



令和5年度内外一体の経済成長戦略構築にかかる国際経済調査事業
（価値創造経営の推進に向けた制度及び制度以外の課題に関する調査）
最終報告書

目次

1.日本企業のPBR各要素の現状分析	P.4
--------------------	-----

2.「経営者（陣）」「取締役会」のそれぞれのレイヤーにおける課題に関する調査・分析	P.27
---	------

Appendix

ステークホルダー資本主義における各国動向調査 （欧米企業ヒアリング結果）	P.116
---	-------

「経営者（陣）」「取締役会」のそれぞれのレイヤーにおける欧米企業の実態調査 （欧米企業ヒアリング結果）	P.120
--	-------

本事業では、日本企業の中長期の企業価値（PBR）向上に向けて、現状を把握・分析するとともに、対応の方向性の検討に向けた課題の調査・分析を行った

背景・目的

- 日本企業は、2014年の伊藤レポート公表以降、経常利益は拡大してきたが、解散価値とされるPBR1倍を割る企業の割合は、欧米に比べて非常に高い水準（日本：約4割、米国：約4%、欧州：約18%（2022年事業年度末時点））にある。PBRの構成要素である、「ROE」×「PER」のいずれもが低いことが低PBRの要因である
- したがって、企業価値（PBR）を高めるためには、将来期待（PER）を高めながら、資本効率・収益性（ROE）を向上していくことが必要となる。そのためには、将来ビジョン及び中長期の経営戦略・目標の策定と、それにコミットし、「成し遂げる」ための中長期の経営体制の構築が不可欠である
- しかし、日本では、米国等に比較して、経営者の任期が短いことも背景にあり、長期視点での将来ビジョンの策定や実行面で課題があることが指摘されているところである

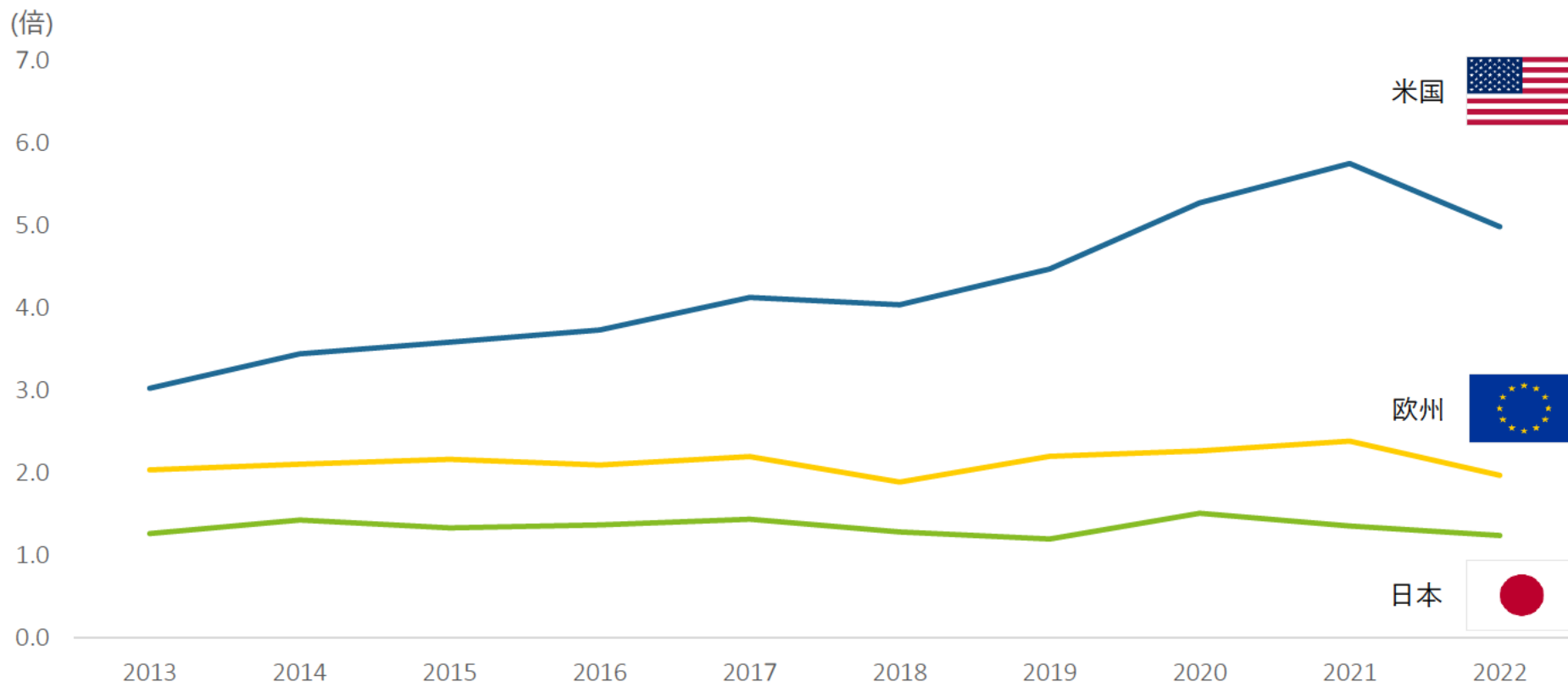
調査内容

- 日本企業の企業価値（PBR）向上に向けて、下記観点での課題を把握・分析すると共に、対応の方向性の検討に向け情報収集を実施する
 - **日本企業のPBR各要素の現状分析**
 - ✓ PBRを要素分解して、欧州・米国企業との比較により、日本企業の現状を評価・分析し、今後の日本企業のPBRを向上させるために注力すべき要素を整理する
 - ✓ 企業価値に対する認識が多様化する中、ステークホルダー資本主義に関する各国動向の調査・整理する
 - **「経営者（陣）」「取締役会（特に社外取締役）」のそれぞれのレイヤーにおける課題に関する調査・分析**
 - ✓ 課題項目に対して調査項目を設定し、企業開示情報の調査や企業ヒアリングを通じて、日本企業の課題や対応の方向性を整理する

- 1) 日本企業のPBR各要素の現状分析**
- 2) 「経営者（陣）」「取締役会」のそれぞれのレイヤーにおける課題に関する調査・分析

過去10年の間、日本企業のPBRは欧米に比べ低く推移している

PBRの日米欧比較（PBRの推移）



日本はTOPIX500のうち391社、米国はS&P500のうち335社、欧州はBE500のうち313社（金融業及び継続してデータを取得できない企業を除く）。S&P500は、本社所在地が米国以外の企業を除く

「2013」～「2022」は企業の事業年度末を指す

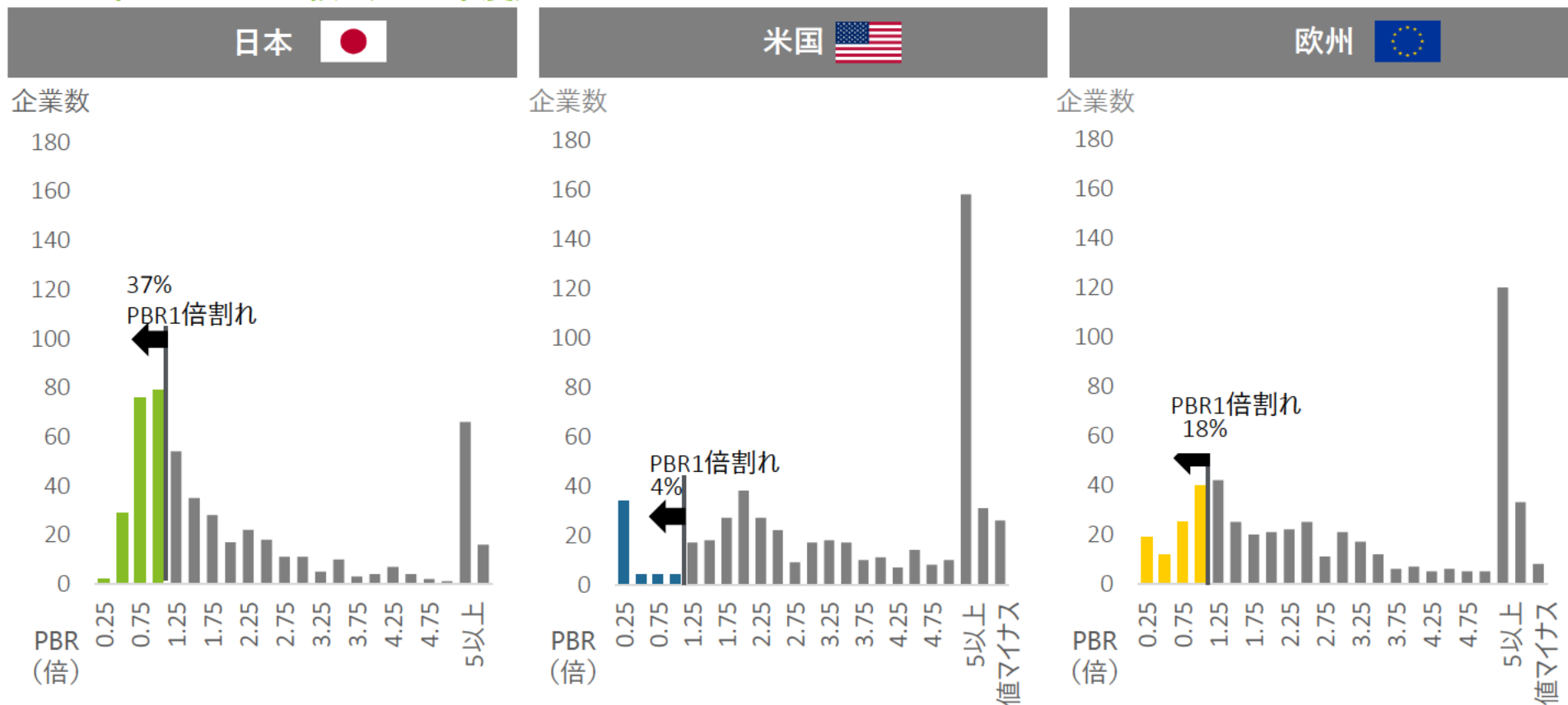
$PBR = \text{時価総額} \div \text{純資産額}$

上記は時価総額加重平均によるもの

出所：Bloombergのデータを基に作成

日本企業におけるPBR1倍割れの割合は、欧米に比べて高い

PBR分布の日米欧比較（2022年度）



日本：TOPIX500、米国：S&P500、欧州：BE500

純資産額が債務超過の状態からPBR算定時にマイナスとなる企業は「値マイナス」として集計

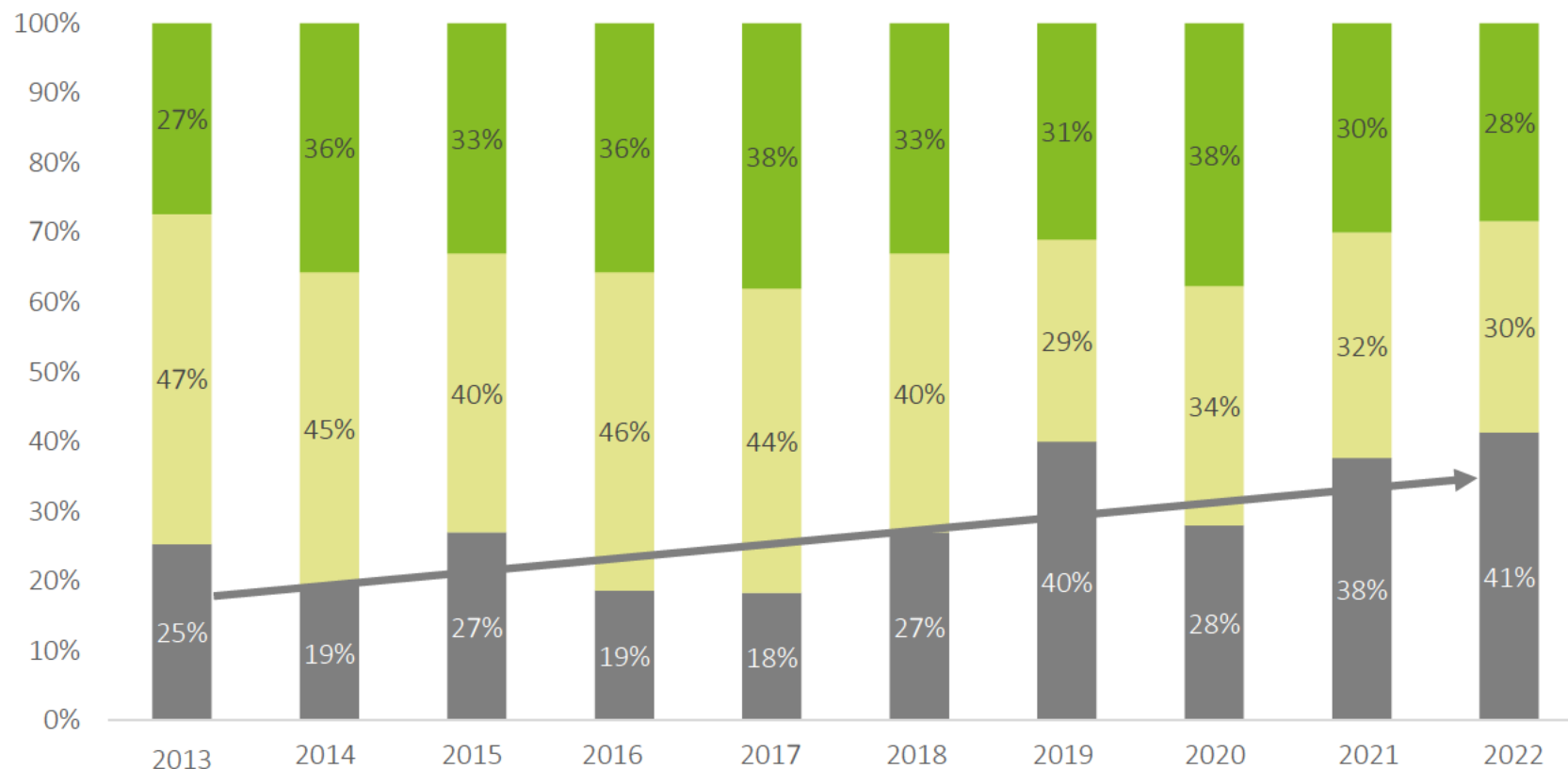
$PBR = \text{時価総額} \div \text{純資産額}$

出所：Bloombergのデータを基に作成

日本企業におけるPBR1倍割れの企業は、2013年度以降上昇傾向にある

TOPIX300社※1のPBR分布推移

- PBR2倍以上
- PBR1-2倍
- PBR1倍未満



※1：TOPIX300社とは東証プライム上場企業における2022年事業年度末で金融機関を除いた上で、時価総額上位300社企業を指す

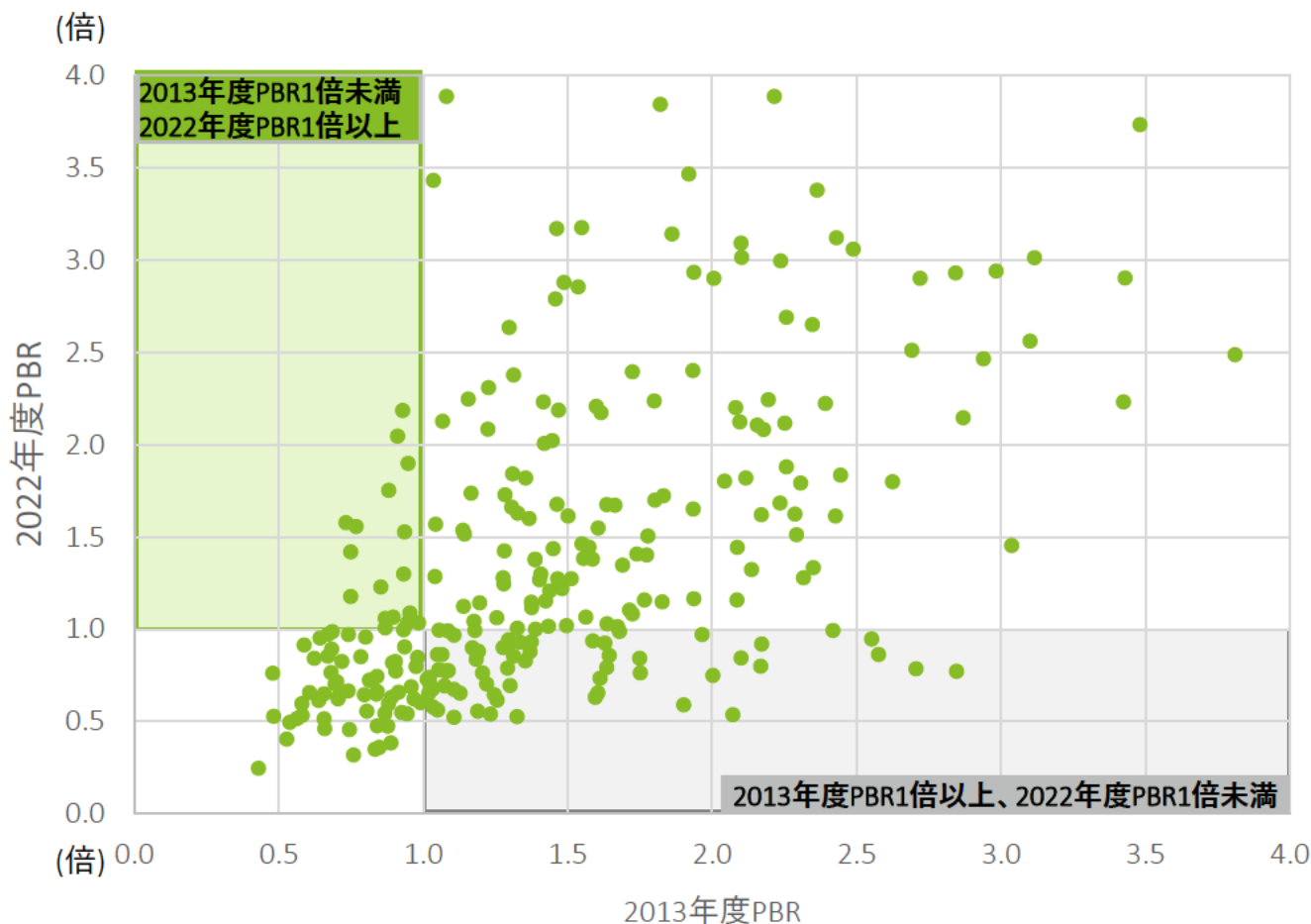
「2013」～「2022」は企業の事業年度末を指す

PBR = 時価総額 ÷ 純資産額

出所：SPEEDAのデータを基に作成

過去10年でPBR1倍割れからPBR1倍以上に伸ばした企業に比べ、PBR1倍以上から1倍割れとなった企業数が多い

過去10年PBR散布図



※1：TOPIX300社とは東証プライム上場企業における2022年事業年度末で金融機関を除いた上で、時価総額上位300社企業を指す

PBR = 時価総額 ÷ 純資産額

出所：SPEEDAのデータを基に作成

業界によらず日本企業の平均PBRは低い傾向にある

業界別の日米欧PBR平均値比較（2013-2022年度の10年平均）

業界分類	日本 	米国 	欧州 
一般消費財・サービス	1.7	6.9	2.8
生活必需品	2.1	10.5	3.3
コミュニケーション	1.7	5.7	2.5
公益事業	1.8	-7.6	2.6
資本財・サービス	2.0	8.0	2.7
ヘルスケア	1.5	4.2	3.7
不動産	1.3	8.0	2.3
情報技術	1.6	4.5	2.3
素材	2.3	7.3	10.2
エネルギー	1.2	5.9	3.0

日本：TOPIX500、米国：S&P500、欧州：BE500（金融機関を除く）

PBR＝時価総額÷純資産額

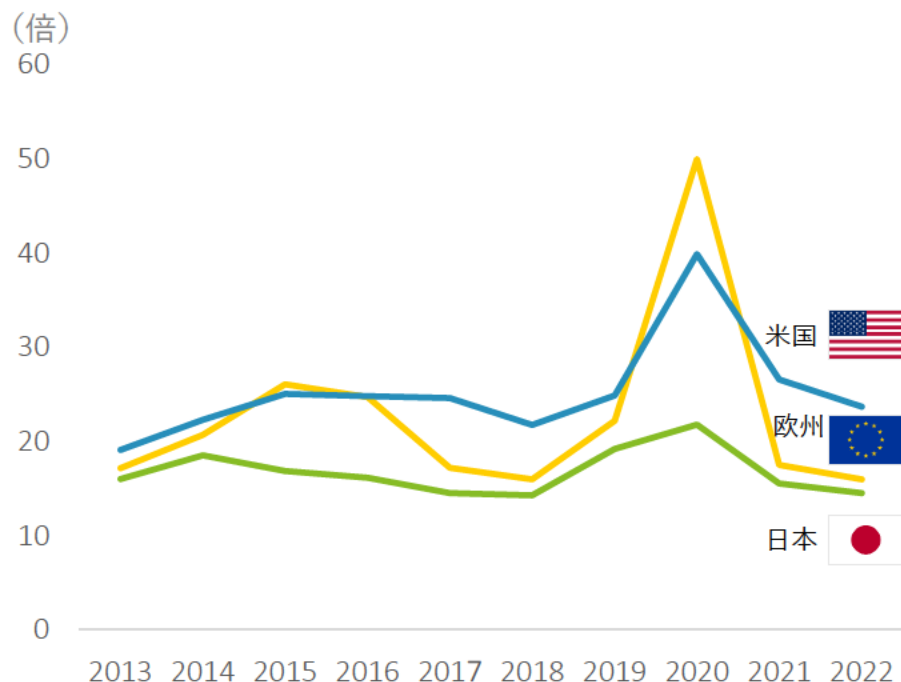
上記は全て単純平均によるもの

出所：Bloombergのデータを基に作成

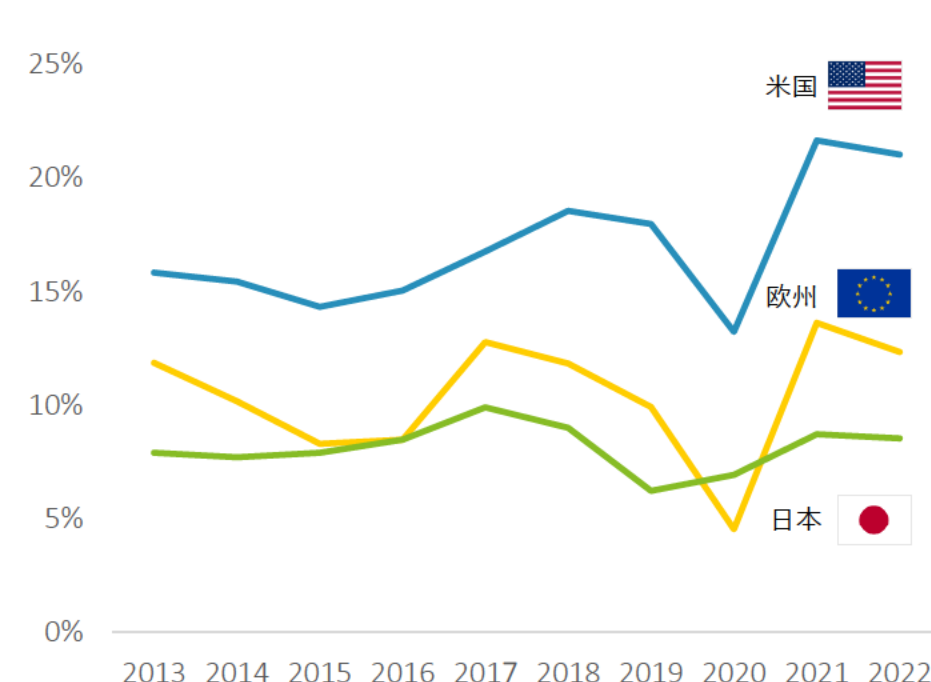
PBRの構成要素であるPERとROEに分解すると、いずれも日本企業は欧米に比べ低く推移している。特にROEはこの10年で米国との差が更に広がっている

PBR構成要素の日米欧比較

PER推移



ROE推移



日本はTOPIX500のうち391社、米国はS&P500のうち335社、欧州はBE500のうち313社（金融業及び継続してデータを取得できない企業を除く）。S&P500は、本社所在地が米国以外の企業を除く

「2013」～「2022」は企業の事業年度末を指す

PER = 時価総額 ÷ 当期純利益

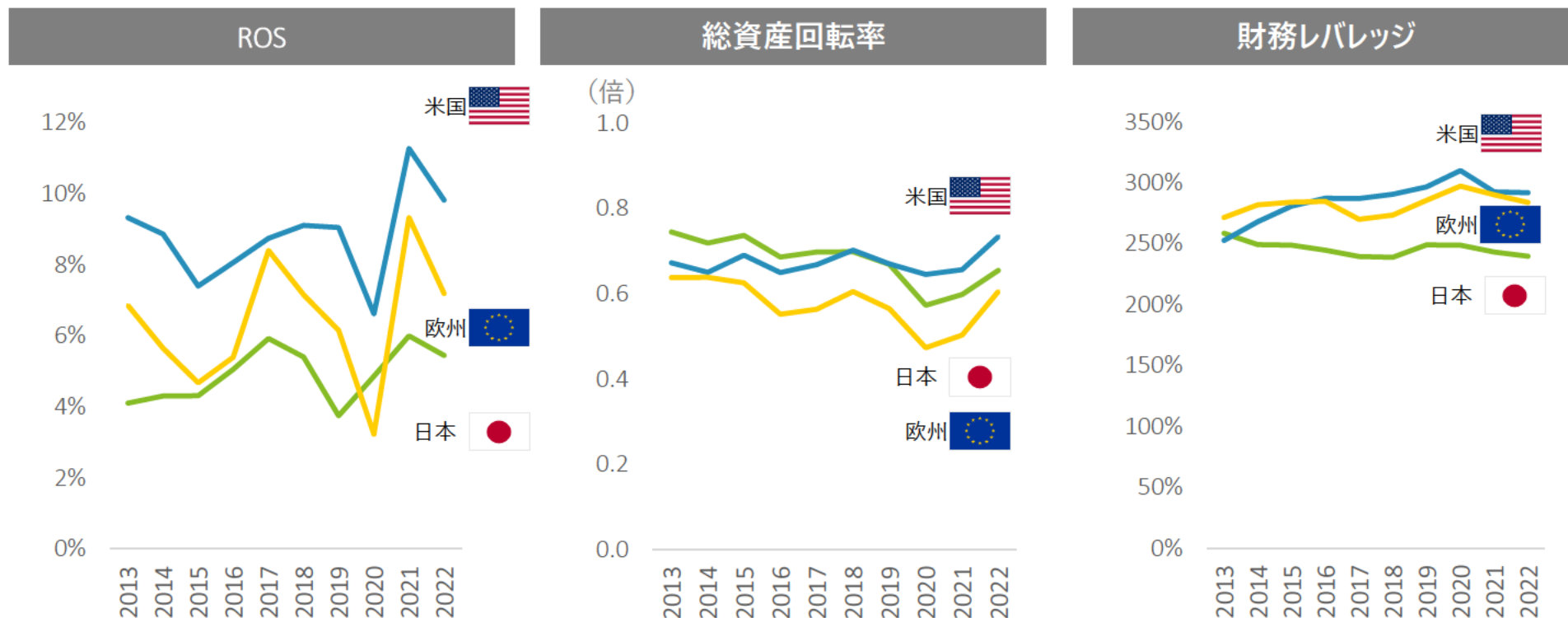
ROE = 当期純利益 ÷ 純資産

上記は時価総額加重平均によるもの

出所：Bloombergのデータを基に作成

ROEを分解すると、特にROSで差が開いており、稼ぐ力の低さが日本企業のROE低迷の原因になっていると示唆される

ROE構成要素の日米欧比較



日本はTOPIX500のうち391社、米国はS&P500のうち335社、欧州はBE500のうち313社（金融業及び継続してデータを取得できない企業を除く）。S&P500は、本社所在地が米国以外の企業を除く

「2013」～「2022」は企業の事業年度末を指す

ROS = 当期純利益 ÷ 売上

総資産回転率 = 売上 ÷ 総資産

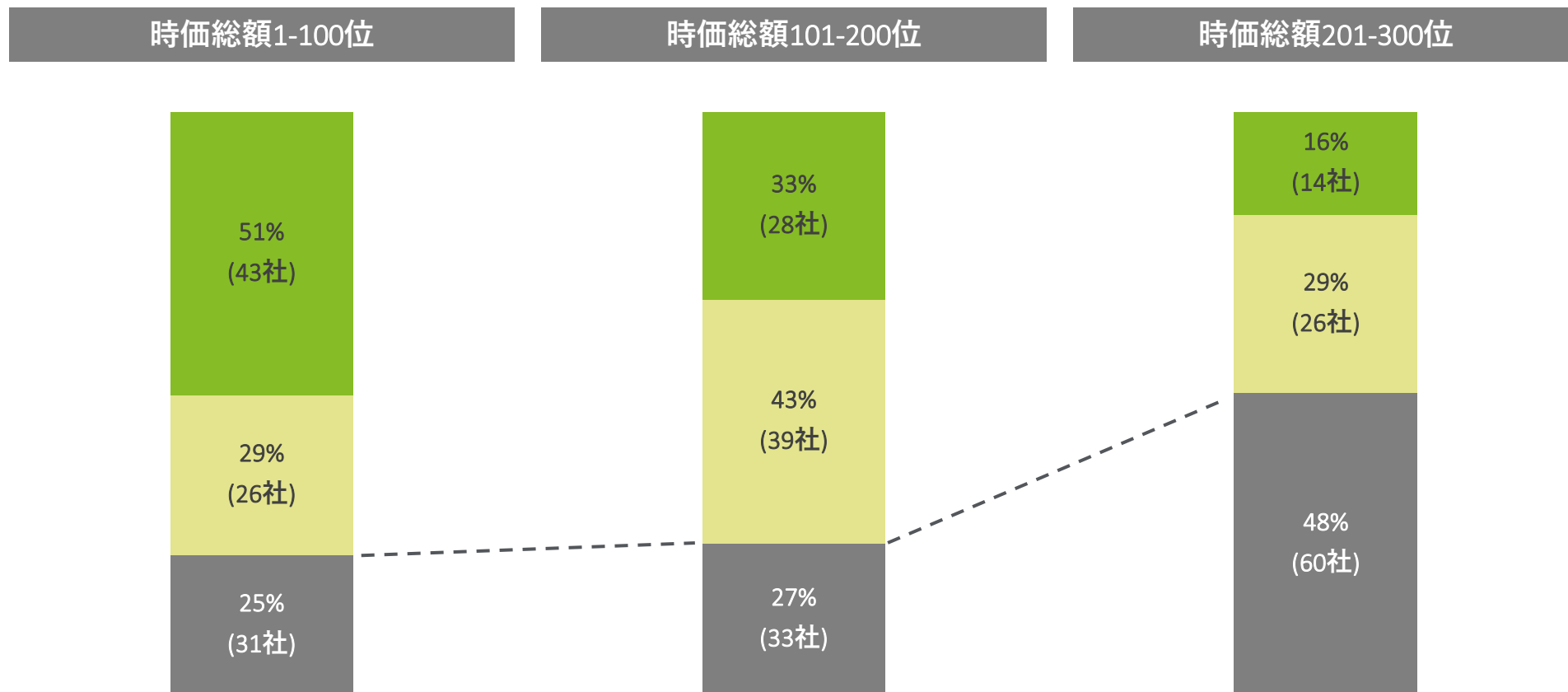
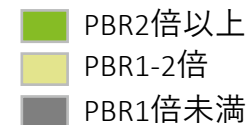
財務レバレッジ = 総資産 ÷ 純資産

上記は時価総額加重平均によるもの

出所：Bloombergのデータを基に作成

時価総額を規模別にみると、時価総額が小さくなるにつれ、PBR2倍以上の企業が少なくPBR1倍割れの割合が高くなる

TOPIX300社※1の時価総額レンジ別のPBR分布（2022年度）



※1：TOPIX300社とは東証プライム上場企業における2022年事業年度末で金融機関を除いた上で、時価総額上位300社企業を指す

PBR = 時価総額 ÷ 株主資本等合計

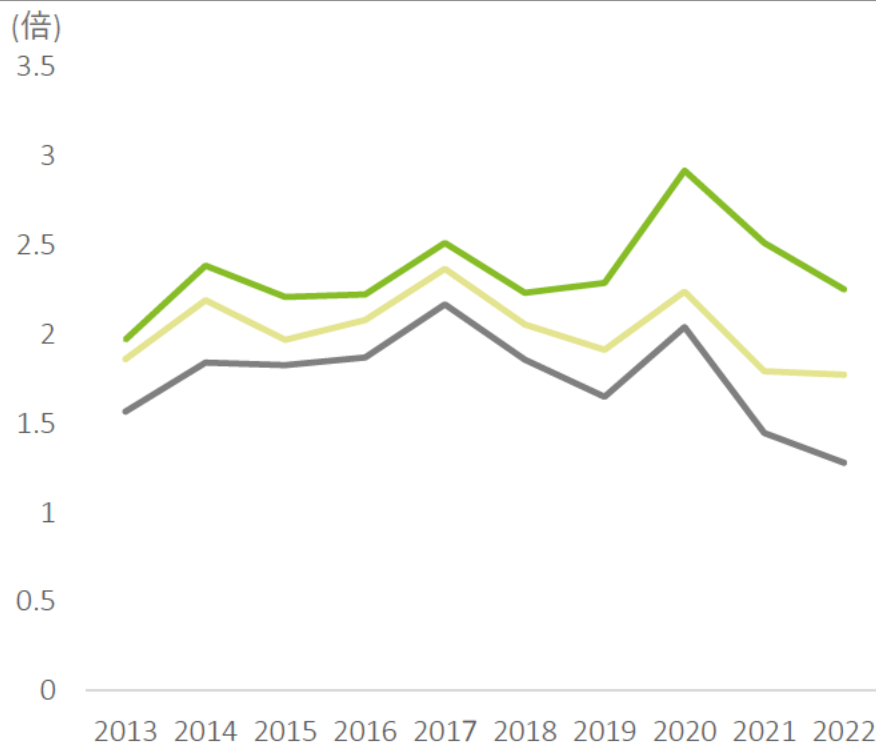
出所：SPEEDAのデータを基に作成

PBR、ROE共に時価総額の小さい企業が低く推移している

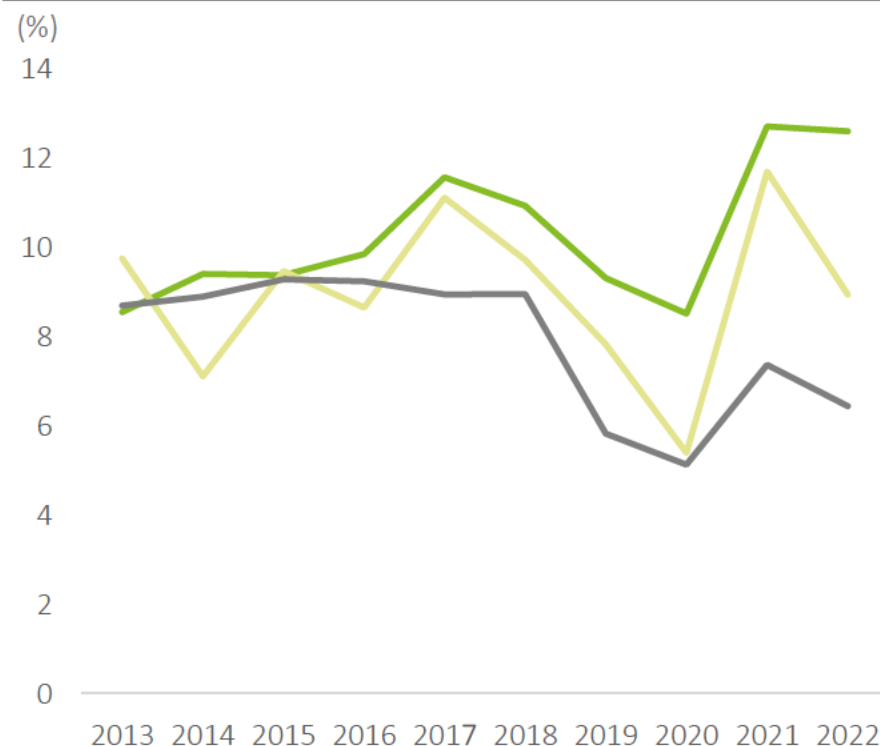
TOPIX300社※1の時価総額レンジ別のPBR/ROE比較

— 時価総額1-100位
— 時価総額101-200位
— 時価総額201-300位

PBR推移



ROE推移



※1：TOPIX300社とは東証プライム上場企業における2022年事業年度末で金融機関を除いた上で、時価総額上位300社企業を指す

「2013」～「2022」は企業の事業年度末を指す

$PBR = \text{時価総額} \div \text{株主資本等合計}$

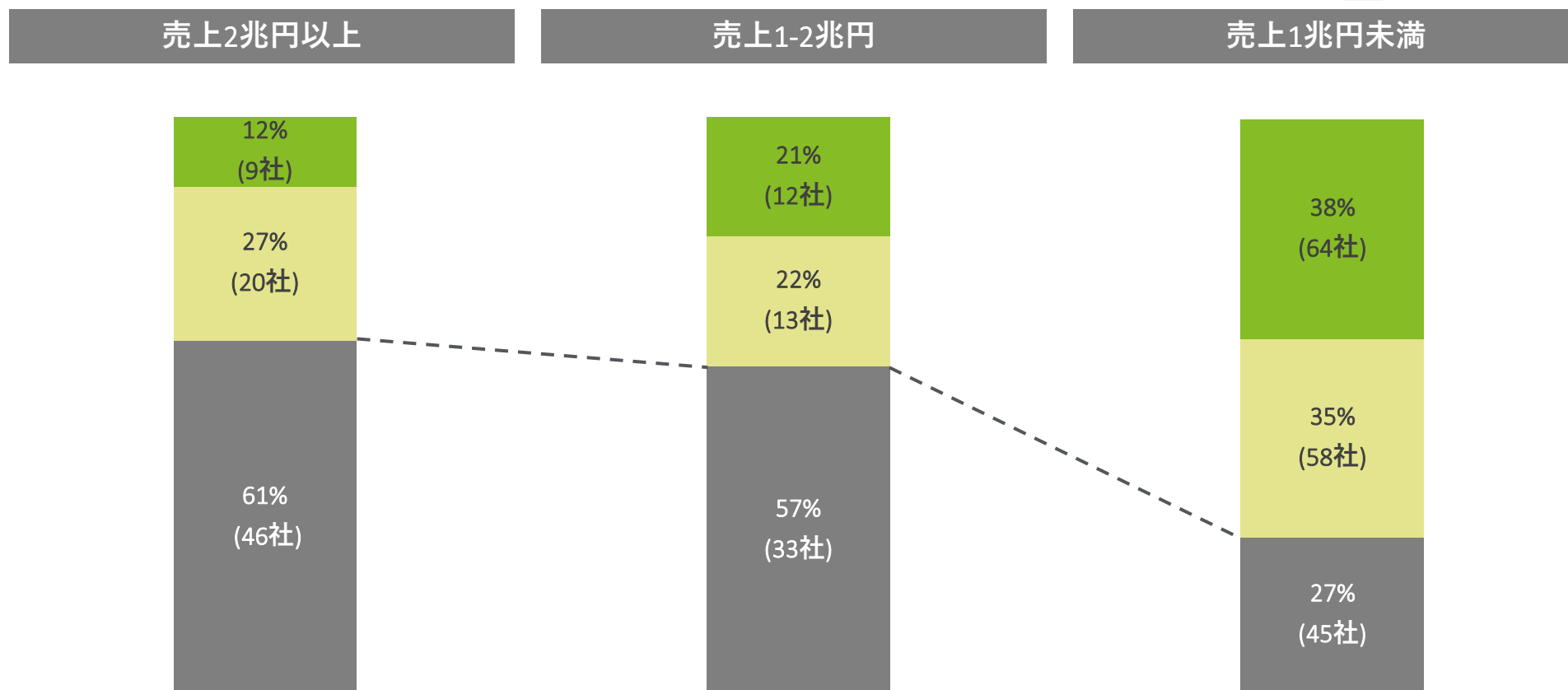
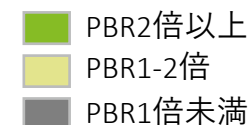
$ROE = \text{親会社株主に帰属する当期純利益} \div \text{期首期末平均株主資本等合計}$

上記は全て単純平均によるもの

出所：SPEEDAのデータを基に作成

売上高の規模別にみると、売上規模が大きくなるにつれ、PBR1倍割れの割合が高くなる

TOPIX300社※1の売上高レンジ別のPBR分布（2022年度）



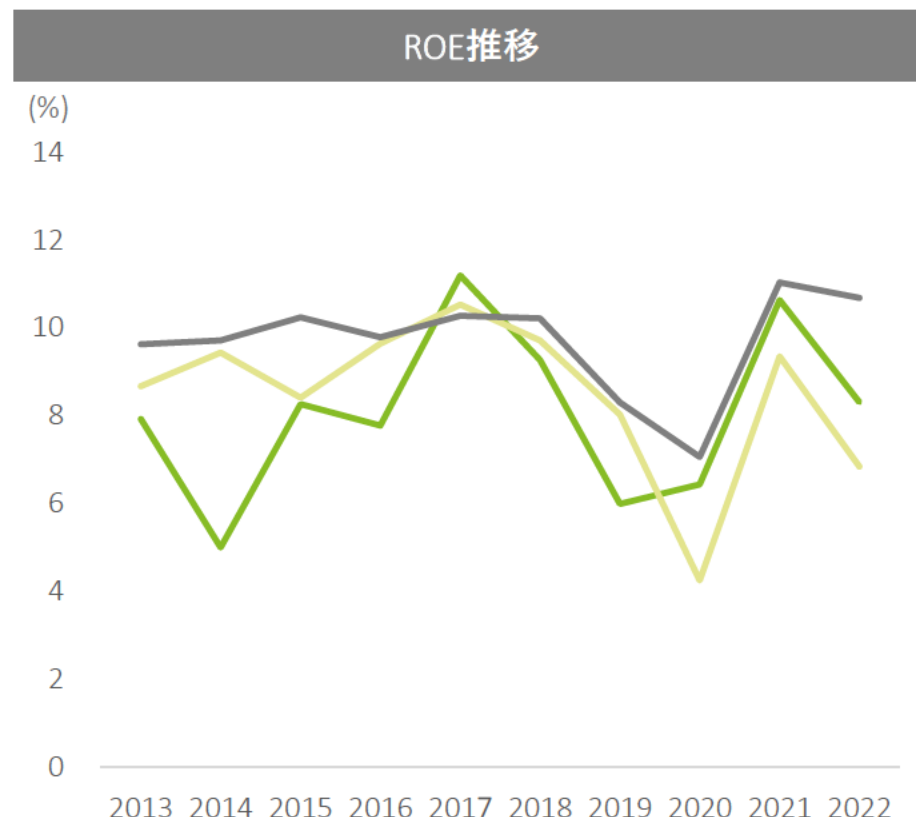
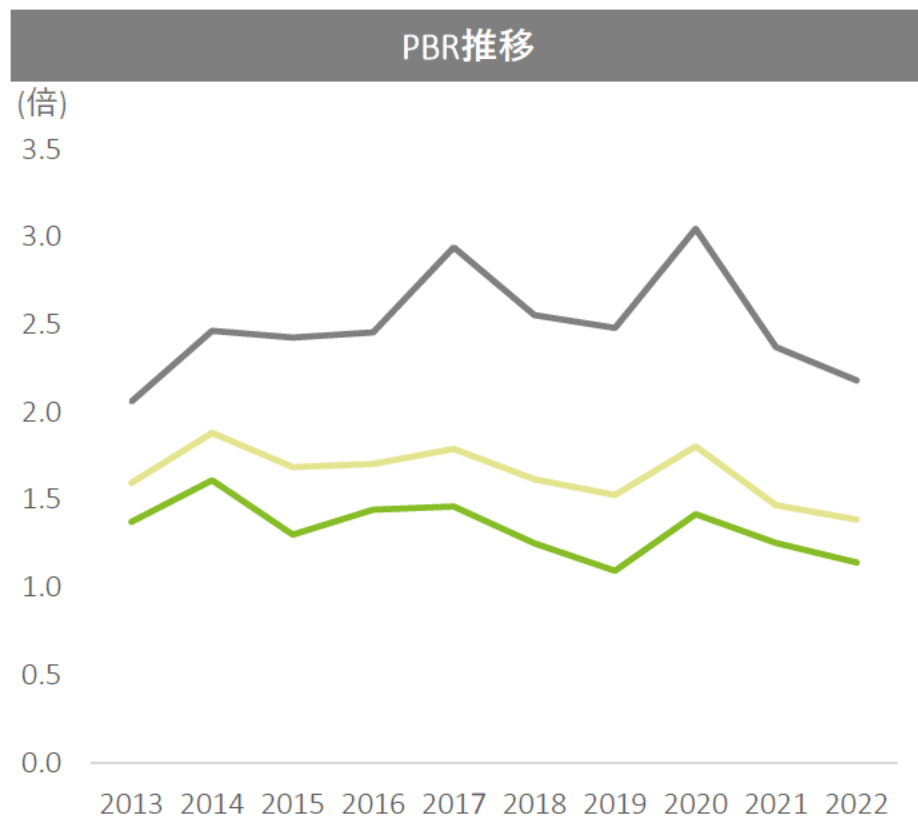
※1：TOPIX300社とは東証プライム上場企業における2022年事業年度末で金融機関を除いた上で、時価総額上位300社企業を指す

PBR = 時価総額 ÷ 株主資本等合計

出所：SPEEDAのデータを基に作成

売上高が1兆円未満の企業とそうではない企業では、過去10年でPBRの差は広がっている一方でROEの差は限定的である

TOPIX300社※1の売上高レンジ別のPBR/ROE比較



※1：TOPIX300社とは東証プライム上場企業における2022年事業年度末で金融機関を除いた上で、時価総額上位300社企業を指す

「2013」～「2022」は企業の事業年度末を指す

$PBR = \text{時価総額} \div \text{株主資本等合計}$

$ROE = \text{親会社株主に帰属する当期純利益} \div \text{期首期末平均株主資本等合計}$

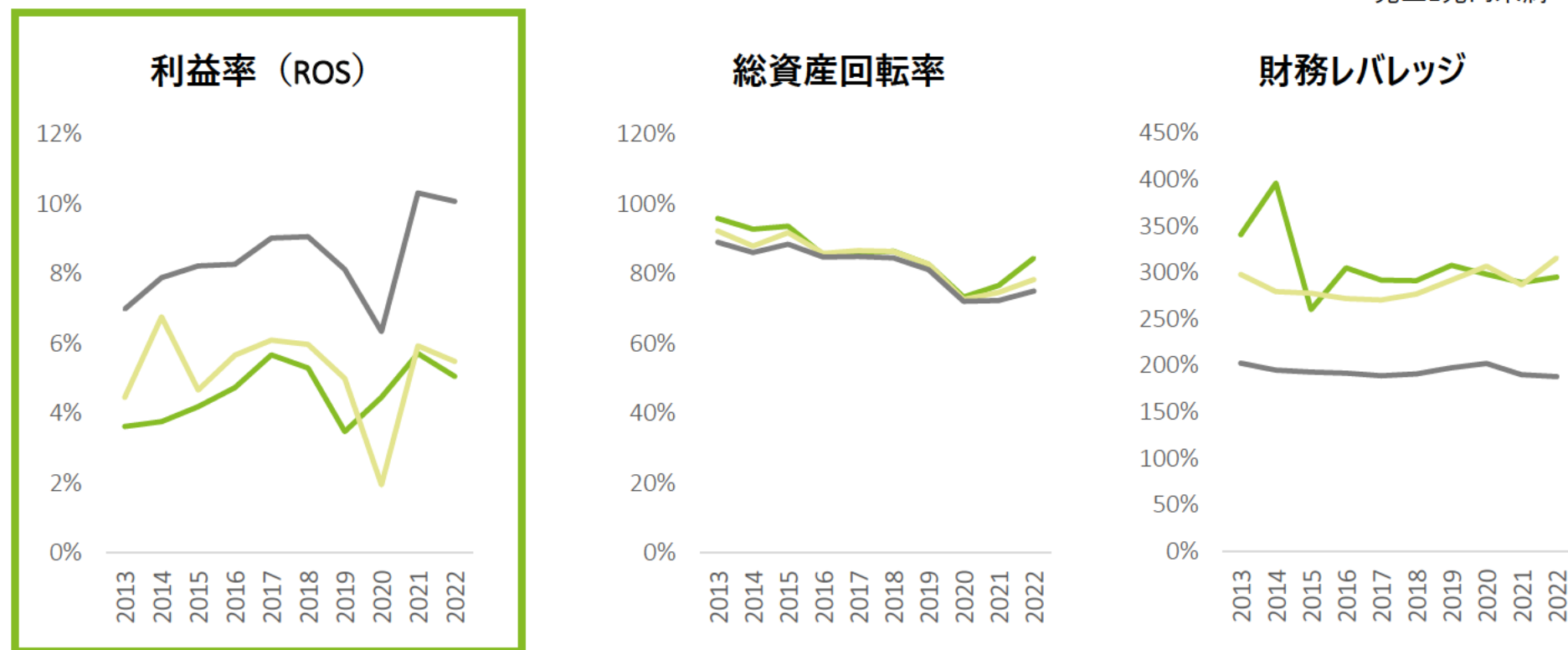
上記は全て単純平均によるもの

出所：SPEEDAのデータを基に作成

ROEを分解すると、売上高1兆円未満の企業はROSを伸ばしている。一方で売上高規模の大きな企業は財務レバレッジが高いことが両者のROEの差が限定的な要因と想定される

