

## 第3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16日(木) 13時00分～15時00分  
場所 経済産業省本館17階第4共用会議室、オンライン(Teams) 併用開催  
出席者 (委員) 伊藤座長、秋枝委員、足田委員、井川委員、磯部委員、大谷委員、寺沢委員、日戸委員、松原委員、丸山委員  
(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

- 懇談会1回目、2回目の議論を少し紹介する。ROEのデュポン分解の3要素として、売上高利益率、総資産回転率、財務レバレッジがあるが、これまで売上高利益率が欧米と比べて差があり、総資産回転率や財務レバレッジはそこまで大きな差はないという認識できたが、例えば、総資産回転率が同じであっても、日米では中身の差があるという議論があった。すなわち、日本では古い設備を償却年数が終了しても使うことがよくあるが、米国ではどんどんと設備の入替・更新を行うため、全体として総資産回転率が同じであっても、意味合いが異なるという意見である。
- 3回目の懇談会でも活発な議論を期待している。
- 日本企業はこれから成長投資が必要になってくるということを示したい。米国はROIC水準と株価水準が連動していない。ROICが十分に高いので、それを原資にした再投資が株価水準と連動している。日本はROIC水準と株価水準が連動している。よって、日本では翌年のROICがどうなるかといった足下の話で、日本企業のパフォーマンスが決まってくる。これが投資家や企業経営の短期志向化につながっている。これからは、日本企業は投資していくことが重要になるが、投資は将来の話なので、不確実性を伴う。よって、企業と投資家の信頼関係が重要になる。
- では、企業と投資家の信頼関係ができているかということ、まだそうではない。日本企業の経営者はまだ株価に対する意識が低い。日本では社長が在任期間の株価パフォーマンスで交代しない。本当に経営者としてふさわしいのかを指名委員会等で議論して、その内容を開示することが重要である。

- 統合報告書を読むことが多いが、株価と経営者の責任を結びつけて開示している企業は稀である。経営者と株主のアラインメントができて、株主はキャッシュを成長投資に回すことをエンドースする、という関係の構築が必要である。
- 企業と対話をしていて手応えを感じにくいのが、コングロマリット経営の企業である。コングロマリットなので、経営資源が分散していて、コア事業に資金が集中しにくい。よくコングロマリットにすることによって、経営の安定性を保つという話があるが、寧ろ逆だと思っている。コングロマリット企業の方がPBRは低いし、セグメントの数が多いほど下方修正をする事例が多い。また、賃上げ等人的資本投資の原資である労働生産性もコングロマリット企業の方が低く、従業員を大切にしている経営者は多いが、コングロマリット経営は従業員にもマイナスになっているといえる。
- 企業が自らアクションをとることが持続的な企業価値の向上につながる。米国ではS&P500指数の席を奪い合う環境がある。それにより、米国では古い企業ほどPBRが高いが、TOPIXでは逆に古い企業のPBRが低くなっている。したがって、TOPIXを使って、企業の切磋琢磨する環境を整備することが重要である。
- 春の賃上げ率は散々ニュースに取り上げられた。従業員は企業経営にとって重要な財産であるので、例えば、賃上げ率を有価証券報告書に開示して、比較可能性を確保することで、企業同士で切磋琢磨する好循環が生まれるのではないかな。
- 日頃パッシブ運用を担当している立場から、10年を振り返ると、企業の取組は進展した。特に、全く意識していなかった企業への裾野の広がりを感じる。政策保有株式や社外取締役の比率なども対話が全くかみ合わない企業は減ってきた。ROEをデュポン分解したときに、利益率が足りないというのは多くのセクター共通の課題であり、投資家の議決権行使基準にROEも加わった。ここ最近PBR1倍割れは落第点という認識も企業に出てきている。
- 2014年の伊藤レポート前は、2000年前後の不良債権からリーマンショックを通じて、借金を減らさないと企業は潰れるというマインドが多くの企業に蔓延しており、成長投資は二の次であった。
- 国内パッシブ投資家が意識的に議決権行使をすることで大きな進展は見られたが、海外と比較すると、まだ投資家の声が弱かったのではないかなという反省がある。議決権行使基準を様々な形で目線を上げ続けてきたことから、多くの企業にも緊張感が生まれてきている。
- 「稼ぐ力」の向上の大きな課題は、「成長性が見込まれない事業をやめる意思決定ができない、伝統を守る」といったことが挙げられる。これはセクター共通の課題である。ベストオーナーかの観点で判断することが重要で、社外取締役の役割が大きい。
- 自社株買いなどは資本効率の改善に一定の効果を上げてきた。一方で、自社株買いは一過性の取組であることから、やはりベストオーナーの観点から低採算事業の売却が必要である。
- 政策保有株式は企業価値向上の足枷になっていると、投資家からも企業に何度も伝えてきて、理解は進んでいる。ただ、まだ動けていないというのが実態である。ドイツで以前あったような時限的な株式売却益の税優遇などの施策も参考になるのではないかな。
- ①グローバル企業、②国内で成長する企業、③上場がふさわしくない企業の3つは、時価総額で区切った分類に類似する。①は時価総額5,000億円以上の企業で、日本では300社程度だが、本来、東証プライム市場上場企業は、このくらいに絞るべきである。ガバナンス改革、サステナビリティ情報開示、英文開示など「日本代表」としての取組を必須とするのはこの辺りになるのではないかな。そこに至らない②の企業はIRを重視して成長を目指すべきで

