

参考資料①

(資料 2 に関する参考データ等)

2024年5月7日

事務局

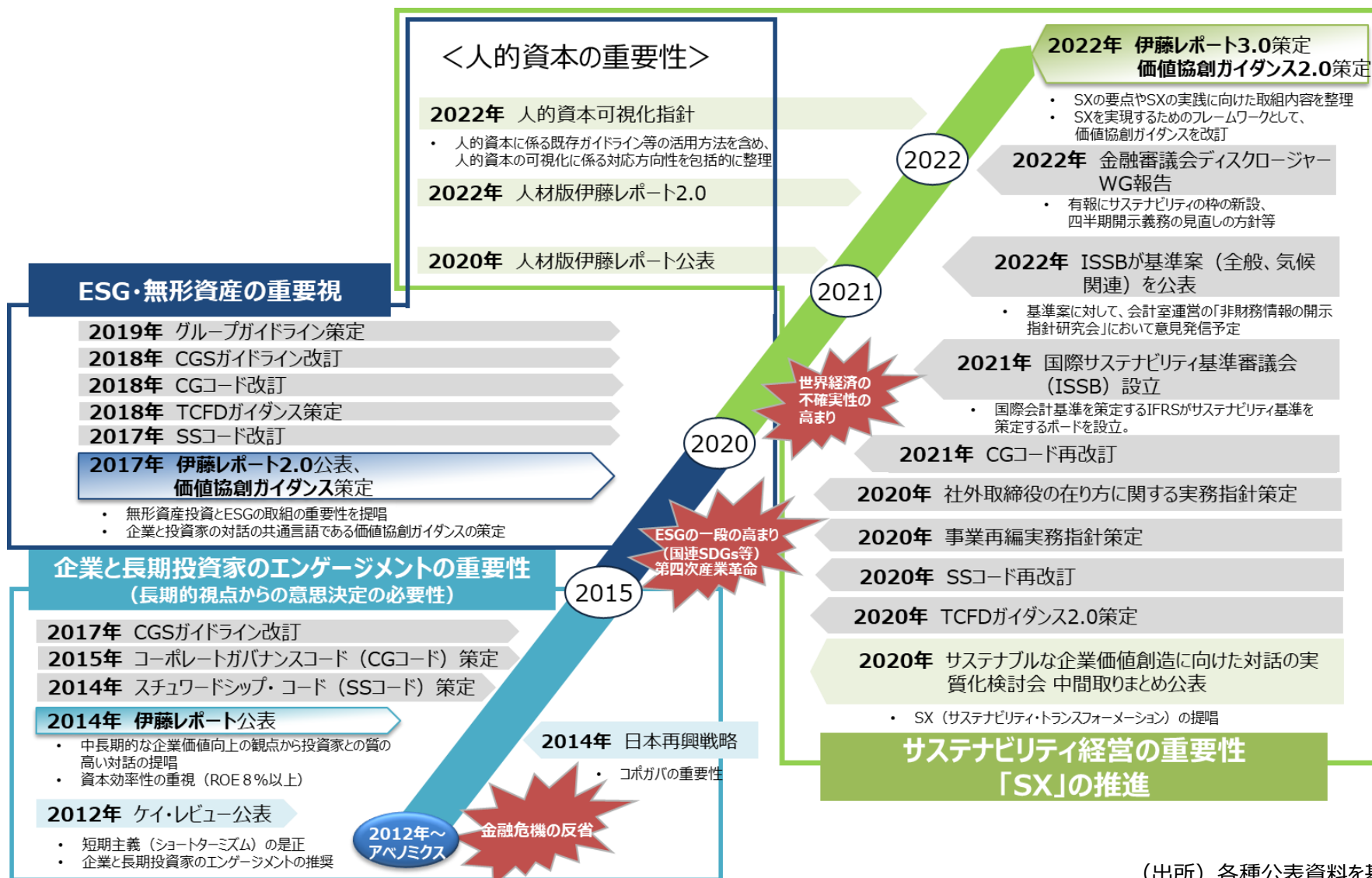
(経済産業政策局 企業会計室・資本市場班)

1. これまでの取組と現状認識

2. 関連データ等

企業の持続的価値創造の実現に向けた経産省等のこれまでの取組

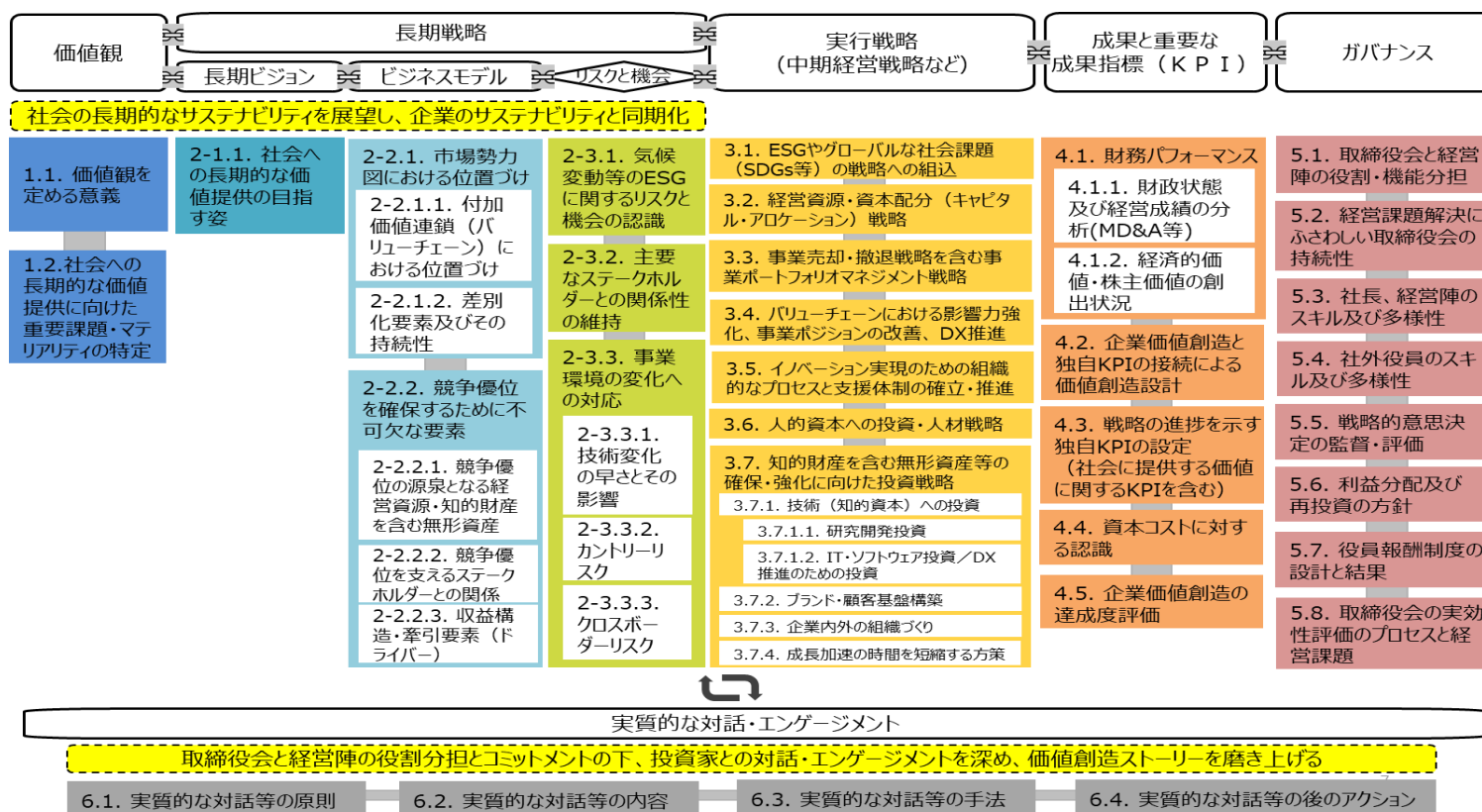
- 2014年の伊藤レポート公表以降、価値協創ガイダンスや東京証券取引所によるコーポレートガバナンス・コードの公表をはじめ、各所から各種ガイダンス等が公表されるなど、企業価値向上に向けた様々な取組が行われてきた。



(参考)「価値協創ガイダンス2.0」

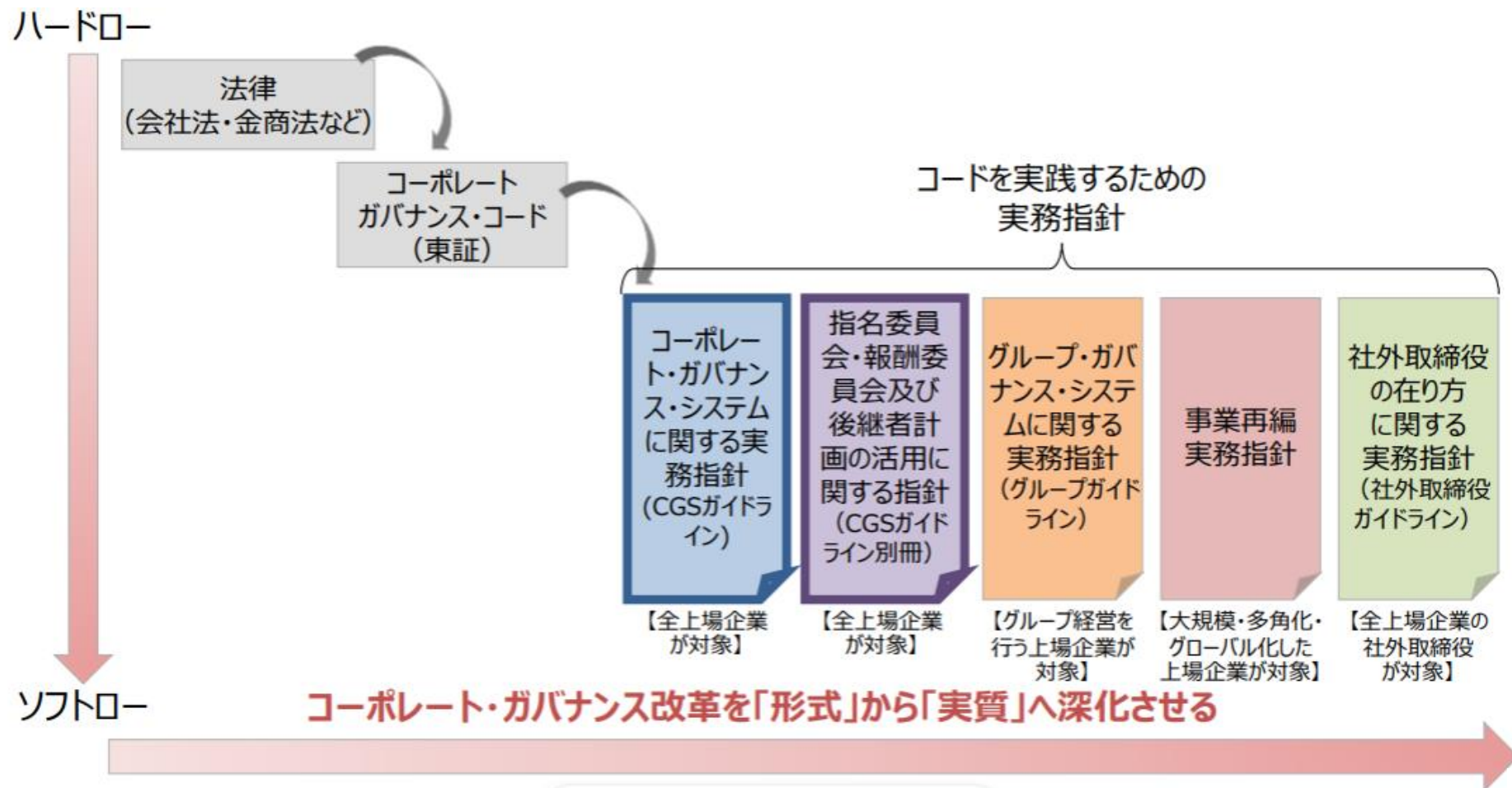
- 企業が持続的な企業価値向上に向けた経営を実践（戦略策定・開示・対話）するための手引きとして、「価値協創ガイダンス」を2017年に策定・公表。同ガイダンスでは、企業価値を構成する様々な要素（価値観～実行戦略～KPI・ガバナンスなど）を、一連の価値創造ストーリーとして統合的に整理。
- 2022年8月には、SXの意義をさらに明確化する観点から、改訂ガイダンス（「価値協創ガイダンス2.0」）を策定。
- 現在、200社を超える企業が、価値協創ガイダンスを活用。

価値協創ガイダンス2.0の全体図



(参考) コーポレートガバナンス改革

- 日本のコーポレートガバナンスは、ハードローである会社法とソフトローであるCGコードで構成。
- 経済産業省では、CGコードを実践するための実務指針として各種ガイドラインを策定



(参考) 東証の取組 (1/2)

- 東証フォローアップ会議において、上場維持基準に関する経過措置の終了時期を直ちに明確化するとともに、資本コストを意識した経営の推進など、中長期的な企業価値向上に向けた自律的な取組みの動機付けとなる枠組みづくりを推進。

中長期的な企業価値向上に向けた取組

対応方針 (2023年1月公表)

実施状況/今後の予定 (アップデート)

対象の 市場区分

1. 資本コストや株価への意識改革・リテラシー向上

- a. 経営陣や取締役会において、自社の資本コストや資本収益性を的確に握し、その状況や株価・時価総額の評価を議論のうえ、必要に応じて改善に向けた方針や具体的な取組、その進捗状況などを開示することを要請
- b. 企業行動規範等について、資本コストへの意識や株主の権利の尊重、とりわけ少数株主の権利保護など、上場会社の責務を明確化するとともに、実効性確保などの観点から全体的に点検を行い、必要な見直しを実施
- c. その他、経営者（上場会社）の意識づけに資するため、株式報酬制度に関する理解の促進や推奨、資本市場やコーポレート・ガバナンスに関するeラーニングなどの研修コンテンツの点検・アップデート、事例の取りまとめ・公表など

- 2023年3月に、「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」の要請を実施
- 2024年2月末時点で、プライム市場の59%（969社）、スタンダード市場の22%（348社）が開示済
- 2024年1月から開示企業の一覧を公表
- 企業の開示状況等や投資家等からのフィードバック等を概ね四半期ごとに集計し、追加的なフォローアップ施策について、継続的に検討・実施
- 2024年から検討開始
- 2023年4月以降、aの要請に関する趣旨・留意事項等について、各種セミナー等を通じて周知
- 2024年2月に、投資家の視点を踏まえた対応のポイント・事例を公表
- 上場会社の取組みのサポートのため、各種セミナーを継続するとともに、研修コンテンツのアップデート・拡充につき継続的に検討

プライム・
スタンダード

全市場

全市場

(参考) 東証の取組 (2/2)

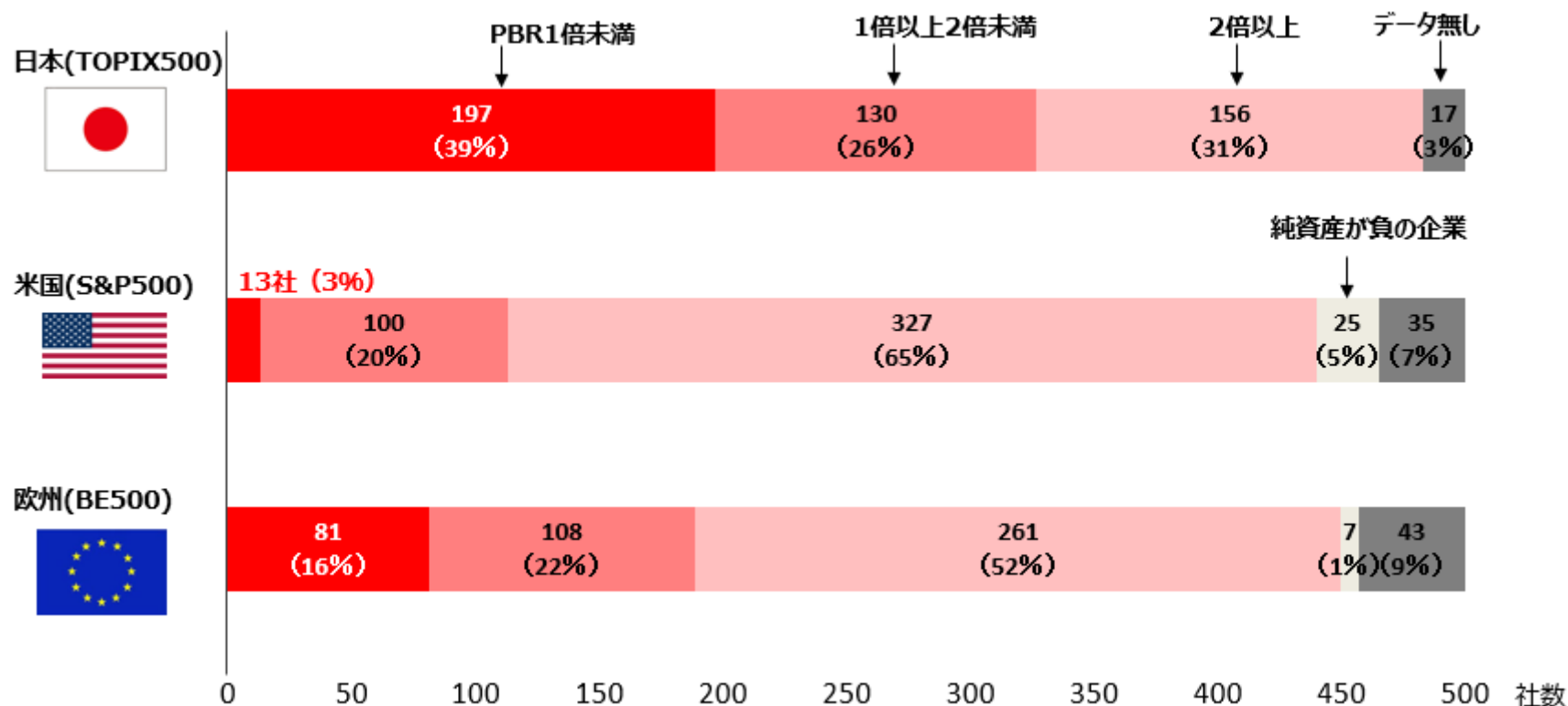
対応方針 (2023年1月公表)	実施状況/今後の予定 (アップデート)	対象の市場区分
2. コーポレートガバナンスの質の向上		
a. <u>コンプライ・オア・エクスプレインの趣旨を改めて周知</u>するとともに、<u>エクスプレインの好事例や不十分な事例等を明示</u> b. 指名委員会・報酬委員会の役割・機能や活動状況等に関する実態調査、その状況や事例の取りまとめ・公表	2023年3月に、「建設的な対話に資する「エクスプレイン」のポイント・事例」を公表。継続的にフォローアップ。 - 今後、指名委員会・報酬委員会の実態調査の結果を報告予定	プライム・スタンダード プライム・スタンダード
3. 英文開示の更なる拡充		
a. 個別の働きかけや情報周知活動等の取組を継続的に実施しつつ、<u>義務化する内容について決定・公表</u> b. 各市場区分における英文開示に関する取組事例の取りまとめ・公表を行ったうえで、スタンダード市場やグロース市場の上場会社にも事例を紹介するなどにより働きかけを実施	<u>2023年2月に、プライム市場上場会社を対象に、決算情報（決算短信等）及び適時開示情報について、日本語との同時開示を義務化する旨公表（2025年4月1日以降に開示するものから適用。1年間の猶予期間あり）</u> - 英文開示に積極的に取り組む上場会社へのインタビュー記事の拡充や「英文実践ハンドブック」の周知などを通じたノウハウの共有を進める	プライム 全市場
4. 投資者との対話の実効性向上		
経営陣と投資家の対話の実施状況やその内容等のコーポレート・ガバナンス報告書への記載を要請 <u>社外取締役に対して期待される役割の理解促進のための啓発活動</u>（社外取締役の役割等に言及した冊子の社外取締役への送付など）を実施 企業年金などのアセットオーナーが、企業との対話への意識・関心を高めていくための取組みについて、関係者と連携しながら対応を検討	2023年3月に、「株主との対話の推進と開示」の要請を実施 <u>2024年2月に投資家の視点を踏まえた対応のポイント・事例を公表</u> <u>2023年4月、全社外取締役に「社外取締役の在り方に関する実務指針」（経済産業省）の冊子送付</u> 2024年1月、社外取締役向けリーフレット「社外取締役のことはじめ」を作成（経産省・金融庁・東証） 2023年12月、「従属上場会社における少数株主保護の在り方等に関する研究会」において、<u>支配的な株主を有する上場会社における社外取締役の役割について取りまとめ、公表</u> - 政府における検討状況も踏まえつつ、取引所として必要な対応について継続的に検討	プライム 全市場 —

（出所）株式会社東京証券取引所「今後の検討事項について」、など東証HP公表情報（市場区分の見直しに関する東証フォローアップ会議資料など）を基に作成。

現状：日米欧の主要企業のPBRの比較

- PBR 1 倍割れ企業の割合が、欧米に比べて非常に高い水準。

PBRの分布（2022年度）



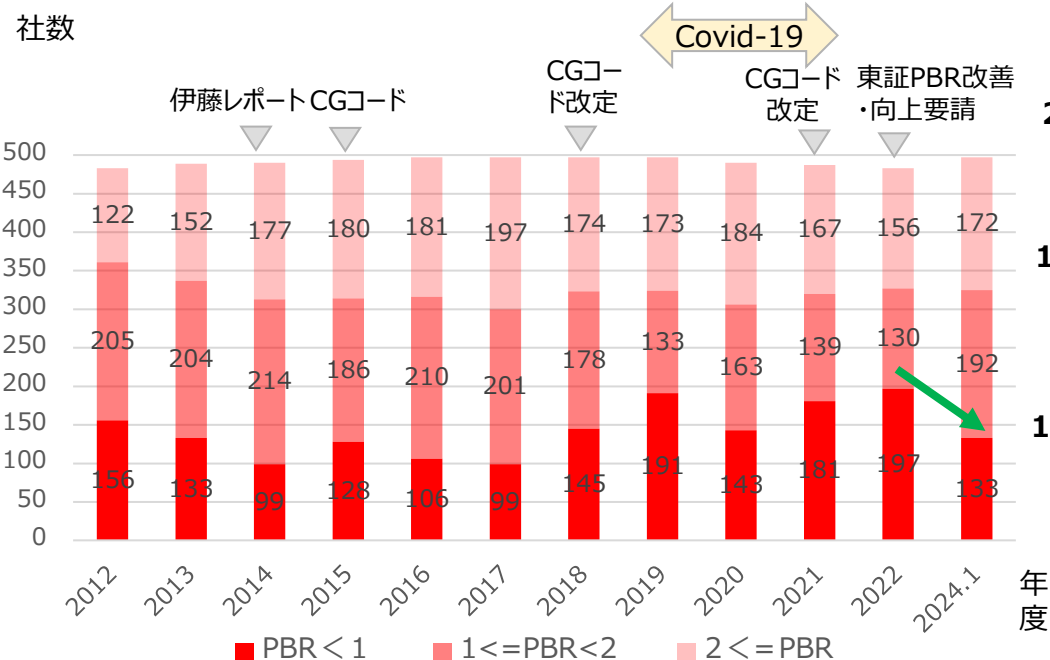
(注) 日本：TOPIX500、米国：S&P500、欧州：BE500

PBR = 株価 / 1株当たり純資産 (図は各社の2022年度末 (3月決算企業であれば2023年3月末) の時価総額と純資産額から算出)
(出所) Bloombergのデータを基に作成。

TOPIX500銘柄のPBR推移・分布

- 政府や東京証券取引所などからの声かけもある中、日本企業のコーポレートガバナンス改革の一定の進展も見られ、直近、日本企業の株価が上昇傾向。**2024年1月末時点でPBR 1倍割れ企業は、3割未満まで低下**。しかし、欧米と比べると依然として高い水準。
- 時価総額が大きい企業群ほど、PBR 1倍割れ企業の割合は少なくなり、PBR 1倍割れ企業の76%は時価総額 1兆円未満の企業から構成される。

日本企業のPBR分布の推移



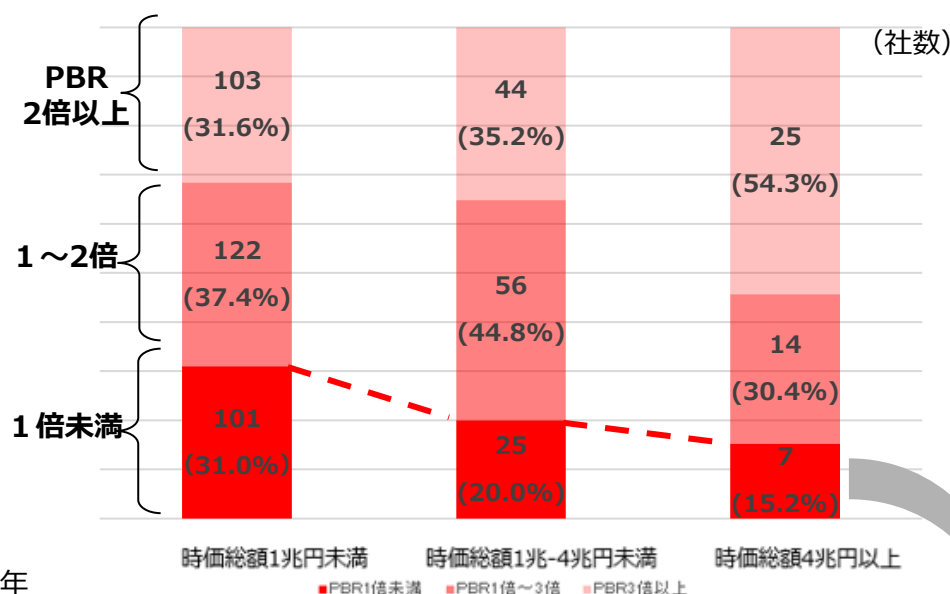
(注) 日本：TOPIX500

PBR = 株価 / 1株当たり純資産（純資産の額は各時点における直近決算年度末）

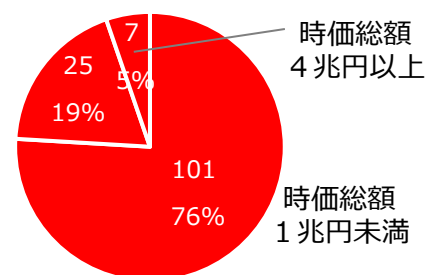
(出所) 東京証券取引所のデータを基に作成。

※「2012」～「2022」は、企業の事業年度を指す（例 2023年3月期決算の企業のPBRは「2022」に反映。）。「2024.1」は、直近事業年度末の純資産金額と2024年1月末の株価でPBRを算出。

時価総額別PBRの分布（24年1月末）



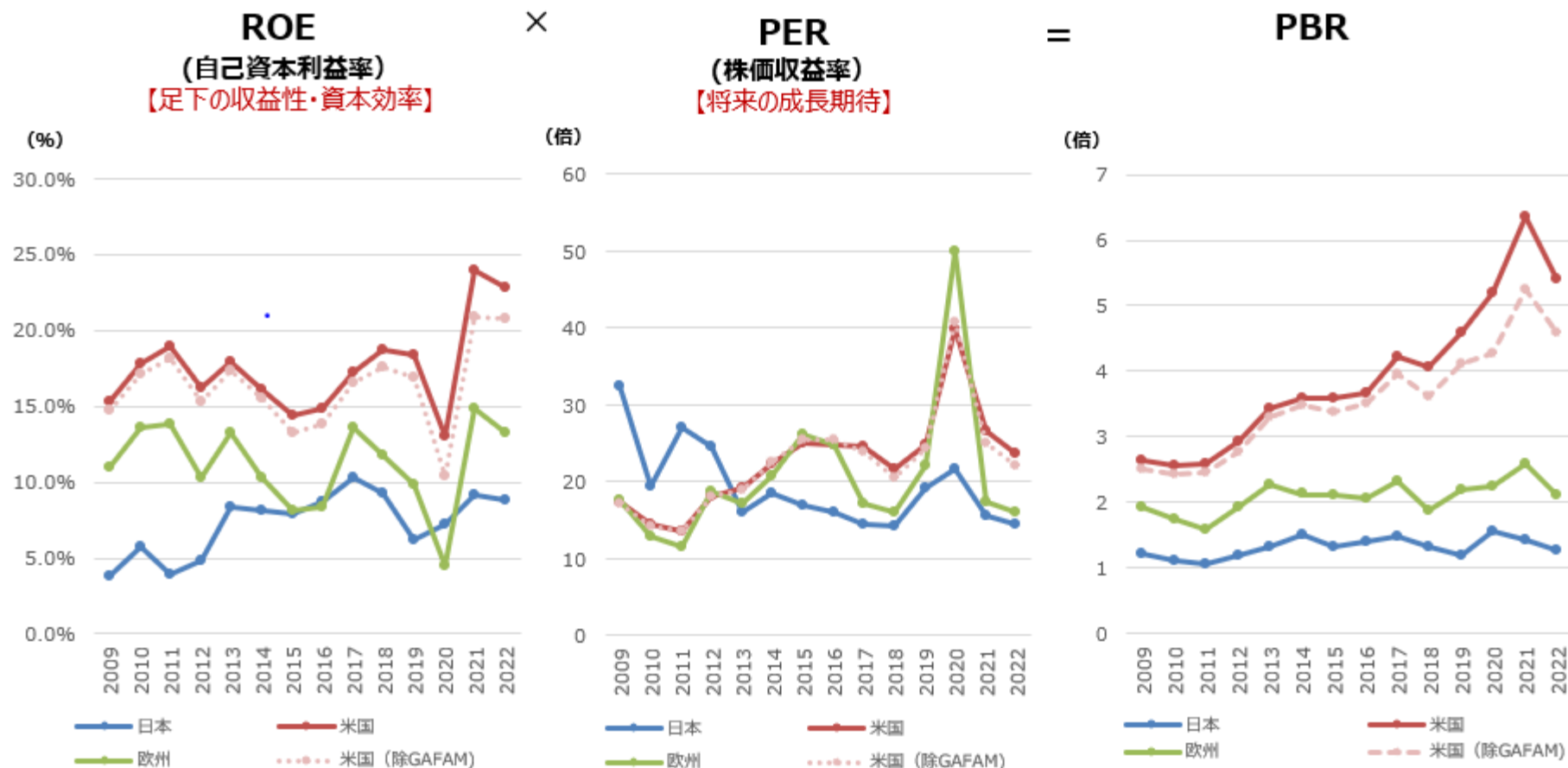
時価総額
1 - 4兆円



PBR1倍割れ企業の時価総額別分布

ROE・PER・PBR推移の日米欧比較

- PBRは、ROEとPERに分解できるが、いずれもが低い。特に、日本企業は、将来の成長期待を示すとされるPERが減少傾向。



(注1) : Bloombergのデータを基に経済産業省作成

※調査対象は、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。S&P500は、本社所在地が米国以外の企業除く。

「2009」～「2022」は、企業の事業年度を指す（例 2023年3月期決算の企業のPBRは「2022」に反映。）

(注2) ROE＝純利益（決算期末）／純資産額（期首期末平均）＊100

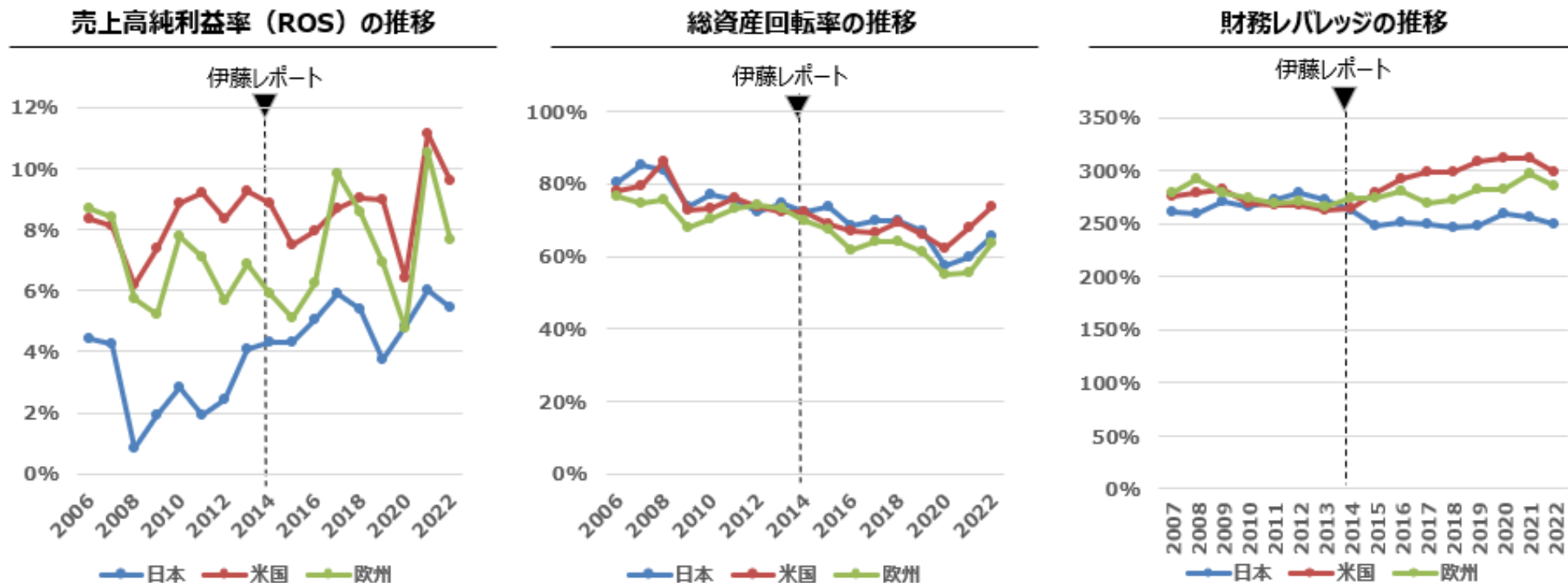
PER＝時価総額／当期純利益

PBR＝時価総額／純資産額

※上記はすべて時価総額加重平均によるもの

日本企業の低ROE（自己資本利益率）の要因

- PBRの構成要素であるROEをデュポン分解すると、日本企業のROEの低さは、伊藤レポート1.0と2.0でも指摘の通り、主に、**売上高純利益率（ROS）の低さ**に起因し、依然、欧米企業との格差は残る。