TOPIX300社※1の売上高レンジ別とROE構成要素比較

売上2兆円以上
売上1-2兆円
売上1兆円未満



※1：TOPIX300社とは東証プライム上場企業における2022年事業年度末で金融機関を除いた上で、時価総額上位300社企業を指す

「2013」～「2022」は企業の事業年度末を指す

ROS = (親会社株主に帰属する当期純利益 ÷ 売上高) × 100

総資産回転率 = 売上高合計 ÷ 総資産

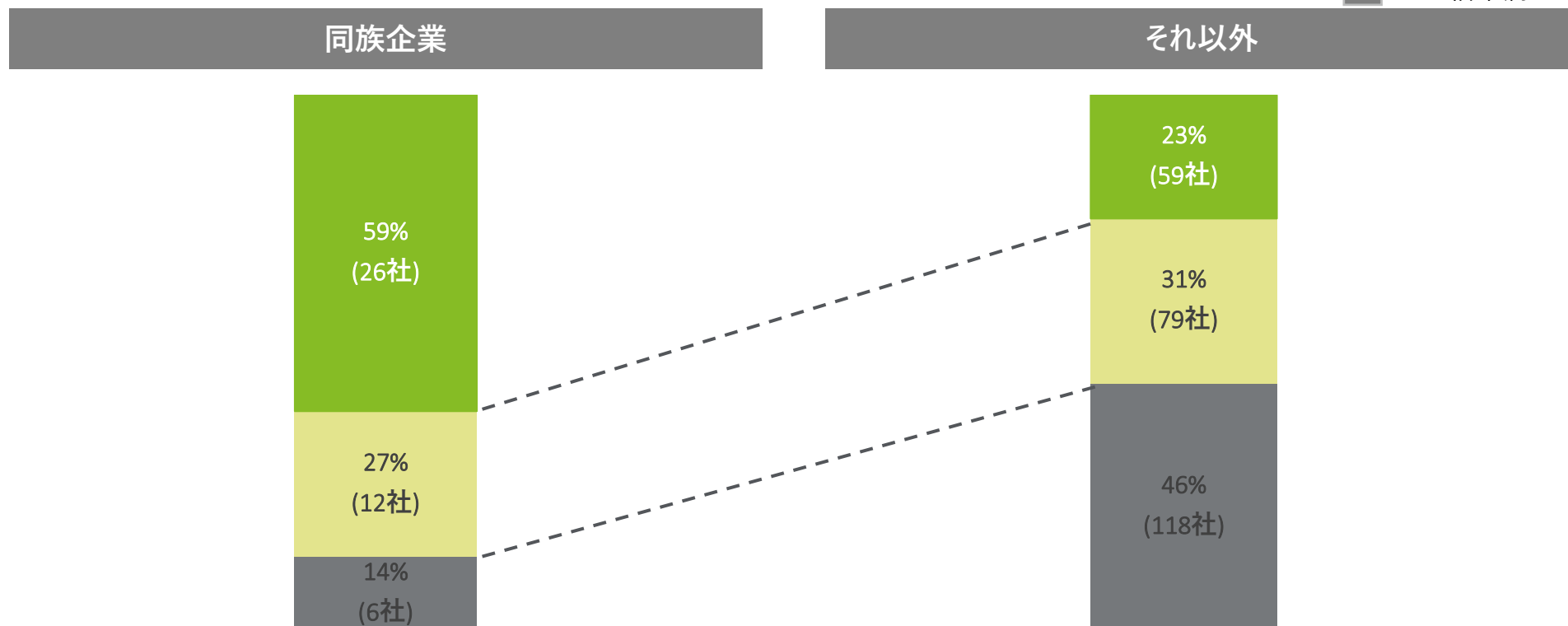
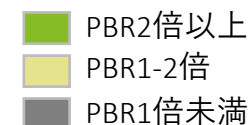
財務レバレッジ = 資産合計 ÷ 時価総額 (自己株式調整後)

上記は全て単純平均によるもの

出所：SPEEDAのデータを基に作成

経営者の属性別にみると、同族企業はPBR2倍以上の企業の割合が非常に高い

TOPIX300社※1企業の経営者属性別のPBR分布（2022年度）



※1：TOPIX300社とは東証プライム上場企業における2022年事業年度末で金融機関を除いた上で、時価総額上位300社企業を指す

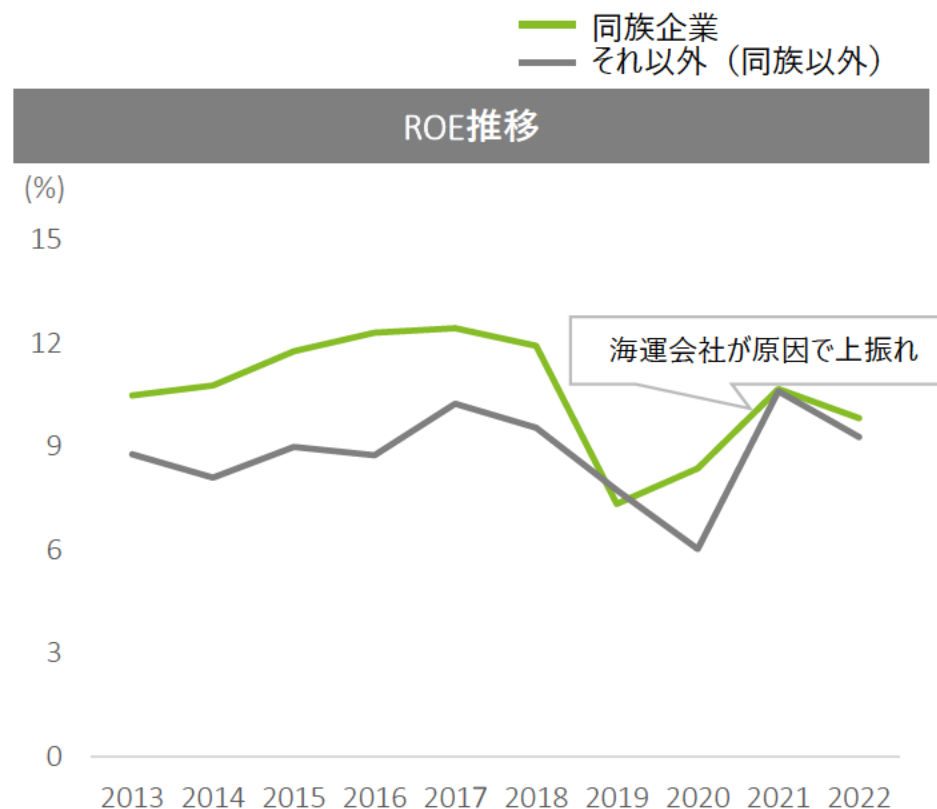
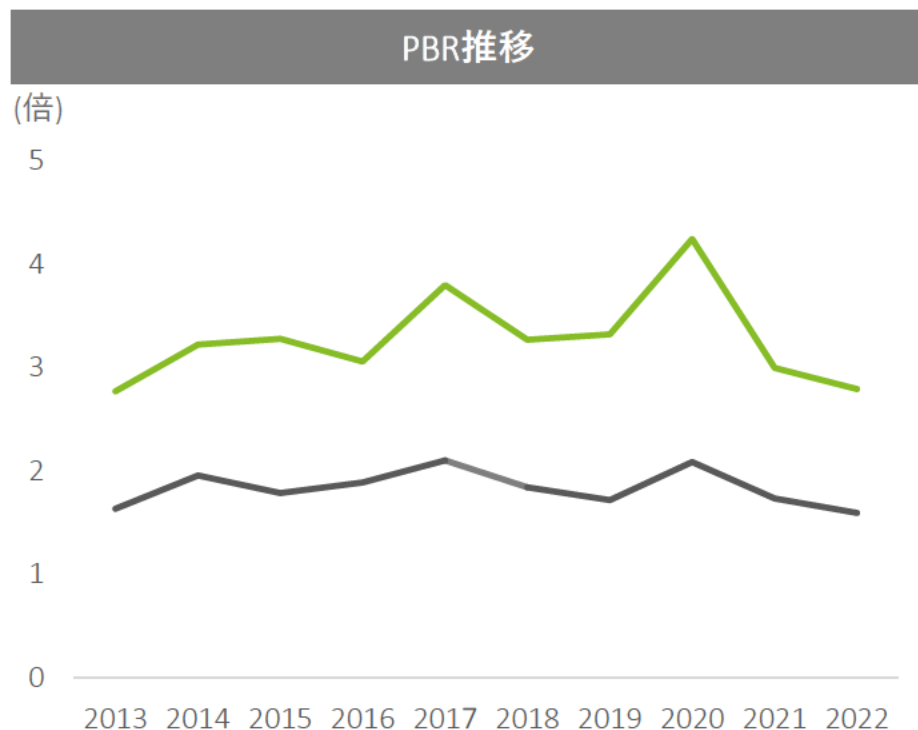
同族企業とは、現職のCEOが創業家出身のCEOであるか、又は創業家出身のCEOが退任した次のCEOであって、かつ、創業家出身のCEOが退任してから5年以上経過していない企業を指す

PBR = 時価総額 ÷ 株主資本等合計

出所：SPEEDAのデータ、企業ホームページの情報を基に作成

同族企業では、過去10年の間PBR・ROE共にそれ以外の企業と比べて高く推移している

TOPIX300社※1企業の経営者属性別のPBR/ROE比較



※1：TOPIX300社とは東証プライム上場企業における2022年事業年度末で金融機関を除いた上で、時価総額上位300社企業を指す

「2013」～「2022」は企業の事業年度末を指す

PBR = 時価総額 ÷ 株主資本等合計

ROE = 親会社株主に帰属する当期純利益 ÷ 期首期末平均株主資本等合計

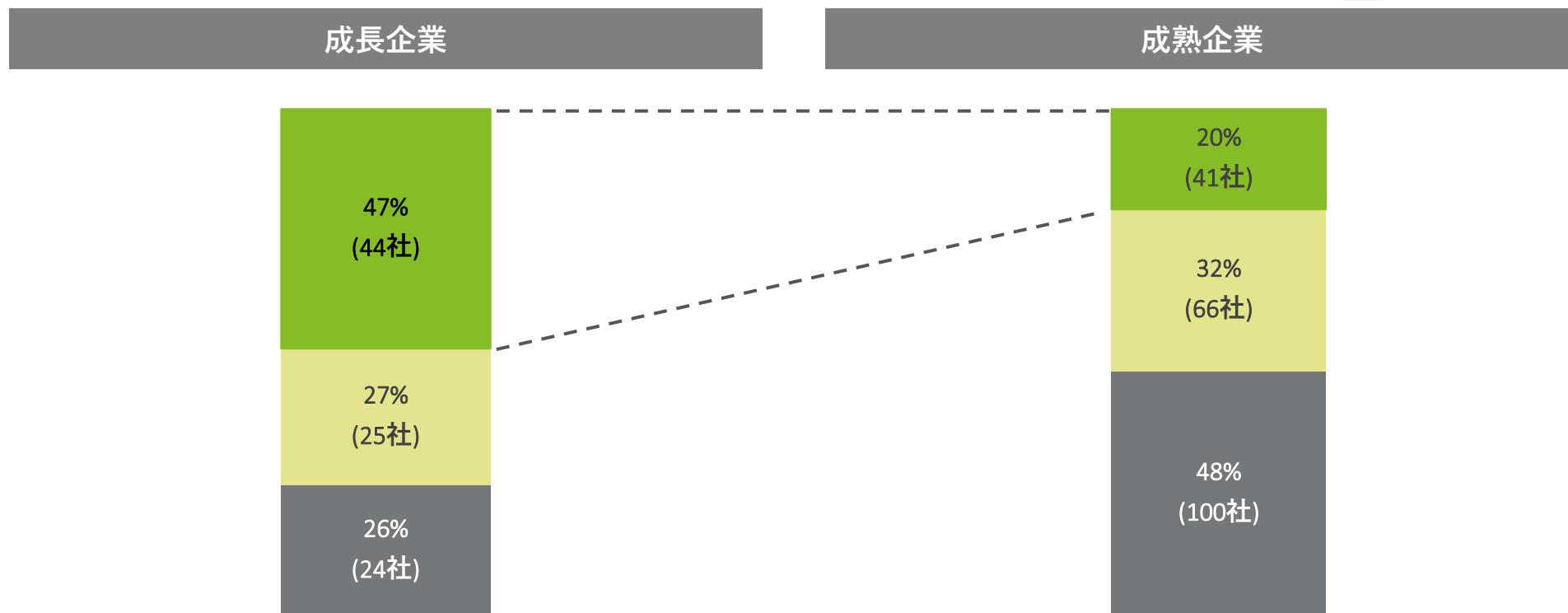
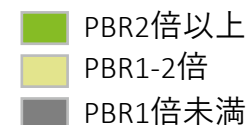
上記は全て単純平均によるもの

同族企業とは、現職のCEOが創業家出身のCEOであるか、又は創業家出身のCEOが退任した次のCEOであって、かつ、創業家出身のCEOが退任してから5年以上経過していない企業を指す

出所：SPEEDAのデータ、企業ホームページを基に作成

成長度合い別にみると、成長企業はPBR2倍以上の企業の割合が約半分弱となっている一方で、成熟企業では1倍割れの企業が約半分弱を占めている

TOPIX300社※1企業の成長度合い別のPBR分布（2022年度）



※1：TOPIX300社とは東証プライム上場企業における2022年事業年度末で金融機関を除いた上で、時価総額上位300社企業を指す

成長企業とは2013年度と2022年度の売上高の上昇率が57%（TOPIX300社の平均値）以上の企業を指す

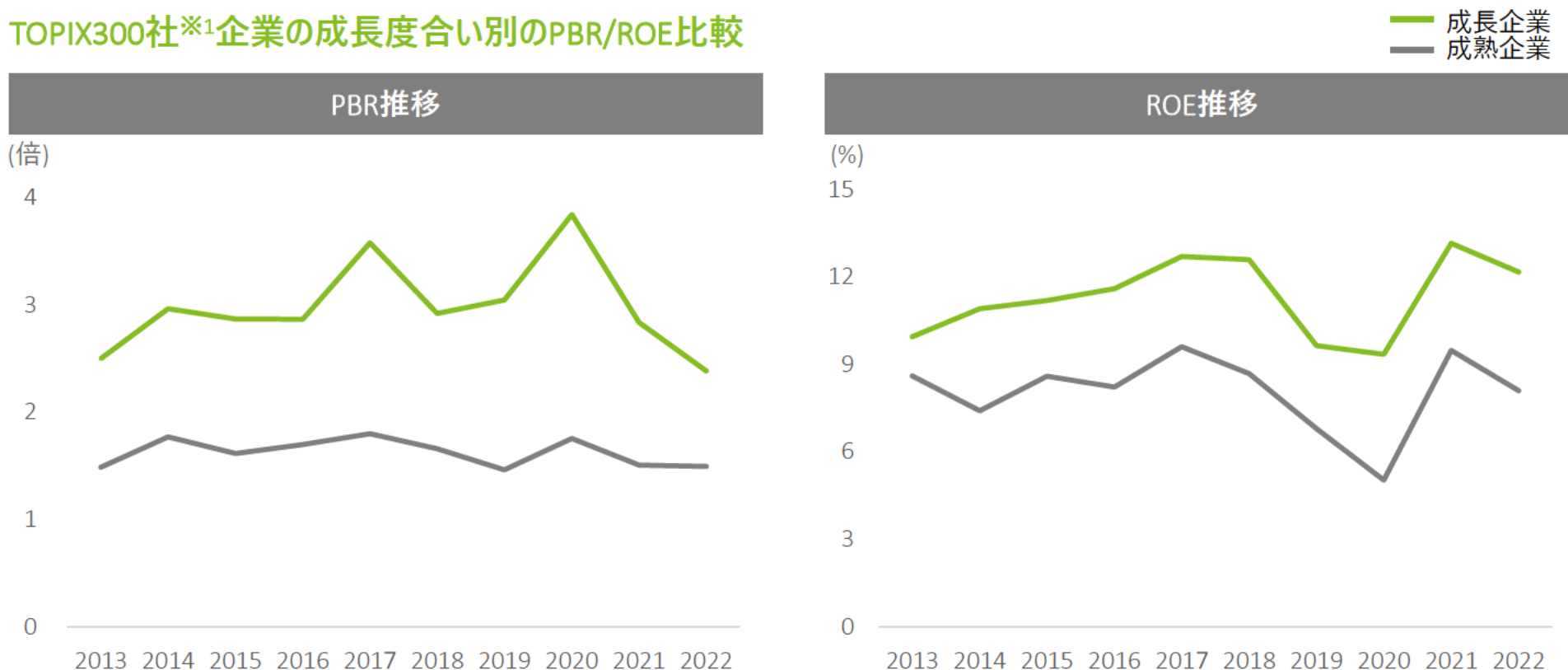
成熟企業とは2013年度と2022年度の売上高の上昇率が57%（TOPIX300社の平均値）未満の企業を指す

PBR = 時価総額 ÷ 純資産額

出所：SPEEDAのデータを基に作成

成長性の高い企業は、PBR・ROE共に成熟企業に比べ高く推移している

TOPIX300社※1企業の成長度合い別のPBR/ROE比較



※1：TOPIX300社とは東証プライム上場企業における2022年事業年度末で金融機関を除いた上で、時価総額上位300社企業を指す

「2013」～「2022」は企業の事業年度末を指す

PBR = 時価総額 ÷ 株主資本等合計

ROE = 親会社株主に帰属する当期純利益 ÷ 期首期末平均株主資本等合計

上記は全て単純平均によるもの

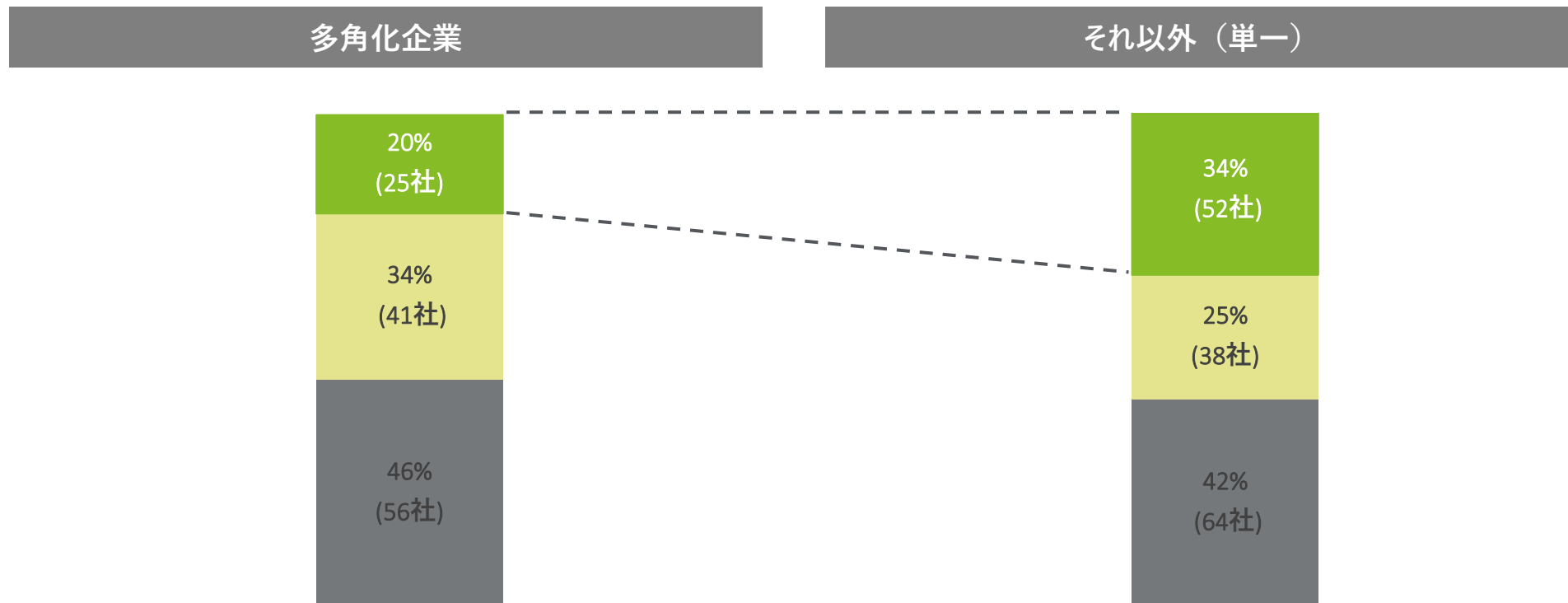
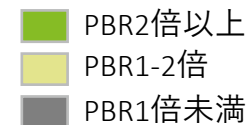
成長企業とは2013年度と2022年度の売上高の上昇率が57%（TOPIX300社の平均値）以上の企業を指す

成熟企業とは2013年度と2022年度の売上高の上昇率が57%（TOPIX300社の平均値）未満の企業を指す

出所：SPEEDAのデータを基に作成

多角化度合い別にみると、多角化企業においてPBR2倍以上の企業の割合がそうではない企業に比べて低い

TOPIX300社※1企業の多角化度合い別のPBR分布（2022年度）



※1：TOPIX300社とは東証プライム上場企業における2022年事業年度末で金融機関を除いた上で、時価総額上位300社企業を指す

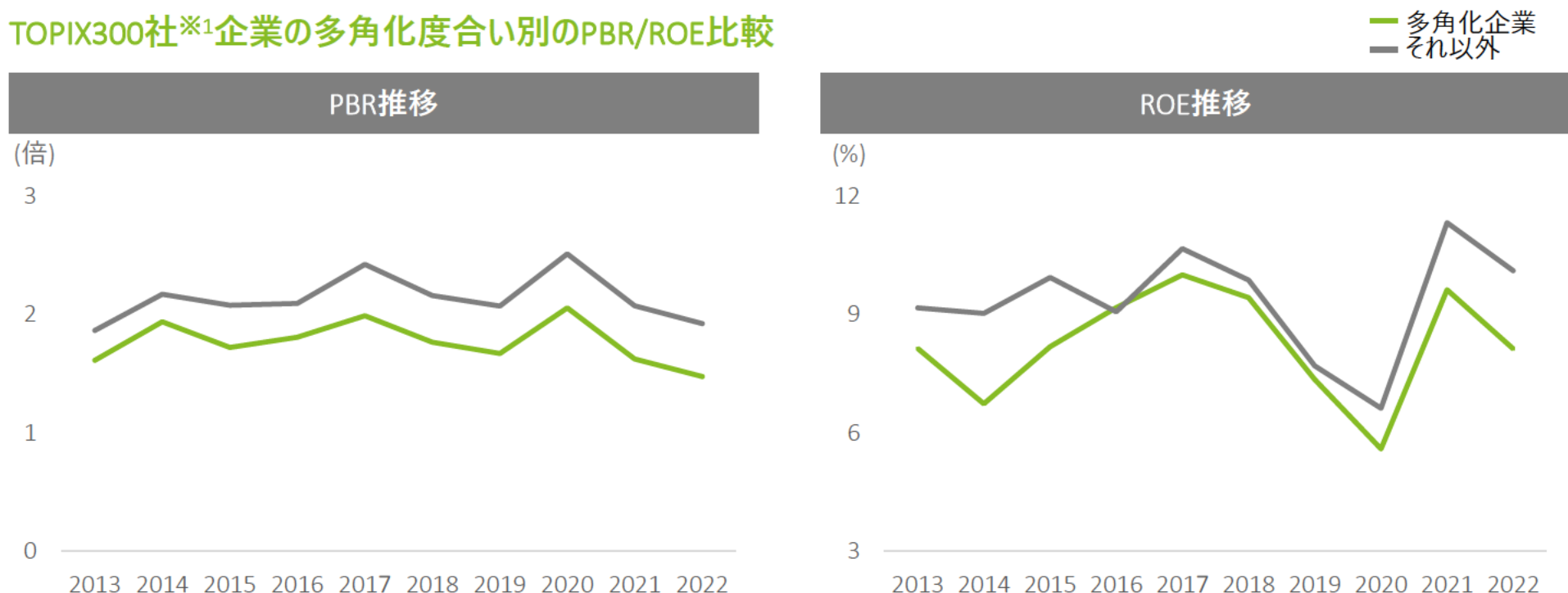
多角化企業とは2022年度における開示上のセグメント数が4つ以上で、かつ最大売上高の事業の売上構成比が全体売上高の60%未満の企業を指す（SPEEDAにて、セグメントの開示がない企業は分析対象から除外）

PBR = 時価総額 ÷ 株主資本等合計

出所：SPEEDAのデータを基に作成

多角化企業はそうではない企業に比べ過去10年の間PBRが低く推移している ROEも同様の傾向である

TOPIX300社※1企業の多角化度合い別のPBR/ROE比較



※1：TOPIX300社とは東証プライム上場企業における2022年事業年度末で金融機関を除いた上で、時価総額上位300社企業を指す

「2013」～「2022」は企業の事業年度末を指す

$PBR = \text{時価総額} \div \text{株主資本等合計}$ $ROE = \text{親会社株主に帰属する当期純利益} \div \text{期首期末平均株主資本等合計}$

上記は全て単純平均によるもの

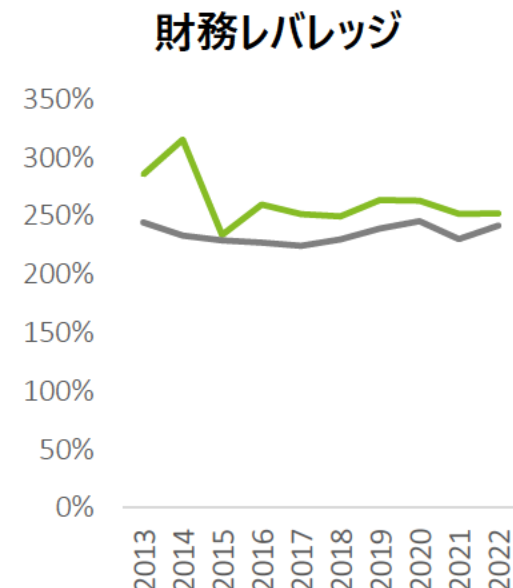
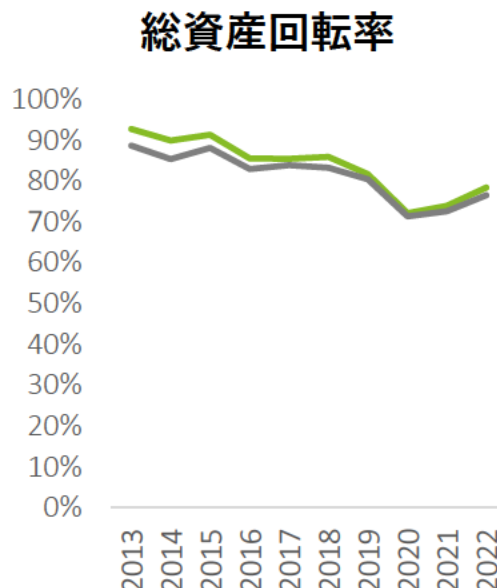
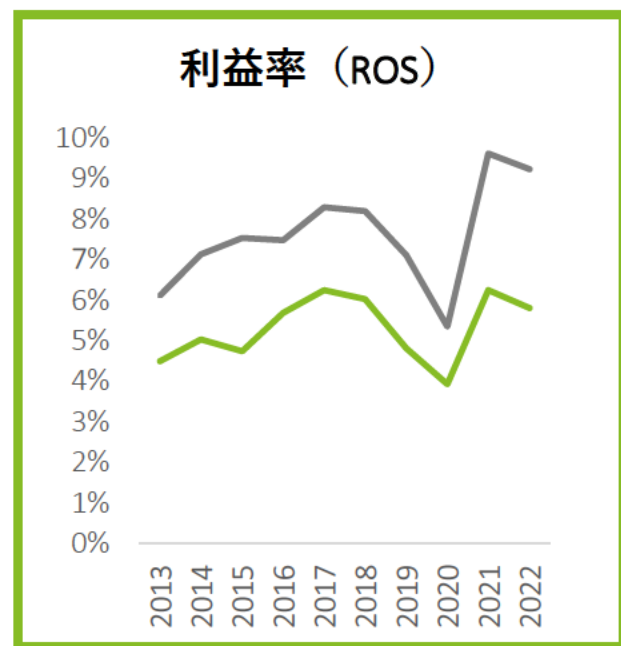
多角化企業とは2022年度における開示上のセグメント数が4つ以上で、かつ最大売上高の事業の売上構成比が全体売上高の60%未満の企業を指す（SPEEDAにて、セグメントの開示がない企業は分析対象から除外）

出所：SPEEDAのデータを基に作成

ROEを分解すると、多角化企業とそうではない企業では、特にROSで差が開いている。一方、多角化企業の財務レバレッジは高く、両社のROEの差が限定的な要因と想定される

TOPIX300社※1企業の多角化度合い別とROEの関係性

— 多角化企業
— それ以外



※：TOPIX300社とは東証プライム上場企業における2022年事業年度末で金融機関を除いた上で、時価総額上位300社企業を指す

「2013」～「2022」は企業の事業年度末を指す

$ROS = (\text{親会社株主に帰属する当期純利益} \div \text{売上高}) \times 100$

$\text{総資産回転率} = \text{売上高合計} \div \text{総資産}$

$\text{財務レバレッジ} = \text{資産合計} \div \text{時価総額 (自己株式調整後)}$

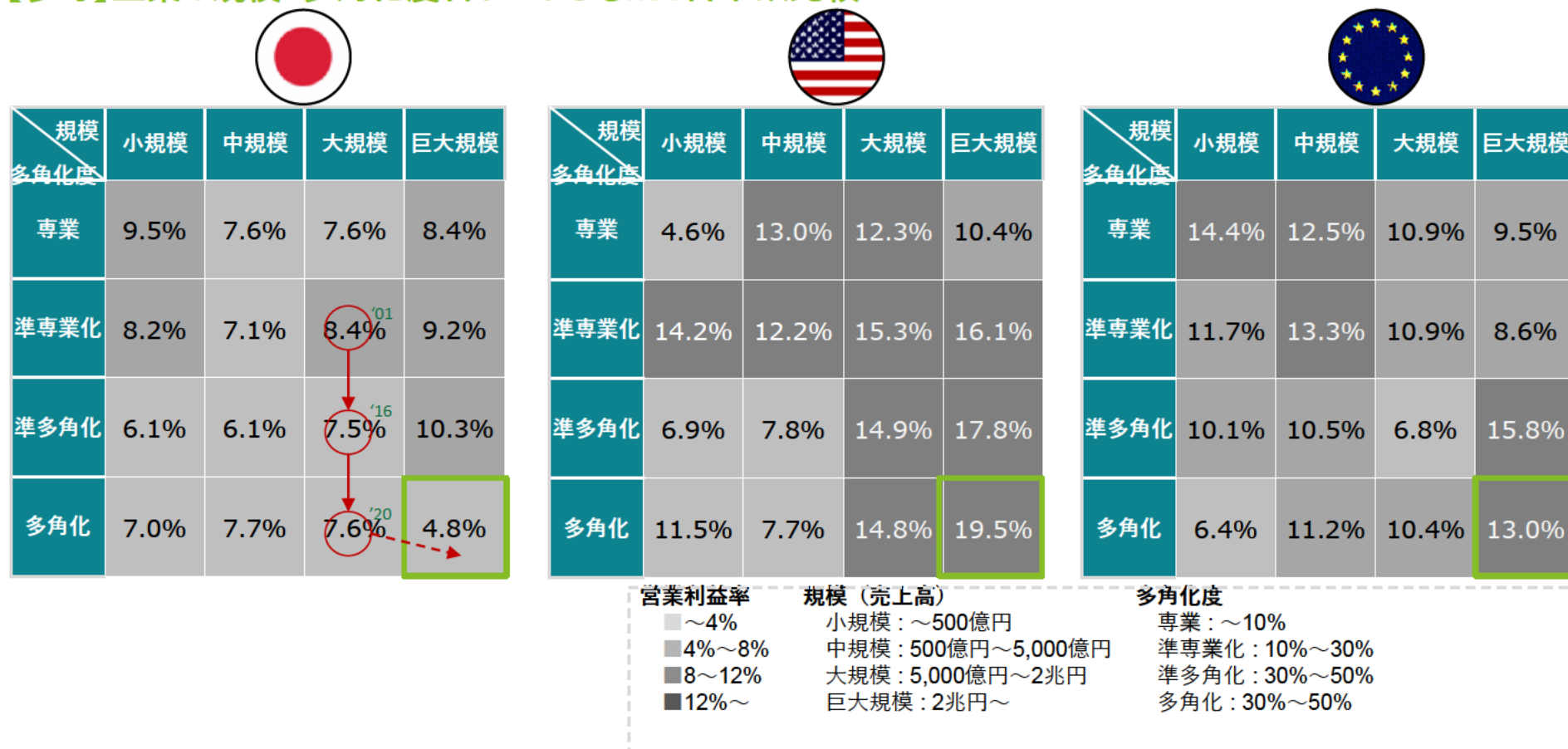
上記は全て単純平均によるもの

多角化企業とは2022年度における開示上のセグメント数が4つ以上で、かつ最大売上高の事業の売上構成比が全体売上高の60%未満の企業を指す（SPEEDAにて、セグメントの開示がない企業は分析対象から除外）

出所：SPEEDAのデータを基に作成

日本企業の中でも、特に大規模多角化企業のROSが欧米に比べて低く、これらの企業群のROSの低さが日本企業のPBR低迷の要因の一つになっているのではないか

【参考】企業の規模・多角化度合い※1によるROS日米欧比較



※1：多角化度とは調査対象となる企業について売上高を事業別に分解したときに、売上高構成比率が最大の事業の売上高構成比率を差し引いた値の2000～2012年度末の平均で算定。1USD=100円、1EUR=130円、1GBP=130円で円換算

調査対象企業は、日本はTOPIX対象銘柄、米国はNYSE総合指数構成銘柄、欧州はFTSE総合指数（英）、CAC全株指数構成銘柄（仏）、CDAX指数構成銘柄（独）

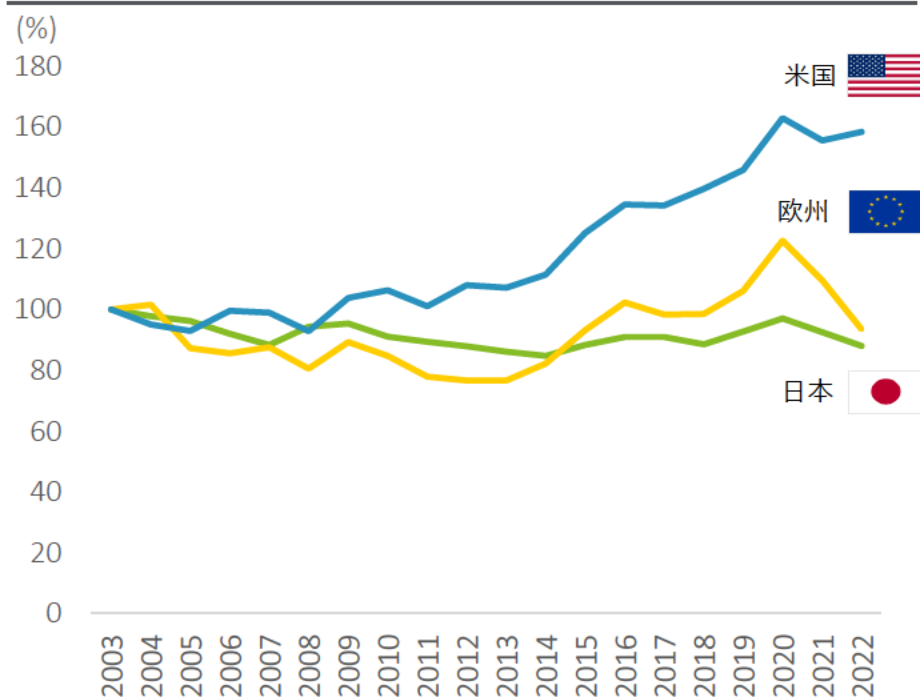
ROS = 当期純利益 ÷ 売上

出所：Bloombergのデータを基に作成

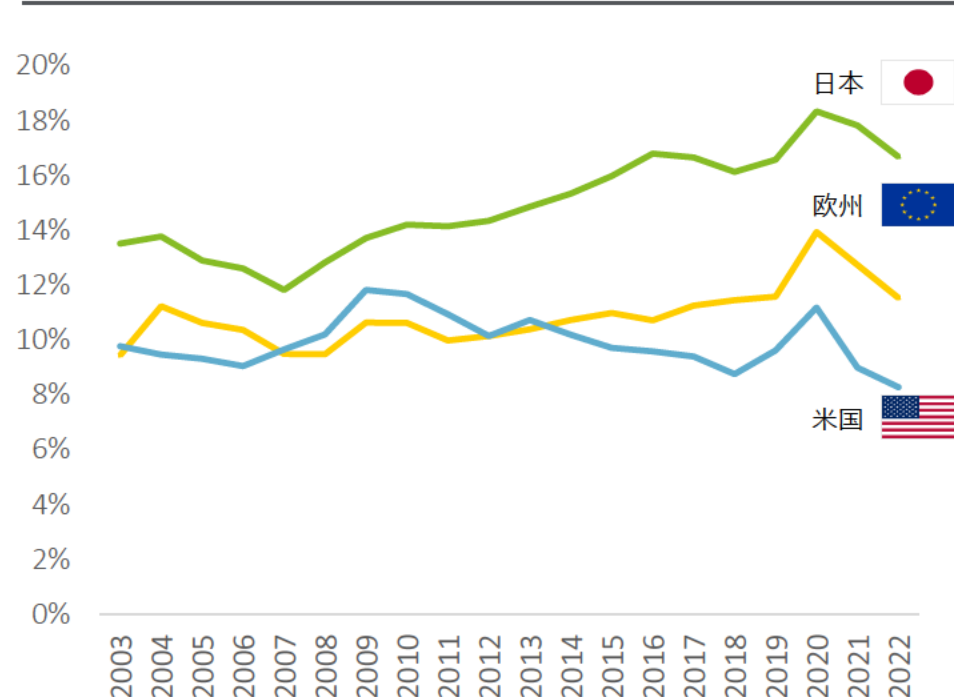
米国は研究開発投資を大幅に増やしているのに対し、日本企業は横ばいである。また、欧米企業に比べ現預金比率も高く、日本企業における成長投資の必要性が示唆される

その他日米欧比較

研究開発費※1（研究開発費/売上）
（主要500社平均）推移



日米における現金保有率（現金/総資産）の推移
（主要500社平均 金融機関は除く）



日本：TOPIX500、米国：S&P500、欧州：英国（ロンドン証券取引所）、フランス（パリ証券取引所）、ドイツ（フランクフルト証券取引所）に上場している企業のうち、2022年事業年度末の時価総額上位500社を選択

※1：研究開発費：2003年度における「研究開発費/売上」の数値を100%としている

「2003」～「2022」は企業の事業年度末を指す

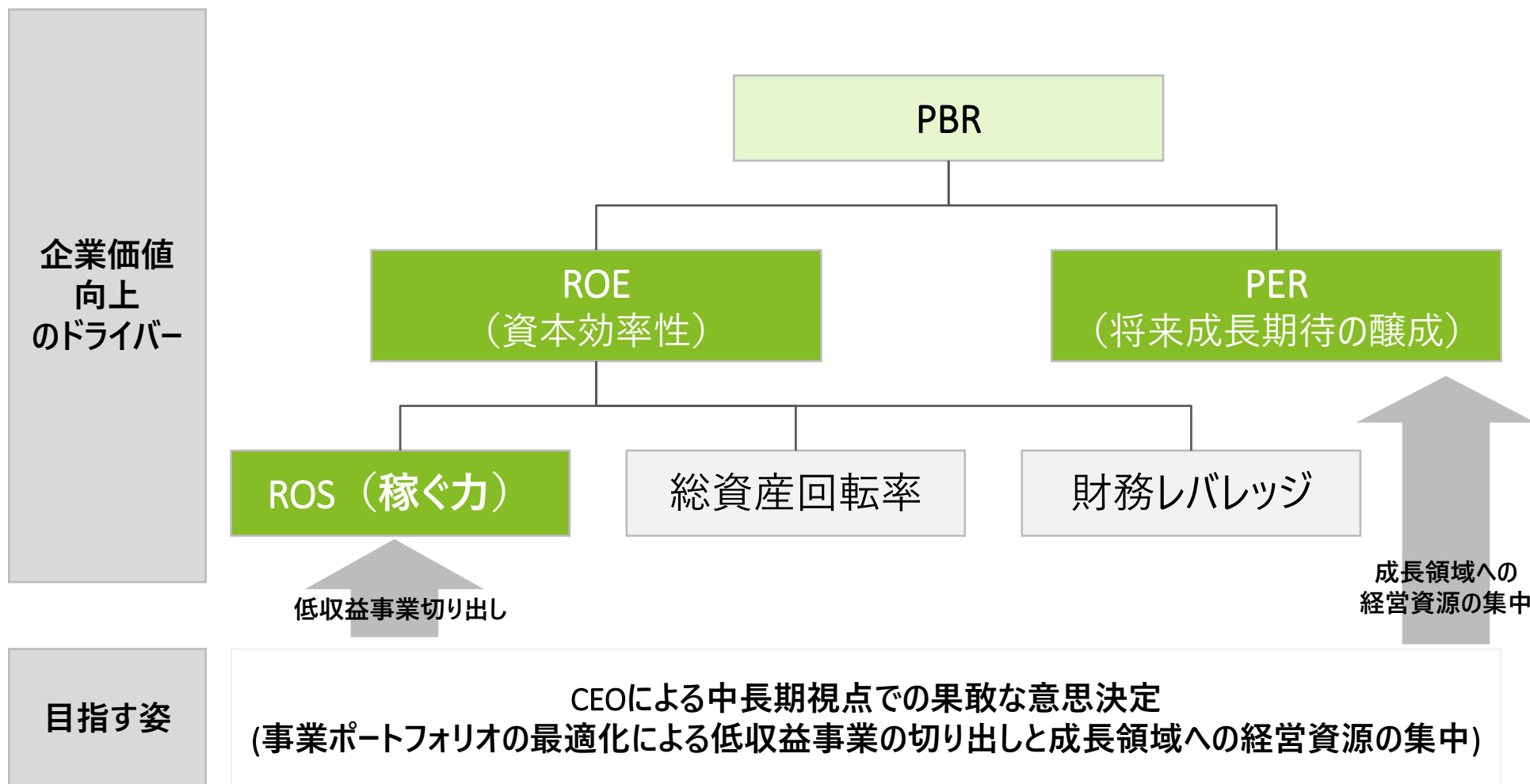
上記は全て単純平均によるもの

出所：SPEEDAのデータを基に作成

日本企業と欧米企業との差は特にROSとPERにある。また、規模が大きく事業が多角化する企業を中心にPBRが低迷しており、事業ポートフォリオの最適化の必要性が示唆される

まとめ

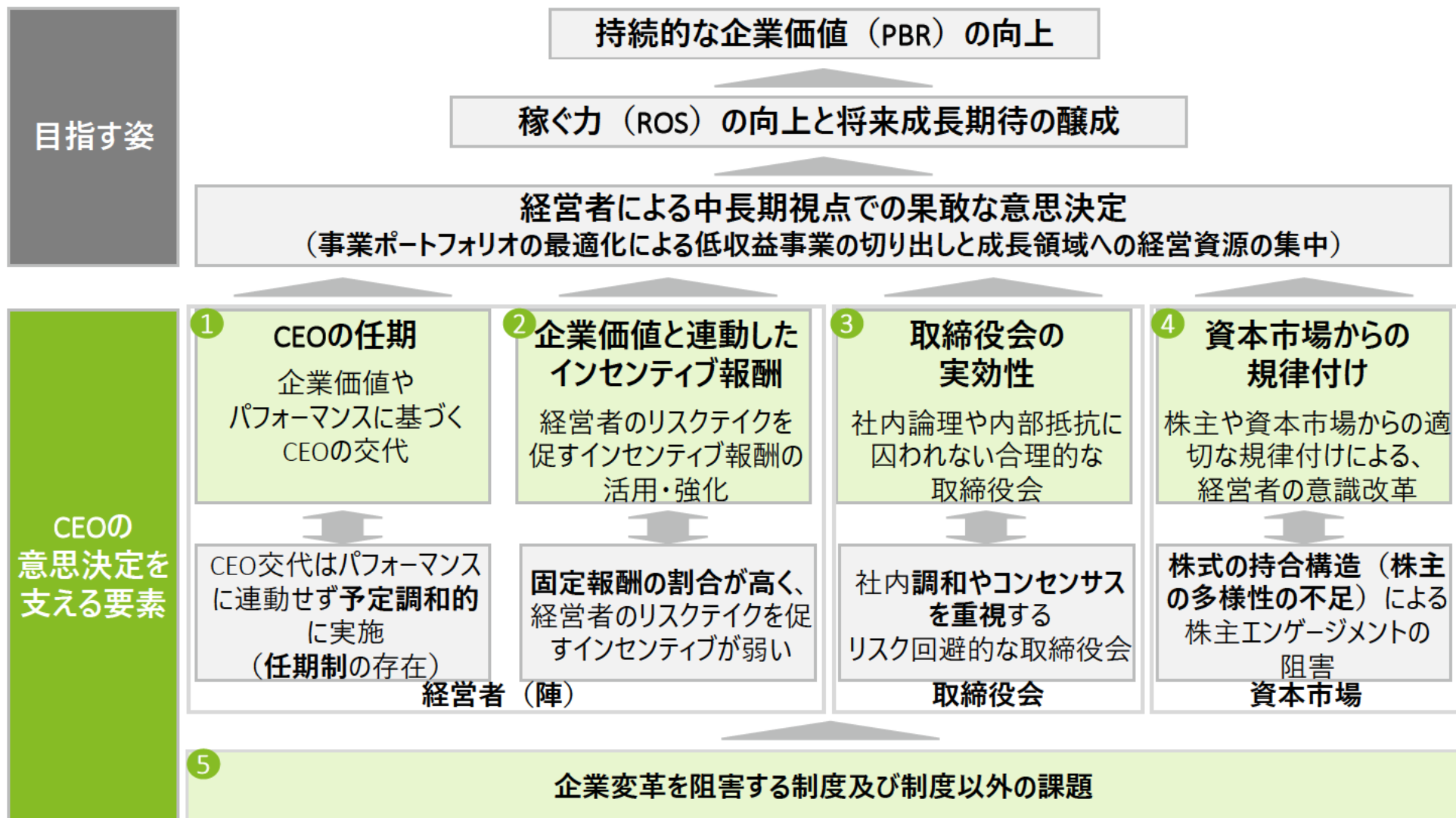
凡例： 日本企業の課題が想定されるドライバー



1. 日本企業のPBR各要素の現状分析
2. 「経営者（陣）」「取締役会」のそれぞれのレイヤーにおける課題に関する調査・分析

経営トップによる果敢な意思決定が持続的な企業価値向上実現における成否の鍵であり、その意思決定を支える要素毎に日本企業の課題の整理を行う

課題仮説全体像



経営者の意思決定を支える各要素について、PBR等のパフォーマンス指標や事業ポートフォリオ最適化等のリスクテイク指標との相関調査を実施した

調査内容①

経営者の意思決定を支える要素	調査項目	調査項目詳細
1 CEOの任期	CEO交代の任期制の有無と在任期間 12項目	1.CEOの平均在任期間 2.CEOの平均在任期間の近似性の有無 3.平均就任期間の日米比較 4.在任期間が任期制と非任期制の企業とのPBRの相関 5.任期制と非任期制の企業のPBR構成要素との相関 6.任期制と非任期制の企業のリスクテイク指標との相関 7.上記相関調査の非同族企業毎の比較 8.上記相関調査の多角化度合い毎の比較 9.上記相関調査の成長度合い毎の比較 10.上記相関調査の医薬品業界での調査 11.上記相関調査の重電業界での調査 12.上記相関調査の食品業界での調査
	CEO就任年齢 5項目	1.CEOの平均就任年齢 2.CEOの平均就任年齢の日米比較 3.就任年齢別のPBRの分布 4.任期制の企業と非任期制の企業の平均就任年齢の比較 5.就任年齢及び任期制とPBRの比較
2 企業価値と連動したインセンティブ報酬	業績連動報酬の割合(短期+長期インセンティブ) 5項目	1.報酬における業績連動報酬の割合 2.報酬水準の日米欧比較 3.業績連動報酬割合の日米欧比較 4.業績連動報酬割合とPBRの相関 5.業績連動報酬割合とPBR構成要素の相関
	長期インセンティブ報酬の割合 4項目	1.報酬における長期インセンティブ報酬の割合 2.上記における日米欧比較 3.長期インセンティブ報酬報酬の割合とPBRの相関 4.長期インセンティブ報酬の割合とPBR構成要素との相関
	業績連動報酬の指標 5項目	1.業績連動報酬の採用指標 2.短期インセンティブ報酬で採用する指標の日米欧比較 3.長期インセンティブ報酬で採用する指標の日米欧比較 4.業績連動報酬の採用指標とPBRの相関 5.業績連動報酬の採用指標とPBR構成要素との相関

経営者の意思決定を支える各要素について、PBR等のパフォーマンス指標や事業ポートフォリオ最適化等のリスクテイク指標との相関調査を実施した

調査内容②

経営者の意思決定を支える要素	調査項目	調査項目詳細
3 取締役会の実効性	機関設計 4項目	1.機関設計の割合 2.機関設計割合の推移 3.機関設計とPBRの相関 4.機関設計とPBR構成要素との相関
	取締役会構成 (社外取締役の割合) 5項目	1.社外取構成が50%以上の企業の割合 2.社外取構成比率の推移 3.社外取構成比率の日米欧比較 4.社外取構成比率とPBRの相関 5.社外取構成比率とPBR構成要素との相関
	指名委員会※1 の独立性 3項目	1.議長が社外取かつ社外取構成比が50%以上の企業の割合 2.指名委員会の構成とPBRの相関 3.指名委員会の構成とPBR構成要素との相関
4 資本市場からの規律付け	株主構成（外国法人比率） 6項目	1.株主における外国法人の割合 2.時価総額レンジ別の外国法人の割合 3.外国法人の割合別の機関設計の分布 4.外国法人割合別の社外取比率 5.外国法人割合とPBRの相関 6.外国法人割合とPBR構成要素との相関
①～④まとめ 3項目		1.2013-2022年度でPBR上昇・横ばい・下降した企業の分布 2.上昇・横ばい・下降した企業のPBR推移 3.上昇・横ばい・下降した企業それぞれの①～④項目の状況
5 企業変革を阻害する制度及び制度以外の課題 5項目	1.会社法 2.労働者保護法 3.その他法制度 4.雇用・労働環境・報酬 5.政策保有株式	

※1：法定または任意の双方を含む。指名報酬委員会も含む

計57項目

CEOの意思決定を支える要素のうち、CEOの任期と外国法人株主比率が最もPBRとの相関が高い

調査結果サマリ（2022年度）

CEOの意思決定を支える要素			PBR	企業数
① CEOの任期	CEOの在任期間が短く近似（任期制）		1.2	85
	それ以外（非任期制）		2.0	215
② 企業価値と連動したインセンティブ報酬 ※1	業績連動報酬の割合 （短期+長期インセンティブ）	50%以上	1.8	100
		30%以上-50%未満	1.6	107
		30%未満	1.5	44
	長期インセンティブ報酬の割合	20%以上	1.7	83
		20%未満	1.5	160
	業績連動報酬の指標	PL指標のみ採用（売上高,利益率等）	1.7	143
		（上記に加え）BS関連指標を採用（ROE, ROIC等）	1.4	76
		（上記に加え）TSRを採用	2.0	29
③ 取締役会の実効性	機関設計	指名委員会等設置会社	1.9	31
		監査等委員会設置会社	2.1	81
		監査役会設置会社	1.6	188
	取締役会構成	社外取が50%以上	1.9	113
		社外取が50%未満	1.7	187
	指名委員会構成	議長が社外かつ社外取が50%以上	1.8	189
		それ以外	1.7	111
④ 資本市場からの規律付け	外国法人株主比率	50%以上	3.3	14
		30%以上-50%未満	2.0	125
		30%未満	1.5	161

