

## 第2回 持続的な企業価値向上に関する懇談会

### 議事要旨

日時 2024年5月10日（金）15時00分～17時00分  
場所 経済産業省本館17階第5共用会議室、オンライン（Teams）併用開催  
出席者 （委員）伊藤座長、江良委員、大塚委員、岸田委員、古布委員、西山委員、野内委員、樋口委員、南出委員  
（オブザーバー）東京証券取引所

### 議事

1. 開会
2. 伊藤座長説明（資料2を使用して説明）
3. 討議
4. 閉会

### 議事概要

#### 3. 討議

- 過去10年、伊藤レポートが契機となり企業価値を巡る議論のステージが変化した。それが東京証券取引所の資本コストを意識した経営やコーポレートガバナンス・コードなど連続した改革に繋がったと理解している。しかし、東京証券取引所が毎月公表している業種別PER/PBRを長期間見ると、過去10年間で業種間のばらつきが拡大し、格差が固定化している。
- 一方、投資家に対してのエンゲージメントの実効性を問う指摘については真摯に受け止めている。生命保険協会による『「株式市場の活性化」と「持続可能な社会の実現」に向けた取組について』におけるアンケート分析結果を見ると、投資家側は経営層との対話の機会が足りないと述べている一方で、企業からは投資家は短期志向で企業に対する理解が足りないという意見が出ている。背景には、企業からの情報発信が増える中、必要な情報が投資家に届かないケースや、資本コストや企業価値を真に理解していない投資家もいることがあるのではないか。
- いわゆるグロース企業の成長性についてはやや懸念を持っている。2010年以降に1000億円以上の規模でIPOを行った企業は23社あるがうち13社の株価は初値を下回っている。加えて、23社のうちの13社が既にプライム市場に上場している。上場して数年の企業がプライム市場というのはやや違和感がある。経営者のサクセッションの課題は、2000年前後に創業・上場した企業の更なる成長を占う上でも大きな課題であろう。
- 2024年4月26日にAsian Corporate Governance Association (ACGA)が日本企業の政策保有株式に関する公開書簡を発表している。TOPIX500社のうち、純資産の10%以上の政策保有株式を保有しているのが約3割である。また、純資産の20%以上の政策保有株式を保有している企業の46%はROEが5%未満である。IR協議会のアンケートでも、6割の企業が安定株主を

意識していると回答している。このようなデータをみると、政策保有株式という存在が、収益性の低い企業を温存し、資本市場の活性化を妨げていると考える。

- 政策保有株式の解決策を官民一体となって進めることが重要と考える。保有している企業だけでなく、特に保有させている企業における社外取締役を含む取締役会の責務について、例えば、投資家の協働エンゲージメントという手段をもって、グローバル投資家と日本の投資家が知見を共有しながら検討していくことが重要ではないか。
- 企業の規模や成長ステージに関わらず、取締役会が十分なファイナンスと資本市場のスキルを備えるべきである。企業価値は将来キャッシュ・フローの割引現在価値であり、キャッシュ・フローを正確に予測できる投資家と、そのような投資家と対話ができる社外取締役を含む取締役会、すなわち、コーポレートファイナンスの知識と経験を有する取締役会をすべての企業が備えることが重要ではないか。
- 社外取締役の数、政策保有株式の割合、親子上場の数、買収防衛策については、コーポレートガバナンス改革に一定の成果がある。その一方で、ROEが引き続き課題と考えている。ROEは10%くらいまで上がって来たが、過去の歴史を振り返ると、10%に天井があるかのように、それ以上にはならない。
- また、キャッシュが積み上がってきていることも課題である。20年前と比較すると、全上場企業で100兆円位キャッシュが増加している。もちろん、自社株買いや配当は有効な手段で、それらも増加してはいるが、それでもなお、キャッシュが増加している。
- これからは企業と投資家の新しい関係構築がキーとなると考えていて、取締役の選解任を含めた緊張感をはらんだ相互信頼関係が重要になるのではないか。
- 政策保有投資家と純投資家の割合の推移をみると、1990年は政策保有投資家：純投資家の比率は時価総額ベースでおおよそ7：3であった。今は逆に3：7になっている。政策保有投資家の比率が1/3を下回ってくると、株主総会の会社提出議案の否決についても現実味を帯びてくる。
- これまでは取締役の選解任議案に対する反対票は、ある意味で批判票の意味合いがあったが、今は議案の否決もあり得るので、投資家は適切に判断して、議決権行使を行っていく必要がある。
- 上場企業に認識してもらいたいのは、上場している以上は基本的には金融商品であるということである。その中で、いかに選ばれるかが重要で、その意識を経営者が持つことが重要である。それとともに、株式の長期保有は、売却しないことと思っている企業が少なからずいるが、機関投資家でも結果的に売却する場合はあり、そんな中でも信頼関係を構築しておくことが重要である。
- 従来、日本は、株主権は強いが、株主の力は弱いと言われてきた。それが変わってきていて、改めて株主権の強さが再認識されつつあり、濫用される可能性もあるので、次の課題として出てくるかもしれない。
- 株主総会の会社提出議案に対する否決のデータはあるのか？
- 各保有主体の保有比率、推定議決権行使比率、推定潜在反対割合等により、私が推定計算したところ、足元では潜在反対率が5割を超えてきていて、会社提出議案の否決は特別なことではなくなってきた。

