

**令和4年度 産業経済研究委託事業
経済産業政策の新機軸を踏まえた日本企業
の企業価値の向上等に関する調査・分析に
関する報告書**

EY新日本有限責任監査法人
2023年3月

目次

1. はじめに
2. 調査方法
3. 調査結果から得られた示唆： 課題と今後の検討方向性（案）

1. はじめに

- ▶ 日本経済は、1990年代以降、少子高齢化・人口減少という構造的な問題に加えて、成長投資の低迷により、潜在成長率が3%台から1%未満に低迷している。かつて世界1位であったIMD世界競争力ランキングも今では34位（2022年）まで下落するなど国際競争力も低下し、「失われた30年」という状況が継続している。日本を代表する企業の企業価値については、TOPIX500を構成する企業の約4割が、株式時価総額が純資産を下回る（PBR1倍未満）という状況になっている。
- ▶ 経済産業省では、2014年の伊藤レポート（経済産業省の「持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～プロジェクト」の最終報告書）において、企業の持続的成長に向けた企業と投資家によるエンゲージメントや具体的なターゲットとして最低限でもROE8%といった内容が提言されて以降、コーポレートガバナンス改革や企業と投資家の対話の在り方についての種々の検討および提言が行われてきた。
- ▶ これらを受けてもなお低迷する日本の企業価値の現状を打破するべく、経済産業省「産業構造審議会経済産業政策新機軸部会」では、今後の経済産業政策の方向性について議論を行い、2022年6月に中間整理を取り纏めた。経済社会システムの基盤の組み替え（OSの組み替え）の6分野のうちの1つとして、グローバルで勝ちきる企業群の創出を目的に、「価値創造経営」の推進を打ち出した。
- ▶ 本調査では、①価値創造経営の取組を促進する経営改革、②資本市場改革や機関投資家によるエンゲージメント強化における、先進的な国内外の取り組み状況について調査・分析を実施したところ、企業と投資家（資本市場）を取り巻くインベストメントチェーン上の課題と改善に向けた今後の検討方向性に関する示唆を得ることができた。
- ▶ 後述する本調査結果から得られた示唆は、下記「目指す姿」を実現するための今後の政策的アプローチにおけるインプットとして活用されることが望まれる。

本調査の位置づけ（EYイメージ）



2. 調査方法 調査の全体像

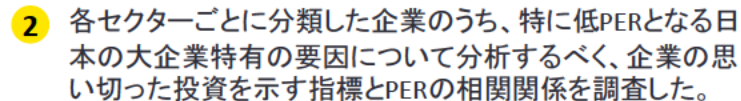
本編	タスク	サブタスク	実施事項	ページ番号
第1章 文献調査①	【タスク1】 企業に関する調査	【タスク1-1】 定量調査	日本の大企業(TOPIX500)の各種指標やデータについての定量的な調査・分析を行う。	P18~
		【タスク1-2】 定性調査	個別の大企業の価値創造経営の取組のについて公表情報(アニュアルレポート等)を基に調査・分析を行う。	P52~
第2章 文献調査②③	【タスク2】 資本市場に関する調査	【タスク2-1】 企業の資金調達手段と資本市場に関する調査	各種公表統計情報やデータベースに基づき、資金調達や資本市場について日本、米国、英国、ドイツの比較調査を行う。	P79~
		【タスク2-2】 投資家のエンゲージメント活動に関する調査	スチュワードシップ活動について個別の機関投資家の取組の実態について公表情報(スチュワードシップレポート等)を基に調査・分析を行う。	P108~
	【タスク3】 諸外国の産業政策に関する調査	【タスク3-1】 海外政府系金融機関に関する調査	公表情報を基に、海外の政府系金融機関について調査・分析を行う。	P136~
第3章 ヒアリング調査①②	【タスク1】 企業に関する調査	【タスク1-3】 企業に対するヒアリング調査	上記【タスク1-2】で調査した企業のうち10社に対してヒアリング調査を行う。	P149~
	【タスク2】 資本市場に関する調査	【タスク2-3】 投資家に対するヒアリング調査	上記【タスク2-2】で調査した投資家及び有識者10名にヒアリング調査を行う。	P161~

▶ 調査概要

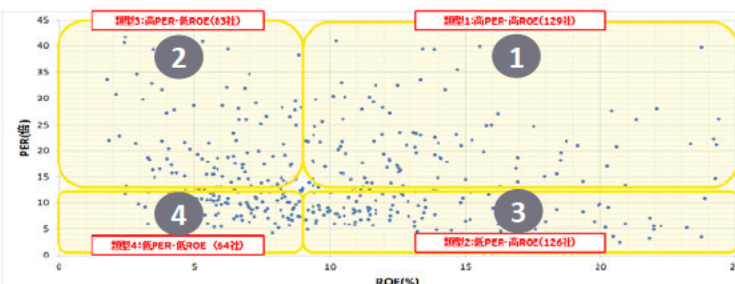
- 参考:PBR・PER・ROEの関係性

PER・ROEマトリックス

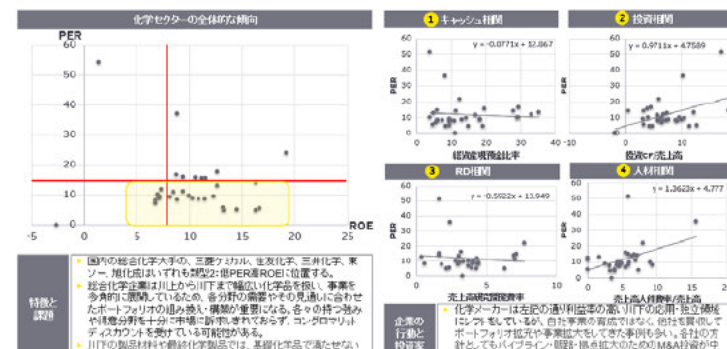
PERとROEの2軸で構成した4象限マトリクスに基づき、各象限に当てはまるセクターを整理。PBR向上の要因分析の基礎とする。



TOPIX500のPER・ROEマトリックス



セクター別のPER・ROEマトリックス(例)



- 3 各セクターごとに分類した企業のうち、PER及びROEに特徴がみられた企業(例:業界の中で特に高いPERを有する、過去10年以内に低PBRから高PBRへと移行した、など)について各企業が発行するアニュアルレポート等の公表情報を基に価値創造経営の取組状況について調査し、一部の企業についてはヒアリング調査を実施した。

調查項目(例):

- ✓ バランスシート経営改革
- ✓ バックキャスト型長期経営
- ✓ マネジメントスタイル改革
- ✓ ガバナンス改革(特に社外取締役)
- ✓ 人的資本経営

企業の価値創造経営取組に関する分析(例)

類型3: 高PER・低ROE	類型1: 高PER・高ROE
① ROEが十分に高くない企業の中には、株式割当が人目の企業も一部見られ、証券アナリストも注目される。 ② ROEが十分に高くない企業においては、統合報告書を作成していない企業も一部見られる。 ③ ROEが十分に高くない企業においては、インベンスティ/債権者への付与や経営陣の報酬を決定せずにいるもの、事業の発展のための明確な計画がない企業が見られる。 ④ 統合報告書を出している会社の一部については、財務諸表のKPIと企業価値との関係が不明である。 ⑤ TSBG非主監別開している会社については会社を見逃される。	① 過去から十分なROEを達成している企業については、統合報告書を作成している企業が多い。統合報告書の記載を期望远くしている会社もある。 ② かつたが、ROEを達成しているのに財務諸表のKPIと企業価値との関係が不明で、開示内容にはばらつきがあるため、証券アナリスト、投資家や債権者とのコミュニケーションをとった企業は限られており、見逃されている企業もある。 ③ 統合報告書を出している会社は、財務諸表のKPIと企業価値との関係が不明である。 ④ TSBG非主監別開している会社については会社を見逃される。一部企業では業績連動報酬の存在がポイントになっている。
類型4: 低PER・低ROE	類型2: 低PER・高ROE
① 統合報告書の記載が冗長で、いまだに、PERへの影響は少ないように思われる。 ② ROEが低すぎるものの、事業の発展のための明確な計画がない企業も見られる。	① 過去から十分なROEを達成している企業については、統合報告書を作成している企業が多い。統合報告書の記載を期望远くしている会社もある。 ② かつたが、ROEを達成しているのに財務諸表のKPIと企業価値との関係が不明で、開示内容にはばらつきがあるため、証券アナリスト、投資家や債権者とのコミュニケーションをとった企業は限られており、見逃されている企業もある。 ③ 統合報告書を出している会社の一部については、財務諸表のKPIと企業価値との関係が不明である。 ④ 財務諸表は必ず財務諸表で会社については、ROEの算出に依拠に基づき、証券アナリストが注目される。

2. 調査方法② 資本市場に対する調査

本編第2章にて後述

調査目標

- 日本の資本市場の構造等が、個別企業の経営の問題に止まらない、日本企業の企業価値低迷の本質的な要因となっている可能性について分析、資本市場に向けた政策の提言を行う
- 国内外の機関投資家のスチュワードシップ活動の実態について調査し、制度上および運用上の課題を把握し、機関投資家に向けた政策の提言を行う

調査概要

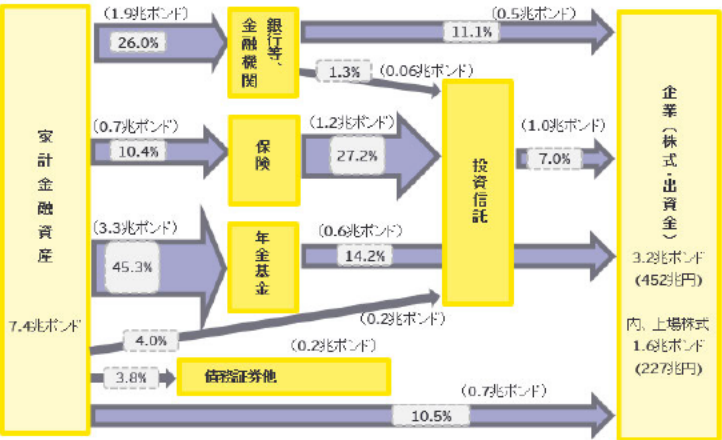
1 <企業の資金調達手段と資本市場>
以下の項目について、日本、米国、英国、ドイツの比較調査を行う



各種公表統計情報やデータベースから取得した企業情報やマクロ経済情報に基づき定量的な分析を行う。

- 資金調達手段、資金調達規模
- 株式保有主体の構成とその割合
- 保有主体別の投資行動
- リスクマネー供給フロー

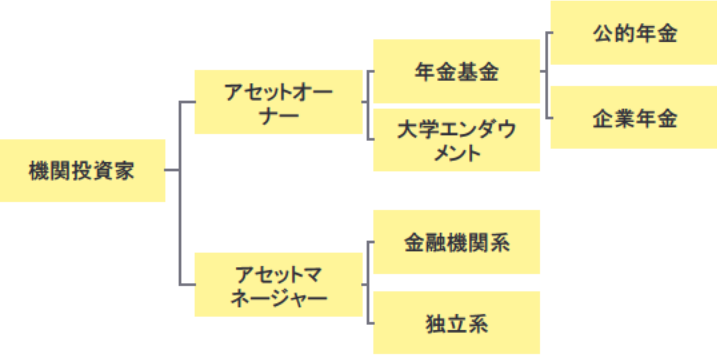
リスクマネー共有フロー図(例)



2 <機関投資家>スチュワードシップに関する以下の項目について調査を行う
個別の機関投資家の取組の実態について公表情報(スチュワードシップレポート等)を基に調査・分析を行う。

- エンゲージメント実施体制・人員
- エンゲージメント対象
- テーマ
- モニタリング(エンゲージメントの進捗管理)
- 対話回数
- 議決権行使の状況

調査対象の機関投資家(例)



3 文献調査で抽出した機関投資家及びインベストメントチェーン上の課題に対する豊富な見識を有する有識者に対して、スチュワードシップ活動、エンゲージメント、対話、議決権行使の実態を中心に、かつアセットオーナー及びアセットマネージャー、日本及び海外、公的及び民間機関の違いも含めて聴取するヒアリング調査を実施。

ヒアリング項目(例)

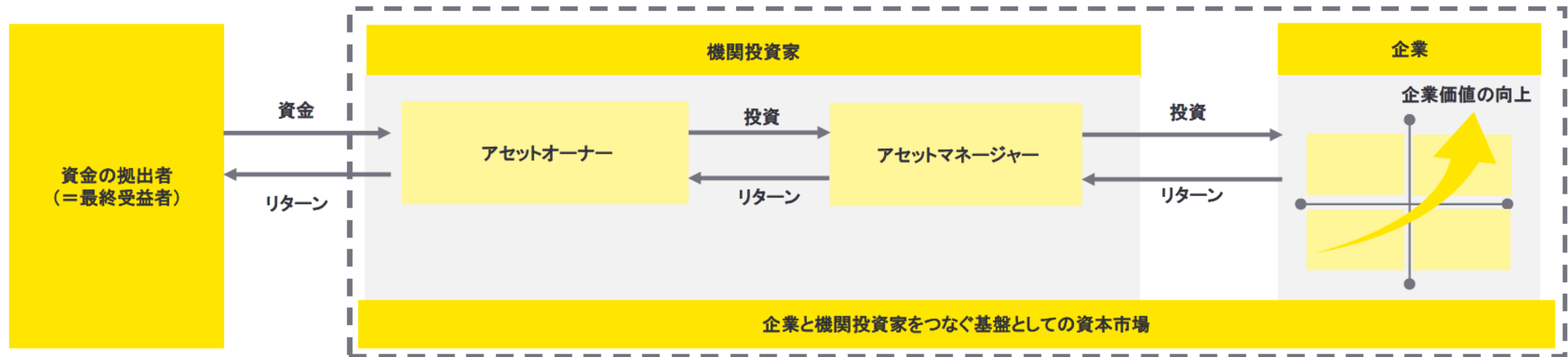
スチュワードシップ活動	- 位置づけ・考え方・実施状況 - エンゲージメント - 協働エンゲージメント - 議決権行使 - エンゲージメントにおける課題 - 投資家 - 企業
対象先企業	課題の提起及び提言
インベストメントチェーン	- 課題の提起及び提言 - アセットオーナー - アセットマネージャー - 取引所
その他制度上の課題	- スチュワードシップコード - 政策保有株式 - その他
資本市場全般に対する意見	- コーポレートガバナンス・スチュワードシップ改革の影響・評価 - パッシブ運用増加の影響 - アクティビストファンドについての見解 - 金融リテラシー・金融教育 - その他



3. 調査結果からの示唆

- ▶ 今回の調査を通じて、インベストメントチェーンの望ましいあり方、つまり、資金の拠出者(=最終受益者)→機関投資家(アセットオーナー/アセットマネージャー)→企業への適切なモニタリングが機能し、長期的な企業価値の向上と最終受益者の便益の最大化が常に関連付けられているということ、および、その望ましい在り方の実現に向けて改善が望まれる各プレイヤーごとの課題が見えてきた。
- ▶ 通称伊藤レポートに記載のインベストメントチェーンの定義(*)に基づき整理したインベストメントチェーン全体像は以下の通りである。矢印は資金の流れを示す。

望ましいインベストメントチェーンのあり方



(*)インベストメントチェーンとは、「資金の拠出者から、資金を最終的に事業活動に使う企業に至るまでの経路および各機能のつながり」を示す。(「持続的成長への競争力とインセンティブ ～企業と投資家の望ましい関係構築～」プロジェクト(伊藤レポート)最終報告書より)

3. 調査結果からの示唆

課題の背景	インベストメントチェーンにおける企業の位置づけ ▶ 下図の通り、インベストメントチェーンにおいて上場企業は、最終的な資金の使い手として、市場を通じて資金調達をした相手である株主に対しての負託に応える受託者責任を果たすことを求められている。 最終受益者 → アセットオーナー ↓ アセットマネージャー → 企業 資本市場						
前提の整理	本調査における企業とは、TOPIX500に含まれる大企業である。本調査では企業を4つの類型に整理し、このうち、特に、下記の分類において、類型2及び4に分類される企業を対象としている PER ↑ 3 高PER・低ROE 1 高PER・高ROE ← 4 低PER・低ROE 2 低PER・高ROE → ROE 1 成長期待: 高 資本効率: 高 2 成長期待: 低 資本効率: 高 3 成長期待: 高 資本効率: 低 4 成長期待: 低 資本効率: 低						
課題と今後の検討方向性(案)	<table><tr><th>課題</th><th>今後の検討方向性(案)</th></tr><tr><td>▶ 海外市場と日本企業のPBRを比較した結果、日本特有の傾向としては、低PER高ROE銘柄が多いことである。また、伊藤レポート後、ROEについては一定程度改善がみられたが、PERが依然として課題のままである</td><td>▶ 本調査で検討した各種投資指標に関連して成長性が期待されるセクターに投資を喚起する政策、また市場からの評価は見込めないが、国策として保護することが望ましい業界について上下流のバリューチェーンに対する影響も含めて、再編統合の検討を進めることが考えられる。</td></tr><tr><td>▶ 極めて高いコーポレートガバナンス・コードコンプライ率に示されるように、企業の情報開示のレベルは高まっているが、形骸化あるいはチェックボックス化しており、企業価値の向上に結び付いていない可能性がある。</td><td>▶ FRC等の先進的な取組を参考に、企業価値評価に繋がる自社の取組みや背景を投資家をはじめとしたステークホルダーにコミュニケーションする企業の説明能力の向上に資する施策の検討が望まれる。</td></tr></table>	課題	今後の検討方向性(案)	▶ 海外市場と日本企業のPBRを比較した結果、日本特有の傾向としては、低PER高ROE銘柄が多いことである。また、伊藤レポート後、ROEについては一定程度改善がみられたが、PERが依然として課題のままである	▶ 本調査で検討した各種投資指標に関連して成長性が期待されるセクターに投資を喚起する政策、また市場からの評価は見込めないが、国策として保護することが望ましい業界について上下流のバリューチェーンに対する影響も含めて、再編統合の検討を進めることが考えられる。	▶ 極めて高いコーポレートガバナンス・コードコンプライ率に示されるように、企業の情報開示のレベルは高まっているが、形骸化あるいはチェックボックス化しており、企業価値の向上に結び付いていない可能性がある。	▶ FRC等の先進的な取組を参考に、企業価値評価に繋がる自社の取組みや背景を投資家をはじめとしたステークホルダーにコミュニケーションする企業の説明能力の向上に資する施策の検討が望まれる。
課題	今後の検討方向性(案)						
▶ 海外市場と日本企業のPBRを比較した結果、日本特有の傾向としては、低PER高ROE銘柄が多いことである。また、伊藤レポート後、ROEについては一定程度改善がみられたが、PERが依然として課題のままである	▶ 本調査で検討した各種投資指標に関連して成長性が期待されるセクターに投資を喚起する政策、また市場からの評価は見込めないが、国策として保護することが望ましい業界について上下流のバリューチェーンに対する影響も含めて、再編統合の検討を進めることが考えられる。						
▶ 極めて高いコーポレートガバナンス・コードコンプライ率に示されるように、企業の情報開示のレベルは高まっているが、形骸化あるいはチェックボックス化しており、企業価値の向上に結び付いていない可能性がある。	▶ FRC等の先進的な取組を参考に、企業価値評価に繋がる自社の取組みや背景を投資家をはじめとしたステークホルダーにコミュニケーションする企業の説明能力の向上に資する施策の検討が望まれる。						

3. 調査結果からの示唆

課題の背景	インベストメントチェーンにおける資本市場の位置づけ			
	▶ 下図の通り、インベストメントチェーンにおいて資本市場は、最終受益者である資金の拠出者から機関投資家に集約された資金を最終的に事業活動に使う企業につなぐ基盤を提供する 最終受益者 → アセットオーナー ↓ アセットマネージャー → 企業 資本市場			
前提の整理	本調査において、資本市場の課題を以下の4つの側面から整理し、日本、米国、英国、ドイツの比較調査を実施した			
		① 資金調達手段	② 株式保有主体の構成	③ 株式保有主体別の投資行動
	検討ポイント	▶ エクイティファイナンス/デッドファイナンス ▶ 直接調達/間接調達、など	▶ 事業法人、金融機関、投資信託、個人、外国法人	▶ パッシブ運用 ▶ アクティブ運用
		④ リスクマネー供給フロー		▶ 家計を起点とした企業への資金循環
課題と今後の検討方向性(案)		課題		今後の検討方向性(案)
	① 資金調達手段	▶ 日本企業の資本・負債に占める資本金等(内部留保除く払込資本)比率は低く、企業経営に株主よりも債権者の意向がより強く反映されている		▶ 企業の市場での資金調達を促すインセンティブ等の設計も含めた検討が望まれる。
	② 株式保有主体の構成	▶ 日本企業の株式保有主体における事業法人の保有比率は高く、いわゆる「株式持合い」の課題がまだ解決されていない。		▶ 流通株式の定義見直し等の改革のスピードアップが望まれる。
		▶ 日本の主要投資部門の株式保有比率における投資信託については引き続き伸びしろのある状況である。		▶ 政府の推進する積み立て投資の制度改革等による資金流入による残高増加が期待される。
	③ 株式保有主体別の投資行動	▶ パッシブ投資の増加により、成長期待の低い企業にも自動的に資金が流れる状況が作り出されてしまっている可能性がある。		▶ 資本市場の健全な競争環境を担保し、成長期待の高い企業に資金が集まる仕組みの検討と改革のスピードアップが望まれる。
	④ リスクマネー供給フロー	▶ 資金の拠出者・アセットオーナーからのオルタナティブ投資(例:PEファンド、VCファンド)については伸びしろがある。		▶ 日本のGDPにおけるPE市場比率が低い要因の一つがM&A件数の少なさであることを踏まえ業界再編・統合と絡めて議論を深めることが望まれる。

3. 調査結果からの示唆

課題の背景

インベストメントチェーンにおけるアセットオーナーの位置づけ

▶ 下図の通り、インベストメントチェーンにおいて企業やアセットマネージャーは、投資元から一定のプレッシャーを受ける仕組みとなっている。一方でアセットオーナーについては、最終受益者以外にモニタリングする機能が無いことから、リターンに対するコミットメントが希薄となっており、投資先の企業価値向上に対する働きかけができていない可能性がある。

最終受益者

→

アセットオーナー

↓

アセットマネージャー

→

企業

資本市場

前提の整理

本調査における「アセットオーナー」とは、国内の公的年金基金と企業年金基金の双方を対象としている

公的年金基金

▶ 日本のインベストメントチェーン上において規模的重要性（詳細は後述）の観点から極めて重要なプレーヤーである公的年金基金の改革は、資本市場及び企業価値向上に与える影響も大きい。

企業年金基金

▶ 国内株の保有残高全体に占める企業年金の保有割合は小さく、企業年金が国内株に与える影響は公的年金に比して必ずしも大きくない。一方で、公的年金の実施機関は及びその委託先運用機関の数は限られているが、企業年金は各社事情に応じた多様な運用方針による企業価値向上の働きかけが期待されることから、企業年金基金に対するアプローチも一定程度有効であると考える。

課題と今後の検討方向性（案）

	課題	今後の検討方向性（案）
公的年金基金	▶ 海外のアセットオーナーと比較するとエンゲージメントの深度については向上の可能性があると思受けられる	▶ 企業に対する直接的な働きかけを行わない現状の制度下では、運用会社のエンゲージメントの実効性を高める施策の検討が望まれる
企業年金基金	▶ 海外及び国内の公的年金基金と比較すると情報開示の充実度やエンゲージメントの実態については課題がある。	▶ 米国PBGCのような先進的な取組事例を参考に、企業年金についてもモニタリングするスキームの検討が望まれる。

3. 調査結果からの示唆

課題の背景	インベストメントチェーンにおけるアセットマネージャーの位置づけ ▶ 下図の通り、インベストメントチェーンにおいてアセットマネージャーは、エンゲージメント・対話・議決権行使といったスチュワードシップ活動を通じて、企業に対して直接的な働きかけを実施することを期待されている。 最終受益者 → アセットオーナー ↓ アセットマネージャー → 企業 資本市場				
前提の整理	本調査におけるアセットマネージャーは主にパッシブ運用を行う国内の大手運用会社を想定する。これらは下記のうち、金融機関系に該当する。 独立系アセットマネージャー ▶ 世界三大運用会社と呼ばれるBlackrock、Vanguard、State Streetは、いずれも米国に本社を置く独立系アセットマネージャーである。 金融機関系アセットマネージャー ▶ 銀行、証券会社、保険会社等の金融機関グループに属するアセットマネージャーである。日本では、金融機関系アセットマネージャーが多い(*1) アセットマネージャーはパッシブとアクティブ両方のチームを有していることが一般的だが、国内株の運用の9割程度がパッシブ運用であることから、本調査ではパッシブ運用を主たる対象としている。 *1: 欧米ではアセットマネジメントが王侯貴族等の資産運用ビジネスとして発達したのに対し、日本では証券規制のもとで証券会社の子会社として成立した会社が多いという背景がある。				
課題と今後の検討方向性(案)	<table><tr><th>課題</th><th>今後の検討方向性(案)</th></tr><tr><td>▶ 情報開示等は充実しているが、エンゲージメントの実効性については向上の可能性があると見受けられる。</td><td>▶ 英国FRCのような先進的な取組事例を参考に、国内の代表的なアセットマネージャーについては、スチュワードシップ活動の実効性に基づく評価の仕組み等の検討が望まれる。</td></tr></table>	課題	今後の検討方向性(案)	▶ 情報開示等は充実しているが、エンゲージメントの実効性については向上の可能性があると見受けられる。	▶ 英国FRCのような先進的な取組事例を参考に、国内の代表的なアセットマネージャーについては、スチュワードシップ活動の実効性に基づく評価の仕組み等の検討が望まれる。
課題	今後の検討方向性(案)				
▶ 情報開示等は充実しているが、エンゲージメントの実効性については向上の可能性があると見受けられる。	▶ 英国FRCのような先進的な取組事例を参考に、国内の代表的なアセットマネージャーについては、スチュワードシップ活動の実効性に基づく評価の仕組み等の検討が望まれる。				

第0章 調査の概要

本事業の背景、目的、実施方法

本事業の背景 (1/3)

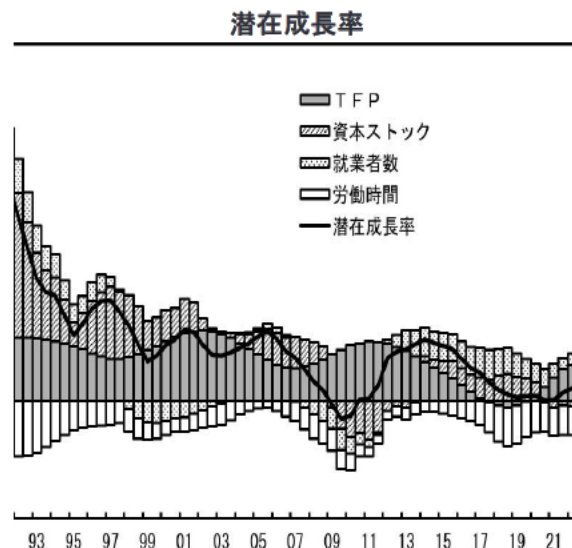
日本企業の企業価値を巡る現状としては、潜在成長率や国際競争力の低迷に加え、日本の大企業の多くがPBR1を下回る状況となっており、低迷が著しい。

＜日本企業の企業価値を巡る現状＞

1

成長率の低迷

日本の潜在成長率は低迷を極めており、近年では0パーセント台前半にまで落ち込んでいる。



2

国際競争力の低迷

かつて世界第1位であった、IMD世界競争力ランキングでも、最新のランキングでは34位となるなど国際競争力も低迷の一途をたどる。

2022年の世界競争力ランキング

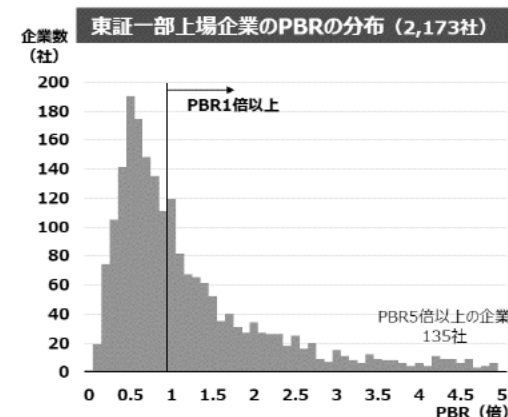
順位	国・地域
1(3)	デンマーク
2(1)	スイス
3(5)	シンガポール
4(2)	スウェーデン
5(7)	香港
6(4)	オランダ
7(8)	台湾
8(11)	フィンランド
9(6)	ノルウェー
10(10)	米国
34(31)	日本

3

企業価値の低迷

TOPIX500の約4割がPBR1を下回る(純資産>株式時価総額)状況となっており、日本企業の企業価値の低迷は深刻である

東証一部上場企業のPBRの分布



本事業の背景 (2/3)

前述した企業価値が著しく低迷している日本企業の多くは、バブル崩壊以降、急速に変化する外部環境・産業構造への適応が進まず、いわゆる「失われた30年」から抜け出せていない。

日本の失われた30年

～1980年代

- ▶ 消費税導入
- ▶ 株価が史上最高値3万8915円をつける

1990年代

- ▶ 日銀金融引き締め、バブル崩壊
- ▶ 橋本内閣による日本版ビッグバン構想発表
- ▶ 山一証券等、相次ぐ大手金融機関の破綻

2000年代

- ▶ 第1次小泉内閣による“聖域なき構造改革”
- ▶ いざなぎ景気(～2008年2月)
- ▶ リーマン・ショック
- ▶ 日経平均株価がバブル後最安値7054円

2010年代

- ▶ 日本の名目国内総生産が世界第2位から3位に下落
- ▶ 日本の総人口が継続的に減少する人口減少社会に突入
- ▶ 円が史上最高値を更新 1ドル75円台
- ▶ 第2次安倍内閣による“アベノミクス”開始
- ▶ 日銀がマイナス金利導入

2020年代～

- ▶ コロナショック
- ▶ 東京オリンピック・パラリンピックの開催
- ▶ 岸田政権による新しい資本主義の閣議決定

日本企業を取り巻く変化

1

国内市場の縮小

- 少子高齢化により、国内市場規模は相対的に低下
- 国内市場では十分な規模がなく競争力が得られない

2

台韓中の台頭

- 水平分業化の中、自社の強みに経営資源を集中、大規模投資を敢行した台湾、韓国のメーカーが急成長。
- 中国は国家の大規模支援・政策誘導によりグローバル競争力を有する企業を創出。

3

ビッグテックによる世界市場の支配

- デジタルへの戦略的投資が遅れる中、グローバルでは、プラットフォームによる「勝者総取り」構造となり、GAFAMが急速成長し、東証1部の時価総額を抜く。

4

成長を促進しづらい規制環境

- 厳しい労働・解雇規制により人材の流動性が進まない
- グリーン・デジタル等をはじめとした成長領域における規制障壁

本事業の背景 (3/3)

こうした現状を踏まえて、以下の通りの政策議論が検討されている。

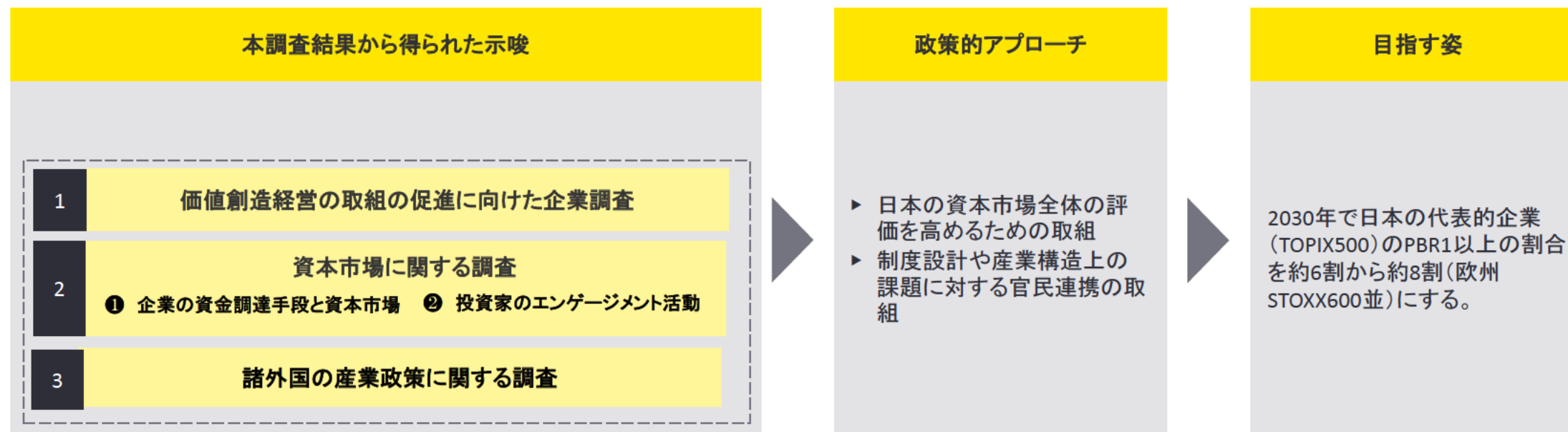
「経済産業政策の新機軸の中間整理」

- ▶ 日本経済の低迷を打破するべく、貴省「産業構造審議会経済産業政策新機軸部会」では、今後の経済産業政策の方向性について議論を行い、2022年6月に中間整理を取り纏めた。
- ▶ この中で、**グリーン**、**デジタル**などの**社会課題の解決**を未来の成長の種ととらえ、政府も民間も一歩前に出て**投資を拡大**していくことが重要との考えのもと、国や世界全体で解決すべき**経済社会課題(ミッション)**及び**経済社会システムの基盤の組み替え(OSの組み替え)**を2つの柱として示した。
- ▶ 経済社会システムの基盤の組み替え(OSの組み替え)の6分野のうちの1つとして、**グローバルで勝ちきる企業群の創出**を目的に、「**価値創造経営**」の推進を打ち出した。

経済産業政策の新機軸の2つの柱	
1.ミッション志向の産業政策	2.経済社会システムの基盤の組み替え(OS組替え)
国や世界全体で解決すべき以下の経済社会課題(ミッション)について官民で長期的なビジョン・目標や戦略を共有し、政府はそのため大規模・長期・計画的支援、規制・制度・標準、外交等あらゆる政策を総動員、企業においては価値創造力を高める取組を集中的に実施する。 ①炭素中立型社会の実現 ②デジタル社会の実現 ③経済安全保障の実現 ④新しい健康社会の実現 ⑤災害に対するレジリエンス社会の実現 ⑥バイオものづくり革命の実現	経済社会構造の変化に対応し、経済のダイナミズムを実現し、経済成長・国際競争力強化と多様な地域や個人の価値を最大化する包摂的成長の両者を実現するために、経済社会システムの基盤の組み替えを進める。 ①人材 ②スタートアップ・イノベーション ③グローバル企業の経営:価値創造経営 ④徹底した日本社会のグローバル化 ⑤包摂的成長(地域・中小企業・文化経済) ⑥行政:EBPM・データ駆動型行政

本事業の目的

- ▶ 本調査では、グローバル企業が目指すべき姿である「価値創造経営」の推進を通じて、日本経済の成長に寄与する政策的アプローチの検討を支援することを念頭に、①価値創造経営の取組を促進する経営改革、②資本市場改革や機関投資家によるエンゲージメント強化における、先進的な国内外の取り組み状況について調査・分析実施する



本編	タスク	サブタスク	実施事項	ページ番号
第1章 文献調査①	【タスク1】 企業に関する調査	【タスク1-1】 定量調査	日本の大企業(TOPIX500)の各種指標やデータについての定量的な調査・分析を行う。	P18~
		【タスク1-2】 定性調査	個別の大企業の価値創造経営の取組のについて公表情報(アニュアルレポート等)を基に調査・分析を行う。	P52~
第2章 文献調査②③	【タスク2】 資本市場に関する調査	【タスク2-1】 企業の資金調達手段と資本市場に関する調査	各種公表統計情報やデータベースに基づき、資金調達や資本市場について日本、米国、英国、ドイツの比較調査を行う。	P83~
		【タスク2-2】 投資家のエンゲージメント活動に関する調査	スチュワードシップ活動について個別の機関投資家の取組の実態について公表情報(スチュワードシップレポート等)を基に調査・分析を行う。	P113~
	【タスク3】 諸外国の産業政策に関する調査	【タスク3-1】 海外政府系金融機関に関する調査	公表情報を基に、海外の政府系金融機関について調査・分析を行う。	P140~
第3章 ヒアリング調査①②	【タスク1】 企業に関する調査	【タスク1-3】 企業に対するヒアリング調査	上記【タスク1-2】で調査した企業のうち10社に対してヒアリング調査を行う。	P153~
	【タスク2】 資本市場に関する調査	【タスク2-3】 投資家に対するヒアリング調査	上記【タスク2-2】で調査した投資家及び有識者10名にヒアリング調査を行う。	P183~

第1章

文献調査①: 企業に関する調査

価値創造経営の取組の促進に 向けた企業調査

価値創造経営の取組の促進に向けた企業調査：サマリー

▶ 調査目標

日本の大企業において特に取組が進んでいない要素(例：国内外でのリスクを取った投資、事業ポートフォリオの再編、無形資産投資)についての情報収集及び、これらについて先進的な取り組みを行っている(もしくは行えていない)価値創造経営の事例を収集・分析し、日本の大企業に共通するPBRの低迷要因の考察を行い、企業に向けた政策の提言を行う

▶ 調査対象

2022年9月末時点のTOPIX500に含まれる企業

▶ 調査方法

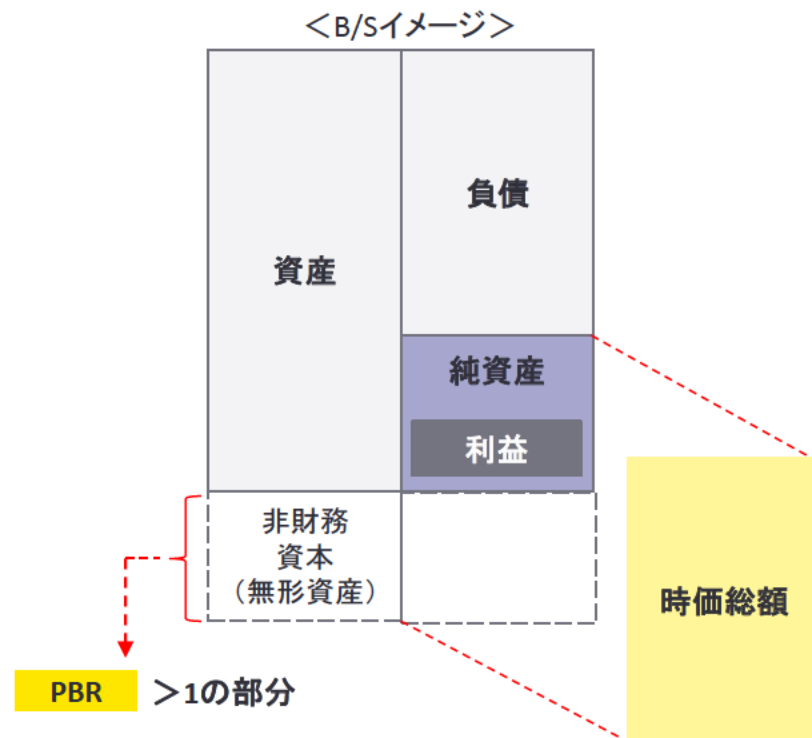
- ▶ 日本の大企業(TOPIX500)の各種指標やデータをSPEEDAから取得し、定量的な分析を行う。
- ▶ 個別の大企業の価値創造経営の取組の実態について公表情報(アニュアルレポート等)を基に調査・分析を行う。
- ▶ 公表されない情報も含めて企業の取組状況を把握するためにヒアリング調査を行う

▶ 調査実施期間

2022年12月1日から2023年3月1日

価値創造経営の取組の促進に向けた企業調査結果： 仮説の背景 (1/5)

- ▶ PBR(株価純資産倍率)はPER(株価収益率)とROE(自己資本利益率)から構成される(下図「PBR・PER・ROEの関係性」)。
- ▶ 企業は市場からの成長の期待値を反映するPERと、足元の経営の効率性を反映するROEの双方の向上に取り組むことで、PBRを向上させることができる。



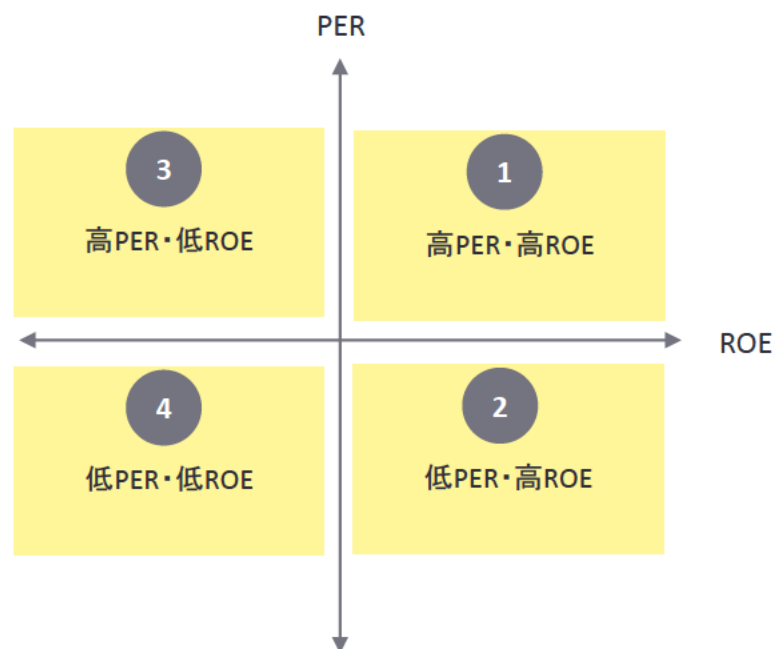
<PBR・PER・ROEの関係性>

$$\begin{array}{c} \text{PBR} \\ \parallel \\ \frac{\text{時価総額}}{\text{純資産}} \end{array} = \begin{array}{c} \text{PER} \\ \parallel \\ \frac{\text{時価総額}}{\text{利益}} \end{array} \times \begin{array}{c} \text{ROE} \\ \parallel \\ \frac{\text{利益}}{\text{純資産}} \end{array}$$

価値創造経営の取組の促進に向けた企業調査結果: 仮説の背景 (2/5)

- ▶ 前頁の「企業は市場からの成長の期待値を反映するPERと、足元の経営の効率性を反映するROEの双方の向上に取り組むことで、PBRを向上させることができる」との前提に基づき、下記の通り、調査対象とする日本の大企業をPERとROEの2軸で分割した4象限にプロットする。

＜PER・ROEマトリックス＞



前提: 何をもってしてPERもしくはROEが高いと言えるのか

2014年に公表された伊藤レポート(*1)では、投資家が株式を購入するインセンティブは「期待」であり、それは、資本コストを上回る収益性である、と述べたうえで、グローバルな機関投資家が日本企業に期待する資本コストの平均が7%超との調査結果を示すとともに、「第一ステップとして、最低限8%を上回るROEを達成することに各企業はコミットすべきある。」としている。

本調査ではこのROE8%を価値創造経営の第一ハードルとして捉え、このPER・ROEマトリックスにおいてもROE8%に軸を置く。

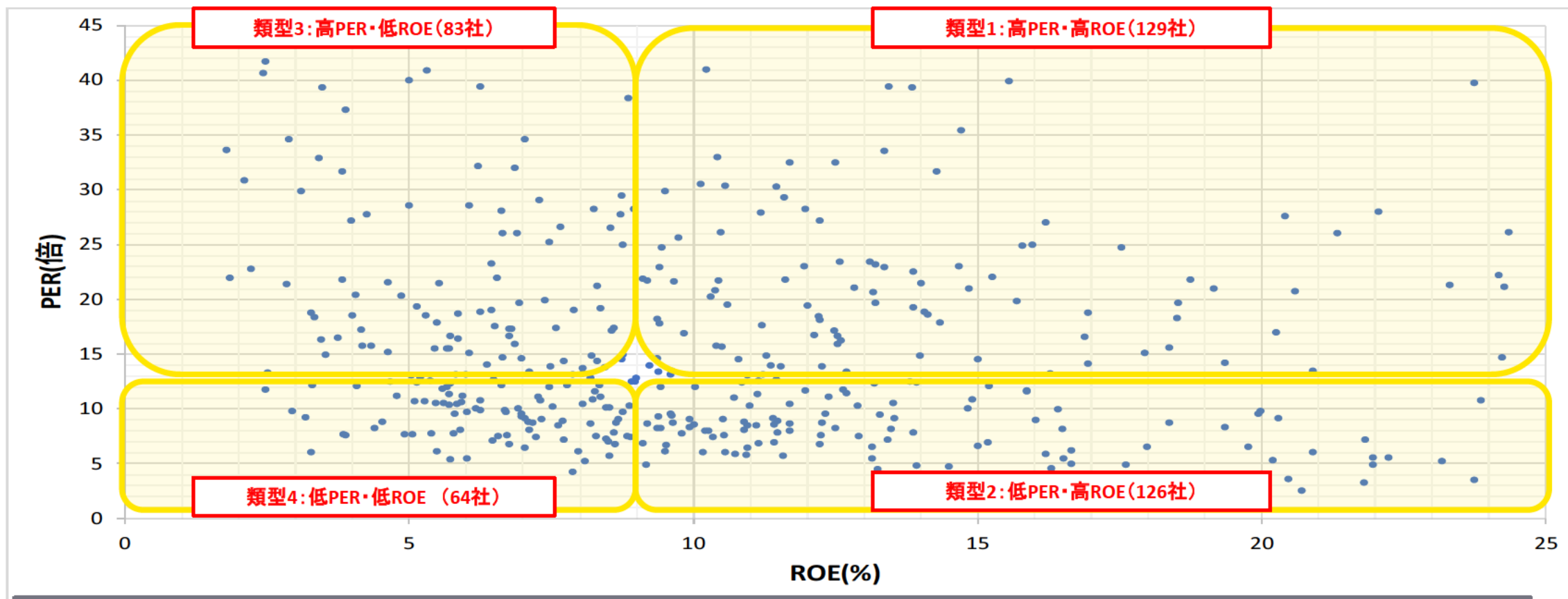
PERについては、前頁の数式に基づき、PBRを1、ROE8%としたときに、PER12.5倍となることから、PERの軸は12.5に置く。

尚、伊藤レポートにおいては、ROE8%という水準について、「もちろん、それはあくまでも「最低限」であり、8%を上回ったら、また上回っている企業は、より高い水準を目指すべきである。」と言及されていることも併せて申し添えておく。

*1: [経済産業省の「持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～プロジェクト」の最終報告書](#)

価値創造経営の取組の促進に向けた企業調査結果：仮説の背景 (3/5)

- ▶ 調査時点のTOPIX500社をPERとROEの2軸で分割した4象限にプロットした図は以下の通りである。



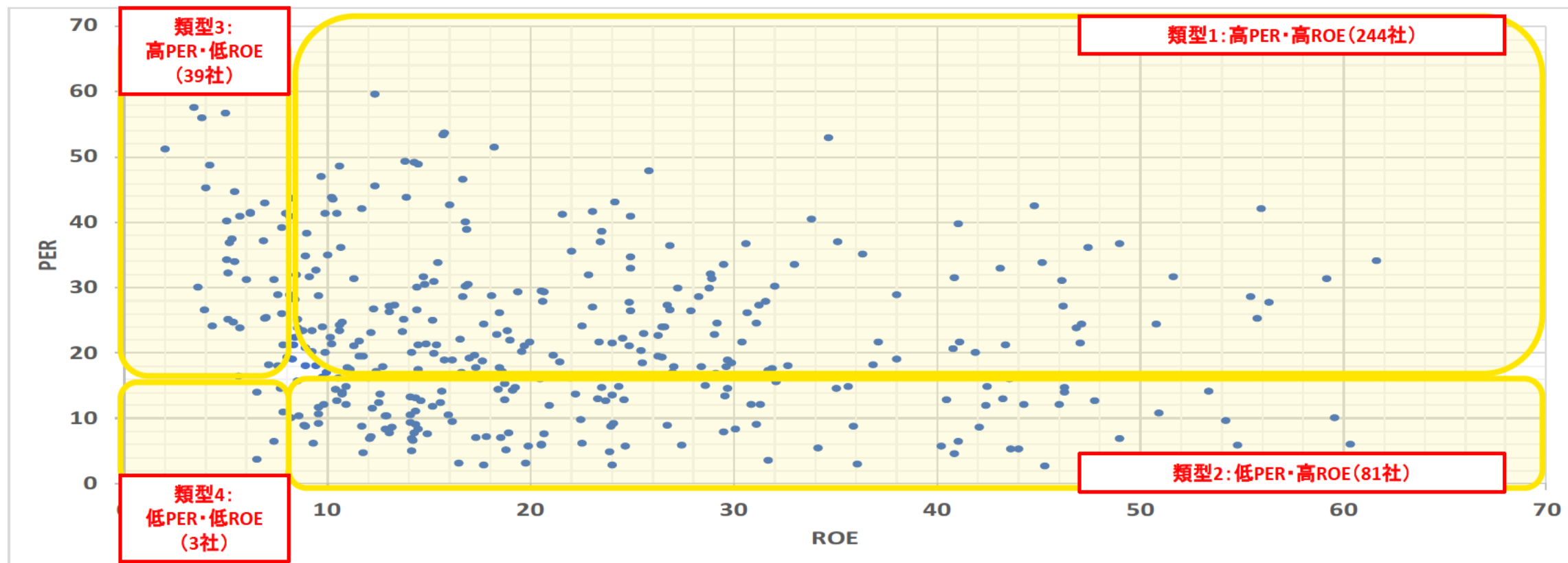
日本企業の傾向として、類型4: 低PER・低ROEの圧倒的な多さ、類型2: 低PER・高ROE及び類型3: 高PER・低ROEの会社が多いことが特徴である。

抽出した統計条件

2022年9月末(基準日)のTOPIX500銘柄のうち、基準日以降において組織再編や上場廃止となった銘柄を除く。
外れ値は四分位偏差法に基づき設定し、上図から除外している。(管理限界: 四分位数±四分位偏差)

価値創造経営の取組の促進に向けた企業調査結果: 仮説の背景 (4/5)

- ▶ 米国の主要上場企業S&P500社をPERとROEの2軸で分割した4象限にプロットした図は以下の通りである。



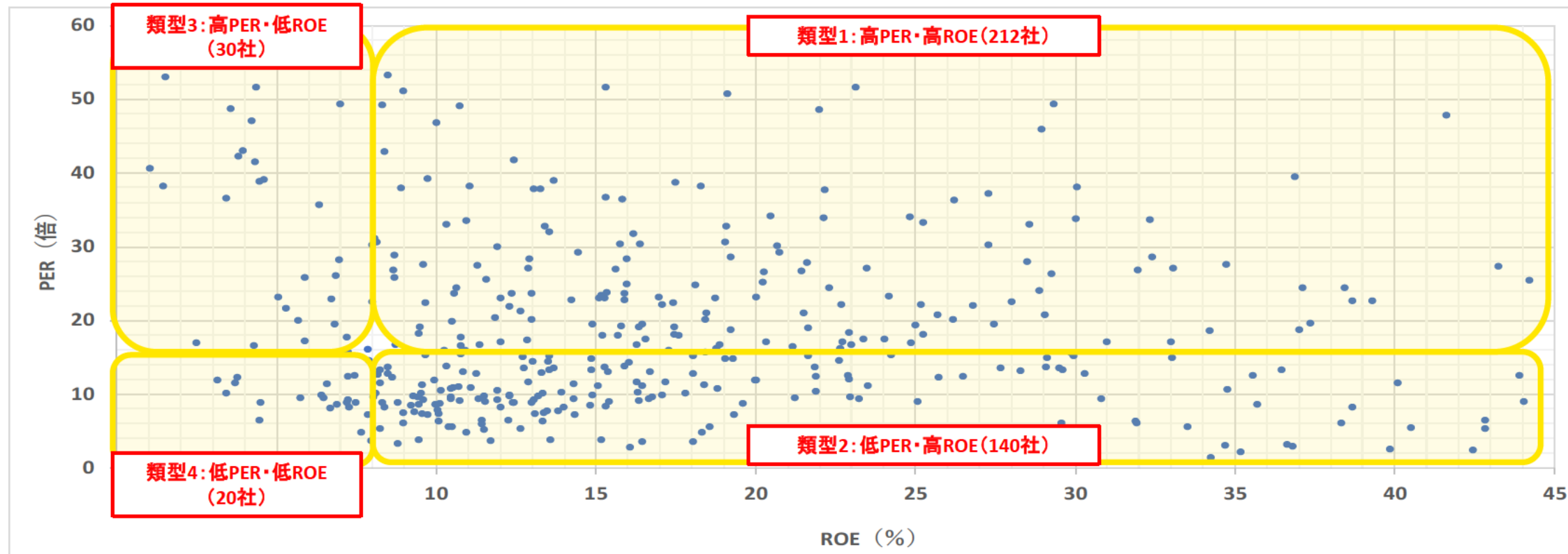
米国企業の傾向として、類型1: 高PER・高ROEの企業が半数を占める。加えて、類型4: 低PER低ROEの企業数も少なく、こうした企業が退出せざるを得ない市場原理が働いていると考えられる。

抽出した統計条件

2023年1月13日(基準日)のS&P500銘柄のうち、基準日以降において組織再編や上場廃止となった銘柄を除く。
外れ値は四分位偏差法に基づき設定し、上図から除外している。(管理限界: 四分位数±四分位偏差)

価値創造経営の取組の促進に向けた企業調査結果：仮説の背景 (5/5)

▶ 欧州STOXX600をPERとROEの2軸で分割した4象限にプロットした図は以下の通りである。



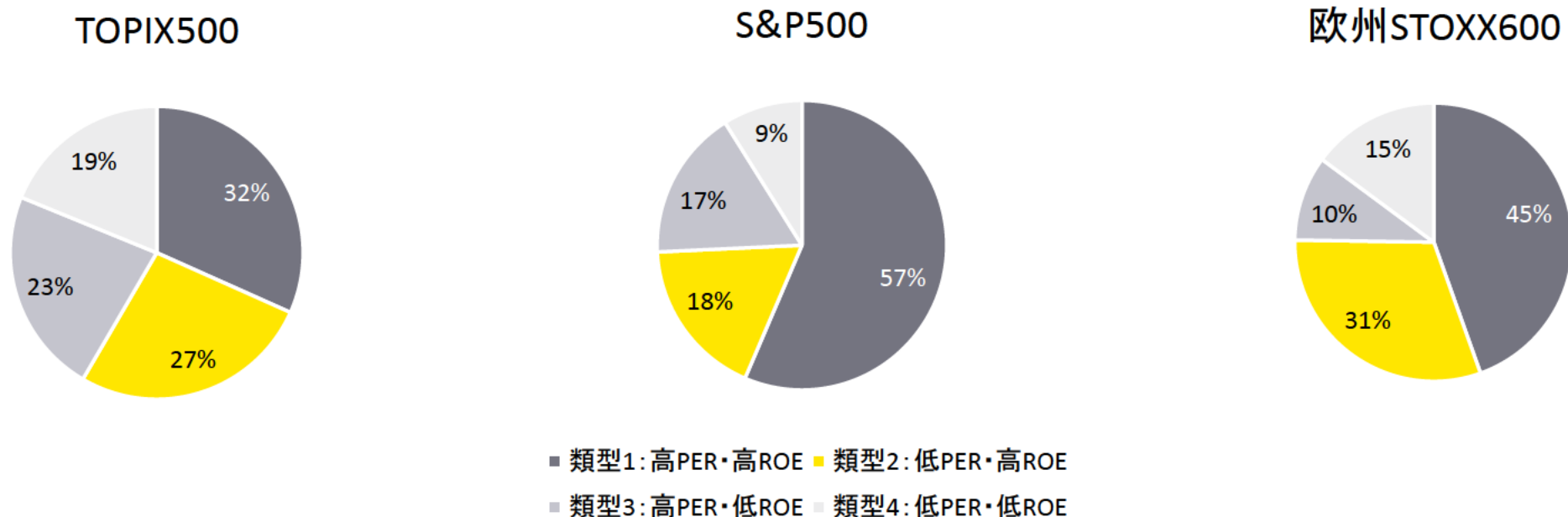
欧州企業の傾向として、類型2: 低PER・高ROEの企業が一定数存在するものの、それを上回る、類型1: 高PER・高ROEの企業が存在する

抽出した統計条件

2023年1月16日(基準日)の欧州STOXX600銘柄のうち、基準日以降において組織再編や上場廃止となった銘柄を除く。
外れ値は四分位偏差法に基づき設定し、上図から除外している。(管理限界: 四分位数±四分位偏差)

価値創造経営の取組の促進に向けた企業調査結果：仮説の背景 まとめ

各国市場の企業のタイプの構成割合(*1)は以下の通りである。



出所: SPEEDAIに基づきEY作成

TOPIX500に含まれる日本企業の傾向としては、低成長分類(類型:2および類型:4)の企業が他国と比較して多いことである

*1: 尚、本頁の社数については、P22～24で実施した統計処理(管理限界:四分位数±四分位偏差)を実施していないことを申し添えておく。このため社数はP22～24と異なる。

価値創造経営の取組の促進に向けた企業調査結果: 仮説の検証(定量調査)① (1/3)

▶ 検証した仮説

- ▶ 経年での類型間の移動の状況について調査することにより、伊藤レポート(ROE向上)の浸透の状況、及び現状PBR1割れの企業がPBR1倍以上へと改善する際の経路について検討する。併せて、市場の全体像として類型間の入り繰りについても検討する。

▶ 調査した企業

- ▶ 2014年時点のTOPIX500全社から2021年時点で上場廃止となった企業を除いた企業

▶ 調査対象期間

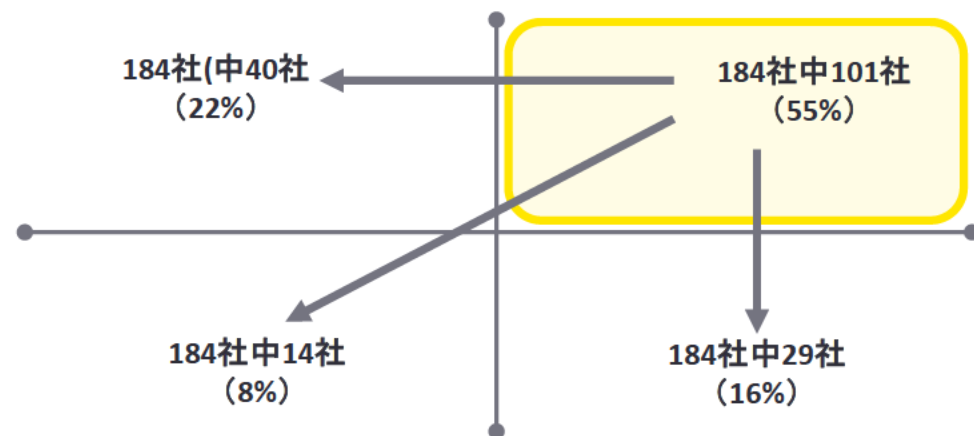
- ▶ 2014年～2021年(*1) (期間開始を2014年としたのは、伊藤レポート公表後のROEの向上を見るため)

*1:留意事項

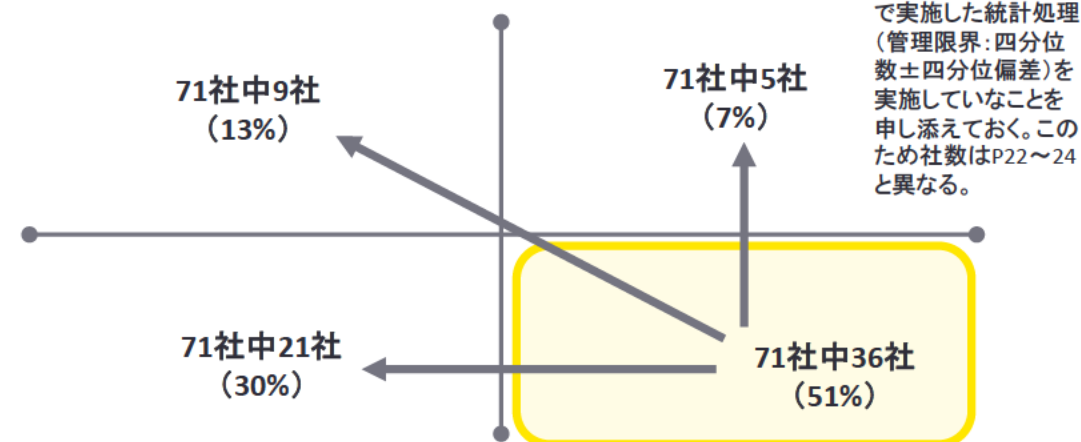
2014年の比較対象として直近年の2021年を選定しているが、非経常項目の発生により、ROEの分子である税前利益が異常な変動をしているケースもあることを申し添えておく

価値創造経営の取組の促進に向けた企業調査結果：仮説の検証(定量調査)① (2/3)

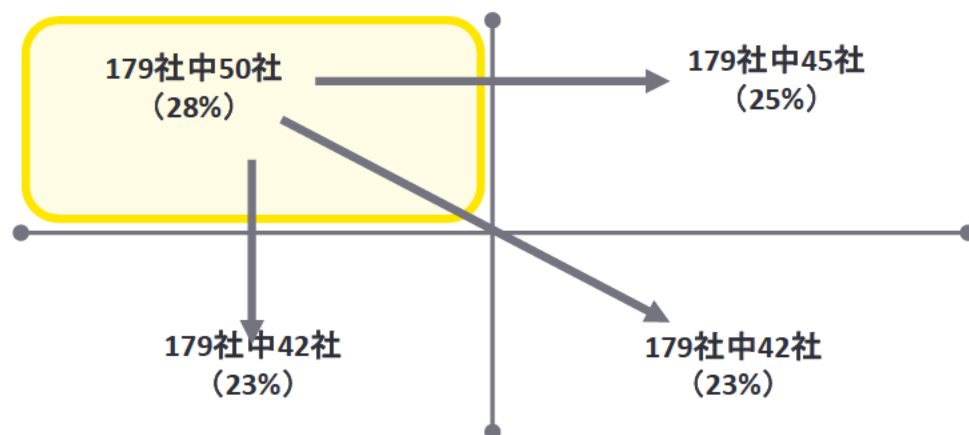
▶ 類型1: 高PER・高ROEの場合



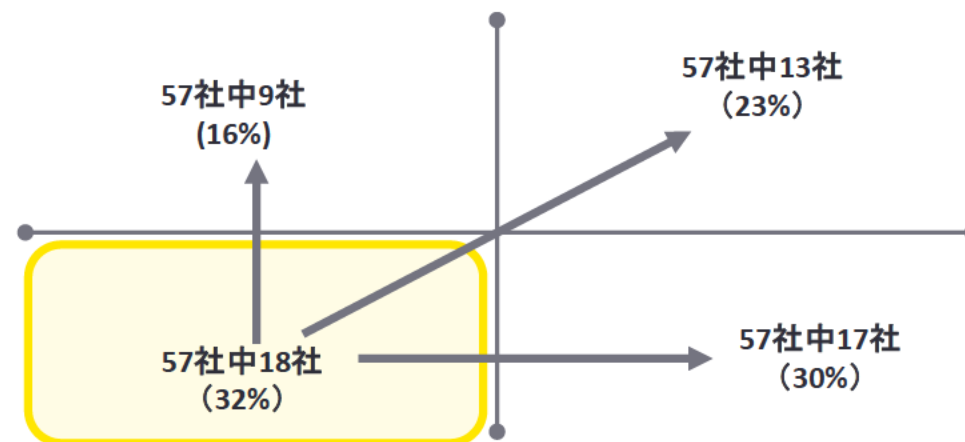
▶ 類型2: 低PER・高ROEの場合



▶ 類型3: 高PER・低ROEの場合



▶ 類型4: 低PER・低ROEの場合



価値創造経営の取組の促進に向けた企業調査結果: 仮説の検証(定量調査)① (3/3)

