

参考資料②

(2014年伊藤レポートの提言・推奨と進捗確認)

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)

伊藤レポートについて

- 日本企業の収益性が長期的に停滞している現状をいかにすれば改善できるかという問題意識の下、『『持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～』プロジェクト』において、2013年から企業、投資家、有識者による議論を重ね、2014年に伊藤レポートとしてとりまとめ、公表した。
- 伊藤レポート（2014）の構成は、要旨と本文から成り、本文では論点1から論点12のトピックごとに「提言・推奨」をまとめている。
- その後、伊藤レポート（2014）を土台として、2017年にESG・無形資産投資にフォーカスした伊藤レポート2.0、2022年にSX（サステナビリティ・トランスフォーメーション）にフォーカスした伊藤レポート3.0を公表した。

伊藤レポート（2014）

持続的な企業価値向上の必要性



伊藤レポート2.0（2017）

無形資産投資やESG投資の重要性を提唱



伊藤レポート3.0（2022）

SXの重要性を提唱



2014年伊藤レポート本文の論点一覧

	本文表題	論点
1	持続的成長と企業価値創造	1.1 持続的成長について、1.2 企業価値とは
2	持続的成長のすがた	2.1 持続的成長企業の競争力、2.2 リスクテイクの必要性、2.3 M&A等の課題、
3	ROEと資本コスト、資本規律	3.1 低ROE、3.2 ROEの投資家と経営者間のミスマッチ、3.3 資本コストの理解、3.4 資本政策
4	マネジメントシステムと経営者のインセンティブ	4.1 取締役会の機能、4.2 経営者(陣)の役割とインセンティブ構造
5	中長期的投資の促進	5.1 株主構成と家計金融資産構成、5.2 個人投資家の短期志向化、5.3 年金制度
6	アセット・マネージャーのインセンティブ構造	6.1 アセット・マネージャーの報酬体系
7	アセット・オーナーの体制等	7.1 年金基金の体制及び運用
8	セルサイド・アナリストの役割とインセンティブ構造	8.1 アナリストの短期志向化と能力向上
9	投資家の短期志向 (ショートターミズム)化	9.1 投資家の短期志向化
10	経営の短期志向化	10.1 経営の短期志向化
11	持続的成長に向けた企業開示のあり方	11.1 日本の開示制度、11.2 対話を促進する開示
12	対話・エンゲージメント	12.1 企業価値向上につながる対話、12.2 議決権行使、12.3 対話コスト、12.4 対話の障害となる法規制と対話促進策

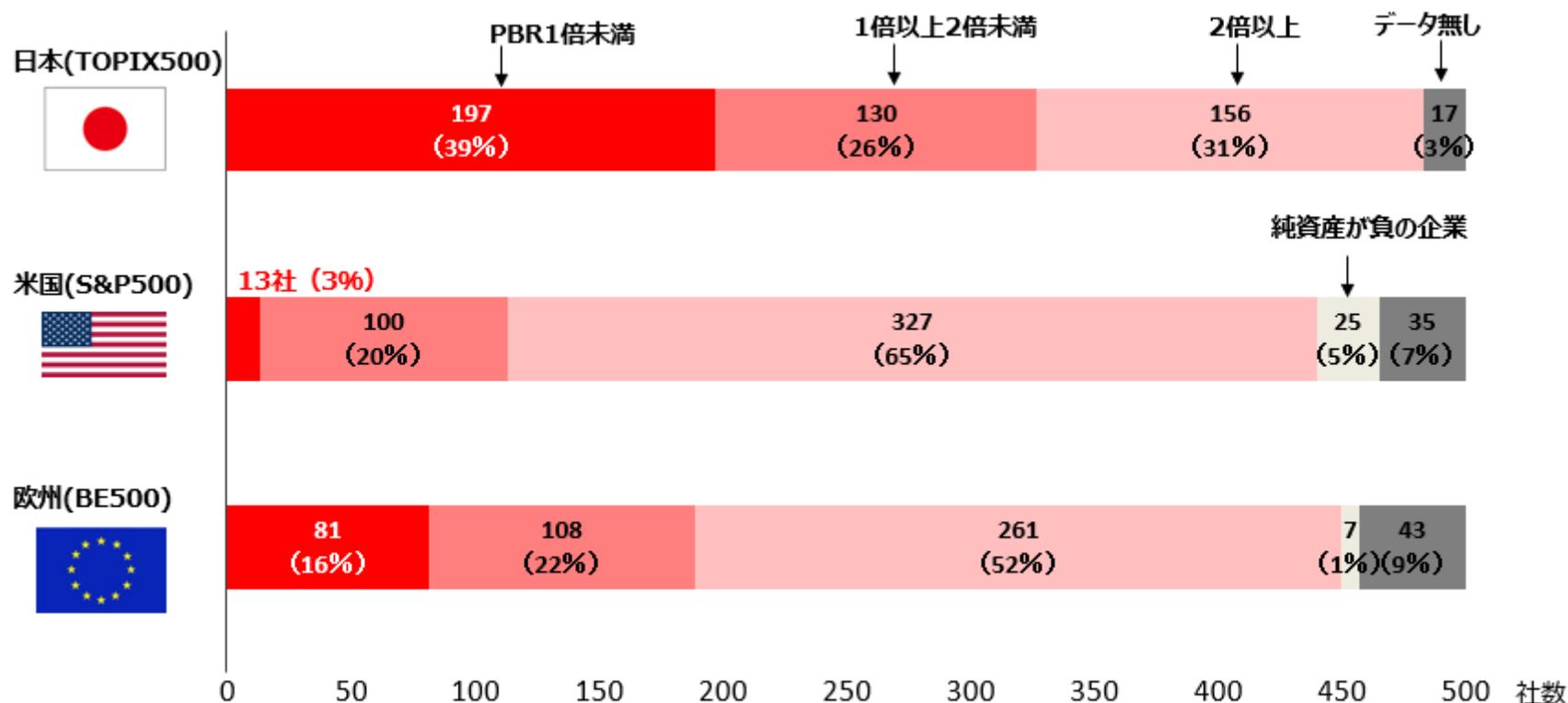
2014年伊藤レポートの主な提言・推奨（1/12）

論点	主な提言・推奨	参考スライド	
1. 持続的成長と企業価値創造			
1.1 持続的成長について	<ul style="list-style-type: none"> 内部留保を成長投資として活用できないのであれば、内部留保の活用の仕方を再検討（例 配当、自社株取得）すべき。 	3.4に包含	
1.2 企業価値とは	<ul style="list-style-type: none"> 企業と投資家に企業価値の解釈が異なり得る。対話を効果的なものにするためにもギャップを埋める努力を払うべき。 		
	<ul style="list-style-type: none"> 企業は投資家との関係に十分な注意を払ってこなかった。資本コストを意識し、PBRをもっと引き上げる必要がある。 	「日米欧の主要企業におけるPBRの比較」 「TOPIX500銘柄のPBR推移・分布」	P 5 P 6
	<ul style="list-style-type: none"> 時価総額は、株式交換という方法を通じて、通貨としての性格を有していることに留意すべき 		
	<ul style="list-style-type: none"> 株主価値を独立で捉えるのではなく、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なされることを意識すべき。投資家は企業の持続的競争力を評価する際、ESG活動にも着目すべき。 	「投資家が株式価値向上に向けて重視する項目」	P 7

日米欧の主要企業における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）



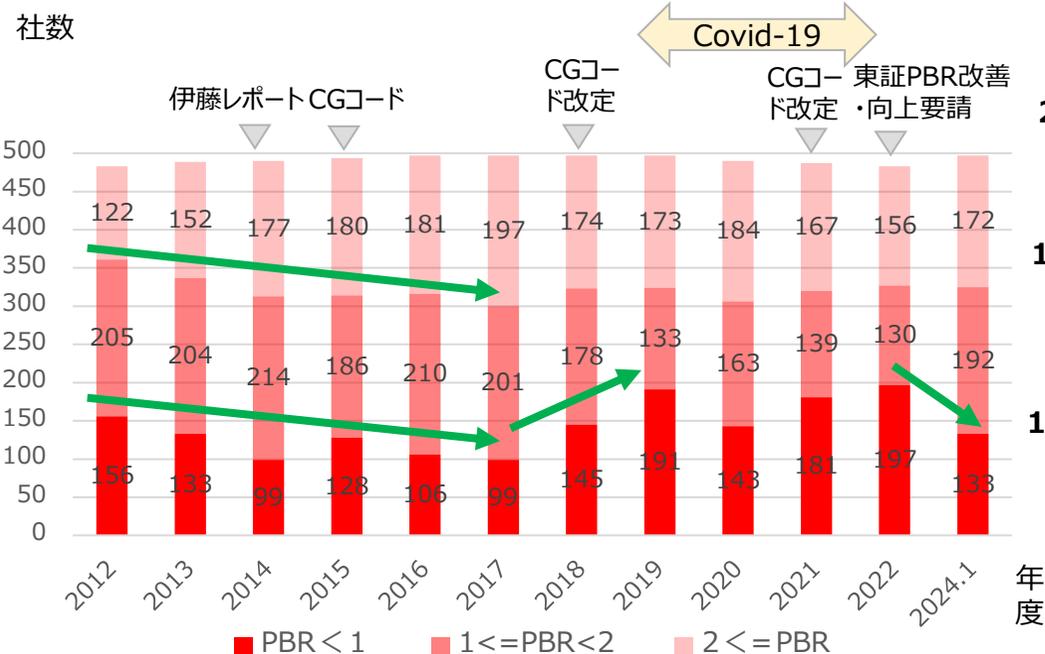
(注) 日本：TOPIX500、米国：S&P500、欧州：BE500

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にあり、**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



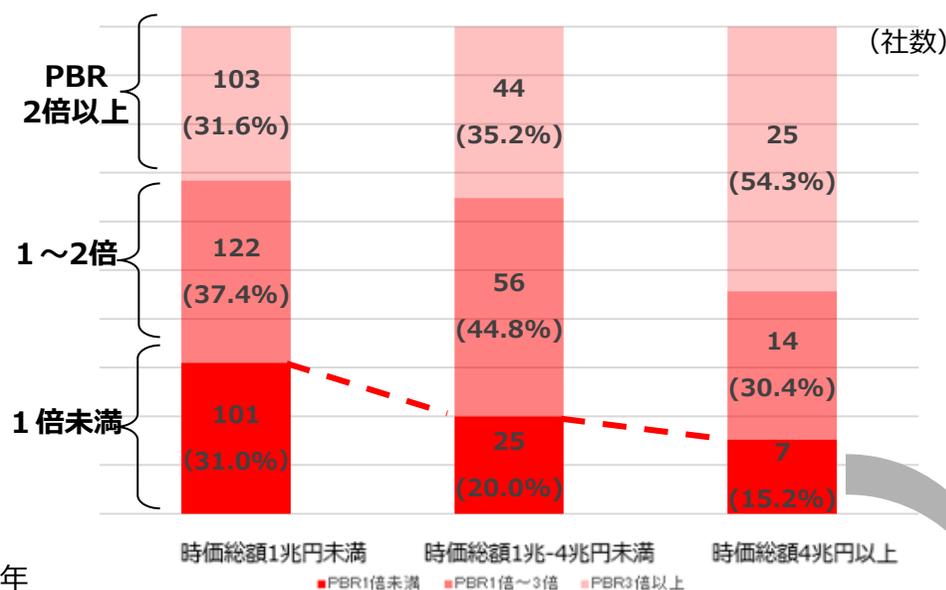
(注) 日本：TOPIX500

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）

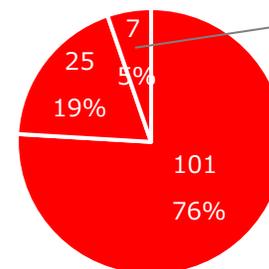
(出所) 東京証券取引所のデータを基に作成。

※「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



時価総額
4兆円以上

時価総額
1兆円未満

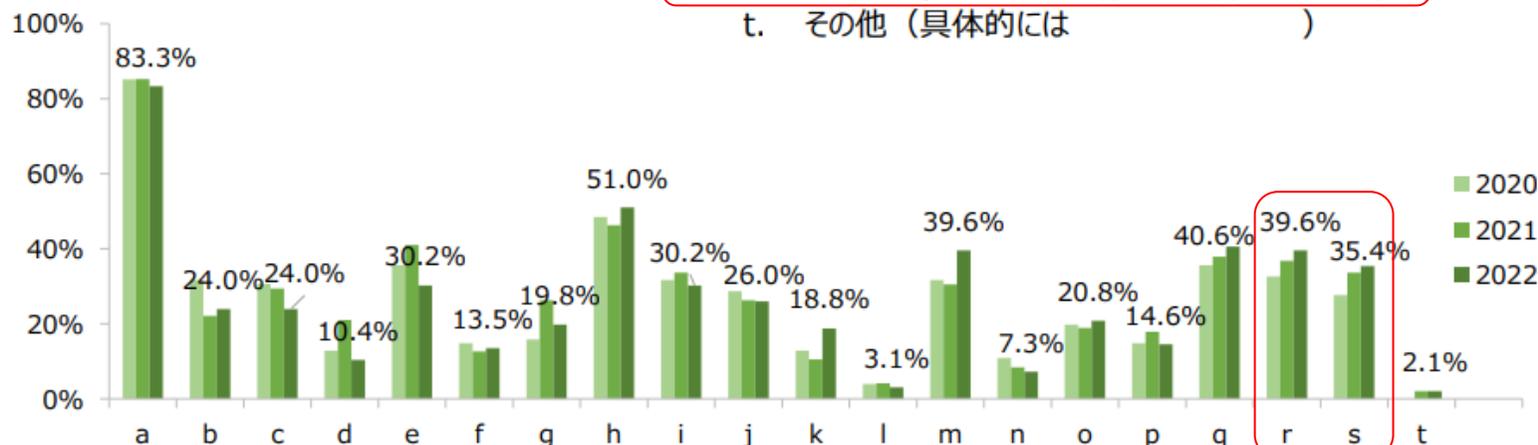
PBR1倍割れ企業の時価総額別分布

投資家が株式価値向上に向けて重視する項目

- 株式価値向上に向けて、E（環境）、S（社会）に関する指標を重視する投資家は増加傾向にある。

(1) 株式価値向上に向け、経営目標として企業が重視することが望ましい具体的指標を全てお答え下さい。（複数選択可）

- | | |
|---------------------|-------------------------------|
| a. ROE（株主資本利益率） | j. 配当性向（配当／当期利益） |
| b. ROA（総資本利益率） | k. 株主資本配当率（DOE）（DOE=ROE×配当性向） |
| c. 売上高利益率 | l. 配当総額または1株当たりの配当額 |
| d. 売上高・売上高の伸び率 | m. 総還元性向（（配当＋自己株式取得）／当期利益） |
| e. 利益額・利益の伸び率 | n. 配当利回り（1株当たり配当／株価） |
| f. 市場占有率（シェア） | o. 自己資本比率（自己資本／総資本） |
| g. 経済付加価値（EVA®） | p. DELシオ（有利子負債／自己資本） |
| h. ROIC（投下資本利益率） | q. 資本コスト（WACC等） |
| i. FCF（フリーキャッシュフロー） | r. E（環境）に関する指標（CO2排出量等） |
| | s. S（社会）に関する指標（女性管理職比率等） |
| | t. その他（具体的には） |



（回答数：2022年度：96,2021年度：95,2020年度：101）

「その他」の回答例：PBR

（出所）一般社団法人生命保険協会「企業価値向上に向けた取り組みに関するアンケート集計結果一覧（2022年版）投資家様向けアンケート 赤囲い及び赤矢印は、経済産業省が付記。

2014年伊藤レポートの主な提言・推奨 (2/12)

論点	主な提言・推奨	参考スライド	
2. 持続的成長のすがた			
2.1 持続的成長企業の競争力	<ul style="list-style-type: none"> 企業連携、産学官連携をさらに積極的に推進し、オープンイノベーションを起こす企業風土を醸成すべき。 		
	<ul style="list-style-type: none"> 持続的成長には環境変化への適応力が必要であるが、事業領域を革新的に変えるには、経営のリーダーシップが必要。非オーナー系でも変革に成功している企業はあり、その事例に学ぶべき。 	「事業ポートフォリオの変革事例」	P9,10
2.2 リスクテイクの必要性	<ul style="list-style-type: none"> 適切なリスクを取って挑戦する企業が増えることで、ROEや株式リターンが上がる可能性がある。やみくもに高いリスクを取るのではなく、精度の高いリスクマネジメントが必要。 	「事業再編、研究開発投資の状況」 10.1参考スライドも参照	P11
2.3 M&A等の課題	<ul style="list-style-type: none"> M&Aに関して、候補企業の選別、デューデリジェンス、ポストディールといった一連のM&A業務に精通した内部人材の確保・育成が急務（特にクロスボーダー案件の対応を行える人材）。 		
	<ul style="list-style-type: none"> 高いシェアと安定収益を誇る事業や製品であったとしても、事業売却等によってコア事業をより強くできるのであれば英断を下すべき。 		

事業ポートフォリオの変革事例 (1/2)

企業	経営変革の概要	ポートフォリオ変化	株価						
<p>ソニーグループ</p>	<p>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。</p>	<p>2012年度:約6.8兆円 → 2022年度:約11.0兆円</p> <p>(出所)「ソニーグループ(株) 個人投資家向け説明会資料」</p>	<p>(出所) Google Finance</p>						
<p>オムロン</p>	<p>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。</p>	<p>2011年度 → 2020年度</p> <p>(出所) Google Finance</p>	<p>(出所) Google Finance</p>						
<p>日立製作所</p>	<p>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。</p>	<p>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</p> <table border="1"> <tr> <td> <p>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</p> <p>FY2013-FY2021実績*</p> <ul style="list-style-type: none"> 2015中計 Ansaldo STS/Breda 2018中計 Sullair 2021中計 JR Automation、日立ハイテク <p>シヤシー・ブレーキ・インターナショナル ケーセン・エナジー・日信工業 日立エナジー、GlobalLogic</p> </td> <td> <p>FY2022実績</p> <ul style="list-style-type: none"> 日立エナジーのIR解消 (100%子会社化) GlobalLogicのエンジニアリング力強化に向けた買収(2社) </td> <td> <p>獲得アセットの売上合計</p> <p>約3.1兆円</p> <p>買収金額</p> <p>約3.6兆円</p> </td> </tr> <tr> <td> <p>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</p> <p>FY2013-FY2021実績*</p> <ul style="list-style-type: none"> 主要事業: 空調、火力発電システム、画像診断関連事業 上場子会社: 日立工機、日立化成、日立キヤピタル 日立マクセル、クラリオン </td> <td> <p>FY2022実績</p> <ul style="list-style-type: none"> 日立AstemoのIPOをめざして非連結化(予定) 日立建機、日立金属、日立物流 </td> <td> <p>譲渡アセットの売上合計</p> <p>約5.0兆円</p> <p>譲渡金額</p> <p>約2.0兆円</p> </td> </tr> </table>	<p>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</p> <p>FY2013-FY2021実績*</p> <ul style="list-style-type: none"> 2015中計 Ansaldo STS/Breda 2018中計 Sullair 2021中計 JR Automation、日立ハイテク <p>シヤシー・ブレーキ・インターナショナル ケーセン・エナジー・日信工業 日立エナジー、GlobalLogic</p>	<p>FY2022実績</p> <ul style="list-style-type: none"> 日立エナジーのIR解消 (100%子会社化) GlobalLogicのエンジニアリング力強化に向けた買収(2社) 	<p>獲得アセットの売上合計</p> <p>約3.1兆円</p> <p>買収金額</p> <p>約3.6兆円</p>	<p>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</p> <p>FY2013-FY2021実績*</p> <ul style="list-style-type: none"> 主要事業: 空調、火力発電システム、画像診断関連事業 上場子会社: 日立工機、日立化成、日立キヤピタル 日立マクセル、クラリオン 	<p>FY2022実績</p> <ul style="list-style-type: none"> 日立AstemoのIPOをめざして非連結化(予定) 日立建機、日立金属、日立物流 	<p>譲渡アセットの売上合計</p> <p>約5.0兆円</p> <p>譲渡金額</p> <p>約2.0兆円</p>	<p>(出所) Google Finance</p>
<p>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</p> <p>FY2013-FY2021実績*</p> <ul style="list-style-type: none"> 2015中計 Ansaldo STS/Breda 2018中計 Sullair 2021中計 JR Automation、日立ハイテク <p>シヤシー・ブレーキ・インターナショナル ケーセン・エナジー・日信工業 日立エナジー、GlobalLogic</p>	<p>FY2022実績</p> <ul style="list-style-type: none"> 日立エナジーのIR解消 (100%子会社化) GlobalLogicのエンジニアリング力強化に向けた買収(2社) 	<p>獲得アセットの売上合計</p> <p>約3.1兆円</p> <p>買収金額</p> <p>約3.6兆円</p>							
<p>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</p> <p>FY2013-FY2021実績*</p> <ul style="list-style-type: none"> 主要事業: 空調、火力発電システム、画像診断関連事業 上場子会社: 日立工機、日立化成、日立キヤピタル 日立マクセル、クラリオン 	<p>FY2022実績</p> <ul style="list-style-type: none"> 日立AstemoのIPOをめざして非連結化(予定) 日立建機、日立金属、日立物流 	<p>譲渡アセットの売上合計</p> <p>約5.0兆円</p> <p>譲渡金額</p> <p>約2.0兆円</p>							

(出所) 各種公表資料をもとに経済産業省作成

事業ポートフォリオの変革事例 (2/2)

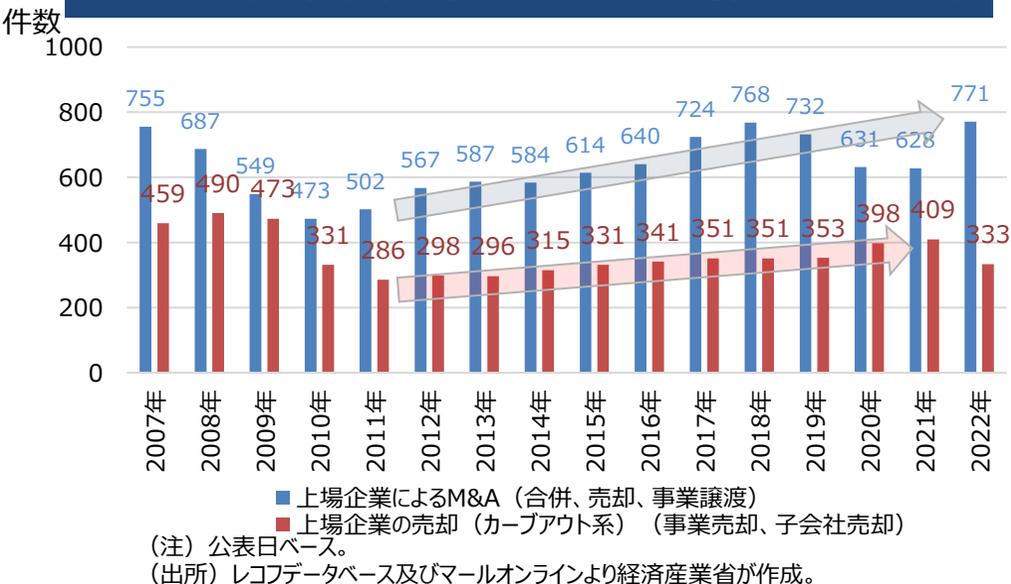
企業	経営変革の概要	ポートフォリオ変化	株価
<p>GE</p>	<p>2000年以前に拡大させてきた金融事業等のノンコア事業を縮小させ、ヘルスケア、エネルギー、航空エンジン部門を強化。</p>	<p>2000年: \$130B (金融, 航空機, エネルギー, その他)</p> <p>2005年: \$52B (ヘルスケア, 航空機, エネルギー, その他)</p> <p>2010年: \$72B (ヘルスケア, 航空機, エネルギー, その他)</p> <p>2015年: \$92B (ヘルスケア, 航空機, エネルギー, その他)</p>	<p>(出所) Google Finance</p>
<p>Siemens</p>	<p>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。</p>	<p>2000年: €77B (ヘルスケア, 工業, 電力, その他)</p> <p>2005年: €42B (ヘルスケア, 工業, 電力, その他)</p> <p>2010年: €61B (ヘルスケア, 工業, 電力, その他)</p> <p>2015年: €66B (ヘルスケア, 工業, 電力, その他)</p>	<p>(出所) Google Finance</p>
<p>味の素</p>	<p>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。</p>	<p>事業利益 (BP)</p> <p>アミノサイエンス系事業 (FY30予想): 1:1</p> <p>食品系事業 (FY30予想): 1:1</p> <p>アミノサイエンス系事業 (FY21): 1:2</p> <p>食品系事業 (FY21): 1:2</p> <p>CAGR 約10%~</p>	<p>(出所) Google Finance</p>

(出所) 各種公表資料をもとに経済産業省作成

事業再編、研究開発投資の状況

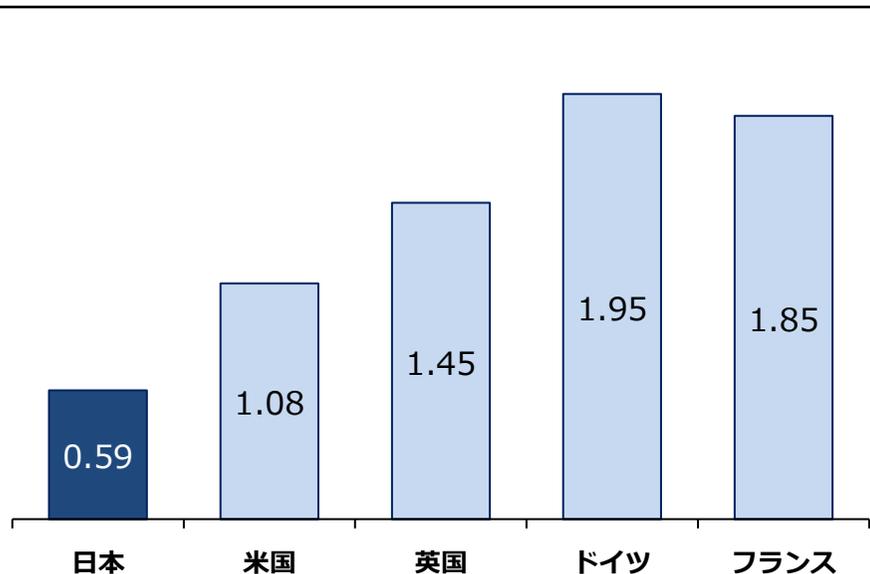
- 多くの日本企業は、M&Aなど成長投資は拡大傾向にあるものの、研究開発などの成長投資は引き続き伸び悩んでいることに加え、将来を見据えた事業の切り出しも進んでいない。

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

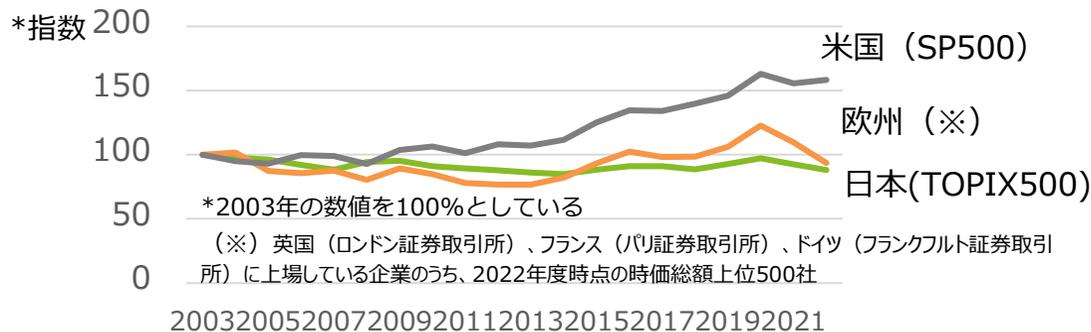


上場企業1社あたり事業切り出し件数

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）



研究開発費/売上高比率（主要500社平均）



(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、ダイブチャー（事業の部分売却）、スピンオフ、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）。

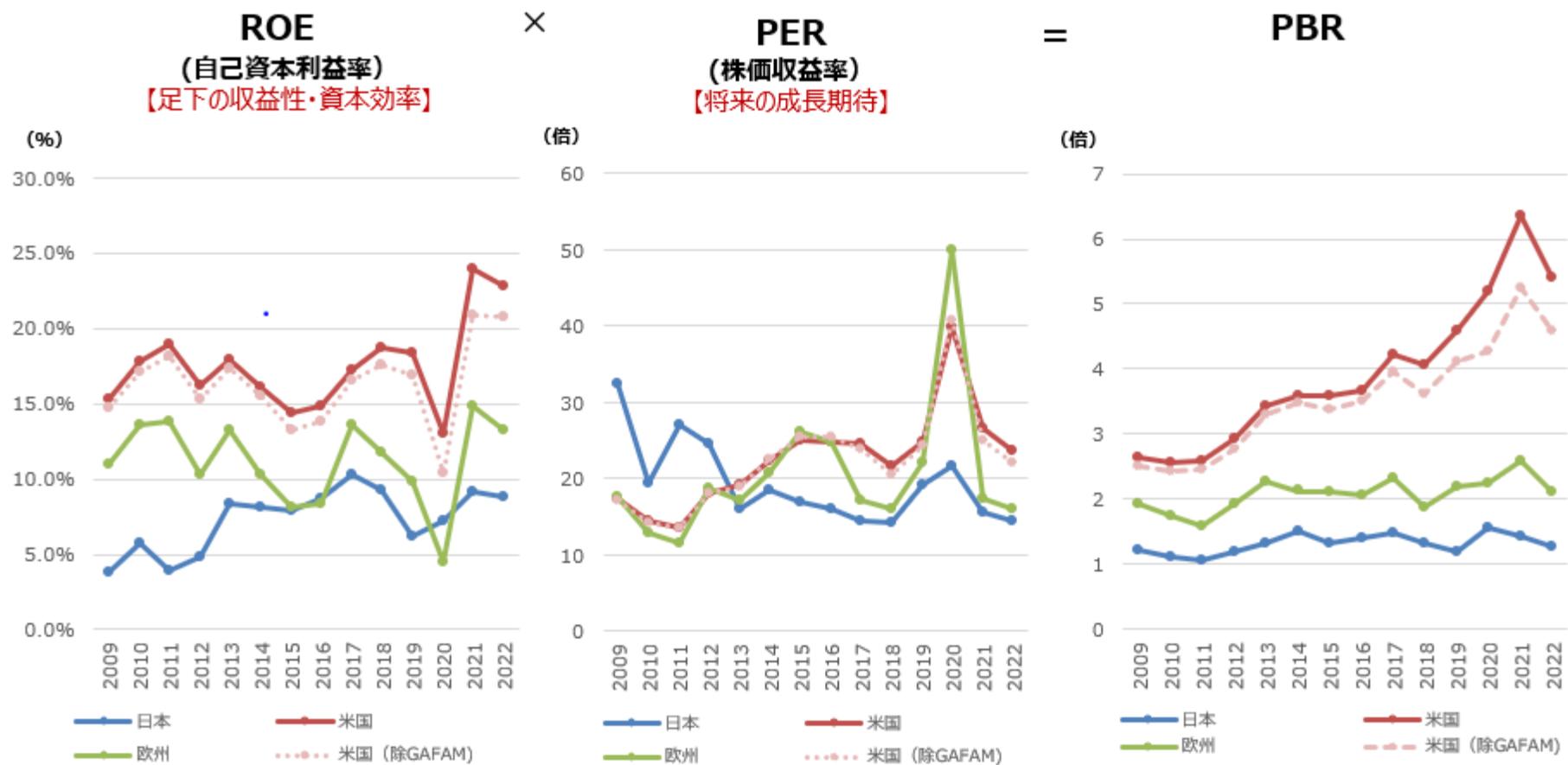
(出所) リフィニティブデータベースより経済産業省が作成。

2014年伊藤レポートの主な提言・推奨 (3/12)

