

持続的な企業価値向上に関する懇談会

(座長としての中間報告)

2024年6月

(事務局：経済産業省 経済産業政策局)

1. はじめに

潮目の変化と企業の経営変革

日経平均株価は、2024年2月22日にバブル期の高値を約34年ぶりに上回り、また、2023年度の国内設備投資額（全規模全産業）は、過去最高水準を記録した2022年度に次ぐ水準となる見込みである。さらに、2023年の春季賃金交渉賃上げ率（最終集計結果）は3.58%と、1993年以来30年ぶりの高い伸びを記録し、2024年の春期賃金交渉賃上げ率でも、直近の集計では、5.08%（中小企業は4.45%）の上昇が見込まれるなど、潮目の変化が生じている。

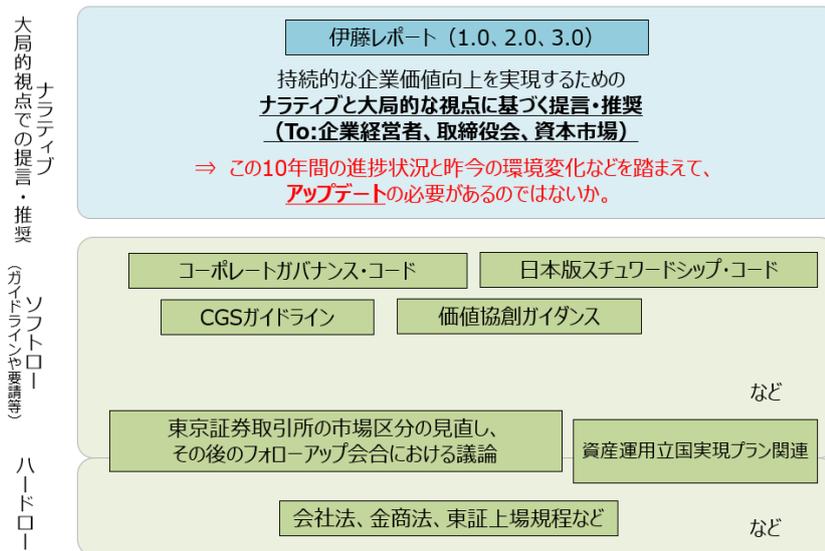
このように、マクロでは日本経済は、デフレ経済環境から脱却しつつあり、「コストカット型経済」から「投資も賃金も物価も伸びる成長型経済」への転換を図っていく、まさに正念場の状況にある。それを成し遂げるためには、産業のエンジンとも言えるミクロの企業レベルで経営変革とイノベーションを加速させ、日本企業の「稼ぐ力」を高めていくことが鍵となる。

伊藤レポートと関連するイニシアチブ

2014年に伊藤レポートを公表してから概ね10年が経過する。当時、伊藤レポートは、日本企業の短期主義経営がもたらす「持続的低収益性」、長期投資家不在の「資産運用後進国」日本、企業と投資家の対話の欠如がもたらす悪循環などの課題を指摘した上で、企業経営者、取締役会、資本市場に対して、収益力の向上及び資本効率の改善を通じて持続的に企業価値を向上させていくためのナラティブと大局的な視点に基づく提言・推奨を提示した。

それが、資本効率等に対する意識がまだ十分ではなかった多くの日本企業や長期視点が不足していた市場関係者のマインドに大きなインパクトを与え、改革のスイッチを押すこととなった。同時に、伊藤レポートの公表と前後して、コーポレートガバナンス・コード（2015年策定、2018年改訂、2021年改訂）、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）、日本版スチュワードシップ・コード（2014年策定、2017年改訂、2020年改訂）、価値協創ガイドランス（2017年策定、2022年改訂）といった取組が行われ、その後も東京証券取引所の市場区分の見直し（2022年）やその後のフォローアップ会合における議論、資産運用立国実現プランの実行など、ソフト面・ハード面での改革が続々と行われた。これらの改革により、企業価値の向上に向けた企業の変革が後押しされた。

<図 1. 伊藤レポートと関連するイニシアチブの関係>

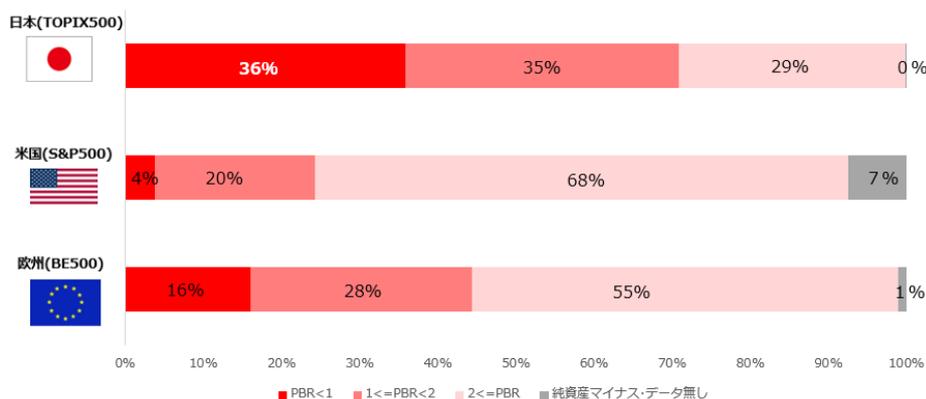


不都合な真実

このような背景の下、この 10 年間、日本企業においては、社外取締役の数の増加、政策保有株式の縮減、親子上場の数の減少、買収防衛策の廃止、情報開示の拡大など、目に見える形で変化があった。また、ROE や ROIC などを重要業績評価指標に取り入れるなど、資本効率の重要性の意識も経営者に浸透し、裾野が広がってきた。こうした日本企業の変革については、様々な統計調査などでも見て取れる。伊藤レポートが一定の評価を得て、こうした動きにつながったとする評価は、企業・投資家・有識者などの見解としても特段の異論はないだろう。

しかし、変化・変革の歩みを止めるわけにはいかない。この 10 年間の日本企業のパフォーマンスの伸びを見てみると、企業価値の向上を実現した企業は一部にとどまり、依然として、ROE、PBR 等のパフォーマンス指標を見る限りにおいては、米国・欧州企業と比較して差があるのが実情である。この 10 年間、日本企業は様々な企業変革を行ってきたにもかかわらず、その間、企業価値に関するパフォーマンス指標が十分に向上しなかったのはなぜか。これが本懇談会の立ち上げの背景・問題意識である。

<図 2. 日欧米の PBR 分布>



(注) 日本：TOPIX500、米国：S&P500、欧州：BE500

PBR=株価/1株当たり純資産額(各社の2023事業年度末(3月決算企業であれば2024年3月末)の時価総額と自己資本額から算出)特にS&P500は、TOPIX500と比べて構成銘柄の変化がダイナミックであり、パフォーマンスが高い企業が構成銘柄に組み込まれる仕組みになっているが、その点は当該比較分析にあたり考慮していない。

(出所) Bloomberg のデータを基に経済産業省作成

＜図 3. 日本企業の ROE、PER、PBR の推移＞



(注) 調査対象は、日本は TOPIX500 のうち 403 社、米国は S&P500 のうち 344 社、欧州は BE500 のうち 305 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。

「2009」～「2023」は、企業の事業年度を指す (例 2024 年 3 月期決算の企業の PBR は「2023」に反映。)

ROE=純利益/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

特に S&P500 は、TOPIX500 と比べて構成銘柄の変化がダイナミックであり、パフォーマンスが高い企業が構成銘柄に組み込まれる仕組みになっているが、その点は当該比較分析にあたり考慮していない。

(出所) Bloomberg のデータを基に経済産業省作成

ナラティブ及び大局的な視点に基づく提言・推奨のアップデート

これまでの 10 年間で企業価値向上に向けた日本の企業・資本市場の改革の First stage と位置付けるとすると、これまでの進捗度合や昨今の環境変化なども踏まえた上で、次のステージ (Second stage) を、スピード感をもってどう取り組んでいくべきか。グローバルレベル並み又はそれ以上の更なる企業価値の向上を実現していくためには、10 年前に提示したナラティブ及び大局的な視点に基づく提言・推奨のリマインドも含め、そのアップデートが必要になるのではないか。

他方、並行して、政府や東証では、資産運用立国の実現に向けた議論や、コーポレートガバナンス・コード及びスチュワードシップ・コードの改訂、会社法の改正に向けた検討などが進んでいる。こうしたソフト面・ハード面での整備と新たに提示するナラティブ及び大局的な視点に基づく提言・推奨が連動する形で、企業の変革を後押しすることで、持続的な企業価値の向上が実現されていくことが期待される。

本懇談会では、このような問題意識に基づき、2014 年の伊藤レポート以降の 10 年間の進捗状況を確認した上で、日本企業や資本市場が抱える課題等について、検討を行った。

なお、企業価値の向上は、企業経営者だけで実現されるものではなく、経営者を支える経営陣、経営者・経営陣をエンドース (支持、後押し) ・監督する取締役会、企業と協働して価値創造を実現していく資本市場 (投資家) が適切に連携・機能することによって果たされる複合的なテーマであることを踏まえ、本懇談会では、企業、投資家、市場関係者、学識経験者等が集まり、議論を行った。

2024 年 5 月から集中的に議論 (計 4 回) を行ってきたところ、座長としての中間的な課題認識は以下のとおりである。

2. 企業価値を高める意義

企業・投資家双方にとっての企業価値の捉え方

「持続的に企業価値を高めることが重要である」ということについては、企業も投資家も異論を唱える者はいないだろう。しかし、企業価値の捉え方については、一部の企業と投資家との間で認識のずれがいまだにあるのではないだろうか。

2014年の伊藤レポートでは、企業価値の考え方として、①将来にわたるキャッシュ・フローの割引現在価値とする捉え方と、②株主を含むステークホルダーの価値の総和とする捉え方の2つを提示した上で、日本企業が、顧客などと比べて投資家との関係に十分に注意を払ってこなかった点を指摘し、株主価値の創出により注力すべき旨を提言した。この点に当時の企業と投資家との認識の間に大きなずれがあったためである。