▶ 類型の変化: 結果から得られた示唆

類型	PER/ROEマトリックス	類型の変化に関する考察
1	高PER・高ROE	2014年時点で類型1であった企業のうち、半数以上が類型1を維持できているが、適時適切なポートフォリオ見直しを行わないとROEの悪化によりPBR低迷を招いてしまう。
2	低PER・高ROE	2014年時点で類型2であった企業のうち、半数以上が類型2で足踏みをしている。ここからPERを高めてPBR1を超えた企業はわずか5社であり、ROEを維持したまま <u>PERを向上させる</u> ことが課題である。
3	高PER・低ROE	この類型3の企業のうち、半数近くは、ROEの改善に成功しており、ROEの重要性は一定程度認識されたと考察する。一方で、ROEを向上してPBR1超えを達成できた企業と、ROEは向上したがPERが低迷してしまった企業があり、 <u>PERの維持・改善</u> に関する取組みの意識付けが重要である。
4	低PER・低ROE	類型4から脱出できた企業の傾向としては、まずはROEを改善している傾向が見受けられる。

▶ 類型の全体像: 結果から得られた示唆

- ▶ 全体の傾向としては類型1の企業が減少し、類型4の企業が増加しており、類型の全体像としては悪化している。

類型	PER/ROEマトリックス	社数 2014	社数 2021	増減
1	高PER・高ROE	184	164	-20
2	低PER・高ROE	71	123	52
3	高PER・低ROE	177	108	-69
4	低PER・低ROE	57	94	37

価値創造経営の取組の促進に向けた企業調査結果：仮説の検証(定量調査)② 概要

▶ 検証した仮説

- ▶ 海外市場と日本企業のPBRを比較した結果、日本特有の傾向としては、低PER高ROE銘柄が多いことである。また、①の検証においても伊藤レポート後、ROEについては一定程度改善がみられたが、PERが依然として課題のままである。
- ▶ PERが、市場からの成長の期待値を反映する指標であるとする、日本の大企業の課題は、市場からの成長の期待をつかめていないことである。
- ▶ 本調査では、市場から成長を期待されるような企業の行動が思い切った投資や無形資産への投資にあらわれると仮定し、以下の指標とPERの関係性をセクター別に調査した。

▶ 調査した企業

- ▶ 2022年9月末時点のTOPIX500全社のうち、以下の主要セクターに含まれる企業：
建設、不動産、エネルギー、鉄鋼、化学、窯業・紙、機械・電気製品、輸送機器、食品、消費財、医薬・バイオ、中間流通、小売、外食・中食、金融、運輸サービス、広告情報サービス、消費者サービス、法人サービス、公共サービス

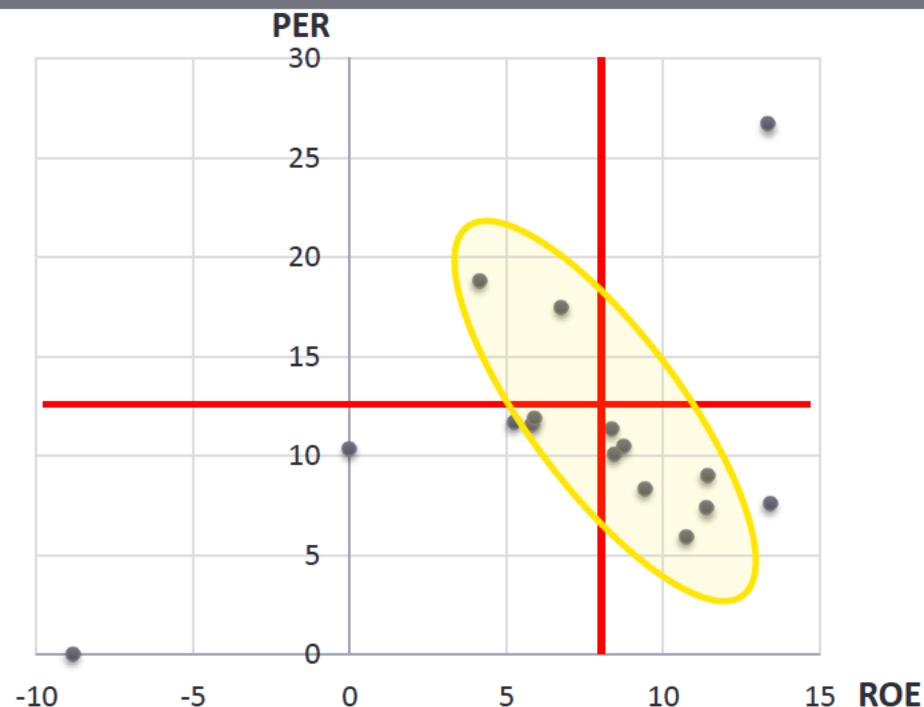
▶ 調査した指標と理由

	調査した指標	調査した理由
1	総資産現預金比率	企業が抱える現預金の厚みを表す指標。この指標が高ければ高いほど、企業は内部留保し、経営資源を成長投資に振り向けられていないと推察される。
2	投資CF/売上高	企業が行った投資の規模を表す指標。この指標が高ければ高いほど、企業は思い切った投資を行っている」と推察される。
3	売上高研究開発費率	無形資産のうち、知的資本に対する企業の投資の規模を表す指標。この指標が高ければ高いほど、企業の研究開発投資は進んでいると推察される。
4	売上高人件費率	無形資産のうち、人的資本に対する企業の投資の規模を表す指標。この指標が高ければ高いほど、企業の人的資本投資は進んでいると推察される。

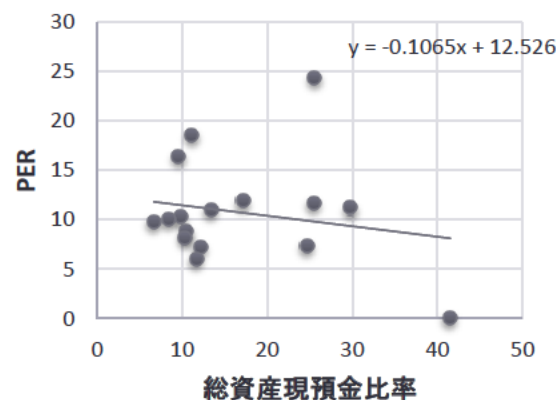
尚、P30～49の調査結果について、本調査の限界として本調査はセクターごとに投資家から評価される項目が異なるとの趣旨からセクター別の分析を行っているが、寡占が進んでいるセクターなど、セクター内のサンプルとなる社数が限られているケースもあり、統計上の課題があること、セクターの分類はデータベースのアルゴリズムによる自動分類を採用するため、多角化経営を行う企業についてはその企業の最も売上高の大きいセグメントが分類されているセクターのみが考慮されている点、さらには企業の成長戦略に基づく投資がPERという指標に結果としてあらわれるまでタイムラグが一定程度存在する可能性が高いが、PERと上記の各指標は同時点のものを抽出している点を申し添える

価値創造経営の取組の促進に向けた企業調査結果: 仮説の検証(定量調査)② セクター別分析結果 建設

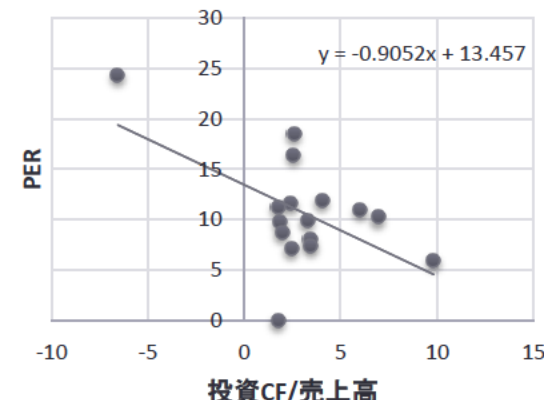
建設セクターの全体的な傾向



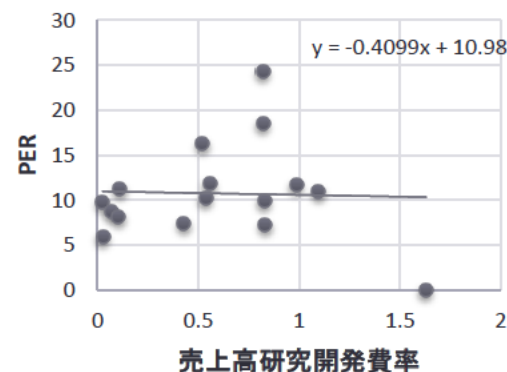
① キャッシュ関連



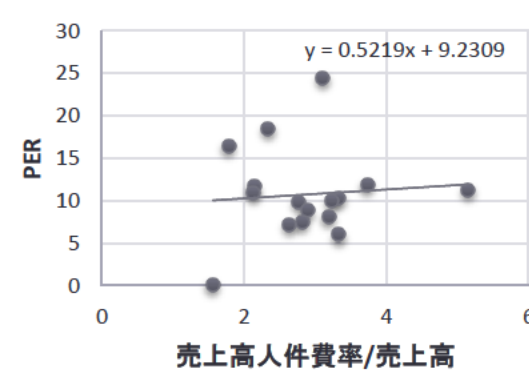
② 投資関連



③ RD関連



④ 人材関連



特徴と課題

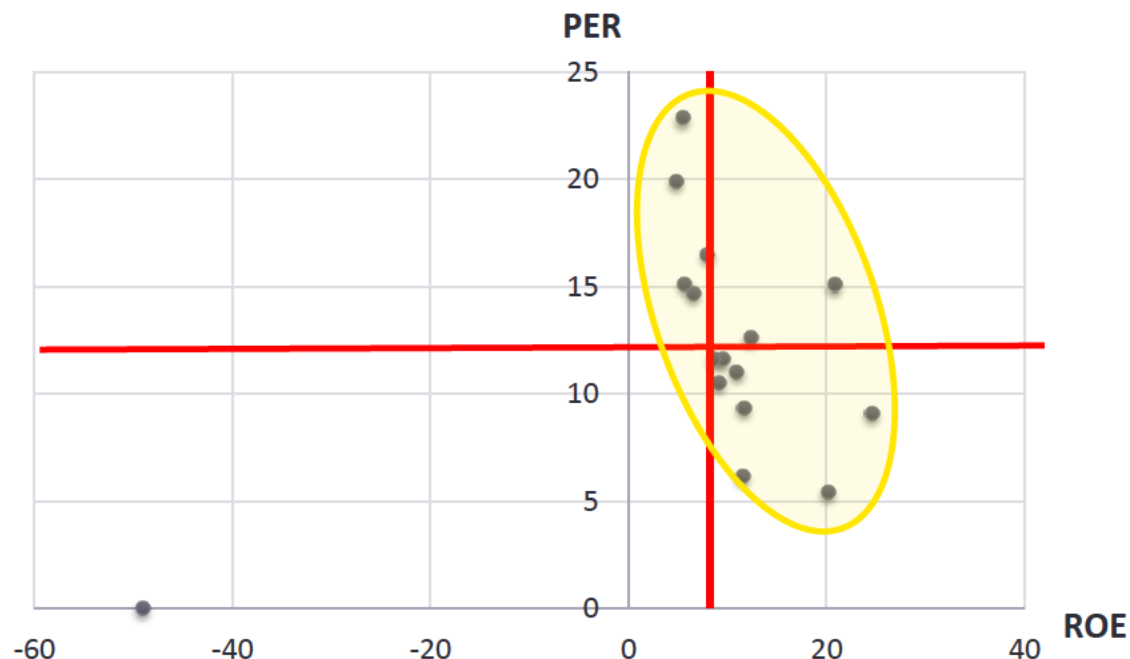
- ▶ 建設セクターの特徴としては、概ね類型2(低PER・高ROE)に当てはまる。修繕工事に特化したニッチトップはPBRが高いと考察するが、業界上位40社の受注総額の約5割を独占するいわゆるスーパーゼネコンと呼ばれる大手ゼネコンのほとんどが、低PER(=低成長)群に位置する。国内建設の需要は減少傾向、また原価高による採算性の悪化も指摘される。
- ▶ 建設業界は安全面などの理由からの参入規制等があり、競争環境が適切でない可能性もある。

企業の行動と投資家の評価

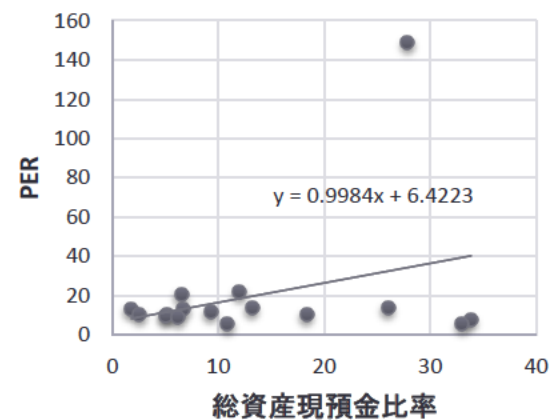
- ▶ まず現金比率については負の相関があるため、建設セクターにおいては、内部留保するほどPERが低くなる傾向がある。一方で投資CFとも負の相関があるため、投資ではなく配当に回っていると考察する。近年の建設労働人材不足を反映して、人材獲得に向けた投資が投資家から評価されると考察する。

価値創造経営の取組の促進に向けた企業調査結果: 仮説の検証(定量調査)② セクター別分析結果 不動産

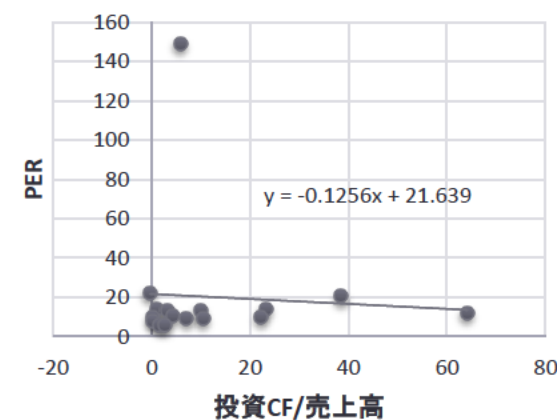
不動産セクターの全体的な傾向



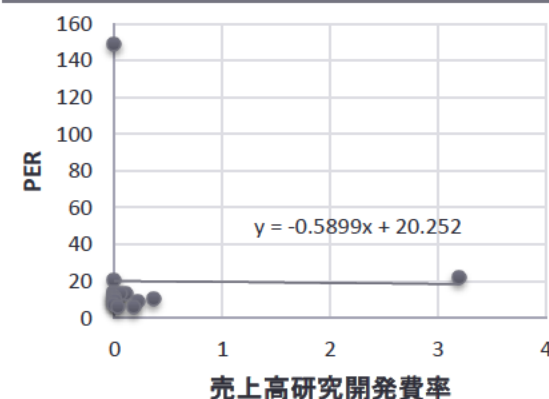
① キャッシュ関連



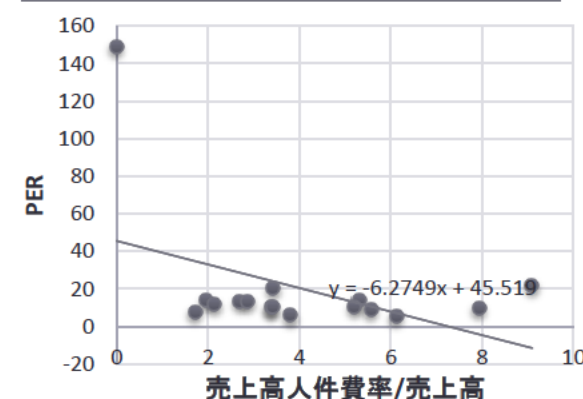
② 投資関連



③ RD関連



④ 人材関連



特徴と課題

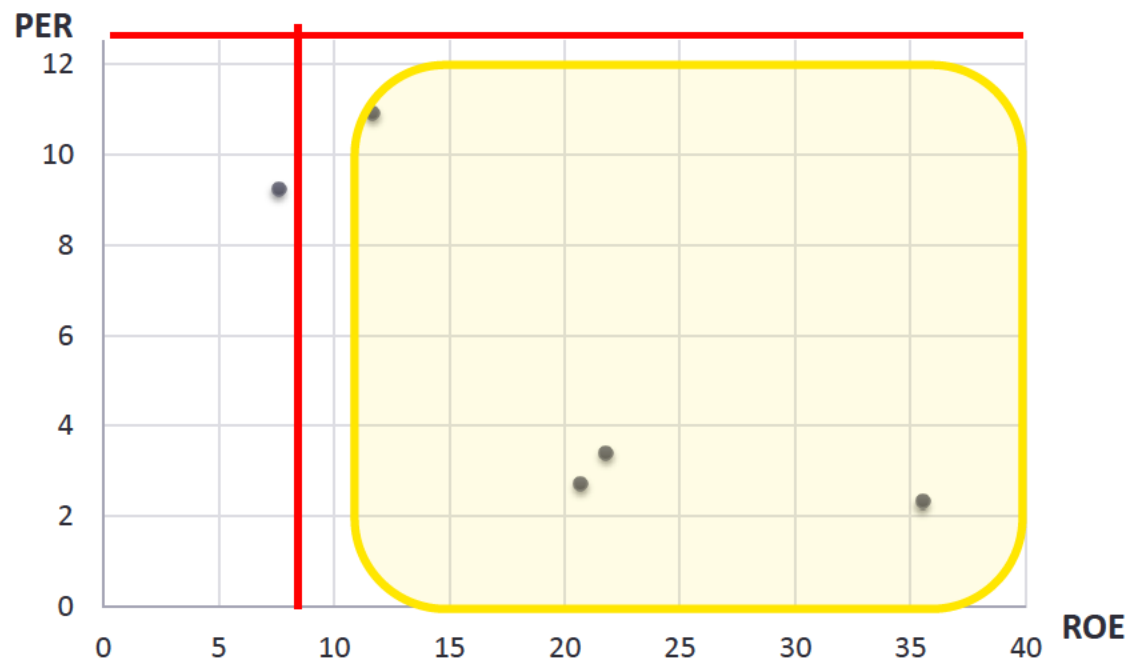
- ▶ 本セクターのプレイヤーは総合デベロッパーとハウスメーカーなどが主要プレイヤーである。
- ▶ 不動産開発においては、コロナ禍を契機とする働き方の変化、2050年のカーボンニュートラルの実現に向けた各種施設的环境性能の向上、少子高齢化の進展など、社会構造の変化に応じた不動産開発が求められる。
- ▶ ハウスメーカーは、改正建築物省エネ基準施行など新たな対応が課題であり、また人口減少等を背景に戸建需要の拡大が期待できない中、リフォームや周辺事業などの取り込みがカギとなる。

企業の行動と投資家の評価

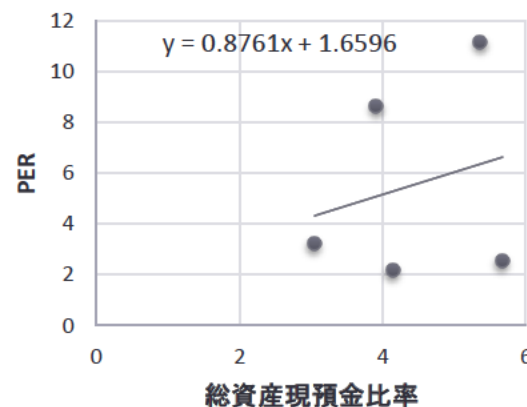
- ▶ まず現預金比率についてはPERと正の相関がある。一方で、投資、研究開発、人材の指標についてはPERと負の相関がある。このことから、本セクターは余剰資金を成長投資に振り向けるよりも内部留保する方が投資家から評価されるという状況になっている。

価値創造経営の取組の促進に向けた企業調査結果: 仮説の検証(定量調査)② セクター別分析結果 エネルギー

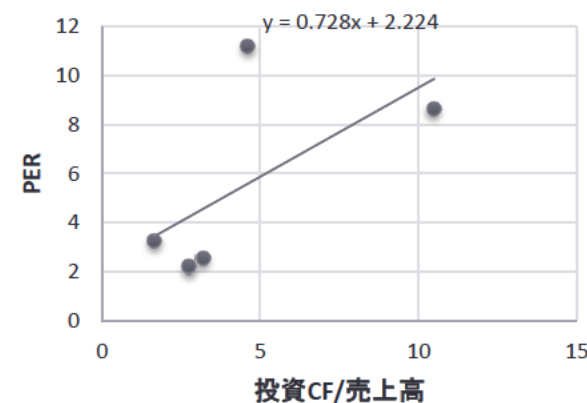
エネルギーセクターの全体的な傾向



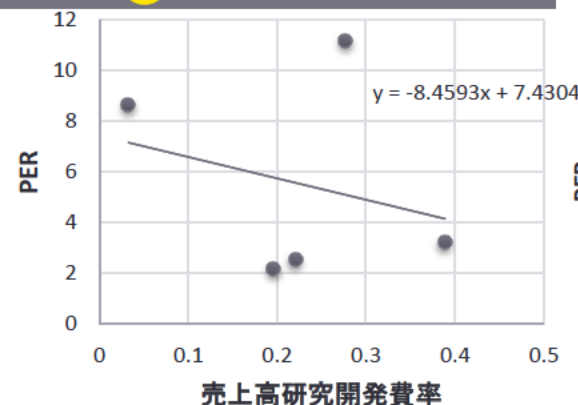
① キャッシュ関連



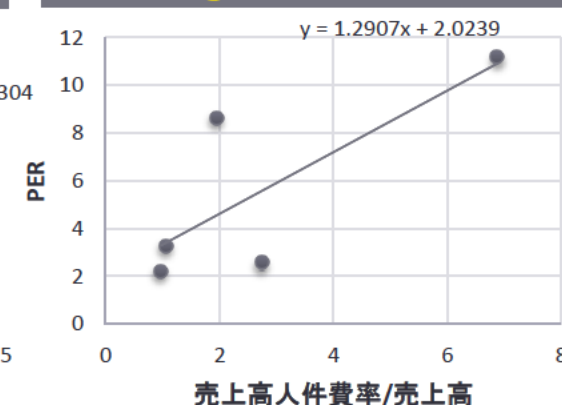
② 投資関連



③ RD関連



④ 人材関連



特徴と課題

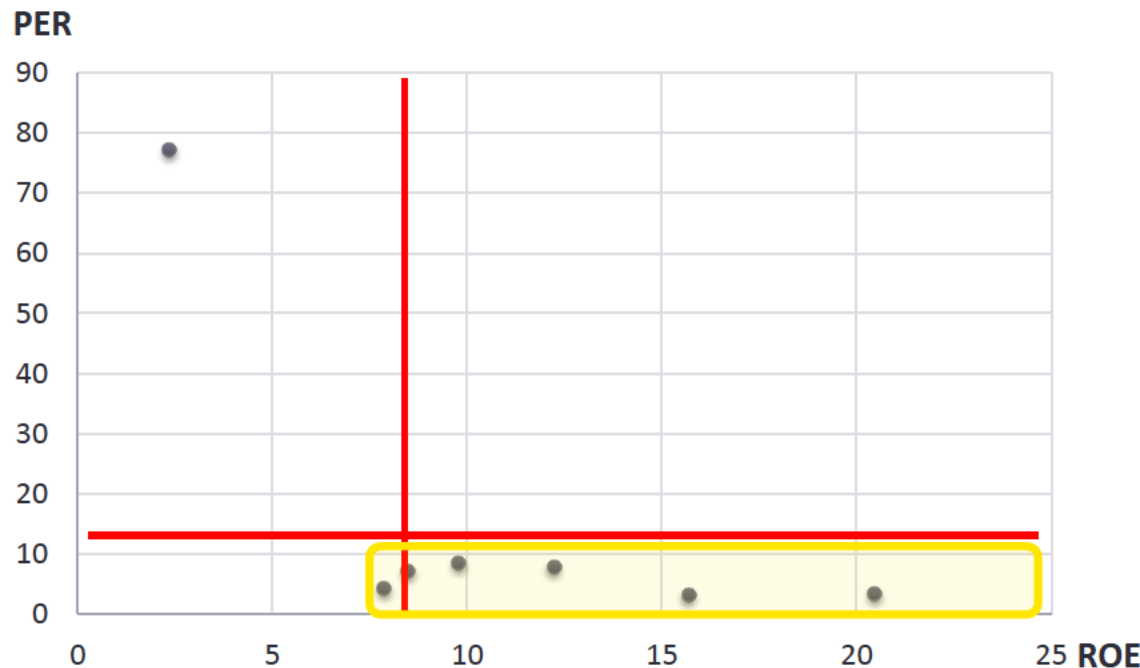
- ▶ 経済産業省「資源・エネルギー統計」によると、石油製品全体の国内販売量は2011年度から2021年度の10年間で2割程度縮小している。内需減少の背景は自動車の燃費改善や人口減少といった不可逆かつ構造的なものであり、今後も減少トレンドは継続するとみられる。今後の脱炭素化の流れの中で、石油は燃料として選好されにくくなるであろうことを反映して、成長期待は低い。
- ▶ 現在は大手3社が大半を占める寡占状態。ROEは油価高騰による各社の増収増益を反映している。

企業の行動と投資家の評価

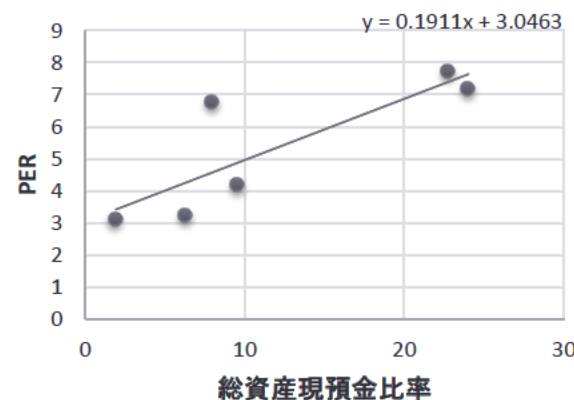
- ▶ 現預金比率についてはPERと正の相関、つまり、キャッシュの厚みが投資家から評価されている。投資CFとも正の相関があり、油田・ガス田・製油所等の設備投資は投資家からの評価につながる
- ▶ 目下、各社が低炭素エネルギー分野における研究開発に資金を投じるが、投資家からの評価はおしなべて低いとみられる。

価値創造経営の取組の促進に向けた企業調査結果: 仮説の検証(定量調査)② セクター別分析結果 鉄鋼

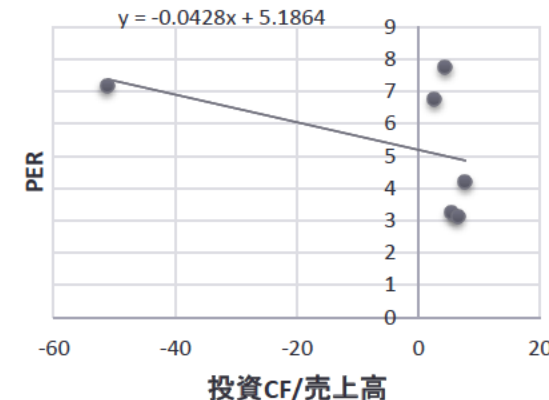
鉄鋼セクターの全体的な傾向



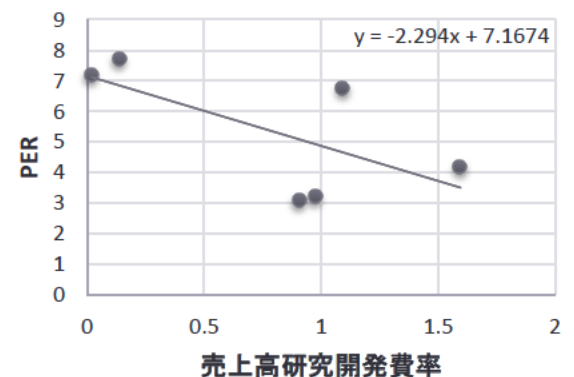
① キャッシュ関連



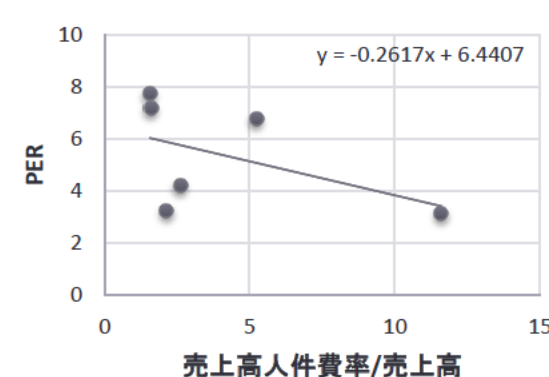
② 投資関連



③ RD関連



④ 人材関連



特徴と課題

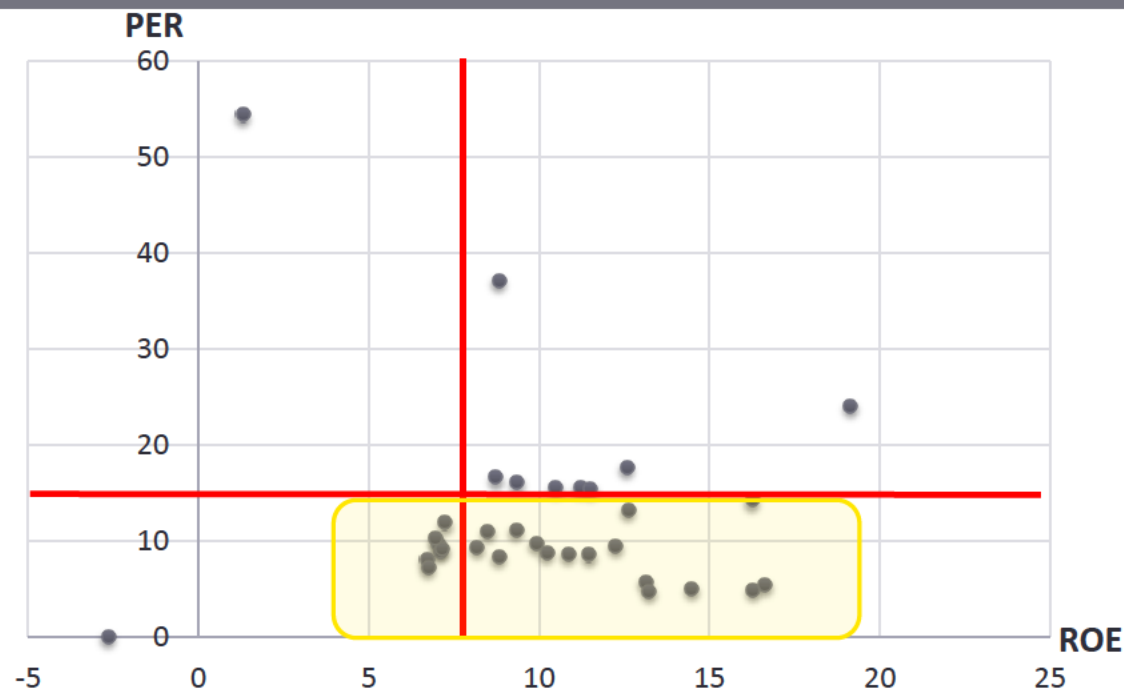
- ▶ 日本国内での高炉・転炉を用いた新たな製鉄所の建造がほぼ不可能なため、本業界は参入障壁が極めて高く、限られた事業者による寡占市場となっている。ウクライナ情勢による価格転嫁もされており、ROEは高い水準である。
- ▶ 海外(特に中国)の高炉メーカーとの競争や、各国の自国産化、地産地消の進行により、輸出は減少していくと推測される。また、日本の人口減少による建設需要の縮小や需要先の海外への現地生産拡大などに伴い、製造業や建設の国内需要向け鉄鋼需要は今後も低迷すると見込まれている。各社PERは低い。

企業の行動と投資家の評価

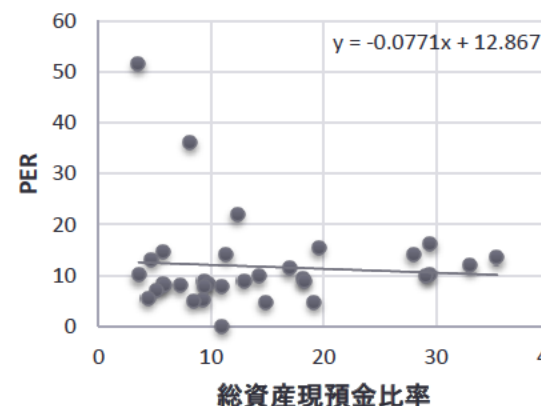
- ▶ 現金比率については正の相関となっており、キャッシュ保有が多ければ多いほど投資家から評価される
- ▶ 投資、研究開発、人材、いずれもPERとは負の相関となっており、セクター全体が投資家から低評価である。

価値創造経営の取組の促進に向けた企業調査結果: 仮説の検証(定量調査)② セクター別分析結果 化学

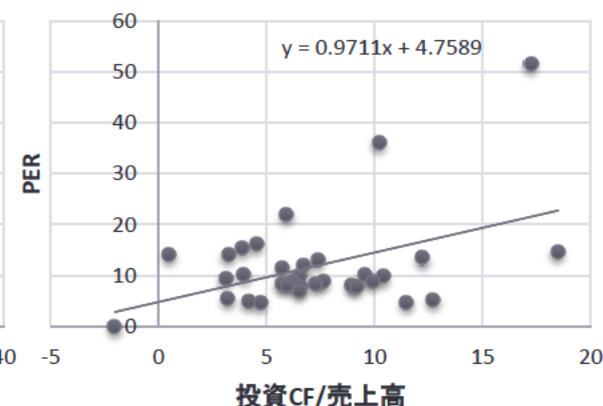
化学セクターの全体的な傾向



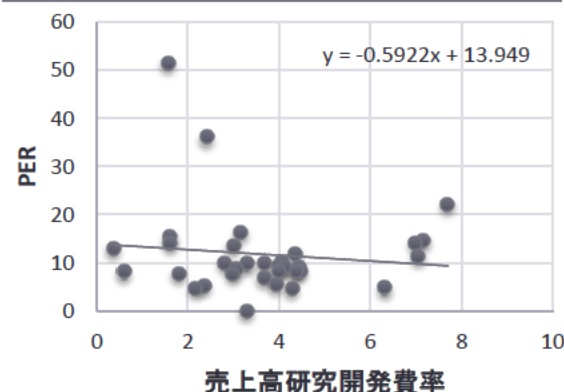
① キャッシュ関連



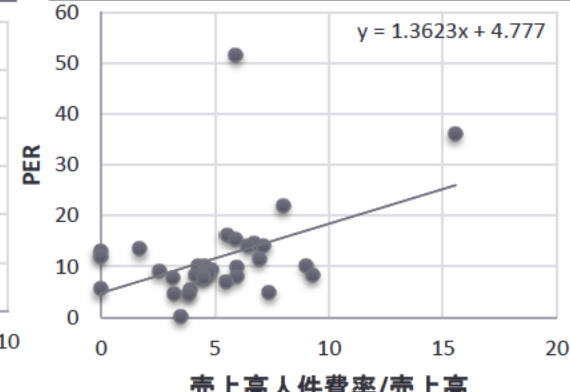
② 投資関連



③ RD関連



④ 人材関連



特徴と課題

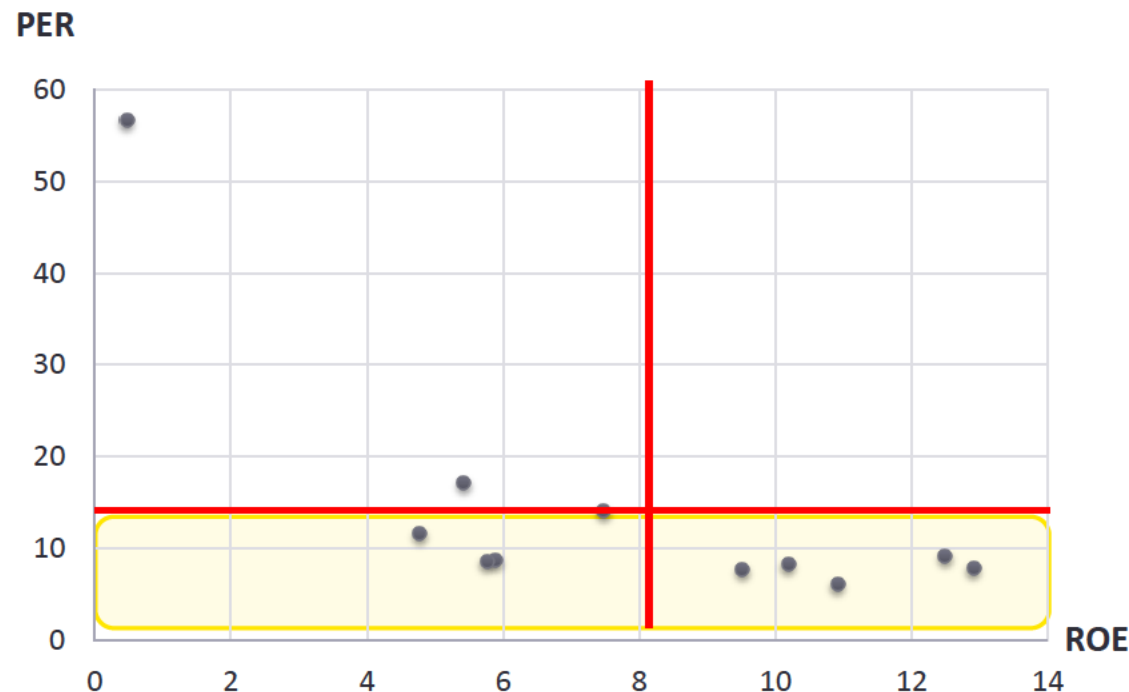
- 国内の総合化学大手の5社はいずれも類型2: 低PER高ROEに位置する。
- 総合化学企業は川上から川下まで幅広い化学品を扱い、事業を多角的に展開しているため、各分野の需要やその見通しに合わせたポートフォリオの組み換え・構築が重要になる。各々の持つ強みや得意分野を十分に市場に訴求しきれておらず、コングロマリットディスカウントを受けている可能性がある。
- 川下の製品材料や最終化学製品では、基礎化学品で満たせない高い機能が求められ、一般的に基礎品より利益率が高い。

企業の行動と投資家の評価

- 化学メーカーは左記の通り利益率の高い川下の応用・独立領域にシフトをしているが、自社事業の育成ではなく、他社を買収してポートフォリオ拡充や事業拡大をしてきた事例も多い。各社の方針としてもパイプライン・販路・拠点拡大のためのM&A投資が中心のアプローチが目立つ。そのため研究開発よりも投資CFがPERと正の相関となっている。

価値創造経営の取組の促進に向けた企業調査結果： 仮説の検証(定量調査)② セクター別分析結果 窯業・紙

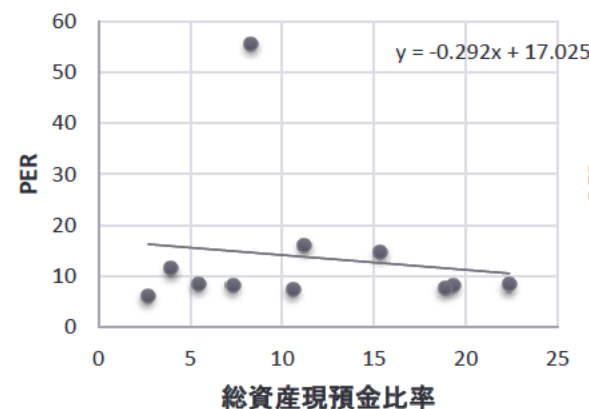
窯業・紙セクターの全体的な傾向



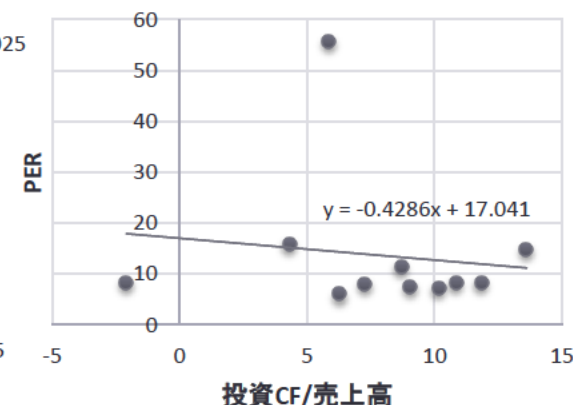
特徴と課題

- ▶ 本セクターの主要なプレーヤーは製紙・ガラス・ファインセラミックスなどである。ファインセラミックス製品それぞれに素材・プロセスの両面でノウハウが必要であり、個々の製品の参入障壁が高いことが考えられる。製紙業は製品による差別化が困難であることから、事業者が価格競争に陥りやすく、利益を確保するためには事業規模の拡大が重要となる。ガラスメーカーは、高付加価値ディスプレイガラスによる差別化が可能だが、直近では各社厳しい状況となっており、人員削減や事業選別など構造改革を進めている。

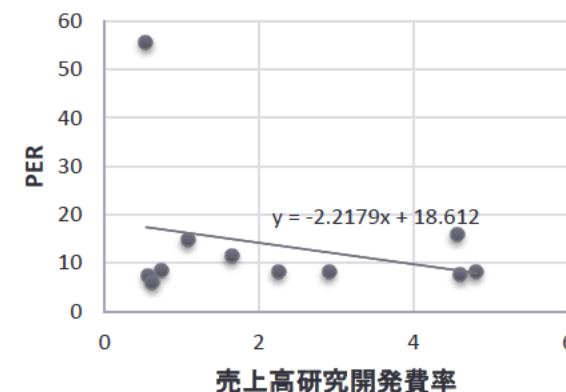
① キャッシュ関連



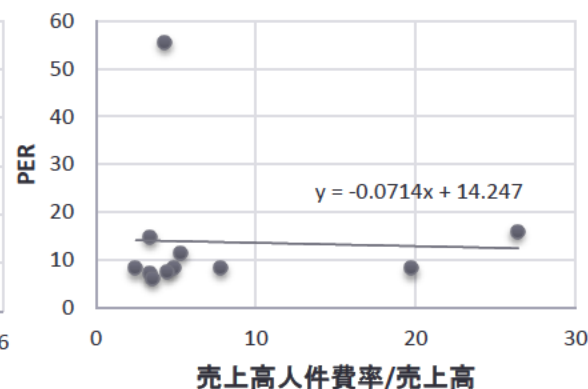
② 投資関連



③ RD関連



④ 人材関連

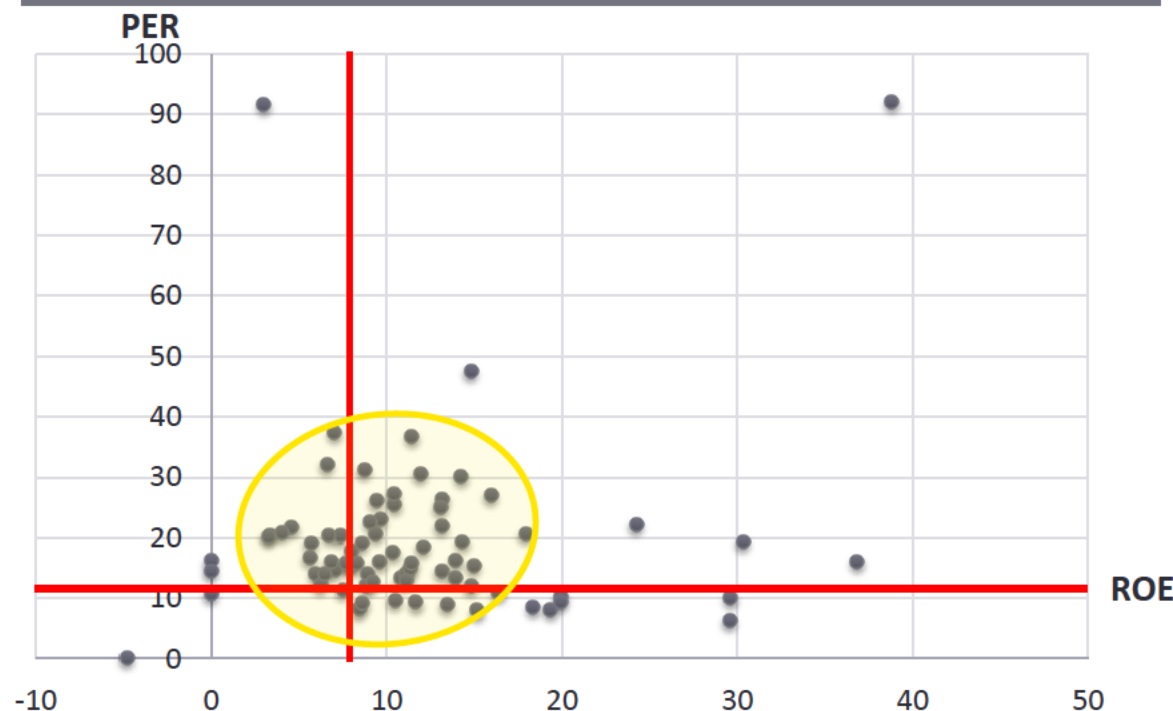


企業の行動と投資家の評価

- ▶ 現預金比率はPERと負の相関を表している。投資、研究開発、人材のいずれの指標もPERとは負の相関を示しており、本セクターに対する投資家からの評価は厳しいものとなっている。

価値創造経営の取組の促進に向けた企業調査結果: 仮説の検証(定量調査)② セクター別分析結果 機械・電気製品

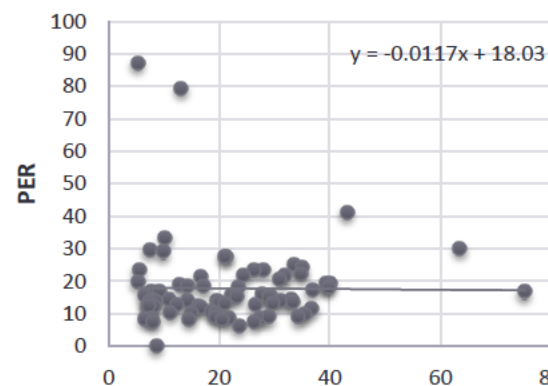
機械・電気製品セクターの全体的な傾向



特徴と課題

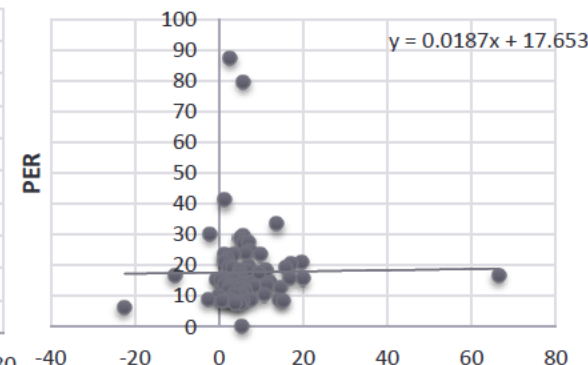
- ▶ 1970年代～80年代にかけては海外への輸出も大きく伸び、日本の製造業をけん引する存在だったといえる。しかし1990年代以降は、バブル崩壊に伴う国内消費の低迷、世界市場における韓国・中国メーカーの台頭で特に民生用電子機器・情報通信機器分野は低迷することとなった。
- ▶ 資源価格や各種規制などの影響を受けやすく、脱炭素の潮流の中で転換が求められるほか、ポートフォリオマネジメントが重要な業態といえる。海外展開などでリードする企業はPERが高く評価される傾向にある。

① キャッシュ関連



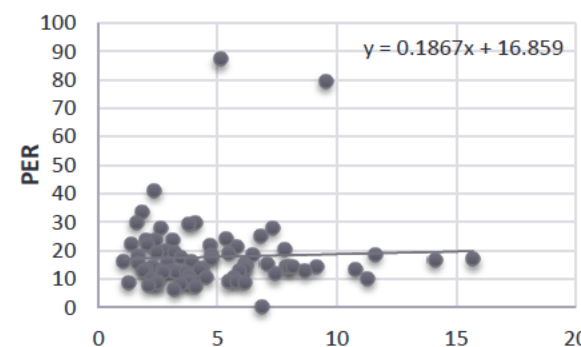
総資産現預金比率

② 投資関連



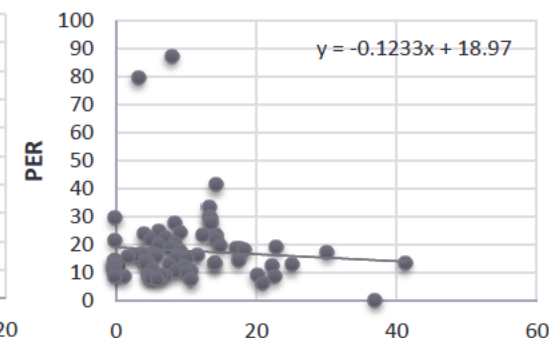
投資CF/売上高

③ RD関連



売上高研究開発費率

④ 人材関連



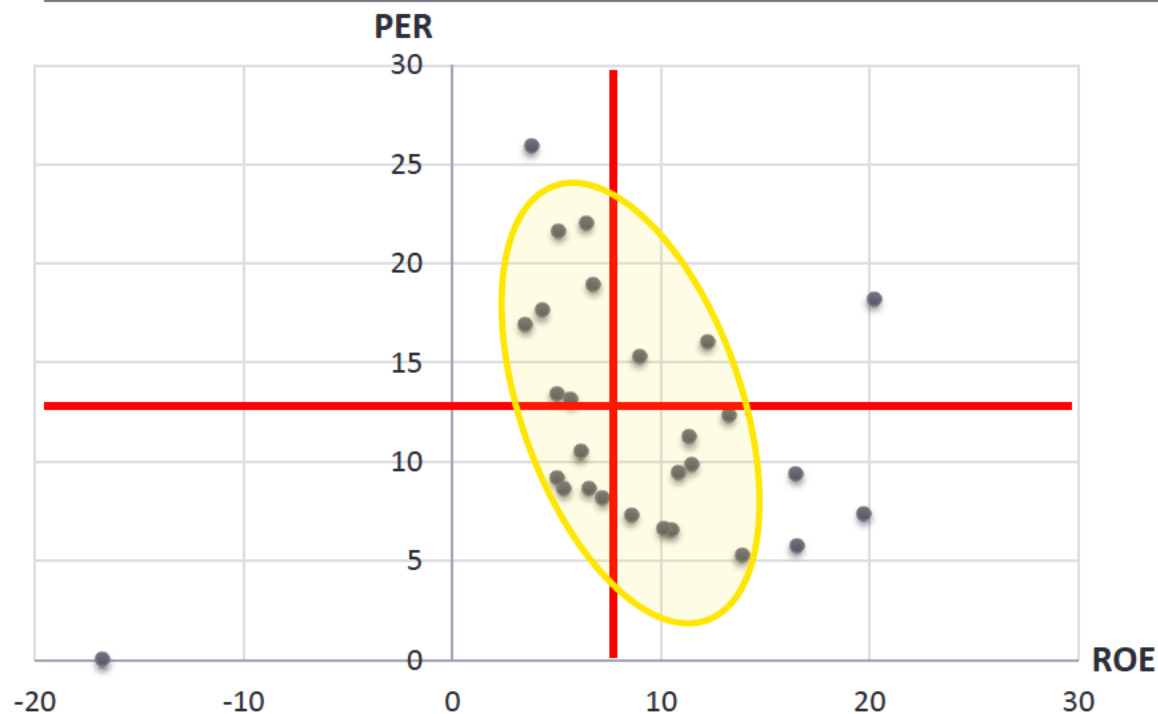
売上高人件費率/売上高

企業の行動と投資家の評価

- ▶ まず現金比率については負の相関があるため、本セクターにおいては、内部留保するほどPERが低くなる傾向にある。投資CFと研究開発とは正の相関があるため、余剰資金については投資や研究開発等の成長投資に振り向けることで投資家からの評価が高まると考察される。

価値創造経営の取組の促進に向けた企業調査結果: 仮説の検証(定量調査)② セクター別分析結果 輸送機器

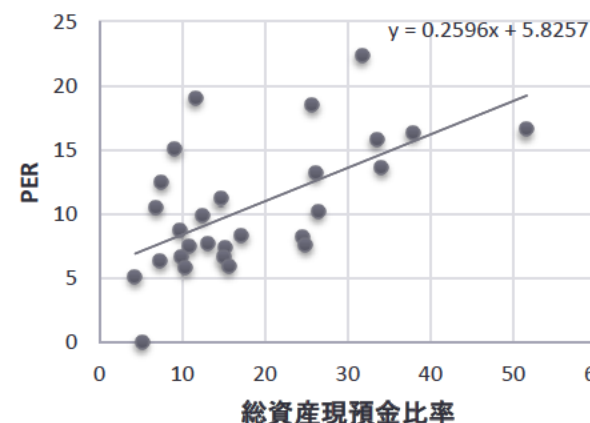
輸送機器セクターの全体的な傾向



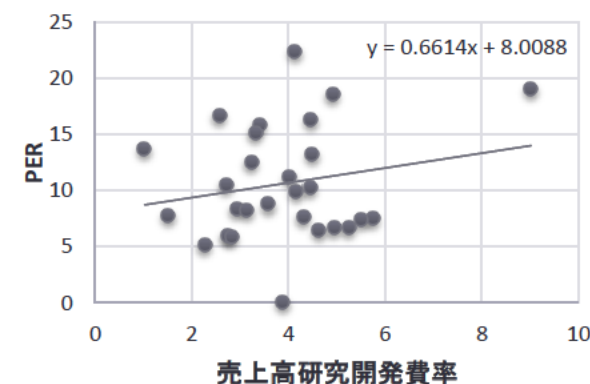
特徴と課題

- ▶ 本セクターの主要なプレーヤーは完成車メーカーである。自動車は多数の部品を必要とするためサプライチェーン全体を束ねる。また製品の不具合が人命に直結するため、製品の強度や安全性などに非常に高い水準が要求され、平均使用年数が10年を超えるため、耐久性も重要である。研究開発段階も含め特定のメーカーとの取引関係を長期的に築いている場合が多くやや硬直的な業界構造といえる。一方、環境対策の観点で、排出ガスを削減することが業界全体の長期的な課題。各国政府も注力しており、本業界における環境規制の厳格化はさらに進む見通しである。

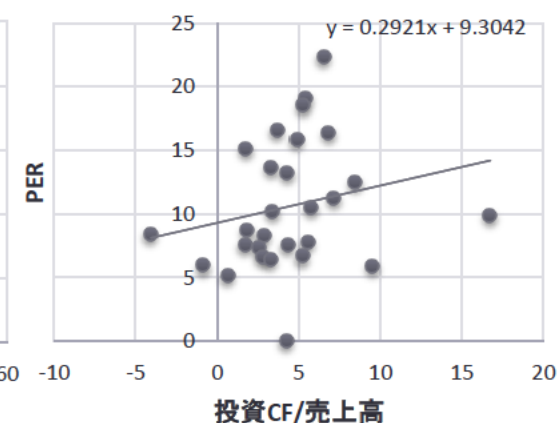
① キャッシュ関連



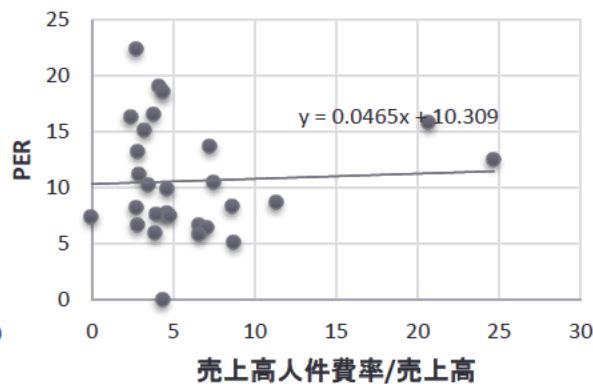
③ RD関連



② 投資関連



④ 人材関連

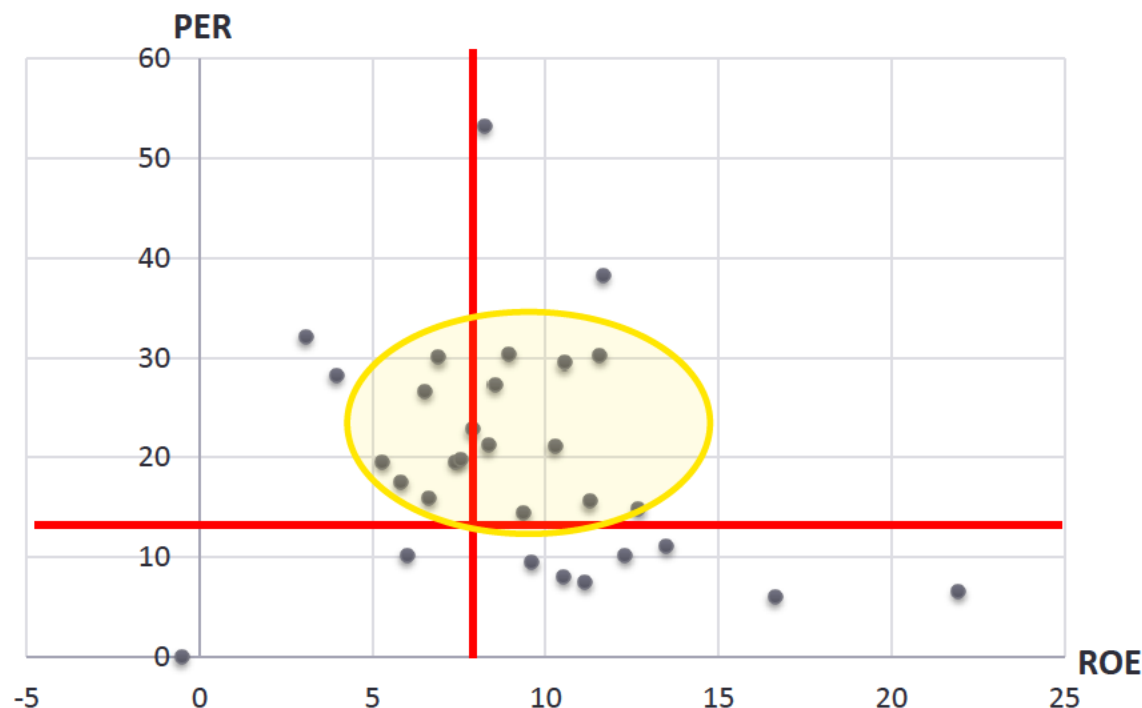


企業の行動と投資家の評価

- ▶ 現金比率については正の相関があるため、現金の保有が評価されている。投資、研究開発、人材とも正の相関がある。CASE領域の専門人材の獲得や、CASEのビジネスモデル構築を視野に入れた関係構築に加え、EV・バッテリー開発や拡販など収益化に直結させるための提携も評価されるとみられる

価値創造経営の取組の促進に向けた企業調査結果: 仮説の検証(定量調査)② セクター別分析結果 食品

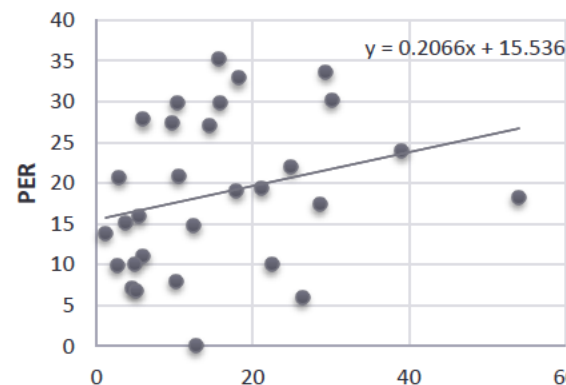
食品セクターの全体的な傾向



特徴と課題

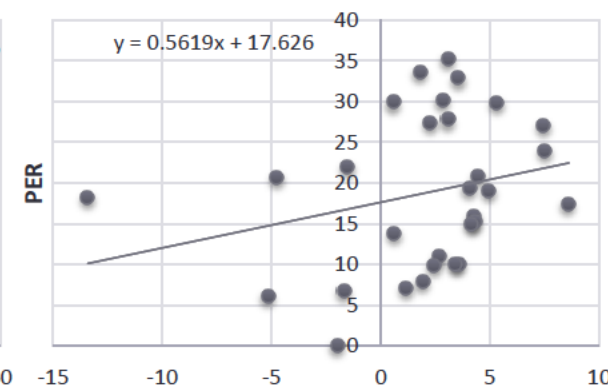
- ▶ 食品セクターは、農業、畜産業、飲料、食品加工(製菓、製パン、加工食品、調味料類など)の各企業が集合するセクターである。基本的にこれらの製品群は、生活必需品であり、不況耐性があると考えられる。
- ▶ 大手事業者は、国内市場が伸び悩んでいることもあり、海外各地の食文化に基づいた地道な販促、買収などにより海外展開を加速している。海外展開が進んでいる企業は高PER群に位置する傾向がある。

① キャッシュ関連



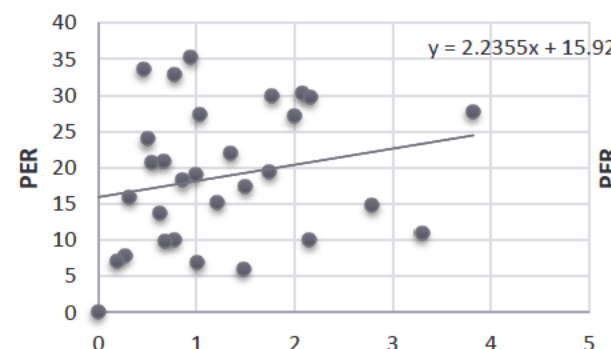
総資産現金比率

② 投資関連



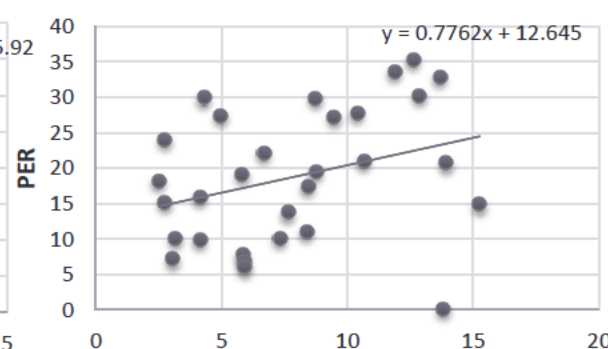
投資CF/売上高

③ RD関連



売上高研究開発費率

④ 人材関連



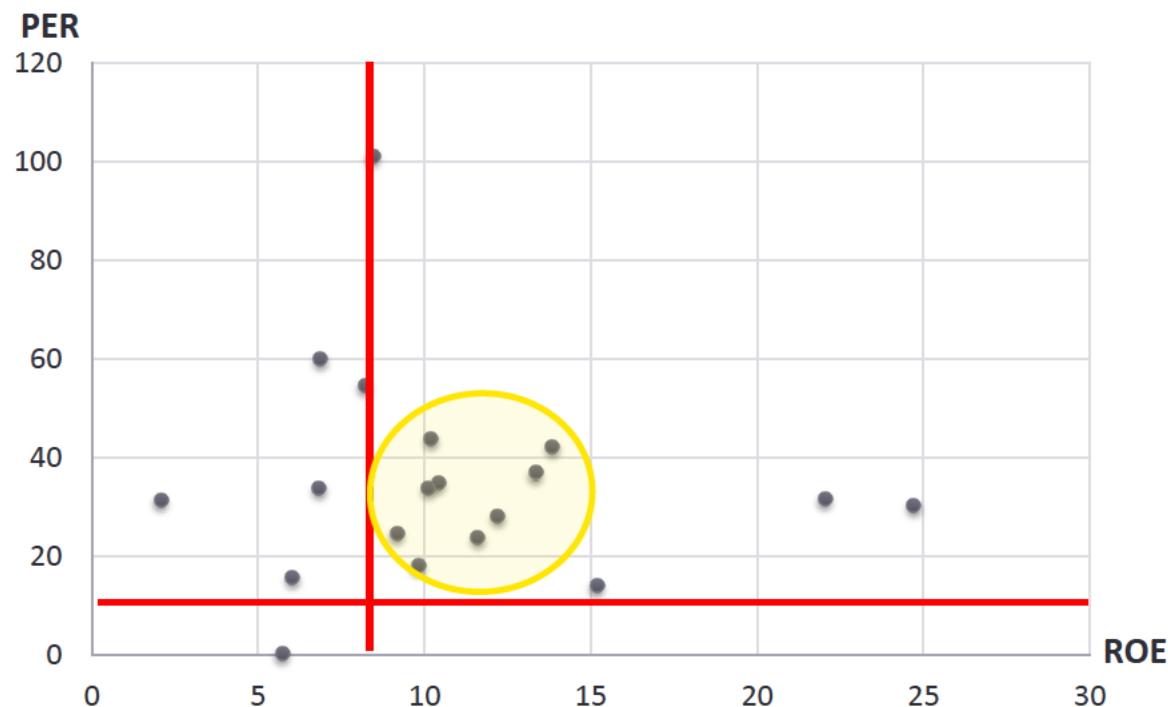
売上高人件費率/売上高

企業の行動と投資家の評価

- ▶ まず現金比率についてはPERと正の相関があるため、一定程度流動性が投資家に評価されていると考えられる。
- ▶ 投資CF、研究開発、人材とも正の相関があるため、余剰資金を成長投資に振り向けることで投資家から評価される要素となることが考察される。

