

事務局説明資料

2019年11月

經濟產業政策局

産業資金課

本研究会でご議論いただきたいこと

- 本研究会では、伊藤レポートをとりまとめて以降のインベストメントチェーンを巡る状況の変化についての認識を共有した上で、企業と投資家との対話の実質化、また、実質化を通じた企業価値の持続的な向上を図っていくための課題を洗い出し、どのような対応を講じていくべきかについて幅広くご議論いただきたい。

<本研究会の全体像>

第1回

- イントロダクション・論点の洗い出し

第2回

企業からの対話例や課題認識等に関するプレゼンテーション・ディスカッション

- 対話の現状を踏まえた対話の質の底上げ **(次ページ①・③に係る議論を踏まえて)**
 - ✓ 対話に関する現状認識・課題の共有
 - ✓ 目的に応じた対話についてのグッドプラクティスの共有
 - ✓ 企業・投資家同士、企業と投資家の継続的対話のための「場」の在り方

第3回

第4回

投資家からの対話例や課題認識等に関するプレゼンテーション・ディスカッション

- 投資家・資本市場を取り巻く環境の変化を踏まえた、今後の企業と投資家の関係性について **(次ページ②・③に係る議論を踏まえて)**
 - ✓ 資本市場をめぐるコスト極小化の動きと各プレイヤーの役割・在り方
 - ✓ ESG投資を通じた企業の価値創造の可能性

第5回

第6回

- 取りまとめ

等

本日は議論いただきたいこと

- ① 伊藤レポート公表後、「日本企業の中長期的な価値向上」は実現しているか。ROEの向上は、資本政策上の取組によるものにとどまらず、企業の成長に向けた投資・取組が行われていることを意味するか。
- ② 伊藤レポート公表後、資本市場において、運用手法のパッシブ化をはじめとするコスト極小化の動きが進んでいるとみられるが、今後この動きはより進むか。そうした構造変化が進むとした場合、企業との価値協創に向けて、資本市場の各プレイヤーはどのような役割を果たすべきか。必要な環境整備は何か。
- ③ 伊藤レポート公表後、「対話」に対する企業・投資家の意識は高まっているように見受けられるが、なお形式的な対話にとどまっていないか。「対話」は企業価値の向上に資するの
か。資するとした場合、中長期的な価値向上に資する「実質的な」対話とはどのようなものか。そのような「実質的な対話」は、②のような環境変化を踏まえても、なお可能か。

なお、本説明資料は、本研究会の趣旨・目的に照らし、事務局において議論すべきと考える論点や仮説、それらに関するデータ・ファクト等を提示するものであるが、他に議論すべきと考える論点等があれば、忌憚なくご提案いただきたい。

(参考) ここ5年ほどのコーポレートガバナンス改革の歩み

成長戦略	主な取組	実施状況、成果
日本再興戦略	伊藤レポート (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～)	2013年7月 開始 →2014年8月 最終報告
	JPX日経インデックス400	2014年1月 算出開始
	日本版スチュワードシップ・コード	2014年2月 公表
	会社法改正	2015年5月 施行
日本再興戦略 改訂2014	コーポレートガバナンス・コード	2015年6月 適用開始
日本再興戦略 改訂2015	コーポレート・ガバナンス・システムの在り方に関する研究会	2015年7月 報告書公表
	金融審議会 ディスクロージャーWG	2016年4月 報告書公表
	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 フォローアップ会議	2015年9月 検討開始
日本再興戦略2016	CGS研究会 (取締役会・社外取締役の役割・機能等)	2017年3月 CGSガイドライン公表
	持続的成長に向けた長期投資 (ESG・無形資産投資) 研究会	2016年8月 開始 →2017年 5月 価値協創ガイダンス公表 →2017年10月 伊藤レポート2.0公表
	2019年前半を目途に国際的に最も効果的・効率的な開示実現 (制度開示の見直し)	会社法、金商法に基づく制度開示共通化等の検討
未来投資戦略2017	CGS研究会 (第2期)	2018年9月 改訂CGSガイドライン公表
	統合報告・ESG対話フォーラム	2017年12月 開始 →2018年 5月 報告資料公表
	事業報告等と有価証券報告書の一体的開示	2017年12月 関係省庁 共同文書発出 (第一弾)
	金融審議会 ディスクロージャーWG	2017年12月 開始
	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 フォローアップ会議	2018年6月 コーポレートガバナンス・コード改訂 及び「投資家と企業の対話ガイドライン」策定
未来投資戦略2018	事業報告等と有価証券報告書の一体的開示	2018年12月 関係省庁 共同文書発出 (第二弾)
	SDGs経営/ESG投資研究会	2019年5月 SDGs経営ガイド公表
	CGS研究会 (第2期)	2019年6月 グループ・ガバナンス・システムに関する実務指針公表
	価値協創ガイダンスロゴマーク使用企業数 104社	2019年10月末時点

1. 伊藤レポート公表後の変化①～企業編

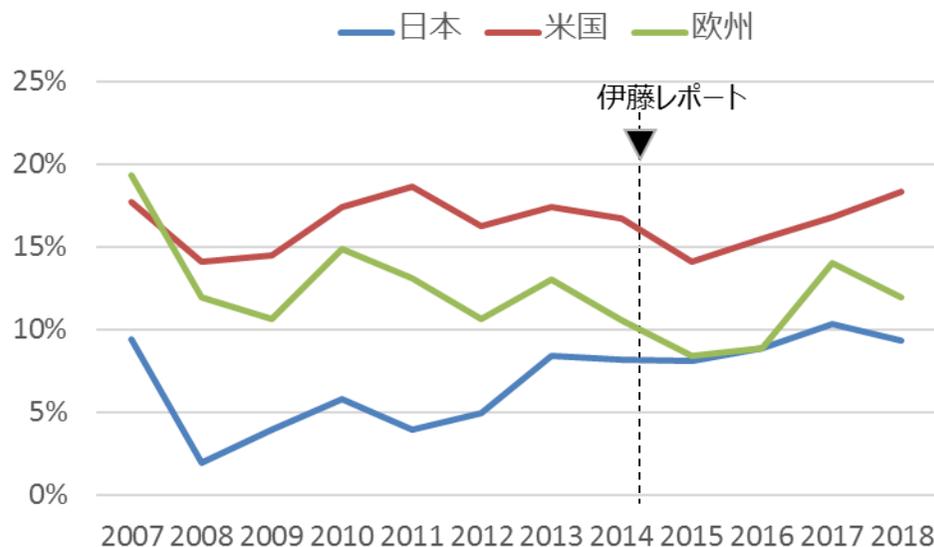
議論の視点例①～企業側の変化について

- ① 伊藤レポート公表後、「日本企業の中長期的な価値向上」は実現しているか。ROEの向上は、資本政策上の取組によるものにとどまらず、企業の成長に向けた投資・取組が行われていることを意味するか。
- 1) 日本企業のROEは改善しているようにみえるが、一方で、PBR 1 割れの企業はまだ多い。日本企業は、成長に向けた投資・取組をできているか。できていないとすると、それはなぜか。
 - 2) 資本市場は、日本企業の成長投資・取組を適切に評価できているか。できていないとするとそれはなぜか。米国をはじめとする海外の主要インデックスとTOPIXのパフォーマンスの差は、どのような要因によるものか。