※1：原則、開示されている報酬割合を基に算定。ただし、支給された報酬額（実績）のみを開示している企業は報酬額（実績）から割合を算定情報の取得可否により、合計企業数が異なる（情報開示がない企業は分析対象から除外）

PBR＝時価総額÷株主資本等合計

上記は全て単純平均によるもの

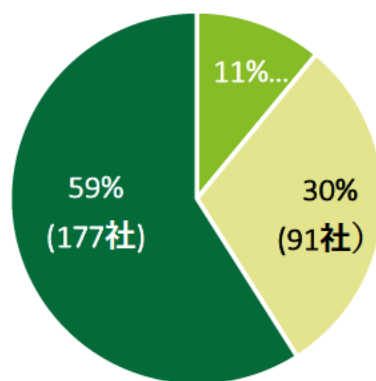
出所：SPEEDAのデータ、企業ホームページ、統合報告書及びコーポレートガバナンス報告書（2024年1月の調査時点での各社最新版）の情報を基に作成

1. 日本企業のPBR各要素の現状分析
2. 「経営者（陣）」「取締役会」のそれぞれのレイヤーにおける課題に関する調査・分析
 - 1) CEOの任期
 - 2) 企業価値と連動したインセンティブ報酬
 - 3) 取締役会の実効性
 - 4) 資本市場からの規律付け
 - 5) まとめ（PBRを上昇させる要因調査）
 - 6) その他（企業変革を阻害する制度及び制度以外の課題）

日本企業においては、平均在任期間が短く、その期間に近似性がある企業（任期制の存在が示唆される企業）が一定数存在する

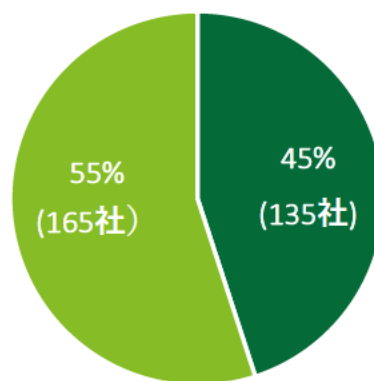
TOPIX300社※1におけるCEO交代の特徴

在任期間※2



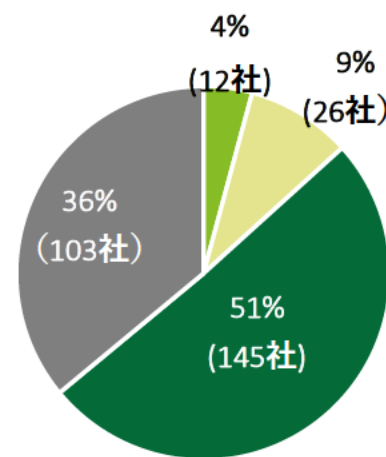
- 3年未満
- 3年以上-6年以下
- 6年以上

在任期間の近似性※3



- 近似している※3
- 近似していない

就任年齢※4



- 40歳未満
- 40以上-50歳未満
- 50以上-60歳未満
- 60歳以上

※1：TOPIX300社とは東証プライム上場企業における2022年事業年度末で金融機関を除いた上で、時価総額上位300社企業を指す

※2：現職を除く直近2名のCEOの在任期間の平均を指す。ただし、現職の在任期間が現職を除く直近2名の平均在任期間より長い場合は現職と前任の在任期間の平均を指す

※3：現職を除く直近2名のCEOの在任期間において最長在任期と最短在任期間の差が2年未満。ただし、現職が当該2名の最長在任期間より2年以上長い場合は現職とその前任の在任期間で判定

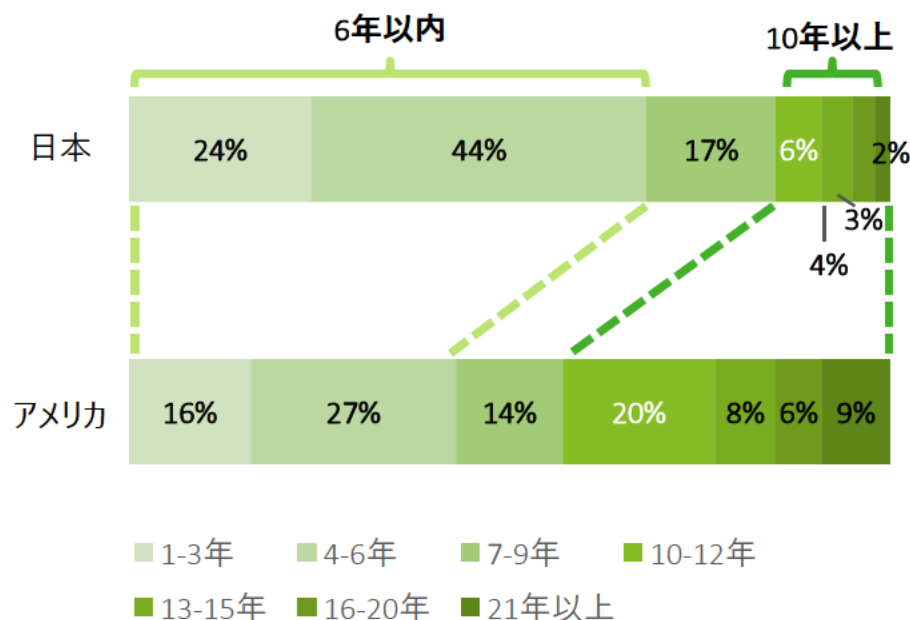
※4：就任年齢とは、CEOへ就任した年齢を指す。直近3人の社長がCEOへ就任した年齢の平均を算定。取得できる情報が1人あるいは、2人だった場合も対象から平均を算定（企業ホームページにて、就任年齢が取得できない企業は分析対象から除外）

出所：SPEEDAのデータ、企業ホームページの情報を基に作成

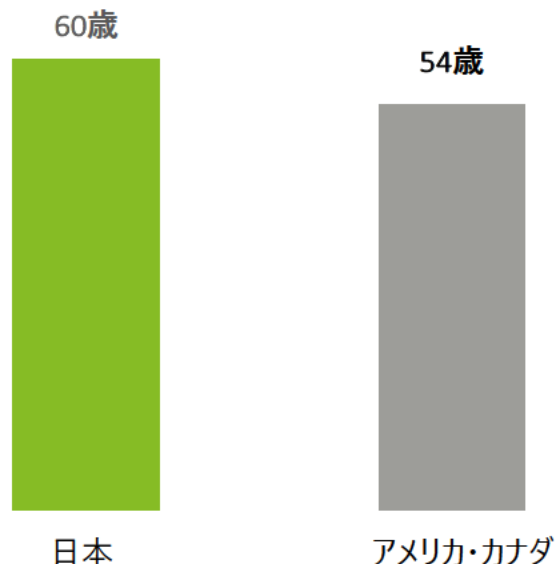
米国企業に比べると、在任期間は短く、平均就任年齢が高い傾向にある

CEO在任期間・就任年齢の日米比較

在任期間の分布※1



平均就任年齢※2



※1：S&P500銘柄および、TOPIX500銘柄のうち、時価総額1～30位（2022年度）の企業における1990年～2023年までに退任したCEOの在任期間を比較

※2：PwC「2018年CEO承継調査」（時価総額上位2500社から2018年にCEOの交代のあった企業を抽出）

出所：経済産業省「新機軸部会」資料を基に作成

非任期制の企業のPBRは任期制企業に比べ高く、非任期制企業はPBR2倍以上の企業の割合も高い

TOPIX300社※1における任期制の有無とPBRの関係性

パフォーマンス指標		
		任期制
		非任期制
企業数		85社 (28%)
		215社 (72%)
パフォーマンス (2022年度)	PBR	1.18倍
	ROE※1	8.1%
	PER※1	15.8倍

CEOにおける任期制の定義

任期制：現職を除く直近2名のCEOの在任期間（※）において、在任期間の平均が3年以上6年未満である企業かつ、最長在任期と

最短在任期間の差が2年未満である企業

（※）ただし、現職が当該2名の最長在任期間より2年以上長い場合は現職とその前任の在任期間で判定

非任期制：上記条件にあてはまらない企業

※1：TOPIX300社とは東証プライム上場企業における2022年事業年度末で金融機関を除いた上で、時価総額上位300社企業を指す

PBR = 時価総額 ÷ 株主資本等合計

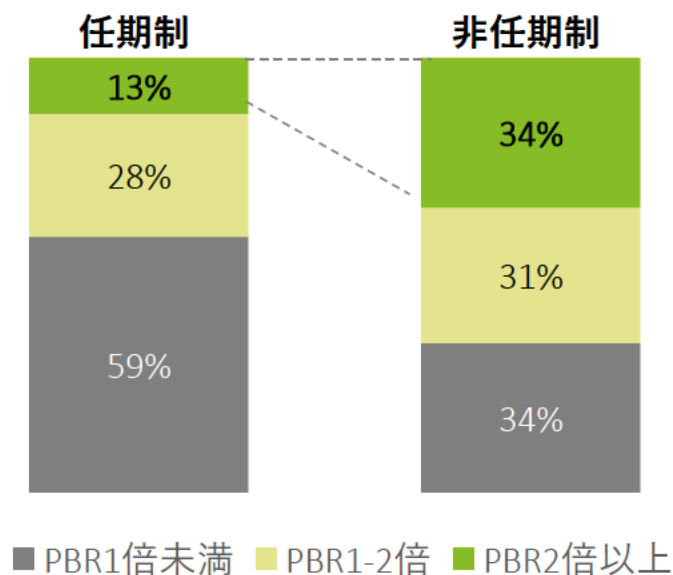
PER = 時価総額 ÷ 親会社株主に帰属する当期純利益

ROE = 親会社株主に帰属する当期純利益 ÷ 期首期末平均株主資本等合計

上記は全て単純平均によるもの

出所：SPEEDAのデータ、企業ホームページの情報を基に作成

PBRの分布



非同族企業に絞った場合でも、非任期制の企業のPBRは高く、PBR2倍以上の企業も多い

TOPIX300社※1における任期制の有無とPBRの関係性（非同族企業のみ）

パフォーマンス指標		
		任期制
		非任期制
企業数		85社 (33%)
		171社 (67%)
パフォーマンス (2022年度)	PBR	1.2倍
	ROE※1	8.1%
	PER※1	15.8倍

CEOにおける任期制の定義

任期制：現職を除く直近2名のCEOの在任期間（※）において、在任期間の平均が3年以上6年未満である企業かつ、最長在任期と最短在任期間の差が2年未満である企業

（※）ただし、現職が当該2名の最長在任期間より2年以上長い場合は現職とその前任の在任期間で判定

非任期制：上記条件にあてはまらない企業

※1：TOPIX300社とは東証プライム上場企業における2022年事業年度末で金融機関を除いた上で、時価総額上位300社企業を指す

非同族企業とは、「現職のCEOが、創業家出身のCEOであるか、又は創業家出身のCEOが退任した次のCEOであって、かつ、創業家出身のCEOが退任してから5年以上経過していない企業」に該当しない企業を指す

PBR = 時価総額 ÷ 株主資本等合計

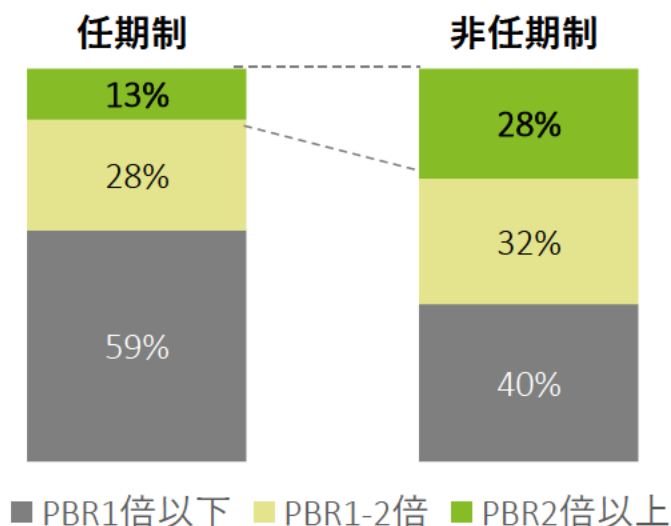
PER = 時価総額 ÷ 親会社株主に帰属する当期純利益

ROE = 親会社株主に帰属する当期純利益 ÷ 期首期末平均株主資本等合計

上記は全て単純平均によるもの

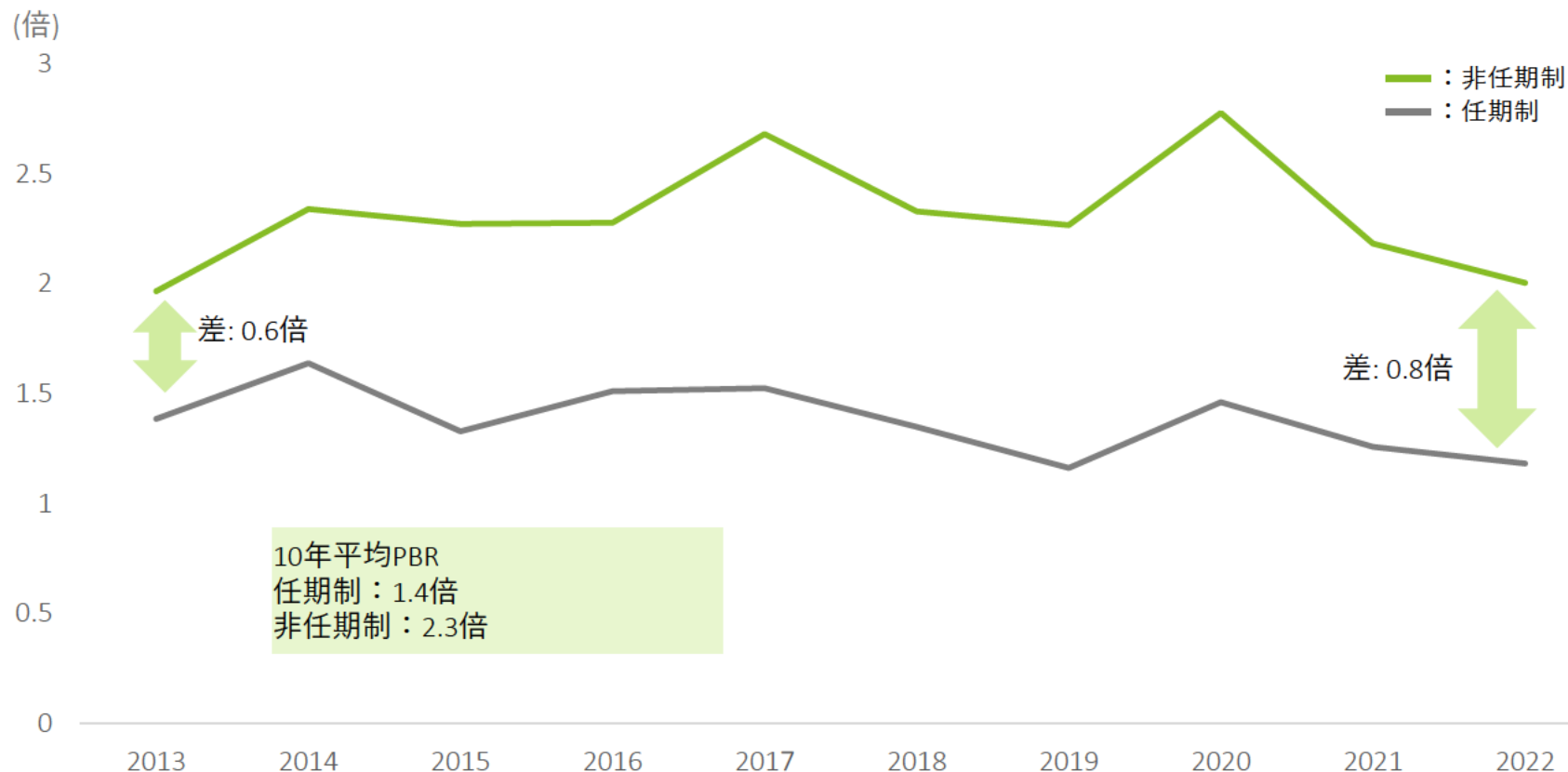
出所：SPEEDAのデータ、企業ホームページの情報を基に作成

PBRの分布



更に、過去10年でその差は広がっている

TOPIX300社※1における過去10年PBR推移



※1：TOPIX300社とは東証プライム上場企業における2022年事業年度末で金融機関を除いた上で、時価総額上位300社企業を指す

任期制及び非任期制の定義はp.35を参照

「2013」～「2022」は企業の事業年度末を指す

$PBR = \text{時価総額} \div \text{株主資本等合計}$

上記は全て単純平均によるもの

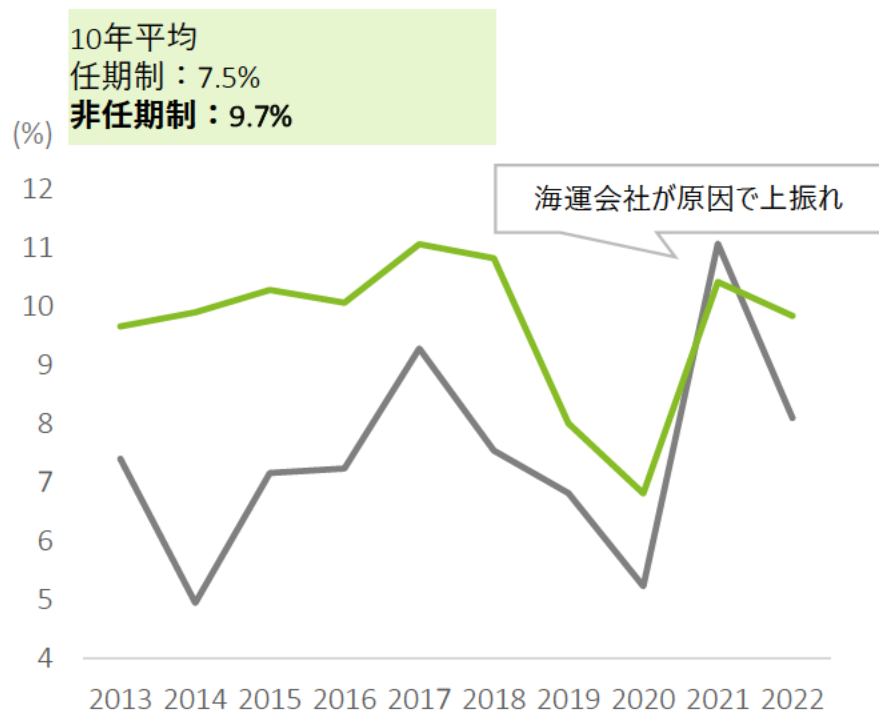
出所：SPEEDAのデータ、企業ホームページの情報を基に作成

PBRをROEとPERに分解すると、どちらも非任期制の企業が高く推移している

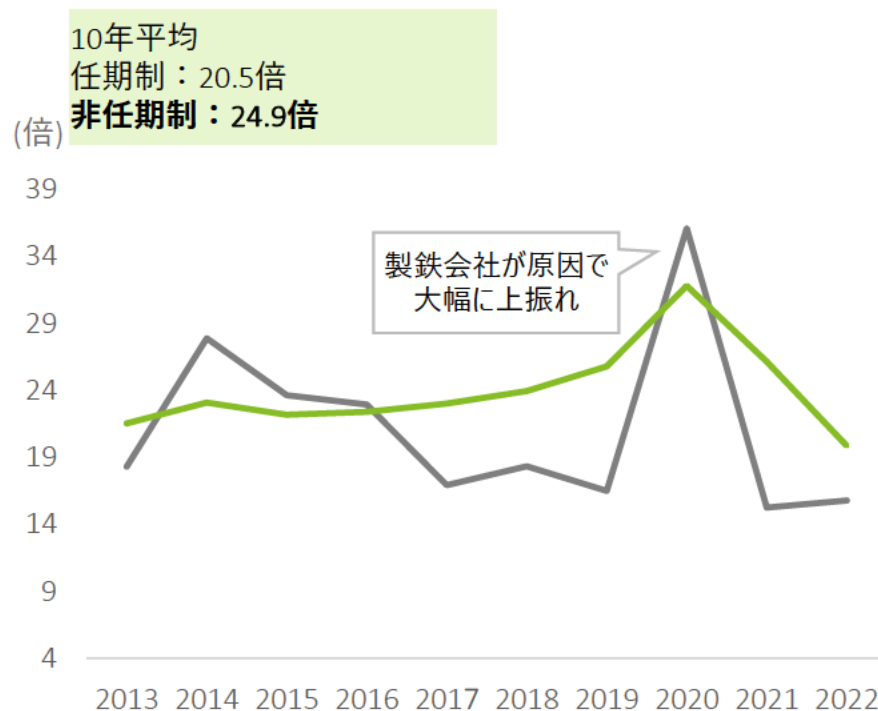
TOPIX300社※1 におけるROEとPERの推移

—：非任期制
—：任期制

過去10年ROE推移



過去10年PER推移



※1：TOPIX300社とは東証プライム上場企業における2022年事業年度末で金融機関を除いた上で、時価総額上位300社企業を指す

任期制及び非任期制の定義はp.35を参照

「2013」～「2022」は企業の事業年度末を指す

PER = 時価総額 ÷ 親会社株主に帰属する当期純利益

ROE = 親会社株主に帰属する当期純利益 ÷ 期首期末平均株主資本等合計

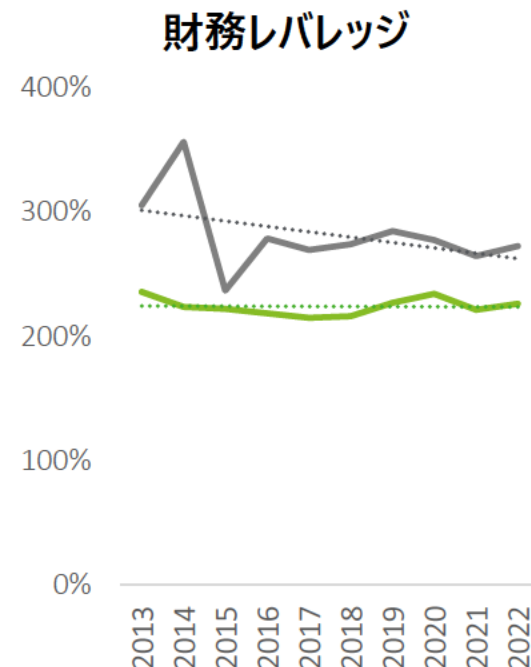
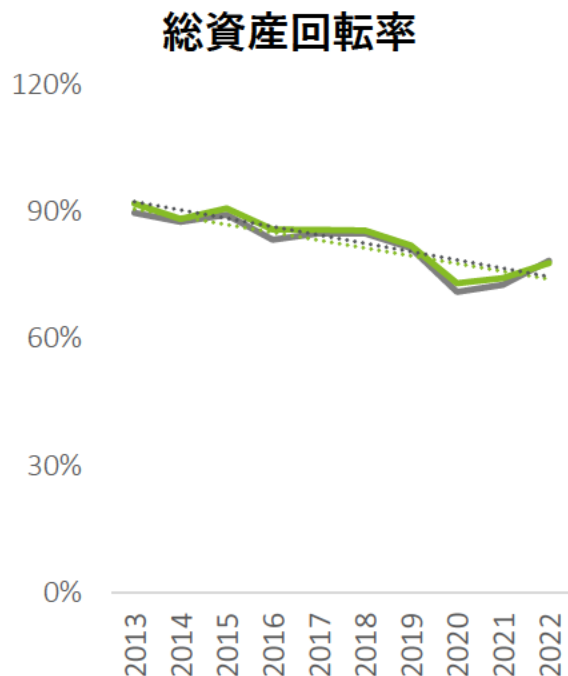
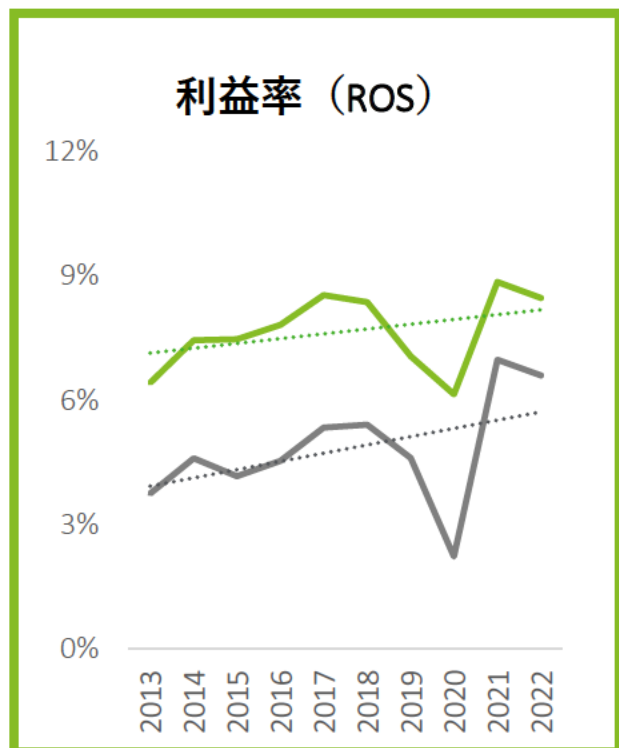
上記は全て単純平均によるもの

出所：SPEEDAのデータ、企業ホームページの情報を基に作成

ROEを分解すると、特にROSで差が開いている

TOPIX300社※1 におけるROE構成要素別推移

—：非任期制
—：任期制



※1：TOPIX300社とは東証プライム上場企業における2022年事業年度末で金融機関を除いた上で、時価総額上位300社企業を指す

任期制及び非任期制の定義はp.35を参照

「2013」～「2022」は企業の事業年度末を指す

ROS = (親会社株主に帰属する当期純利益 ÷ 売上高) × 100

総資産回転率 = 売上高合計 ÷ 総資産

財務レバレッジ = 資産合計 ÷ 時価総額（自己株式調整後）

上記は全て単純平均によるもの

出所：SPEEDAのデータ、企業ホームページの情報を基に作成

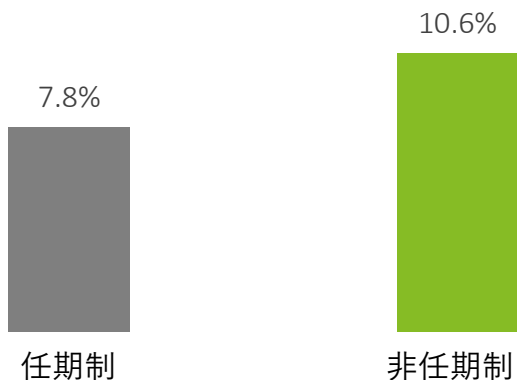
非任期制の企業は事業売却を積極的に実施している

TOPIX300社※1における任期制の有無とリスクテイク指標の関係性①

事業ポートフォリオ改革

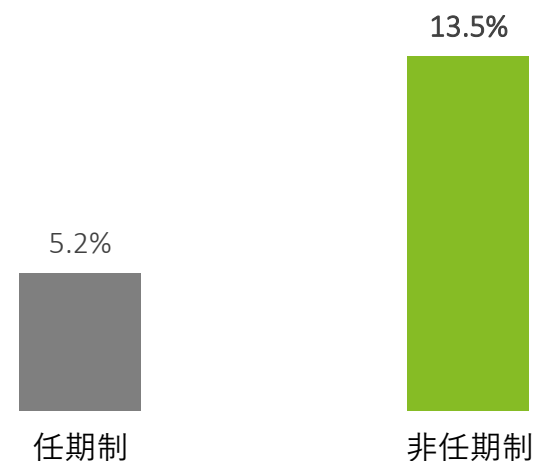
事業買収※

過去10年（2013-2022年度）
の買収金額/総資産%平均



事業売却※

過去10年（2013-2022年度）
の売却金額/総資産%平均



※1：TOPIX300社とは東証プライム上場企業における2022年事業年度末で金融機関を除いた上で、時価総額上位300社企業を指す

任期制及び非任期制の定義はp.35を参照

買収・売却：買収・売却以外にも事業・部門分割、ファンドバイアウト、MBO、少数持分取得、ジョイントベンチャーを含む

上記は全て単純平均によるもの

出所：SPEEDAのデータ、企業ホームページの情報を基に作成

非任期制の企業は研究開発投資も積極的に実施している。ただし、（稼ぐ力が強いいためか）現預金比率も高い傾向にあり、さらなる投資の積極化も期待される

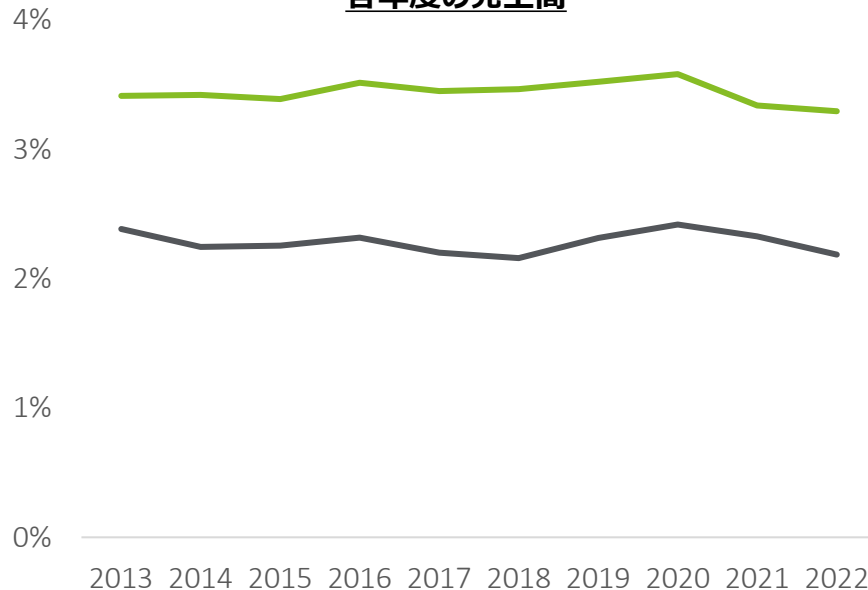
TOPIX300社※1における任期制の有無とリスクテイク指標の関係性②

—：非任期制
—：任期制

事業競争力強化

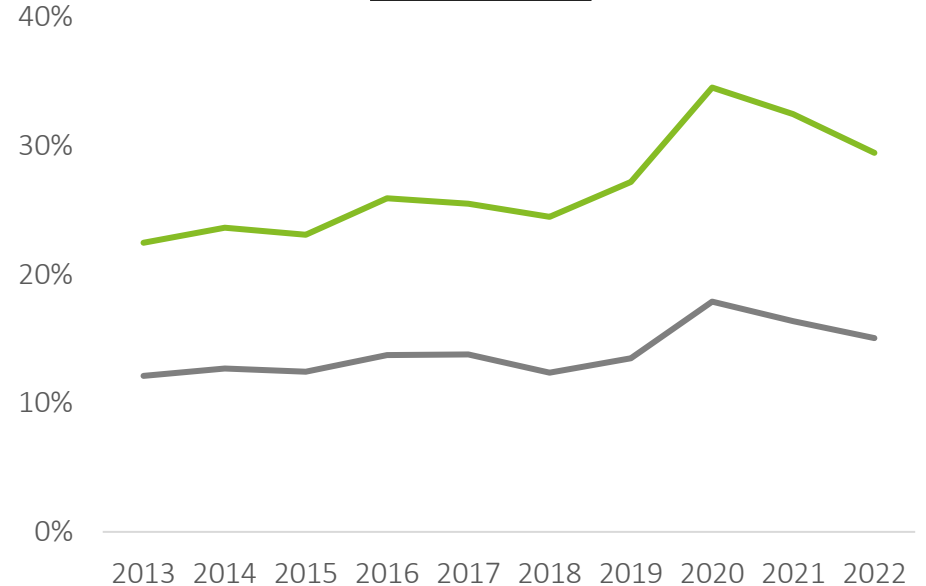
研究開発投資

各年度の研究開発費/
各年度の売上高



現預金保有比率

各年度の現金及び預金/
各年度の売上高



※1：TOPIX300社とは東証プライム上場企業における2022年事業年度末で金融機関を除いた上で、時価総額上位300社企業を指す

任期制及び非任期制の定義はp.35を参照

「2013」～「2022」は企業の事業年度末を指す

上記は全て単純平均によるもの

出所：SPEEDAのデータ、企業ホームページの情報を基に作成

企業の属性でみても同様の傾向にあり、全体的にはPBRが低い傾向にある多角化企業や成熟企業であっても、非任期制の企業のパフォーマンスが高い

TOPIX300社※1における企業属性別の傾向

企業属性	CEO任期の傾向	パフォーマンス指標（2022年度）		
		PBR	ROE	PER
非同族企業※2 256社	任期制 85社	1.2倍	8.1%	15.8倍
	非任期制 171社	1.8倍	9.8%	18.2倍
多角化企業※3 122社	任期制 37社	1.1倍	6.3%	13.7倍
	非任期制 85社	1.6倍	8.9%	19.0倍
成熟企業※4 207社	任期制 68社	1.1倍	7.3%	16.4倍
	非任期制 139社	1.7倍	8.5%	19.0倍

※1：TOPIX300社とは東証プライム上場企業における2022年事業年度末で金融機関を除いた上で、時価総額上位300社企業を指す

※2：非同族企業とは、「現職のCEOが、創業家出身のCEOであるか、又は創業家出身のCEOが退任した次のCEOであって、かつ、創業家出身のCEOが退任してから5年以上経過していない企業」に該当しない企業を指す

※3：多角化企業とは2022年度における開示上のセグメント数が4つ以上で、かつ最大売上高の事業の売上構成比が全体売上高の60%未満の企業を指す（SPEEDAにて、セグメントの開示がない企業は分析対象から除外）

※4：成熟企業とは2013年度と2022年度の売上高の上昇率が57%（TOPIX300社の平均値）未満の企業を指す

任期制及び非任期制の定義はp.35を参照

PBR＝時価総額÷株主資本等合計

PER＝時価総額÷親会社株主に帰属する当期純利益

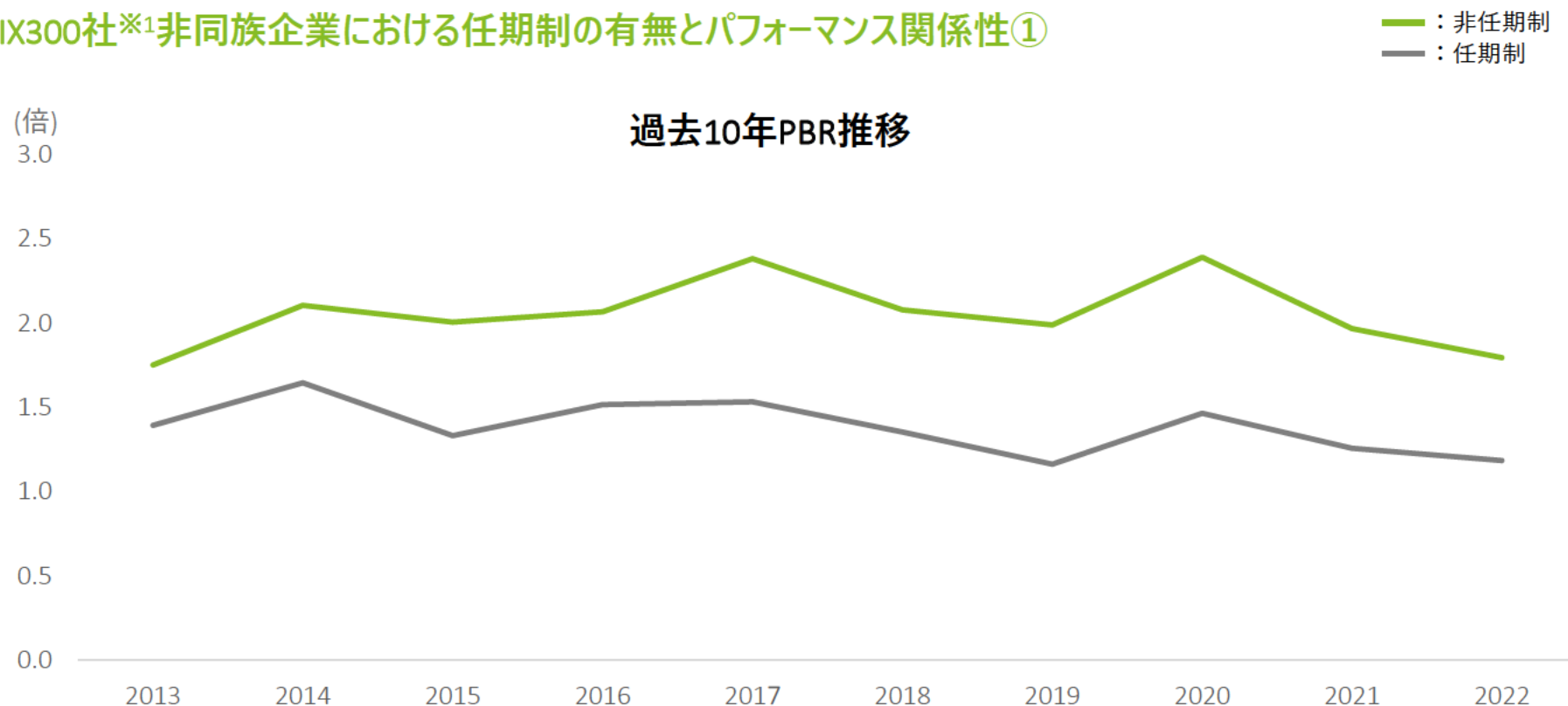
ROE＝親会社株主に帰属する当期純利益÷期首期末平均株主資本等合計

上記は全て単純平均によるもの

出所：SPEEDAのデータ、企業ホームページの情報を基に作成

非同族企業に絞った場合でも、任期制と非任期制の企業で過去10年でPBRの差は広がっている

TOPIX300社※1非同族企業における任期制の有無とパフォーマンス関係性①



※1：TOPIX300社とは東証プライム上場企業における2022年事業年度末で金融機関を除いた上で、時価総額上位300社企業を指す

任期制及び非任期制の定義はp.35を参照

「2013」～「2022」は企業の事業年度末を指す

$PBR = \text{時価総額} \div \text{株主資本等合計}$

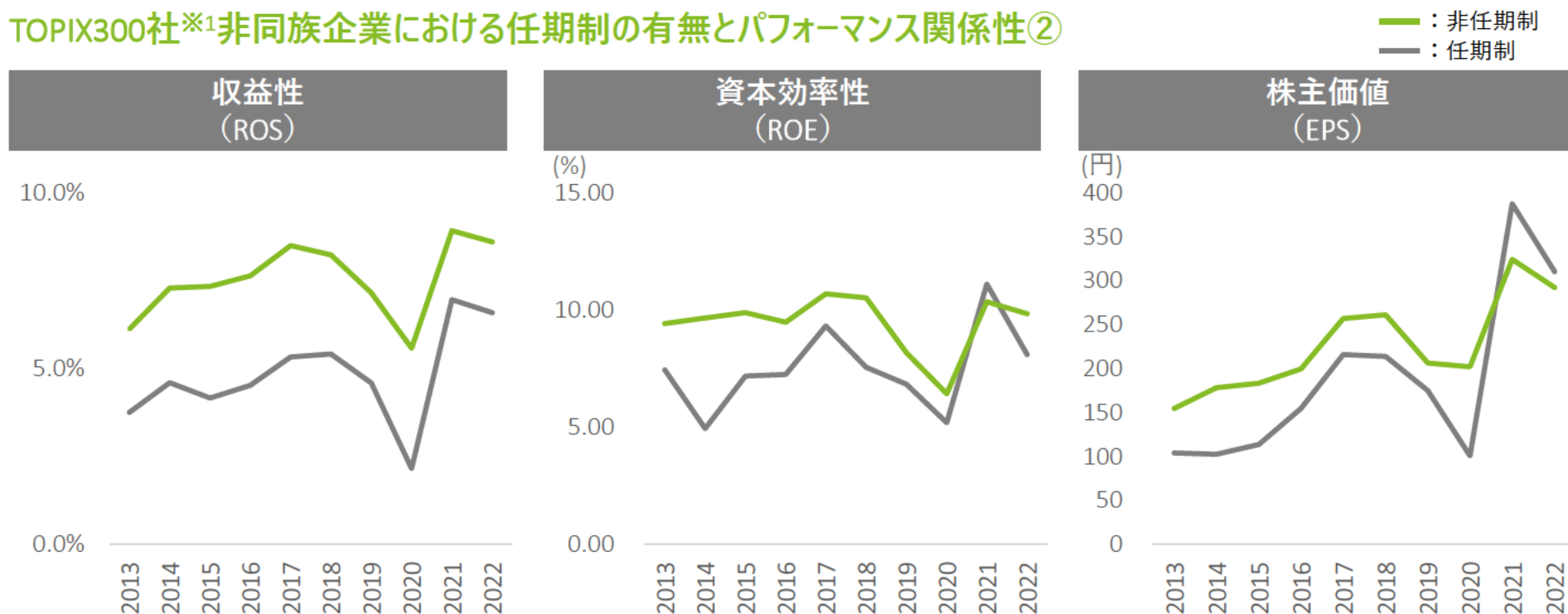
上記は全て単純平均によるもの

非同族企業とは「現職のCEOが、創業家出身のCEOであるか、又は創業家出身のCEOが退任した次のCEOであって、かつ、創業家出身のCEOが退任してから5年以上経過していない企業」に該当しない企業を指す

出所：SPEEDAのデータ、企業ホームページの情報を基に作成

特にROSの差が大きい

TOPIX300社※1非同族企業における任期制の有無とパフォーマンス関係性②



※1：TOPIX300社とは東証プライム上場企業における2022年事業年度末で金融機関を除いた上で、時価総額上位300社企業を指す

任期制及び非任期制の定義はp.35を参照

「2013」～「2022」は企業の事業年度末を指す

PER = 時価総額 ÷ 親会社株主に帰属する当期純利益

ROE = 親会社株主に帰属する当期純利益 ÷ 期首期末平均株主資本等合計

EPS = 親会社株主に帰属する当期純利益 ÷ 発行済み株式総数

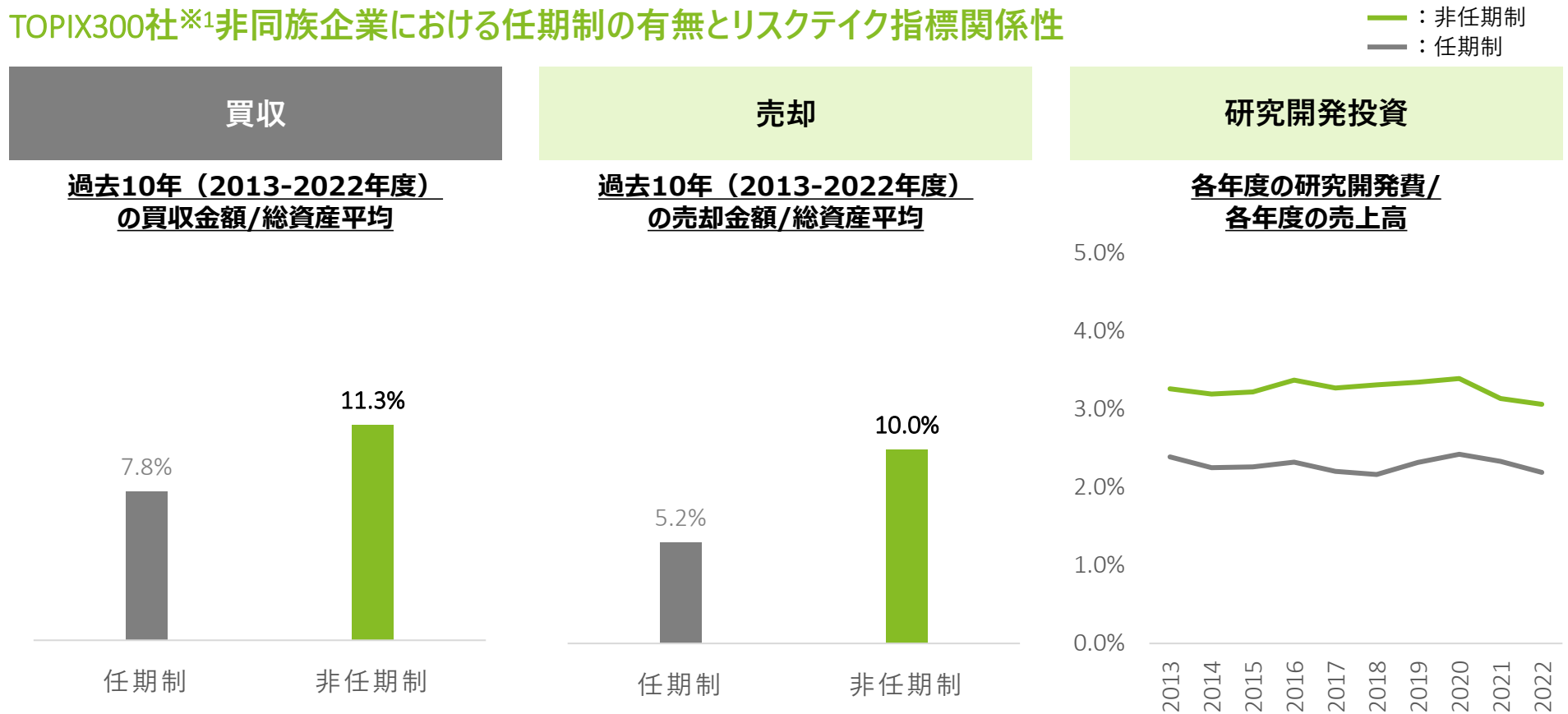
上記は全て単純平均によるもの

非同族企業とは「現職のCEOが、創業家出身のCEOであるか、又は創業家出身のCEOが退任した次のCEOであって、かつ、創業家出身のCEOが退任してから5年以上経過していない企業」に該当しない企業を指す

出所：SPEEDAのデータ、企業ホームページの情報を基に作成

ROEやROSの差の背景としては、非任期制の企業における事業売却や研究開発への積極性が伺える

TOPIX300社※1非同族企業における任期制の有無とリスクテイク指標関係性



※1：TOPIX300社とは東証プライム上場企業における2022年事業年度末で金融機関を除いた上で、時価総額上位300社企業を指す

任期制及び非任期制の定義はp.35を参照

買収・売却：買収・売却以外にも事業・部門分割、ファンドバイアウト、MBO、少数持分取得、ジョイントベンチャーを含む

「2013」～「2022」は企業の事業年度末を指す

非同族企業とは「現職のCEOが、創業家出身のCEOであるか、又は創業家出身のCEOが退任した次のCEOであって、かつ、創業家出身のCEOが退任してから5年以上経過していない企業」に該当しない企業を指す

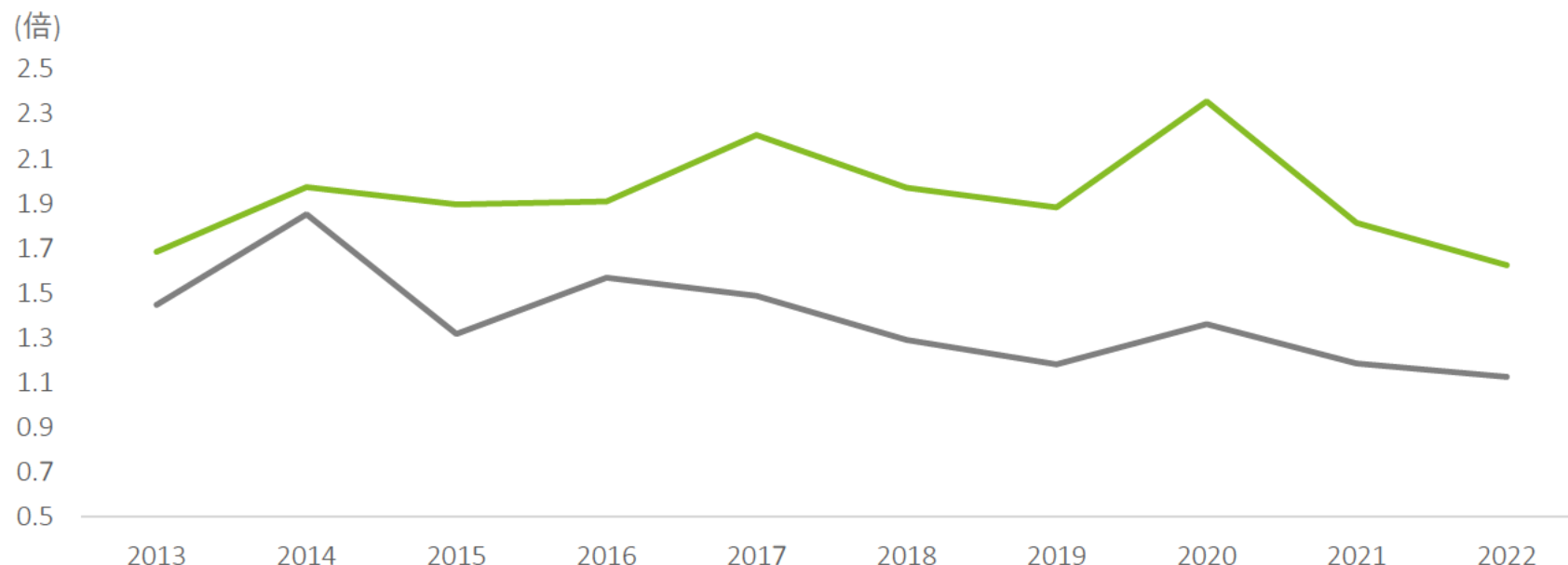
出所：SPEEDAのデータ、企業ホームページの情報を基に作成

多角化企業に絞ると、任期制と非任期制の企業で過去10年でPBRの差は広がっている

TOPIX300社※1多角化企業における任期制の有無とパフォーマンス関係性①

—：非任期制
—：任期制

過去10年PBR推移



※1：TOPIX300社とは東証プライム上場企業における2022年事業年度末で金融機関を除いた上で、時価総額上位300社企業を指す

任期制及び非任期制の定義はp.35を参照

「2013」～「2022」は企業の事業年度末を指す

$PBR = \text{時価総額} \div \text{株主資本等合計}$

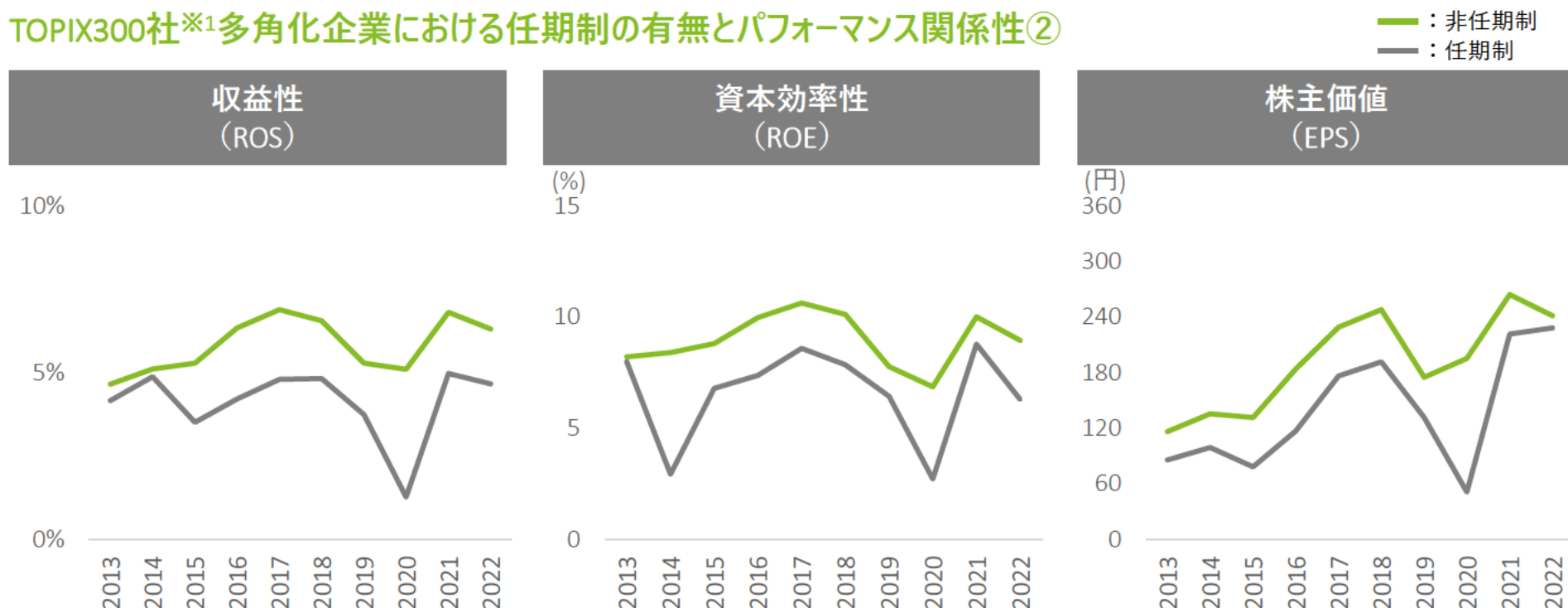
上記は全て単純平均によるもの

多角化企業とは2022年度における開示上のセグメント数が4つ以上で、かつ最大売上高の事業の売上構成比が全体売上高の60%未満の企業を指す（SPEEDAにて、セグメントの開示がない企業は分析対象から除外）