図：Bloombergのデータを基に経済産業省作成

※調査対象は、日本はTOPIX500のうち394社、米国はS&P500のうち347社、欧州はBE500のうち330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。S&P500は、本社所在地が米国以外の企業を除く。TOPIX500は円、S&P500は米ドル、BE500はユーロで算出。「2006」～「2022」は、企業の事業年度を指す（例 2023年3月期決算の企業のPBRは「2022」に反映。）

売上高利益率（ROS）＝当期純利益／売上高

総資産回転率＝売上高／総資産

財務レバレッジ＝総資産／前期と当期の純資産の平均値

1. これまでの取組と現状認識

2. 関連データ等

課題①関係

<資料2：座長メモより>

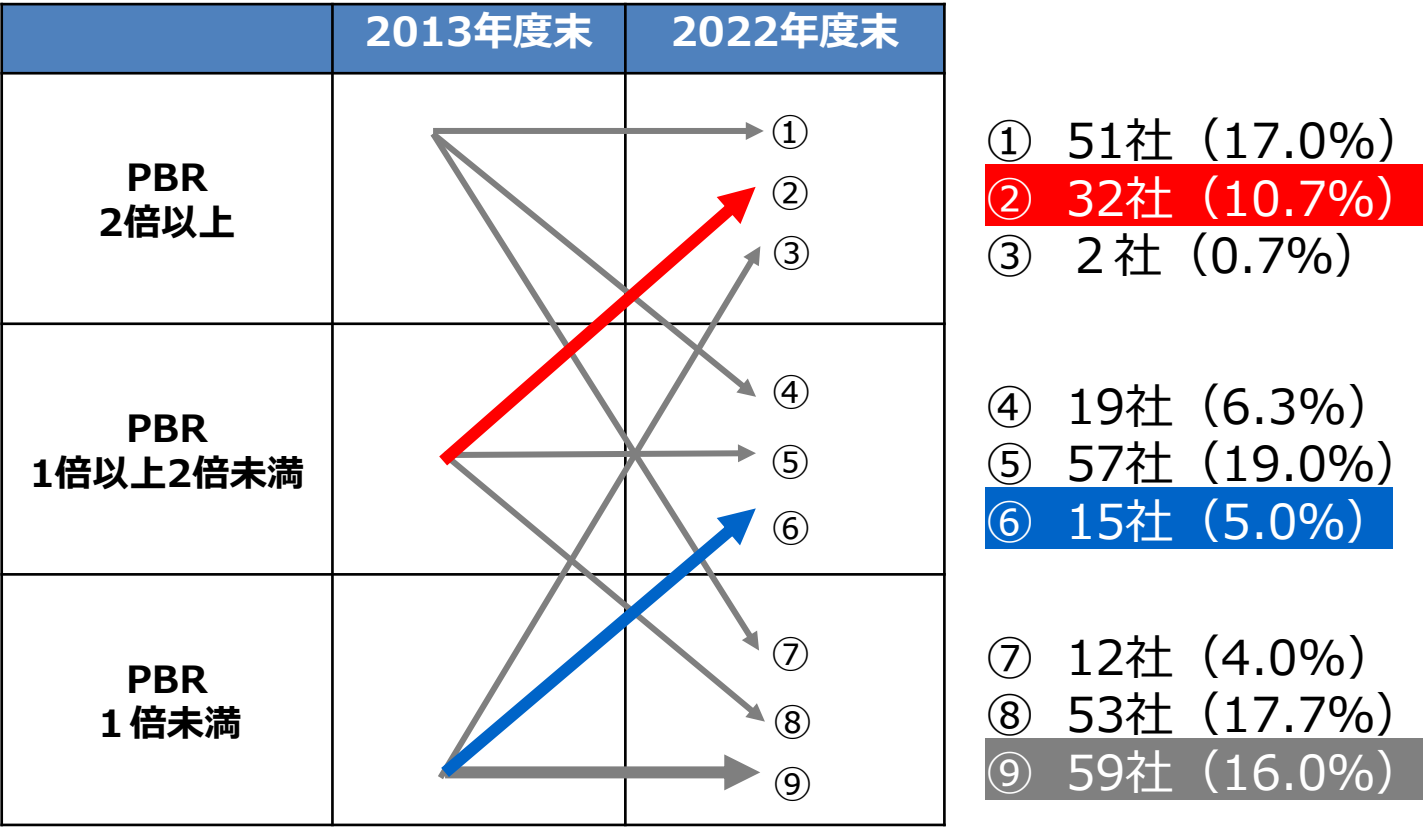
課題①：成長期待の向上の必要性

- この10年間、日本企業は、利益率や資本効率を徐々に高めてきたが、それは、特に低PBR企業においては、コストカットや自社株買いなど、短期的な対応によるものだったのではないか。実際、それら企業群の同期間のPER（将来の成長期待）は高まらなかった。企業価値を高めていくためには、PERが高まるような経営戦略が必要なのではないか。

これまで約10年間のPBRの変化（2013年度末vs2022年度末）

- これまでの約10年間（2013年度から2022年度）、一部の企業ではPBRが改善。
- 一方、PBR 1 倍割れから脱した企業は、限定的だった（時価総額上位300社のうち17社、5.7%）。

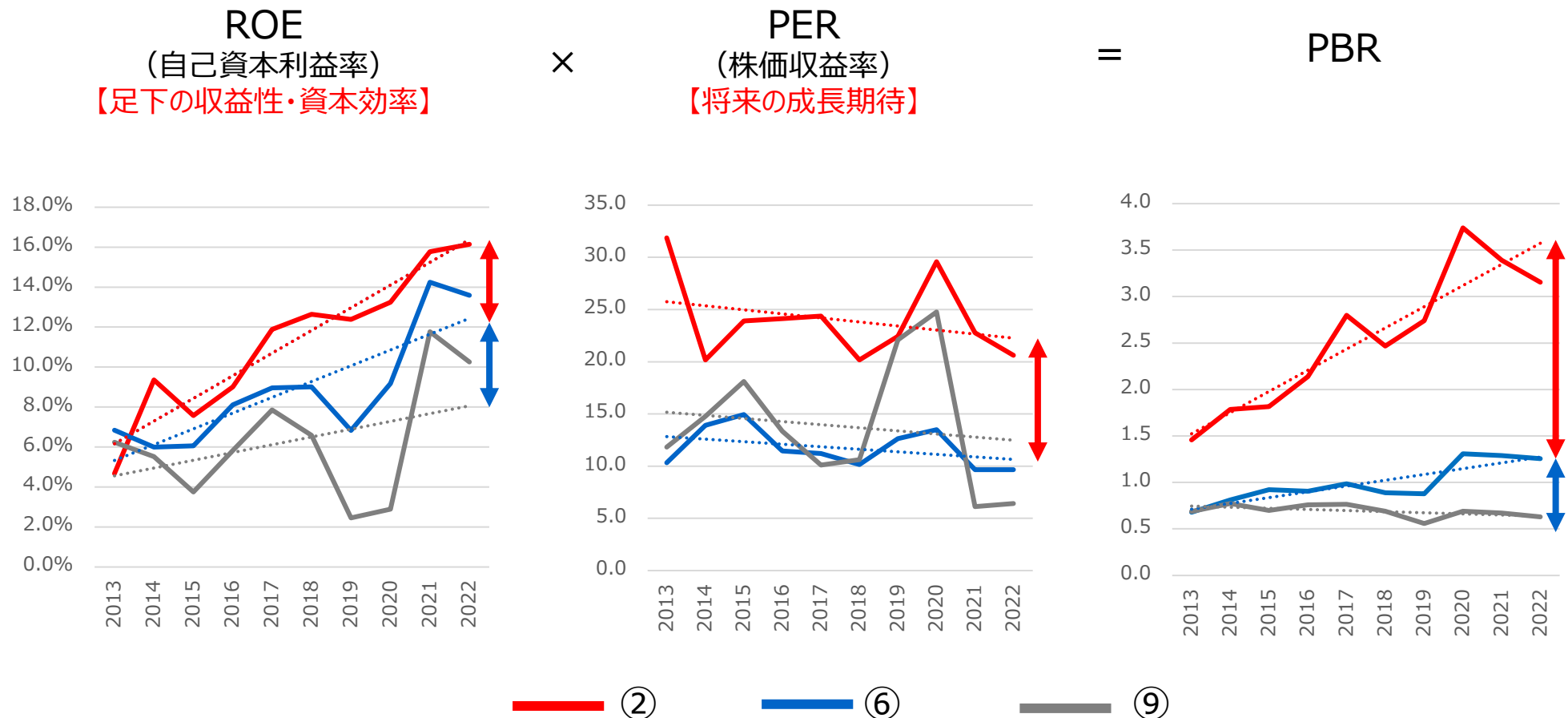
対象：2022年度末の金融機関を除く時価総額上位300社



PBR = 時価総額 ÷ 純資産
「2022年度末」は各企業の2022事業年度末を指す。例えば、3月決算の企業であれば、2022年度末は2023年3月期を指す。
(出所) SPEEDAのデータの情報を基に作成

企業分類ごとのROE及びPERの推移（企業群②⑥⑨）（1/2）

- PBR2倍以上（企業群②）を実現するには、ROEのみならず、**PERの向上が重要**になる。

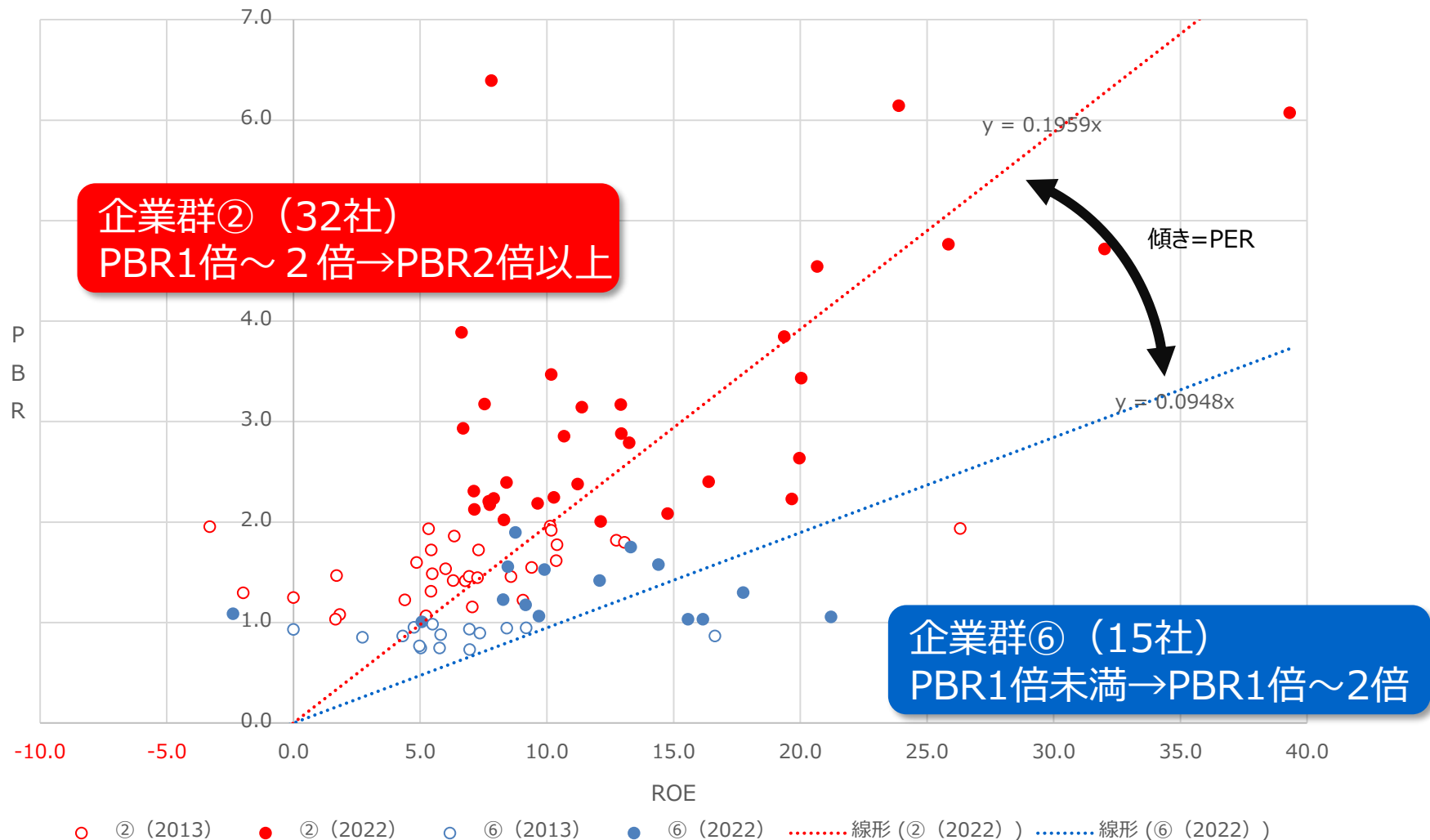


※ 対象企業は、2022年度末時点で、金融機関を除く時価総額上位300社。各企業群の加重平均で各指標を算出。

企業群②：PBR1倍～2倍→PBR2倍以上、企業群⑥：PBR1倍未満→PBR1倍～2倍、企業群⑨：PBR1倍未満→1倍未満

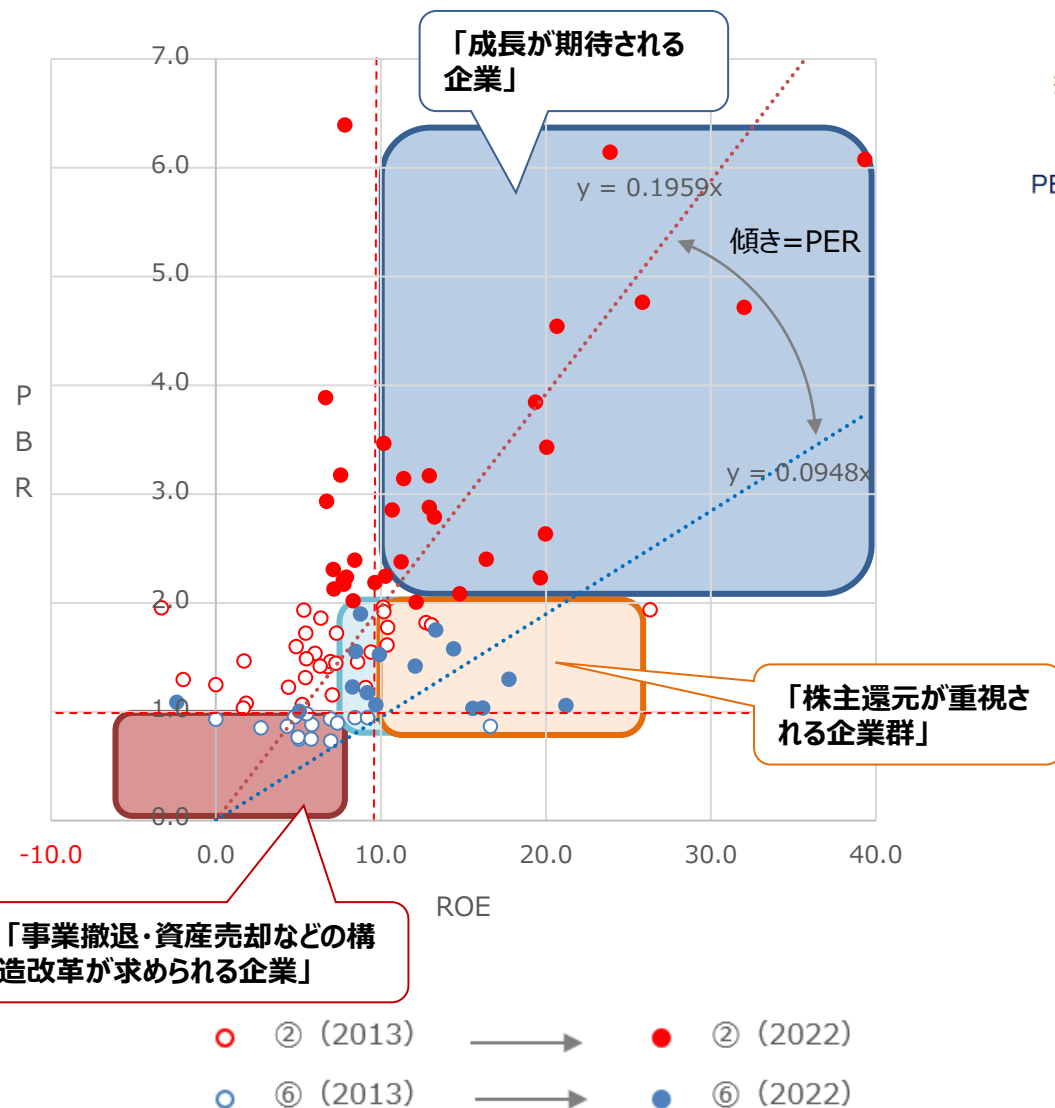
企業分類ごとのROE及びPERの推移（企業群②⑥）（2/2）

2013年と2022年のPBRの変化比較



※ 対象企業は、2022年度末時点で、金融機関を除く時価総額上位300社。各企業群の加重平均で各指標を算出。
企業群②：PBR1倍～2倍→PBR2倍以上、企業群⑥：PBR1倍未満→PBR1倍～2倍

(参考) 投資スタイルと企業分布

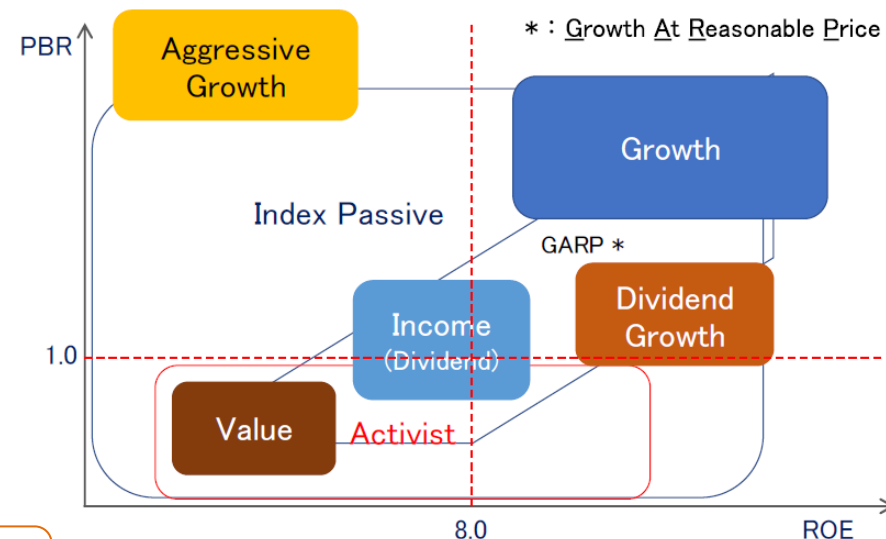


※ 対象企業は、2022年度末時点で、金融機関を除く時価総額上位300社。各企業群の加重平均で各指標を算出。

企業群②：PBR1倍～2倍→PBR2倍以上、企業群⑥：PBR1倍未満→PBR1倍～2倍

(出所) SPEEDA及びBloombergデータより経済産業省作成

投資スタイル別ポジショニング(イメージ図)



(参考) 投資スタイルのポジション定義

投資スタイル	ROE 条件	PBR 条件
Aggressive Growth	< 10.0	≥ 2.0
Growth	≥ 10.0	≥ 2.0
Dividend Growth	≥ 10.0	≥ 0.8、< 2.0
Income (Dividend)	≥ 7.0	≥ 0.8、< 2.0
Value	< 7.0	< 1.0

- 「Aggressive Growth」 + 「Growth」 = 「成長が期待される企業」
- 「Dividend Growth」 + 「Income (Dividend)」 = 「株主還元が重視される企業」
- 「Value」 = 「事業撤退・資産売却などの構造改革が求められる企業」

(出所) 三瓶裕喜氏の整理 (JACD Corporate Governance Vol.10 August 2022)

課題②関係

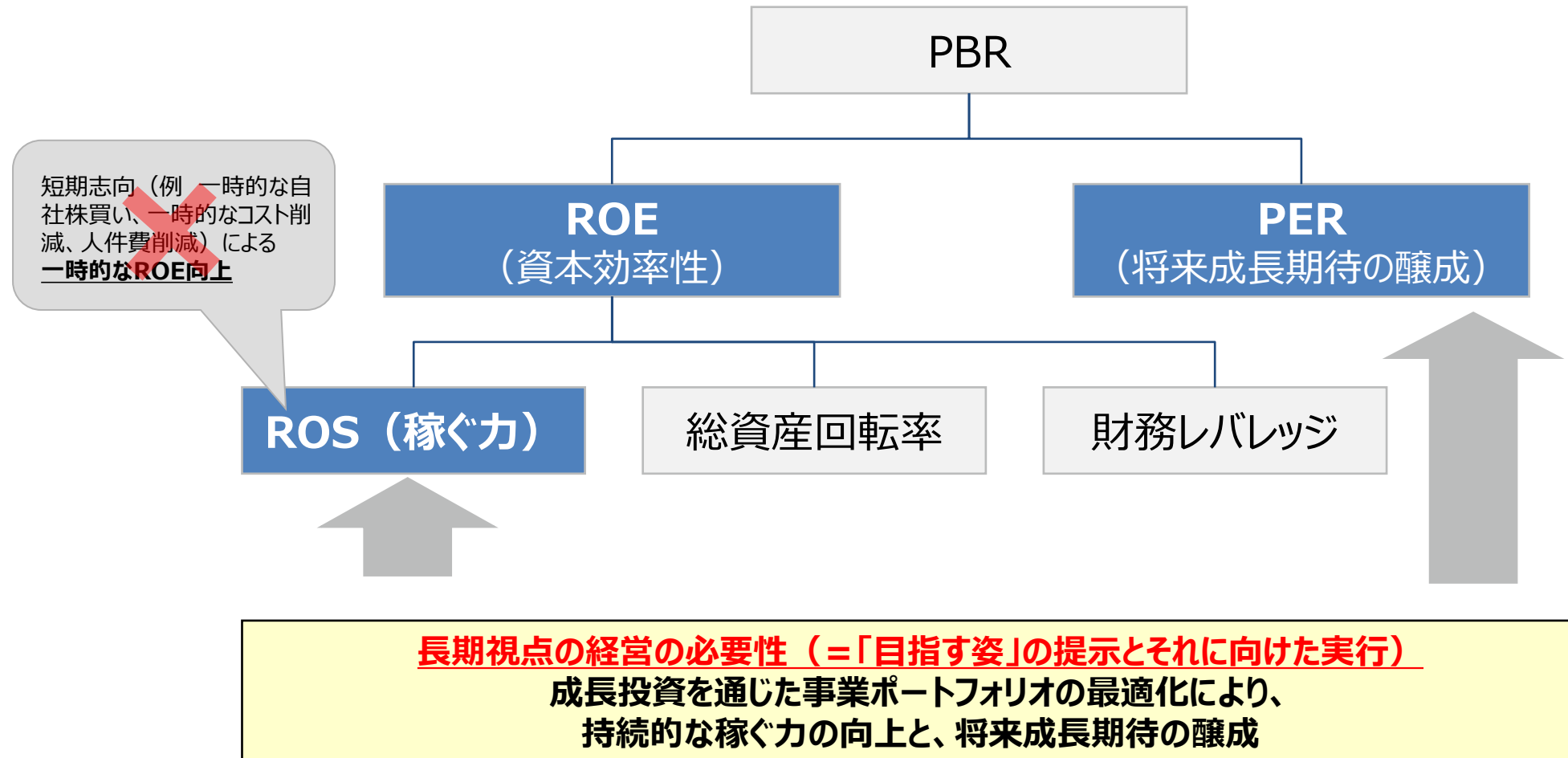
<資料2：座長メモより>

課題②：長期視点の経営の必要性

- 成長期待を高め、企業価値を更に高めていくためには、長期視点の経営（「目指す姿」の設定とそれに向けた実行）が必要ではないか。しかし、この10年間、株主還元は増えたが、成長投資（人的資本投資を含めて）への資本分配が不十分だったのではないか。そのため、日本企業に対する市場からの将来期待の醸成につながらなかったのではないか。
- また、ボトムアップ型で作成された中期経営計画が企業の長期視点の経営を阻害していないか。

企業価値を高めるためには

- 企業価値(PBR)を高めるためには、コスト削減や自社株買いなどの短期志向の短期的な利益率・資本効率の向上ではなく、成長投資を通じた事業ポートフォリオの最適化など、「目指す姿」の設定とそれに向けた実行による長期視点の経営により、将来期待(PER)を高めながら、利益率(ROS)を向上していくことが必要。



事業ポートフォリオの最適化の必要性

- 持続的な企業価値の向上に向けて、シナジーの発揮や持続的な収益性確保などの観点から、自社にとってのコア事業や成長事業を見極め、①ノンコア事業の整理や、②コア事業及び成長事業への経営資源の集中投資（M & A、研究開発投資、人的資本投資、設備投資など）などを通じて、事業ポートフォリオを定期的に見直し、その最適化を図ることが重要である。

事業ポートフォリオの最適化のイメージ図

①ノンコア事業の整理

売却、撤退

縮小

など

経営資源を
振り向け

②コア事業及び成長事業への投資

M & A

研究開発投資

人的資本投資

設備投資

など

事業ポートフォリオの最適化を実現

(参考) 投資家からの事業ポートフォリオの見直し・組換えに対する期待

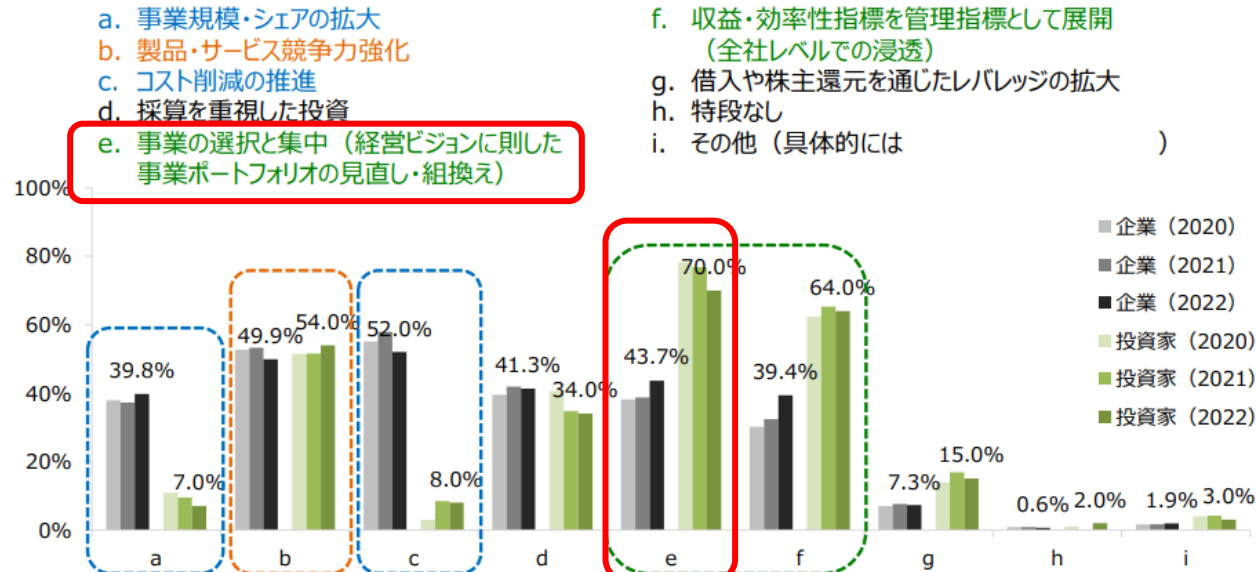
- 資本効率向上のために重視する項目として、投資家は、「事業の選択と集中（事業ポートフォリオの見直し・組換え）」を最も重視するが、企業の認識とのギャップが大きい。

資本効率向上のために重視する取組～生命保険協会アンケート～

10. 資本効率向上のため重視している取り組み（企業） ／期待する取り組み（投資家）

一般社団法人
生命保険協会

高い水準で一致	「b.製品・サービス競争力強化」
認識ギャップ大【企業＞投資家】	「a.事業規模・シェアの拡大」「c.コスト削減の推進」
認識ギャップ大【企業＜投資家】	「e.事業の選択と集中（経営ビジョンに則した事業ポートフォリオの見直し・組換え）」 「f.収益・効率性指標を管理指標として展開（全社レベルでの浸透）」



(回答数【企業】: 2022年度:465,2021年度:475, 2020年度:501)
(回答数【投資家】: 2022年度:100,2021年度:95, 2020年度:101)

(参考) 経営変革を「成し遂げる」には、長期の時間がかかる (1/2)

企業	経営変革の概要	ポートフォリオ変化	株価
ソニーグループ	経営危機をきっかけに、主軸をエレクトロニクス（テレビ等）から エンタメ（ゲーム、音楽等） にポートフォリオを大幅に組み換え。	2012年度:約6.8兆円 2022年度:約11.0兆円 (出所)「ソニーグループ（株）個人投資家向け説明会資料」	(出所) Google Finance
オムロン	ベストオーナーの観点から、2019年に車載事業部門を売却。2023年10月にはJDMCを連結子会社化するなど将来の成長領域と位置づけた ヘルスケア事業 を強化。	2011年度 2020年度 (出所) Google Finance	(出所) Google Finance
日立製作所	2009年の経営危機を踏まえ、主に国内を中心に製品・システムを提供するビジネスモデルから、IoT/AI/ビッグデータなどを活用したサービスで顧客課題を解決する「 社会イノベーション事業 」を グローバルに提供する ビジネスモデルへ舵を切った。	社会イノベーション事業に集中すべく、事業アセットの入れ替えを実施 社会イノベーション事業のグローバル展開に必要なアセットを獲得 獲得アセットの売上合計 FY2013-FY2021実績* FY2022実績 約3.1兆円 買収金額 約3.6兆円 社会イノベーション事業と関係の薄い事業アセットの譲渡 譲渡アセットの売上合計 FY2013-FY2021実績* FY2022実績 約5.0兆円 譲渡金額 約2.0兆円 (出所) Google Finance	(出所) Google Finance

(参考) 経営変革を「成し遂げる」には、長期の時間がかかる (2/2)

企業

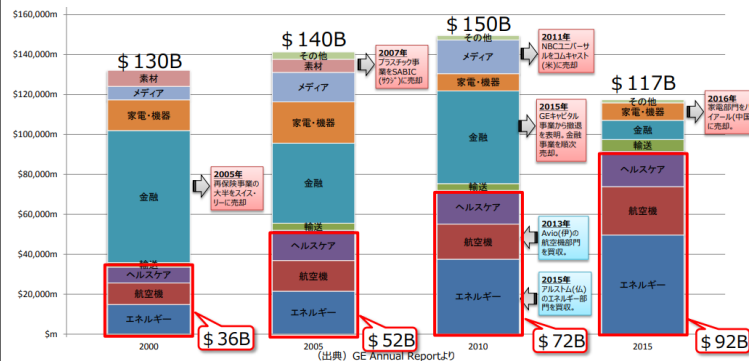
経営変革の概要

ポートフォリオ変化

株価

GE

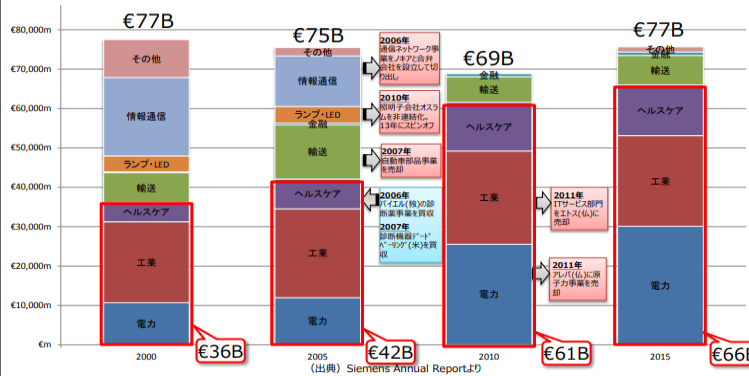
2000年以前に拡大させてきた金融事業等のノンコア事業を縮小させ、**ヘルスケア、エネルギー、航空エンジン部門**を強化。



(出所) Google Finance

Siemens

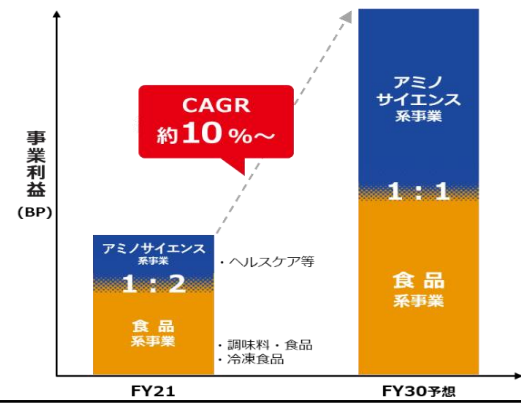
将来性や主力部門とのシナジーが低い事業を整理し、利益が上がる事業（**ヘルスケア、工業、電力**）に注力。