- 投資家の考えている時間軸は当社が考えているより短い。
- 10年間で資本効率の重要性の意識は当社の経営者も含めて高まってきた。当社では、オペレーティングな部分の資本効率はROICを使用している。それに資本政策を組み合わせたときはROEを使用している。そうすると、少ない資本で稼ぐという癖がついてきた。それが、結果的にROEの向上や株価の向上に反映されるという循環ができてきた。
- 取締役会の議題の設定についてであるが、社外取締役にインダストリーの知見がないと、同じレベルの議論ができない。一方で、コーポレートガバナンスなどは社外取締役の意見は役に立つことが多い。どのような議題の設定がよいのかを考えていくことが、取締役会の実効性の強化には重要となる。
- 企業価値に関して、代表的な指標が株価であることは否定しないが、ESG等の重要性が出てきている中で、企業価値は、株価だけが代表しているのか、というところが疑問に思うところである。
- 時間軸が投資家と企業で異なるという点であるが、ある程度結果が出てくると、投資家と企業の時間軸は合ってくるのではないかと？
- 実績を積み重ねることで、時間軸の認識は合ってくると思うが、やはり研究開発投資や設備投資に対するリターンの発生に時間がかかるようなケースで、投資家はもっと早く利益が出ることを求める場合もある。
- 社外取締役も投資家も、事業を作る、成長させることについての役割は限定的ではないか。それは執行を担う経営者の仕事である。そもそも、事業に関する意思決定は、情報が不完全で、不確実性も存在する状況で行うことが多いわけで、経営者ですら、すべて確信のもとで、経営しているわけではない。それを踏まえて考えると、社外取締役に事業の成長性の議論まで求めるべきなのか、疑問をもっている。コーポレートガバナンスの役割として、経営者の暴走を止めるという役割はイメージしやすいが、ガバナンスや投資家との対話に関する役割については明確にするべきではないか。海外では、ガバナンスに事業の成長性に関する役割までは積極的に期待していない。社外取締役や投資家からのガバナンスの効果役割を整理しないと、ガバナンス改革の成果も適切に評価できないのではないかと。
- 投資家や社外取締役に、事業の中身を判ってもらった方が良いが、どうやって事業を成長させるかを求めるのは難しい。一番分かっているのは、執行サイドである。執行サイドが不適合だと思えば、社外取締役を中心とした取締役会が執行サイドを交代させるのが本来である。
- 日本の役員のスキルマトリックスも形は取り入れられたが、質は改善の余地がある。
- 伊藤レポート2014のROE8%と言う数字はわかりやすさを追求したものと理解している。現状、ROEを資本コスト以上に高める必要があるということや資本コストを把握する必要があるというところまでは経営陣は理解している。しかし、資本コストが本当に正しいのか、考え方はあっているのか、までは追求できていない。
- 政策保有株式を一括りにして議論しているのか、という点に問題意識を持っている。政策保有株式といっても、相互持合の場合と相互持合ではない場合があるし、政策保有株式を保有

することによるリターンとして配当金に加え、取引関係の維持などもあるので、それらも含めて、資本コストを上回るリターンを得られているのかを、考える必要がある。先ほどの政策保有投資家と純投資家の比率で7割/3割というのがあったが、より細かく見ると中身が異なるのではないかと。