出所：SPEEDAのデータ、企業ホームページの情報を基に作成

特にROSの差が広がっている

TOPIX300社※1多角化企業における任期制の有無とパフォーマンス関係性②



※1：TOPIX300社とは東証プライム上場企業における2022年事業年度末で金融機関を除いた上で、時価総額上位300社企業を指す

任期制及び非任期制の定義はp.35を参照

「2013」～「2022」は企業の事業年度末を指す

PER = 時価総額 ÷ 親会社株主に帰属する当期純利益

ROE = 親会社株主に帰属する当期純利益 ÷ 期首期末平均株主資本等合計

EPS = 親会社株主に帰属する当期純利益 ÷ 発行済み株式総数

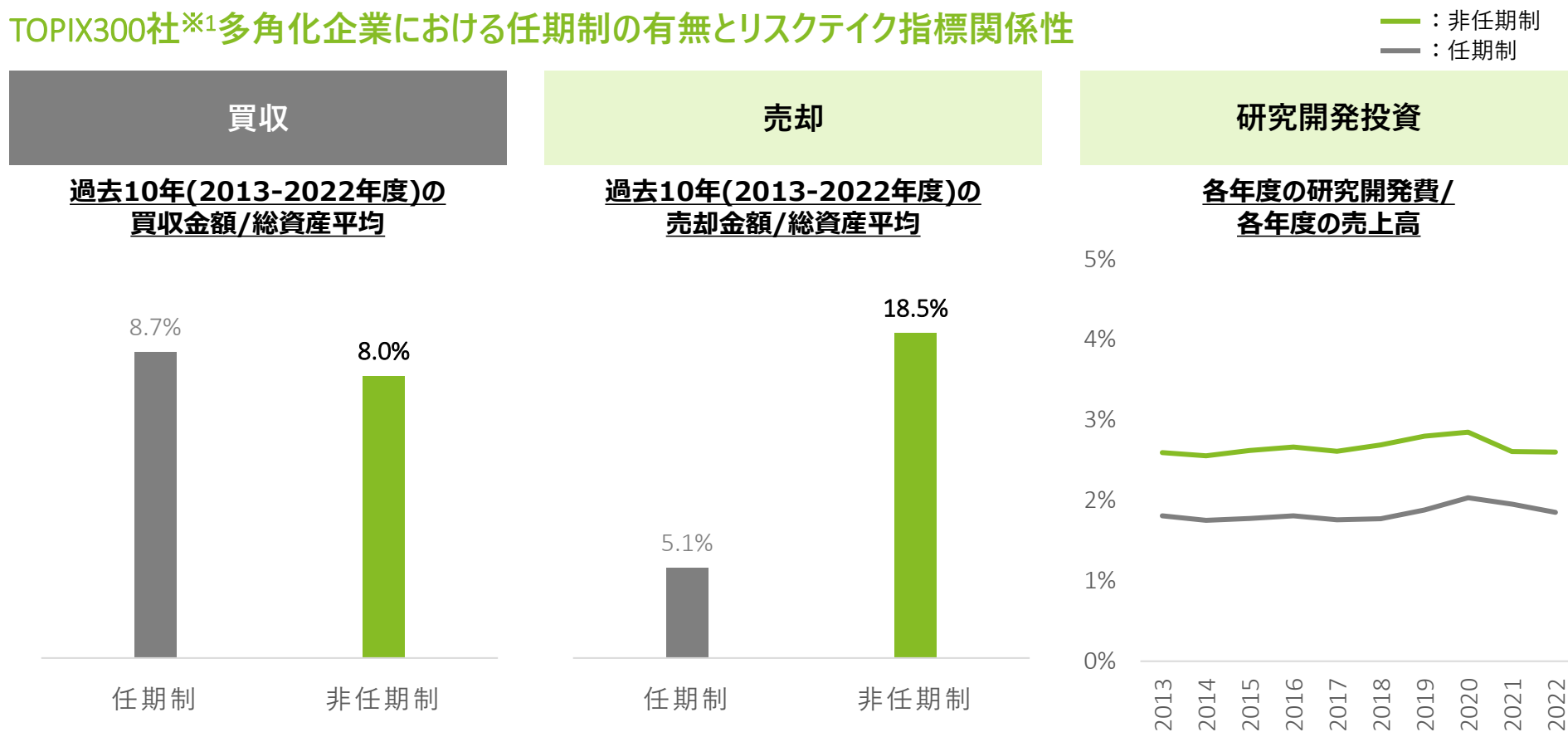
上記は全て単純平均によるもの

多角化企業：多角化企業とは2022年度における開示上のセグメント数が4つ以上で、かつ最大売上高の事業の売上構成比が全体売上高の60%未満の企業を指す（SPEEDAにて、セグメントの開示がない企業は分析対象から除外）

出所：SPEEDAのデータ、企業ホームページの情報を基に作成

非任期制の企業では事業売却や研究開発投資を積極的に行っている

TOPIX300社※1多角化企業における任期制の有無とリスクテイク指標関係性



※1：TOPIX300社とは東証プライム上場企業における2022年事業年度末で金融機関を除いた上で、時価総額上位300社企業を指す

任期制及び非任期制の定義はp.35を参照

買収・売却：買収・売却以外にも事業・部門分割、ファンドバイアウト、MBO、少数持分取得、ジョイントベンチャーを含む

「2013」～「2022」は企業の事業年度末を指す

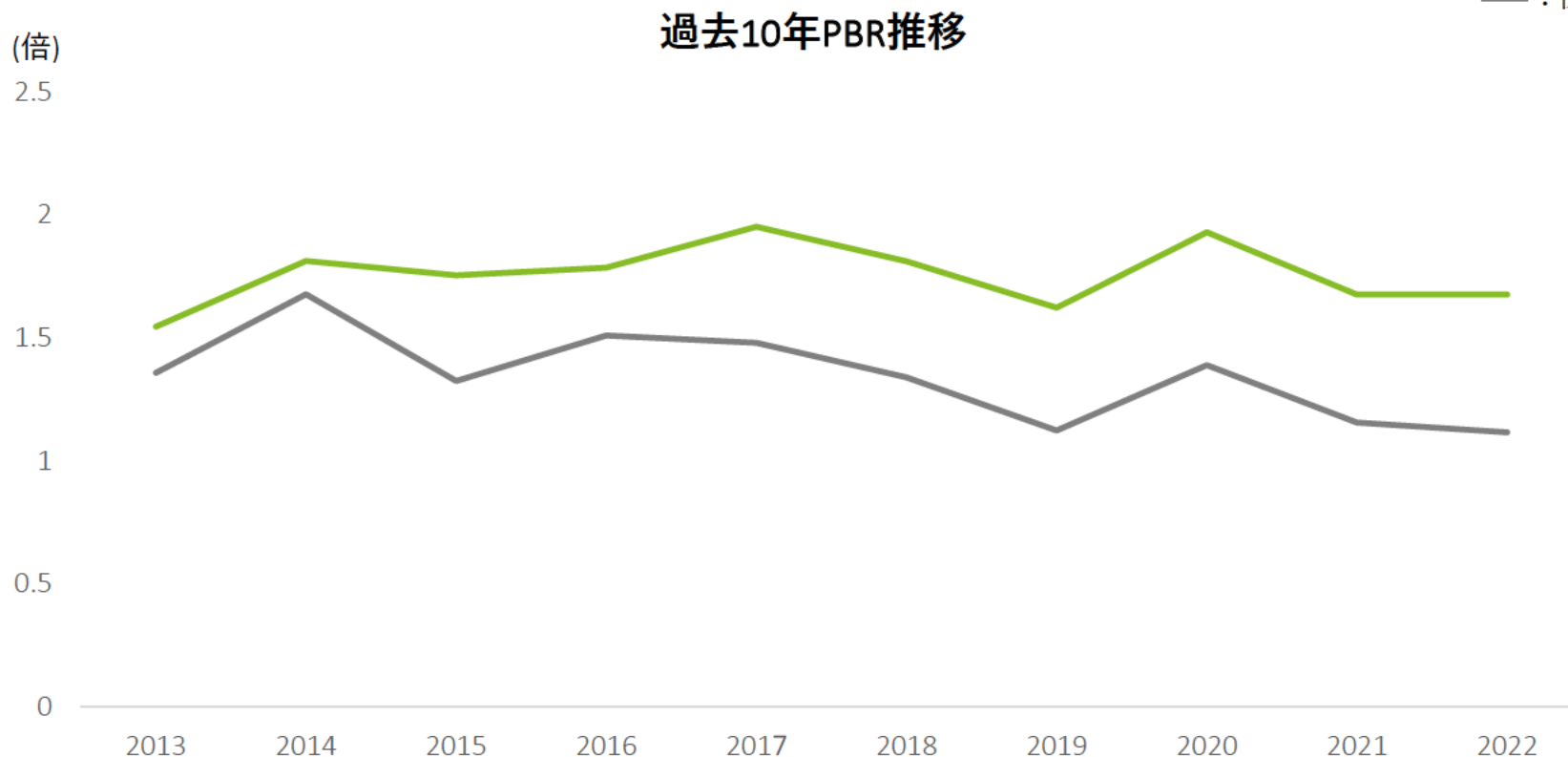
多角化企業：多角化企業とは2022年度における開示上のセグメント数が4つ以上で、かつ最大売上高の事業の売上構成比が全体売上高の60%未満の企業を指す（SPEEDAにて、セグメントの開示がない企業は分析対象から除外）

出所：SPEEDAのデータ、企業ホームページの情報を基に作成

成熟企業に絞った場合も、任期制と非任期制の企業で過去10年でPBRの差は広がっている

TOPIX300社※1成熟企業における任期制の有無とパフォーマンス関係性①

—：非任期制
—：任期制



※1：TOPIX300社とは東証プライム上場企業における2022年事業年度末で金融機関を除いた上で、時価総額上位300社企業を指す

任期制及び非任期制の定義はp.35を参照

「2013」～「2022」は企業の事業年度末を指す

$PBR = \text{時価総額} \div \text{株主資本等合計}$

上記は全て単純平均によるもの

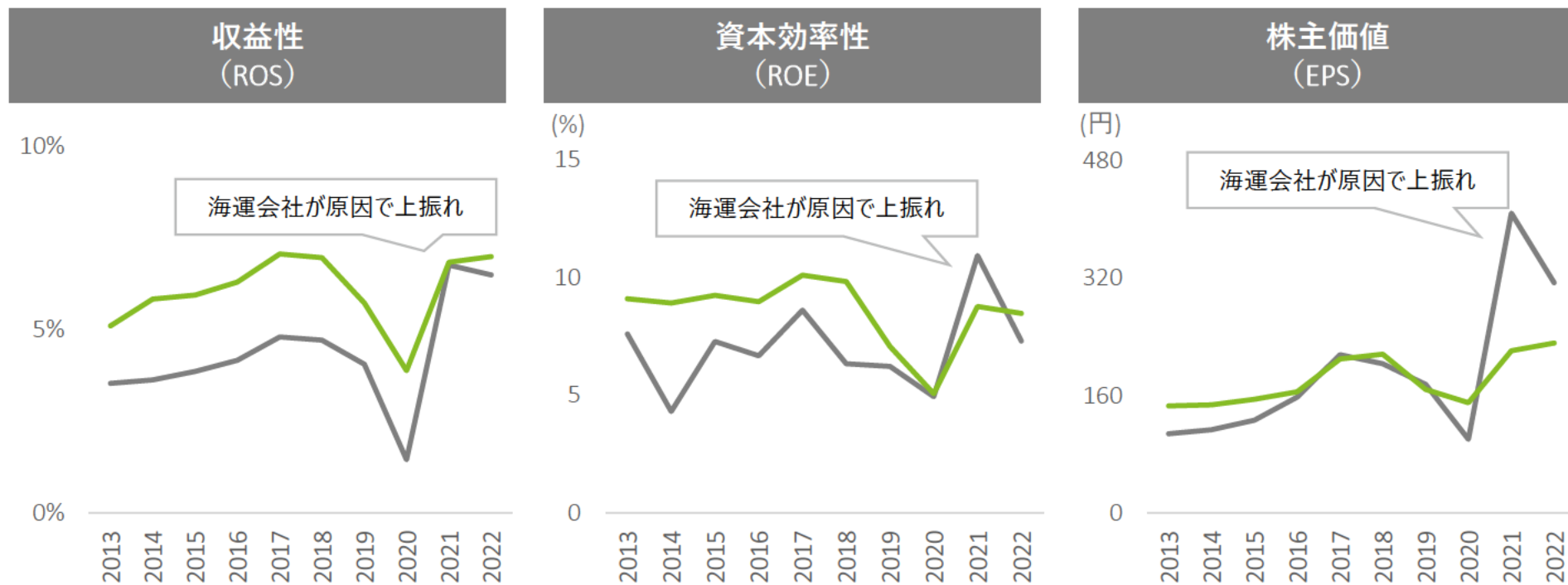
成熟企業とは2013年度と2022年度の売上高の上昇率が57%（TOPIX300社の平均値）未満の企業を指す

出所：SPEEDAのデータ、企業ホームページの情報を基に作成

ROSやROEでは海運会社のイレギュラーな業績の高さはあるものの、ROSの差は大きい

TOPIX300社※1成熟企業における任期制の有無とパフォーマンス関係性②

—：非任期制
—：任期制



※1：TOPIX300社とは東証プライム上場企業における2022年事業年度末で金融機関を除いた上で、時価総額上位300社企業を指す

任期制及び非任期制の定義はp.35を参照

「2013」～「2022」は企業の事業年度末を指す

ROS = (親会社株主に帰属する当期純利益 ÷ 売上高) × 100

ROE = 親会社株主に帰属する当期純利益 ÷ 期首期末平均株主資本等合計

EPS = 親会社株主に帰属する当期純利益 ÷ 発行済み株式総数

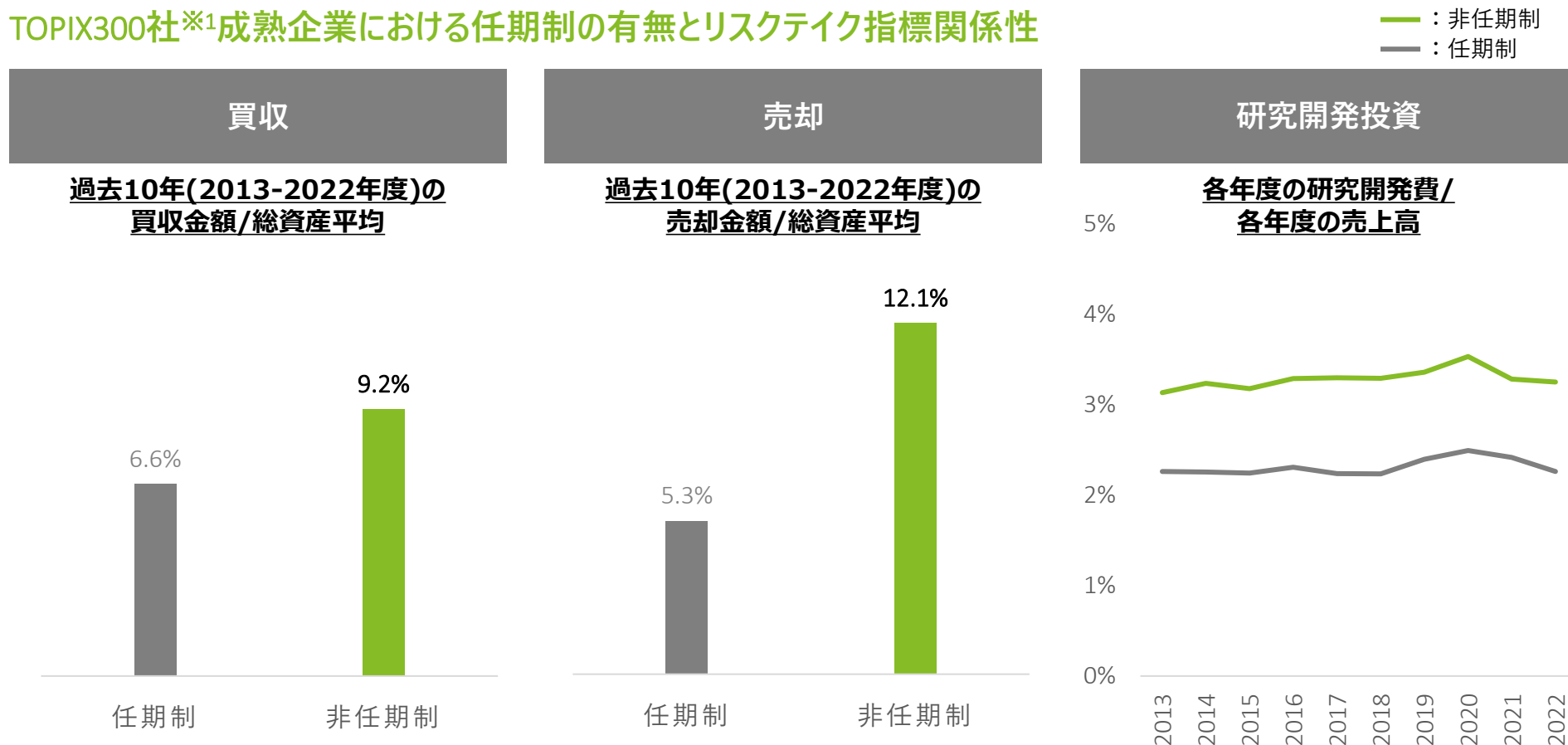
上記は全て単純平均によるもの

成熟企業とは2013年度と2022年度の売上高の上昇率が57% (TOPIX300社の平均値) 未満の企業を指す

出所：SPEEDAのデータ、企業ホームページの情報を基に作成

非任期制の企業は事業売却や研究開発投資に積極的であり、その結果がPBR等のパフォーマンスに繋がっていると示唆される

TOPIX300社※1成熟企業における任期制の有無とリスクテイク指標関係性



※1：TOPIX300社とは東証プライム上場企業における2022年事業年度末で金融機関を除いた上で、時価総額上位300社企業を指す

任期制及び非任期制の定義はp.35を参照

買収・売却：買収・売却以外にも事業・部門分割、ファンドバイアウト、MBO、少数持分取得、ジョイントベンチャーを含む

「2013」～「2022」は企業の事業年度末を指す

成熟企業とは2013年度と2022年度の売上高の上昇率が57%（TOPIX300社の平均値）未満の企業を指す

出所：SPEEDAのデータ、企業ホームページの情報を基に作成

業界別で見ても、その差の大小に違いはあれど、非任期制の企業のパフォーマンスが高い

業界別※1の任期制の有無とパフォーマンスの傾向

業界		CEO任期の傾向	パフォーマンス指標（2022年度）		
			PBR	ROE	PER
PBR上位業界	医薬・バイオ※1 19社	任期制 2社	2.2倍	6.9%	32.3倍
		非任期制 17社	3.1倍	10.5%	27.0倍
PBR下位業界	重電※1 15社	任期制 8社	1.2倍	7.9%	15.5倍
		非任期制 7社	1.4倍	13.6%	12.5倍
	食品※1 25社	任期制 11社	1.5倍	6.6%	23.6倍
		非任期制 14社	1.6倍	8.2%	19.6倍

※1：2022年事業年度末で各業界における時価総額が上位の企業を対象に集計

任期制及び非任期制の定義はp.35を参照

PBR＝時価総額÷株主資本等合計

PER＝時価総額÷親会社株主に帰属する当期純利益

ROE＝親会社株主に帰属する当期純利益÷期首期末平均株主資本等合計

上記は全て単純平均によるもの

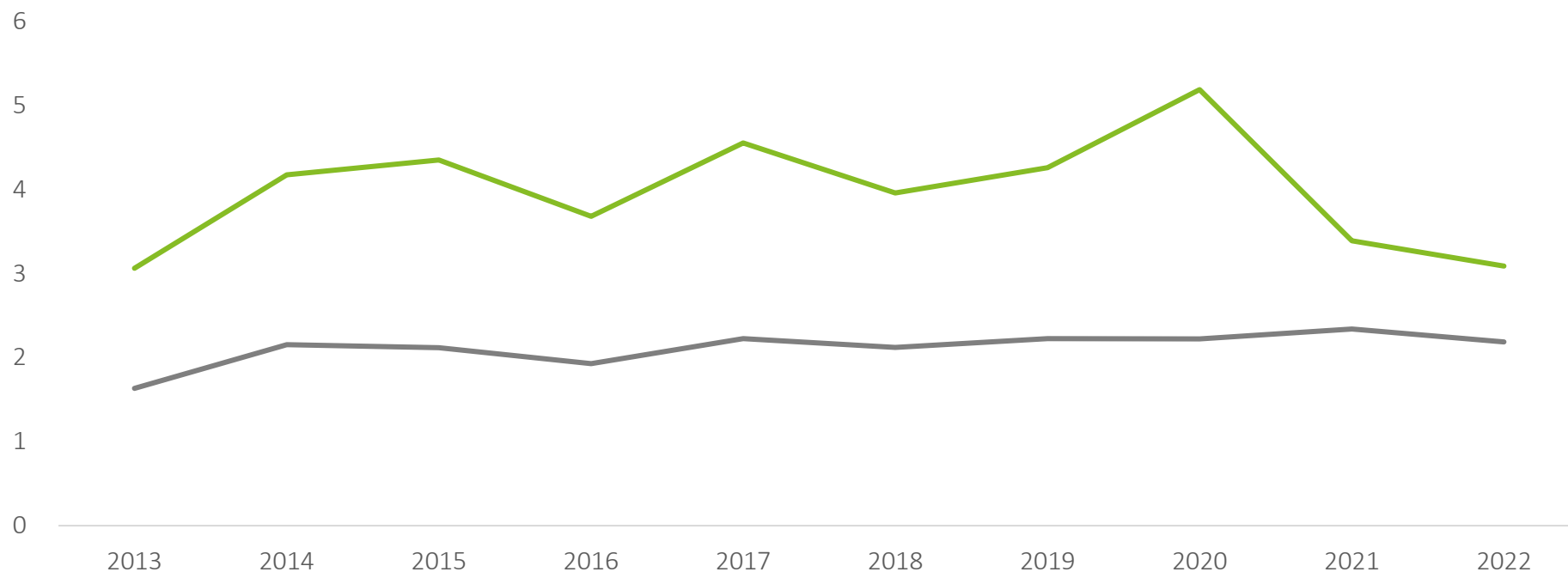
出所：SPEEDAのデータ、企業ホームページの情報を基に作成

医薬・バイオ業界において、PBRは非任期制の企業がより高く推移している

医薬・バイオ業界※1_任期制の有無とパフォーマンス関係性①

—：非任期制
—：任期制

過去10年PBR推移



※1：2022年事業年度末で各業界における時価総額が上位の企業を対象に集計

任期制及び非任期制の定義はp.35を参照

「2013」～「2022」は企業の事業年度末を指す

$PBR = \text{時価総額} \div \text{株主資本等合計}$

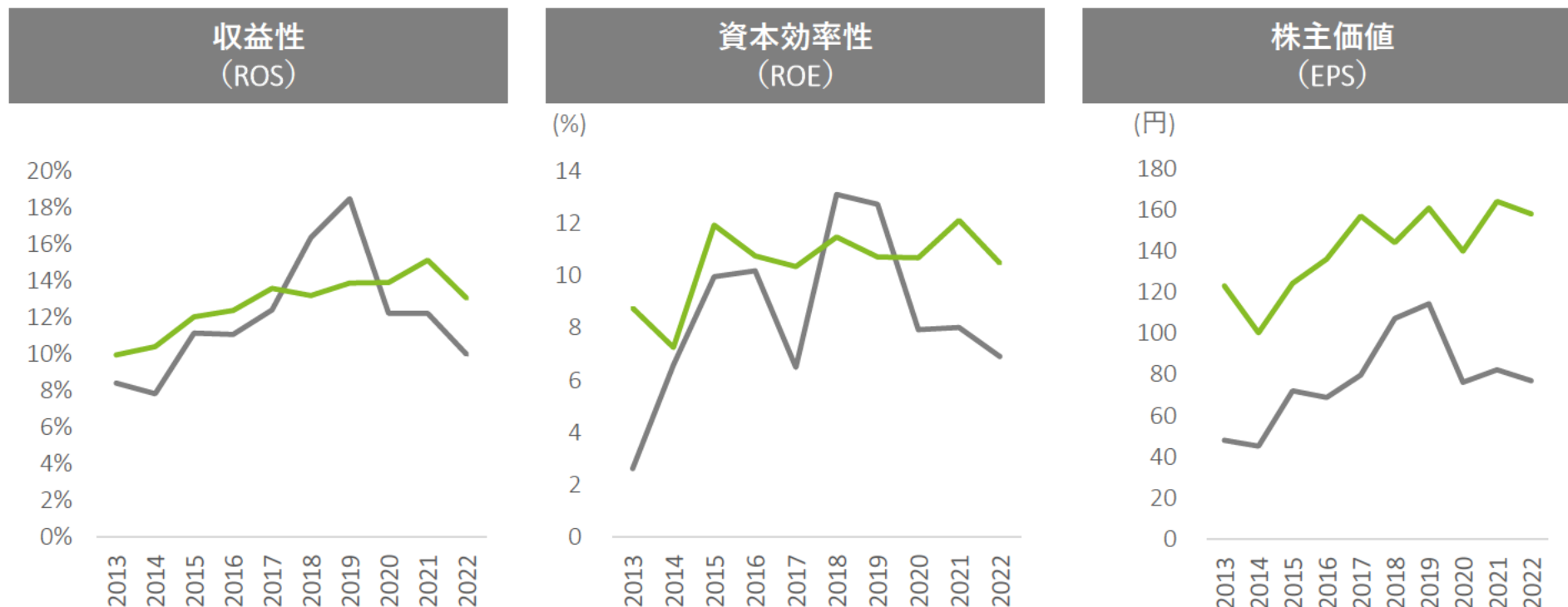
上記は全て単純平均によるもの

出所：SPEEDAのデータ、企業ホームページの情報を基に作成

特に、非任期制の企業のEPSが高く推移している

医薬・バイオ業界※¹ 任期制の有無とパフォーマンス関係性②

—：非任期制
—：任期制



※¹：2022年事業年度末で各業界における時価総額が上位の企業を対象に集計

任期制及び非任期制の定義はp.35を参照

「2013」～「2022」は企業の事業年度末を指す

ROS = (親会社株主に帰属する当期純利益 ÷ 売上高) × 100

ROE = 親会社株主に帰属する当期純利益 ÷ 期首期末平均株主資本等合計

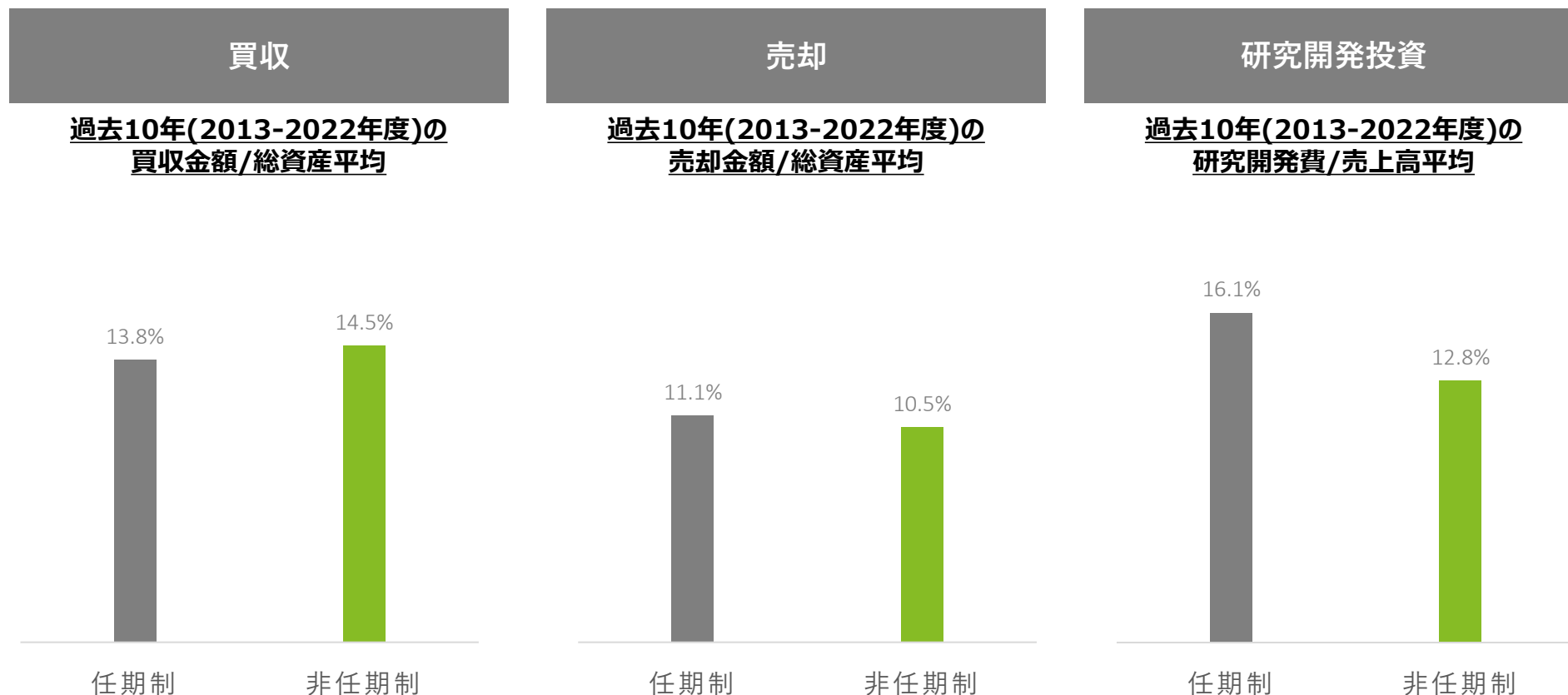
EPS = 親会社株主に帰属する当期純利益 ÷ 発行済み株式総数

上記は全て単純平均によるもの

出所：SPEEDAのデータ、企業ホームページの情報を基に作成

リスクテイク指標には顕著な相関はない

医薬・バイオ業界※1_任期制の有無とリスクテイク指標関係性



※1：2022年事業年度末で各業界における時価総額が上位の企業を対象に集計

任期制及び非任期制の定義はp.35を参照

買収・売却：買収・売却以外にも事業・部門分割、ファンドバイアウト、MBO、少数持分取得、ジョイントベンチャーを含む

上記は全て単純平均によるもの

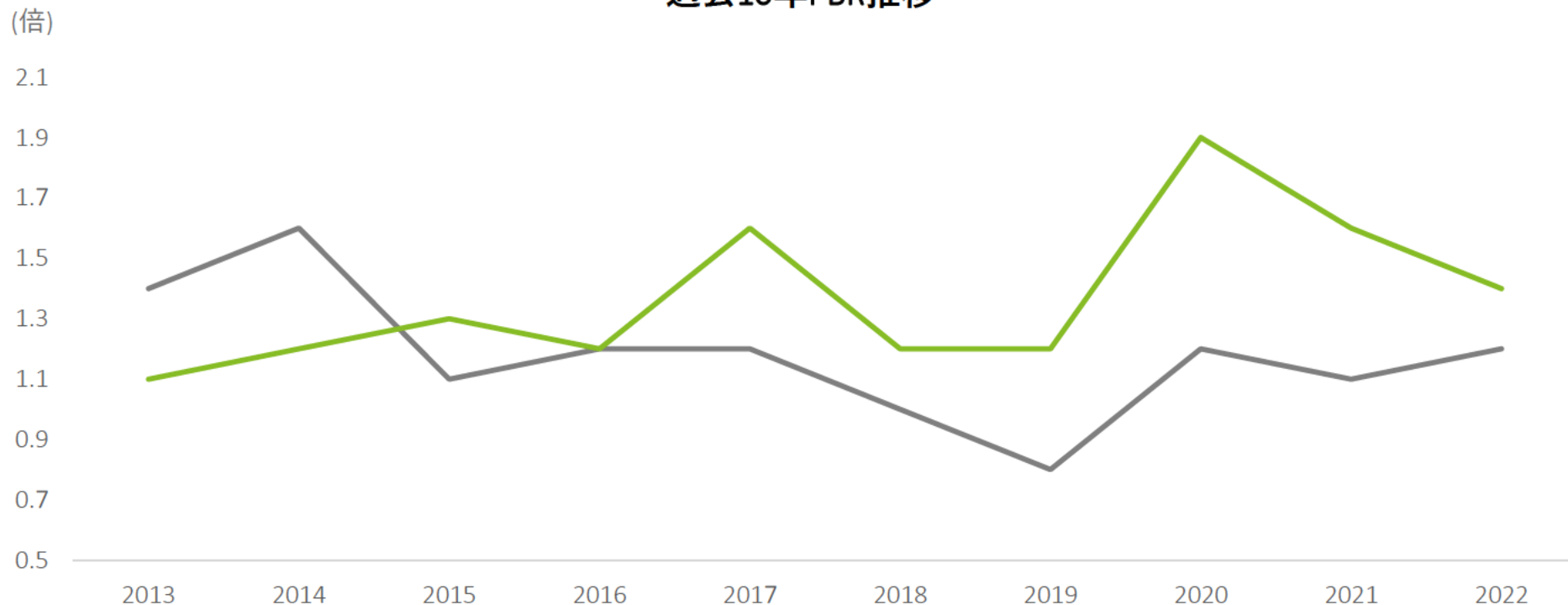
出所：SPEEDAのデータ、企業ホームページの情報を基に作成

重電業界においても、非任期制の企業のPBRが高く推移している

重電業界※1_任期制の有無とパフォーマンス関係性①

—：非任期制
—：任期制

過去10年PBR推移



※1：2022年事業年度末で各業界における時価総額が上位の企業を対象に集計

任期制及び非任期制の定義はp.35を参照

「2013」～「2022」は企業の事業年度末を指す

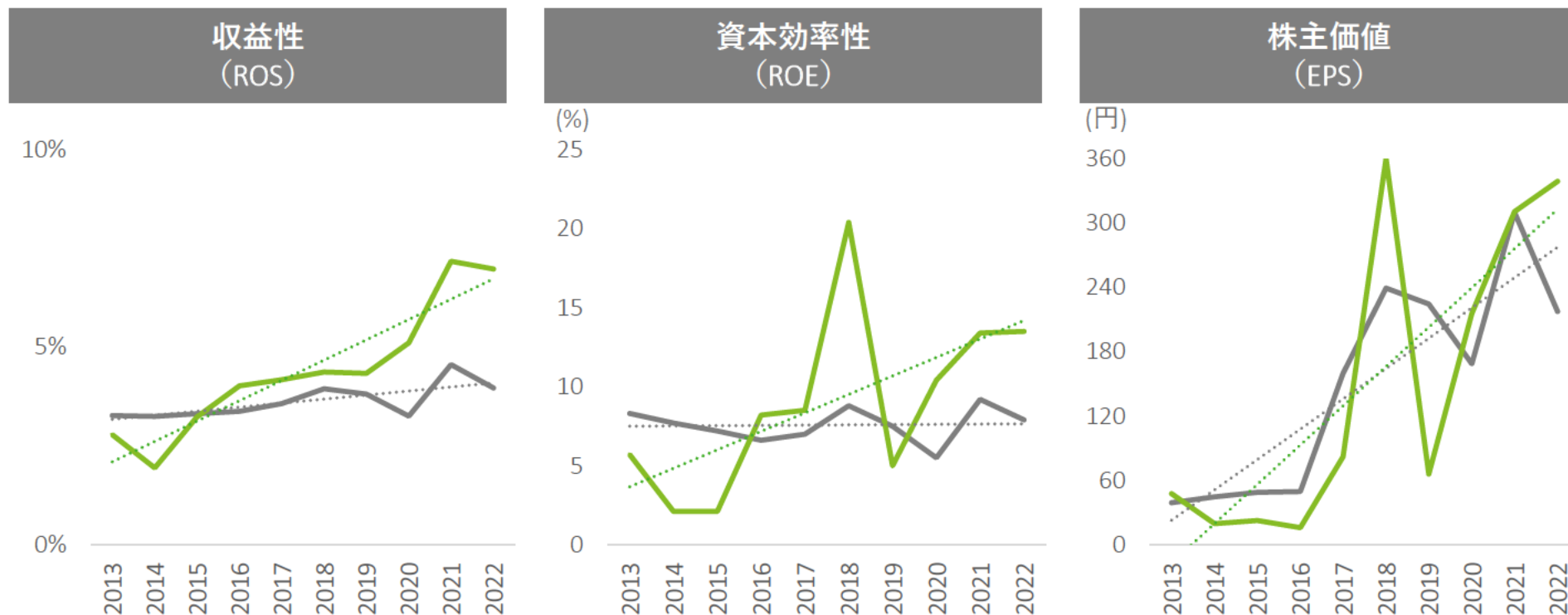
$PBR = \text{時価総額} \div \text{株主資本等合計}$

上記は全て単純平均によるもの

出所：SPEEDAのデータ、企業ホームページの情報を基に作成

ROSやROEも同様の傾向にある

重電業界※1_任期制の有無とパフォーマンス関係性②



※1：2022年事業年度末で各業界における時価総額が上位の企業を対象に集計

任期制及び非任期制の定義はp.35を参照

「2013」～「2022」は企業の事業年度末を指す

ROS = (親会社株主に帰属する当期純利益 ÷ 売上高) × 100

ROE = 親会社株主に帰属する当期純利益 ÷ 期首期末平均株主資本等合計

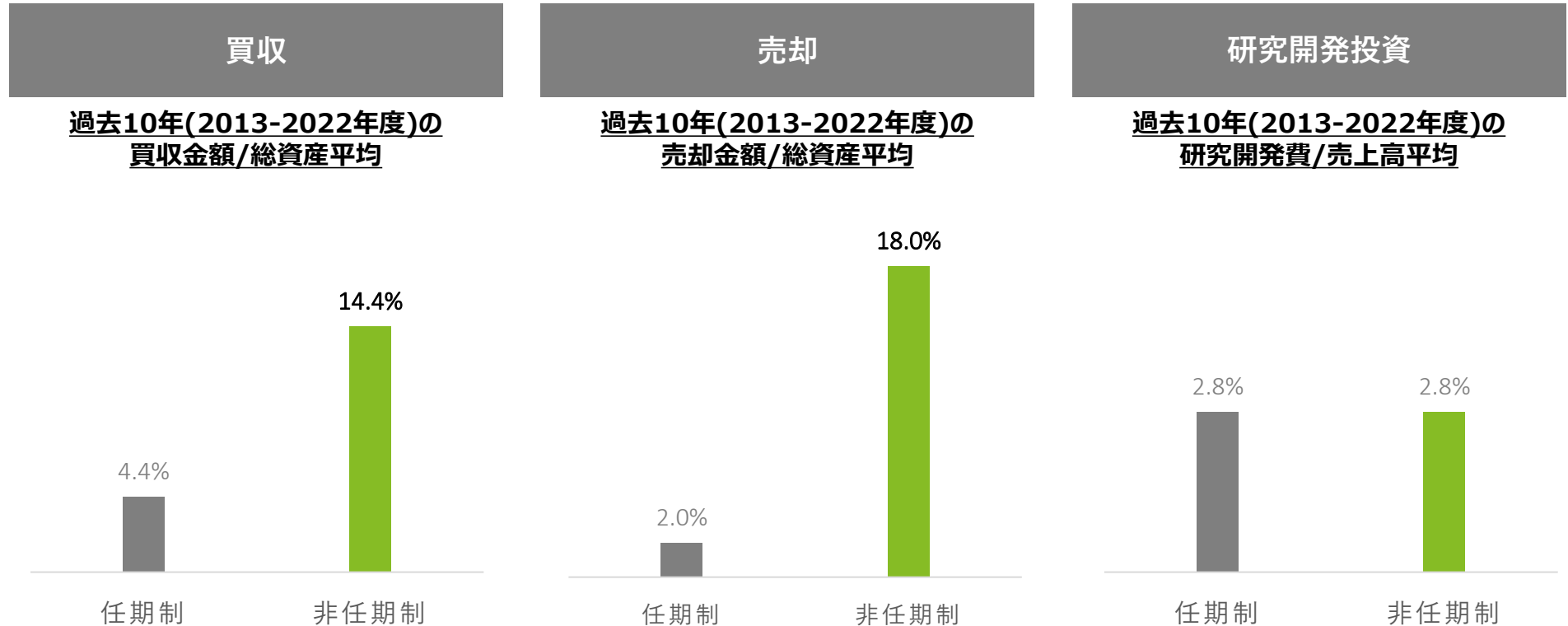
EPS = 親会社株主に帰属する当期純利益 ÷ 発行済み株式総数

上記は全て単純平均によるもの

出所：SPEEDAのデータ、企業ホームページの情報を基に作成

非任期制の企業では、事業売却を通じた事業ポートフォリオ最適化を進め、結果としてPBRが上昇傾向にあることが伺える

重電業界※1_任期制の有無とリスクテイク指標の関係性



※1：2022年事業年度末で各業界における時価総額が上位の企業を対象に集計

任期制及び非任期制の定義はp.35を参照

買収・売却：買収・売却以外にも事業・部門分割、ファンドバイアウト、MBO、少数持分取得、ジョイントベンチャーを含む

上記は全て単純平均によるもの

出所：SPEEDAのデータ、企業ホームページの情報を基に作成

多角化度が高く、高度な経営改革・リスクテイクが求められるケースにおいては、より強い相関がみられる

重電業界※1_企業属性別の任期制の有無とパフォーマンスの関係性

		企業数	パフォーマンス指標 (2022年度)			
			PBR	資本効率性 (ROE)	収益性 (ROS)	株主価値 (2013-2022年度 時価総額 上昇率)
多角化企業※2	任期制	6社	0.9倍	6.7%	2%	-4%
	非任期制	4社	1.7倍	11.8%	6%	117%
海外進出度が高い企業※3	任期制	6社	1.1倍	6.8%	2.6%	24.5%
	非任期制	4社	1.4倍	16.7%	4.8%	311.9%
成熟企業※4	任期制	7社	1.1倍	6.8%	2.7%	18.7%
	非任期制	6社	1.4倍	10.7%	4.3%	91.6%

※1：2022年事業年度末で各業界における時価総額が上位の企業を対象に集計

※2：多角化企業とは2022年度における開示上のセグメント数が4つ以上で、かつ最大売上高の事業の売上構成比が全体売上高の60%未満の企業を指す（SPEEDAにて、セグメントの開示がない企業は分析対象から除外）

※3：海外進出度が高い企業とは2022年度における海外売上高比率が30%以上の企業を指す

※4：成熟企業とは2013年度と2022年度の売上高の上昇率が57%（TOPIX300社の平均値）以下の企業を指す

任期制及び非任期制の定義はp.35を参照

PBR＝時価総額÷株主資本等合計

ROS＝（親会社株主に帰属する当期純利益÷売上高）×100

ROE＝親会社株主に帰属する当期純利益÷期首期末平均株主資本等合計

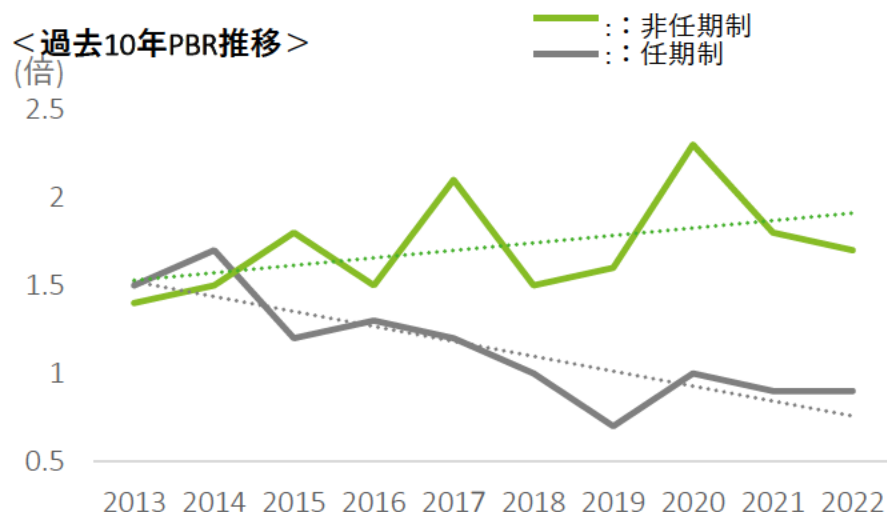
上記は全て単純平均によるもの

出所：SPEEDAのデータ、企業ホームページの情報を基に作成

多角化企業では、非任期制の企業におけるPBRの高さや事業売却への積極性に、より顕著な傾向がみられる

重電業界※1_多角化企業における任期制の有無とPBRの関係性

PBR推移



多角化企業においては、任期制とPBRの相関は大きく、過去10年で更に差が広がっている

リスクテイク指標との関係性

事業買収
(買収金額/
総資産
10年平均)

3.6%

任期制

22.2%

非任期制

事業売却
(売却金額/
総資産
10年平均)

2.3%

任期制

30.9%

非任期制

研究開発
投資
(研究開発費/
売上高
10年平均)

3.1%

任期制

3.8%

非任期制

※1：2022年事業年度末で各業界における時価総額が上位の企業を対象に集計

任期制及び非任期制の定義はp.35を参照

買収・売却：買収・売却以外にも事業・部門分割、ファンドバイアウト、MBO、少数持分取得、ジョイントベンチャーを含む

「2013」～「2022」は企業の事業年度末を指す

10年平均は2013年度～2022年度の単純平均から算出

PBR＝時価総額÷株主資本等合計

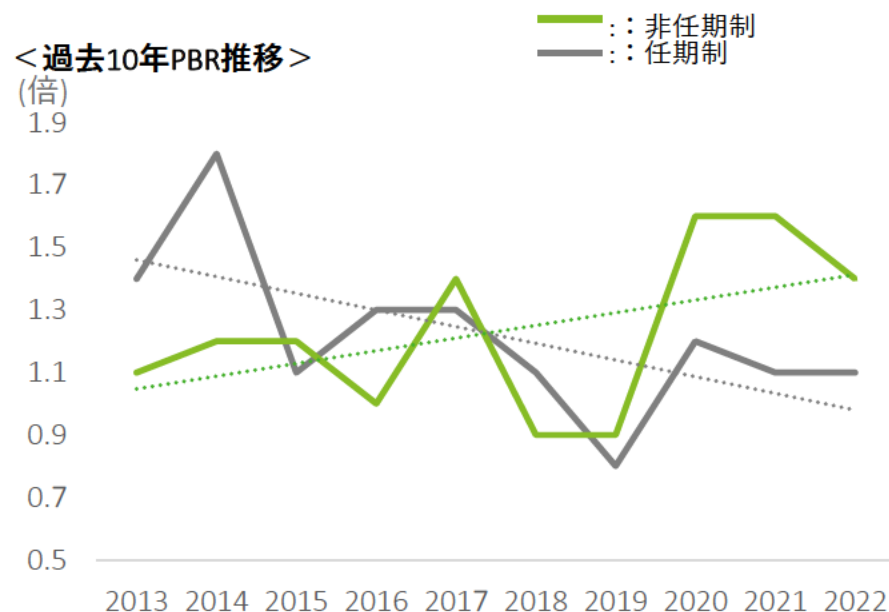
多角化企業とは2022年度における開示上のセグメント数が4つ以上で、かつ最大売上高の事業の売上構成比が全体売上高の60%未満の企業を指す（SPEEDAにて、セグメントの開示がない企業は分析対象から除外）

出所：SPEEDAのデータ、企業ホームページの情報を基に作成

海外売上比率が高くグローバル競争にさらされる企業群についても同様の傾向にある

重電業界※1_海外進出度合いが高い企業における任期制の有無とPBRの関係性

PBR推移



リスクテイク指標との関係性

事業買収
(買収金額/
総資産
10年平均)

5.6%

任期制

20.3%

非任期制

事業売却
(売却金額/
総資産
10年平均)

2.3%

任期制

27.6%

非任期制

研究開発
投資
(研究開発費/
売上高
10年平均)