価値創造経営の取組の促進に向けた企業調査結果: 仮説の検証(定量調査)② セクター別分析結果 消費財

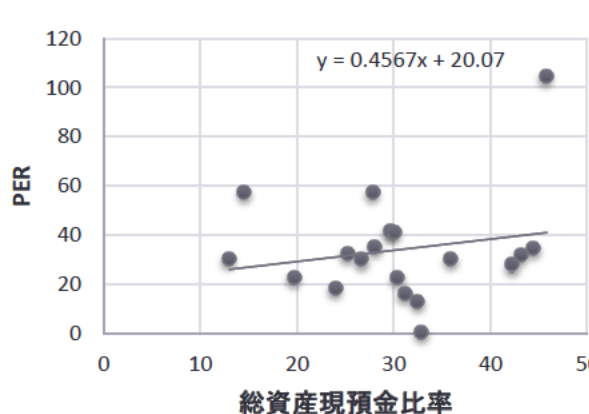
消費財セクターの全体的な傾向



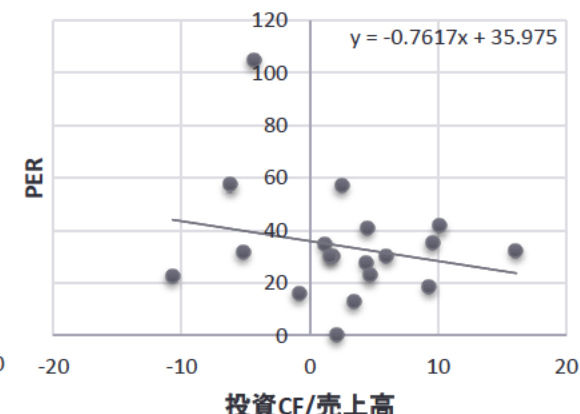
特徴と課題

- ▶ 消費財セクターは、スキンケア・ボディ用品、ヘアケア用品、オーラルケア関連用品、サニタリー関連用品など多品種で構成されるトイレタリーメーカーと化粧品メーカーがほとんどを占める。トイレタリー製品は生活必需品であり、不況耐性がある。一方で化粧品は、高価格帯の主要チャネルである百貨店が苦戦、インバウンド需要は激減しており、国内市場は厳しい状況に転じている。
- ▶ いずれも本業界では新製品を継続的に市場へ投入するための研究開発費、ブランド力強化のための販売促進・広告宣伝費用のウエイトが大きい。

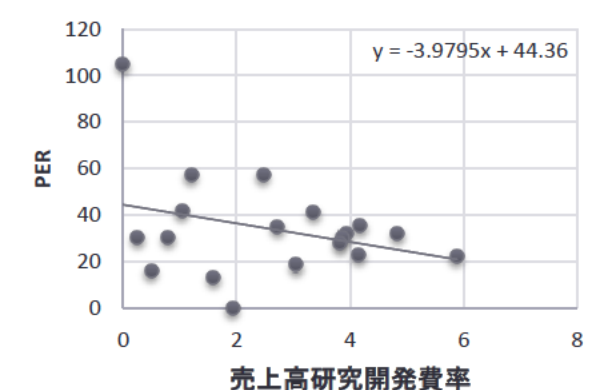
① キャッシュ関連



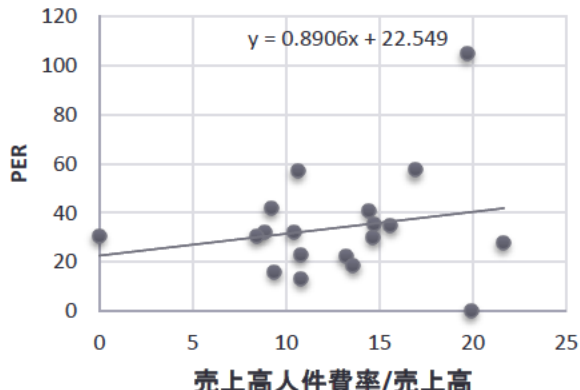
② 投資関連



③ RD関連



④ 人材関連

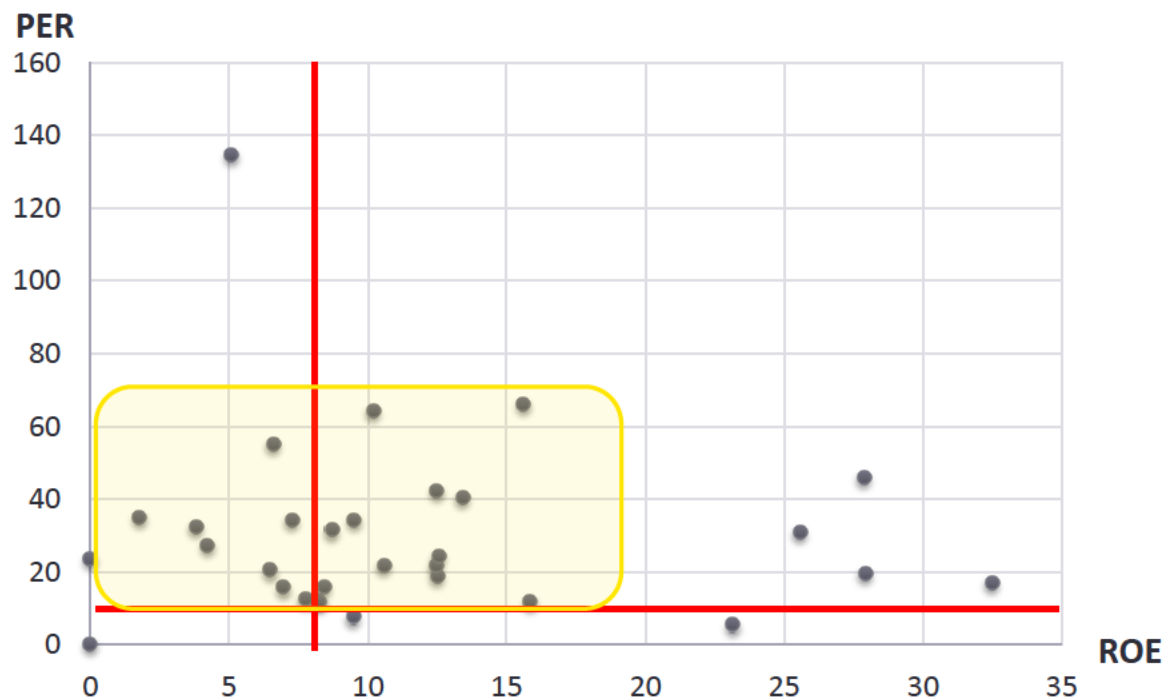


企業の行動と投資家の評価

- ▶ 現金比率については正の相関があり、また投資CFは負の相関があるため、内部留保を投資に回すことが必ずしも投資家に評価されるとは言えない状況である。
- ▶ 人件費と正の相関があるのは、販売促進等で店舗等における人員確保が必要となることが反映されているとみられる。

価値創造経営の取組の促進に向けた企業調査結果: 仮説の検証(定量調査)② セクター別分析結果 医薬・バイオ

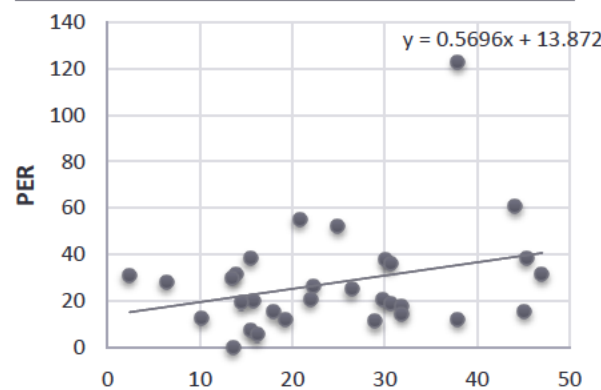
医薬・バイオセクターの全体的な傾向



特徴と課題

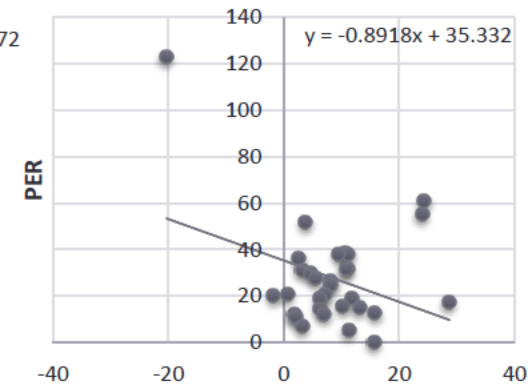
- ▶ 先発医薬品は開発期間が10年以上、開発費用は数百億円に上る場合もあり、研究開発費率が売上高の2割程度を占める。また開発途中で淘汰されていく製品も多く、基礎研究の候補成分から発売に至る確率は3万分の1ともいわれる。しかし新薬が上市されれば、特許期間中は大きな売上が見込める。
- ▶ 特許期間中の売り上げを見込んだ評価が投資家から反映されやすい。また、この特許が切れるタイミングをパテントクリフと呼び、パテントクリフに陥る前に新たな収益のシーズを育てるためのパイプラインが投資家からの評価となる。

① キャッシュ関連



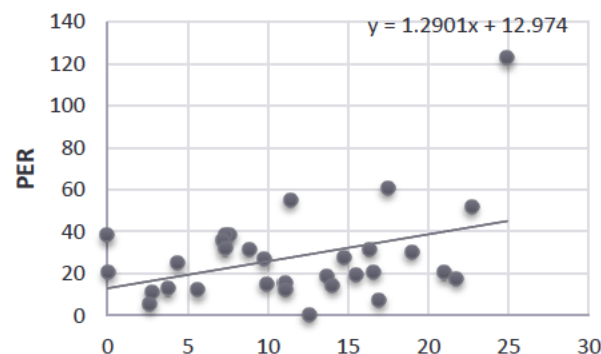
総資産現預金比率

② 投資関連



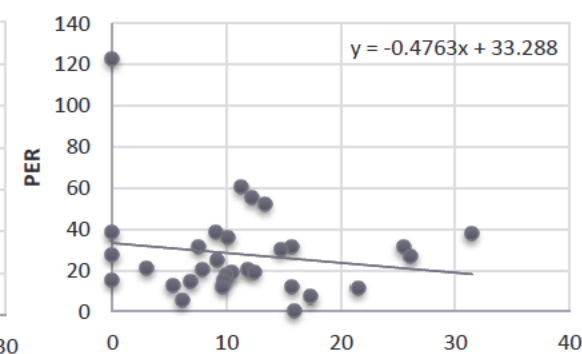
投資CF/売上高

③ RD関連



売上高研究開発費率

④ 人材関連



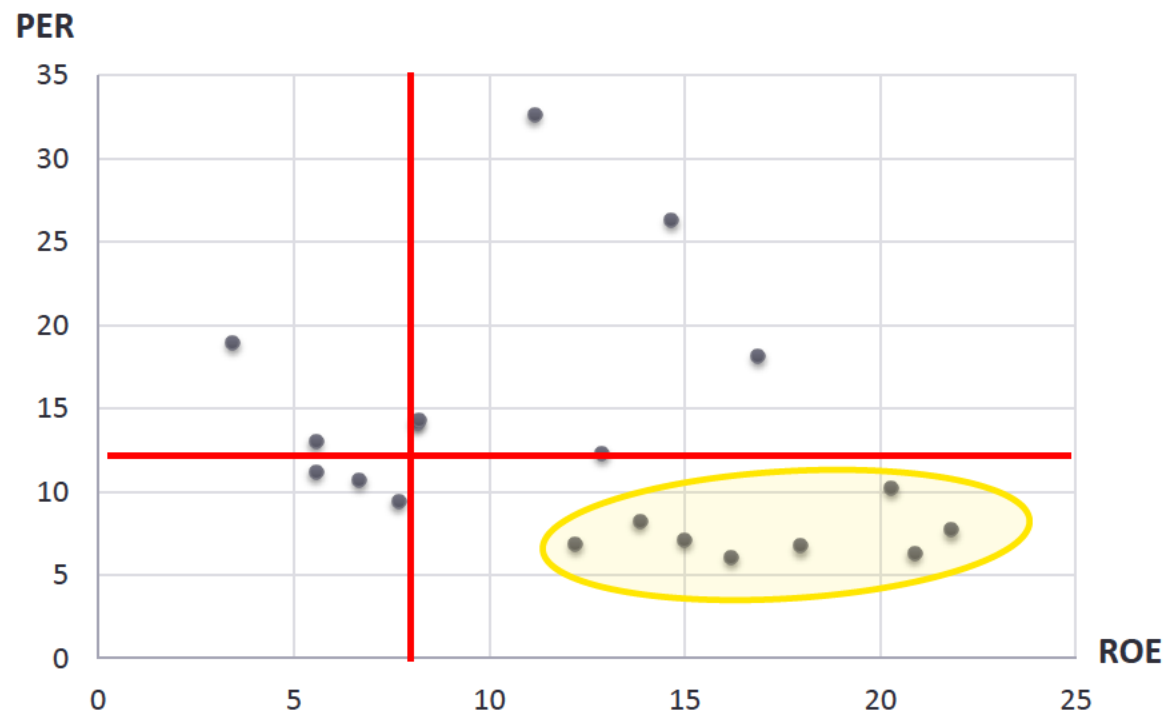
売上高人件費率/売上高

企業の行動と投資家の評価

- ▶ 現金比率については正の相関があり、投資CFとは負の相関があることから、内部留保により投資家からの評価が高まっている状況である。
- ▶ 左記の通り、パイプラインを積み上げるための研究開発投資はPER向上と正の関係がある。人材はかつてほどMR人材を必要としないビジネスモデルになってきていることを反映している。

価値創造経営の取組の促進に向けた企業調査結果: 仮説の検証(定量調査)② セクター別分析結果 中間流通

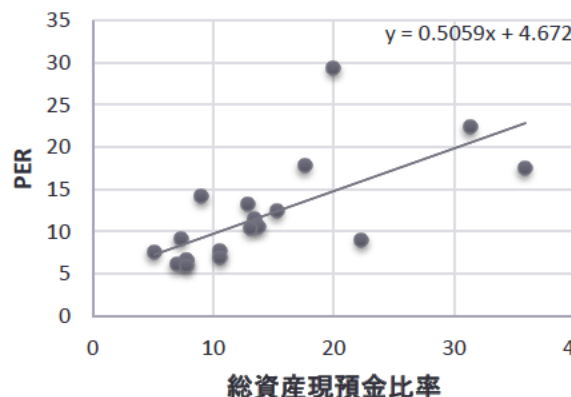
中間流通セクターの全体的な傾向



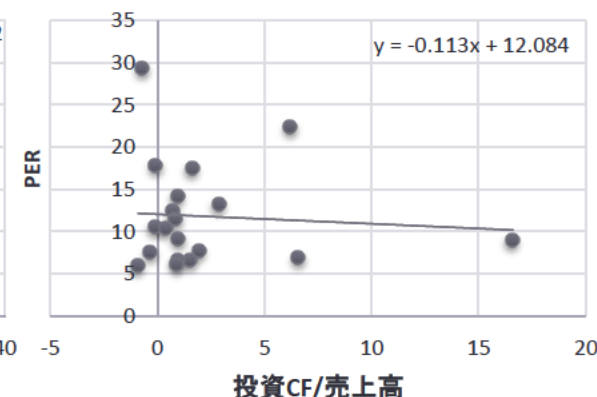
特徴と課題

- ▶ 本セクターの主要プレーヤーは総合商社と専門商社である。専門商社のうち、ニッチトップとしての地位を確立できている企業は高PER・高ROEに位置することができている。
- ▶ 一方で主要総合商社5社はいずれも類型2: 低PER・高ROEに位置する。ROEが高く出ている要因は、資源価格が業績に大きく影響するビジネスモデルから、直近の資源高の影響が出ていると考えられる。資源依存を低めるべく、非資源事業の拡大を各社が進めている状況である。

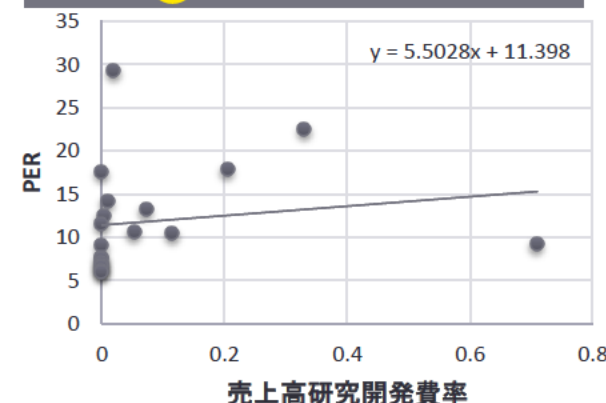
① キャッシュ関連



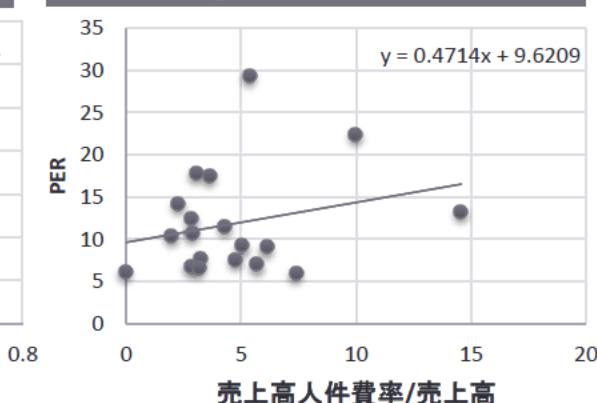
② 投資関連



③ RD関連



④ 人材関連

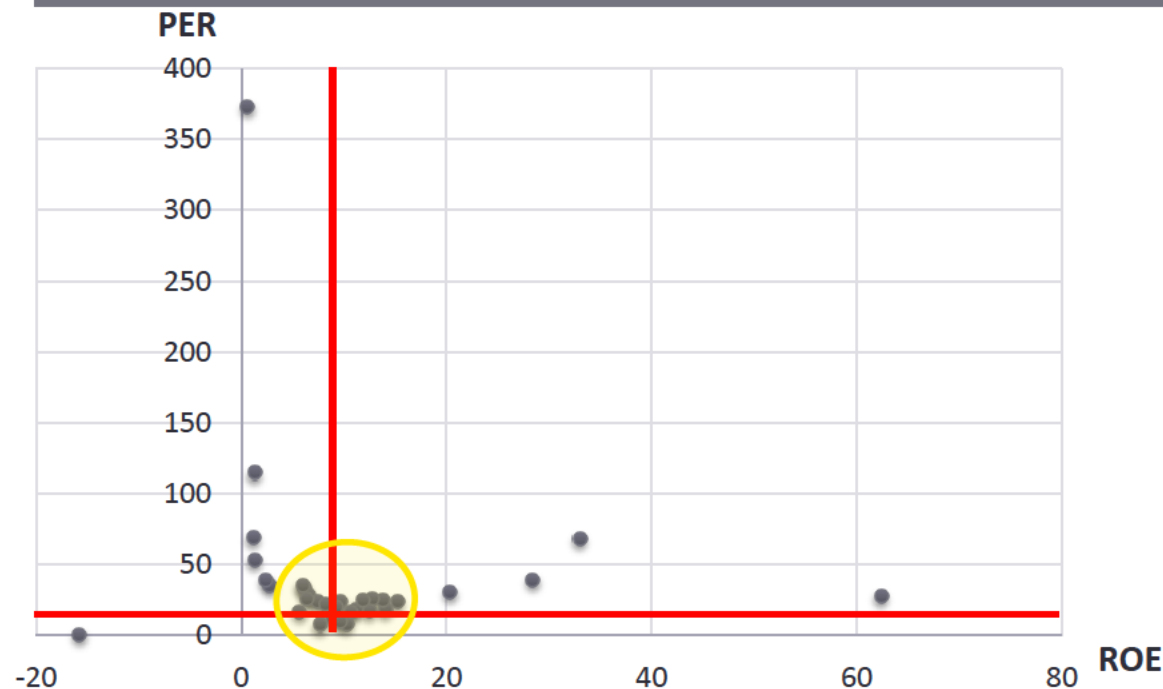


企業の行動と投資家の評価

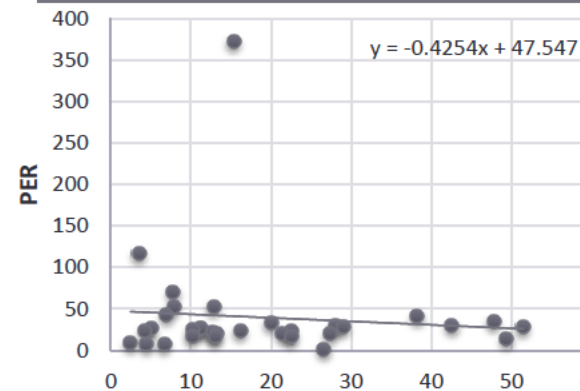
- ▶ 現預金比率については正の相関がある。資源事業のボラティリティに耐えるために財務安定性を優先することを投資家も評価しているのではないかと考えられる。
- ▶ 投資、研究開発、人材については、中間流通セクター内でも、事業が細分化されており、投資家からの評価との有意な関係性があるとはいずれも言い切れない。

価値創造経営の取組の促進に向けた企業調査結果: 仮説の検証(定量調査)② セクター別分析結果 小売

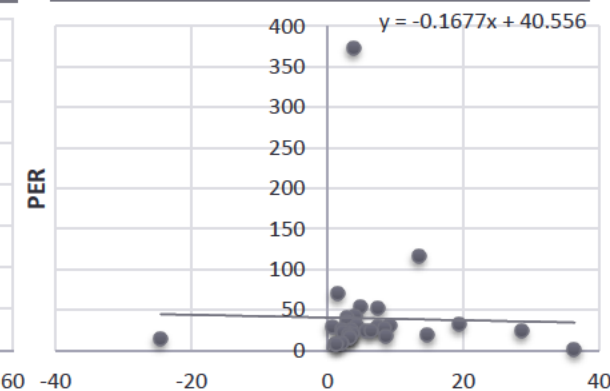
小売セクターの全体的な傾向



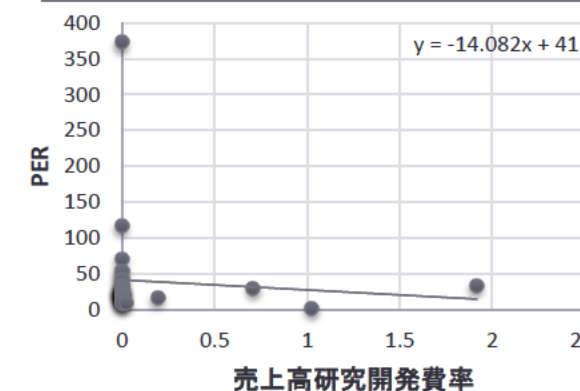
① キャッシュ関連



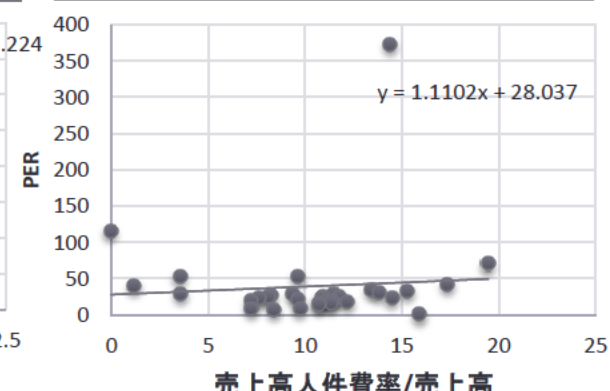
② 投資関連



③ RD関連



④ 人材関連



特徴と課題

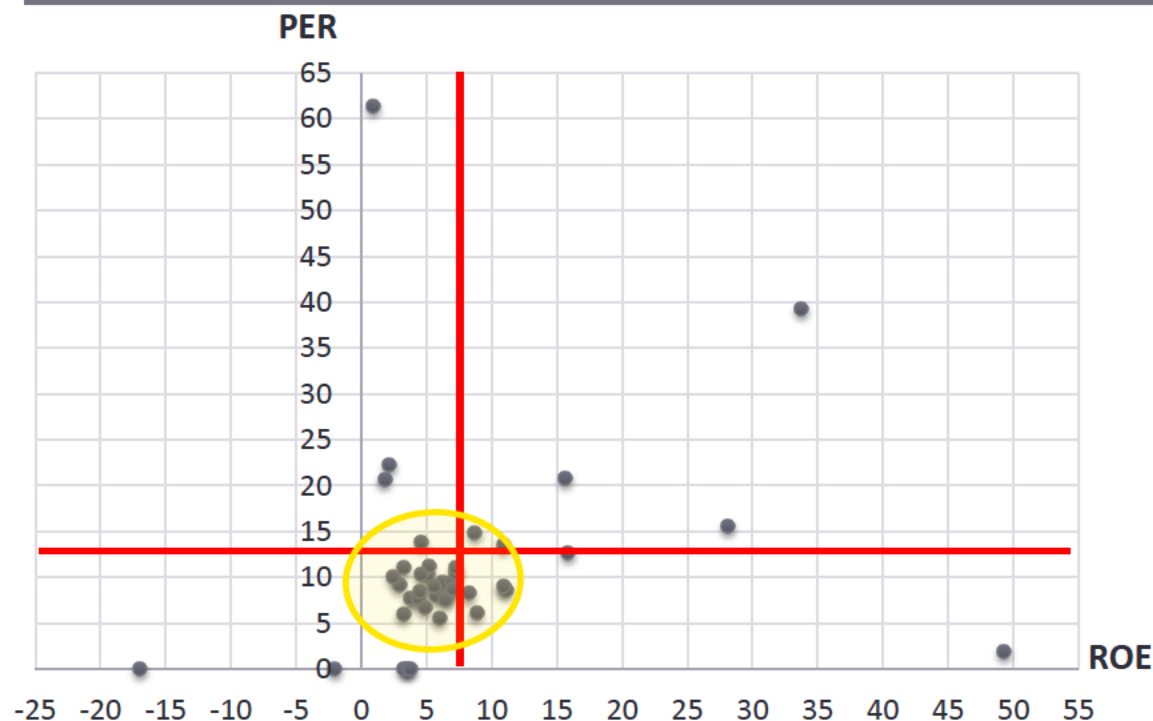
- ▶ 小売セクター自体は成熟産業であるが、EC市場は堅調に拡大している。本セクターの主要プレイヤーは、大手コンビニチェーンなどだが、2020年以降は、新型コロナウイルス感染症拡大の影響により、屋外での消費活動が停滞しているが、その分EC需要の増加となっている。
- ▶ EC・アプリ会員による双方向のコミュニケーションの実現、顧客起点の商品化、需要予測や工場との連携強化、自動倉庫などによるサプライチェーン改革などへの投資がカギとなる。

企業の行動と投資家の評価

- ▶ 現金比率については負の相関があるため、本セクターにおいては、内部留保せず投資に回したほうがPERが高くなる。しかし投資とRDとの相関は負の相関となっており、左記のEC市場の拡大への投資は評価要素になっていないと見受けられる。店舗運営における人手不足の状況を反映してか人材獲得に向けた投資が投資家から評価されると考察する。

価値創造経営の取組の促進に向けた企業調査結果: 仮説の検証(定量調査)② セクター別分析結果 金融

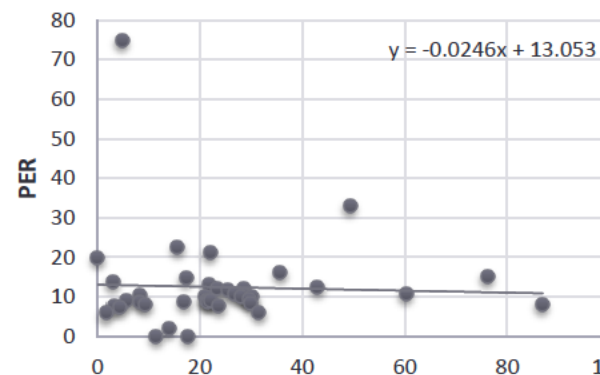
金融セクターの全体的な傾向



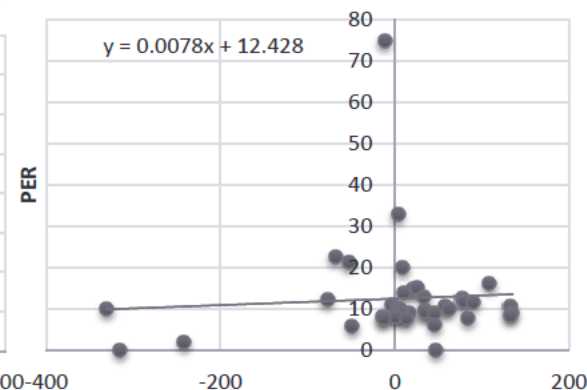
特徴と課題

- ▶ 金融セクターはメガバンク、大手証券会社、大手保険会社などがセクター全体のほとんどの売上を占める。いずれにとってもマクロ経済の衰退はマイナス要因である。日本は人口減少や高齢化が進んでおり、将来マクロ経済は縮小すると思われる。このことから全体として低PER・低ROEに位置する企業が多い。
- ▶ 一方で金融のイノベーションを活用した決済アプリやネット専門銀行・証券も台頭している。まだ全体の売り上げ規模に占める割合は少ないが、高いPERで評価されていることが分かる

① キャッシュ関連

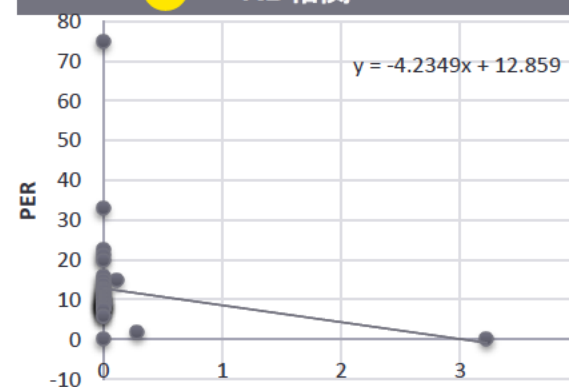


② 投資関連



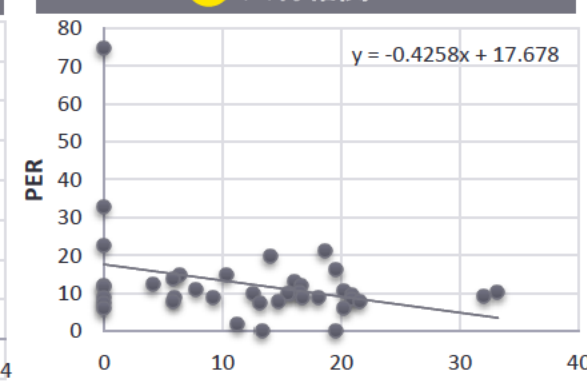
総資産現預金比率

③ RD関連



投資CF/売上高

④ 人材関連



売上高研究開発費率

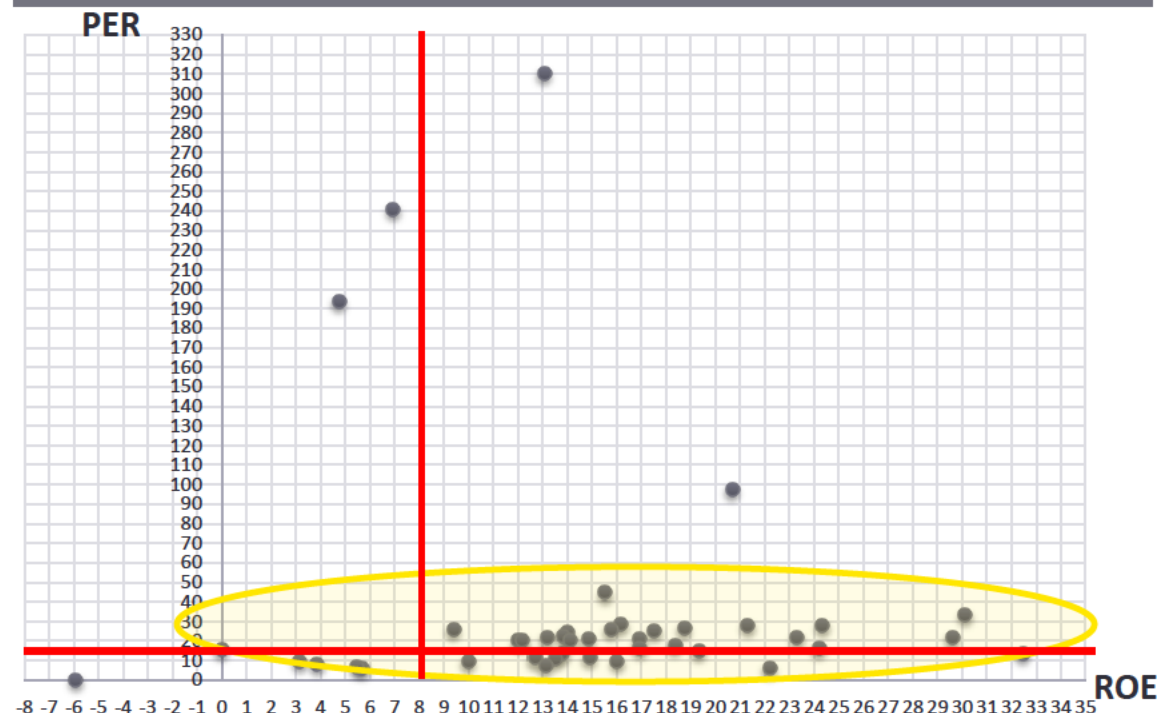
売上高人件費率/売上高

企業の行動と投資家の評価

- ▶ 現預金比率はPERと緩やかな負の相関があり、投資CFについてはPERと緩やかな正の相関があることから、留保するよりも投資したほうがややPERの評価は上がると考えられる。一方で金融機関は自己資本比率などの安定性を求められる業種であることを合わせて申し添える。また研究開発や人材投資はいずれも負の相関となっておりセクター全体への期待値が低いとみられる。

価値創造経営の取組の促進に向けた企業調査結果: 仮説の検証(定量調査)② セクター別分析結果 広告・情報通信サービス

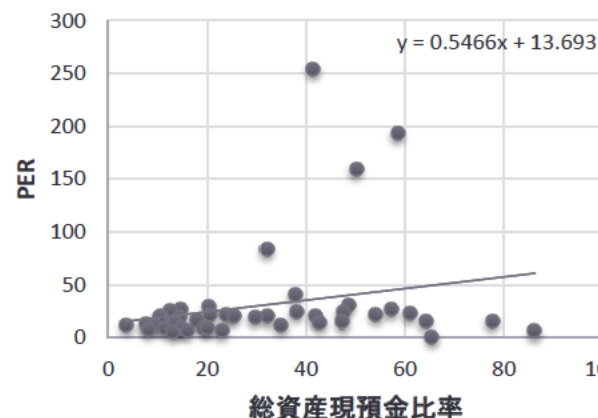
広告・情報通信サービスの全体的な傾向



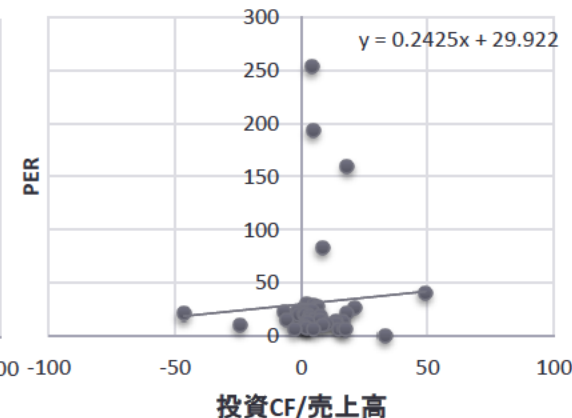
特徴と課題

- ▶ 本セクターは、通信インフラ企業、放送事業者など大手企業による寡占が進む分野に加え、コンテンツ制作(ゲームなど)、ソフトウェア開発、システム開発など成長率の高い分野も含まれる。
- ▶ 放送事業者は基本的に許可制のビジネスという背景もあり、大手テレビ局はROE/PERともに低い類型4に位置する。
- ▶ 通信インフラ・システム・コンテンツ開発は、PER・ROE共に高い類型1の企業が多数を占める。

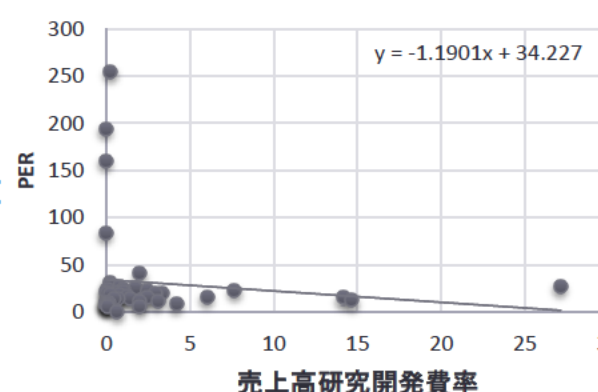
1 キャッシュ関連



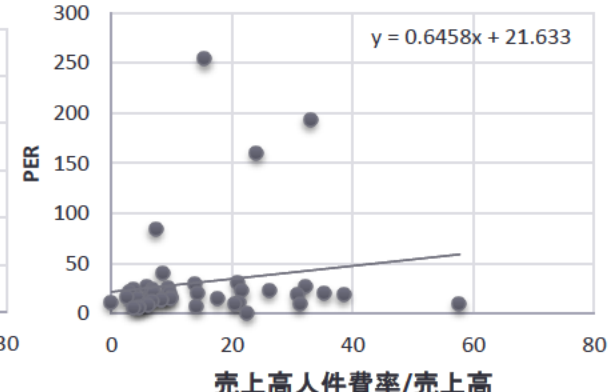
2 投資関連



3 RD関連



4 人材関連

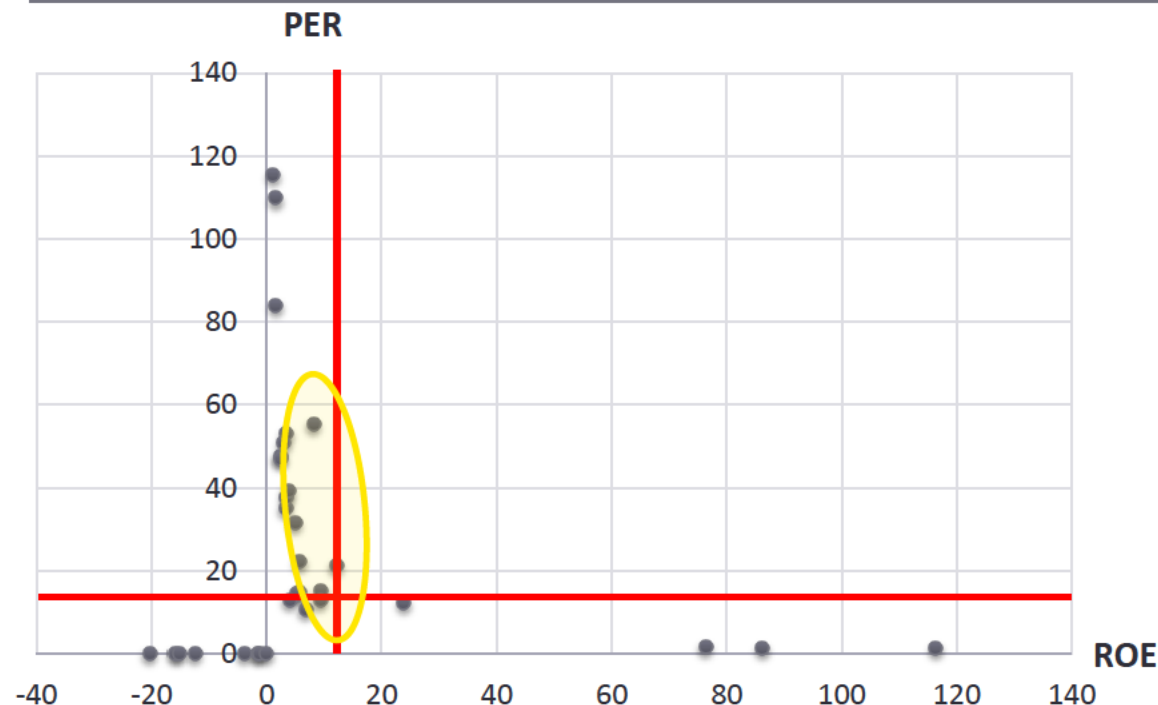


企業の行動と投資家の評価

- ▶ 現金比率については正の相関があるため、本セクターにおいては、内部留保するほどPERが高くなる傾向がある。一方で投資CFや人材についても正の相関となっており、積極的な投資行動は投資家から評価されると考察される

価値創造経営の取組の促進に向けた企業調査結果: 仮説の検証(定量調査)② セクター別分析結果 運輸サービス

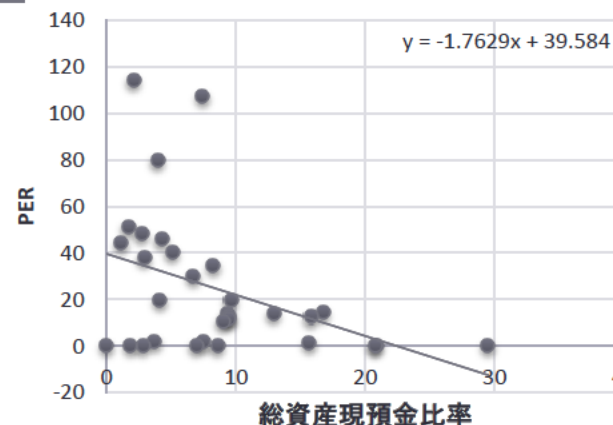
運輸サービスの全体的な傾向



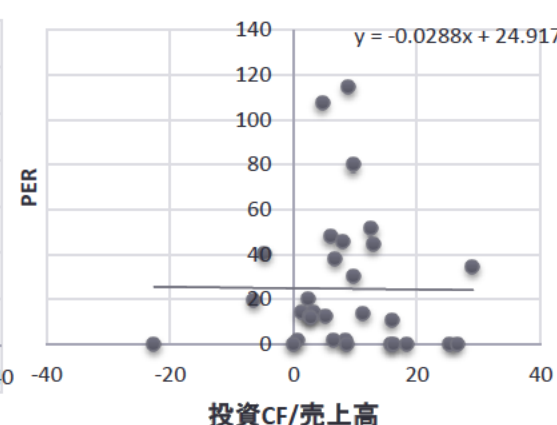
特徴と課題

- ▶ 本セクターは鉄道やバスなどの公共交通機関が主なプレーヤーである。直近ではコロナ禍による大幅な収益源となっており、コロナ禍前の水準まで回復していない。設備や車両は固定費負担が大きい、売上の急減により本業界プレーヤーは厳しい収益状況にある。一部地域・路線においては競争も存在するものの、地域独占・寡占の性格が強い傾向がみられる。多額の資本投下が必要であり、新規参入の合理性が低い。売上単価にあたる運賃の設定は、国民生活への影響が大きいという公共的な観点から、規制されており、各社は経営効率化による費用削減で利益拡大を目指す。

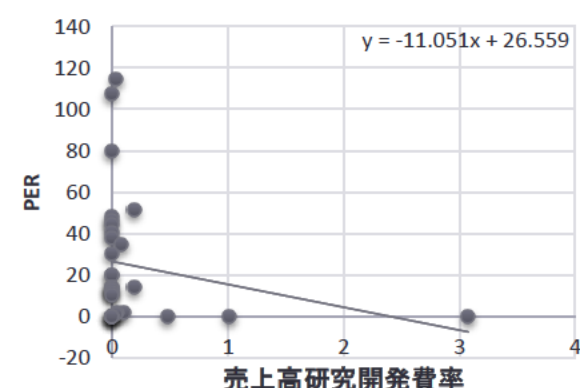
① キャッシュ関連



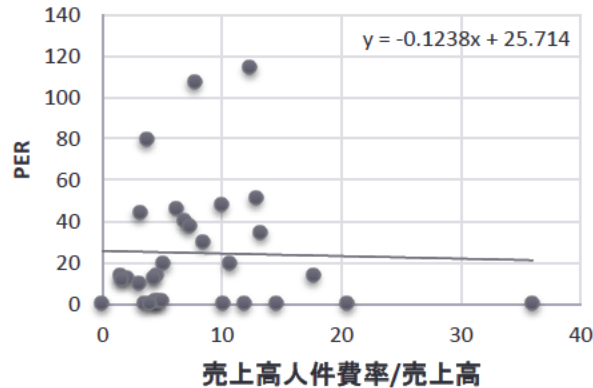
② 投資関連



③ RD関連



④ 人材関連

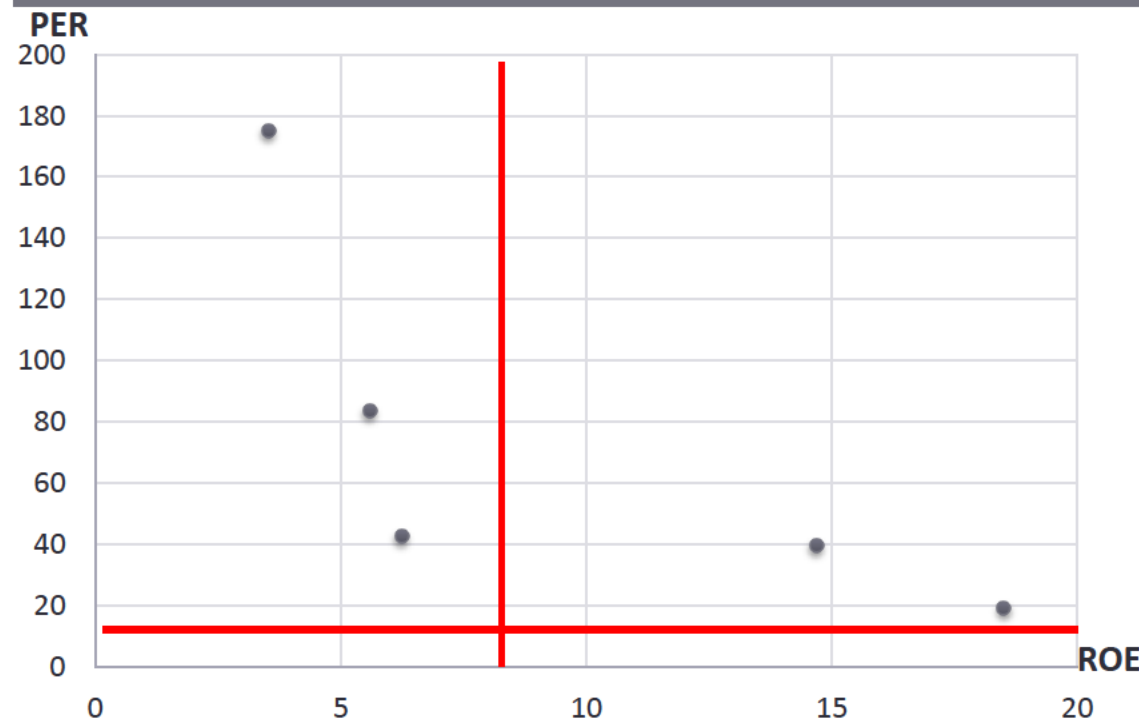


企業の行動と投資家の評価

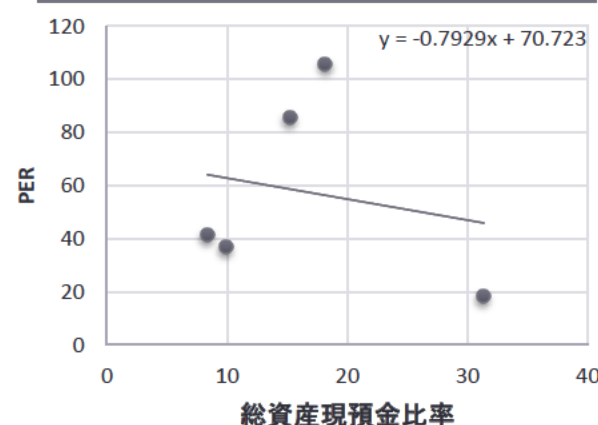
- ▶ まず現金比率については負の相関があるため、内部留保するほどPERが低くなる傾向がある。一方で投資CF、研究開発、人材とも負の相関があるため、こうした成長に向けた投資ではなく配当に回っていると考察する。

価値創造経営の取組の促進に向けた企業調査結果: 仮説の検証(定量調査)② セクター別分析結果 外食・中食

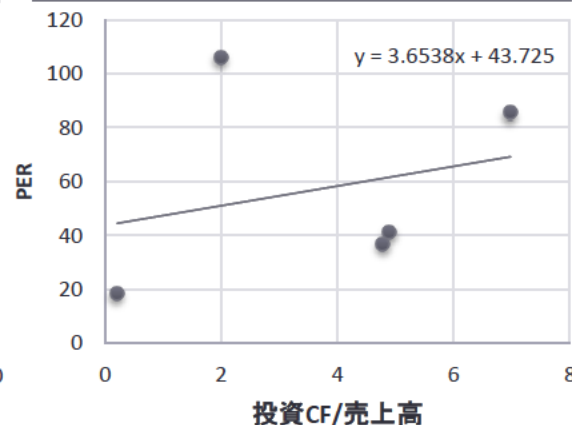
外食・中食セクターの全体的な傾向



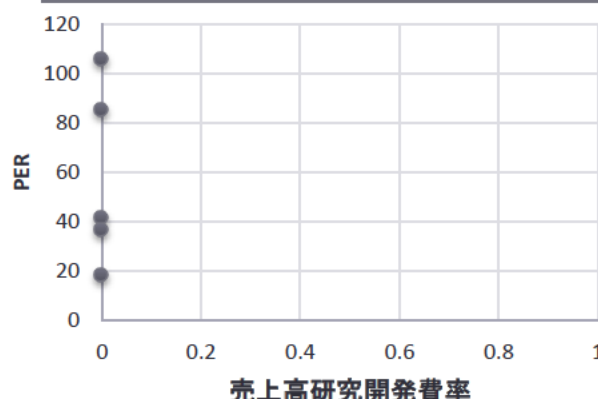
① キャッシュ関連



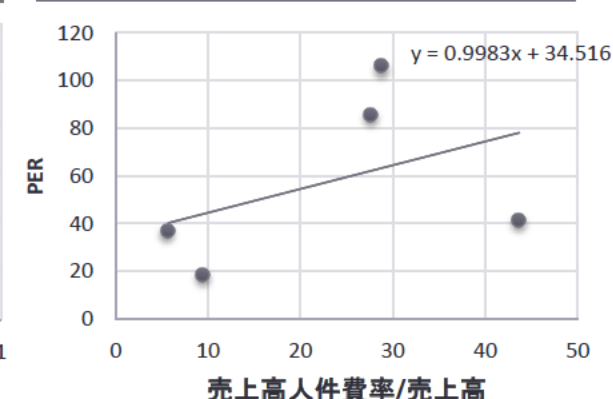
② 投資関連



③ RD関連



④ 人材関連



特徴と課題

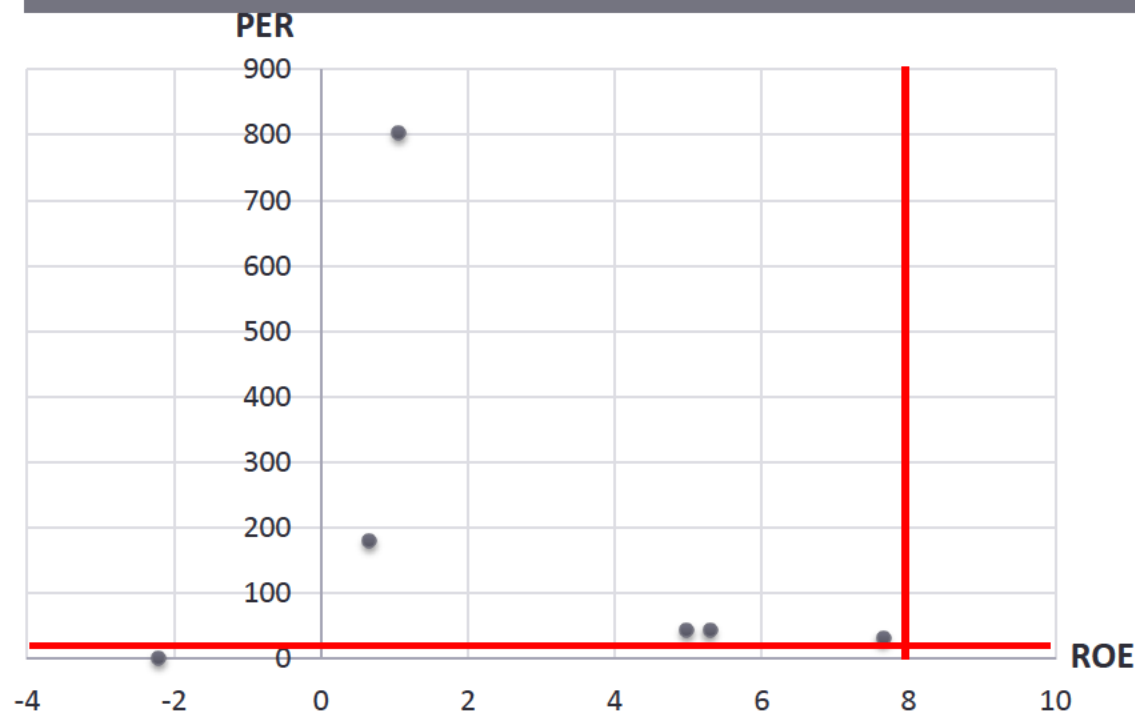
- ▶ 本セクターの主要プレーヤーは居酒屋、ファミリーレストラン、牛丼チェーンである。いずれもコロナ禍の影響と、原材料調達における価格高騰の影響を受けており、必ずしも業績が堅調ではない。
- ▶ しかしながら、いずれも高いPERを出しているのは、株主優待銘柄として、利益のほとんどを配当及び優待に充てており、業績とは関係ない優待利回りが時価総額に影響を与えているためであると推察される

企業の行動と投資家の評価

- ▶ 左記の通り、優待や配当を期待して保有する投資家が多いため、現預金保有比率とは負の相関にある。
- ▶ 投資や人材とも正の相関があり、人手不足における人材確保やオートメーション等の投資を行っていることが評価される要素になっていると考えられる。

価値創造経営の取組の促進に向けた企業調査結果: 仮説の検証(定量調査)② セクター別分析結果 消費者サービス

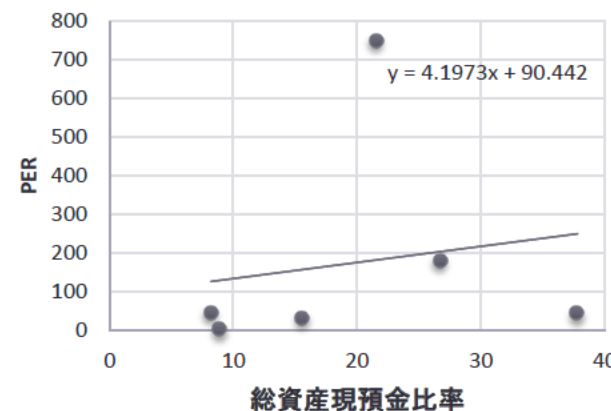
消費者サービスの全体的な傾向



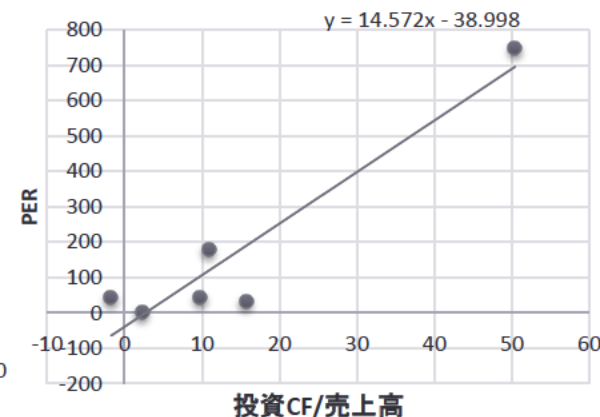
特徴と課題

- ▶ 本セクターの主要プレーヤーはテーマパーク、映画館、宿泊施設、カラオケなどであり、いずれもコロナ禍の影響を受けており、必ずしも業績が堅調ではない。
- ▶ しかしながら、いずれも高いPERを出しているのは、株主優待銘柄として、利益のほとんどを配当及び優待に充てており、業績とは関係ない優待利回りが時価総額に影響を与えているためであると推察される

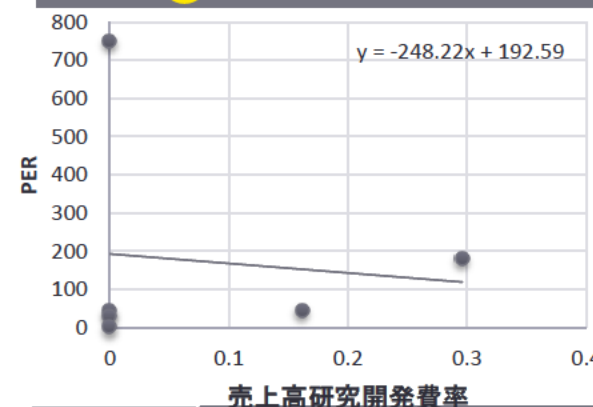
① キャッシュ関連



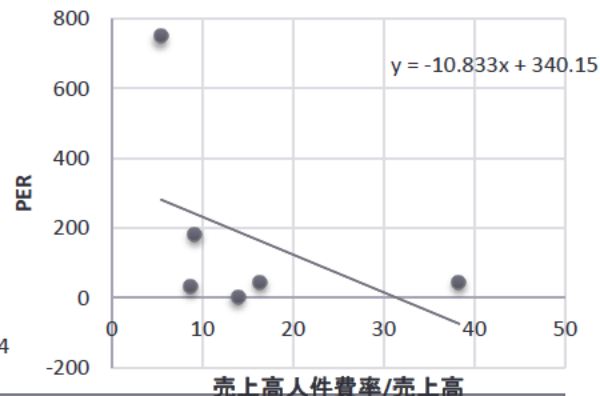
② 投資関連



③ RD関連



④ 人材関連

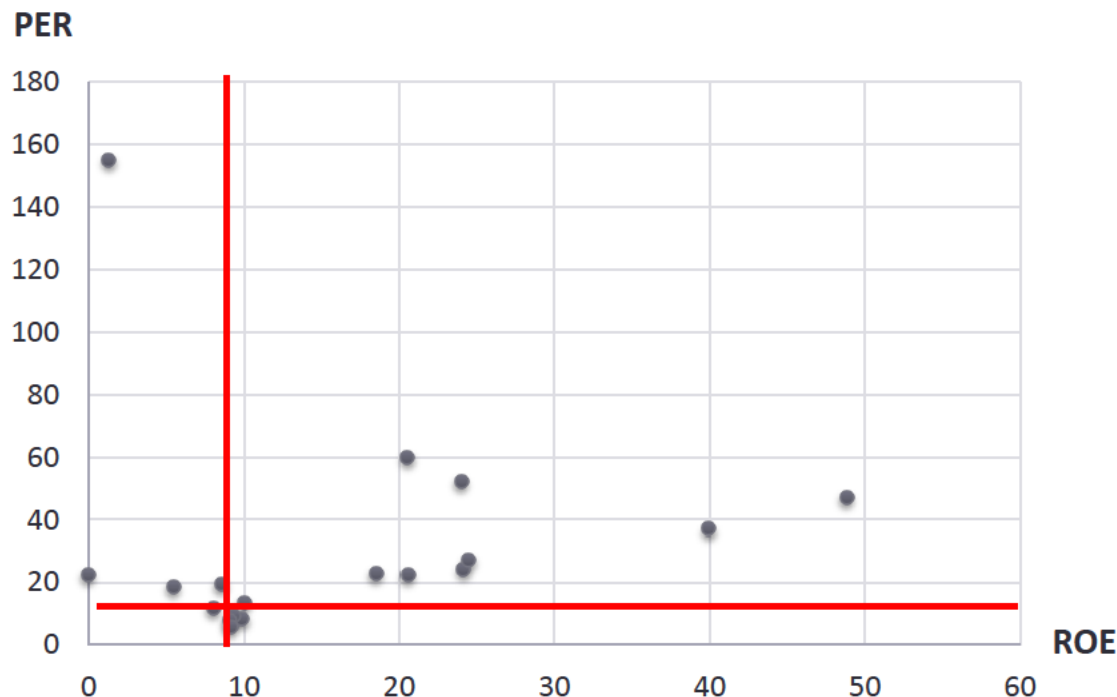


企業の行動と投資家の評価

- ▶ 現金比率については正の相関があるため、本セクターにおいては、内部留保するほどPERが高くなる傾向がある。一方で投資CFや人材についても正の相関となっており、積極的な投資行動は投資家から評価されると考察される

価値創造経営の取組の促進に向けた企業調査結果: 仮説の検証(定量調査)② セクター別分析結果 法人サービス

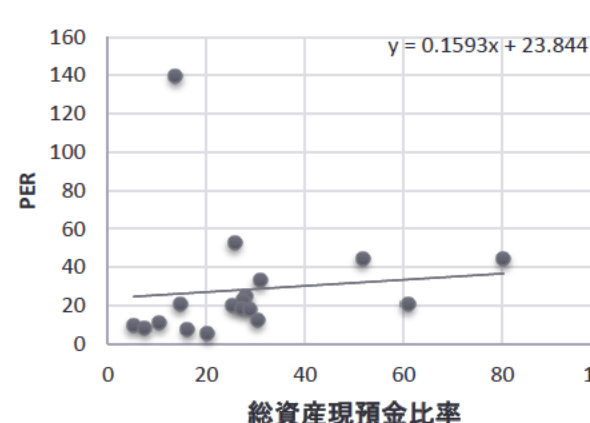
法人サービスの全体的な傾向



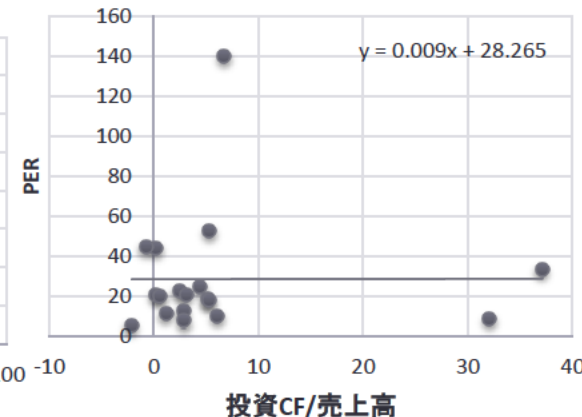
特徴と課題

- ▶ 本セクターには、人材派遣、総合リース、警備サービス、出版印刷などの多様なプレイヤーが存在する
- ▶ このセクターで時価総額が大きいプレイヤーは、概ね高PER・高ROEの類型1に位置している。
- ▶ 課題となるのは、印刷サービスで、広告宣伝や書籍のデジタル化により、紙媒体の需要が減少により、商業・出版印刷は長期的な減少傾向にある。