伊藤レポートが公表された2014年の前後あたりから、コーポレートガバナンス改革等により、ROEやROICなどを経営の重要業績評価指標として採用する企業が増加するなど、株主価値や資本コストを意識した経営の重要性が徐々に認識されてきた。特に、昨年3月に東京証券取引所が上場会社に対して発出した「資本コストと株価を意識した経営の実現に向けた対応」に関する要請以降、株主価値や資本コストを意識した経営の重要性に対する経営者の認識が一段と高まった。本年4月末時点において、プライム市場上場企業では57%の企業が取組計画を開示している。

企業価値の捉え方として、本懇談会では、主に投資家サイドからは、上述の①の考え方に立ち、将来キャッシュ・フローの割引現在価値を市場で定量的に評価して株価が形成されており、上場して広く資本市場から資金を集めている以上、株主価値を重要視すべき、という意見であった。

主に企業サイドからの意見としては、大別すると2つの見解があった。1つ目の見解は、①の将来キャッシュ・フローの増大を企業経営における最も重要な目標とした上で、そのための手段として多様なステークホルダーの価値増大を追求するという考え方である。この見解の場合、企業価値の捉え方について企業と投資家の間で本質的な違いはないと言える。しかし、多様なステークホルダーへの価値増大がどのようにして、将来キャッシュ・フローの増大につながるかについて、企業と投資家の間で十分に理解の醸成が進んでいないことが多いようだ。その要因としては、企業の論理的な説明が不十分であるという点や、投資家サイドも、短期志向の投資家、長期志向の投資家など様々であり、「将来キャッシュ・フローの最大化」という点では一致していたとしても、その時間軸が異なり得る点などが挙げられる。また、企業と投資家の間では、将来キャッシュ・フローの捉え方においても認識のずれが生じ得る。例えば、将来キャッシュ・フローを生み出していたとしても資本コストを踏まえた水準を下回れば、株主価値は低下する。また、資本コストをどのくらいの水準と想定するかについても、企業と投資家の間で認識のずれがあると言われている。企業は、資本コストを単純にCAPM（資本資産価格モデル）で算出して説明している事例が多いものの、投資家は、経営陣に対する信頼度や期待値、サステナビリティに関する情報なども資本コストに織り込んでいるという意見もあった。ただし、上述したとおり、この見解の場合、企業価値の捉え方について、企業と投資家の間で本質的な違いはないため、企業は、②の多様なステークホルダーの価値増大が意味するところの解像度を上げ、どのようにして、どのような時間軸で、将来キャッシュ・フローの増大に繋がるのか等

について、社内で議論・検討した上で、投資家と対話を重ね、極力認識のずれを埋めていくことが重要となる。

2つ目の見解は、企業価値の定義上は①の考え方を理解しつつも、企業経営の現場においては、②の考え方の下、株主を含む多様なステークホルダーの価値増大を最も重要な目標とする考え方である。つまり、企業経営において、①の将来キャッシュ・フローの割引現在価値の最大化を最も重要な目標として位置づけるのではなく、②の考え方の下、多様なステークホルダーの価値増大が達成されれば、結果的に株主価値も高まり得るという考え方である。具体的な戦略・施策に整合性があり実績を伴えば、投資家との対話がかみ合うことは十分に期待できる（株主もステークホルダーの1つであることには変わらないため、重なる部分もある）。しかし、企業経営における「直接的な目標」を将来キャッシュ・フローの割引現在価値の最大化に置かない場合、より具体的な戦略やコーポレートガバナンスの整備・運用等を議論する際に、かみ合わない場面も生じ得る。

本懇談会では、企業の中でも、企業価値の捉え方に関して差があることが確認された。企業価値をどう捉えるかに関しては、価値創造経営の推進の根幹であることから、更に議論を重ねていく必要があるのではないかと。

株価に対する捉え方の変化

資本調達サイドから見ると、企業価値の一部が株主価値であり、将来キャッシュ・フローの割引現在価値が資本市場で定量的に評価された数字が株価である。この株価の捉え方には、投資家と企業の間でギャップがある。企業は、株価はファンダメンタルズ以外の様々な要因でも変動するため、企業経営においては重要な指標の1つとしていても、最優先の指標ではなく、目的とはしにくいという意見が多い。一方、投資家にとって、特にアクティブ運用の投資判断においては、株価や時価総額は投資家が試算する適正株価や適正価値と比較するのに必要不可欠な情報でありを重要視するのは当然である。

2014年に伊藤レポートを公表して以降の10年間の変化として、一部の企業では、株価や時価総額、TSR（総株主利回り）等をKPIの一つに設定したり、従業員への株式付与や従業員持株会の推奨などを通じ、株価に対する会社全体での意識の高まりなどが見られる。

昨今の変化の激しい経営環境において、金利上昇の可能性もある中で、今後、大規模な資金を調達し、成長投資を行っていく際には、エクイティ・ファイナンスも選択肢になると考えられる。自社の株価が高ければ、成長投資に必要な長期のリスク・マネーの増大をもたらすことができる。すなわち、エクイティ・ファイナンスなどの積極的なファイナンス戦略や自社株式を対価としたM&Aの効果・効率の向上を図ることができるようになる。なお、現状では、自社株式を対価としたM&Aは、原則として、国内企業のみが対象になっているが、直近では海外企業も対象とすることについての検討も進められている。一方で、本懇談会では、エクイティ・ファイナンス等を株高のメリットとして考えている企業経営者は多くない、との意見もあった。

また、2014年の伊藤レポート公表時からの変化として、コーポレートガバナンス・コードの策定や税制面での手当もあり、経営者に対して株式報酬を付与する企業が増えてきていることが挙げられる。従業員への株式報酬についても、欧米と比べてまだ限定的であるが、従業員への自社株式の無償発行の解禁などの制度整備の検討も進められているところ、将来的に、従業員への株式報酬の付与や従業員持株会を通じた従業員による自社株式の保有が進むことが期待

される。その際、従業員への金融教育も合わせて行うことにより、従業員は自社株式のみを保有するだけでなく、「貯蓄から投資へ」の意識が広がるのではないかという意見も聞かれた。今後、経営者及び従業員の自社株式保有がより一層進めば、経営者、従業員及び投資家の間の利害が一致し、経営者にとって株価を高めるインセンティブとなり得る。

さらに、10年前と比較して、NISA や iDeCo などを通じて国民が直接株式を持ち始めていることが挙げられる。こうした国民の「貯蓄から投資へ」の動きが広がっていけば、企業は自社の株価を上げることの社会的意義（国民の資産形成の増大）についてもより鮮明になってくるのではないだろうか。そして、このように国民の資産形成の増大を通じ、それが更なる投資や消費につながっていくことが期待される。なお、米国では、1980年から2021年までの約40年間で家計資産が約15倍と飛躍的に増加しており（同期間、日本は約5倍増。）、401k（企業型確定拠出年金制度）・IRA（個人退職年金制度）の普及とともに、上場株式・投資信託の保有割合が大幅に増加している。

こうした株価向上のメリットなども踏まえ、株価や時価総額の捉え方について、本懇談会で更に議論を重ねていく必要があるのではないか。

3. 課題の整理

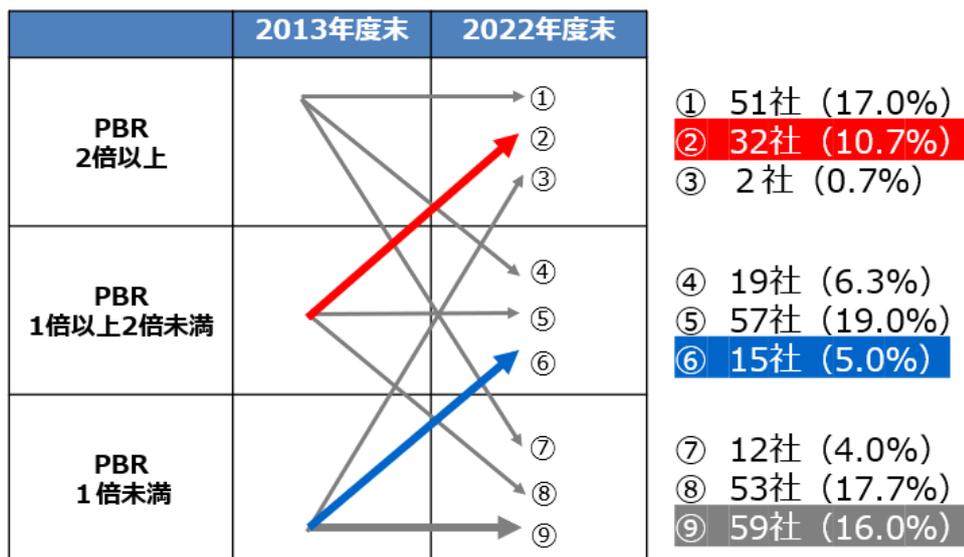
(1) ポジションごとの優先課題と処方箋

2014年の伊藤レポート以降、日本企業は全体で見ると、PBRに関しては大きな改善は見られないが、解像度を上げて個別企業ごとに見てみると、一部の企業では、一連のコーポレートガバナンス改革等の経営変革により、企業価値が向上している。その一方で、様々な要因はあるものの、PBRが1倍未満の状態から変わっていない企業も多く、また、PBRが下がった企業も存在する。

企業価値の向上に関して、これら企業が直面する課題は当然に異なる。PBRやROEといったパフォーマンスのレベルによっても優先課題は異なるであろうし、セクターや地域などによっても課題は異なる。本懇談会では、そのような各企業の置かれているポジションに応じて、優先課題の整理と処方箋を提示することが必要という意見が多く出た。