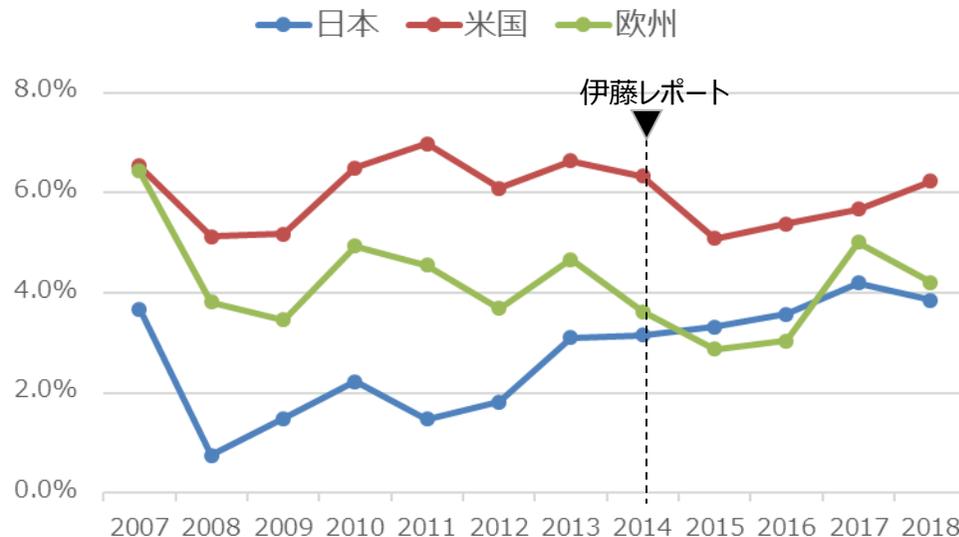
日米欧上場企業のROE・ROAの推移

- 日本の上場企業のROEは、上昇傾向にあるが、欧米の上場企業との格差は残る。
- 日本の上場企業のROAも、上昇傾向にあるが、特に米国と比べるといまだ低水準。

日米欧上場企業のROEの推移（加重平均）



日米欧上場企業のROAの推移（加重平均）



ROE(%)	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
日本	9.4	1.9	4.0	5.8	3.9	4.9	8.4	8.2	8.1	8.8	10.3	9.4
米国	17.7	14.1	14.5	17.4	18.6	16.3	17.4	16.7	14.1	15.5	16.8	18.4
欧州	19.3	12.0	10.6	14.8	13.1	10.6	13.0	10.5	8.4	8.9	14.0	11.9

ROA	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
日本	3.7%	0.7%	1.5%	2.2%	1.5%	1.8%	3.1%	3.1%	3.3%	3.6%	4.2%	3.9%
米国	6.5%	5.1%	5.2%	6.5%	7.0%	6.1%	6.6%	6.3%	5.1%	5.4%	5.7%	6.2%
欧州	6.4%	3.8%	3.5%	4.9%	4.6%	3.7%	4.7%	3.6%	2.9%	3.0%	5.0%	4.2%

(出所) Bloombergのデータを基に経産省にて作成

※ 調査対象は、日本はTOPIX500のうち402社、米国はS&P500のうち366社、欧州はBE500のうち352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）。

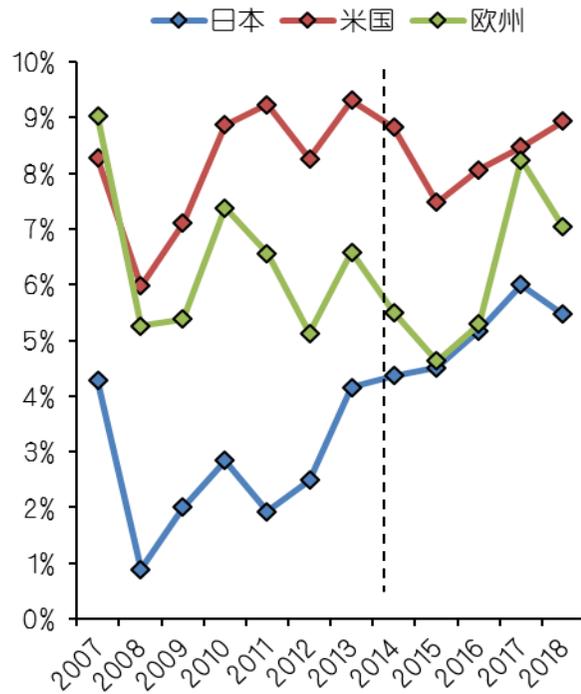
S&P500は、本社所在地が米国以外の企業を除く。TOPIX500は円、S&P500は米ドル、BE500はユーロで算出。

自己資本利益率 (ROE) = 当期純利益 / (前期自己資本と当期自己資本の平均値)

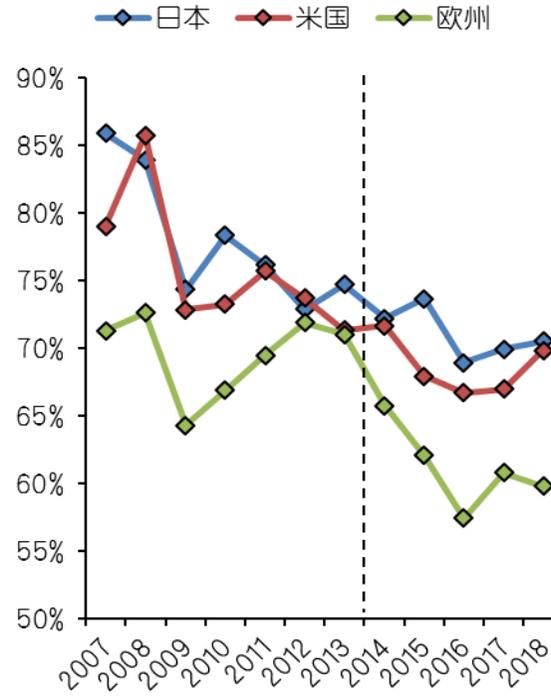
ROEを左右する構成要因の推移

- 日本企業の売上高純利益率（ROS）は上昇傾向にあるが、欧米企業に比べると低水準。
- 近年のROEの上昇については、自社株買いなどが進展した結果だという見方があり得る一方、デュポン分解の結果は、売上高利益率の向上も寄与しているように見えるが、近年の変化はどのような要因によってもたらされたのか。