ある。③の企業は、2000社くらいあるが、おそらく証券会社等の調査対象外で投資家も開示書類を読んでいないのではないかと懸念されている。③の企業も東証プライム市場上場企業というのが由々しき問題である。このような企業をTOPIXの指数に入れて惰性で株式が買われるのは年金基金にも悪影響である。このあたりの仕組を大きく変えていく必要があると考えている。やはり、東証プライム市場上場企業は300~500社に絞って、日本代表としてしっかり取組を進めてもらって、引っ張っていただいたい。

- アセットオーナーとアセットマネージャーのエンゲージメントの多くは最も形式的になっている。アセットオーナーからアセットマネージャーに、投資行動に沿った質問や議決権行使の結果などの質問に対して、回答しても、その後のアクションが何も無いケースが殆どではないか。アセットオーナーは、最終受益者の声を踏まえて、投資方針を定めて、運用を行う必要がある。そのためには、企業役員出身者のあがりポストではなく、中長期的に運用できるプロを入れるべきである。
- 企業もアセットオーナーも規模等に応じたメリハリのある政策対応が必要である。一律に適応するなどやや思考停止に陥っている節がある。これは役所、金融機関共通の課題と考えている。確かに、労働市場改革や半導体などメリハリのある政策はでてきているが、補助金も含めて既存の仕組をそのまま残す政策が多く、恐らく政治家の課題であろうが、ゾンビ企業が増えるような政策もまだまだある。
- 昨今、経営者サクセッションの課題に真剣に向き合う企業が明確に増加している。2014年からの10年間で経営者の意識は明確に変わってきたと感じている。CEOも、社外取締役も、それぞれに必死に学び、経営に向き合っている。それがパフォーマンスに反映されているところ、されていないところはあるが、悲観する必要はなく、できているところは素直に認めるのがよいと思う。
- そうした中、持続的な企業価値向上の一番のボトルネックと感じるのは、経営者人材の圧倒的な不足である。ガバナンス改革や指名報酬委員会の発展により、企業は経営者サクセッションを意識し出した。ただ、有力な経営者候補者がいない。伊藤レポートをきっかけに、経営者に求められるものの難易度が上がってきた。あるいは、より正確には、難易度の向上が健全に可視化されてきた。実際、現経営陣から「取締役会も、経営会議もレベルが上がり、昔の感覚では全く経営ができない」との声が良く聞かれる。
- 経営者づくりの最前線でのよくある事例として、2、3年後に社長が交代するとなったとき、候補者は50歳を過ぎるまで全社経営の経験がない、薄い場合も多く、そのような方が急に「経営をやれ」と言われても難しい。経営の難易度も上がる中、無責任なことはできない、という使命感から、次世代に渡したいけれど渡せないという経営者も多い。また、これまで既存事業のコストカットなど、かなり絞った経営を行ってきた企業においては、経営者候補にとって身近に攻めの経営を行うロールモデルがおらず、リスクをとった事業成長を実現してきた経験もなく、今の時代に求められるリーダーシップが発揮できない、ということになりがちである。
- 引いてみると、国として経営者づくりのエコシステムが弱い、とも感じる。人材育成においては横並び感覚が強い企業が多く、「社長づくり」の勝ちパターンを持つ企業は稀有である。企業も、経営者もそれぞれに必死で取り組んでいるが、そもそもの経営者育成の土壌が薄く、強いアゲインストの中での取り組み、となっている。
- そうした中、人材版伊藤レポートに本質があると思う。レポートで述べられているように、若手・中堅から経営者を育てることが重要である。ただ、早期からの経営者発掘育成は、企業に