<図4. 2013年度末から2022年度末にかけてのPBRの変化>

対象：2022年度末の金融機関を除く時価総額上位300社

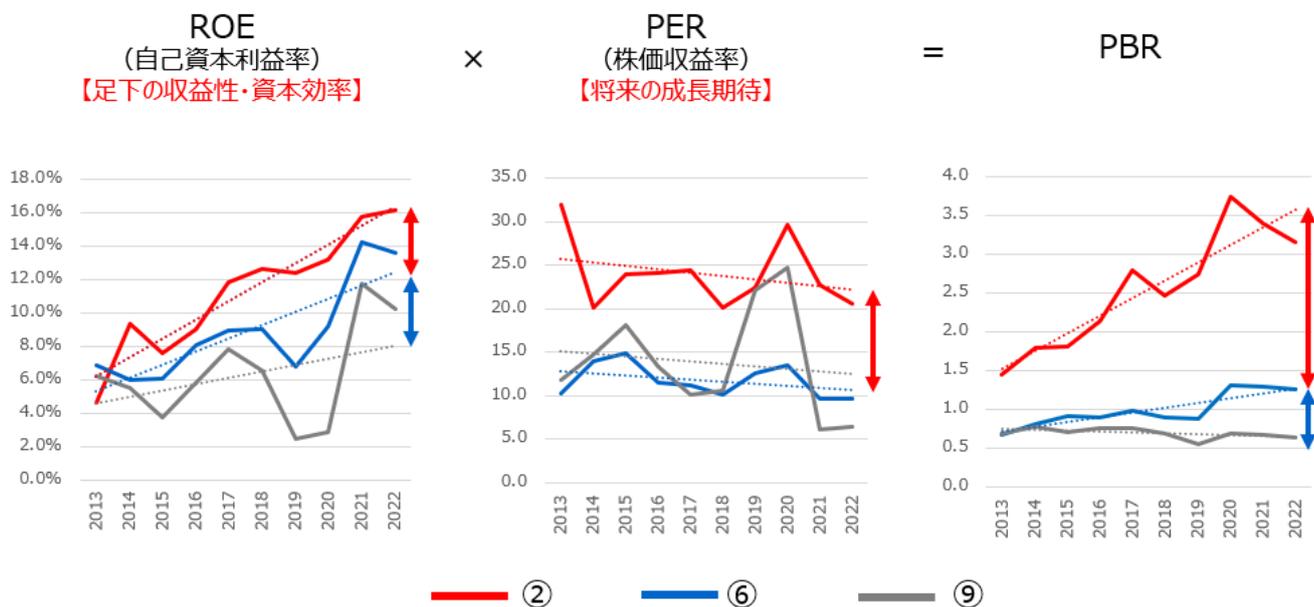


(注) PBR=時価総額÷純資産額

「2022年度末」は各社の2022事業年度末を指す(例えば、3月決算の企業であれば、2022年度末は2023年3月期を指す)。

(出所) SPEEDA のデータの情報を基に経済産業省作成

<図5. 図3の企業群②⑥⑨のROE、PER、PBRの推移>



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

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

(出所) SPEEDA 及び Bloomberg データを基に経済産業省作成

コラム：投資家視点での企業分類（課題と処方箋）

三瓶委員の整理（「投資スタイル別ポジショニング（イメージ）」）によると、縦軸をPBR、横軸をROEとして日本企業をプロットしたときに、投資家の視点から企業は大きく以下の3つのグループに分類される。

企業群	投資スタイル	ポジションの定義
①	Value	・PBRが1倍未満、かつ、ROEが7%未満の企業群
②	Dividend Growth/Income (Dividend)	・PBRが0.8倍以上2倍未満、かつ、ROEが7%以上 (Income (Dividend)) ・PBRが0.8倍以上2倍未満、かつ、ROEが10%以上 (Dividend Growth)
③	Growth/Aggressive Growth	・PBRが2倍以上、かつ、ROEが10%以上 (Growth) ・PBRが2倍以上、かつ、ROEが10%未満 (Aggressive Growth)

ここで、投資家は、①の企業群に対しては、特に事業の撤退や資産売却などの構造改革を求め、②の企業群については、配当や自社株買いなどの株主還元を重視し、③の企業群には、更なる成長を期待しているとされている。

なお、企業分類は、企業側での利用を想定したツールであり、機関投資家が自社に対してどのようなことを重視・期待して株主になっているのかを企業が簡易に凡そ把握し、投資家との対話や戦略策定に活かしてもらうことを企図している。閾値は、三瓶委員の経験的感覚に基づくとしている。また、投資実務では、投資スタイルによって注目する指標（PERやEV/EBITDA、ROICや成長率、配当利回り他）が異なるが、各投資スタイルの相対的な位置付けを示す目的からROEとPBRの2軸としている。

低ROE・低PBR企業の優先課題は低採算事業の売却を含む構造改革

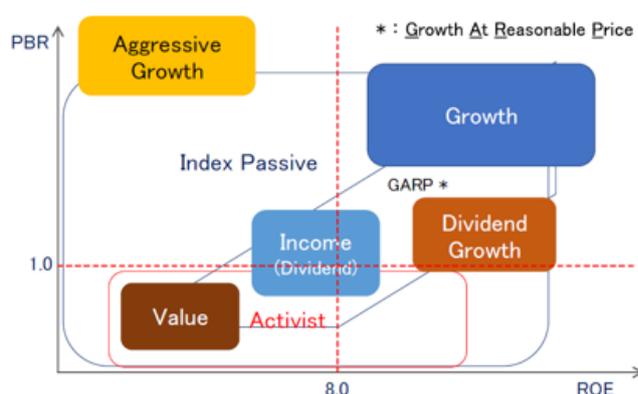
上述の三瓶委員の企業分類において、企業群①のような収益性が低く、資本効率が悪いことにより、PBRが1倍を下回る企業群は、まずは構造改革によりROEを一定程度まで高めることが必須となる。競争優位性が抜群に優れた技術等を持っていない限り、成長戦略を策定して、投資家に将来の成長を語っても、投資家には響きにくい。2014年の伊藤レポートでは、グローバルな機関投資家が日本企業に期待する資本コストの調査を基に、最低限ROE8%を目指すべきと提言しており、多くの経営者が資本効率を意識するきっかけとなった。企業群①に属する企業は、まずは低採算事業の売却や未稼働資産・非事業資産の整理などにより、ROEの改善を図ることが望まれる。企業群①について、ROEとPBRの関係は、「 $PBR=ROE/\text{株式益利回り}$ 」と理解するのがよい（株式益利回りは、PERの逆数であり投資家が要求する資本コストを表しているとも言われる）。

更なる企業価値の向上に向けた将来期待の醸成

PBR 1 倍割れを脱して企業群②のステージに移行した企業が、企業価値を更に高め、成長が期待される企業群③のステージに移行するには、次は PER を高めることが重要になる（企業群②、③の段階で ROE と PBR の関係は「 $PBR=ROE \times PER$ 」となる。）。もちろん、企業価値向上を目指した成長戦略の下でのキャッシュ・アロケーションや最適資本構成を踏まえた上での、配当や自社株買いを行うことに何の問題もない。しかし、自社の成長戦略が曖昧な中で、様々なタイプの投資家の求めに応じて、ひたすら配当や自社株買い等の株主還元を強化し続けることは持続的な企業価値の向上にはつながらない（つまり、企業群②のステージに留まることになる。）。重要なことは、経営者が自社のコア・コンピタンスを軸に、「目指す姿」の実現するための長期戦略及び実行戦略を一気通貫で描き、それら进行评估する成果指標の設定やそれらを支えるコーポレートガバナンスの構築を含めて、どのようにして企業を成長させていくのかについて、投資家に説明し、対話していくことである。企業価値の持続的な向上のためには、持続的に将来キャッシュ・フローを生み出し続けることが重要になるが、ここでいう「将来キャッシュ・フロー」とは3年や5年のスパンのことではなく、30年～100年のスパンことであり、誰も各年のキャッシュ・フローの金額に確証を持っていない。したがって、将来キャッシュ・フローの大半は「期待」そのものであることを企業経営者は理解し、投資家の期待をマネジメントするつもりで情報発信し、対話に臨むことが求められる。それによって、投資家が将来の成長期待を高め株価評価を引き上げると、PER が向上する。企業はプロアクティブに株主ポートフォリオを策定しようとする場合、自らの現在の企業分類 (as is) を理解し、目指す企業分類 (to be) に期待される事項を説得力ある実行戦略と進捗で示し、「変化」をアピールしなければ「目指す企業分類」を投資対象とする投資家に相手にされない。次のステージに相応しい投資家との対話機会を模索し、緊張感を持った関係を構築していくことが重要である。

< 投資家の視点からの企業分類（三瓶委員） >

投資スタイル別ポジショニング(イメージ図)



(参考) 投資スタイルのポジション定義

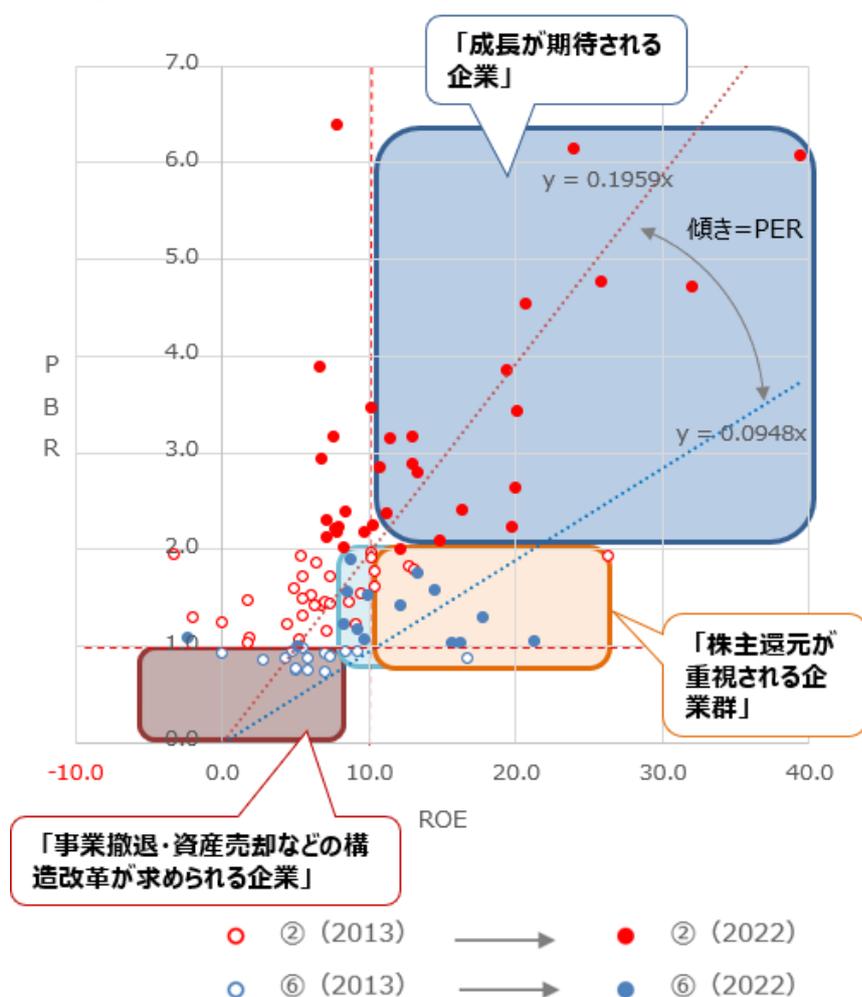
投資スタイル	ROE 条件	PBR 条件
Aggressive Growth	<10.0	≥2.0
Growth	≥10.0	≥2.0
Dividend Growth	≥10.0	≥0.8、<2.0
Income (Dividend)	≥7.0	≥0.8、<2.0
Value	<7.0	<1.0