(出所) Google Finance

味の素

食品系と**アミノサイエンス系**の事業ポートフォリオ比率を50:50に。

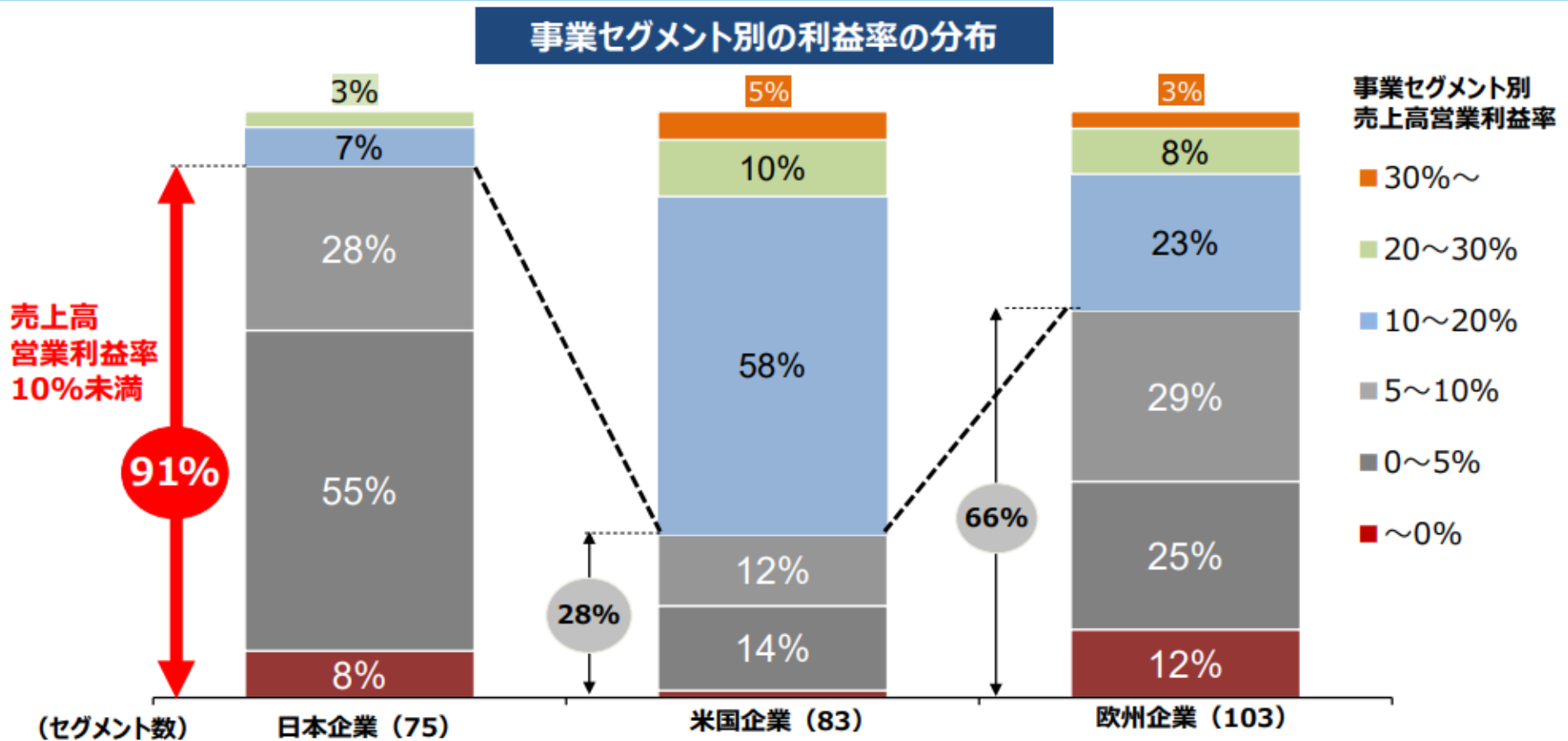


(出所) Google Finance

(出所) 各種公表資料をもとに経済産業省作成

日本企業の低収益性の要因と、事業ポートフォリオの最適化の必要性

- 売上高に占める「低収益セグメント」の割合は、米国企業が3割、欧州企業が7割であるのに対して、日本企業は9割。
- 日本企業は低収益セグメントを抱え込む傾向があり、そのことが全体の収益性が低い一因になっているという指摘あり。このため、持続的に企業価値を高めていくためには、収益規模や安定性、将来成長などを総合的に踏まえ、事業ポートフォリオの最適化が十分に行われているか、検討が必要。

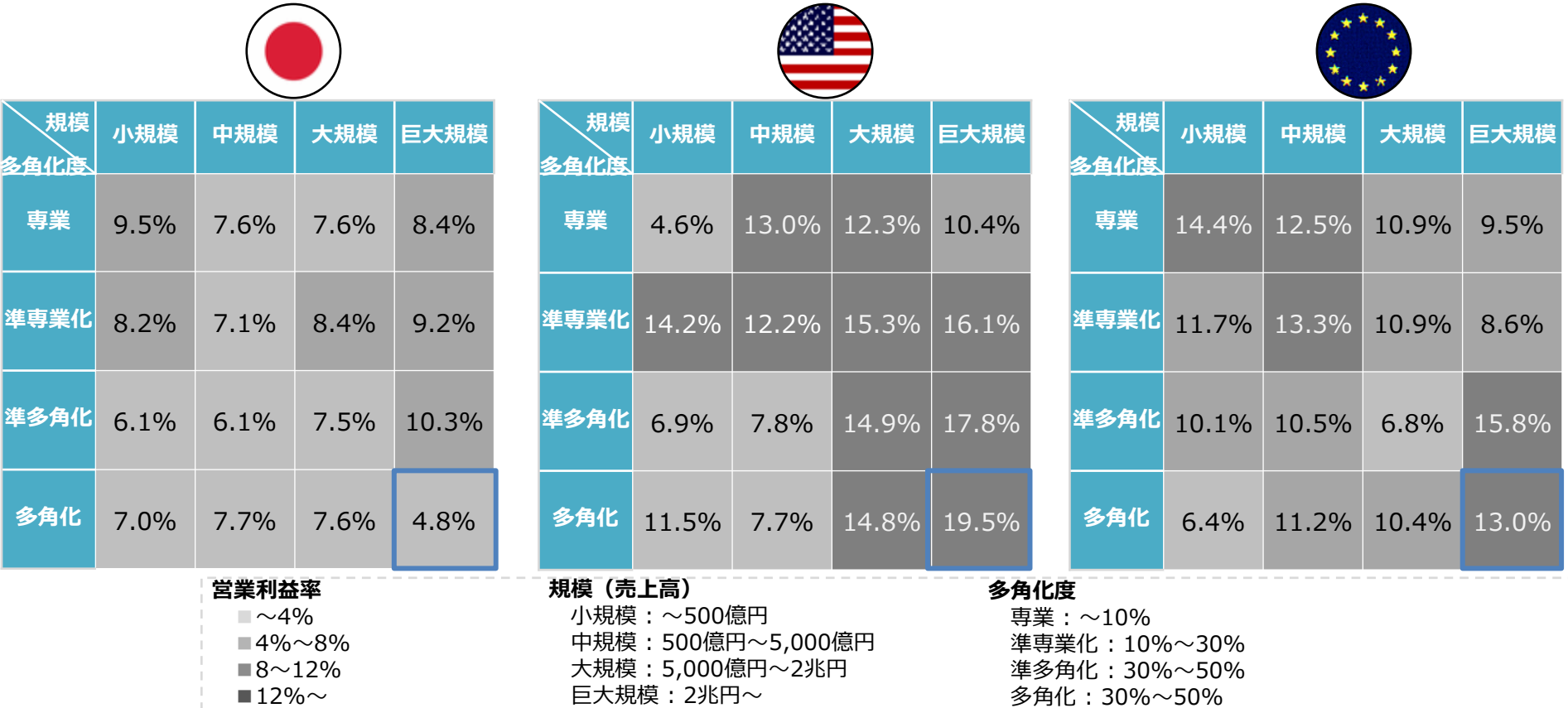


【出所】 Bloombergデータベースを元に、デロイトトーマツコンサルティング作成した資料を経済産業省にて加工。事業セグメント別売上高・営業利益の両方を、06-13年度の8期連続で取得可能な世界連結売上TOP500の中から、各国別多角化度（ハーフィンダル指数）上位50%、海外売上高比率20%以上の企業を対象に分析。

特に大規模多角化企業において、ROSの差が大きい

- 日本企業は、「多角化・巨大規模」の企業のROSが、欧米企業とと比較して特に低い。

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）

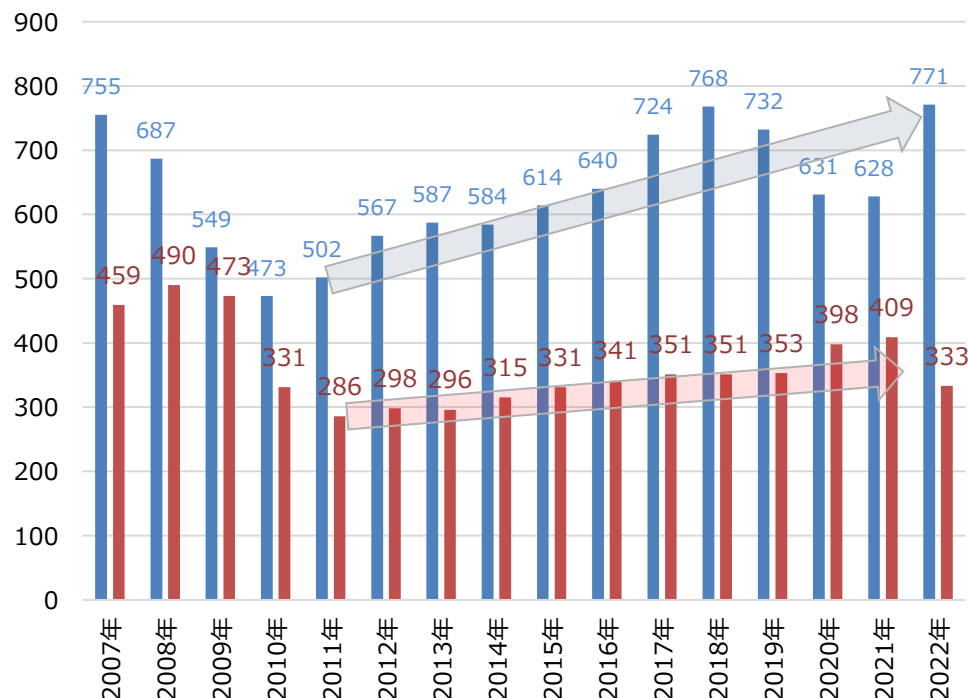
ROS=当期純利益÷売上

（出所）デロイトトーマツがBloombergのデータを基に作成（令和5年度産業経済研究委託事業調査報告書）

事業ポートフォリオの最適化（特にカーブアウト）に際しての課題

- 多くの日本企業は、特に海外投資を中心にM&Aを拡大してきたものの、将来を見据えた事業の切り出しも進まず、事業ポートフォリオの変革が低調であることが指摘されている。

国内上場企業の事業再編（クロスボーダーを含む）の類型別の推移

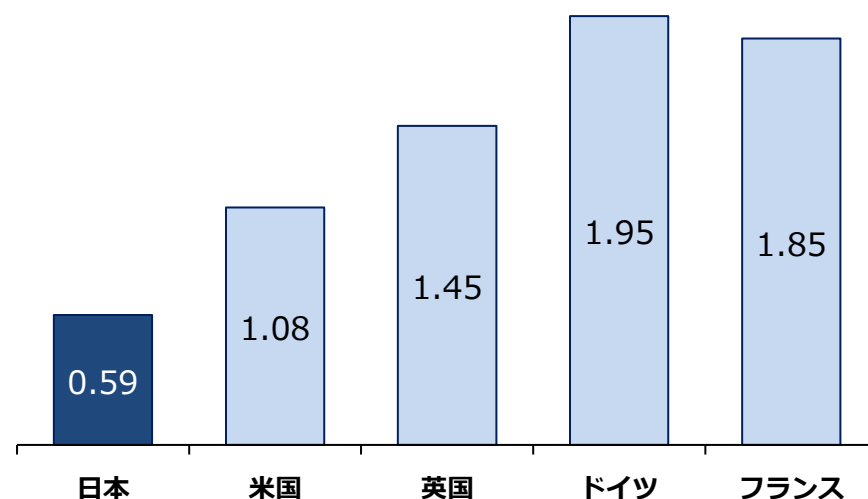


- 上場企業によるM&A（合併、売却、事業譲渡）
- 上場企業の売却（カーブアウト系）（事業売却、子会社売却）

（注）公表日ベース。
（出所）レコフデータベース及びマールオンラインより経済産業省が作成。

上場企業1社あたり事業切り出し件数

直近5年間（2017年～2021年）
上場企業の切り出し件数（上場企業1社あたり）

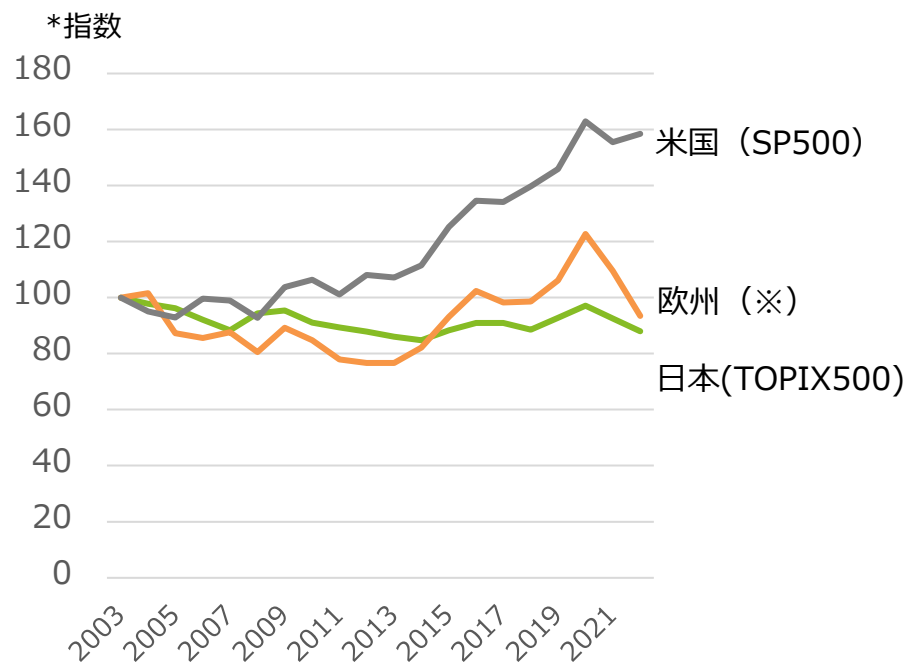


（注）2017/1/1-2021/12/31の期間に公表された案件が対象（「噂段階の案件」を除く）。
「事業切り出し」は、ダイベスチャー（事業の部分売却）、スピノフ、エクイティカーブアウト及びスプリットアウトの合計。
国は本社所在地により分類。上場会社の子会社の切り出し案件を集計に含めるため、上場会社が被買収企業、被買収企業直接親会社又は被買収企業最終親会社である案件を集計（OTC MARKETSへの上場を除く）。
（出所）リフィニティブデータベースより経済産業省が作成。

成長投資の課題

- 研究開発投資は、欧米に比較して低調。一方、国内設備投資は、30年ぶりによりやく増加してきた。

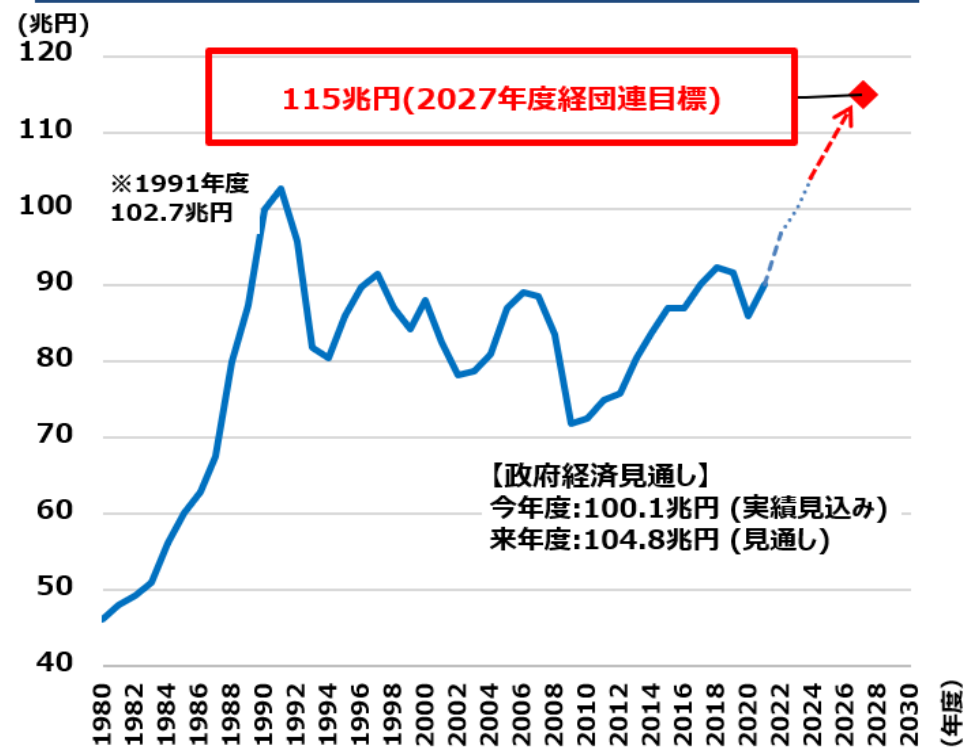
研究開発費/売上高比率（主要500社平均）



*2003年の数値を100%としている

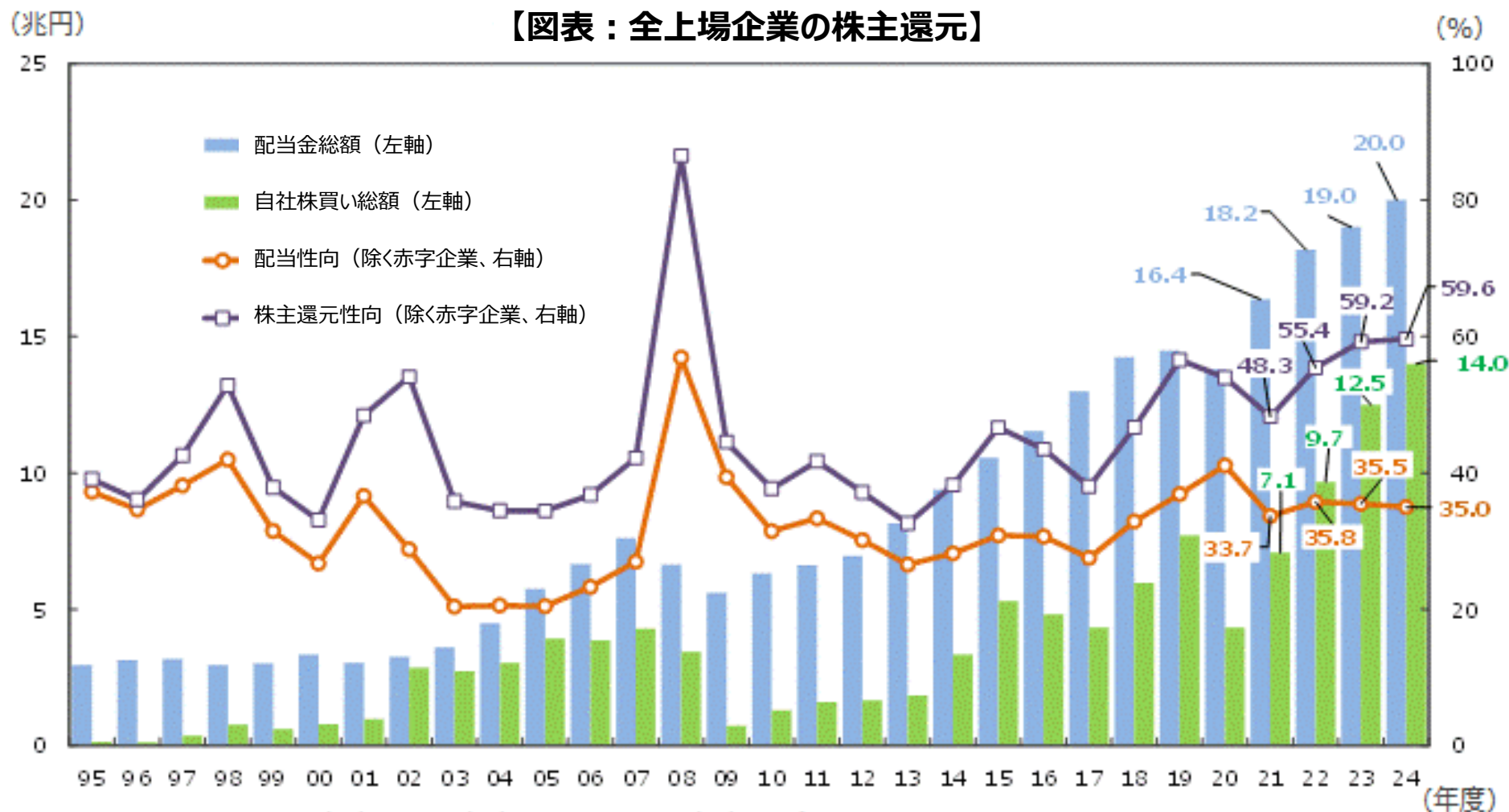
(*) 英国（ロンドン証券取引所）、フランス（パリ証券取引所）、ドイツ（フランクフルト証券取引所）に上場している企業のうち、2022年度時点の時価総額上位500社

民間企業設備投資額の推移と経団連目標



株主還元の拡大

- この10年間、企業は、株主還元（配当、自社株買い）を年々増やしてきた。



(注1) データは1995年度～2024年度。2023～2024年度は大和証券予想。

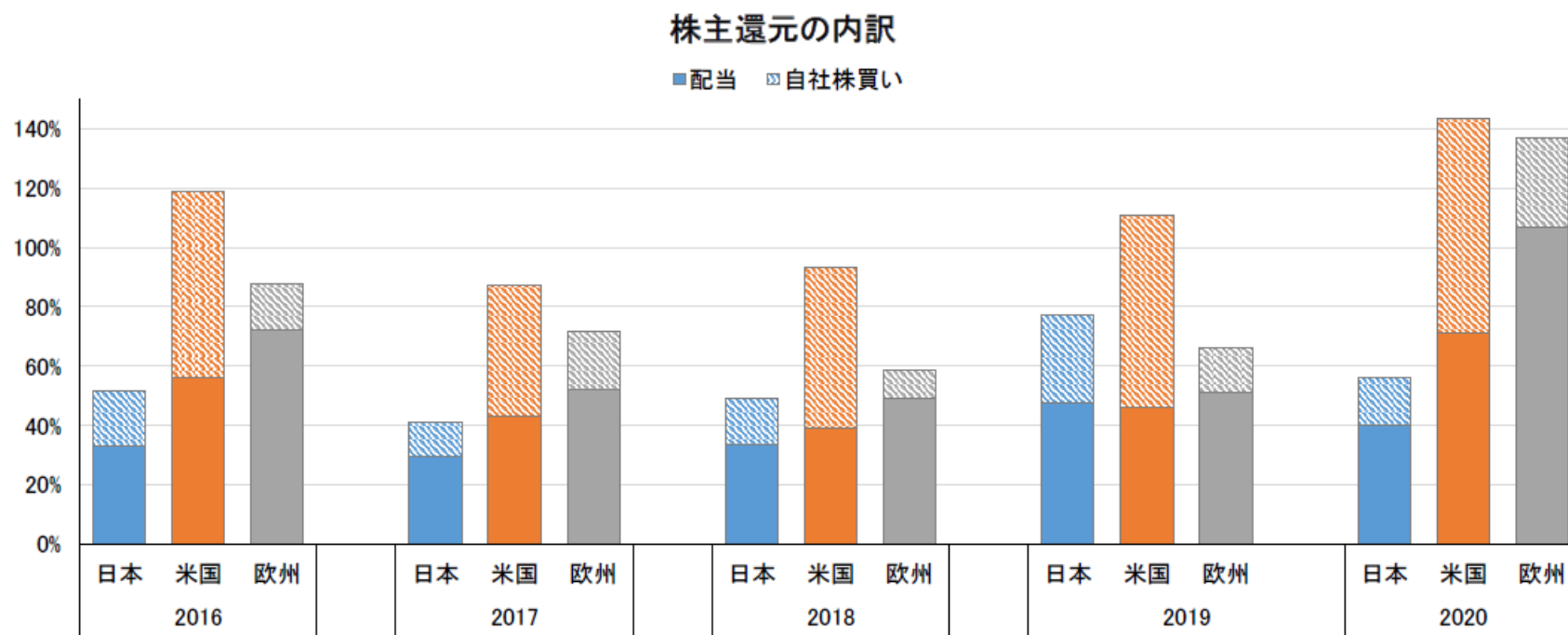
(注2) 配当性向：配当金÷当期純利益、株主還元性向：（配当金+自社株買い）÷当期純利益。

(出所) QUICK、東洋経済、INDBのデータを基に大和証券作成

<https://www.smd-am.co.jp/market/daily/marketreport/2023/07/news230710jp/>

日欧米の株主還元割合の推移

- 日本企業の当期純利益に占める株主還元（配当＋自社株買い）の割合は、増加傾向にあるものの、欧米よりは少ない。



(注)株主還元における配当の割合は、配当総額÷当期純利益で算出した値。同じく自社株買いは、自社株買いの額÷当期純利益で算出。

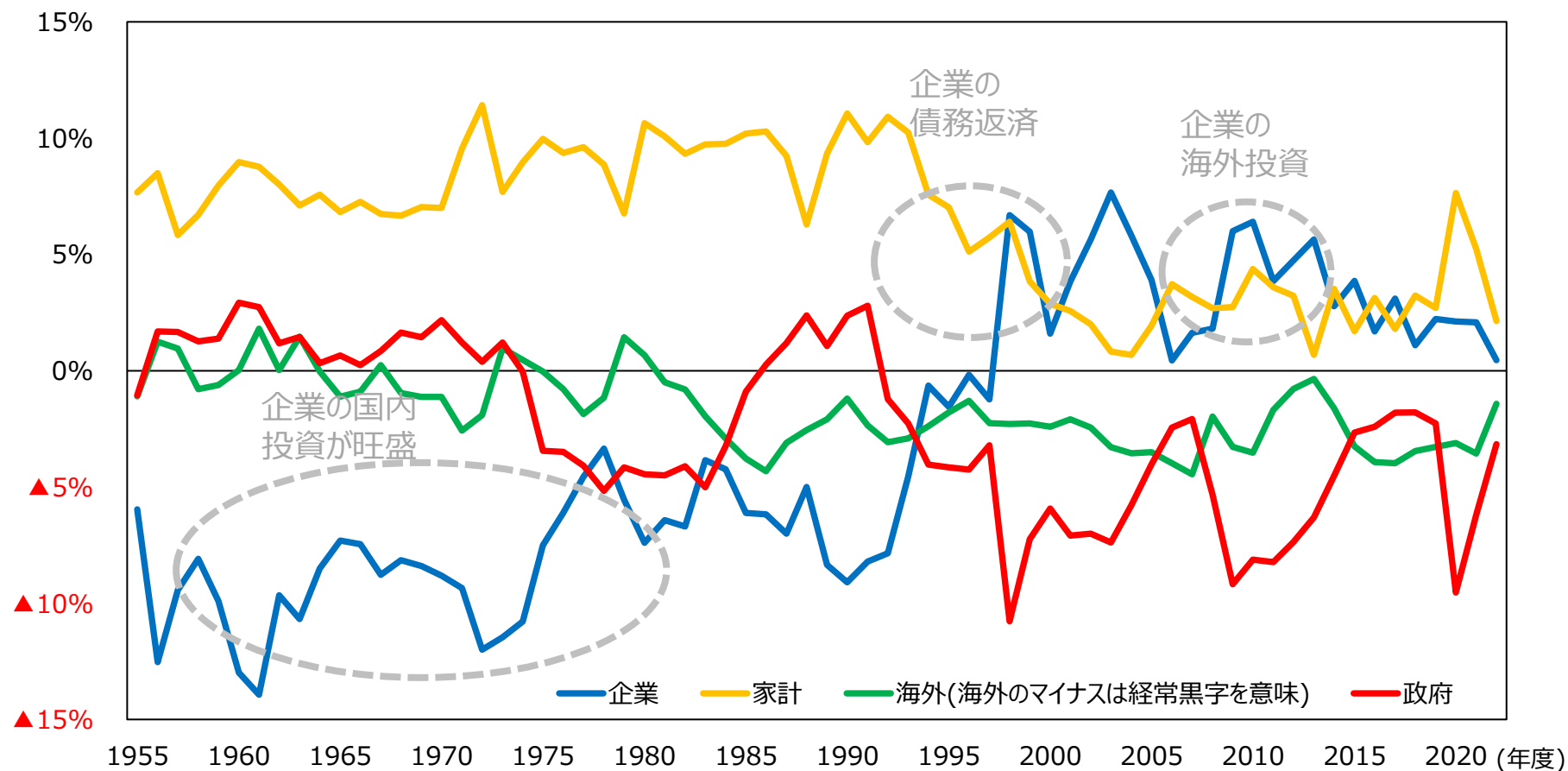
(出所) 日本: <配当>日本取引所グループ(年度)、<自社株買い>㈱アイエヌ情報センター(暦年)

米国、欧州(暦年): Damodaran Online

(参考) 家計、企業、政府の経済活動のISバランス

- 家計は継続的に黒字であるものの、企業も1990年代後半を境に黒字となっており、政府が一貫して赤字主体となっている。1990年代後半からは企業の債務返済に伴うものだったが、2000年代以降は企業は海外投資を増やす中で貯蓄超過主体となってきた。

部門別資金過不足（対GDP比）



(注) 1955-79年度までは68SNA、1980-93年度までは93SNA、1994年度以降は08SNA。

(出所) 内閣府「国民経済計算」

日本における、中期経営計画の策定状況

- 2000年代前半から中期経営計画の策定件数が増加。IR実施の日本企業のうち、中期経営計画を策定・公表している企業は70%。
- 中期経営計画は、企業の中長期の目標や計画等を定めたものであり、投資家との対話や内部管理などのために活用され、一定の役割を果たしていると考えられるが、一方、米国などでは、中期経営計画を公表していない企業が多いと言われている。

中期経営計画を策定している企業の割合

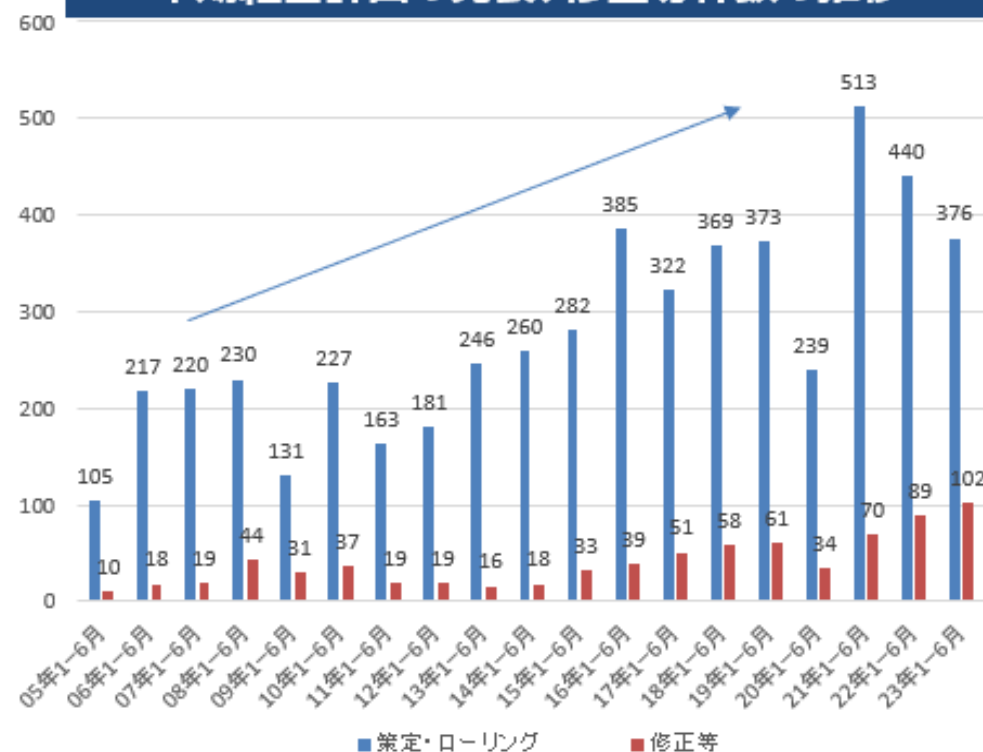
IR実施企業のうち、		
中期経営計画を策定・公表している企業の割合		70.0 %
中期経営計画を策定しているが、公表していない企業の割合		14.9 %
中期経営計画を策定していない企業の割合の割合		7.8 %

(注) 2022年1月時点の全株式上場会社3,987社を対象とした調査を実施し、1,047社から回答あり。うち、97%がIR活動を実施。

(出所) 日本IR協議会「IR活動の実態調査」(2022年6月)