論点	主な提言・推奨	参考スライド	
3. ROEと資本コスト、資本規律			
3.1 低ROE	<ul style="list-style-type: none"> ROEを国際水準と比べてそん色ないところまで引き上げる努力を行うべき。 	「ROE・PER・PBR推移の日米欧比較」 「日本企業の低ROE（自己資本利益率）の要因」	P13 P14
3.2 ROEの投資家と経営者間のミスマッチ	<ul style="list-style-type: none"> ROEを要素分解して具体的に見える化し、社内のKPIに関連付けていくことで経営改革に落とし込むべき。ROEは投資家のためではなく、企業の経営と事業を強くするための好循環を生み出すKPIであるという認識の下、インセンティブの在り方、開示の方法、株主との対話の在り方が問われる。 		
	<ul style="list-style-type: none"> 投資家側も、企業にROEを一方向的に押し付けるのではなく、企業活動の現場に具体的に落とし込めるような方法で、対話し、共通認識を促す努力をすべき。 	「資本コストに対するROE水準の見方（企業・投資家）」	P15
3.3 資本コストの理解	<ul style="list-style-type: none"> 資本コストの概念は企業価値創造において決定的に重要な役割を演じるもので、ROEの水準を評価する上で最も重要な概念である。ROEが8%を超える水準で、約9割のグローバル投資家が想定する資本コストを上回る。グローバル投資家と対話する際の最低ラインとして8%を超える水準を意識すべき。 	「ROEの変化（2013年度 v s 2022年度）」	P16
	<ul style="list-style-type: none"> 自らの資本コストについて、精緻な数値ではなく判断基準や妥当と考える水準を開示し、それに対して投資家はどう考えるかという対話を促進することが重要。 	「資本効率指標、資本コストの開示状況」 「資本コストの把握状況」	P17 P18

ROE・PER・PBR推移の日米欧比較

- PBRは、ROEとPERに分解できるが、いずれもが低いことが、日本企業のPBRの低調の要因ではないか。
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。）

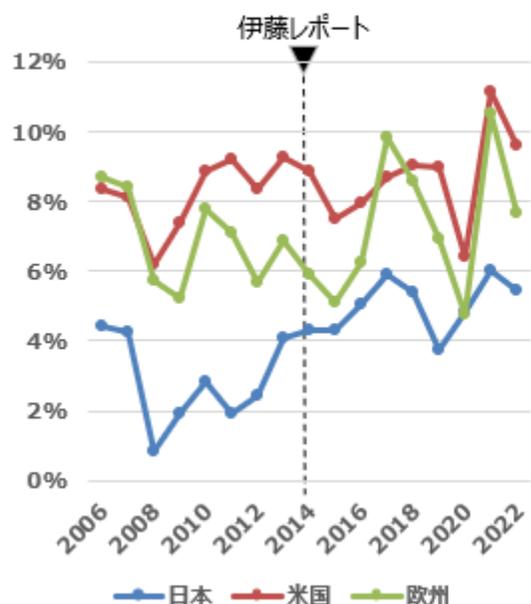
(注2) ROE = 純利益（決算期末） / 純資産額（期首期末平均） * 100
 PER = 時価総額 / 当期純利益
 PBR = 時価総額 / 純資産額
 ※上記はすべて時価総額加重平均によるもの

日本企業の低ROE（自己資本利益率）の要因

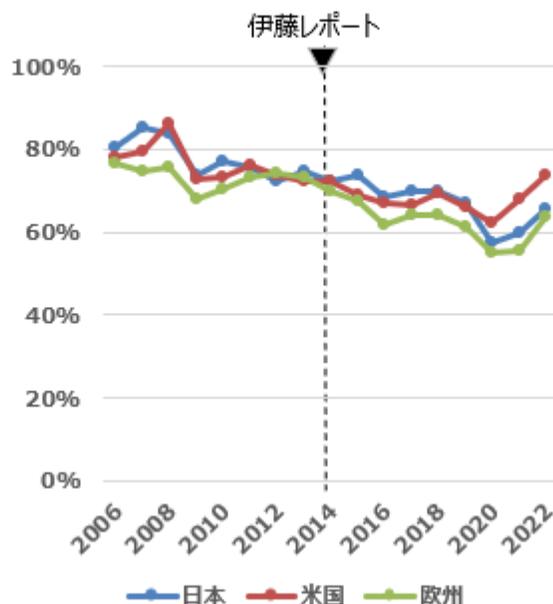
- PBRの構成要素であるROEをデュポン分解すると、日本企業のROEの低さは、伊藤レポート1.0と2.0でも指摘のとおり、主に、**売上高純利益率（ROS）の低さ**に起因し、依然、欧米企業との格差は残る。

※ ROE = 利益 / 売上高（マージン） × 売上高 / 総資産（総資産回転率） × 総資産 / 自己資本（財務レバレッジ）
 ROA = 利益 / 売上高（マージン） × 売上高 / 総資産（総資産回転率）
 ROE = ROA × 財務レバレッジ

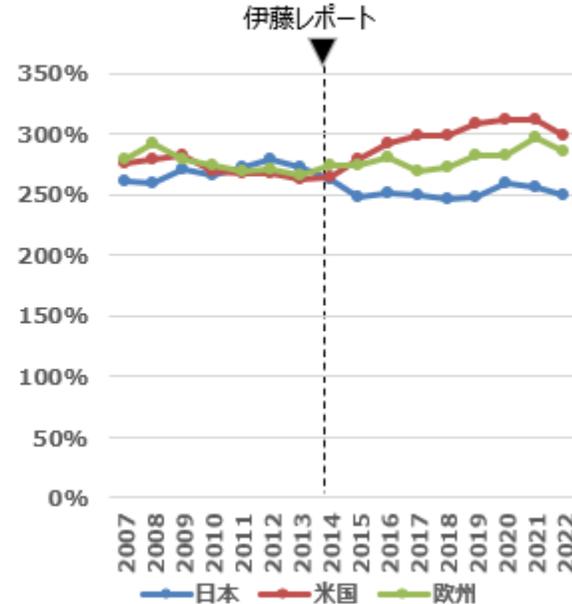
売上高純利益率（ROS）の推移



総資産回転率の推移



財務レバレッジの推移



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。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 / 前期と当期純資産の平均値

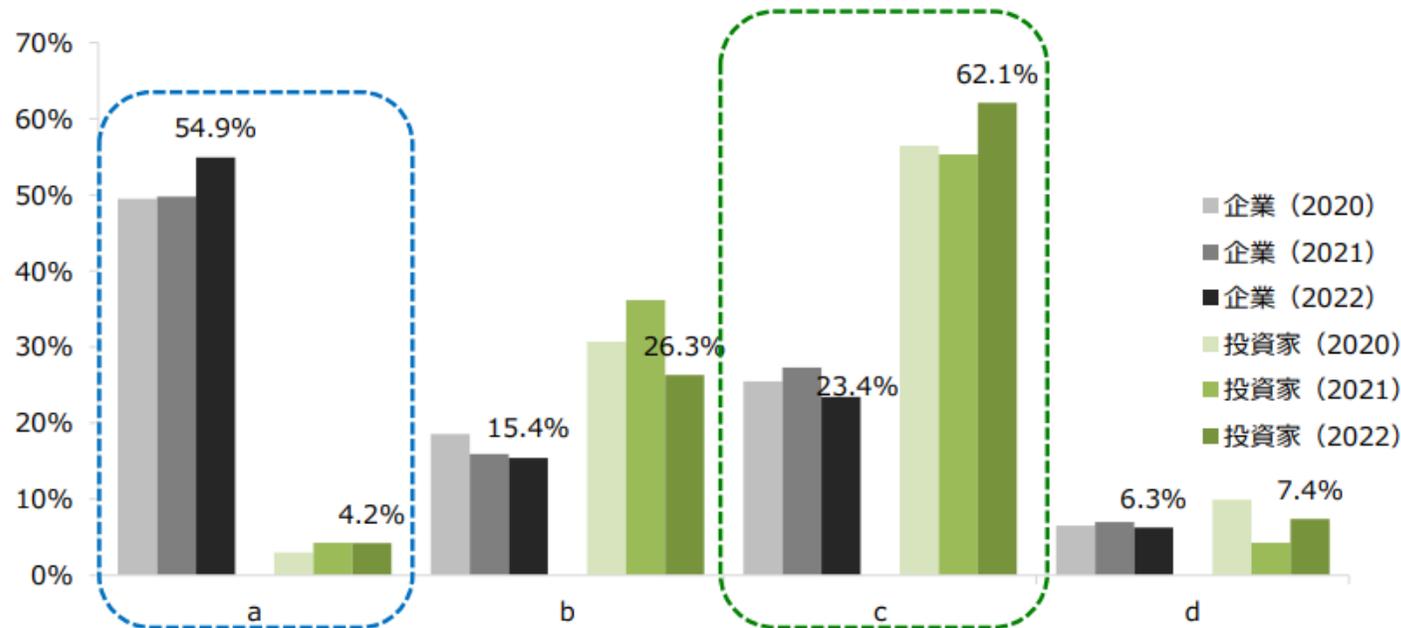
資本コストに対するROE水準の見方（企業・投資家）

- 投資家の多くはROE水準は資本コストを下回っていると考えているのに対し、企業の上回っていると考えている。

認識ギャップ大【企業 > 投資家】 「a.上回っている」

認識ギャップ大【企業 < 投資家】 「c.下回っている」

- a. 上回っている
- b. 同程度
- c. 下回っている
- d. (企業) 資本コストを把握していない
(投資家) わからない

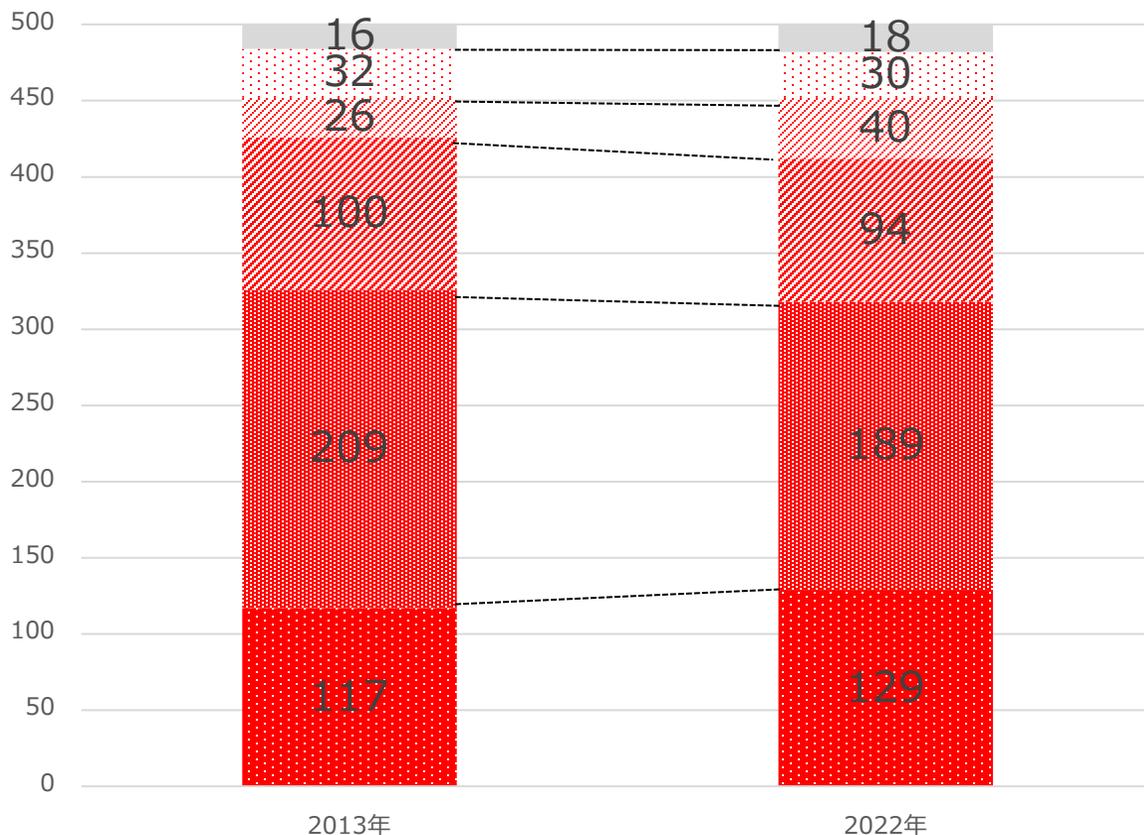


(回答数【企業】: 2022年度:463,2021年度:458, 2020年度:491)
(回答数【投資家】: 2022年度:95,2021年度:94, 2020年度:101)

ROEの変化（2013年度 v s 2022年度）

- 2013年度と2022年度のROEの分布に大きな変化はない。

TOPIX500銘柄のROE分布の推移



■ 5%未満
 ■ 5%以上10%未満
 ▨ 10%以上15%未満
▩ 15%以上20%未満
 ▨ 20%以上
 ■ データなし

ROE 8%以上の割合

	2013年度	2022年度
ROE 8%以上の企業の割合	46.6%	45.0%

資本効率指標、資本コストの開示状況

- ROEの実績値を開示している企業は6割程度である。
- ROIC導入企業の割合は増加傾向にある。
- 開示資料で資本コストに関する記述がなされている企業は54.6%に留まる。また、資本コスト実績値を開示している企業の割合は12.4%（加重平均資本コスト）と更に少ない。

表4 2022年12月末時点のTOPIX500社の資本効率の経営指標の目標値・実績値の開示状況

項目	目標値			実績値		
	ROE	ROIC	ROA	ROE	ROIC	ROA
記載社数(社)	313	98	38	313	100	173
割合	62.6%	19.6%	7.6%	62.6%	20.0%	34.6%

出所：筆者作成

表5 2022年12月末時点のTOPIX500社のROICの導入時期

	2017年以前	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年
累計社数(社)	21	27	45	66	110	156
割合	4.2%	5.4%	9.0%	13.2%	22.0%	31.2%

出所：筆者作成

表1 2022年12月末時点のTOPIX500社の資本コストの記載状況

項目	記述			実績値	
	資本コスト	加重平均 資本コスト	株主資本 コスト	加重平均 資本コスト	株主資本 コスト
記載社数(社)	273	116	65	62	23
割合	54.6%	23.2%	13.0%	12.4%	4.6%

出所：筆者作成

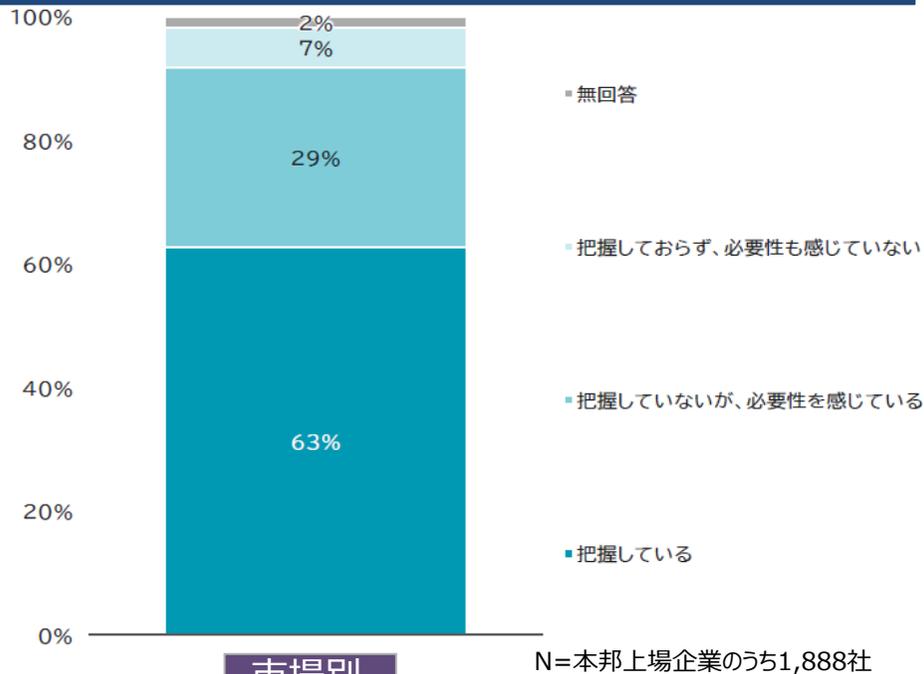
※ 調査媒体は、株主総会招集通知、コーポレート・ガバナンス報告書（以下、ガバナンス報告書）、統合報告書、有価証券報告書、決算説明資料、アニュアルレポート、コーポレートサイト

（出所）「日本の資本コストの開示状況と課題」高辻 成彦* 堀内 勉 研究ノート

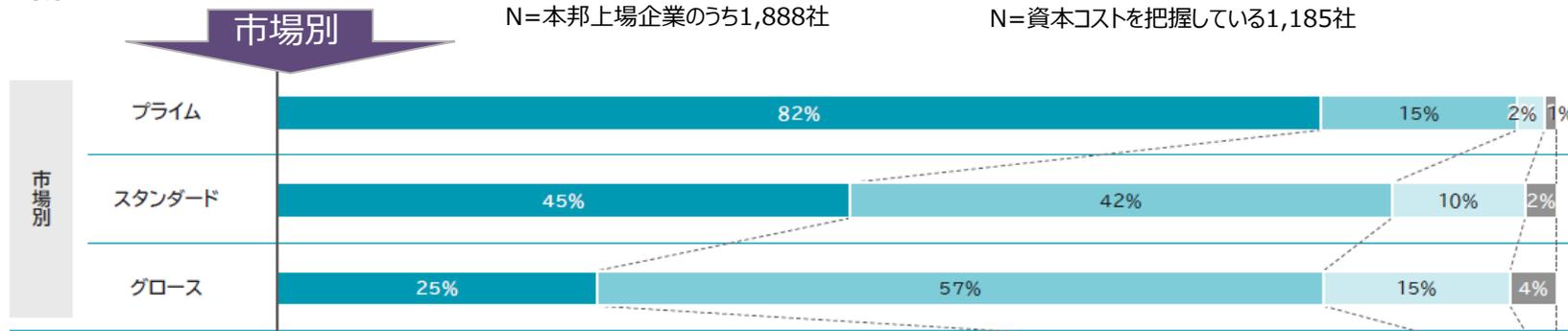
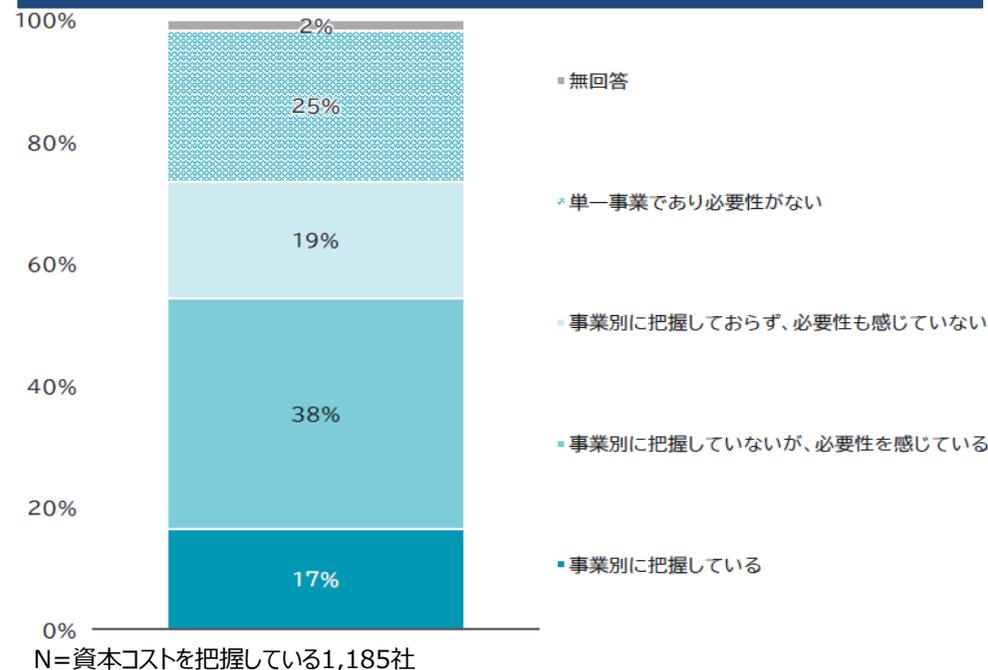
資本コストの把握状況

- 資本コストを把握している企業が約6割にとどまり、資本コストを把握している企業のうち、事業別に把握している企業は2割未満である。

Q.資本コストを把握していますか？



Q.資本コストを事業別に把握していますか？



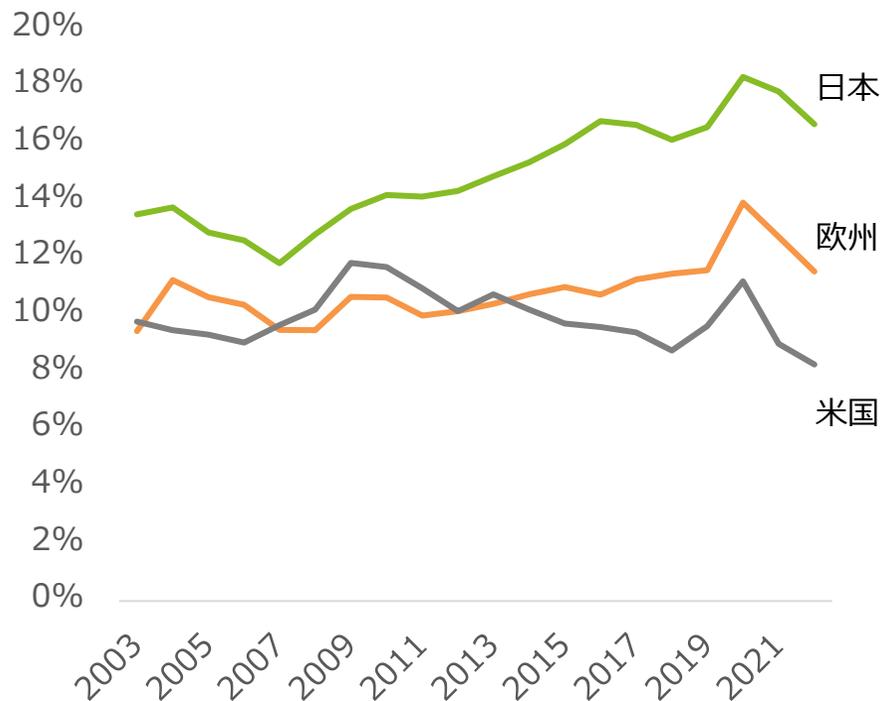
伊藤レポート（2014） 本文 振り返り（4/12）

論点	主な提言・推奨	参考スライド																		
<h2>3. ROEと資本コスト、資本規律</h2>																				
3.4 資本政策	<ul style="list-style-type: none"> 上場企業にとっては、本来多額の現金を抱える必要性は薄く、買収のリスクも増大する。企業が、自社の資本政策（配当、自社株買い、再投資）や資金効率に対する考え方（資本コストやROE）、リスク認識等を関連付けて説明し、投資家との対話を通じて相互理解を深めることが重要。 持合株式や親子上場についても、その目的や理由が企業価値向上や経営戦略への寄与と関連付けて説明されることが投資家の信用を得る上で重要。 資本市場には、企業が資金を必要とするときに調達でき、必要がなくなったときには還元することで流動性を提供する機能があるはずだが、これには何か問題がないか検討を深めるべき。 	<table border="0"> <tr> <td>「現金保有比率の推移配当」</td> <td>P20</td> </tr> <tr> <td>「自己資本・手元資金の水準の認識（企業・投資家）」</td> <td>P21</td> </tr> <tr> <td>「配当・自社株買いは増加傾向」</td> <td>P22</td> </tr> <tr> <td>「日欧米の株主還元割合の推移」</td> <td>P23</td> </tr> <tr> <td>「株主還元の適切性について説明の観点（企業）、評価の観点（投資家）」</td> <td>P24</td> </tr> <tr> <td>「日本企業の政策保有株式保有比率の変化」</td> <td>P25</td> </tr> <tr> <td>「政策保有株式の保有状況とPBRの関係性（時価総額別）」</td> <td>P26</td> </tr> <tr> <td>「親子上場の企業数の推移」</td> <td>P27</td> </tr> <tr> <td>「上場企業による資本市場からの資金調達比較（日米英）」</td> <td>P28</td> </tr> </table>	「現金保有比率の推移配当」	P20	「自己資本・手元資金の水準の認識（企業・投資家）」	P21	「配当・自社株買いは増加傾向」	P22	「日欧米の株主還元割合の推移」	P23	「株主還元の適切性について説明の観点（企業）、評価の観点（投資家）」	P24	「日本企業の政策保有株式保有比率の変化」	P25	「政策保有株式の保有状況とPBRの関係性（時価総額別）」	P26	「親子上場の企業数の推移」	P27	「上場企業による資本市場からの資金調達比較（日米英）」	P28
「現金保有比率の推移配当」	P20																			
「自己資本・手元資金の水準の認識（企業・投資家）」	P21																			
「配当・自社株買いは増加傾向」	P22																			
「日欧米の株主還元割合の推移」	P23																			
「株主還元の適切性について説明の観点（企業）、評価の観点（投資家）」	P24																			
「日本企業の政策保有株式保有比率の変化」	P25																			
「政策保有株式の保有状況とPBRの関係性（時価総額別）」	P26																			
「親子上場の企業数の推移」	P27																			
「上場企業による資本市場からの資金調達比較（日米英）」	P28																			

現金保有比率の推移

- 日本企業の現金総資産比率は欧米と比べて高く、増加傾向にある。なお、現金売上高比率では欧州並みである。

日欧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）



日欧米における現金保有率（現金/売上高）の推移
（主要500社平均 ※金融機関は除く）



※1：日本は2022年度時点のTOPIX500インデックス対象企業、米国は2022年度時点のS&P500インデックス対象企業、欧州（ドイツ、フランス、英国）の時価総額上位500社を基にデータを抽出

自己資本・手元資金の水準の認識（企業・投資家）

- 自己資本、手元資金とも投資家の多くは余裕のある水準と考えているのに対し、企業の多くは適正な水準と考えている。

【自己資本】

認識ギャップ大【企業>投資家】 「b.適正と考えている」

認識ギャップ大【企業<投資家】 「a.余裕のある水準と考えている」

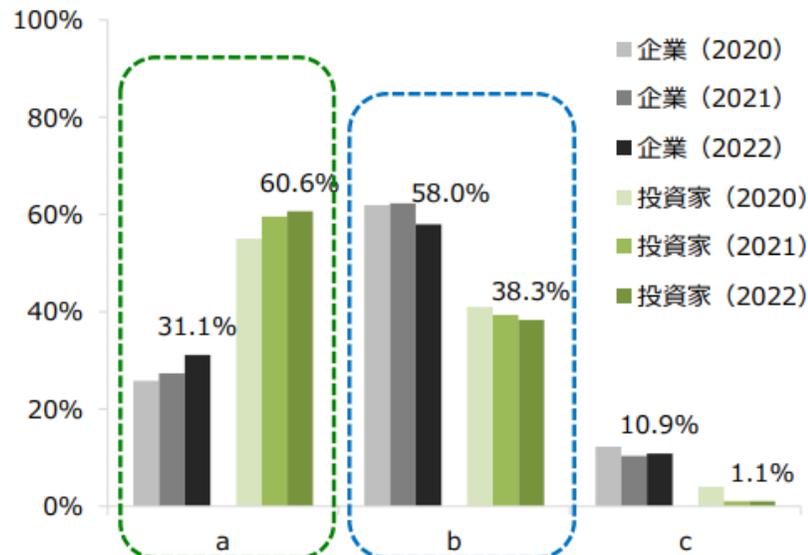
【手元資金】

認識ギャップ大【企業>投資家】 「b.適正と考えている」

認識ギャップ大【企業<投資家】 「a.余裕のある水準と考えている」

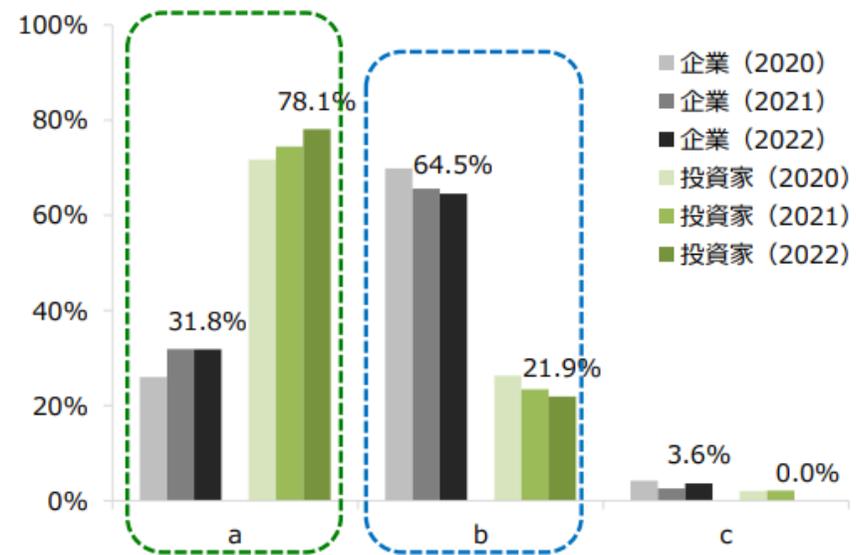
- 余裕のある水準と考えている
- 適正と考えている
- 不足している

【自己資本】



(回答数【企業】: 2022年度:469,2021年度:472, 2020年度:504)
(回答数【投資家】: 2022年度:94,2021年度:94, 2020年度:100)