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

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

<図4. の企業群②⑥の 2013 年度と 2022 年度の PBR、ROE 変化>

下図の色づけ四角囲みは、上図の三瓶委員による投資家視点での企業分類と対応している。



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

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

(出所) SPEEDA 及び Bloomberg データを基に経済産業省作成

(2) 長期視点の経営の重要性

この10年間、日本企業全体で見ると、利益率や資本効率徐徐に高まってきた。その要因として、海外展開等により収益性を高めた企業も存在するものの、低金利による金利収支の改善や、特に低ROE企業においては、コストカットや自社株買いなど、短期的な対応によるものも多かったのではないかと理解するが、実際の、それらの企業群のPER（将来の成長期待）は高まらなかった。しかし、こうした対応策の実行は、上記のコラムにあるとおり、低ROE企業にとっては必要なことだったと理解するが、次なるステージとして、こうした企業が世界のグローバル企業と同等又はそれ以上に、企業価値を一段と高めていくためには、どうやって将来にわたって価値創造を続けるかが重要である。つまり、稼いだ資金を内部留保し過ぎることなく、成長投資に振り向けることを通じた事業ポートフォリオの組換えなど、「目指す姿」の設定とそれに向けた「長期視点の経営」の実行が必要になるのではないかと。なお、2014年の伊藤レポートでは、内部留保

の性質を、株主に帰属する最終利益をその都度全額株主還元する代わりに、株主からの信任を前提に翌期への追加資金として預託されたもの、つまり、エクイティ・ファイナンスの一つであると、説明している。

社会のサステナビリティを踏まえた「目指す姿」の設定

特に「目指す姿」の設定にあたっては、将来にわたる社会のサステナビリティ（気候変動、人口増、食糧不足、デジタル化の進展など）をリスクと事業機会の両面から適切に捉えることが重要となる。伊藤レポート3.0では、SX（サステナビリティ・トランスフォーメーション）としてその重要性を提唱してきた。

一方、本懇談会では、株価を意識した経営の中でのサステナビリティやESGの位置づけを悩む声があった。実際、運用担当者とESGアナリストは別である場合が多く、現状においてはESGインテグレーションができていない投資家はほとんどいないのではないかと指摘もあった。仮にそうだとすると、企業が社会のサステナビリティを踏まえた長期視点の経営を実践しようとしたとしても、その取組が投資家から適正に評価されず、その結果、将来の成長期待（PER）に反映されてこないということになり得る。このように、SXを通じた持続的な企業価値向上に向けては、企業情報開示のあり方も含めて、企業・投資家双方に依然として課題があるのではないかと指摘された。

事業ポートフォリオの組換え

「目指す姿」への実現に向けては、シナジーの発揮や持続的な収益性確保などの観点から、自社にとってのコア事業や成長事業を見極め、①ノンコア事業の整理と、②コア事業及び成長事業への経営資源の集中投資（M&A、研究開発投資、人的資本投資、設備投資など）を通じて、事業ポートフォリオを定期的に見直し、その組換えを実施することが重要である。本懇談会においても、持続的に企業価値を向上させていくには、事業ポートフォリオの組換えが極めて重要との意見が多数あった。

成長投資については、日本企業は依然として課題を抱えているとの指摘もあったが、加えて、投資家サイドにおいても、この30年間でデフレマインドが定着し、企業のセンチメントとして積極的な先行投資に否定的だったとの指摘があった。

また、特に事業売却・整理については、欧米と比べて日本企業における事業の切り出しが低調である点など、多くの課題が指摘されている。日本では事業を多角化している企業ほど、収益率は低く、PBRが低い傾向にあるのに対し、米国では、ある企業規模群では、逆に多角化するほど収益率が高くなっている。これは、日本企業は、売上高や利益額の確保のために周辺事業へ進出しており、いわば足し算だけで引き算をしない結果としてのコングロマリット状態であるのに対し、米国企業は、ビジネスモデルとして、戦略的に事業ポートフォリオ経営を行っているという違いや、事業買収後のインテグレーション力の差などが要因であるという意見があった。成長が見込まれない低収益事業を抱えたままでは、PBRは高まりにくい。また、そのような企業が成長戦略を掲げても投資家には響きにくく、余剰資産があれば株主還元を求められ続けるといった悪循環に陥り、最終的には資本市場から淘汰される可能性がある。

確かに、低収益事業の整理には、人員の整理など痛みを伴うこともあるが、経営者は常に長期視点を持って、企業価値の向上のために何が最善かを考えて、判断することが求められる。

また、そのような経営者の判断の妥当性を監督し、合理的であれば力強くエンドースする取締役会の役割も重要になる。特に、事業売却は、そのタイミングも重要となる。すなわち、事業の赤字が継続し、打つ手が完全になくなってから売却するのではなく、経営者は、ベストオーナーの観点から、たとえ収益が出ている事業であっても、時には長期視点を持って売却の英断を下すことが求められる。また、過当競争の業界では、企業間で事業を再編し、ヘルシーな市場に作り直す業界再編が重要になるが、経営者は、ヘルシーな市場を作り出し、日本企業の成長性を取り戻すという大局的な視点も持つことが望まれる。

また、日本ではまだ低調だと言わざるを得ないが、事業再編の促進においてPEファンドの役割に大いに期待したい。特に、構造改革が求められる低PBR企業などを念頭に、ファンドを受け皿として事業を売却し、その売却で得た資金を原資に成長領域に重点的に経営資源を投下していくことが可能となる。また、売却事業においても非上場化を通じて、事業の再構築を行い、再上場も含めて企業価値の向上が期待される。

他方、事業再編に関しては、米国などと比較して日本では人員の整理に関する労働法制上のハードルの高さを指摘する声が多い。また、諸外国と比較して、日本では同一業種等において企業数が多く、業界再編が必要ではないかとの指摘もあった。

中期経営計画のあり方

成長戦略を投資家に説明する際によく利用されるのが中期経営計画である。日本では、約70%の上場企業が中期経営計画を策定・公表しており、約15%の上場企業が中期経営計画を策定している（公表はしていない）。中期経営計画は、社員の意識のベクトルを中期的に合わせたり、各事業の当事者意識を高めたりするなど、これまで一定の役割を果たしてきた。

しかし、この中期経営計画にはいくつかの課題が指摘されている。企業の中には、中期経営計画を策定することが目的化して、一度策定すると、為替レートの変動や地政学的リスクの発生などの経営環境の変化があっても、計画の見直し（ローリング）を行わず、計画と実績の対比を形式的に行っているという事例もある。また、投資家に将来の成長性を訴求していくためには、将来のビジョンを含む長期戦略からのバックキャスト型で中期経営計画を策定することが望まれるが、企業の中には、事業部門からの積み上げ型で中期経営計画を策定している事例もある。

なお、中期経営計画という実務慣行は米国や欧州ではあまり浸透しておらず、寧ろ達成時期を区切らず、経営方針や目標指標を示していることが多い。目標指標については、売上高や営業利益のような金額ではなく、成長率やROIC、ROE、マージンなどの率を採用することが多い。その理由としては、これらの指標は株価評価に直結し、事業環境が変化しても経営手腕によるマネージの余地が大きいためである。

欧米では、日本企業のような詳細な中期経営計画ではなく、達成時期を区切らない目標指標が示されることが多いのは、日本と比較して資本市場が成熟しており、投資家は企業の予想数値に頼らずに主体的に業績予想を行っていることや、経営者、従業員、投資家、国民の共通認識として株価が重要視されているため、たとえ詳細な中期経営計画が開示されていなかったとしても、投資家及び取締役会が、執行サイドを厳しく監督・エンドースする環境が整っていることが背景の1つとして考えられる。

資本市場の成熟度合いは国によって異なり、また、個社によっても状況が異なることも踏まえて、中期経営計画のあり方（策定方法、使用方法を含む）について再考することが重要ではないか。また、投資家においても中期経営計画の位置づけの理解醸成も必要との意見もあった。

（3）経営チーム体制の強化の重要性

経営者に求められる能力の高度化

持続的に企業価値を向上させるには、言うまでもなく経営者の十分な能力・経験を伴ったリーダーシップの発揮が重要である。経営者は常に長期視点で経営を行い、適切なリスクテイクを行って、果敢に意思決定を行うことが重要である。

一方、グローバル展開比率の拡大に加え、不確実性が高く、変化が激しい、複雑な経営環境下において、また、コーポレートガバナンス改革の要請やESGなど社会や投資家の関心が広がりを見せる中で、経営者に求められる能力は昔と比べて格段に上がっている。しかしながら、終身雇用制をはじめとする日本固有の労働慣行の中で、事業で成果を出し、社内の人事トナメントを勝ち上がった人が経営者になるというシステムの中では、優秀な経営者人材が育ちにくいという課題がある。

他方で、各社におけるCEOサクセッションプランの整備などはこの10年間で大きく進んできたが、そこで分かってきた課題として、日本には経営者人材プールが事実上存在せず、各企業内及び市場において経営者人材が絶対的に不足しているという、いわば「経営者供給制約問題」があるとの指摘があった。これは各社個別での課題ではなく、オールジャパンで取り組んでいくべき課題である。例えば、欧米では経営者人材の育成にもつながるようなビジネススクールが発展し（欧米のビジネススクールでは起業に際しマネジメント・チームのメンバーを探したり、自社に不足するプロフェッショナル人材の発見・リクルートの場としての役割も果たしている。）、企業間における経営者人材の流動性も高く、エコシステムが構築されており、さらにその「経営者人材とリーダーシップにまつわる知の集積」が日々進展している。一方、日本では、経営者人材づくりにおいては各企業、アカデミア、それぞれに一部進んだ取組・研究は見られるものの、まだ局地的・分散的な活動にとどまっている。本懇談会では、そのような状況も踏まえて、経営者人材づくりに取り組んでいくことが重要という指摘があった。