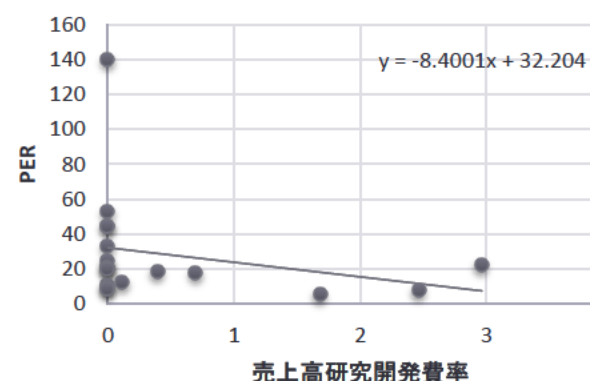
① キャッシュ関連



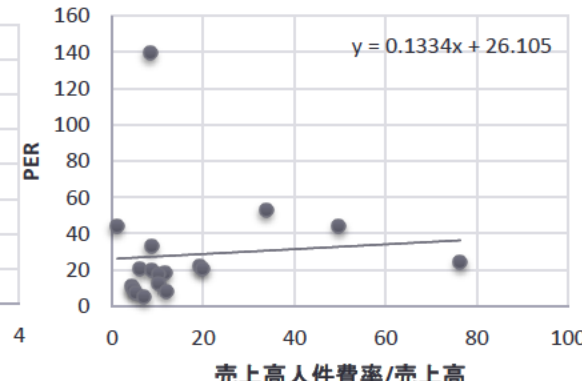
② 投資関連



③ RD関連



④ 人材関連

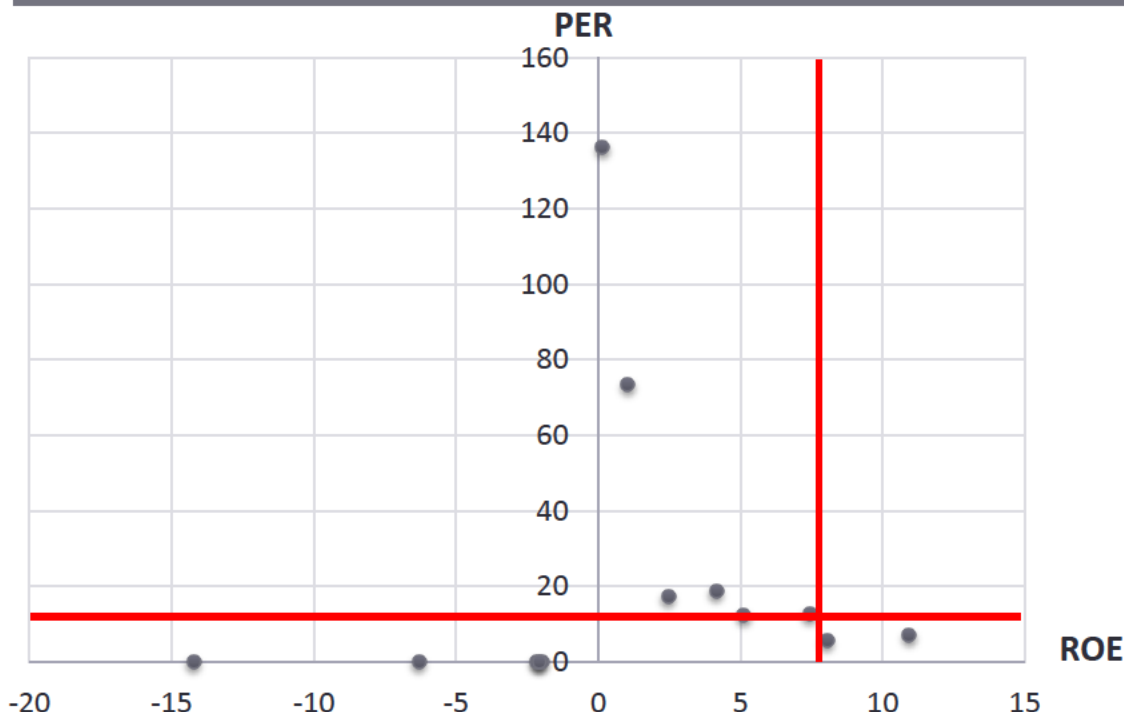


企業の行動と投資家の評価

- ▶ 本セクターにおいて、現預金比率はPERと正の相関があるため、内部留保が投資家から評価されてしまっている状況。
- ▶ 一方で、投資や人材については正の相関があるため、人材獲得に向けた投資が投資家から評価されると考察する。

価値創造経営の取組の促進に向けた企業調査結果： 仮説の検証(定量調査)② セクター別分析結果 公共サービス

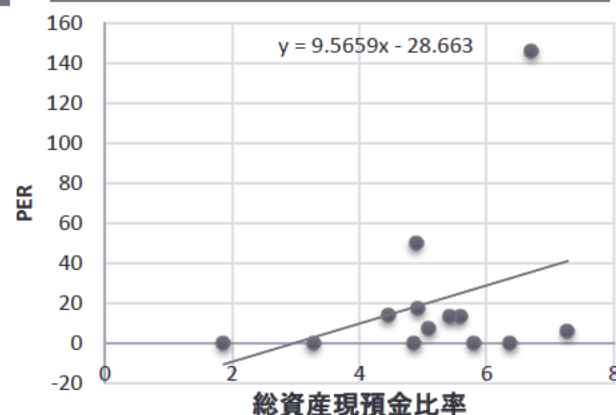
公共サービスの全体的な傾向



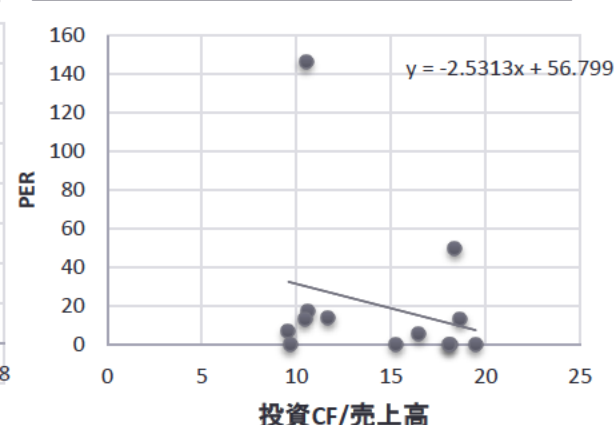
特徴と課題

- ▶ 電力・ガス等の公共インフラ企業のセクター。大手電力会社の業績推移をみると、東日本大震災以降、原発停止による化石燃料の輸入の増加や原油価格の高騰などにより財務は大きく悪化した。その後財務状況は、改善に向かうも、震災前の水準には至っていない。
- ▶ 近年の大手電力会社の販売電力量は、省エネルギー化の進展、新電力のシェア拡大などの要因から減少傾向を辿っている。また直近の2021年度は原油価格が急激に上昇したことにより、利益は大きく減っている。軒並み低ROEとなっている。

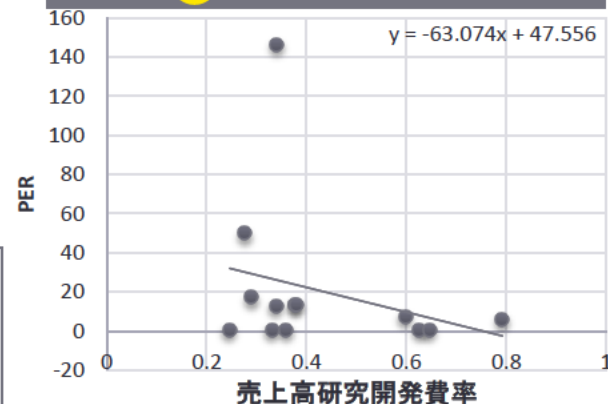
① キャッシュ関連



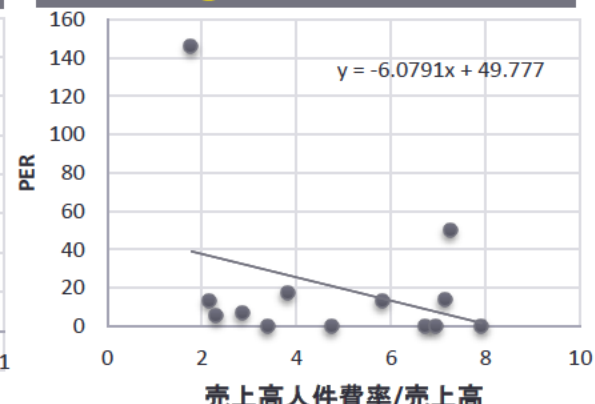
② 投資関連



③ RD関連



④ 人材関連



企業の行動と投資家の評価

- ▶ 大手電力会社がPERが100倍を超える外れ値である結果、急な傾きとなっているが、業界全体の傾向として、投資や研究開発、人材に資金を回すよりも内部留保するほどPERが高く出るという傾向になっている。

価値創造経営の取組の促進に向けた企業調査結果: 仮説の検証(定量調査)② セクター別分析結果サマリー(1/2)

調査した指標	1 総資産現預金比率	2 投資CF/売上高	3 売上高研究開発費率	4 売上高人件費率
建設	↓	↓	↓	↑
不動産	↑	↓	↓	↓
エネルギー	↑	↑	↓	↑
鉄鋼	↑	↓	↓	↓
化学	↓	↑	↓	↑
窯業・紙	↓	↓	↓	↓
機械・電気製品	↓	↑	↑	↓
輸送機器	↑	↑	↑	↑
食品	↑	↑	↑	↑
消費財	↑	↓	↓	↑
医薬・バイオ	↑	↓	↑	↓
中間流通	↑	↓	↑	↑
小売	↓	↓	↓	↑
金融	↓	↑	↓	↓
広告情報サービス	↑	↑	↓	↑
運輸サービス	↓	↓	↓	↓
外食・中食	↓	↑	データ無し	↑
消費者サービス	↑	↑	↓	↓
法人サービス	↑	↑	↓	↑
公共サービス	↑	↓	↓	↓

価値創造経営の取組の促進に向けた企業調査結果：仮説の検証(定量調査)② セクター別分析結果サマリー(2/2)

- ▶ 日本企業の多くが、市場から成長を期待されるような行動(例:思い切った投資や無形資産への投資)ができていない可能性について、以下の指標とPERの関係性をセクター別に調査した。結果は以下の通り。

調査した指標と調査結果

	調査した指標	調査結果
1	総資産現預金比率	半数近くのセクターでは、現預金比率はPERと正の相関があり、企業の内部留保(=つまり、経営資源を成長投資に振り向けられていない点)は、投資家からの評価と関連性が低いとみられる。
2	投資CF/売上高	企業が行った投資の規模を表す指標。この指標が高ければ高いほど、企業は思い切った投資を行っているかと推察されるが、投資についてもPERと正の相関があるセクターは半数程度に止まる。
3	売上高研究開発費率	企業の研究開発費比率のPERとの相関関係は、業界によってばらつきがあった。例えば医薬品業界など、知財がビジネスに直接結びつくような業界では、投資家からの評価を得られる要素となっている。
4	売上高人件費率	企業の人件費比率のPERとの相関関係は、業界によってばらつきがあった。例えば建設業界などマンパワーがビジネスに依存するような業界では、投資家からの評価を得られる要素となっている。

調査結果から得られた示唆

- ▶ 現預金比率とPERの正の相関が多くセクターで見られた点は、投資家の投資先企業の選定・評価基準に、流動性の高い現預金を保有することを一定程度評価する指標が含まれてしまっている可能性について検証し、今後の検討材料とすることが望まれる。
- ▶ 現預金比率以外がすべて負の相関となる鉄鋼や製紙などは産業として投資家に評価されていないと推察される。
- ▶ 今後の検討方向性としては、各種投資関連指標に関連して成長性が期待されるセクターに投資を喚起する政策、また市場からの評価は見込めないが、国策として保護することが望ましい業界について上下流のバリューチェーンに対する影響も含めて、再編統合の検討を進めることが考えられる。

留意事項

尚、P30～49の調査結果について、本調査の限界として本調査はセクターごとに投資家から評価される項目が異なるとの趣旨からセクター別の分析を行っているが、寡占が進んでいるセクターなど、セクター内のサンプルとなる社数が限られているケースもあり、統計上の課題があること、セクターの分類はデータベースのアルゴリズムによる自動分類を採用するため、多角化経営を行う企業についてはその企業の最も売上高の大きいセグメントが分類されているセクターのみが考慮されている点、さらには企業の成長戦略に基づく投資がPERという指標に結果としてあらわれるまでタイムラグが一定程度存在する可能性が高いが、PERと上記の各指標は同時点のものを抽出している点を申し添える。しかしながら本調査結果は参考情報として一定程度活用可能であると考え。

価値創造経営の取組の促進に向けた企業調査結果：仮説の検証（定性調査）(1/8)

▶ 検証した仮説

- ▶ 投資家からの評価が高い企業、つまり企業価値指標（PBR、PER、ROE）の高い企業は、価値創造経営について先進的な取組を行っているとは仮定できる。
- ▶ 企業価値指標（PBR、PER、ROE）の高い企業群と低い企業群における情報開示を比較し、有意な差分のある項目を特定できれば、次の打ち手の示唆となる。

▶ 企業の選定方法

- ▶ 各類型からが先進的な企業と課題企業がそれぞれ1社以上選定されるように抽出
- ▶ PER・ROEの面で課題業界と思われる、「素材加工」業界から重点的に抽出
- ▶ PER・ROEの面で先進的な業界と思われる「医薬」業界から重点的に抽出
- ▶ 日本経済における重要性が大きい「機械・電気製品」業界から重点的に抽出
- ▶ 伊藤レポートの振り返りも含め、2014年から継続的にROEを向上させてきた企業を優先的に抽出

▶ 調査した媒体

- ▶ 調査時点で公表されている各企業のアニュアルレポート、統合報告書、サステナビリティレポート、プレスリリース等の公表物。

▶ 調査した企業一覧(1/6)

記号	企業名	セクター	時価総額 (単位：10億円)	類型		PBR		選定理由
				2014	2021	2014	2021	
a		建設	<500	1	1	2.2	3.4	・高ROEかつ高PERであること。
b		不動産	<500	3	2	0.9	0.9	・ROEは8%を上回るものの、PBRが1を下回っており、PERについて向上の余地があること。
c		建設	<500	3	4	1.6	1.0	・ROE・PERともに課題がある。

価値創造経営の取組の促進に向けた企業調査結果: 仮説の検証(定性調査)(2/8)

▶ 調査した企業一覧(2/6)

記号	企業名	セクター	時価総額 (単位: 10億円)	類型		PBR		選定理由
				2014	2021	2014	2021	
m		素材・素材加工品(住設・建設資材)	<1,000	1	1	2.2	2.1	・高ROEかつ高PERであること。 ・高ROEかつ高PERであり、維持しつづけていること。 ・PER・ROEに課題がある素材業界の一員でありながら、高PER・高ROEを達成しており、モデルケースとなりうること。
n		素材・素材加工品(住設・建設資材)	<1,000	3	1	1.3	1.1	・高ROEかつ高PERであること。 ・2010年代以降、着々とROEを改善しており、類型を向上させていること。 ・PER・ROEに課題がある素材業界の一員でありながら、高PER・高ROEを達成しており、モデルケースとなりうること。
o		機械・電気製品	10,000<	1	1	4.3	6.4	・高ROEかつ高PERであること。 ・高ROEかつ高PERであり、維持しつづけていること。 ・日本経済において重要な地位を占める機械・電気製品業界に属しており、高PER・高ROEを達成しており、モデルケースとなりうること。
p		機械・電気製品	<500	1	2	2.9	1.7	・2010年代から高ROEを維持しつづけていること。 ・ROEの水準に比べてと、PERに課題があること。 ・日本経済において重要な地位を占める機械・電気製品業界に属していること。

価値創造経営の取組の促進に向けた企業調査結果: 仮説の検証(定性調査)(3/8)

▶ 調査した企業一覧(3/6)

記号	企業名	セクター	時価総額 (単位: 10億円)	類型		PBR		選定理由
				2014	2021	2014	2021	
d		食品	<500	3	1	1.7	2.9	・高ROEかつ高PERであること。 ・高PERを維持しつづけていること。 ・2010年代以降、着々とROEを改善しており、類型を向上させていること。
A		不動産 / 素材・素材加工品(化学)	<1,000	1	3	1.5	1.2	・ROEは8%を下回るものの、PERが大きいことで、PBR1を越えていること。 ・PER・ROEに課題がある素材業界の一員であるが、PBRが1を超えており、先進的な示唆を得られる可能性があること。
B		消費財	<500	1	1	1.6	4.4	・高ROEかつ高PERであること。 ・同業で比較すると、PERについて向上の余地ある。
e		医薬・バイオ	<10,000	2	3	1.0	3.8	・ROEは8%を下回るものの、PERが大きいことで、PBR1を越えていること。 ・PBR・PERの先進業界である医薬・バイオ業界の一員であること。
f		医薬・バイオ	<500	1	2	1.8	1.2	・ROEは8%を上回るものの、PERについて余地があること。 ・PBR・PERの先進業界である医薬・バイオ業界の一員であること。
C		医薬・バイオ	<5,000	1	1	2.7	2.3	・高ROEかつ高PERであり、維持しつづけていること。 ・2010年代以降、着々とROEを改善してきたこと。 ・PBR・PERの先進業界である医薬・バイオ業界の一員であること。
g		消費者サービス	<10,000	1	3	5.7	10.2	・ROEは8%を下回るものの、PERが大きいことで、PBR1を越えていること。

価値創造経営の取組の促進に向けた企業調査結果: 仮説の検証(定性調査)(4/8)

▶ 調査した企業一覧(4/6)

記号	企業名	セクター	時価総額 (単位:10億円)	類型		PBR		選定理由
				2014	2021	2014	2021	
h		輸送機械	<5,000	2	3	3.0	0.8	・ROEは8%を下回るものの、PERが大きいことで、PBR1を越えていること。 ・日本経済において重要な地位を占める輸送機械業界に属しており、課題やモデルケースを抽出するための調査をする必要がある。
D		中間流通	<500	1	1	1.5	4.1	・高ROEかつ高PERであること。 ・2010年代以降、着々とROEを改善してきたこと。
I		外食・中食	<500	3	3	5.6	3.1	・ROEは8%を下回るものの、PERが大きいことで、PBR1を越えていること。
j		金融	<1,000	1	1	10.6	8.7	・高ROEかつ高PERであること。
K		運輸サービス	<1,000	3	3	1.7	1.4	・ROEは8%を下回るものの、PERが大きいことで、PBR1を越えていること。
E		中間流通	<500	3	4	0.7	0.6	・ROE・PERともに課題があること。
L		素材・素材加工品(化学)	<5,000	2	1	2.9	3.1	・高ROEかつ高PERであること。 ・PER・ROEに課題がある素材業界の一員でありながら、高PER・高ROEを達成しており、モデルケースとなりうること。
F		素材・素材加工品(化学)	<500	3	4	0.8	0.5	・ROE・PERともに課題があること。 ・PER・ROEに課題がある素材業界の一員であり、業界共通の課題についての示唆を得られる可能性があること。

価値創造経営の取組の促進に向けた企業調査結果: 仮説の検証(定性調査)(5/8)

▶ 調査した企業一覧(5/6)

記号	企業名	セクター	時価総額 (単位:10億円)	類型		PBR		選定理由
				2014	2021	2014	2021	
m		素材・素材加工品(住設・建設資材)	<1,000	1	1	2.2	2.1	・高ROEかつ高PERであること。 ・高ROEかつ高PERであり、維持しつづけていること。 ・PER・ROEに課題がある素材業界の一員でありながら、高PER・高ROEを達成しており、モデルケースとなりうること。
n		素材・素材加工品(住設・建設資材)	<1,000	3	1	1.3	1.1	・高ROEかつ高PERであること。 ・2010年代以降、着々とROEを改善しており、類型を向上させてること。 ・PER・ROEに課題がある素材業界の一員でありながら、高PER・高ROEを達成しており、モデルケースとなりうること。
o		機械・電気製品	<10,000	1	1	4.3	6.4	・高ROEかつ高PERであること。 ・高ROEかつ高PERであり、維持しつづけていること。 ・日本経済において重要な地位を占める機械・電気製品業界に属しており、高PER・高ROEを達成しており、モデルケースとなりうること。
p		機械・電気製品	<500	1	2	2.9	1.7	・2010年代から高ROEを維持しつづけていること。 ・ROEの水準に比べてと、PERに課題があること。 ・日本経済において重要な地位を占める機械・電気製品業界に属していること。
G		機械・電気製品	<5,000	1	1	2.4	2.5	・高ROEかつ高PERであること。 ・高ROEかつ高PERであり、維持しつづけていること。 ・日本経済において重要な地位を占める機械・電気製品業界に属しており、高PER・高ROEを達成しており、モデルケースとなりうること。

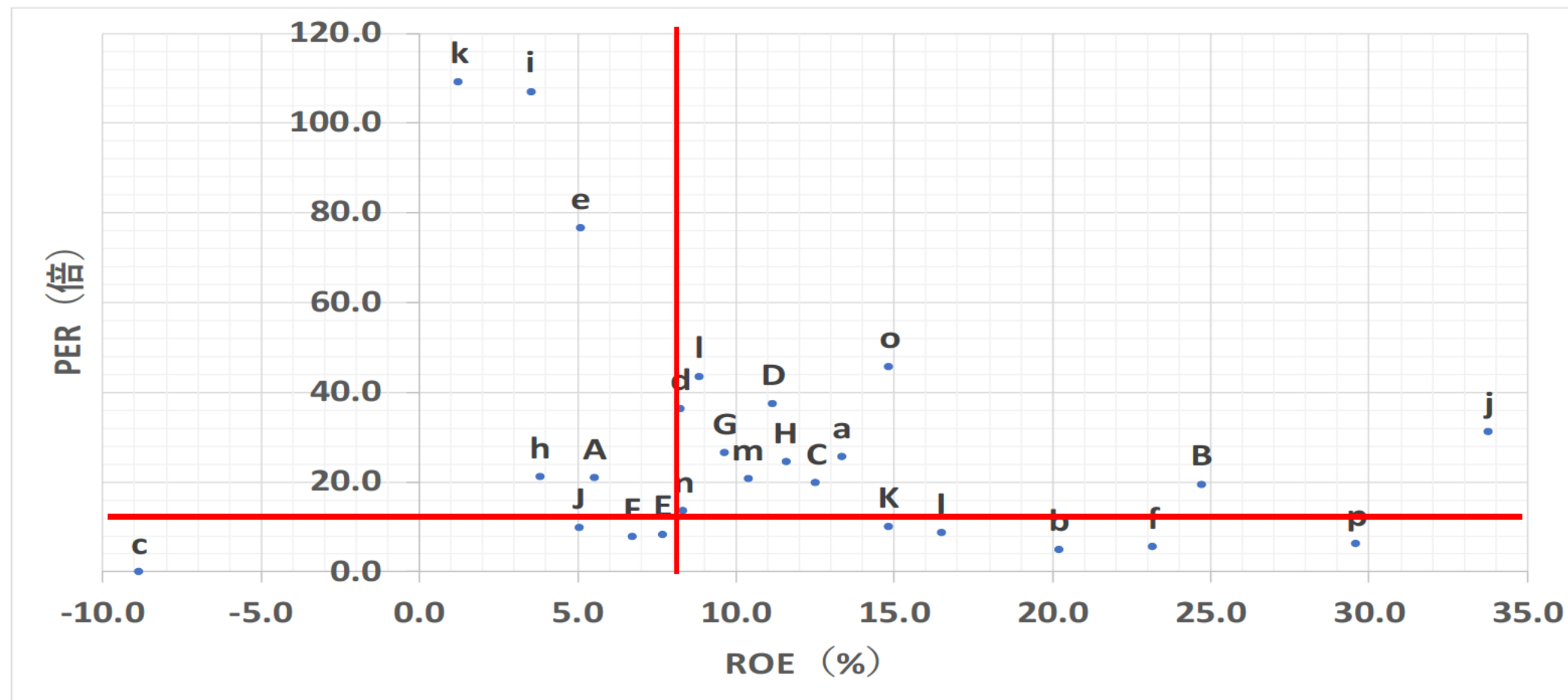
価値創造経営の取組の促進に向けた企業調査結果：仮説の検証（定性調査）(6/8)

▶ 調査した企業一覧(6/6)

記号	企業名	セクター	時価総額 (単位：10億円)	類型		PBR		選定理由
				2014	2021	2014	2021	
H		食品	<5,000	3	1	2.3	2.7	・高ROEかつ高PERであること。 ・高PERを維持しつづけていること。 ・2010年代以降、着々とROEを改善しており、類型を向上させてること。
I		輸送機械	<5,000	2	2	1.6	1.3	・2010年代から高ROEを維持しつづけていること。 ・ROEの水準に比べてと、PERに課題があること。 ・日本経済において重要な地位を占める輸送機械業界に属しており、課題やモデルケースを抽出するための調査をする必要がある。
J		輸送機械	<5,000	2	4	1.1	0.5	・ROEに比し、PERが大きいこと。 ・日本経済において重要な地位を占める輸送機械業界に属しており、課題やモデルケースを抽出するための調査をする必要がある。
K		機械・電気製品	<10,000	3	2	1.4	1.4	・高ROEかつ高PERであること。 ・2010年代以降、着々とROEを改善しており、類型を向上させてること。 ・日本経済に重要な地位を占める機械・電気製品業界に属しており、高PER・高ROEを達成しており、モデルケースとなりうること。

価値創造経営の取組の促進に向けた企業調査結果: 仮説の検証(定性調査)(7/8)

調査した企業のPERとROEの関係



外れ値は四分位偏差法に基づき設定し、上図から除外している。(管理限界: 四分位数±四分位偏差)

価値創造経営の取組の促進に向けた企業調査結果：仮説の検証（定性調査）(8/8)

調査した情報開示項目

- 調査する情報開示項目については、コーポレートガバナンス・コードをベースに有識者や専門家のコンセンサスとして導き出されている、経済産業省産業構造審議会経済産業政策新機軸部会で既に抽出された価値創造経営の5つの軸（以下）に関連する項目とする

		文献調査ポイント
価値創造経営の推進	1 バランスシート経営改革	▶ 無形資産を含めた高速・大規模な投資・価値創造 ▶ PL経営からBS経営へ。資本効率性を悪化させる政策保有株等の解消 ▶ 最適な事業ポートフォリオマネジメントを行う
	2 バックキャスト型長期経営	▶ 社会のサステナビリティと企業のサステナビリティを同期化させ、長期戦略・価値創造ストーリーを構築し、ステークホルダーと対話 ▶ 価値共創ガイダンスに基づき、経営の在り方の整理や投資家への情報提供・対話を行う
	3 マネジメントスタイル改革	▶ CEOや執行チームが中長期の戦略に注力するようマネジメントスタイルを変革する ▶ CEOの任期の廃止、CEOが精力的に経営戦略を実現できる期間を確保する
	4 マネジメント・ガバナンス改革	▶ 取締役会のモニタリング・指導的機能を強化するため、独立性、多様性、専門性を確保する ▶ CEOのサクセッションプラン作成を含め、CEO選解任に取締役会が積極的に関与する
	5 人的資本経営	▶ 人材を資本と捉えて、その価値を最大限に引き出す

価値創造経営の取組の促進に向けた企業調査結果: 仮説の検証(定性調査) 情報開示分析結果 サマリー

- ▶ 統合報告書を作成していない会社であっても、過去からかなり高いROE水準であれば、PERが高い水準になることもありうる。
- ▶ 逆に類型4の会社が、統合報告書の記載を充実させても、PERの感応度は小さい。

類型3: 高PER・低ROE

- ▶ BtoCビジネスを営む企業の中には、株主優待が人気の企業も一部見られ、極端なPERを出す傾向にある。
- ▶ BtoCビジネスを営む企業において、統合報告書を作成していない企業も一部見られる。

類型1: 高PER・高ROE

- ▶ 過去から十分高いROEを達成している企業について、統合報告書を作成していない企業または、統合報告書の記載を簡素にされている会社もある。
- ▶ かなり高いROEを達成している比較的規模が小さいニッチトップ企業も見受けられるが、開示のレベルにはばらつきがある。ただし、開示を充実させ、投資家と積極的にコミュニケーションをとった企業はPERにも反映されている傾向にある。

類型4: 低PER・低ROE

- ▶ 統合報告書の記載が充実していたとしても、PERへの影響は少ないように思われる。

類型2: 低PER・高ROE

- ▶ 近年ROE8%を達成した企業について、類型2であることが多い。

価値創造経営の取組の促進に向けた企業調査結果: 仮説の検証(定性調査) 情報開示分析結果

- ▶ 非財務資本についてのKPIと企業価値やバランス経営指標との関係性を明示している場合、類型の水準が高位である。
- ▶ 類型の水準が高位の会社はバランスシート指標へのコミットをしている傾向にある。

類型3: 高PER・低ROE

- ▶ BtoBビジネスを営む企業においては、イノベーション産業への投資や研究開発投資の開示を充実させている傾向にある。
- ▶ ROIC等を導入するものの、事業の改廃のための明確な指針がない企業が見受けられる。
- ▶ 統合報告書を提出している会社の一部については、非財務資本のKPIと企業価値との関係が明確である。
- ▶ TSR(株主総利回り)について開示している会社も見受けられる。

類型1: 高PER・高ROE

- ▶ 統合報告書を提出している会社は、非財務資本のKPIと企業価値との関係が明確である会社が多い。
- ▶ TSR(株主総利回り)について開示している会社も見受けられ、一部企業では業績連動報酬の考慮ポイントとしている。

類型4: 低PER・低ROE

- ▶ ROIC等を導入するものの、事業の改廃のための明確な指針がない企業が見受けられる。

類型2: 低PER・高ROE

- ▶ 統合報告書を提出している会社の一部については、非財務資本のKPIと企業価値との関係が明確である。
- ▶ 類型を3または4から移動させた会社については、ROIC等明確な指標に基づく、事業ポートフォリオ改革に取り組まれた傾向にある。

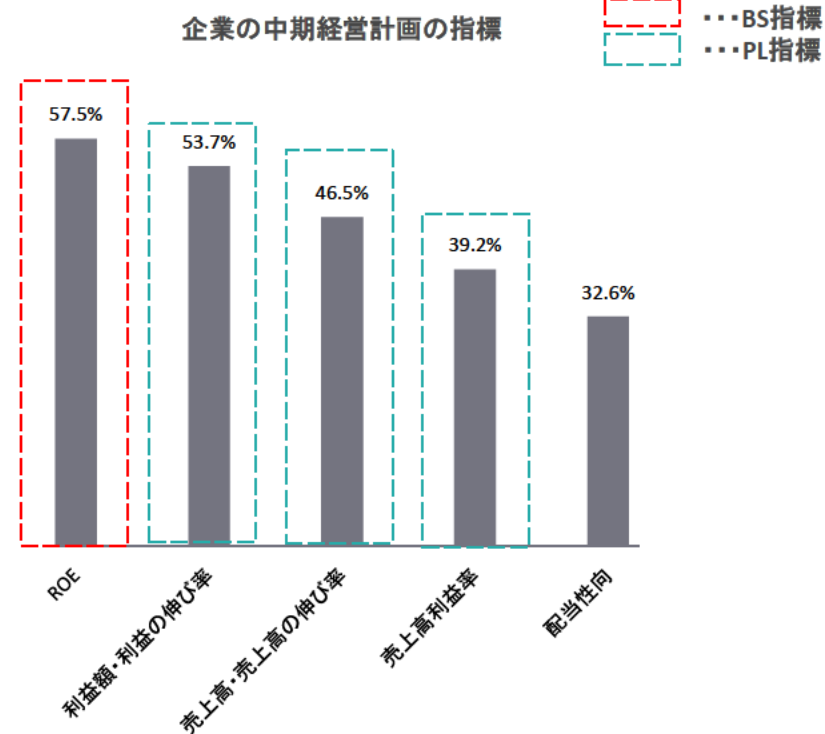
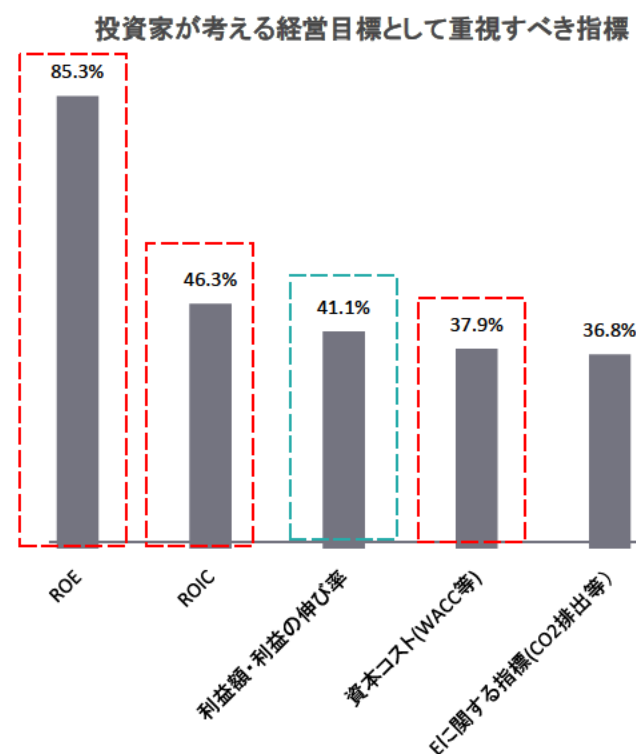
価値創造経営の取組の促進に向けた企業調査結果: 仮説の検証(定性調査) 参考

1

バランスシート経営改革

(参考)投資家と企業における重視する経営指標のギャップ

投資家は経営者に対して資本効率性の良さなど**バランスシート指標**を重視するべきと考えているのに対し、企業の経営者が重視する指標はROEを除いては**売上関連指標**であり、資本効率性や株式指標ではない。依然として企業の経営において**損益計算書重視**の思考であることがうかがえる。



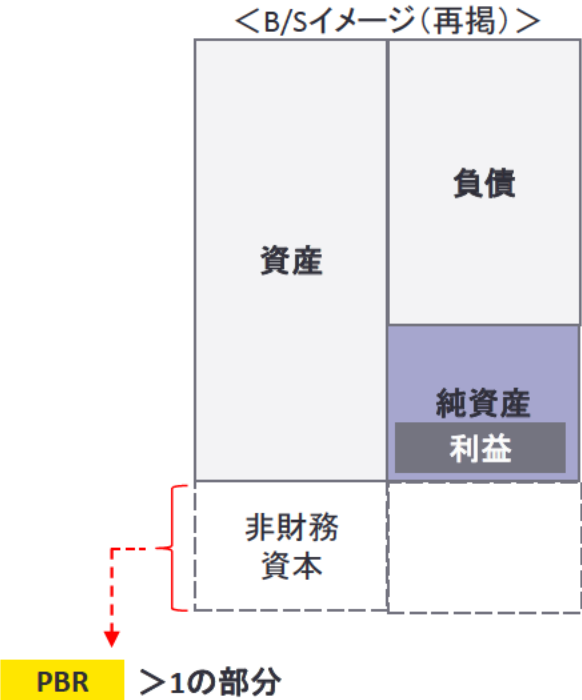
出所: 一般社団法人生命保険協会(2022年4月)「企業価値向上に向けた取り組みに関するアンケート」

令和4年度 産業経済研究委託事業 経済産業政策の新機軸を踏まえた日本企業の企業価値の向上等に関する調査・分析
Ernst & Young ShinNihon LLC. 2023

価値創造経営の取組の促進に向けた企業調査結果： 仮説の検証（定性調査） 参考

無形資産投資に対する考え方

無形資産の投資は、下記のバランスシートにおけるPBRの1を超える部分である非財務資本を構築するものである。国際統合報告評議会(IIRC)は統合報告フレームワークにおいて、非財務資本を以下の通り、分類・定義している。このうち、知的・人的・社会・関係資本のそれぞれが、無形資産に該当すると考える。



IIRCによる非財務資本の例：

非財務資本	概要	資本の例
製造資本	▶ 製品の生産又はサービス提供に当たって組織が利用できる製造物	▶ 建物 ▶ 設備 ▶ インフラ、等
知的資本	▶ 組織的な、知識ベースの無形資産	▶ 特許・著作権 ▶ ソフトウェア ▶ 暗黙知、プロトコル、等
人的資本	▶ 人々の能力、経験及びイノベーションへの意欲	▶ 組織の価値への同調 ▶ 戦略への支持 ▶ それらを実践する能力
社会・関係資本	▶ 個々のコミュニティ、ステークホルダー・グループ、その他のネットワーク間又はそれら内部の機関や関係、及び個別的・集合的幸福を高めるために情報を共有する能力	▶ 主要なステークホルダーとの関係性 ▶ ブランド及び評判 ▶ ソーシャル・ライセンス
自然資本	▶ 組織の過去、現在、将来の成功の基礎となる物・サービスを提供する全ての再生可能及び再生不可能な環境資源及びプロセス	▶ 空気、水、土地、鉱物及び森林 ▶ 生物多様性、生態系の健全性

出所：国際統合報告評議会(IIRC)は統合報告フレームワーク

価値創造経営の取組の促進に向けた企業調査結果: 仮説の検証(定性調査) 情報開示分析結果

▶ 調査のポイント

- ▶ バックキャスト型長期経営を行っているかどうかについて以下の点をポイントに調査した
 - ▶ 自社にとってリスクと機会についてのマトリックスの開示の有無
 - ▶ 自社の経営理念を踏まえた、長期的にありたい姿(長期ビジョン)の開示の有無
 - ▶ 長期ビジョンから逆算した、中長期的な経営計画の開示の有無
 - ▶ 企業の歴史を踏まえた、自社の成長ステージの開示の有無

▶ 調査結果

- ▶ 調査対象企業について、類型ごとの有意の差は見受けられなかった。各類型共通して以下のような状況であった。
 - ▶ 自社にとってリスクは全ての企業で開示している。機会については明示する形で開示していない会社が散見された。
 - ▶ 自社の成長ステージの開示は、行っていない企業が散見された。言及があったとしても、中期経営計画のタイトルレベルの開示である企業も散見された。
 - ▶ その他の会社については、全ての調査対象企業において、なんらかの形で開示がなされており、納得感もある記載であった。
 - ▶ 好事例としては、以下のような記載が見受けられた。
 - ▶ リスクと機会の分析において特に重要であるメガトレンドを抽出している事例
 - ▶ 長期的にありたい姿(長期ビジョン)を自社の強みベースではなく、メガトレンドに合わせる形で導出している事例
 - ▶ 価値創造スパイラルの中にメガトレンドを関連づけている事例

価値創造経営の取組の促進に向けた企業調査結果：仮説の検証（定性調査） 参考

（参考）バックキャスト経営についての考え方

「As is - to be」フレームワークで捉えた価値共創ガイダンス2.0の図



▶ 貴省第6回SX研究会では、バックキャスト型長期経営について、以下の考え方が示された。

▶ 社会のサステナビリティからのバックキャストと自社の競争優位性・強みからのフォアキャストを組み合わせながら、存在意義（パーパス）、重要課題、長期ビジョンを一体的に検討することで、社会のサステナビリティを踏まえた企業の目指す方向性を明確化することが重要。

▶ また、投資家との対話においては、結論としての「企業の目指す方向性」だけでなく、リスク・オポチュニティの両面から社会課題・社会変化が自社に及ぼす影響の有無及びその程度も含め、なぜそのような「企業の目指す方向性」を明確化するに至ったのかという理由やプロセスについても明らかにしていくことが重要である。

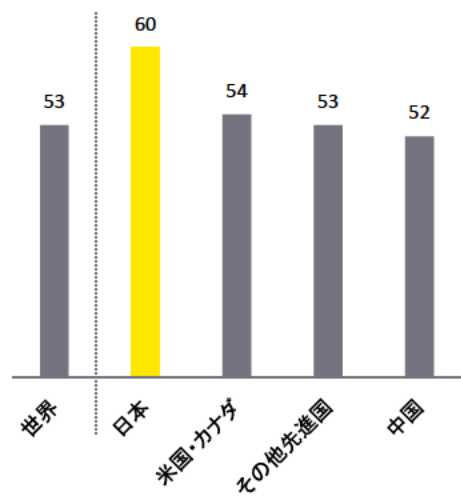
▶ こうした検討を踏まえ、本調査では、企業の価値創造ストーリー開示の具体性についてを調査を行う。

価値創造経営の取組の促進に向けた企業調査結果: 仮説の検証(定性調査) 参考

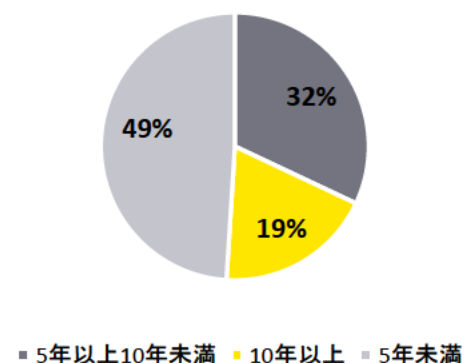
(参考)CEOの在任期間長期化による企業価値の向上

日本のCEOの高齢化は指摘されており、CEOの就任時の年齢について統計上も世界平均と比較すると日本は高い傾向になる。また、CEO平均在任期間についても、米国を中心に19%は10年以上となっており、また、**在任期間が10年以上のCEOはほかのCEOと比較して高い株主リターンをあげている**。このことからCEOの在任期間の長期化により、中長期の課題に取り組むことのできる環境を整えることにより、企業価値向上に一定程度の効果があると推察される。

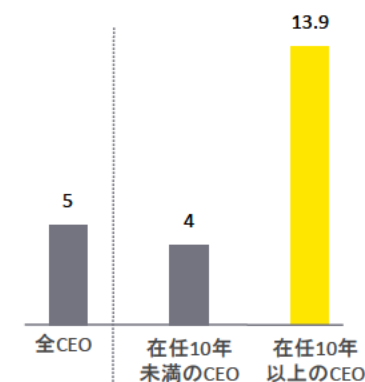
新任CEOの中央年齢(2018)



退任CEOの平均在任期間(2004-2018)



退任CEOが在任期間中に達成した株主リターンの中央値(2004-2018)



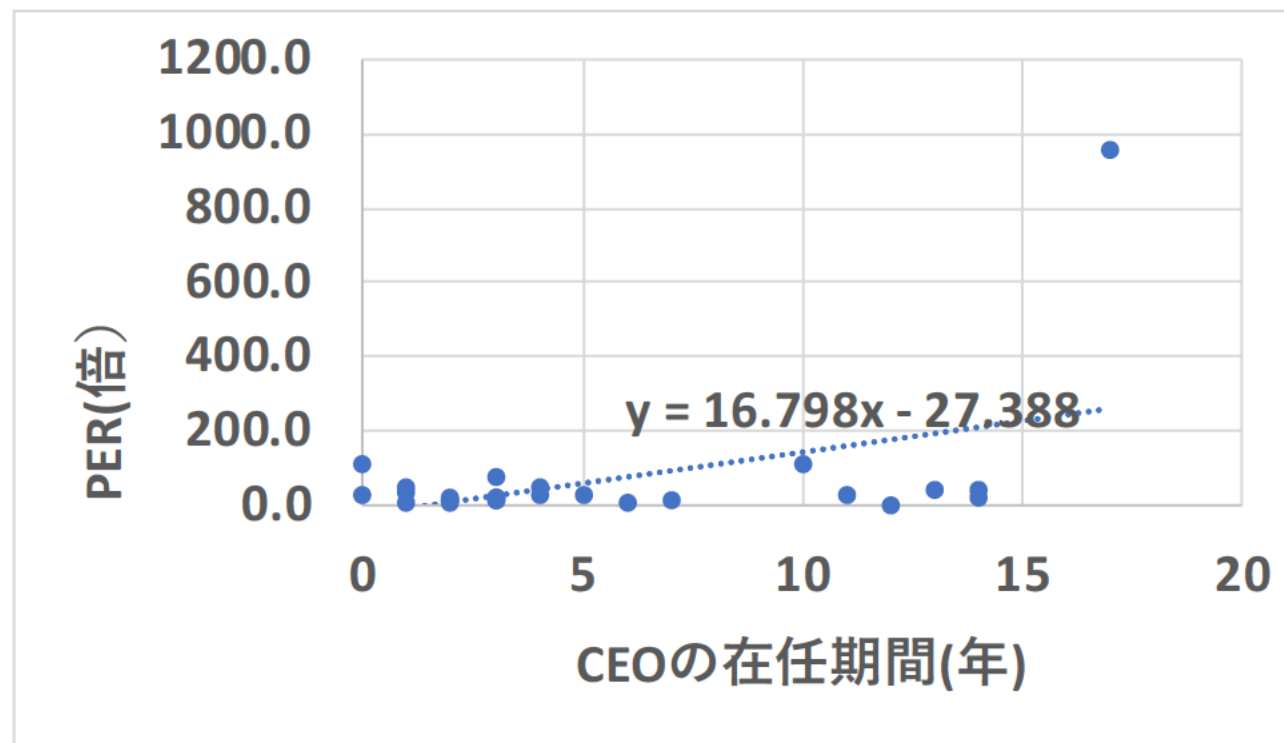
価値創造経営の取組の促進に向けた企業調査結果: 仮説の検証(定性調査) 情報開示分析結果

▶ CEOの在任期間についての開示

- ▶ 調査対象企業について、CEOの在任期間を一定期間確保するための方針や取り組みについて開示してきける企業は見受けられなかった。

▶ 現任CEOの在任期間とPERの関係

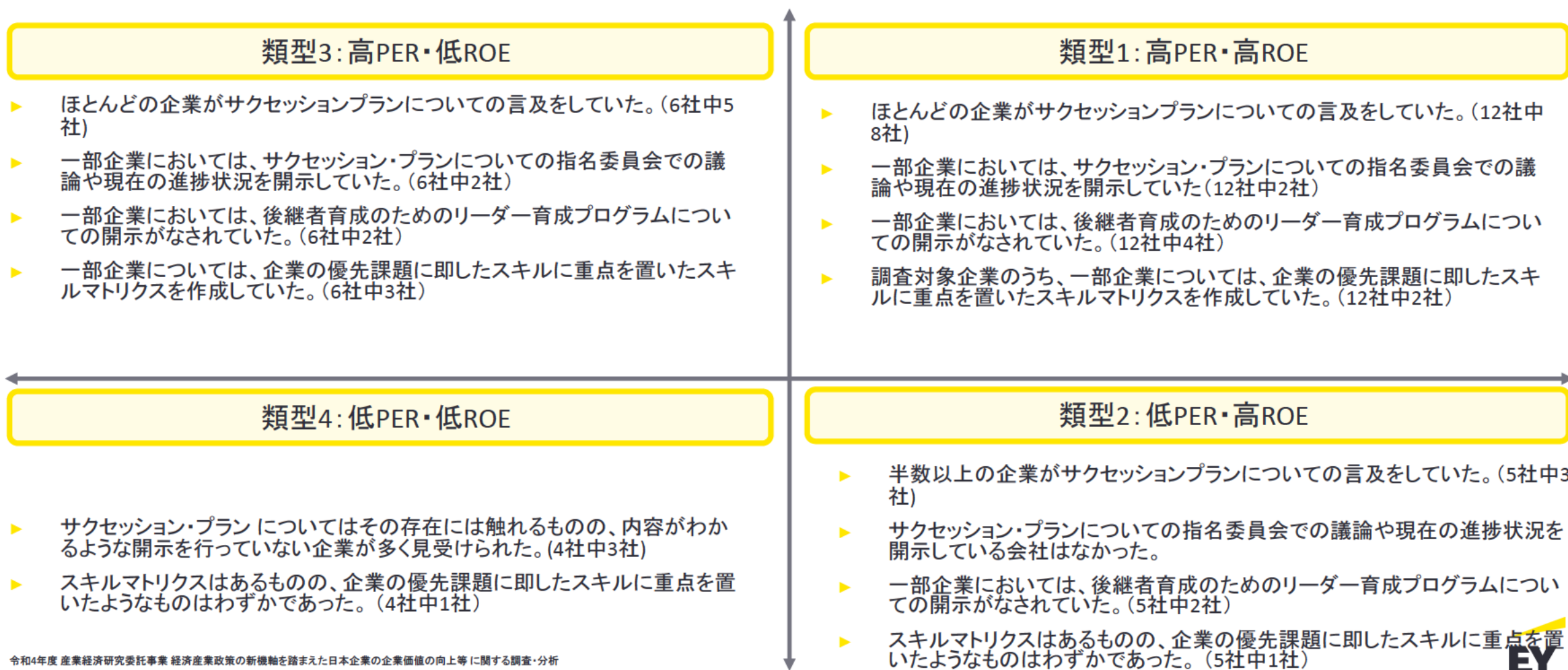
- ▶ 調査対象企業について、現任CEOの在任期間(1年未満切り捨て)とPER(倍)の関係について、以下の通り弱い正の相関が見受けられた。
- ▶ 相関係数は0.48である。



出典: 各社開示書類からEYが作成

価値創造経営の取組の促進に向けた企業調査結果: 仮説の検証(定性調査) 情報開示分析結果

- ▶ スキルマトリクスについてはほとんどの企業が開示している一方、サクセッション・プランについては、言及していない企業も散見された。
- ▶ サクセッション・プランの記載を充実させたり、CEO後継者育成プログラムを策定している会社は、類型の水準が高位である。



価値創造経営の取組の促進に向けた企業調査結果： 仮説の検証（定性調査） 情報開示分析結果

（参考）取締役会のスキルマトリックス

下記のコーポレートガバナンス・コード改訂を踏まえて、多様性や独立性の確保はもとより、企業の重要課題や戦略に基づく人選が行われているかについて調査した

コーポレートガバナンス・コード

【補充原則4－11①】

取締役会は、経営戦略に照らして自らが備えるべきスキル等を特定した上で、取締役会の全体としての知識・経験・能力のバランス、多様性及び規模に関する考え方を定め、各取締役の知識・経験・能力等を一覧化したいわゆるスキル・マトリックスをはじめ、経営環境や事業特性等に応じた適切な形で取締役の有するスキル等の組み合わせを取締役の選任に関する方針・手続と併せて開示すべきである。その際、独立社外取締役には、他社での経営経験を有する者を含めるべきである。

価値創造経営の取組の促進に向けた企業調査結果： 仮説の検証（定性調査） 情報開示分析結果

（参考）CEOのサクセッションプラン

取締役がCEOの選解任に積極的に関与できるような権限を備えているかなどの観点から調査を行った

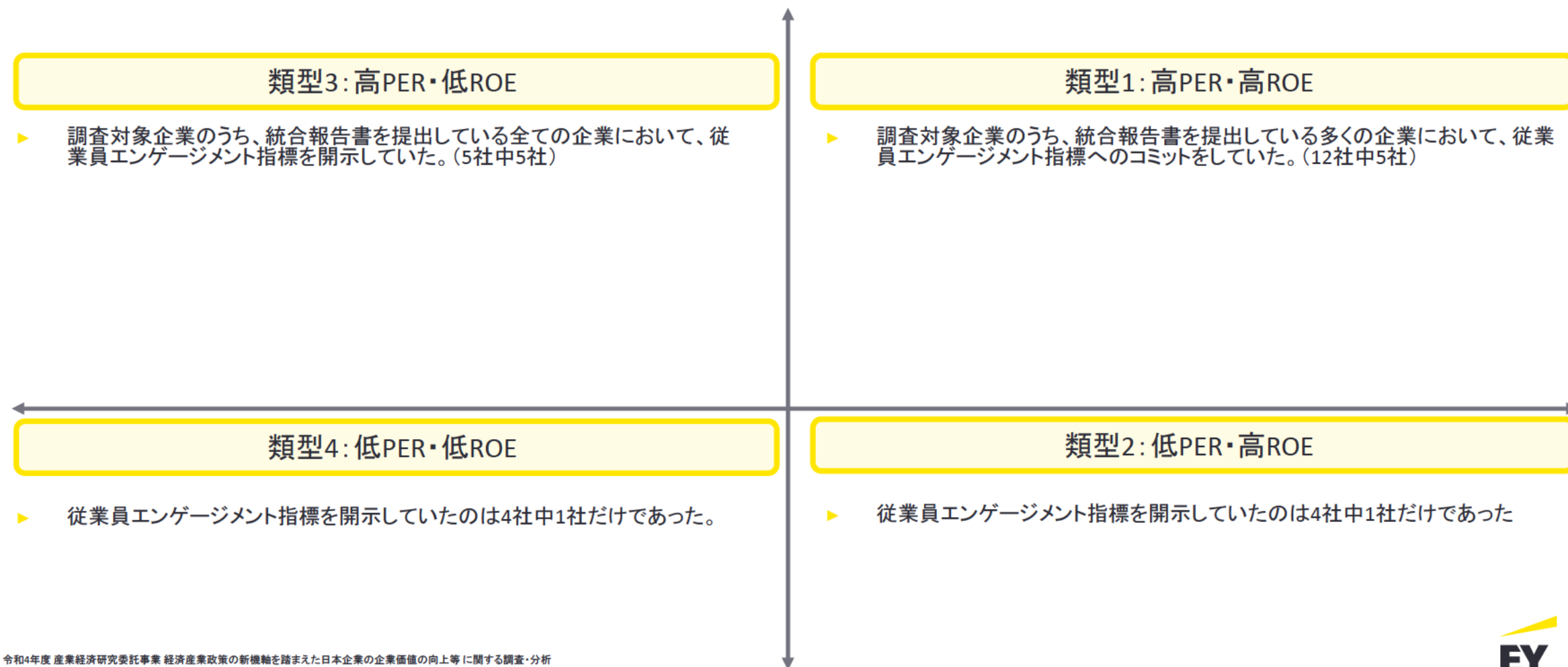
コーポレートガバナンス・コード

【補充原則4－1③】

取締役会は、会社の目指すところ（経営理念等）や具体的な経営戦略を踏まえ、最高経営責任者（CEO）等の後継者計画（プランニング）の策定・運用に主体的に関与するとともに、後継者候補の育成が十分な時間と資源をかけて計画的に行われていくよう、適切に監督を行うべきである。

価値創造経営の取組の促進に向けた企業調査結果：仮説の検証（定性調査） 情報開示分析結果

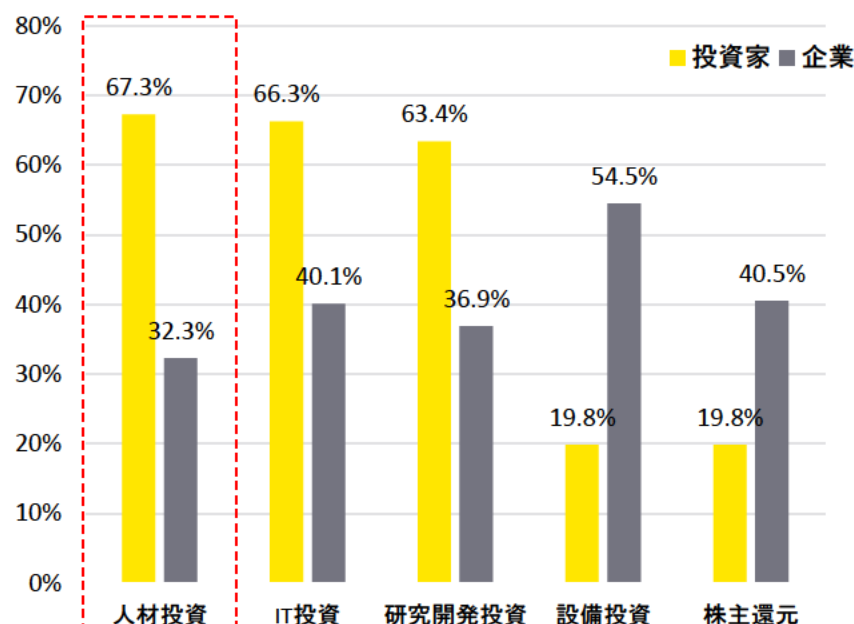
- ▶ ほとんどの企業において、研修時間等なんらかの人的資本に関する指標の開示が見受けられたものの、従業員エンゲージメント指標を開示しているかどうかについては有意な差が見受けられた。
- ▶ 従業員エンゲージメント指標を開示している会社は、類型の水準が高位である。



(参考) 人的資本を巡る日本企業の現状

中長期的な投資財務戦略において重視すべきもの

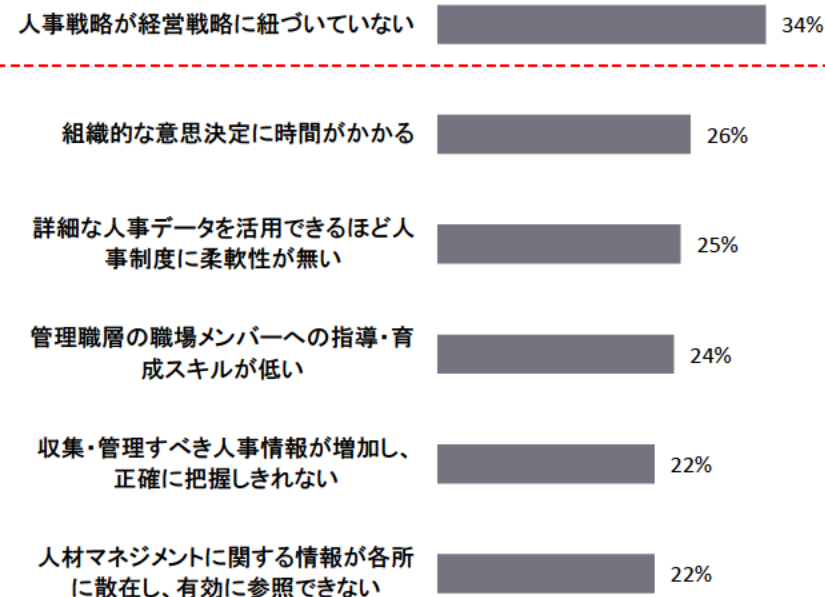
中長期的な投資、財務戦略において重視すべきものについての調査において、7割近くの投資家が「人材」を挙げているのに対し、3割程度の企業のみが「人材」を重視していると回答するなど、人的資本を巡って投資家と企業にギャップがある。



出所: 経済産業省第2回未来人材会議事務局資料より

日本企業の人的資本に関する課題

人事戦略が経営戦略に紐づいていないことが課題とされており、経営戦略に基づく人的資本への投資が効果的に行えていないことがうかがえる。



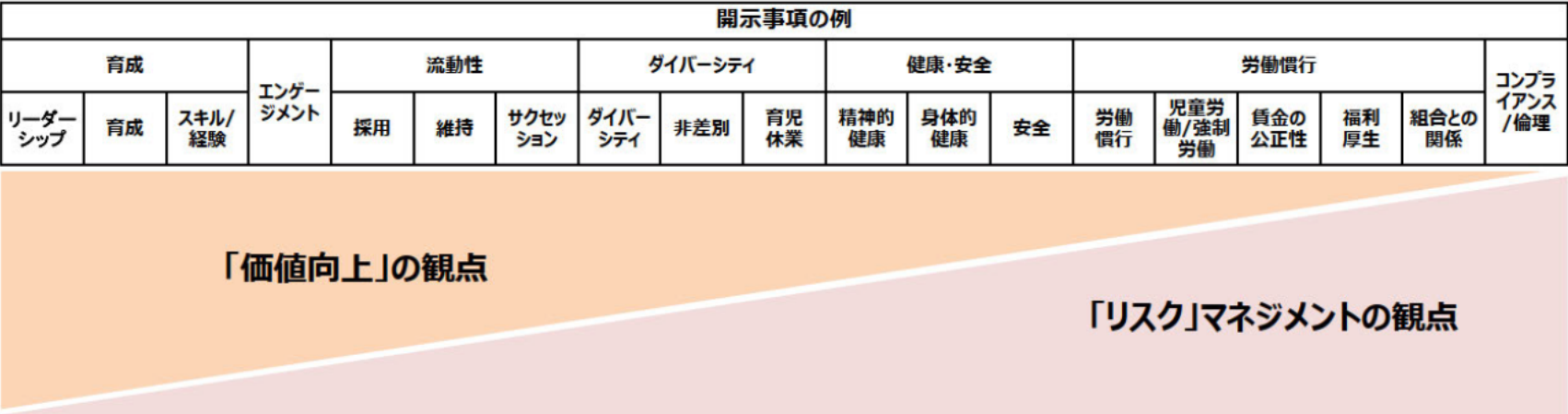
価値創造経営の取組の促進に向けた企業調査結果： 仮説の検証（定性調査） 参考

（参考）人的資本に関する企業の情報開示（指標・KPI）についての考え方

人的資本は「価値創造」と「リスクマネジメント」の2つの観点で整理できるとされる。人的資本の情報開示にあたっては、企業の価値創造プロセスないし企業戦略における人材戦略の位置づけを示した上で、人材戦略の進捗及び成果を示す指標との関係を紐付ける説明も合わせて開示することが有効と指摘されている。このため本調査では、企業の人的資本に関する情報開示において、どのような指標が重視されているかについて調査する。

「価値向上」のための開示	「リスクマネジメント」のための開示
経営戦略の実現を支える人的資本の価値を最大化する取組を通じて、中長期的な企業価値の向上を目指し、投資家からの評価につなげる	人的資本にかかる公平性・公正性確保のための取組を開示することで、投資家からのリスクアセスメントニーズに応えていく

人的資本に係る開示事項の階層（イメージ）



出所：新しい資本主義実現会議 非財務情報可視化研究会「人的資本可視化指針」

価値創造経営の取組の促進に向けた企業調査結果： 仮説の検証（定性調査） 調査結果から得られた示唆

- ▶ 企業価値指標（PBR、PER、ROE）の高い企業群と低い企業群における情報開示を比較し、有意な差分のある項目を特定できれば、次の打ち手の示唆となることから、以下の項目について調査を行った。結果は以下の通り。

▶ 調査した項目と調査結果

No.	調査した指標	調査結果
1	ROIC等資本効率性指標	ROICについて、事業ポートフォリオ改革の明確な指針としている場合、類型の水準が高位である。
2	TSR(株主利回り)	TSRについて開示している会社は全て類型1または3であり、PERが大きい傾向にある。
3	バックキャスト型長期経営	いずれの会社も一定の開示の取り組みがあり、有意な差は認められなかった。
4	CEO在任期間	CEO在任期間とPERの間には、正の相関関係がある。
5	価値創造ストーリー	非財務資本についてのKPIと企業価値やバランス経営指標との関係性を明示している場合、類型の水準が高位である。
6	サクセッション・プラン	サクセッション・プランに加えて、後継者育成のためのプロジェクトを開示している場合、類型の水準が高位である。また、サクセッション・プランを指名委員会等で議論してきた旨を開示していた会社は、類型の水準が高位である。
7	従業員エンゲージメント指標	従業員エンゲージメント指標を開示している会社は類型の水準が高位である。

▶ 調査結果から得られた示唆

- ▶ 投資家からの評価が高い企業、つまり企業価値指標（PBR、PER、ROE）の高い企業及び比較対象となる企業の情報開示を分析したところ、一定の有意な差が見受けられたため、上記の項目に関する情報開示の向上を図ることは、全体としての企業価値向上とは相反しないと考える。
- ▶ 一方で、情報開示の形式面は整えていても、その取り組みの実態については各社の差が出ていることが本定性調査より明らかになっている。
- ▶ 今後の検討方向性としては、情報開示の形式面の充実に加えて、質の向上を促す施策が有効であると考ええる。

価値創造経営の取組の促進に向けた企業調査結果： 情報開示について今後の検討方向性(案)

▶ 背景

- ▶ 前頁までの調査で、伊藤レポート・コーポレートガバナンス・コード公表後、ROEの改善、情報開示の充実におけるレベルアップは一定程度確認できたと判断する
- ▶ 企業および投資家に対するヒアリング調査においても、取り組みが一定程度前進したという認識を得ることができた
- ▶ 一方で、情報開示されている価値創造経営の取組の質の改善が望ましいとの旨のコメントが企業、投資家、有識者らから得られた。

▶ 検討のポイント

- ▶ コーポレートガバナンス・コードは、「規範に従う。または従わない場合は理由を説明する」を意味する「コンプライ・オア・エクスプレイン」の手法を取っている
- ▶ 形式的にコンプライするよりも、エクスプレインにより、自社の状況を投資家をはじめとするステークホルダーにコミュニケーションすることを意図したものである
- ▶ しかしながら、本調査を通じて、企業と投資家の双方から、情報開示やコーポレートガバナンス・コードの取組が形式的になっていないか、チェックボックス的になっていないかとの懸念が示された。
- ▶ コーポレートガバナンスの取組の実効性の向上、情報開示の質の改善の取組において先進的なことで知られる、英国FRCによる報告書を次頁以降に紹介する。今後の検討方向性のインプットとすることが期待される。

▶ 調査した文献

- ▶ 日本： 東証コーポレートガバナンス・コード対応状況
- ▶ 英国： FRC Review of Corporate Governance Report

▶ 検討結果から得られた示唆

- ▶ 日本企業のコードコンプライ率は極めて高い。ともすればコンプライが形骸化し、実効性を損なっているのではないかとの疑義を生じさせかねない状況である。
- ▶ 一方で、英国ではコードにコンプライではなくエクスプレインする企業が年々増加している。英国FRCは、むしろ報告の透明性が向上しているとしてこの状況を歓迎している。さらに、エクスプレインの質的向上にも高い期待を示し、エクスプレインの好事例を紹介するなどしている。
- ▶ こうしたFRCの取組を参考に、企業価値評価に繋がる自社の取組みや背景を投資家をはじめとしたステークホルダーにコミュニケーションする企業の説明能力の向上に資する施策の検討が望まれる。

価値創造経営の取組の促進に向けた企業調査結果: 日本のコーポレートガバナンス・コードのコンプライ状況

日本のコーポレートガバナンス・コードのコンプライ状況

東証では、改訂コードの全原則が適用される市場第一部、市場第二部、JASDAQスタンダードの会社(3,311社)を対象として、2021年12月末までに各社から提出された改訂コードを踏まえたガバナンス報告書に基づき、対応状況を分析している。

原則	コンプライ率						
	市場第一部	(参考) 2020年8月比	市場第二部	(参考) 2020年8月比	JASDAQ スタンダード	(参考) プライム市場 選取会社	(参考) スタンダード 市場選取会社
基本原則1	99.95%	+0.00pt	100.00%	+0.21pt	100.00%	100.00%	99.93%
1-1	100.00%	±0.00pt	100.00%	±0.00pt	100.00%	100.00%	100.00%
1-1①	99.82%	+0.19pt	99.36%	-0.01pt	99.09%	99.84%	99.32%
1-1②	99.95%	+0.05pt	100.00%	±0.00pt	99.54%	99.95%	99.80%
1-1③	99.95%	-0.05pt	100.00%	±0.00pt	100.00%	99.95%	100.00%
1-2	99.86%	+0.14pt	99.79%	-0.00pt	98.93%	99.89%	99.39%
1-2①	99.91%	-0.05pt	99.79%	-0.21pt	99.54%	99.89%	99.73%
1-2②	98.81%	+0.88pt	93.43%	+1.97pt	83.71%	98.97%	90.17%
1-2③	99.63%	+0.23pt	97.25%	+0.58pt	96.35%	99.66%	97.49%
1-2④【改訂】	63.47%	+7.17pt	12.92%	-2.28pt	10.50%	69.97%	15.66%
1-2⑤	97.02%	+0.89pt	87.50%	+1.04pt	89.35%	97.33%	90.17%
1-3	98.76%	+0.42pt	96.40%	+0.56pt	91.93%	99.18%	94.44%
1-4	93.72%	+2.79pt	87.08%	+1.45pt	90.56%	94.12%	89.69%
1-4①	99.68%	+0.19pt	100.00%	+0.21pt	100.00%	99.67%	99.93%
1-4②	99.91%	+0.14pt	100.00%	+0.21pt	100.00%	100.00%	99.86%
1-5	100.00%	±0.00pt	100.00%	±0.00pt	99.85%	100.00%	99.93%
1-5①	100.00%	±0.00pt	100.00%	±0.00pt	100.00%	100.00%	100.00%
1-6	100.00%	±0.00pt	100.00%	±0.00pt	99.85%	100.00%	99.93%
1-7	100.00%	+0.05pt	99.79%	+0.20pt	99.54%	100.00%	99.73%
基本原則2	99.86%	-0.09pt	100.00%	±0.00pt	100.00%	99.84%	100.00%
2-1	100.00%	+0.09pt	100.00%	±0.00pt	99.70%	100.00%	99.86%
2-2	100.00%	+0.14pt	100.00%	±0.00pt	98.78%	100.00%	99.46%
2-2①	99.40%	+0.00pt	99.15%	+0.19pt	93.15%	99.51%	96.41%
2-3	98.95%	-0.82pt	99.15%	-0.85pt	96.50%	99.13%	97.69%
2-3①【改訂】	93.86%	-5.96pt	94.28%	-5.72pt	92.39%	93.85%	93.36%
2-4	99.77%	+0.09pt	99.58%	+0.20pt	98.48%	99.84%	99.05%
2-4①【新設】	66.82%	—	46.19%	—	37.90%	70.02%	43.39%
2-5	99.91%	+0.00pt	99.15%	-0.85pt	99.24%	99.95%	99.32%
2-5①	98.95%	+0.74pt	95.34%	+0.13pt	90.26%	99.02%	93.83%
2-6	97.48%	+1.21pt	95.13%	+0.75pt	98.02%	97.93%	96.41%
基本原則3	99.86%	-0.05pt	100.00%	±0.00pt	100.00%	99.89%	99.93%
3-1	96.20%	+1.44pt	90.68%	+1.09pt	83.11%	96.95%	87.66%
3-1①	99.63%	+0.09pt	99.58%	-0.22pt	99.85%	99.73%	99.59%
3-1②【改訂】	80.11%	+0.41pt	30.72%	-2.82pt	29.53%	85.36%	35.25%
3-1③【新設】	66.18%	—	58.26%	—	56.16%	66.70%	58.58%
3-2	100.00%	±0.00pt	100.00%	±0.00pt	100.00%	100.00%	100.00%
3-2①	99.13%	+0.42pt	95.97%	+1.60pt	96.50%	99.35%	96.68%
3-2②	99.77%	+0.05pt	100.00%	±0.00pt	99.85%	99.78%	99.86%

日本企業のコーポレートガバナンス・コードのコンプライ率は極めて高い水準

- 日本企業は、コンプライオアエクスプレインとなっているコーポレートガバナンス・コードにおいて、改訂や新設により追加された一部の補充原則を除き、極めて高いコンプライ率となっている。(左記参照。黄色枠以外の原則のコンプライ率は概ね90パーセント以上)
- 意識の高まりとも結論付けられるが、一方で、コンプライが形骸化し、実効性を損なっているのであれば、情報開示されている価値創造経営の取組が企業価値向上に結び付かない恐れがあると思料する。

改訂や新設により追加された原則(例)

改訂	補充原則 1-2④	プライム市場上場会社は、少なくとも機関投資家向けに議決権電子行使プラットフォームを利用可能とすべき
改訂	補充原則 3-1②	プライム市場上場会社は、開示書類のうち必要とされる情報について、英語での開示・提供を行うべき
新設	補充原則 3-1③	- 経営戦略の開示にあたって、自社のサステナビリティについての取組みを適切に開示、人的資本や知的財産への投資等について、分かりやすく具体的に情報を開示・提供すべき - プライム市場上場会社は、TCFD又は同等の枠組みに基づく開示の質と量の充実を進めるべき

出所: 東証「コーポレートガバナンス・コードへの対応状況」よりEY整理

価値創造経営の取組の促進に向けた企業調査結果: 英国のコーポレートガバナンス・コードのコンプライ状況

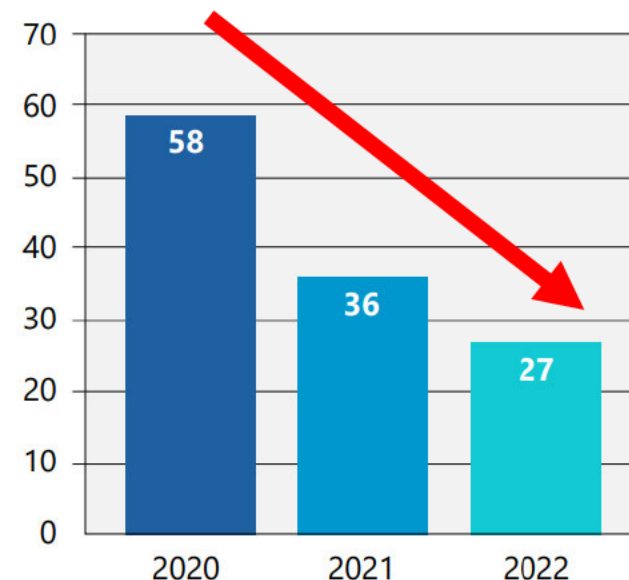
▶ 英国のコーポレートガバナンス・コードのコンプライ状況

英国FRCでは、英国に上場する企業のうち、FTSE350およびFTSE SmallCapの構成銘柄から100社をサンプルとして抽出し、英国コーポレートガバナンス・コードに沿った報告がどのように行われているかを調査している。調査は2020年より毎年行われており、2022年で3回目である。

▶ 英国企業のコーポレートガバナンス・コードのコンプライ率はむしろ低下傾向

- ▶ 英国FRCでは、73社がコンプライしていないことを受けて、コードのコンプライオアエクスプレインの柔軟な性質を利用する企業が増えていることを「喜ばしいこと」として評価している。
- ▶ 一方で、企業がコンプライしていないときには、「意味のある説明が必要である。説明をしない企業もあれば、定型文や曖昧な説明をする企業も少なくない」とエクスプレインの質には改善を要求している。

Total number of companies claiming full compliance



価値創造経営の取組の促進に向けた企業調査結果: 英国FRCによるエクスプレイン好事例紹介

- ▶ FRCでは、企業に対し、ノンコンプライアンスの項目については、明確で意味のある説明を行うことを求め、以下のように好事例を紹介している。

Example: providing a meaningful explanation for non-compliance

Why it's useful:

The example shows why the company has not complied with Provision 19 of the Code. The explanation:

1. Sets the context and background
2. Gives a convincing rationale for the approach taken.
3. Considers any risks and describes any mitigating actions
4. Sets out when the company intends to comply (timescales)
5. It is overall an understandable and persuasive explanation

Provision 19 of the Code states that 'The chair should not be in post beyond nine years from the date of their first appointment to the board.' Annette Court was appointed as Board Chair in April 2017, having spent five years as a Non-Executive Director of the Board. Annette reached her nine-year tenure as Non-Executive Director on the Board in March 2021. As reported in the Annual Reports for the two prior periods, in 2019, the Board considered and agreed, having consulted shareholders, that she should remain in post as Board Chair for up to three years beyond March 2021, with the expectation that she would serve two years, subject to annual approval by the shareholders. This represents a departure from the Code for the 2021 financial year.