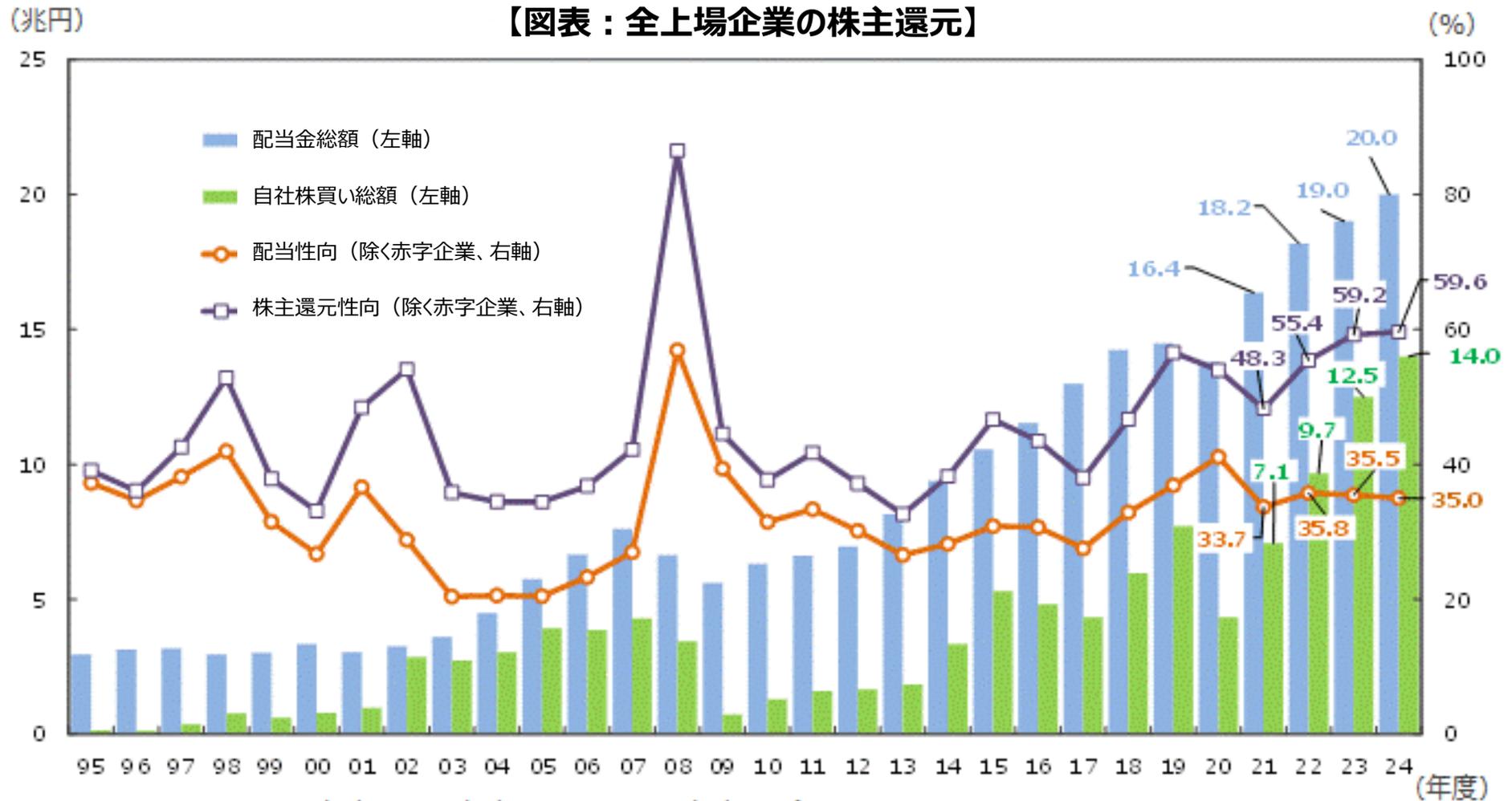
【手元資金】



(回答数【企業】: 2022年度:468,2021年度:471, 2020年度:504)
(回答数【投資家】: 2022年度:94,2021年度:94, 2020年度:99)

配当・自社株買いは増加傾向

- 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。

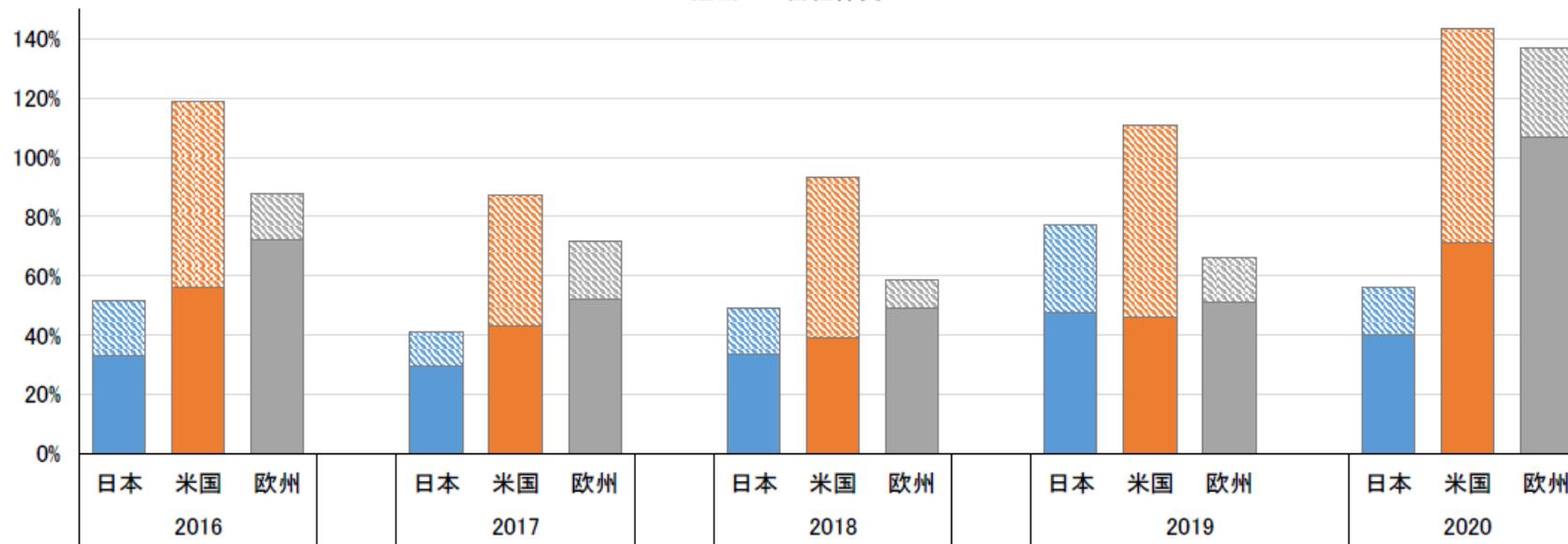
(出所) QUICK、東洋経済、INDBのデータを基に大和証券作成

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、株主第一主義である米国には及ばない。
- 2020年は、コロナ禍の影響により、欧米企業は株主還元を充実させたのに対して、日本企業は株主還元を重視しなかったという差が出ている。

株主還元の内訳

■ 配当 ■ 自社株買い



(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

(出所) 日本証券業協会 「ステークホルダー資本主義-企業の付加価値の分配と新しい資本主義-」 (2022年4月)

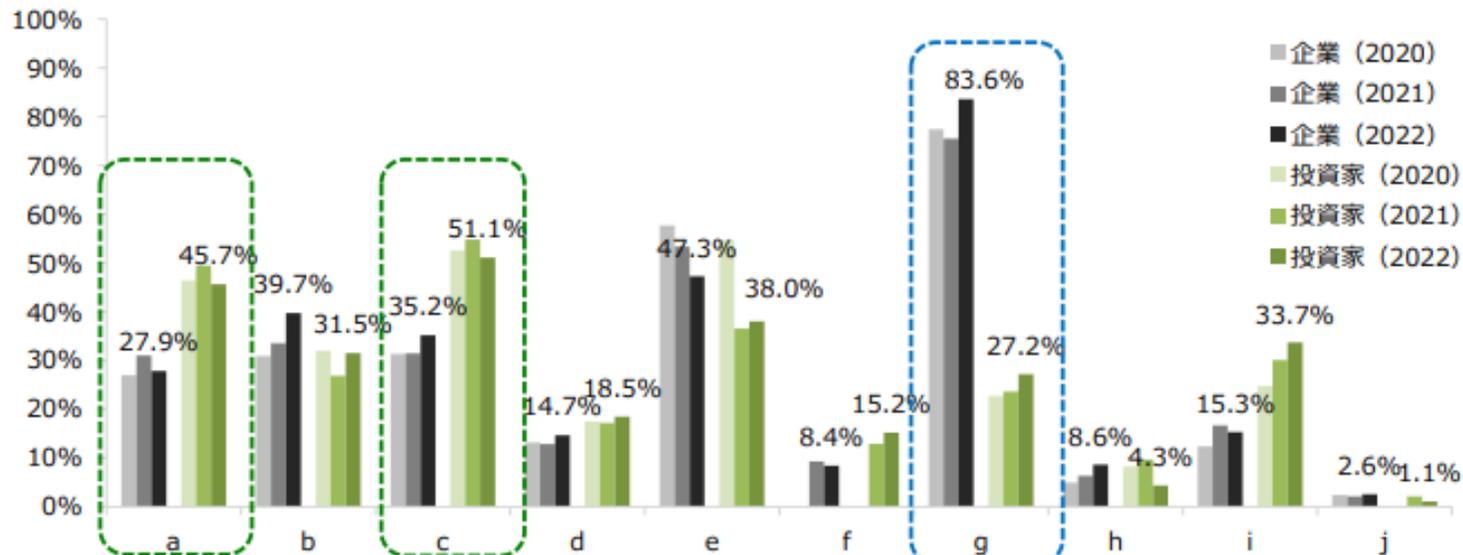
株主還元の適切性について説明の観点（企業）、評価の観点（投資家）

- 多くの企業は、株主還元の適切性の説明において、株主還元・配当の安定性を重視しているのに対し、投資家は投資機会の有無や事業の成長ステージを絡めた説明を求めている。

認識ギャップ大【企業＞投資家】 「g.株主還元・配当の安定性」

認識ギャップ大【企業＜投資家】 「a.投資機会の有無」「c.事業の成長ステージ」

- | | |
|--------------------|-----------------------------|
| a. 投資機会の有無 | f. 同業他社比の総還元性向・配当性向の相対水準（※） |
| b. 財務健全性・信用力の水準 | g. 株主還元・配当の安定性 |
| c. 事業の成長ステージ | h. 株価推移 |
| d. 資本構成 | i. ROEの水準 |
| e. 総還元性向・配当性向の絶対水準 | j. その他（具体的には |



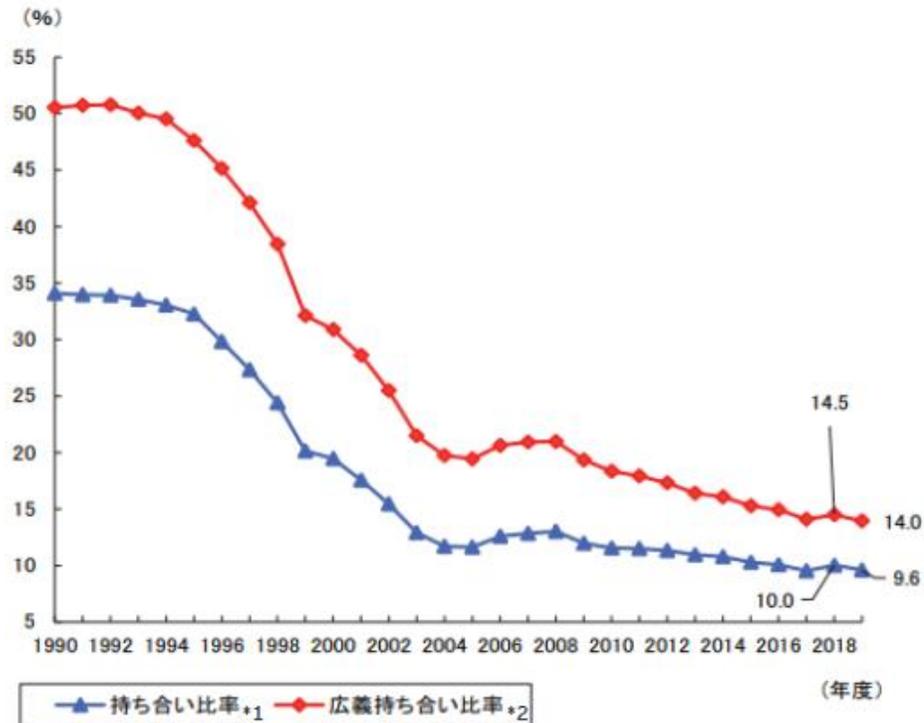
※回答において、企業は「複数選択可」、投資家は「3つまで選択可」となっている設問
 (※)2021年度より追加

(回答数【企業】: 2022年度:474,2021年度:474, 2020年度:501)
 (回答数【投資家】: 2022年度:92,2021年度:93, 2020年度:97)

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。

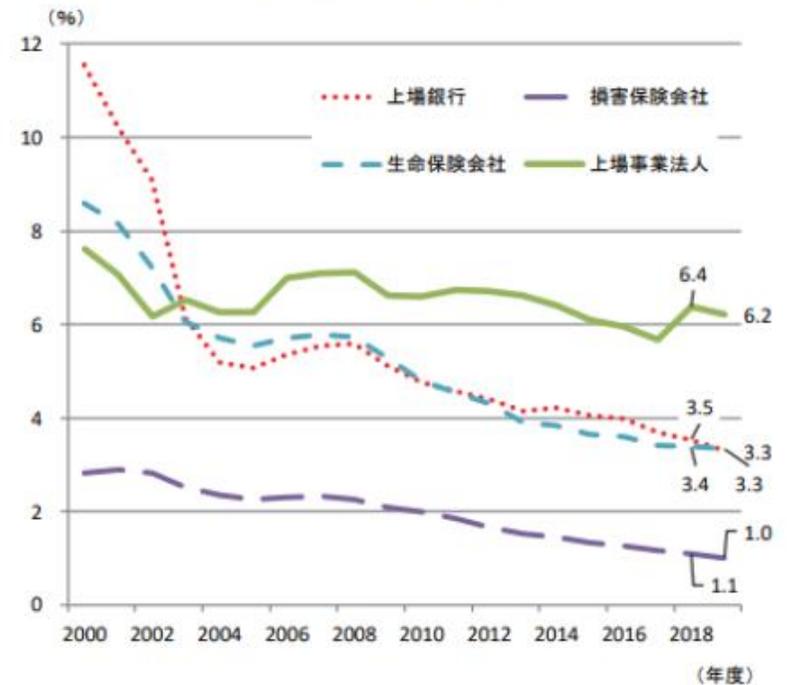
政策保有株式等比率の時系列推移



*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

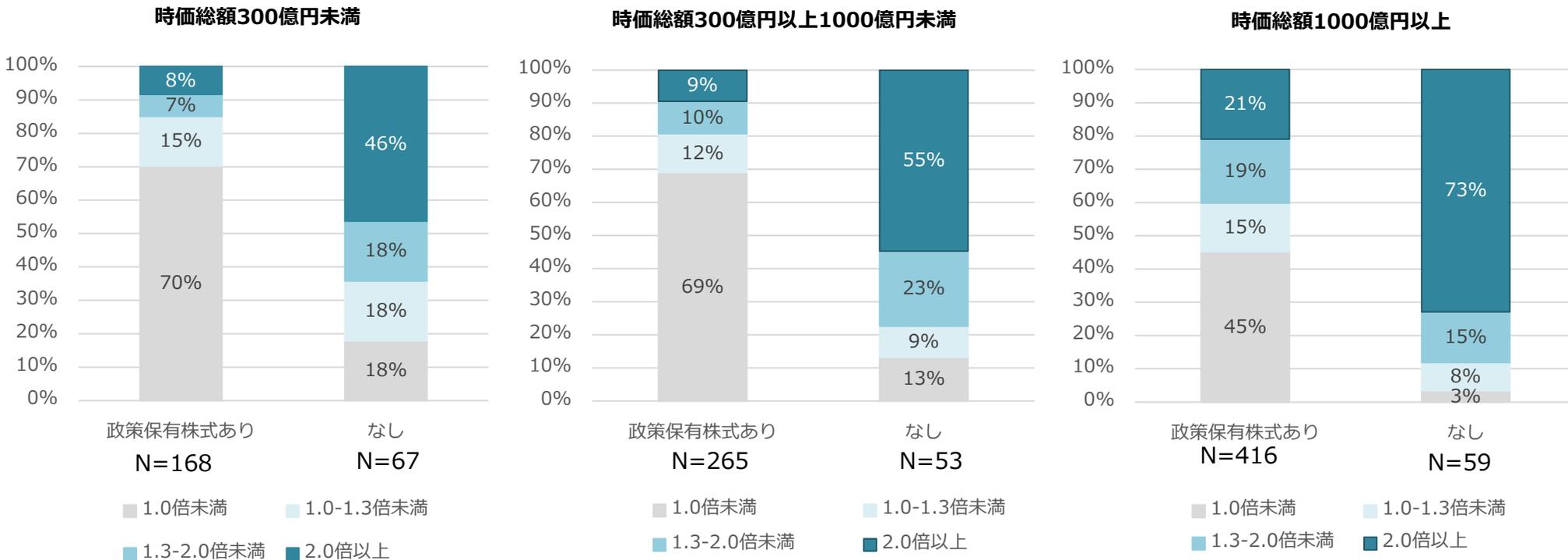
政策保有株式等比率を構成する主体の推移



(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

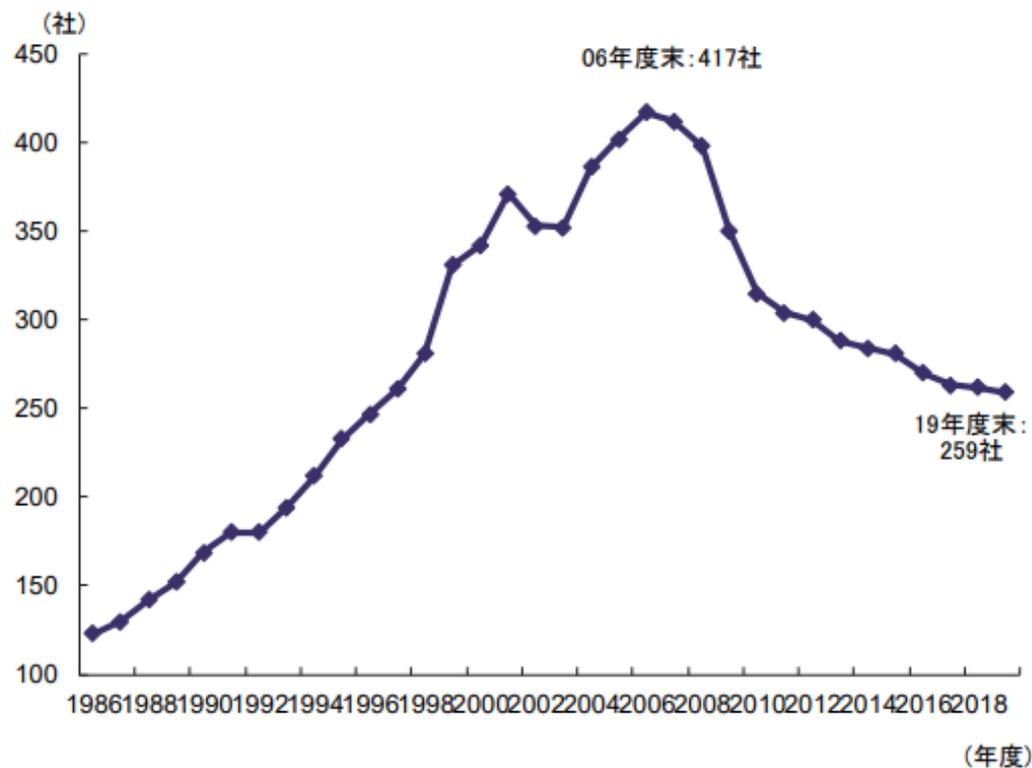
「戦略の連動と資本効率で企業価値を高めるコーポレートガバナンス改革 ～「ガバナンスサーベイ®2023」実施報告書～（2023年10月）」関連

親子上場の企業数の推移

- 親子上場の数は2006年度をピークに年々減少している。

親子上場（上場子会社）数の推移

図表1 親子上場（上場子会社）数の推移



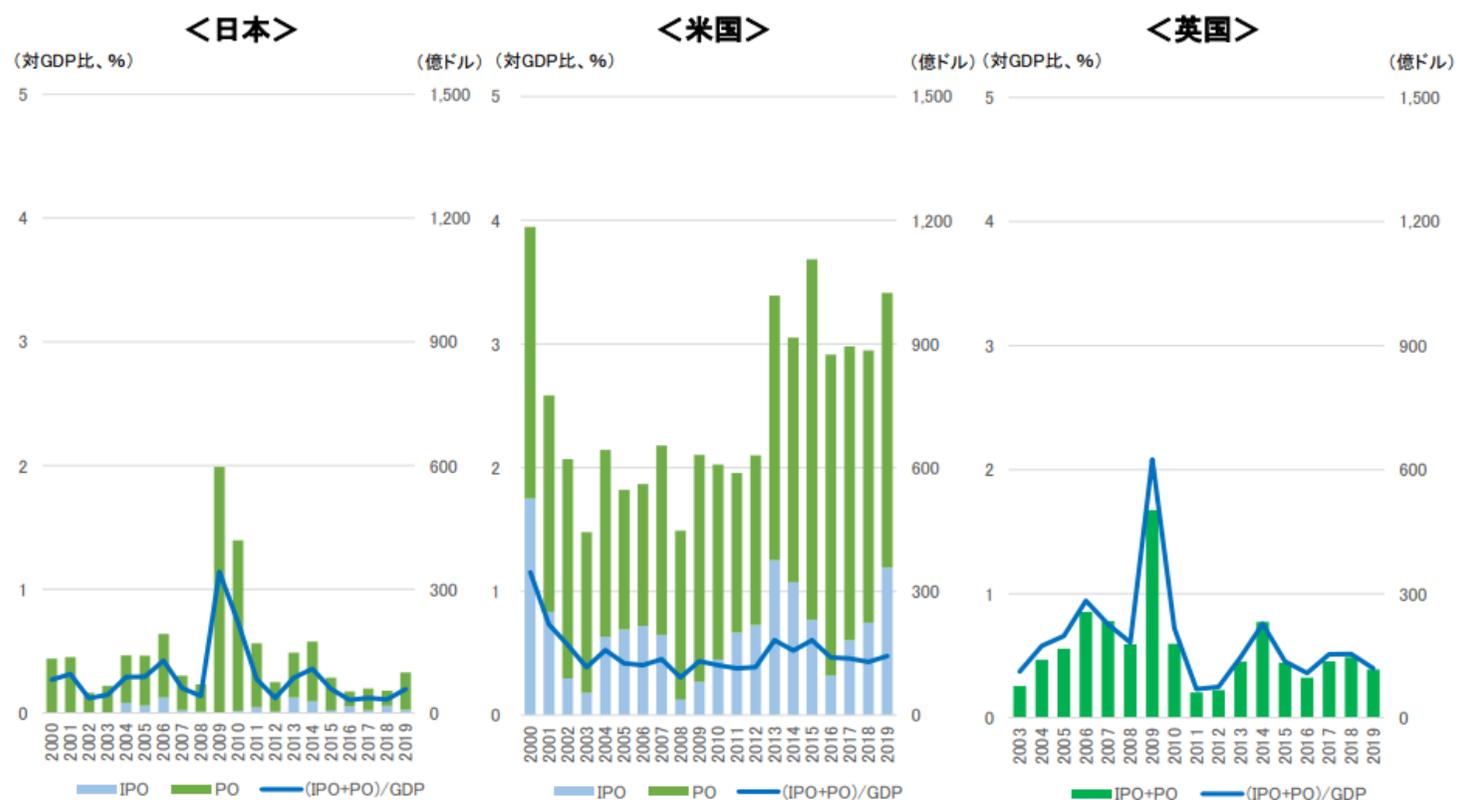
(出所) 大株主データ (東洋経済新報社)、及び各社開示資料より野村資本市場研究所作成

上場企業による資本市場からの資金調達比較（日米英）

- 日本の株式市場では、経済危機時（再生向け）は資金調達をするが、平時（成長向け）の資金調達は限定的であり、金額ベースで米国より大幅に少なく、対GDP比ベースで、米国・英国と比較してもやや少ない。

日米英における上場企業による資金調達

○ 日本の株式市場においては、上場企業による資金調達額（新規株式公開（IPO）及び公募増資（PO））が、金額ベースで米国と比較して大幅に少なく、対GDP比で米国・英国と比較してもやや少ない。



(注1) 日本：金融・非金融法人が対象。IPOは2004年以降のデータ
(注2) 米国：内国非金融法人が対象。

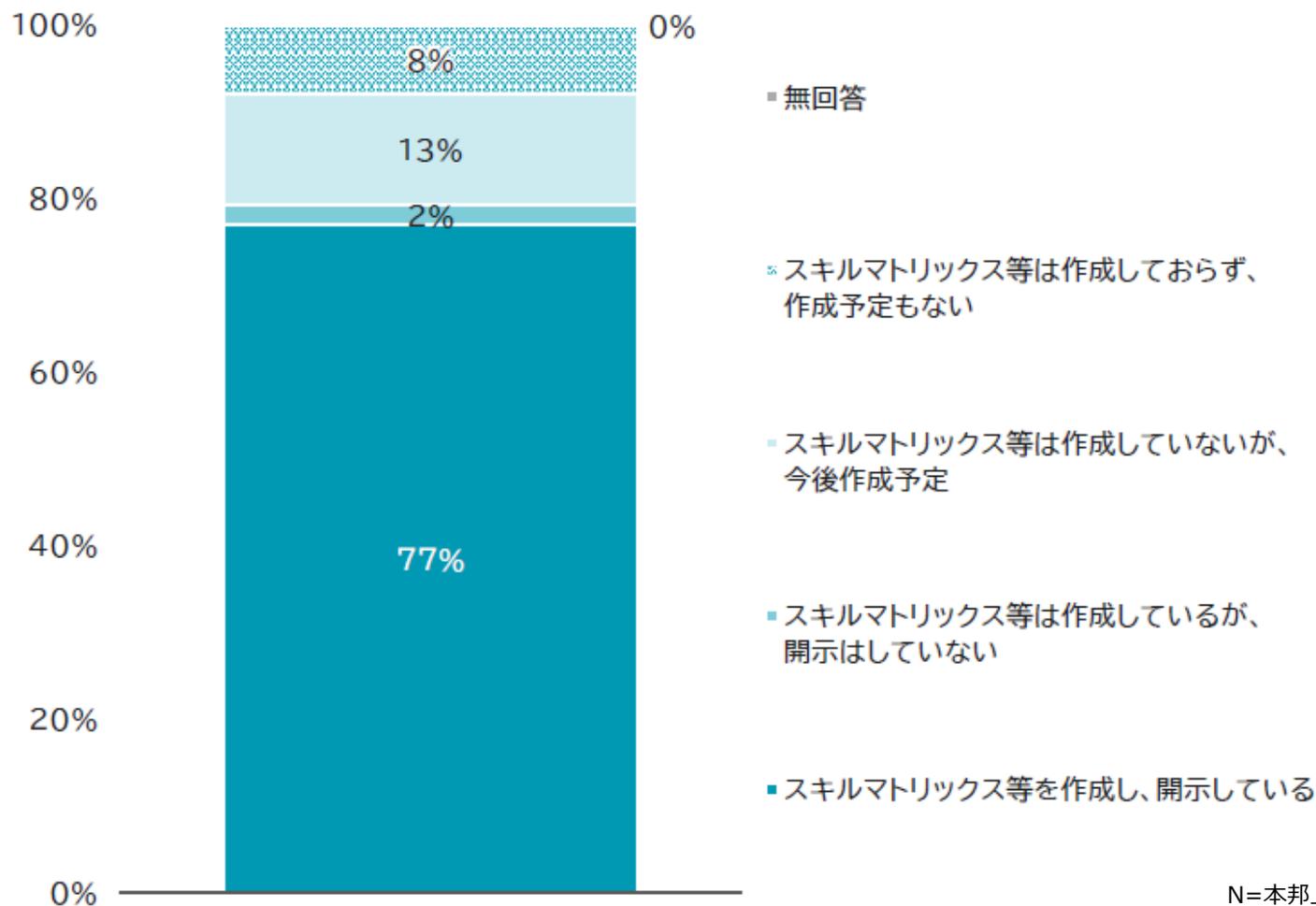
(出典) 日本：QUICK・国際取引所連合・日本取引所グループ、

2014年伊藤レポートの主な提言・推奨（5/12）

論点	主な提言・推奨	参考スライド
<h2>4. マネジメントシステムと経営者のインセンティブ</h2>		
4.1 取締役会の機能	<ul style="list-style-type: none"> 社内外の取締役の能力や経験等のバランス、価値観の多様性を確保し、取締役会の機能を高めるべきである。その際、社外取締役には株主共同利益や受託者責任の観点、産業の枠を超えた戦略面での貢献が期待されることも考慮すべき。 社外取締役等の独立役員の実効性をさらに高めるため、丁寧な事前説明の実施、日頃からの企業の内部情報の提供、スタッフの配置といったサポートの仕組み、経営執行責任者との定期的なミーティング、独立役員同士の定期的な意見交換の実施等の工夫が求められる。 取締役会の機能を強化するための仕組みとして、英国等の取締役会レビューや取締役人材の育成・活用の仕組みについて、日本でどのような方策が必要か検討すべき。 	<ul style="list-style-type: none"> 「スキルマトリックスの作成・開示」 P30 「スキルマトリックスの活用」 P31 「取締役のスキル保有状況」 P32 「トップマネジメントチームの組成と権限の委譲」 P33 「各国の取締役会における社外取締役・女性取締役割合」 P34 「社外取締役の量的拡大」 P35 「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 –」 P36 「社外取締役の機能発揮にあたっての課題」 P37 「取締役会の実効性評価により指摘された課題」 P38 「取締役会の実効性評価の取組事項」 P39 「CEO等の後継者計画の策定・運用状況」 P40 「若手優秀層を含む経営リーダー候補の選抜・育成事例」 P41

