

持続的な企業価値向上に関する懇談会 第1～3回で頂いたご意見

2024年6月12日

事務局（企業会計室）

長期視点の経営の必要性（課題①・②関係） 1/2枚目

- この10年間の日本企業の変革をポジティブに評価する意見多数。一方で、**変革は道半ば**であり、特に、**長期視点の経営の実行面（事業売却、成長投資など）**について課題があるとの指摘。
- また、**企業の位置するステージ(PBR/ROE等)ごとで優先課題や処方箋が異なる**との意見も。

委員からいただいたご意見

- 自社株買だけ行って、資本コストをやっと超えるような企業が、たとえ成長戦略を掲げても投資家には響かない。バリュー株と見られている企業はいくら成長戦略を掲げても投資家には響かず、その前にやるべきことがあると指摘される。一方、資本利益率が資本コストを上回って、PBR1倍割れを抜け出した企業も成長戦略については、投資家に怒られない程度にしか対応していないというのが現状で、それでは投資家から成長可能性を評価されない。（投資家）
- **企業の位置しているステージによって優先課題が異なる**ということが、多くの企業で理解されていないことがわかり愕然とした。現在位置しているところから別のステージに移りたいのなら、ギアチェンジが必要になるが、どの状況でどのギアを入れるべきかそれが企業に伝わっていなかったのが、ある種の反省である。メッセージを出す際には、それを受け取る企業群を分けて、自社がどの企業群に属するのかわかるようにするなど伝え方を考えた方がいいのではないか。（投資家）
- 企業価値を高めるには、単純な成長性というより、競争優位性に裏打ちされた質の高い成長が大事だと思っている。もし上げたいのであれば、EPSのクオリティを上げて、競争優位性に基づくキャピタル・アロケーションを適切に行う、ということに尽きる。（投資家）
- ポテンシャルのある企業は他にもたくさんあるが、自分たちのエクイティ・ストーリーとして伝えきれているのかという部分についてはPERをまだ上げる余地として考えられる。（企業）
- ROEをデュポン分解した売上高当期純利益率、総資産回転率、財務レバレッジの中で、総資産回転率と財務レバレッジも日本の産業構造の特徴を踏まえた上で、検討すべきではないか。海外との差が大きいというだけの議論はミスリードとなる可能性がある。また、レバレッジはこの10年で下がっており、ここに課題があるのではないか。（投資家）
- 引き続き課題として残っているところは、無形資産投資への慎重姿勢ではないか。そこで適切なりスクテイクができていない。それが継続的な成長を阻害しているという懸念がある。PBRが高い企業は無形資産の活用が上手い。（企業）
- **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。**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。（企業）

長期視点の経営の必要性（課題①・②関係） 2/2枚目

委員からいただいたご意見

- 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。（投資家）
- **低PBRすなわち低収益からの脱却には事業ポートフォリオの変革が必要**。しかしポートフォリオの変革には時間がかかる。これを構想し、実行する経営トップの覚悟が必要。それを支える取締役も必要。（企業）
- 中期経営計画は各回の初年度だけ達成するが、それ以降は未達になり、途中から諦めが入ることが多い。そのような中、前CFOがバックキャストで改革のために切り取った3年間にしないと意味がないという問題意識から、2030年に達成したい姿をみんなで描いた。**従来型の3年間中計を廃止し、2030年に実現したい姿を定め、実現に向け進化し続けていく形である**。（企業）
- 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ぬ。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。（企業）
- **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事業ポートフォリオの再構築を行うことは難しい。（企業）
- **自社株買いなどは資本効率の改善に一定の効果をもたらしてきた**。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**。（投資家）
- 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。（企業）
- 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はいけぬ。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。（企業）

取締役会の実効性強化の必要性（課題③関係）

- 「社外取締役が執行サイドに過度に踏み込んだ指摘を行う」、「経営者のリスクテイクを牽制する」など、**取締役会の役割に関する課題**が提起。
- また、コーポレートファイナンス等の知識と経験を有する取締役が少ないなど、**社外取締役の「質」及びメンバー構成に関する指摘**もあった。社外取締役の育成は、**日本全体としての大きな課題**という意見があった。

委員からいただいたご意見

- **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。**（投資家）
- **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）
- **社外取締役も投資家も、事業を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。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。（投資家）
- **投資家や社外取締役にも、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。**事業を一番分かっているのは、執行サイドである。執行サイドが不適格だと思えば、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。（企業）
- **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、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。（企業）
- **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。**（企業）
- **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、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。**（企業）

経営者の選任機能・サクセションプランの強化の必要性（課題④関係）

- 取締役会の**経営者の選解任等機能がまだ十分ではない**点については概ね同意。また、経営者の選解任等機能の実効性を高めるためには、**サクセションプランが重要**となるとの意見。
- そもそも論として、**日本は経営者人材市場が小さく、経営者人材づくりに、産学官で取り組んでいくべき**であるという意見があった。