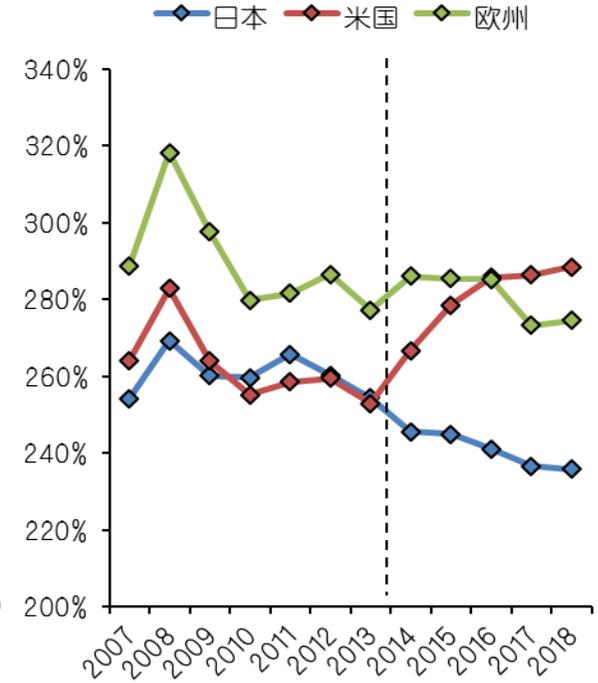
売上高利益率（ROS）の推移



総資産回転率の推移



財務レバレッジの推移



(出所) Bloombergのデータを基に経産省にて作成

※ 調査対象は、日本はTOPIX500のうち402社、米国はS&P500のうち366社、欧州はBE500のうち352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。TOPIX500は円、S&P500は米ドル、BE500はユーロで算出。

売上高利益率（ROS）＝当期純利益／売上高

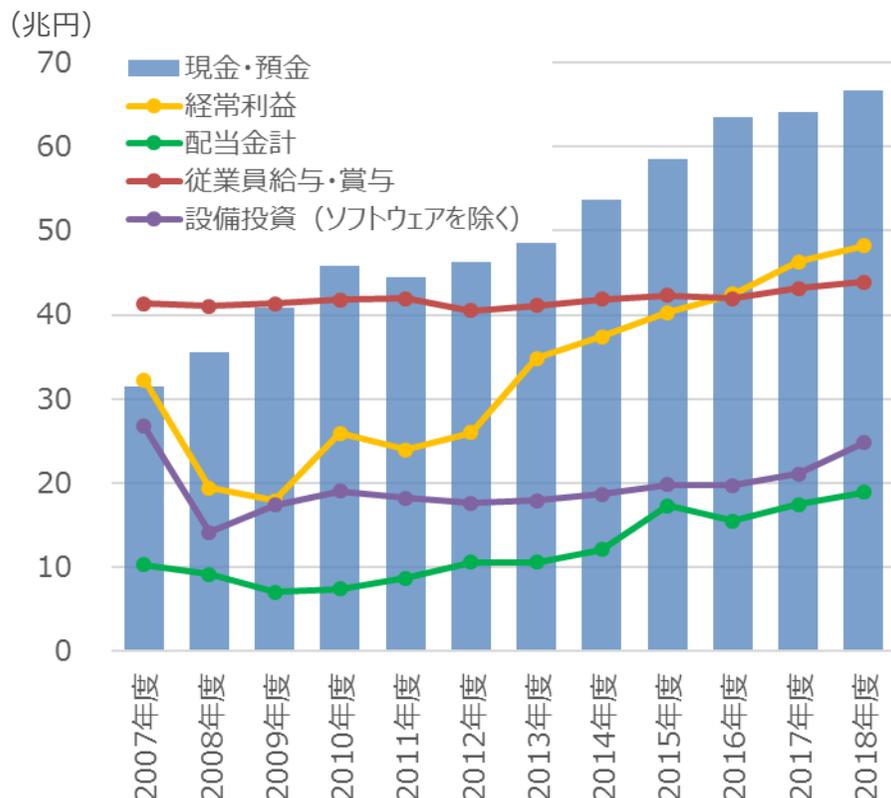
総資産回転率＝売上高／総資産

財務レバレッジ＝総資産／自己資本

企業の利益・人件費・設備投資等の推移

- 企業の経常利益は過去最高となっているが、人件費や設備投資の伸びは弱い。
- 一方、企業が保有する現預金や配当の伸び率は高い。

大企業の諸数値の推移



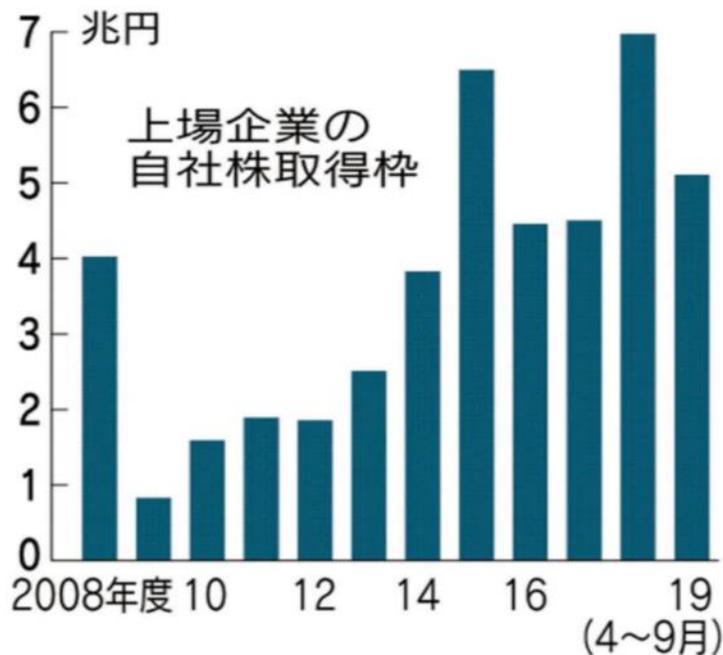
(兆円)

年度	経常利益	従業員給与・賞与	設備投資	配当金	現預金
2009年度	17.9	41.3	17.4	7.0	40.9
2018年度	48.2	43.9	24.7	18.9	66.6
増加分	30.3兆円 +170%	2.6兆円 +6%	7.3兆円 +42%	11.9兆円 +170%	25.7兆円 +63%