<https://www.jira.or.jp/download/gaiyou2022.pdf>

中期経営計画の発表、修正等件数の推移



(注) 中期経営計画発表・修正件数の対象は国内全上場企業

(出所) SPEEDA適時開示情報データベースより集計

海外企業における、中期経営計画の設定状況

- 欧米企業は、3～5年程度の中期経営計画を発表している例が少ない。
- 世界の時価総額上位10社のうち、業績予想を公表している企業は2社（室内調べ）。

※ 業績予想の開示はニューヨーク証券取引所規則では求められていない。

世界の時価総額上位10社の業績予想の公表状況

	企業名	中計に類似した開示情報の有無	用いられている指標
1	アップル（米）	なし	
2	マイクロソフト（米）	- 決算発表時に翌四半期＋翌年度の業績予想を公表 - 四半期は数値あり、通期は定性的	為替の影響、収益、売上原価、営業費用、その他の収益及び費用、実効税率
3	サウジアラムコ（サウジ）	なし	
4	アルファベット（米）	なし	
5	アマゾン（米）	なし	
6	NVIDIA（米）	なし	
7	テスラ（米）	なし	
8	バークシャー・ハサウェイ（米）	なし	
9	メタ・プラットフォームズ（米）	なし	
10	イーライ・リリー（米）	決算発表時に翌期の業績予想を公表	収益、粗利益、販管費、研究開発費、その他収益、実効税率、一株あたり収益

※上記の他、**GE（米）、DuPont（米）、GM（米）、Unilever（英）、Heineken（蘭）、AstraZeneca（英）、Schneider Electric（仏）、BASF（独）、Siemens（独）**なども中計を発表していない。

※NYダウ30では、3Mとウォルマートの2社のみが中期経営計画に相当する中期計画を発表。（大和総研調べ）

(参考) バックキャスト型中期経営計画の事例 (オムロン)

- オムロンでは、長期ビジョン Shaping The Future 2030 を掲げ、事業を通じて社会価値と経済価値の創出に取り組むことで企業価値の最大化を目指すとしている。
- 長期ビジョンからバックキャストして中期経営計画を策定。中期経営計画（2022～2024年度）を長期ビジョンの1st Stageと位置づけている。

中期経営計画を長期ビジョンの1st Stageと位置づけ

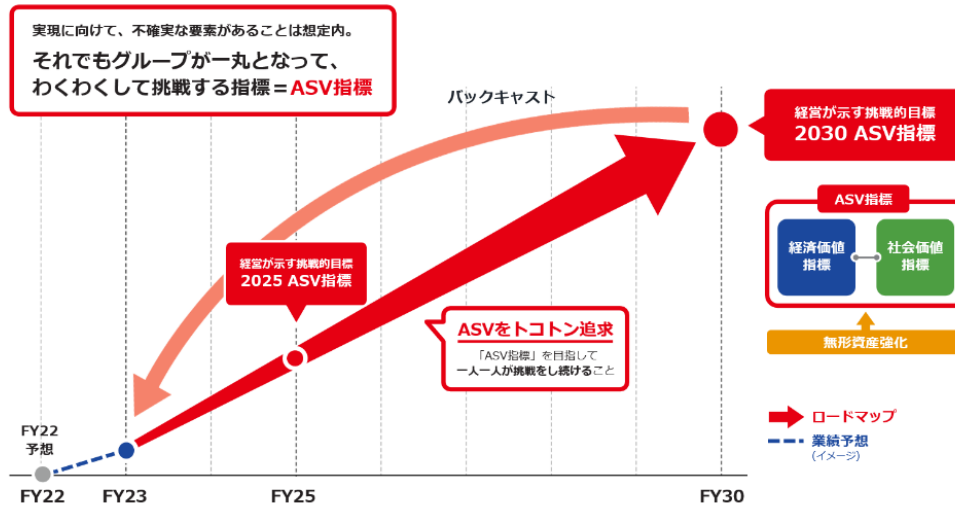
1st Stageは、社会的課題を捉えた価値創造と持続的成長への能力転換を加速する“トランスフォーメーション加速期”と位置づける。



(参考) バックキャスト型経営に向けた中計の見直しの事例 (味の素)

- 味の素は、これまでの精緻に数字を積み上げる中期経営計画策定を見直し、2030年の長期のありたい姿を定め、経営のリーダーシップで挑戦的な「ASV(Ajinomoto Group Creating Shared Value)指標」を掲げ、バックキャストする経営へ進化させることを目指している。
- マイルストーンとして2025年度の「ASV指標」の挑戦的目標値を策定・公表している。
- 「ASV指標」は、財務パフォーマンスを示す経済価値指標と、提供・共創したい価値に基づく社会価値指標から構成されている。

中期ASV経営へのマネジメント変革



ASV (Ajinomoto Group Creating Shared Value) : 事業を通じた社会価値と経済価値の共創

ASV指標

	FY22(予想*)	FY25	FY30
経済価値指標	ROE	11%	18% 約20%
	ROIC (>資本コスト)	8.0%	13% 約17%
	オーガニック成長率	約11%	5% (FY22-25) 5%~ (FY25-30)
	EBITDAマージン	15%	17% 19%
社会価値指標	環境負荷削減の取組み	-	環境負荷 50%削減 (アフトカム)
	栄養コミットメント 栄養以外の貢献についての指標も今後検討予定	-	10億人の健康寿命延伸 (アフトカム)
無形資産強化	従業員エンゲージメントスコア** (11月速報値)	62%	80% 85%~
	コーポレートブランド価値 (mUSD, Interbrand社調べ)	1,391 (実績 前年比+15%)	FY19年比、CAGR 7%~

*2022年11月7日時点

**測定方法を、「ASV自分ごと化」の1設問から、より実感を把握できる「ASV実現プロセス」の9設問の平均値へと2023年度スコアから変更する。

【参考】
EPS 約3倍
(FY2022対比) を目指す

ASVを追求し、
ステークホルダー・
社会にとって
魅力的な企業で
あり続ける

課題③関係

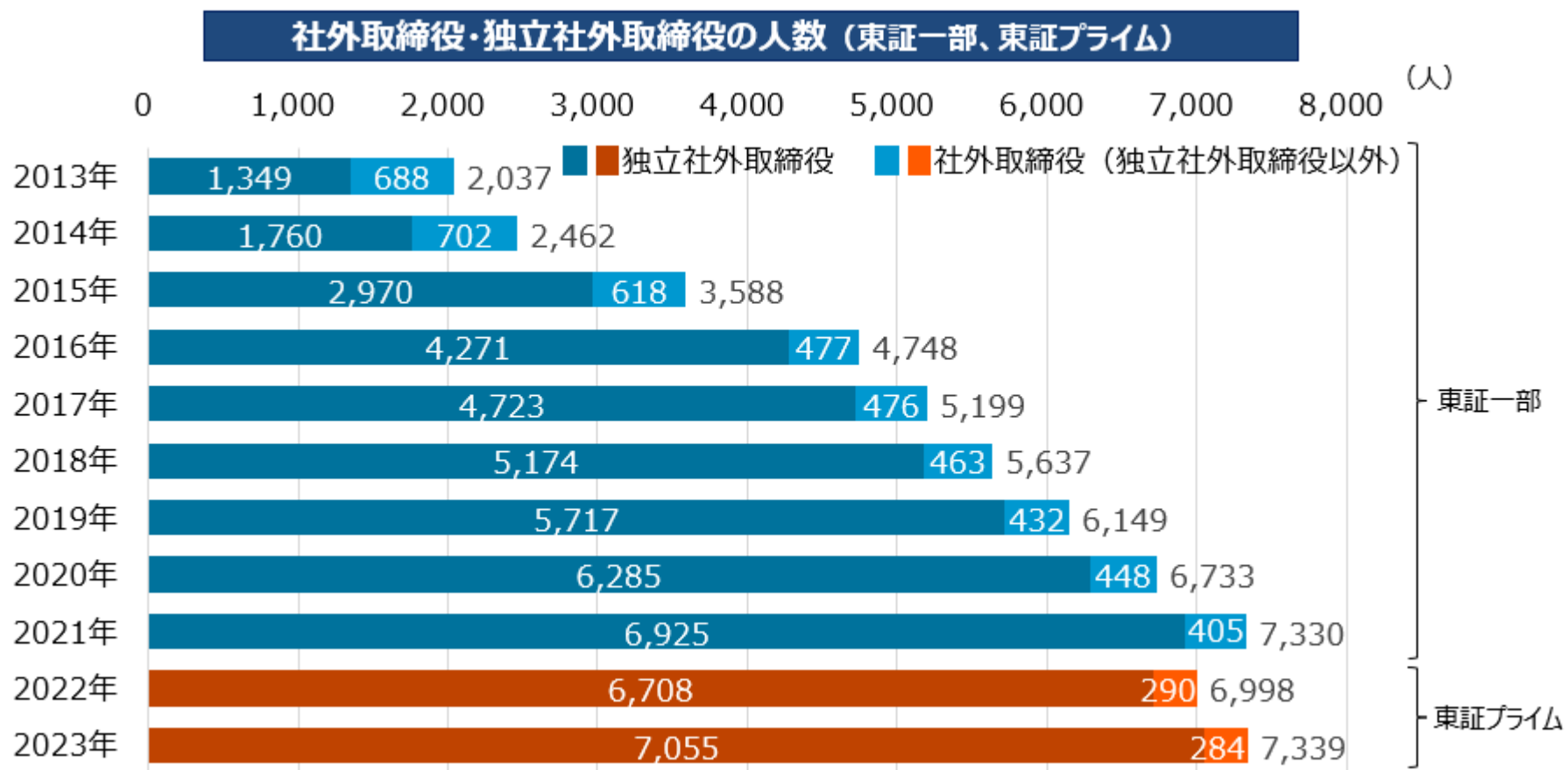
<資料2：座長メモより>

課題③：取締役会の実効性強化の必要性

- この10年間で社外取締役が約5倍も増えたが、それに比して、取締役会の実効性は高まっていないのではないかな。
その要因として、取締役会での議題の設定の問題や社外取締役の質に関する課題などがよく指摘されるところであるが、それに加えて、そもそも、社外取締役の投資家とのエンゲージメントが極めて少ないことが挙げられないか。つまり、社外取締役に対して資本市場からプレッシャーがほとんどかかっていない状況なのではないかな。
- なお、社外取締役の質に関して、そもそも、社外取締役は適切に選任されているのか。検証が必要ではないかな。
- また、実効性評価においても、第三者機関の活用や個人評価の導入など、実効性の強化が必要ではないかな。

社外取締役の量的拡大

- 過去10年間で東証一部上場会社の独立社外取締役の人数は5倍強に増加。

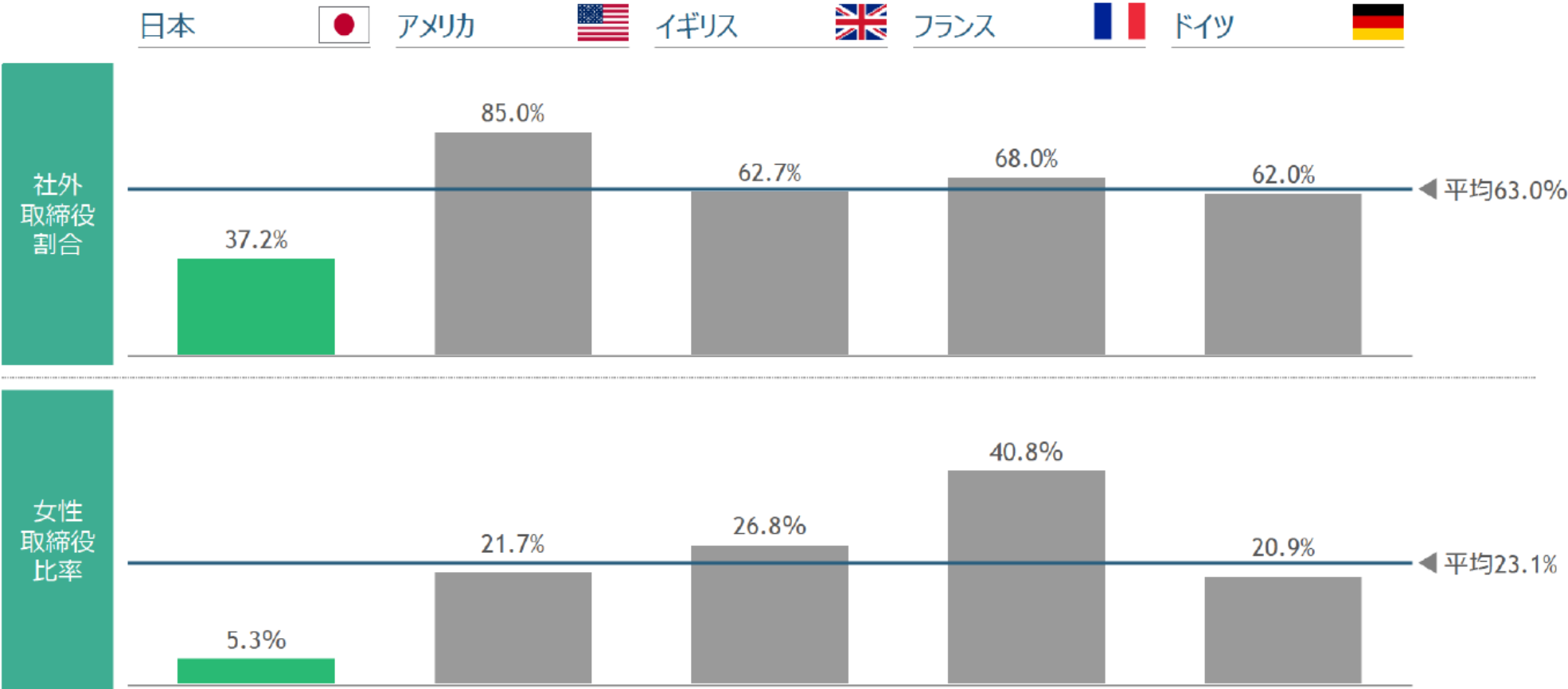


（注）1人で複数社の社外取締役を務めている場合を別々に数えた「のべ人数」を使用。毎年8月1日時点。

（出所）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1日）を基に作成。

各国の取締役会における社外取締役・女性取締役割合

● 日本の取締役会における社外取締役割合は、海外主要国と比べて低い。



Note: 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社の2019年のデータ
Source: 経産省資料「社外取締役の在り方に関する実務指針」について、Spencer Stuart「2020 Japan Spencer Stuart Board Index」、大野「女性役員登用の国際比較および女性役員と企業業績・株価の関係」

社外取締役の質の担保・向上 — 社外取締役の質に関する意見 —

- 社外取締役の数が増加する中、社外取締役の質の担保・向上がコーポレートガバナンス改革の実質化の鍵となる。
- 社外取締役の質を担保・向上させるため、研修コンテンツの充実や適格性基準の設定などについても意見が挙がっている。

コーポレート・ガバナンス・システムに関する実務指針 (CGSガイドライン)

- 社外取締役の数が増加し、資本市場との対話や経営の本質的な部分への助言の役割も担うこととなると、そうした役割が果たせるかどうかという点も含め、社外取締役の質を担保することが重要となる。このため、社外取締役の評価や人選が安定的になされる仕組みを構築することの重要性が増すこととなる。
- 社外取締役の質の向上の観点から社外取締役が期待する役割を果たしているかについて、各社において評価することを検討すべきである。

コーポレートガバナンス改革の実質化に向けた アクション・プログラムより【現状の課題】

- 取締役会や指名委員会・報酬委員会の実効性向上、独立社外取締役の質の向上といった独立社外取締役の機能発揮に関する課題

(出所) 金融庁「コーポレートガバナンス改革の実質化に向けたアクション・プログラム」スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議」意見書(6)

CGS研究会(第3期)における「今後の検討課題」

- 社外取締役の質を向上させるために、取引所、団体、民間企業など様々な主体がe-learningも含め研修プログラムを提供しているが、社外取締役やその候補者が幅広く受講できる研修コンテンツ(失敗事例を含む社外取締役としてのあり方に関するケーススタディ等) を充実させていく必要があるのではないかと。
- 社外取締役には独立性基準に加え、適格性基準が必要ではないか。適格性としては、法務・コーポレートファイナンスの知識といった基礎知識に加え、監督者としての役割・資質も求められるのではないかと。

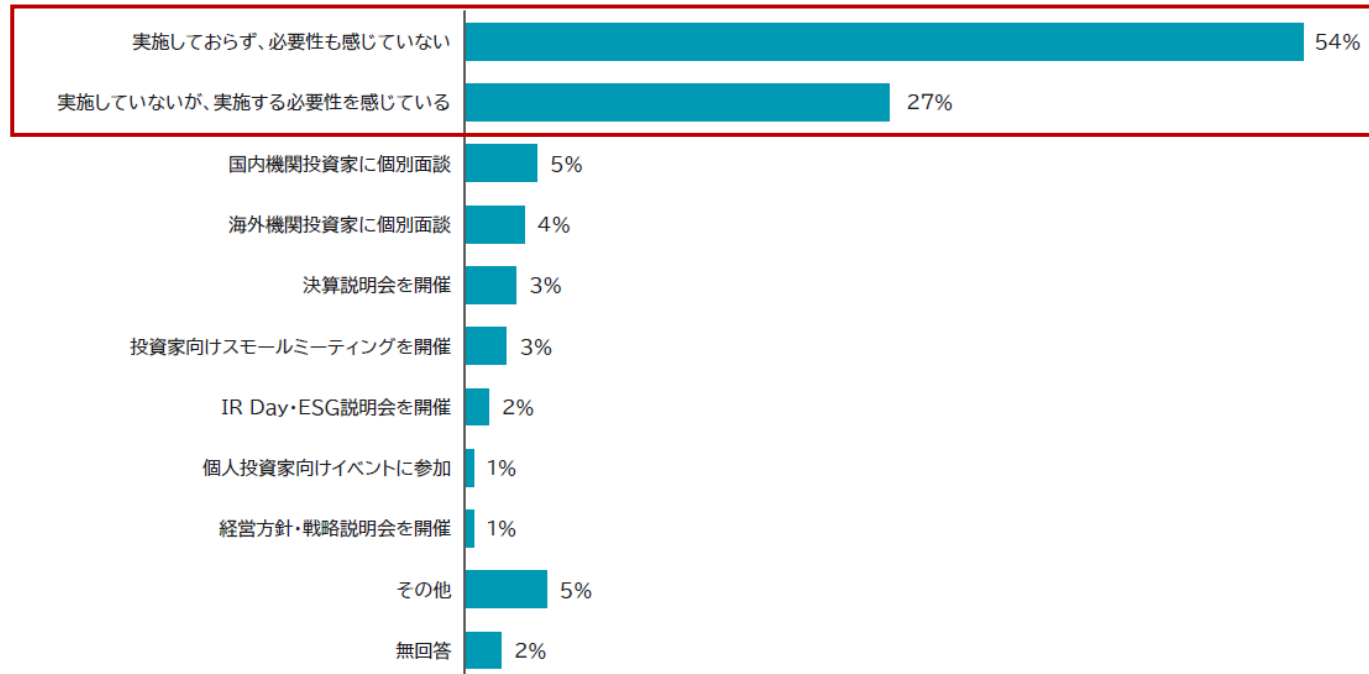
社外取締役による株主・投資家とのエンゲージメント

- 社外取締役が株主・投資家とエンゲージメントしている企業は少ない。

社外取締役による株主・投資家との対話の状況

社外取締役が実施した投資家対話の内容

93. 直近1年間で社外取締役が実施した株主・投資家との対話として当てはまるものをお答えください(複数選択可)



※ n=Q91で「実施していないが、実施する必要性を感じている」「実施しておらず、必要性も感じていない」以外を選択した1,654社

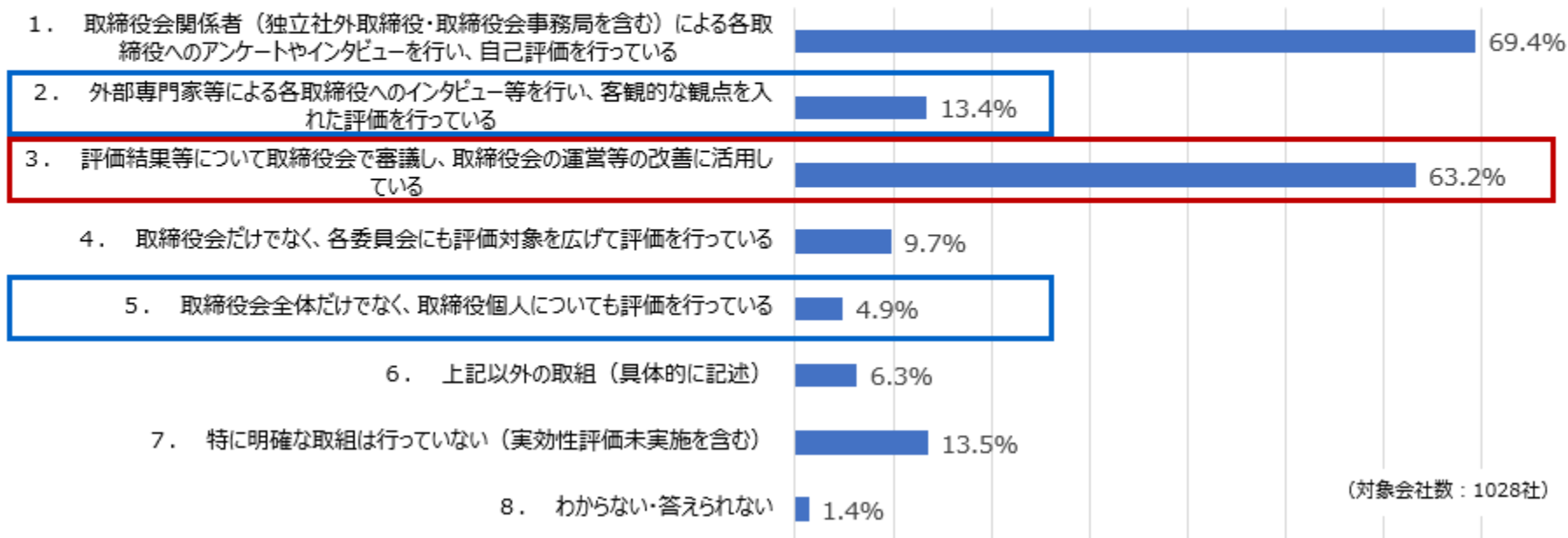
取締役会の実効性評価

- 取締役会の実効性評価結果を運営等の改善に活用している企業は約 6 割である。
- また、第三者評価機関を活用する企業や、取締役個人について評価を行っている企業の割合は低い。

取締役会の実効性評価に関し取り組んでいる事項

① 取締役会の実効性評価に関し貴社で取り組まれている事項を教えてください。（複数回答可）

0.0% 10.0% 20.0% 30.0% 40.0% 50.0% 60.0% 70.0% 80.0%



課題④関係

<資料2：座長メモより>

課題④：経営者の選任・解任機能の強化の必要性

- 特に、取締役会における、経営者の選任・解任が十分に機能していないのではないかと。
その結果、経営者が比較的短期間で予定調和に変わる、いわゆる社長任期制のようなものが一部の企業では存在しているのではないかと。そのような企業では、経営者のリスクテイク力の低下をもたらし、長期視点の経営の実行性を低下させていないかと。
- また、任期制企業では、経営者候補育成など、サクセションプランの策定も進まず、経営者の高齢化が定着してしまっているのではないかと。

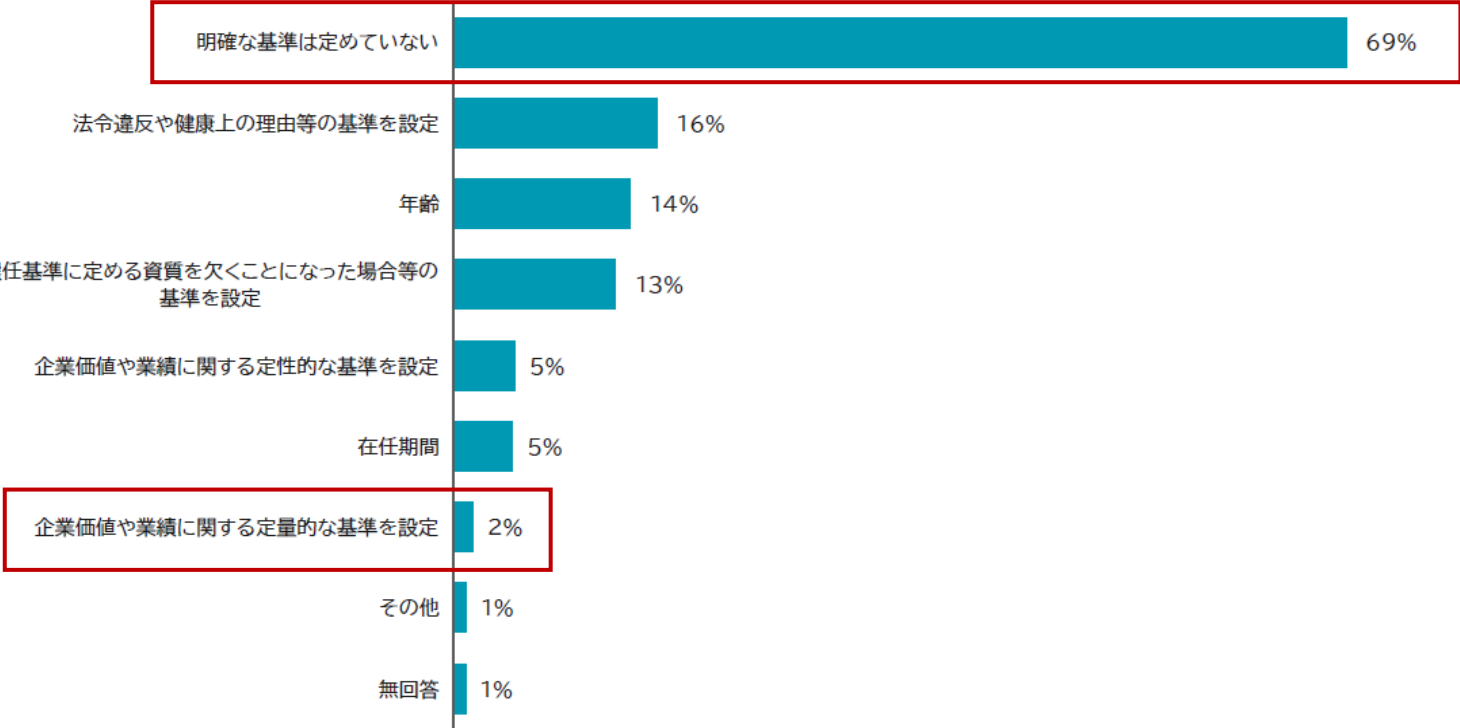
経営トップの不再任基準

● 取締役会又は指名委員会において、経営トップの不再任基準を設けていない企業は約70%であり、企業価値や業績に関する定量的な基準を設けている企業は2%に留まる。

経営トップの不再任基準の設定状況

経営トップの不再任基準

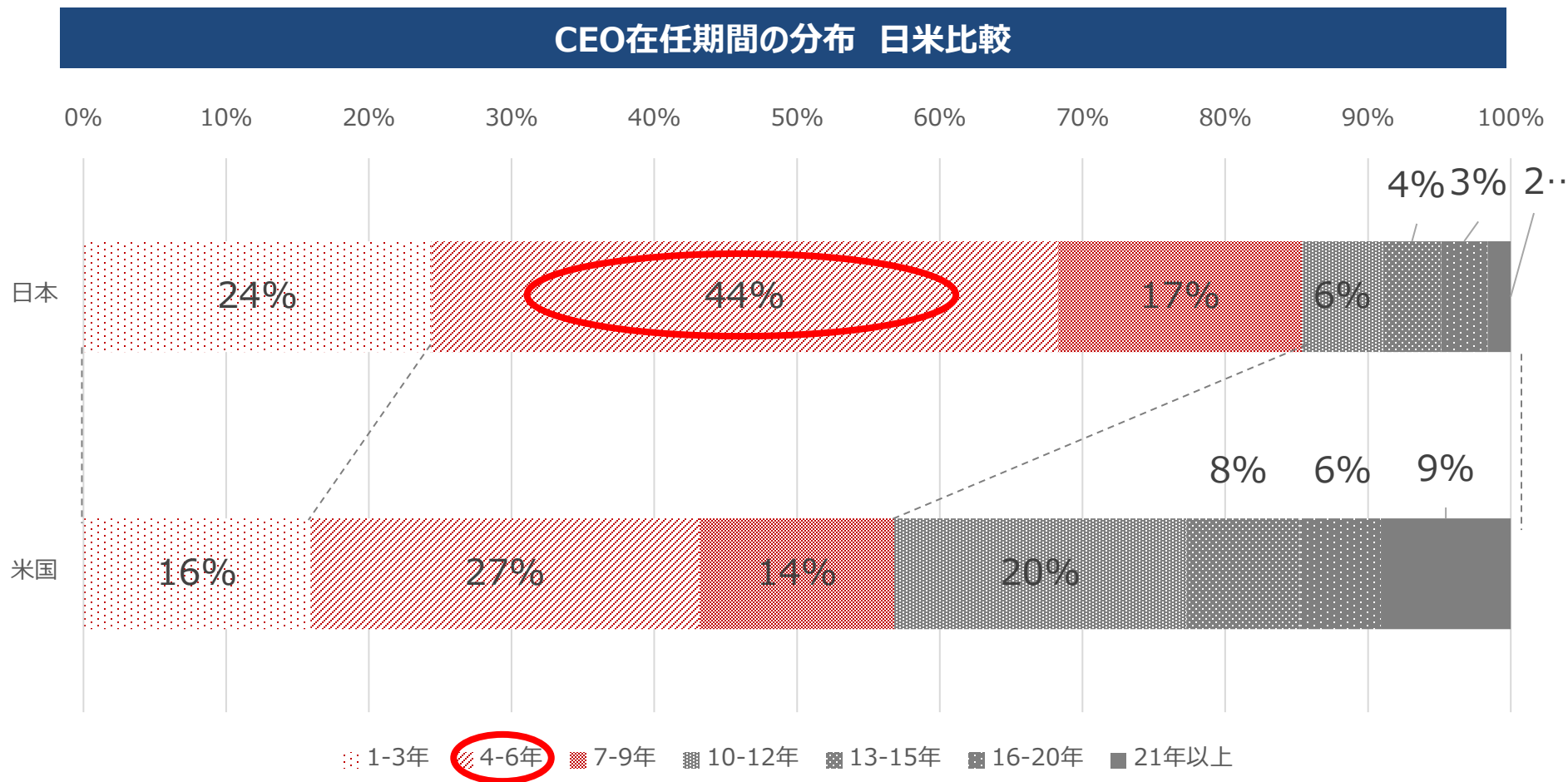
28. 取締役会または指名委員会において、経営トップの不再任基準を設けていますか(複数選択可)



(出所) 三井住友信託銀行「戦略の連動と資本効率で企業価値を高めるコーポレートガバナンス改革 ～「ガバナンスサーベイ®2023」実施報告書～ (2023年10月)」

CEO在任期間

- 米国企業では、CEO任期がある程度分散しているのに対して、日本企業のCEOの平均在任期間は、4～6年に集中。



注) 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。
日本 n = 123、米国 n = 88

CEO任期制の有無とPBRの関係

- 非任期制の企業のPBRは、任期制企業に比べ高い傾向。

TOPIX300社※1における任期制によるCEO交代とPBRの関係性

パフォーマンス指標				
		固定任期制	任期制	非任期制
企業数		28社 (9%)	57社 (19%)	215社 (72%)
パフォーマンス (2022)	PBR	1.03倍	1.26倍	2.00倍
	ROE※1	10.4%	6.9%	9.8%
	PER※1	12.6倍	17.3倍	19.9倍

CEOにおける任期制の定義

- **固定任期制**：現職を除く直近2名のCEOの在任期間において、いずれも3年、4年、5年または6年で同一の企業。ただし、現職が当該在任年数以下の企業に限る。
- **任期制**：固定任期制の企業を除く、現職を除く直近2名のCEOの在任期間（※）において、①在任期間の平均が3年以上6年未満である企業かつ、②最長在任期と最短在任期間の差が2年以内（※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**：上記以外の期間で在任

※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
以下計算式の値は各社2022年の事業年度末の値（例 2023年3月期決算の企業のPBR、ROE、PERは「2022」に反映）