Provision 19 of the Code goes on to state that 'To facilitate effective succession planning and the development of a diverse board, this period can be extended for a

limited time, particularly in those cases where the chair was an existing non-executive director on appointment.' Not only was Annette an existing Non-Executive Director upon her appointment as Board Chair, but we also believe that it continues to be necessary to extend her tenure until March 2024 at the latest, in order to facilitate Board continuity and succession following David Stevens, a founder of Admiral, stepping down from his role as CEO in December 2020 and Milena Mondini assuming the role of Group CEO in January 2021.

The Board takes comfort from the fact that Annette's re-election was supported by shareholders at the previous AGM on 30 April 2021 (99.93% votes in favour) and that her 2021 performance review, led by the SID, concluded that she continued to perform effectively as Board Chair, continued to exercise objective judgement and promoted constructive challenge amongst Board members.

Owen Clarke: 'The Board concluded that the risk of the Chair failing to operate with sufficient independence is low, but the Board, led by the Senior Independent Director, will continue to monitor the Chair's performance and objective judgement during 2022 in order to mitigate any risk of reduced challenge to decision-making and any compromise in the Chair's objectivity.'

The 2021 Board evaluation also concluded that the Board continued to function well, under the leadership of Annette. In addition, the Board's composition has continued to be refreshed during 2021, with the appointment of Evelyn Bourke and Bill Roberts, further strengthening the Board's mix of skills, experience and knowledge whilst further mitigating any potential reduction of challenge.

Source: Admiral Group PLC, Annual Report and Accounts 2021, p.140



The FRC expects companies to provide clear and meaningful explanations for any departures from the Code, particularly where non-compliance is long-term or indefinite.

第2章

文献調査②: 資本市場に関する調査

企業の資金調達手段と資本市場に関する調査

企業の資金調達手段と資本市場に関する調査： サマリー

▶ 調査目標

日本の資本市場の構造等が、個別企業の経営の問題に止まらない、日本企業の企業価値低迷の本質的な要因となっている可能性について分析、資本市場に向けた政策の提言を行う

▶ 調査内容

以下の項目について、日本、米国、英国、ドイツの比較調査を行う

- 資金調達手段、資金調達規模
- 株式保有主体の構成とその割合
- 保有主体別の投資行動
- リスクマネー供給フロー

▶ 調査対象

日本、米国、英国、ドイツに関する、調査時点の各国統計情報・データベース情報に基づく、資金調達額、主要企業の大株主などの情報

▶ 調査方法

SPEEDAおよびOECDデータベース・各国統計情報より、上記調査項目を抽出し、項目ごとに集計を実施。

▶ 調査実施期間

2022年12月1日から2023年3月1日

企業の資金調達手段と資本市場に関する調査： 調査結果から得られた示唆

▶ 調査結果から得られた示唆

本調査で明らかになった資本市場における課題と今後の検討方向性(案)は以下の通りである

	課題	今後の検討方向性(案)
1 資金調達手段	企業の資本・負債に占める資本金等(内部留保を含めない払込資本)の日、米、英、独比較を実施したところ、日本企業の比率が相対的に低いことが明らかになった。企業経営に株主よりも債権者の意向がより強く反映されている可能性がある。	企業経営に株主よりも債権者の意向がより強く反映されている状況の改善を目的に、企業の市場での資金調達を促すインセンティブ等の設計も含めた検討が望まれる。
2 株式保有主体の構成	- 株式保有主体の構成割合の日、米、英、独比較を実施したところ、日本企業の株式保有主体における事業法人の保有比率は高く、いわゆる「株式持合い」の課題がまだ解決されていない。 - 日本の主要投資部門の株式保有比率について1990年と2020年で比較したところ、投資信託の比率は3.7%→9.9%と、微増にとどまっており、引き続き伸びしろのある状況である。	- 東証の流通株式の定義見直しにより、企業は上場を維持するために、政策保有株を解消し企業価値向上に取り組むことが必須となったが、経過措置等もあることから、改革のスピードアップが望まれる。 - 政府の推進する貯蓄から投資への政策検討により議論されている積み立て投資の制度改革による資金流入による残高増加が期待される。
3 株式保有主体別の投資行動	インデックスに連動して機械的に運用された場合と、投資家からアクティブに選別された場合の比較を実施したところ、パッシブ投資の増加により、成長期待の低い企業にも自動的に資金が流れる状況が作り出されている可能性がある。	東証の市場区分見直し等の改革の検証も含め、資本市場の健全な競争環境を担保し、成長期待の高い企業に資金が集まる仕組みの在り方について検討し、改革をスピードアップすることが望まれる。
4 リスクマネー供給フロー	日本のリスクマネー供給フローにおける大口の資金の拠出者であるアセットオーナーからのオルタナティブ投資(例:PEファンド、VCファンド)については伸びしろがある。	調査結果からは、日本のGDPにおけるPE市場比率が低い要因はそもそも国内のM&A案件の件数が少ないからであることが明らかになっているため、第2章の業界再編・統合と絡めて議論を深めることが望まれる。

企業の資金調達手段と資本市場に関する調査： 仮説の背景

下図は企業の主な資金調達手段を整理したものである。メインバンク(銀行借入れによる資金調達)からエクイティ(株式発行による資金調達)への移行が日本企業の資金調達における主要論点であったが、現在の日本企業は、借入れ依存ではない。但し、かつての借入れを主な調達手段としていた企業経営・ガバナンスの名残が、現在の日本の企業経営の課題に影響を一定程度及ぼしている可能性がある。

<主要な資金調達手段>



債権者および投資家の企業経営の課題に対する考え方

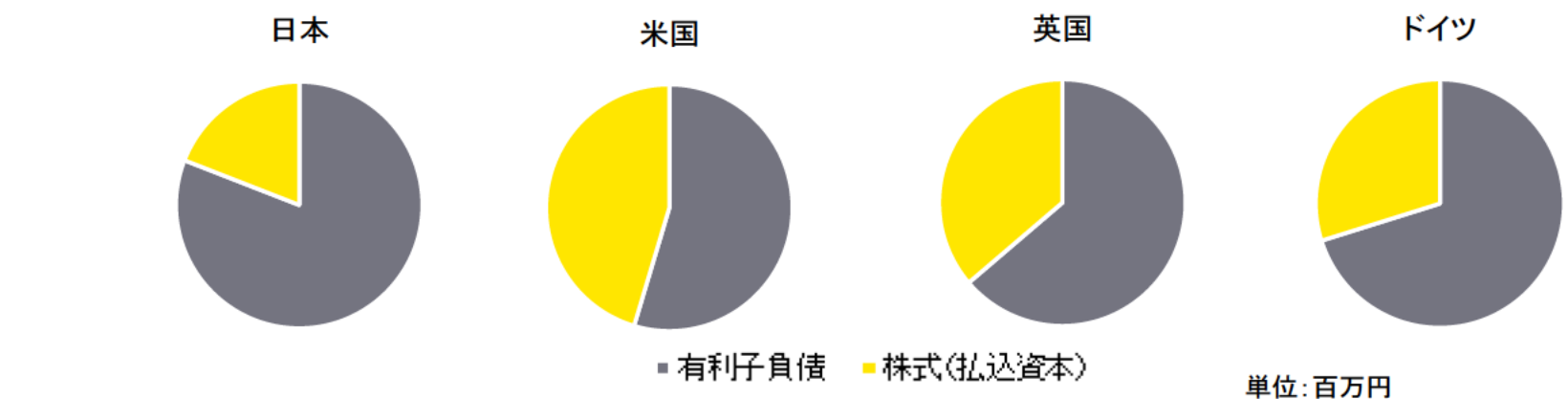
経営課題	債権者(メインバンク)	株主(エクイティ)
ステークホルダーへの還元	▶ 安定した返済、安定配当、リスク回避を望む	▶ リスクテイクによる成長と還元を望む
事業の多角化	▶ リスク分散の観点から事業の多角化には肯定的	▶ 非効率性を生む多角化には対しては反対
政策保有株式	▶ 経営の安定性や取引強化が見込めるため、持ち合いを望む	▶ 少数株主の利害相反の観点から持ち合いに対して反対
無借金経営	▶ 無借金＝信用リスクが低い優良企業であるとする	▶ 資本効率性が重要であり、財務レバレッジを効かせた経営を望む
現預金など遊休資産の保有	▶ 返済原資の確保の観点から遊休資産の保有を望む	▶ 現預金等の保有は投下資本の機会損失であり、否定的
経営者の選解任	▶ 安定的な経営者の承継を望む	▶ 指名・報酬・解任による飴と鞭を使い、成長できる経営者を求める

松田千恵子著「サステナブル経営とコーポレートガバナンスの進化」よりEY整理

企業の資金調達手段と資本市場に関する調査結果：資金調達手段、資金調達規模 (1/3)

▶ 各国に所在する上場企業の資金調達手段別の資金調達規模

- ▶ 日本企業においては資本・負債に占める資本金等（内部留保を含めない払込資本）の比率が相対的に低い。
- ▶ 日本企業の資金調達は過去よりは金融機関からの借入金を中心とした間接金融がメインであったが、内部留保を中心に自己資本の比率を大きく高めた結果、マクロベースでは資金余剰に転じ、外部からリスクマネーを取り入れる必要性があまり感じられなくなったと考えられる。また、資本金1億円以下であると税務上メリットがあることも資本金額へ影響が一定程度あると考えられる。
- ▶ 米国企業において、資本・負債に占める資本金等（内部留保を含めない払込資本）の比率は日本企業と比較して高い。有利子負債においても、借入金よりも社債が多いことから、直接金融による資金調達割合が高いと言える。
- ▶ 欧州は、英国は米国とほぼ同じ比率、ドイツは日米の中間といった比率による資金調達手段が取られている。
- ▶ 日本企業の借入は海外と比しても多く、企業経営に株主よりも債権者の意向がより強く反映されている可能性がある



所在国(*1)(*2)	日本	米国	英国	ドイツ
有利子負債	583,801,693	1,149,331,336	111,410,759	116,917,287
株式(払込資本)	137,732,387	954,736,716	63,351,695	45,034,809
合計(※)	721,534,080	2,104,068,054	174,762,454	161,952,096

*1: 企業数
 日本: 3,748社
 米国: 3,670社
 英国: 931社
 ドイツ: 350社

*2: 所在国にある取引所に上場する企業を抽出
 日本: 東証プライム、東証スタンダード、東証グロース
 米国: ニューヨーク証券取引所、ナスダック
 英国: ロンドン証券取引所
 ドイツ: フランクフルト証券取引所

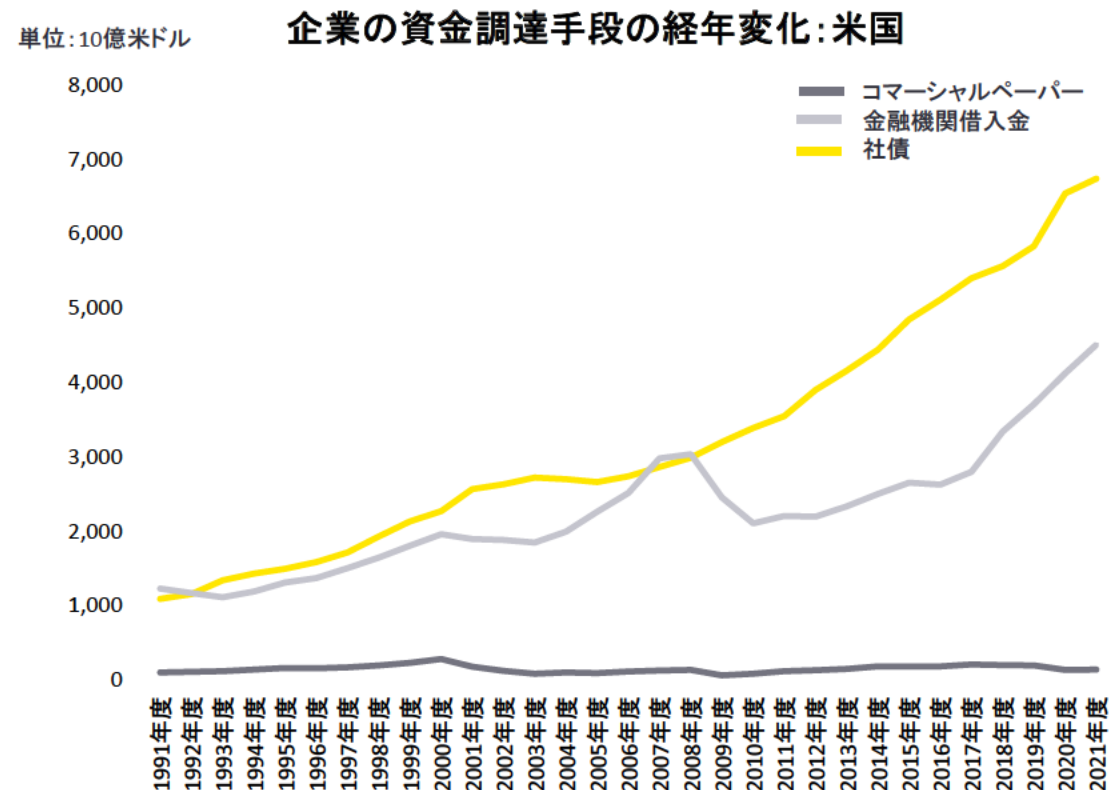
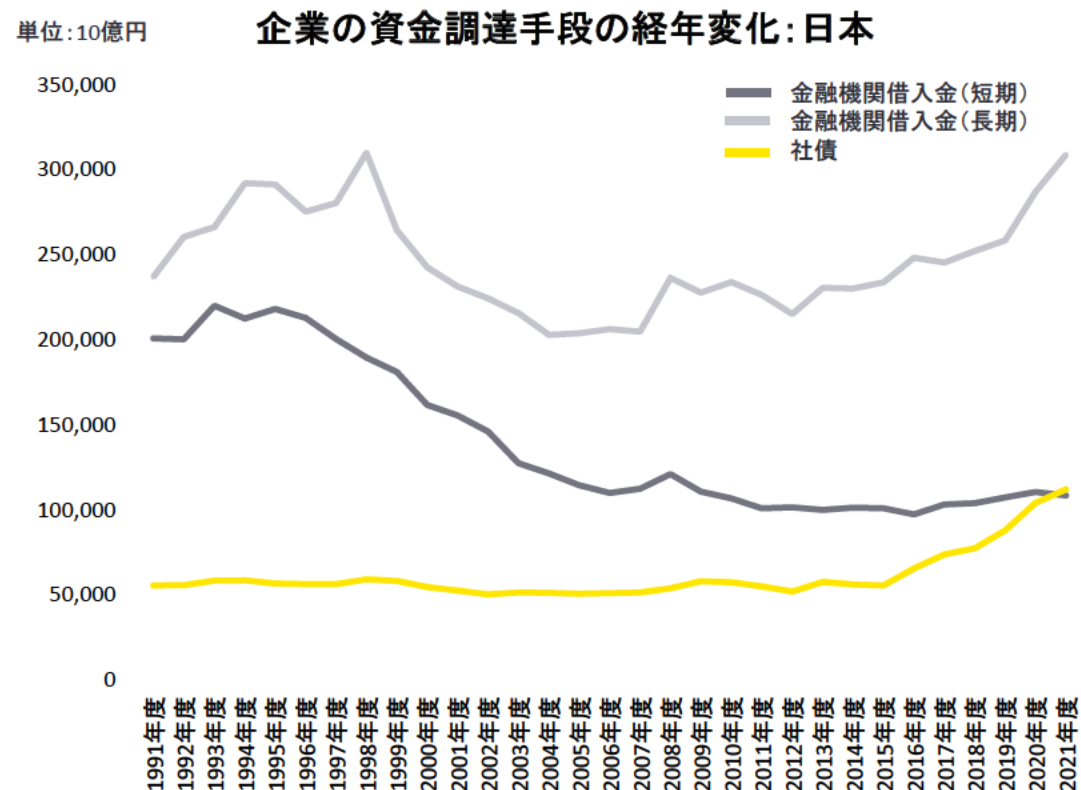
※有利子負債・株式による調達額は単純比較はできないものの、各国におけるバランスを比較する観点から記載した

出所: SPEEDAに基づきEY作成

企業の資金調達手段と資本市場に関する調査結果： 資金調達手段、資金調達規模 (2/3)

▶ 上場企業のデッドファイナンス(日米における経年比較)

金額規模的に日本に近い日米企業の負債による調達を比較。米国企業は負債であっても銀行借り入れではなく、社債として市場から直接調達しているという点で、メインバンクの影響を受ける日本企業とは異なる。

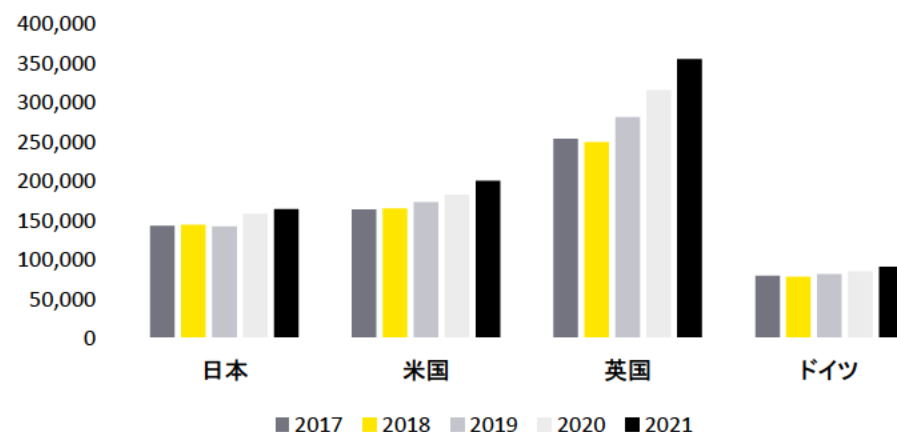


企業の資金調達手段と資本市場に関する調査結果： 資金調達手段、資金調達規模 (3/3)

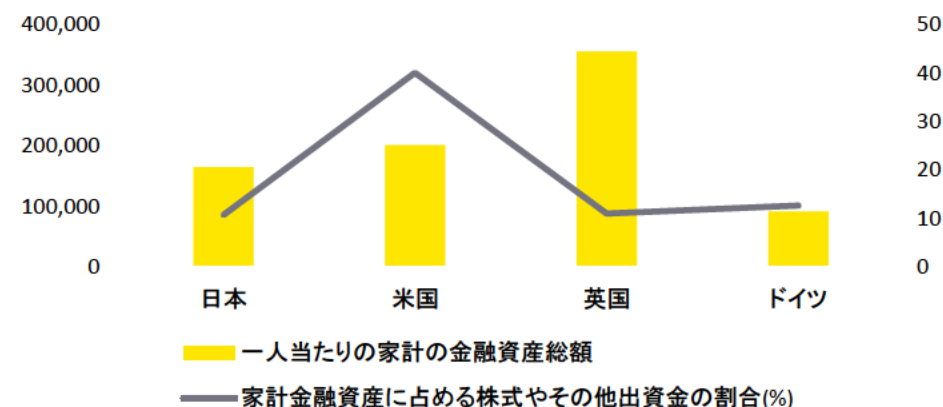
▶ 家計の金融資産(※)の国別比較

- ▶ リスクマネーの供給主体としては、最終的には 家計が最も有望であり、最大の供給元となると考えられる。
- ▶ 日本は、近年「貯蓄から投資へ」の掛け声があるものの、直近年度においても直接投資をする比率は低く、未だに現預金比率が相対的に高い。
- ▶ 米国は先進国の中でも非常に直接投資比率が高い。投資信託や年金などの間接投資比率も高い。
- ▶ 家計の金融資産における現預金比率は日本が約55%なのに対し、米国は10%前半台となっている。
- ▶ 英国は直接投資比率が日本と同じく低いが、これは家計金融資産に占める保険・年金のウエイトが極めて高いことに起因している。
- ▶ ドイツの家計金融資産は、欧米の中では相対的にリスク資産のウエイトが低く、日本に似ている。

一人当たりの家計の金融資産総額
(単位:現在の購買力平価で米ドル換算)



一人当たりの家計の金融資産総額と
金融資産に占める株式及びその他出資金の割合
(2021)



(※)OECDによる家計の金融資産の定義:

貯蓄預金、株式、債券への投資などの金融資産は、家計全体の富の重要な部分を形成しており、これらの資産の売却を通じて、あるいは(利息や配当などの)財産収入の源として、重要な収入源となるものである。年金受給権は、(積立)雇用関連制度に関連する場合のみ含まれる。これは、各国間の比較可能性にかなりの影響を与える可能性がある。短期的な動きは、資産のリスクプロファイルによって、非常に多様な動きを示す可能性がある。例えば、株式の価値は、長年にわたって比較的高いボラティリティを示すことがある。この指標は、一人当たりの家計の金融資産総額を現在の購買力平価で米ドル換算したものである。

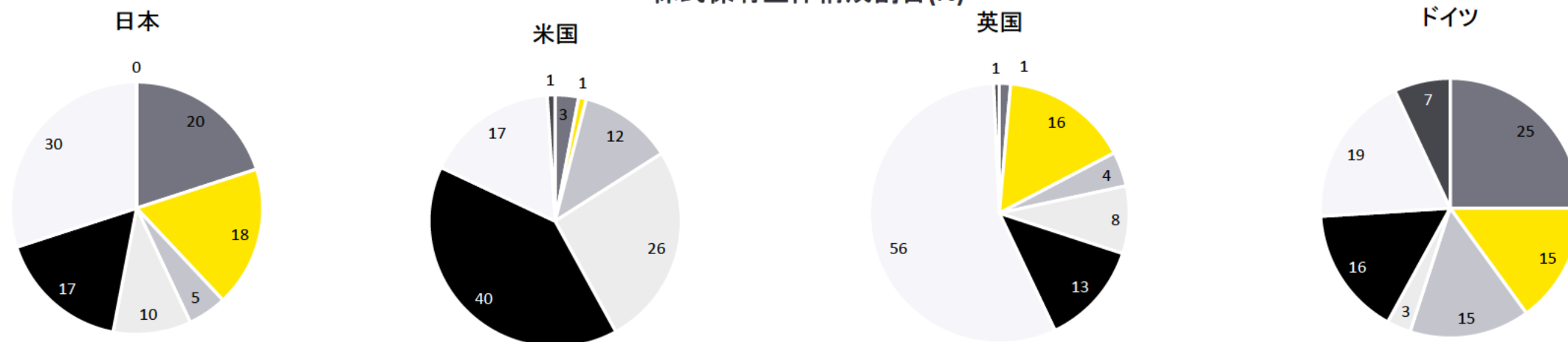
出所:OECDデータベースに基づきEY作成

企業の資金調達手段と資本市場に関する調査結果：株式保有主体の構成とその割合 国別比較

▶ 株式保有主体の構成とその割合の国別比較

- ▶ 事業法人の保有比率については、日本が英米と比べて突出して高い。これは、いわゆる「株式持合い」が未だ高い水準にあるためと考えられる。
- ▶ 金融機関の保有比率は、米国と比べるとはるかに高く、英国よりもわずかに高い。日本においては、銀行が株式を政策的に保有することが多いためと考えられる。
- ▶ 家計の代理人的な性格が強い機関投資家である年金・保険や投資信託の保有比率は米国と比べて低いが、英国と同程度である。
- ▶ 家計の株式保有比率については、米国と比べると低いが、英国よりも若干高い。株式市場における家計のプレゼンスの大きさは英国と同程度である。
- ▶ 外国法人等の保有比率については、米国よりも高いが、英国よりも低い。英国では海外投資家が金融機関を上回る最大の株式保有主体となっている。成熟した市場においては外国人投資家による保有が増加する、という特徴がでていると考えられる。
- ▶ 日本における株式保有構成は米英とは大きく異なっている。特に、事業法人の保有比率が未だに高水準であることが、日本の特徴と考えられる。

株式保有主体構成割合(%)



出所：以下に基づきEY作成

日本 [2021年度株式分布状況調査結果の概要](#)

米国 [Financial Accounts of the United States September 9, 2022](#)

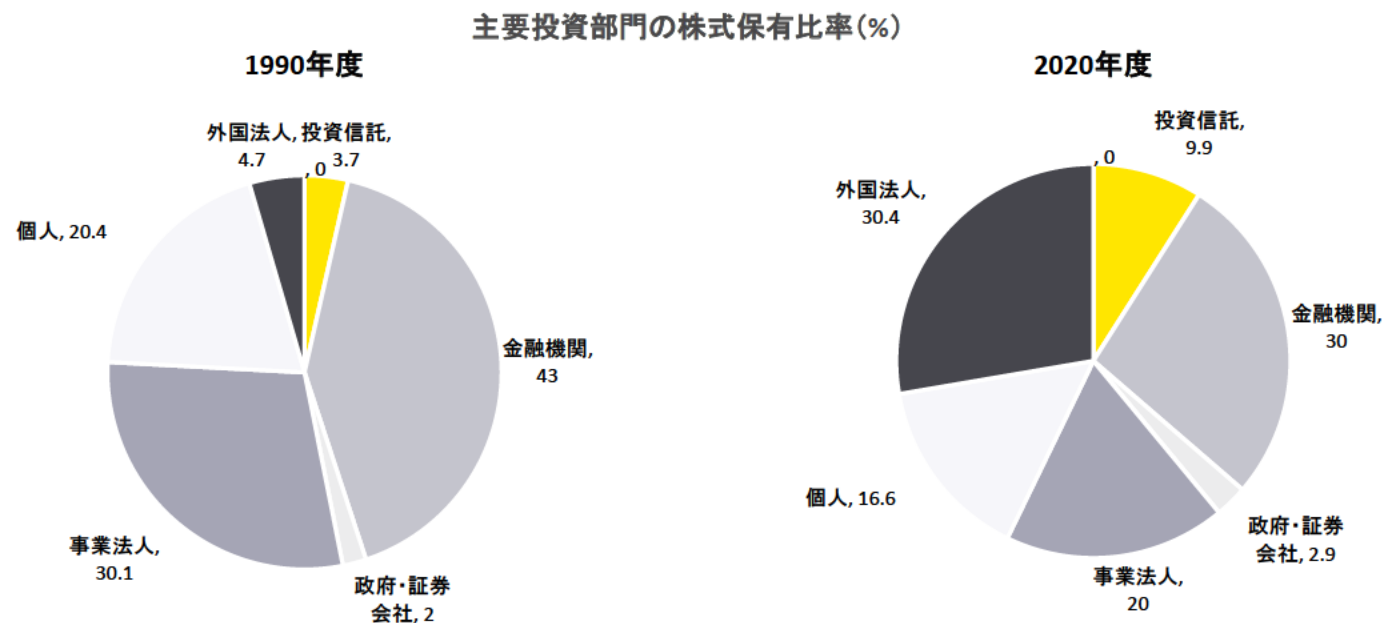
英国 [Ownership of UK quoted shares: 2020](#)

ドイツ [OECD Library](#)

■ 事業法人 ■ 金融機関 ■ 年金・保険 ■ 投資信託 ■ 個人 ■ 外国 ■ 政府

企業の資金調達手段と資本市場に関する調査結果：株式保有主体の構成とその割合 日本経年比較

日本における主要投資部門の株式保有比率は大きく変化している。日本市場のグローバル化や日本株の相対的な割安感から、外国法人の保有比率が大きく上昇している。一方で、非金融部門による保有も比較的多く、持ち合い株式による保有の結果とみられる。2022年4月からの東証市場区分変更においても、**流通株式の定義の見直し**が行われ、純投資以外の保有目的の株式が流通株式から除外されることになったため、今後は一定程度株式持合いの解消が進むと想定される。また、**投資信託**による保有比率がほとんど伸びていないことも課題である

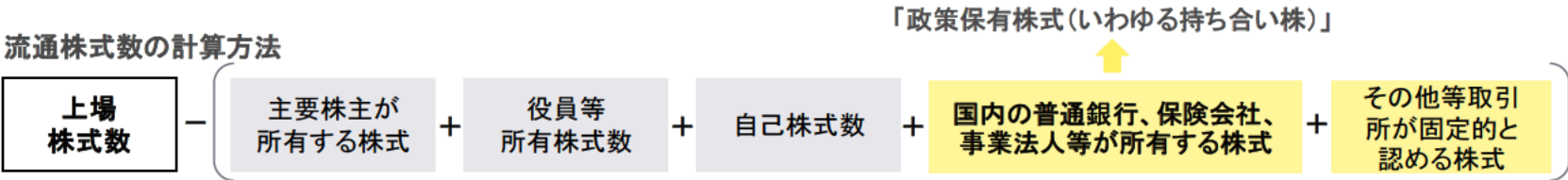


出所：東京証券取引所「[2021年度株式分布状況調査](#)」に基づきEY作図

企業の資金調達手段と資本市場に関する調査結果： 株式保有主体の構成とその割合（参考）流通株式

（参考）東証市場区分見直しの概要「プライム市場」

下記の通り、東証市場区分見直しにより、これまでの東証一部上場を維持するために必要であった流通株式の基準（①流通株式比率35%以上、②流通株式時価総額100億円以上）がプライム市場に引き継がれることになった。この中で、**流通株式の定義についても見直しが行われ、政策保有株式、いわゆる持ち合い株式が、その定義から外れることになった**。上場を維持するためには、持ち合い株を解消し企業価値向上に取り組むことが必須となり、企業に抜本的な経営改革を求める変更である。（但し、持ち合い株式については、経過措置もあり、現時点では市場に影響が反映されているとはいえず、またヒアリングした有識者らから厳しい意見があったことを申し添えておく。）



プライム市場の上場基準の概要

流動性			ガバナンス			経営成績・財政状態		
多様な機関投資家が安心して投資対象とすることができる潤沢な流動性の基礎を備えた銘柄を選定する			上場会社と機関投資家との間の建設的な対話の実効性を担保する基盤のある銘柄を選定する			安定的かつ優れた収益基盤・財政状態を有する銘柄を選定する		
項目	新規上場	上場維持	項目	新規上場	上場維持	項目	新規上場	上場維持
株主数	800人以上	800人以上	流通株式比率	35%以上	35%以上	収益基盤	直近2年間の利益合計が [※] 25億円以上 売上高100億円以上かつ時価総額1,000億円以上	-
流通株式数	20,000単位以上	20,000単位以上	投資家との建設的な対話の促進の観点から、いわゆる安定株主が株主総会における特別決議可決のために必要な水準（3分の2）を占めることのない公開性を求める。			財政状態	純資産50億円以上	純資産額が正であること
流通株式時価総額	100億円以上	100億円以上						
売買代金	時価総額250億円以上	平均売買代金0.2億円以上						

出所：東京証券取引所「市場区分見直しの概要」「流通株式の定義見直し」
令和4年度 産業経済研究委託事業 経済産業政策の新機軸を踏まえた日本企業の企業価値の向上等に関する調査・分析
Ernst & Young ShinNihon LLC. 2023

企業の資金調達手段と資本市場に関する調査結果： 株式保有主体別の投資行動 仮説①の背景 (1/2)

株式保有主体の投資行動には大きく分けてパッシブ投資とアクティブ投資の2種類がある。

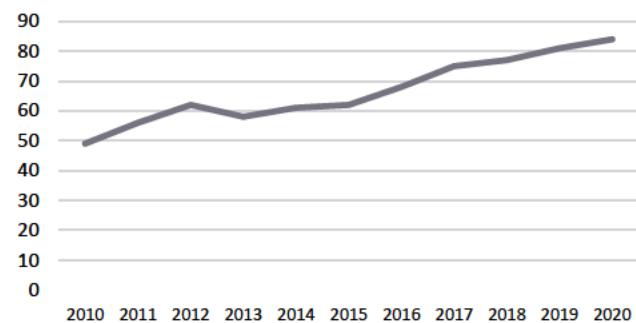
	パッシブ投資	アクティブ投資
定義	▶ 株式市場の平均リターン(例:日経平均株価など)と連動するように運用する手法。 ▶ 運用はインデックスなどと連動して機械的に行われる。	▶ 株式市場の平均リターンを上回るように運用して成果を上げることを目指す運用手法。 ▶ 株式の売買・保有の判断に際して専門的な分析等が行われる。
投資行動	▶ 投資先の銘柄の入れ替えは、インデックスの組み入れ(例:四半期や半年)と連動しており、頻繁には行われず、長期保有がメインとなる	▶ 短期的な利ざやを稼ぐ目的で、投資先の銘柄の入れ替えや売買などが積極的に繰り返されるという特徴がある
代表的な投資家(例)	▶ 大手運用会社など (Blackrock、Vanguardなど)	▶ ヘッジファンドなど (Bridgewater、Sorosなど) ▶ Blackrockなど伝統的運用機関も含まれる
エンゲージメントに対する姿勢	▶ 主に長期的に保有するため、企業価値の向上に資するエンゲージメント活動を重視している ▶ 近年は特定のESGテーマなどについてのアクティビストとの協働事例も一部出てきている。	▶ アクティブ運用では、保有銘柄数が絞られるため、エンゲージメント対象が限られる

企業の資金調達手段と資本市場に関する調査結果：株式保有主体別の投資行動 仮説①の背景 (2/2)

過去10年でパッシブ運用が国内外で増加傾向にある。

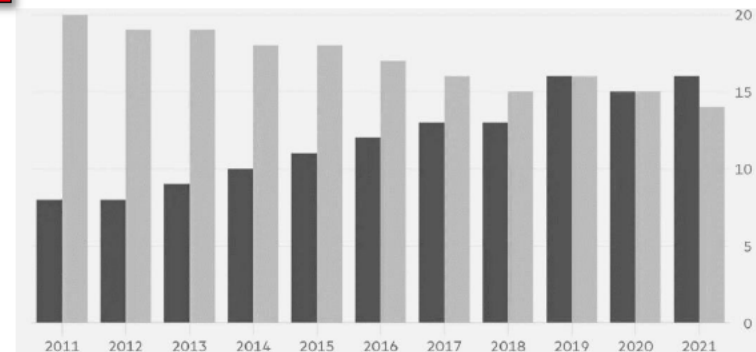


国内公募株式投信におけるパッシブ運用の割合



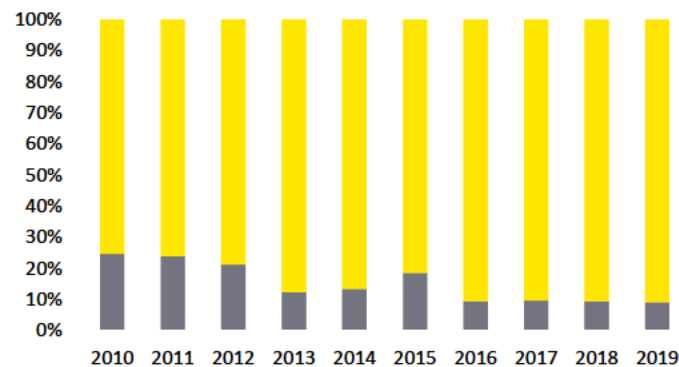
米国株式市場ファンド保有比率

■ パッシブ運用
■ アクティブ運用

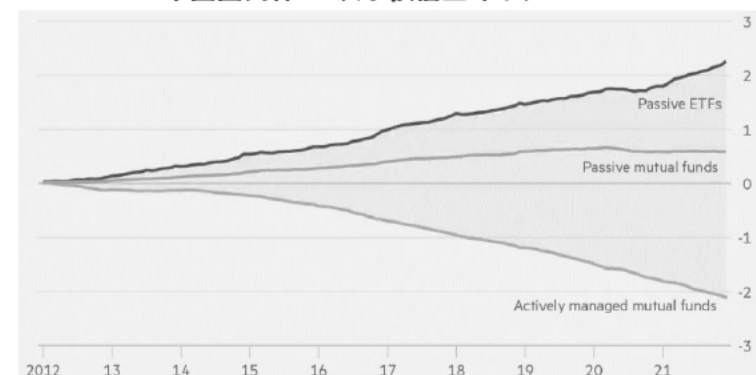


GPIF国内株運用割合

■ パッシブ運用
■ アクティブ運用



米国国内株ETF及び投信正味ネットフロー



企業の資金調達手段と資本市場に関する調査結果：株式保有主体別の投資行動 仮説①の検証 (1/2)

▶ 調査目標

インデックスなどと連動して機械的に運用を行うパッシブ投資の増加が企業価値に与える影響を考察する。

▶ 検証した仮説

パッシブ投資の増加により、成長期待の低い企業にも資金が流れ、資本市場の新陳代謝を阻害する要因になっている

▶ 調査内容

- ▶ インデックスに連動して機械的に運用された場合と、投資家からアクティブに選別された場合の比較を行う目的で、比較調査対象を以下の通りとする：
 - ▶ パッシブ投資で参照されることが一般的なインデックス（TOPIX500、S&P500、欧州STOXX600）を対象とする
 - ▶ TOPIX500におけるPBR上位100社まで対象企業を選別する
 - ▶ 調査対象企業は2022年9月末時点でTOPIX500に含まれる企業とする

▶ 調査から得られた示唆

- ▶ 各指標についてTOPIX500のPBR上位100社まで対象企業を選別して比較した結果、日本企業のPBR、PER、ROEは、中央値及び最頻値ともに、S&P500および欧州STOXX600と同程度、もしくは上回る水準である。インデックスと連動して機械的な運用を行うパッシブ投資の増加により、成長期待の低い企業にも自動的に資金が流れる状況が作り出されてしまっていると考えられる。
- ▶ 成長期待の低い企業が退出し、成長期待の高い企業に資金が振り向けられるような、資本市場の競争性を高める施策の検討が望まれる

▶ 参照した先行研究

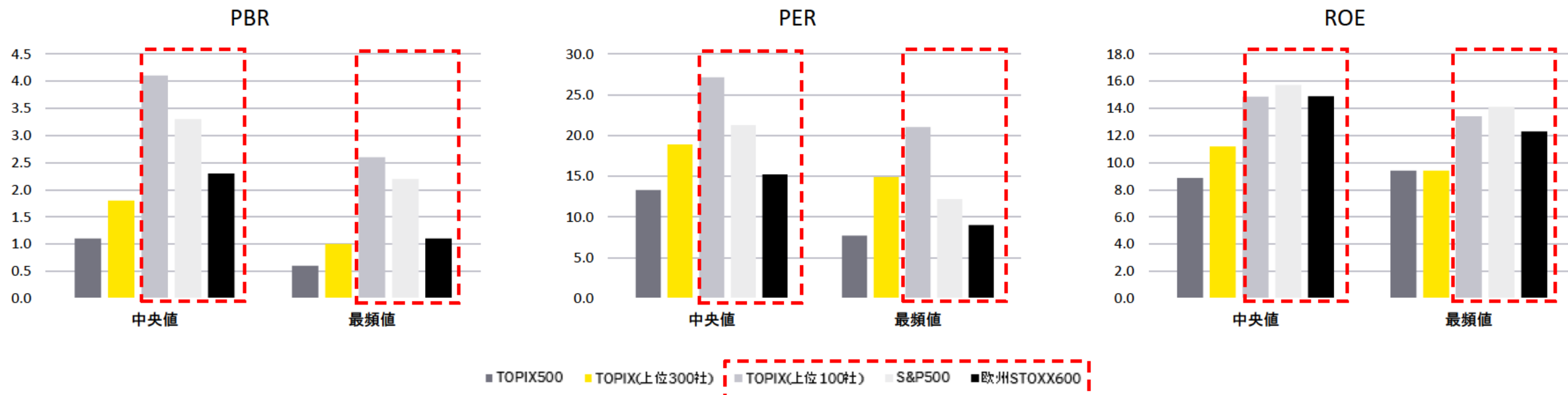
Haddad, V., Huebner, P., and Loualiche, E. (2022), How Competitive is the Stock Market? Theory, Evidence from Portfolios, and Implications for the Rise of Passive Investing, available at <https://sites.insead.edu/facultyresearch/research/file.cfm?fid=68974>（最終アクセス2023年3月14日）

企業の資金調達手段と資本市場に関する調査結果：株式保有主体別の投資行動 仮説①の検証 (2/2)

▶ TOPIX500のうち上位100社と、欧米市場の比較

TOPIX500のうち、PBR上位100社まで対象企業を選別して比較した結果、日本企業のPBR、PER、ROEは、中央値及び最頻値ともに、S&P500および欧州STOXX600と同程度、もしくは上回る水準である。

インデックスと連動して機械的な運用を行うパッシブ投資の増加により、成長期待の低い企業にも自動的に資金が流れる状況が作り出されてしまっていると考えられる。



企業の資金調達手段と資本市場に関する調査結果：株式保有主体別の投資行動 仮説②の背景

国連PRI（責任投資原則）は、スチュワードシップを以下の通り定義している：

スチュワードシップとは、投資家が、現在または潜在的な投資先 / 発行体、政策立案者、サービス・プロバイダまたはその他のステークホルダーに対する影響力を行使し（多くの場合は協働で）、全体的な長期的な価値を最大化すること。これには、リターンと顧客および受益者の利益が依存する共通の経済、社会および環境資産の価値が含まれる。

投資先や発行体に影響を与える方法の例	他のステークホルダーに影響を与える方法の例
▶ すべての資産クラスにわたる現在または潜在的な投資先 / 発行体とのエンゲージメント ▶ 株主総会での議決権行使 ▶ 株主総会決議・議案の提出 ▶ 投資先の取締役会や委員会での直接的な役割の遂行 ▶ 訴訟	▶ 政策立案者や基準設定者とのエンゲージメント ▶ 公共財への貢献（研究等） ▶ スチュワードシップの目標を支持する公開討論や情報 ▶ 開示へのエンゲージメント ▶ インベストメント・チェーンにおける他者との交渉および他者のモニタリング（例：アセット・オーナーによる運用会社とのエンゲージメント）

企業の資金調達手段と資本市場に関する調査結果：株式保有主体別の投資行動 仮説②の検証 (1/6)

▶ 検証した仮説

- ▶ 主要な株式保有主体がスチュワードシップ活動（エンゲージメント、対話、議決権行使等）を通じて企業経営に影響を及ぼすという前提に基づき、各国の時価総額の大きい企業の大株主の属性について調査する。

▶ 検証した方法

- ▶ 下記の調査対象企業の大株主を抽出し、大株主の属性（例：機関投資家、ヘッジファンド、PEファンド、創業家、個人、等）に基づき色付けを行い、可視化する。

▶ 調査した企業

- ▶ 米国は、ニューヨーク証券取引所、ナスダック上場の売上高10兆円超の33社を選定
- ▶ 英国のロンドン証券取引所及びドイツのフランクフルト証券取引所上場の売上高3兆円超の計35社を選定
- ▶ 日本はTOPIX500のうち、PER等が高い成長性の高い・先進的な企業30社を選定

▶ 検証した結果

- ▶ 日本の特徴としては、株式持ち合いが多いという点はあるが、米国・欧州・日本、いずれの国においても、主要な株式保有主体は機関投資家で、そこに占めるいわゆるアクティビストファンドの数は少ない。
- ▶ 企業価値向上の観点からは、こうした機関投資家からの企業への働きかけが重要である。欧米では、パッシブ運用における効果的なエンゲージメント（＝企業に対する企業価値向上の働きかけ）が行えている、あるいは、機関投資家がアクティブに運用することで企業価値の低い企業は投資対象として選別されないといった市場構造あるいは機関投資家による運用が行われていると考える。

▶ 結果から得られた示唆

- ▶ 欧米と比較して、日本においては、機関投資家が企業に対する働きかけが行えていない、あるいは行っているにもかかわらず効果が得られない、構造上・運用上の課題があるのではないかと考える。このことから、機関投資家の企業への働きかけの実態について調査する。

企業の資金調達手段と資本市場に関する調査結果：株式保有主体別の投資行動 仮説②の検証 (2/6)

▶ 株式保有主体別の投資行動(米国)

米国企業の主要株主は長期保有機関投資家がそのほとんどを占める。ヘッジファンドやPEファンドの株主は少ない。

米国においては、パッシブ運用であっても効果的なエンゲージメント(＝企業に対する企業価値向上の働きかけ)が行えている、あるいは、機関投資家がアクティブに運用する(企業価値の低い企業は投資対象として選別されない)といった運用が行われていると推察され、こうした資本市場構造および運用方法が企業価値の向上を促進していると考えられる。背景には、下図で長期保有としてハイライトされている機関投資家の多くは、独立系アセットマネージャーであり、実効性のあるエンゲージメントが行える体制・風土があると拝察される。

- 長期保有と推測される株(PRI署名済み)
- 創業者(家)と推測される株主
- ヘッジファンド/PEファンドと推測される株主

企業名	第一位株主 名称	第二位株主 名称	第三位株主 名称	第四位株主 名称	第五位株主 名称	第六位株主 名称	第七位株主 名称
Walmart Inc.	Walton Enterprises LLC	Walton Family	The Vanguard Group, Inc.	BlackRock Fund Advisors	SSGA Funds Management, Inc.	Geode Capital Management LLC	T. Rowe Price Associates, Inc. (Investment Management)
American.com Inc.	Jeffrey P. Basso	The Vanguard Group, Inc.	The Vanguard Group, Inc.	BlackRock Fund Advisors	Macleanis T. Basso	T. Rowe Price Associates, Inc. (Investment Management)	Fidelity Management & Research Co. LLC
Apple Inc.	The Vanguard Group, Inc.	BlackRock Fund Advisors	BlackRock Fund Advisors	SSGA Funds Management, Inc.	Fidelity Management & Research Co. LLC	Geode Capital Management LLC	T. Rowe Price Associates, Inc. (Investment Management)
CVS Health Corp.	The Vanguard Group, Inc.	Capital Research & Management Co. (World Investors)	BlackRock Fund Advisors	SSGA Funds Management, Inc.	Capital Research & Management Co. (International Investors)	Geode Capital Management LLC	Morgan Stanley Smith Barney LLC (Investment Management)
UnitedHealth Group Inc.	The Vanguard Group, Inc.	Fidelity Management & Research Co. LLC	SSGA Funds Management, Inc.	BlackRock Fund Advisors	Capital Research & Management Co. (World Investors)	T. Rowe Price Associates, Inc. (Investment Management)	Wellington Management Co. LLP
Exxon Mobil Corp.	The Vanguard Group, Inc.	SSGA Funds Management, Inc.	BlackRock Fund Advisors	Fidelity Management & Research Co. LLC	Geode Capital Management LLC	Norges Bank Investment Management	Northern Trust Investments, Inc. (Investment Management)
American Express Co.	Wellington Management Co. LLP	The Vanguard Group, Inc.	BlackRock Fund Advisors	SSGA Funds Management, Inc.	JPMorgan Investment Management Inc.	Fidelity Management & Research Co. LLC	Boston Partners Global Investors, Inc.
McKesson Corp.	The Vanguard Group, Inc.	BlackRock Fund Advisors	BlackRock Fund Advisors	Massachusetts Financial Services Co.	JPMorgan Investment Management Inc.	BlackRock Fund Advisors	Viking Global Investors LP
Alphabet Inc.	The Vanguard Group, Inc.	Lowrey E. Page	BlackRock Fund Advisors	BlackRock Fund Advisors	SSGA Funds Management, Inc.	Fidelity Management & Research Co. LLC	T. Rowe Price Associates, Inc. (Investment Management)
Costco Wholesale Corp.	The Vanguard Group, Inc.	BlackRock Fund Advisors	SSGA Funds Management, Inc.	Fidelity Management & Research Co. LLC	Geode Capital Management LLC	Alliance Bernstein LP	Northern Trust Investments, Inc. (Investment Management)
Microsoft Corp.	The Vanguard Group, Inc.	BlackRock Fund Advisors	SSGA Funds Management, Inc.	Fidelity Management & Research Co. LLC	T. Rowe Price Associates, Inc. (Investment Management)	Geode Capital Management LLC	William H. Gates
Cardinal Health Inc.	The Vanguard Group, Inc.	SSGA Funds Management, Inc.	BlackRock Fund Advisors	BlackRock Fund Advisors	Fidelity Management & Research Co. LLC	Geode Capital Management LLC	Invesco Capital Management LLC
AT&T Inc.	The Vanguard Group, Inc.	BlackRock Fund Advisors	SSGA Funds Management, Inc.	Neport Trust Co.	Geode Capital Management LLC	Norges Bank Investment Management	Northern Trust Investments, Inc. (Investment Management)
Genzyme Corp.	The Vanguard Group, Inc. (Investment Management)	BlackRock Fund Advisors	SSGA Funds Management, Inc.	BlackRock Fund Advisors	Geode Capital Management LLC	Charles Schwab Investment Management	Capital Research & Management Co. (International Investors)
The Home Depot Inc.	The Vanguard Group, Inc.	BlackRock Fund Advisors	SSGA Funds Management, Inc.	Capital Research & Management Co. (World Investors)	Wellington Management Co. LLP	Wellington Management Co. LLP	Charles Schwab Investment Management, Inc.
Walgreens Boots Alliance Inc.	Stefano Pissone	The Vanguard Group, Inc.	SSGA Funds Management, Inc.	BlackRock Fund Advisors	Capital Research & Management Co. (World Investors)	Geode Capital Management LLC	Fidelity Management & Research Co. LLC
The Kroger Co.	The Vanguard Group, Inc. (Investment Management)	BlackRock Fund Advisors	BlackRock Fund Advisors	BlackRock Fund Advisors	Geode Capital Management LLC	Renaissance Technologies LLC	Dimensional Fund Advisors LP
Ford Motor Co.	The Vanguard Group, Inc.	BlackRock Fund Advisors	SSGA Funds Management, Inc.	Neport Trust Co.	Geode Capital Management LLC	Fisher Asset Management LLC	Norges Bank Investment Management
Verizon Communications Inc.	The Vanguard Group, Inc.	BlackRock Fund Advisors	SSGA Funds Management, Inc.	Geode Capital Management LLC	Charles Schwab Investment Management, Inc.	Capital Research & Management Co. (World Investors)	Northern Trust Investments, Inc. (Investment Management)
General Motors Co.	The Vanguard Group, Inc.	Capital Research & Management Co. (Global Investors)	BlackRock Fund Advisors	SSGA Funds Management, Inc.	Capital Research & Management Co. (World Investors)	BlackRock Fund Advisors	Harris Associates LP
Centene Corp.	The Vanguard Group, Inc.	Capital Research & Management Co. (World Investors)	T. Rowe Price Associates, Inc. (Investment Management)	Fidelity Management & Research Co. LLC	Fidelity Management & Research Co. LLC	SSGA Funds Management, Inc.	Wellington Management Co. LLP
Marathon Petroleum Corp.	The Vanguard Group, Inc.	SSGA Funds Management, Inc.	BlackRock Fund Advisors	BlackRock Fund Advisors	Geode Capital Management LLC	Boston Partners Global Investors, Inc.	Norges Bank Investment Management
Meta Platforms Inc.	The Vanguard Group, Inc.	Fidelity Management & Research Co. LLC	BlackRock Fund Advisors	SSGA Funds Management, Inc.	T. Rowe Price Associates, Inc. (Investment Management)	Capital Research & Management Co. (International Investors)	Geode Capital Management LLC
Costco Corp.	The Vanguard Group, Inc.	Capital Research & Management Co. (International Investors)	BlackRock Fund Advisors	SSGA Funds Management, Inc.	Capital Research & Management Co. (Global Investors)	Massachusetts Financial Services Co.	Dodge & Cox
Valero Energy Corp.	The Vanguard Group, Inc.	SSGA Funds Management, Inc.	BlackRock Fund Advisors	Fidelity Management & Research Co. LLC	Charles Schwab Investment Management, Inc.	Geode Capital Management LLC	Morgan Stanley Smith Barney LLC (Investment Management)
Phillips 66	The Vanguard Group, Inc.	SSGA Funds Management, Inc.	BlackRock Fund Advisors	Wellington Management Co. LLP	Geode Capital Management LLC	Avastir Capital Management LLC	Fidelity Management & Research Co. LLC
Target Corp.	The Vanguard Group, Inc.	SSGA Funds Management, Inc.	BlackRock Fund Advisors	Capital Research & Management Co. (World Investors)	Massachusetts Financial Services Co.	Geode Capital Management LLC	Wellington Management Co. LLP
Dell Technologies Inc.	Dodge & Cox	The Vanguard Group, Inc.	BlackRock Fund Advisors	Telesat Holdings Pte. Ltd. (Investment Management)	SSGA Funds Management, Inc.	LSV Asset Management	Michael S. Dell
FedEx Corp.	The Vanguard Group, Inc.	Dodge & Cox	Frederick Wallace Smith	PRIMCAP Management Co.	BlackRock Fund Advisors	SSGA Funds Management, Inc.	Geode Capital Management LLC
United Parcel Service Inc.	The Vanguard Group, Inc.	BlackRock Fund Advisors	SSGA Funds Management, Inc.	Fidelity Management & Research Co. LLC	JPMorgan Investment Management Inc.	Geode Capital Management LLC	Capital Research & Management Co. (International Investors)
Johnson & Johnson	The Vanguard Group, Inc.	BlackRock Fund Advisors	SSGA Funds Management, Inc.	Fidelity Management & Research Co. LLC	JPMorgan Investment Management Inc.	Geode Capital Management LLC	Perkins Square Capital Management LP
The Walt Disney Co.	The Vanguard Group, Inc.	BlackRock Fund Advisors	SSGA Funds Management, Inc.	Geode Capital Management LLC	State Farm Investment Management Corp.	Northern Trust Investments, Inc. (Investment Management)	Wellington Management Co. LLP
						T. Rowe Price Associates, Inc. (Investment Management)	Northern Trust Investments, Inc. (Investment Management)

出所: SPEEDAIに基づきEY作成

企業の資金調達手段と資本市場に関する調査結果：株式保有主体別の投資行動 仮説②の検証 (3/6)

▶ 株式保有主体別の投資行動(英国・ドイツ)

英独については、時価総額大きい企業が公社であり、政府が主要株主となっているケース、中国・中東系のファンドが株主となっているケースがあり、米国よりも株主構成は多様であるものの、主要株主に複数の長期保有機関投資家が存在し、ヘッジファンドやPEファンドの存在は少ない。

長期保有と推測される株(PRI署名済みなど)