委員からいただいたご意見

- **サクセションプランが重要である**。CEOが長く務めるのは改革には良い面があるが、交代するのが難しくなるという面もある。ただ、投資の効果が出るまで時間がかかるものは、長くCEOを務める人でないと決断しにくいとは言える。（企業）
- 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と。（有識者）
- **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ションプランの重要性を指摘された**。（企業）
- 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。（投資家）
- 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。（有識者）
- **経営者人材づくりに官民を挙げてフォーカスすべきである**。例えば、それが正解というわけでは決していないが、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。（有識者）
- 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つた。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。（有識者）

CFO・FP&A 機能の強化の必要性（課題⑤関係）

- （事業部門が特に強いと言われている）日本企業にとって、CEO、CXO機能は重要。しかし、特にCFO及びFP&Aに関しては、欧米レベルの役割・機能が備わっている企業は限定的であるとの指摘。

委員からいただいたご意見

- 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。（企業）
- 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。（企業）

投資家・資本市場から企業経営への規律付けの必要性（課題⑥関係）

- 日本では欧米と比べて、アセットオーナーのエコシステムが発展していないとの指摘。
- また、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（受託者責任を強化）。特に、人的課題が挙げられた。
- その他、次の世代のアセットマネージャーの育成や、インデックスの運用に関する課題なども。

委員からいただいたご意見

- 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。（投資家）
- 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るのに対し、国内投資家は、見てくれない。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。（企業）
- 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が必要になる。（投資家）
- 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。（投資家）
- 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。（投資家）
- 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。失われた30年は日本の株式市場が見放された時代なので、投資家人材が育っていない。2000年代に入って多くのファンドマネージャーは人材育成にリソースをさけなくなった。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。（投資家）
- 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。（投資家）

対話・エンゲージメントの実効性強化の必要性（課題⑦関係）

- 10年前に比べると、対話・エンゲージメントは活発になってきたが、CEOや特に社外取締役が対話に応じるケースはまだ限定的であることについて概ね同意。
- 特に、**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**という意見多数。一方、**政策保有株を一括りにして議論をするのは適切ではない**との意見も。

委員からいただいたご意見

- 投資家から色々な提案・要望を受ける中で、企業がそれらをしっかり咀嚼しないといけない。これまでは、なんとなく、その場その場の対応で行ってきたし、投資家との対話も熱心ではなかったところがある。今はCFOによる投資家との対話回数も3、4倍になった。**長期的に成功するシナリオを提示して、企業内で実践し、企業外へ発信することが大事である。**（企業）
- 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、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。**（投資家）
- 2024年4月26日にACGAが日本企業の政策保有株式に関する公開書簡を公表している。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。（投資家）
- **政策保有株式を一括りにして議論していいのか、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。（企業）
- 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。（企業）
- **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。（企業）

企業価値に対する認識のずれ（課題⑧関係）

- 「企業価値」の捉え方について、企業と投資家とで依然として様々な意見。対話・エンゲージメントの実効性を高めていくために、そのずれをどうやって、縮小させていくのか、あるいは違いを理解することが重要であるという意見があった。

委員からいただいたご意見

- コングロマリット・ディスカウントは必ず起きるが、長期投資家にとってはそのこと自体は問題ではない。個別の事業が競争優位性を持っており、持続的に個々の事業価値が増大していれば、長期的・結果的に株価は上がるからだ。（投資家）
- 上場している以上は基本的には金融商品であり、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。（投資家）
- 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。（企業）
- 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。（企業）
- 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。（企業）
- 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ので、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、どういうことをしていくのがいいのかを議論すべきである。（有識者）
- 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。（企業）
- 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。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。（企業）
- 20年くらい前に海外企業に買収されかけたのが契機となって、経営者は株価・時価総額の重要性を改めて認識した。（企業）
- 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。（投資家）

その他のご意見（市場区分、無形資産等）

委員からいただいたご意見

- 10年を振り返ってきて特に残念だと思ったのが、東証新市場区分の実効性がいまだ不十分と思われる。今のプライム市場の中には、高みを目指したい企業と、そうではない企業が混ざっていて、そこが一番気になるところである。（企業）
- 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。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。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。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、引っ張ってってもらいたい。（投資家）
- 例えば、日本の会計基準ではのれんは償却されることになっており、基本的にのれんに対して資産価値を認めていないのではないか。あるいは、自社制作のソフトウェアの資産計上もハードルが高くて企業の対応が分かれている。また、顧客獲得コストもIFRSでは資産計上になるが、日本では詳細な定めがないので、資産計上していない企業も多いのではないか。無形資産の多くは資産計上が難しいのは分かるが、技術の進化によって、将来収益の獲得が見込みやすくなっているものも増えていて、資産計上の土壌はできてきている。無形資産は企業の成長に重要な影響を及ぼすようになってきているので、戦略的に会計制度の見直しを考えていってもいいのではないか。（企業）
- 無形資産はオンバランスされていないから、という議論がなされることが多いが、それは正しくなく、無形資産もM&Aを通じてのれんとしてオンバランスされている事例などがある。現実問題としては、会計原則の見直しを検討することにも期待したいが、開示も含めて、今できることを議論する方がよいのではないか。（投資家）
- 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。（投資家）
- 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。（企業）
- 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。（企業）