- そろそろ、企業価値向上を実現できている企業と、できていない企業とで分けて、目指すところの違いを明確に出した方がいいのではないかと。PBR1倍割れ企業が市場から退場しないといけないかという、そうではないので、もう少しきめ細かく方向性を示すべきではないかと。
- 企業には中期経営計画を公表しなければならない、という脅迫観念がある。中期の数値目標を出さない代わりに、10年スパンでどういう企業にしていくのかのビジョンを示すようにならないといけない。そうでなければ、企業はどんどんと短期で成果を上げるように追い込まれる。
- 当社は監査役会設置会社で、来年に向けて、監査等委員会設置会社への移行を検討している。ただ、当社の経営者は社外役員をすごく頼りにしていて、社外役員からのするどい指摘を歓迎している。そのため、監査等委員会設置会社となって経営者に権限委譲されると困るという意見もあった。結局は、経営者のマインドの問題なのではないか。
- また、当社では昨年CEOのパフォーマンスレビューを始めたが、社外役員から同時にサクセッションプランの重要性を指摘された。
- 2014年当時、社外取締役のこれからの役割として、攻めのガバナンスが重要という議論を行った。社外取締役が攻めのガバナンスを行っているのか、守りのガバナンスを行っているのかは、投資家から分かるのか？
- 企業や局面によるが、特に業績が低迷しているときなどは、社外取締役に経営戦略や執行陣に対する評価を聞くことは当然ある。一方で、そのような場合でも社外取締役が経営に対して、対案を出しているか、積極的に事業成長の提案をしているといった質問はしない。攻めは執行陣の役割だと考えているためだ。
- 企業の稼ぐ力と種まきは10年で磨いてきた。SXを行わないと本質的な改革にならないが、時間はかかる。
- 当社では、社外取締役が長期志向の経営を理解して、経営者をエンドースしてくれた。社外取締役の意見をもっと聞きたいという執行サイドの意見もある。
- 投資家との質の高い対話が重要である。これまで、当社では比較的マーケット以外の方（取引先等）との対話は重視していたが、マーケットに対しては、発信はしてきたが、質の高い対話はできていなかった。質の高い対話を通じた投資家との信頼関係の醸成が重要である。
- 10年前と比べると、多くの企業で取締役会の実効性の改善、指名・報酬の透明性は上がってきた。また、価値協創ガイダンスなどをきっかけにして企業のパーパス、価値創造ストーリーの策定など進んできた。では、何が足りないかという、資本市場と本質的なことを対話できていないということがある。例えば、長期的な価値創造のストーリーの策定は進んできたが、どこを目指して、どうやってそれを実現するのかの具体性が足りない。なぜなら、日本

企業は、過去から蓄積した哲学やビジネスモデルは語れるが、将来を語るのが苦手であるところから来ている。中期経営計画を考えても、事業部門からのボトムアップ型での策定が多く、大きなビジョンの掘り下げが弱く、そこからのバックキャストができていない。ボトムアップ型では大胆な事業ポートフォリオの再構築を行うことは難しい。

- 取締役会の実効性を担保するのは執行サイド自らのガバナンスであり、すなわち経営会議の実効性を高める必要がある。まずは、経営会議の実効性を高めて、議論を取締役に共有してほしいという指摘が社外取締役からあり、そのとおりだと感じた
- 事業部門に対するガバナンス向上のためには、CEO、CXO がレベルを上げる必要があるし、とりわけ CFO の役割は大きく、経営戦略を担当しない CFO は役割を果たしにくい。また、CFO に直結する FP&A 機能を事業部門に置くことも有効であるが、事業責任者自身が資本市場からの要請なども理解し自律的なガバナンスを構築することも必要である。
- 価値創造ストーリーを明確化した上で、それを実現するための人材戦略、指名・報酬の制度等との一貫性を確保することが重要である。
- 政策保有株に関しては、企業もプロアクティブに株主ポートフォリオを自ら構築すべく、投資家と緊張感を持って対話をしていくのが本質であると思っている。
- 経営会議の質を高めるための、CFO の役割はどのように考えるか？
- CFO の役割は社外取締役の役割と近い。CFO は CEO や事業責任者より情報量が少ない。判断の仮説や判断の根拠を検討している。
- 企業価値向上を実現できている企業とそうではない企業に区分して優先課題や処方箋を考えるとという意見に同意する。この懇談会に参加するようなグローバルに活動する大企業と、例えば上場しているが非常に規模の小さい地方に存在するような企業では処方箋は異なるのではないか。
- スピード感や時間軸に関するご指摘があったが、やはりスピード感は重要である。ただ、結果を出すまでのスピード感というより、変化の方向性を示すスピード感が重要と考えている。その際、EPS や資本効率性など資本市場の目線を意識した KPI が企業と資本市場の認識共有を促進することになる。
- TOPIX500 社のうち、純資産の 10%以上の政策保有株式を保有しているのが約 3 割で、純資産の 20%以上の政策保有株式を保有している企業の 46%は ROE が 5%未満というデータを紹介いただいたが、投資家としてはどのようにエンゲージメントを行うのか？
- 売りやすい政策保有株式は金融機関も売っている。売りにくい政策保有株式は売ってしまうと、事業上のマイナスをにおわされる。投資家として、保有されている企業とエンゲージメントする際、売却を打診されたときには妨げないように、要請している。
- 政策保有株式に対する開示も企業によって差がある。不誠実なものもあって、政策保有株式ではなくて、純投資とあって、開示から除く企業も一部みられる。
- 企業群に分けて方向性を考えるのは賛成だが、それを PBR1 倍で分けるのがいいのかは議論の余地がある。業界ごとの分析という視点も重要ではないか。PER、PBR などが上がりにくい業