創業者(家)と推測される株主

ヘッジファンド/PEファンドと推測される株主

企業名称	所在国	第一位株主 名称	第二位株主 名称	第三位株主 名称	第四位株主 名称	第五位株主 名称	第六位株主 名称	第七位株主 名称
Volkswagen AG	ドイツ	Porsche Automobil Holding SE	Qatar Investment Authority (Investment Co.)	State of Lower Saxony	Norges Bank Investment Management	The Vanguard Group, Inc.	Union Investment Privatfonds GmbH	Capital Research & Management Co. (World I)
Shell PLC	イギリス	The Vanguard Group, Inc.	BlackRock Fund Advisors	Norges Bank Investment Management	BlackRock Investment Management (UK) Ltd.	BlackRock Advisors (UK) Ltd.	Capital Research & Management Co. (Global)	Legal & General Investment Management Ltd.
Uniper SE	ドイツ	Government of Germany	Legal & General Investment Management Ltd.	The Vanguard Group, Inc.	Norges Bank Investment Management	BlackRock Investment Management LLC	Geode Capital Management LLC	Ignis Investment Services Ltd.
Mercedes-Benz Group AG	ドイツ	Beijing State-Owned Assets Supervision & Administration	Shu Fu Li	Kuwait Investment Authority (Investment Ma)	The Vanguard Group, Inc.	Union Investment Privatfonds GmbH	Harris Associates LP	BlackRock Fund Advisors
BP PLC	イギリス	BlackRock Investment Management (UK) Ltd.	The Vanguard Group, Inc.	Norges Bank Investment Management	BlackRock Fund Advisors	SS&A Funds Management, Inc.	BlackRock Advisors (UK) Ltd.	Compagnia Investimenti e Sviluppo SpA
Bayerische Motoren Werke AG	ドイツ	Stefan Quandt	Susanne Klatten	The Vanguard Group, Inc.	Flossbach von Storch AG	Harris Associates LP	BlackRock Fund Advisors	Mawer Investment Management Ltd.
Deutsche Telekom AG	ドイツ	Government of Germany	ソフトバンクグループ	Norges Bank Investment Management	The Vanguard Group, Inc.	BlackRock Fund Advisors	DWS Investment GmbH	Deka Investment GmbH
Deutsche Post AG	ドイツ	Government of Germany	The Vanguard Group, Inc.	Norges Bank Investment Management	DWS Investment GmbH	BlackRock Fund Advisors	RBC Global Asset Management (UK) Ltd.	Deka Investment GmbH
BASF SE	ドイツ	The Vanguard Group, Inc.	BlackRock Fund Advisors	Norges Bank Investment Management	DWS Investment GmbH	BlackRock Asset Management Deutschland	BlackRock Advisors (UK) Ltd.	DWS Investments (UK) Ltd.
E.ON SE	ドイツ	RWE AG	Canada Pension Plan Investment Board	Capital Research & Management Co. (Global)	DWS Investment GmbH	The Vanguard Group, Inc.	Norges Bank Investment Management	BlackRock Fund Advisors
Siemens AG	ドイツ	Siemens Family	The Vanguard Group, Inc.	Norges Bank Investment Management	BlackRock Fund Advisors	PRIMECAP Management Co.	T. Rowe Price Associates, Inc. (Investment I)	DWS Investment GmbH
Tesco PLC	イギリス	Schroder Investment Management Ltd.	Silchester International Investors LLP	FIL Investment Advisors (UK) Ltd.	Norges Bank Investment Management	The Vanguard Group, Inc.	BlackRock Fund Advisors	Mondrian Investment Partners Ltd.
Rio Tinto PLC	イギリス	Aluminum Corp of China Ltd.	BlackRock Investment Management (UK) Ltd.	The Vanguard Group, Inc.	Capital Research & Management Co. (World I)	BlackRock Advisors (UK) Ltd.	Norges Bank Investment Management	BlackRock Fund Advisors
Unilever PLC	イギリス	BlackRock Fund Advisors	BlackRock Investment Management (UK) Ltd.	The Vanguard Group, Inc.	The Leverhulme Trust	Legal & General Investment Management Ltd.	Wellington Management Co. LLP	BlackRock Advisors (UK) Ltd.
Vodafone Group PLC	イギリス	Emirates Investment Authority (Investment Co.)	Norges Bank Investment Management	The Vanguard Group, Inc.	BlackRock Investment Management (UK) Ltd.	Clearstream Banking SA	BlackRock Advisors (UK) Ltd.	Aviva Investors Global Services Ltd.
Bayer AG	ドイツ	Harris Associates LP	The Vanguard Group, Inc.	Norges Bank Investment Management	BlackRock Fund Advisors	Dodge & Cox	TIAA-CREF Investment Management LLC	Invesco Advisers, Inc.
Imperial Brands PLC	イギリス	BlackRock Investment Management (UK) Ltd.	Spring Mountain Investments Ltd.	FIL Investment Advisors (UK) Ltd.	Dodge & Cox	Capital Research & Management Co. (Global)	Threadneedle Asset Management Ltd.	Fidelity Investments Canada ULC
GSK PLC	イギリス	The Vanguard Group, Inc.	BlackRock Fund Advisors	Dodge & Cox	Norges Bank Investment Management	Schroder Investment Management Ltd.	Silchester International Investors LLP	SS&A Funds Management, Inc.
Fresenius SE & Co KGaA	ドイツ	Euse Kröner-Fresenius-Stiftung	Harris Associates LP	The Vanguard Group, Inc.	Amundi Asset Management SA (Investment I)	Norges Bank Investment Management	Franklin Mutual Advisers LLC	BlackRock Fund Advisors
Sainsbury (J) PLC	イギリス	Qatar Investment Authority (Investment Co.)	Vesta Equity Investment SARL	Pzena Investment Management LLC	Schroder & Co Bank AG (Private Banking)	BlackRock Fund Advisors	The Vanguard Group, Inc.	Schroder Investment Management Ltd.
Anglo American PLC	イギリス	African Resources Ltd.	Public Investment Corporation (SOC) Ltd.	Tariff Investment Holdings Ltd.	Epoch Two Investment Holdings Ltd.	Coronation Asset Management (Pty) Ltd.	The Vanguard Group, Inc.	BlackRock Fund Advisors
Continental AG	ドイツ	INA-Holding Schaeffler GmbH & Co. KG	Harris Associates LP	Templeton Global Advisors Ltd.	The Vanguard Group, Inc.	Jupiter Asset Management Ltd.	BlackRock Fund Advisors	Norges Bank Investment Management
thyssenkrupp AG	ドイツ	Alfried Krupp von Bohlen und Halbach-Stiftung	Harris Associates LP	Norges Bank Investment Management	The Vanguard Group, Inc.	Dimensional Fund Advisors LP	DWS Investment GmbH	Amundi Asset Management SA (Investment I)
EnBW Energie Baden-Württemberg AG	ドイツ	Zweckverband Oberschwäbische Elektrizitätswerke	State of Baden-Württemberg	Badische Energieaktionärs Vereinigung	Gemeindeelektrizitätsverband Schwarzwald-Neckar	Elektrizitätsverband	SS&A Funds Management, Inc.	Eurizon Capital SA
AstraZeneca PLC	イギリス	Wellington Management Co. LLP	BlackRock Investment Management (UK) Ltd.	The Vanguard Group, Inc.	Investor AB (Investment Company)	Capital Research & Management Co. (World I)	IT. Rowe Price Associates, Inc. (Investment I)	Norges Bank Investment Management
Compass Group PLC	イギリス	Artisan Partners LP	Invesco Advisers, Inc.	BlackRock Investment Management (UK) Ltd.	Walter Scott & Partners Ltd.	The Vanguard Group, Inc.	Fidelity Management & Research Co. LLC	BlackRock Fund Advisors
METRO AG	ドイツ	EP Global Commerce GmbH	Schmidt Ruthenbeck Family	Beisheim Otto Family	Ceconomy AG	Dimensional Fund Advisors LP	The Vanguard Group, Inc.	Magallanes Value Investors SA SGIC
Traton SE	ドイツ	Volkswagen AG	Swedbank Robur Fonder AB	Nordea Investment Management AB	The Vanguard Group, Inc.	Norges Bank Investment Management	Union Investment Privatfonds GmbH	Lannebo Fonder AB
British American Tobacco PLC	イギリス	Spring Mountain Investments Ltd.	Dart Management, Inc.	Capital Research & Management Co. (Global)	Capital Research & Management Co. (World I)	The Vanguard Group, Inc.	Allan Gray (Pty) Ltd.	GQG Partners LLC
Siemens Energy AG	ドイツ	Siemens AG	The Vanguard Group, Inc.	Union Investment Privatfonds GmbH	Norges Bank Investment Management	BlackRock Fund Advisors	BNP Paribas Asset Management UK Ltd.	Deka Investment GmbH
SAP SE	ドイツ	Plattner Hasso Family	Hopp Dietmar Family	The Vanguard Group, Inc.	Norges Bank Investment Management	BlackRock Fund Advisors	Morgan Stanley Investment Management Ltd.	Capital Research & Management Co. (World I)
Ferguson PLC	イギリス	Trian Fund Management LP	FIL Investment Advisors (UK) Ltd.	Norges Bank Investment Management	APG Asset Management NV	Janus Henderson Investors US LLC	The Vanguard Group, Inc.	Fidelity Management & Research Co. LLC
Linde PLC	イギリス	The Vanguard Group, Inc.	BlackRock Fund Advisors	SS&A Funds Management, Inc.	Capital Research & Management Co. (World I)	Fidelity Management & Research Co. (Global)	Fidelity Management & Research Co. LLC	Massachusetts Financial Services Co.
BT Group PLC	イギリス	Patrick Drahi	T-Mobile Holdings Ltd.	BNP Paribas (Suisse) SA	Norges Bank Investment Management	Schroder Investment Management Ltd.	The Vanguard Group, Inc.	Threadneedle Asset Management Ltd.
RWE AG	ドイツ	Amundi Asset Management SA (Investment I)	GIC Pte Ltd. (Investment Management)	Pictet Asset Management SA	The Vanguard Group, Inc.	BlackRock Fund Advisors	BlackRock Investment Management (UK) Ltd.	Union Investment Privatfonds GmbH

出所: SPEEDAIに基づきEY作成

企業の資金調達手段と資本市場に関する調査結果： 株式保有主体別の投資行動 仮説②の検証 (4/6)

- ▶ 株式保有主体別の投資行動（日本）
 - ▶ 日本については、持合株式や創業家による保有が欧米に比して比較的多い。
 - ▶ 尚、日本においては資産管理会社が大株主として表示されることが多いため、別途大量保有報告書を調べ、実際の大株主の特性を識別する。（詳細は次頁参照）大量報告書を確認すると、10年で88件がPRI署名の機関投資家によるもの、6件がいわゆるアクティビスト（ヘッジファンドやPEファンド）によるものであった。
 - ▶ 持合株式といった側面以外では、パッシブ運用を中心とした機関投資家による保有が中心であることは欧米と大差なく、欧米に比して企業価値が低い理由は、機関投資家からのエンゲージメントの効果が十分に発揮されない、構造上・運用上の課題があると考えられる。

- 長期保有と推測される株主（PRI署名済みなど）
- 創業者（家）や持株会と推測される株主
- ヘッジファンド/PEファンドと推測される株主
- カストディアン/資産管理会社と推測される株主

銘柄	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合
銘柄	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合
銘柄	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合
銘柄	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合
銘柄	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合
銘柄	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合
銘柄	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合
銘柄	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合
銘柄	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合
銘柄	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合
銘柄	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合
銘柄	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合
銘柄	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合
銘柄	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合
銘柄	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合
銘柄	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合
銘柄	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合
銘柄	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合
銘柄	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合
銘柄	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合
銘柄	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合
銘柄	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合
銘柄	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合
銘柄	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合
銘柄	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合
銘柄	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合
銘柄	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合
銘柄	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合
銘柄	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合
銘柄	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合
銘柄	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合
銘柄	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合
銘柄	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合
銘柄	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合
銘柄	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合
銘柄	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合
銘柄	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合
銘柄	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合
銘柄	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合
銘柄	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合
銘柄	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合
銘柄	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合
銘柄	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合
銘柄	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合
銘柄	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合
銘柄	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合
銘柄	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合
銘柄	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合
銘柄	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合
銘柄	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合
銘柄	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合
銘柄	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合
銘柄	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合
銘柄	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合
銘柄	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合
銘柄	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合
銘柄	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合
銘柄	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合
銘柄	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合
銘柄	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合
銘柄	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合
銘柄	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合
銘柄	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合
銘柄	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合
銘柄	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合
銘柄	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合
銘柄	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合
銘柄	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合
銘柄	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合
銘柄	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合
銘柄	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合
銘柄	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合
銘柄	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合
銘柄	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合
銘柄	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合
銘柄	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合
銘柄	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合
銘柄	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合
銘柄	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合
銘柄	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合
銘柄	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合
銘柄	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合
銘柄	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合
銘柄	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合
銘柄	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合
銘柄	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合
銘柄	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合
銘柄	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合
銘柄	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合
銘柄	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合
銘柄	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合
銘柄	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合
銘柄	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合
銘柄	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合
銘柄	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合
銘柄	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合
銘柄	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合
銘柄	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合
銘柄	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合
銘柄	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合
銘柄	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合
銘柄	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合
銘柄	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合
銘柄	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合
銘柄	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合
銘柄	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有主体	保有割合	保有	

下記の要領で、大量保有報告書を調査したところ、高PER類型の企業に一定程度アクティビストファンドによる影響（94件中6件）が示唆されている。

- ▶ 対象企業：日本は第1章で高PER類型に位置づけられた企業の内、先進的な企業30社を選定（内、2社は機関投資家からの大量保有報告の該当がないため28社の結果）
- ▶ 期間：2014年以降の10年間（PEファンド平均投資期間：5-10年）※ヘッジファンドは一部を除き数年で解散となるものが多いため、PEの期間を採用した

長期保有と推測される株(PRI署名済み)

ヘッジファンド/PEファンドと推測される株主

[illegible]

出所:調査結果に基づきEY作成

日本の金融商品取引所に上場されている株券を発行している会社の株券等(株券のほかに新株予約権付社債券等も含まれます)や投資証券等(REIT等)を、5%を超えて保有(引渡請求権等を有する場合も含まれます)したときは大量保有者となった日から5営業日以内に提出が必要。変更報告書の提出が必要となるのは、株券等保有割合が1%以上増減した場合(直前の報告書に記載された株券等保有割合と現在の株券等保有割合を比較して1%以上の増減があった場合)のほか、氏名や住所の変更など大量保有報告書に記載すべき重要な事項の変更があった場合について、変更報告書の提出が必要となる。出所：関東財務局「大量保有報告書」

企業の資金調達手段と資本市場に関する調査結果：株式保有主体別の投資行動 仮説②の検証 (6/6)

▶ PERが高い日本企業におけるアクティビストファンドの影響

6件のアクティビストファンドによる大量保有の概要は以下の通りである

企業名称	提出日付	提出者	コメント
	2010年代	タイヨウ・ファンド・マネジメント・カンパニー・エルエルシー	タイヨウファンドはカルパース(カリフォルニア州職員退職年金基金)が出資するファンドの一つ。ファンドのタイプのには、モノを言う株主、アクティビストファンドであるが、経営陣に敵対的なことはしないと名言している友好的アクティビスト
	2020年代	いちごアセットマネジメント株式会社	設立当初は東京鋼鉄と大阪製鉄の経営統合に反対を唱え、否決に追い込んだ、通称「いちごの乱」 近年は「もの聞く株主」を標榜
	2020年代	エフィッシモ キャピタル マネージメント ピーティーイー エルティーディー	旧村上ファンドの元社員3人が設立したアクティビストファンドで、シンガポールに本拠を置く
	2010年代	TybourneCapitalManagement(HK)Limited	アジアを拠点とするグロース投資会社
	2010年代	タイヨウ・ファンド・マネジメント・カンパニー・エルエルシー	タイヨウファンドはカルパース(カリフォルニア州職員退職年金基金)が出資するファンドの一つ。ファンドのタイプのには、モノを言う株主、アクティビストファンドであるが、経営陣に敵対的なことはしないと名言している友好的アクティビスト
	2010年代	ドレイパーネクサステクノロジーパートナーズエルピー	B2Bスタートアップ特化の日米VCファンド

出所：調査結果に基づきEY作成

▶ 結果から得られた示唆

- ▶ 日本企業の大株主を占める機関投資家への企業価値向上に関する取組みの働きかけが重要であるとともに、ヘッジファンドやアクティビストファンド等の厳しいエンゲージメントを行うプレイヤーが不足しており、これらを通じて市場・競争環境に規律を促す方向での検討が望まれる

企業の資金調達手段と資本市場に関する調査結果： リスクマネー供給フローの国別比較サマリー

▶ 調査目標

各国のインベストメントチェーン（＝資金の拠出者から、資金を最終的に事業活動に使う企業に至るまでの経路）におけるリスクマネーフローを図示する。

▶ 調査内容

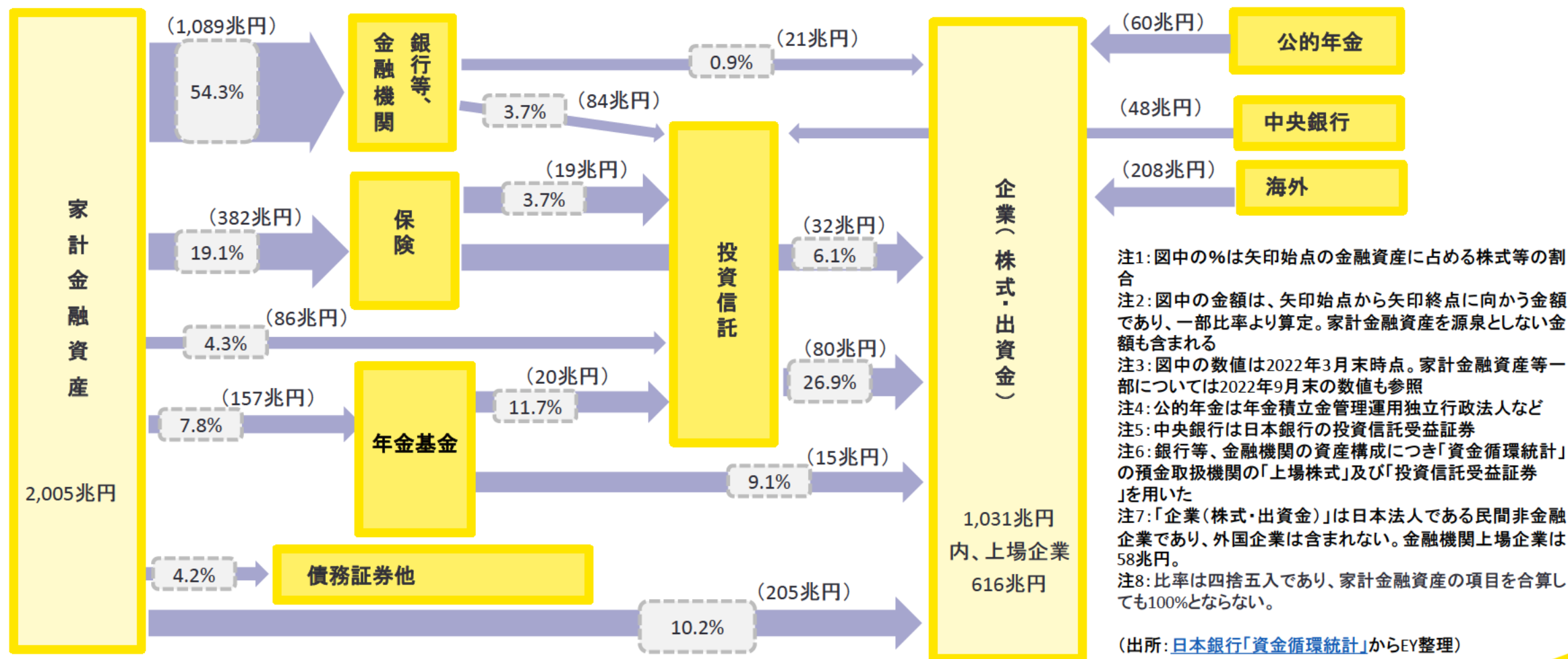
日本、米国、英国、ドイツの各種公表統計情報に基づき、リスクマネー供給額を調査し、フロー図に取り纏める。

▶ 調査から得られた示唆

- ▶ 日本では資金の拠出者から、資金を最終的に事業活動に使う企業に向かう資金の流れにおいては、大型アセットオーナーを介する流れが最も大きい。よってアセットオーナー及びその委託を受けているアセットマネージャーへの対応の方向性を検討することが必要である。
- ▶ 尚、現状はこの流れになっているが、中長期的にはアセットオーナーからの資金の流れを海外並みにアクティブ投資やオルタナティブ投資に振り向けていく必要性についての検討も望ましい。

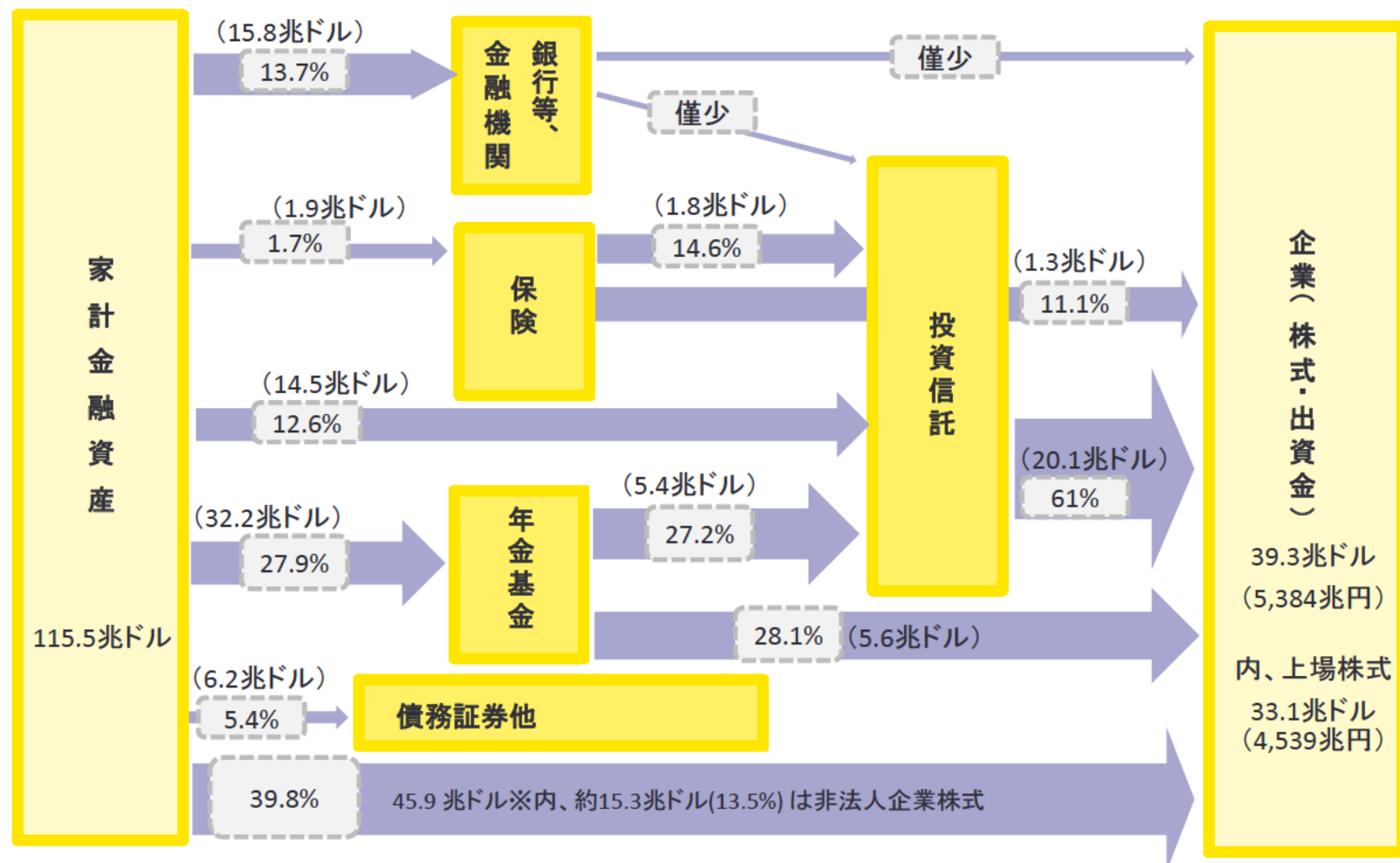
企業の資金調達手段と資本市場に関する調査結果： リスクマネー供給フローの国別比較 日本

▶ 家計を起点とした企業への資金循環： 日本



企業の資金調達手段と資本市場に関する調査結果： リスクマネー供給フローの国別比較 米国

▶ 家計を起点とした企業への資金循環： 米国



注1: 図中の%は矢印始点の金融資産に占める株式等の割合

注2: 図中の金額は、矢印始点から矢印終点に向かう金額であり、家計金融資産を源泉としない金額も含まれる

注3: 図中の数値は2022年3月末時点。家計金融資産については2022年9月末の数値も参照。企業（株式・出資金）に係るFRBの数値については2022年9月末時点

注4: 家計金融資産構成において現金・預金となっているものは「銀行等、金融機関」とした

注5: 銀行等、金融機関の資産構成につき「資金循環統計」の「日米欧比較」の「金融機関の金融資産」における預金取扱機関、及びFRB Z.1 Private Depository Institutionsの株式及び投資信託の比率が1%未満かつ0.1兆ドル未満であり、僅少とした

注6: 企業（株式・出資金）は米国法人の民間非金融企業。金融を含めると63.2兆ドル(8,668兆円)

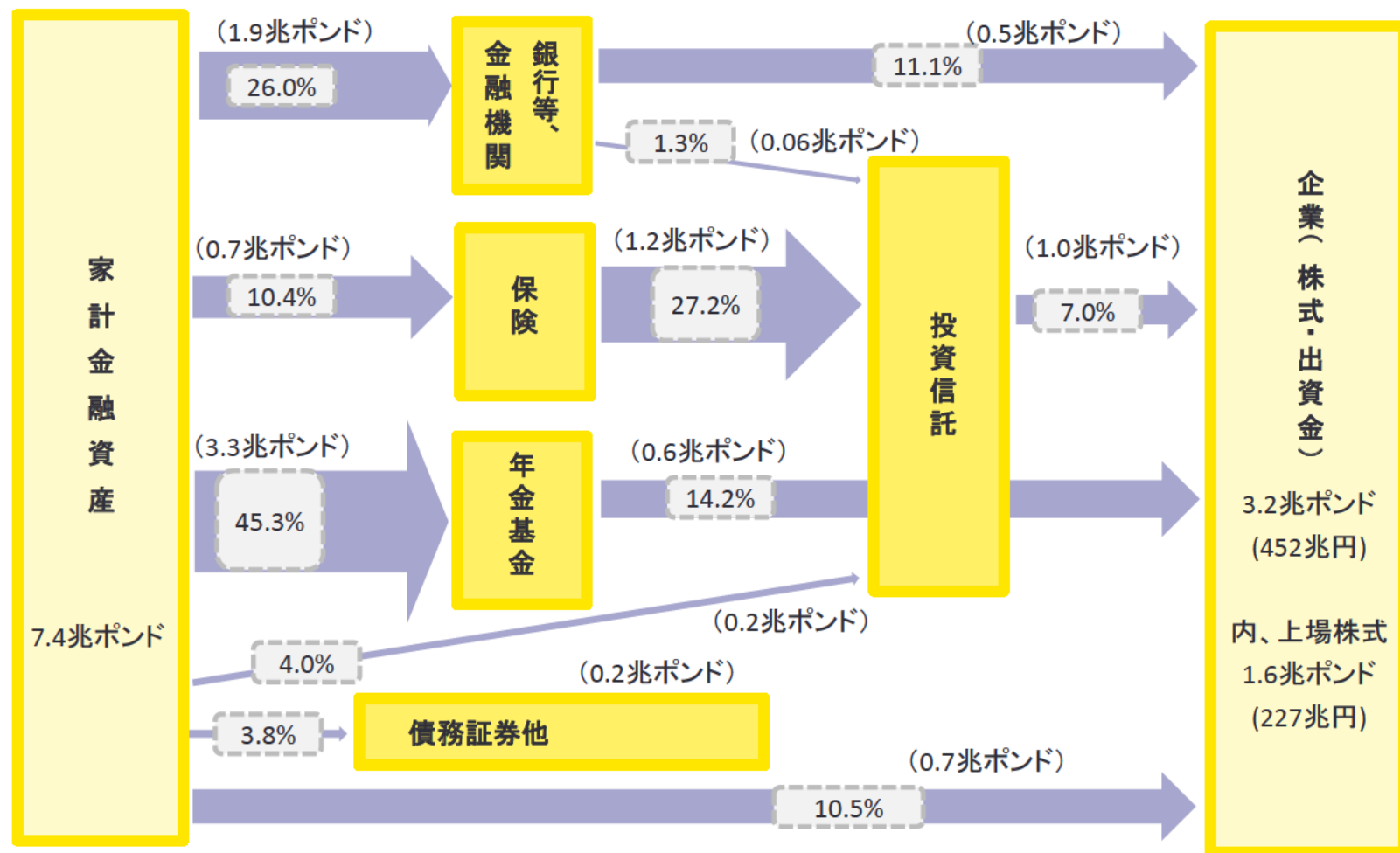
注7: 円換算は2022年12月9日レートで算定

注8: 比率は四捨五入であり、家計金融資産の項目を合算しても100%とまらない。

（出所：日本銀行「資金循環統計」及びFRB「Z.1 Financial Accounts of the United States」からEY整理）

企業の資金調達手段と資本市場に関する調査結果： リスクマネー供給フローの国別比較 英国

▶ 家計を起点とした企業への資金循環： 英国

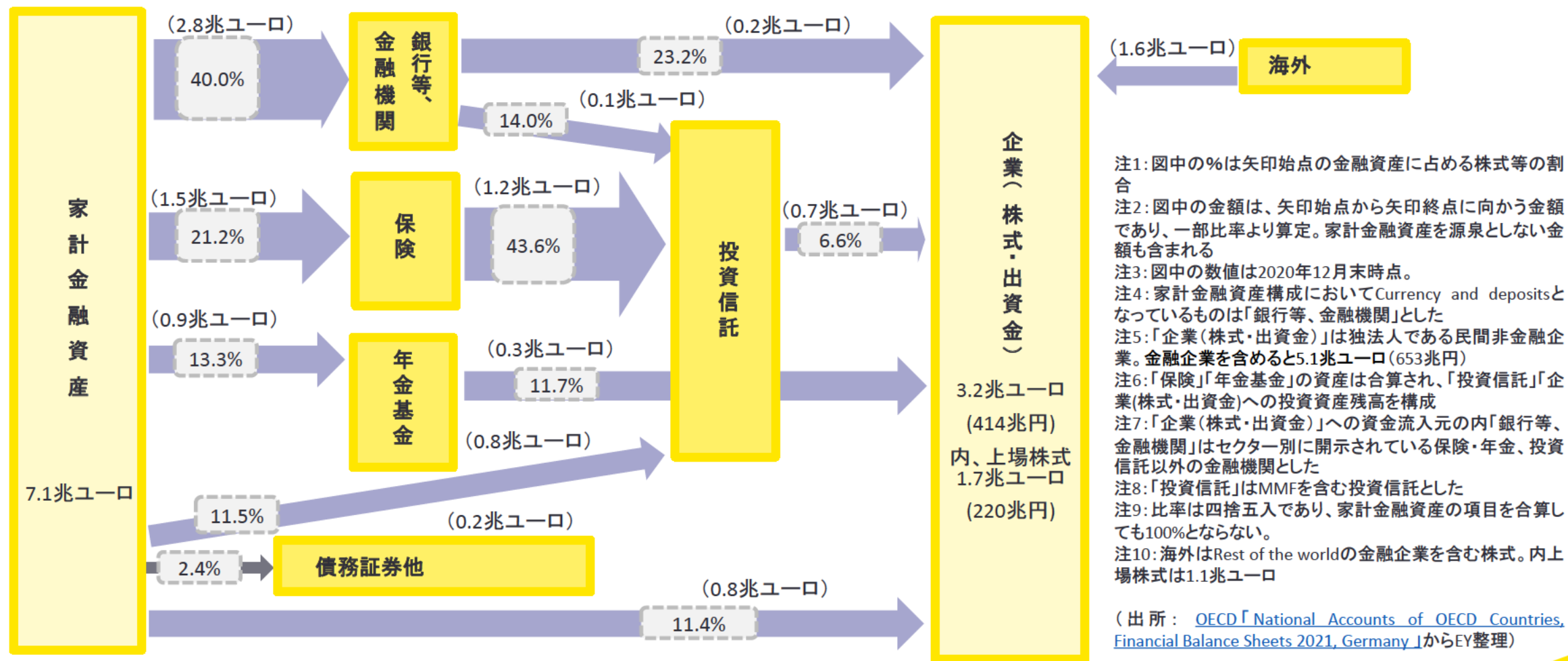


注1: 図中の%は矢印始点の金融資産に占める株式等の割合
 注2: 図中の金額は、矢印始点から矢印終点に向かう金額であり、一部比率より算定。家計金融資産を源泉としない金額も含まれる
 注3: 図中の数値は2020年12月末時点。
 注4: 家計金融資産構成においてCurrency and depositsとなっているものは「銀行等、金融機関」とした
 注5: 「企業(株式・出資金)」は英国法人である民間非金融企業。金融企業を含めると4.5兆ポンド(630兆円)
 注6: 「保険」「年金基金」の資産は合算され、「投資信託」「企業(株式・出資金)への投資資産残高を構成
 注7: 「企業(株式・出資金)」への資金流入元の内「銀行等、金融機関」はセクター別に開示されている保険・年金、投資信託以外の金融機関とした
 注8: 「投資信託」はMMFを含む投資信託とした
 注9: 比率は四捨五入であり、家計金融資産の項目を合算しても100%とならない。
 注10: 海外はRest of the worldの金融企業を含む株式。内上場株式は1.2兆ポンド

(出所: OECD「National Accounts of OECD Countries, Financial Balance Sheets 2021, United Kingdom」からEY整理)

企業の資金調達手段と資本市場に関する調査結果： リスクマネー供給フローの国別比較 ドイツ

▶ 家計を起点とした企業への資金循環： ドイツ

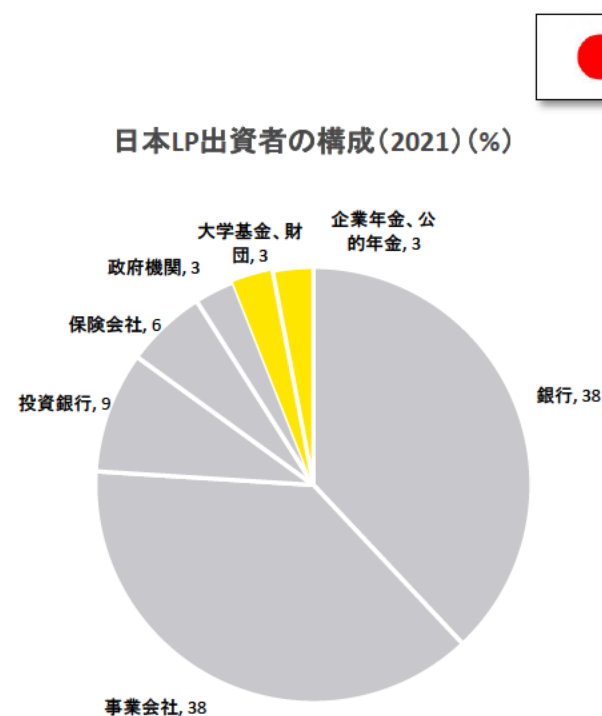
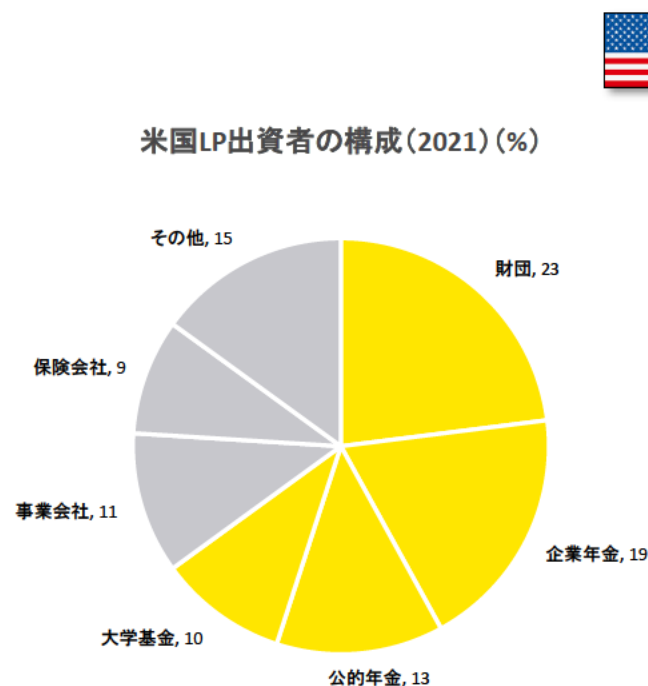


企業の資金調達手段と資本市場に関する調査結果： 参考 オルタナティブ投資 (1/3)

日本のリスクマネー供給フローにおける大口の資金の出し手であるアセットオーナーからのオルタナティブ投資については伸びしろがある。

（参考）日米のVCマーケット比較

米国では大学・財団エンダウメント、年金がLP出資者の65%以上を占める一方で、日本では事業会社、金融機関が9割以上を占めており、機関投資家の割合は6%に止まる。日本のインベストメントチェーンでは、大口のアセットオーナーから資金が成長性の高い投資に振り向けられていない。



出所：内閣府「[スタートアップエコシステム](#)」

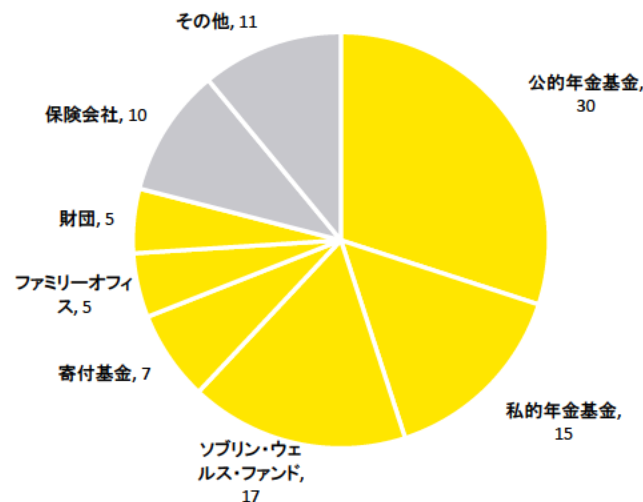
企業の資金調達手段と資本市場に関する調査結果： 参考 オルタナティブ投資 (2/3)

日本のリスクマネー供給フローにおける大口の資金の出し手であるアセットオーナーからのオルタナティブ投資については伸びしろがある。

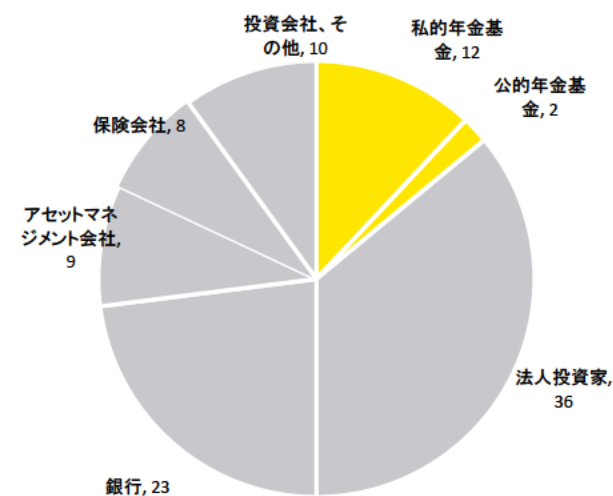
（参考）日本とグローバルのPEマーケット比較

グローバル全体でのPEファンドへの投資家は、年金基金やソブリン・ウェルス・ファンド等の機関投資家が過半を占める。一方、日本のPEファンドでは、法人投資家と銀行で過半を占めており、年金基金等、機関投資家からの投資は限定的となっている。

グローバル全体のPEファンドへの投資
(PE投資金額に占める各投資家タイプの割合%)



日本のPEファンドへの投資
(国内機関投資家によるPE投資額に占める各投資家タイプの割合%)

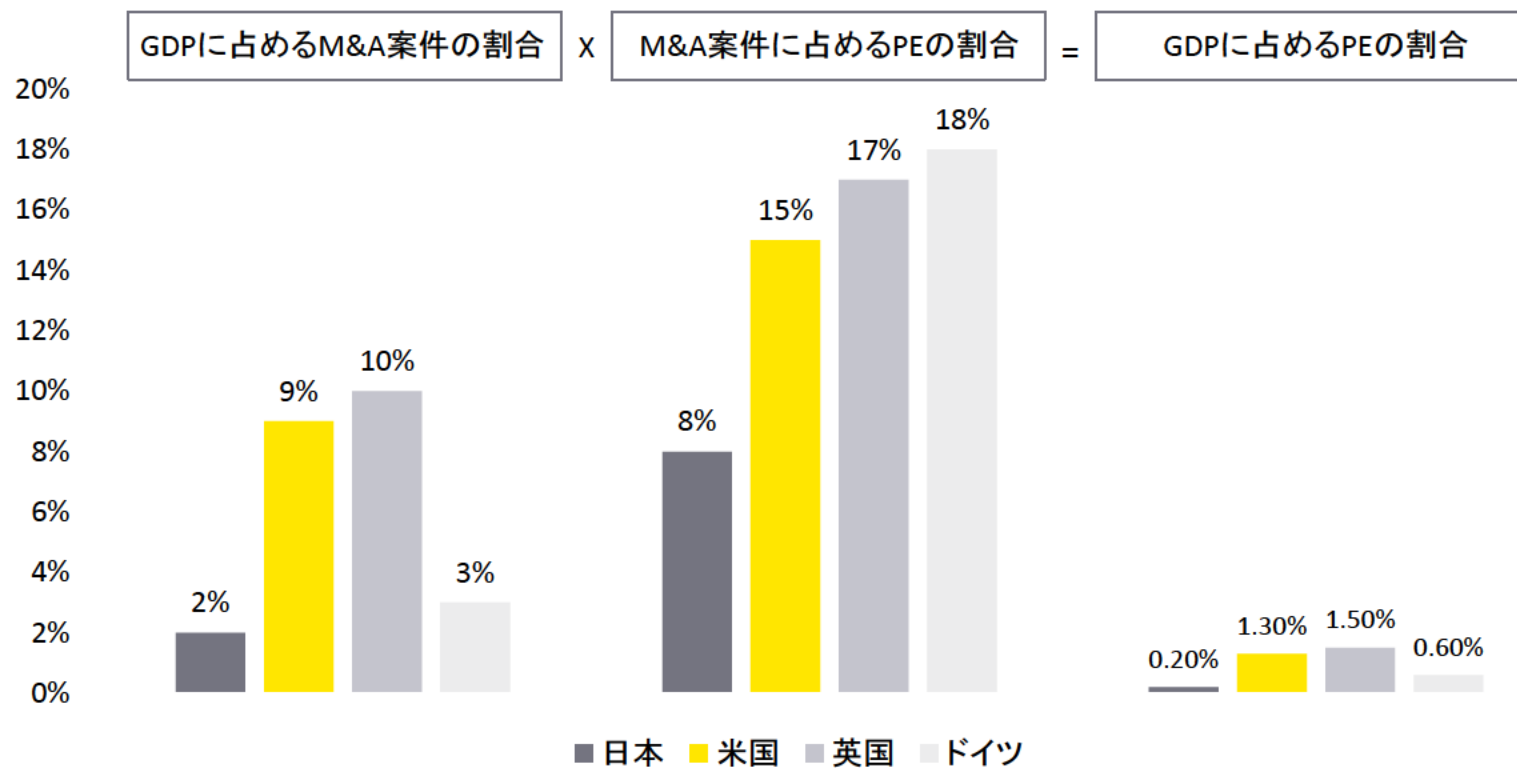


出所：金融庁「成長資金の供給のあり方に関する検討【総論】」事務局説明資料

企業の資金調達手段と資本市場に関する調査結果： 参考 オルタナティブ投資 (3/3)

（参考）日本のPE市場に関する調査

PE市場をGDP比で見ると、日本は他の先進国と比べて小規模に留まっており、例えばドイツやアメリカなどに比して3分の1から7分の1程度となっている。これは、M&A案件に占めるPEの割合が低いことも原因ではあるが、そもそも他国の市場ではより多くのM&A案件が行われていることが主な要因である。



出所：一般社団法人日本プライベートエクイティ協会HPに基づきEY作成

第2章

文献調査②: 資本市場に関する調査

投資家のエンゲージメント活動に関する調査

投資家のエンゲージメント活動に関する調査：サマリー

▶ 調査目標

国内外の機関投資家のスチュワードシップ活動の実態について調査し、制度上および運用上の課題を把握し、機関投資家に向けた政策の提言を行う

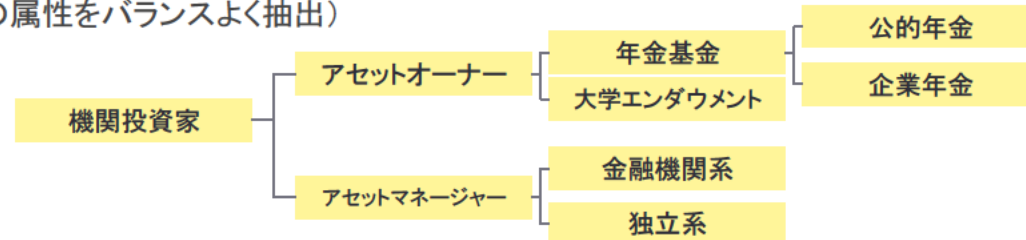
▶ 調査内容

機関投資家が行う、エンゲージメントに関する以下の項目について日本、米国、英国、ドイツの比較調査を行う

- エンゲージメント実施体制・人員
- エンゲージメント対象
- テーマ
- モニタリング（エンゲージメントの進捗管理）
- 対話回数
- 議決権行使の状況

▶ 調査対象

日本、米国、英国、ドイツの、調査時点の保有資産額規模、PRI署名、日本版スチュワードシップ・コード署名、FRCベストプラクティスに選定、等の質的要素も鑑みた、重要な機関投資家（以下の属性をバランスよく抽出）



▶ 調査方法

各機関投資家のWebサイト等で公表されている刊行物等を調査した。

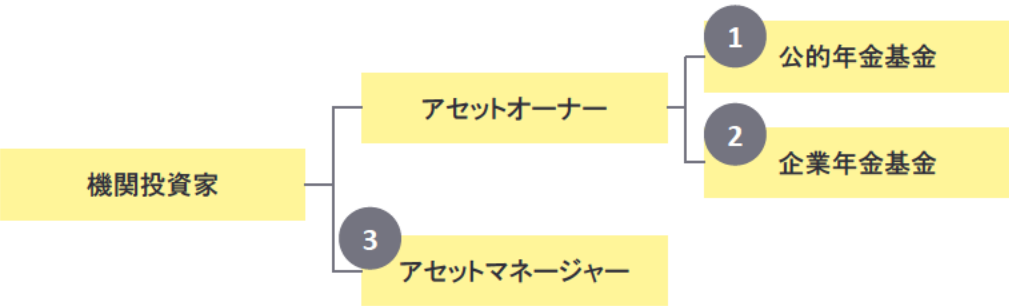
▶ 調査実施期間

2022年12月1日から2023年3月1日

投資家のエンゲージメント活動に関する調査： 調査結果から得られた示唆

日本における主要な機関投資家の属性

本調査で明らかになった国内の主要な機関投資家は、公的年金基金、企業年金基金、アセットマネージャー（運用会社）である。



調査結果から得られた示唆

本調査で明らかになった国内の主要な機関投資家の属性ごとの課題と今後の検討方向性(案)は以下の通りである

	課題	今後の検討方向性(案)
1 公的年金基金	▶ 海外のアセットオーナーと比較するとエンゲージメントの深度については向上の可能性があると思受けられる	▶ 企業に対する直接的な働きかけを行わない現状の制度下では、運用会社のエンゲージメントの実効性を高める施策の検討が望まれる
2 企業年金基金	▶ 海外及び国内の公的年金基金と比較すると情報開示の充実度やエンゲージメントの実態については課題がある。	▶ 米国PBGCのような先進的な取組事例を参考に、企業年金についてもモニタリングするスキームの検討が望まれる。
3 アセットマネージャー	▶ 国内大手運用会社について、取り組みが先進的であるケースも見受けられ、また情報開示等も充実している。エンゲージメントの実効性について今後さらなる向上の可能性があると思受けられる。	▶ 英国FRCのような先進的な取組事例を参考に、国内の代表的なアセットマネージャーについては、スチュワードシップ活動の実効性に基づく評価の仕組み等の検討が望まれる。

投資家のエンゲージメント活動に関する調査結果：調査対象一覧（アセットオーナー）

▶ 調査対象としたアセットオーナー一覧

- ▶ 世界の機関投資家の調査を行うNPO団体「Thinking Ahead Institute」の公表する保有資産額規模で大きなアセットオーナーを中心に、公的年金基金、企業年金、エンダウメントなどを含む調査対象を抽出。

法人名称	属性	選定のポイント
	公的年金基金	▶ 日本の大手公的年金基金
	企業年金基金	▶ PRIに署名している日本の企業年金基金であり、一部自家運用も行っている。
	企業年金基金	▶ PRIに署名している日本の企業年金基金である。
	企業年金基金	▶ PRIに署名している日本の企業年金基金である。
	保険会社	▶ 資産運用会社であり、PRIに署名している。自家運用。
	保険会社	▶ 資産運用会社であり、PRIに署名している。自家運用。
カリフォルニア州職員退職年金基金 (CalPERS)	公的年金基金	▶ 米国最大の公的年金基金であり、直接エンゲージメントや議決権行使も行っている。一部自家運用。
ハーバード・マネジメント・カンパニー（ハーバード大学基金）	大学エンダウメント	▶ オルタナティブ投資なども積極的に行い、高い運用収益を得ており、専門的な運用人材・組織体制を有している。
Third Swedish National Pension Fund (AP3)（スウェーデン）	公的年金基金	▶ スウェーデンの公的年金資金の運用を担うAP基金の一つ。AP1, AP2, AP3, AP4, AP6, AP7と複数の基金があり全てPRIに署名している。AP6 は非継続となった年金制度の資金、AP7 は 個人が選択したファンドの拠出年金の資金を管理し、AP1 から AP4 が拠出型年金の積立金を運用している。
ノルウェー政府年金基金グローバル (GPF)	公的年金基金	▶ 世界最大級の政府系ファンド。ユニバーサルオーナーを表明している。
RailPen(英国鉄道年金)	公的年金基金	▶ 英国スチュワードシップ・コード署名機関であり、FRCのベストプラクティス事例集にも掲載される取り組みを実施している

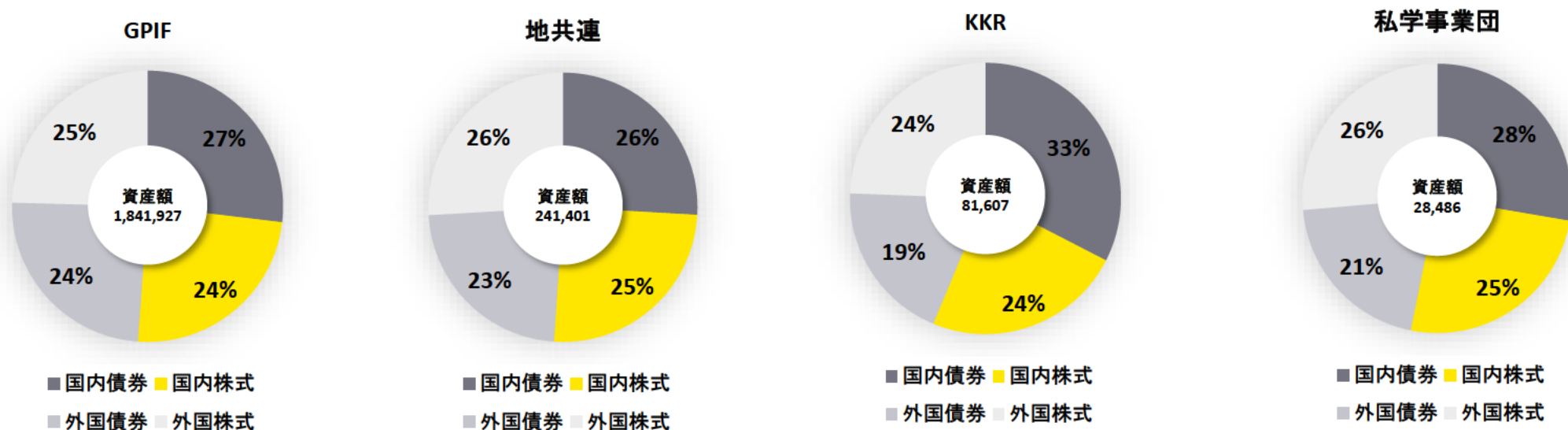
投資家のエンゲージメント活動に関する調査結果：国内主要アセットオーナーの概況 公的年金

国内公的年金基金の状況

- ▶ 年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）、地方公務員共済組合連合会（地共連）、国家公務員共済組合連合会（KKR）、日本私立学校振興・共済事業団（私学事業団）は、日本の公的年金基金の運用額上位4基金であり、資産額は219兆円超、このうち、約25%、53兆円超が国内株式への投資となっている。
- ▶ 詳細は後述するが、これらの4基金は、2015年施行の「被用者年金制度の一元化等を図るための厚生年金保険法等の一部を改正する法律」（平成24年法律第63号。以下「被用者年金一元化法」という。）に基づき管理積立金の管理及び運用について共通のルールを設けているため、これらの4基金には課題及び対応の方向性の検討において共通したアプローチが可能であると考ええる。

国内公的年金基金の積立金資産額及び資産構成割合（2021年度末）

単位：10億円

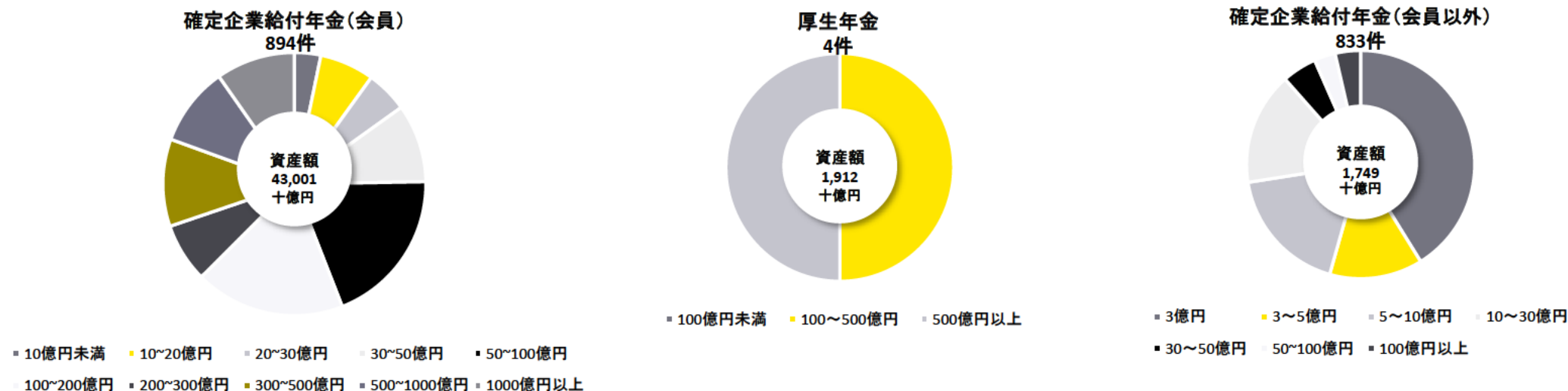


投資家のエンゲージメント活動に関する調査結果: 国内主要アセットオーナーの概況 企業年金 (1/2)

国内企業年金基金の状況

- ▶ 企業年金連合会では、企業年金の資産運用及び財政・事業運営の実態を把握し、会員が今後の事業運営を検討する際の基礎資料として活用できるよう、会員相互の共同事業としてアンケート形式の調査を実施している。
- ▶ この調査対象となっている、確定給付企業年金2,970件及び厚生年金基金5件のうち、資産額及び資産構成額について回答のあった基金1,816件について、公表されている平均資産規模を割り返すことで下記の通り、運用資産額と、うち国内株式の保有額を把握できる。

国内企業年金基金の積立金資産額(2021年度末)

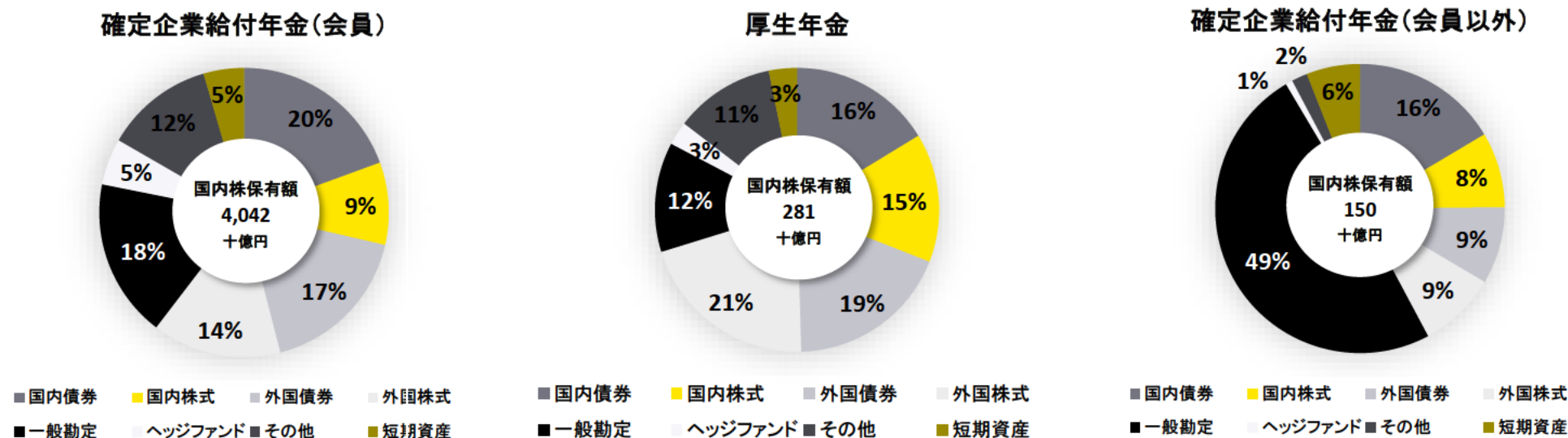


投資家のエンゲージメント活動に関する調査結果：国内主要アセットオーナーの概況

国内企業年金基金の状況

- 上記の通り、国内の企業年金は2,000件以上あるが、その積立資産額のボリュームゾーンは数百億円規模であり、さらに国内株式の保有割合から概算する国内株式投資額も企業年金全体で、4.5兆円程度であり、企業年金が企業価値へ与える影響は大きくないと推察する。しかし、各企業年金が独自の運用方針を策定することができ、これが資産保有構成にも表れている。

国内企業年金基金の資産構成割合（2021年度末）

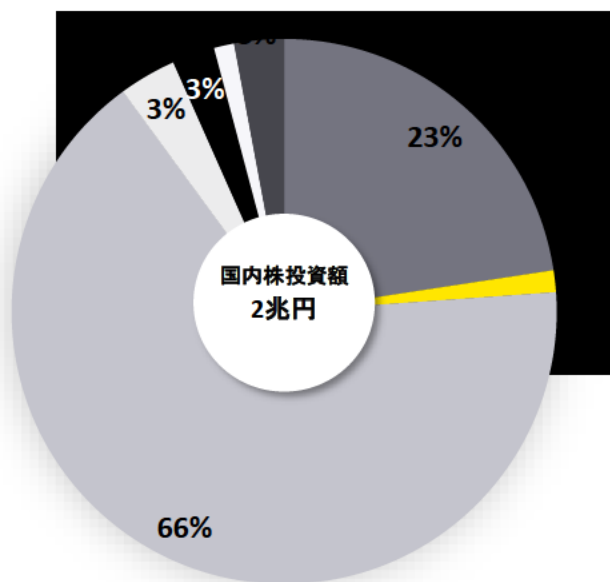


投資家のエンゲージメント活動に関する調査結果：国内主要アセットオーナーの概況 その他

国内大手銀行の状況

- ▶ 家計部門の預貯金のうち2割(※)を占める貯金残高を有する大型の機関投資家である。
 - ▶ 運用資産合計額も、230兆円とGPIFをしのぐ規模を誇るが、このうち国内株式への投資額は2兆円程度に止まる。企業年金よりもさらに小さい。(*1)
- ※本銀行の個人貯金を、日本銀行「資金循環統計」における家計の預金総額で除した数値。

運用資産額及び資産構成割合(2021年度末)

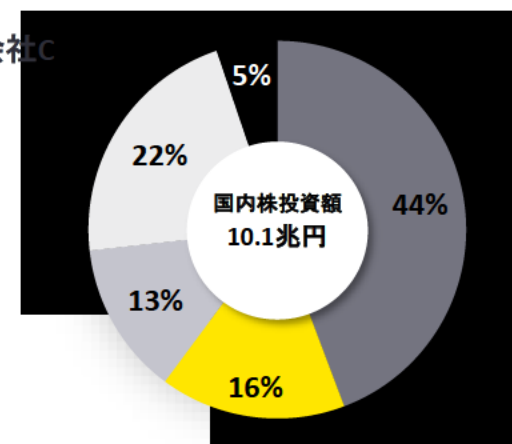


■ 国債 ■ 国内株式 ■ 外国証券等 ■ 社債 ■ 地方債 ■ 貸出金 ■ 戦略投資領域

*1: 金額規模的重要性の観点から本調査においてはスコープアウトとする。

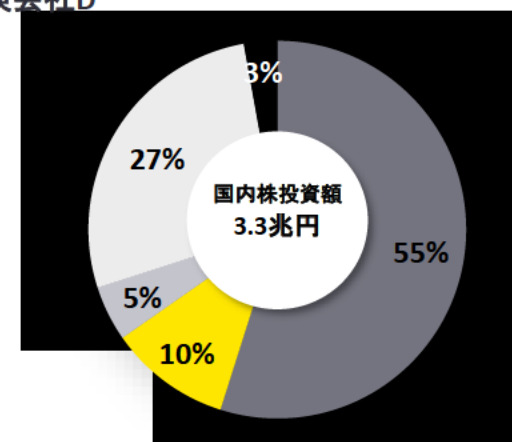
大手保険会社の状況

大手保険会社C



■ 国内公社債 ■ 国内株式 ■ 海外株式 ■ 海外公社債 ■ その他の証券

大手保険会社D



■ 国内公社債 ■ 国内株式 ■ 海外株式 ■ 海外公社債 ■ その他の証券

投資家のエンゲージメント活動に関する調査結果: 国内アセットオーナー調査結果一覧

調査項目	国内大手公的年金	企業年金(自家運用有)	企業年金A	企業年金B	大手保険会社C 自家運用有	大手保険会社D 自家運用有
エンゲージメント実施体制	▶ 運用受託機関が実施するエンゲージメント実施状況を把握・モニタリングするため、運用受託機関との対話を行う体制。	▶ Hermes EOSに、日本企業との対話を委託。また、IICEFIに参加し協働エンゲージメント活動も実施。	▶ 運用受託機関に対して投資先企業との建設的な目的を持った対話を求める。	▶ 運用受託機関に対して投資先企業との建設的な目的を持った対話を求める。	▶ 「スチュワードシップ推進チーム」の12名が投資先企業との対話を実施。	▶ 「責任投資推進部」がスチュワードシップ活動を担う。
エンゲージメント対象	▶ 運用受託機関全て実施。	▶ 自家運用ではTOPIXすべてが対象としている。	▶ 開示なし	▶ 開示なし	▶ 重要な論点がある企業は全件対話。GHG排出量上位先とは気候変動をテーマで対話。	▶ 全保有銘柄から金額・株主順位、テーマ、課題により企業を選定。ポートフォリオにおける割合約55%
テーマ	▶ 体制や日本版スチュワードシップ・コードの受け入れ・PRI署名状況、スチュワードシップ活動、ESG課題への取組状況、議決権行使状況など	▶ 個別の企業特有の経営に関する事項より、日本企業全体に共通したコーポレートガバナンスの諸課題に焦点	▶ 開示なし	▶ 開示なし	▶ 2つのアプローチ ▶ ①環境・社会、経営スタンスや事業方針など ▶ ②議決権行使にかかる重要な論点	▶ ESGと経営・財務戦略。 ▶ 2019年度以降は「気候変動」、2021年度は「人権」も重点テーマに追加。
モニタリング (エンゲージメントの進捗管理)	▶ 適切にモニタリングし、積極的に対話するとしている。必要に応じてミーティングやアンケートを都度実施。	▶ 特に開示はないが、資産運用諮問委員会においてエンゲージメントの状況について諮問されている。	▶ 開示なし	▶ 開示なし	▶ 対話PDCAフェーズを設け、論点の表明から論点解消までモニタリングしている。	▶ マイルストーン管理により、課題提示から課題解決までモニタリングしている。
対話回数など	▶ 83回 ▶ 運用受託機関との対話	▶ 開示なし	▶ 開示なし	▶ 開示なし	▶ 1,197回(749社) ▶ 内、114社は議決権行使判断のみを目的とする対話	▶ 対話社数 202社
議決権行使の状況	▶ 全て運用受託機関が実施 ▶ 会社提案 164,135件(反対比率 10.4%)	▶ 委託運用: 会社提案 10,460件(反対・棄権比率9.1%) ▶ 自家運用: 同23,481件(同9.9%)	▶ 運用受託機関に対して議決権行使の結果について、賛否の理由を公表するよう努力を求める。	▶ 運用受託機関に対して議決権行使の結果について、賛否の理由を公表するよう努力を求める。	▶ 会社提案 5,756件(反対比率1.8%)	▶ 会社提案 16,125件(反対比率2.0%)