経営者を支える経営陣の重要性

もちろん経営者ひとりで企業経営を担うわけではなく、戦略、財務、人事、デジタルなどの各分野で一定の役割と責任を負い、時には経営者に対して「否定」も含めた、生産的・建設的な意見を言えるCx0の存在が重要である。その意味で、効果的・効率的に機能する経営チームを組成することが求められる。

特に2014年の伊藤レポートでも指摘したCFO機能の拡充は引き続き重要となる。CFOは経理・財務のみを担うのではなく、経営戦略の策定にも関わり、経営戦略に財務的な知見を加えることが期待される。また、CFOを支えるFP&A機能の強化も必要である。FP&A機能は、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、企業価値の向上に貢献する機能を果たすことが期待されている。FP&A は多くの欧米企業で見られる機能であるのに対し、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。経営戦略には、常に財務的な裏付けや予測を組み入れるべきであり、CFO が FP&A 機能を担う組織を有効に活用して、経営戦略と経理財務の全体を担当することにより経営戦略の厚みが増し、投資家との効果的な関係構築にも寄与すると考えられる。

さらに、経営戦略と人材戦略のマッチングを図るためには、CHRO に期待される役割も極めて大きい。昨今、日本企業において、CEO の右腕として、企業の中長期ビジョンの実現のために必要な組織と人材のあり方を構想し、軋轢をうまくコントロールしながら、経路依存性を絶ちながら大きな変革を推進する CHRO の活躍が見られる。一方で、「人事は管理部門の一部」といった感覚で、専門性のある役員を配置していない企業も少なくない。CEO に求められることの高度化に鑑みると、共に人材、組織の変革を構想・推進する、頼れる CHRO を持つことは重要で、その有無は中長期的な企業の発展にとっても極めて大きな違いを生む。また、CHRO の機能を遂行するには、事業部門側にも CHRO と連携しながら人事戦略を立案・実行する HRBP (HR ビジネスパートナー) の役割も大きい。また、人事組織は個社ごとの特徴・個性が強く出るところであり、CHRO を外部採用して機能させることは他の CxO よりも難しいとの声も聞かれる。中長期的な CHRO 人材パイプラインづくり、サクセッションに真剣に取り組むことが肝要である。加えて、当然 CxO 間での連携、特に、CFO と CHRO は緊密に連携し、それぞれの戦略の相互依存性を理解する必要がある。

また、経営会議等の執行サイドの会議体において、同調やコンセンサスを重視しすぎて、戦略の差別化の議論が不十分な企業が多いという意見があった。多種多様な知見を有する CEO、CxO 等により活発かつ厚みのある議論がなされるようにするなど、経営会議等の高度化を図ることによって、それを監督する取締役会の実効性の向上にもつながることに留意する必要がある。

経営体制のアップグレード

海外市場へとビジネスを展開する中で、現地の組織・設備・オペレーションを多く抱えることにより、地域や事業の多角化が進行し、企業規模は大きくなり、必然的に組織とその経営の複雑性は高くなる傾向にある。こうした中、企業経営者・経営陣として、そのような経営の複雑性をマネージし、タイムリーな経営判断を行っていくためには、従来のいわゆる日本的経営を変えていく必要がある。しかし、コーポレート機能の「仕組み化」は、多くの日本企業においては依然として途上であり、IT やデジタル技術の活用も進んでいるとは言い難い状況にある。母国日本に軸足を置いた従来の日本的経営のあり方を、グローバル展開のステージに応じてアップグレードしていくことが求められるのではないかと。

(4) 取締役会の実効性

取締役会の役割

取締役会の実効性を高めるには、取締役会の役割を明確にした上で、その役割に応じて取締役会の議題を設定する必要があるという意見があった。その際には、実効的な議論を行い経営の意思決定を迅速化するため、取締役会では企業の大きな戦略的方向性を議論し、個々の具体的な事業戦略の決定は執行サイドに委譲した上で、長期戦略や実行戦略を踏まえて設定したKPIに基づくモニタリングに軸足を置くことが考えられる。

社長・CEOら経営陣をエンドースする役割の重要性

経営陣が適切なリスクテイクを行い、将来の「目指す姿」の実現に向けて長期視点での経営を実行していこうとする際、重要な役割を担うのが取締役会による経営陣のエンドースメント機能である。不確実性が高く、変化が激しい、複雑な経営環境下において、将来を完全に見通し、常にローリスクで経営を行って、その上で企業価値を向上させることは困難である。

取締役会は、経営陣が策定した大きな戦略的方向性の案について、その検討の際に用いた仮定を検証することにより妥当性を判断できれば、後は力強く、経営陣をエンドースすることが重要なのではないか。本懇談会では、経営陣のリスクテイクを牽制することに注力する取締役も少なからずいるとの意見もあったところ、十分な情報収集や検討に基づき判断を行う必要はあるが、取締役会は経営陣による適切なリスクテイクを後押しすべきではないか。

社外取締役の役割の重要性

取締役会の実効性向上の鍵は、社外取締役である。

上場企業の取締役は、会社法に基づき株主からの付託を受け、株主共同の利益の最大化に向けて、企業の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に寄与する役割・責務を負っており、社外取締役も、取締役の一員としてこのような役割・責務を負っている。

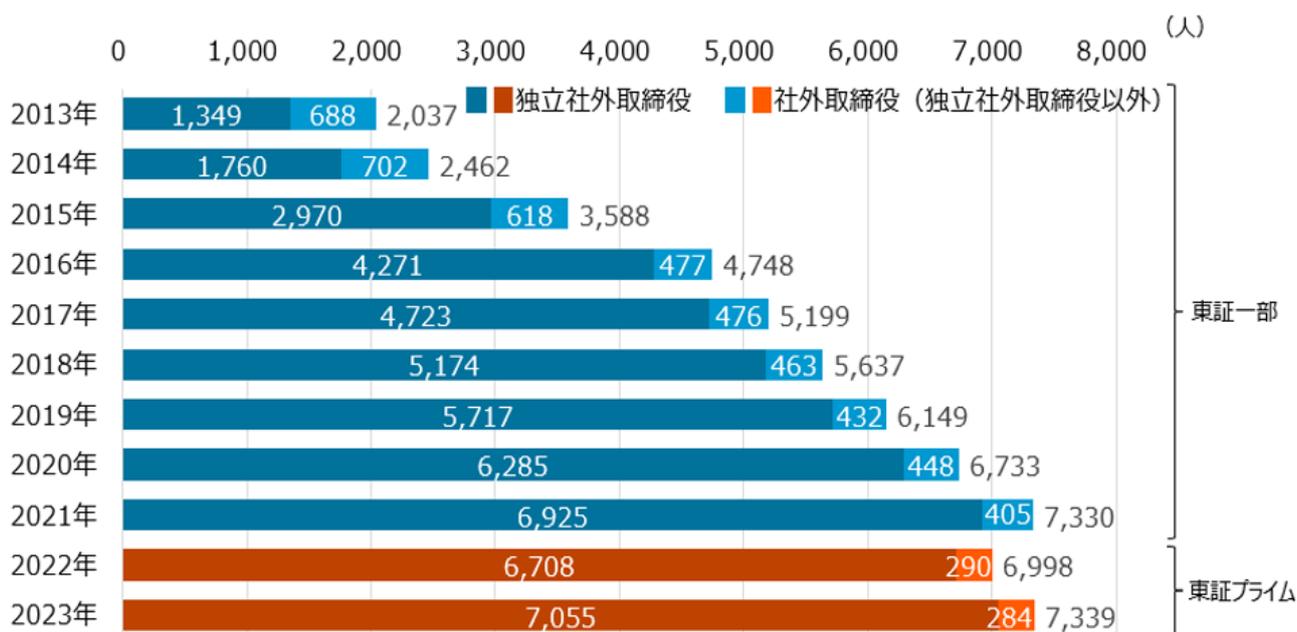
社外取締役には、取締役会の構成員として、経営陣から独立した立場から、持続的な成長と中長期的な企業価値の向上を実現できる優れた経営者を選び出すとともに、取締役会等での経営の助言や監督等を通じて、持続的な成長と中長期的な企業価値の向上を強く意識した経営を行うことを促すことが期待されている。

社外取締役がこのような役割を果たすには、個々の知識・経験・能力が優れていることはもちろんであるが、経営戦略に照らして取締役会の全体として備えるべきスキル等を特定し、スキル・マトリックスを策定するなどして、適切な人材を配置し、取締役会を構成することが重要なのではないか。本懇談会では、このような観点も踏まえ、企業は社外取締役の選任の状況やプロセスの実態について改めて検証した上で、適切な社外取締役を選任することが必要との意見があった。

また、社外取締役に期待される役割が高まるにつれ、社外取締役が経営陣や株主等との対話を行う必要性が増す。このため、社外取締役の中から、単なる調整役としてではなく、様々な対話の中心として、主導的な役割・責任を果たす社外取締役を「筆頭独立社外取締役」等として選定しておくことが効果的であり、「筆頭独立社外取締役」をはじめとする社外取締役の役割・責任を定義しておくことが重要との意見もあった。

加えて、東京証券取引所プライム市場（東証一部）上場企業の独立社外取締役の数は、コーポレートガバナンス・コードの改訂や会社法の改正もあり、ここ10年間で約5倍になり、大きく増加しているものの、欧米と比べるとまだまだ人数は少ない。社外取締役人材の拡大とともに、今後は経営者の選解任や再任・不再任の判断など、タフなタスクに十分な知識・経験・能力をもって取り組めるような社外取締役の質の向上が重要なのではないかと。

<図6. 社外取締役の数の推移（東証一部、東証プライム）>



(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)を基に経済産業省作成。

投資家との社外取締役の対話の重要性

経営者がリスクテイクを行い、長期視点での経営を実行するには、社外取締役を中心とする取締役会と経営者を中心とする執行サイドとの適切な緊張関係が必要となる。また、社外取締役がその役割を認識し、執行サイドを適切に監督・エンドースするには、社外取締役自身も資本市場からの社外取締役への期待・責任を直接受け止める状態に置くことも重要である。そのためには、投資家とのエンゲージメントに社外取締役が経営陣から独立した立場で参加することも重要ではないだろうか。社外取締役は、株主の代表であるため、投資家の視点を持つことが重要であり、投資家とのエンゲージメントを通じて、投資家の意見を直に聞くのは有用であろう。