よって大きな温度差があるのが実態である。経営者づくりには時間がかかる。今取り組まないとその大きなツケを将来に払うことになる。

- これは、個社の取り組みがもちろん重要だが、それだけでは解決が難しい課題である。経営者人材づくりに官民挙げてフォーカスすべきである。スポーツでいえば、金メダリストづくりと国体選手づくりは全く違うものと聞く。グローバル企業の経営者づくりは金メダリストづくりに似ている。例えば、それが正解というわけでは決してないが、欧米ではビジネススクールなどを中心に経営者づくりが研究・科学され、発展していて、エコシステムができています。日本では、経営者としての資質・ポテンシャルを備えている人は多くいるが、発掘・育成の仕組が不十分である。日本の特性・良さを生かした形での経営者づくりの探求が必要と考える。
- 2014年の伊藤レポート以降の10年間で、ガバナンスや意思決定は大きく進化した。伊藤レポート以前も企業は色々なガバナンス改革を行っていたが、断片的・形式的だった。それが、株価を軸に、ROICの浸透など、変わってきた。当社では、社内で様々な議論を経て株価が総合力という結論に至った。それまでは株価はコントロールできないなど、色々な言い訳があった。
- 東京証券取引所のPBR1倍ショックは裾野が広がり貢献している。裾野が広がるということは次のフェーズには入ってきているということである。
- 日本の企業がやるべきことは、グローバルの競争に勝ち残って、日本の価値を牽引していく企業が現れていく必要がある。本質的な競争力を備えた企業がまだまだ不足している。
- そのためには海外との投資家と対話をして、彼らを納得させないといけない。海外投資家はグローバルに企業を横並びして投資判断をするので、海外のライバル企業を意識する必要がある。
- 経営はチームで行うという考え方を持って、全体最適を意識して競争力を上げていくことが重要である
- 欧米がやっているマネジメントモデルと日本のマネジメントモデルの差を研究して、何を日本に取り入れるのがいいのか、研究すると面白いのではないか。
- 昨今、世界の投資家が日本市場に注目し始めたのが成果だと思う。その背景には大きく3つある。1つ目はフレームワークができた点である。価値協創ガイダンス、SX、GX、DXなど、企業の変革の力をサポートすることの重要性が示されたことに意味があった。2つ目は企業のアカウンタビリティが向上したことである。統合報告書の発展や有価証券報告書の充実など、情報開示の質が向上した。企業の発信力が向上して、それが結果的に、投資家の質を上げるという好循環につながった。3つ目はコーポレートガバナンス改革である。企業の機能を発揮するボードのあり方を考えるようになった。
- 一方で、進まなかったところは、「株式市場」とは何なのかという共通認識が醸成されていない点である。市場に企業数が多く、上場の意義を考えることが重要である。上場の意義を考えずに、企業価値は語れない。
- 日本には同質性の弊害はある。言わなければわかるだろという世界は、アカウンタビリティを担保していく上ではよくない。
- 対話する投資家サイドの知見も重要である。ファンドマネージャーは企業の様々な取組に対して評価する仕組をブラッシュアップしていく必要がある。残念ながら、失われた30年は日本の株式市場が見放された時代でもあり、グローバルで投資家人材が育っていない。2000年

代に入って多くの運用期間は人材育成にリソースを割けられなくなった。この空白時代は人口動態と同じで後でじわじわ効いてくる。次の世代のファンドマネージャーを育成することが重要である。企業が一生懸命頑張っても、それを評価するファンドマネージャーがいなければ、資本市場は育たない。