投資家のエンゲージメント活動に関する調査結果：海外アセットオーナー調査結果一覧

調査項目	CalPERS・自家運用有	Harvard	AP3・自家運用有	ノルウェー政府年金基金グローバル(GPFG)	Railpen
エンゲージメント実施体制・人員	▶ 「コーポレートガバナンスチーム」が上場投資先企業とのエンゲージメントを実施	▶ 上場会社投資に関する株主責任問題検討ため、株主責任委員会(CCSR)と株主責任諮問委員会(ACSR)を設置。協働エンゲージメントが最も重要と考えるとの記載あり。	▶ AP3が単独、または他の投資家と協働で、AP基金倫理評議会を通じてエンゲージメントを実施。	▶ ノルウェー中央銀行が運用を受託、意思決定の権限はノルウェー中央銀行の理事会にある。ノルウェー中央銀行が企業との対話を実施。	▶ サステイナブルオーナーシップチームと投資管理チームが共同で対話を実施。
エンゲージメント対象	▶ 約50の市場に存在する1万社以上の企業が対象となる。	▶ 開示なし	▶ 特に開示ないが、上場株式ポートフォリオ約1,600社が対象と推測される。	▶ 開示なし	▶ ファンダメンタル成長戦略で保有する約100社に加え、クオンツ戦略で保有する最大保有銘柄。
テーマ	▶ 役員報酬、取締役会の多様性、気候変動、投資家の権利、人的資本やその他長期的な価値創造を促進するサステナビリティに関する事項	▶ 特に記載ないが、投資フレームワークで、ESGインテグレーション、Net Zero Pledge、DE&Iを3つを柱としている。	▶ 役員報酬制度、取締役会の構成、効果的な資本構造の促進、健全な労働環境の促進、金融犯罪防止、気候変動対策など。	▶ 効果的な取締役会、適切な経営インセンティブ、資本配分、気候・環境、人権、腐敗防止、税制など。	▶ 4つの優先テーマ ▶ 責任ある技術、持続可能な金融市場、労働力の価値、気候変動
モニタリング (エンゲージメントの進捗管理)	▶ 解決に向けた会社の進捗状況を定期的に確認。建設的な対話が成功しないと判断した場合、エスカレーションアプローチをとる。	▶ ESG要件である場合、定期的に運用受託会社をモニタリングする。	▶ 過半数の株式保有の投資先では、取締役会のメンバーとして意思決定に影響を与える。 ▶ 運用受託会社とは定期的にミーティングや電話会議を行う。	▶ 戦略的テーマを優先的に取り上げ、数年にわたり追求する。 ▶ 運用受託会社に関してはマンドートに記載があり、要件は毎年フォローアップされる。	▶ 投資先企業が建設的な対応をしない場合、エスカレーションアプローチをとる。
対話回数など	▶ 700社以上の上場企業	▶ 開示なし	▶ 開示なし	▶ 1,163社の会社と合計2,628回のミーティング ▶ 取締役会とは合計172回のミーティング	▶ 開示なし
議決権行使の状況	▶ 会社提案 84,998件(反対比率24%)	▶ ACSRが検討した株主総会決議は4社19件。内2件反対。	▶ 会社提案 13,028件(反対比率18%)	▶ 会社提案 116,525件(反対比率4.8%)	▶ 会社提案(反対比率11.4%)件数の記載なし

出所: 各公表情報に基づきEY作成

投資家のエンゲージメント活動に関する調査結果： 調査対象一覧(アセットマネージャー)

▶ 調査対象としたアセットマネージャー一覧

- ▶ 世界の機関投資家の調査を行うNPO団体「Thinking Ahead Institute」の公表する保有資産額規模で大きなアセットマネージャーを中心に、日本版スチュワードシップ・コードやPRI署名済、またはFRCのベストプラクティスとして記載されたアセットマネージャーを調査対象として抽出。

▶ 国内

法人名称	属性
アセットマネージャーA	国内銀行系アセットマネージャー
アセットマネージャーB	国内銀行系アセットマネージャー
アセットマネージャーC	国内銀行系アセットマネージャー
アセットマネージャーD	国内保険会社系アセットマネージャー
アセットマネージャーE	国内証券会社系アセットマネージャー
アセットマネージャーF	国内保険会社系アセットマネージャー

▶ 海外

国・地域	法人名称	属性
米国	アセットマネージャーG	海外独立系アセットマネージャー
ドイツ	Allianz Global Investors	海外保険会社系アセットマネージャー
米国	Harris Associates LP	海外独立系アセットマネージャー
米国	The Vanguard Group, Inc.	海外独立系アセットマネージャー
フランス	Amundi Asset Management	海外銀行系アセットマネージャー
英国	Lindsell Train Limited	海外独立系アセットマネージャー
米国	Wellington Management Company LLP	海外独立系アセットマネージャー
英国	Oldfield Partners LLP	海外独立系アセットマネージャー
英国	J O Hambro Capital Management Limited	海外金融系アセットマネージャー

投資家のエンゲージメント活動に関する調査結果：国内アセットマネージャー調査結果一覧

調査項目	アセットマネージャーA	アセットマネージャーB	アセットマネージャーC	アセットマネージャーD	アセットマネージャーE	アセットマネージャーF
AUM規模	▶ 87兆円	▶ 52兆円	▶ 60兆円	▶ 8兆円	▶ 70兆円	▶ 33兆円
エンゲージメント実施体制	▶ ESG専門家であるスチュワードシップ推進部とアナリストが協働しエンゲージメントを実施	▶ アナリスト・ファンドマネージャーが対話を担い、議決権担当のESG推進室と相互に連携	▶ ファンドマネージャーやアナリストとESG専門部署である責任投資グループとが協働	▶ アナリストが中心となり、ESG調査を行う責任投資部も積極的に対話にも参加	▶ エンゲージメント推進室を中心に、企業アナリストやESGスペシャリストが協働	▶ 株式運用部セクターアナリストが、ESG推進部と連携して対話を実施
エンゲージメント対象	▶ 東証一部の時価総額で約9割を実施。	▶ TOPIXカバー率で約6割を実施。	▶ TOPIX時価総額で約8割を実施。	▶ 開示はないが、アクティブ運用に特化した運用機関である。対話の実効性追求に拘りをもつ。	▶ 東証市場の時価総額で約8割を実施。	▶ 開示なし。ESG評価を実施した企業の時価総額カバー率は約9割。
テーマ	▶ 気候変動・人的資本・人権問題・ダイバーシティなどのESGテーマや、事業戦略など	▶ 事業戦略、財務戦略、コーポレートガバナンス、情報開示姿勢の4論点にESGの視点を加え設定	▶ 企業戦略で3、環境で6、社会で5、ガバナンスで4、ESGで5の計23課題	▶ 経営戦略とESG（環境、社会、ガバナンス）に重点を置く	▶ 事業戦略、財務戦略、環境・社会問題への取り組み、コーポレートガバナンス、開示・対話の5つ	▶ 事業戦略、財務戦略、IR戦略、ガバナンス／リスク管理の4つと、ESGの視点
モニタリング（エンゲージメントの進捗管理）	▶ 設定した課題への企業の方針表明を確認し、進捗状況をモニタリング。進捗状況をステージ管理。	▶ 対話のゴール（目標）を設定の上、対話後の企業の変化の状況を段階的に把握し、ステージ管理。	▶ 課題設定から解決に向け8段階でマイルストーン管理し、きめ細かくモニタリング。	▶ 課題提示から行動確認まで対話の進捗状況を五段階に分けて管理。	▶ ひとつのテーマに関して3年区切りのマイルストーン管理によるPDCAサイクルを行う。	▶ 開示なし。対話の具体例に記載のある会社については進捗状況が把握できる
対話回数など	▶ 約1,200件（約500社） ▶ 取材活動含む企業との接触回数計7,600件	▶ 884件 ▶ 内、役員との対話は約520件	▶ 1,896件 ▶ ※内訳、株式590社（アクティブ592件、パッシブ932件）、債券240社（372件）	▶ 904件 ▶ 「目的を持った対話」件数をカウント	▶ 総コンタクト数6,500件 ▶ 内、役員以上の対話約1,000件、社内の1対1の対話 約2,400件	▶ 1,820件 ▶ 内、役員との個別対話687件、IR担当者との個別対話 1,133件 ▶ その他含め計4,249件対話
国内株式議決権行使の状況	▶ 会社提案 26,234件（反対比率19.9%） 約2,600社	▶ 会社提案 23,922件（反対比率13.7%）	▶ 会社提案 23,357件（反対比率15%）	▶ 会社提案 13,641件（反対比率14.3%）	▶ 会社提案 23,894件（反対比率8.3%）	▶ 会社提案 21,608件（反対比率12.5%） 2,035社

投資家のエンゲージメント活動に関する調査結果: 海外アセットマネージャー調査結果一覧 (1/2)

調査項目	アセットマネージャーG	Allianz GI	Harris Associates	Vanguard	Amundi
AUM規模	▶ 記載なし。※グローバルではUSD 8.5兆ドル	▶ EUR 673 billion ※AllianzグループではUSD 2.9兆ドル	▶ USD 94 billion	▶ USD 7.2 trillion	▶ EUR 2.0 trillion
エンゲージメント実施体制・人員	▶ インベストメント・スチュワードシップ部が実施。	▶ スチュワードシップチームが実施し、関連する投資チームのメンバーも頻繁に参加	▶ 開示なし	▶ 投資スチュワードシップチームが実施。すべてのエンゲージメント活動を特定の地域を担当するシニアリーダーが監督。	▶ 責任投資部門に所属する、ESGアナリストと、議決権行使およびガバナンスの専門家からなる2つの部門が実施。
エンゲージメント対象	▶ 東証一部の時価総額で約6割を実施。	▶ 開示なし	▶ 開示なし	▶ 地域別株式AUMに占める割合: ▶ 米国 72%、欧州 48%、アジア 11%、米州(米国を除く) 44%他	▶ 開示なし ▶ 2025年までに1,000社以上に拡大した気候変動エンゲージメント計画を展開予定
テーマ	▶ 日本では 取締役会の実効性、パーパス・経営戦略と資本政策、人的資本の充実、気候変動のリスクと機会の4つを重視	▶ テーマ別アプローチでは気候変動・プラネタリー・バウンダリ、包括的資本政策、リスク別アプローチでは戦略やガバナンスなど	▶ 企業戦略、資本配分、株主の取り組みや、ESG課題を含むビジネスリスクやチャンスに積極的に対処するための経営計画	▶ コーポレートガバナンスの原則を中心に据え、気候変動、役員や従業員の多様性(人的資源管理)、人権などの主要課題	▶ 低炭素経済への移行、自然資本の保全、従業員の保護と人権推進を通じた社会的一体性など6つの主要テーマを設定
モニタリング (エンゲージメントの進捗管理)	▶ 課題のある企業約200社をウォッチリストに組み入れ、定期的な対話を実施し、課題に対する進捗を確認	▶ テーマごとに結果の事例紹介。通常の対話では懸念が解消されない場合エスカレーションアプローチをとる。	▶ 経営陣が株主価値をいかに最大化したかに基づいて評価。定期的にモニタリングし不十分な変化の場合、通常売却が前提。	▶ 独自のデータベースに記録し、マイルストーンやタイムラインを設定。会社の進捗状況をモニタリング。	▶ 様々なマイルストーンを定義し社内でも共有。平均期間は3年。失敗、または発行体の改善計画が弱い場合、エスカレーションアプローチをとる。
対話回数など	▶ 525件(337社) ▶ 役員以上との対話件数をカウント	▶ 299件	▶ 経営幹部や役員とのマネジメントミーティングを年間1,000回以上	▶ 1,447回(1,074社) ▶ 投資先会社の取締役会と1,447回	▶ 2,334件(1,364社)
議決権行使の状況	▶ 日本国内株式 ▶ 会社提案 1,258件(反対比率8.2%)	▶ 会社提案 107,218件(反対比率21%)	▶ 開示なし	▶ 会社提案 177,307件(反対比率8%)	▶ 7,309の年次総会で77,631の議案に賛成(反対比率20%)(議案数は97,038と推計)

出所: 各公表情報に基づきEY作成

投資家のエンゲージメント活動に関する調査結果: 海外アセットマネージャー調査結果一覧 (2/2)

調査項目	Lindsell Train	Wellington Management	Oldfield Partners	J O Hambro
AUM規模	▶ GBP 22 billion	▶ USD 1.4 trillion	▶ USD 3.5 billion	▶ GBP 22.9 billion
エンゲージメント実施体制	▶ 投資チームの7名全員が実施。尚、ESGは会社の全領域に不可欠であり、ESG分野に専用のリソースを割り当てない。	▶ 投資チームがスチュワードシップ活動に責任を負う。スチュワードシップチームはエンゲージメントをレビューし、一貫性と有効性を評価。SIリサーチチームという80名の専門家からなるチームも関与。	▶ 投資チーム11名が主導、スチュワードシップ委員会が、エンゲージメント活動の進捗をモニタリング	▶ 14の各投資チームが、それぞれの戦略や管轄地域に合わせた独自のエンゲージメントを構築し、実施。サステナブル・インベストメント・チームは、エンゲージメントの把握とモニタリング
エンゲージメント対象	▶ 保有株式75銘柄中30銘柄とエンゲージメントを実施	▶ 開示なし	▶ 開示なし	▶ 開示なし
テーマ	▶ 企業戦略、業績、ガバナンス、気候変動を含む環境要因、報酬など株主に長期的かつ持続的価値を提供する能力に影響を与えるとされる全ての要因	▶ 気候変動、生物多様性、現代奴隷制度、データプライバシー、株主の権利	▶ 投資テーマにとって最も重要であると考えられるESG課題に取り組む	▶ ESG及び開示。Eは水へのアクセス、気候変動、汚染と廃棄物など。Sは人権、人材マネジメント、製品品質など。Gは取締役会、報酬など。
モニタリング (エンゲージメントの進捗管理)	▶ 必要に応じて経営陣と面談を行うなど継続的なモニタリングを行う。面談の結果エスカレーションが必要か決定。望ましい結果が得られない場合議決権行使、極端な場合売却を検討。	▶ ポートフォリオチームが進捗管理。投資チームはレビューし、有効性を評価。特に企業の長期的な業績にとり重要な問題であると判断した場合は、エスカレーションアプローチをとる。	▶ エンゲージメントレポートで個社の進捗を開示。求める変化を実現するために、エンゲージメントの範囲を広げたり、特定の懸念事項につきエスカレートアプローチをとる。	▶ 初回エンゲージメントから進行中、部分的に変更完了、完了、失敗の5段階で開示。 ▶ ファンドマネージャーが要求した変更を経営陣が行わない場合、エスカレーションアプローチをとる。
対話回数など	▶ 50回(上記30銘柄) ▶ 投資チームの面談は221回	▶ 17,500回(4,500社) ▶ ESGに関するものは4分の1以上が取締役会とのエンゲージメント	▶ 開示なし ▶ 株主総会には全102回参加	▶ 1,400回以上 ▶ 内、取締役会レベルが26%、役員レベルが41%。
議決権行使の状況	▶ 会社提案 1,086件(反対・棄権比率1%)	▶ 67,000件以上	▶ 会社提案 1,268件(反対比率4.1%)	▶ 会社提案 14,106件(反対比率14.8%)

出所: 各公表情報に基づきEY作成

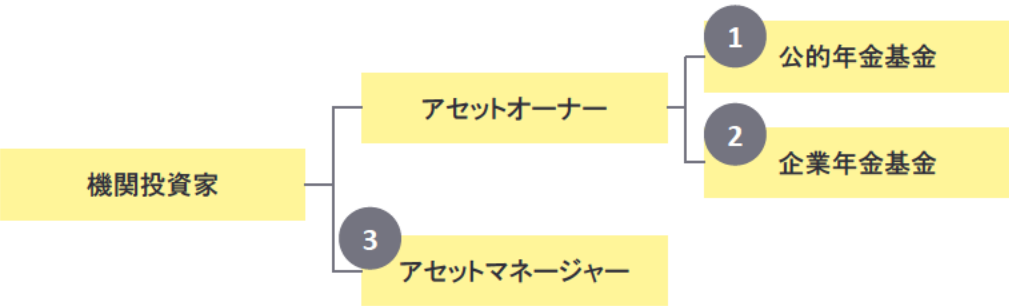
投資家のエンゲージメント活動に関する調査結果：調査結果サマリー

	調査結果
人員・実施体制の課題	▶ 先進事例としては、エンゲージメントを含むスチュワードシップ活動を統括する専任部署を置くケースが多い。 ▶ 人員数については、記載のないケースも多いが、国内では専属人員が10名超程度が一般的な傾向である。
対話の実施状況	▶ 対話の回数は組織ごとに公表している回数がさまざまであり、有意な傾向は特定できなかった。 ▶ 役員以上（例：CEO・取締役会等）との対話を実施した回数の開示を行っている組織は少数であるが、海外ではその事例がある ▶ 対話の深度はアクティブとパッシブでは異なるはずだが、区別していない組織も多く、対話の実施回数はアクティブとパッシブの合算となっていると見受けられる。 ▶ ほとんどの組織がエンゲージメントのPDCAサイクルを整備して、運用を行っているが、海外では、個別企業に対するプレス・ステートメント、規制当局や政府機関への働きかけや投資撤退など、対話の効果が得られない場合のアクションが明記されているケースが多い
議決権行使の状況	▶ 組織ごとに公表している反対比率はさまざまであり、有意な傾向はできなかったが、国内保険会社の反対比率は低い傾向にある。 ▶ 米国CalPERSは24%と高い
対象企業	▶ 国内機関投資家は、プライム（旧東証一部）/TOPIXの時価総額で約6割～9割（＝約100社から約500社）を対象企業としている組織が多い。一方で、開示やヒアリングで補足した重点企業数から、実際に深度のある対話がされているのは時価総額上位100社から300社程度であると考えられる。TOPIX Smallに区分され成長期待の低い約1,600社などは、エンゲージメントがなされていないと推測される。 ▶ 海外では、それぞれの組織の戦略や特長により、重点対象とする企業数は差がみられる傾向である。一方で国内機関投資家でも、アクティブに特化した運用を行う組織やパッシブに特化した戦略を持つ組織では、重点企業に独自色がみられる。
情報開示の透明性	▶ 国内機関投資家のうち、アセットマネージャーの情報開示は比較的進んでおり、海外とも遜色がない。一方で、国内の企業年金基金については、日本でPRIに署名し先進的であると考えられる機関においてさえも開示は不十分である。

投資家のエンゲージメント活動に関する調査結果： 調査結果から得られた示唆サマリー

日本における主要な機関投資家の属性

本調査で明らかになった国内の主要な機関投資家は、公的年金基金、企業年金基金、アセットマネージャー（運用会社）である。



調査結果から得られた示唆

本調査で明らかになった国内の主要な機関投資家の属性ごとの課題と今後の検討方向性（案）は以下の通りである

	課題	今後の検討方向性（案）
1 公的年金基金	▶ 海外のアセットオーナーと比較するとエンゲージメントの深度については向上の可能性があると思受けられる	▶ 企業に対する直接的な働きかけを行わない現状の制度下では、運用会社のエンゲージメントの実効性を高める施策の検討が望まれる
2 企業年金基金	▶ 海外及び国内の公的年金基金と比較すると情報開示の充実度やエンゲージメントの実態については課題がある。	▶ 米国PBGCのような先進的な取組事例を参考に、企業年金についてもモニタリングするスキームの検討が望まれる。
3 アセットマネージャー	▶ 国内大手運用会社について、取り組みが先進的であるケースも見受けられ、また情報開示等も充実している。エンゲージメントの実効性について今後さらなる向上の可能性があると思受けられる。	▶ 英国FRCのような先進的な取組事例を参考に、国内の代表的なアセットマネージャーについては、スチュワードシップ活動の実効性に基づく評価の仕組み等の検討が望まれる。

投資家のエンゲージメント活動に関する調査結果： 調査結果から得られた示唆 公的年金基金 (1/2)

▶ 課題

- ▶ 海外のアセットオーナーと比較するとエンゲージメントの深度については向上の可能性があると思われる
- ▶ 海外の公的年金基金は、企業に対して、直接的な働きかけを行っている

直接的な働きかけ(例)

- ▶ 対話によるエンゲージメント
 - ▶ 議決権行使
 - ▶ プレスステートメント
- ▶ 一方で、日本の公的年金基金は、アセットマネージャーと投資一任契約を結び、アセットマネージャーによる企業の働きかけをエンゲージメントする立場にある。例えば、190兆円近い運用額をもつGPIFについては、年金積立金管理運用独立行政法人法の第20条第2項に「年金積立金の運用が市場その他の民間活動に与える影響に留意しつつ」との文言がある。加えて、GPIFの中期計画には以下の記載がある。

市場及び民間の活動への影響に対する考慮

年金積立金の運用に当たっては、市場の価格形成や民間の投資行動等を歪めないよう、特に、資金の投入及び回収に当たって、特定の時期への集中を回避するとともに、情報 発信を含む自らの行動が市場に過大なインパクトを与えることで、結果的に自ら不利益を被ることがないように、十分留意する。

また、企業経営等に直接的かつ過大な影響が及ばないように十分に考慮し、以下の点について配慮する。

- i 運用受託機関ごと(自家運用を含む。)に同一企業発行有価証券の保有について 制限を設ける。
- ii 株式運用において個別銘柄の選択は行わない。

投資家のエンゲージメント活動に関する調査結果：調査結果から得られた示唆 公的年金基金 (2/2)

▶ 今後の検討方向性(案)

- ▶ 前頁の課題を踏まえると、現状の制度下で、公的年金基金が企業に直接的な働きかけを行うことはできないため、より一層アセットマネージャーに対するエンゲージメントの実効性を高める取組の促進が望まれる。
- ▶ GPIFは業務方針において運用受託機関に対する選定基準を定めており、この中で、アセットマネージャーのスチュワードシップ活動を評価対象とすることを明記している。

GPIF業務方針

管理運用法人は、運用受託機関の選定基準、配分基準及び一部回収・解約基準における総合評価の評価項目を次のとおりとする。選定対象と同じ運用スタイルの既存運用受託機関が存在する場合にはそれらの運用受託機関との相対評価を実施するものとする。

スチュワードシップ責任に係る取組

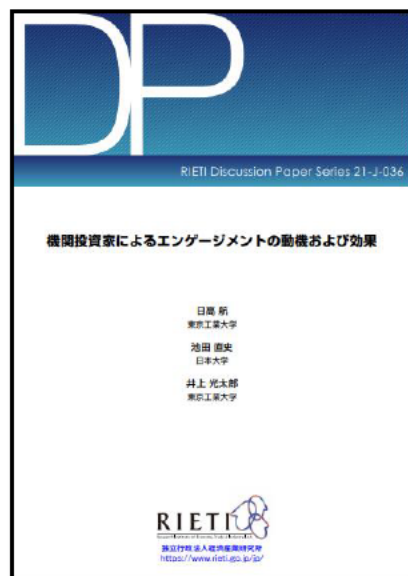
株式の運用受託機関にあっては、スチュワードシップ責任を果たすための方針に基づき、建設的なエンゲージメント活動等を通じて投資先企業の企業価値の向上や持続的成長を促すとともに、株主利益を図るための利益相反の弊害防止体制を整備する等、適切な取組を行っているか。

- ▶ こうした選定基準の評価項目について、スチュワードシップ活動に係る取組みの実効性評価をどのように行ったかなどをより詳細に情報開示するなどの追加的な取組により、公的年金基金はアセットマネージャーに対する働きかけを強化し、より実質的なエンゲージメントの実施を促進することができるのではないか。

出所：[GPIF業務方針](#)

投資家のエンゲージメント活動に関する調査結果: (参考) 先行研究の紹介

▶ (参考) 先行研究の紹介: 機関投資家によるエンゲージメントの動機及び効果



発表年月	▶ 2021 年 7 月
筆者	▶ 日高 航氏(東京工業大学大学院) ▶ 池田 直史氏(日本大学) ▶ 井上 光太郎氏(東京工業大学)
概要	▶ 大手機関投資家 3 社からエンゲージメント活動の情報提供を受け、機関投資家側の動機、エンゲージメントの内容と効果を検証
分析対象	▶ 2017 年から 2019 年の期間の、のべ 3 千回以上のエンゲージメント
エンゲージメントの効果	投資先企業における: ▶ 社外独立取締役比率と役員持株比率の上昇 ▶ 政策保有株比率の減少 ▶ 買収防衛策の廃止 ▶ ROE または Tobin's Q の上昇
機関投資家の動機に関する示唆	エンゲージメントが行われるのは: ▶ 機関投資家のアクティブ運用分のモニタリング・インセンティブの代理指標である株式保有比率が高い投資先企業 ▶ 機関投資家のパッシブ運用分のモニタリング・インセンティブの代理指標である時価総額の自然対数が高い投資先企業
アセットオーナーへの示唆	▶ アセットマネージャーのエンゲージメントをアセットオーナーが促進した場合、アセットマネージャーがエンゲージメントに投入するコストに見合うインセンティブを付与することが重要である

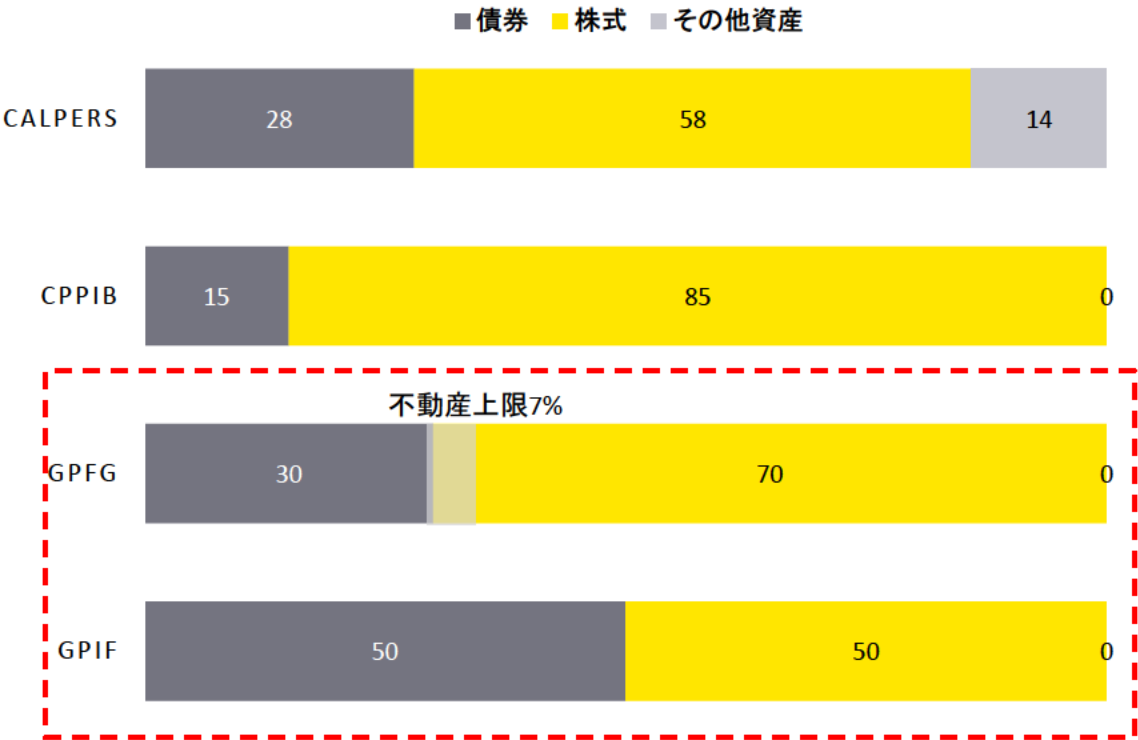
- ▶ 上記のような先行研究を踏まえ、エンゲージメントの実態についてさらに広範かつ詳細な調査研究が行われることも今後の方向性として検討されることが望まれる

出所: 機関投資家によるエンゲージメントの動機および効果 (rieti.go.jp)

投資家のエンゲージメント活動に関する調査結果： 海外公的年金基金 調査結果（好事例）（1/3）

ノルウェー政府年金基金グローバル(GPFG)は ノルウェーの石油収入の長期的運用を支えるための財政手段として1990年に設立された基金で、ソブリン・ウェルス・ファン
ドとしては、世界最大級である。下記の通り、ポートフォリオ構成や資産規模の観点からも、GPIFとベンチマーク可能であると考ええる。

基本(参照)ポートフォリオ(2022年3月末)



資産規模(2022年3月末)

単位：兆円

CalPERS(アメリカ)(カリフォルニア州職員退職年金基金)	58
CPPIB(カナダ)(カナダ年金制度投資委員会)	52
GPFG(ノルウェー)(ノルウェー政府年金基金グローバル)	160
年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)	197

※GPFG(ノルウェー)は2022年6月末

投資家のエンゲージメント活動に関する調査結果： 海外公的年金基金 調査結果（好事例）（2/3）

ノルウェー政府年金基金グローバル(GPFG)の運用は、ノルウェー銀行インベストメント・マネジメント(NBIM)（「ノルウェー中央銀行投資管理部門」）と呼ばれる、ノルウェー王国の中央銀行であるノルウェー銀行の内部に設けられた運用機関により行われている。

NBIMは、GPFG以外にも、ノルウェー政府の外貨準備と政府石油保険基金を運用しており、財務省からベンチマーク・ポートフォリオなど達成すべき目標が明確に設定され、達成した業績に応じたインセンティブ制度が導入されている。

NBIMは、GPFGのスチュワードシップ活動について、87ページ程度の報告書を年次で発行しており、この中で、Companiesという章において、企業への働きかけの詳細を開示している。

GPFGの責任投資レポート



(参考)レポートの章立て

1. Introduction

Prefaces

How we work

2025 Climate action plan

2. Market

Standards

Expectations

Research

3. Portfolio

Investments

Risk management

Risk-based divestments

4. Companies

Dialogue

Voting

Ethical exclusions

Appendix

1. Sustainability due diligence

2. TCFD Report

投資家のエンゲージメント活動に関する調査結果: 海外公的年金基金 調査結果 (好事例) (3/3)

取組事例: 戦略的取締役会ダイアログ

先進的な取組の一つに、企業をより深く理解し、企業に影響を与え、取締役会の説明責任を高めることを目的として実施する、戦略的取締役会ダイアログがある。

Examples of strategic board dialogues in 2022 and some of the topics we discussed.

Company	Sector	Agenda			
JBG SMITH Properties	Real estate	Remuneration	Energy efficiency	Human capital	Board oversight
T-Mobile US Inc	Telecommunications		Capital allocation		
ABB Ltd	Industrials	Capital allocation	Succession planning	Sustainability	Strategy
Nestlé SA	Consumer staples				
Cie Financiere Richemont SA	Consumer discretionary	Remuneration			
Prudential PLC	Financials	Risk management			
AstraZeneca PLC	Health care	Board leadership			
Rio Tinto PLC	Basic materials	Board oversight	Risk management	Board composition	
SAP SE	Technology	Anti-corruption	Board leadership		
Sempra Energy	Utilities	Board oversight			Energy transition/ climate change
Shell PLC	Energy	Niger delta oil spills	Capital allocation		

2022年度の実施実績としては、エクイティポートフォリオ時価総額の16%をカバーする、154の企業と201回のダイアログを実施しており、これらには、ネスレ、プルデンシャル、アストラゼネカ、シェルといった世界的な大企業が含まれる。

会議の議題は企業や状況によって異なるが、通常、戦略、資本配分、経営、リスク管理、取締役会の構成や力関係、重要なサステナビリティの問題についての議論を行っている。

- ▶ 当然、GPIFとは法制度等の状況も異なるが、こうした先進的な取組を参考に、公的年金のスチュワードシップ活動の在り方についてのさらなる検討が望まれる。

出所: [GPIF Responsible Investment Report](#)

投資家のエンゲージメント活動に関する調査結果： 海外アセットオーナー調査結果（好事例）

▶ 下記は、米ハーバード大学基金および英国鉄道年金の先進的な事例である



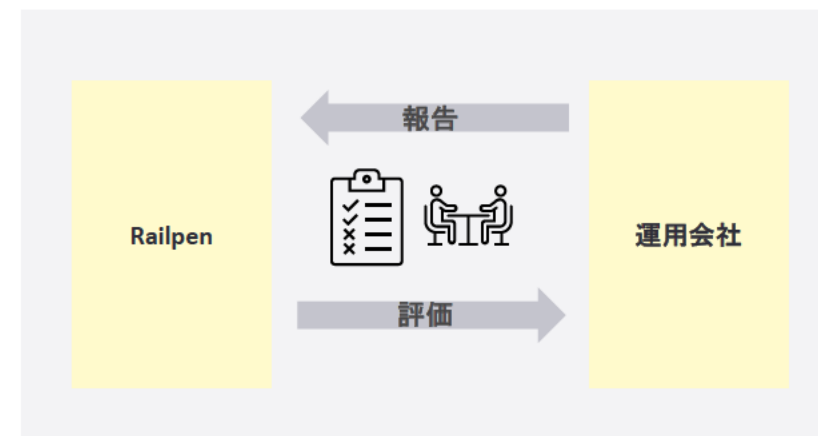
高い専門性を有する人材によるプロフェッショナル投資を行うハーバード大学基金

オルタナティブ投資なども積極的に行いリターン率の高いことで知られる海外大学のエンダウメント基金では、専門的な人材を登用した体制を設置している。下記は530億ドル(2021年時点)の規模を持つハーバード大学の例であり、別途運用会社を設置し、その組織体制は数百名規模であり、ファンドマネージャーは完全な成果主義で報酬は数億～10億円クラスとなっている。



運用会社を評価する仕組みを導入している英国鉄道年金

Railpenは、162の鉄道関連企業に関する年金受託企業である英国鉄道年金受託会社の運用部門である。外部委託を行う運用機関を評価する制度を導入している。Railpenは各ファンドマネージャーに質問書を送付し、その回答及びスチュワードシップレポートなどの内容に基づき、必要に応じてミーティングも実施して、RAG評価とESGリスク評価を付与。さらに、フォローアップとレビューのためのアクションリストも作成し、実践を促している。



投資家のエンゲージメント活動に関する調査結果： 調査結果から得られた示唆 企業年金基金 (1/2)

▶ 課題

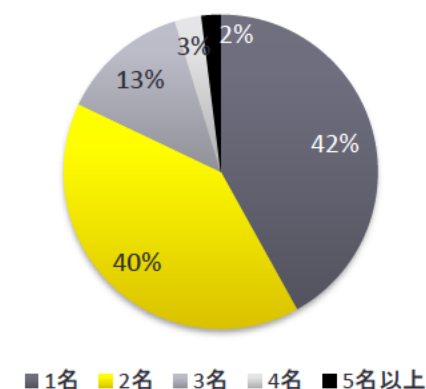
- ▶ 本調査の対象とした日本の企業年金はPRIに署名している先進的な基金であったが、情報開示が不十分であると見受けられた。これは、PRIの最低署名基準が、アセットオーナーにスチュワードシップ活動の詳細な情報開示を求めるものとなっていないことも要因であると考ええる。このことから、PRI署名のみでスチュワードシップ活動の実効性が高まるとは言い切れない。

PRI最低署名基準

- ▶ AUMの50%を超える運用をカバーする責任投資(RI: Responsible Investment)ポリシーの制定
- ▶ RI実施に関する経営陣のコミットメントと説明責任メカニズム
- ▶ 内部/外部スタッフによるRIポリシーの実施

- ▶ 企業年金連合会が、会員基金に対して、兼務を含む日常的な資産運用業務を担当する人員について調査したところ、実に80パーセント以上が、1～2名となっており、日常的な資産運用業務を担当する人員が不足していることが見受けられる。

日常の資産運用に係る業務を担当する役職員の人数(兼職を含む)



投資家のエンゲージメント活動に関する調査結果： 調査結果から得られた示唆 企業年金基金 (2/2)

- ▶ 今後の検討方向性(案)
- ▶ 前頁の課題を踏まえ、企業年金のモニタリングを行う仕組みを検討することが望ましい。

米国の年金給付保証公社(PBGC)を通じたガバナンス



米国連邦政府機関の年金給付保証公社(PBGC)は米国従業員退職所得保証法(ERISA法)に基づき支払保証制度を運営管理する。相次ぐ大型基金の破綻を受けて基金破綻の予防を組織の主要目標に据えており、積立不足額が500万ドル以上の企業を約500社抽出し、日頃から企業アナリスト、年金数理人、弁護士といった専門スタッフによるモニタリング活動を行い、年金プランの健全性を損なう企業行動を捕捉した際には追加的な拠出等を交渉する。

企業年金は、毎年の財政報告に加えて、支給に影響を与える可能性のある事象をPBGCに詳細に報告することが求められている

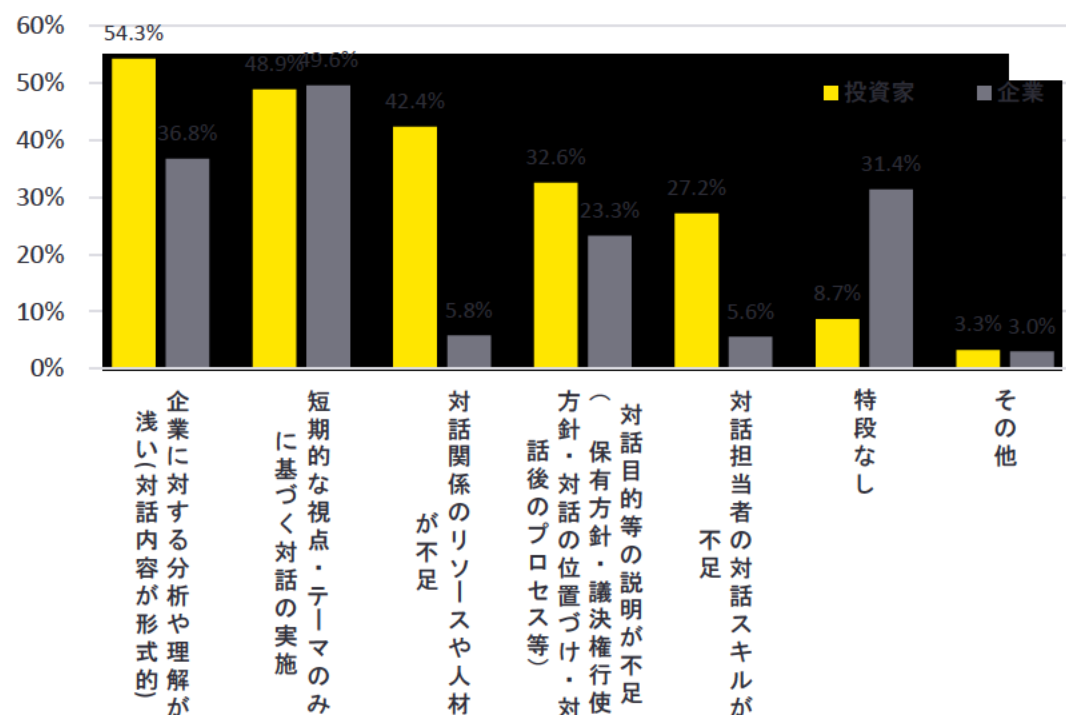
- ▶ こうした米国での取り組みを踏まえ、受給者の権利を守るという観点から企業年金に強力な働きかけを行うことのできる仕組みについて検討されることが望まれる。

投資家のエンゲージメント活動に関する調査結： 調査結果から得られた示唆 アセットマネージャー (1/2)

課題

国内大手運用会社について、取り組みが先進的であるケースも見受けられ、また情報開示等も充実している。エンゲージメントの実効性について今後さらなる向上の可能性があると見受けられる。

対話において、投資家に感じる課題／投資家自ら課題と認識していること



出所：一般社団法人生命保険協会（2022年4月）「企業価値向上に向けた取り組みに関するアンケート」

左記はあくまでも一般的な調査だが、対話関係のリソースや人材が不足している等のアセットマネージャー側の体制等の課題については、本調査においても一定程度裏付けられている。

投資家のエンゲージメント活動に関する調査結果： 調査結果から得られた示唆 アセットマネージャー (2/2)

▶ 今後の検討方向性(案)

英国の財務報告評議会(FRC)による機関投資家の認定制度



英国では、スチュワードシップ・コードに署名する機関投資家は、毎年その適合状況について、FRCにレポートを提出することが求められており、FRCが認めた機関のみ署名機関として認定され、機関名とレポートが毎年FRCのウェブサイト上で公表される。



- ▶ 2020年に改訂されたスチュワードシップ・コードの署名にあたっては、2021年には、189の署名希望機関のうち、3分の1が署名を認められなかった。これには、Schroders, State Street Global Advisors and JP Morgan Asset Managementといった大手アセットマネージャーも含まれる
- ▶ FRCによると、これらのアセットマネージャーが署名を認められなかった理由は、すべての原則に対処していない、あるいはアプローチの根拠を十分に示していない、具体性がないまま方針声明に過度に依存しているから、とのことである。

直近の署名機関公表に際してFRCが発表した声明文

- “ 英国スチュワードシップ・コードへの署名が完了した方々、おめでとうございます。英国スチュワードシップ・コードへの再署名者が、質の高いスチュワードシップ活動を継続するための最新情報を提供することは、大変喜ばしいことです。また、以前に不合格となった申請者が、FRCのフィードバックを利用して報告を改善し、署名者になったことも喜ばしいことです。

- ▶ 英国FRCのような先進的な取組事例を参考に、国内の代表的なアセットマネージャーについては、スチュワードシップ活動の実効性に基づく評価の仕組み等の検討が望まれる。

投資家のエンゲージメント活動に関する調査結果: 海外アセットマネージャー 好事例

大手独立系アセットマネージャーVanguardによるエンゲージメントの情報開示

投資先企業に対するエンゲージメントの成果について、企業名公表の上、情報開示を行っている。
(日本のAMも海外事例であれば社名を公表するケースもある)

Board composition and effectiveness

Japan's Hoshizaki provides clear disclosures

During our recent engagement with Hoshizaki, a Japan-based kitchen appliance manufacturer, we recognized the progress the company had made on disclosures about board composition, diversity, and climate change.

We regularly assess portfolio company boards' understanding of their company's strategy and the board's role in identifying, mitigating, and disclosing risks, including risks with climate change and diversity, equity, and inclusion.

Clear, decision-useful disclosure of material risks can reflect and encourage sound governance practices and help investors and companies make better decisions. We prefer effective and comprehensive climate disclosures, both qualitative and quantitative, to be written in accordance with the Task Force on Climate-related Financial Disclosures (TCFD) framework. We also encourage boards to publish their perspectives on diversity, disclose board diversity measures, and cultivate diverse pools of candidates for open director seats.

assessments and this year will bring in an outside consultant to perform an independent effectiveness assessment.

We also discussed the company's diversity efforts. The company has made notable efforts in the past and we look forward to its continuing its trajectory toward more diversity and women's participation.

Company leaders also discussed initiatives for climate disclosures that would align with the TCFD framework.

We were encouraged by the clear milestones for progress that the company has set and we look forward to receiving updates on its work in future engagements.

Proponents eye director elections and political spending at Boeing

Leading up to Boeing's annual meeting, we evaluated the slate of directors and a shareholder proposal that requested an annual report that discloses the company's oversight, policies, and expenditures on lobbying.



Vanguardは、年次報告書において日本企業ホシザキに対する取締役会構成、多様性、気候変動開示に関するエンゲージメントの進捗があったことを記載している

第2章

文献調査③: 諸外国の産業政策に関する調査

海外政府系金融機関に関する調査

海外政府系金融機関に関する調査結果 サマリー

	Temasek Holdings	British Business Bank	Mubadala Investment Company	Korea Investment Corporation
国名	シンガポール	英国	アブダビ首長国	韓国
運営主体/管轄省	シンガポール政府(管轄省:財務省)	英国政府(管轄省:ビジネス・エネルギー・産業戦略省)	アブダビ首長国政府	韓国政府(企画財政部)
設立年	1974年	2014年	2017年	2005年
直近の運用資産残高(円)	40兆円	600億円	36兆円	25兆円
運用資産の原資	▶ 投資資産の売却益 ▶ 投資先企業からの配当金 ▶ 投資したファンドからのリターンの分配、など	政府予算	政府資産	韓国銀行の外貨準備高
直近年のリターン	5.81%	18.2%	12.2%	9.13%
概要	▶ シンガポール政府がもともと直接保有していた現地企業の株式投資を商業ベースで所有・管理し、財務省が政策立案に専念するために設立。 ▶ シンガポール会社法に基づいて設立されており、シンガポールCPF貯蓄、シンガポール政府資産、シンガポールの外貨準備高については運用・管理を行わない ▶ テマセク自体は政府から独立しており、政府は投資判断に関与しない	▶ 中小企業向けの金融市場の構造を変え、これらの市場がより効果的かつ動的に機能することを目的に、中小企業向け金融市場に専門知識と政府の資金を提供するために設立された。 ▶ 中小企業振興を目的とした複数の投融資プログラムを実施。 ▶ 政府が直接投融資するのではなく、銀行、リース会社、VCファンド、ウェブプラットフォームなど、130を超えるパートナーと連携。	▶ アラブ首長国連邦の建国の父である故シェイク・ザイド・ビン・スルタン・アル・ナヒヤンの遺産とビジョンを実現するために設立。 ▶ 1984年に設立された「IPIC (International Petroleum Investment Company)」と2002年に設立された「ムバダラ開発公社 (Mubadala Development Company)」が、2017年に合併して設立。2018年には「アブダビ投資評議会 (Abu Dhabi Investment Council)」がムバダラの一部となった。	▶ 海外運用を通じた高い運用収益を追求すること、国内金融・資本市場の育成と金融センター化への貢献、金融専門人材を育成する役割の発揮を目的に設立 ▶ 韓国政府(企画財政部)により出資、設立。ソブリンウェルスファンド(公社)で、政府からは独立している。 ▶ 基本的に自家運用だが、一部委託運用を行う。

海外政府系金融機関に関する調査結果 Temasek Holdings (1/3)

- ▶ 商業ベースで資産を所有・管理する、グローバル投資法人

Top 10 Investments as at 31 March 2022 (37% of S\$403b Net Portfolio Value)



Listed /
29% stake



Listed /
51% stake



Unlisted /
100% stake



Listed /
55% stake



Unlisted /
100% stake



Unlisted /
100% stake

TJ Holdings (III)
Pte. Ltd.¹

Unlisted /
100% stake



A.S. Watson Group

Unlisted /
25% stake



Unlisted /
100% stake



Listed /
51% stake

(as at 31 Mar 22)

従業員数

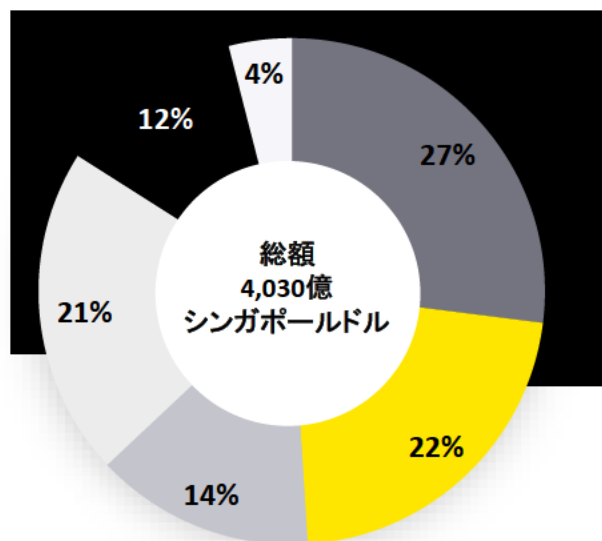
- ▶ 880名 (9か国に13オフィスが所在)

取締役会

- ▶ 会長、副会長、CEO、取締役役員 (9名)、執行役員の合計13名 (メンバーに政府関係者無し)

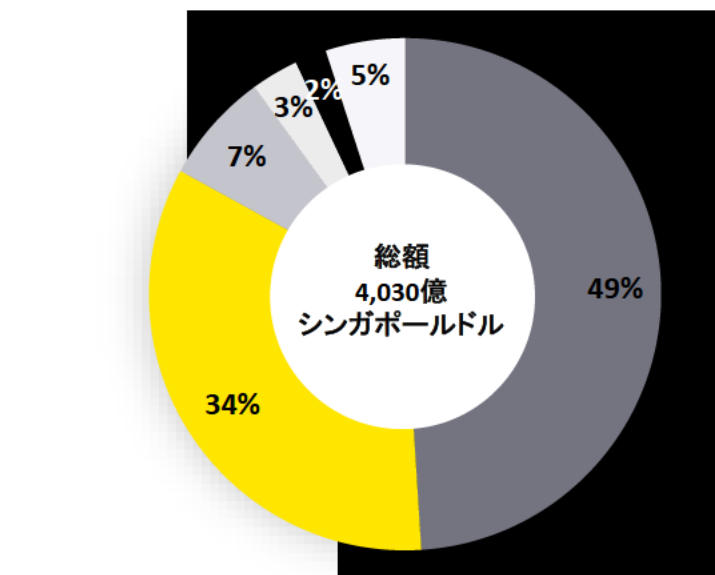
海外政府系金融機関に関する調査結果 Temasek Holdings (2/3)

▶ ポートフォリオ内訳(地域別)



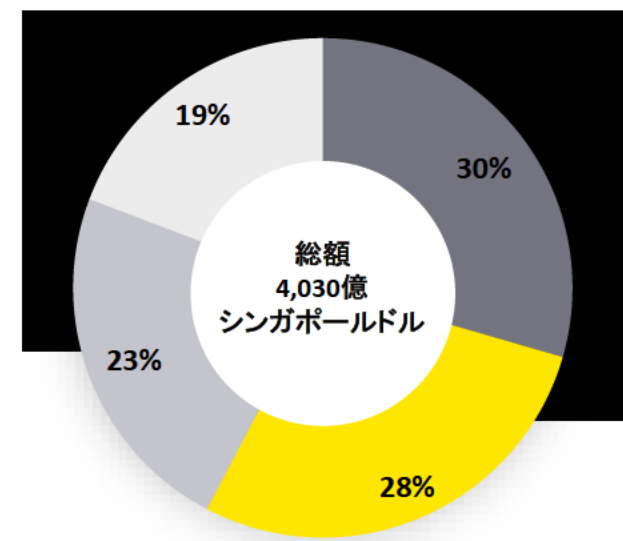
- シンガポール
- 中国
- その他アジア
- アメリカ大陸
- 欧州、中東、アフリカ
- オーストラリア、ニュージーランド

▶ ポートフォリオ内訳(通貨別)



- シンガポールドル
- アメリカドル
- 香港ドル
- インドルピー
- 英国ポンド
- その他

▶ ポートフォリオ内訳(リクイディティ別)

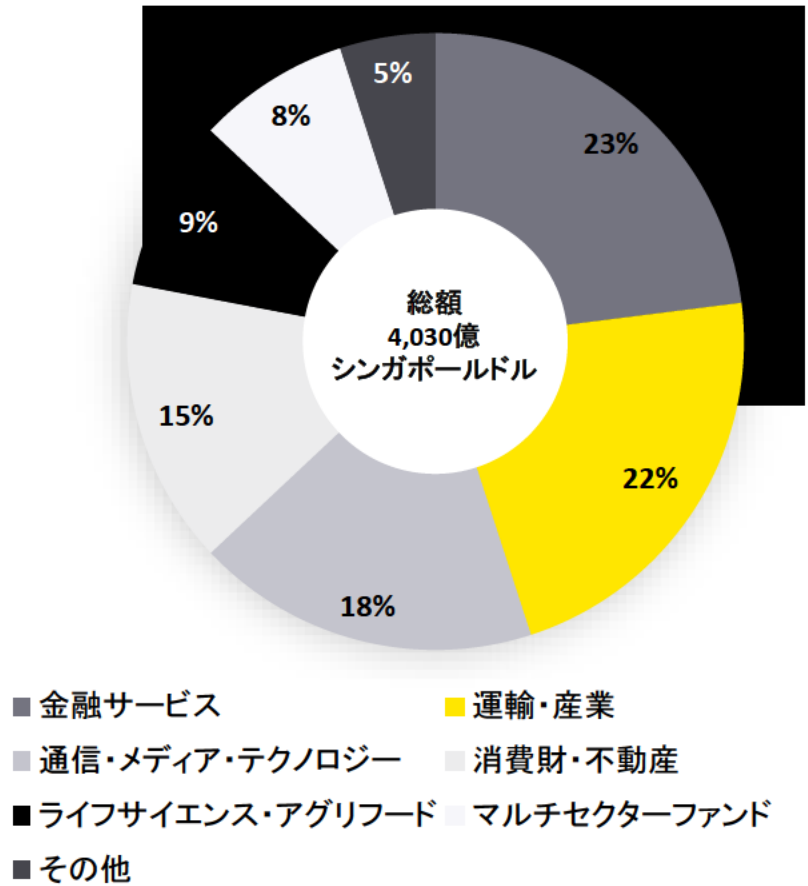


- 流動・上場(持分20%未満)
- 上場(持分20%~50%未満)
- 上場(持分50%以上)
- 未上場

出所: Temasek Holdings 「[Temasek Review 2022](#)」「[Investor Presentation](#)」よりEY整理

海外政府系金融機関に関する調査結果 Temasek Holdings (3/3)

▶ ポートフォリオ内訳(セクター別)



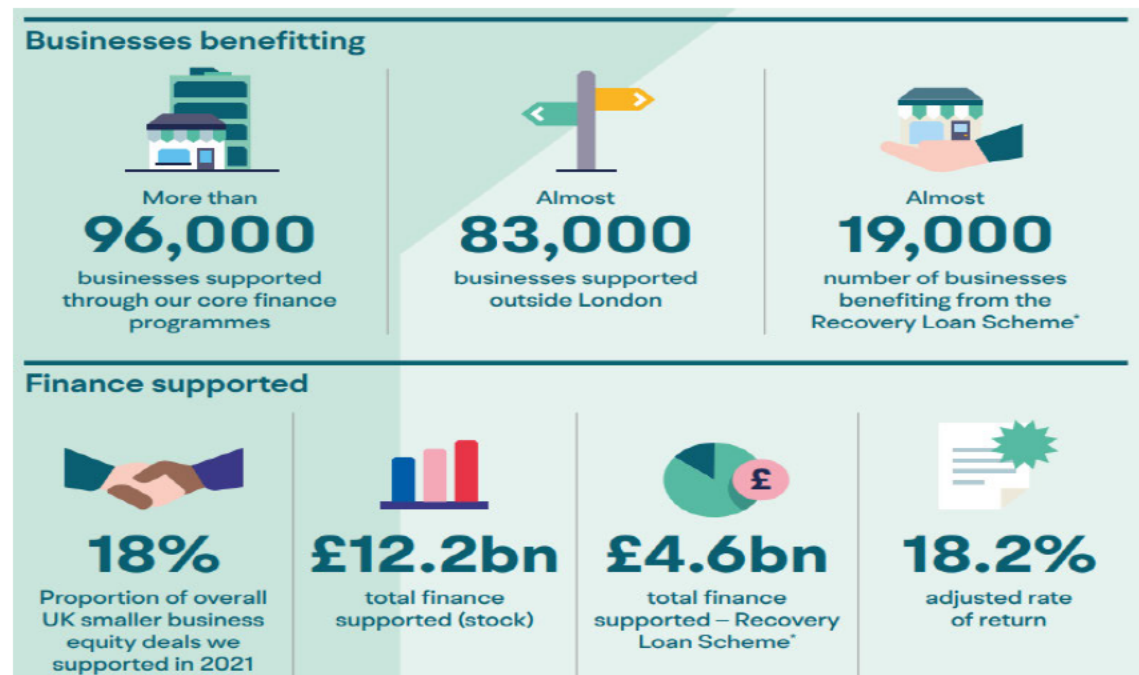
▶ 主要な投資先

金融サービス	DBS adyen BlackRock
運輸・産業	SINGAPORE AIRLINES PSA The World's Port of Call SPgroup
通信・メディア・テクノロジー	Singtel STTelemedia Alibaba Group 阿里巴巴集团
消費財・不動産	mapleiree TJ Holdings (III) Pte. Ltd. ² A.S. Watson Group
ライフサイエンス・アグリフード	Olam Summer Bloom Investments Pte Ltd ³ BAYER
マルチセクターファンド	Pavilion Capital SEATOWN HOLDINGS AVANDA Investment Management

出所: Temasek Holdings 「[Temasek Review 2022](#)」「[Investor Presentation](#)」よりEY整理

海外政府系金融機関に関する調査結果 British Business Bank (1/3)

- ▶ 中小企業への資金循環の課題を解決するべく、中小企業振興を目的に、保証や投融資プログラムを提供



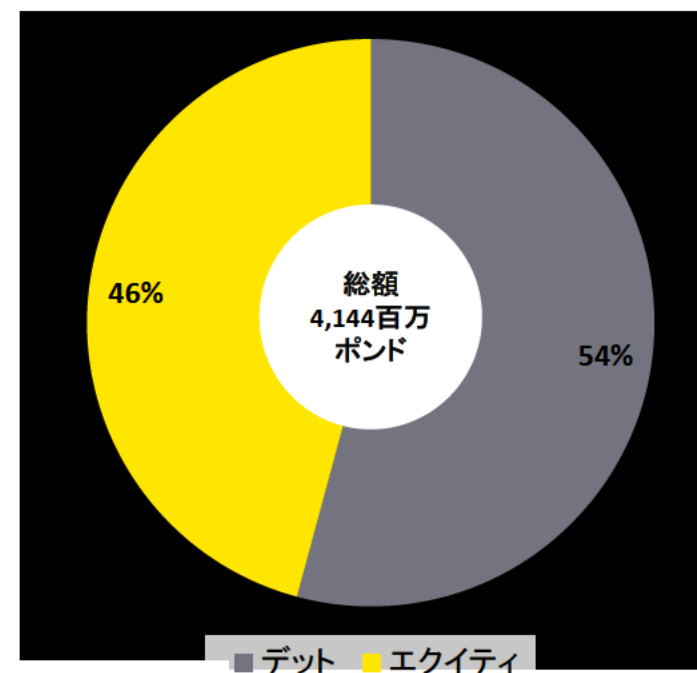
従業員数

- ▶ 508名

取締役会

- ▶ 会長、CEO、CFO、独立取締役、非執行役員(6名)、株主代表の合計11名

- ▶ ポートフォリオ内訳



出所: British Business Bank 「[Annual Reports and Accounts 2022](#)」よりEY整理

海外政府系金融機関に関する調査結果 British Business Bank (2/3)

主要なファイナンスプログラム

Investment Programme	▶ 少なくとも同量の民間投資を刺激する商業的な投資を行い、市場への新しいプロバイダーの参入や小規模な貸し手の成長を促進する。
Venture/Venture Growth	▶ 「Venture/Venture Growth」プログラムは、商業的に実行可能なベンチャーキャピタルおよびベンチャーグロースキャピタルファンド(エバーグリーン構造を含む)に投資し、高成長が見込まれる英国企業がスケールアップに必要な長期資金を利用できるよう支援する。
Enterprise Capital Funds	▶ 民間と公的資金を結集して高成長企業への株式投資を行う、商業に特化したファンド。政府側は、ファンドが成功したときに民間投資家の成果が上がるような条件でファンドに投資。成功時に3%~4.5%の優先的なリターンを政府側が取ることで合意しているが、この合意されたリターンを超えるアップサイドゲインについては、民間投資家が求める一般的なリターンよりも低く水準とするようにしている。

海外政府系金融機関に関する調査結果 British Business Bank (3/3)

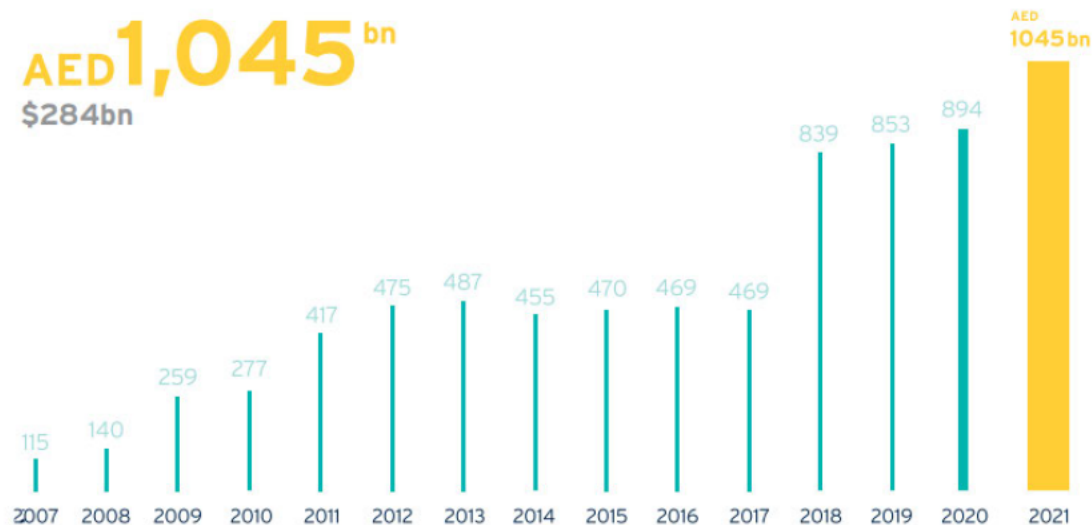
主要なパートナー



出所: [British Business Bank HP](#)

海外政府系金融機関に関する調査結果 Mubadala Invest Company (1/2)