しかし、社外取締役が投資家と対話している事例は少なく、また、その必要性を感じていないというアンケート結果もある。もちろん、投資家が、社外取締役と対話する際のアジェンダと執行サイドと対話する際のアジェンダは異なるべきである。すなわち、社外取締役との対話では、経営の実行戦略などの細かい事項をアジェンダにするべきではなく、長期ビジョンや社外取締役の視点から経営をどのようにみているのか、コーポレートガバナンス体制はどうなっていて、どのように評価しているのか、などの大局的な項目をアジェンダとすることが考えられる。一方、執行サイドには、具体的な実行戦略なども含む項目もアジェンダにすることが考えられる。

<図7. 企業と運用会社の対話件数～企業側の対応者別>

【企業側の最上位対応者別の対話件数】

(年度)		2017	2018	2019	2020	2021	2022	合計
社長・会長	バッシブ	304	338	414	437	697	532	2,722
	アクティブ	119	130	161	286	308	272	1,276
	全体	423	468	575	723	1,005	804	3,998
取締役・執行役員	バッシブ	797	1,032	1,317	1,170	1,615	1,181	7,112
	アクティブ	277	315	371	473	679	419	2,534
	全体	1,074	1,347	1,688	1,643	2,294	1,600	9,646
部長	バッシブ	554	689	677	799	916	694	4,329
	アクティブ	110	122	147	358	420	271	1,428
	全体	664	811	824	1,157	1,336	965	5,757
部長未満	バッシブ	759	840	917	774	1,058	801	5,149
	アクティブ	152	192	243	312	381	253	1,533
	全体	911	1,032	1,160	1,086	1,439	1,054	6,682
社外取締役	バッシブ	19	21	34	74	101	67	316
	アクティブ	9	1	4	14	12	7	47
	全体	28	22	38	88	113	74	363
その他		28	40	35	81	87	75	346
合計		3,128	3,720	4,320	4,778	6,274	4,572	26,792

【最上位対応者別の対話比率】

(年度、%)		2017	2018	2019	2020	2021	2022	合計
社長・会長	バッシブ	12.5	11.6	12.3	13.4	15.9	16.2	13.9
	アクティブ	17.8	17.1	17.4	19.8	17.1	22.3	18.7
	全体	13.6	12.7	13.4	15.4	16.2	17.9	15.1
取締役・執行役員	バッシブ	32.8	35.3	39.2	36.0	36.8	36.1	36.2
	アクティブ	41.5	41.4	40.1	32.8	37.7	34.3	37.2
	全体	34.6	36.6	39.4	35.0	37.1	35.6	36.5
部長	バッシブ	22.8	23.6	20.2	24.6	20.9	21.2	22.1
	アクティブ	16.5	16.1	15.9	24.8	23.3	22.2	20.9
	全体	21.4	22.0	19.2	24.6	21.6	21.5	21.8
部長未満	バッシブ	31.2	28.8	27.3	23.8	24.1	24.5	26.2
	アクティブ	22.8	25.3	26.2	21.6	21.2	20.7	22.5
	全体	29.4	28.0	27.1	23.1	23.3	23.4	25.3
社外取締役	バッシブ	0.8	0.7	1.0	2.3	2.3	2.0	1.6
	アクティブ	1.3	0.1	0.4	1.0	0.7	0.6	0.7
	全体	0.9	0.6	0.9	1.9	1.8	1.6	1.4

(注1)2022年度の対話件数は12月末時点まで

(注2)図表2.6は、図表2.5の各対話件数について、バッシブ・アクティブ・全体の対話件数で除した値

(注) 2017年度から2022年度(2022年度は12月末まで)における年金積立金管理運用独立行政法人の国内株式運用委託先延べ21ファンドによるエンゲージメントを対象とする。

(出所) 年金積立金管理運用独立行政法人「エンゲージメントの効果検証プロジェクト 報告書(2024年5月)」

経営者の選任・再任/不再任・解任の機能

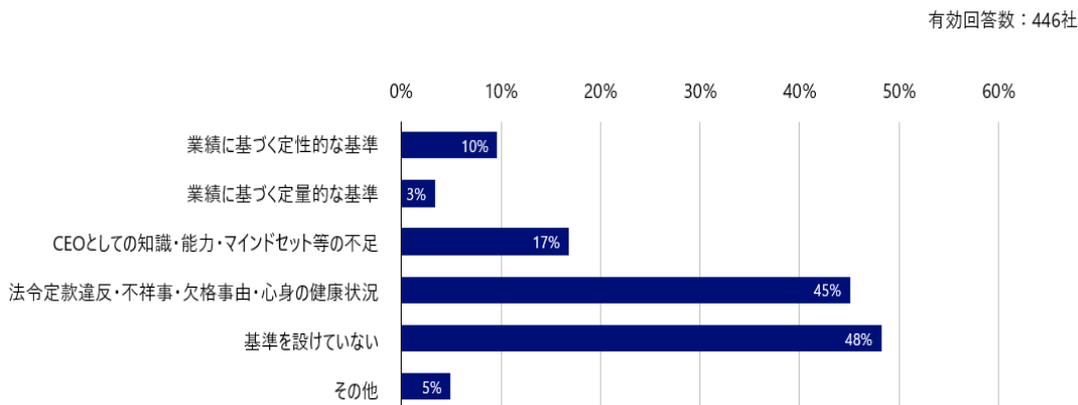
社外取締役の役割で特に重要になるのが、経営者の選任・再任/不再任・解任の機能である。経営者の選任後も、優れたパフォーマンスを発揮している経営者に対しては力強くエンドースし、そうではない経営者に対しては究極的には、不再任・解任を判断し、実行することも時には必要となる。社外取締役には、大局的な視点で、経営者を厳しく監督するとともに、力強くエンドースすることができる知識・経験・能力などの資質を備えていることが求められる。

しかしながら、経済産業省の調査結果では、CEOの不再任基準を設けていないプライム市場上場企業は約半数であり、設けている場合も法令定款違反・不祥事・欠格事由・心身の健康状況が中心となっている。このことから日本企業では、取締役会がCEOのパフォーマンスに基づいて選任・再任/不再任・解任を行う機能が十分に働いてない可能性があるのではないかと。その結果、企業経営者が予定調和的に変わる、いわゆる社長任期制のような慣習が一部の企業で存在しているのではないかと。現に、日本企業のCEOの在任期間は4年～6年の間に集中しており、中には、長年の慣行や内規で、完全同一年数でCEOが複数交代するケースもある。

本懇談会では、欧米企業と比べて比較的短い在任期間で、予定調和的にCEOが交代するのは、経営者の独裁による暴走防止の観点から有用という意見や、後継への引き継ぎリスクの低減の観点から有用という意見があった。一方、事業ポートフォリオの組換えを不断に行い、痛みを伴うような事業の切り出しを含む抜本的な事業構造変革を行おうとすると、場合によっては10年スパンの長期の時間がかかるとも言われている。また、大きなリスクをとって、実行できたとしても、すぐには結果が出ない場合もある。そのような大変革を短い在任期間で交代するCEOが断行するのは非常にハードルが高いという意見もあった。

上述のとおり、CEOの交代が比較的短い年数で行われることによるメリットもあるが、取締役会によるCEOの再任/不再任を判断する機能が欧米のように、より強固であれば、自ずと、短い在任期間のCEOもいれば、長い在任期間のCEOも出てくるのではないか。そのような企業は、経営者をパフォーマンスによって評価していることとなるため、企業価値の向上にも寄与すると考えられる。不再任や解任の判断を下せない取締役会であればCEOの任期は必要であるが、パフォーマンスによってその判断を適切に下せる取締役会であればCEOの任期は必要ないのではないか。この面からも、CEOの選任・再任/不再任・解任機能を担う社外取締役の質の向上は非常に重要と考えられる。

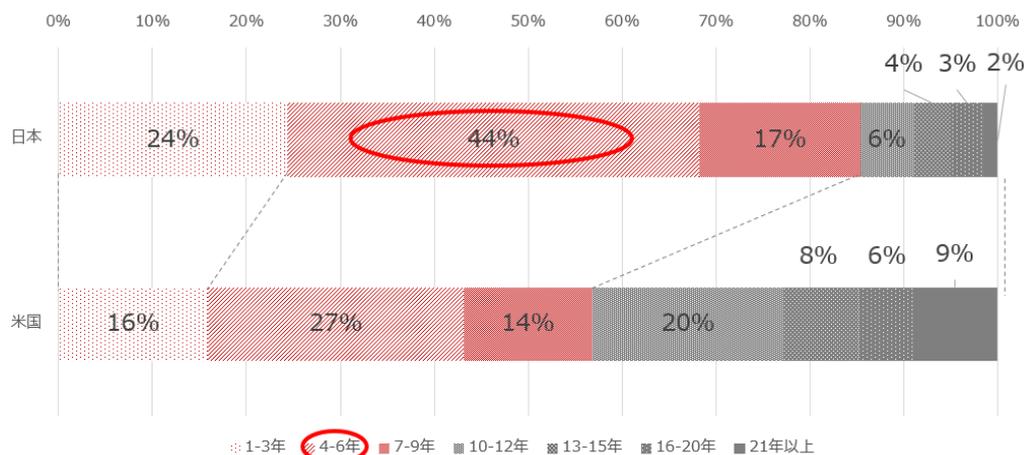
<図8. CEOの不再任基準の設定状況>



(注) プライム市場上場会社のみ集計

(出所) 野村総合研究所『令和5年度 産業経済研究委託調査事業（日本企業のコーポレートガバナンスの実質化に向けた実態調査）』 経済産業省委託事業を基に経済産業省作成