- 株価や企業価値を意識している。ただ、企業価値は何かを考えたときに、株価は帰結であって、株価を上げるために短絡的に経営しているわけではない。非上場企業でも企業価値をあげるために経営を行っている。持続的な成長は何か、企業価値は何かを分解して考えることも必要と思っている。
- 「持続的成長」といっても、「持続的」の時間軸の長さ、「成長」の程度はそれぞれの立場で異なる。一般的に企業からすると持続性は相当程度長くて、成長力よりも持続性を重視する傾向にある。企業は成長しても身売りすることはあまり考えていないだろうから、そのように考えている。投資家は個々の企業の持続性というよりも、マーケット全体の持続性を志向するが、一方で、企業が淘汰されたときに起こる問題点として、雇用の問題があるが、それらが大きな問題にならないことを前提に、日本全体の企業群の価値が上がっていくことが望まれるところだと認識している。労働者市場も大事だし、非上場企業も大事である。これらを整理しながらやらないと、それぞれの立場から議論が空中戦になる。
- 成長期待の向上の必要性が課題なのはPERが低下傾向であることから事実だとは思う。ただし、成長期待の向上自体は目的ではなく、企業の持続的成長の帰結である。コストカットは生産性向上のための有効な手段であるし、自社株買いも資本効率を考えた上でのものであれば、決して短絡的な施策ではないと思っている。
- その意味で、課題の解決のためには、長期視点の経営をどのように捉えて、そこに向かっていくのかを考えることが解決の道筋であり、そのスピードが重要である。長期ビジョンと戦略がつながっていることが重要で、トランスフォームは必須であると思っている。変革に時間がかかるのは確かだが、事業環境は待ってくれないので、実行していかないといけない。
- 逆説的かもしれないが、維持してじわじわ成長するだけでも長期視点で考えるべきである。放っておいても2%くらい増えるだろう、のような安直な考えはよくない。
- 経営判断において、客観的、多様性の観点を重視しすぎるとスピードは遅くなるし、リスクテイクしにくくもなる。客観性、多様性のある社外取締役を多く増やすことが、変革を促進するかといえば、難しい問いかけだと思う。
- 執行役員の質の担保も難しい中で、社外取締役の質の担保を誰が判断できるのか、非常に難しい。
- 持続的な企業価値の向上のためには、変化し続けるレベルよりも、実現スピードがすべての課題に対して重要になる。それを実現するには、個社の取組とともに、社会の仕組みの中でそれを後押しするような構造改革も必要である。
- 時価総額が小さい規模のところの方が、相対的にPBRが上がっていないように見え、多くの企業がそのゾーンにいる。諸外国と比べて、日本は業種内で企業数が多すぎ、それが競争環境に問題が出ている。それがスピードを阻害している。スピード感を持って、変化しつづけることが競争の源泉と考えると、カーブアウトなど適時に容易にし続けられるような環境でないといけない。労働者保護も当然担保して、淘汰も含めて産業構造全体がトランスフォームすることが必要である。