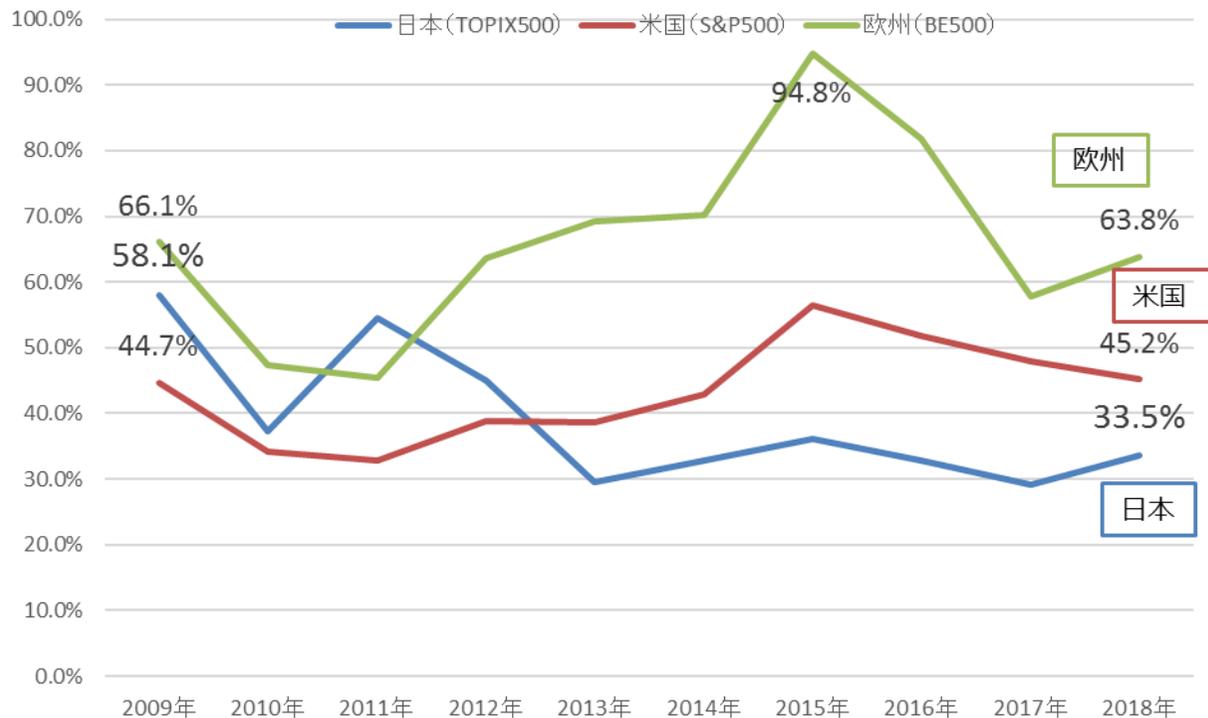
(注) 金融・保険を除く全産業、資本金10億円以上の企業の数値
(出所) 「法人企業統計」より経産省作成

(参考) 日本における自社株買いの状況／配当性向の国際比較

- 2019年度の自社株取得枠設定額は、9月25日時点で前年同期比9割増の5兆1082億円。このペースだと、9兆超えないし10兆超えとも（2018年度は7兆円弱と過去最高）。
- 実施額についても、2019年度は8兆円（2018年度は6兆円）に達する可能性あり、とされる。
- 他方、近時の日本企業の配当性向は、一定で推移しており、欧米企業よりも相対的に低い。



(注) アイ・エヌ情報センター調べ、2019年度は9月25日時点で集計



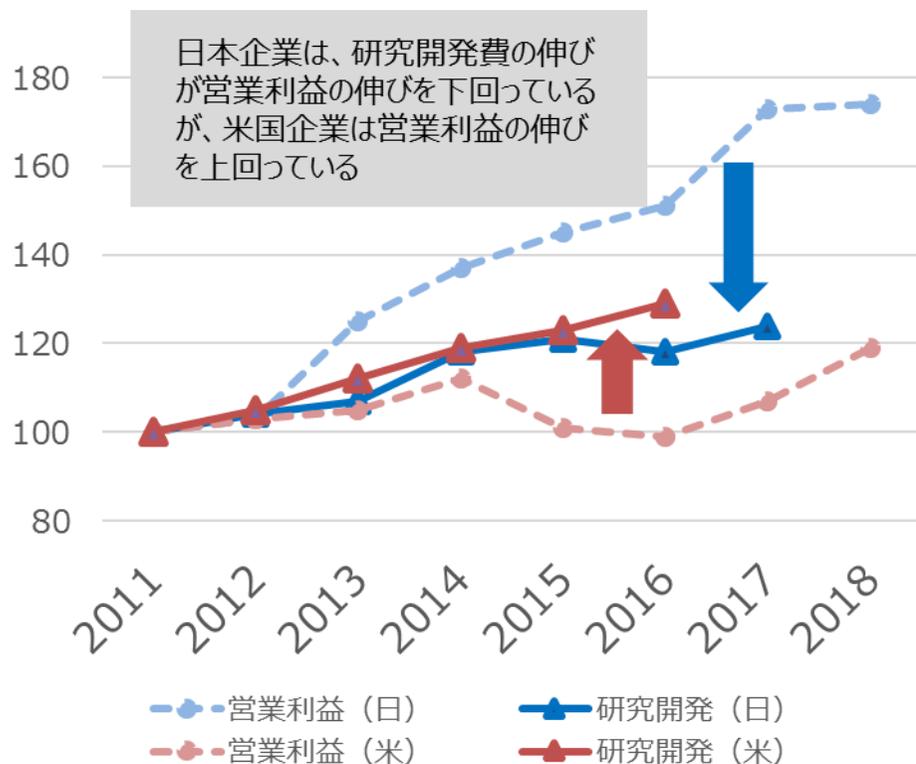
(出所) 日経新聞2019/9/30「自社株買い、19年度10兆円突破へ 投資より株主還元」、野村証券金融経済所シニア・リサーチ・フェロー・海津政信「増加する自社株買い、その背景と効用」より抜粋