PBR = 時価総額 ÷ 株主資本等合計

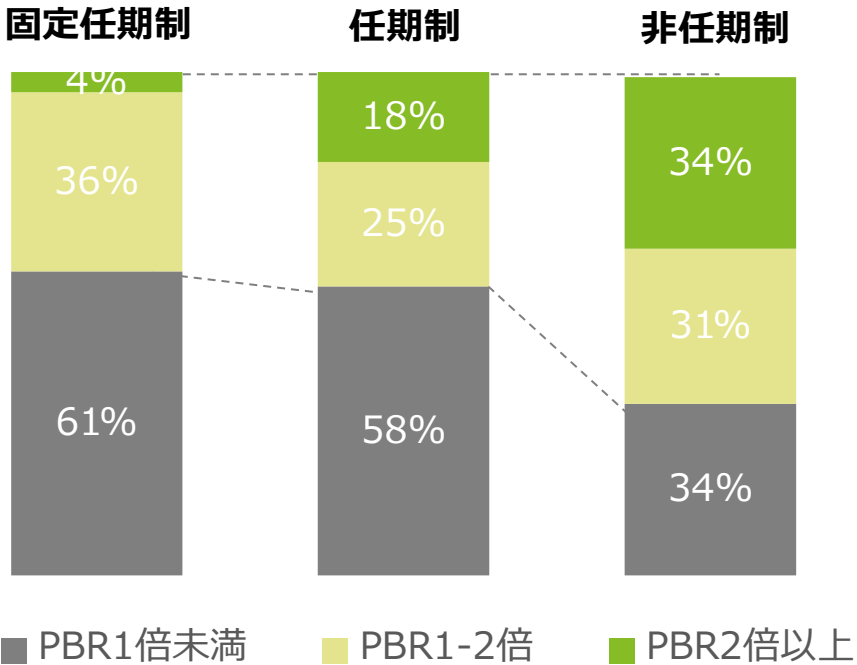
PER = 時価総額 ÷ 親会社株主に帰属する当期純利益

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

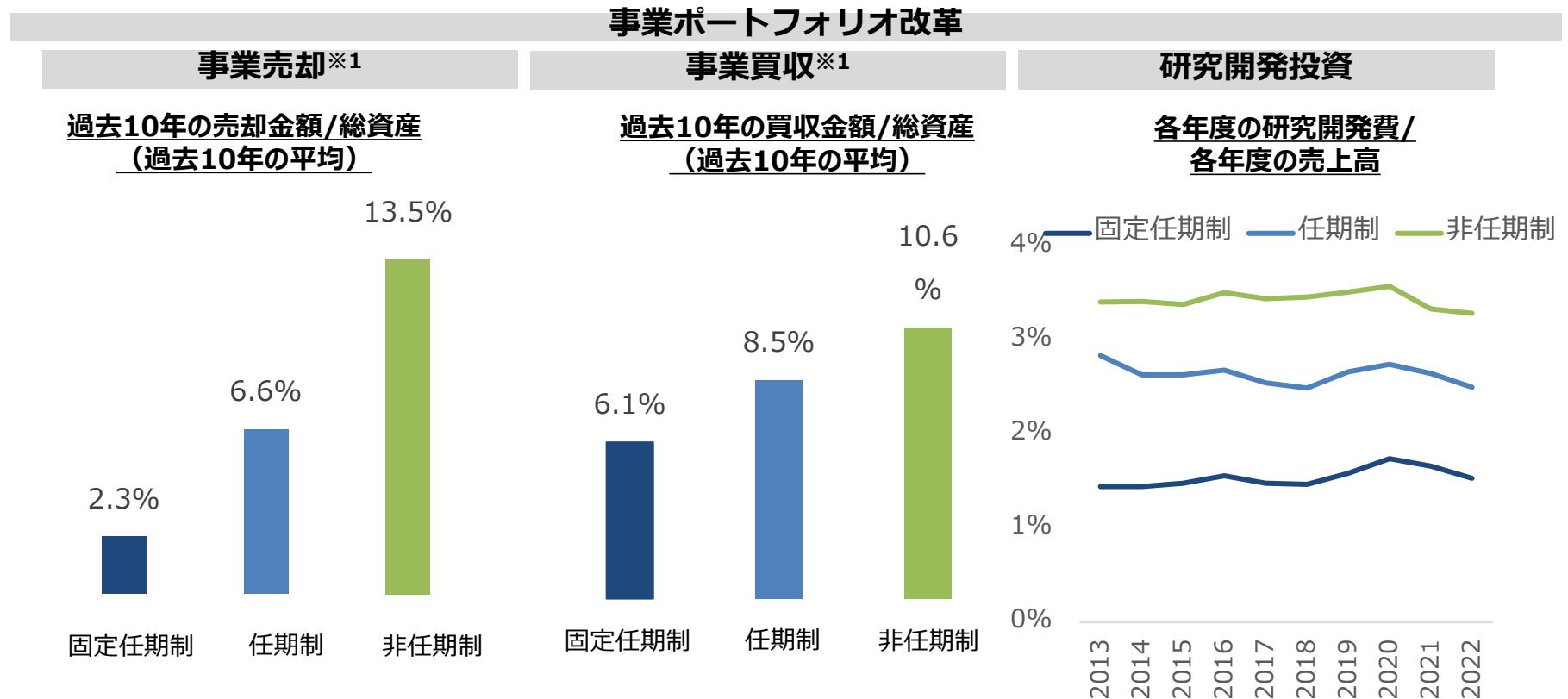
（出所）デロイトトーマツによるSPEEDA、企業ホームページの情報等に基づく調査データを基に経済産業省作成

PBRの分布



CEO任期とリスクテイク指標（事業買収・売却・研究開発投資）の関係

- 非任期の企業は、事業売却や買収、研究開発投資などを積極的に実施し、事業ポートフォリオ改革を積極的に行っている。



対象企業は、2022年度末時点で、金融機関を除く時価総額上位300社。

※1：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

過去10年は「2013」～「2022」は企業の10事業年度を指す

上記は全て単純平均によるもの

（出所）デロイトトーマツによるSPEEDA、企業ホームページの情報等に基づく調査データを基に経済産業省作成

業界別の傾向

● 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		CEO任期の傾向	パフォーマンス指標（2022）		
			PBR	ROE	PER
PBR上位業界	医薬・バイオ 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 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 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

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）デロイト・トーマツがSPEEDAのデータ、企業ホームページの情報を基に作成（令和5年度産業経済研究委託事業調査報告書）

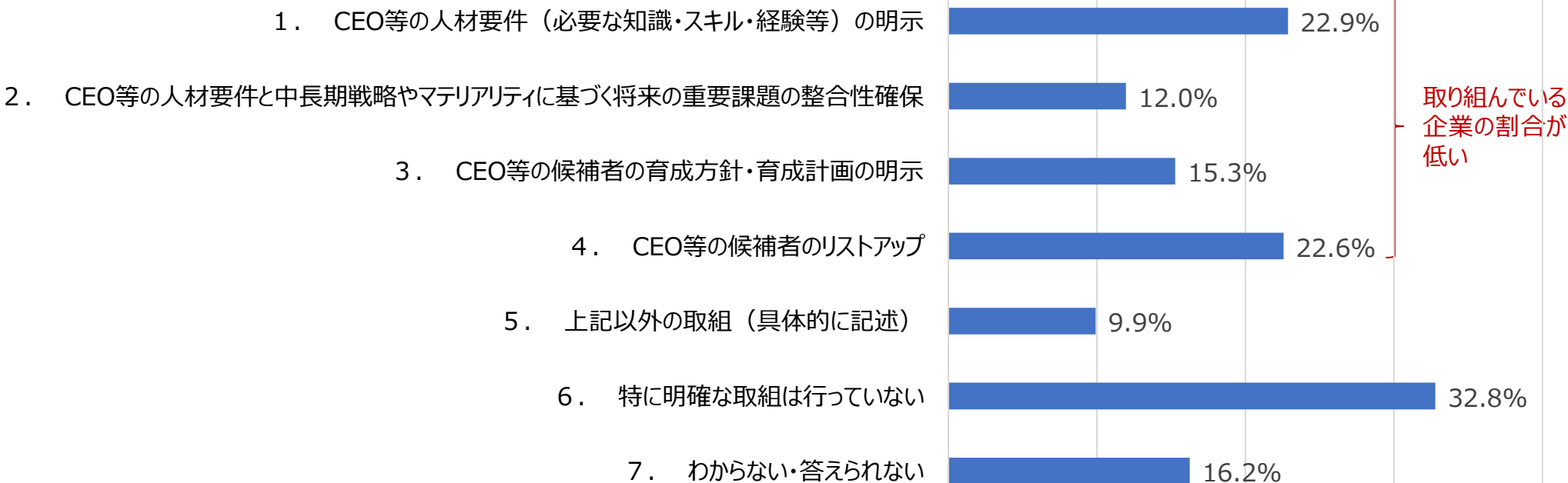
CEO等の後継者計画の策定・運用状況

- CEO等の後継者計画に関する取組として、「CEO等の人材要件の明示」や「CEO等の候補者の育成方針・育成計画の明示」等を行っている企業の割合は低い。

後継者計画の策定・運用の状況

① CEO等の後継者計画の内容に関し、貴社で取り組まれている事項を教えてください。（複数回答可）

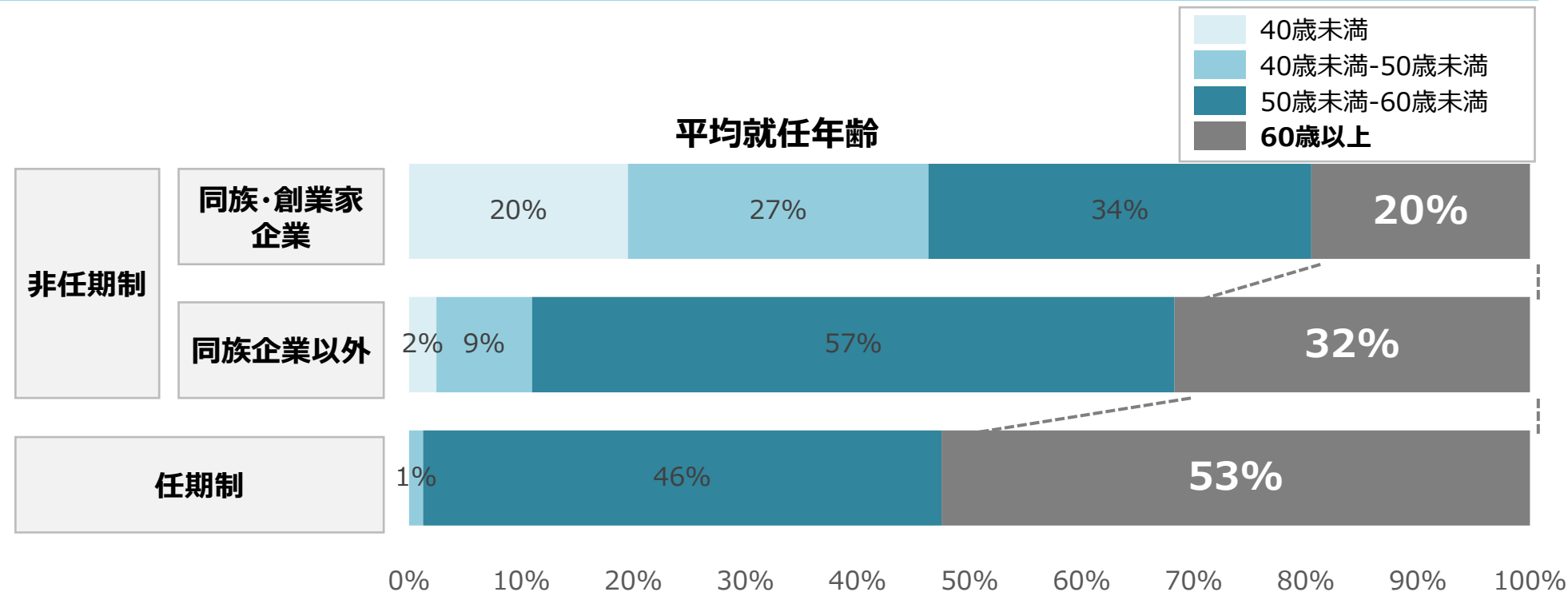
0.0% 10.0% 20.0% 30.0% 40.0%



（対象会社数：1028社）

CEO任期制とCEO就任年齢の関係

- CEOの交代が任期に応じて行われる企業においては、それ以外（非任期）の企業に比べて社CEOの就任年齢が高い傾向にある。



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社の企業を対象に分析

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）デロイトトーマツがSPEEDAのデータ、企業ホームページの情報を基に作成（令和5年度産業経済研究委託事業調査報告書）

CEO任期及びCEO就任年齢におけるPBRとの関係

- 就任年齢が若く、かつ、非任期制の企業におけるPBRが高い。

就任年齢×任期PBR比較（同族企業含む）

平均PBR (2022)		CEO平均就任年齢		
		40-50 歳	50-60 歳	60歳 超過
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)		CEO平均就任年齢		
		40-50 歳	50-60 歳	60歳 超過
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

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社を対象に分析

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）デロイトトーマツがSPEEDAのデータ、企業ホームページの情報を基に作成（令和5年度産業経済研究委託事業調査報告書）

(参考) 若手優秀層を含む経営リーダー候補の選抜・育成事例

- 日立製作所では、若手優秀層を含む経営リーダー候補の選抜・育成のための仕組みを構築しており、特に2017年より、経営リーダー候補の早期選抜と育成を目指した「Future50」の運用を開始。

事例-14 | 株式会社日立製作所

若手優秀層を含む経営リーダー候補の選抜・育成

▶ 視点1 要素2 要素4

経営リーダー候補の早期選抜・育成プログラム（Future50）の設計、経営のコミットメント

2017年より、経営リーダー候補の早期での選抜と育成を目指し、「Future50」の運用を開始した。

グループ・グローバルで改革を実践、実績を挙げているハイパフォーマー400名から、さらに50名を選抜し、将来の経営者候補として重点的に育成している。

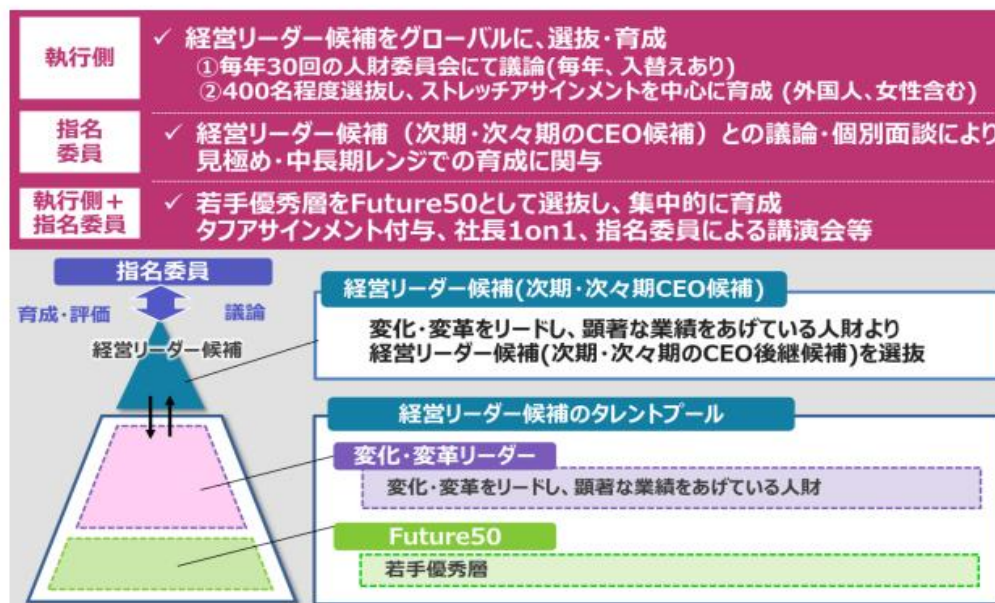
Future50の選抜者は、全社プロジェクトへの参画、海外を含む抜擢人事、タフアサインメントを活用しつつ、リーダー候補として成長機会が付与される。

特に、アサインメントに関して経営層への配置を積極化させ、次世代経営者候補としての育成機会の確保を重視している。

社長による1on1や指名委員による講演会実施等、経営陣が経営リーダーの開発に大きく関与している。

3つの視点

- 視点1 経営戦略と人材戦略の連動
- 視点2 As Is-To beギャップの定量把握
- 視点3 企業文化への定着



同社ESG説明会資料「社会価値の創出を牽引する人材戦略」(2019年)より抜粋

5つの要素

- 要素1 動的な人材ポートフォリオ
- 要素2 知・経験のD&I
- 要素3 リスキル・学び直し(デジタル/創造性等)
- 要素4 従業員エンゲージメント
- 要素5 時間や場所にとらわれない働き方

課題⑤関係

<資料2：座長メモより>

課題⑤：CFO・FP&A機能の強化の必要性

- 多くの企業でCFO・FP&A機能が十分備わってないため、事業戦略と財務戦略が連動せず、資本効率の低下や成長投資に向けたファイナンス戦略の欠如といった状況になっているのではないか。
また、昨今の経営の複雑化等に伴い、CFOに加えて、CHROなど、CXO機能の強化の必要性もあるのではないか。

取締役のスキル保有状況

- 取締役が保有しているスキルについて、日本と米英を比較すると、グローバル、戦略、コーポレート・ファイナンス系のスキルにおいて差異が大きい。

スキル	日本平均 TOPIX100	米国平均 S&P100	英国平均 FTSE100
グローバル	Global	30.9%	71.3%
	Management	37.7%	57.9%
	Strategy	38.9%	72.0%
ビジネス	Operation	60.6%	75.8%
	Marketing	46.3%	41.0%
	Purchase	5.3%	2.1%
広報	Communication	6.7%	1.7%
人事	HR/Talent	9.6%	11.4%
	ESG/CSR	5.3%	9.4%
サステナビリティ	HSE	10.5%	18.6%
	Public	11.4%	14.0%
	Finance	22.2%	67.0%
コーポレートファイナンス	Investment	22.1%	63.7%
	Accounting	19.8%	31.3%
	Finance Sector	11.9%	21.6%
	Administration	14.8%	2.2%
	Regulatory	0.0%	41.1%
リスク・管理全般	Risk	16.8%	57.0%
	Governance	15.8%	69.7%
	Ethics/Law	15.0%	9.8%
	IT	5.5%	13.1%
	Technology	11.2%	33.0%
技術	R&D	9.1%	23.6%
	IP	1.6%	0.5%
	Academia	10.3%	9.0%
監査	Audit	38.2%	42.1%

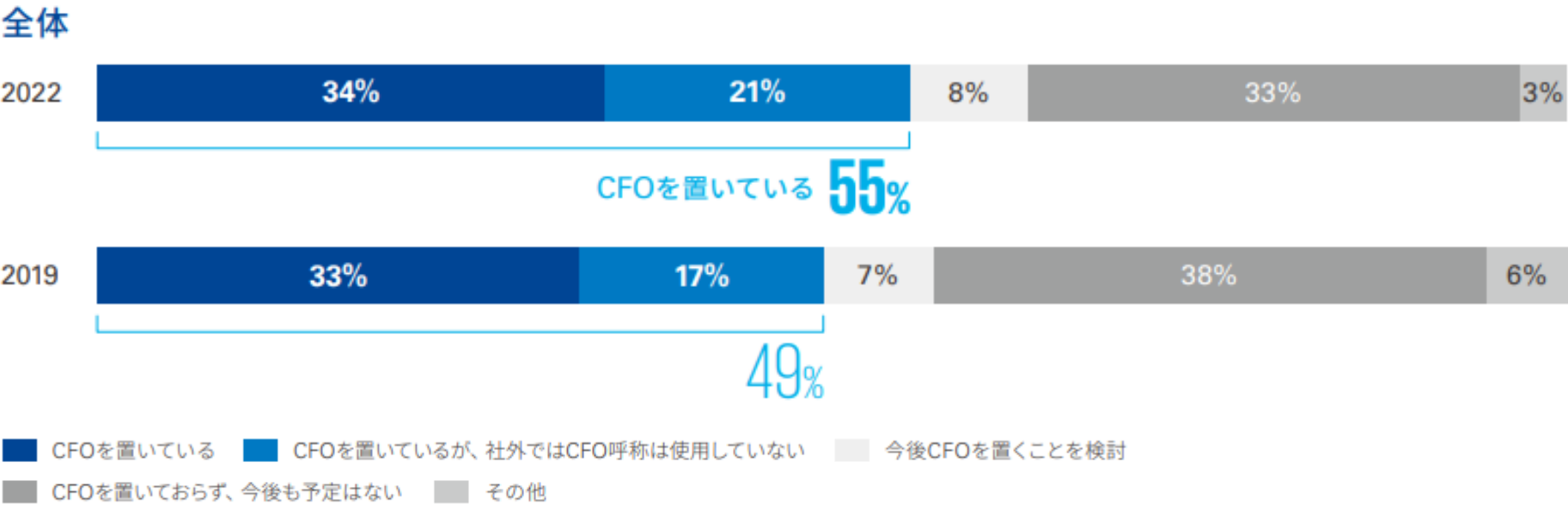
※数字は当該スキルを保有する人数を取締役総数で除した割合。「リスク・管理全般」についても日本と米英で差異が大きい、別途監査役会の存在が理由として考えられる。

(出所) 日本総合研究所「スキル・マトリックスの作成・開示実務」のデータをもとに、Boston Consulting Groupが作成。

CFOを置く企業の割合

- CFOを置く企業は徐々に増加しており、2022年度には55%まで増加。

CFOという役職を置く企業の割合



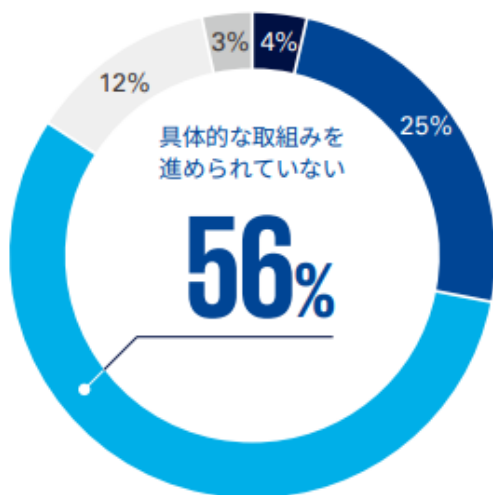
N=302社
調査対象は、上場企業のCFO又は経営財務部門責任者

(出所) KPMGジャパンCFOサーベイ2023

FP&A機能

- FP&A（Financial Planning and Analysis）機能の強化に取り組んでいる企業は3割弱にとどまる。

Q. FP&A機能の強化に取り組んでいるか



- FP&A機能の強化を実現しており、大きな課題はない
- FP&A機能の強化を進めている
- FP&A機能の強化に関心はあるが、具体的な取組みを進めていない
- FP&A機能の強化の必要性を感じていない
- その他

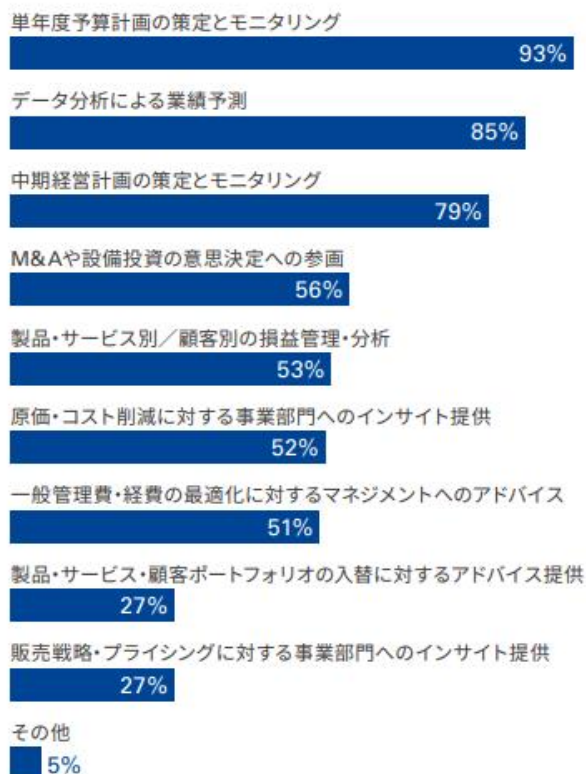
N=302社

調査対象は、上場企業のCFO又は経営財務部門責任者

（出所）KPMGジャパンCFOサーベイ2023

Q. FP&A機能に含まれる（予定含む）業務範囲

回答対象 3-4で「FP&A機能の強化を実現しており、大きな課題はない」または「FP&A機能の強化を進めている」と回答した企業



(参考) FP&Aとは

- FP&Aは、CFOの配下で、業績目標の達成のために計画策定やモニタリング、業績予測や分析を通じて、CEOや事業部門の意思決定を支援し、企業価値向上に貢献する機能である。
- FP&Aは、①財務と企画の両方の機能を備え、②事業部門FP&Aは、事業部門長及び本社CFO/本社FP&Aの両方にダイレクトに報告を行う、という特徴がある。

FP&A (Financial Planning & Analysis)

- FP&Aは、CFOの配下で、業績目標の達成のために計画策定やモニタリング、業績予測や分析を通じて、CEOや事業部門の意思決定を支援し、企業価値向上に貢献する機能で、欧米企業に多く見られる。
- 事業部門に配置されたFP&Aが、事業部門と協業しながら本社のCFO/FP&A部門にダイレクトに報告を行うため、本社CFOは、全事業部門の計数管理や事業計画の進捗モニタリングをタイムリーに実施できる。
- 従来より**日本企業では**、経理財務部門と経営企画部門で計数管理の機能・権限が分散し、制度会計と管理会計の所管やレポーティングラインが分かれていることが多いが、欧米企業では、CFOが制度会計・管理会計の両方を管轄する。
- 日系企業がFP&Aに関心を持ち始めた背景として、投資家からCFOへの期待が、企業価値向上及びその施策、事業ポートフォリオの組換えなどに広がっていることが挙げられる。

(出所) KPMGジャパンCFOサーベイ2023を基に経済産業省作成

トップマネジメントチームの組成と権限の委譲

- 日本（TOPIX100）においてCxO制度を導入する企業の割合は56.6%であるのに対し、英国（FTSE100）では90.4%となっている。

日本企業の業種・規模別のCxOの存在比率 日英比較

調査対象グループ		CxO制度 を導入する 企業の割合	CFO (フィナンシャル)	CLCO (リーガル&コンプライアンス)	COO (オペレーティング)	CHRO (ヒューマンリソース)	CRDO (リサーチ&ディベロップメント)	CMO (マーケティング)	CSO (セールス)	CIO (インフォメーション)	CHSO (ヘルス&セーフティー)
規模	TOPIX100全体	56.6%	45.5%	23.2%	35.4%	19.2%	28.3%	14.1%	16.2%	26.3%	10.1%
	JPX400全体	38.1%	23.6%	10.4%	23.6%	9.1%	13.5%	7.1%	7.1%	10.4%	3.8%
	東証1部	20.0%	9.7%	2.8%	13.1%	2.5%	5.1%	2.1%	2.5%	2.3%	0.9%
業種別 (JPX400)	エネルギー	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
	素材	38.9%	22.2%	11.1%	19.4%	2.8%	11.1%	0.0%	0.0%	2.8%	2.8%
	資本財・サービス	36.1%	20.6%	6.2%	21.6%	3.1%	9.3%	3.1%	4.1%	8.2%	0.0%
	一般消費財・サービス	38.2%	19.1%	4.4%	26.5%	10.3%	14.7%	13.2%	7.4%	7.4%	4.4%
	生活必需品	27.5%	20.0%	7.5%	20.0%	7.5%	10.0%	7.5%	2.5%	7.5%	2.5%
	ヘルスケア	59.3%	37.0%	33.3%	40.7%	18.5%	33.3%	18.5%	25.9%	22.2%	14.8%
	金融	40.0%	31.4%	22.9%	20.0%	25.7%	8.6%	0.0%	11.4%	22.9%	0.0%
	情報技術	48.8%	29.3%	12.2%	26.8%	9.8%	22.0%	12.2%	9.8%	17.1%	9.8%
	電気通信サービス	42.9%	33.3%	9.5%	28.6%	19.0%	14.3%	9.5%	4.8%	4.8%	4.8%
	公益事業	11.1%	11.1%	0.0%	11.1%	0.0%	11.1%	0.0%	11.1%	11.1%	0.0%
	その他	28.6%	21.4%	7.1%	21.4%	0.0%	7.1%	7.1%	7.1%	7.1%	7.1%
英国	FTSE100全体	90.4%	79.8%	67.0%	43.6%	45.7%	21.3%	19.1%	17.0%	16.0%	4.3%
	FTSE350全体	75.5%	67.4%	38.2%	29.5%	26.6%	10.3%	10.7%	9.7%	8.5%	1.6%
	全上場企業	61.7%	54.1%	15.8%	20.7%	8.1%	11.6%	5.8%	6.5%	2.8%	0.8%

※OSIRISデータベースのデータを用い、CEOを除く9種類の主要CxOについて集計し、複数のCxOを兼務している役員はそれぞれのCxOでカウントして集計。CLCRO（チーフ・リーガル&コンプライアンス&リスク・オフィサー）はCLCOに置き換え、COPO（チーフ・オペレーション&プロダクション・オフィサー）は一般的な呼称であるCOOに置き換え。

(注) OSIRISデータベースのデータを用い、CEOを除く9種類の主要CxOについて集計し、複数のCxOを兼務している役員はそれぞれのCxOでカウントして集計。CLCRO（チーフ・リーガル&コンプライアンス&リスク・オフィサー）はCLCOに置き換え、COPO（チーフ・オペレーション&プロダクション・オフィサー）は一般的な呼称であるCOOに置き換え。

(出所) CGS研究会 第3回事務局資料（2022年2月）

久保克行ほか「日本企業のトップマネジメントの現状と改革に向けた提言〔上〕日本企業のトップマネジメントチーム・取締役会改革の方向性」（商事法務No.2253 2021年2月5日）を基に作成。

課題⑥関係

<資料2：座長メモより>

課題⑥：投資家・資本市場から企業経営への規律付けの必要性

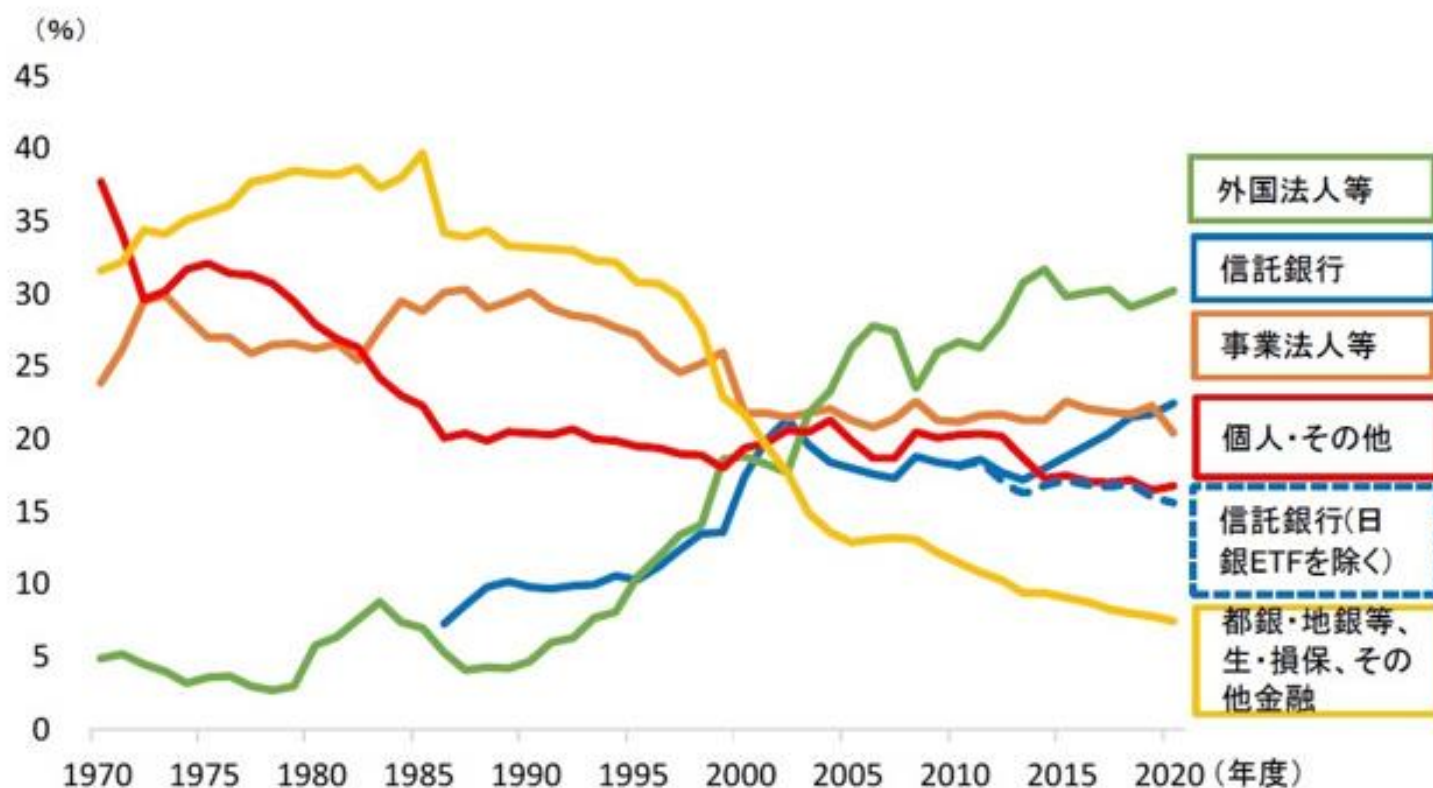
- 外国人投資家が増えてきた一方で、日本の機関投資家から企業経営者への規律付けが依然として弱いのではないか。

特に、日本は歴史的・制度的な背景もあり、アセットオーナーのエコシステムが十分に育たず、競争原理が働いていない可能性はないか。その結果、委託を受けるアセットマネージャーのエンゲージメントの低下にもつながっているのではないか。