- 米国のGAFAMや韓国の財閥のように、他国では力のあるリーダーシップ企業が多い。日本は、実力伯仲のいくつかの企業が争っている。ただ、本当に寡占状態にした方がいいのかについては、逆の部分もある。労働者の切り捨てもよくないので、AIによる生産性向上も踏まえて、人材の流動性は必要になる。
- 全体としては、変わり続けることはどの企業も多かれ少なかれ必要で、意識していると思うが、スピード感が不十分で時間がかかりすぎているケースもある。そこには社外取締役のリスク回避的な行動があるかもしれないし、雇用の問題やマーケット保護という目的もあるかもしれない。
- 欧米では多角化企業の方が利益率が高いという事務局説明があったが、企業の実力が相当程度違う面もある。シナジー依然にそれぞれのセグメントの実力のレベルが高い。それをどうすると作れるかは難しいが、日本は、企業数が多すぎるという問題もある。もちろん構造だけの問題ではなく、個々の企業がすること、大企業がすべきこと、中堅中小企業がすべきことは多くあるので、いくつかに分類して、それぞれのレイヤーの企業がすべきことの整理が必要ではないか。
- 株価を否定する訳ではない。
- 企業数が多いという点に関して、GXのような社会的課題ではあるものの、競争領域で、官民が一体でやらないといけないことに対しては、公正取引委員会とも連携して、4月にガイドラインを公表した。今、化学業界などでは相当議論が起こっている。
- 2014年の伊藤レポート以降、日本企業の意識は変わって進歩している。
- 将来の成長期待が必要というところは、まさに当社で意識している。最高益を出しても株価が上がらないというジレンマもある。投資家からは、将来どうやって利益総額を増やしていくのかのシナリオがわからないと言われてたり、それを示すと、確証が持てないと言われてたりする。短期の実績を示すと同時に、成長期待を持ってもらえるような長期のビジョンを示すことが重要と実感している。
- ROICも高ければいい訳ではなく、一定水準を維持しつつ、投下資本を増やししながら、それに見合ったリターン総額を増やしていく、というのが経営の本筋である。
- 5年後くらいに優秀な社外取締役を採用できなくなるのではないかと、という危機感がある。中には期待どおりではないパフォーマンスの方がいたのも事実。この先もっとそのような事態になるリスクが高いのではないかと思っている。また、社外取締役の任期が短すぎるという意見もある。3~4年くらいでは社外取締役として能力を発揮できない。一方で、長すぎるのもいい訳ではなく、悩ましいポイントである。加えて、特に、職業社外取締役的な方は、一般論で話をされることが多いが、当社の事業に対して適切かという点、ずれていることもある。社外取締役の育成をどうしていくかは日本全体として大きな課題だと思っている。
- 日本は経営企画部と財務部が組織として分立していて、事業と財務の両方分かる人が少なく、CFOが育ちにくい。日本独特の経営企画部という組織がある実務慣行が、それを助長している可能性もあるのではないかと。
- 日本企業は「もったいない精神」があって、償却が終わっても設備を使い倒す傾向がある。積極的な設備更新によって生産性を上げるという前向きな思考が必要ではないか。欧米ではPCを3年で最新のものに更新しているが、日本企業は同じPCを5年、6年使っていて、ホワ

イトカラーの生産性に影響している。最新設備への更新投資の促進によって生産性をあげるという考え方を税優遇も含めて検討してもいいのではないか。

- 当社では、この10年、20年で、改革は進んだ。企業価値を上げるということを社内で堂々と言うようになった。昔は株価の議論など社内でできなかった。
- 2, 3年前PERは4倍くらいだった時があり、成長期待を求めて外部に発信していくことの重要性は痛感している。
- 当社はコングロマリットであるが、事業間の関連性を説明し切れていない。これを外部にわかってもらえるような説明はまだ不十分と認識している。
- 当社は日経225には入っていない。当社は海外の機関投資家、アクティブ投資家などの我々の価値をわかってもらえる投資家に訴えかけをしてきた。一方、国内はGPIFをはじめパッシブ投資家が多い。個別の良いところをアクティブ投資家に見てもらいたいと考えている。海外投資家は個別の企業を見てくれるのに対し、国内投資家は、企業規模の問題もあるが、見してくれない。国内投資家のそのあたりの投資姿勢が課題と考えている。
- 個人の金融資産を株式にどう振り向けていくかという点は重要で、iDeCo、NISAだけでなく、もう一段必要と考えている。
- ESGやサステナビリティを、株価を意識した経営という文脈の中で、どう企業や投資家は捉えているのか、捉えていけばいいのか。
- 当社では、事業の特性上30年前からサステナビリティという言葉は社内で当たり前だった。持続性がないことはしないというのがDNAとして入っていた。ただ、企業の業績や株価にはつながっていない。
- ESGは企業収益には効くと考えられるようになったが、短期の企業価値には効かない。短期の株価形成には短期投資家の影響が大きい。どの投資家とアクセスするかインベスター・マーケティングが重要になる。それには投資家側からの情報開示も必要になる。
- 一方で資本市場発展の前提は、価値観の多様性である。
- 企業価値の認識が企業と投資家の間にギャップがある。そのギャップをどうやって、縮小させていくのか、あるいは違いをどう認識するかが重要である。
- 運用機関のアクティブ投資家のフォーメーションは様々であるが、一般的には大手企業に対してはアナリストが接触し、運用担当者が接する機会は少ない。中小型企业に対しては、アナリストと運用担当者は同一で関係がより密になるケースもある。
- 日本株に投資するアクティブ投資家が減り、パッシブ投資家が増えている。アセットオーナーの期待が日本株のアクティブ運用に向かなくなっている。当然キードライバーはアセットオーナーあることから、アセットオーナー改革は重要である。
- ESG投資は発展途上の領域と思っている。真のESGインテグレーションができていない投資家は非常に少ないのではないか。社会価値と企業価値を統合して議論すべきところ、ダブルマテリアリティという言葉のみ先行して社会価値だけで企業と議論することには違和感がある。