(出所) Bloombergのデータを基に経産省にて作成。金融・保険を除く。欧州：イギリス、ドイツ、フランス

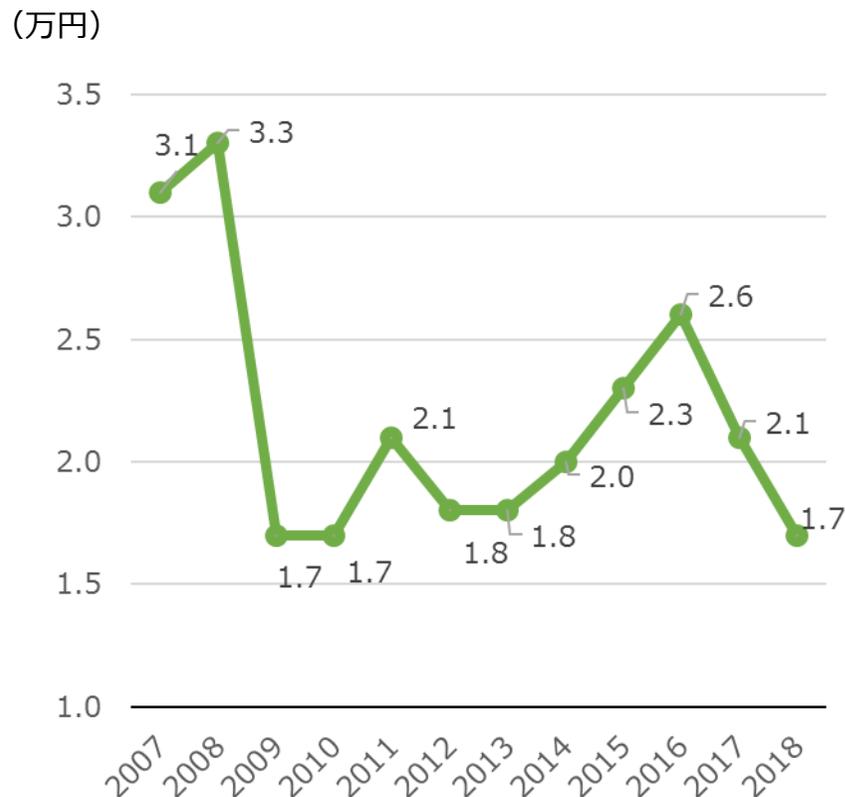
企業の研究開発費・能力開発費の推移

- 研究開発費や能力開発費についても、日本企業は伸びが弱い。

研究開発費・営業利益の推移の日米比較 (2011年を100として指標化)



従業員 1 人当たり能力開発費の動向



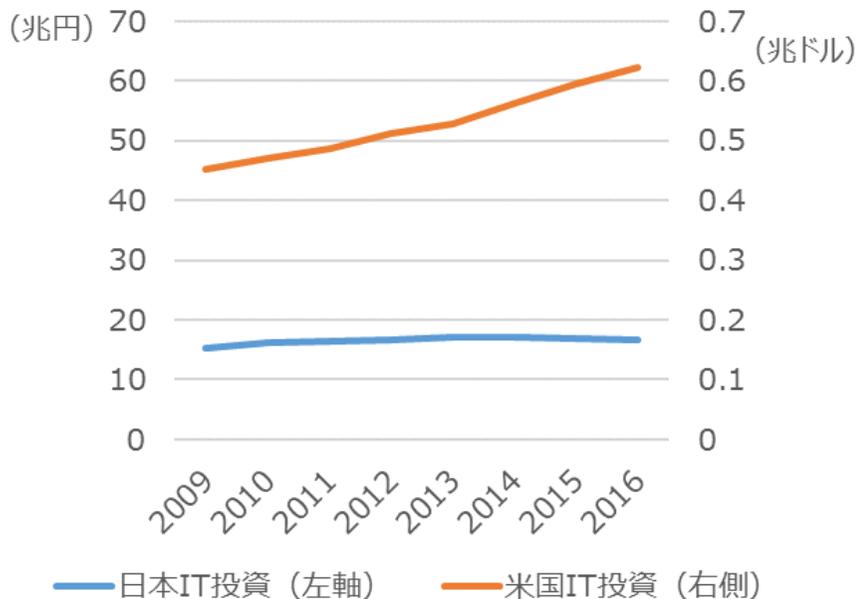
(注) 日本は年度、米国は暦年
(出所) 財務省「法人企業統計」、経済産業省「企業活動基本調査」、U.S. Census Bureau「Quarterly Financial Report」、National Science Foundation「Business Research and Development and Innovation」より経産省作成

(注) 能力開発費は、Off-JTと自己啓発（労働者が職業生活を継続するために行う、職業に関する能力を自発的に開発し、向上させるための活動）支援の合計。
(出所) 厚生労働省「能力開発基本調査」より経産省作成

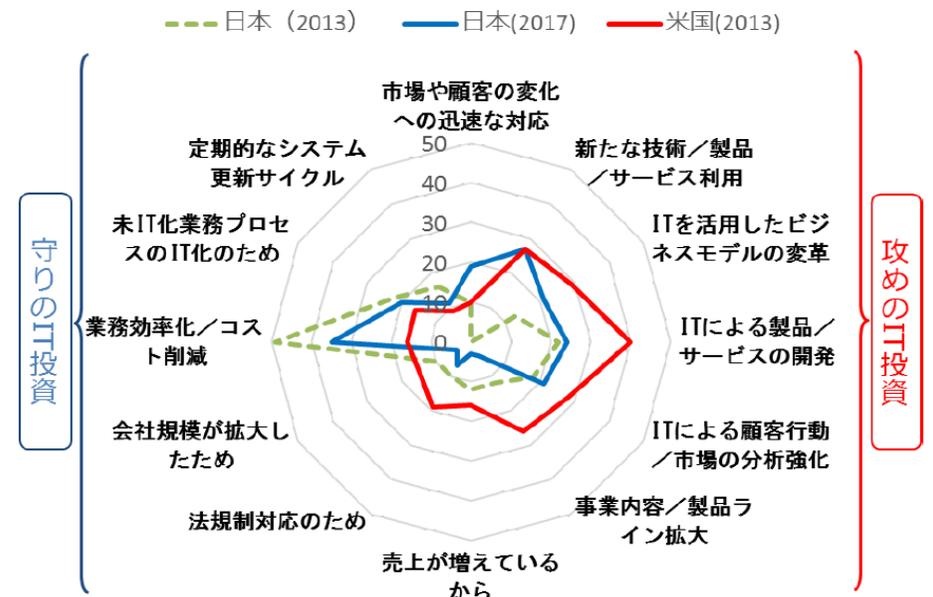
企業のIT投資

- 企業のIT投資額につき、日本は1994年から2016年までの約20年間で6.7兆円から16.7兆円へと2.5倍程度増加しているが、米国では同時期に1025億ドルから6230億ドルへと6倍程度に増加。
- また、日本企業は米国企業と比較して、「攻めのIT投資」に資金を振り向けられていないとの調査結果も。