2.7%

任期制

3.0%

非任期制

※1：2022年事業年度末で各業界における時価総額が上位の企業を対象に集計

任期制及び非任期制の定義はp.35を参照

買収・売却：買収・売却以外にも事業・部門分割、ファンドバイアウト、MBO、少数持分取得、ジョイントベンチャーを含む

「2013」～「2022」は企業の事業年度末を指す

10年平均は2013年度～2022年度の単純平均から算出

PBR＝時価総額÷株主資本等合計

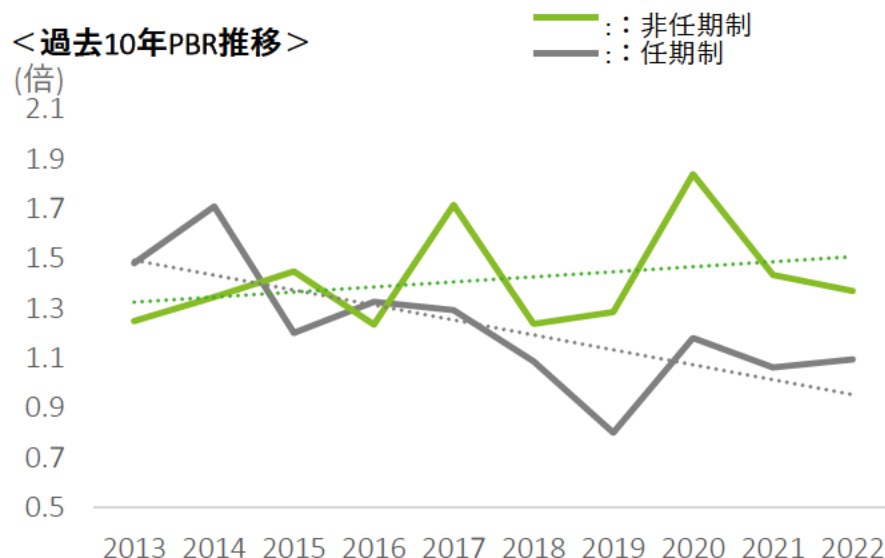
海外進出度が高い企業とは2022年度における海外売上高比率が30%以上の企業を指す

出所：SPEEDAのデータ、企業ホームページの情報を基に作成

成熟企業についても同様の傾向となっている

重電業界※1_成熟企業における任期制の有無とPBRの関係性

PBR推移



リスクテイク指標との関係性

事業買収
(買収金額/
総資産
10年平均)

5.1%

任期制

16.8%

非任期制

事業売却
(売却金額/
総資産
10年平均)

2.0%

任期制

20.8%

非任期制

研究開発
投資
(研究開発費/
売上高
10年平均)

2.9%

任期制

3.0%

非任期制

※1：2022年事業年度末で各業界における時価総額が上位の企業を対象に集計

任期制及び非任期制の定義はp.35を参照

買収・売却：買収・売却以外にも事業・部門分割、ファンドバイアウト、MBO、少数持分取得、ジョイントベンチャーを含む

「2013」～「2022」は企業の事業年度末を指す

10年平均は2013年度～2022年度の単純平均から算出

PBR＝時価総額÷株主資本等合計

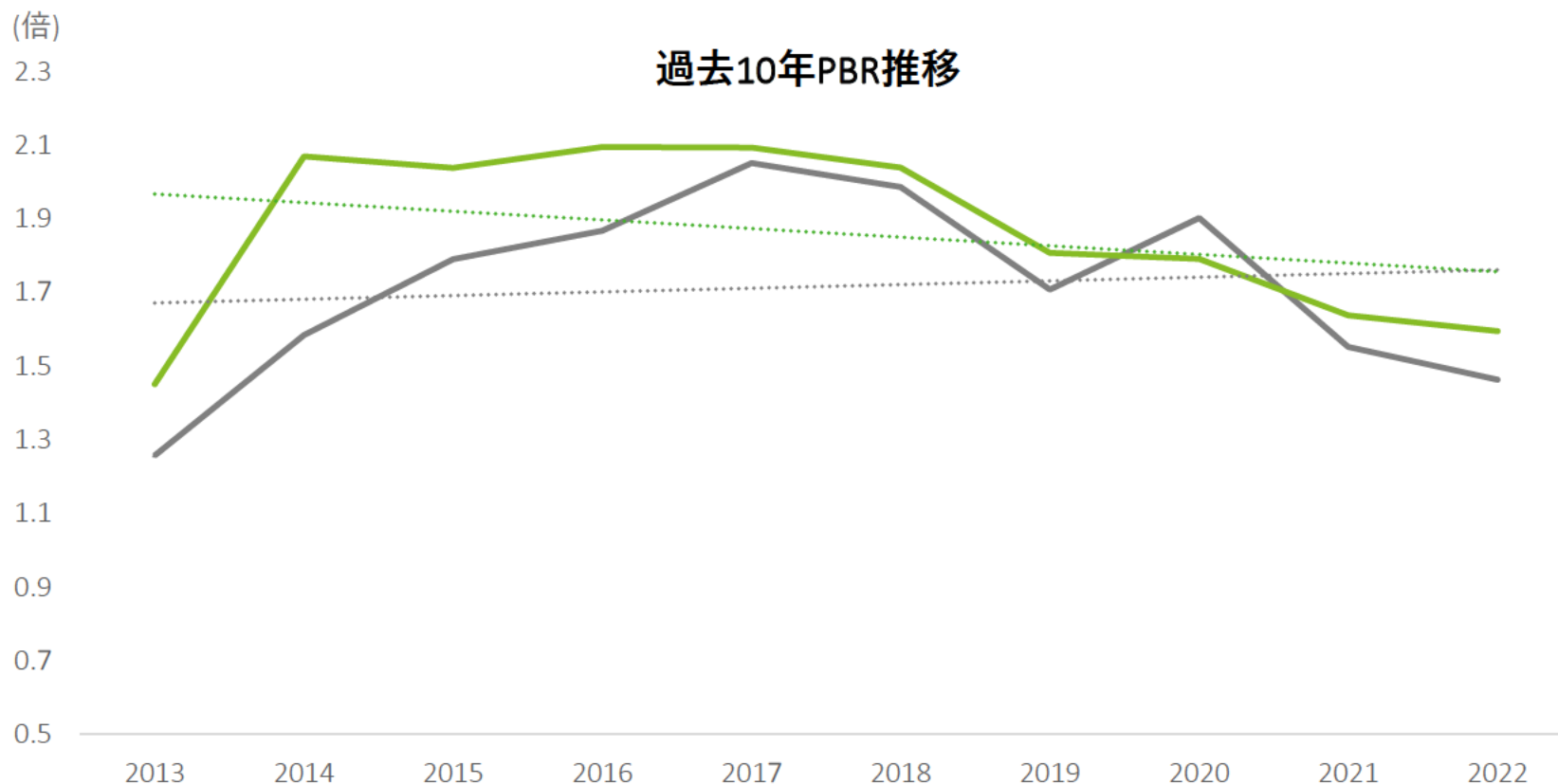
成熟企業とは2013年度と2022年度の売上高の上昇率が57%（TOPIX300社の平均値）未満の企業を指す

出所：SPEEDAのデータ、企業ホームページの情報を基に作成

食品業界では任期とパフォーマンスとの間に顕著な相関は見られない

食品業界※1_任期制の有無とパフォーマンス関係性①

—：非任期制
—：任期制



※1：2022年事業年度末で各業界における時価総額が上位の企業を対象に集計

任期制及び非任期制の定義はp.35を参照

「2013」～「2022」は企業の事業年度末を指す

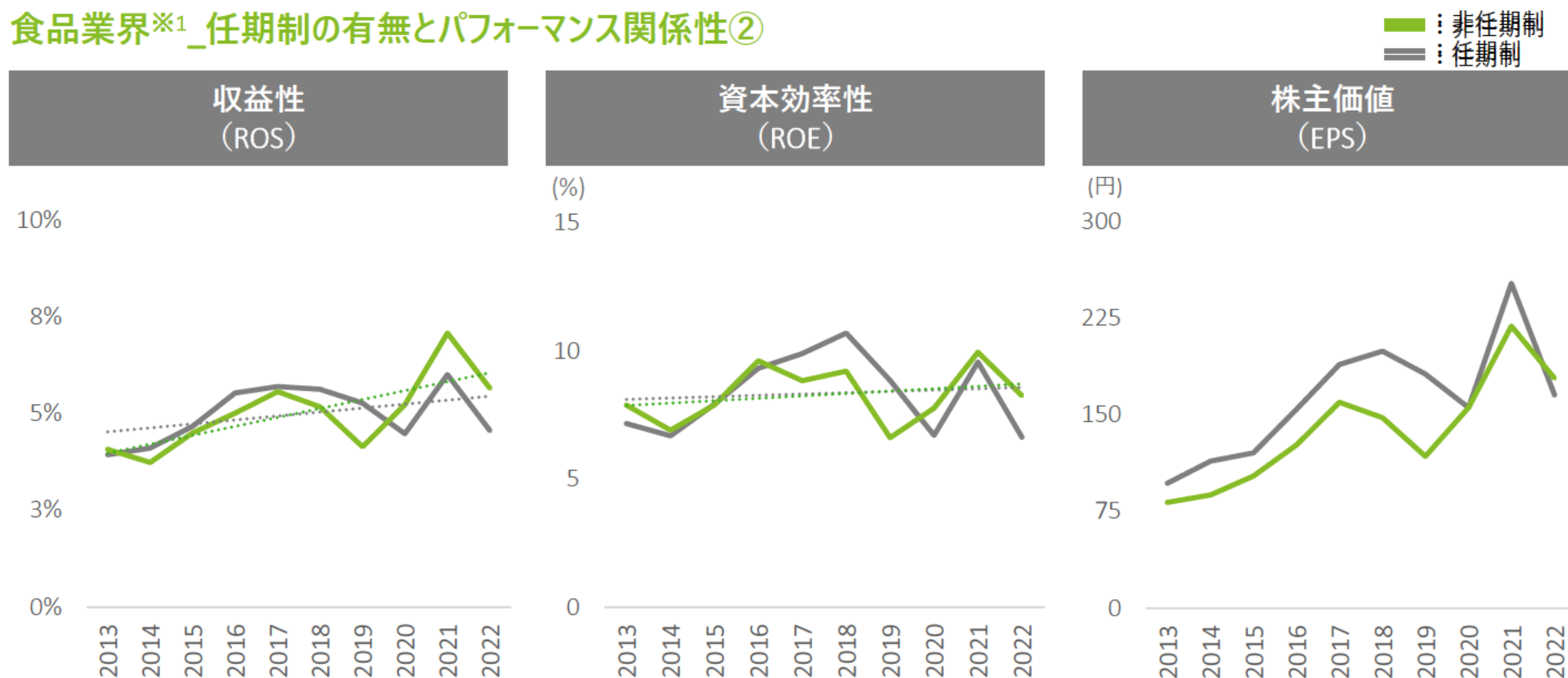
$PBR = \text{時価総額} \div \text{株主資本等合計}$

上記は全て単純平均によるもの

出所：SPEEDAのデータ、企業ホームページの情報を基に作成

ROSやROEも同様の傾向にある

食品業界※₁ 任期制の有無とパフォーマンス関係性②



※₁：2022年事業年度末で各業界における時価総額が上位の企業を対象に集計

任期制及び非任期制の定義はp.35を参照

「2013」～「2022」は企業の事業年度末を指す

ROS = (親会社株主に帰属する当期純利益 ÷ 売上高) × 100

ROE = 親会社株主に帰属する当期純利益 ÷ 期首期末平均株主資本等合計

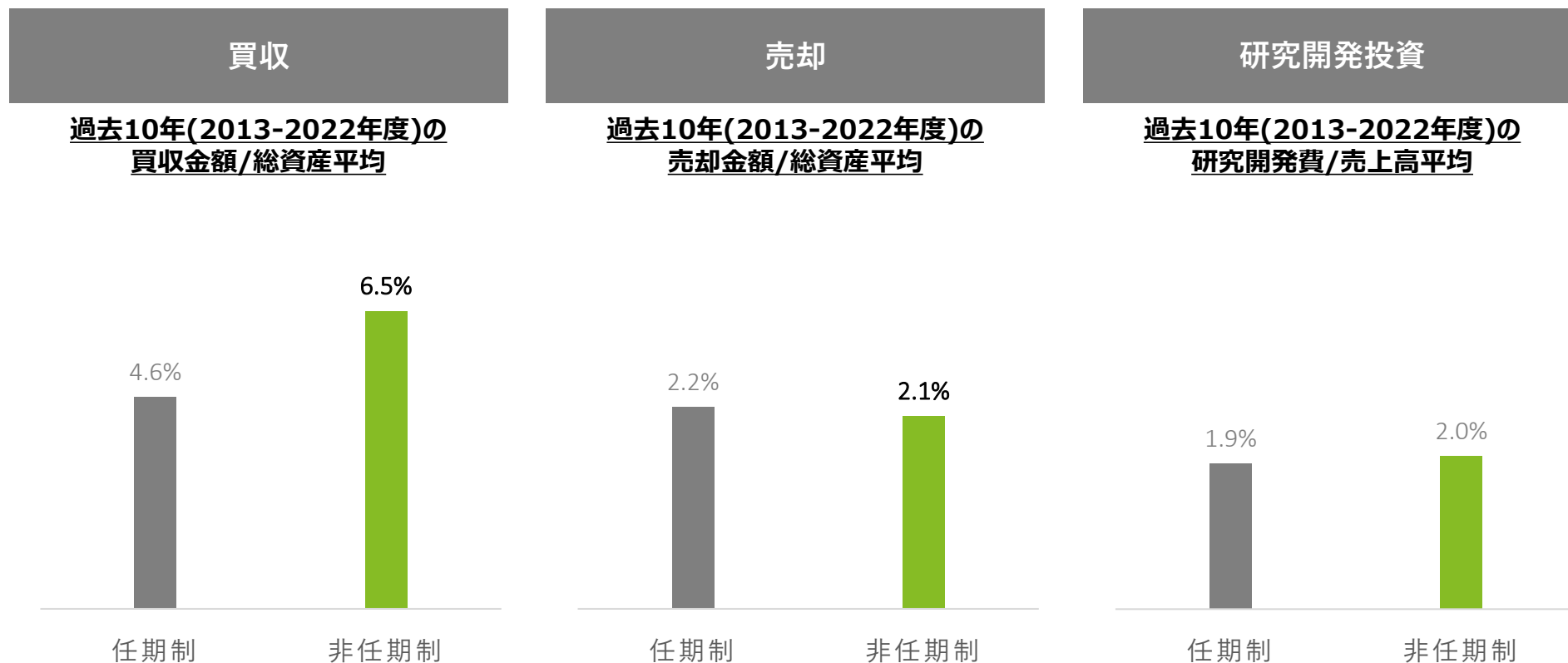
EPS = 親会社株主に帰属する当期純利益 ÷ 発行済み株式総数

上記は全て単純平均によるもの

出所：SPEEDAのデータ、企業ホームページの情報を基に作成

リスクテイク指標においても同様の傾向にある

食品業界※1_任期制の有無とリスクテイク指標関係性



※1：2022年事業年度末で各業界における時価総額が上位の企業を対象に集計

任期制及び非任期制の定義はp.35を参照

買収・売却：買収・売却以外にも事業・部門分割、ファンドバイアウト、MBO、少数持分取得、ジョイントベンチャーを含む

上記は全て単純平均によるもの

出所：SPEEDAのデータ、企業ホームページの情報を基に作成

全体的には任期とパフォーマンスに相関は見られないが、多角化度や海外進出度が高い企業等、より高度な経営力が求められるケースでは、非任期制企業のパフォーマンスが高い

食品業界※1_企業属性別の任期制の有無とパフォーマンスの関係性

		企業数	パフォーマンス指標 (2022年度)			
			PBR	資本効率性 (ROE)	収益性 (ROS)	株主価値 (2013-2022年度 時価総額 上昇率)
多角化企業※2	任期制	5社	1.0倍	4.6%	3%	69%
	非任期制	9社	1.8倍	9.5%	5%	95%
海外進出度が高い企業※3	任期制	3社	0.9倍	8.7%	8%	25%
	非任期制	7社	2.0倍	10.8%	6%	127%
成熟企業※4	任期制	11社	1.5倍	6.6%	5%	76.6%
	非任期制	14社	1.6倍	8.2%	5%	100.7%

※1：2022年事業年度末で各業界における時価総額が上位の企業を対象に集計

※2：多角化企業とは2022年度における開示上のセグメント数が4つ以上で、かつ最大売上高の事業の売上構成比が全体売上高の60%未満の企業を指す（SPEEDAにて、セグメントの開示がない企業は分析対象から除外）

※3：海外進出度が高い企業とは2022年度における海外売上高比率が30%以上の企業を指す

※4：成熟企業とは2013年度と2022年度の売上高の上昇率が57%（TOPIX300社の平均値）以下の企業を指す

任期制及び非任期制の定義はp.35を参照

PBR＝時価総額÷株主資本等合計

ROS＝（親会社株主に帰属する当期純利益÷売上高）×100

ROE＝親会社株主に帰属する当期純利益÷期首期末平均株主資本等合計

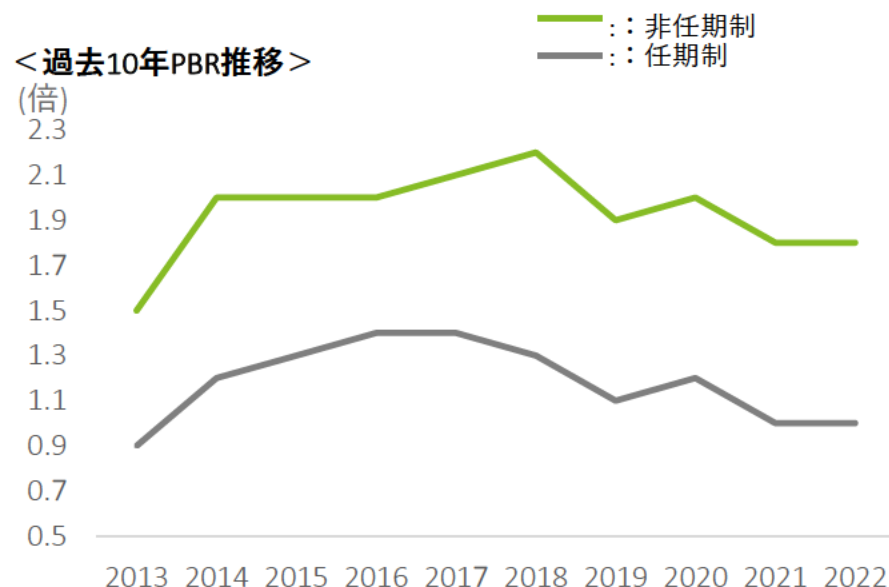
上記は全て単純平均によるもの

出所：SPEEDAのデータ、企業ホームページの情報を基に作成

食品業界の中でも、多角化度が高い企業ではPBRが高く推移している。また、事業売却に積極的な傾向もある

食品業界※1_多角化企業における任期制の有無とPBRの関係性

PBR推移



※1：2022年事業年度末で各業界における時価総額が上位の企業を対象に集計

任期制及び非任期制の定義はp.35を参照

買収・売却：買収・売却以外にも事業・部門分割、ファンドバイアウト、MBO、少数持分取得、ジョイントベンチャーを含む

「2013」～「2022」は企業の事業年度末を指す

10年平均は2013年度～2022年度の単純平均から算出

PBR = 時価総額 ÷ 株主資本等合計

上記は全て単純平均によるもの

多角化企業とは2022年度における開示上のセグメント数が4つ以上で、かつ最大売上高の事業の売上構成比が全体売上高の60%未満の企業を指す（SPEEDAにて、セグメントの開示がない企業は分析対象から除外）

出所：SPEEDAのデータ、企業ホームページの情報を基に作成

リスクテイク指標との関係性

事業買収
(買収金額/
総資産
10年平均)

3.7%

任期制

4.2%

非任期制

事業売却
(売却金額/
総資産
10年平均)

1.4%

任期制

2.6%

非任期制

研究開発
投資
(研究開発費/
売上高
10年平均)

2.7%

任期制

1.7%

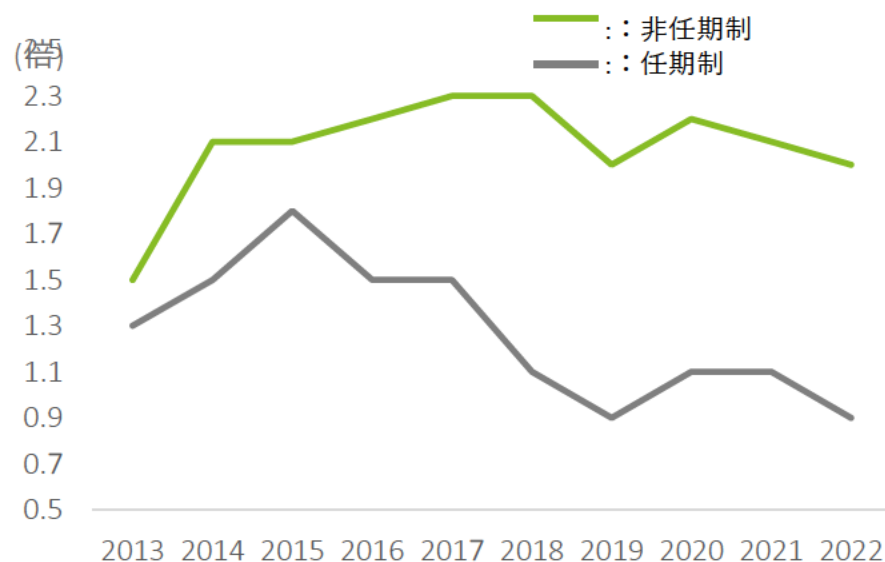
非任期制

海外進出度合いが高い企業でも同様の傾向にある

食品業界^{※1} 海外進出度合いが高い企業における任期制の有無とPBRの関係性

PBR推移

<過去10年PBR推移>



※1：2022年事業年度末で各業界における時価総額が上位の企業を対象に集計

任期制及び非任期制の定義はp.35を参照

買収・売却：買収・売却以外にも事業・部門分割、ファンドバイアウト、MBO、少数持分取得、ジョイントベンチャーを含む

「2013」～「2022」は企業の事業年度末を指す

10年平均は2013年度～2022年度の単純平均から算出

PBR = 時価総額 ÷ 株主資本等合計

上記は全て単純平均によるもの

海外進出度が高い企業とは2022年度における海外売上高比率が30%以上の企業を指す

出所：SPEEDAのデータ、企業ホームページの情報を基に作成

リスクテイク指標との関係性

事業買収
(買収金額/
総資産
10年平均)

6.3%

任期制

3.0%

非任期制

事業売却
(売却金額/
総資産
10年平均)

1.1%

任期制

3.2%

非任期制

研究開発
投資
(研究開発費/
売上高
10年平均)

3.8%

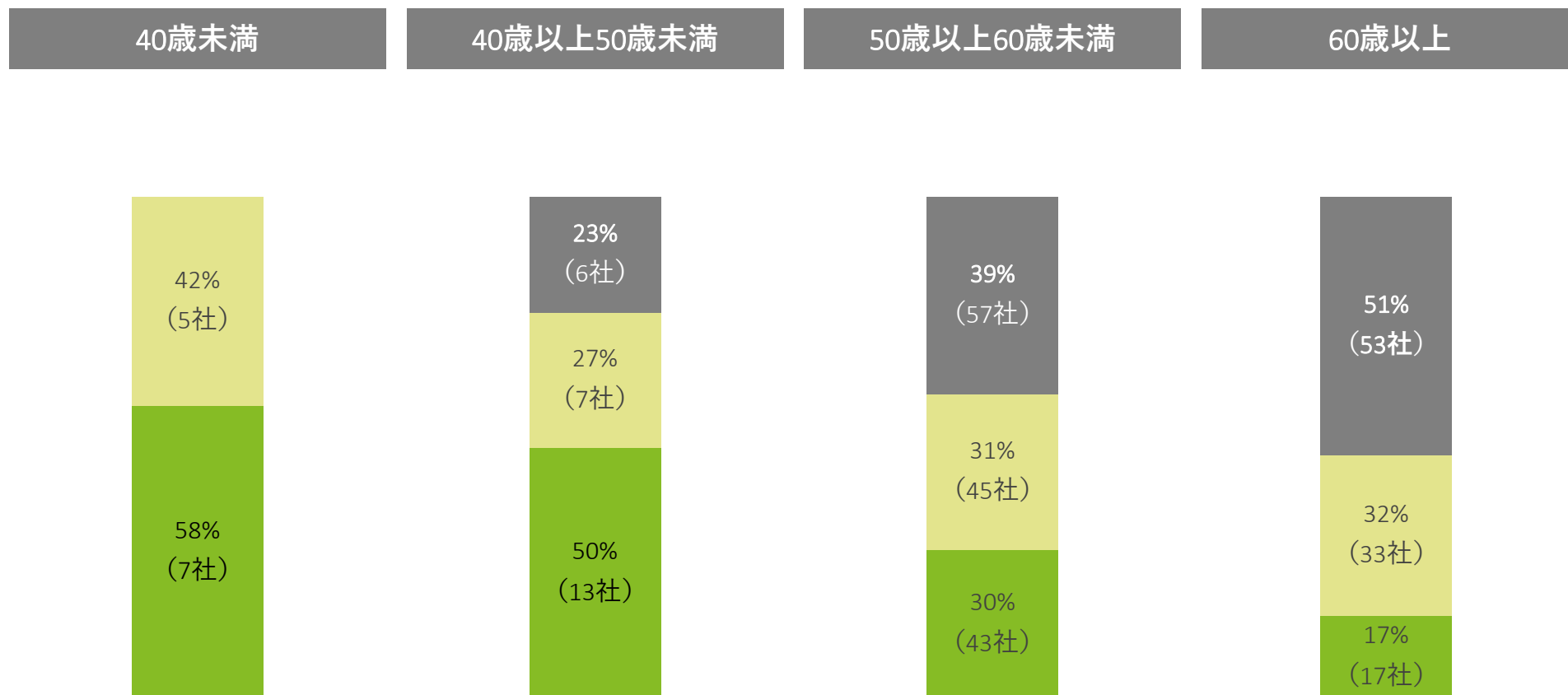
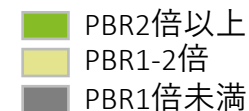
任期制

3.1%

非任期制

（参考）CEOの就任年齢が若い企業ほど、PBR 1 倍割の企業は少ない

参考_TOPIX300社※1におけるCEO就任年齢とPBRの分布



※1：TOPIX300社とは東証プライム上場企業における2022年事業年度末で金融機関を除いた上で、時価総額上位300社企業を指す

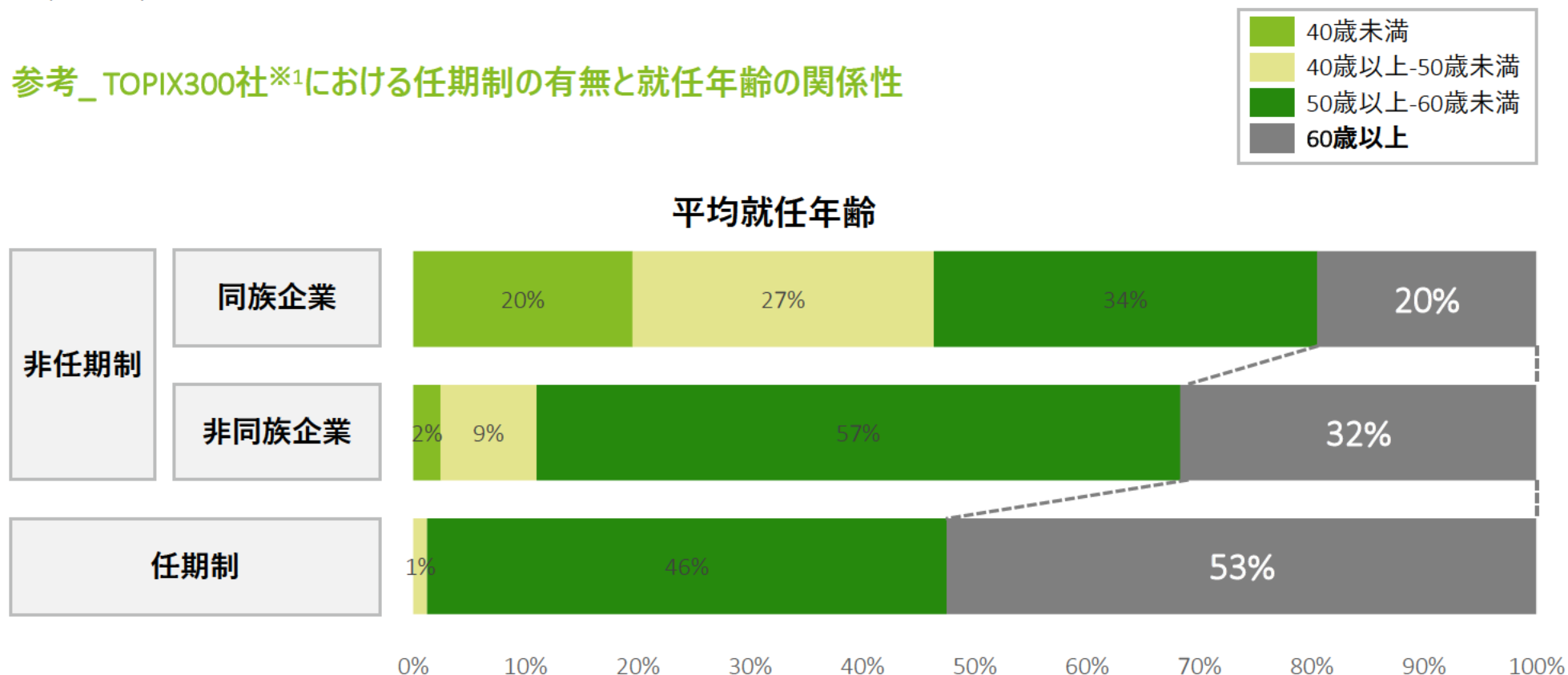
PBR = 時価総額 ÷ 株主資本等合計

就任年齢：就任年齢とは、CEOへ就任した年齢を指す。直近3人の社長がCEOへ就任した年齢の平均を算定。取得できる情報が1人あるいは、2人だった場合も対象から平均を算定（企業ホームページにて、就任年齢が取得できない企業は分析対象から除外）

出所：SPEEDAのデータ、企業ホームページの情報を基に作成

（参考）任期制の企業ほどCEOの就任年齢が60歳以上である割合が高い

参考_TOPIX300社※1における任期制の有無と就任年齢の関係性



※1：TOPIX300社とは東証プライム上場企業における2022年事業年度末で金融機関を除いた上で、時価総額上位300社企業を指す

任期制及び非任期制の定義はp.35を参照

就任年齢：就任年齢とは、CEOへ就任した年齢を指す。直近3人の社長がCEOへ就任した年齢の平均を算定。取得できる情報が1人あるいは、2人だった場合も対象から平均を算定（企業ホームページにて、就任年齢が取得できない企業は分析対象から除外）

同族企業とは、現職のCEOが創業家出身のCEOであるか、又は創業家出身のCEOが退任した次のCEOであって、かつ、創業家出身のCEOが退任してから5年以上経過していない企業を指す

出所：SPEEDAのデータ、企業ホームページの情報を基に作成

（参考） 就任年齢が若く、かつ、非任期制の企業におけるPBRが高い

参考_ TOPIX300社※1における任期制の有無及び就任年齢とPBRの関係性

就任年齢×任期PBR比較（同族企業含む）

平均PBR (2022年度)		CEO平均就任年齢		
		40-50歳	50-60歳	60歳以上
全体		2.8倍	1.7倍	1.4倍
任期別	任期制	1.0倍	1.4倍	1.0倍
	非任期制	2.9倍	2.0倍	1.6倍

就任年齢×任期PBR比較（同族企業含まない）

平均PBR (2022年度)		CEO平均就任年齢		
		40-50歳	50-60歳	60歳以上
全体		2.3倍	1.6倍	1.3倍
任期別	任期制	1.0倍	1.4倍	1.0倍
	非任期制	2.4倍	1.7倍	1.5倍

※1：TOPIX300社とは東証プライム上場企業における2022年事業年度末で金融機関を除いた上で、時価総額上位300社企業を指す

任期制及び非任期制の定義はp.35を参照

PBR = 時価総額 ÷ 株主資本等合計

上記は全て単純平均によるもの

就任年齢とは、CEOへ就任した年齢を指す。直近3人の社長がCEOへ就任した年齢の平均を算定。取得できる情報が1人あるいは、2人だった場合も対象から平均を算定（企業ホームページにて、就任年齢が取得できない企業は分析対象から除外）

同族企業とは現職のCEOが、創業家出身のCEOであるか、又は創業家出身のCEOが退任した次のCEOであって、かつ、創業家出身のCEOが退任してから5年以上経過していない企業を指す

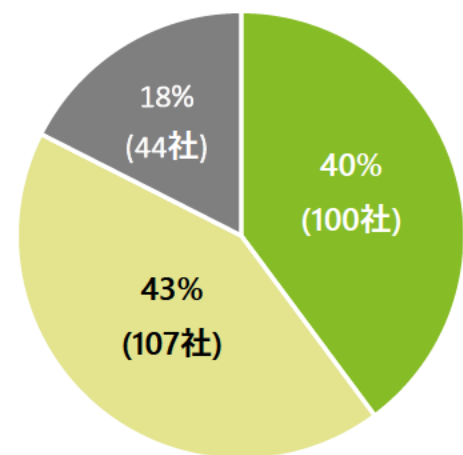
出所：SPEEDAのデータ、企業ホームページの情報を基に作成

1. 日本企業のPBR各要素の現状分析
2. 「経営者（陣）」「取締役会」のそれぞれのレイヤーにおける課題に関する調査・分析
 - 1) CEOの任期
 - 2) 企業価値と連動したインセンティブ報酬
 - 3) 取締役会の実効性
 - 4) 資本市場からの規律付け
 - 5) まとめ（PBRを上昇させる要因調査）
 - 6) その他（企業変革を阻害する制度及び制度以外の課題）

報酬に占める業績連動割合が50%を超える企業は全体の過半に満たず、また長期インセンティブ報酬の割合も低い。業績連動報酬のKPIもPL指標のみ採用する企業が多い

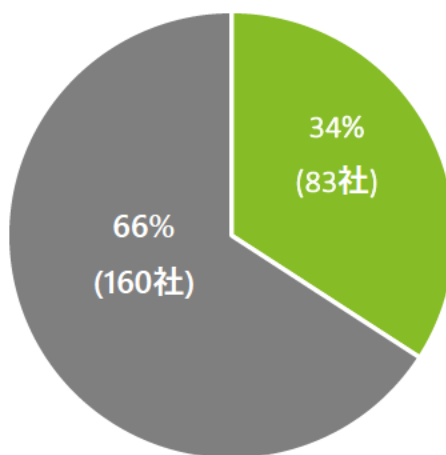
TOPIX300社※1におけるインセンティブ報酬の特徴

業績連動報酬の割合
(短期+長期インセンティブ)



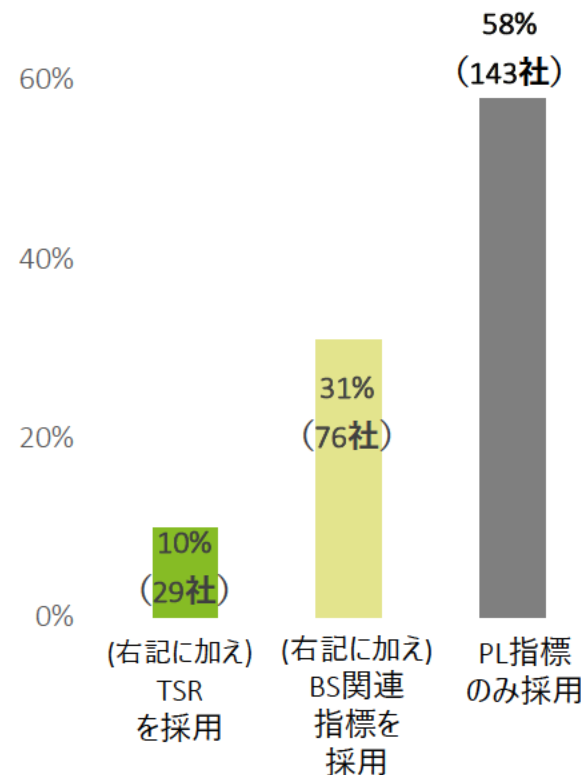
■ 50%以上 ■ 30-50% ■ 30%未満

長期インセンティブ報酬の割合



■ 20%以上 ■ 20%未満

業績連動報酬の指標



※1：TOPIX300社とは東証プライム上場企業における2022年事業年度末で金融機関を除いた上で、時価総額上位300社企業を指す

BS関連指標とは、ROICやROE等の算定にBS項目を含む指標を指す

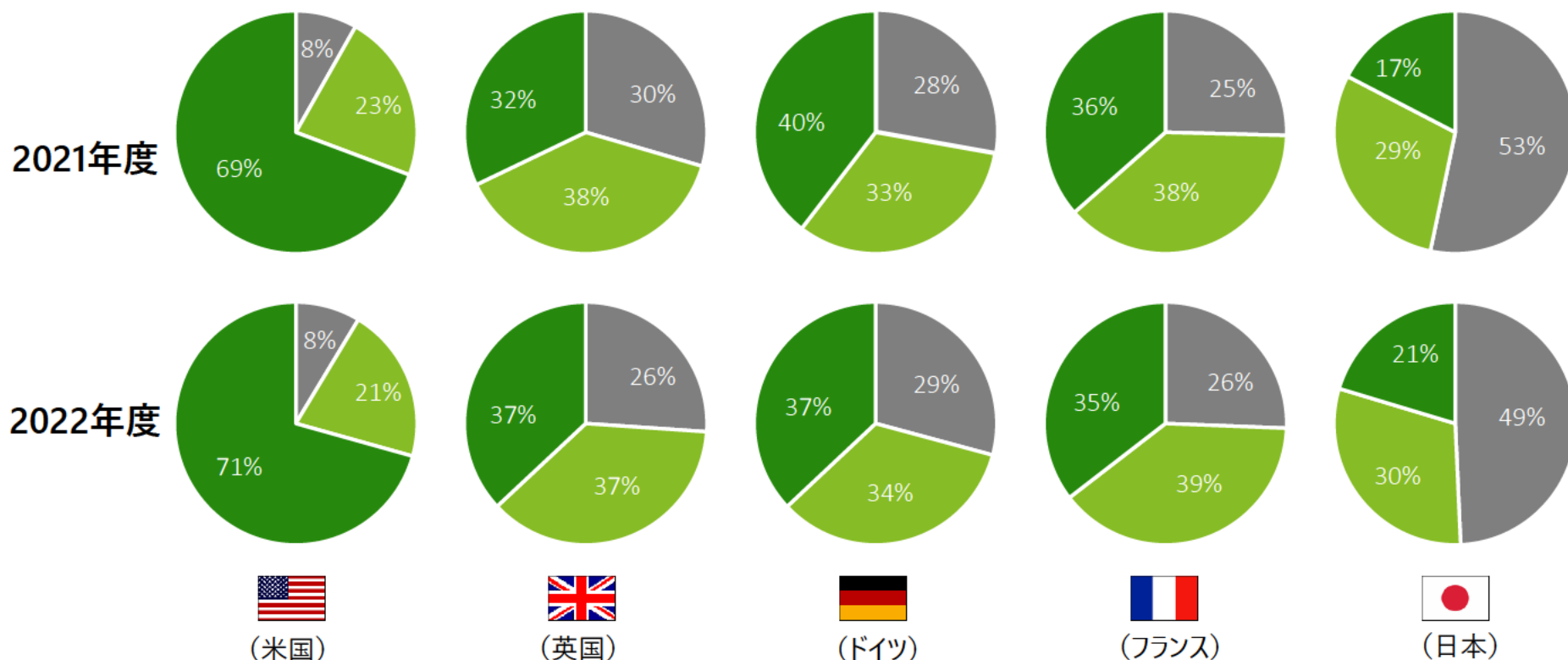
情報の取得可否により、合計企業数が異なる（情報開示がない企業は分析対象から除外）

出所：SPEEDAのデータ、企業の統合報告書（2024年1月の調査時点での各社最新版）の情報に基づき作成

日本企業は欧米企業と比較して、業績連動報酬の割合が少なく、固定報酬の割合が最も多い

報酬構成比の国際比較

■ 固定報酬 ■ 短期インセンティブ ■ 中長期インセンティブ



米国はS&P 500のうち、売上が1兆円以上の企業336社、英国はFTSE 100のうち、売上が1兆円以上の企業44社、ドイツはDAX40のうち、売上が1兆円以上の企業30社、フランスはCAC40のうち、売上が1兆円以上の企業36社、日本はデロイト・トーマツ役員報酬サーベイ参加企業のうち、TOPIX100銘柄かつ、売上1兆円以上の企業18社が対象

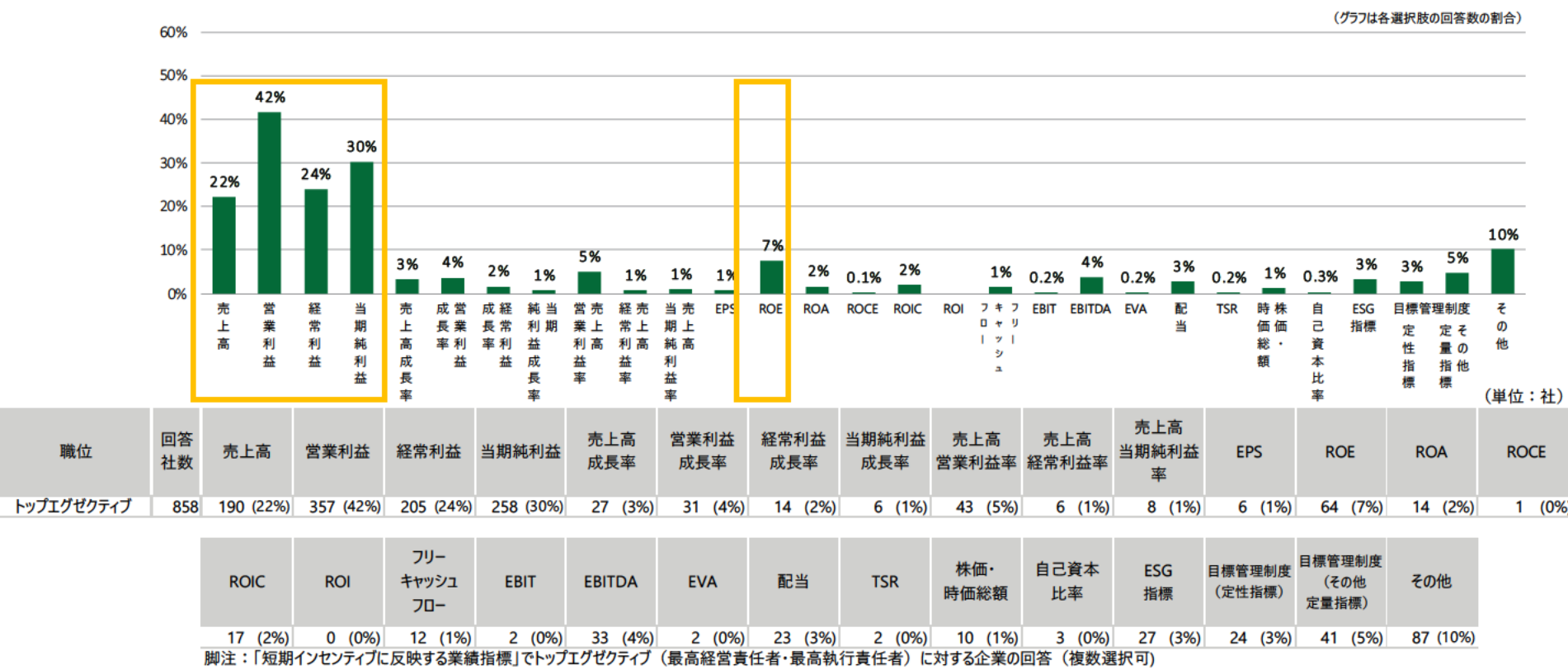
円換算レートは2022年平均TTB（1ドル=130円、1ユーロ=137円、1ポンド=158円）を使用

CEO報酬額の中央値で算出

出所：Bloombergのデータ（2023年4月20日時点の各社開示データ）に基づき作成

【短期インセンティブ】日本では、業績評価指標に売上高・利益が多く用いられている。ROEを採用する企業もあるが、米国で一般的なEPS等の株主利益指標の採用は少数である

短期インセンティブに関連付けられる全社業績指標（日本）

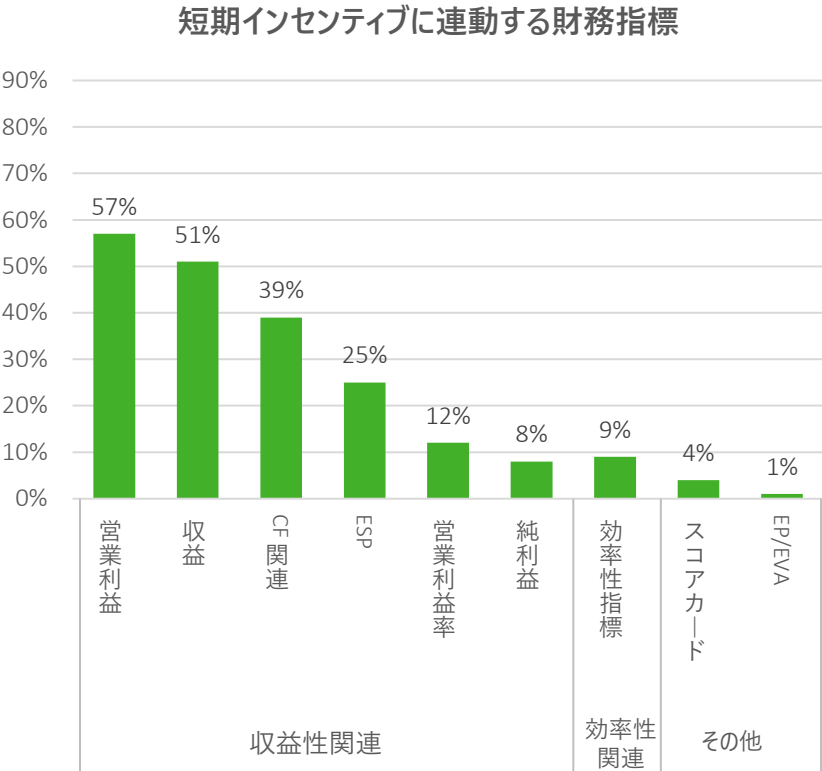


【短期インセンティブ】米英では、いずれも営業利益、キャッシュ・フロー（CF）関連の採用率が高い

報酬に関連付けられる財務指標（米国）



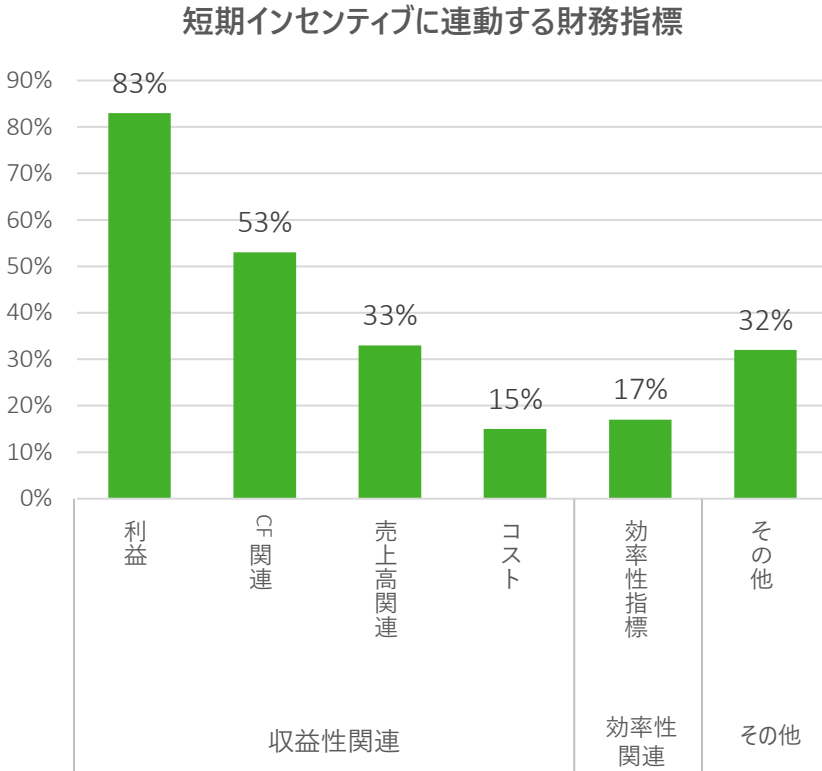
*複数回答として集計
N=200社



報酬に関連付けられる財務指標（英国）



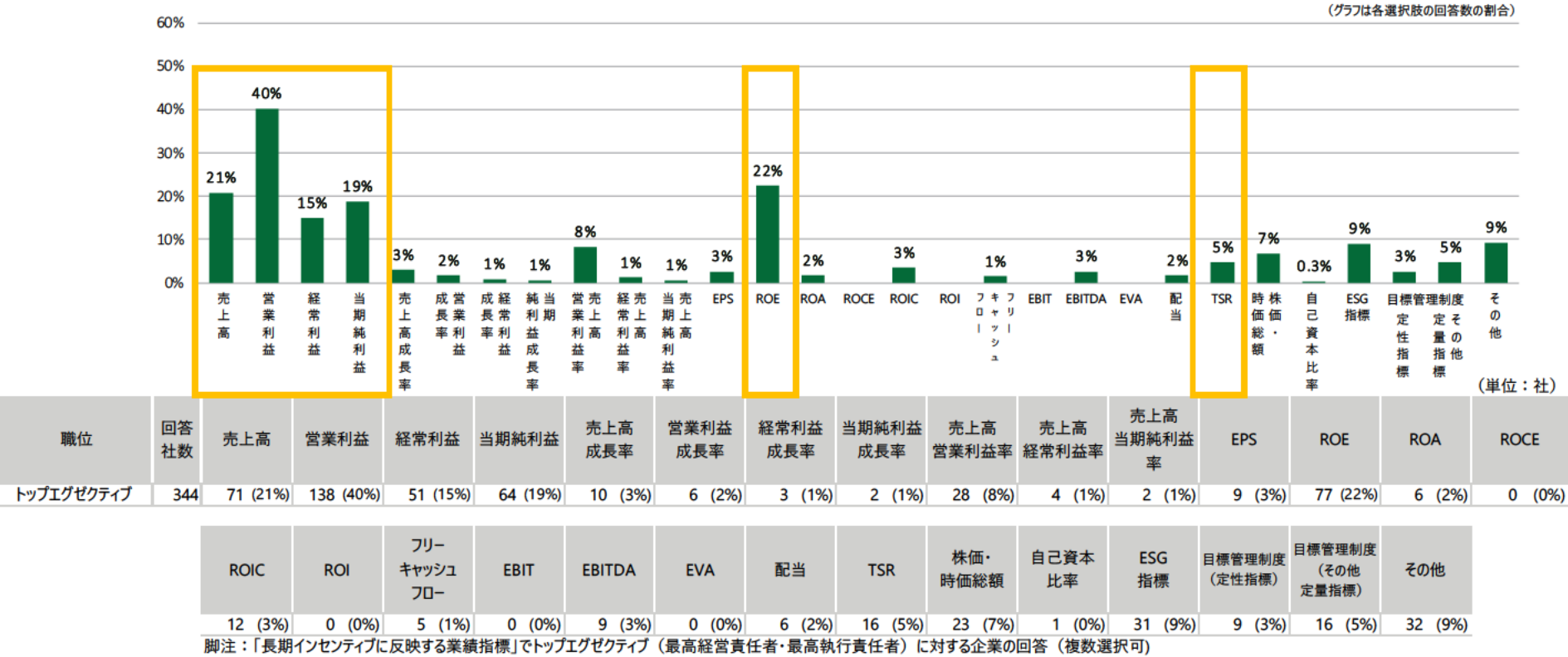
*複数回答として集計
N=100社



出所：米国はMeridian “2023 Corporate Governance and Incentive Design Survey”、英国はDeloitte UKによる2023年調査(FTSE 100)に基づき作成