界もある。したがって、同じ業界なのに、差があればそれはどのような要因によるのかを分析するといふ。

- 企業価値を高めるということについては企業も投資家もコンセンサスがあるが、企業価値の中身が投資家と企業で異なっていると思っている。すなわち、2014年の伊藤レポートでは、企業価値を株主価値とする考え方と、マルチステークホルダーの価値の総和とする考え方の2つ紹介した上で、それまで軽視されてきた株主価値も重視する重要性を指摘しているが、企業と投資家に認識のズレが10年経過しても引き続き残っているのであれば、企業と投資家との対話といっても成立しないのではないか。
- 上場している以上、企業価値は株主価値だと思っている。ただ、マルチステークホルダーの価値を重視するという考え方は否定されるものではなく、長期で見ると、マルチステークホルダーの価値向上は、株主価値向上に帰結するはずである。
- 確かに、様々なところで株主価値の向上を強く言われているので、一部の企業では「マルチステークホルダーの価値向上を重視すべき」という考えに逃げがちなのではないか。
- 当社でも株主価値につなげることの重要性は意識している。マルチステークホルダーの価値に配慮することが、株主価値向上につながると考えている。
- 先ほど、上場会社は金融商品であるというコメントがあったが、金融商品である上場会社にとって、ステークホルダー資本主義は難しいのか？
- 株主価値の向上とマルチステークホルダーの価値の向上は両立するものである。マルチステークホルダーに十分な分配をしていくには十分な原資が必要なため、株主価値の向上と矛盾するわけではなく、むしろ両立するために、どういふことをしていくのがいいのかを議論すべきである。
- 企業経営者にとって、株価を上げる意義は何なのか？そこを議論して示したい。
- 日本国民の株に対する意識が高まり、株式を保有するようになると、企業は今後より株主価値を重視していくことが求められているのではないか。
- 役員報酬が株価と連動し、従業員が自社株式を持つようになると、役員自身の富と従業員の富とつながり、株主価値を向上させることについて、従業員とのコンセンサスが得られるのではないか。
- 取締役会では、長期的な価値創造のストーリーがどのように資本市場に伝わり株価に反映されたのか議論はするが、答えは出ない。また、資本市場と長期的な目線をさらに合わせていくべく、役員報酬のTSR連動の導入について、報酬諮問委員会で議論を行っている。
- 株主価値を上げるにしても、マルチステークホルダーの価値を上げるにしても、原資となる

のはキャッシュである。持続的にキャッシュ・フローを生み出すことが重要で、それによって、従業員の給料が上がる。自社の株式を持たない従業員は株価に関心がなく、給料が上がるから、利益を上げる必要がある、という説明の方がしっくりくる。それをマーケットが評価して株価がついてくるという考え方で、株価は目的ではないと考える。

- 企業年金に対する国民の意識がない。その意識が上げれば、株価を上げる意義がわかる。
- 企業年金が確定拠出ベースになると従業員の意識は変わるのではないかと。国民が金融リテラシーを高めることが重要である。その結果、日本株ではなく米国株を買われてもいいと思っている。その中でも優良な日本株は買われるし、経営者も株価向上に向けて邁進するようになる。
- 良い従業員や良い顧客、良い取引先を確保しておかないと、株主価値は高められない。
- 株主価値の向上とマルチステークホルダーの価値の向上は対立しない。株主価値の重要性はベーシックに持っておかないといけないが、経営を考えるときには、マルチステークホルダー目線が重要で、どこかに偏るのはよくない。
- 日本企業と話すとき、会社の価値観として存続性が一番で、それが経営上の意思決定の軸になっているように感じる。それが顕著に表れるのが事業のポートフォリオの多角化である。この戦略の妥当性は個別に判断すべきだと思うが、株式市場からの評価は得にくい傾向ではある。
- 会社の存続が、事業の存続につながっている面もある。その価値観が事業ポートフォリオの再構築が実現しない根底にあるのではないかと。

お問い合わせ先

経済産業政策局 企業会計室

電話：03-3501-1570（直通）