<図9. 日米のCEOの在任期間の分布図>



(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

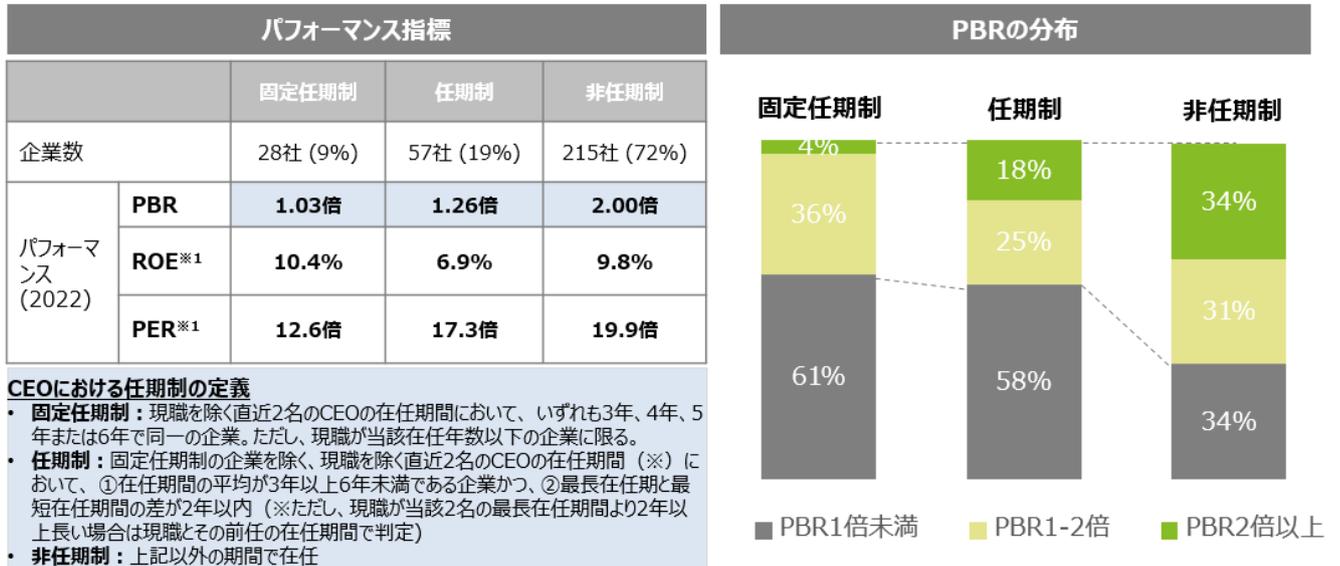
(出所) 公表情報等を基に経済産業省作成

なお、金融機関を除く時価総額上位300社（2022事業年度末時点）を対象にPBRと社長の任期性の有無との相関関係を経済産業省が調査したところ、CEOの任期が固定されていない非任期制企業の方がPBRは高いという結果であった。また、非任期制企業の方が事業売却・買収や研究開発投資を積極的に行っているという結果も出た。これらはあくまで相関関係であって、因果関

係ではないものの、取締役会によるCEOの選任・再任/不再任・解任機能を強化し、予定調和的なCEOの交代を見直すことについて、検討する余地があるのではないだろうか。

<図10. 日本のCEOの任期・非任期制とPBRの関係>

TOPIX300社※1における任期制によるCEO交代とPBRの関係性



※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

(注) 以下計算式の値は各社2022年の事業年度末の値

PBR＝時価総額/純資産額

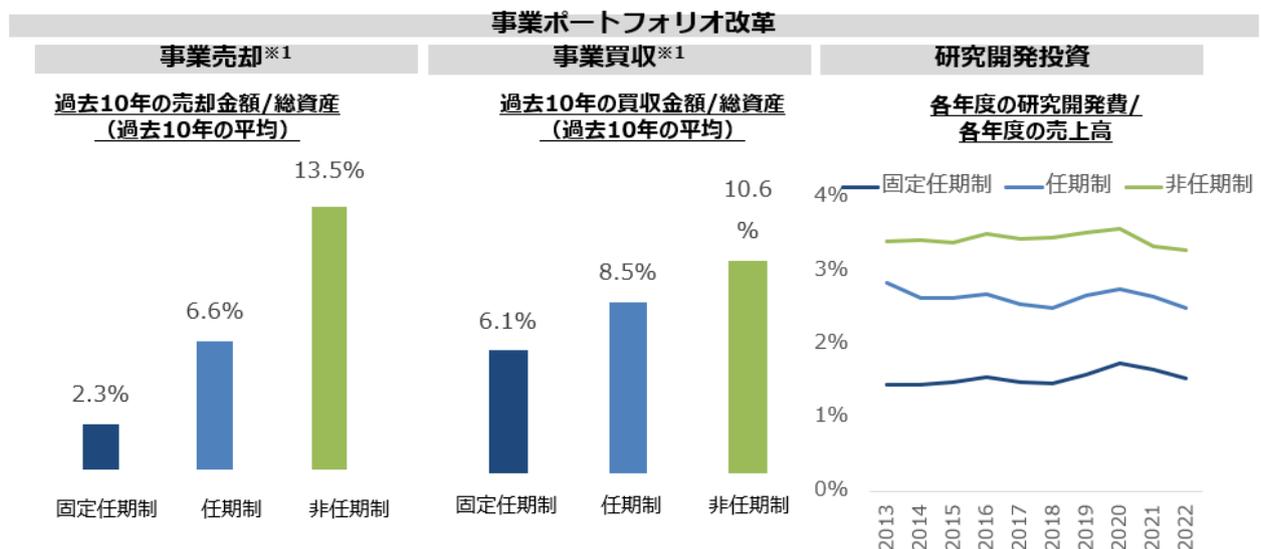
PER＝時価総額/当期純利益

ROE＝当期純利益/純資産額（期首期末平均）

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

<図11. 日本のCEOの任期・非任期制と事業売却等の関係>



(注) 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。

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

取締役会による CEO の選任・再任/不再任・解任機能の実効性を高めるためには、予め CEO のサクセッションプランの質を高めておくことが特に重要になるのではないかと。実際、CEO の不再任・解任を決議したくとも、代替候補がない、いるかもしれないが社外取締役の立場からは見えない、という理由で二の足を踏むという声がある。いくら優れた社外取締役であっても、有力かつ現実的な経営者候補がない状況では、実効性ある代替案・打ち手を見つけることは困難である。本懇談会では、企業個社として経営幹部候補人材の育成を計画的に行うことに加えて、上述のとおり、日本全体としても経営者人材の育成に取り組んでいくことが重要との意見があった。

(5) 資本市場の活性化

持続的に企業価値を向上させていくには、企業自らの経営変革に加えて、企業と投資家のエンゲージメントを含む資本市場の活性化が求められる。企業価値を更に高めていくには、稼ぐ力を高めることはもちろんであるが、PER を向上させることも重要である。そのためには、投資家との協働による企業価値創造に目を向ける必要がある。企業が自社の成長戦略を示し、投資家から建設的な意見を得ながら、企業価値を創造していくという好循環が期待される。

ところが、企業と投資家とのエンゲージメントにはいくつかの課題が指摘されている。特に企業側からは、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相変わらず存在し、投資家側からは経営層との対話の機会が足りないという不満が聞こえてくる。この背景には、企業からの情報発信が増える中で、真に必要な情報が投資家に届いていないケースや、企業の長期戦略を真に理解していない投資家もいることが考えられる。

アセットマネージャーの人材不足

質の高い建設的なエンゲージメントには、投資家の知見も重要であり、投資家は企業の取組に対する評価の仕組みを常にブラッシュアップしていく必要がある。しかし、失われた 30 年は、ある意味で株式市場が見放された時代であり、この間、多くのアセットマネージャーは人材育成にリソースを割けなくなり、十分な質・量が確保されて来なかった。これは人口動態と同様に後々じわじわ効いてくるものであり、次の世代を担うアセットマネージャーの育成が急務である。企業が企業価値向上に向けて努力しても、それを評価するアセットマネージャーが不在であれば、健全な資本市場の発展につながらない。

アセットオーナーの投資運用力を含む専門能力の強化

米国では、1974年にERISA法（従業員退職所得保障法）が制定され、企業年金に対しても議決権行使を含む受託者責任が明確となった。これが、米国における近代的なコーポレートガバナンス及びフィデューシャリーデューティの歴史的な誕生とも言われており、アセットオーナー間で競争原理が働き、多種多様なアセットオーナーが生まれることで、資本市場の厚みにつながった。また、同時期に401kやIRAなどの家計の資産形成を支援する制度（主に私的年金制度）が整備され、その後も順次、制度の大胆な改善・拡充が図られており、401kやIRAがきっかけとなり、これらの制度外でも金融所得による国民の資産形成が進んでいる。

今後日本でも、インベストメント・チェーン（資金の拠出者から、資金を最終的に事業活動に使う企業に至るまでの経路及び各機能のつながり）のレベルを更に向上させるには、アセットオーナーからアセットマネージャー、取締役会、経営者へと連鎖する形で健全なプレッシャーがかかることが重要である。政府は、資産運用立国実現プランの下、資産運用業・アセットオーナーシップ改革を推進しているが、諸外国の取組も参考に、経験・専門性のある年金基金等の理事長の配置やCIO（運用担当責任者）の設置、専門人材の登用・育成など、今後、年金基金（公的年金及び私的年金）をはじめとするアセットオーナーの投資運用力を含む専門能力を強化することが考えられる。その一環として、例えば、アセットオーナーがアセットマネージャーを評価する際、一律短期間のパフォーマンスで評価するのではなく、長期視点でアセットマネージャーを評価することは、アセットマネージャーの短期志向化を防止する観点からも効果的であり、それには、アセットオーナーの能力向上も期待されるところである。

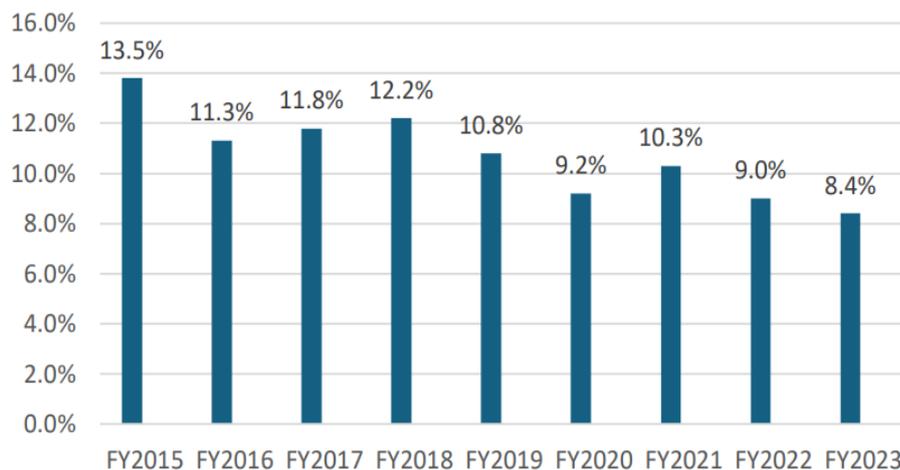
今後、アセットオーナーの投資運用力を含む専門能力の強化により、資本市場を活性化していくことが期待される。