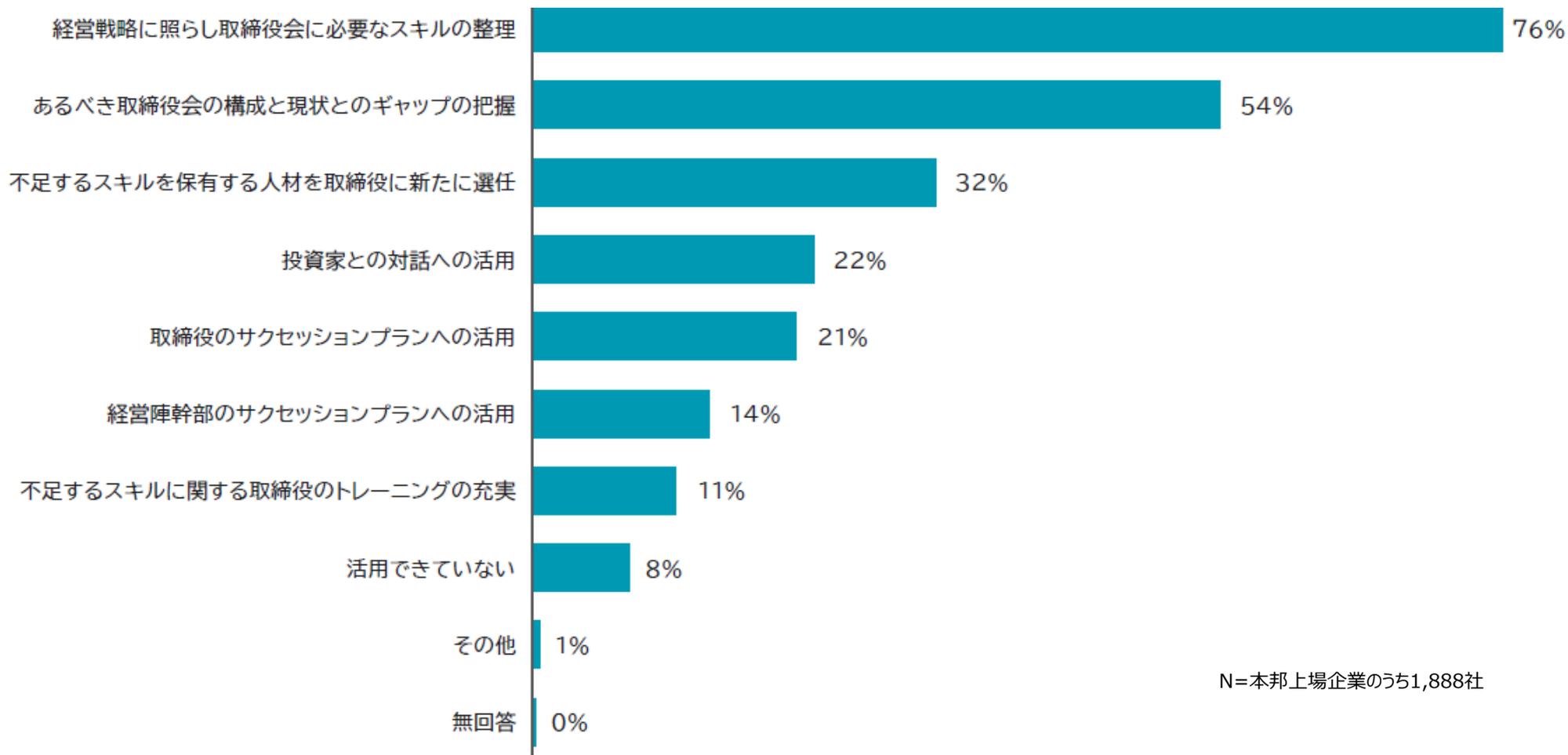
スキルマトリックスの作成・開示

- 各取締役の知識・経験・能力等を一覧化したスキルマトリックスを作成・開示している企業は、8割弱にのぼる。



スキルマトリックスの活用

- 経営戦略に照らし取締役会に必要なスキルの整理にスキルマトリックスを活用している企業が多い。



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%	69.7%
	Management	37.7%	57.9%	35.6%
	Strategy	38.9%	72.0%	70.8%
ビジネス	Operation	60.6%	75.8%	70.8%
	Marketing	46.3%	41.0%	44.7%
	Purchase	5.3%	2.1%	2.6%
広報	Communication	6.7%	1.7%	2.9%
人事	HR/Talent	9.6%	11.4%	4.9%
	ESG/CSR	5.3%	9.4%	6.0%
サステナビリティ	HSE	10.5%	18.6%	17.7%
	Public	11.4%	14.0%	13.8%
コーポレートファイナンス	Finance	22.2%	67.0%	59.5%
	Investment	22.1%	63.7%	59.0%
	Accounting	19.8%	31.3%	27.2%
	Finance Sector	11.9%	21.6%	27.6%
	Administration	14.8%	2.2%	1.6%
	Regulatory	0.0%	41.1%	21.8%
リスク・管理全般	Risk	16.8%	57.0%	59.5%
	Governance	15.8%	69.7%	57.8%
	Ethics/Law	15.0%	9.8%	3.0%
	IT	5.5%	13.1%	3.2%
	Technology	11.2%	33.0%	20.8%
技術	R&D	9.1%	23.6%	7.5%
	IP	1.6%	0.5%	0.4%
	Academia	10.3%	9.0%	4.7%
監査	Audit	38.2%	42.1%	52.5%

※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。

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 (J P X 4 0 0)	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。

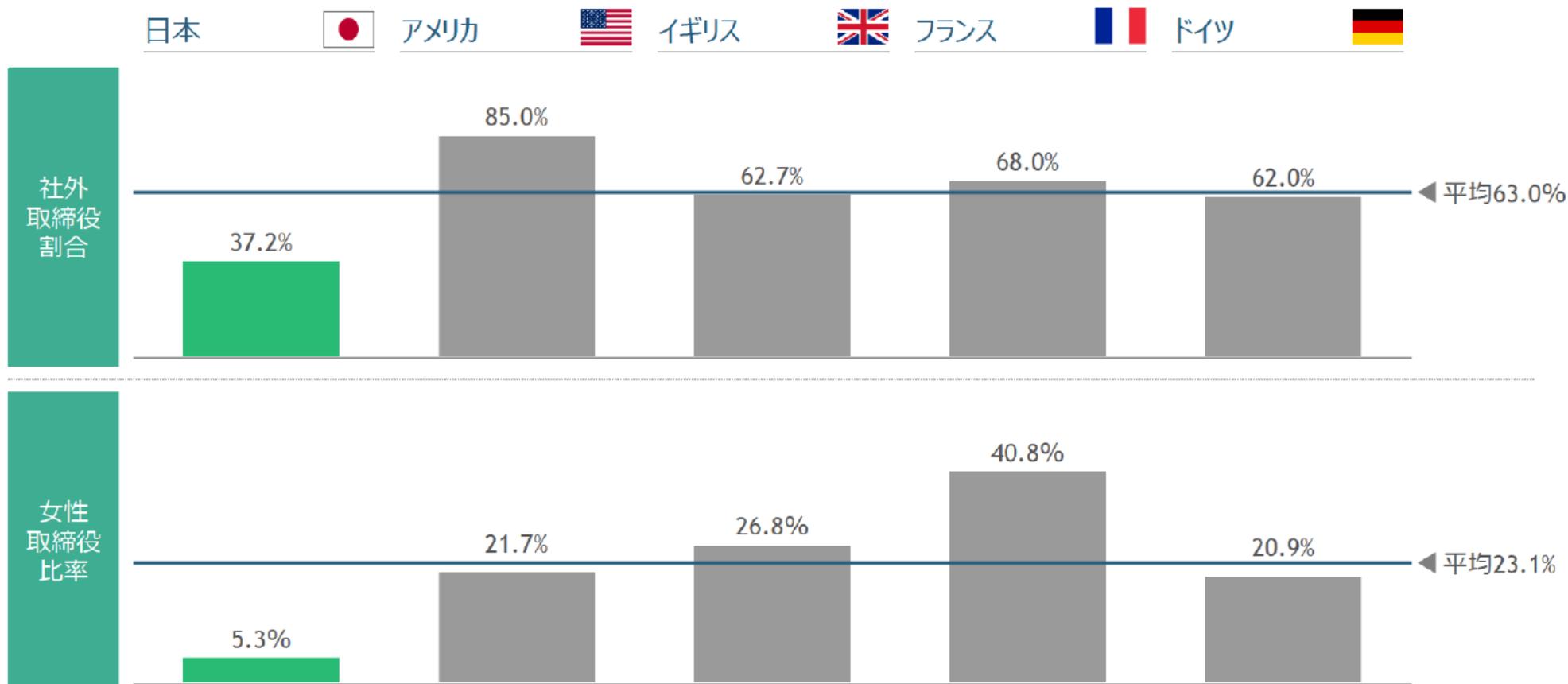
(注) OSIRISデータベースのデータを用い、CEOを除く9種類の主要CxOについて集計し、複数のCxOを兼務している役員はそれぞれのCxOでカウントして集計。CLCRO（チーフ・リーガル&コンプライアンス&リスク・オフィサー）はCLCOに置き換え、COPO（チーフ・オペレーション&プロダクション・オフィサー）は一般的な呼称であるCOOに置き換え。

(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。

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。

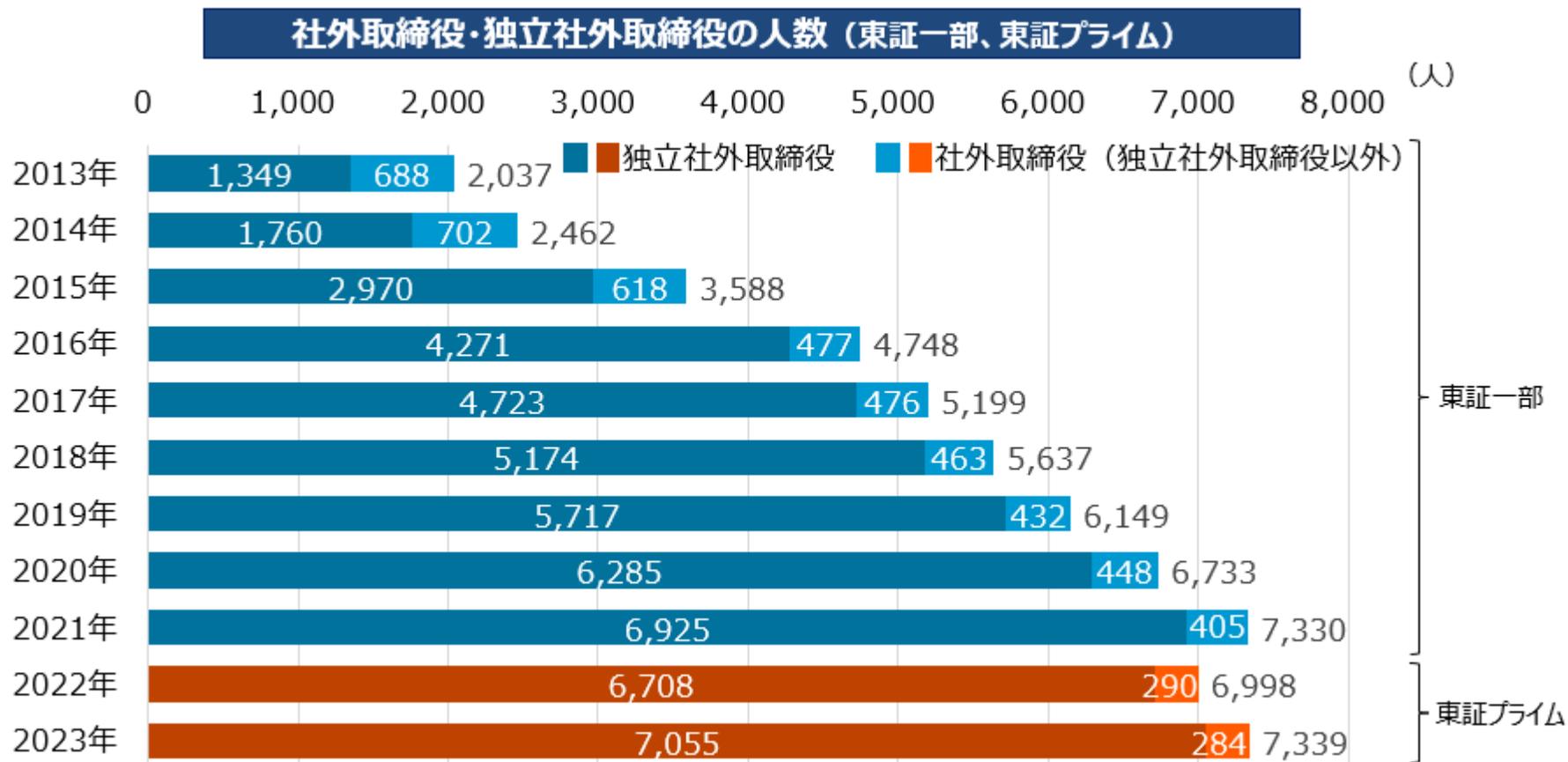


Note: 各国の集計対象は、日本がTOPIX100社、アメリカがS&P500社、イギリスがFTSE100社+FTSE250で上位50社の合計150社、ドイツがDAX30社、フランスがCAC40社の2019年のデータ
 Source: 経産省資料「社外取締役の在り方に関する実務指針」について、Spencer Stuart「2020 Japan Spencer Stuart Board Index」、大野「女性役員登用の国際比較および女性役員と企業業績・株価の関係」

35

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。

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

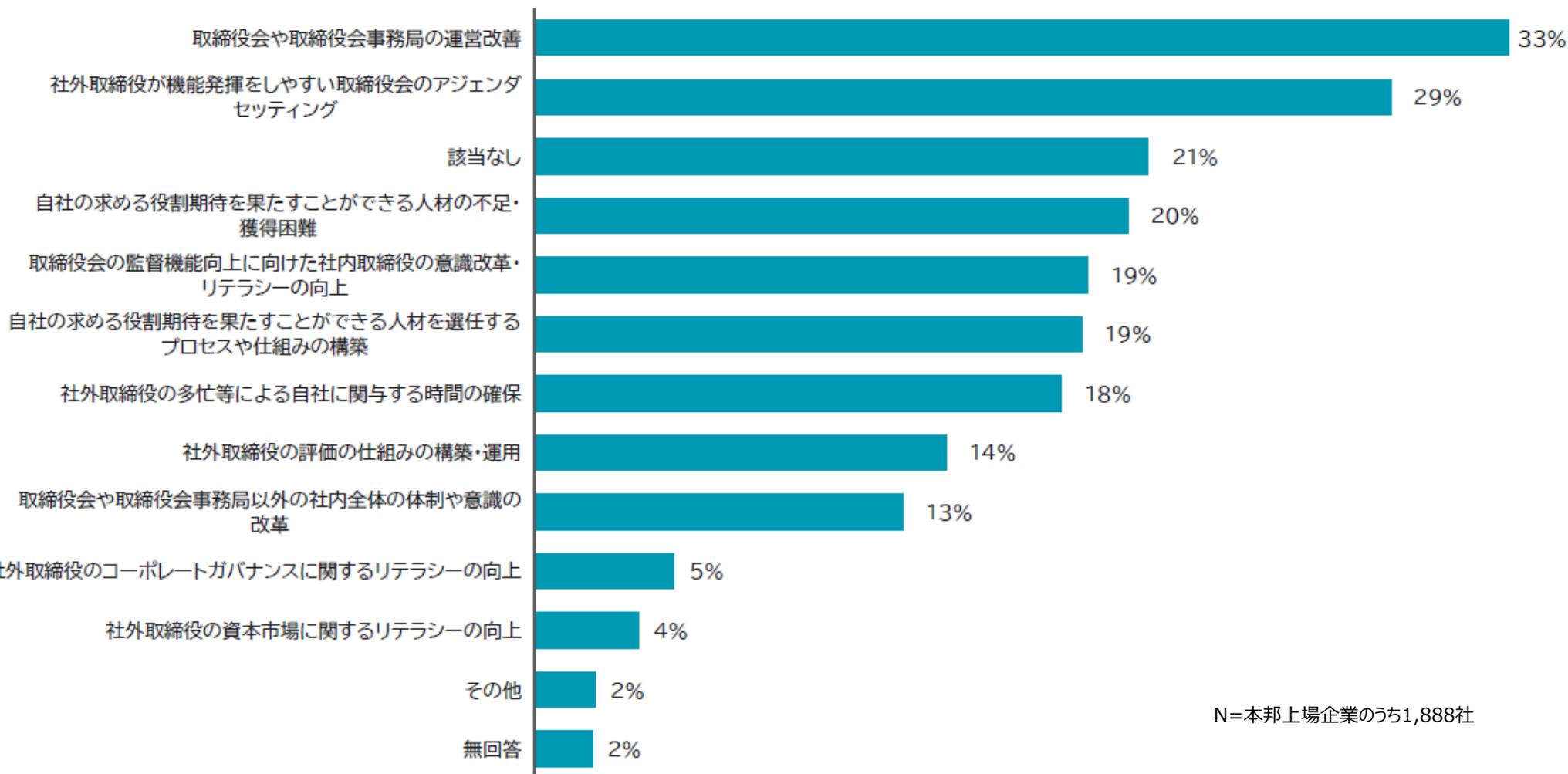
(出所) 金融庁「コーポレートガバナンス改革の実質化に向けたアクション・プログラム」スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議」意見書（6）

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と。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。

社外取締役の機能発揮にあたっての課題

- 社外取締役がその機能を発揮するにあたって、取締役会や取締役会事務局の運営改善、取締役会のアジェンダセッティング、人材の不足・獲得困難、社内取締役の意識改革など様々な課題が挙げられている。



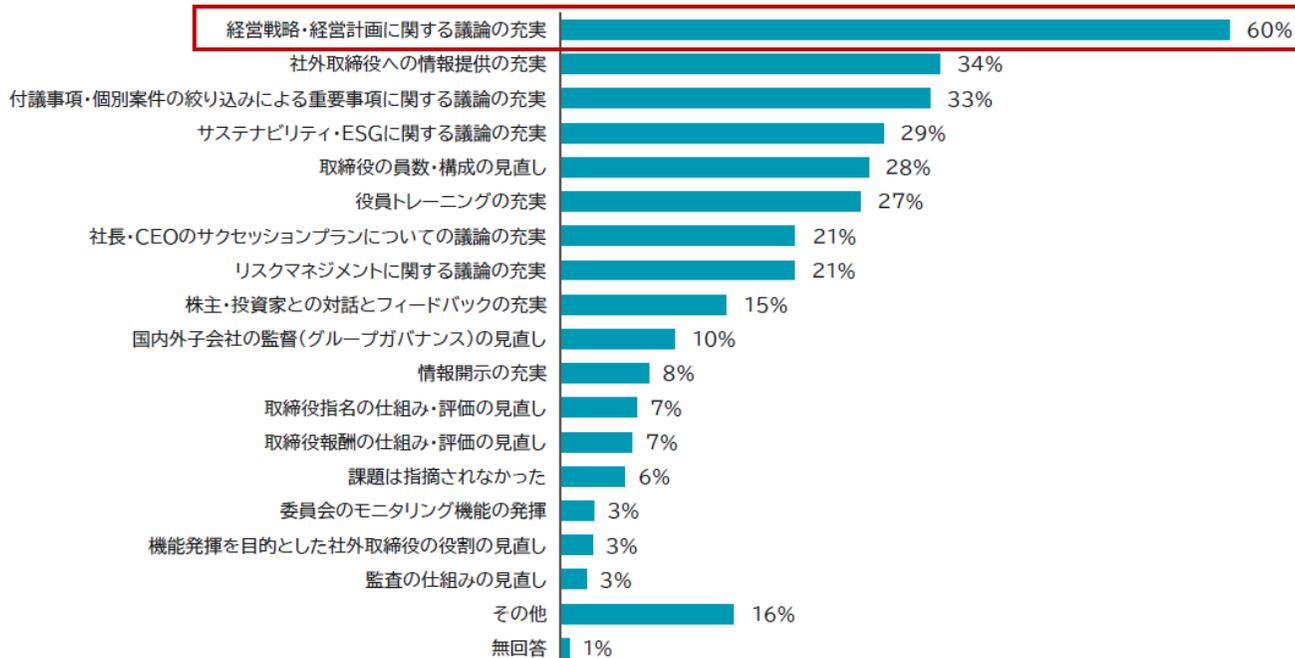
取締役会の実効性評価により指摘された課題

- 取締役会実効性評価において「経営戦略・経営計画に関する議論の充実」を課題に挙げる企業が多い。

取締役会の実効性評価により指摘された課題

取締役会実効性評価による指摘課題

14. 取締役会実効性評価により指摘された課題をお答えください(複数選択可)



※ n=1年以内に取締役会実効性評価を実施している1,348社

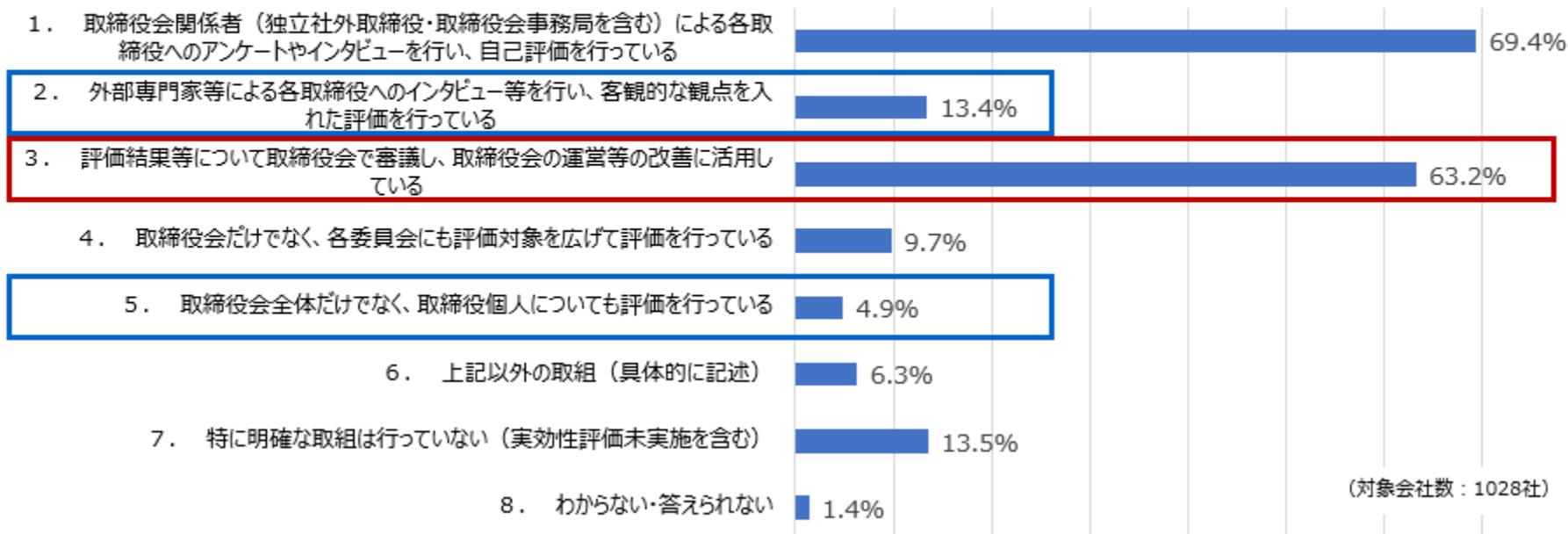
取締役会の実効性評価の取組事項

- 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%



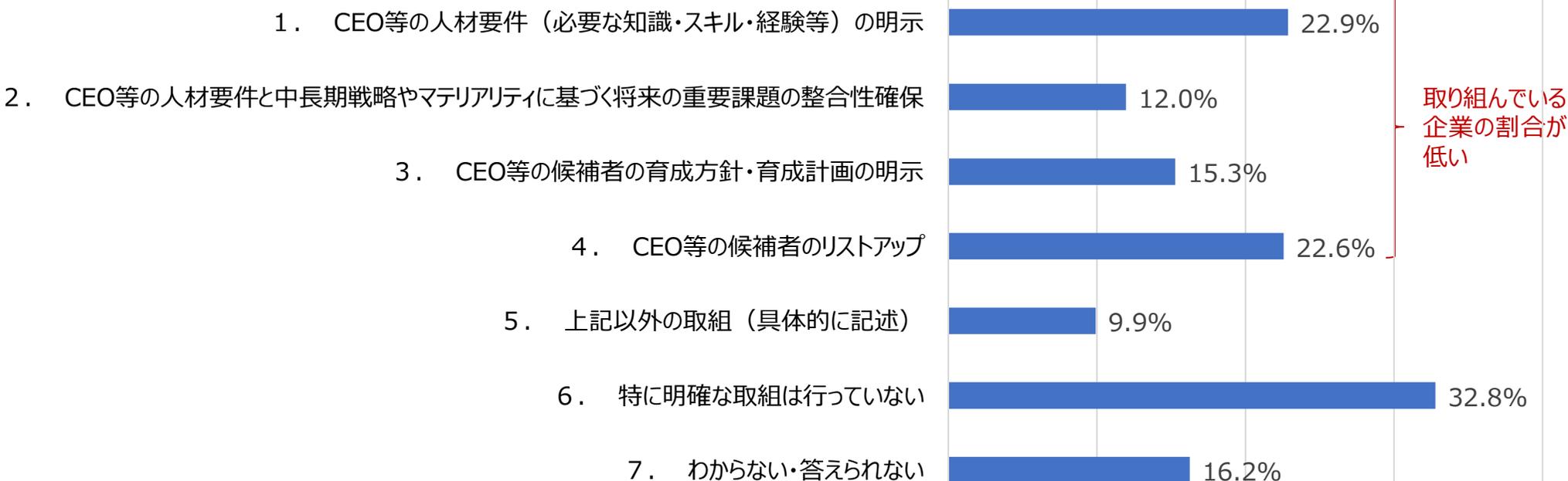
CEO等の後継者計画の策定・運用状況

- 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）

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ーフォーマー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。

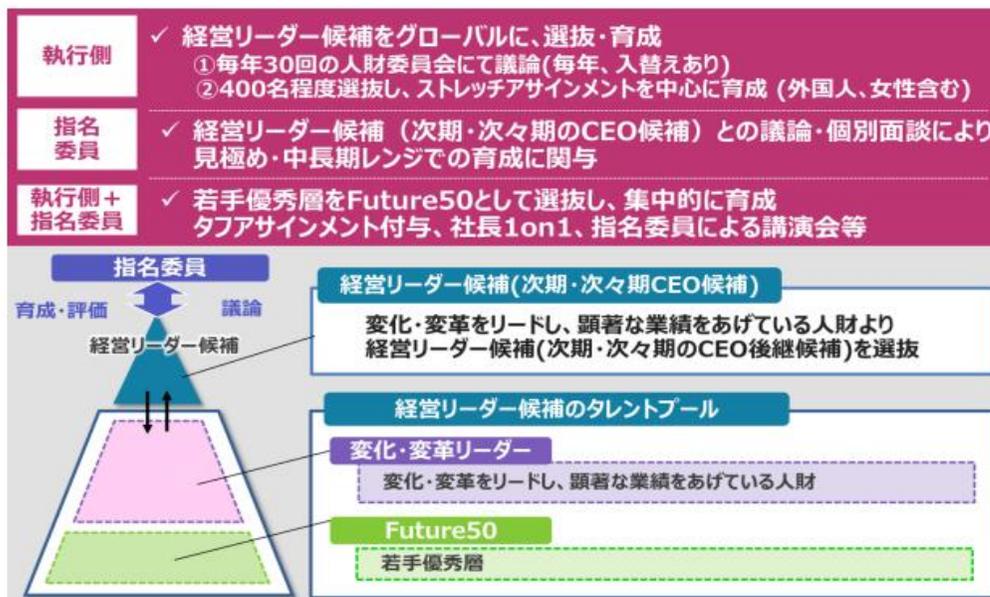
Future50の選抜者は、全社プロジェクトへの参画、海外を含む抜擢人事、タフアサインメントを活用しつつ、リーダー候補として成長機会が付与される。

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

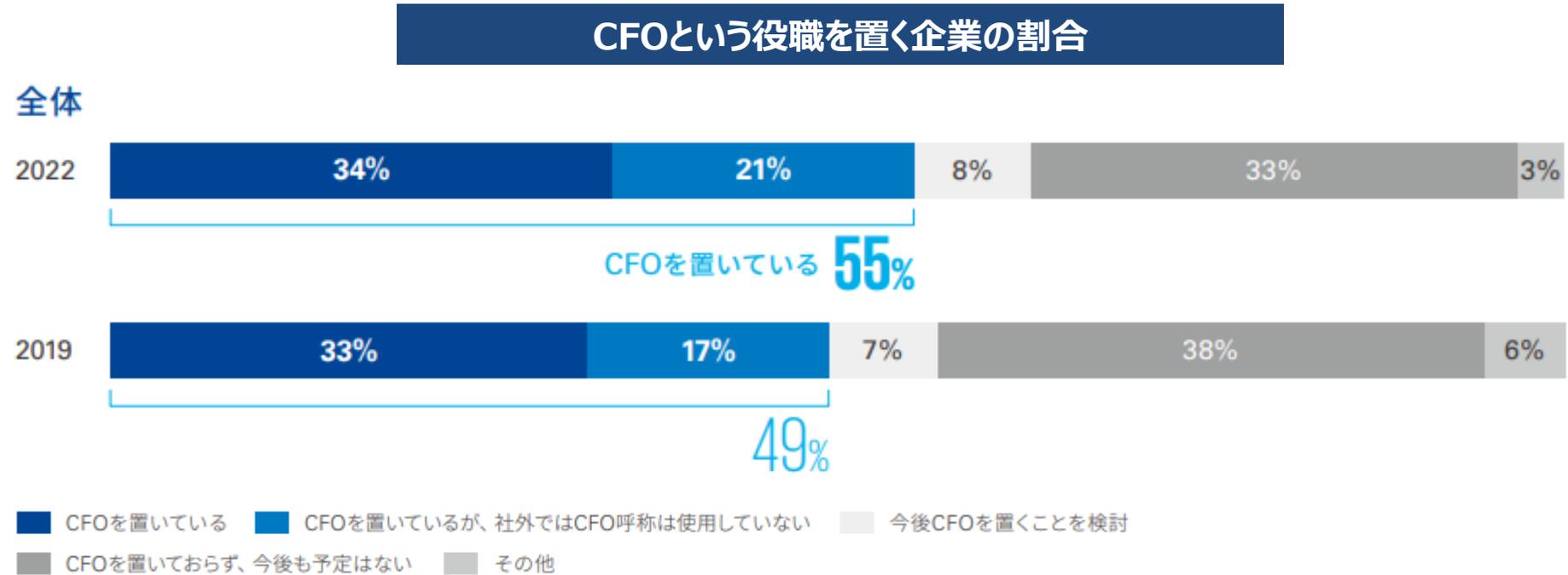
- 要素1 動的な人材ポートフォリオ
- 要素2 知・経験のD&I
- 要素3 リスキル・学び直し(デジタル/創造性等)
- 要素4 従業員エンゲージメント
- 要素5 時間や場所にとらわれない働き方

2014年伊藤レポートの主な提言・推奨（6/12）

論点	主な提言・推奨	参考スライド
4. マネジメントシステムと経営者のインセンティブ		
4.2 経営者（陣）の役割とインセンティブ構造	<ul style="list-style-type: none"> CEOが思い切って経営を執行できる前提条件は、有能なCFOが存在することである。CFOの人材プールが薄い。投資家や社外取締役によるCFO教育や人材市場におけるプロフェッショナルCFOの活用等が考えられる。 	「CFOを置く企業の割合」 「FP&A機能」 「（参考）FP&Aとは」 P43 P44 P45
	<ul style="list-style-type: none"> 経営者のインセンティブとして任期や報酬のあり方も大事であるが、より問われるのは責任の取り方である。CEOとしてのコミットメントに対して、責任をとらず許されてしまうような仕組みになっていないか。 	「経営トップの不再任基準」 P46
	<ul style="list-style-type: none"> 経営者がイノベーションに挑戦し、新しいビジネスモデル作りに果敢に取り組むよう報酬のバランスを見直し、金銭的な面も含めてインセンティブを高める必要がある。 	「CEO報酬の構成比」 「CEO報酬（長期インセンティブ報酬）における評価指標」 「報酬水準の国際比較」 「インセンティブ報酬とPBRの関係性」 P47 P48 P49 P50
	<ul style="list-style-type: none"> 株主価値を向上することが日本の年金運用にも貢献し、国民・社会の富の創造に繋がるのが社会においてより認識される必要がある。今後は国民一人ひとりが将来資金の運用という視点で各企業を注視することが企業の姿勢にも影響を与え、企業価値・株主価値の増大に取り組むという使命感が経営者のインセンティブとして根付くことが重要。 	