日本企業の株式保有構造の推移

- バブル崩壊を機に、1990年代から2000年代にかけて、上場企業の株主構成に関して、金融機関から外国法人へシフト。事業法人の保有比率も徐々に低下している。

主要投資部門別株式保有比率の推移

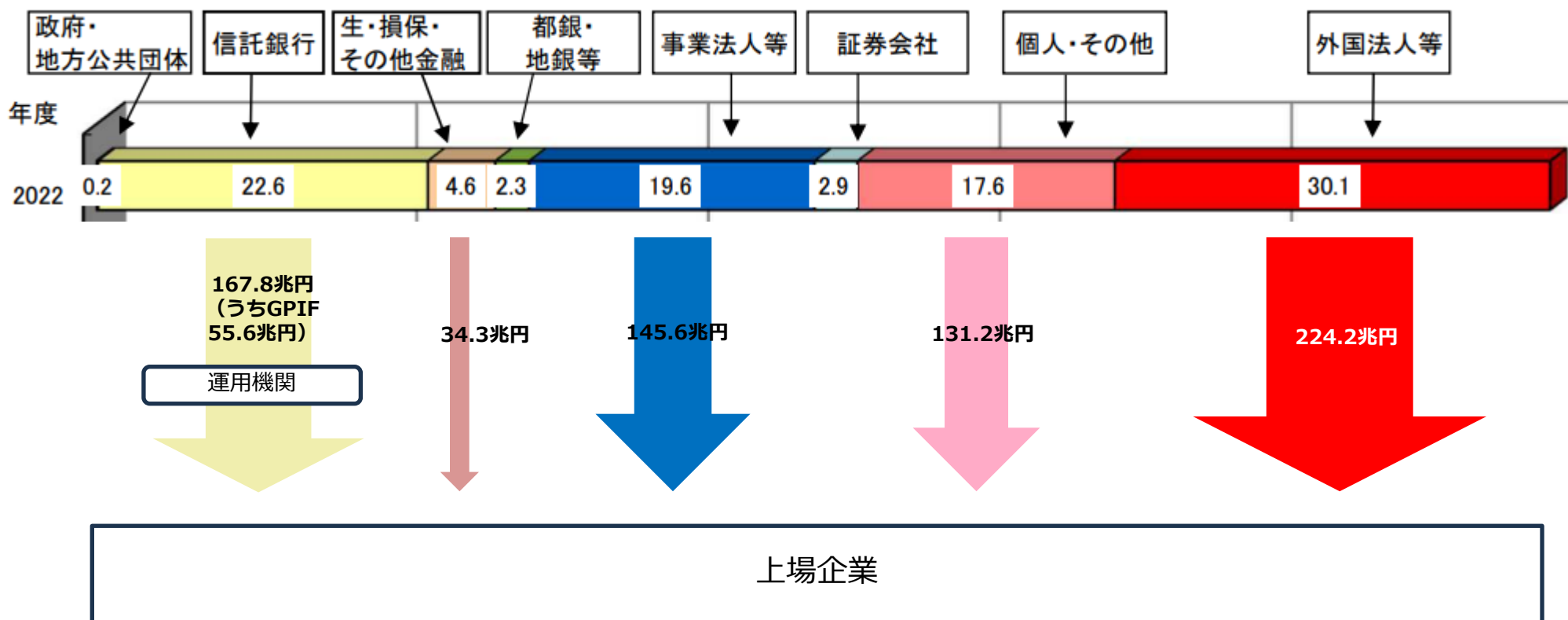


(注) 日銀 ETF 保有額(時価)は弊社試算値

(資料) 東京証券取引所「株式分布状況調査」、日本銀行から作成

日本の株式保有構造（2022年度）

- 外国法人等の保有比率は約30%であり、1990年頃から増加してきたが、ここ数年は30%付近で推移している。
- 事業法人等の保有比率は約20%であり、1990年頃から徐々に減少してきたが、ここ数年は20%付近で推移している。



株主の外国法人比率とPBRの関係性

- 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。

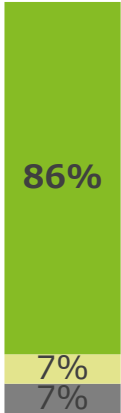
パフォーマンス指標（2022年度）

		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

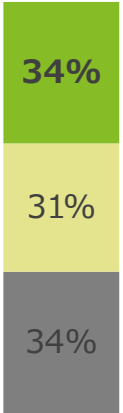
PBRの分布（2022年度）

外国法人比率

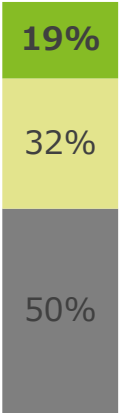
50%以上



30-50%未満



30%未満



- PBR2倍以上
- PBR1-2倍
- PBR1倍未満

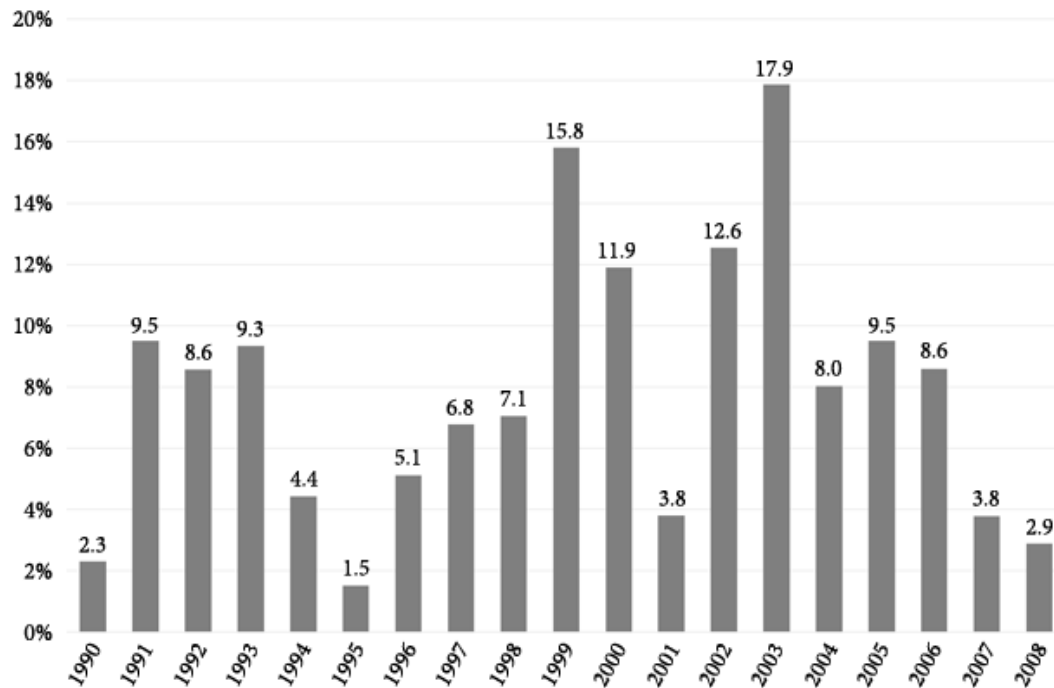
東証プライム上場企業における2022年事業年度末で金融機関を除いた上で、時価総額上位300社を対象とした分析
外国法人比率＝外国法人等持株数÷期末発行済株式総数（普通株、自己株調整前）
PBR＝時価総額÷株主資本等合計
PER＝時価総額÷親会社株主に帰属する当期純利益
ROE＝親会社株主に帰属する当期純利益÷期首期末平均株主資本等合計
上記は全て単純平均によるもの

（出所）デロイトトーマツが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（令和5年度産業経済研究委託事業調査報告書）

(参考) 外国人投資家の割合が株価収益率に与える影響

- 外国人投資家による株式の保有増は、日本企業における経営の規律付けとなり、株価収益率の増加に繋がる。
 - ―― 1990年-2008年のデータでは、海外機関投資家による保有の1標準偏差の増加（3.7%）により、株価収益率は平均的に7.9%上昇。
 - ―― 仔細にみると、1990-96年には5.8%、1997-2002年には9.7%、2003-08年には8.4%とその経済的規模は十分に大きい。

海外機関投資家の保有比率の増加が株価収益率に与える影響



- ✓ 外国人持株比率の変化（ ΔFIO ）の経済的なインパクトは、左図の1990～2008年の期間における平均で、係数が**2.165**とかなり高い。

※回帰分析により、統計的に有意であること、正の相関（符号が正）であることは証明済



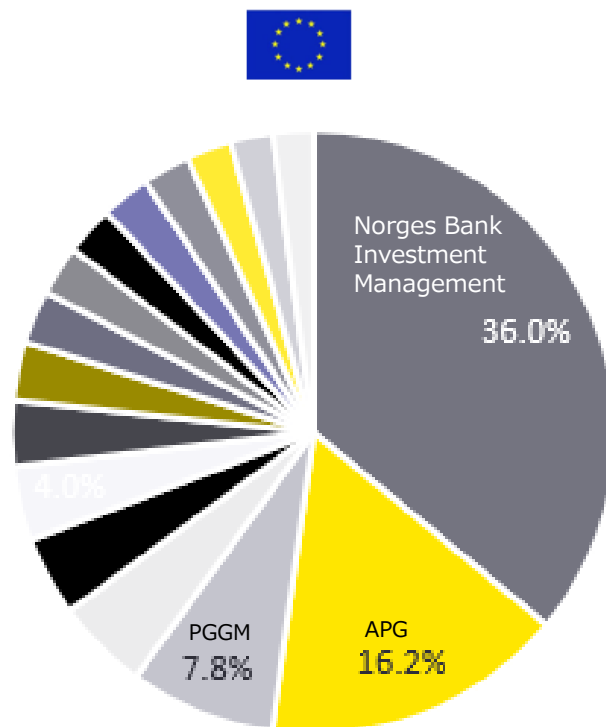
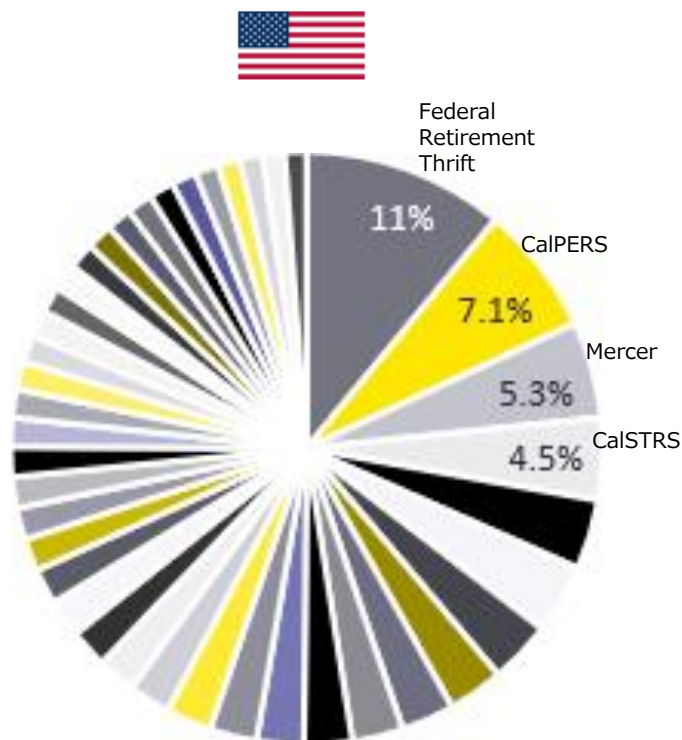
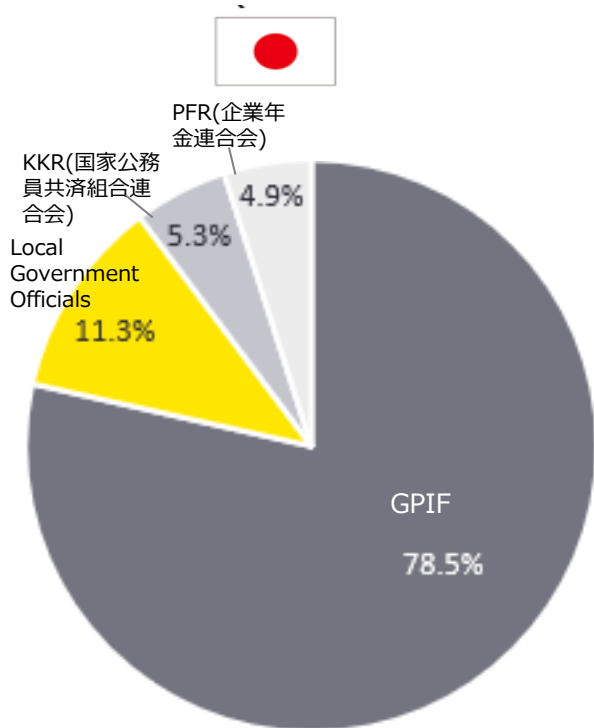
- ✓ 外国人保有比率が5%上昇すると、**株式の収益率が10%以上上昇**することを意味する。

※海外投資家が業績の良い銘柄を選好するという逆の因果関係を考慮したとしても、なお優位との分析結果。

アセットオーナーの分散状況（日米欧）

- 日本のアセットオーナーはGPIFが大部分を占めているのに対し、欧米のアセットオーナーは、分散しており、多様性がある。

AUM上位100位以内のアセットオーナー内訳（2022年3月31日時点）



アセットオーナーについて

～アセットオーナー：運用資産残高（AUM）上位20社について

- グローバルのアセットオーナーにおいて、GPIFが最も運用資産残高が多く、他の日本のアセットオーナーは上位20社にいない。
- 米国、カナダ、欧州および中国等においては、複数のアセットオーナーが上位20位に位置している。

順位	基金名	国	AUM（百万USD）
1	Government Pension Investment	日本	\$1,730,900
2	Norges Bank Investment Management	ノルウェー	\$1,402,000
3	China Investment Corporation	中国	\$1,222,000
4	SAFE Investment Company	中国	\$980,000
5	Abu Dhabi Investment Authority	UAE	\$829,000
6	National Pension	韓国	\$797,968
7	Federal Retirement Thrift	米国	\$774,176
8	GIC Private Limited	シンガポール	\$744,000
9	Kuwait Investment Authority	クウェート	\$738,000
10	APG	オランダ	\$630,358
11	Hong Kong Monetary Authority Investment Portfolio	香港	\$587,000
12	California Public Employees	米国	\$496,820
13	Public Investment Fund/Sanabil Investments	サウジアラビア	\$480,000
14	Qatar Investment Authority	カタール	\$445,000
15	Canada Pension	カナダ	\$426,746
16	National Social Security	中国	\$406,787
17	Central Provident Fund	シンガポール	\$374,990
18	Mercer	米国	\$370,168
19	CDPQ	カナダ	\$329,000
20	California State Teachers	米国	\$313,940

※2022年3月31日現在

（出所）WTW（ウィルスタウーズワトソン）「世界の運用資産規模トップ100の運用資産総額は過去 最高の26兆米ドル - WTW (wtwco.com)」を基にEYが作成（令和5年度産業経済研究委託事業調査報告書）

アセットオーナーについて

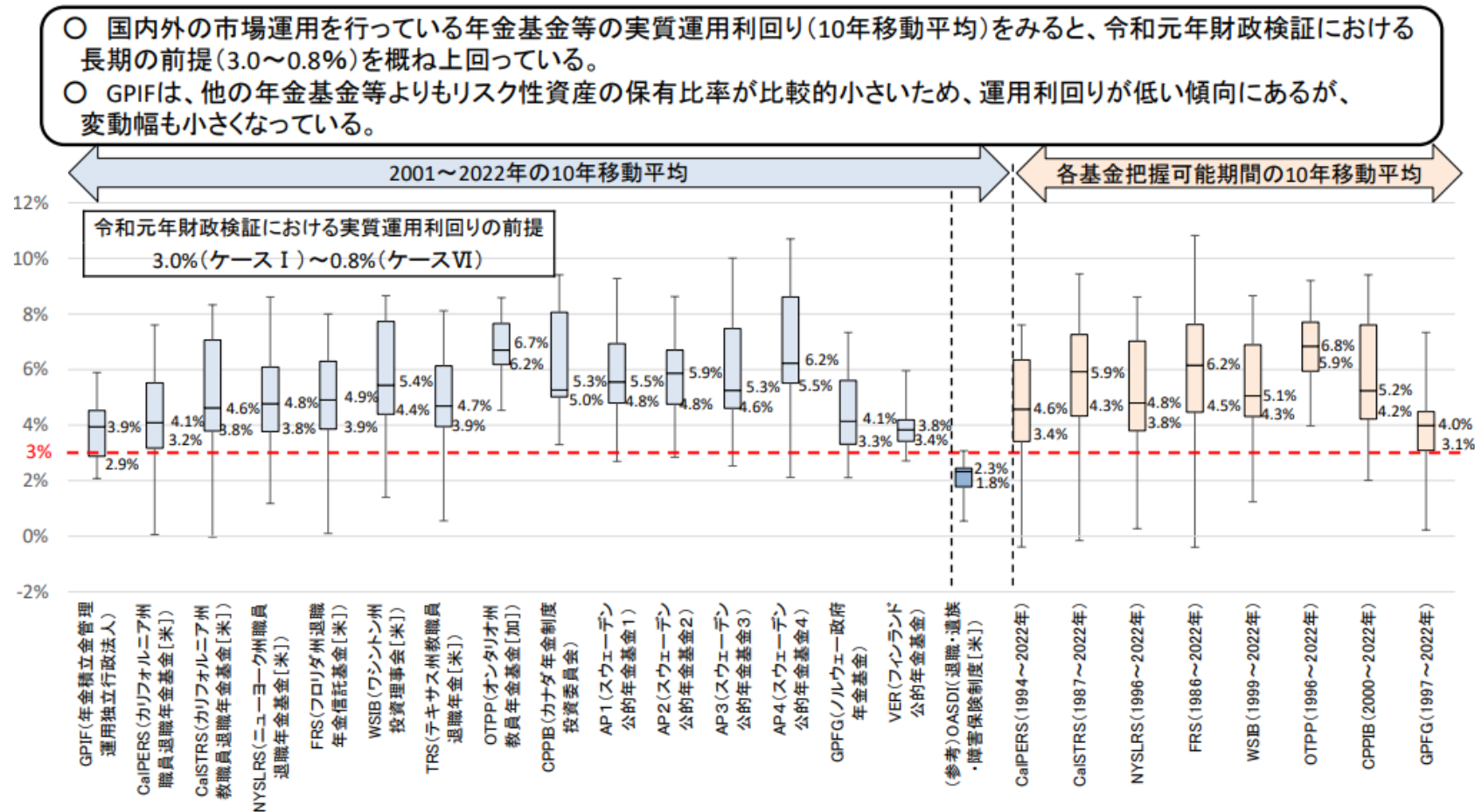
～日本のアセットオーナーについて

- 年金基金におけるアセットオーナーとしては、GPIFが最も大きく、年金基金に占める割合は、約58.3%と過半を占めている。
- 生命保険業界は、GPIFの約2倍の規模があるが、主に債券で運用されている。
- 生命保険会社や損害保険会社を含む全てのアセットオーナーにおいては、GPIFが約25.3%を占めており、アセットオーナー単体としては最も規模が大きい。

基金名	種別	資産規模 (兆円)	実施主体数	全体に 占める割合	年金に 占める割合
年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）	年金	200.1		25.3%	58.3%
企業年金（DB）	年金	66.2	11,545	8.4%	19.3%
地方公務員共済組合連合会	年金	28.7		3.6%	8.4%
企業年金連合会（PFA）	年金	12.2		1.5%	3.6%
独立行政法人中小企業基盤整備機構	年金	11.1		1.4%	3.2%
国家公務員共済組合連合会（KKR）	年金	9.2		1.2%	2.7%
独立行政法人勤労者退職金共済機構	年金	6.4		0.8%	1.9%
日本私立学校振興・共済事業団	年金	4.6		0.6%	1.3%
国民年金基金連合会	年金	4.6		0.6%	1.3%
生命保険会社	保険	408.3	42	51.6%	-
損害保険会社	保険	29.5	33	3.7%	-
国立研究開発法人科学技術振興機構（JST）	大学等	10		1.3%	-

公的年金基金の運用利回りの諸外国比較

- GPIFの10年平均の実質運用利回りは3.9%（中央値）であり、諸外国の公的年金の運用利回りに劣後する。



注1 各基金の名目運用利回りは当該基金の公表資料による。また、GPIFは四半期別の運用利回りの年率換算である。なお、AP1については、2002年~2022年の移動平均値である。

注2 運用利回りは、GPIF、NYSLRS、AP2、GPFGはコスト控除前、左記以外はコスト控除後のものである。なお、GPIFにおける2012年度以降の手数料の最大値は0.04%(2020年度)となっている。また、各国で無リスク金利の水準が異なっていることに留意が必要。

注3 GPIFの基本ポートフォリオは、2014年10月に大きな変更があったことに留意が必要。

注4 実質化する際に用いる物価上昇率は日本以外については、OECDの四半期別物価上昇率を基に、各基金の会計年度に合致するように物価上昇率を作成している。日本については、総務省が公表している「消費者物価指数」における四半期別物価上昇率を年率換算している。

注5 箱の横線は上からそれぞれ上位25、50、75パーセンタイル値であり、ひげの上下端は最大値及び最小値である。

(参考) 公的年金基金の歴史的推移

- 日本の公的年金基金は運用資産残高が大きく、企業への影響が大きいいため、企業と直接エンゲージメント等ができないのに対し、米欧の公的年金基金は一定規模の複数のアセットオーナーがおり、エンゲージメント等を行っている。

日本（GPIF）	米国（CalPERS, CalSTRS）	スウェーデン（AP）
▶ 1959年、国民年金法が制定され、無拠出で年金制度が開始。当時は公的年金制度がなかったが、戦後復興が進む中、全国民を対象にした老後の所得保障の必要性の高まりが背景 ▶ 1961年、拠出制の国民年金制度が開始 ▶ 1967年、財務省の管理下で年金福祉事業団（現日本年金機構）の設立、なお年金積立金の運用は無し ▶ 2001年、年金積立金管理運用基金が設立。財政投融资制度改革が実施され、旧大蔵省資金運用部管理から厚生労働大臣へ管轄が変更。投資一任契約での運用が開始 ▶ 2002年、確定給付企業年金法が施行され、代行返上（厚生年金基金の代行部分を国に返し、プラスアルファ部分を確定給付企業年金へ移行すること）の制度が作られた ▶ 2010年、厚生労働省の「年金積立金管理運用独立行政法人の運営の在り方について」にて、同法人を分割するか、継続するか等の議論が行われた。その後最終報告書では、分割と継続の両者の意見が掲載されるも、検討を引き続き行う旨が明記されている	▶ 1913年、CalSTRS設立 ▶ 1917～19年、戦時国債が発行され、証券投資の経験がなかった一般国民が保有を始める ▶ 1932年、CalPERS設立 ▶ 1950年代、機関化現象が生じる。①世界恐慌により株式への直接投資を忌避する雰囲気が強かったこと、②企業年金の成長、③優良企業を中心に配当性向が低く抑えられ、配当利回りが低下したこと ▶ 1950年代中頃、機関投資家は株式の組入比率を高める。運用戦略はバイアンドホールドが基本であり、継続的に買いが進む ▶ 1974年、従業員退職所得保証法（ERISA：Employee Retirement Income Security Act of 1974）が制定。企業年金の運用を専門家に委託することができるようになり、年金資金が株式市場へ流入	▶ 1913年、最初の公的年金システムが導入 ▶ 1960年の改革により、産業に対して公的機関が過度な影響力を持つ可能性の排除等を背景に、第一、第二、第三の基金組織に分割。固定利付証券への投資のみ許可 ▶ 1974年、第四の基金組織が設立され、スウェーデンの上場株式への投資を許可 ▶ 1988年、第五の基金組織が設立 ▶ 1996年、ベンチャーキャピタル投資を行う第六の基金組織が設立 ▶ 1998年、個別の貯蓄口座を持つプレミアム年金制度が導入され、個々の加入者が自身の年金を直接管理することが可能となる ▶ 1999年、基金の枯渇リスク解消のための改革案が施行 ▶ 2000年、プレミアム年金制度のデフォルトの基金として第七のAP基金が設立（加入者が投資ファンドを自己選択しない場合に自動で選択される） ▶ 2001年、最初の5つの基金組織は4つのAP基金に再編（資産5,540SEK）。基金間の競争やリターンの分散等を目的に、同じ条件下で運用主体が4つある現行の姿が形成 ▶ 2013年、AP基金の資産合計が1兆SEK超え ▶ 2019年、AP基金の新しい投資ガイドライン（一部の資産クラスへの限度の撤廃、ESG重視等）を導入

〔出所〕 GPIFのHP、厚生労働省「年金積立金管理運用独立行政法人の運営の在り方に関する検討会」、日本年金機構のHP、CalPERS「Annual Comprehensive Financial Report 2022-23」、CalSTRS「History of CalSTRS Funding and Presentation of Additional Scenarios」、日本証券経済研究所のHP、AP3、AP4、AP7の各HP、野村資本市場研究所「スウェーデン公的年金のガバナンス」を基にEYが作成（令和5年度産業経済研究委託事業調査報告書）

日米欧のエンゲージメントの実態比較（経産省が実施したヒアリングベース）（1/2）

- 日本の投資家は、欧米の投資家と比べて、財務や資本効率に関する対話が深い内容になっていない（取材レベル）、細かい質問が多い、協働エンゲージメントやメディア戦略が手段になっていない、エンゲージメントのエスカレーション（議決権の代理行使、株主提案、ダイベストメントなどと）が行われていない、等の指摘があった。

エンゲージメントの目的	・ 日米欧の投資家では、「投資先の企業価値の向上」、「市場全体の底上げ」、「投資先の理解」が共通していた ・ 日本の投資家では独自の目的は確認されなかったが、欧州では社会的インパクト創出の観点にも言及する投資家があり、米国ではAMの一部で企業に影響を及ぼすことを目的としないとも確認された点が違いである
エンゲージメントのテーマ（長期志向・短期志向との関係性含む）	・ 日米欧の投資家・企業で、経営／事業戦略、財務戦略、ESGテーマ関連が共通していた。ただし欧州ではESG関連の話の割合が多い点が違いである ・ 日米の投資家では確認されなかったが、欧州では公的年金の受益者へ調査を実施し、エンゲージメントテーマに反映するという受託者責任の観点を意識した取組みは違いである ・ 日本企業からは、米欧投資家から日本的な経営（資本効率が低い等）に対するエンゲージメントがある点が特徴的であるが、日本の投資家は財務や資本効率の対話もあるが、米欧ほどはエンゲージメントの内容が深くない点で違いがあることが指摘された。また、欧州企業からは、欧州投資家の間で社会的インパクトもテーマとなっていることが確認された
エンゲージメント対象企業の選定	・ 日米欧の投資家で、投資金額・保有割合を中心とした優先順位付け、問題のある企業を選定する点が共通しており、他に日欧では、業界で時価総額が大きい企業を選定する点も共通していた ・ 日本では確認されなかったが、欧州ではリーディングカンパニーも対象企業としている点が違いとして確認された
エンゲージメントの質・頻度	・ 日米欧の投資家では、年に投資先企業一社に対して1～2回の頻度である点が共通していた ・ 日本では確認されなかったが、欧州では問題のある企業に対して一定期間において、特定のテーマで集中的にエンゲージメントを行う投資家がいる点が違いとして確認された ・ 企業から見た投資家のエンゲージメントの質は、日本企業からは米欧の投資家は、日本の投資家と比べて建設的であり、日本の投資家は長期視点はあるものの、細かい質問が多いとの意見が聞かれた ・ また、日本の投資家のエンゲージメントに占める取材の割合が非常に増えており、8割程度が表面的な質問に留まっていることが、米欧の投資家との相違点である ・ 日本企業はやや受身的であるのに対し、米欧は投資家を啓発する点でより積極的な姿勢の違いが確認された
エンゲージメントのエスカレーションの取組	・ 日米欧の投資家では、議決権行使（反対行使）を活用する方針が共通していた。ただし、日本では反対行使やダイベストメントに至った事例はなく、米欧では双方ともに実施している点が違いである。また、米欧では協働エンゲージメントやメディア戦略が手段である点も日本との違いである。米欧の投資家の方が、エンゲージメントのエスカレーションを行っている

（出所） 企業及び投資家へのヒアリングを基にEYが作成（令和5年度産業経済研究委託事業調査報告書）

日米欧のエンゲージメントの実態比較（経産省が実施したヒアリングベース）（2/2）

- 日本最大のアセットオーナーであるGPIFは、制度上の制約から、エンゲージメント・議決権行使をアセットマネージャーに委託しているのに対し、欧米では自前でOne Voiceでエンゲージメント・議決権行使を行っている。

エンゲージメントの体制（対応者の属性・人材育成方針含む）	● 日米欧の投資家では、企業とのエンゲージメントをスチュワードシップ専門部署やアナリストが対応する点で共通していた。日本では確認されなかったが、米欧では、ポートフォリオマネージャーも対応する点が違いである ● 日本のAO（GPIF）はエンゲージメント・議決権行使をAMに外部委託しているが、米欧のAOは自前でOne Voiceとしてエンゲージメント・議決権行使を実施する点が違いである。米欧のAO（公的年金基金）はエンゲージメント・議決権行使を外部AMに委託しない ● 人材について日本は中途採用も活用し人材の多様性を確保しつつあるが、米欧ではプロフェッショナル（MBAホルダー、弁護士など）が在籍していたり、ESG各分野の専門家がいるなどの点で違いがある
✓ エンゲージメントの課題・問題意識	✓ 日欧の投資家からは、日本の協働エンゲージメントにおける共同保有・重要提案行為の改善、日本の投資家からは、エンゲージメントに掛かるリサーチコストや人材育成、欧州の投資家からは、協働エンゲージメントにおける、投資家間での認識や情報共有で課題が確認された ✓ 日本企業からは日本の投資家に対し、以下のように厳しい意見が複数寄せられた ✓ エンゲージメントと称した取材が多い・エンゲージメントの定義を明確にして欲しい（ESG取材、ESGエンゲージメントと言われることもあり混乱） ✓ 開示情報レベルで分かることは事前に調査・分析を行った上で対話に臨んで欲しい ✓ 証券会社経由ではなく、企業に直接連絡してきて欲しい（形式的な対応に感じられる） ✓ 欧州企業からは、数千もの機関投資家が存在する中で、全ての投資家とのエンゲージメントを行うのは困難であるため、投資家によるエンゲージメントの方法論の統合や標準化が必要との意見が聞かれた。また、欧州のアクティブ運用機関に対して、短期且つ詳細な質問を繰り返されることや、企業調査能力が不足している、また投資家内部の部署間での情報共有に課題があるとの懸念の声も聞かれた

エンゲージメントの実態（金融庁が企業に実施したヒアリングベース）（1/2）

企業インタビュー概観①:エンゲージメントの実態

- 企業の置かれている状況に応じ、参考となる他社事例の共有や、事業に精通した担当者による継続性のあるエンゲージメントが建設的な対話に発展している傾向があり、厳しい意見でも企業価値向上に資すると捉えられるものを、企業は歓迎している。
- 他方、(割合として少ないものの)投資家側が、企業側の説明に一切耳を傾けず一方的に要望を伝えてくるみの場合や、企業側の回答に対し追加の質問がなく一辺倒な質疑に終始する場合は、双方向のコミュニケーションが図られず、建設的な対話に発展していない。
- 改めて、機関投資家は、対話自体が目的にならないよう、自らの対話が中長期視点から投資先企業の企業価値や資本効率を高め、持続的成長を促すことが出来ているか留意が必要である。

企業からみたエンゲージメント	意義があると感じる対話の傾向	● 企業の置かれている状況を客観的に把握でき、それに応じた気づきが得られる。 ● 自社の取組みを進めるにあたって参考となる他社の好事例を知ることができる。 ● 中長期的な視点に立った継続的な対話により、企業の状況変化・成長フェーズに応じた助言に発展している。 ● 事業に精通した担当者が対話に臨んでいる。 ● CEO・CFO・担当者といった企業側の対応者に応じた対話のテーマがセットされている。 ● 耳の痛い指摘であっても、持続的な成長と中長期的な企業価値向上に資する示唆がある。 ● データ・ファクトに基づいた洞察を基に、企業の客観的評価を示している。
	意義が乏しいと感じる対話の傾向	(意義の乏しいエンゲージメントは少なく、新たな気づきや視点が得られる場合が大半) ● 会社の立ち位置を鑑みず、理想論のみで企業を厳しく追及している。 ● 投資家が求めるあるべき論を、どのようなプロセスを経て実現できるのかの具体案がない。 ● 形式的な数値基準の適否の指摘のみで議論が進み、何故その基準が必要なのかの説明が乏しい。 ● テンプレートのチェックリストに1つずつ答えても、更問はなく質疑が淡々と続く。 ● 短期目線の質問で、開示できない数値について執拗に言質を取りに来る。

エンゲージメントの実態（金融庁が企業に実施したヒアリングベース）（2/2）

企業インタビュー概観②：エンゲージメントの実態

- 東証による要請等を踏まえ、企業側にはエンゲージメントを活用して企業価値を向上させようとする行動変容が生まれつつある。
- 企業側の期待に応えるために、多様な機関投資家においても、各々が自らの役割を果たすために入念に準備し、対話に臨む必要がある。
- 企業の持続的な成長と中長期的な企業価値向上の実現に資する対話に向け、双方が歩み寄り、対話の目的と効果を継続的に確認し合う必要がある。

エンゲージメントの改善に向けて	企業側の取組み	対話前	● 対話前に資料を案内することで、投資家側が資料を事前に読むように誘導している。 ● 対話を重ねる中でその必要性を更に重視し、IR部門のリソースを増強している。
		対話時	● CEO・CFOが直接対話する際には、会社の大きなビジョンに対する投資家の見方を議論している。 ● 取締役会として、社外取締役のみで対話に応じることが投資家の理解促進に寄与すると考えており、様々な機会を捉えそうした場を設けている。
		対話後	● 対話の結果を取締役会も含め社内でフィードバックし、さらにその反応を投資家に還元している。 ● 事業別ROICやM&Aの検証等、投資家から質問が多かった項目を分析した上で開示している。
	機関投資家への要望	対話前	● 限られた時間内で目線が合った状態で対話をスタートできるよう、開示資料に事前に目を通してほしい。 ● 適切な対応者をアサインするため、対話のアジェンダを事前に伝えてほしい。
		対話時	● 業績改善や企業価値向上につながった好事例があると、経営陣・取締役への説明・説得がしやすい。 ● 株主還元については、会社のステージを踏まえた上で成長投資すべきか還元すべきかを議論したい。
		対話後	● アドバイスをもとに改善して、次の対話の際に報告し、追加のアドバイスがもらえる循環にしたい。 ● 複数のチームに対し重複した説明を求められるので、運用会社内での情報連携を図ってほしい。