政策保有株式の弊害と求められる対応

日本では歴史的背景もあり、戦後、株式の持合が進み、それが現在でも政策保有株式として一部残っている。政策保有株式の存在は、資本市場から企業への規律付けの空白地帯を形成することにもなり得、資本市場の活性化の阻害要因となる場合もあると考えられる。実際、政策保有株式を保有する企業は、保有していない企業に比べてPBRが低いという分析結果もある。これまでのコーポレートガバナンス改革の中で、政策保有株式は相当程度縮減され、2023年には、TOPIX500構成企業の純資産に占める政策保有株式の比率の単純平均は8%台まで縮減されてきた。しかし、2024年4月26日にAsian Corporate Governance Association(ACGA)が公表した日本企業の政策保有株式に関する公開書簡によると、個社レベルでは、純資産の10%を超える政策保有株式を保有する企業も28%存在し、中には20%を超える企業も存在するとのことである。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%未満とのことである。

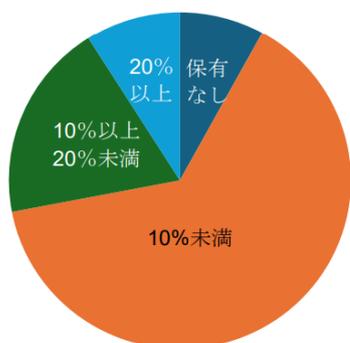
一方で、政策保有株式を一括りにして議論すべきではなく、スタートアップ企業との協業によるシナジー効果の創出のためにスタートアップ企業の株式を保有するケースなど、政策保有株式の保有には一定の意義があるとの声もある。少なくとも、株式を保有する目的を企業戦略と関連づけて、議決権の行使状況も含めて、具体的に投資家に説明し、透明性を高めることが必要であり、海外を含む投資家にも受け入れられるものも含めて、慎重に検討することが求められる。

<図 1 2. TOPIX500 社の政策保有株式の平均保有比率（純資産比）推移>



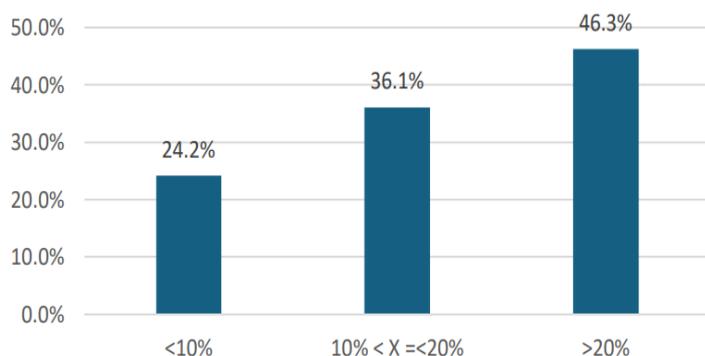
(出所) アジア・コーポレートガバナンス協会「日本企業の政策保有株式に関する提言（公開書簡）」（2024年4月26日）

<図 1 3. TOPIX500 社の政策保有株式比率（純資産比）の分布>



(出所) アジア・コーポレートガバナンス協会「日本企業の政策保有株式に関する提言（公開書簡）」（2024年4月26日）

<図 1 4. TOPIX500社の政策保有株式比率（純資産比）別ROE 5%未満の企業の割合>



(注) グラスルイスによる 2023 年 9 月現在のデータ

(出所) アジア・コーポレートガバナンス協会「日本企業の政策保有株式に関する提言（公開書簡）」（2024年4月26日）

企業情報開示の質の向上

企業と投資家のエンゲージメントの実効性を高めていくためには、その両者の結節点となる企業情報開示の質を高めていくことが重要となる。

また、情報開示のタイミングについても改善の余地が多い。ICGN（International Corporate Governance Network）の提言も踏まえつつ、株主の十分な検討時間を確保するため、議決権行使に必要な情報が多く含まれる有価証券報告書が定時株主総会開催の相当程度前には公表されていることが重要である。このような開示書類の公表タイミングに加え、今後、サステナビリティ情報開示や英文開示の進展も予想される中、投資家にとって有用な制度開示及び任意開示を含む日本企業の開示体系のあり方の抜本的な検討が必要な時に来ている。

企業間の競争を促すための株価指数の運用改善

日本では、公的年金基金やリテール向け投資信託での運用において、TOPIX（東証株価指数）がベンチマークとされていることが多い。TOPIXは、東証一部（現在はプライム市場）上場企業が原則として自動的に組み入れられ、銘柄数に上限もない。そのため、企業価値創造ができず、長期にわたって不振に陥っていたとしても構成銘柄から外されることはほとんどない。その結果、既に構成銘柄に組み込まれている企業の中には、企業価値を高めるための適切なリスクテイクを行わなくなる企業も出ているとの指摘がある。企業が切磋琢磨する環境を作るという観点から、アセットオーナーにおいて、プライム市場上場銘柄を原則として全て組み込んだTOPIXではなく、銘柄数を絞り込んだインデックス（TOPIX500等）をベンチマークにすることなどは考えられないだろうか。若しくは、十分な時間をかけて、現行の東証一部（現在はプライム市場）上場企業の銘柄が原則として全て組み込まれたTOPIXから、銘柄数を絞り込んだ新TOPIXに改訂することは考えられないだろうか。同時に、銘柄数を絞り込んだインデックスについても、グロース市場等上場企業も含めて銘柄の入れ替えを活発に行うことが有用ではないだろうか。

なお、2024年6月19日、株式会社JPX総研から「TOPIX等の見直しに関する指数コンサルティングの開始について」が公表され、現行TOPIXから銘柄数の絞り込み等の内容を含む次期TOPIXへの移行に関するコンサルティングが行われている。

4. 今後の進め方

本懇談会での議論に先立ち、座長から8つの課題認識（座長メモ）を提示し、集中的な議論を行った。これまでの議論を踏まえて、座長として中間報告にあたって以下5つの課題に再整理した。今後、各課題について、関連する詳細事項を検討する他の研究会等との連携も含め、引き続き議論・検討を進め、最終的には新たなナラティブ・提言等（レポート等）として打ち出していくこととしたい。

課題の再整理	本懇談会で出てきた論点
課題①：企業価値に対する企業と投資家との間の認識のずれ	<ul style="list-style-type: none"> ● 企業価値を高めることの意義の再確認
課題②：長期視点の経営の重要性	<ul style="list-style-type: none"> ● 企業が置かれているポジションによる優先課題や処方箋の違い ● 社会のサステナビリティも踏まえた、長期視点の経営による将来の成長期待（PER）の向上（企業情報開示のあり方も含む） ● 中期経営計画のあり方の再考 など
課題③：経営チーム体制の強化の必要性	<ul style="list-style-type: none"> ● CFO・FP&A、CHRO・HRBP 機能の強化 ● 経営者人材の育成に向けた取組の加速 など
課題④：取締役会の実効性の強化	<ul style="list-style-type: none"> ● 取締役会の役割の明確化 ● 経営者の選解任等の機能の強化 ● 社外取締役の実効性の強化（選任方法の検証、投資家との対話・エンゲージメントの充実、社外取締役の質の向上等） など
課題⑤：資本市場の活性化	<ul style="list-style-type: none"> ● 次世代を担うアセットマネージャーの人材確保・育成 ● アセットオーナーの投資運用力を含む専門能力の強化 ● 政策保有株式の更なる低減や資本市場への説明のあり方 ● 企業情報開示の質の向上 ● 企業間の競争を促すための株価指数の運用改善 など

持続的な企業価値向上に関する懇談会
委員名簿

(五十音順、敬称略)

<座長>

- ・伊藤 邦雄 一橋大学 CFO 教育研究センター長

<委員>

- ・秋枝 眞二郎 キリンホールディングス株式会社 取締役 常務執行役員 CFO
- ・足田 紀雄 ダイキン工業株式会社 常務執行役員
- ・井川 智洋 フィデリティ投信株式会社 ヘッド・オブ・エンゲージメント
- ・磯部 武司 富士通株式会社 代表取締役副社長 CFO
- ・江良 明嗣 ブラックロック・ジャパン株式会社 インベストメント・スチュワードシップ部長
- ・大谷 信之 住友林業株式会社 取締役 常務執行役員
- ・大塚 友美 トヨタ自動車株式会社 Chief Sustainability Officer
- ・奥野 一成 農林中金バリューインベストメンツ株式会社 常務取締役 CIO
- ・梶 昌隆 味の素株式会社 理事・IR 室長
- ・加藤 浩嗣 株式会社丸井グループ 取締役 常務執行役員 CFO
- ・菊池 勝也 東京海上アセットマネジメント株式会社 ESG スペシャリスト
- ・岸田 哲行 塩野義製薬株式会社 上席執行役員 コーポレート管掌
- ・古布 薫 インベスコ・アセット・マネジメント株式会社 ヘッド・オブ・ESG
- ・三瓶 裕喜 アストナリング・アドバイザー合同会社 代表
- ・寺沢 徹 アセットマネジメント One 株式会社 運用本部 エグゼクティブ ESG アドバイザー
- ・西山 賢吾 株式会社野村資本市場研究所 主任研究員
- ・西山 光秋 株式会社日立製作所 取締役
- ・日戸 興史 元オムロン株式会社 取締役 執行役員 CFO (現株式会社ワコール社外取締役)
- ・野内 雄三 三菱商事株式会社 代表取締役 常務執行役員 コーポレート担当役員 (CFO)
- ・樋口 昌之 富士フイルムホールディングス株式会社 取締役 執行役員 CFO
- ・増田 邦昭 三菱電機株式会社 取締役 常務執行役員 CFO
- ・南出 雅範 株式会社村田製作所 取締役 常務執行役員
- ・松原 稔 りそなアセットマネジメント株式会社 責任投資部担当常務執行役員
- ・丸山 泰史 エゴンゼンダー株式会社 パートナー

<オブザーバー>

- ・東京証券取引所