【長期インセンティブ】日本企業では、売上高・営業利益等のほかにROEを採用する企業も一部存在するが、TSR等の株主価値指標の採用は少数である

長期インセンティブに関連付けられる全社業績指標：トップエグゼクティブ（日本）



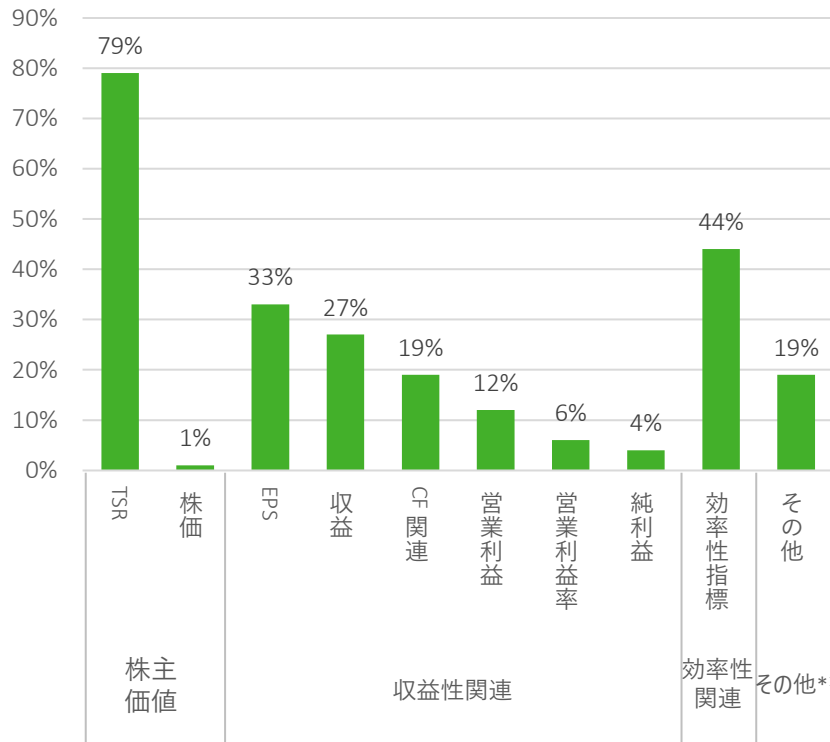
【長期インセンティブ】米国ではTSRの採用率が特に高い。一方、英国ではTSRに加えてROIC等の効率性関連指標も半数で採用されている

報酬に関連付けられる財務指標（米国）



*複数回答として集計
N=200社

長期インセンティブに連動する財務指標

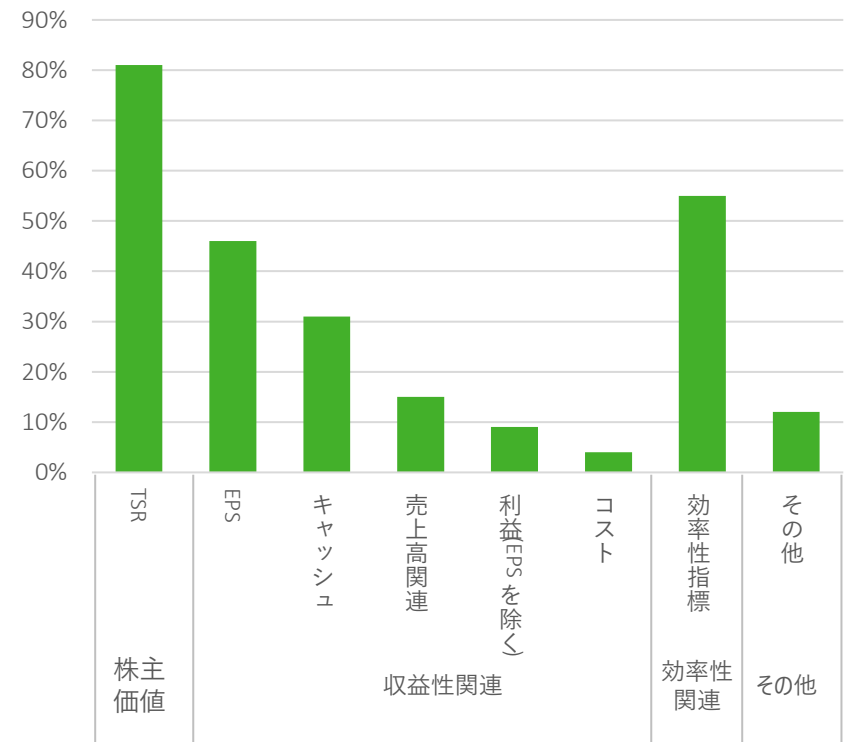


報酬に関連付けられる財務指標（英国）



*複数回答として集計
N=100社

長期インセンティブに連動する財務指標

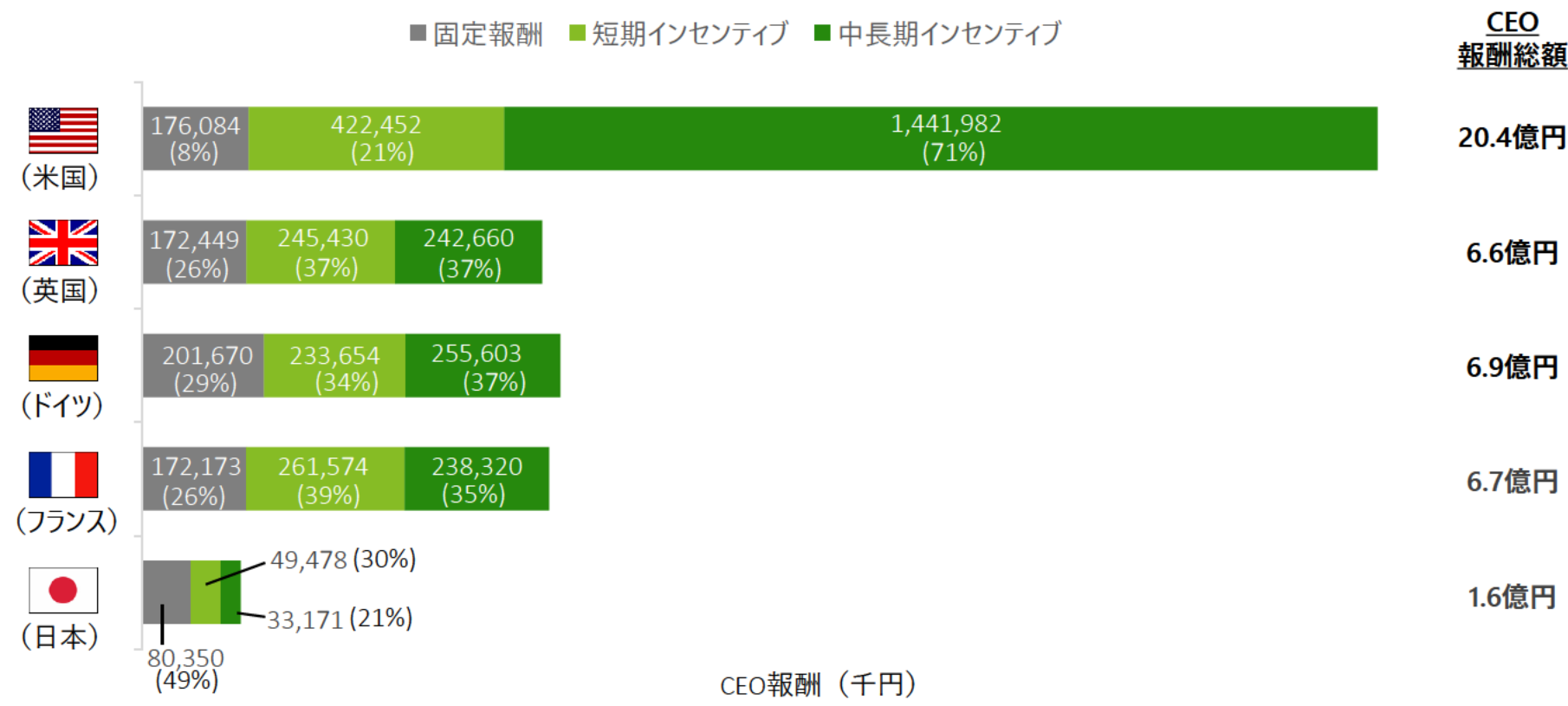


*1：その他にはEVA(Economic Value Added)やオペレーショナル目標といった一部非財務目標を含む

出所：米国はMeridian "2023 Corporate Governance and Incentive Design Survey"、英国はDeloitte UKによる2023年調査(FTSE 100)に基づき作成

日本企業は欧米企業と比較して、報酬水準が最も低い

報酬水準の国際比較

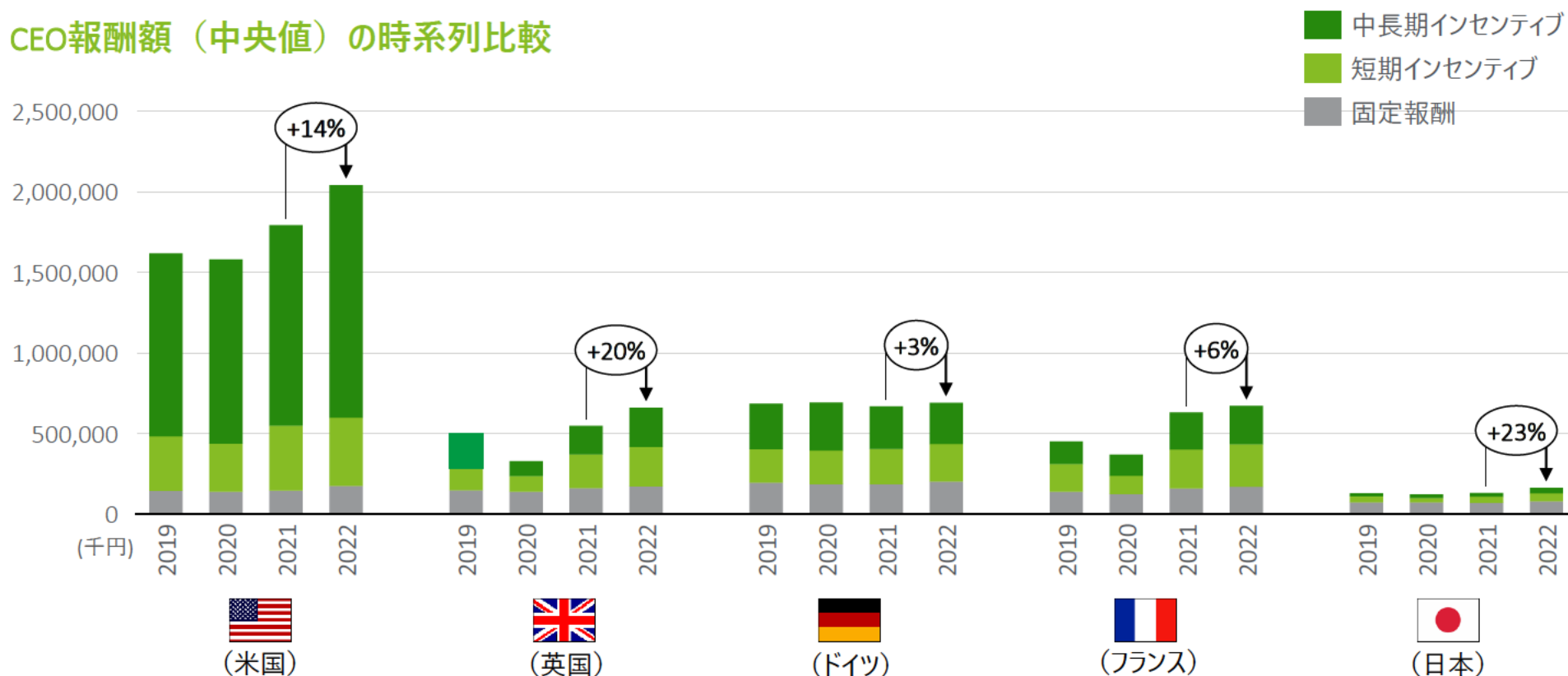


米国はS&P 500のうち、売上が1兆円以上の企業336社、英国はFTSE 100のうち、売上が1兆円以上の企業44社、ドイツはDAX40のうち、売上が1兆円以上の企業30社、フランはCAC40のうち、売上が1兆円以上の企業36社、日本はデロイト・トーマツ役員報酬サーベイ参加企業のうち、TOPIX100銘柄かつ、売上1兆円以上の企業18社が対象
円換算レートは2022年平均TTB（1ドル=130円、1ユーロ=137円、1ポンド=158円）を使用

CEO報酬額の中央値で算出
出所：Bloombergのデータ（2023年4月20日時点の各社開示データ）に基づき作成

日本企業の報酬水準は低いものの、前年比では23%増で水準強化の兆しがみられる 英国は20%増、米国でも14%増と業績成長やインフレに伴う報酬増加が顕著である

CEO報酬額（中央値）の時系列比較



米国はS&P 500のうち、売上が1兆円以上の企業336社、英国はFTSE 100のうち、売上が1兆円以上の企業44社、ドイツはDAX40のうち、売上が1兆円以上の企業30社、フランスはCAC40のうち、売上が1兆円以上の企業36社、日本はデロイト・トーマツ役員報酬サーベイ参加企業のうち、TOPIX100銘柄かつ、売上1兆円以上の企業18社が対象

円換算レートは2022年平均TTB（1ドル=130円、1ユーロ=137円、1ポンド=158円）を使用

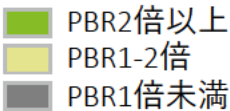
CEO報酬額の中央値で算出

「2019」～「2022」は企業の事業年度末を指す

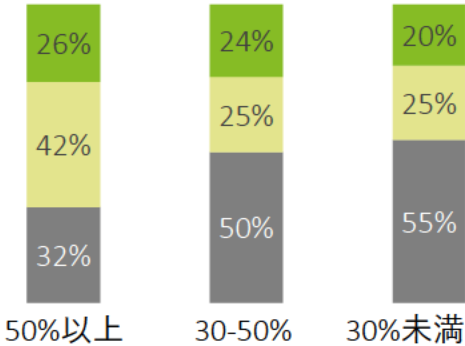
出所：Bloombergのデータ（2023年4月20日時点の各社開示データ）に基づき作成

業績連動報酬の割合が高い企業の方がPBRは僅かに高い。KPIではTSRを採用する企業のPBRが最も高い

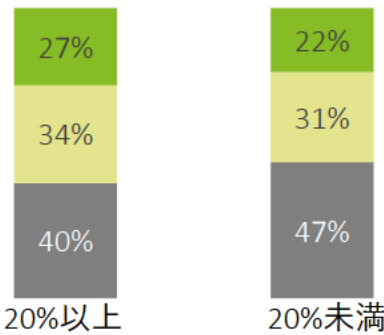
TOPIX300社※1における業績連動報酬とPBRの関係性



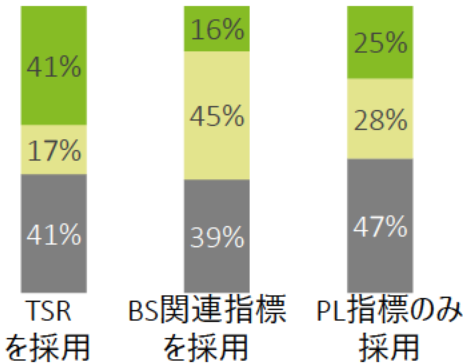
業績連動報酬割合 (短期+長期インセンティブ)			
	50%以上	30-50%未満	30%以下
企業数	100社 (40%)	107社 (43%)	44社 (18%)
PBR (2022年度)	1.8倍	1.6倍	1.5倍



長期インセンティブ報酬の割合		
	20%以上	20%未満
企業数	83社 (34%)	160社 (66%)
PBR (2022年度)	1.7倍	1.5倍



業績連動報酬の指標			
	(右記に加えて) TSRを採用	(右記に加えて) BS関連指標を採用	PL指標のみ採用
企業数	29 (12%)	76 (31%)	143 (56%)
PBR (2022年度)	2.0倍	1.4倍	1.7倍



※1：TOPIX300社とは東証プライム上場企業における2022年事業年度末で金融機関を除いた上で、時価総額上位300社企業を指す

BS関連指標とは、ROICやROE等の算定にBS項目を含む指標を指す

情報の取得可否により、合計企業数が異なる（情報開示がない企業は分析対象から除外）

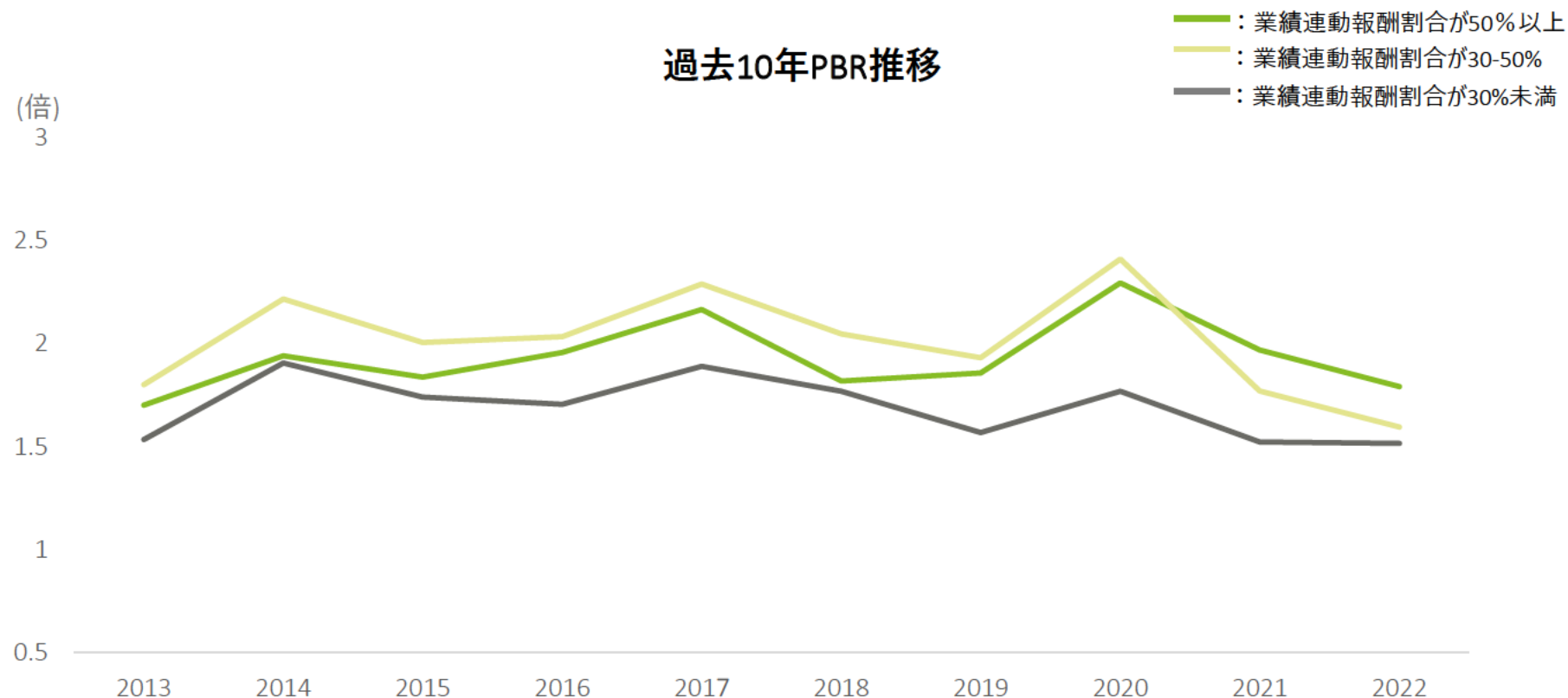
PBR＝時価総額÷株主資本等合計

上記は全て単純平均によるもの

出所：SPEEDAのデータ、企業の統合報告書（2024年1月の調査時点での各社最新版）の情報に基づき作成

業績連動報酬割合が50%以上の企業のPBRは直近では最も高くなっている

TOPIX300社※1における業績連動割合(短期+長期インセンティブ)別のPBR推移



※1：TOPIX300社とは東証プライム上場企業における2022年事業年度末で金融機関を除いた上で、時価総額上位300社企業を指す

「2013」～「2022」は企業の事業年度末を指す

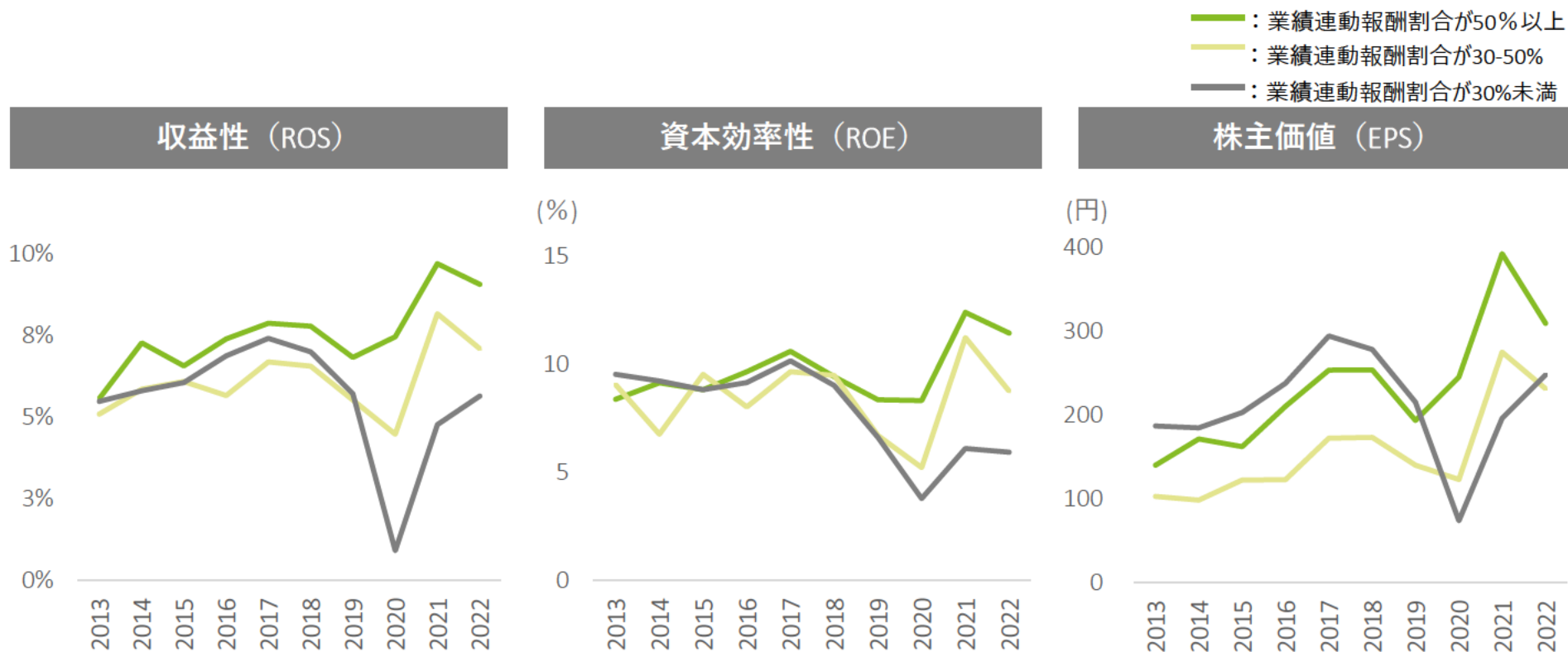
$PBR = \text{時価総額} \div \text{株主資本等合計}$

上記は全て単純平均によるもの

出所：SPEEDAのデータ、企業の統合報告書（2024年1月の調査時点での各社最新版）の情報に基づき作成

業績連動報酬割合が50%以上の企業はROS, ROE, EPS共に上昇傾向にある

TOPIX300社※1における業績連動割合(短期 + 長期インセンティブ)別のその他パフォーマンス推移



※1：TOPIX300社とは東証プライム上場企業における2022年事業年度末で金融機関を除いた上で、時価総額上位300社企業を指す

「2013」～「2022」は企業の事業年度末を指す

ROS = (親会社株主に帰属する当期純利益 ÷ 売上高) × 100

ROE = 親会社株主に帰属する当期純利益 ÷ 期首期末平均株主資本等合計

EPS = 親会社株主に帰属する当期純利益 ÷ 発行済み株式総数

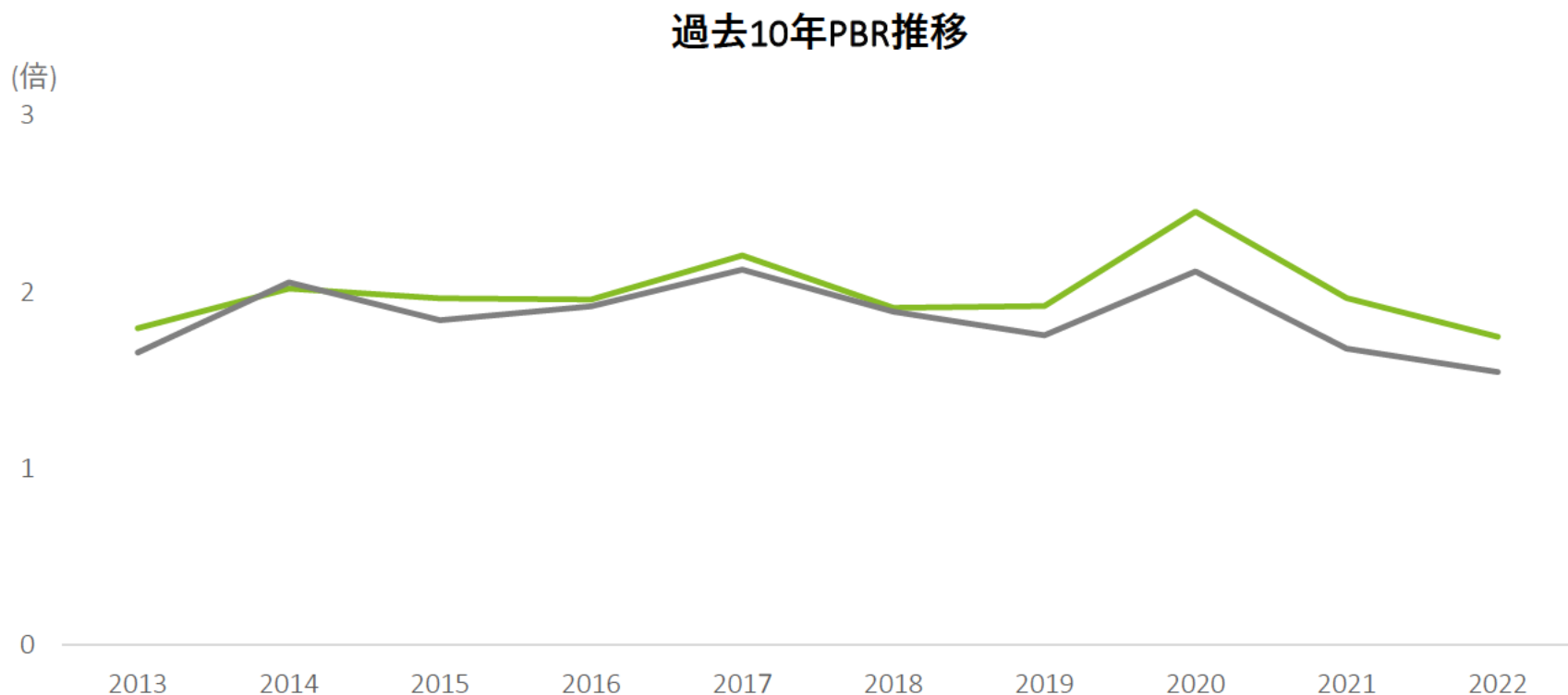
上記は全て単純平均によるもの

出所：SPEEDAのデータ、企業の統合報告書の情報（2024年1月の調査時点での各社最新版）に基づき作成

報酬に占める長期インセンティブ報酬の割合毎のPBR推移では、直近で差は開いているものの、大きな相関はない

TOPIX300社※1における長期インセンティブ報酬割合別のPBR推移

—：長期インセンティブ報酬の割合20%以上
—：長期インセンティブ報酬の割合20%未満



※1：TOPIX300社とは東証プライム上場企業における2022年事業年度末で金融機関を除いた上で、時価総額上位300社企業を指す

「2013」～「2022」は企業の事業年度末を指す

$PBR = \text{時価総額} \div \text{株主資本等合計}$

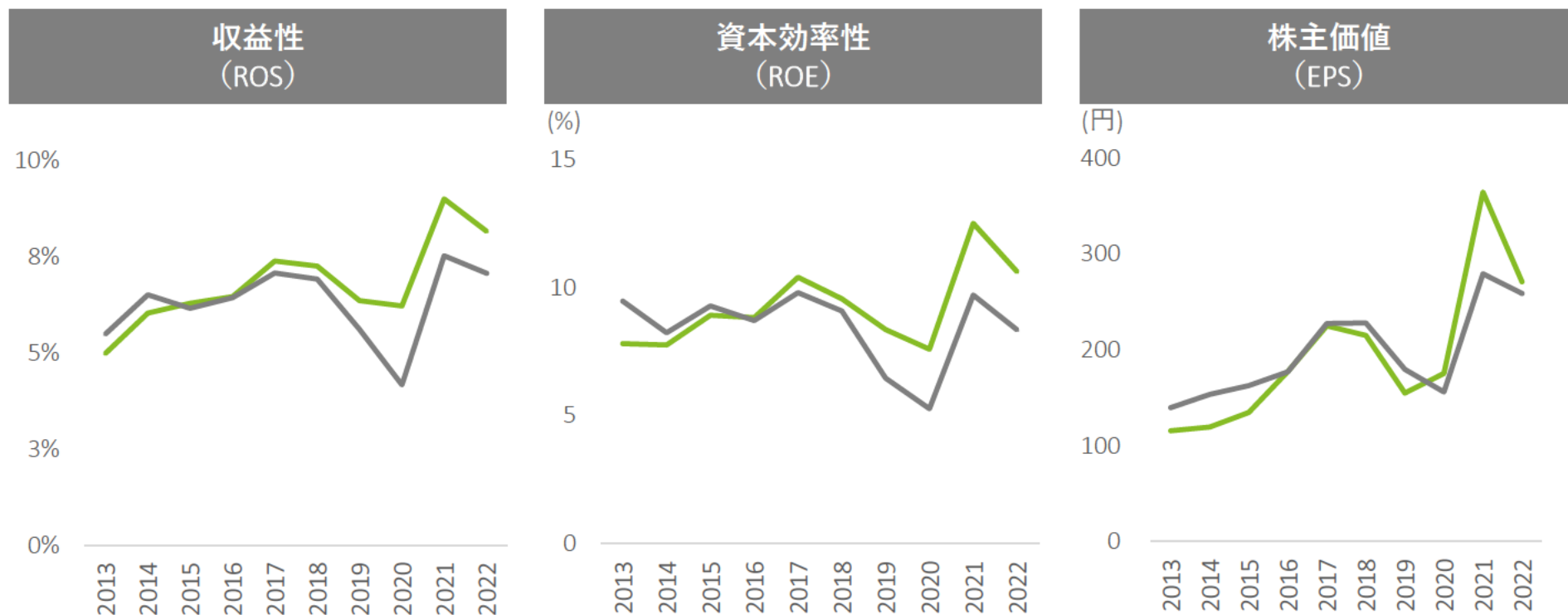
上記は全て単純平均によるもの

出所：SPEEDAのデータ、企業の統合報告書（2024年1月の調査時点での各社最新版）の情報に基づき作成

ROS,ROE, EPSも同様の傾向である

TOPIX300社※1における長期インセンティブ報酬割合別のその他パフォーマンス推移

—：長期インセンティブ報酬の割合20%以上
—：長期インセンティブ報酬の割合20%未満



※1：TOPIX300社とは東証プライム上場企業における2022年事業年度末で金融機関を除いた上で、時価総額上位300社企業を指す

「2013」～「2022」は企業の事業年度末を指す

ROS = (親会社株主に帰属する当期純利益 ÷ 売上高) × 100

ROE = 親会社株主に帰属する当期純利益 ÷ 期首期末平均株主資本等合計

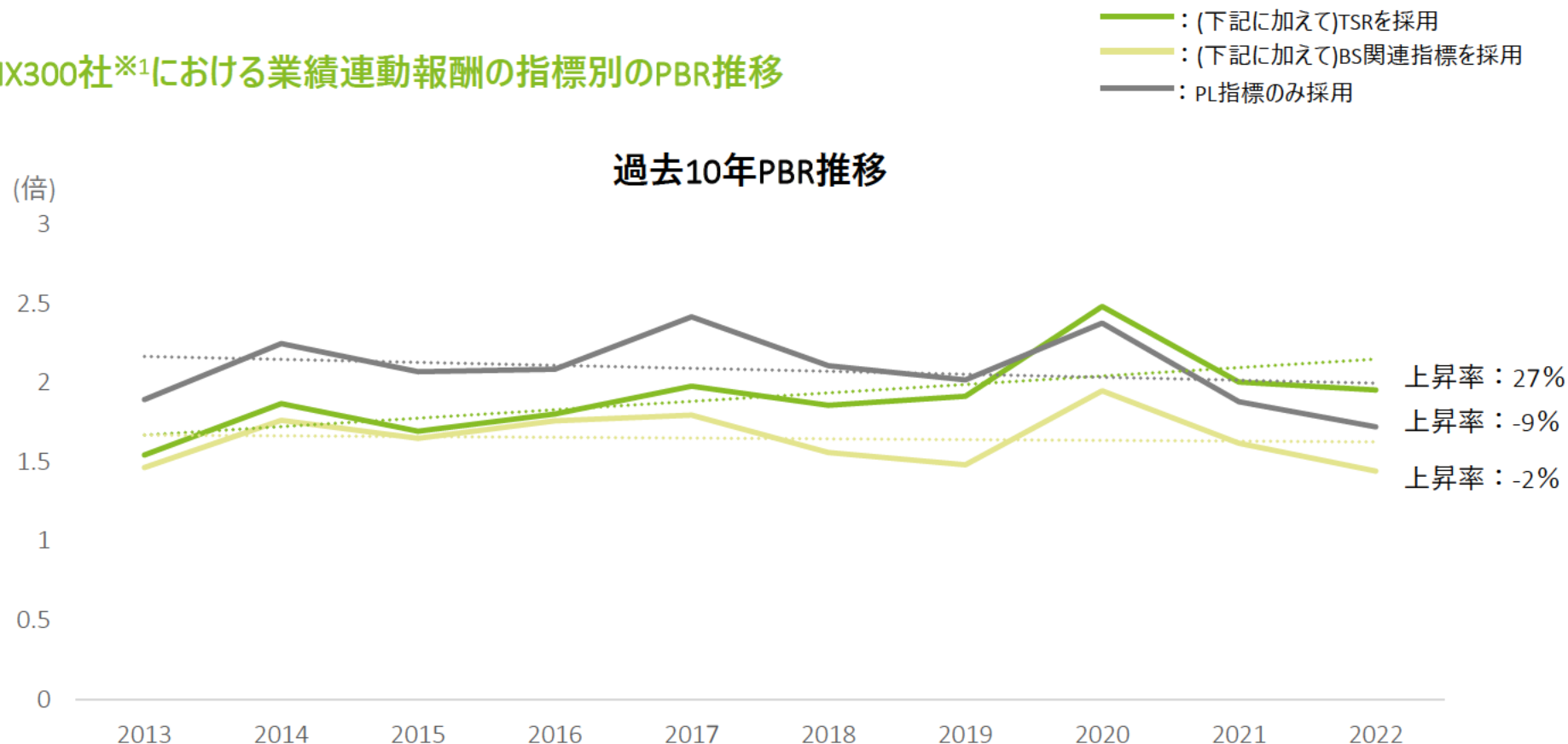
EPS = 親会社株主に帰属する当期純利益 ÷ 発行済み株式総数

上記は全て単純平均によるもの

出所：SPEEDAのデータ、企業の統合報告書（2024年1月の調査時点での各社最新版）の情報に基づき作成

業績連動報酬のKPIの採用指標では、PL指標やBS指標のみ採用する企業はPBRが下降傾向であるのに対し、TSRを採用する企業のPBRは上昇傾向にある

TOPIX300社※1における業績連動報酬の指標別のPBR推移



※1：TOPIX300社とは東証プライム上場企業における2022年事業年度末で金融機関を除いた上で、時価総額上位300社企業を指す

BS関連指標とはROICやROE等の算定にBS項目を含む指標を指す

「2013」～「2022」は企業の事業年度末を指す

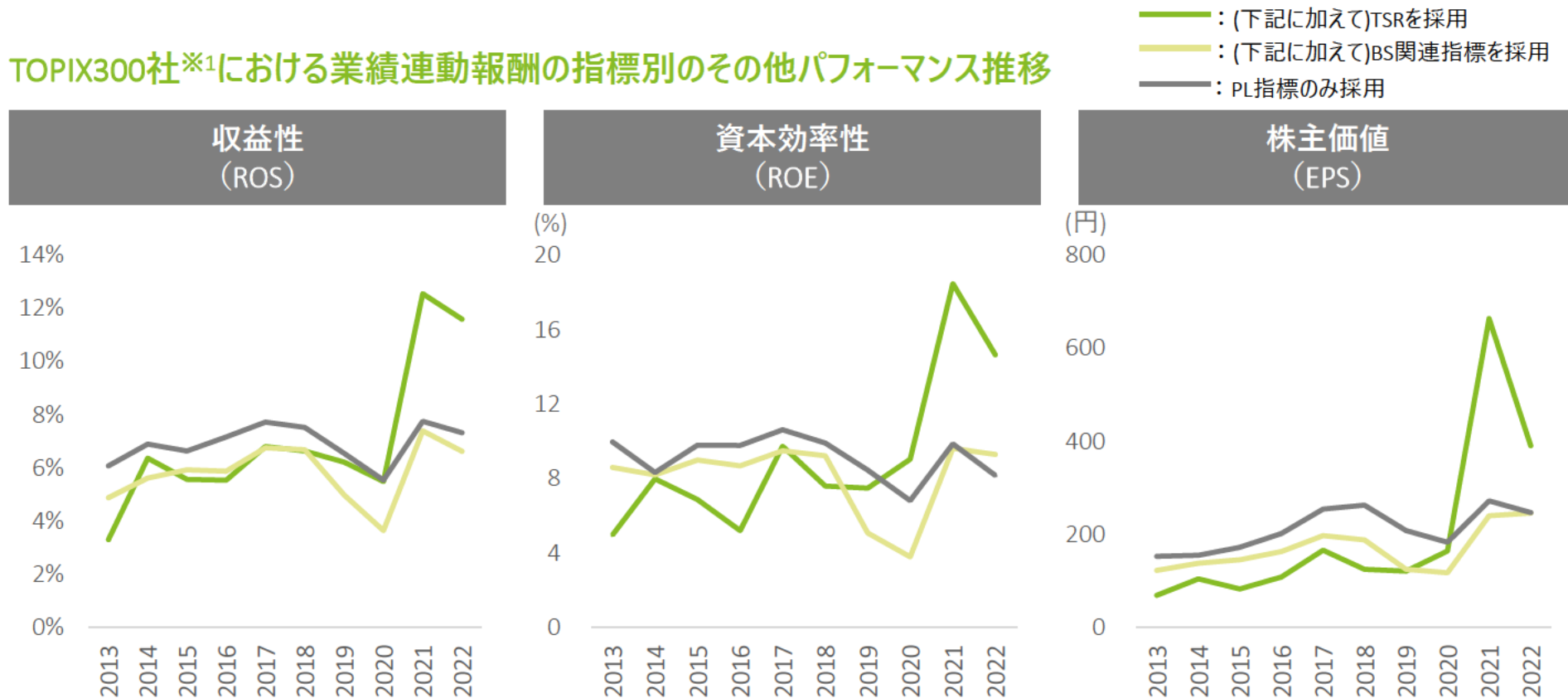
$PBR = \text{時価総額} \div \text{株主資本等合計}$

上記は全て単純平均によるもの

出所：SPEEDAのデータ、企業の統合報告書（2024年1月の調査時点での各社最新版）の情報に基づき作成

KPIがTSRに連動する企業はROS, ROE, EPSともに改善傾向にあるものの、PL指標やBS指標のみを採用する企業においては横ばいまたは下降傾向にある

TOPIX300社※1における業績連動報酬の指標別のその他パフォーマンス推移



※1：TOPIX300社とは東証プライム上場企業における2022年事業年度末で金融機関を除いた上で、時価総額上位300社企業を指す

BS関連指標とはROICやROE等の算定にBS項目を含む指標を指す

「2013」～「2022」は企業の事業年度末を指す

ROS = (親会社株主に帰属する当期純利益 ÷ 売上高) × 100

ROE = 親会社株主に帰属する当期純利益 ÷ 期首期末平均株主資本等合計

EPS = 親会社株主に帰属する当期純利益 ÷ 発行済み株式総数

上記は全て単純平均によるもの

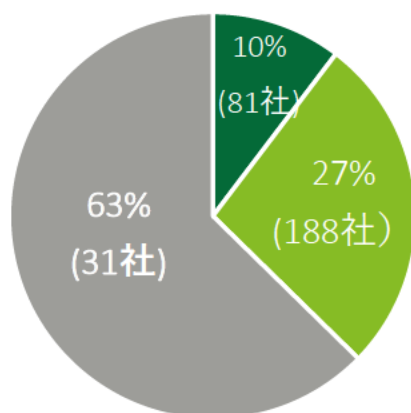
出所：SPEEDAのデータ、企業の統合報告書（2024年1月の調査時点での各社最新版）の情報に基づき作成

1. 日本企業のPBR各要素の現状分析
2. 「経営者（陣）」「取締役会」のそれぞれのレイヤーにおける課題に関する調査・分析
 - 1) CEOの任期
 - 2) 企業価値と連動したインセンティブ報酬
 - 3) 取締役会の実効性
 - 4) 資本市場からの規律付け
 - 5) その他（企業変革を阻害する制度及び制度以外の課題）

機関設計は監査役会設置会社が多く、取締役会における社外取締役の比率は過半を満たさない企業がマジョリティである

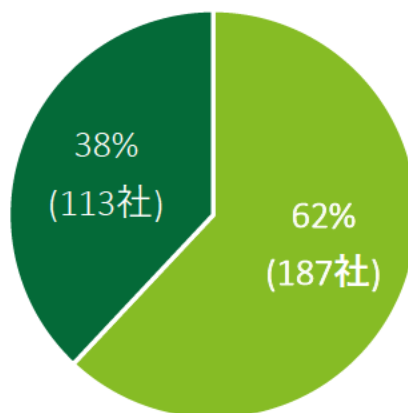
TOPIX300社※1における取締役会特徴

機関設計



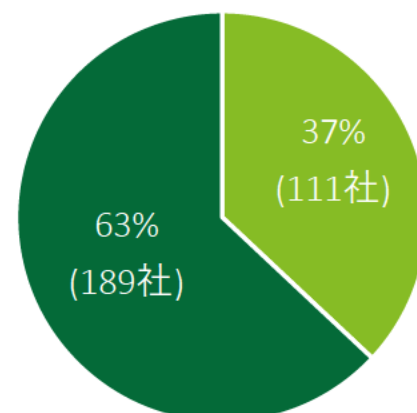
- 指名委員会等設置会社
- 監査等委員会設置会社
- 監査役会設置会社

取締役会構成 (社外取締役の割合)



- 50%未満
- 50%以上

指名委員会の独立性



- それ以外
- 指名委員会の議長が社外、かつ、指名委員会の社外取締役の割合50%以上

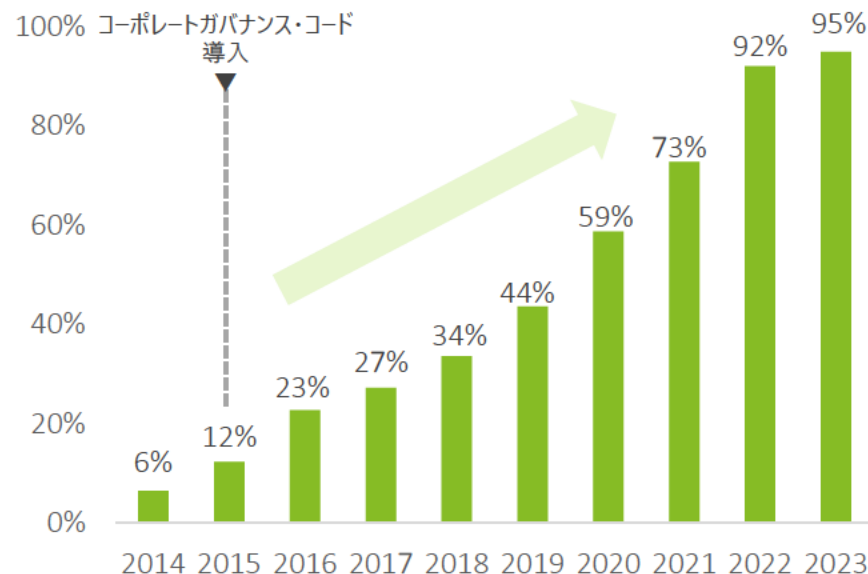
※1：TOPIX300社とは東証プライム上場企業における2022年事業年度末で金融機関を除いた上で、時価総額上位300社企業を指す

出所：企業のコーポレートガバナンス報告書（2024年1月の調査時点での各社最新版）の情報に基づき作成

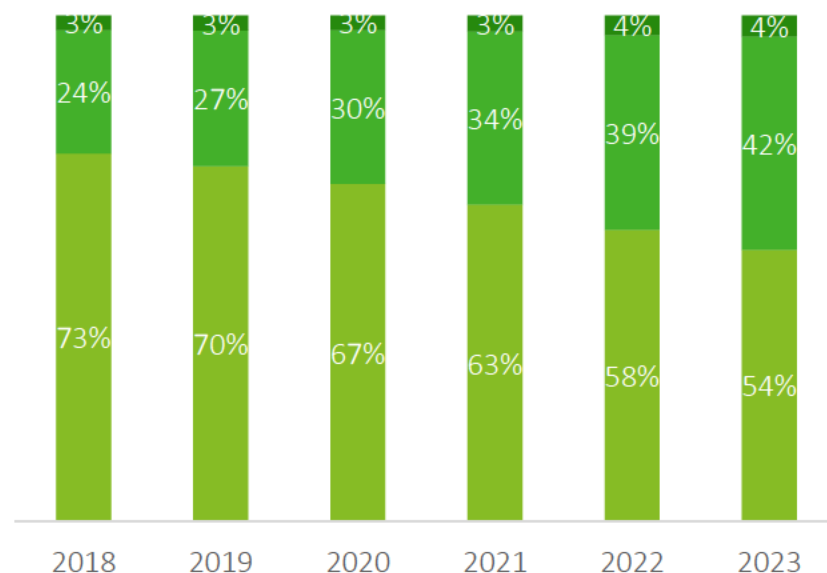
一方で、社外取締役の比率は上昇しており、監査委員会等設置会社に移行する企業数も増加傾向にあり、日本企業におけるコーポレートガバナンスは着実に進展している

日本企業における動向

3分の1以上の独立社外取締役を選任する上場会社の比率推移



上場企業の機関設計



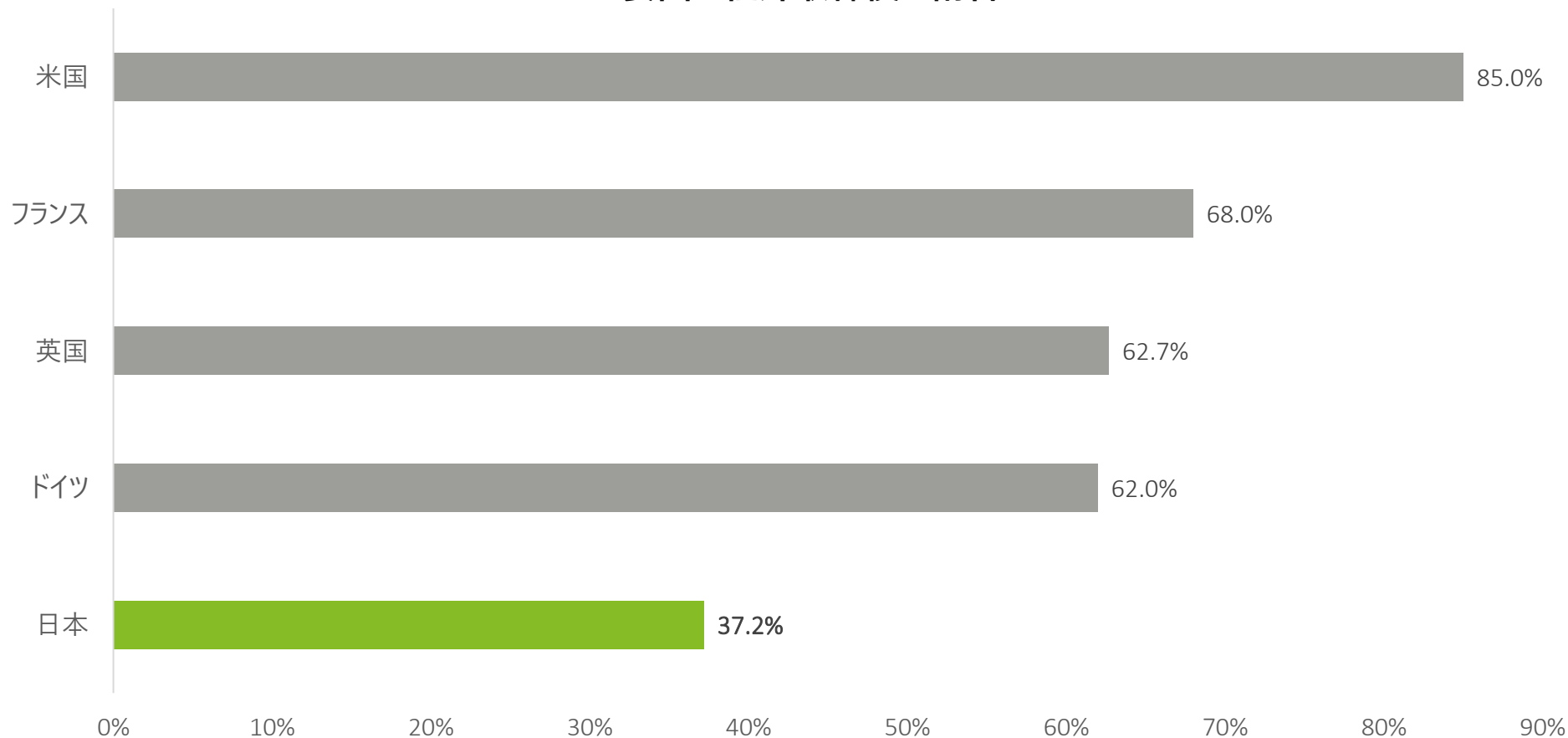
■ 監査役会設置会社 ■ 監査等委員会設置会社 ■ 指名委員会等設置会社

出所：東証上場会社における独立社外取締役の選任状況及び指名委員会・報酬委員会の設置状況(2023年7月)、日本取締役協会 上場企業のコーポレートガバナンス調査(2023年8月)に基づき作成