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。



N=302社

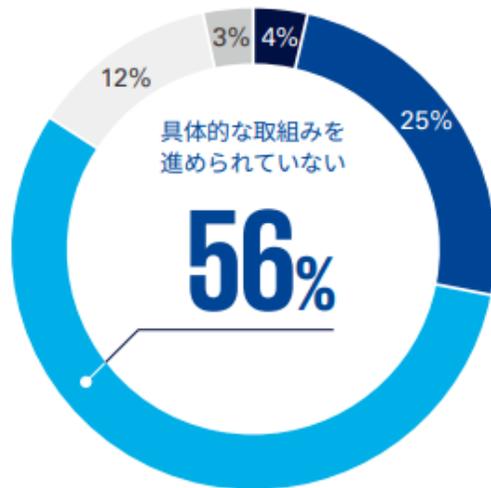
調査対象は、上場企業のCFO又は経営財務部門責任者

(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

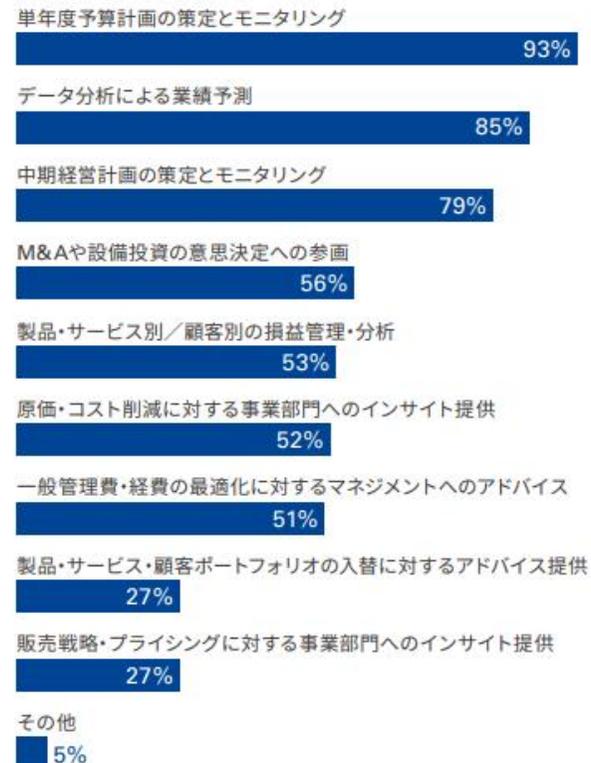
N=302社

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

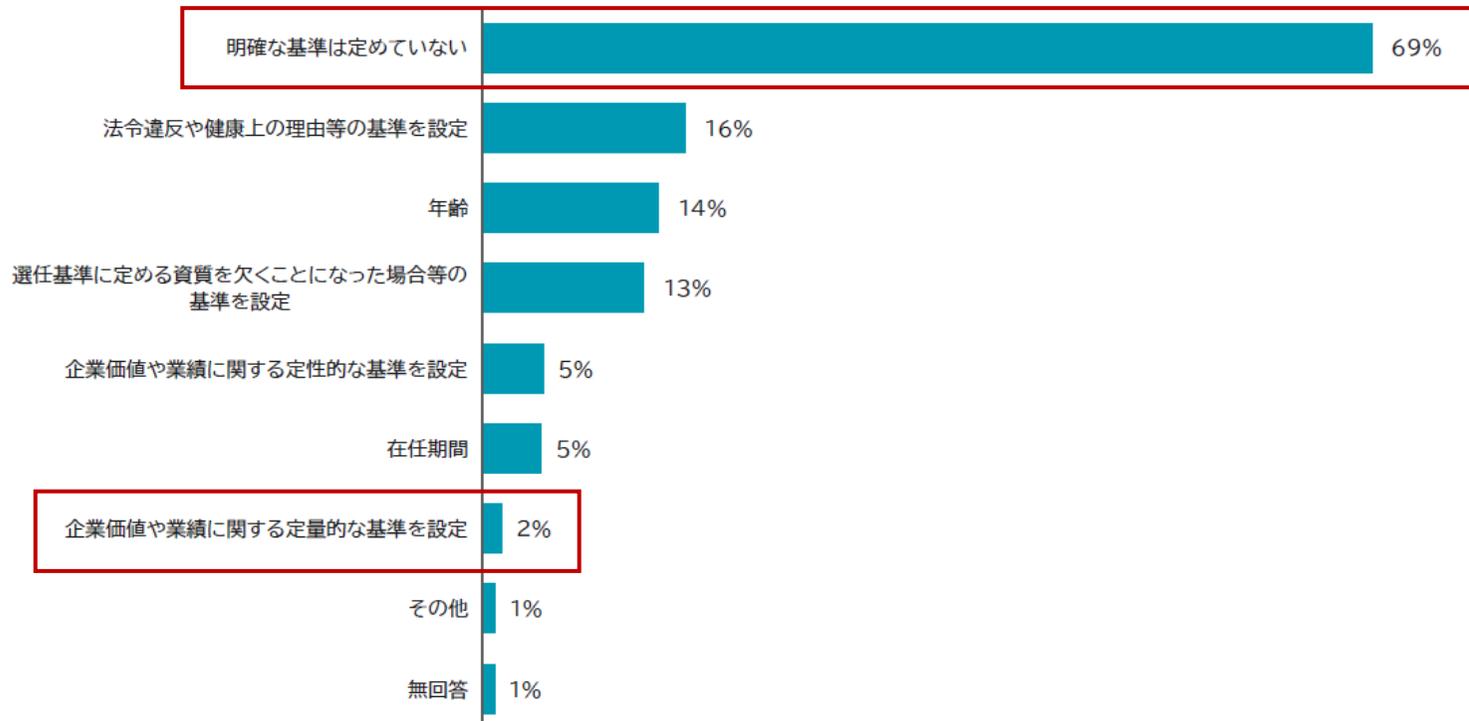
経営トップの不再任基準

- 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

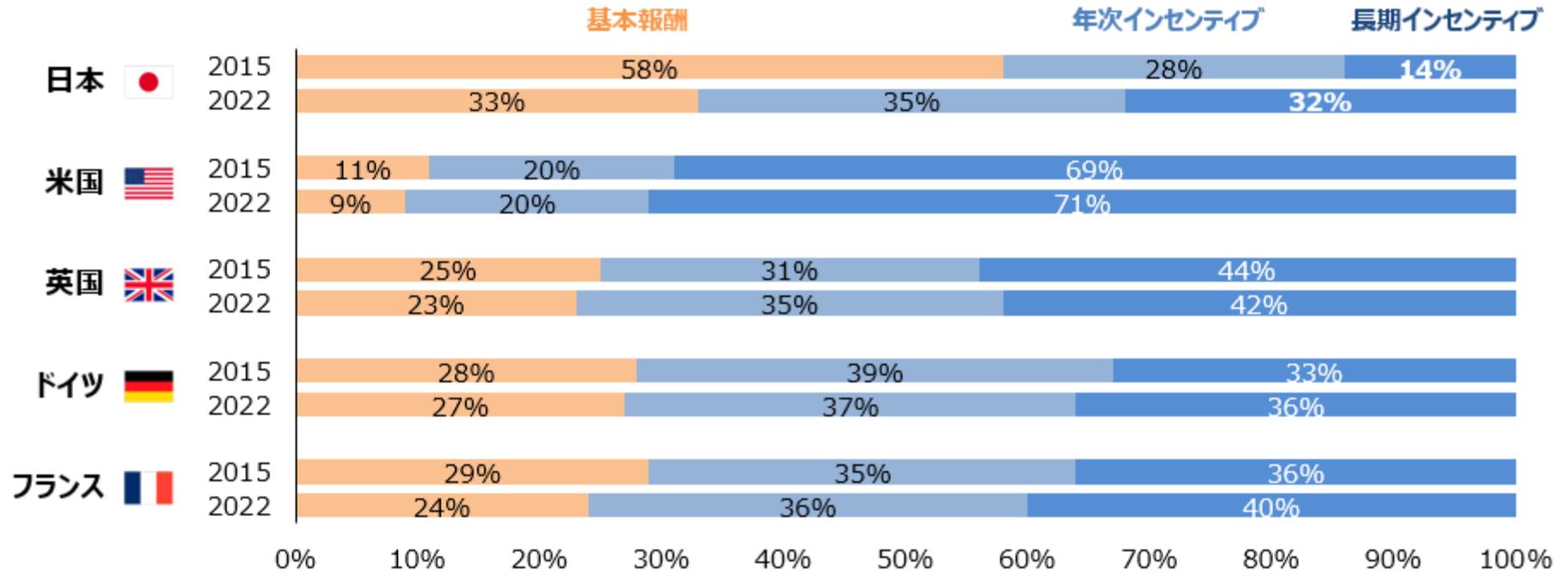
28. 取締役会または指名委員会において、経営トップの不再任基準を設けていますか（複数選択可）



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) ウイルス・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。

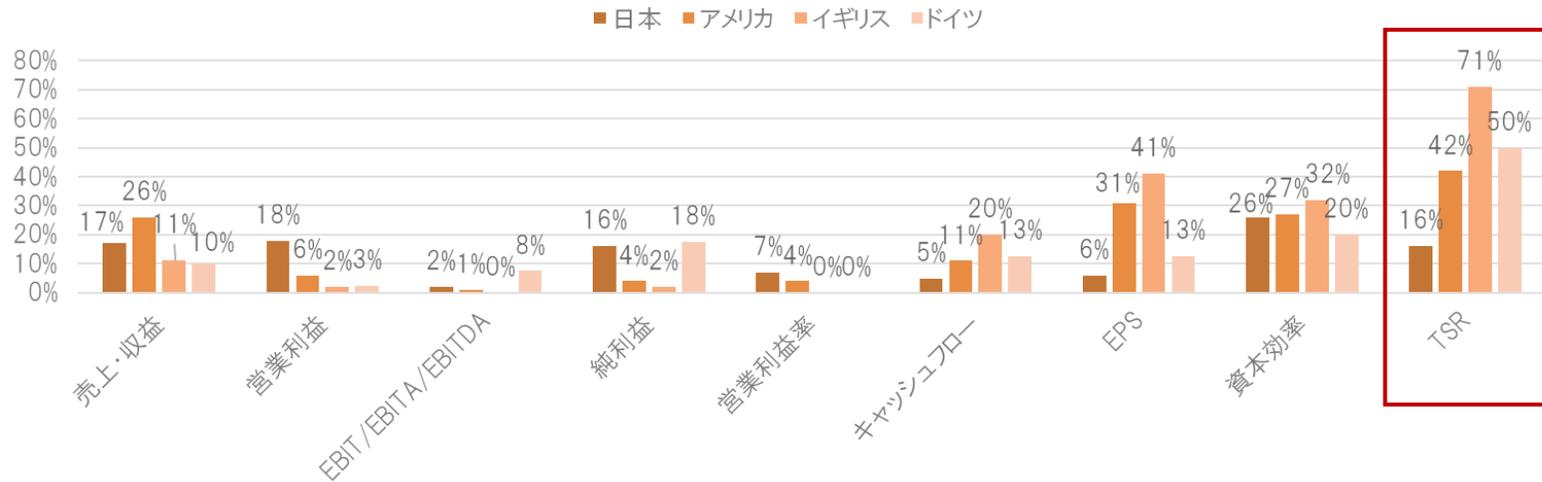
CEO報酬（長期インセンティブ報酬）における評価指標

- 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】

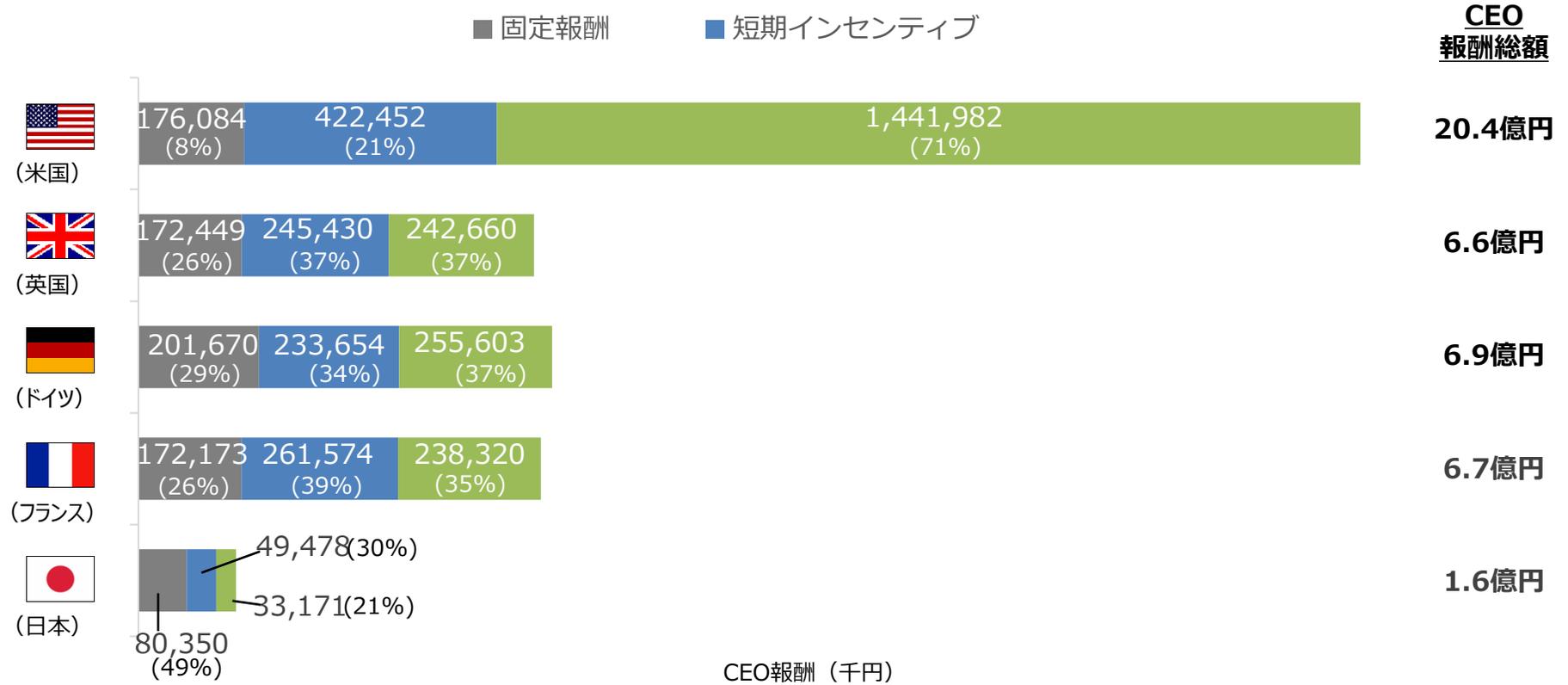
日本	TOPIX100構成企業(2022年3月決算時点での最新の有価証券報告書を調査)
アメリカ	S&P500のうち報酬ターゲットの構成比率が開示されている時価総額上位100社(2023/1末時点)
イギリス	FTSE350のうち報酬ターゲットの構成比率が開示されている時価総額上位100社(2023/1末時点)
ドイツ	DAX40のうち報酬ターゲットの構成比率が開示されている38社とHDAX100のうちそれ以外の時価総額上位2社(2023/1末時点)

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）

■ PBR2倍以上
■ PBR1-2倍
■ PBR1倍未満

2014年伊藤レポートの主な提言・推奨（7/12）

論点	主な提言・推奨	参考スライド	
5. 中長期投資の促進			
5.1 株主構成 と家計金融資産構成	<ul style="list-style-type: none"> 持続的成長企業への投資を長期的な家計資産形成につなげるためにも、直接的な株式保有や投信、年金を通じた（間接的な）投資に対する理解と行動を促すための環境づくりが重要である。家計金融資産の預貯金残高は常に50%～54%で、その額は800兆円を超えており、諸外国と比較しても潜在的な投資家層は大きい。 	「日本企業の株式保有構造の推移」 「日本の株式保有構造（2022年度）」 「家計の金融資産構成（日欧米）」 「家計の金融資産 推移（日欧米）」	P52 P53 P54 P55
5.2 個人投資家の短期志向化	<ul style="list-style-type: none"> 証券会社などの金融機関も、株式投資に関わる企業が取り組むべきCSRとして正しい投資教育を推進する役割がある。金融仲介業者は、個人の長期投資の受け皿となりうるような、長期安定リターンを志向する投資信託を組成することが求められる。 		
	<ul style="list-style-type: none"> 2014年1月に始まったNISAについて、非課税期間や非課税枠の拡大等の制度拡充を検討すべきとの意見もある。 	「新NISA（2024年～）」	P56

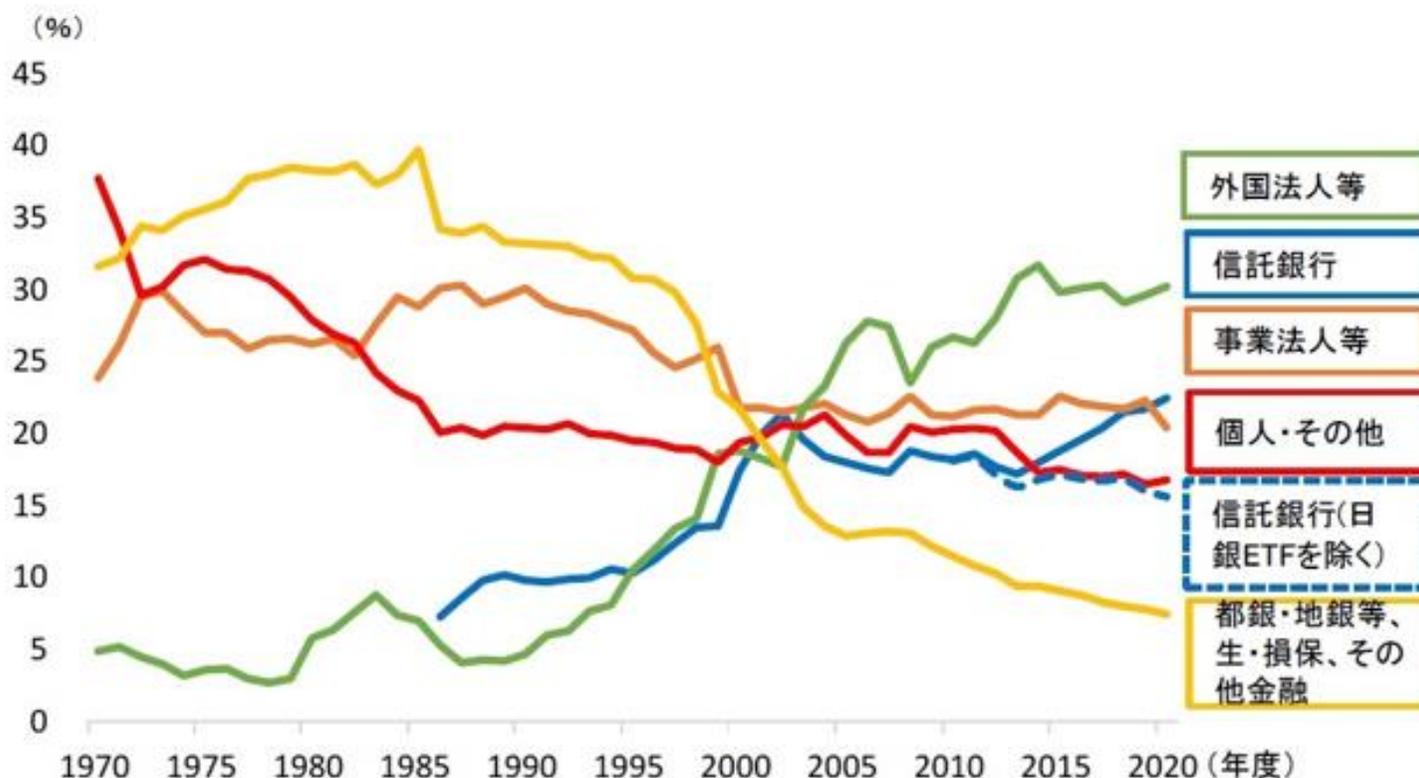
日本企業の株式保有構造の推移

5.1 株主構成と家計金融資産構成

5.2 個人投資家の短期志向化

- 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。

図表3 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

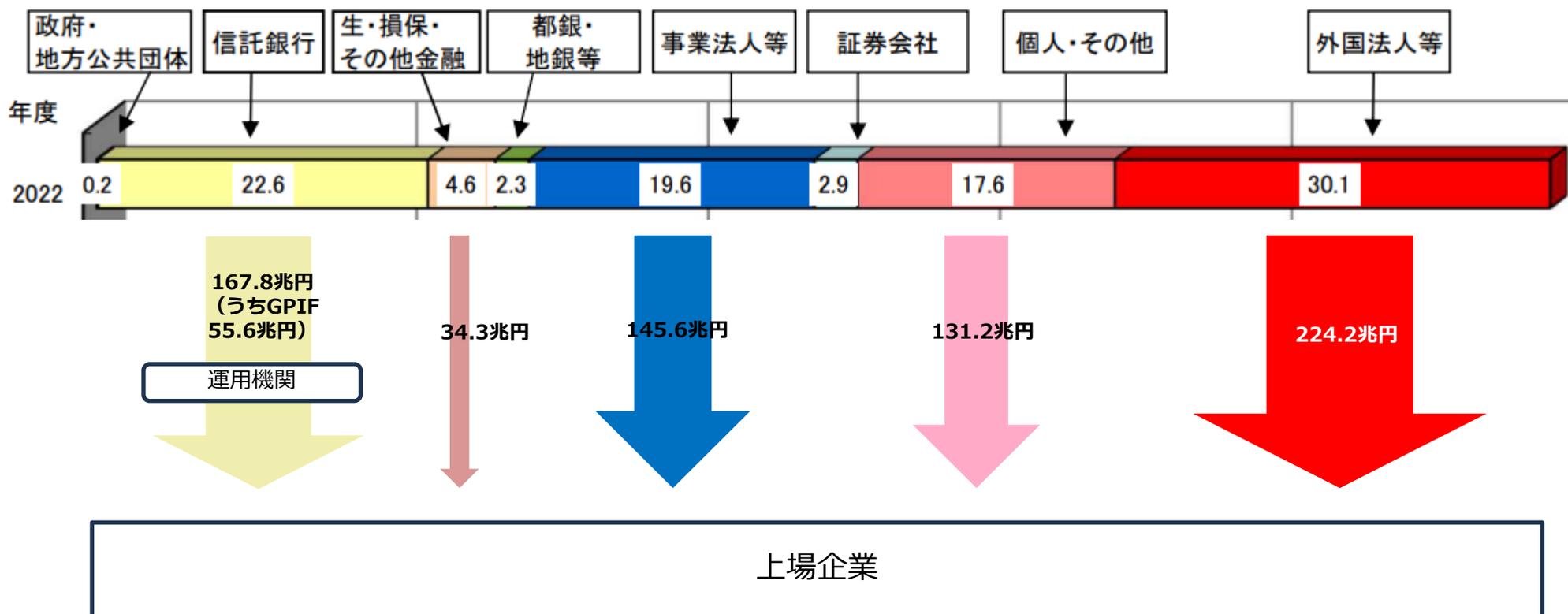
(資料) 東京証券取引所「株式分布状況調査」、日本銀行から作成

日本の株式保有構造（2022年度）

5.1 株主構成と家計金融資産構成

5.2 個人投資家の短期志向化

- 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。



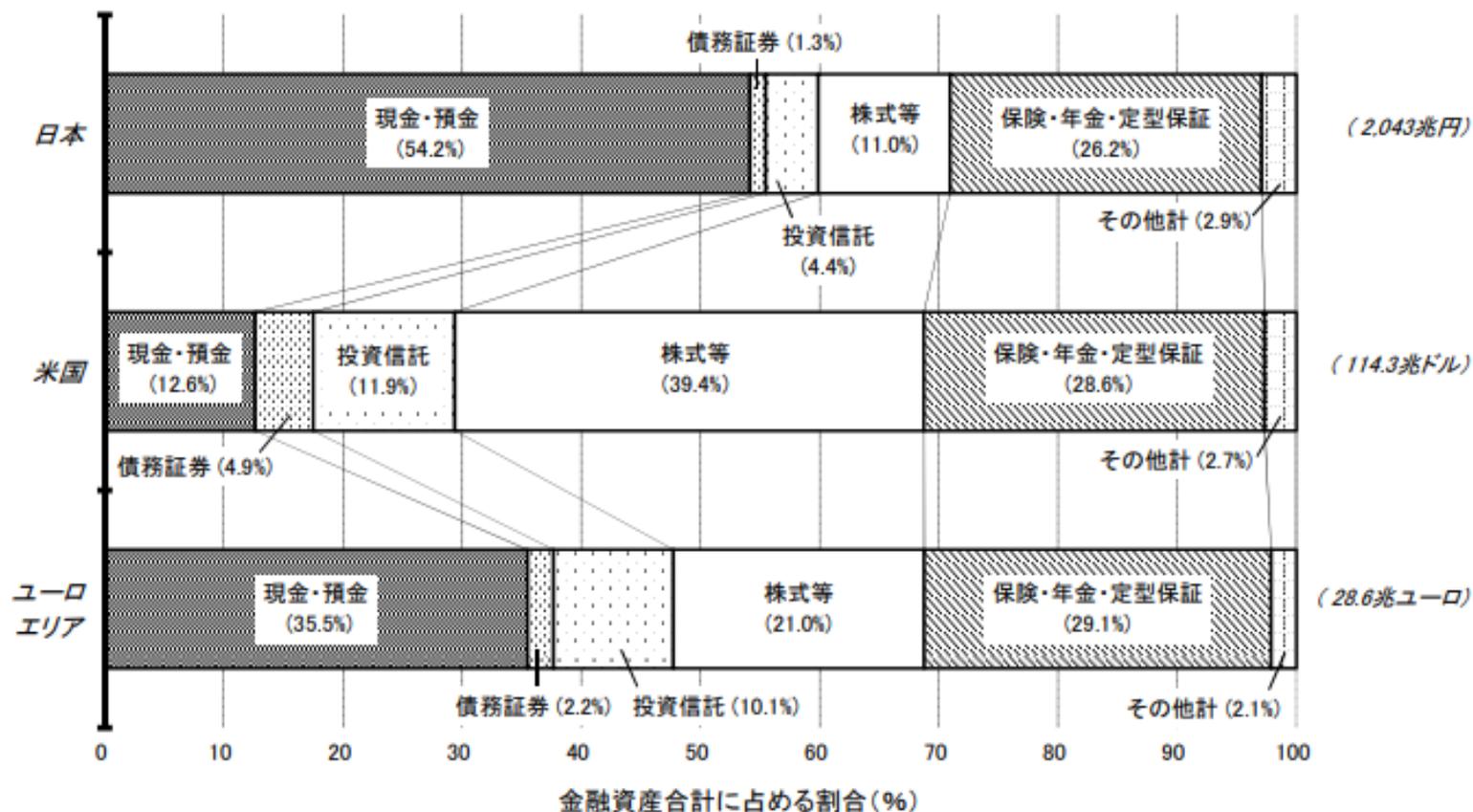
家計の金融資産構成（日欧米）

5.1 株主構成と家計金融資産構成

5.2 個人投資家の短期志向化

- 日本の家計金融資産に占める現金・預金の割合は、54.2%と、欧米と比べて高い。

図表2 家計の金融資産構成



*「その他計」は、金融資産合計から、「現金・預金」、「債券証券」、「投資信託」、「株式等」、「保険・年金・定型保証」を控除した残差。

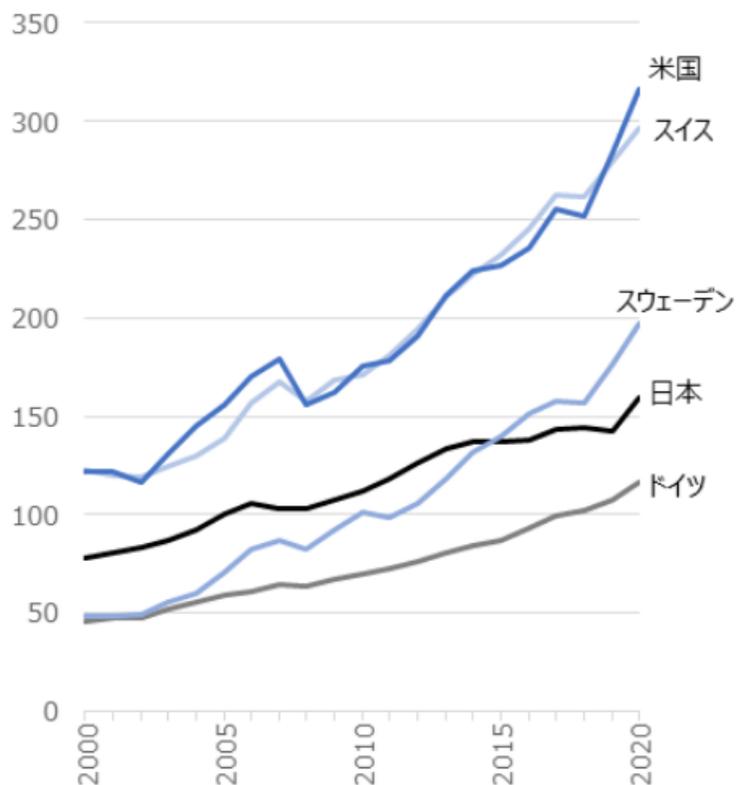
家計の金融資産 推移（日欧米）

5.1 株主構成と家計金融資産構成

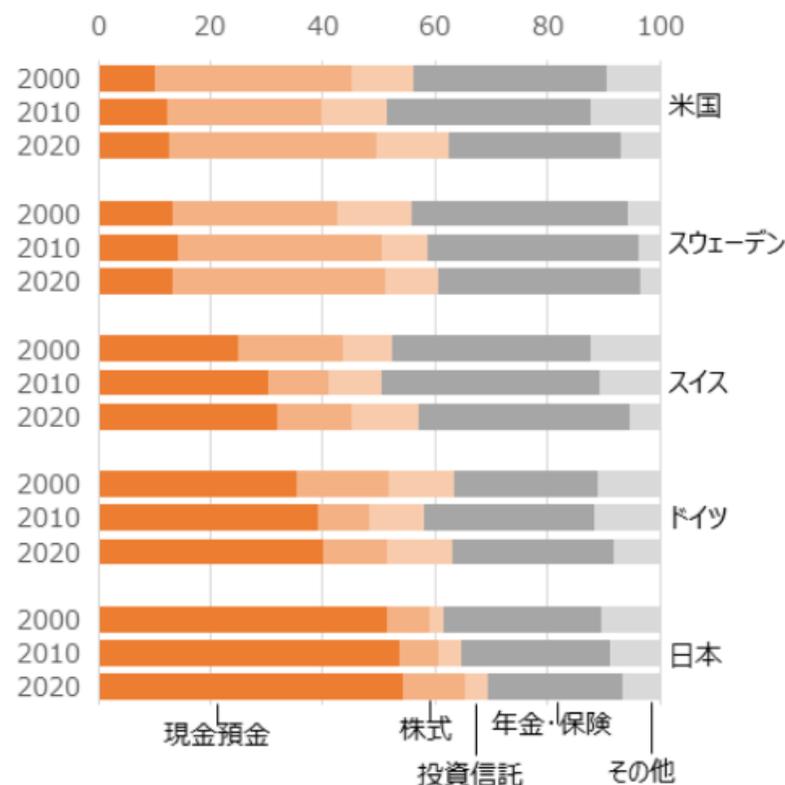
5.2 個人投資家の短期志向化

- 2000年以降、日本の家計金融資産の構成に大きな変化はなく、現金預金の占める割合が5割を超えている。

主要国の家計金融資産の推移
(1000ドル/一人当たり)