- ▶ デジタルや再生可能エネルギー等、多くの海外プロジェクトにも投資



*Note: 2006-2017 includes combined Mubadala Development Company and IPIC



従業員数

- ▶ ムバダラグループ全体で、39,000名

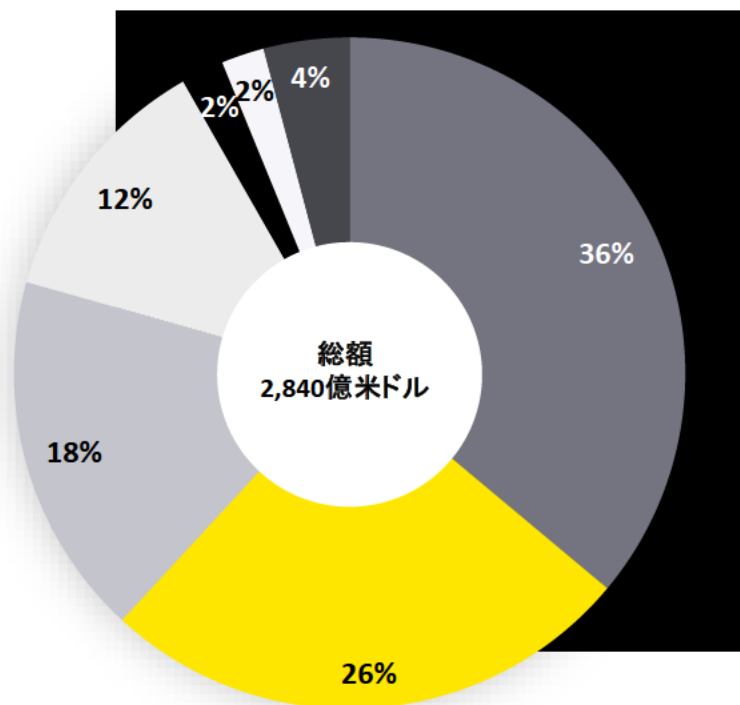
取締役会

- ▶ アブダビ王子や閣僚等政府関係者4名、CEO、取締役2名の計7名で構成

出所: Mubadala Investment Company「[2021Annual Review](#)」よりEY整理

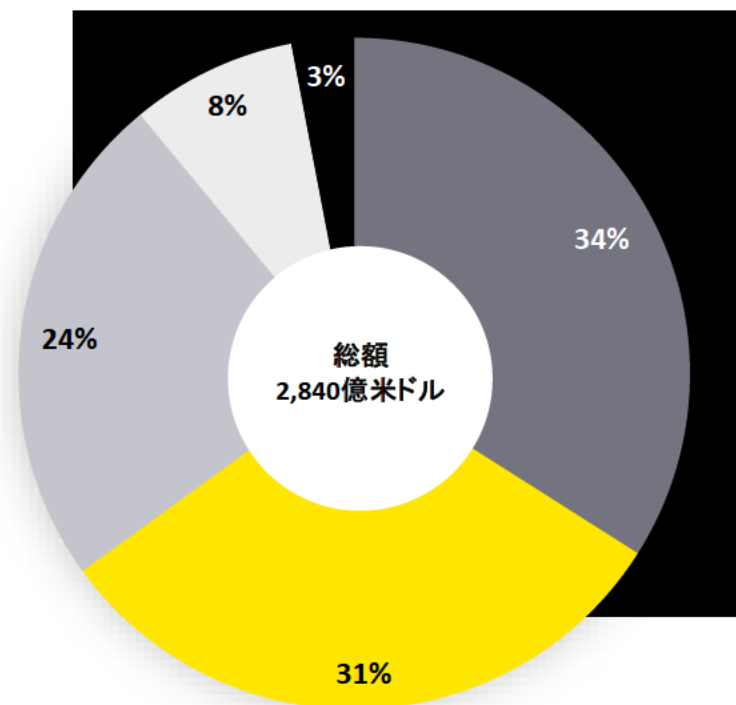
海外政府系金融機関に関する調査結果 Mubadala Invest Company (2/2)

▶ ポートフォリオ内訳(地域別)



- 北米
- UAE
- 欧州
- 東アジア・パシフィック
- 南アジア
- ラテンアメリカ
- その他

▶ ポートフォリオ内訳(アセットクラス別)



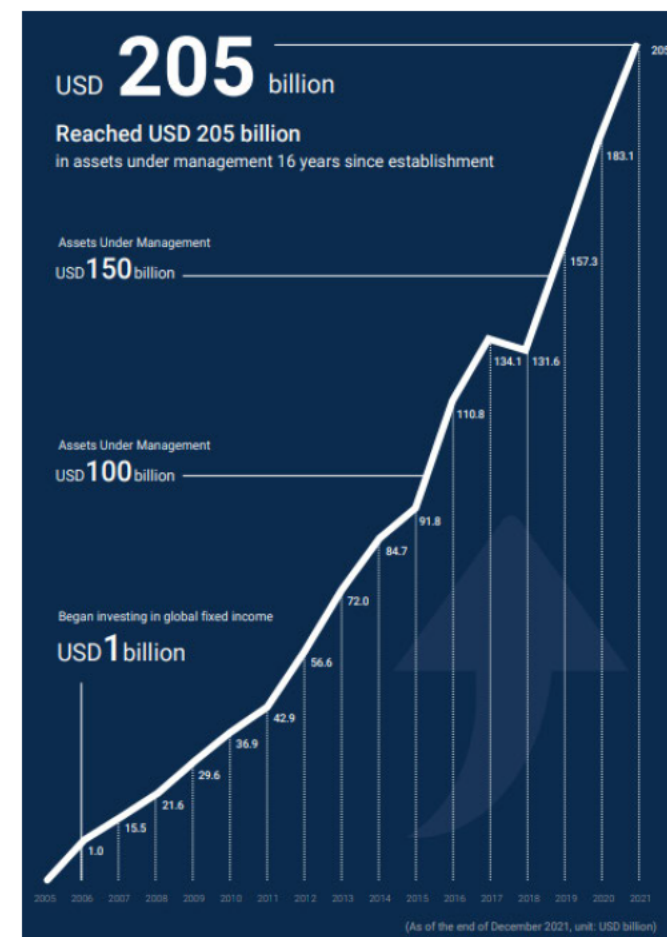
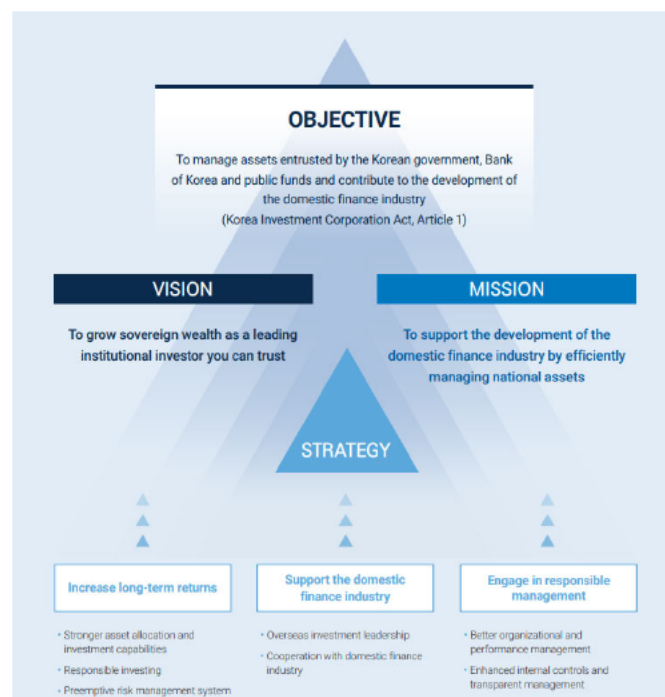
- 未上場
- 上場
- オルタナティブ
- 不動産インフラ
- クレジット

出所: Mubadala Investment Company 「[2021Annual Review](#)」よりEY整理

令和4年度 産業経済研究委託事業 経済産業政策の新機軸を踏まえた日本企業の企業価値の向上等に関する調査・分析
Ernst & Young ShinNihon LLC. 2023

海外政府系金融機関に関する調査結果 Korea Investment Corporation (1/3)

- ▶ 66か国、38通貨、株式:3,172銘柄、債券8,265銘柄、411ファンド、に投資。基本的に自家運用だが、一部委託運用を行う



従業員数

- ▶ 301名 (うち、運用マネージャーは136名)

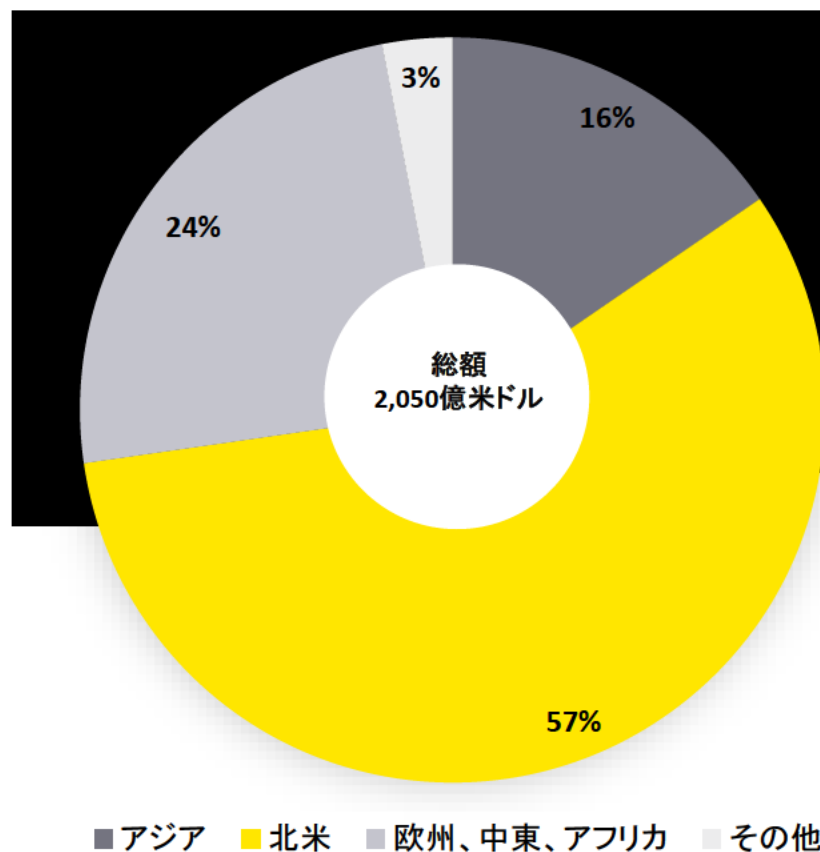
取締役会

- ▶ 民間6名(大学教授や民間金融機関関係者等)および企画財政相、韓国銀行頭取、CEOにより構成されるステアリングコミッティーによりガバナンスが運営される

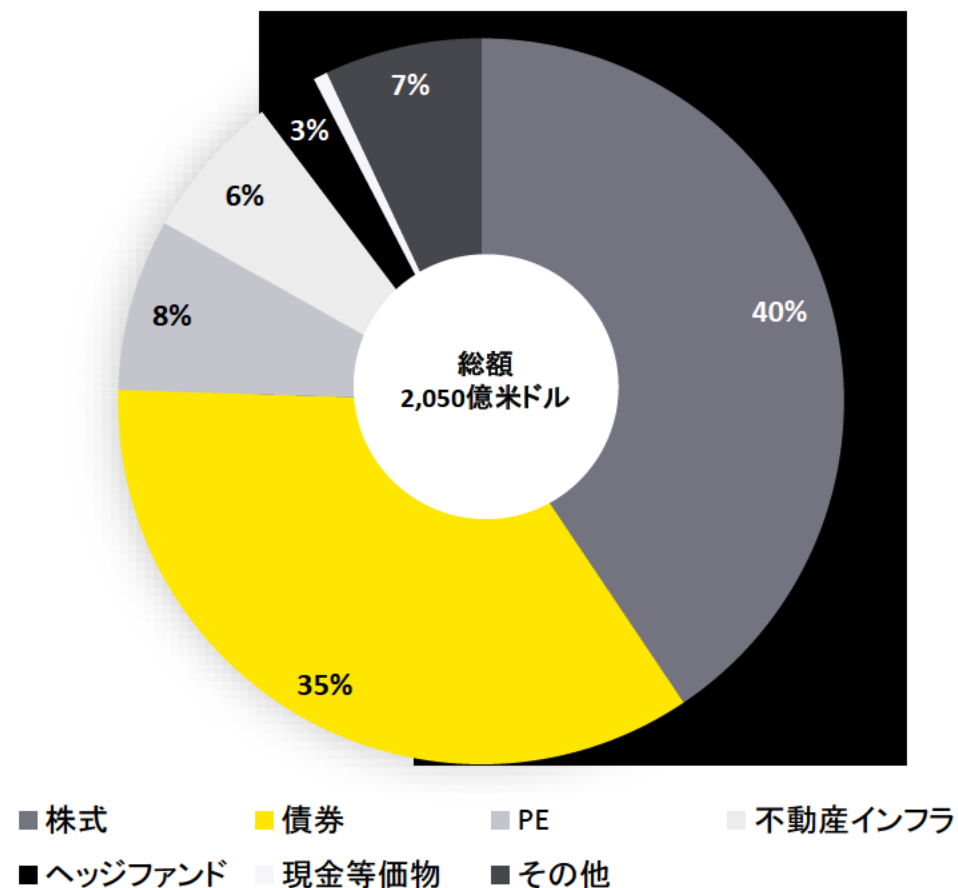
出所: Korea Investment Corporation 「[2021Annual Report](#)」よりEY整理

海外政府系金融機関に関する調査結果 Korea Investment Corporation (2/3)

▶ ポートフォリオ内訳(地域別)



▶ ポートフォリオ内訳(アセットクラス別)



出所: Korea Investment Corporation「[2021Annual Report](#)」よりEY整理

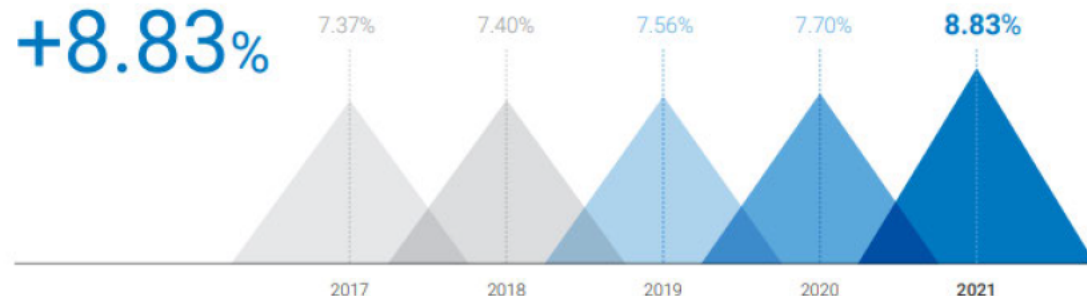
令和4年度 産業経済研究委託事業 経済産業政策の新機軸を踏まえた日本企業の企業価値の向上等に関する調査・分析
Ernst & Young ShinNihon LLC, 2023

その他: インフレリンク債、ハイブリッド証券、現預金、など

海外政府系金融機関に関する調査結果 Korea Investment Corporation (3/3)

Annualized return since inception

+8.83%



- ▶ 2009年にプライベート・エクイティからオルタナティブ資産への投資を開始し、不動産、インフラ、ヘッジファンドなど、着実に投資対象を広げてきた。
- ▶ バランスの取れたオルタナティブ・ポートフォリオを構築し、ヴィンテージ、地域、戦略別に分散投資することで、効率的なポートフォリオ全体の運用をサポート。
- ▶ 2021年12月末現在、KICのオルタナティブ投資の開始以来の年率換算投資リターンは8.83%となっている。

PE

- ▶ プライベート・エクイティ投資は、オルタナティブ資産ポートフォリオの中で、非流動性で成長志向の長期投資であり、他の資産グループよりも高いリターンを提供する戦略である。
- ▶ KICは2009年にオルタナティブ投資部門を設立し、世界金融危機の直後にプライベート・エクイティ・ファンドへの投資を開始。
- ▶ 2010年にはプライベート・エクイティへの直接投資を、2011年にはGPとの共同投資を開始し、地域や戦略によってポートフォリオを分散。
- ▶ 急速に変化する技術パラダイムの中で有望な技術資産を発掘するため、KIC Venture Growth (KVG) ファンドを運営。

ヘッジファンド

- ▶ 絶対収益を追求する資産クラスとして、ヘッジファンドは幅広い投資戦略や手法を提供する。リスク・リターンの観点からは、景気循環や伝統的資産、プライベート・エクイティや不動産を含む他のオルタナティブ資産との相関が比較的低いことが特徴。
- ▶ KICは2010年にヘッジファンドへの投資を開始。他の資産クラスと補完的な形で安定的かつ長期的なリターンを得るために、複数のヘッジファンド戦略に分散投資することで、徐々にポートフォリオを整備。
- ▶ 2021年には韓国の全国農業協同組合連合会および全国漁業協同組合連合会とヘッジファンド合併会社を設立し、国内金融会社の海外ヘッジファンド投資を支援。

第3章

ヒアリング調査①:

企業に対するヒアリング調査

ヒアリング調査の目的と方法：①企業に対するヒアリング調査

目的

- 文献調査で抽出した価値創造経営に取り組む企業に対して、バランスシート経営、バックキャスト経営、無形資産投資、マネジメントスタイル改革、ガバナンス改革、人的資本経営などの取り組みにおけるボトルネック、投資家との対話における課題を中心に聴取するヒアリング調査を実施。

調査対象

- 調査時点でTOPIX500に含まれる大企業とし、各業界においてROE・PER等の指標が高水準もしくは高水準へと変化を遂げた企業及びその比較対象となる企業をターゲットとする。

調査方法

- ヒアリング項目について、ZoomまたはMicrosoft Teamsによるオンライン形式でヒアリングを実施。

調査実施期間

- 2023年2月～3月

ヒアリング項目

バランスシート経営改革	- 重視するバランスシート指標(PBR・PER等) - バランスシート指標に基づく業績管理の方法 - 無形資産の投資に関する考え方
バックキャスト型長期経営	- 重視する自社の強み、リスク、機会 - 長期的価値の創造における中期経営計画の位置づけ
マネジメントスタイル改革	CEO指名、在任期間の目安などの考え方
マネジメント・ガバナンス改革	- 多様性の確保の取り組みの効果・成果・課題 - 社外取締役に期待する役割 - スキルマトリクス - サクセッション・プラン
人的資本経営	重視する人的資本指標
価値創造経営全般	- 取り組みにおける社内体制・ボトルネックと乗り越え方 - 投資家等との対話(重視するポイント・フィードバック・ギャップを感じた点、等) - 政策当局者への期待

ヒアリング調査の目的と方法: ①企業に対するヒアリング調査 調査対象企業の一覧 (1/2)

▶ 調査した企業一覧

記号	企業名	セクター	時価総額 (単位: 10億円)	類型		PBR		選定理由
				2014	2021	2014	2021	
A		不動産 / 素材・素材加工品(化学)	<1,000	1	3	1.5	1.2	・ROEは8%を下回るものの、PERが大きいことで、PBR1を越えていること。 ・PER・ROEに課題がある素材業界の一員であるが、PBRが1を超えており、先進的な示唆を得られる可能性があること。
B		消費財	<500	1	1	1.6	4.4	・高ROEかつ高PERであること。 ・同業で比較すると、PERについて向上の余地ある。 ・PBR・PERの先進業界である医薬・バイオ業界の一員であること。
C		医薬・バイオ	<5,000	1	1	2.7	2.3	・高ROEかつ高PERであり、維持しつづけていること。 ・2010年代以降、着々とROEを改善してきたこと。
D		中間流通	<500	1	1	1.5	4.1	・高ROEかつ高PERであること。 ・2010年代以降、着々とROEを改善してきたこと。
E		中間流通	<500	3	4	0.7	0.6	・ROE・PERともに課題があること。 ・2010年代以降、着々とROEを改善してきていること。
F		素材・素材加工品(化学)	<500	3	4	0.8	0.5	・ROE・PERともに課題があること。 ・PER・ROEに課題がある素材業界の一員であり、業界共通の課題についての示唆を得られる可能性があること。
G		機械・電気製品	<5,000	1	1	2.4	2.5	・高ROEかつ高PERであること。 ・高ROEかつ高PERであり、維持しつづけていること。 ・日本経済において重要な地位を占める機械・電気製品業界に属しており、高PER・高ROEを達成しており、モデルケースとなりうること。

ヒアリング調査の目的と方法：①企業に対するヒアリング調査 調査対象企業の一覧 (2/2)

▶ 調査した企業一覧

記号	企業名	セクター	時価総額 (単位：10億円)	類型		PBR		選定理由
				2014	2021	2014	2021	
H		食品	<5,000	3	1	2.3	2.7	・高ROEかつ高PERであること。 ・高PERを維持しつづけていること。 ・2010年代以降、着々とROEを改善しており、類型を向上させていること。
I		輸送機械	<5,000	2	2	1.6	1.3	・2010年代から高ROEを維持しつづけていること。 ・ROEの水準に比べてと、PERに課題があること。 ・日本経済において重要な地位を占める輸送機械業界に属しており、課題やモデルケースを抽出するための調査をする必要がある。
J		輸送機械	<5,000	2	4	1.1	0.5	・ROEに比し、PERが大きいこと。 ・日本経済において重要な地位を占める輸送機械業界に属しており、課題やモデルケースを抽出するための調査をする必要がある。

ヒアリング結果：①企業に対するヒアリング調査 調査結果サマリー (1/3)

	回答の傾向	調査結果から得られた示唆
バランスシート経営改革	▶ 高成長企業（類型1、類型3）の経営陣のPBR、PERへの意識は高い。第2章で述べた通り、PERは投資家からの期待値を示す指標である。先進的な企業では自社のPERを他社とベンチマーク分析し、自社のPERが優劣する原因について納得が得られるまで追求している。 ▶ 資本効率性の重要性は一定程度浸透しているが、取り組みのレベルには差が見受けられる。類型が良い企業では、きっかけは社外的な要因（例：投資家からのプレッシャー）であったとしても、社内での試行錯誤を経て、自社なりの資本効率性の評価軸を浸透させている ▶ 無形資産については、自社の現状の強みと関連付けて回答するケースが多いが、ビジネスと統合できているかが投資家からの評価の分かれ目となっている。	▶ 日頃から投資家の重視する指標を意識することは、経営者に良いプレッシャーを与えている。 ▶ また、こうした指標はいざ経営者が経営改革を断行しなければならない際の判断基準や裏付けとなって、経営者の冷静な判断を後押ししている。 ▶ 大きな経営危機に陥らないと改革が進まないと言われる日本企業への処方箋として、平時から経営者がPBR関連指標を意識することが有用ではないか。 ▶ 尚、意識付けの方法としては、投資家や社外取締役からのプレッシャーとしてこうした指標に基づくディスカッションを平時から実施すること、さらにはPBRや関連指標についての目標設定や差異分析を行い対外的に情報開示・説明することを推奨するなどが考えられる
バックキャスト型長期経営	▶ バックキャストに関する理解度に差が見受けられた。先進的な企業では、10年後に自社が存続しないかもしれない、という危機感を起点に、現在なすべきこととして事業計画にまで落とし込んでいる。 ▶ 一方でこれまでの延長線上に中期経営計画を複数つなげることが長期経営であるとの認識を持っているように見受けられる企業もあった。言葉は浸透しているが、実態を伴っていないケースが多いとみられる。	▶ バックキャスト手法は、企業に非連続的な成長や改革を促すうえで有用なツールであることが今回のヒアリング調査により裏付けられた。 ▶ 一方でバックキャスト手法への理解度には差があるため、今後の検討方向性としては、メソドロジー等の紹介による理解度・浸透度アップが望まれる

ヒアリング結果：①企業に対するヒアリング調査 調査結果サマリー (2/3)

	回答の傾向	調査結果から得られた示唆
マネジメントスタイル 改革	▶ 全般的な傾向として、経営者の任期については、議論が深まっていない印象を受けた。非回答の企業も多かった。 ▶ 先進的な例としては、経営者自ら後継者育成についての考えを持ち、施策に反映していたり、また経営者の任期とショートターミズムの関連性を認識し、指名委員会等による仕組みでセーフガードを敷いているケースもあった。	▶ 経営者の素質などとも関連しており、一般化して横展開するのが難しい論点である。 ▶ いわゆる中期経営計画サイクルに基づく一般的な在任期間(4～6年)では、ショートターミズムに陥るリスクを指摘する声もあり、経営者がリスクを取ったり、経営改革を断行することを妨げない在任期間の在り方についてのより深い議論がされることが望まれる。
マネジメント・ガバナンス 改革	▶ 一連のコーポレートガバナンス改革の進展により、形式要件を満たしていることだけを説明する企業と、取り組みを価値創造に結び付けて説明する企業に二極化している。	▶ 取締役会の実効性評価やコンプライアンスエクスペインについての種々の指摘や提言と連携して、実体のあるガバナンス改革の進展を支援する施策が望まれる。
人的資本経営	▶ 高PBRIに分類される企業は、自社のコーポレートカルチャーや長期戦略を見据えた独自の人的資本指標を設定していた。あるいは、研修等に関する一般的な指標を活用していても、自社の戦略と関連付けて重視する指標とその理由を説明していた。	▶ 現在、有価証券報告書における人的資本の情報開示対応を急ぐ企業が増えている。上記のガバナンス改革と同様、情報開示の要請に対応することが目的化したチェックボックス的な人的資本開示が増えることが懸念される。

ヒアリング結果：①企業に対するヒアリング調査 調査結果サマリー (3/3)

	回答の傾向	調査結果から得られた示唆
価値創造経営全般	<投資家との対話> ▶ 投資家とのコミュニケーションに関する回答とPBRの類型について有意な差は見受けられなかった。 ▶ 本調査から投資家との対話が企業価値向上に繋がっていることを定量的に評価することは難しいが、高PBR類型企業にはフィードバックをポジティブにとらえて企業価値向上につなげているケースもある ▶ コングロマリットディスカウントに関しては、PBR類型に関わらず課題に感じる企業が多い。 <ボトルネックの乗り越え方> ▶ 高PBR類型企業には、日本企業にありがちな、しがらみ等をボトルネックに挙げながらも、経営者が改革を断行し、PBRを改善させている企業もある。 ▶ 先進的な企業では、改革には社内の理解が重要と考え、従業員に資本市場を意識させる取り組みを進めている。	▶ 投資家との対話から得たフィードバックを企業価値向上につなげている企業の取組について、横展開を前提に、より深掘した調査等が有用なのではないか。 ▶ 多角化経営を行う日本企業がそもそも評価されにくい仕組みとなっていないか、企業の経営改革の成熟度以外の要因の有無について、現状把握を行うため、グローバルな投資家の評価軸について調査・研究することが望ましいのではないか。 ▶ 改革において冷静な判断を下せる経営者の資質を見極める社外取締役や指名委員会等の仕組みの実質化により、経営者のレベルアップも期待できるのではないか。 ▶ 企業価値と連動したインセンティブや報酬制度などの拡充などに今後の検討方向性があるのではないか。 ▶ 産業構造と関連したボトルネックについては、国の政策によるリーダーシップを期待する声もあった。各業界の事情を把握した業界再編についての議論が必要である。

ヒアリング結果：①企業に対するヒアリング調査 コメント(1/5)

▶ 主なコメント(例)

半数以上の企業は、ROIC導入のきっかけに投資家との対話があったと回答

- ▶ 機関投資家等からのアドバイス。ROIC経営を打ち出すことで、資本の効率性を重視していることを対外的にアピールした。
- ▶ アクティビストファンドがROIC算定結果を手し、社長にプレッシャーをかけたことがあった。
- ▶ ROIC開示を行うことにより、それが社長にとってのKPIとなり、投資家から社長にプレッシャーがかかり、社長の胸に響くため、開示している。
- ▶ 投資家との面談で、ROICの質問が増えてきたから、社内の判断指標として用いている
- ▶ 課題事業について、ROICと改善策を明確にしたうえで、投資家とコミュニケーションをとり、投資家からの評価とのギャップの解消を図るために活用。
- ▶ CEOが機関投資家と対話する中で、投資対効果・資本の使い方が意識されるようになってROICの導入に繋がった。

ROICの従業員全体への浸透には各社試行錯誤を重ねている

- ▶ 当初、新たな指標を使うことについて社内からは批判があった。現在では事業部長レベルで概念が浸透しており、事業部ごとのROICを算出している。資金調達にかかるコストは事業ごとに違うという点が理解され、資本コストについて、事業部長・従業員が事業ごとに考えることができるようになったのは意義が大きい。
- ▶ 経営幹部研修にて、各事業のROICを取り上げ、そこから組織長が自身のビジネスについて部下に説明。従業員一人一人が全社ビジネスにおける自身の業務の位置づけをROICと関連づけて認識している。
- ▶ それぞれの部門の機能によってROICの使い方・認識の仕方が異なる。各部門にROICアンバサダーを設置して、事業部門・間接部門ともに自部門なりの関連付けを行い、分母分子にかみ砕いて理解を深めた。
- ▶ 現場を起点とし、KPI、ROICへ繋げている。ROICを現場が完全に理解するのは難しいので、現場の理解を優先して、ROIC算定式を正確に分解することに拘らずに、ROIC翻訳式を用いて、各従業員が自分の業務とROICとのつながりを意識できるストーリーを描くことを優先している。

一方で、重要性を認識しながらも取り組みが進まない企業も

- ▶ 各事業部の各業務がどのようにROICの指標と結びつくのかを理解させる難しさがある。
- ▶ 事業ごとにROICを分解するのが難しい。投資家から、各事業部のROICを聞かれることもあるが、現状答えられない。

ヒアリング結果：①企業に対するヒアリング調査 コメント(2/5)

▶ 主なコメント(例)

高PER企業は総じて、経営者がPERを意識しており、自社のPERが高い要因を説明できている

- ▶ PERは成長の期待であると認識している。目下、ROEは減損の影響もあり低下したが、PERを維持できているのは、将来への期待が評価されているからであり、PBR向上においてもPER向上が重要である。
- ▶ PERは投資家からの期待の表れである。顧客との関係性・戦略などについて当社が統合報告書に記載していることから、5～10年後の価値を投資家が計算した結果妥当であるとして導き出されているのが現在のPERであると理解している。
- ▶ PBR、PERは社内でも重視しており、非財務資本が将来の成長期待に繋がるということは早い段階から注目してきた。PBR、PERの目標は社外的に開示しないが、CEOとCFOは強く意識しており、社内で海外を含む競合他社との比較をし、適正な評価を得られるように検討している。
- ▶ 内部で長期的に評価した企業価値と株式市場の期待値のギャップについて分析し、ギャップ解消に取り組んでいる。

BS指標への認識が依然として高まらない企業も

- ▶ BS指標を重視すべきとの意見も一部にはあるが、経営層全員の認識とまでに至っていない。
- ▶ 社内で企業価値や投資家の視点を理解しているのはCEO、CFO、一部のIRのみ。企業価値の向上が会社の目標であることを全社員で認識できていない。従業員の9割以上が、当社の株価・時価総額を知らない。

無形資産をビジネスと結び付けて語れるかが重要

- ▶ 知財の価値、強みや競合対比を持つ領域が可視化されることで、経営の意思決定や判断基準に取り入れられるようになった。知財が案件化される前の早い段階から、経営・技術の各部門と知財部門が連携して、初めから将来の伸びしろを意識した知財戦略と経営戦略の統合ができている。

無形資産の見える化に課題を感じている企業も

- ▶ 研究開発が「どれだけの利益を生み出しているのか」という点で見える形での説明ができていないのが課題。

先進的な企業ではバックキャスト手法の有用性をはっきりと認識

- ▶ 現在の主力事業は今後の成長分野であり、新規参入や競合他社の成長が激化すると想定。10年後に当社は存続していないという前提をおき、それを回避するために成長していく方法を考えて、10年ビジョンに反映している。
- ▶ 当社は10年先からバックキャストで経営戦略を立てているが、フォアキャストで経営戦略を立てているところもあるように見受けられる。中期経営計画の3年間では現状維持のまま続けることができてしまうのではないかと。

ヒアリング結果：①企業に対するヒアリング調査 コメント(3/5)

▶ 主なコメント(例)

コーポレートガバナンス・コード改革により、社外取締役をはじめとした価値創造の取組が進展

- ▶ 取締役会において社長に対して忌憚のないご発言を頂いている。また、事前説明においても取締役からたくさんの示唆がいただけている。社長・社内の取締役が社外取締役をお飾りにしない雰囲気づくりを行っていることが背景にある。
- ▶ 経営会議に専門性を持った3名の社外アドバイザーに経営会議に毎回参加していただき、一定の緊張感をもちながら、有益な示唆を頂戴している。

今後は質的向上に取り組む

- ▶ 指名委員会等設置会社という仕組みはできたので、今後は、取締役のクオリティを上げていきたい。

コンプライアンス・コードの浸透が必要

- ▶ コーポレートガバナンス・コードのコンプライアンス・コードの趣旨は理解しているが、極力全てコンプライという流れを感じている。

なぜ求められるのかを真剣に考えて

- ▶ 企業価値向上に対する思いも重要。形式要件だけで企業価値が向上するとは思わない。
- ▶ コーポレートガバナンス・コードの一つ一つについて、なぜそうということが求められるのかというのを真剣に考えることで、経営陣も真剣に取り組むようになる。

ショートターミズムに陥らない工夫を

- ▶ 社長の任期が、4～6年であるところが多いのではないかと。自分の任期の間は何とかなってしまうという、ショートターミズムに陥りやすいのではないかと。当社は10年ビジョンを踏まえてCEOを選出し、ショートターミズムに陥らない工夫をしている。

ヒアリング結果: ①企業に対するヒアリング調査 コメント(4/5)

▶ 主なコメント(例)

投資家へ自社の強みやビジネスを伝えていくことが企業価値向上に

- ▶ 2大事業があり、投資家からはコングロマリットディスカウントが生じているのではないかという指摘がある。一部投資家からは利益が少ない方を売却すべしという意見もある。リスク分散により安心・安定感のある成長を要求する投資家もあり、投資家により意見が分かれる部分でもある。
- ▶ 複数の事業があるからこそ、業績のアップダウンが小さく、リスクを分散できていると考えている。事業ポートフォリオを最適化しているという訴求も必要であると考え、戦略領域マップを策定し、ROIC・EBITDA・成長率等を軸とし、どの事業に資金投入を集中させているかを明確にした。また、Cash Cow事業から得た資金を、成長率の高い事業に投資しているという、事業ポートフォリオ上の戦略としての多角化という点も丁寧に投資家に説明している。
- ▶ 投資家から、リターンを得るのが難しいが社会のニーズが高い事業を続けるかとの質問があったが、Yesと回答した。誰かがやらないといけない。注力してきたのは日本では当社くらいしかないと自負している。それをどのように伝えていくかが企業価値につながると考えている。
- ▶ 「どういったビジネスをやっているのか、成長のドライバーはどういったものなのか、よくわからない。」というコメントが非常に多い。「コングロマリットである」という評価を受けてしまう。会社としては専門性を追求した結果の業態だと思っており、感覚の違い・投資家との認識のギャップを感じていた。我々のビジネスをいかに上手に説明していけるかが重要である。
- ▶ 基本的な方向性は認識が一緒だと思うが、事業に対する投資家の目線はポートフォリオの中の1つという位置づけになる。根本的なところのスタンスの違いは、致し方がない部分はあるのだと思う。
- ▶ 企業価値は投資家から正しく評価されていない、正しい企業価値を伝えきれていないと感じている。主力事業の1つのみのバリュエーションとなっており、それ以外の3つの事業が株価に反映されていないと感じる。複数事業について、コングロマリットディスカウントなのではないかとの懸念もあるが、すべての事業の価値が評価され、プレミアムとして評価していただきたいと考えている。
- ▶ それぞれの投資家が当社に対して何を求めているのか理解し、投資家が求めていることを重点的に適切なタイミングでご説明するようにしている。
- ▶ 日本企業の良さという切り口で海外投資家に説明することはあまりないが、日本の文化を持っているからこそその良さは伝えている。グローバルの良さ、各地域の効率的な良さ、日本の良さのベストミックスを伝えていくのが重要。

ヒアリング結果: ①企業に対するヒアリング調査 コメント(5/5)

▶ 主なコメント(例)

投資家からのフィードバックを企業価値につなげている

- ▶ 現CEOは、優良な投資家との対話により、経営に対するヒントを得られ、自信の経営に対する考え方もブラッシュアップされたと言っている。
- ▶ 先進的な取り組みを行っている投資家には、当社の取り組みへの理解を深めて頂き、一緒に取り組んでいきたいと思う。短期視点の投資家も、市場の流動性確保の観点で必要だが、企業としては、「どのような株主構成にしたいか」という視点の考えを持とうとしている。中長期計画を支えてくれるような株主構成にしたいと考えている。
- ▶ 投資家からの要求をうまく活用するが、外圧ですべてを語ると社内的なアレルギーが起こるため、外圧をうまく翻訳することが重要である。

改革を断行できた背景は

- ▶ 現CEOの改革が成功した要因は、社外取締役が中心の社長指名諮問委員会で選ばれた最初の社長であること。社外取締役からのレビューを受け、前任者や過去のOBのしがらみもなく抜擢されたことで、しがらみなく改革に取り組めたと考える。
- ▶ 一緒に仕事をしてきた仲間もいるので、決断は難しかった。自分で稼ぐことのできない事業は思い切って売却等の整理をするという、前社長のトップダウンによる冷静な決断ができたことが大きい。

株価が向上した際のインセンティブで従業員も巻き込んで

- ▶ 株価やIR・投資家に対する知識が少ない従業員や経営陣が多かった。ここ2-3年、知識の向上に取り組み、なぜROIC・WACCが重要かについても理解してもらえるようになってきた。
- ▶ 株価が上がった時にどのように従業員にインセンティブを付与するかが課題である。取り組みとしては、持株会会員の奨励金を増額した。加入者が増加して、従業員株主が増えた。従業員に資本市場をより意識させることに繋がったと思う。

第3章

ヒアリング調査②:

投資家に対するヒアリング調査

ヒアリング調査の目的と方法: ②投資家に対するヒアリング調査

目的

- 文献調査で抽出した機関投資家及びインベストメントチェーン上の課題に対する豊富な見識を有する有識者に対して、スチュワードシップ活動、エンゲージメント、対話、議決権行使の実態を中心に、かつアセットオーナー及びアセットマネージャー、日本及び海外、公的及び民間機関の違いも含めて聴取するヒアリング調査を実施。

調査対象

- 調査時点でTOPIX500に含まれる大企業に対するインベストメント及びスチュワードシップ活動を行う機関投資家及びこうした機関等での勤務経験等のある個人を対象とする
- 調査対象の属性は、アセットオーナー、アセットマネージャー、有識者とする。

調査方法

- ヒアリング項目について、ZoomまたはMicrosoft Teamsによるオンライン形式でヒアリングを実施。

調査実施期間

- 2023年2月～3月

ヒアリング項目

スチュワードシップ活動	- 位置づけ・考え方・実施状況 - エンゲージメント - 協働エンゲージメント - 議決権行使 - エンゲージメントにおける課題 - 投資家 - 企業
対象先企業	課題の提起及び提言
インベストメントチェーン	- 課題の提起及び提言 - アセットオーナー - アセットマネージャー - 取引所
その他制度上の課題	- スチュワードシップ・コード - 政策保有株式 - その他
資本市場全般に対する意見	- コーポレートガバナンス・スチュワードシップ改革の影響・評価 - パッシブ運用増加の影響 - アクティビストファンドについての見解 - 金融リテラシー・金融教育 - その他

ヒアリング結果：②投資家に対するヒアリング調査 サマリー

	本調査で検討した課題(抜粋)	ヒアリングにより裏付けられたポイント
企業	▶ 海外市場と日本企業のPBRを比較した結果、日本特有の傾向としては、低PER高ROE銘柄が多いことである。また、伊藤レポート後、ROEについては一定程度改善がみられたが、PERが依然として課題のままである	▶ 投資家から成長期待を持たれていない企業、成長意欲のない経営者の姿勢に対して厳しい声が聞かれた。 ▶ スチュワードシップ活動の観点からも、成長期待を持たれない企業がなおざりにされつつある実態が明らかになった。 ▶ 一方で、能力や気概のある企業経営者を報いるため、アップサイドのインセンティブを高めるべきといった提言もされた。
	▶ 極めて高いコーポレートガバナンス・コードのコンプライ率に示されるように、企業の情報開示のレベルは高まっているが、形骸化あるいはチェックボックス化しており、企業価値の向上に結び付いていない可能性がある。	▶ コーポレートガバナンス改革による全体としてのレベルアップの評価の声は聴かれた一方で、形式的な対応しかしない企業への懸念の声が上がった。 ▶ ツール等が乱立し、コンプライオアエクスプレインの趣旨が理解されていない旨が課題であるとの指摘もあった。
資本市場	<株式保有主体の構成> ▶ 日本企業の株式保有主体における事業法人の保有比率は高く、いわゆる「株式持合い」の課題がまだ解決されていない。	▶ 政策保有株式の解消に向けた改革のスピードアップによるガバナンス規律の改善が提言された。
	<株式保有主体別の投資行動> パッシブ投資の増加により、成長期待の低い企業にも自動的に資金が流れる状況が作り出されてしまっている可能性がある。	▶ パッシブ投資の増加による企業価値への影響を懸念する声が聞かれた。 ▶ 資本市場の健全な競争環境を担保するために、上場の仕組みを見直すことが提言された。
機関投資家	▶ 海外のアセットオーナーと比較するとエンゲージメントの深度については向上の可能性があると見受けられる	▶ 全体を通してスチュワードシップ改革を評価する声が聞かれた一方で、対話やエンゲージメントの実効性について、種々の課題提起や提言が行われた。 ▶ 主なものとしては、機関投資家の評価・インセンティブ設計を強化するというものや、海外並みの高度なプロフェッショナル人材への報酬水準が課題であるという意見があった。 ▶ 情報開示についても、ESGだけではなく、企業のビジネス面におけるエンゲージメントについても責任投資報告書に盛り込むべきといった提言がされた。
	▶ 海外及び国内の公的年金基金と比較すると情報開示の充実度やエンゲージメントの実態については課題がある。	
	▶ 情報開示等は充実しているが、エンゲージメントの実効性については向上の可能性があると見受けられる。	

ヒアリング結果：②投資家に対するヒアリング調査 スチュワードシップ活動 (1/2)

位置づけ・考え方・実施状況

<アセットオーナー>

- ・ AMに対する評価は、現行、エンゲージメントに係る方針や体制の整備状況などの評価に加えて、特徴的な取り組みに加点をしている。取り組みの評価については、企業価値向上・持続的成長を目的とするエンゲージメント、エンゲージメント内容の質、プロセス（PDCAサイクルなど）の実効性を重視している。（アセットオーナー）
- ・ 議決権行使は議案に対する賛否を表明するものでしかないため、企業に行動を促す手段としてAMのエンゲージメントも重要であると考えている。（アセットオーナー）
- ・ AMのエンゲージメント等に関する調査は、スマート・フォーマットの標準様式をベースにした調査票を用いている。（アセットオーナー）
- ・ AMのエンゲージメント等に関するモニタリングにおいて、毎年度ヒアリングを行っている。ヒアリングにおいては、調査票のみでは分からないエンゲージメントの実態や問題意識についても意見交換を行っている。（アセットオーナー）

<アセットマネージャー>

全般的な位置づけ・考え方

- ・ 議決権行使はガバナンス（一部E&Sの要素を含む）におけるミニマムスタンダードを達成していれば賛成する。しかし、その企業に全く問題がないというわけでもなく、エンゲージメント活動はミニマムスタンダードに関わらず、改善を求めていくものであり、ベストプラクティスを求める活動、である。（アセットマネージャー）
- ・ アセットマネージャーのエンゲージメントに共感してくれる企業IRの担当者は増えており、エンゲージメントを行うモチベーションにもなっている。（アセットマネージャー）

エンゲージメント

- ・ エンゲージメント対象企業を固定する意図はないが、結果的にほぼ同じ顔ぶれになるというレベルである。企業からの対話依頼はすべて受けているが、一方で、対話依頼がない中小企業に関して、当社から能動的に対話を働きかけるにも限界があり、結果として対話実績のない企業が同じ顔触れになる。（アセットマネージャー）
- ・ 解決されない課題については、まずは担当者から進めて、部長・役員クラスとエスカレーションして、コミュニケーションを進める。（アセットマネージャー）

協働エンゲージメント

- ・ 海外の協働エンゲージメント団体に加えて、国内のIICEF（機関投資家協働対話フォーラム）と関与して実効性を高めていく努力もしている。（アセットマネージャー）

議決権行使

- ・ 議決権行使についての詳細なガイドラインを示しているが、例外対応があり、判断はガイドラインによる機械的判断にならないようにしている。たとえば、経営者の提案が企業の持続的成長の観点で合理的であれば、ガイドラインでは反対だが実質的な判断を優先して賛成にまわることもある。この実質的な判断は例外対応であるが、外部専門家が過半を占める諮問委員会の答申を受けて判断の適切性を確認している。（アセットマネージャー）

ヒアリング結果：②投資家に対するヒアリング調査 スチュワードシップ活動 (2/2)

エンゲージメントにおける課題

<投資家>

コストに関する課題

- ESGをはじめとして、財務以外の部分のチェックや、AO向けの報告でも、エンゲージメントの要求・対応コストが上がってきている。残念ながら、AOに負担して頂くのは難しい。(アセットマネージャー)
- TOPIX2,200社を含む約2,600社が対象企業であるが、基本的に足切りは行わない。企業から依頼があれば全件お受けしており、エンゲージメントにはしっかりとコストをかけていると考える。合計30名程度でエンゲージメントをしているが、対象企業が2,000社超となるため、全社にエンゲージメントすることは難しい。(アセットマネージャー)
- 特にPBR1倍割れ企業が上場企業の全体の4割以上とすれば800～900社あり、幅広くエンゲージメントすることはできない。対話を進めるのはリソース上の制約がある。(アセットマネージャー)
- パッシブ運用・分散投資をしている投資家からすると、投資先が増加することによりエンゲージメント対象の企業が増え、詳細なリサーチをすることがリソース的に難しくなる。また、1社あたりの保有率も下がるので、エンゲージメントにコストをかけるインセンティブも下がってしまう。(アセットマネージャー)
- アクティブ専業であれば集中的にリソースを投下できる。エンゲージメントの対象も、アクティブ運用の中でフォーカスをするが、ユニバーサルオーナーシップ的な運用では難しい。(アセットマネージャー)
- 多くの企業を底上げしていくのか、対象企業を絞るのが大きな判断ポイントと考える。スチュワードシップ活動の観点からは、成長性がある企業はコストをかけて対応するが、成長の意欲がない企業に割くリソースはないため、こうした企業は淘汰されるべきと考える。(アセットマネージャー)

実効性に関する課題

- アクティブ投資家は投資先にこだわるので、経営に鋭く切り込む。パッシブで幅広に対応しようとする、リソース的に難しく、最低限の要求や開示を周知するだけとなり、緩くなってしまう。(アセットマネージャー)
- AOから受託するため、スチュワードシップ・コードに署名し、ミーティングは全て対話であると数を数え始めたように、形式を充たすためのエンゲージメントの実施となっている。(有識者)
- 企業のことを勉強しない投資家が、増えてしまっている。議決権行使などもガイドラインありきという対応の担当者もいる。(アセットマネージャー)
- 投資家も企業のことを徹底的に理解して、ビジネスモデル・会社の沿革・なぜ儲かっていない事業をずっとこだわって継続しているのかを理解した上で、対話をしなければならない。いきなり事業ポートフォリオの話をしても会社に刺さらない。(アセットマネージャー)
- 対話の担い手である機関投資家が対話とは何かを分かっていない。スチュワードシップ・コード導入以降始まったことが多いため、経験値が浅い。企業価値につながるような対話ができているかは疑問である。(有識者)
- 社外取締役の質や企業価値を上げるための議論はどのようにしているか。計画を出して、そのビジビリティについて企業は説明して、投資家はその説明を踏まえた議論を徹底的にやらなければならない。(有識者)

<企業>

- 企業サイドとしては実績づくりだけが目的となっていないかという懸念はある。企業サイドは二極化してきていて、開示だけ・実績だけになってしまう会社もある。エンゲージメントによる提案に前向きに取り組まれる企業とそうではない企業がある。(アセットマネージャー)

ヒアリング結果：②投資家に対するヒアリング調査 投資対象先企業

課題	提言
PBR1割れの企業について - 資本コストを超えているのに、PBR1を割れているのは、成長に目を向けていない、またはそれを市場に伝えていないか伝え方が下手である、市場から成長できるという風に思われていないことが要因である。(有識者) - PBR1倍割れの原因はROEだけではなく、投資家に成長を期待させていないからである。PBR1倍以下というのは、投資家はこの会社はもう成長しないと思って評価している旨をよく理解するべき。(有識者) - 特にPBR1割れの企業には、強みを引き出すための発想があまりない。「時価総額・売上で4番手5番手になるにはどうしたらいいか？」と聞いてくる会社もある。会社のニーズとして、遅れすぎると困るが、先頭に立つ必要もないという発想。チェックボックス的な対応をしている方が居心地が良いという企業もあるのだろう。(アセットマネージャー) - 日本企業は収益に対する執着心が海外と比べて低いように感じる。短期的に収益を上げるより、中長期的に低収益ではないが、超高収益でない水準を目指しているような印象。株式市場では、短期的に収益を上げている企業が評価されやすい。(アセットマネージャー) - PBR1倍割れの企業は、ガバナンスコードに記載があるため、取ってつけたように資本コストを低く計算・認識している。事業ごとに資本コスト・ROEを見据えながら中長期計画を策定し、目標と現状のギャップに対応する方法を考えるのが本来の経営である。(有識者) 成長戦略が大事 - ROE8%、サステナビリティ、非財務と、一つ一つ真面目に対応するが、全部繋げて企業価値に結びつく形になっていない。ゴール・意義に立ち返って、必要性を追求していない経営者もいる。(有識者) - 近年サステナビリティが話題になっていて、そこに敏感になるのは大事だが、ROE・成長戦略の改革はまだ終わっていない。サステナビリティも大事だが、ROE・成長戦略をどのように向上させていくかという宿題がまだ終わっていない。(有識者) - 経営の面では、日本企業は持っている技術をビジネスに展開する力が弱い印象があり、それが株価に反映されていると考える。例えば、脱炭素技術は大きな成長分野であり、日本企業は特許も多く取っているものの、うまくビジネスに展開できていない。(アセットマネージャー)	社外取締役 - 成長戦略を発表すると投資家から色々な質問を受けるので、そのQ&A準備ををするつもりで社外取締役が後押ししてほしい。(有識者) 報酬 - CEOの報酬を海外並みにすべき。成功した時のアップサイドのインセンティブをより大きくして、目標に向かって取り組んでいただくことが大事である。投資家も文句はないと思う。少しずつ日本でも、基本給1/3、業績給1/3、株式報酬1/3とする方針など、バラエティがでてきているが、基本給にプラスした業績連動の株式報酬が増えると良い。(有識者) 中長期戦略 - 企業は大体の場合3年程度を中長期戦略とイメージしているようだが、本来はもう少し長めで議論するべきと考えている。E(Environment)とS(Society)が具現化するには5～10年先になってきており、これらと企業戦略がどう結びつくのかを考える必要がある。(アセットマネージャー) - 経営者の在任期間について3年程度で設定するところが多いが、5年程度に伸ばす必要があるだろう。(有識者)

ヒアリング結果：②投資家に対するヒアリング調査 インベストメントチェーンの問題点 (1/2)

課題	提言
アセットオーナー ＜企業年金＞ - 企業のトップに従業員の将来の年金を預かっている責任の自覚がない。運用機関に全てお任せになっている。(有識者) - 母体企業がサステナビリティの取り組みをしていますが、スチュワードシップ・コードに形式的に対応しているのみ。(アセットマネージャー) ＜公的年金＞ - アセットマネージャー選択において、クオリティにコストをかけられない仕組みである。(アセットマネージャー) ＜年金共通＞ - アセットオーナーの主眼は運用資金が安定的であることであり資金を減らしたくない。エッジの効いた運用ができない。(有識者) アセットマネージャー - 外資系はプロ集団である。評価体系もあり運用成績が悪ければ職を失う。日系の運用機関はサラリーマン組織であり、問題意識の持ち方が違う。(有識者) - 日本では、パッシブもアクティブもAMは企業価値向上のためのエンゲージメントを実行しているというが、そのようなリソースはないはずである。(有識者) - 投資先での差別化は難しいため、運用の内容でどう差別化していくのが競争である。日本のAMは、差別化できていない。日本株のみに投資するAMの8割、9割がパッシブで、ETFに投資するAMでは、9割はパッシブとなっており、どこでも一緒になってしまっている。(アセットマネージャー) 投資家共通の課題 - インベストメントチェーンの在り方が欧米と日本では異なる。スチュワードシップ活動も、欧米はエンゲージメントのスキルがなければやらないとはっきりしている。自分でやれること、やれないことを理解しており、AOもAMの得手不得手を理解し、得意なことを任せている。(有識者)	アセットオーナー - 大手公的AOが加点項目としてAMのトップのコミットメントを評価し始めたことにより、AMの改善が進んだ。AOが評価体系の設計と評価のインセンティブの整備に取り組むことで、AMに危機感を持たせて動きを促進することが重要。(有識者) - AOによるAMのエンゲージメント活動も運用評価の一環とする制度の運用強化によりエンゲージメント含むスチュワードシップ活動が促進され高度化にもつながっている。(アセットマネージャー) アセットマネージャー - 企業にプレッシャーをかける主体は機関投資家になると考える。リスクを取るにはどうすればよいかなど機関投資家は海外企業等の情報を多く持っているため、積極的なエンゲージメントを通して、日本企業にリスクをとった経営に関する有益な情報を共有していくのが良いのでは。(アセットマネージャー) - M&Aをけしかけるわけではなくても、大手AMが意識的に企業経営に踏み込む必要がある(有識者) - エンゲージメントの効果検証をすすめ、AOにエンゲージメントの付加価値を理解頂けるように示して、報酬に繋がるような取り組みが必要。(アセットマネージャー) - 日本のスチュワードシップチームの発達は海外に比べて遅く、投資判断や企業分析の経験がある人材がチームに多いことが多いため、本来であれば戦略面や企業価値に関する議論が起こりやすい構造になっている。日本の場合、E(Environment)とS(Society)については平均的に既にしっかり対応している企業も多いので、機関投資家はより収益性にフォーカスした議論ができるとエンゲージメントの成果が上がりやすくなるのではないかと。(有識者) 投資家共通 - AO・AMはプロフェッショナルオンリーの世界。海外は日本の2～3倍給料がある代わりに、評価も厳しく人の入れ替わりが早い。運用の世界でも海外型の評価を確立しないといけない。(有識者) - 責任投資報告書はサステナビリティばかりになっていて、ファンダメンタルズや企業のビジネスのディスカッションの評価は責任投資報告書において記載が乏しいと思う。ファンダメンタルズ・CEOメッセージ・戦略などをどのように企業と議論したのかを報告書に記載してほしい。(有識者)

ヒアリング結果：②投資家に対するヒアリング調査 インベストメントチェーンの問題点 (2/2)

課題	提言
取引所 - 市場再編については、TOPIXが絞られると思っていたが、現状かわりはなく、プライム市場もゆるやかな変化にとどまっている。企業にも猶予期間が与えられており、改革のスピードが遅いように思う。プライムも企業数がかなり多く、多くのAOがパッシブ運用に向いている中、そういった企業に資金が流れてしまい、企業サイドの規律も緩む。(アセットマネージャー) - 日本の資本市場は、上場企業が多すぎる。資金調達の意欲・必要性もないが、企業のブランド・信用・人材獲得を目的として上場している企業が多い。海外ではそのようなインセンティブを持ったマーケットはほとんど存在しなく、このような日本の特殊な構造が日本企業価値の平均値を下げていると考える。そのため東証の区分改革に期待していたが、上場企業数はほとんど変化がなかった。(アセットマネージャー) - 上場自体が目的となっている企業も多い。オーナー企業は相続税対策で株価が安い方が良いという利益相反も働いている。大きなプライムディスカウントが働いている。(有識者) - アクティブ投資家は、そもそも今回課題に挙げられている東証の7割近い企業は、保有していない。TOPIXを参照する指数連動型のパッシブ運用において、投資家はこれらの企業の株式を「持たされてしまっている」という状況。これにより企業は延命されてしまっている。(有識者)	取引所 - TOPIXは適切な銘柄数で構成され、銘柄入替が生じることが望ましい。(アセットマネージャー) - 東証のPBR1倍割れの企業に対する働きかけは必要である。自己分析をすることで、機関投資家からの意見も理解してもらえるようになるのではないかと。また、パッシブ運用については、株を売却できないことが大きな問題だと考えている。TOPIXは2,000社をベンチマークとした運用をしているが、社数が多いため、S&P500程度に社数を絞り、500社に入るための努力を企業に促すべきである。(アセットマネージャー) - 東証のPBR1倍割れの企業に対する働きかけの効果は、一時的であるし、局所的になると思う。プライムを数百社まで絞り込んで、エンゲージメントすることは有用。(アセットマネージャー) - プライム市場を見直して、300社程度とすること。TOPIXのベンチマークを使えない仕組みを作ること。入れ替え制により企業に緊張感を持たせる。(有識者) - 現在の1,800社からさらに絞るのは難しいと思うが、上場企業数が多いことが課題だと考える。戦略的には、5、10年先の改革を待つと遅すぎるため、全上場企業の底上げするのではなく、100～300社を対象に企業価値の向上ができる体制を整えるのが良いと考える。上位企業に焦点を当てると、時価総額向上に効果があり、また上位企業はメディア・投資家の中でもプレゼンスが高いため全体を動かす機動力になると考える。(有識者) - 日系の運用機関では、TOPIXの重要性が大きい。インデックスを作り、取引所がそれを使うよう指導すると良い。(有識者)

ヒアリング結果：②投資家に対するヒアリング調査 その他制度等に対する提言

日本特有の課題	その他
政策保有株式 - 政策保有株式が問題。経営陣の規律に緩みが生まれ、より保守的に走っている可能性が高いように思っている。日本人はリスクをとらず、文化的にも安定志向である傾向もあり、外からの圧力が高まる必要がある。議決権行使においても、政策保有株式について定量的な基準を設定しエンゲージメントしている状況にはあるが、依然として課題に感じている。(アセットマネージャー) - 持ち合い株式の問題は重要であると思っており、金融業界全体での働きかけも重要と認識している。市場区分の見直しの意見募集に対しても、少数株主保護の強化の観点での意見提出を行った。上場区分の見直し・開示の見直し・指数の改善等多面的に解決に向けた取り組みが重要であると思う。(アセットマネージャー) - 政策保有である持ち合い株の徹底的な規制。ガバナンス規律を高める必要がある。(有識者) 親子上場 - 親子上場では、親会社から役員が送り込まれている。この結果、上場のメリットも感じにくくなっている。政策当局としても改善する方向で指導いただきたい。(アセットマネージャー)	情報開示 - ヨーロッパのAOは詳細な統合報告書を出しており、日本のAOも対応することが望まれる。(有識者) 雇用制度 - 雇用制度が大きな課題。海外では収益を上げるためにリストラをし、業績が良いときは採用を増やすダイナミクスが可能で、経営面で調整弁が多い。日本でも解雇は可能であると思うので、経営者の覚悟、社会的な受け止めが課題である。(アセットマネージャー)

ヒアリング結果：②投資家に対するヒアリング調査 その他の意見(1/2)

コーポレートガバナンス、スチュワードシップ改革・伊藤レポートの影響・評価	金融リテラシー・金融教育
大手AMへのポジティブな影響 - スチュワードシップ・コードの影響で、大手のAMは前進していると思う。海外のイニシアティブに参加するケースも増えてきた(有識者) 検証、そして実効性が必要 10年前の施策の結果、プラスマイナス効果が出ているが、一度定量的な検証を行うと良い。(アセットマネージャー) - 資本効率・収益性に対する課題意識の向上としては効果があった。ただ、実行の方法、時間軸にはあまり変化がないと感じる。(アセットマネージャー) - 上場企業の情報開示は格段に良くなった。外形的なガバナンスを始めとして、様々な変化も起きた。企業と投資家の対話回数も増加した。しかし本質的な変化に至っていない。日本企業の稼ぐ力はあまり変わっていないのが、実態ではないか。(アセットマネージャー) 実効性を高めるために - ツールの量を増やすと、使いこなすのが大変なので、形式的に利用するだけになってしまう。スピードアップのために新しいツールを出すと、咀嚼するために、かえって時間がかかるかもしれない。消化不良にならないように、質を伴わせるための時間が大事である。(有識者) - コーポレートガバナンス・コードなどは、コンプライアオアエクスプレインと言いながら、細則主義になりすぎている。(アセットマネージャー) さらなる改革が必要 - 伊藤レポートは最低限(例：ROE8%、社外取締役)を示した。ROE8%は、ミニマムラインであって、それさえしておけばいいというものではない。欧米と戦うためには、15-20%程度必要。(有識者) - 資本コストを無視して、成長戦略を作ると、企業価値を既損してしまうので、まずは、資本コストを超えるという趣旨であった。資本コスト→成長戦略という順番の話だったが、目標が資本コストを超えることだけになってしまい、成長は忘れられてしまった。(有識者) - スチュワードシップ・コードは、ファンダメンタルズの分析と企業価値向上に向けた取り組みがAOにも必要であるという点を言及すべきである。現状でもAOが企業価値向上に向けた働きかけを求められている点は読み取れるが、より分かり易くすべきである。ビジネスやビジネスポートフォリオのモニタリングについても規程を盛り込まなければならない。(有識者)	企業価値やインベストメントチェーンの構造を知ってほしい - ROEを上げるためのビジネスモデルを作り、不採算事業はポートフォリオ改革をするというファイナンス理論は、世界共通である。日本ではこの理論が企業・国民に理解されておらず、どうやったら儲けられるかが優先されない。日本企業は自分の製品をディスカウントとしてお客様に喜んでもらうとするが、それでは国民の将来の年金が棄損してしまう。このことを国民に知ってもらう必要がある(有識者) - 日本の公的年金はユニバーサルオーナーシップとなっており、日本株を保有し続ける。すなわち、日本株の企業価値が下がると、国民の年金のリターンが下がり将来給付も下がる。このチェーンをもっとメディア・野党にも触れてほしい。(有識者) - 資本市場の仕組みやインベストメントチェーンの構造を教えることが重要。(有識者)

ヒアリング結果：②投資家に対するヒアリング調査 その他の意見(2/2)

産業構造の課題	その他
イノベーションを生むためには - 日本では最初は、小さくて産んでから育てるということを目指すのが、小さすぎると、投資家は、調査・分析にコストが掛かりすぎる。海外だと、最初から大きく目指している。最初から大きいことを目指してくれると投資家は参加しやすいと思う。(有識者) - イノベーションのほとんどは、新しい革新的な技術というより、ビジネスの仕方を変えるということだ。海外の企業は、ビジネスを変える機会を、見つけているが、日本企業は固定観念から脱していない。(有識者) 成熟市場としての課題 - 各国でおかれている状況も違うと思うので、比較するのは難しい。一般論として、日本市場は成熟化しているので、今ある資産をどう増やしていくか、ビジネスの減速をどう抑えるかという発想のほうが合うのではないかな。(アセットマネージャー) - ビジネスモデル自体が旧来のサプライチェーンから変わってきている中、業種で物事を区切ること自体が古い。投資家からすれば、業種は変えれば良いと思う。産業構造の問題として捉えられるが、変化の柔軟性がないのが問題であり、その要因の一つは、多様性の欠如である。(有識者) - 同じ業種のまま、やり方を変えることは難しい。これまでの方法に紐づく資産・人材があり、切り替えることはすごく難しい。しかし、新規参入者であれば、新しい方法に特化できる。海外とは新陳代謝の差があるのだと思う。(有識者) - 企業の「新陳代謝」が起こる時は、支配権が移転する時に加え、倒産する時であるが、日本はあまり倒産がない印象がある。米国は例外かもしれないが、新しいビジネスも生まれるが、淘汰も早い。支配権移転というところだけで市場の新陳代謝を図るのではなく、産業の入れ替えもセットで考えることが必要である。(アセットマネージャー)	PEファンドについてのコメント - 業界や規模にもよるが、小さい企業が多すぎて、そこにコストをかけて統合しようと思わないのではないかな。買収にかかる手間は、大きい企業でも小さい企業でも変わらない。米国と比較すると、保有株主構造の観点で、家族経営の企業等は、会社を手放すという意識が低い傾向にあり、なかなか買収が成立しないのではないかな。(アセットマネージャー) アクティビストファンドについてのコメント - アクティビストファンドの考えは色々あるが、アービトラージを目的として、隙のある会社に潜り込んで、株主提案を行っている。油断のある会社には効果があるが、アクティビストファンドが会社のビジネスのポテンシャルをきちんと整理して、会社と親身になる素質があるかどうかは微妙。(有識者) 非上場化についてのコメント - 上場会社であることによって規律が働くというメリットもあるが、非上場化するメリットとしては、上場を維持するコストが削減でき、本業に集中できることではないかな。海外では、ターンアラウンドなど抜本的な対応が必要な際は、一時的に非上場化してまた市場に戻ってくることもあり、このような動きが促進されればメリットに感じるのではないかな。(アセットマネージャー) 公的年金制度の改革について - 公的年金に対する法的制限については、法解釈の変更によって対応できると考える。取り組んでいただきたい。(有識者) 追加的な仕組みが必要な可能性も - 現状株価が低い企業の株価がさらに低迷すると、日本経済全体の低迷も進む。金融機関大手10社程度で、こうした弱い企業を手当する集団などを作り、そのコストをアセットオーナーが負担するなどの仕組みを整える。(有識者)

二次利用未承諾リスト

経済産業政策の新機軸を踏まえた日本
企業の企業価値の向上等に関する調
査・分析に関する報告書

令和4年度 産業経済研究委託事業

EY新日本有限責任監査法人

[illegible]