本当は経営者の行動に影響を与えかねないようなことを行うなら、企業価値に対する深い造詣があることが望ましい。

- ESG インテグレーションができるのかというと、財務と ESG の両方が分かる人材がどれだけいるのか。ESG アナリストと話しても、彼らの投資判断への影響次第では、株価には効かないのは当たり前である。本当の ESG インテグレーションが出来る人材の育成は重要である。
- 数年前の状況にはなるが、IR の場で、ESG を聞かれるのはほぼなかった。ただ、ESG ができていないと土俵にも上がれないという共通認識はあった。リスクスクリーニングとして捉えていた。
- 社会課題から成長や収益の機会を見出して、高い収益性のある事業をどう作っていくのかは重要で、それがサステナビリティ経営だと思って取り組んでいた。
- 当社は、2002 年頃にグローバルで業界 7 位くらいだったが、当時海外企業に買収されかけて、そこで経営者は株価・時価総額の重要性を改めて認識した。
- 海外投資家に IR で CEO が回ると環境に対する質問が増えてきた。徐々に社会課題解決型の企業としての意識が変わってきた。それを明確にすることが従業員のエンゲージメント向上にもつながる。
- 中期経営計画と短期の両立は難しい。
- 社長から会長になって CEO のままというのは、どのように解釈するのがいいのか？
- 様々な事例があるが、会長兼 CEO 就任するのは、社長時代にパフォーマンスを出した人が多い。なぜ CEO を兼務するかというと、後継者との関係性が強い。後継者が CEO に就任するまでの移行期間として、会長 CEO として就く場合も多い。トランジションが上手くいくと併走期間が短い期間で終わる。
- 例えば、海外のリサーチで、社長になる前に取締役経験を積んでいることの影響、功罪を研究したものがある。取締役も自社で経験する場合と、他社で経験する場合を分けてリサーチしているが、他社で取締役を経験して社長になる方が、自社で取締役をして社長になるよりも、しがらみに影響されにくく、大胆な経営変革が進めやすいというデータがある。日本でも、社長就任する前の段階で、他社の取締役をさせるというのも一案かもしれない。これはあくまで一つの例だが、日本においてもこのようなファクト・事例研究を積み上げ、経営者づくりについての科学・研究を進めること自体が重要であると思う。
- 先に述べたように企業規模にあった政策が重要である。金融庁の ISSB・サステナビリティの情報開示の義務化も企業規模で区切る動きは大いに歓迎する。
- トップ 300、500 の企業の競争力が上がって、株価があれば、裾野が広がる。国策としてトップ層への集中的な投資などの政策が重要ではないか。
- 海外では、どの市場に上場するかよりも、指数に入っているかどうかの方が重要なステータスになっている。日本も TOPIX の質を高めることが重要である。そのためには入れ替え制が必要

になる。投資家は TOPIX から別のベンチマークに変えることはないので、新しい指数を作るのは難しい。それを考えると、TOPIX の質の向上が重要になる。ただ、パッシブ投資家にインデックスが変わると困るという反対意見があるのも承知している。

- JPX150 など多少新規の投資信託ができて、あまり意味がない。
- 日本の市場原理をゆがめる 2 つの独占がある。指数による市場の独占とアセットオーナーの独占がある。公募投信のベンチマークをみたときに日経平均株価を参照しているのは 5 割、TOPIX を参照しているのは 4 割で、指数の独占になっている。世界最大の公的年金である GPIF によるアセットオーナーの独占になっていて、そのベンチマーキングが市場に重要な影響を及ぼしている。健全な市場の発展には、健全な独占を考えていく必要がある。

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）