主要国の家計金融資産構成比
(%)



資料：OECD “Household financial assets” より作成

新NISA（2024年～）

- 2024年1月1日から以下の特徴を有する新NISAがスタートした。
 - ✓ 非課税保有期間の**無期限化**
 - ✓ 口座開設期間の**恒久化**
 - ✓ つみたて投資枠と、成長投資枠の**併用が可能**
 - ✓ 年間投資枠の拡大（つみたて投資枠：年間**120万円**、成長投資枠：年間**240万円**、合計最大年間**360万円**まで投資が可能。）
 - ✓ 非課税保有限度額は、全体で**1,800万円**。（成長投資枠は、**1,200万円**。また、**枠の再利用が可能**。）

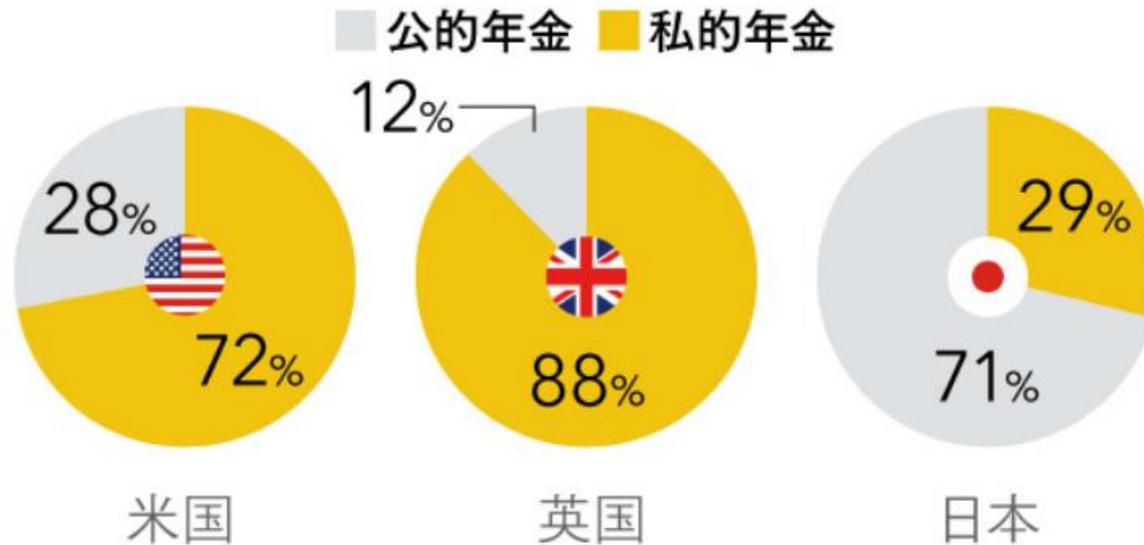
	つみたて投資枠	併用可	成長投資枠
年間投資枠	120万円		240万円
非課税保有期間	無期限化		無期限化
非課税保有限度額 (総枠)	1,800万円 ※簿価残高方式で管理 (売却すれば枠の再利用が可能)		
口座開設期間	恒久化		恒久化
投資対象商品	長期の積立・分散投資に適した 一定の投資信託 (金融庁の基準を満たした投資信託に限定)		上場株式・投資信託等 (①整理・監理銘柄②信託期間20年未満、 毎月分配型の投資信託及びデリバティブ取引 を用いた一定の投資信託等を除外)
対象年齢	18歳以上		18歳以上

2014年伊藤レポートの主な提言・推奨（8/12）

論点	主な提言・推奨	参考スライド	
5. 中長期投資の促進			
5.3 年金制度	<ul style="list-style-type: none"> 企業の持続的成長への重要かつ長期的な資金供給源として、個人の投資に対する意識・理解の醸成や資本市場の厚みを向上させるものとして、年金制度、特に確定拠出型年金制度は重要。 確定拠出型の使い勝手の向上が重要。現行制度の改善点として、非課税拠出限度額や加入対象者のあり方、多様なデフォルト投資商品の選定等の論点がある。 	「公的年金と私的年金の割合（日米英）」 「アセットオーナーの分散状況（日米欧）」 「公的年金基金の運用利回りの諸外国比較」 「企業年金の加入者数の推移」 「確定給付企業年金（DB）・確定拠出年金（DC）の資産残高の推移」 「確定給付企業年金の平均予定利率の推移」	P60 P61 P62 P63 P64 P65
		「家計の資産形成を支援する制度による資産構成 日米」	P66
6. アセット・マネージャーのインセンティブ構造			
6.1 アセット・マネージャーの報酬体系	<ul style="list-style-type: none"> アセットマネージャーの報酬水準の国内外の差に関しては、従来外資と国内系とではジョブリスクの差異で説明されることが多かったが、それは本当に合理的な理由であるかは検証が必要。 	「各地域のアセットマネージャーの報酬体系の特性（1/3）～(3/3)」	P67,68,69

公的年金と私的年金の割合（日米英）

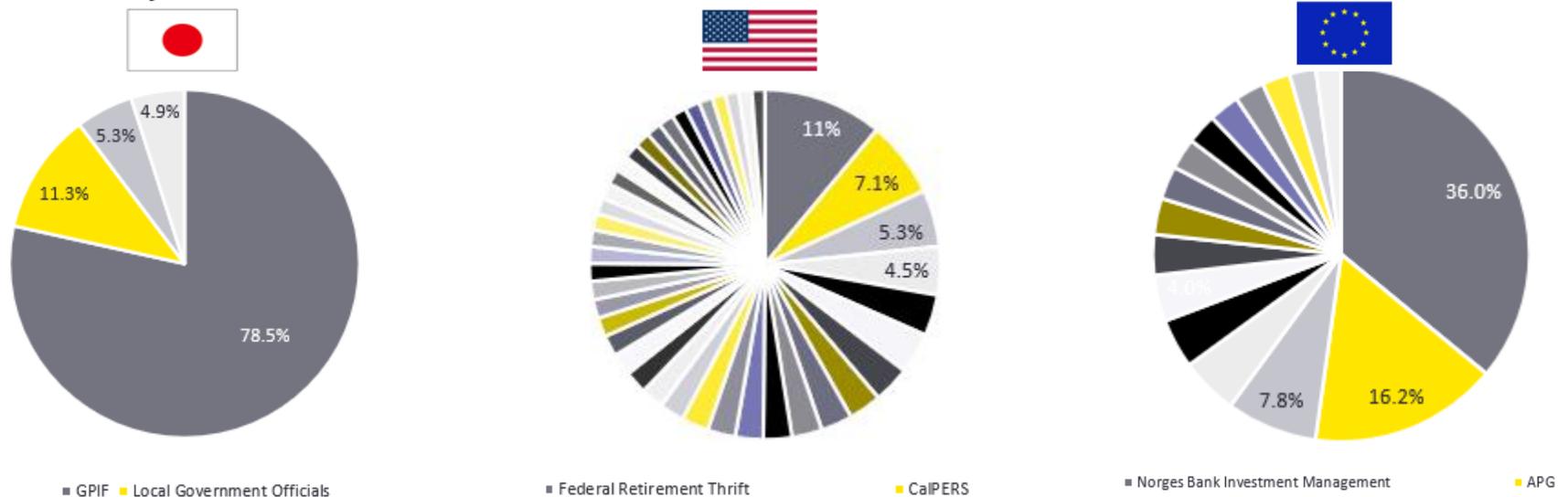
- 米国では、公的年金の保障を小さくし、公的年金の役割を私的年金で代替し私的年金の保障を大きくする政策が採られきた（社会保障制度は自己責任を原則とする考え方）。
- 英国は元々は公的年金による社会保障の比重が比較的に大きかったが、高齢化の進展による財政負担の懸念から公的年金の機能を縮小し、その代替策として税の優遇による私的年金を推進する政策が進められてきた。
- 一方、日本では1961年に拠出性の国民年金制度が開始されて以降、主に公的年金が社会保障の役割を担っている。



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

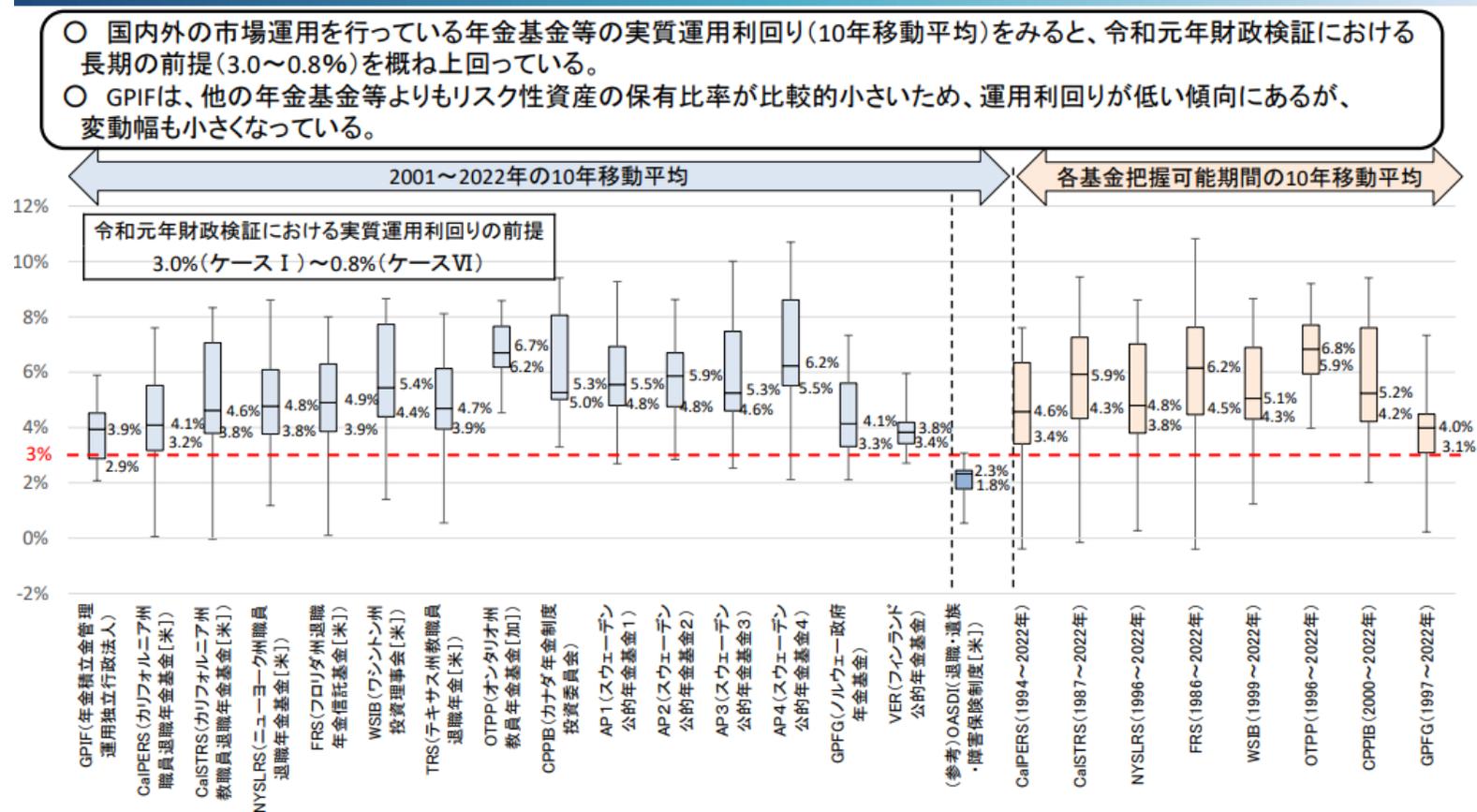


- ※ アセット機関名は、それぞれ上位2機関を記載
- ※ 2022年3月31日時点

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。

実質運用利回り(対物価) 10年移動平均(2001~2022年)

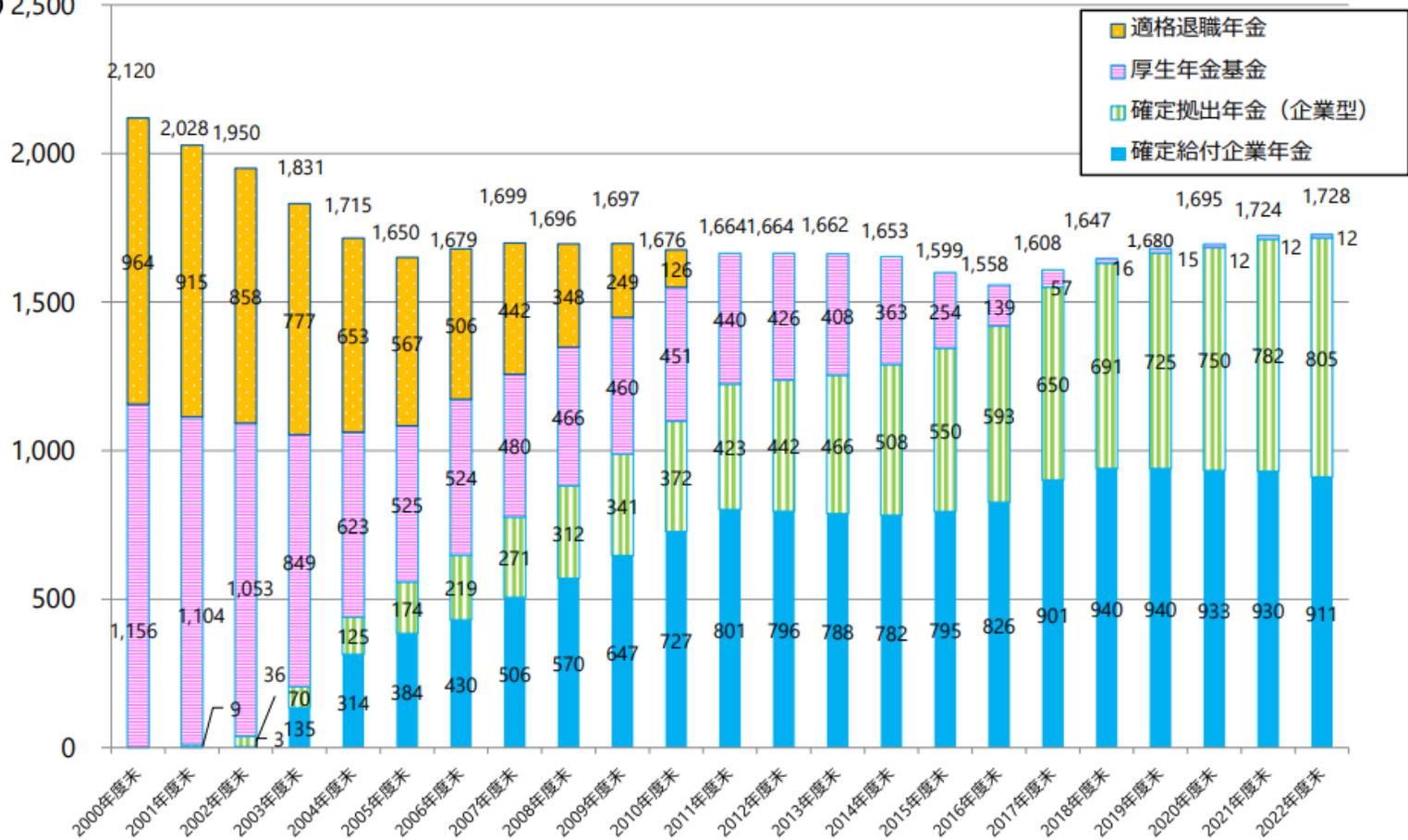


- 注1 各基金の名目運用利回りは当該基金の公表資料による。また、GPIFは四半期別の運用利回りの年率換算である。なお、AP1については、2002年~2022年の移動平均値である。
- 注2 運用利回りは、GPIF、NYSLRS、AP2、GPFGはコスト控除前、左記以外はコスト控除後のものである。なお、GPIFにおける2012年度以降の手数料の最大値は0.04%(2020年度)となっている。また、各国で無リスク金利の水準が異なっていることに留意が必要。
- 注3 GPIFの基本ポートフォリオは、2014年10月に大きな変更があったことに留意が必要。
- 注4 実質化する際に用いる物価上昇率は日本以外については、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%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。

企業年金の加入者数の推移

- 長らく企業年金の中核を担ってきた適格退職年金・厚生年金基金から、制度の中心は、確定給付企業年金（DB）・企業型確定拠出年金（企業型DC）に移行。

加入者数(万人) 2,500

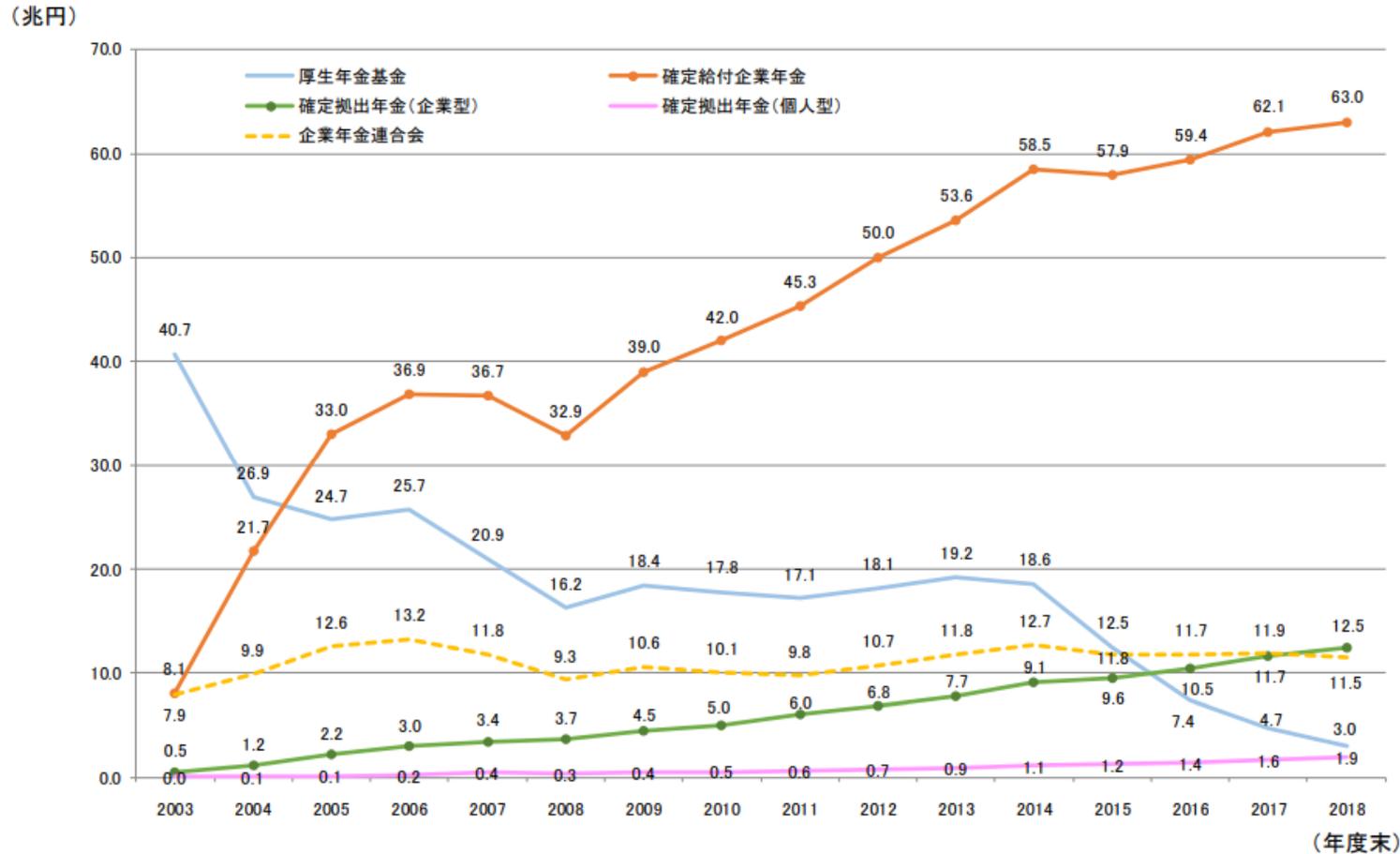


(出所) 適格退職年金・厚生年金基金・確定給付企業年金：生命保険協会・信託協会・JA共済連「企業年金(確定給付型)の受託概況」(2010年度末分までは「企業年金の受託概況」)
 確定拠出年金：運営管理機関連絡協議会「確定拠出年金統計資料」
 ※2022年度末時点は生命保険協会・信託協会・JA共済連「企業年金(確定給付型)の受託概況」による速報値。

(出所) 第10回社会保障審議会年金部会、第30回社会保障審議会企業年金・個人年金部会 合同開催 2023年12月11日

確定給付企業年金（DB）・確定拠出年金（DC）の資産残高の推移

- 企業年金の中では、「確定給付企業年金」の資産残高が約7割程度を占める（2018年度末）。

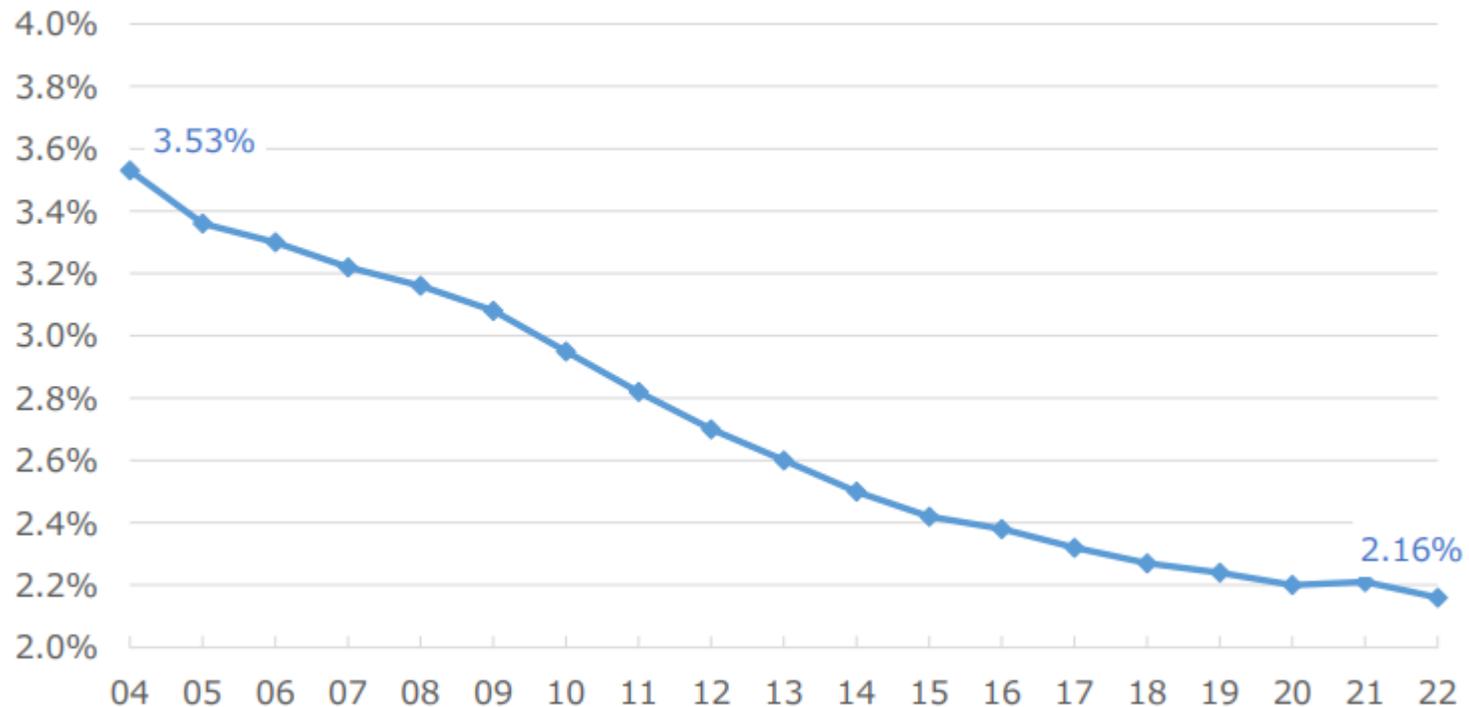


(出所) 企業年金連合会「企業年金に関する基礎資料」・「年金資産運用状況」、運営管理機関連絡協議会「確定拠出年金統計資料2002年3月末～2019年3月末」、信託協会・生命保険協会・JA共済連「企業年金の受託概況」

確定給付企業年金の平均予定利率の推移

- 過去20年間のデフレ・低金利環境下において、年金等の運用は予定利率を下げながら保守的な運用に重点をおいた対応を行ってきた。

(例) 確定給付企業年金の平均予定利率の推移



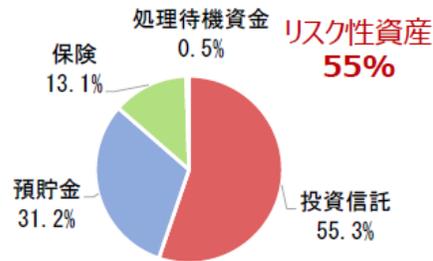
(出典) 企業年金連合会「企業年金実態調査結果」

家計の資産形成を支援する制度による資産構成 日米

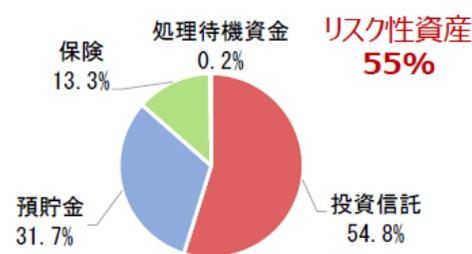
- 日本の確定拠出年金制度（iDeCo、DC）の資産構成において、投資信託（リスク性資産）の割合は55%に留まる。



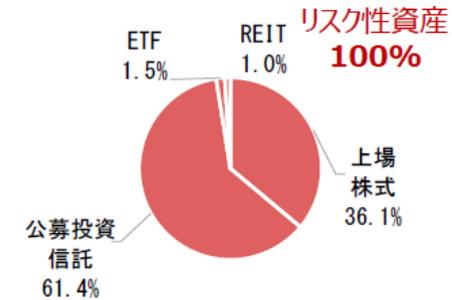
iDeCoの資産構成比（2021年）



企業型DCの資産構成比（2021年）



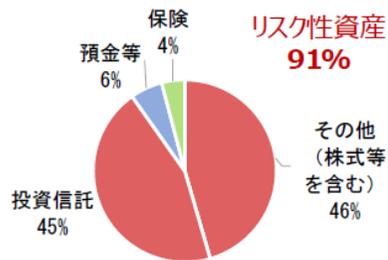
NISAの資産構成比（2020年）



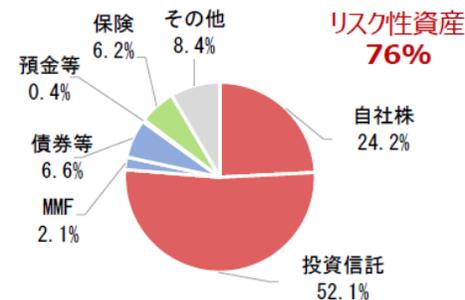
（出所）日本取引所グループ、金融庁、運営管理機関連絡協議会



IRAの資産構成比（2020年）



401k等の資産構成比（2021年）



（注）1ドルは115円で換算 （出所）WFE、ICI

（出所）日本証券業協会「格差の国際比較と資産形成の課題について」（2022年2月）

各地域のアセットマネージャーの報酬体系の特性 (1/3)

各地域の報酬体系の特性 1/2

□ 役員層の報酬は地域ごとに特性があるが、事業や人材市場のグローバル化の中、共通の部分も増えてきている



欧州

- 一般的に報酬はインフレに従って昇給する
- “マーケット標準”に収束している
- LTIは一般的にはパフォーマンス・シェア(業績連動型株式報酬)が多く、EPS成長および株主総利回りに連動して権利確定する
- 権利確定までの期間の活用が増加する傾向にある
- ボーナスの繰延べ期間、およびLTIの権利確定までの期間は長くなる傾向にある
- 以前から用いられている指標(EPS等)を補完する財務指標・戦略的指標(収益等)が加わることで指標数は増加傾向にある



米国

- 欧州と同様に報酬は緩やかに昇給しているが、水準は依然として欧州よりはるかに高い
- 欧州より変動報酬の比率が高い
- 支給対象者、および支給規模の観点から、年間変動報酬が十分に活用されている
- 広範なLTIの対象層
- LTIは一般的に「ポートフォリオアプローチ」(2、3プランの組合せ。パフォーマンス・シェア(業績連動型株式報酬)、ストックオプション、在籍要件付き株式等)
- パフォーマンス・シェアは、LTIプランの中でその普及度合いと構成比ともに増加している
- パフォーマンス・シェアでは、株主総利回りと連動させることが一般的だが、他の業績指標で補完されることが増えている