日米のIT投資額推移（実質2010年価格）



日米におけるIT投資の内容



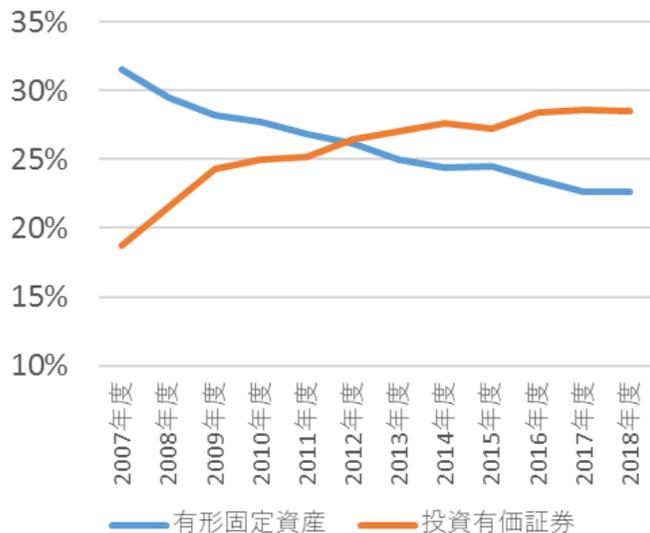
(出所) 総務省ウェブサイトより経産省作成

(出典) 一般社団法人電子情報技術産業協会「2017年国内企業の「IT経営」に関する調査」(2018年1月)より

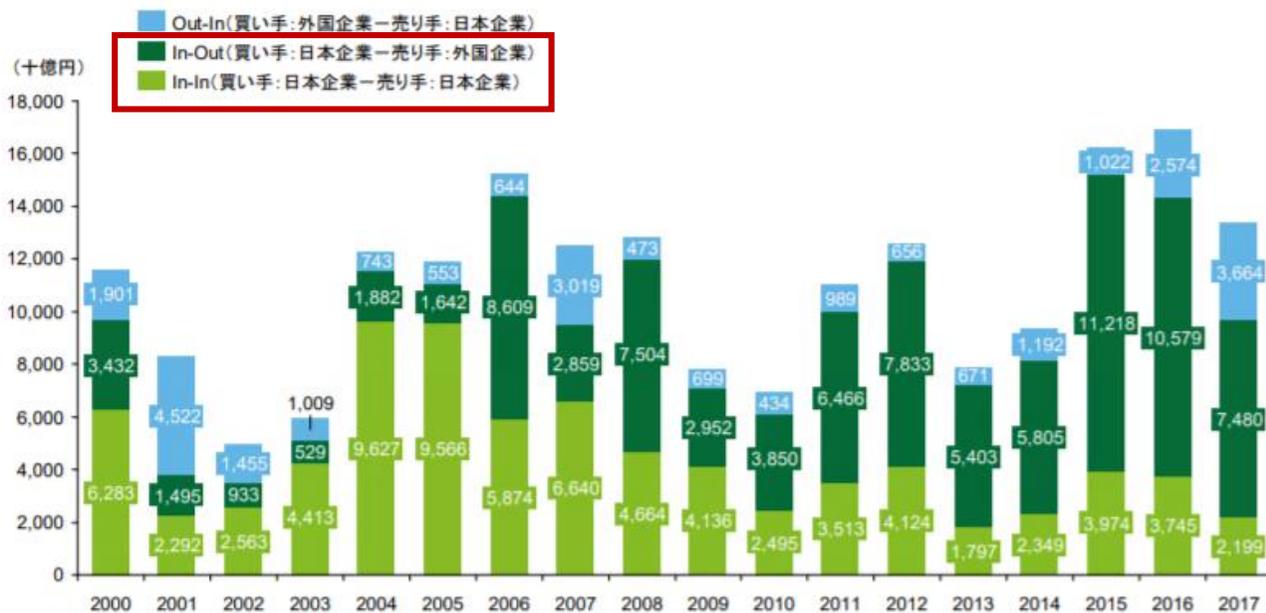
M&Aの増加

- 日本企業の主要資産の構成比について、有形固定資産の割合が低下する一方、投資有価証券の比率が上昇しており、国内での設備投資から海外関係会社等を通じた海外事業への投資や、M&Aに資金を振り向けてきた傾向が窺える。
- 日本企業のM&Aは、公開されている案件だけでも、毎年10兆円規模の投資が行われている。

総資産に占める 投資有価証券の割合



M&A金額の推移



脚注：レコフの公表日ベースの M&A データのうち、金額が公開されている案件のみを集計

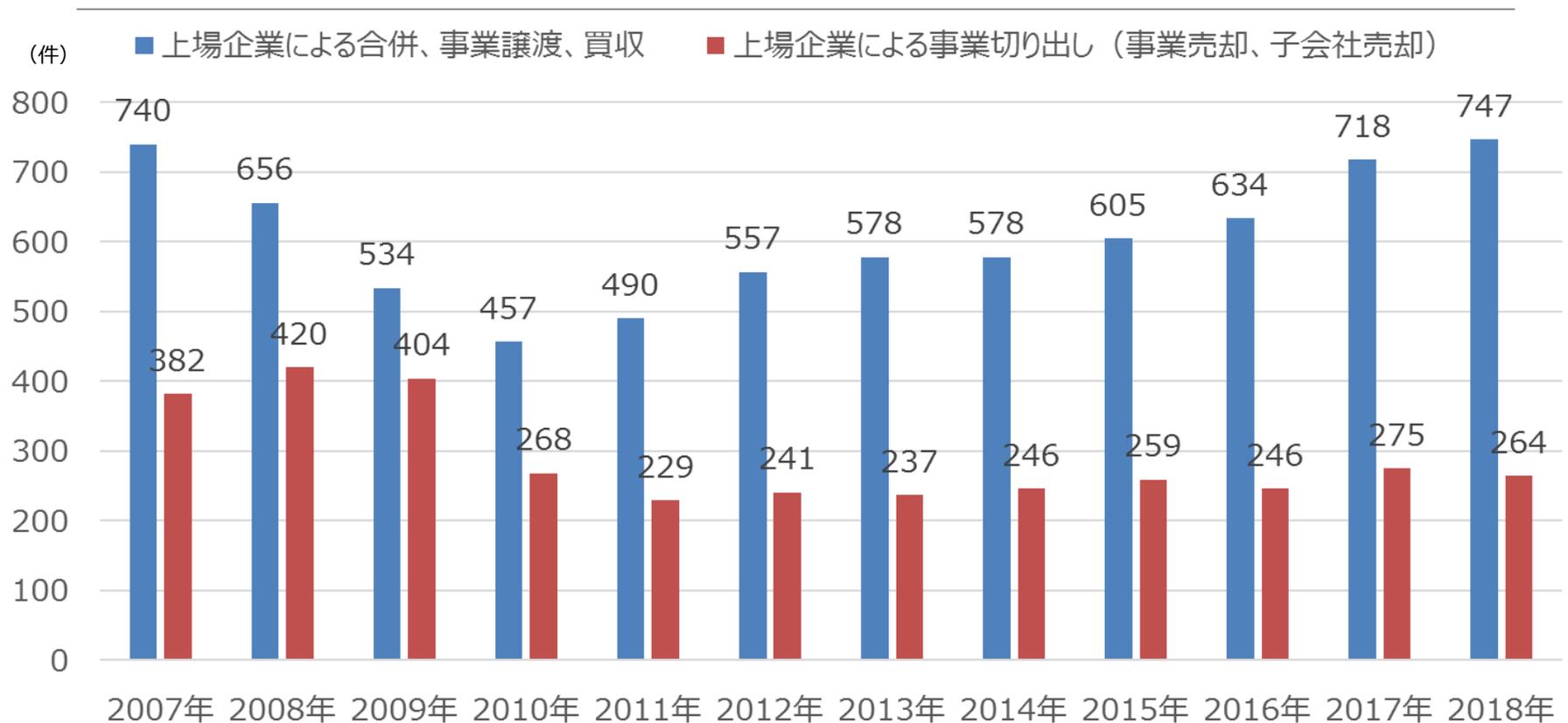
(注) 金融・保険を除く全産業、資本金10億円以上の企業の数値
(出所) 「法人企業統計」より経産省作成