ただし、取締役会における社外取締役の構成比は諸外国に比べ低くなっている

社外取締役割合の国際比較

主要国の社外取締役の割合

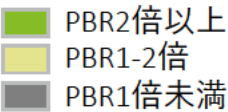


各国の集計対象は、日本がTOPIX100社、アメリカがS&P500社、イギリスがFTSE100社+FTSE250で上位50社の合計150社、ドイツがDAX30社、フランスがCAC40社における2019年のデータ

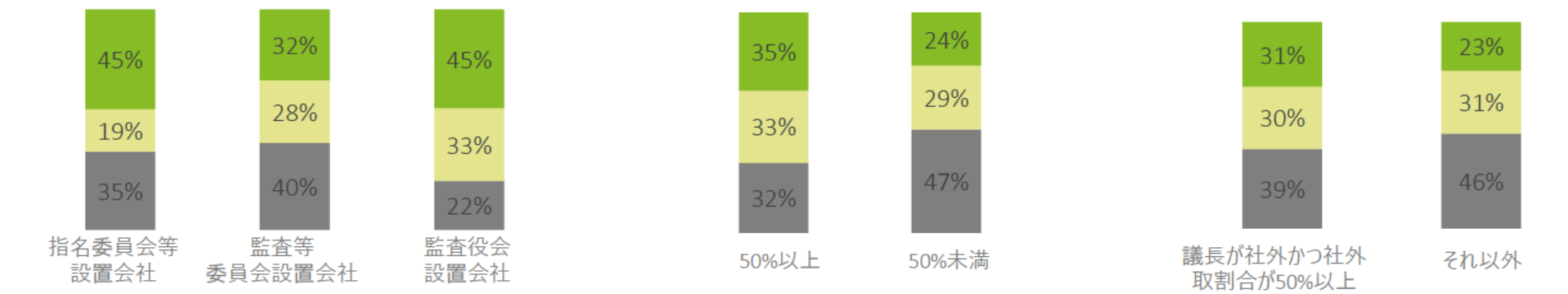
出所：経済産業省「令和3年産業経済研究委託調査事業『コーポレートガバナンス改革に係る内外実態調査』を基に作成

機関設計では監査等委員会設置会社のPBRが最も高い。取締役会や指名委員会の構成比率についてはその差は限定的である

TOPIX300社※1における取締役会特徴とPBRの関係性



機関設計				取締役会構成（社外取締役の割合）			指名委員会の独立性		
	指名委員会等設置会社	監査等委員会設置会社	監査役会設置会社		50%以上	50%未満		議長が社外かつ社外取割合が50%以上	それ以外
企業数	31 (63%)	81 (10%)	188 (27%)	企業数	113 (38%)	187 (62%)	企業数	113 (38%)	187 (62%)
PBR (2022年度)	1.9倍	2.1倍	1.6倍	PBR (2022年度)	1.9倍	1.7倍	PBR (2022年度)	1.8倍	1.7倍



※1：TOPIX300社とは東証プライム上場企業における2022年事業年度末で金融機関を除いた上で、時価総額上位300社企業を指す

PBR＝時価総額÷株主資本等合計

上記は全て単純平均によるもの

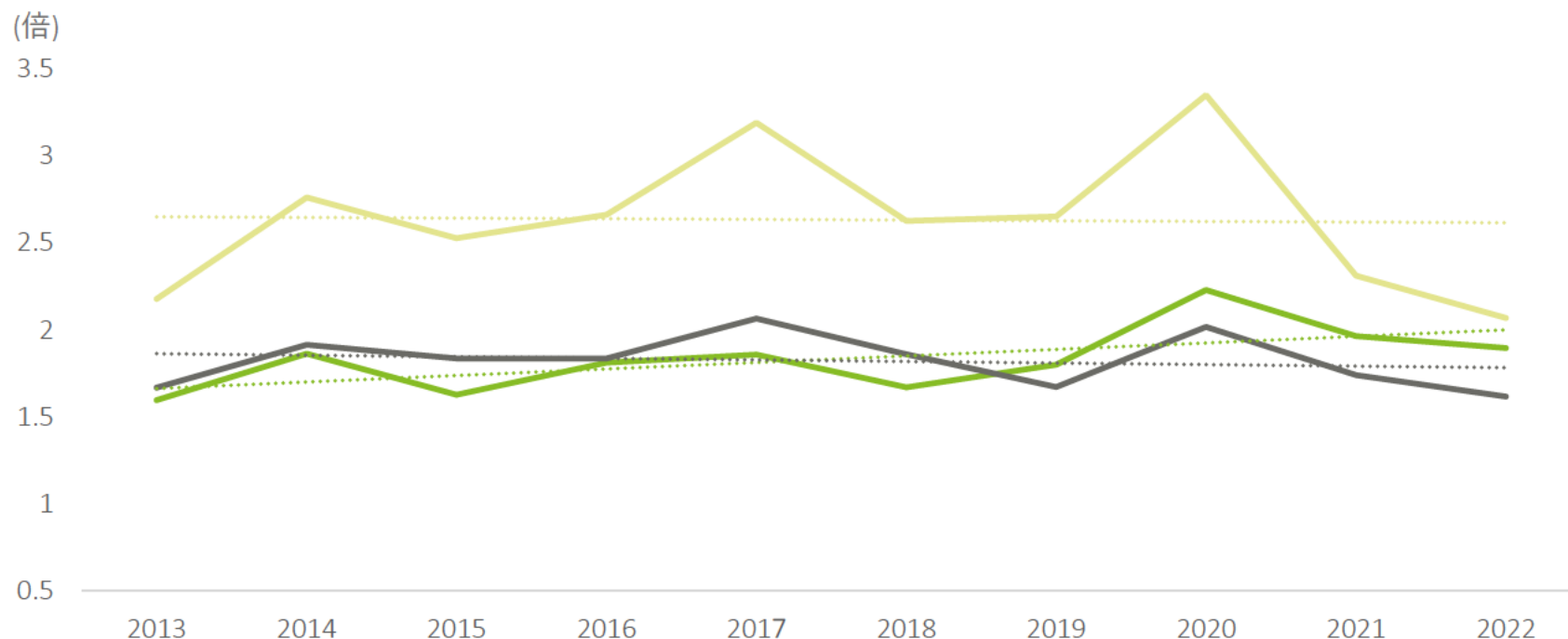
出所：SPEEDAのデータ、企業のコーポレートガバナンス報告書（2024年1月の調査時点での各社最新版）の情報に基づき作成

過去10年において、監査等委員会設置会社のPBRが他機関設計に比べ高く推移している

TOPIX300社※1における機関設計別のPBR推移

- ：指名委員会等設置会社
- ：監査等委員会設置会社
- ：監査役会設置会社

過去10年PBR推移



※1：TOPIX300社とは東証プライム上場企業における2022年事業年度末で金融機関を除いた上で、時価総額上位300社企業を指す

「2013」～「2022」は企業の事業年度末を指す

$PBR = \text{時価総額} \div \text{株主資本等合計}$

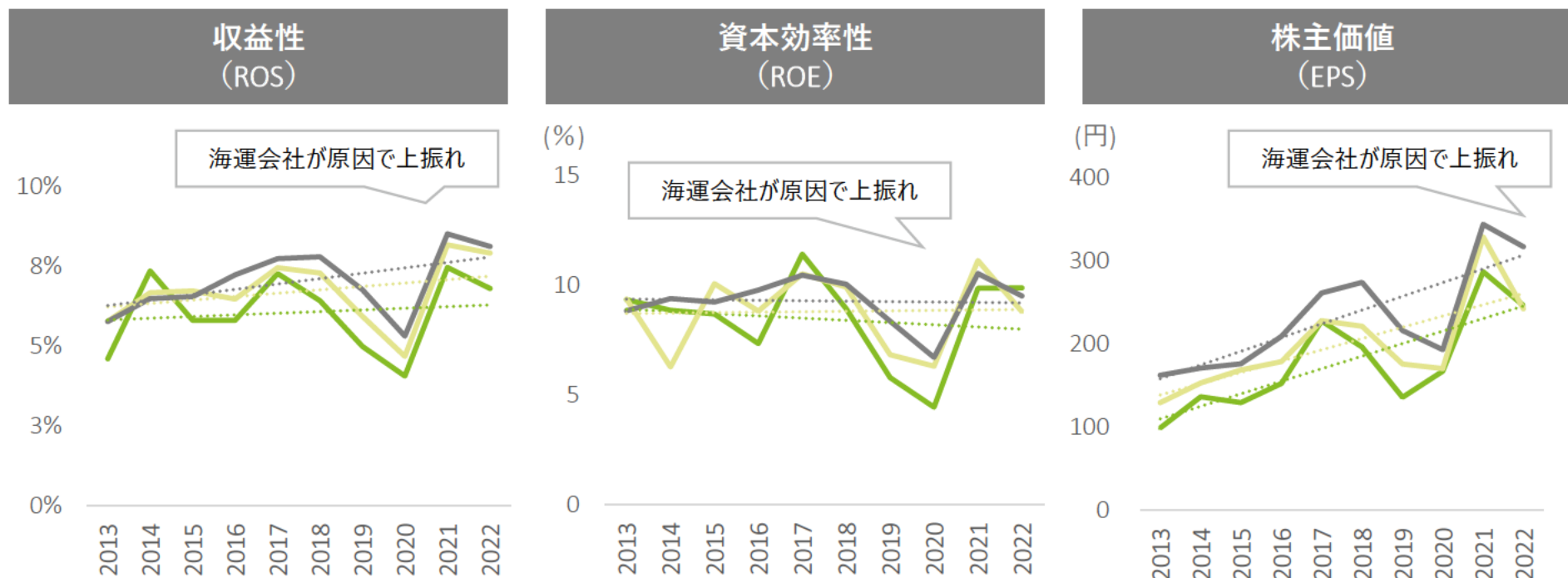
上記は全て単純平均によるもの

出所：SPEEDAのデータ、企業のコーポレートガバナンス報告書（2024年1月の調査時点での各社最新版）の情報に基づき作成

ROS,ROE,EPSと機関設計は、顕著な相関は確認できない

TOPIX300社※1における機関設計別のその他パフォーマンス推移

- ：指名委員会等設置会社
- ：監査等委員会設置会社
- ：監査役会設置会社



※1：TOPIX300社とは東証プライム上場企業における2022年事業年度末で金融機関を除いた上で、時価総額上位300社企業を指す

「2013」～「2022」は企業の事業年度末を指す

ROS = (親会社株主に帰属する当期純利益 ÷ 売上高) × 100

ROE = 親会社株主に帰属する当期純利益 ÷ 期首期末平均株主資本等合計

EPS = 親会社株主に帰属する当期純利益 ÷ 発行済み株式総数

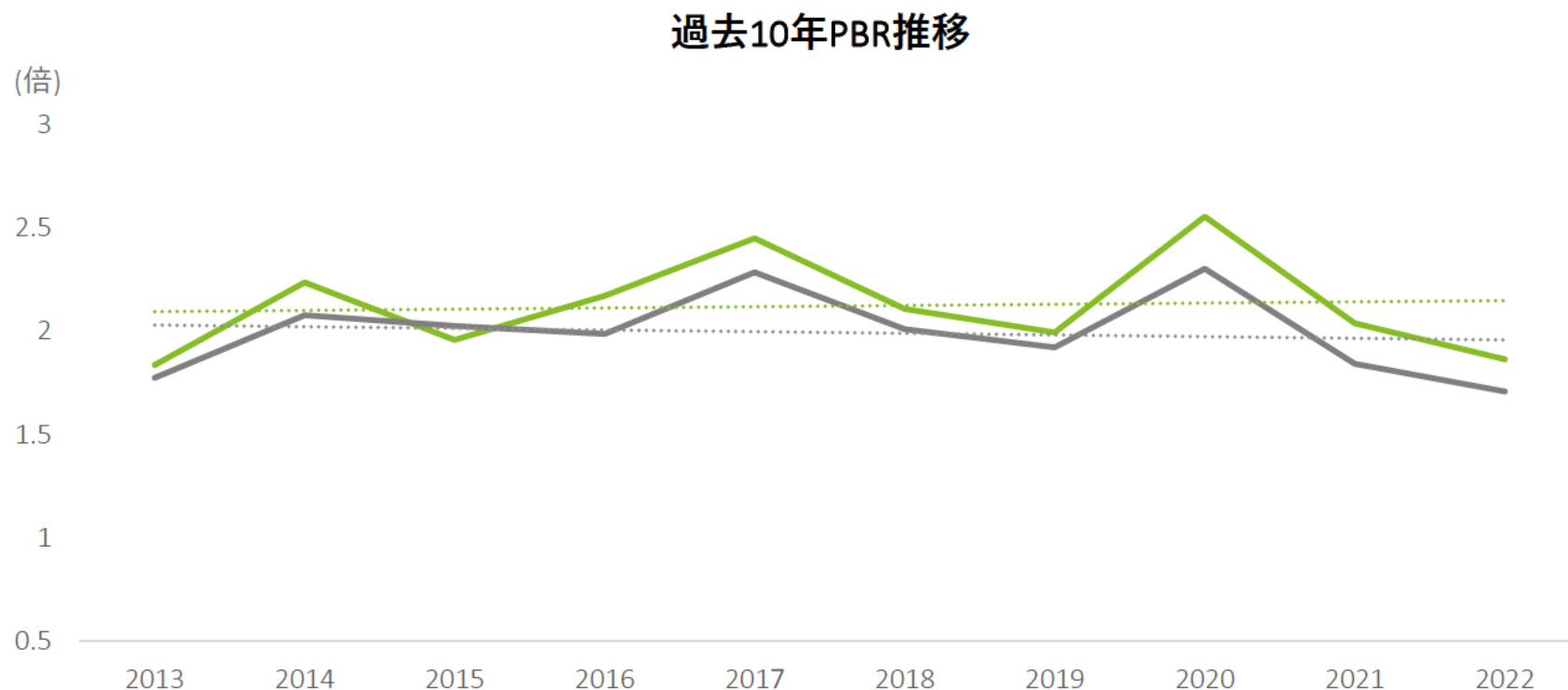
上記は全て単純平均によるもの

出所：SPEEDAのデータ、企業のコーポレートガバナンス報告書（2024年1月の調査時点での各社最新版）の情報に基づき作成

取締役会における社外取締役の構成比率について、その割合が50%以上の方がPBRは僅かに高く推移している

TOPIX300社※1における取締役会構成（社外取比率）別のPBR推移

—：社外取締役比率が50%以上
—：社外取締役比率が50%未満



※1：TOPIX300社とは東証プライム上場企業における2022年事業年度末で金融機関を除いた上で、時価総額上位300社企業を指す

「2013」～「2022」は企業の事業年度末を指す

$PBR = \text{時価総額} \div \text{株主資本等合計}$

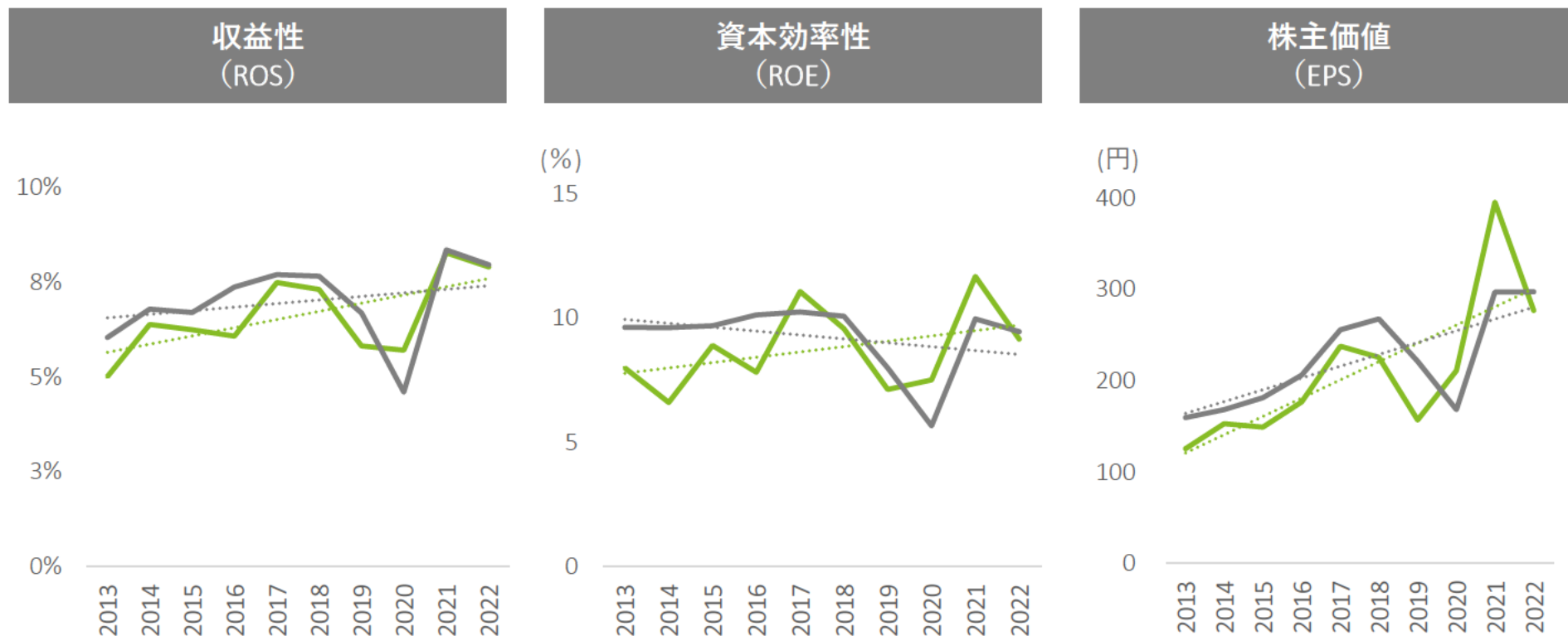
上記は全て単純平均によるもの

出所：SPEEDAのデータ、企業のコーポレートガバナンス報告書（2024年1月の調査時点での各社最新版）の情報に基づき作成

社外取締役構成比率が50%以上の企業の方がROS・ROEともに上昇傾向にあるが、差は限定的である

TOPIX300社※1における取締役会構成（社外取比率）別のその他パフォーマンス推移

—：社外取締役比率が50%以上
—：社外取締役比率が50%未満



※1：TOPIX300社とは東証プライム上場企業における2022年事業年度末で金融機関を除いた上で、時価総額上位300社企業を指す

「2013」～「2022」は企業の事業年度末を指す

ROS = (親会社株主に帰属する当期純利益 ÷ 売上高) × 100

ROE = 親会社株主に帰属する当期純利益 ÷ 期首期末平均株主資本等合計

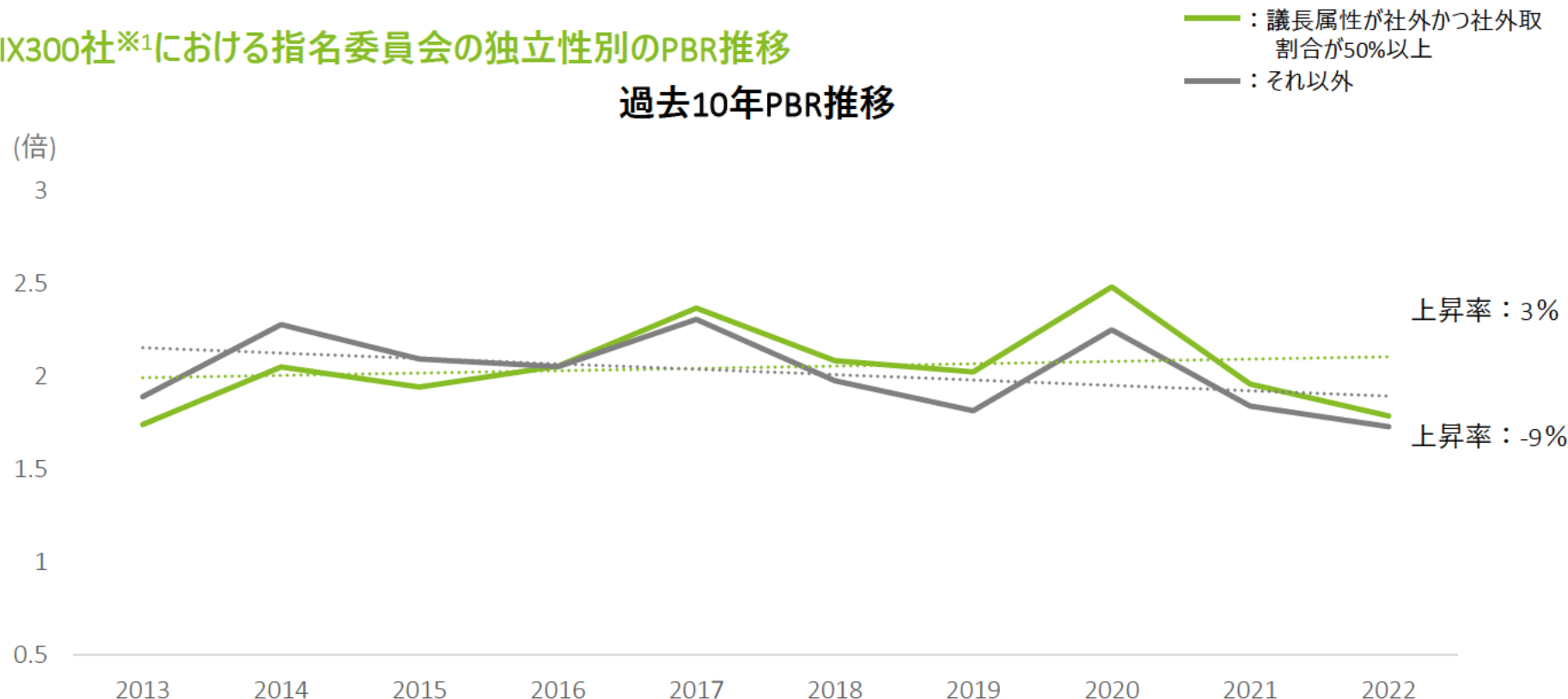
EPS = 親会社株主に帰属する当期純利益 ÷ 発行済み株式総数

上記は全て単純平均によるもの

出所：SPEEDAのデータ、企業のコーポレートガバナンス報告書（2024年1月の調査時点での各社最新版）の情報に基づき作成

指名委員会の議長が社外取でその構成割合が50%を超える企業とそれ以外の企業では、前者のPBRが若干上昇傾向にあるものの、顕著な相関は確認できない

TOPIX300社※1における指名委員会の独立性別のPBR推移



※1：TOPIX300社とは東証プライム上場企業における2022年事業年度末で金融機関を除いた上で、時価総額上位300社企業を指す

「2013」～「2022」は企業の事業年度末を指す

PBR = 時価総額 ÷ 株主資本等合計

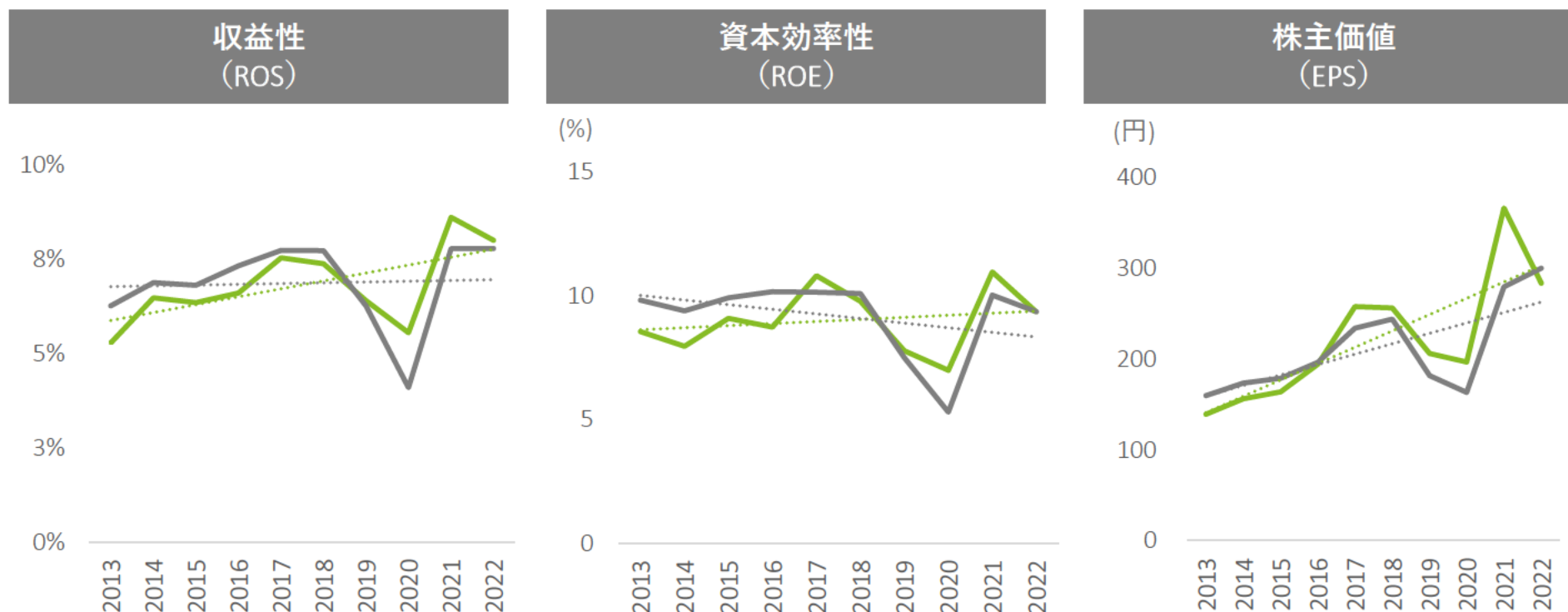
上記は全て単純平均によるもの

出所：SPEEDAのデータ、企業のコーポレートガバナンス報告書（2024年1月の調査時点での各社最新版）の情報に基づき作成

ROS, ROE, EPSともに相関は低い

TOPIX300社※1における指名委員会の独立性別のその他パフォーマンス推移

—：議長属性が社外かつ社外取
割合が50%以上
—：それ以外



※1：TOPIX300社とは東証プライム上場企業における2022年事業年度末で金融機関を除いた上で、時価総額上位300社企業を指す

「2013」～「2022」は企業の事業年度末を指す

ROS = (親会社株主に帰属する当期純利益 ÷ 売上高) × 100

ROE = 親会社株主に帰属する当期純利益 ÷ 期首期末平均株主資本等合計

EPS = 親会社株主に帰属する当期純利益 ÷ 発行済み株式総数

上記は全て単純平均によるもの

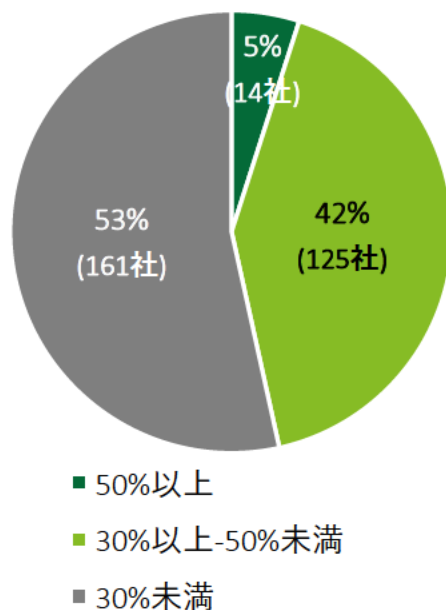
出所：SPEEDAのデータ、企業のコーポレートガバナンス報告書（2024年1月の調査時点での各社最新版）の情報を基に作成

1. 日本企業のPBR各要素の現状分析
2. 「経営者（陣）」「取締役会」のそれぞれのレイヤーにおける課題に関する調査・分析
 - 1) CEOの任期
 - 2) 企業価値と連動したインセンティブ報酬
 - 3) 取締役会の実効性
 - 4) 資本市場からの規律付け
 - 5) まとめ（PBRを上昇させる要因調査）
 - 6) その他（企業変革を阻害する制度及び制度以外の課題）

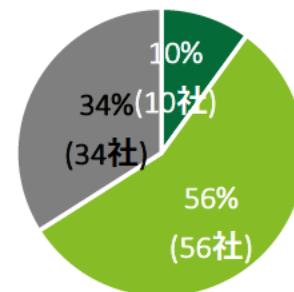
日本企業全体でみると株主に占める外国法人の比率が30%を超える企業は過半に満たないが、時価総額の金額が高い企業ほどその比率は高くなる

TOPIX300社※1における株主の外国法人比率（2022年度）

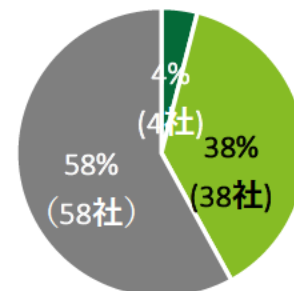
株主に占める外国法人比率
(TOPIX300社全体)



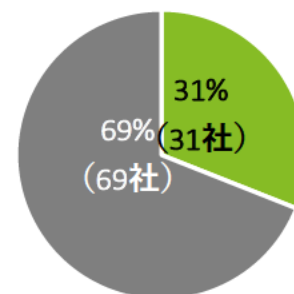
時価総額
1-100位



時価総額
101-200位



時価総額
201-300位



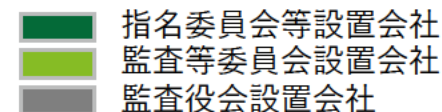
※1：TOPIX300社とは東証プライム上場企業における2022年事業年度末で金融機関を除いた上で、時価総額上位300社企業を指す

外国法人比率＝外国法人等持株数÷期末発行済株式総数（普通株、自己株調整前）

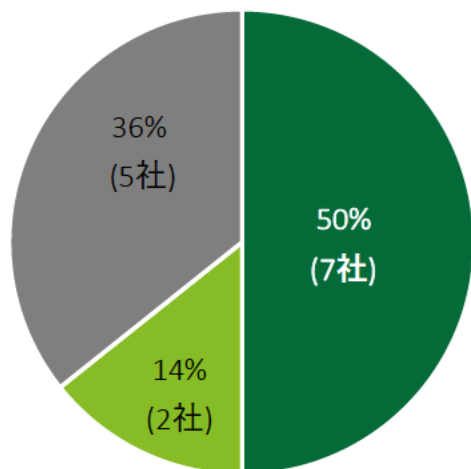
出所：SPEEDAのデータを基に作成

外国法人比率が高い企業ほど、指名委員会等設置会社または監査等委員会設置会社を選択する企業の割合が高い

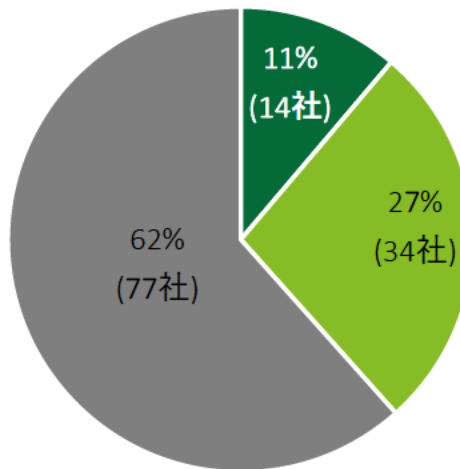
TOPIX300社※1における株主の外国法人比率別の機関設計



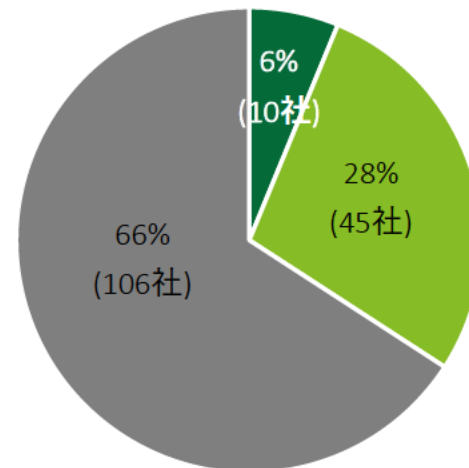
外国法人比率50%以上



外国法人比率30-50%未満



外国法人比率30%未満



※1：TOPIX300社とは東証プライム上場企業における2022年事業年度末で金融機関を除いた上で、時価総額上位300社企業を指す

外国法人比率＝外国法人等持株数÷期末発行済株式総数（普通株、自己株調整前）

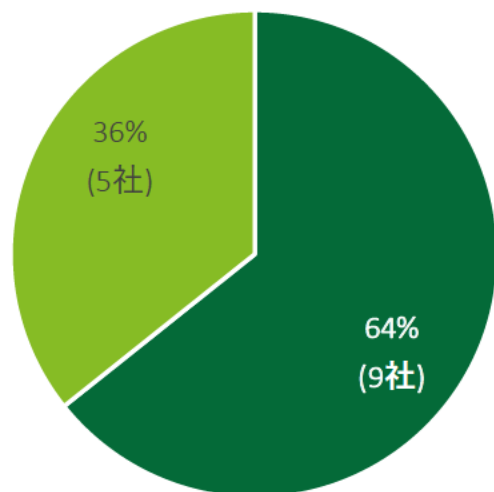
出所：SPEEDAのデータ、企業のコーポレートガバナンス報告書（2024年1月の調査時点での各社最新版）の情報を基に作成

外国法人比率が高い企業ほど、取締役会における社外取締役比率が高い

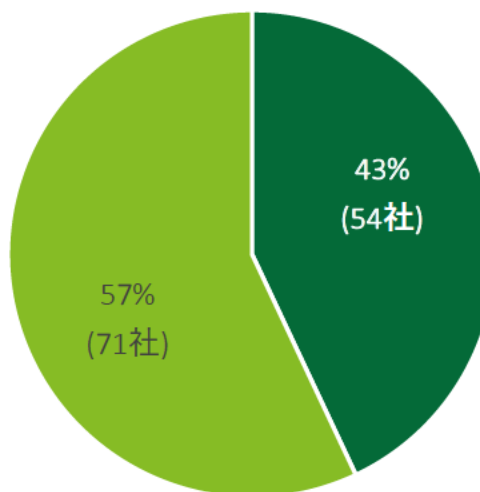
TOPIX300社※1における株主の外国法人比率別の社外取締役比率

■：社外取締役比率が50%以上
■：社外取締役比率が50%未満

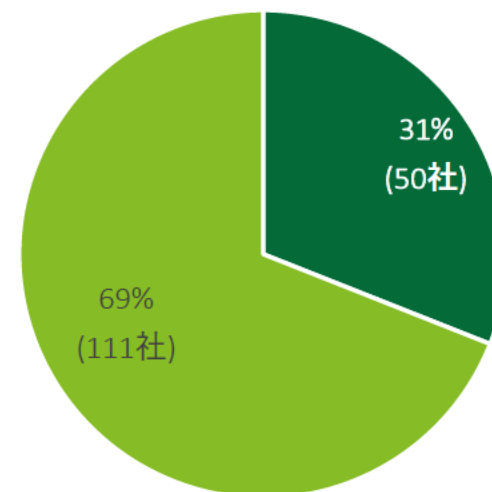
外国法人比率50%以上



外国法人比率30-50%未満



外国法人比率30%未満



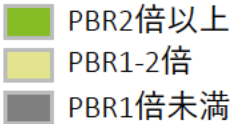
※1：TOPIX300社とは東証プライム上場企業における2022年事業年度末で金融機関を除いた上で、時価総額上位300社企業を指す

外国法人比率 = 外国法人等持株数 ÷ 期末発行済株式総数（普通株、自己株調整前）

出所：SPEEDAのデータ、企業のコーポレートガバナンス報告書（2024年1月の調査時点での各社最新版）の情報を基に作成

外国法人比率が高い企業ほど、PBRやその他パフォーマンス指標は高い傾向にある

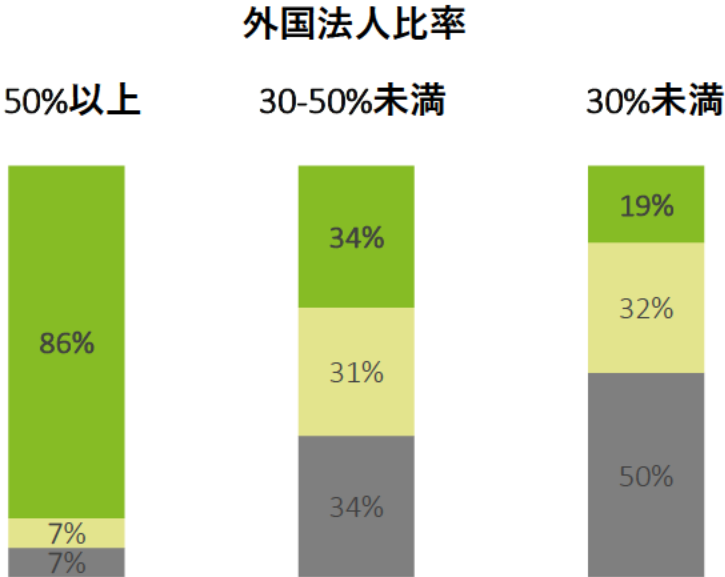
TOPIX300社※1における株主の外国法人比率とPBRの関係性



パフォーマンス指標（2022年度）

		外国法人比率		
		50%以上	30-50%未満	30%未満
企業数		14社	125社	161社
パフォーマンス	PBR	3.3倍	2.0倍	1.5倍
	ROE	8.8%	11.6%	7.6%
	PER	22.0倍	18.3倍	18.7倍

PBRの分布（2022年度）



※1：TOPIX300社とは東証プライム上場企業における2022年事業年度末で金融機関を除いた上で、時価総額上位300社企業を指す
外国法人比率＝外国法人等持株数÷期末発行済株式総数（普通株、自己株調整前）
PBR＝時価総額÷株主資本等合計
PER＝時価総額÷親会社株主に帰属する当期純利益
ROE＝親会社株主に帰属する当期純利益÷期首期末平均株主資本等合計
上記は全て単純平均によるもの

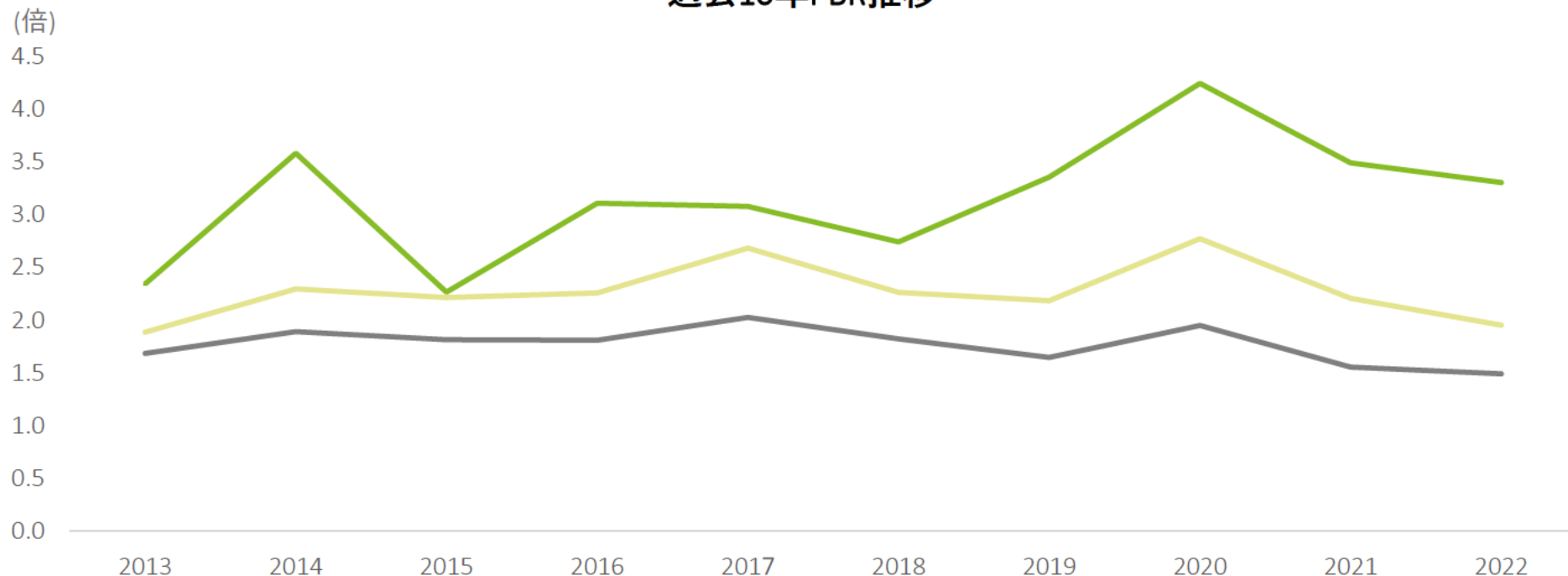
出所：SPEEDAのデータ、企業のコーポレートガバナンス報告書（2024年1月の調査時点での各社最新版）の情報を基に作成

過去10年の推移でも同様の傾向で、株主の外国法人比率が50%を超える企業のPBRは高く推移しており上昇率が最も高い

TOPIX300社※1における株主の外国法人比率別のPBR推移

- 外国法人比率50%以上
- 外国法人比率30-50%未満
- 外国法人比率30%未満

過去10年PBR推移



※1：TOPIX300社とは東証プライム上場企業における2022年事業年度末で金融機関を除いた上で、時価総額上位300社企業を指す

「2013」～「2022」は企業の事業年度末を指す

外国法人比率 = 外国法人等持株数 ÷ 期末発行済株式総数（普通株、自己株調整前）

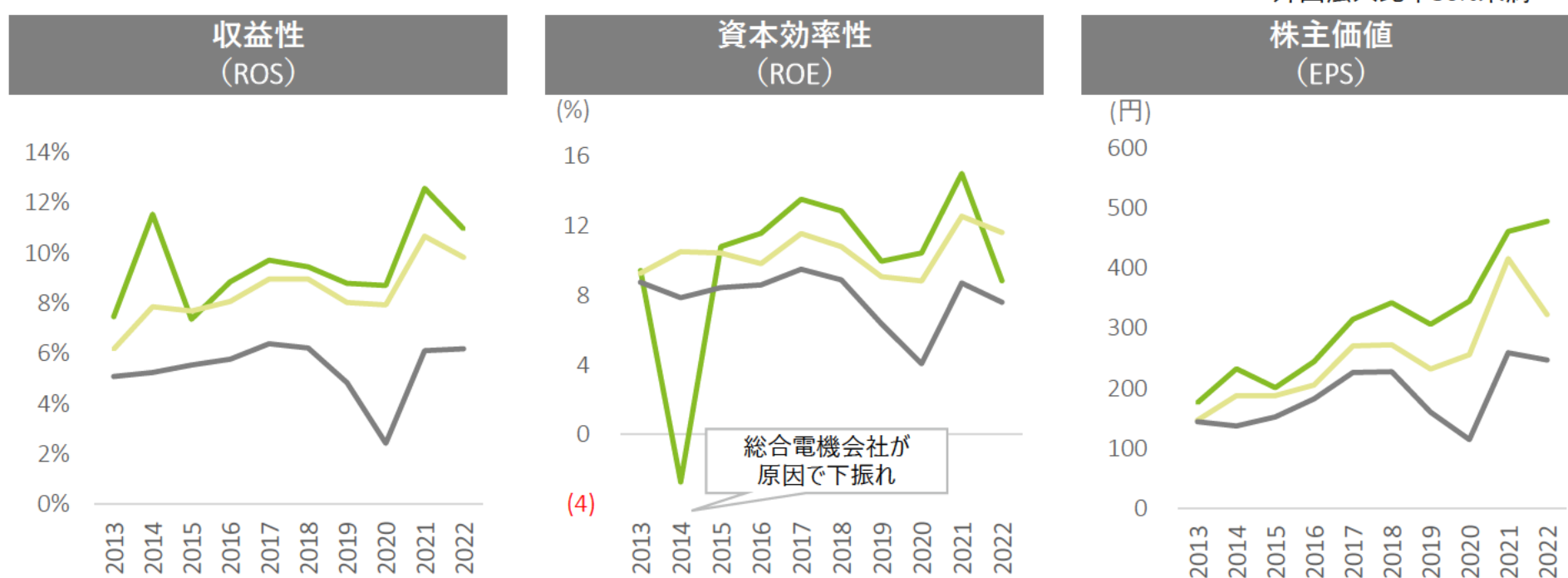
PBR = 時価総額 ÷ 株主資本等合計

上記は全て単純平均によるもの

出所：SPEEDAのデータ、企業のコーポレートガバナンス報告書（2024年1月の調査時点での各社最新版）の情報を基に作成

ROS,ROE,EPSともに同様の傾向にあるが、特にROSにおいて外国人株主が多い企業とそうではない企業とで差が開いている

TOPIX300社※1株主の外国法人比率別のその他パフォーマンス推移



※1：TOPIX300社とは東証プライム上場企業における2022年事業年度末で金融機関を除いた上で、時価総額上位300社企業を指す

「2013」～「2022」は企業の事業年度末を指す

外国法人比率 = 外国法人等持株数 ÷ 期末発行済株式総数（普通株、自己株調整前）

ROS = (親会社株主に帰属する当期純利益 ÷ 売上高) × 100

ROE = 親会社株主に帰属する当期純利益 ÷ 期首期末平均株主資本等合計

EPS = 親会社株主に帰属する当期純利益 ÷ 発行済み株式総数

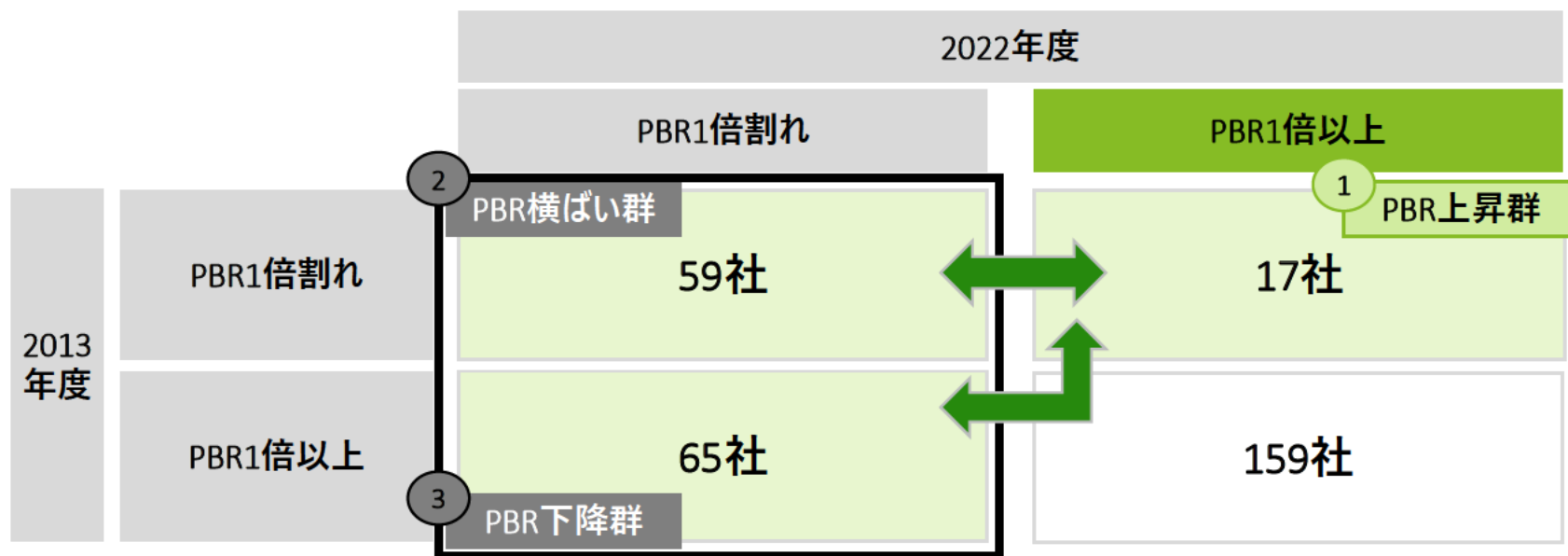
上記は全て単純平均によるもの

出所：SPEEDAのデータ、企業のコーポレートガバナンス報告書（2024年1月の調査時点での各社最新版）の情報を基に作成

1. 日本企業のPBR各要素の現状分析
2. 「経営者（陣）」「取締役会」のそれぞれのレイヤーにおける課題に関する調査・分析
 - 1) CEOの任期
 - 2) 企業価値と連動したインセンティブ報酬
 - 3) 取締役会の実効性
 - 4) 資本市場からの規律付け
 - 5) まとめ（PBRを上昇させる要因調査）
 - 6) その他（企業変革を阻害する制度及び制度以外の課題）

10年間でPBR1倍割れから1倍以上に上昇させた企業が17社存在する。この17社と、PBR1倍割れのまま横ばいの企業と1倍割れに下降した企業の特徴を整理する

TOPIX300社※1における過去10年のPBRの動き



日本企業全体のPBR底上げに向けては、これらの企業群での取組の強化が肝要
(次頁以降でPBRを上昇させた17社とこれらの企業群におけるパフォーマンス指標や
改革への取組度の差の把握・整理を行う)