(参考) 資産運用立国実現プランの概要(1/2)

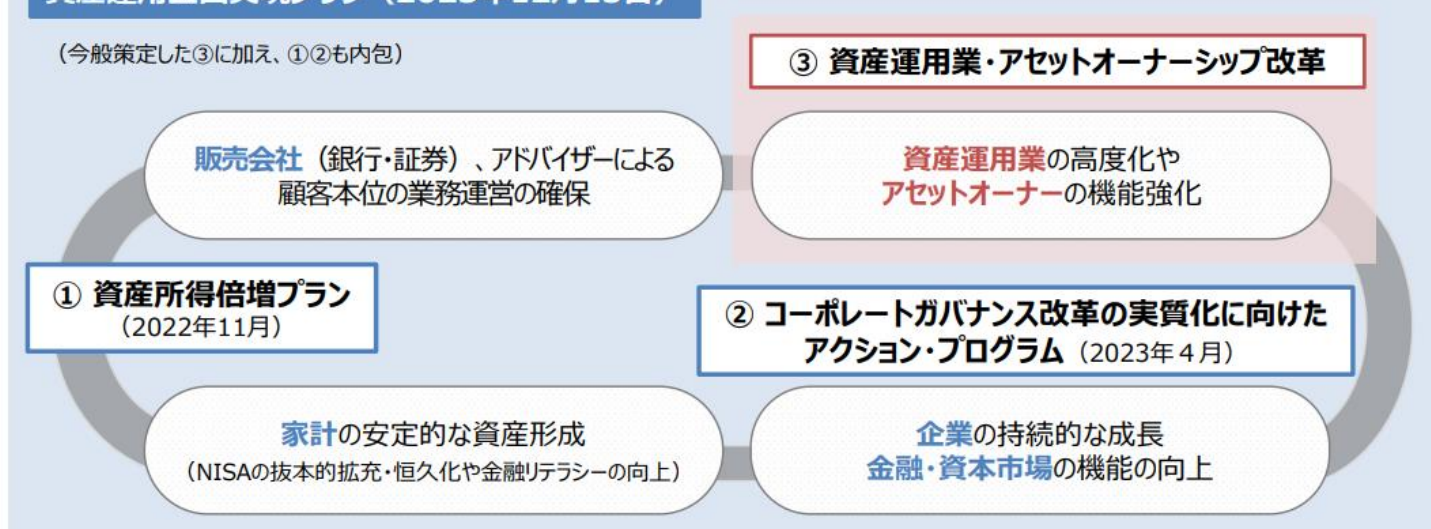
- 内閣官房新しい資本主義実現会議において、資産運用立国分科会を設置し、2023年12月、資産運用立国実現プランを取りまとめ。

資産運用立国について

- 新しい資本主義の下、我が国の家計金融資産の半分以上を占める現預金が投資に向かい、企業価値向上の恩恵が家計に還元されることで、更なる投資や消費に繋がる、**成長と分配の好循環**を実現していくことが重要。
- これまで、①**資産所得倍増プラン**や②**コーポレートガバナンス改革**等を通じ、家計の安定的な資産形成の支援、企業の持続的成長、金融商品の販売会社等による顧客本位の業務運営の確保など、**インベストメントチェーンを構成する各主体に対する働きかけ**を行ってきた。**引き続き、こうした取組を推進**。
- これらの取組に続き、**インベストメントチェーンの残されたピースとして、③家計金融資産等の運用を担う資産運用業とアセットオーナーシップの改革**を図っていく。
- 残されたピースをはめ、**我が国経済の成長と国民の資産所得の増加**に繋げていく。

資産運用立国実現プラン（2023年12月13日）

（今般策定した③に加え、①②も内包）



(参考) 資産運用立国実現プランの概要(2/2)

資産運用立国実現プラン（資産運用業・アセットオーナーシップ改革の分野）

1. 資産運用業の改革

- 大手金融グループにおいて、資産運用ビジネスの経営戦略上の位置づけのほか、運用力向上やガバナンス改善・体制強化のためのプランを策定・公表
- 資産運用会社が金融商品の品質管理を行うプロダクトガバナンスに関する原則の策定
- 日本独自のビジネス慣行や参入障壁の是正（投資信託の基準価額に関する一者計算の促進など）
- 金融・資産運用特区の創設
- 新興運用業者促進プログラム（日本版EMP）の策定・実施 ※ EMP : Emerging Managers Program

2. アセットオーナーシップの改革

- アセットオーナーの運用・ガバナンス・リスク管理に係る共通の原則（アセットオーナー・プリンシプル）の策定
- 企業年金の改革（資産運用力の向上、共同運用の選択肢の拡大、加入者のための運用の見える化の充実など）

3. 成長資金の供給と運用対象の多様化

- スタートアップ企業等への成長資金の供給の促進
- オルタナティブ投資やサステナブル投資などを含めた運用対象の多様化

4. スチュワードシップ活動の実質化

- PBR等を意識した企業による計画策定・開示・実行の取組について、東証と連携しフォローアップ
- 機関投資家と企業との対話の促進等のための大量保有報告制度等の見直しを含む実質的なエンゲージメントの取組の促進

5. 対外情報発信・コミュニケーションの強化

- 世界の投資家のニーズに沿った形で資産運用業の改革を進めていくための資産運用フォーラムの立ち上げ

➡ 内閣官房等において、上記施策の進捗状況を2024年6月目途に確認。

金融庁の取組「コーポレートガバナンス改革の実質化に向けたアクション・プログラム」(1/2)

- 金融庁では、改革の趣旨に沿った実質的な対応を進展させるため、企業と投資家の自律的な意識改革を促進する施策や、企業と投資家との対話の実効性を向上させるための施策を「アクション・プログラム」として提言（その内容の半分程度は東証施策）。

1. 企業の持続的な成長と中長期的な企業価値向上に向けた課題		
項目	施策・検討の内容	具体策
A) 収益性と成長性を意識した経営	● 資本コストの的確な把握やそれを踏まえた収益性・成長性を意識した経営（事業ポートフォリオの見直しや、人的資本や知的財産への投資・設備投資等、適切なリスクテイクに基づく経営資源の配分等を含む。）を促進する【2023年春から順次実施】	東証の取組
B) サステナビリティを意識した経営	● 有価証券報告書に新設された人的資本・知的財産・多様性を含むサステナビリティに関する情報開示の枠組みの活用（好事例集の公表）等を通じてサステナビリティに関する取組みを促進する。【2023年～2025年に順次実施】	好事例集の作成継続
	● サステナビリティ開示基準策定のための国際的な議論に積極的参画し、人的資本を中心とするサステナビリティ情報の開示の充実を推進する。【2023年以降継続して実施】	ISSBへの打ち込み等
	● 女性役員比率の向上（2030年までに30%以上を目標）等、取締役会や中核人材の多様性向上に向けて、企業の取組状況に応じて追加的な施策の検討を進める。	内閣府と連携して取組中
C) 独立社外取締役の機能発揮（取締役会、指名委員会・報酬委員会の実効性向上）	● 有価証券報告書における取締役会や指名委員会・報酬委員会等の活動状況に関する情報開示の拡充を踏まえ、その実態調査・事例の取りまとめ・公表等を通じて、取締役会等の実効性評価等によるPDCAサイクルの確立を促進し、更なる機能発揮を図る。【2023年秋】	東証の取組
	● 独立社外取締役に対して期待される役割の理解促進のための啓発活動（研修を通じたスキルアップ等）の実施を進める。【2023年春】	東証の取組

（出所）金融庁「コーポレートガバナンス改革の実質化に向けたアクション・プログラム」を基に作成。

金融庁の取組「コーポレートガバナンス改革の実質化に向けたアクション・プログラム」(2/2)

2. 企業と投資家との対話に係る課題		
項目	施策・検討の内容	具体策
A) スチュワードシップ活動の実質化	● スチュワードシップ活動の実質化に向けた課題（運用機関における十分なリソースの確保、エンゲージメント手法の工夫、インセンティブの付与、年金等のアセットオーナーにおける体制の拡充等）の解決に向けて、運用機関・アセットオーナー等の取組みを促進する。【2023年から順次実施】	検討中
B) 対話の基礎となる情報開示の充実	● プライム市場上場会社について、投資家との対話の実施状況やその内容等の開示を要請する。【2023年春】	東証の取組
	● コンプライ・オア・エクスプレインの趣旨を改めて周知するとともに、エクスプレインの好事例や不十分な事例の明示に取り組む。【2023年春】	東証の取組
	● 有価証券報告書と事業報告等の重複開示に関する開示の効率化を含め、投資家が必要とする情報を株主総会前に効果的・効率的に提供するための方策について、継続的に検討を進める。	将来的には、金商法・会社法改正も視野（一体開示）
	● 投資家との対話の基礎となるよう企業のタイムリーな情報開示を促進する方策について検討を進める。	金融審で方針決定、その後東証の取組
C) グローバル投資家との対話促進	● グローバル投資家の期待（独立社外取締役の比率、多様性、英文開示等）に自律的、積極的に応える企業群の「見える化」を通じて、企業と投資家の対話を促進する。【2023年夏から順次実施】	検討中
	● 特に、プライム市場における英文開示の義務化を含め、英文開示の更なる拡充を図る。【2023年秋】	東証の取組
D) 法制度上の課題の解決	● 大量保有報告制度における「重要提案行為等」「共同保有者」の範囲の明確化について検討を進める。	金商法改正
	● 実質株主の透明性のあり方について検討を進める。	金商法改正
	● 部分買付け（上限を付した公開買付け）に伴う少数株主の保護のあり方について検討を進める。	金商法改正
E) 市場環境上の課題の解決	● 従属上場会社に関する情報開示・ガバナンスのあり方について検討を進める。	東証の取組
	● 政策保有株式の縮減については、有価証券報告書における情報開示の規律の強化や、東証市場区分見直しに伴う上場維持基準の変更及びその経過措置を踏まえた進捗を今後継続的にフォローアップし、必要に応じて更なる施策の検討を進める。【2023年～2025年に順次実施】	検討中

課題⑦関係

<資料2：座長メモより>

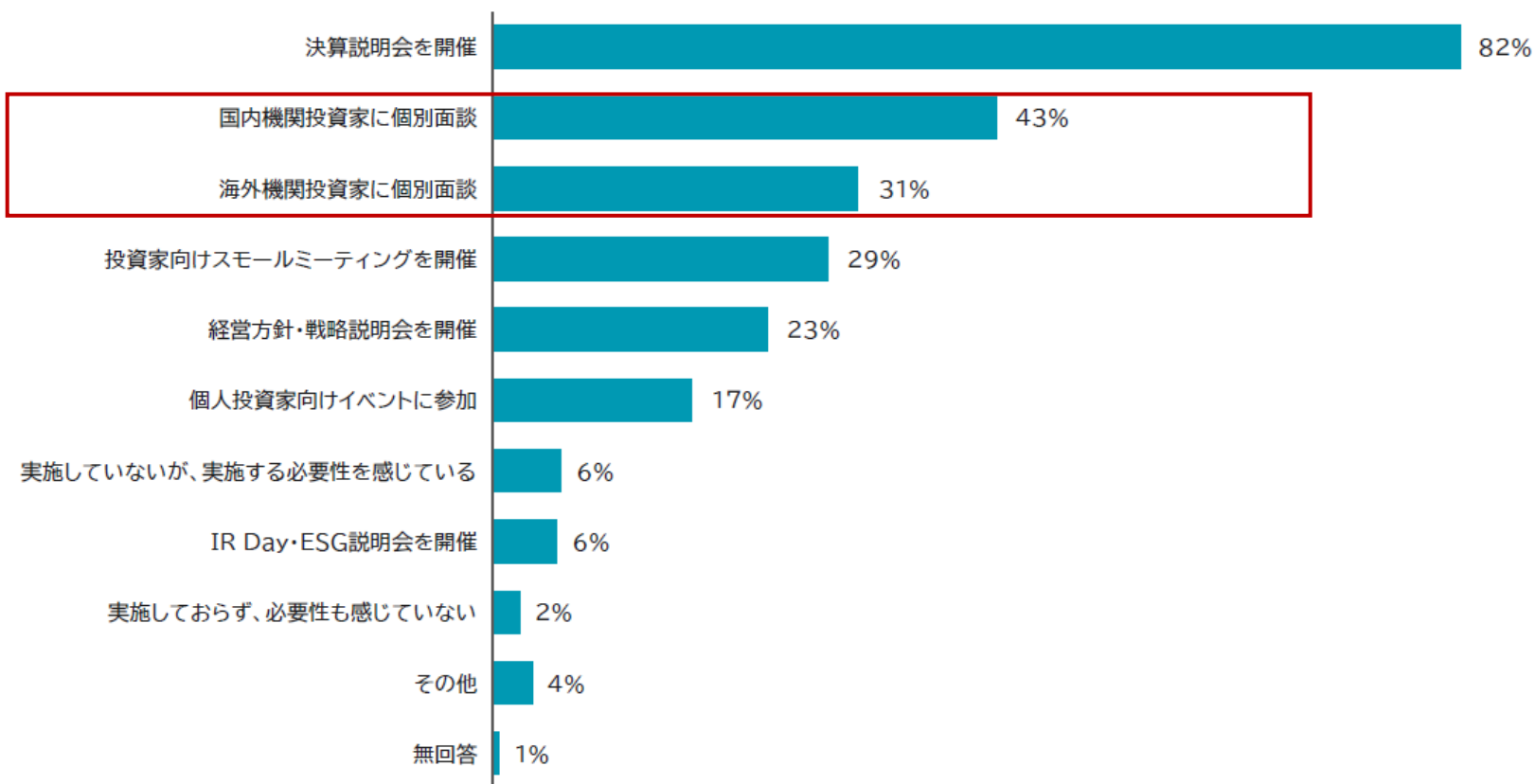
課題⑦：対話・エンゲージメントの実効性強化の必要性

- この10年間、企業－投資家間の対話は大幅に増えた。しかし、日本企業の場合、CEOや社外取締役が投資家等との対話に応じることは少なく、そのことが、投資家・資本市場から経営者への規律付けの低下を更にもたらししていないか。
- また、持ち合い株が依然として一定程度存在するが、そのことも、経営者への規律付けを低下していないか。

経営トップによる投資家とのエンゲージメント活動

- 経営トップが国内・海外機関投資家との個別面談を行っている企業は過半数に満たない。

92. 直近1年間で経営トップが実施した具体的なIR活動をお答えください(複数選択可)



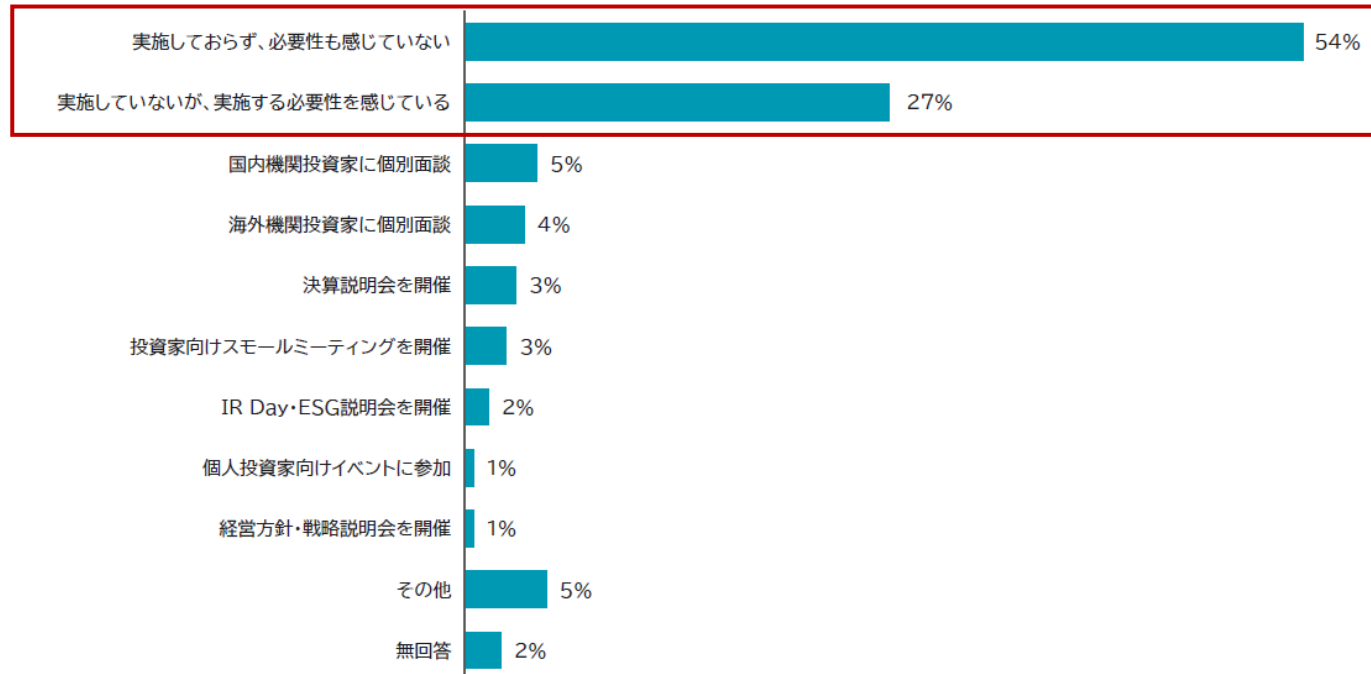
※ n=Q91で「実施していないが、実施する必要性を感じている」「実施しておらず、必要性も感じていない」以外を選択した1,654社

- 社外取締役が株主・投資家とエンゲージメントしている企業は少ない。

社外取締役による株主・投資家との対話の状況

社外取締役が実施した投資家対話の内容

93. 直近1年間で社外取締役が実施した株主・投資家との対話として当てはまるものをお答えください(複数選択可)



※ n=Q91で「実施していないが、実施する必要性を感じている」「実施しておらず、必要性も感じていない」以外を選択した1,654社

企業側におけるエンゲージメントの課題（経産省が実施したヒアリングベース）

- 投資家へのヒアリングにおいて、社外取締役へのアクセスの困難さが指摘されている。

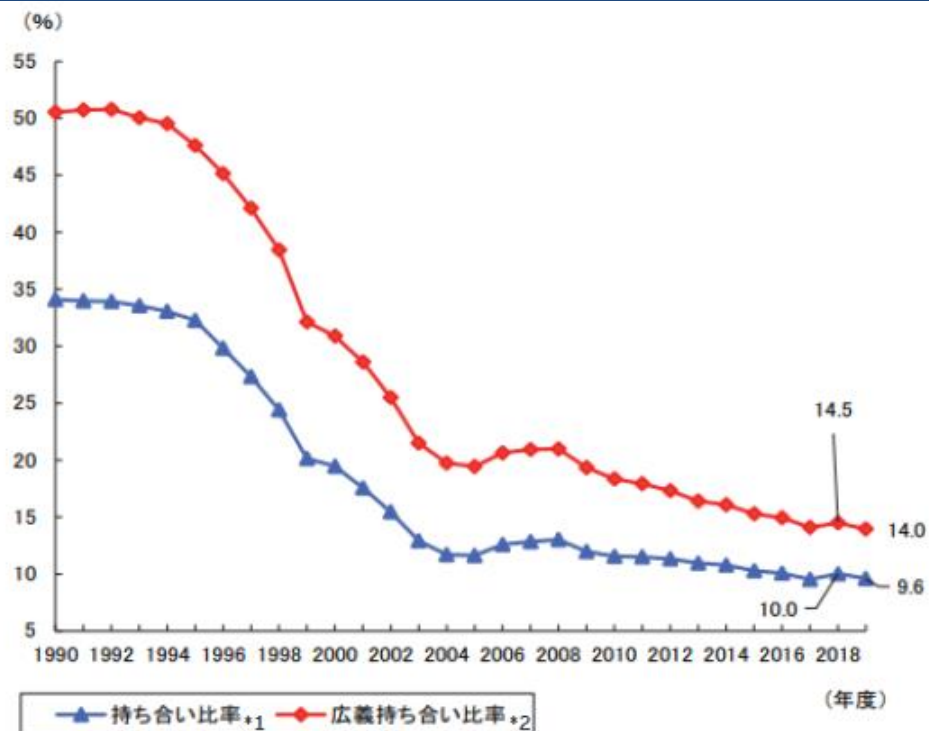
社外取締役へのアクセス

- ▶ 社外取締役へのエンゲージメントは申し込みを行うが、断られることが多くハードルが高い。一方、企業によっては社外取締役が対応する場合も徐々に増加している
- ▶ 社外取締役との対話はまだハードルが高く、コンセンサスにまでは至っていない
- ▶ 社外取締役との面談は、特にガバナンスに問題がある企業に対して対話を行うニーズがあるが、断れられるケースがかなりある
- ▶ 社外取締役とコンタクトが難しい理由は、そもそも企業の経営陣が社外取締役を信用しておらず、アクセスが難しい。アクセス改善方法の一つに、社外取締役がより気軽に利用できるようにしたい
- ▶ 英国では取締役とのエンゲージメントは非常に簡単で頻繁に実施される。日本等のアジアの企業はアクセスは可能だが、英国のように簡単にはいかない点が難しい
- ▶ 欧米とアジアの企業を比較すると、アジア（特に中国、韓国、日本といった東アジアの国々）では経営陣へのアクセスが難しいと感じる。もちろん企業によって様子は異なり、例えば日本の製薬セクターや消費財セクターは国際的な企業であり、他セクターと比べて経営陣へのアクセスは容易。日本国内では、京都の会社は経営陣へのアクセスがさらに難しい
- ▶ 日本企業でもIR部署からエンゲージメントを開始するが、経営陣との対話には数か月から数年を要することもあり、他の地域と比べて時間がかかる

日本企業の政策保有株式保有比率の変化

- 1990年代前半から政策保有株式の保有比率は徐々に低下。上場事業法人の保有比率の低下度合いは、金融機関を比べて小さい。

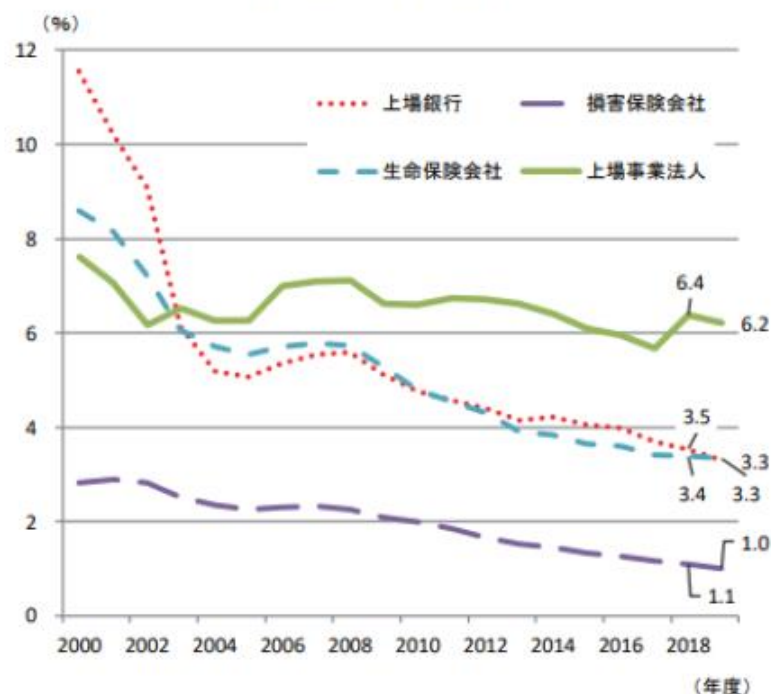
政策保有株式等比率の時系列推移



*1 持ち合い比率とは、上場会社（ただし、上場保険会社を除く）が保有する他の上場会社株式（時価ベース）の、市場全体の時価総額に対する比率（ただし、子会社関連会社株式を除く）

*2 広義持ち合い比率は、持ち合い比率に保険会社の保有比率を加えたもの

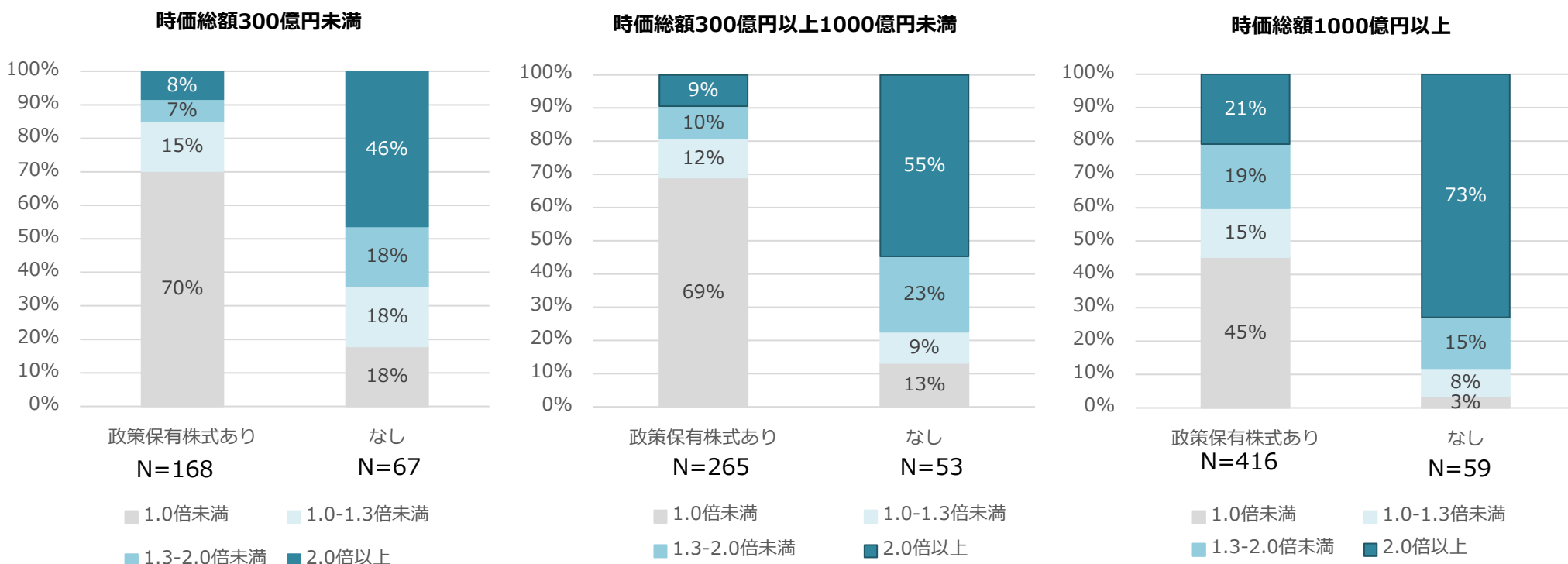
政策保有株式等比率を構成する主体の推移



（出所）大株主データ（東洋経済新報社）、各社有価証券報告書、及び株式分布状況調査（全国4証券取引所）より野村資本市場研究所作成

政策保有株式の保有状況とPBRの関係性（時価総額別）

- どの時価総額区分においても、政策保有株式を保有していない企業の方がPBRが相対的に高い企業の割合が大きい。



（出所）三井住友信託銀行ご提供集計データをもとに経済産業省作成
 「戦略の連動と資本効率で企業価値を高めるコーポレートガバナンス改革 ～「ガバナンスサーベイ®2023」実施報告書～（2023年10月）」関連

スタートアップ銘柄の保有の意義と政策保有株式の開示

- スタートアップ企業との協業によるシナジー効果の創出を重要な企業戦略と位置づけている企業では、自社及びスタートアップ企業の業務内容に鑑み、保有による効果が明確に見込まれる銘柄を、政策保有株式として保有する方針をとっている例がある。

コラム スタートアップ銘柄の保有の意義と政策保有株式の開示

- 保有目的が純投資目的以外の目的である投資株式（いわゆる政策保有株式）については、安定株主の存在が企業経営に対する規律の緩みを生じさせているのではないかと指摘や、保有に伴う効果が十分検証されず資本効率が低いと指摘があり、縮減を進める方が望ましいという考え方がある。
- 一方、スタートアップ企業の成長段階において、当該スタートアップ企業との協業によるシナジー効果が見込まれる場合に、その株式を継続的に保有することは、当該株式を保有する会社の企業価値向上に加え、当該スタートアップ企業の育成にも寄与し得るという点で意義があり、一律に保有が否定されるものではないという考え方もある。
- スタートアップ企業との協業によるシナジー効果の創出を重要な企業戦略と位置付けている会社においては、自社及びスタートアップ企業の業務内容に鑑み、保有による効果が明確に見込まれる銘柄を、政策保有株式として保有する方針をとっている例がある。
- そうした場合においても、企業開示の観点からは、スタートアップ企業の株式を保有することの合理性を投資者が判断できるよう、法令に基づき、保有方針、銘柄ごとの保有目的・定量的な保有効果（定量的な保有効果の記載が困難な場合には、その旨及び保有の合理性を検証した方法）等について適切な開示を行うことが求められる。本資料の別冊付録79～83ページにおいては、スタートアップ企業の株式を政策保有株式として保有している会社（3社）の開示例を参考として掲載している。また、複数の会社から確認したスタートアップ企業の株式に係る保有の考え方や取組等について、以下のとおり紹介する。

提出会社から確認した株式保有の考え方や取組等

株式取得の方針等	・ スタートアップ企業との協業によるシナジー効果が見込まれるスタートアップ企業の株式を保有する方針。 ・ 保有する非上場株式のうち4割から8割程度がスタートアップ銘柄（大半がマイノリティ出資）。 ・ 特に、近年の株式取得は、スタートアップ銘柄の取得に限定しており、全体的な保有方針と整合。
保有開始時期	・ 保有開始時期は様々。対象企業のシードステージ、アーリーステージから保有を開始した銘柄もある一方、上場後に保有した銘柄も存在。
売却の方針	・ IPOは売却の一つのタイミングではあるが、売却するかどうかは、シナジー効果の有無を見極めた上で、個別に判断。売却の際は、相手先の合意を得た上で行う方針。 ・ スタートアップ企業の株式を継続保有した方が、相手先の業績の向上により、保有者側もメリットを享受できる。
開示への取組	① 「スタートアップ銘柄の保有による定量的な効果を開示している例」（別冊付録P.82）に係る取組 - 創業以来の共創の理念に基づき、他社と共に成長し、価値を生み出すための共創投資に取り組んでいる。 - 共創投資の収益のうち既存事業への貢献利益を開示することは、投資者に会社理念を理解してもらうために有用であるため、開示することとした。 ② 「非上場株式を含む政策保有株式のうちのスタートアップ銘柄の数を開示している例」（別冊付録P.83）に係る取組 - 保有方針がスタートアップ企業との協業を通じたシナジー効果の創出にあったとしても、開示上は、政策保有株式を増やしているようにみえてしまうことは本意ではないため、非上場銘柄を含むスタートアップ銘柄の数を開示することとした。

スタートアップ銘柄の保有状況の開示例（ソニーグループ株式会社）

ソニーグループ株式会社(1/1) 有価証券報告書(2023年3月期) P.108

連結売上高：11兆5,398億円、提出会社従業員数：2,445人、連結従業員数：113,000人、市場区分：プライム

6-1

政策保有

[目次に戻る](#)

【株式の保有状況】※ 一部抜粋

⑤ 当社が保有する特定投資株式及びみなし保有株式（各銘柄ごとの情報）

銘柄	特定投資株式		保有目的	定量的保有効果※2	株式数の増加した理由	当該株式の発行による当社の株式の保有の有無※3
	2023年3月31日	2022年3月31日				
	株式数（株） 貸借対照表計上額 （百万円）※1,4	株式数（株） 貸借対照表計上額 （百万円）※1,4				
BKAOKKANA	2,844,950	2,844,950	アニメ・ゲーム事業をはじめとしたエンタテインメント領域での同社との協業関係の維持・強化及び事業機会創出を目的とした保有	前述の検証方法に従い、保有の合理性を判断しています。	—	有
	8,017	9,161				
iDreamSky Technology Holdings Limited	5,925,200	5,925,200	ゲーム事業を中心とした中国のエンタテインメント領域における同社との協業関係の維持・強化及び事業機会創出を目的とした保有	前述の検証方法に従い、保有の合理性を判断しています。	—	無
	439	416				
monoAI technology㈱	200,000	—	メタバースやXRの領域で受託開発事業を営む同社へのベンチャー投資を目的とした出資	前述の検証方法に従い、保有の合理性を判断しています。	当事業年度中に新規上場したことによるもの	無
	340	—				
映画BOX	230,000	230,000	守、映画コンテンツ販売等の取引を行う同社との協業関係の維持・強化を目的とした保有	前述の検証方法に従い、保有の合理性を判断しています。	—	無
	288	369				
映画テレビ東京ホールディングス	60,000	60,000	放送設備や映画コンテンツ等の販売、映画事業のチャンネルビジネスにおけるコンテンツの安定的調達等の取引や、新技術を活用した番組制作における連携等を行う同社との協業関係の維持・強化を目的とした保有	前述の検証方法に従い、保有の合理性を判断しています。	—	無
	148	119				
画スマートドライブ	46,890	—	モビリティデータを活用した各種サービス提供を行う同社へのベンチャー投資を目的とした出資	前述の検証方法に従い、保有の合理性を判断しています。	当事業年度中に新規上場したことによるもの	無
	117	—				
サスメド㈱	—	166,650	—	—	—	無
	—	220				