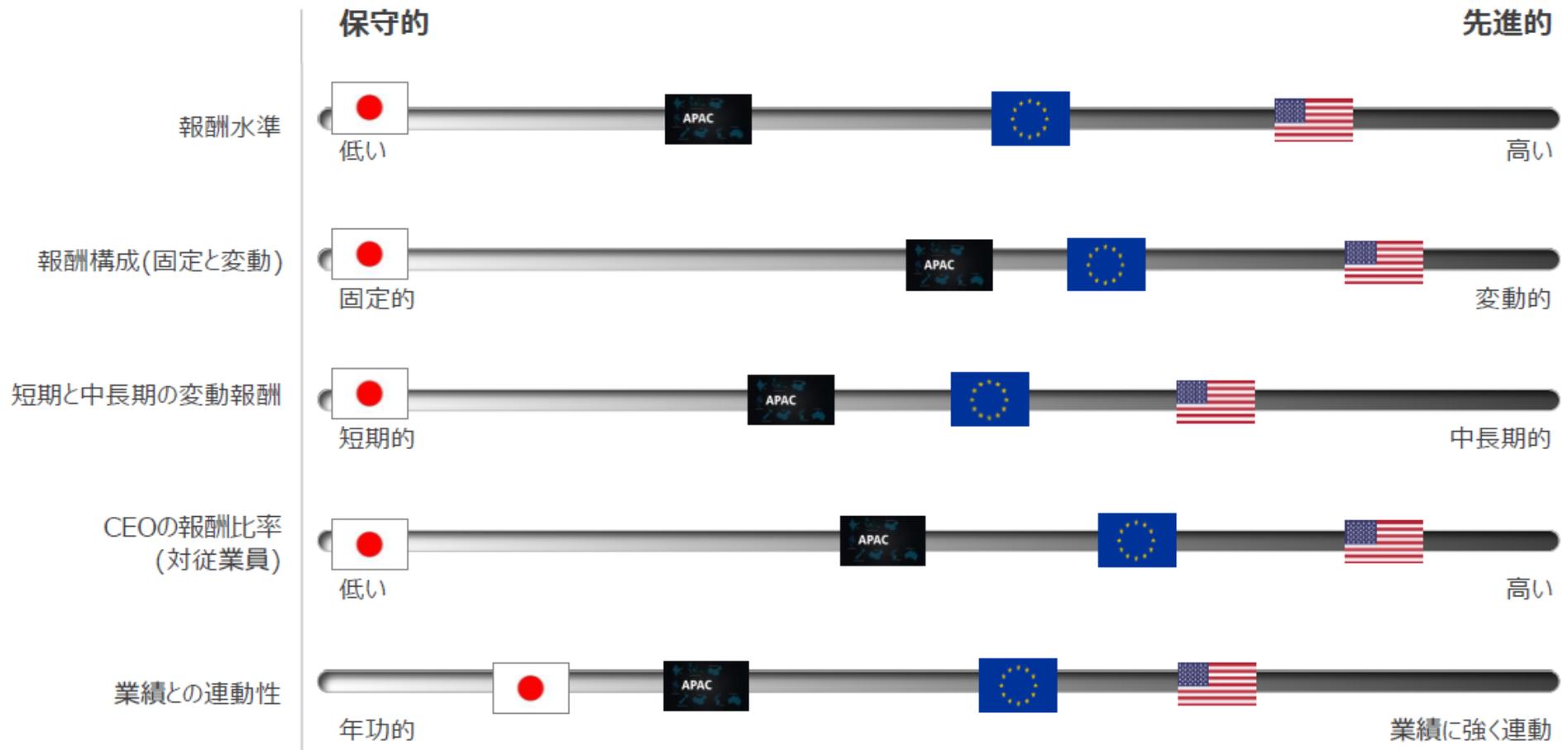
アジア太平洋

- 報酬の仕組みは各国の成熟度によって異なる
- 昇給率もまた大きく異なる
- 報酬構成は米国・欧州よりも固定報酬のウェイトが高い傾向にある
- 人材市場のグローバル化の中、一般的に報酬の仕組みは米国・欧州に近づいている。例えば、変動報酬比率や報酬水準の増加等
- 現金ベースのボーナスが一般的だが、LTI報酬も付与され始めている

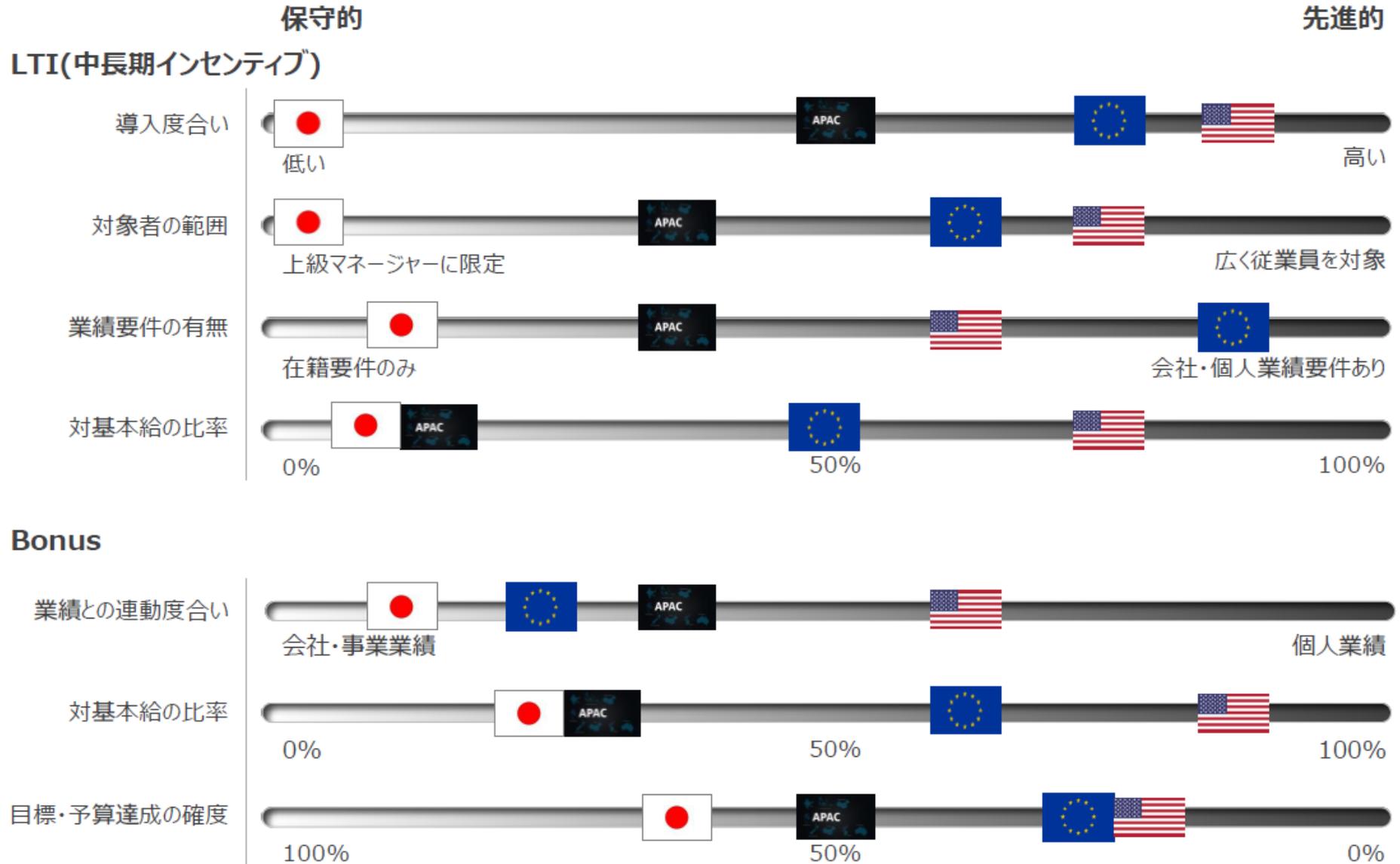
各地域のアセットマネージャーの報酬体系の特性 (2/3)

各地域の報酬体系の特性 2/2

□ 各リージョンで典型的な報酬体系は異なり、APAC / 日本は一般に保守的、米国は先進的な傾向にある



各地域のアセットマネージャーの報酬体系の特性 (3/3)



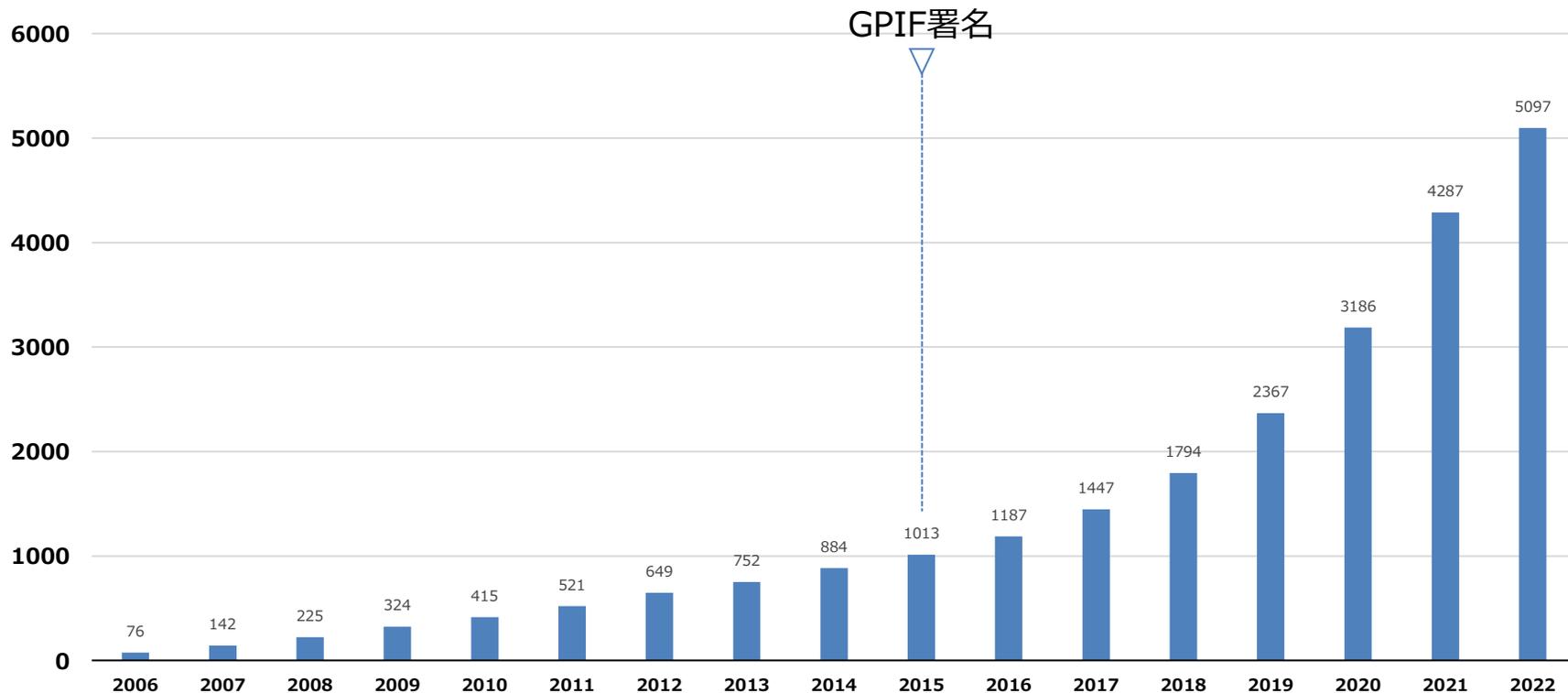
2014年伊藤レポートの主な提言・推奨（9/12）

論点	主な提言・推奨	振り返り	
7. アセット・オーナーの体制等			
7.1 年金基金の体制及び運用	<ul style="list-style-type: none"> 公的年金等の巨大なアセットオーナーは、アセットマネージャーに対して、投資先企業に対するエンゲージメントの奨励、長期志向の投資等の運営方針を求めるべき。アセットマネージャーを定性面や中長期的なパフォーマンスで総合的に評価すべき。 		
	<ul style="list-style-type: none"> 欧州では、ESGの考慮を公的年金が定めている場合があるが、日本でもその是非を議論してはどうか。 	「PRI署名機関数の推移」	P69
	<ul style="list-style-type: none"> 企業経営者や関係者は、企業年金をコストセンターと位置付けるのみでなく、運用パフォーマンスが年金費用やBSに反映されることも自覚して、その役割を検討すべき。 		
8. セルサイド・アナリストの役割とインセンティブ構造			
8.1 アナリストの短期志向化と能力向上	<ul style="list-style-type: none"> セルサイドアナリストの企業評価能力の向上や短期志向化の改善に向けて、機関投資家は証券会社のリサーチに対する対価を売買執行の対価と合わせて支払うのではなく、別建てで支払うことで、リサーチの質・量が向上し、独立アナリスト会社の発展を促すのではないか（例 欧米のCSA） 		

PRI署名機関数の推移

- 責任投資原則（PRI : Principles for Responsible Investment）に署名した機関投資家数は、昨今急増している。PRI は、長期的な価値を追求する責任ある投資家をリードし、持続可能な国際金融システムの実現を目的とされており、投資機関の投資の指針として提唱している6つの責任投資原則の中には、ESG要素も盛り込まれている。

国連の投資責任原則（PRI）の署名機関数



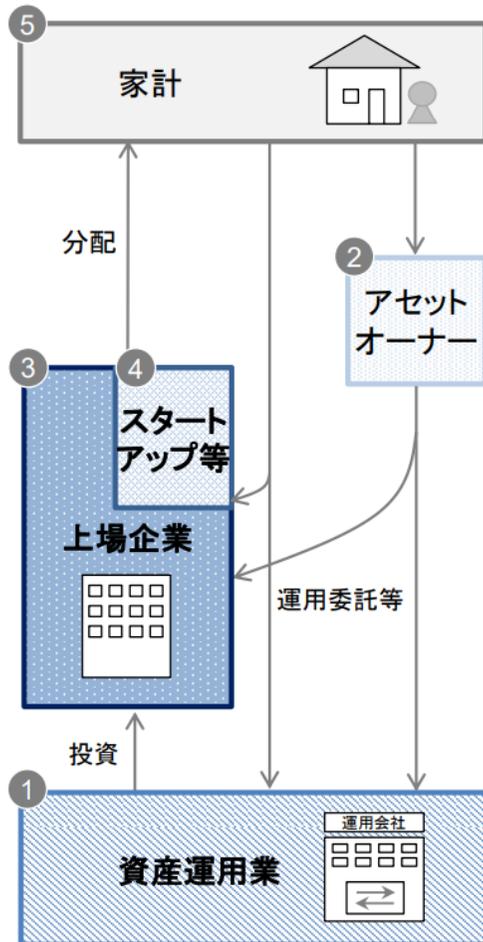
(出所) Principles for Responsible Investmentウェブサイト (2023年6月末時点) を基に経済産業省作成

伊藤レポート（2014） 本文 振り返り（10/12）

論点	主な提言・推奨	振り返り	
9. 投資家の短期志向化			
9.1 投資家の短期志向化	<ul style="list-style-type: none"> 年金基金等のアセットオーナーの体制強化のための人材確保やネットワーク強化、アセットマネージャーやアナリストにおける過度に短期志向に陥るインセンティブ構造の是正や長期投資を行うプレーヤーの層が厚くなるような方策の検討・実施が重要。 	「資産運用業・アセットオーナー改革に関する対応の方向性」	P71
	<ul style="list-style-type: none"> 投資家向けに経営者が持続的成長のためのストーリーを過去・現在・未来で語ることが重要。統合報告に向けた取り組みはそのための有効な手段の1つになり得る。 	「統合報告書の発行企業数、開示量の増加」	P72
10. 経営の短期志向化			
10.1 経営の短期志向化	<p>（「提言・推奨」は無し）</p> <ul style="list-style-type: none"> 日本企業は中期経営計画を開示する慣習がある一方、その達成度合が低いこと、逆にその達成度合で評価されるとの観念が強い場合には、その計画よりも長期的な視野を持った経営をしにくいのではないかという指摘もある。また、経営者の数年単位での交代も、十数年先を見据えた長期投資を躊躇するインセンティブになっている可能性もある。 	「日米のCEO在任期間の比較」 「CEO任期とPBR等の関係」 「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」 「業界別の傾向」 「CEO任期とCEO就任年齢の関係」 「CEO任期及びCEO就任年齢におけるPBRとの関係」 「日本における、中期経営計画の策定状況」 「海外企業における、中期経営計画の設定状況」 「（参考）バックキャスト型中期経営計画の事例（オムロン）」 「（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）」	P73 P74 P75 P76 P77 P78 P79 P80 P81 P82

資産運用業・アセットオーナー改革に関する対応の方向性

- 金融庁において、タスクフォースでの議論を経て、2023年12月に資産運用業・アセットオーナー改革に関する対応の方向性が示された。



1 資産運用会社の高度化 ≫ 家計を含む投資家へのリターン向上、投資先の企業価値の向上

- 投資運用業の参入要件の緩和(ミドル・バックオフィス業務の委託等)★
- 新興運用業者促進プログラム(日本版EMP)の実施
- 大手金融グループにおける運用力向上やガバナンス改善・体制強化
- 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
- 投資信託に関する日本独自の慣行の見直し(一者計算の促進等)

2 アセットオーナーに対する金融機関の取組み ≫ 顧客等の最善利益の確保

- 金融機関による顧客等の最善利益を確保する観点からの運用や、DC加入者への運用商品の適切な選定・提案、情報提供の充実を促進

3 スチュワードシップ活動の実質化 ≫ 日本企業・日本市場の魅力向上

- 企業価値向上に向けた対話促進のための大量保有報告制度の見直し等★

4 成長資金の供給と運用対象の多様化 ≫ スタートアップの活性化、収益機会の拡大

- ベンチャーキャピタル向けのプリンシプルの策定
- 非上場株式を組み入れた投資信託・投資法人の活用促進
- 投資型クラウドファンディングの活性化
- 事後交付型株式報酬に係る開示規制の明確化
- 非上場有価証券のセカンダリー取引の活性化(仲介業者の規制緩和)★

5 家計の投資環境の改善 ≫ 金融リテラシーの向上、貯蓄から投資への推進

- 金融経済教育推進機構を中心とした金融経済教育の推進
- 累積投資契約のクレジットカード決済上限額の引上げ(5万円から10万円に)

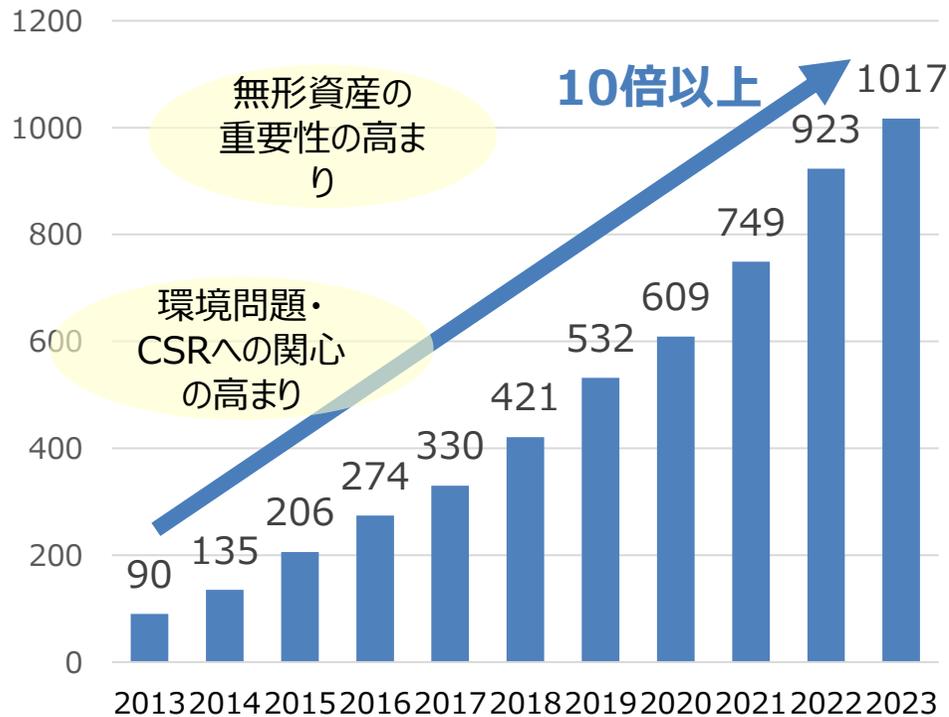
★は要法改正事項

統合報告書の発行企業数、開示量の増加

10年前と比較して、

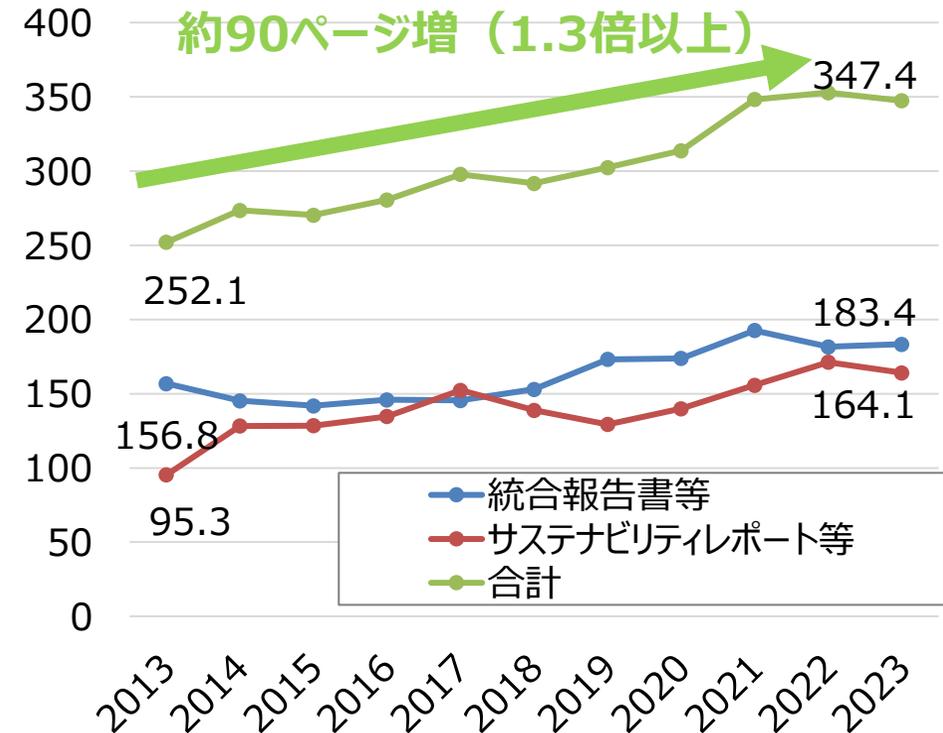
- 統合報告書の発行数は、10倍以上に増加。
- TOPIXコア30構成企業が発行する任意の報告書のページ数は、1社当たり1.3倍以上増加。

統合報告書の発行企業数の推移



(出所) 企業価値レポート・ラボ「国内自己表明型統合報告書発行企業等リスト2023年版」から経済産業省が作成。

任意の報告書の一社平均ページ数 (TOPIXコア30構成企業)

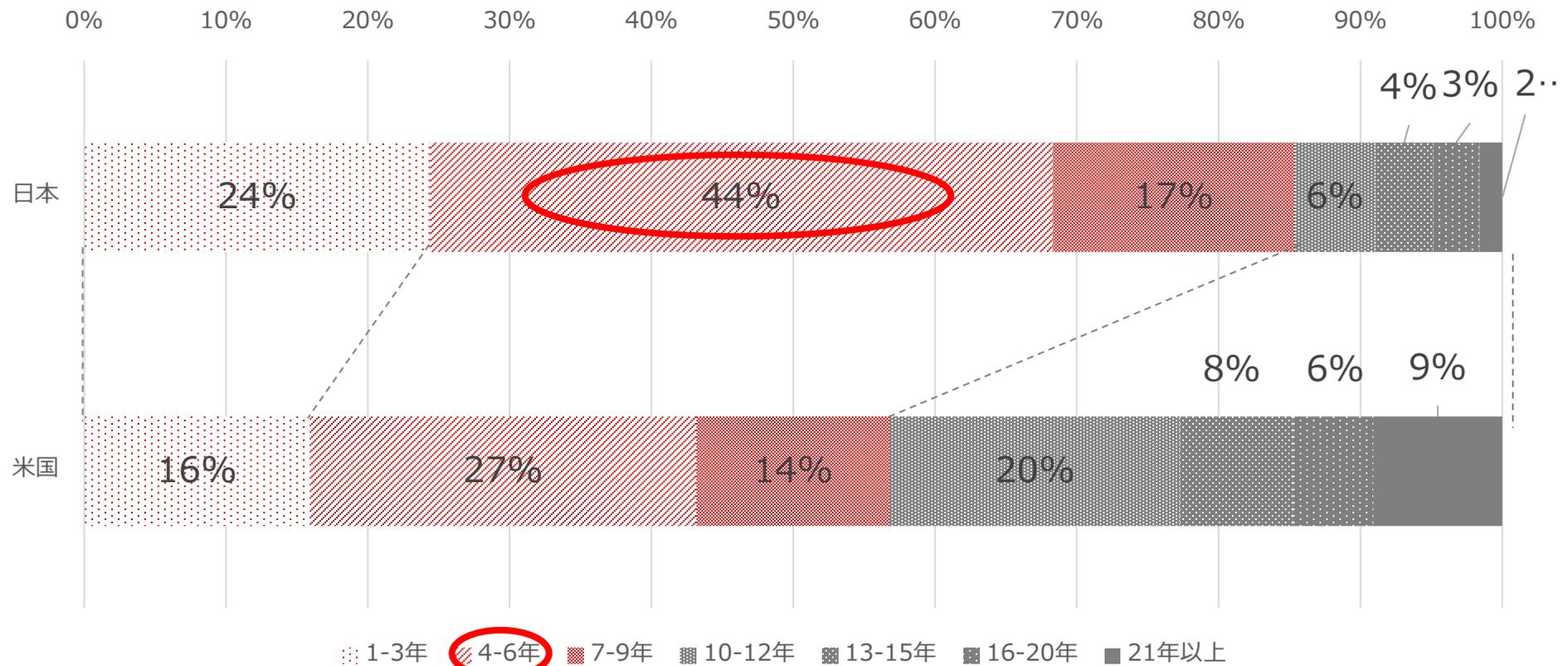


(出所) TOPIXコア30の構成企業のうち、2012年時点で各報告書を公表していた企業（統合報告書等17社、サステナビリティレポート等13社）が公表する報告書から作成。
(注) サステナビリティレポート等には、CSRレポート、TCFDレポート等を含む。

日米のCEO在任期間の比較

- 日本企業のCEOの平均在任期間は、4～6年が最多。
- 米国企業は、4割を超える企業で、CEOの任期が10年を超える。

CEO在任期間の分布 日米比較



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

(出所) 公表情報等を基に経済産業省作成。

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

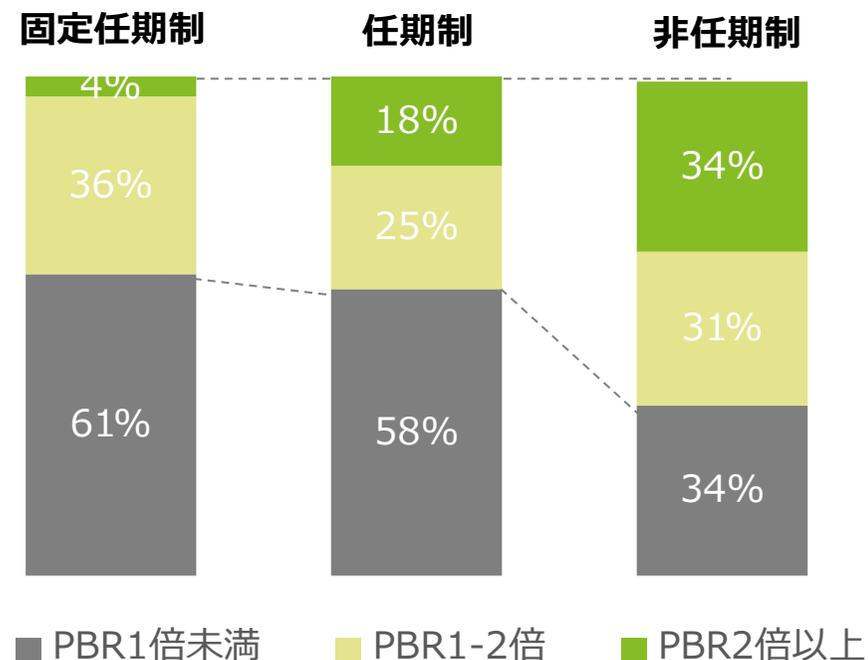
PER = 時価総額 ÷ 親会社株主に帰属する当期純利益

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

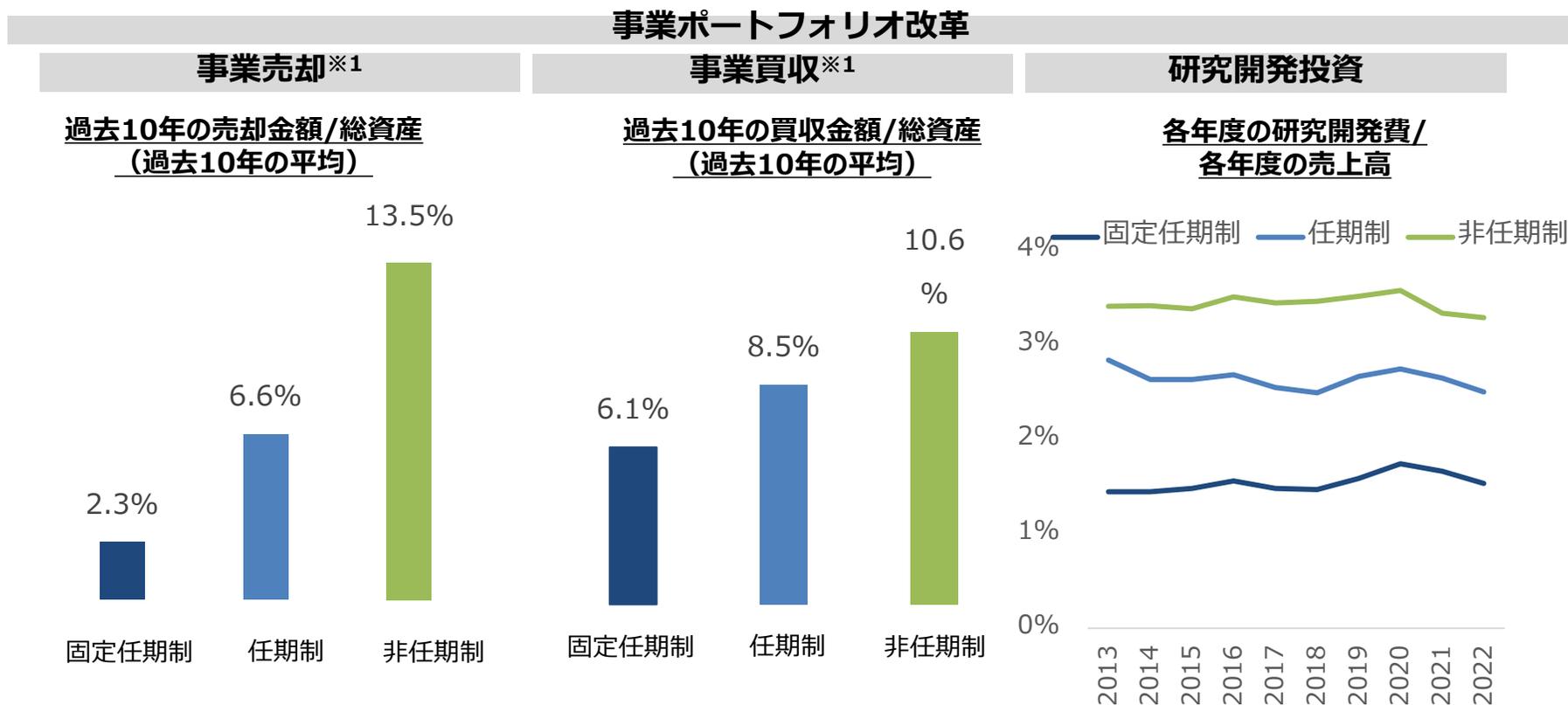
（出所）デロイト・トーマツによるSPEEDA、企業ホームページの情報等に基づく調査データを基に経済産業省作成

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。これがPBRの差の要因として寄与しているのではないかと。



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傾向が確認された。

	業界	CEO任期の傾向	パフォーマンス指標（2022）		
			PBR	ROE	PER
界 PBR 上位業	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
界 PBR 下位業	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