※1：TOPIX300社とは東証プライム上場企業における2022年事業年度末で金融機関を除いた上で、時価総額上位300社企業を指す

PBR = 時価総額 ÷ 株主資本等合計

PER = 時価総額 ÷ 親会社株主に帰属する当期純利益

ROE = 親会社株主に帰属する当期純利益 ÷ 期首期末平均株主資本等合計

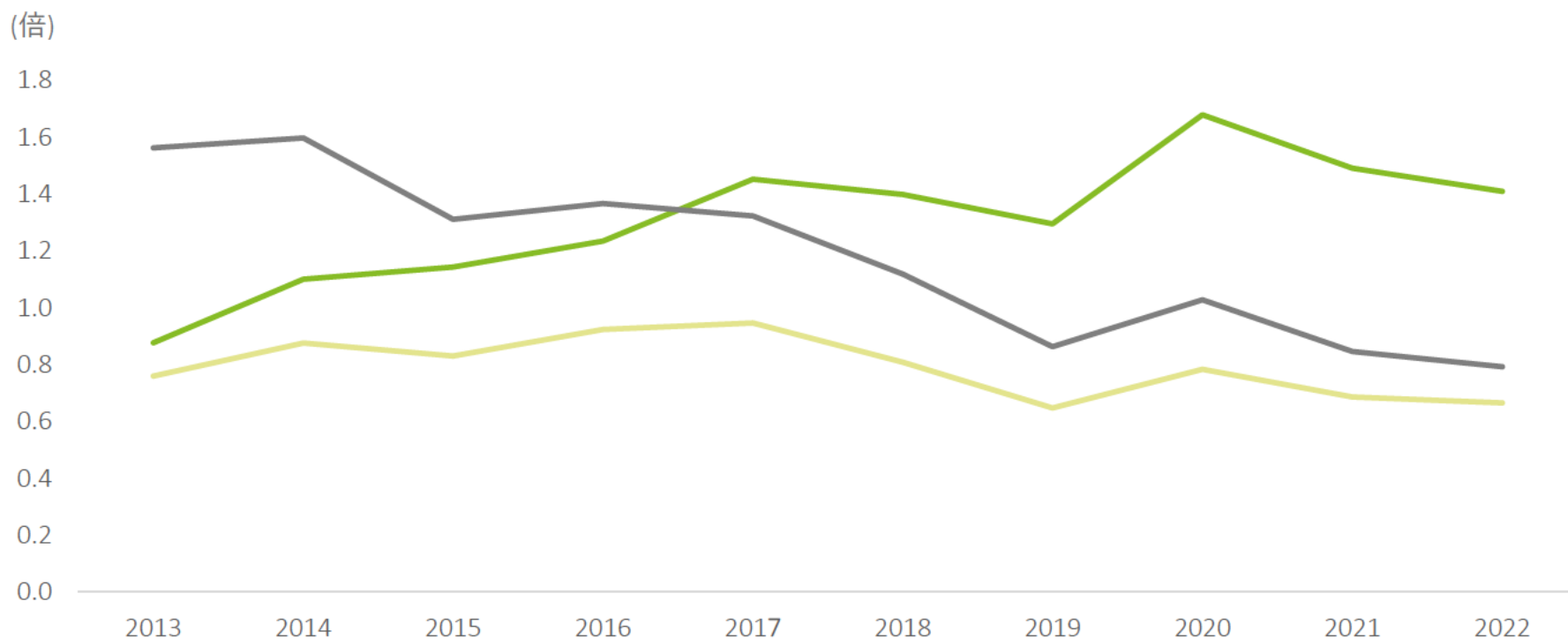
出所：SPEEDAのデータを基に作成

PBRの属性毎における推移は以下の通り

TOPIX300社※1におけるPBRの属性別の推移

- PBR上昇群 ①
- PBR横ばい群 ②
- PBR下降群 ③

過去10年PBR推移



※1：TOPIX300社とは東証プライム上場企業における2022年事業年度末で金融機関を除いた上で、時価総額上位300社企業を指す

「2013」～「2022」は企業の事業年度末を指す

PBR = 時価総額 ÷ 株主資本等合計

上記は全て単純平均によるもの

出所：SPEEDAのデータを基に作成

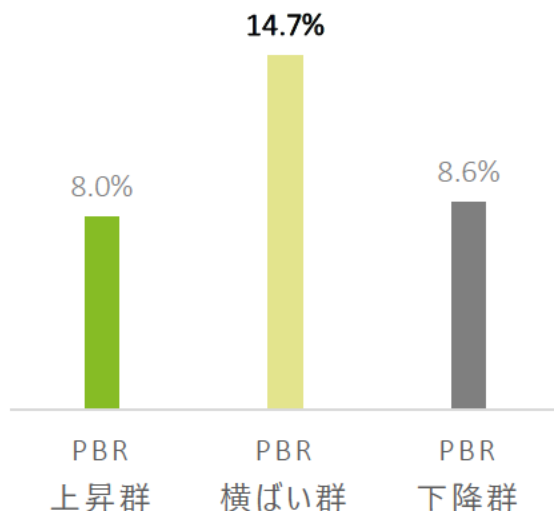
PBR上昇群は特に事業売却や研究開発投資に積極的であり、競争力や成長力の高い事業への経営資源の集中がPBR上昇につながっているのではないか

TOPIX300社※1におけるPBRの属性別のリスクテイク指標関係性

- PBR上昇群 ①
- PBR横ばい群 ②
- PBR下降群 ③

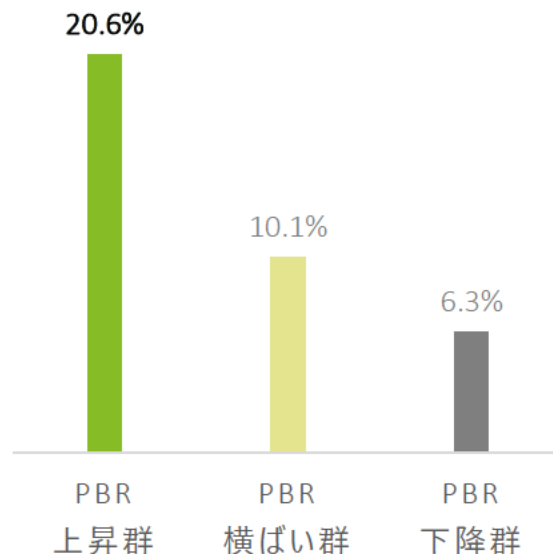
買収

過去10年(2013-2022年度)の 買収金額/総資産%平均



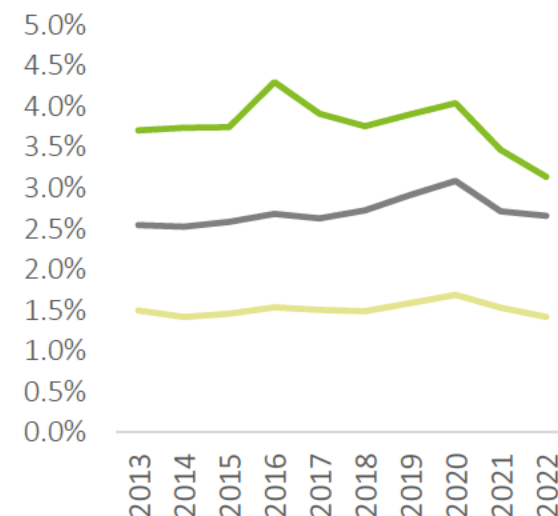
売却

過去10年(2013-2022年度)の 売却金額/総資産%平均



研究開発投資

過去10年(2013-2022年度)の 研究開発費/売上高%平均



※1：TOPIX300社とは東証プライム上場企業における2022年事業年度末で金融機関を除いた上で、時価総額上位300社企業を指す

買収・売却：買収・売却以外にも事業・部門分割、ファンドバイアウト、MBO、少数持分取得、ジョイントベンチャーを含む

上記は全て単純平均によるもの

出所：SPEEDAのデータを基に作成

PBR上昇群では、CEOの非任期制の割合や社外取比率が高く、CEOへの適切なプレッシャーが働いていることが伺える

TOPIX300社※1におけるPBRの属性別の傾向

PBRの属性	任期制	機関設計	経営陣の報酬		取締役会の構成	外国法人株主比率
	非任期制の割合	指名委員会/監査等の割合	TSR連動企業の割合	業績連動報酬の割合の平均値	社外取が50%以上の割合	40%以上の割合
1 PBR上昇群 (1倍割れ→1倍以上)	82%	41%	5.9%	53%	53%	12%
2 PBR横ばい群 (1倍割れのまま)	56%	32%	15.3%	43%	20%	7%
3 PBR下降群 (1倍以上→1倍割れ)	63%	37%	4.6%	42%	37%	6%

※1：TOPIX300社とは東証プライム上場企業における2022年事業年度末で金融機関を除いた上で、時価総額上位300社企業を指す

任期制及び非任期制の定義はp.35を参照

外国法人株主比率＝外国法人等持株数÷期末発行済株式総数（普通株、自己株調整前）

PBR＝時価総額÷株主資本等合計

平均値は単純平均によるもの

出所：SPEEDAのデータ、企業の統合報告書及びコーポレートガバナンス報告書（2024年1月の調査時点での各社最新版）の情報を基に作成

日本企業がグローバル競争を勝ち抜き持続的な企業価値向上を実現する上では、しがらみに囚われずリスクテイクすることのできるトップの選任・交代の在り方がその鍵を握っている

まとめ

- ☑ 過去10年の間、日本企業のPBRは欧米企業に比べ低く推移しており、PBR1倍割れの企業の割合も高いPBRを要素分解すると、その差は主にROS（稼ぐ力）とPER（将来への成長期待）にある
- ☑ 日本企業の中でも、特に規模が大きく事業が多角化する企業を中心にPBRが低迷しており、事業ポートフォリオの最適化（低収益事業の切り出しと成長事業への経営資源の集中）の必要性が示唆される
- ☑ 上記のような大胆な経営改革を成し遂げる上では、経営トップのリーダーシップ・経営力がこれまで以上に求められる。実際に、数年単位の任期でCEOを順送りにする傾向の企業より、任期に関係なくパフォーマンスに連動する形でCEOの交代を行う企業のPBRが高いことが示された
- ☑ この結果を踏まえると、しがらみに捕らわれずリスクテイクすることのできるCEOの選任の在り方が、日本企業の成否の鍵を握るのではないかと。また、経営トップが中長期の視点で精力的に経営改革を実現する時間軸の確保も重要であることを示している
- ☑ これは、社内調和を重視する共同体体質から経営トップが強いリーダーシップを持つ構造への転換の必要性を示唆しており、それは同時に経営の監督いわゆるコーポレートガバナンスの強化も求められる
- ☑ コーポレートガバナンスの鍵を握る社外取締役については、その質・量共に課題が指摘されている。しかしながら、マネジメント構造の転換を成功させる上で必要不可欠な取り組みであることを経営者自身が認識し、その実質化に真摯に向き合う必要があるのではないかと

1. 日本企業のPBR各要素の現状分析
2. 「経営者（陣）」「取締役会」のそれぞれのレイヤーにおける課題に関する調査・分析
 - 1) 客観的なCEOの選解任
 - 2) 企業価値と連動したインセンティブ報酬
 - 3) 取締役会の実効性
 - 4) 資本市場からの規律付け
 - 5) まとめ（PBRを上昇させる要因調査）
 - 6) その他（企業変革を阻害する制度及び制度以外の課題）

企業変革を阻害する制度及び制度以外の課題（1/3）

大項目	小項目	日本において指摘されている課題	参考（国際比較）
法制度	会社法	■ 産業競争力強化法における金銭を対価としないM&A・再編（現物出資、スピノフ等）の手続きの煩雑性 ■ 業務執行取締役が責任限定契約の対象から除外されており、外国人やアニマルスピリッツのある経営者が日本企業の経営者になる足かせとなっている	■ スピノフの支援措置は取り入れられているが、実績としては欧米に比べ依然として低い
	労働者保護法	■ 合併や事業譲渡に伴い労働契約が承継され（以前の労働条件と同一）、再編の目的に照らし労働条件を変更したい場合には、労働者との個別同意が必要となる	■ 米国では随意雇用原則により労働契約の承継義務はなく、使用者による一方的変更可能
	その他	■ 買収防衛策として、法令上の制約がなく株主総会での承認を前提に導入を容認	■ イギリスやドイツでは買収防衛策の導入は原則認められていない

出所：有識者ヒアリング及び経済産業省「産業競争力強化法における事業再編計画の認定要件と支援措置」、厚生労働省「諸外国の組織再編に伴う労働法制」、厚生労働省「会社分割に伴う労働契約の承継等に関する法律（労働契約承継法）の概要」、経産省「産業競争力強化法における事業再編計画の認定要件と支援措置について」を基に作成

企業変革を阻害する制度及び制度以外の課題（2/3）

大項目	小項目	日本において指摘されている課題	参考（国際比較）
法制度	その他	■ 指名委員会、報酬委員会、監査委員会の権限が米国、英国と比べて強いことが、指名委員会等設置会社への移行が進まない要因の一つとして考える（日本では指名委員会が取締役選任案の最終決定権限があり、報酬委員会が取締役の報酬額決定の権限を持つ）	■ 米国では取締役会が取締役選任案の決定権限を持つ
		■ 社外取締役の報酬の開示フォーマットが役職とその役割に対応した報酬の開示（議長手当、筆頭社外取締役手当 等）を前提としていないため、投資家と社外取締役の役職に応じた責任を求めるようなエンゲージメントに繋がっていない	■ 英国や米国企業では役職とその役割に対応した報酬の開示を実施している
		■ 取締役会の実効性評価において、取締役個人の評価を実施している企業が少なく、社外取締役への資本市場からのプレッシャーが限定的	■ 英国や米国のNYSE上場企業は取締役の個人評価の取り組み状況を開示する義務あり ■ 米国では一般的なプラクティスとして、指名委員会が社外取締役も評価（指名委員長が各社外取締役との個人面談を実施し個人の適正を評価・公開）

企業変革を阻害する制度及び制度以外の課題（3/3）

大項目	小項目	日本において指摘されている課題	参考（国際比較）
法制度 以外 (慣習)	雇用・ 労働環境・ 報酬	■ 総合職型採用（職務が定義されていない）に伴う整理解雇の難しさ ■ 退職金慣行における企業・業界をまたぐ人材流動性確保に向けた負のインセンティブの存在 （例. 勤続年数に紐づく税制優遇、自己都合退職における減額等） ■ 従業員株式給付を導入する例が乏しく、株価が上がることで恩恵を受ける人間が社内に少ない	■ 米国では「At-Will（任意の雇用）」いつ、いかなるときも、理由の有無にかかわらず雇用主も従業員も雇用を解消でき人材の流動性を確保 ■ 欧州でもジョブ型雇用を前提として採用している企業が多く、職務が定義されていることで整理解雇が実施しやすい
	政策保有 株式	■ 日本企業全体として政策保有株式は削減傾向にあるものの、議決権行使の実績の開示が不要なことや、有価証券の保有目的区分の基準や考え方は各社判断に委ねられており、各社の保有状況における実態の透明性向上には課題が残る	■ 欧米では政策保有株式保有の慣習がなく（日本特有の慣習）、海外投資家を中心に批判が強まっている

ステークホルダー資本主義に関する各国動向調査 (欧米企業ヒアリング結果)

米国のBRTにおけるステークホルダー資本主義への転換を宣言により国内でも注目度が高まっており、主要各国における各国における企業動向の実態を調査した

ステークホルダー資本主義に関する各国動向の調査背景・観点

背景

- 2019年に米国のBRT（経済団体：ビジネス・ラウンドテーブル）が「株主資本主義からの脱却」、「ステークホルダー資本主義への転換」を宣言したことにより、急速に世界中で認知度を高めた
 - 従来の株主資本主義が企業の短期的な利益追求が社会格差や環境破壊をもたらしたと指摘し、これからのステークホルダー資本主義の活動では「利益の最大化」と「従業員や地域社会、環境など幅広い存在に配慮し、長期的な観点で社会や環境と良好な関係を築き、共に繁栄していくことを目指す」ことを掲げている

調査観点

- 米国並び、欧州企業は実態として、どの程度「ステークホルダー資本主義」を重要視しているか（経営者は「株主資本主義」と「ステークホルダー資本主義」どちらにより主眼を置いているのか）
- 株主と株主以外のステークホルダー（従業員、地域社会、環境など）間で両者の関心ごとが異なる場合どのように両者の違いをバランスしているか

株主価値の重要性が低下したわけではなく、株主とマルチステークホルダの利益の共存が企業価値の向上に繋がるといった声が多く聞かれた

ステークホルダー資本主義に関する企業ヒアリング結果（1/2）

□ マルチステークホルダ利益を重視することが企業の競争力や利益（株主価値）に直結する

➤ 独・エネルギー

- エネルギー事業は規制産業であり私たちは欧州の政府や地方自治体含む社会全体と密接に協力する必要がある。したがって、株主以外のステークホルダーの利益を重視することはとても重要であり、それが企業としての成功や成長につながると考えている

➤ 仏・保険

- 弊社ではESG目標を設定しているが、重要なのはESG目標が企業の競争力向上に直結する意味のある指標になっているか、という点である。気候変動対策や人材再教育などの領域においてESG目標を設定しているが、私たちの保険製品もこれらのESG目標にアラインするよう、ラインアップされている

➤ 独・半導体

- 弊社の製品の競争力はサステナビリティと直結しており、製品の多くは気候変動の課題に対応するものである。そのため、事業戦略の一環としてサステナビリティに取り組んでいる。監査役会での議論においても、サステナビリティやマルチステークホルダ利益への対応は重要な議題の一つである
- また、CFOとCDSO(Chief Digitalization and Sustainability Officer)で構成されるCSR委員会では、サステナビリティと経済的インセンティブをどのようにバランスさせるかについて議論している。資本市場においてサステナビリティの観点で先進企業としての地位を確立することは、経済的なインパクトにも繋がると考えている

➤ 英・教育メディア

- 英国では、過去10年の間で社会課題への取組などがもたらす社会全体での企業イメージの重要性が増している特に、若い世代の採用やリテンションにおいては、企業として倫理的なカルチャーを持っていることが非常に重要である
- 更に投資家サイドもESGに関する要求事項を持っており、その要件を満たすことが投資の前提であるため、ESGへの取組が株主価値にも直結する
- このような背景もあり、取締役会は短期的な利益ではなく長期的な収益性を優先しており、二酸化炭素排出量の削減など短期的な回収が困難な投資に対してもサポートティブである
 - また、会計規則も変わりIFRSではこのような投資を長期にわたって償却できるようになったため、その結果、企業は長期的な視点での投資に取り組みやすくなっている

(続き)

ステークホルダー資本主義に関する企業ヒアリング結果 (2/2)

□ マルチステークホルダーの利益は株主利益と短期的には一致しないが、長期的な企業価値には影響するため取り組みを加速

➤ 米・IT業

- 株主は、社会的課題への取り組みより高い利益をあげることへの関心が高い
- 一方、ESGなどの社会課題に対する取り組みは株主よりも従業員（特にZ世代などの若手人材）の関心の高い分野である。そのため、ESGに注力することは優秀なタレントを採用しモチベーションを高めるために必要な取組である。その結果が売上を増やし、最終的に株価を向上させると考えている
- 最終的な株主のインセンティブは株価を現在の価格からより高くすることである。そのためには、社会課題への取組が長期的な企業価値の向上に繋がることを株主に信じてもらうことが重要である

➤ 英・消費財

- 企業は社会的な責任を持つため、社会課題の投資は短期的なリターンを生まないかもしれないが、中長期な企業価値に影響するためCEOはファイナンシャルリターンと社会的責任のバランスを保ち意思決定する必要がある
- 更に、近年英国においては投資家がESG基準を持っており、ESGのターゲットを明確に示し達成することが求められている
- 個人レベルでもESGへの関心は高く、企業は当然の責任としてESGに取り組んでいる

➤ 米・金融サービス

- 近年、環境問題やダイバーシティ等の社会課題への関心は確実に高まっており、企業として必要な取り組みであり、企業としての存在意義の一部であることに間違えはない。一方で、株主価値と社会的価値の利益相反がある場合、CEOは株主の利益を優先するのではない
- ただし、多くの場合において社会的価値と株主価値は相反するものではない
- ステークホルダーとしての株主の価値は変わらず、その対象範囲の拡大と捉えている

「経営者（陣）」「取締役会」のそれぞれのレイヤーにおける 欧米企業の実態調査（欧米企業ヒアリング結果）

- CEOの任期
- CEOの選任・解任
- CEOの評価
- CEOの後継者計画
- CEOによる重要な意思決定及び取締役会の役割
- 取締役会の構成

CEOの任期に明確な規則はなく、また変革を実行する時間軸の確保の必要性から理想的な就任期間として約10年は必要といった声が多く聞かれた

CEOの任期（1/3）

➤ 独・エネルギー

- 弊社ではドイツのコーポレートガバナンス・コードに則りCEOの任期を定めており、通常その期間は約8-10年となる
 - 最初の任期は3-5年であり、その後5年の延長が可能になっている
 - このような形をとっているのは、CEO就任後の最初の100日間は最も重要であると考えられているためである。CEOは、最初の100日間に大きな戦略的な方向性を描き実行に移すことが求められている。この結果を受け、任期の延長の可否が決まる

➤ 仏・保険

- 弊社ではCEOの任期について明確な規則はない。ヨーロッパでCEOの任期について厳格な規定を設けている企業はないと推測する
- 弊社では80年代から現在まで3人のCEOが在籍しており、その平均的な就任期間は10年以上である
- 保険業界は比較的長期サイクルのビジネスであり、変革を実行しその効果が現れるまでには時間を要するため10年程度の任期が望ましい
 - 例えば2016年に行った再編は、当時は株主や従業員等のステークホルダーから懐疑的な声も聞かれたが、5年たった現在では必要な決断であったと皆が理解している
- 弊社の規模を考慮すると、CEOの安定性、在任期間が長いことが資産となる。特に会社全体にメッセージを届けるためにはとても重要な要素であると考え

➤ 独・半導体

- ドイツのコーポレートガバナンス・コードでは、CEOが初めて就任する場合、最初の任期は3年間にすることを推奨している（その後の再任は可能）
- 弊社もその推奨に従っており、最初の任期は3年として、その後の再任では5年としている
- ただし、法律とは関係なく、CEO候補を検討する際は長期的な戦略目標を達成するために10年程度の在任期間を期待して選定している
 - 現CEOは在任期間が13年であり、CEO就任前は子会社の取締役会のメンバーだった。従って、彼をCEOへ選任時は当社で取締役としての経験があったため、推奨される最初の任期である3年間は適用していない

(続き)

CEOの任期 (2/3)

➤ 独・電機

- 弊社ではCEOの任期について明確な規則はない。唯一の要件は退職年齢であり、それ以外は企業の業績や、CEOのパフォーマンスに応じて任期が決まる
- 重要な問題が発生した場合は、就任5年以内にCEOの解任が決定されることもあるが、基本的には任期に制限を持たせないことで環境変化に対応する十分な時間軸を確保している
- 過去のCEOの交代にはそれぞれの理由があった
 - 3代前のCEOはコンプライアンスの問題が発生したこと、2代前は2度の利益警告を受けたことがきっかけとなり任期を終えている
 - 前任のCEOは、利益警告がきっかけで退任したCEOの後を継いだが、CFOとしてのバックグラウンドを武器に大胆なポートフォリオ改革をリードし、業績の向上に貢献した。結果としてその前のCEOに比べ長い任期となった

➤ 英・教育メディア

- 弊社は前任のCEOの任期は3年と短かったがこれには特殊な背景があった
 - 前任CEO就任前は長い期間業績不振に苦しんでおり、その再生のため前任CEOが期間限定でCEOに就任した。その後業績は安定し、昨年に現在のCEOが就任している
- 現任のCEOに対しては十分に長い任期が期待されている

➤ 米・金融サービス

- 米国ではCEOの任期は明確に定められておらず、会社の業績と評価によって決定する
- パフォーマンスが良く株主からの評価が得られていれば就任期間に制限はない
 - パフォーマンスが良いと20年ほどCEOとして就任するケースも少なくはない
 - 一方で、競合に比べ株価が長期間アウトパフォームしていたり業績不振の場合には短い期間での解任も行われる。明確な成長戦略がなく業績不振が続いている会社は、CEOの任期も不安定であるケースが多い
- CEOの任期が定まっているとCEOは中長期の視点でリスクテイクすることができないと考える
- 米国でCEOの任期が5年程度であれば、それは株主からの評価を得ることができなかったと示唆される
- 弊社では2代前のCEOは比較的短い任期で取締役会が解任を決定した。その後、当時取締役会メンバであった前任CEOが任命され、彼が業績や株価を引き上げた。株主は前任CEOのパフォーマンスに満足したが、後任への引継ぎが必要と考え昨年CEOの交代を行った

(続き)

CEOの任期 (3/3)

➤ 仏・交通インフラ

- フランスの法律では、CEOは1つの任期で5年と定められている。ただし、任期の更新回数に制限はないため、実質的な在任期間の制限は存在しない。また、CEOが在任できる年齢制限は設けられている
 - 現 CEOの在任期間は12年となる
- 金融当局は、CEOの任期は3～5年とすることを推奨している（更新は可能）。個人的な意見としては、3年は任期として短すぎると感じる
- （任期の更新をせず）5年以内にCEOが退任する場合には、株主にその理由を説明しなければならない
- 家族経営の会社はCEOの在任期間が特に長くなる傾向にある。

▪ 英・消費財

- CEOに明確な任期はなく、パフォーマンスに基づき決定される
- 理想的な任期は最低でも5-6年は必要である。投資が結果として現れるまでに時間を要するため、任期が短いとCEOは投資を行うインセンティブがない。そのため中長期の戦略の実現には長い任期が必要と考える

CEOの選解任は独立社外取締役が過半以上を占める取締役会（ドイツの場合は監査役会）にて行われ、その独立性・客観性が担保されている

CEOの選任・解任（1/3）

➤ 独・エネルギー

- CEOの選出は監査役会が責任を負う（監査役会の議長によって最終的に選出される）
 - エネルギー業界は非常に特殊な業界であるため、CEOは業界の専門知識と優れた経営スキルの両方が必要である。加えて、持続可能なエネルギーを提供するというミッションを達成できるリーダーが重要だ
- 現在のCEOを選任した理由は、一般的な経営者としてのマネジメントスキルに加え、**①弊社の戦略上重要な意味を持つM&Aを主導したこと、②業界の知識が深いこと（規制産業で特殊なこともあり政府関係者含め良好な関係の構築が重要）**の2点があげられる
 - 1点目について、事業構造を垂直統合型から現在の形に大きく転換させていくにあたって重要なM&Aディールを実施したが、新しい構造で会社を成功に導くうえでは、そのディールに深く関与した後継者の選定が必要であった
- CEOの解任が検討されるのは、ドイツの会社法に違反したことが発覚した場合である。ただし、エネルギー会社は地域住人に安定的にエネルギーを届ける重要な役割をもっており、その経営の安定性が重要であるため、CEOが解任されるケースは稀である

➤ 仏・保険

- CEOの選任は取締役会で行っている。現在のCEOの選定プロセスは約2年間に要した
 - まず、CEOに求められる基本的な要件のほか次期CEOに求められるチャレンジの定義を行い、このプロセスに12か月間を要した。前任のCEOが就任した15年前に比べると経営環境は大きく変わっているため、経営環境や戦略の方向性にあわせて選任要件を具体化することが重要である
 - その後、複数の候補者の評価・面談を行い、最終的には3-4名の候補者に絞り込みを行った。それぞれの候補者の経営のビジョンなどを取締役会が深く評価した上で最終的に現在のCEOが選任された
- CEOの解任には明確な基準は設けていない。2019年以降、予想外のパンデミックや戦争が発生するなど、企業を取り巻く環境の不確実性が増しており、そのため取締役会としてはCEOの解任の基準に柔軟性を持たせることが重要と考えている
- また、弊社ではCEOの在任期間が10年未満の場合はそのCEOは失敗だったと見做される。CEOの選任にあたっては、10年程度の在任が可能であることを前提としている

➤ 米・IT

- 弊社は創業者が社長であり特殊な状況であるため、財務・事業計画や、スコアカード等の一般的な解任基準は採用していない
- CEOの解任が検討されるとすれば、それは創業者が自ら職位を退くときか、不測の事態が発生して取締役が解雇を強制する場合のみである

(続き)

CEOの選任・解任 (2/3)

➤ 独・半導体

- CEOを含むマネジメントボードのメンバーの選解任案は監査役会が責任を持つ
 - 弊社のダイバーシティ・ポリシーに従い、スキルや在任期間等の多様性も考慮の上、最適なマネジメントボードの構成を検討している
 - CEOについては、過去の経歴・実績等を評価の上で、その潜在能力が今後10年間に於ける弊社の戦略業目標と合致するか検討している
- CEO解任の基準（業績基準等）として事前に定義されたものはない
 - ドイツの法律ではCEOやマネジメントボードのメンバーを解任するには明確な理由がなければならず一定のハードルがあるため、監査役会がCEOの業績不振に満足していない場合でも解任措置を取るケースは少ない
 - 解任を行うケースは限定的だが、評価結果に従いCEOの報酬の減額を監査役会が決定することはある

➤ 独・電機

- CEOの選任にあたっては、現在のマーケット環境に加え、将来のトレンドを踏まえた選定を行っている
- 前任のファイナンスバックグラウンドを持つCEOが大胆なポートフォリオ改革を実行し、自社が注力すべき領域のデジタルの領域に絞り込み、後継者としてはテクノロジー知見が深い現CEOを選任し、事業の更なる成長を図っている
 - 現CEOは米IT大手との提携を主導するなど、テクノロジー領域における大きな功績を持つ

➤ 英・教育メディア

- CEOの選解任案は取締役が責任を持つ
- 弊社は2代前のCEOの下で業績不振に陥り7回の利益警告を受け、そのため取締役会はCEOの解任と後継者の選定を決定した
 - ただし、その決定には時間を要したことが企業の業績に深刻な影響を与えた
 - 世界的なパンデミックなど特殊な要因はあったが、取締役会は適切なタイミングでCEOの解任を決定し、後継者の選定を行うべきである
- 優秀なCEOの候補者を獲得・選定する上では、魅力的な報酬パッケージがあることが重要である。この点において、英国は米国に比べCEOの高額すぎる報酬への批判もあり（従業員の数倍に抑えるべきなど）、優秀な経営者は米国企業に流れてしまっていると懸念している

(続き)

CEOの選任・解任 (3/3)

▶ 仏・交通インフラ

- 弊社で規制産業であることから、CEOの選任要件は一般的なマネジメントスキルやファイナンス知識、他社での経営経験のほか、行政とのネットワークや関係性といった要素も求められる
- **取締役会はCEOの任期の終了（解任）を決定**することができる
 - CEOの解任を決定する場合、市場の動揺や混乱を避けるためにも取締役会はその理由を説明することが求められる
 - 通常CEOと取締役会や株主が良好な関係を築くことができているならば、任期が終了することはない
- CEOの解任に関してあらかじめ定められた基準はないが、通常、解任には2つの理由が考えられる
 - 1つ目の理由は年齢である。CEOの中には、その役職に就くには高齢になりすぎている人もいる
 - 2つ目の理由は会社の業績不振である。株主の観点から見ると、CEOを交代し、新しいCEOによる立て直しが必要なケースもある

▶ 英・消費財

- **CEOの選解任案は取締役会が責任**を持つ
- CEOの選任において重視するのは過去の実績である。取締役会は候補者の過去の実績を評価し選任案を決定する
 - 例えば過去の歴代CEOは、ファイナンスディレクターや地域CEO等を歴任し社内でパフォーマンスが証明された人間が選ばれてきた
- CEOの**パフォーマンスが悪い場合は取締役会は解任を決定**する
 - 前任CEOの任期は4年と短い、これは株価の低迷が続いたことが理由で取締役会が解任を決めたためである

CEOの評価は事業目標や計画の達成度等に基づき取締役会が毎年行っている

CEOの評価

➤ 独・エネルギー

- CEOの評価は毎年監査役会で実施し、監査役会の会長は毎年設定されたCEOの個人目標の達成度合いを評価する責任を持つ

➤ 仏・保険

- CEOの評価は、取締役会及びコーポレートガバナンス・サステナビリティ委員会にて毎年議論されている
- 弊社では3カ年の事業計画に対するCEOの取組やパフォーマンスを評価しているが、マクロ環境変化も考慮し柔軟に評価している
 - フランスでは、3年程度の事業計画の策定・公表は一般的な取り組みと考える。米国では公表している企業は少ない理解だが、少なくとも内部のマネジメント目的においては3カ年の事業計画を策定することが一般的と推測する

➤ 独・電機

- CEOの評価は年次で監査役会にて実施し、3カ年計画に対する実績を用いて評価を行う

➤ 独・半導体

- CEOの評価は毎年監査役会で実施しており、この評価結果に従いCEOの報酬額を決定する
- 評価は、毎年の収益およびマージンなどのFinancial KPIに基づいて行っている
- またCEO含むマネジメントボードの報酬は、経営報酬報告書にて各メンバーの具体的な数字や、目標設定を開示することが義務付けられており、4年前からは年次総会で経営陣の報酬報告書を審議することが法律で義務付けられているため、制度の透明性が高い

➤ 米・金融サービス

- 取締役会は毎年CEOの評価を行い、選解任を決定する
- 米国のほとんどの企業では、CEOの評価はスコアカードで報告され、そのスコアカードをもとに報酬委員会がCEOの報酬を決定している
- 取締役会の独立性は重要である。取締役会がCEOと個人的に親しいメンバーで構成されている場合、これらのメンバーはCEOを客観的に評価することができない

➤ 仏・交通インフラ

- 株主総会で毎年 CEO に目標が決定され、その目標に基づき取締役会がその達成状況の評価を行う
 - 株価はCEOの評価に直接的には影響を与えない。株価の変動には様々な要因があるためである
- 評価に従い、CEOの報酬が決定する。報酬は固定報酬と変動報酬で構成されている
- 弊社の株式は半分フランス政府が所有しており、政府もCEOの評価に関与する
- フランスでは2年以上株式を保有している場合は議決権も2倍になる。これは短期的な利益獲得を目的とした投資家を影響力を抑えることを目的としている

後継者計画の評価は取締役会における重要なアジェンダの一つで、独立取締役を中心にその内容の評価を毎年実施している

後継者計画（1/2）

➤ 独・エネルギー

- ドイツのガバナンスコードによれば、後継者計画については毎年継続的な評価を実施する必要がある
 - ドイツの全ての企業は従業員のパイプラインに基づいて組織内の人事評価を実施して、次世代リーダーの育成候補者を選定している
 - 人事評価に基づく従業員の次世代リーダーの育成候補者は監査役会に報告される

➤ 仏・保険

- 年次で行われている組織内の人材レビューを通してCEOを含む経営層全体の後継者候補を特定する
- 候補者の選定においては、経営者としてのジェネラルに求められるスキルのほか、次期CEOが直面するであろう重要なマクロ課題を総合的に勘案して検討される

➤ 米・IT

- 弊社は創業者が社長であり特殊な状況であるため、CEOの後継者計画は取締役会及び株主にとって最重要の検討事項である
- 後継者計画には、緊急時の対応と長期的な視点に基づいた後継者計画のそれぞれが存在する
 - 現CEOが病気になるなどの不測の事態として短期的にCEOの代わりを務める対象者が必要な場合は、緊急時の対応として他のCxO、もしくは取締役会のメンバーが臨時的CEO役割を担う。取締役会メンバー10人のうち、6人は大企業の元CEOを務めていた者であり、不測の事態が起こった場合も冷静に大企業の経営を引き継ぐことができる
 - 長期的な視点に基づいた後継者計画では、可能な限り社内の従業員から後継者候補を選定している。弊社では現在5人の候補者が存在している

➤ 独・半導体

- 将来のCEO候補は、社内のほか数兆ドル規模のIT企業からも優秀な人材を集めている。彼らは技術的な知識を持っているだけでなく、テック企業特有の体制でどのようにリーダーシップを発揮したらよいかという知見を持っている

➤ 英・教育メディア

- 業績不振に陥った2代前のCEO解任の決定が遅れたことは後継者計画がうまく機能していなかったことにある
 - CEO就任5年目で5回目の利益警告を受けたタイミングで取締役会はCEOの解任・交代の検討を行ったが、当時社内には3人の候補者しかおらず、これらの候補者の離職やCEO就任打診への拒否といった事情もあり、タイムリーな交代ができなかった

(続き)

後継者計画 (2/2)

➤ 米・金融サービス

- 弊社では、後継者計画の一環で約10年前に次期後継者候補として現CEOを他社から抜擢し、その間は前任のCEOがリードした重要な意思決定やその実行に関与していた
- 株主は、現CEOが後継者候補であることはこの10年の間で理解しており彼のパフォーマンスに満足していたため、株価の上昇など大きな結果を残した前CEOの退任にネガティブな反応を示すことはなかった
- スムーズなCEOの交代を行う上では、時間をかけ後継者を育成し、株主などステークホルダーへの後継者計画の透明性を高めることが重要である

➤ 仏・交通インフラ

- フランスでは全ての企業が年次報告書で後継者計画を説明することが期待されている
- 通常は、ガバナンス委員会が候補者のリストアップとその評価を行っている
 - 多くの企業では、CEOのほか副社長が数名任命されており、これらの副社長が次期CEO候補として説明されている
- 弊社は株式の50%をフランス政府が保有するため、CEOは取締役会の提案を受けフランス政府に任命される仕組みとなっている

取締役会は、その多様な知見・経験や独立性に基づき、CEOによる意思決定の客観的な評価、必要な場合はその後押しを行っている

CEOによる重要な意思決定と取締役会の役割（1/4）

➤ 独・エネルギー

- エネルギー業界は、脱炭素化の要請など大きな環境変化にさらされており、このため国を超えた業界再編など多くの買収や売却を繰り返し行っている。このような環境を受け、会社のサステナブルな成長に向け、株主や監査役会からCEOに対する大胆な意思決定を促すプレッシャーは強い
- 売却に伴う従業員の影響は大きく、ドイツの法律に従い従業員の雇用は守る必要があるため、その点も考慮し売却先と交渉の上、売却計画をまとめている。雇用のほか、企業へのロイヤリティなど精神面での懸念も考えられるが、過去20年で活発に買収や売却を繰り返してきたからか、従業員も徐々に慣れており、最近では会社による意思決定に協力的な雰囲気である

➤ 仏・保険

- 取締役会の多様な経験や知見は弊社のポートフォリオ計画策定において重要な役割を持つ
この計画に基づき過去に20件を超える事業売却を実施した。これにより、重要な領域に集中する体制を構築することができた
- 従業員は会社への感情的な繋がりを持つことから事業売却は難しい決断であるが、やり方次第ですべてのステークホルダにポジティブな結果をもたらすことができる
 - 例えば弊社では一部の事業の分離上場を行ったが、経営はうまくいっており従業員へもポジティブな影響をもたらした

➤ 米・IT

- 意思決定における取締役会の重要な役割は、専門的な知見や他業界における経験・知識を基に客観的で厳しい質問を経営層に投げかけることである
- 特定の金額以上の重要なM&Aは、戦略適合性や将来の金銭的リターンと買収金額の妥当性等の観点を取締役会にて評価した上で承認を行っている
- また、弊社のようにカリスマ的な創業者がCEOである場合には、CEOからの独立性を担保した上で、CEOの暴走を防ぎ株主利益を守ることも重要な役割である
- 事業売却や投資の中止の決定を後押しをすることも重要である
 - 売却や投資の中断はCEOが自らの決定の失敗を認めることであり、また従業員の雇用の喪失に繋がることもあり、その決断を躊躇するケースもある。一方で企業価値の向上のためには必要な決断であり、独立性を持つ取締役会ではこの後押しが求められる

(続き)

CEOによる重要な意思決定と取締役会の役割 (2/4)

➤ 独・電機

- 弊社では前CEOが主導する形で全社のポートフォリオ改革を実施した
 - 元々はコングロマリットでありアクティビストからの指摘が想定されたため、それに先手を打つ形で一部事業の分離上場を行い本体から切り離すことで、自社が注力すべき領域をデジタルに絞った
 - 分離した事業は、多大な投資を必要とする事業特性を持っていたこと、業界としての独自トレンド・規制が強いことから、コングロマリットの一部であることより、経営の独立性を高め資本市場から直接資金調達を行える体制であることが有益と判断した
- これらの大胆な改革を受け、直近の財務パフォーマンスは安定しており株主からの評価も受けている
- 事業の分離や売却は、多くのケースにおいて従業員からポジティブに受け止められることはない。しかし、環境変化に対応するためには企業は変革し続けなくてはならず、マーケットトレンドにあわせて新たな技術の獲得も必要である。今後も大きなスピノフは予想されるが、従業員はこの決定を受け止める必要がある

➤ 独・半導体

- ドイツではCEO候補に求める特性の一つにリスクテイク力があると思う
 - CEOのリスクテイクを後押しする上では、報酬による動機付けも重要である他、賠償責任リスクを最小化する上で役員賠償責任保険を整えることも必要である
- 弊社では過去に複数の買収や売却を行っている。ドイツの監査役会は、株主代表のほか、半数は従業員代表で構成されており、大規模な売却を行う上では従業員代表の同意も必要となる
 - 正式な決定を前に、CEOは従業員代表と丁寧話し合いの機会を設け、事前の認識齟齬や、従業員への配慮を示している
 - 実際に弊社では従業員代表が売却を明確に反対したケースはなく、これはマネジメントボードとの信頼関係に裏打ちされている
 - 現在のCEOは弊社での長い経験を持ち、その中で信頼関係が築かれた。外からきたCEOではなく、このような形で信頼関係を築くことができるCEOの決断である方が従業員にとっても受け入れやすいと考える
- CEOは意思決定において強力な役割を担っているがCEOだけでリスクを取るわけではなく、最終決定は取締役会全体で行う
 - 例えば、過去に実施した大規模なM&Aでは、その検討や決定をリードするのはCEOではあるが、取締役会と何度も議論を重ねて最終的に取締役会全体で決断した。また、M&Aのような巨大な取引においては監査役会を巻き込んだ広範な議論が必要不可欠である
 - マネジメントボードは5名、監査役会は16名で構成されているが、全員が意思決定プロセスに参加している

(続き)

CEOによる重要な意思決定と取締役会の役割 (3/4)

➤ 英・教育業

- 業績不振の立て直しをミッションに就任した前CEOは、レガシーとされる伝統的な事業の売却を決定し、事業ポートフォリオを法人向けから消費者向けに転換させるなど、大胆な経営改革をリードした。結果として、前CEOの就任期間で業績は上向き株価は大幅に上がっている
 - 売却に伴い従業員が会社を去ることは経営者にとっても難しい判断である。一方で、英国では法律（TUPE）において従業員の雇用契約は事業譲渡先に承継される規則があり従業員の雇用は基本的に守られるため、従業員の立場への配慮は、売却の意思決定から目を背ける理由にはならないはずである
- 過去の業績不振のタイミングでは、CEOと取締役会は会社の置かれた状況と目指すべき方向性を見失っていたと感じる。取締役会の独立性を担保し経営の透明性を高めることはCEOによる意思決定をドライブする上でも重要な要素である

➤ 米・金融サービス

- 弊社では、フィンテック領域での新たなデジタル技術の台頭を背景に積極的にM&Aを実施している
 - これらのM&AはCEOの強いリーダーシップにより推進している
 - 取締役会は、客観的な立場で戦略適合性及びファイナンスや法務の観点でリスクの評価を行う
- 経営者のリスクテイクを促す重要な要素は報酬であると考える
 - 米国ではCEOの報酬に対する株式の割合を高く設定しており、現金報酬は給与全体の約10%に過ぎない
 - 報酬の半分以上は株式として支払われており、これによりCEOは中長期視点で企業戦略を捉え株主価値の向上に努める
 - また、CEO就任時に大量の自社株を買うケースも多い

➤ 仏・交通インフラ

- M&Aなどの重要な意思決定は、経営サイドで財務・法務観点でのリスクを評価した上で、取締役会で議論・決定を行う
- フランスでは取締役会に従業員代表を任命する必要があり、弊社では取締役会に6名の従業員代表が選定されている。従業員は、株主リターンではなく、従業員の雇用や賃上げに関心があるため、会社が投資などの大きな決定を行う際は反対意見を表明することもある
そのため、従業員代表とは丁寧な議論が必要となる

(続き)

CEOによる重要な意思決定と取締役会の役割 (4/4)

➤ 独・自動車部品

- 日本企業と欧米企業の違いはCEOのマインドセットにあると思う。日本企業の経営者は短期的な目標に集中するのに対し、欧米の経営者は中長期のターゲットを定め、短期の細かいステップは気にせず、中長期のターゲットの達成に集中する
- 金銭的な報酬も重要な要素である。欧米のCEOは金銭的報酬に動機付けされている
- 弊社も過去は日本企業のような文化があり、金銭的リターンより製品の品質を重要視していた。一方で、現在では、会社の持続的な存続のためには財務的健全性も大事であることから、金銭ドリブンな企業文化に大きく変わったと思う

➤ 英・消費財

- 消費者の健康志向の高まりを受け業界全体として逆風にさらされている。そのためCEOは明確な将来のビジョン（具体的には新たな収益源の獲得）を示さなければ投資家からの支持を集めることはできない
 - 昨年就任した現在のCEOへの期待は、伝統的な製品ポートフォリオからよりサステナブルなポートフォリオに移行し中長期の成長に向けた戦略を明確に示し実行することである
- ポートフォリオの転換のためM&Aも積極的に実施している
 - 大規模なM&Aは取締役会の承認が必要になるが、M&Aを決定するにあたって、取締役会は主に“①買収先と弊社のカルチャーフィット”、“②戦略適合性・成長への寄与”の観点で評価を行っている
 - 事業売却の決定基準は主にROIである。数年の単位でその事業がROIの目標を達成しているか評価し、期待される水準に達していない場合売却を決定する。会社への業績面での影響を最小化するにあたって売却の決定は早めに行うことが望ましい
 - 従業員は会社に関情的な繋がりもあり売却は難しい判断だが、CEOは株主リターンの責任を持つため売却の決断も果敢に行うべきである
- 取締役会の多様な知見やスキルは意思決定を行うにあたって重要な役割を果たしている

取締役会は、執行サイドからの独立性と、国籍やスキル・出身業界等の多様性を重視し構成されている

取締役会の構成（1/2）

➤ 独・エネルギー

- ドイツには監査役会と取締役会がある
- 監査役会は労働規則により、1/2が労働者評議会から選出されている（監査役会の内訳は、1/2が労働者代表、残り1/2が株主代表）
- 監査役会の中にExecutive Committeeがあり、取締役の選任と評価を行う。取締役は監査役会から年次総会で選任される

➤ 仏・保険

- 弊社の取締役会は多様性を重視しており、国籍（フランス人と外国人の割合）や出身業界（保険業界出身者と経営に精通した他業界出身者の割合）を考慮している
- 毎年、取締役会の評価が実施されており、その評価は外部の機関と社内による評価を一定期間ごとに使い分けている
- 過去3～4年は、**取締役の個人評価も実施**しており、来期の取締役会の効果的な運営に向け重要なインプットとなっている
- 取締役会議長は取締役全体を評価し、ガバナンス委員会議長が取締役会議長を評価する

➤ 米・IT

- 取締役の決まった就任期間は設けていないが、平均期間は5年程度である
- 取締役会の独立性を担保するため、理想的には2年毎に取締役会の構成をリフレッシュする必要があると考えている
- **理想的な取締役の就任期間は5-10年と考える。就任期間が長すぎるとCEOと距離が近くなり独立性の懸念が生じるため就任期間は最大10年が望ましいと考える。**一方で、取締役会で経営陣に厳しい質問を投げかける上では、**弊社のビジネスにも精通する必要がありそのためには一定の就任期間が必要**である
 - 弊社では、18年以上就任した取締役がおり独立性が懸念されたため直近交代を行っている

➤ 独・電機

- CEO以外の他のマネジメントボードのメンバーもテクノロジーへの知見は深く、例えば米IT大手出身者や社内の技術的な部署出身のメンバーで構成されている
- 監査役会のメンバーは他のドイツ大手企業の経営経験者が多く、外部の知見はボードにおいて有意義な議論をもたらしている
今後は、ソフトウェア関連の知見があるメンバーを増やす必要があると考えている
- 一方、もう半数の監査役会は従業員代表であり、製造部門の出身者で構成されているため、彼らにテクノロジーの知見を深めてもらう場や、メガIT企業の経営者と会話する場を積極的に設けている

(続き)

取締役会の構成 (2/2)

➤ 独・半導体

- 監査役会や独立取締役の実効性を向上させる上では、適切なメンバ構成であることが重要であると考える
 - 従業員代表は従業員によって選出されるため経営側が影響を及ぼすことはできないが、株主代表については経営側も候補選定に関与ができる。例えば、直近では、元弊社のマネジメントボード出身で直近は米IT大手の取締役を経験した者を弊社の独立取締役として招聘した。弊社の事業への深い理解と共に米IT企業での経験は、弊社の監査役会に意義のある知見をもたらしている
- ドイツにおける監査役会の実効性上の課題としては、その人数の多さがあげられる。弊社の現在の監査役会は16名であり、個人的には多すぎると感じる。そのため、全体の監査役会とは別に委員会を設置し、委員会ごとに責任を分担することが重要である
 - 弊社ではファイナンス、人事、テクノロジーなどさまざまな課題を扱う委員会が存在し、それらの課題をまずは個別の委員会で確認して、その後監査役会に持ち込まれることで、運営体制が効果的となる

➤ 米・金融サービス

- 米国では、カリスマ的な創業者が経営をリードする場合には取締役会の独立性やその実効性の重要性は問われないことが多いが、一方で伝統的な成熟企業においては、客観的で透明性が高い取締役会を確保することは、株主からの信頼を得る上で重要な要素である
- 取締役会の独立性を求める議決権行使助言会社の影響力も強く、コーポレートガバナンスが機能していることが求められている

➤ 仏・航空

- フランスの法律に基づき、弊社の取締役会は株主代表、従業員代表、また規制産業であることから政府関係者で構成されている
 - 弊社では6名の従業員代表を選定しており、彼らは労働組合に所属している
- 政府関係者や従業員代表については、経営サイドが選定に影響を持たないが、株主代表については事業戦略に基づき多様性のある構成になるよう努めている
 - 弊社の事業は、小売りや不動産等多岐にわたるが、これらの幅広い業界の経験や知見がある独立取締役を選任している
 - 最近では、ツール等のデジタル化に注力していることからテクノロジー業界関係者も選定している

➤ 英・消費財

- 独立取締役のメンバの選定にあたっては、過去に経営者として変革をリードした経験を重視している。戦略の実現にあたって、複数の戦術オプションを評価し実行に移してきた経験が重要である
- 取締役会メンバの多様性（スキル、国籍、性別、出身業界等）も重要な要素である。多様性がクリティカルシンキングを引き出し、複数の角度から意思決定の評価を行うことができる。英国の経営者は、多様性の重要性を理解しているので、取締役会に限らず現場のチームの構成においても多様性を確保することが意識されている