【参考になる主なポイント】

- スタートアップ銘柄の保有目的を、スタートアップ企業との協業の内容が想起できるように記載

スタートアップ銘柄の保有状況の開示例（株式会社丸井グループ）

株式会社丸井グループ(1/1) 有価証券報告書(2023年3月期) P.68-69, 71

連結売上高：2,178億円、提出会社従業員数：254人、連結従業員数：4,435人、市場区分：プライム

6-2

政策保有

目次に戻る

【株式の保有状況】※ 一部抜粋

① 投資株式の区分の基準及び考え方

- 当社は、純投資目的である投資株式と純投資目的以外の目的である投資株式を下記のように区分します。
- 「純投資目的である投資株式」とは、株式の価値の変動又は株式に係る配当によって利益を受けることを目的に保有する株式です。
 - 「純投資目的以外の目的である投資株式」とは、当社グループの企業価値向上に向けて、戦略上重要な協業および取引関係の維持発展を目的に保有する株式です。

当社グループでは中期経営計画において「共創投資」の取り組みを強化しています。コアバリューである「啓蒙の共創」を基とした小売×フィンテックに、「新規事業投資+共創投資」を加えた三位一体のビジネスモデルによってシナジーを追求することで、個々の事業の総和を超えた価値の創出をめざします。

<未来投資>

中期経営計画において未来投資では、サステナビリティ、Well-beingなどのインパクトと収益の両立をめざしてイノベーションを創出します。「新規事業投資」は社内からのイノベーション創出、「共創投資」は社外からのイノベーション導入をめざします。



<共創投資>

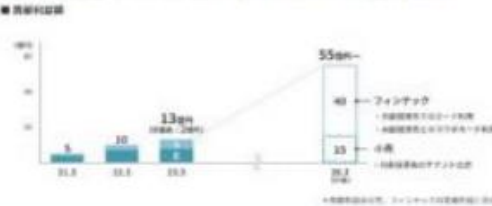
「共創投資」は、共創の理念に基づき当社グループに共創いただけるスタートアップ企業等への投資を通じ、未来を共創するパートナーとの協業を進め、小売・フィンテックへの貢献利益と、ファイナンスリターン両方の実現を追求します。中期経営計画最終年度の2026年3月期までに合計で430億円の投資を進めていきます。

今後、「共創投資」を進めていくうえで株式銘柄数および貸借対照表計上額の増加が見込まれます。また「共創投資」にはベンチャーやスタートアップ企業等の非上場株式が多く含まれており、その後上場した場合は大幅な株価の上昇に伴い貸借対照表計上額に大きく影響する可能性があります。

「共創投資」の目的として、当社グループと投資先との協業によって中長期的に投資先の企業価値向上をはかり、株式の値上がり益を期待する（IRR20%以上を計画）という純投資の要素を持ちます。よって

スタートアップ企業等への投資を開始した2017年3月期以降、新たに保有した特定投資株式については「共創投資」として区分し記載しています。

2023年3月期の共創投資先のシナジーによる貢献利益は13億円となり、2026年3月期には55億円をめざします。また、IRRは16%でハードルレートの10%を上回って獲得しています。



② 保有目的が純投資目的以外の目的である投資株式

b. 銘柄数及び貸借対照表計上額

(当事業年度において株式数が増加した銘柄)

	銘柄数 (銘柄)	株式数の増加に係る取得 価額の合計額(百万円)	株式数の増加の理由
非上場株式	10	2,115	主に、新規事業の創出につながるスタートアップ等への出資・投資のため増加しています
非上場株式以外の株式	1	1,999	

<共創投資>

銘柄	当事業年度 株式数(株)	前事業年度 株式数(株)	保有目的、業務提携等の概要、 定量的な保有効果(注1) 及び株式数が増加した理由	当社の株式の保有の有無 (注2)
	貸借対照表計上額 (百万円)	貸借対照表計上額 (百万円)		
丸ユグレナ	2,139,000	-	サステナブルな社会の実現に向けた共創推進を目的として、資本業務提携協定を締結しました。提携カード発行やマルチ・メディアを活用したポップアップイベントの実施、ユグレナ社によるバイオ燃料の供給や共同でのEコマースの運営などの実現に向け、協業を円滑に進めるために保有しています。	無
BASE 9	6,306,000	6,306,000	ネットショップ作成サービス「BASE」加盟店のリアル店舗出店スペース「SHOBYA BASE」の運営店「モディ」での開設のほか、「BASE」加盟店の人気ロックバンドとのコラボレーションカード「SUPER BEAVERエボスカード」の発行などを行っており、協業を円滑に進めるために保有しています。	無
	1,715	2,818		

【参考になる主なポイント】

- 「共創投資」銘柄の保有によるシナジー効果を定量的に記載
- 政策保有株式の増加理由について、当社の投資方針に関連付けて記載
- 「共創投資」銘柄の保有目的を、投資先企業との協業の内容が想起できるように記載

スタートアップ銘柄の保有状況の開示例（三菱地所株式会社）

三菱地所株式会社(1/1) 有価証券報告書(2023年3月期) P.86

連結売上高：1兆3,778億円、提出会社従業員数：1,091人、連結従業員数：10,655人、市場区分：プライム

6-3
政策保有

[目次に戻る](#)

【株式の保有状況】※ 一部抜粋

ロ. 保有目的が純投資目的以外の目的である投資株式の保有方針及び保有の合理性を検証する方法並びに個別銘柄の保有の適否に関する取締役会等における検証の内容

当社は、中長期的な取引関係の維持・強化や安定した資金調達に資する場合等、当社グループの事業活動の円滑な推進に有用と判断した場合には、保有目的が純投資目的以外の目的である株式を取得・保有しております。保有目的が純投資目的以外の目的である投資株式として保有する上場株式については、取得経緯、取引実績、協力・協業関係の状況、配当実績等、当社グループの事業活動の円滑な推進に有用か否かといった観点から保有の合理性の検証を行い、その内容、削減実績及び今後の削減方針について、少なくとも年に1回以上の頻度で取締役会に報告し、適宜売却を進めております。

ハ. 保有目的が純投資目的以外の目的である投資株式の銘柄数及び貸借対照表計上額の合計額

	銘柄数 (銘柄)	貸借対照表計上額の 合計額(百万円)
非上場株式	106	9,328
非上場株式以外の株式	62	253,626

(注) 当社は、新事業創出機能グループを中心に、既存事業の付加価値を高めること、テクノロジーの活用や外部パートナーとの連携によるビジネス領域の拡大を目的に、ベンチャー企業等への出資を継続的に実施しています。上記銘柄数には41銘柄（非上場株式38銘柄、非上場株式以外の株式3銘柄）の新事業創出を目的とする新事業株式が含まれており、非上場株式以外の株式1銘柄については当事業年度にIPOにより、非上場株式より振り替わっております。

(当事業年度において株式数が増加した銘柄)

	銘柄数 (銘柄)	株式数の増加に係る取得 価額の合計額(百万円)	株式数の増加の理由
非上場株式	10	3,045	新事業案件の発掘や既存事業とのシナジー創出等のため
非上場株式以外の株式	—	—	—

(注) 非上場株式の内9銘柄が新事業創出を目的とする新事業株式となります。

【参考になる主なポイント】

- 政策保有株式の保有の合理性を検証するための要素の一つとして「協業関係の状況」に触れることで保有方針を示しつつ、政策保有株式全体に占めるベンチャー銘柄数を記載し、保有方針との整合性を示している
- 政策保有株式の増加理由と保有方針を関連付けて記載

課題⑧関係

<資料2：座長メモより>

課題⑧：企業価値に対する認識のずれ

- 上記の課題を引き起こしている本質的な要因として、経営者と投資家の中の「企業価値」に対する認識のずれや、経営者の株価向上の意義に対する認識・理解が十分ではないことがあるのではないか。

企業価値とは

- 伊藤レポート（2014年）では、企業価値について、①将来キャッシュ・フローの割引現在価値等に焦点を当てた捉え方と、②株主を含むステークホルダー価値の総和とする捉え方、の2つを提示した上で、日本企業が、顧客と比べて投資家との関係に十分な注意を払ってこなかった面を指摘し、**株主価値の創出にもっと注力すべき**と提言している。

企業価値の2つの捉え方

①	②
株主価値・経済価値として <u>株式時価総額や企業が将来的に生み出すキャッシュフローの割引現在価値（DCF）等に焦点を当てた捉え方</u>	企業が生み出す価値をもっと広く捉え、株主、顧客、従業員、取引先、社会コミュニティ等の <u>ステークホルダー価値の総和とする捉え方</u>
【背景にある考え方】 価値創造説・社会的責任説： <u>幅広いステークホルダー価値を高めることが、収益力や財務的な競争力を高め、結果的に経済価値（株主価値）を高めるという考え方。</u>	【背景にある考え方】 価値分配説・社会貢献説： それぞれのステークホルダーに <u>分配された価値を独立的に見る考え方</u> 。取引先への供給責任を果たすための生産在庫余力、顧客のための高品質・安価な商品・サービスの提供、従業員は家族という視点での雇用維持、株主還元等のステークホルダー価値が個別に認識される。

伊藤レポート（2014）での整理

- 中長期的な企業価値向上というテーゼについては企業側も投資家側も異論はないが、「企業価値」の解釈には差がある。
- 企業は主として顧客市場（製品・サービス市場）とともに資本市場とも向かい合っている。しかし、**日本企業は顧客市場には細心の注意を払っているものの、資本市場のメインプレイヤーである投資家との関係に十分な注意を払ってこなかった面がある。投資家、とりわけグローバル投資家は、定量化された企業価値（＝株主価値）に着目しているという現実を踏まえれば、日本企業は資本市場に注目し、株主価値の創出にもっと注力すべきである。**
- 株主価値だけを独立で捉えることも適切ではない。顧客価値、従業員価値、取引先価値、社会コミュニティ価値などの価値を創造することが株主価値の創造につながる。**ステークホルダー全体の価値を高めることが株主価値の向上につながり、企業価値の長期的向上が成されることを意識すべきであろう。**

資本コストや株価を意識した経営（1/2）

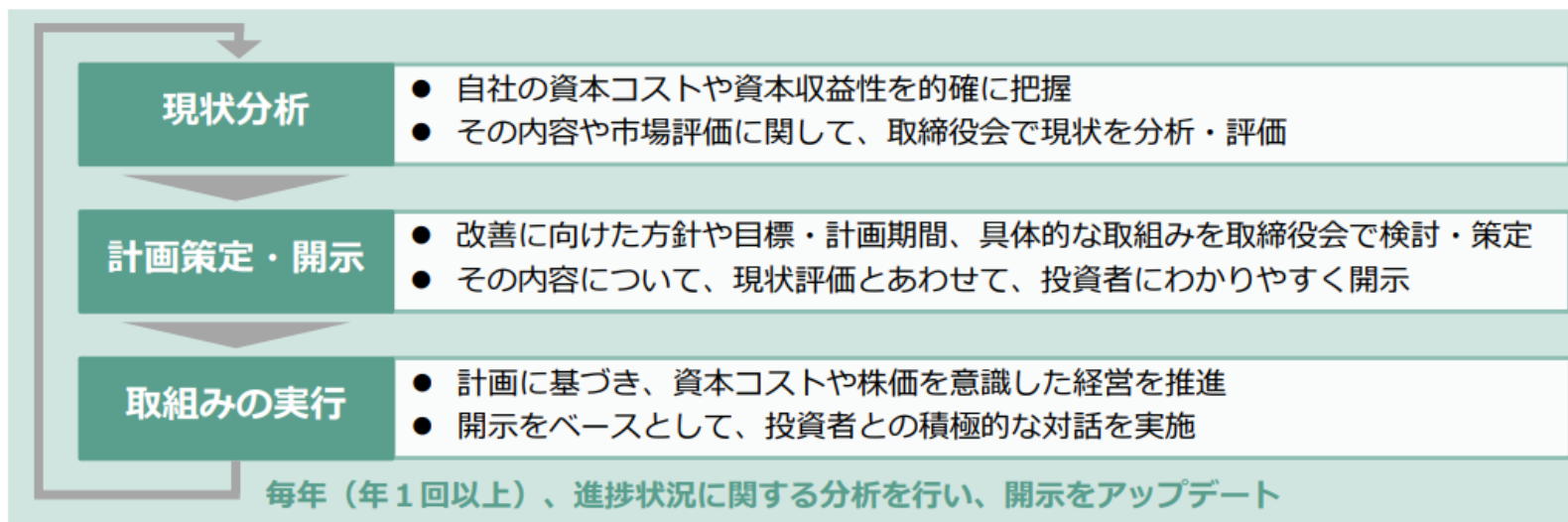
- 東京証券取引所は、2023年3月、プライム市場及びスタンダード市場の全上場会社を対象に「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」を要請。2024年2月末時点で、プライム市場の59%（969社）が開示（検討中を含む）。

対象

- プライム市場・スタンダード市場の全上場会社を対象です。

対応

- 資本コストや株価を意識した経営の実現に向けて、**以下の一連の対応について、継続的な実施をお願いいたします。**



※ 各対応を実施するにあたってのポイント・留意事項について、P3以降で取りまとめております。

開始時期

- 計画策定・開示の前提として**十分な現状分析や検討を行っていただくことが肝要**であることから、開示について具体的な開始時期の定めはありませんが、**できる限り速やかな対応**をお願いいたします。

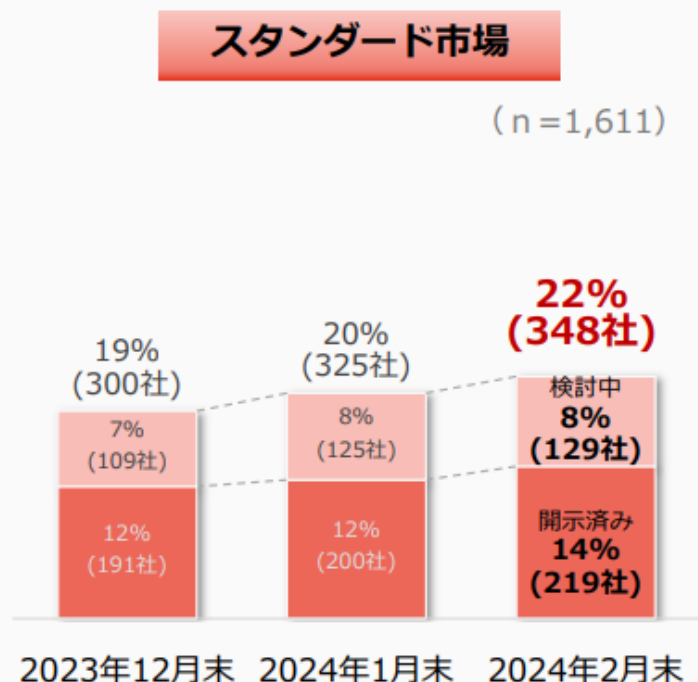
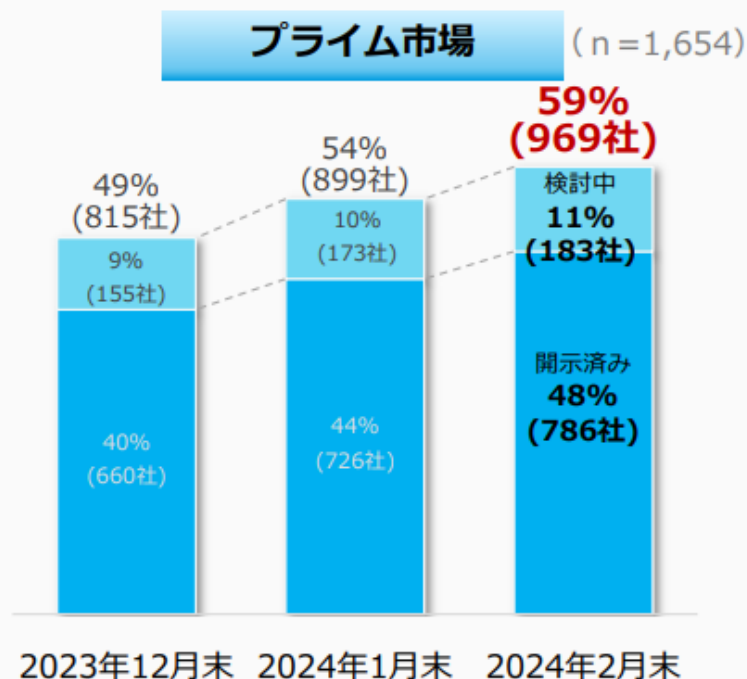
※ 現状分析や検討に一定の期間を要する場合には、まずは計画策定・開示に向けた検討状況や開示の見込み時期を示したうえで、計画策定が完了した時点で改めて具体的な内容について開示するなど、段階的に開示を拡充していくことも考えられます。

資本コストや株価を意識した経営（2/2）

◆ 「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」について、**2024年2月末時点で、プライム市場の59%（969社）、スタンダード市場の22%（348社）が開示**（検討中を含む）

➢ 2023年12月末時点から、プライム市場では+10pt（+154社）、スタンダード市場では+3pt（+48社）

⇒ 3月決算企業を中心に、**本決算発表や定時株主総会に向けて取組みの開示・アップデートを検討する企業も多く見込まれる**なか、上場会社からよく問い合わせをいただく**対応・開示の留意点、一覧表の掲載ルール等**について、プライム市場・スタンダード市場の**全上場会社に周知**（2024年3月末 予定）



ステークホルダー資本主義の動向

- 近年、海外では行き過ぎた株主第一主義を是正する観点から、すべてのステークホルダーの利益に配慮して、企業の長期的な利益や企業価値の向上に取り組むべきという主張があがっている。
- 日本のコーポレートガバナンス・コードでも、企業の持続的な成長と中長期的な企業価値の創出には様々なステークホルダーとの協働の重要性が示されている。

海外の動向

発信者	内容
ブラックロックCEOのレター（2018年）	・ 2018年1月、ブラックロックCEOのラリー・フィンクは、CEOに宛てた書簡において、 長期的な利益を達成するために広い範囲のステークホルダーの利益を追求すべき 旨を明記した。
米経済団体ビジネス・ラウンドテーブル（BRT）関係（2019年）	・ 同団体が公表するコーポレートガバナンス原則における 従来の「株主第一主義」の原則を転換し、「全ての利害関係者の利益に配慮し、長期的な企業価値向上に取り組む」ことを新たに声明 として公表。これに対しては、「株価上昇や配当増加など投資家の利益を優先してきた米国型の資本主義にとって大きな転換点となる。」「米経済の根幹を成す『資本主義のかたち』を大きく見直すものだ。」といった受け止めがある。背景には、「企業の利益水準が押し上げられても、賃金の伸びは鈍く、恩恵を受けたのは資産家や経営者層だけではないか。」といった格差拡大への批判があるとも見られている。

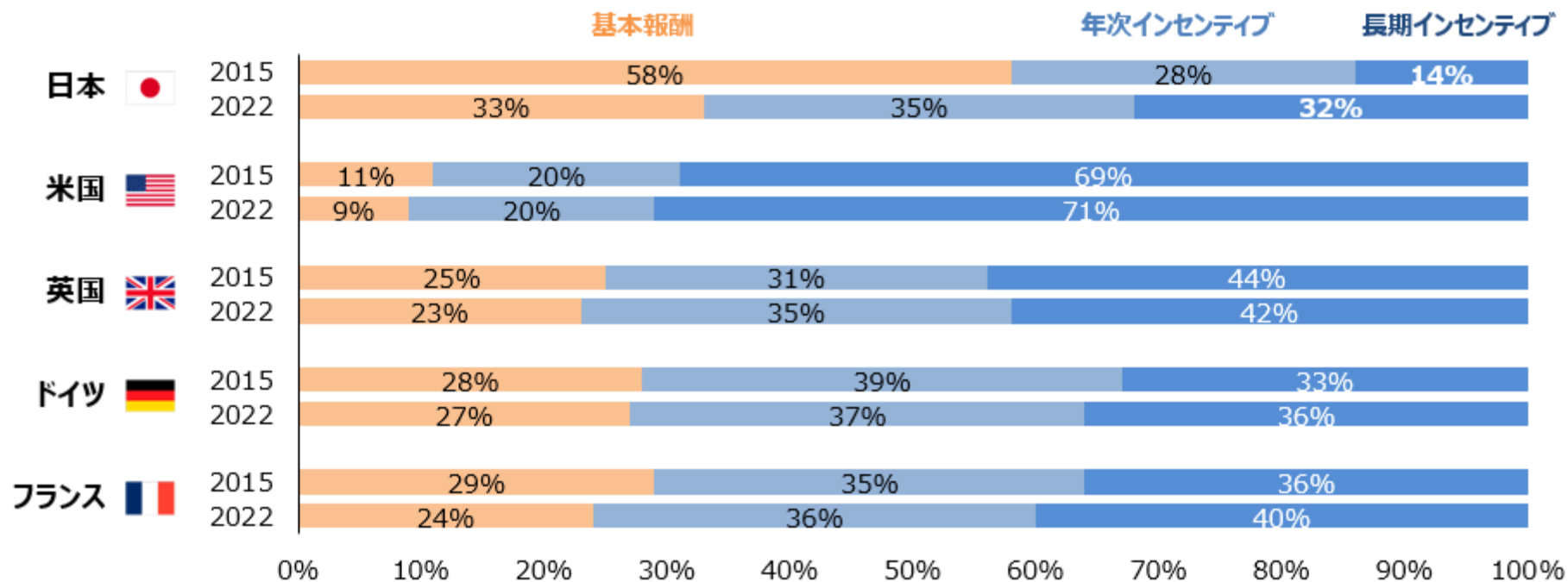
日本の動向（CGコード）

CGコード 基本原則 2	上場会社は、会社の 持続的な成長と中長期的な企業価値の創出は、従業員、顧客、取引先、債権者、地域社会をはじめとする様々なステークホルダーによるリソースの提供や貢献の結果であることを十分に認識し、これらのステークホルダーとの適切な協働に努めるべき である。
CGコード 補充原則2-3①	取締役会は、気候変動などの地球環境問題への配慮、人権の尊重、従業員の健康・労働環境への配慮や公正・適切な処遇、取引先との公正・適正な取引、自然災害等への危機管理など、サステナビリティを巡る課題への対応は、リスクの減少のみならず収益機会にもつながる重要な経営課題であると認識し、中長期的な企業価値の向上の観点から、これらの課題に積極的・能動的に取り組むよう検討を深めるべきである。

CEO報酬の構成比

- 大企業のCEOの変動報酬比率は約6～7割、長期インセンティブ報酬の比率は約3割となり、欧州に近い水準まで上昇している。

CEOの報酬の構成比の各国比較



(注) 売上高等 1 兆円以上企業のCEO報酬について、2022年度の各社開示資料を用いて調査を実施。
 (出所) ウイリス・タワーズワトソン「日米欧CEOおよび社外取締役報酬比較」2023年調査を基に作成。

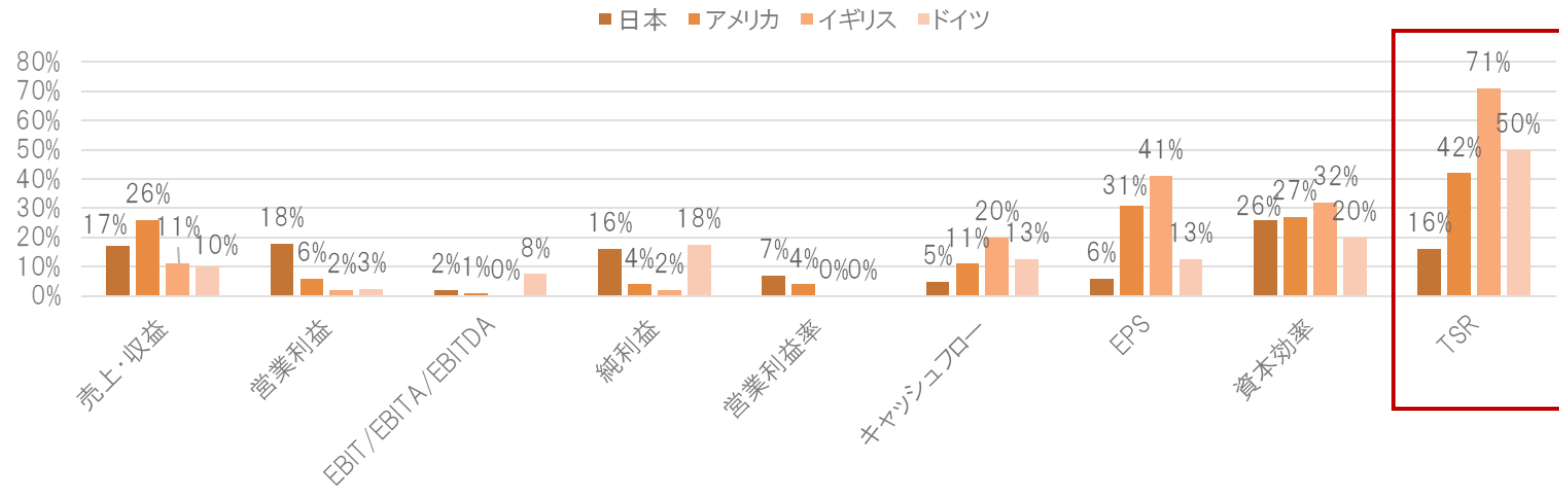
CEO報酬（長期インセンティブ報酬）における評価指標

- 欧米と比べ、日本では、長期インセンティブ報酬のKPIとして、株価が反映される指標であるTSR（株主総利回り）*を採用する企業の割合は低い。

* 株式投資により得られた収益（配当とキャピタルゲイン）を投資額（株価）で割った比率（金融庁「株主総利回り計算方法」より）。

長期インセンティブ報酬の財務指標の採用企業比率

中長期インセンティブ(LTI)の財務指標の採用企業比率



【調査対象】

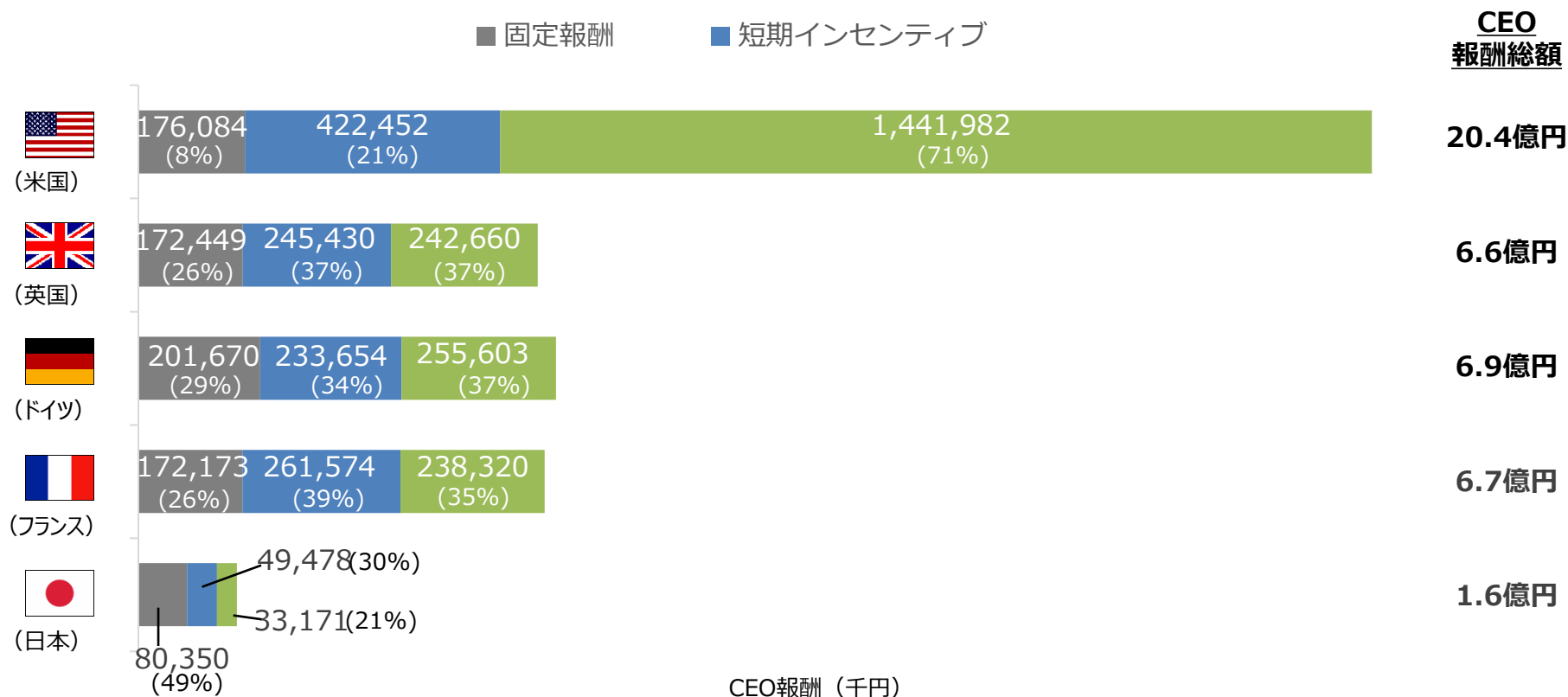
日本	TOPIX100構成企業(2022年3月決算時点での最新の有価証券報告書を調査)
アメリカ	S&P500のうち報酬ターゲットの構成比率が開示されている時価総額上位100社(2023/1末時点)
イギリス	FTSE350のうち報酬ターゲットの構成比率が開示されている時価総額上位100社(2023/1末時点)
ドイツ	DAX40のうち報酬ターゲットの構成比率が開示されている38社とHDAX100のうちそれ以外の時価総額上位2社(2023/1末時点)

出典: 各社公表資料よりHRGL作成

(出所) HRガバナンス・リーダーズ「2022年日米欧CEO報酬調査」

報酬水準の国際比較

- 日本企業は欧米企業と比較して、報酬水準が最も低い。



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）デロイト・トーマツが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（令和5年度産業経済研究委託事業調査報告書）

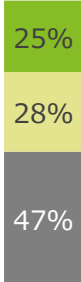
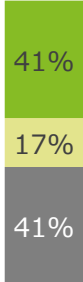
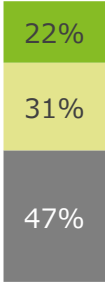
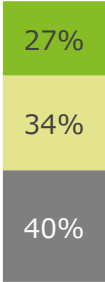
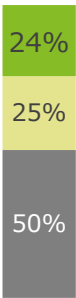
インセンティブ報酬とPBRの関係性

- インセンティブ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。

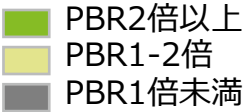
業績連動報酬割合 (長期・短期インセンティブ報酬)			
	50%以上	30-50%未満	>30%
企業数	100社 (40%)	107社 (43%)	44社 (18%)
PBR (2022)	1.8倍	1.6倍	1.5倍

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)	1.7倍	1.5倍

業績連動報酬のKPI			
	TSRに連動	BS指標に連動	PL指標に連動
企業数	54 (18%)	133 (44%)	114 (38%)
PBR (2022)	2.0倍	1.6倍	1.7倍



対象企業は、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
BS関連指標：PL指標に加えて、ROICやROE等のBS関連指標を採用している企業（統合報告書にて、指標の開示がない企業は分母から除外）
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）デロイトトーマツがSPEEDAのデータ、企業の統合報告書の情報に基づき作成（令和5年度産業経済研究委託事業調査報告書）



参考

各企業群別のコーポレートガバナンス等関連指標の傾向

対象：2022年度末の金融機関を除く時価総額上位300社

	コーポレート ガバナンス						投資家	実行力・ リスクイテカ	
	経営者 非任期	経営者 同族系	CEO就任年 齢平均	業績連動型 役員報酬 50%以上	指名委員会 等/監査等委 員会	社外取締役 50%以上	外国法人株 主30%以上	事業売却 (10年平均)	研究開発投 資 (10年平均)
①51社 高→高 (17.0%)	90.2%	37.3%	51	54.6%	60.0%	41.1%	70.6%	23.8%	3.2%
③2社 低→高 (0.7%)	100.0%	100.0%	56	100.0%	100.0%	100.0%	50.0%	4.7%	3.2%
②32社 中→高 (10.7%)	81.2%	21.9%	57	48.1%	46.9%	53.1%	56.3%	4.3%	6.1%
⑥15社 低→中 (5.0%)	80.0%	13.3%	55	58.3%	40.0%	46.7%	40.0%	23.1%	3.1%
⑤57社 中→中 (19.0%)	71.9%	8.8%	59	65.4%	35.1%	42.1%	45.6%	5.9%	2.9%
④19社 高→中 (6.3%)	73.7%	26.3%	51	50.0%	15.8%	31.6%	31.6%	8.5%	3.3%
⑧53社 中→低 (17.7%)	66.0%	5.7%	59	35.4%	39.6%	37.7%	41.5%	4.7%	2.8%
⑦12社 高→低 (4.0%)	50.0%	8.3%	60	45.4%	25.0%	33.3%	41.7%	11.5%	1.9%
⑨59社 低→低 (16.0%)	55.9%	3.4%	60	45.1%	27.1%	20.3%	30.5%	10.1%	1.4%

- ・「非任期」：現職を除く直近2名のCEOの在任期間（※）において、①在任期間の平均が3年以上6年未満である企業かつ、②最長在任期と最短在任期間の差が2年以内の企業（※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）
- ・「同族系」：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
- ・「CEO就任平均年齢」：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）
- ・「事業売却（10年平均）」：売却金額/総資産の過去10年（2013年度～2022年度）平均により算定。
- ・「研究開発投資（10年平均）」：研究開発費/売上高の過去10年（2013年度～2022年度）平均により算定。