(出所) 経済産業省「我が国企業による海外M & A 研究会」報告書より抜粋・加工

(参考) 国内上場企業のM&Aの傾向

- 国内上場企業による合併、買収、事業取得が近年増加。
- 事業売却や子会社売却は、2008年の420件をピークに、その後減少し、ここ数年は250件前後で推移。

国内上場企業のM&Aの類型別の推移



(注) 公表日ベース。

日本企業とは日本資本が原則として50%超の法人をいう (レコフデータベースより)。

(出所) レコフデータベースより経済産業省作成

(参考) 「両利きの経営」の重要性

『第1回成長戦略部会 議論の参考資料』
(2019年9月17日) 事務局説明資料P42より抜粋

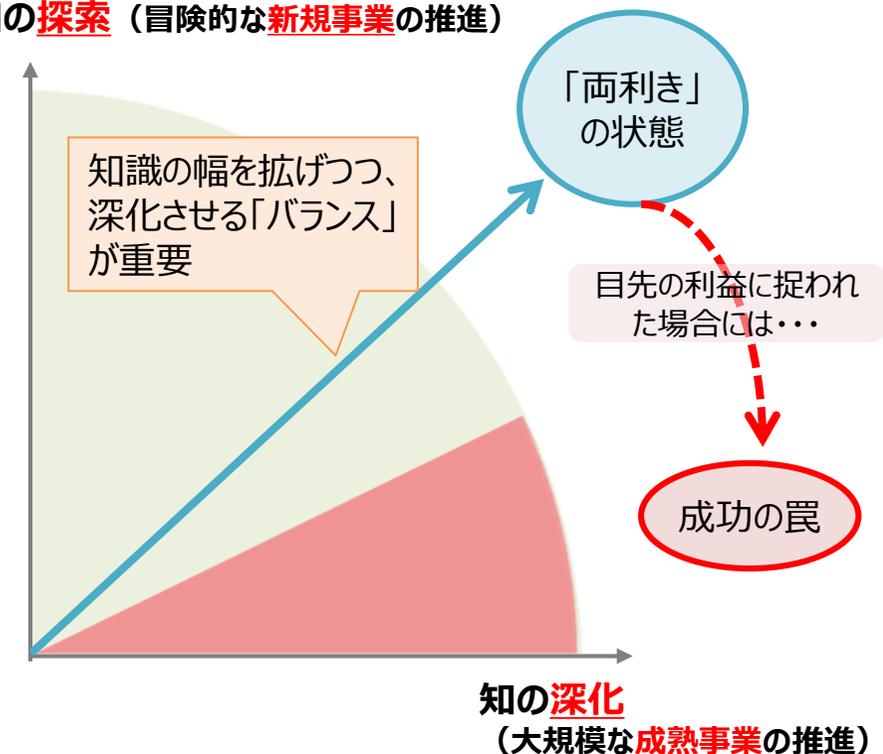
- 経営学では、既存企業のイノベーションを成功させるためには、「知の深化」と「知の探索」を同時に推進する「両利きの経営」が重要という指摘がある。

チャールズ・オリリー氏 (スタンフォード大学経営大学院教授)
マイケル・タッシュマン氏 (ハーバード・ビジネス・スクール教授)

両利きの経営 (2016年)

- 既存企業のイノベーションを成功させるためには、
①既存事業の効率化と漸進型改善 (知の深化)
②新規事業の実験と行動 (知の探索)
の両者を同時に行う「両利きの経営」が必要。
- 「両利きの経営」によって企業業績 (イノベーション、財務指標、企業生存率など) が向上するという実証分析が多い。
- 特に、企業環境の不確実性が大きい場合や、十分なリソースを有する大企業である場合に一層有益である。