※1：業界別とは2022年事業年度時点で各業界における時価総額が上位の企業を指す

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

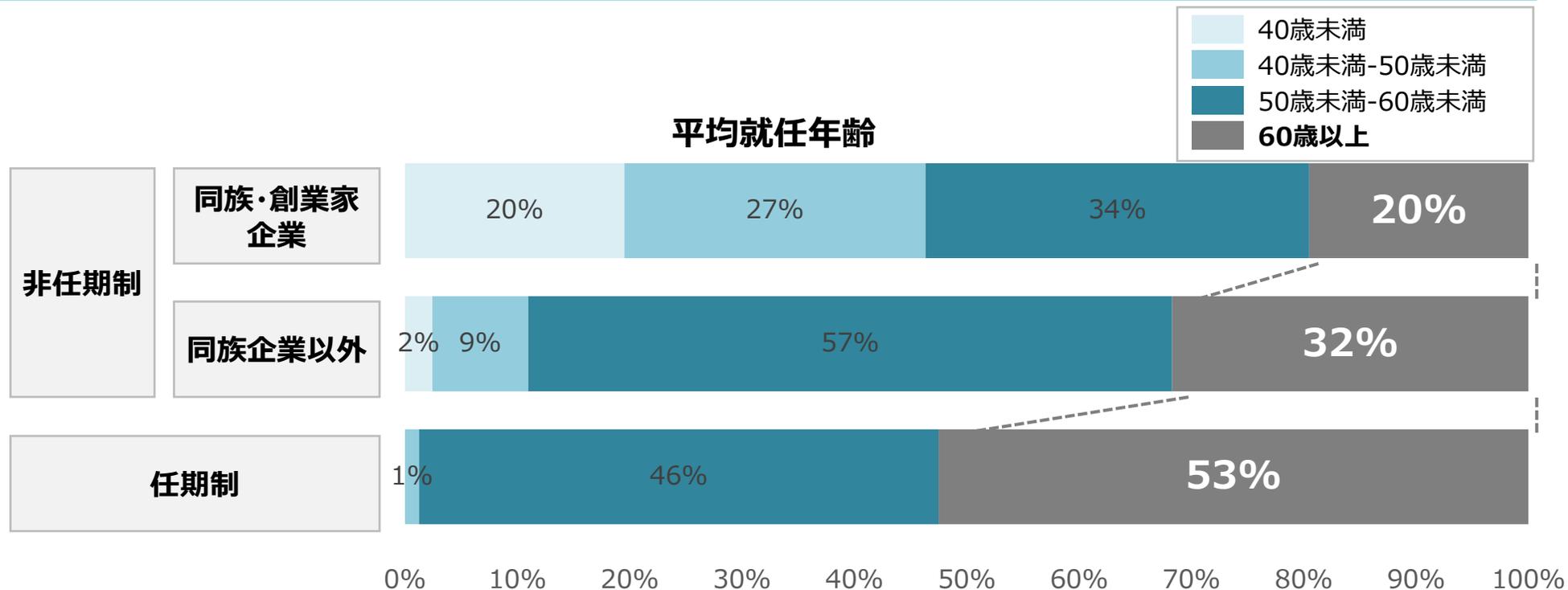
ROE = 親会社株主に帰属する当期純利益 ÷ 期首期末平均株主資本等合計

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）

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。**長期視点の経営を実践するにあたり、中期経営計画の位置づけなどをどう考えるか。**

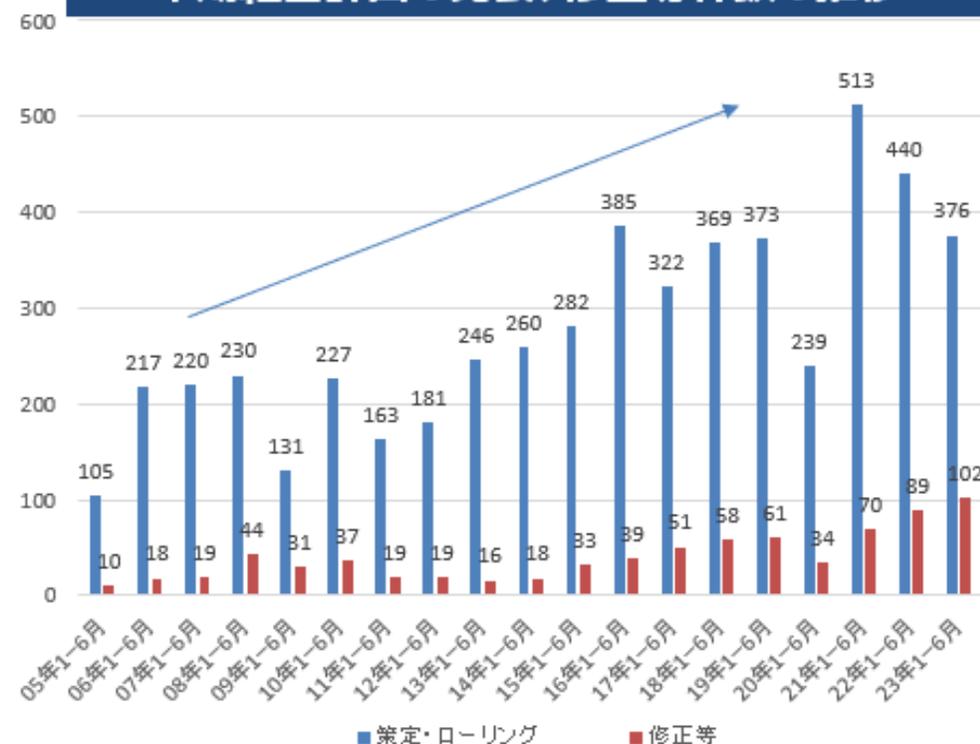
中期経営計画を策定している企業の割合

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公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）	<ul style="list-style-type: none"> 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 	<ul style="list-style-type: none"> 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）	<ul style="list-style-type: none"> 決算発表時に翌期の業績予想を公表 	<ul style="list-style-type: none"> 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）**なども中計を公表していない。

※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公表。（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

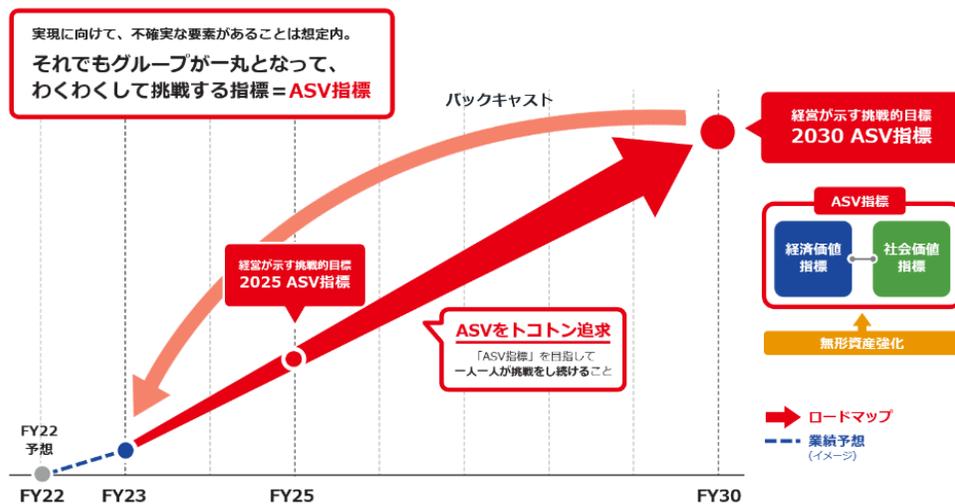
1st Stageは、社会的課題を捉えた価値創造と持続的成長への能力転換を加速する“トランスフォーメーション加速期”と位置づける。



(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)
社会価値指標	EBITDAマージン	15%	17%	19%
	環境負荷削減の取組み	-	-	環境負荷 50%削減 (アプトカム)
無形資産強化	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 (アプトカム)
	従業員エンゲージメントスコア [※]	62% (11月発表値)	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%~	

【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

*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、より実態を把握できる「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。

2014年伊藤レポートの主な提言・推奨（11/12）

論点	主な提言・推奨	参考スライド	
11. 持続的成長に向けた企業開示のあり方			
11.1 日本 の開示制 度	<ul style="list-style-type: none"> 短期的な業績のみに偏ることなく、非財務情報も含めた企業の現状や将来の価値創造に向けたプロセスを評価するための統合的な報告が求められる。その第一歩として、金融商品取引法、会社法、証券取引所規則の下での情報開示等について、投資家にとっても有益な一体的・統合的な開示を行うための実務対応等の検討を行うべきである。 	「一体開示に関するこれまでの取組」	P84
	<ul style="list-style-type: none"> 非財務情報も含む中長期的な情報開示が必要。企業戦略やリスク情報、ガバナンス等ESG情報を資本コストや投資収益率等の財務・経営指標と関連付けて伝えることが重要。 		
11.2 対話 を促進する 開示	<ul style="list-style-type: none"> 統合報告が、統合PR書になるのは望ましくなく、信頼性をどのように担保すべきかも重要な論点。中期経営計画に指標としてROEを入れるなど、実効的なものにしていくことが重要。 	「中期経営計画等におけるKPI」	P85

一体開示に関するこれまでの取組

- 「日本再興戦略2014」において持続的な企業価値の創造に向けた企業と投資家との対話を促進するために企業開示の実務的な検討を進めることが示された。経済産業省では、関係省庁と連携し、一体的な開示の実現に向けた検討を進めてきた。
- 取組として、主に①金商法と会社法の共通15項目の公表（2017年12月）、②一体開示書類記載例公表（2018年12月）、③「一体的開示FAQ」を公表（2021年1月）を行ったが、（一体的開示の最終形である）一体開示を行った企業は依然として0件。

一体的開示に関するこれまでの取組

2014年6月	日本再興戦略2014 → 企業が一体的な開示をする上での実務上の対応等を検討する旨 を明記
2016年4月	金融審議会「ディスクロージャーワーキング・グループ」報告（金融庁） → 事業報告等と有価証券報告書の開示内容の共通化や一体化を容易にすること等を提言
2017年12月	「事業報告等と有価証券報告書の一体的開示のための取組について」（内閣官房・金融庁・法務省・経済産業省） → 両書類間の類似・関連する項目について、可能な範囲で共通化を図ることとし、15項目を取りまとめ。
2018年3月	「有価証券報告書の開示に関する事項 -『一体的開示をより行いやすくするための環境整備に向けた対応について』を踏まえた取組-」（財務会計基準機構） → 2017年12月の取りまとめを受けた記載の共通化のポイント・記載事例を公表
2018年12月	「事業報告等と有価証券報告書の一体的開示のための取組の支援について」（内閣官房・金融庁・法務省・経済産業省） → 一体書類（有価証券報告書兼事業報告書）の記載例等の公表
2021年1月	「事業報告等と有価証券報告書の一体的開示FAQ（制度編）」の公表 （経済産業省）

中期経営計画等におけるKPI

- 資本効率指標であるROE、ROICをKPIとしている企業の割合は足しても50%程度であり、利益・EBITDAや売上高をKPIとしている企業よりも小さい（複数回答によるアンケート）。

サステナビリティ経営

投資家

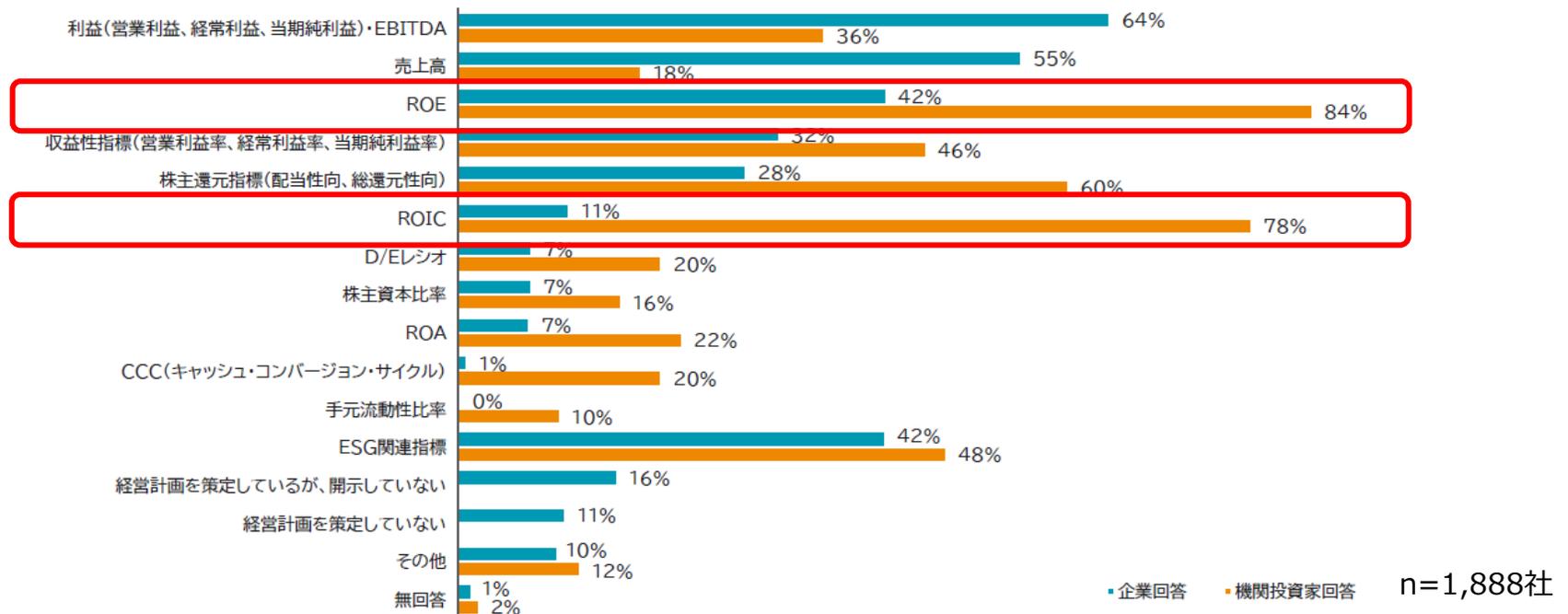
中期経営計画等における主要経営指標(KPI)

企業

66. 中期経営計画等における主要経営指標(KPI)として開示している財務項目をお答えください
(複数選択可)

投資家

14. 中期経営計画等における主要経営指標(KPI)として採用すべき指標をお答えください(複数選択可)



※「経営計画を策定しているが、開示していない」「経営計画を策定していない」は企業側サーベイにのみ存在する選択肢です

※「ESG関連指標」における企業回答は、Q67の【E:環境】選択肢、【S:社会】選択肢または「ESG評価機関等によるESGスコア」を選択した企業を表します

© 2023 SUMITOMO MITSUBI TRUST BANK, LIMITED All rights reserved.

22

2014年伊藤レポートの主な提言・推奨（12/12）

論点	主な提言・推奨	参考スライド	
12. 対話・エンゲージメント			
12.1 企業価値向上につながる対話	<ul style="list-style-type: none"> 対話・エンゲージメントを根付かせるには、アセットオーナーの意識改革が必要である。四半期毎の業績に一喜一憂せず、長期の運用を任せるような我慢強い姿勢があってもよい。企業と本気で向き合うには最低3～5年の運用期間が必要。 		
	<ul style="list-style-type: none"> 社外取締役が株主代表の側面を持つことを勘案すると、社外取締役がIRイベントへの参加、投資家との対話、アニュアルレポートでの意見表明等を行うことが重要。 	「社外取締役による株主・投資家とのエンゲージメント」 「社外取締役に期待する役割」	P87 P88
	<ul style="list-style-type: none"> 対話の場としての株主総会プロセスの見直し（総会開催日や基準日の合理的な設定、招集通知の精査期間の確保）を行うべき。また、株主に対する制度開示の合理化を図るとともに、総会前の実質株主等との対話・エンゲージメントの有効なあり方等を検討すべき。 	「有価証券報告書の株主総会前提出の状況」 「実質株主の調査状況」 「実質株主の透明性について」	P89 P90 P91
12.2 議決権行使	<ul style="list-style-type: none"> 議決権行使を継続的な対話・エンゲージメントの一環と捉えるべき。議決権行使に当たっては、機関投資家においてポートフォリオマネジャーやアナリストと議決権行使担当者あるいはコーポレートガバナンスオフィサーとの緊密な連携が強化されるべき。 		
12.3 対話コスト	<ul style="list-style-type: none"> エンゲージメントのコストは、運用報酬の中から支払われるべきという意見や、アセットオーナーの便益につながったかどうかで判断するなど、様々な意見があった。 		
12.4 対話の障害となる法規制と対話促進策	<ul style="list-style-type: none"> 持続的な企業価値創造の観点から、企業と投資家の望ましい関係構築を促すための、産業界と投資家、市場関係者や関係機関等から成る「プラットフォーム」を創設すべき。 		

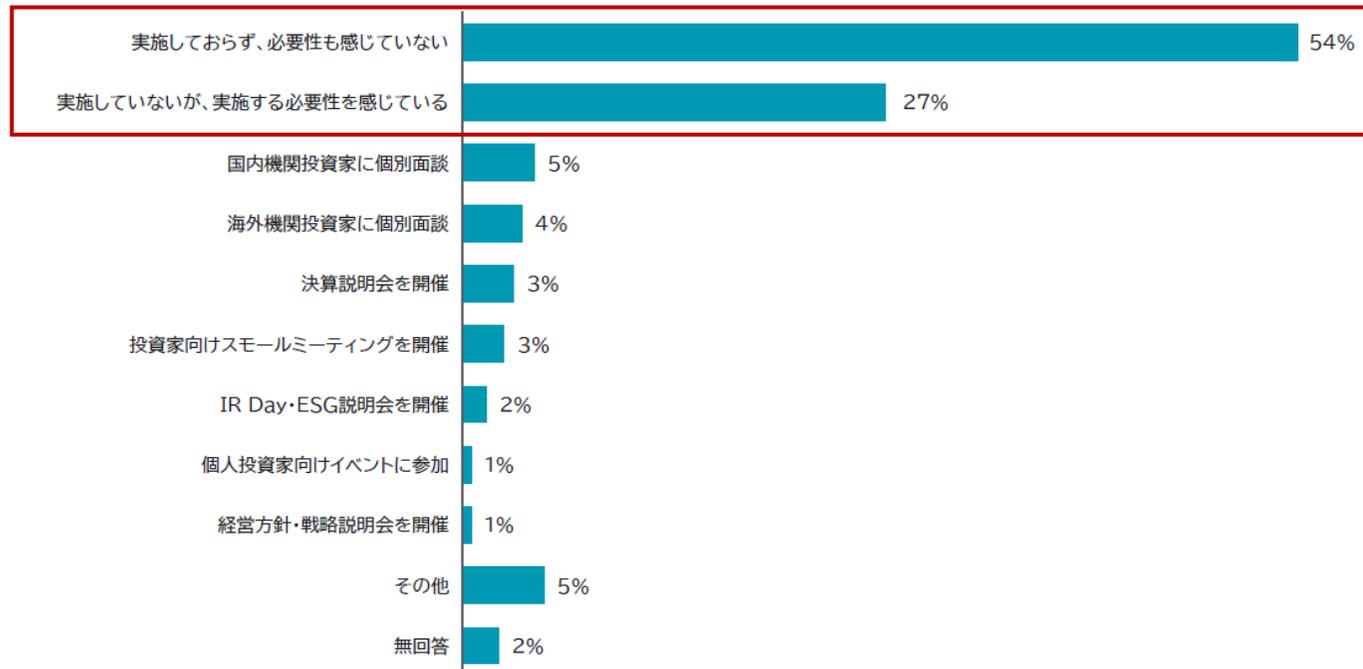
社外取締役による株主・投資家とのエンゲージメント

- 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

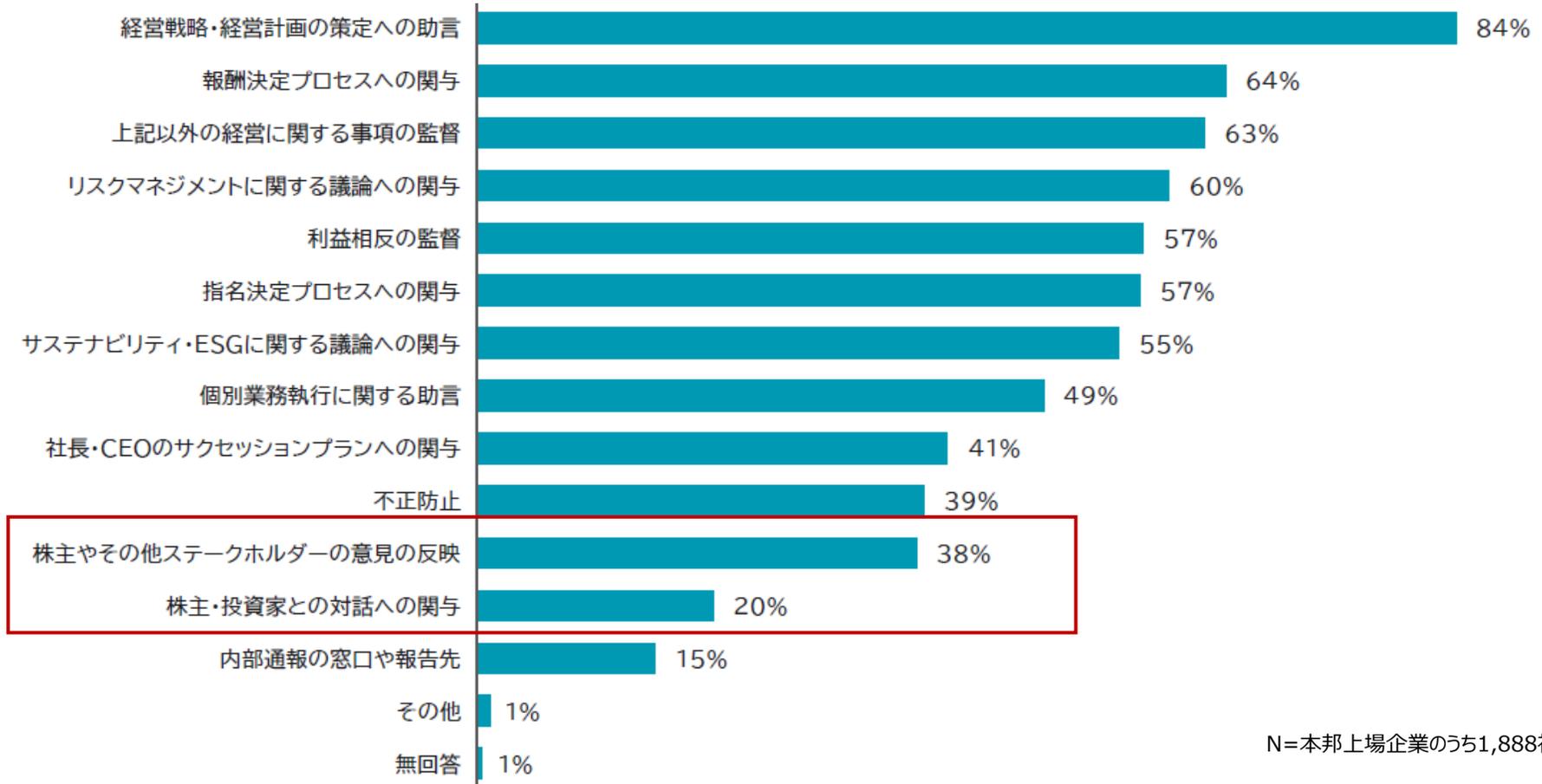
93. 直近1年間で社外取締役が実施した株主・投資家との対話として当てはまるものをお答えください(複数選択可)



※ 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

社外取締役に期待する役割

- 社外取締役に対して、「株主やその他のステークホルダーの意見の反映」や「株主・投資家との対話への関与」など、投資家等の外部との接触を期待している企業は少数派であった。



N=本邦上場企業のうち1,888社

有価証券報告書の株主総会前提出の状況

- 株主総会前に有価証券報告書を提出している上場会社は僅かであり、投資家等からは、総会前提出を求める声がある

2021年3月期決算の上場会社(2,346社)のうち、27社(※)が定時株主総会前に有価証券報告書を提出。

(※)HOYA(25日前)、滋賀銀行(15日前)、ZOZO(11日前)、アニコムホールディングス(10日前)、T&Dホールディングス(8日前)、さくらインターネット、中国銀行、日本取引所グループ(7日前)、松井証券、大和ホールディングス(6日前)、岡谷鋼機産業、ライフネット生命保険(5日前)、キトー、SIホールディングス(4日前)、いい生活、オリンパス、SOMPOホールディングス、東京海上ホールディングス(3日前)等

【有価証券報告書の株主総会前提出を求める投資家等の声】

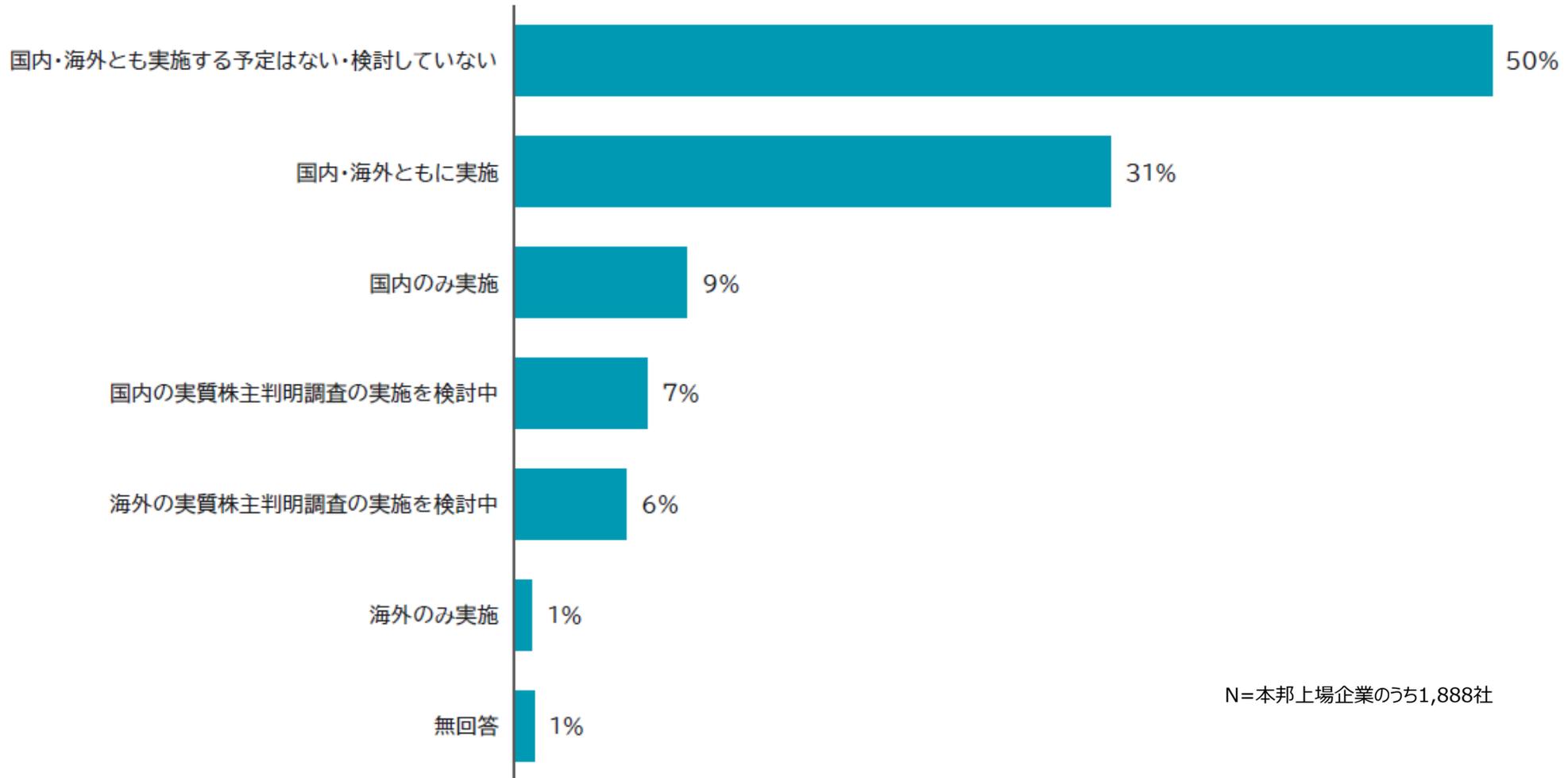
- 機関投資家と異なり、個人投資家が企業の経営者と出会うのは株主総会のみ。総会が有効活用されるためには、総会前に情報が出そろっていることが望ましい
- エンゲージメントの促進、議決権行使のより有効・実効的な行使という観点から、有価証券報告書の総会前の提出は極めて重要
- 提出時の役員が虚偽記載等について民事責任を負担するという金商法の体系からいっても、取締役の選解任が行われる株主総会前に有価証券報告書を提出することが望ましい
- 昔は総会前に有価証券報告書を出すと株主から質問攻めにあって困るという感覚があったが、今は会社のホームページにアクセスすれば情報が山のように出てくるので、有価証券報告書を総会前に出したところで総会で質問攻めにあうことはない
- 有価証券報告書の株主総会前提出を実現するために、企業は株主総会の時期を後ろ倒しすれば良い

(出所)旬刊経理情報No.1622(2021年9月20日増大号)、商事法務(2022年1月5日号)より金融庁作成

(出所)第6回金融ディスクロージャーワーキンググループ(令和3年度)事務局参考資料

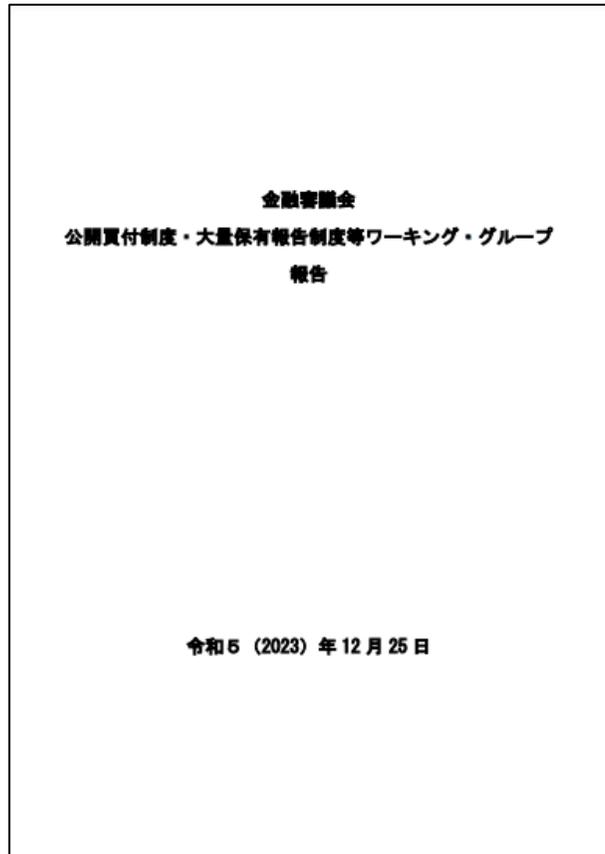
実質株主の調査状況

- 実質株主の調査を実施する予定はない又は検討していない企業が50%を占める。



実質株主の透明性について

- 2023年12月25日、金融庁より金融審議会「公開買付制度・大量保有報告制度等ワーキング・グループ報告」が公表された。その中で、実質株主の透明性の確保に向けて、諸外国の制度も参考に、制度導入に向けた必要な対応を速やかに検討すべき旨、提言されている。



(出所) 金融庁 金融審議会「公開買付制度・大量保有報告制度等ワーキング・グループ報告」(2023年12月)