第12 外国人株主比率

東京証券取引所等が2019年6月26日に発表した株式分布状況調査によれば、2019年3月末時点で、外国人の株式保有比率は、3年ぶりに低下し、全体の29.1%となり、1年前と比較して1.2%低下した。

外国人の株式保有比率は全33業種のうち25業種で低下したが、とくに医薬品業界では外国人株主比率が上昇し38.6%になった（注14）。

第13 RulesとPrinciples

1 ルール（rules）

ある法域で強制力を持って執行される法令等において明定された規則であって、対象となる行為や事象が具体的に定められており、それらが適法か違法かの判断を行う拠り所となるものである。ルール(rules)の典型は、法令であるが、資本市場では、証券取引所や自主規制機関の規則の多くもこれに当てはまる。

適用対象となる事実にルール (rules) が該当するか否かを判断する際、また、ある行為がルール (rules) に適合しているか否かを判断する際に、裁量の余地は相対的に少ない (注15)。

2 プリンシプル (principles)

社会あるいは種々の事業分野において共通に抱かれている抽象的・潜在的な規範意識に、具体的・明示的な内容や表現が付与され、それが関係者の間で広く共有されることを通じ、各主体にとりその行動や業務遂行の指針となっていく行動規範や行動原則である。

資本市場では、「コード」や「原則」という呼称で定められることもある。

プリンシプル (principles) は、法令をはじめとするルール (rules) の背景にある基本精神や法目的を多少具体化して表現しているもの、ととらえることができる。

わが国において、プリンシプル・ベースの手法の活用が明示的に方針として示されたのは、2007年における金融庁の「ベターレギュレーション」である (注16)。

3 我が国のコーポレートガバナンス・コード (2018年6月改訂) は、プリンシプルに該当するものである。

4 資本市場における3つの規律

資本市場における規律として、規制当局によるもの (当局規律)、市場メカニズム (市場規律)、各市場参加者が保持する遵法精神・規範意識 (自己規律) があるとされる。これらの3つは、相互補完的に作用しているが、そのためには、ルール (rules)、プリンシプル (principles) 及び情報開示制度という3つの道具が効果的に用いられることが不可欠であると指摘されている (注17)。

第14 資本コスト

1 コスト

コーポレートガバナンス・コード改訂版 (2018年6月) 原則5-2では、上場企業は経営戦略や経営計画の策定・公表にあたり、自社の資本コストを的確に把握したうえで、収益計画や資本政策の方針を示すとともに収益力・資本効率などについての目標を提示し、それを実現するための事業ポートフォリオの見直しや経営

資源の配分を実行すべきであるとしている。即ち、企業に対して資本コスト経営の実践を求めている。これとの関連で、上場会社は、資本コストを上回るリターンを生み出さなければならない、という言葉が最近見かけることが多い。

もっとも、コーポレートガバナンス・コード改訂版 (2018年6月) 原則5-2では、資本コストの定義が示されているわけではない。

一般に、企業の資本コストは、株主が要求するリターン (株主の期待収益率、株主資本コスト) と債権者が要求するリターン (債権者の期待収益率、有利子負債コスト) の加重平均 (WACC、ワック) (weighed average cost of capital) により求められる、と指摘されることが多い。

最近の低金利時代においてデットを多く保有する企業が多く、そのような企業のWACCは低くなりがちである。これに対しエクイティのコストの方が大きい (注18、注19)。

株主資本コストは、CAPMモデルによって算出されることが多い。CAPMモデルは、市場に対する個別株式の相対的なリスク感度を表す β 値を用いて、その株式に投資している投資家が、どのくらいの収益率を期待するのかを算定するものであり、「株主資本コスト=リスクフリーレート+ β ×マーケットリスクプレミアム」によって算定される。 β (ベータ) は、市場全体の株価の動きに、その企業の株価がどれくらい連動するかを表す指標である。

2 リターン

上述したように、上場会社は、資本コストを上回るリターンを生み出さなければならない、という言葉に表現されているように、企業価値は、リターンとコストの差で決まることから、リターンの認識も重要である (注20)。

リターンの認識のためには、ROIC (Return On Invested Capital、投下資本利益率) が用いられることがある。ROIC=税引後営業利益÷投下資本 (株主資本+有利子負債) となる。

3 大和ハウス工業社は、ROIC,ROE,WACCを関連づけて端的に説明している (大和ハウスグループ統合報告書2018の59頁)。

第15 記述情報（非財務情報）の開示

金融庁は、2019年1月31日付開示府令の改正に対応する「記述情報の開示に関する原則」を2019年3月19日に公表した。

これには、「経営方針、経営環境及び対処すべき課題等」「事業等のリスク」「MD&Aに共通する事項」「キャッシュフローの状況の分析・検討内容等」「重要な会計上の見積り」の各項目に関する好事例集が付されている。

第16 複数議決権株式

米国で、アルファベット社やフェイスブック社などが導入している複数議決権株式（super voting stock）に批判が出ていると報道されている（注21）。

我が国では、東京証券取引所が2008年7月に制度を整備し、複数議決権株式を上場することが可能になった。現在、2014年に東証マザーズに上場した、筑波大学発のロボットベンチャーであるCYBERDYNE社（東証マザーズ）のみが、経営者が普通株式の10倍の議決権を有するB種類株式を保有する仕組みを採用している。

（注1）日本経済新聞夕刊2019年7月13日

（注2）日経ヴェリタス2019年7月7日号15面

（注3）週刊東洋経済2019年6月29日号91～92頁

（注4）オリンパス社2019年6月25日付有価証券報告書37頁

（注5）日本経済新聞2019年6月28日朝刊2面

（注6）日本経済新聞2019年7月6日朝刊7面

（注7）鈴木裕「機関投資家と上場企業の間を変えた「平成」時代」（大和総研調査季報2019年春季号）28～29頁。

なおESG投資（Environment, Social, Governance）は、環境分野では温暖化対策・環境破壊の回避、社会の分野では地域貢献・労働環境の改善、企業統治では法令順守・積極的な情報開示などが評価対象となる。従来の財務諸表が、企業の過去の成績を示すものにすぎないのに対し、ESGに優れた企業は将来も持続的に成長するという考えが、根底にある（日経ヴェリタス2019年7月14日号59頁）。

（注8）日本経済新聞2019年6月29日朝刊15面

（注9）日本経済新聞2019年7月10日朝刊15面

（注10）産経新聞2019年6月8日朝刊11面

（注11）東京証券取引所「コーポレート・ガバナンス白書 2019」96頁

（注12）東京証券取引所「コーポレート・ガバナンス白書 2019」100頁

（注13）日本経済新聞2019年7月7日朝刊3面

（注14）日本経済新聞2019年6月27日朝刊19面

（注15）佐藤隆文『資本市場とプリンシプル』（日本経済新聞出版社、2019年5月）46頁

（注16）前掲（注15）47頁

（注17）前掲（注15）75頁

（注18）岡俊子『資本コスト入門』（中央経済社、2019年1月）32頁

（注19）奈良沙織『企業評価論入門』（中央経済社、2019年4月）222頁

（注20）資本コストと呼ばれる概念は、証券投資では、株式への要求利回りと呼ばれる。神山直樹「投資家が資本コストを通じて会社に託すること」（企業会計2019年8月号「特集 資本コストは誰のものか」）50～51頁

（注21）日本経済新聞2019年6月8日朝刊13面