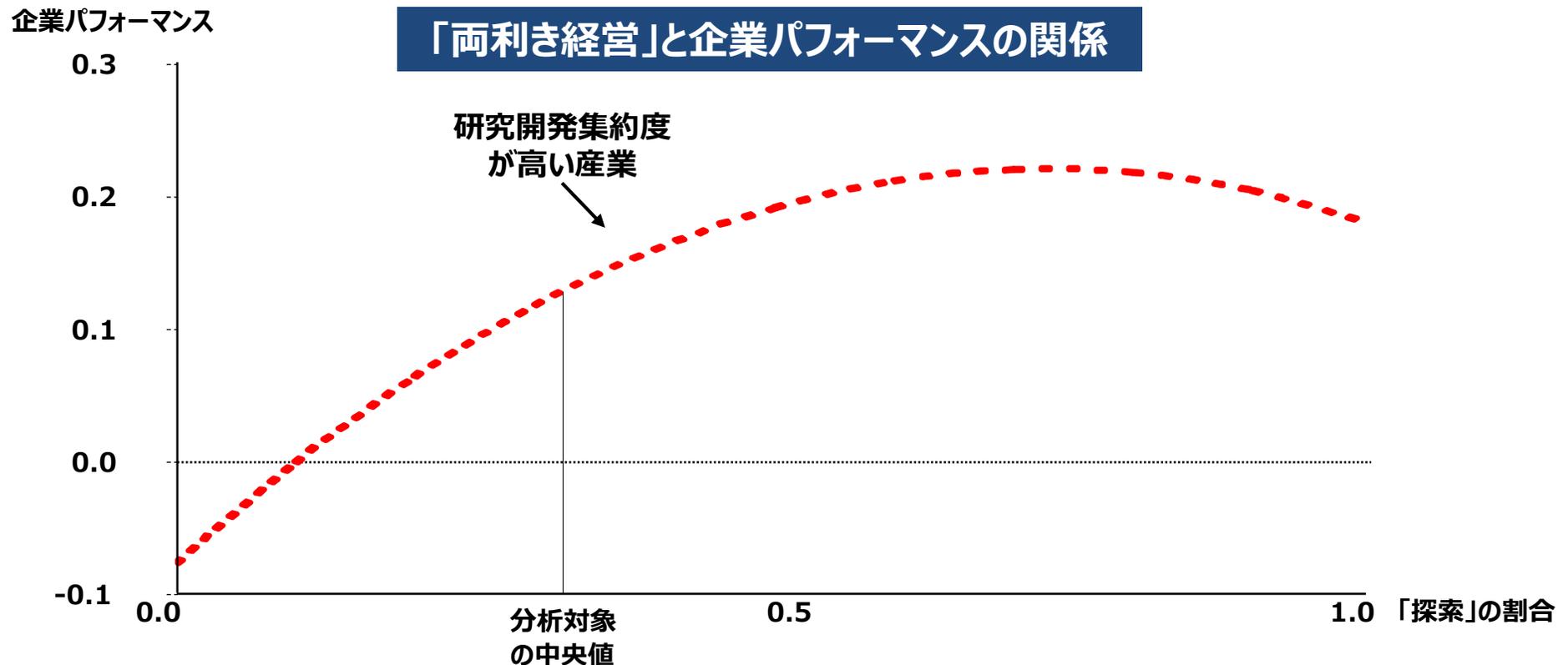
知の**探索** (冒険的な**新規事業**の推進)



(参考) 「両利きの経営」と企業パフォーマンス

『第1回成長戦略部会 議論の参考資料』
(2019年9月17日) 事務局説明資料P43より抜粋

- 米国企業を対象とした実証研究によると、研究開発に集約的な産業ほど、「知の探索」の割合が高い企業の業績が良い。
- 他方、多くの企業では、「知の探索」の割合が低い状態にある。



(注) 1989年～2004年の279社の製造業（米国S&P500の構成銘柄）のデータを用いて集計。

「探索の割合」：企業の「探索」の数値を、「探索」と「深化」の合計値で割った値（「深化」・「探索」は、26万記事に登場する関連語句の数を用いて推計）

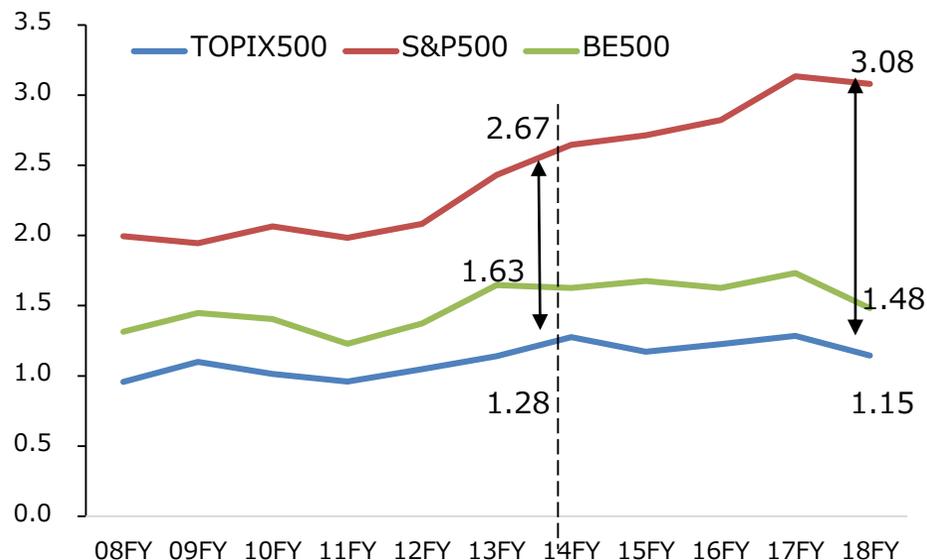
「企業パフォーマンス」：トービンのQ（各企業の資産の市場価格をその簿価で割った値）

(出所) Juha Uotila, Markku Maula, Thomas Keil and Shaker A Zahra (2009) "Exploration, Exploitation, and Financial Performance: Analysis of S&P500 Corporations" Strategic Management Journal 30(2) 221-231. を基に作成。

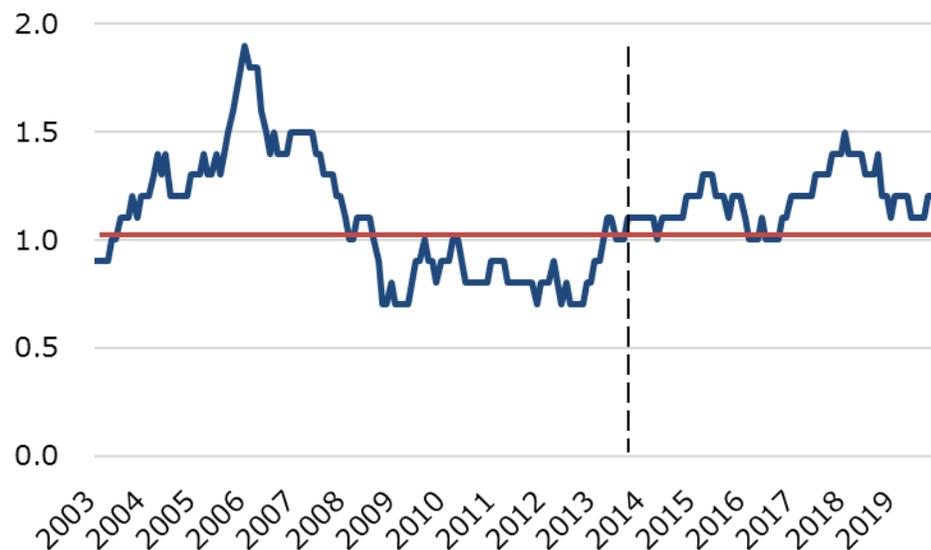
上場企業の株価純資産倍率(PBR)の国際比較

- 日本企業（東証一部）のPBRは1倍前後で推移
- PBRの変動率(14FY→18FY)は、日本10.2%減、米国16.4%増、欧州8.9%減。
- 日本企業に対する投資家・資本市場の「期待」が、まだまだ低いのではないか。

PBRの米欧日比較



日本企業(東証一部)のPBR



左図：(1) 集計対象は2019年9月末時点にTOPIX500、S&P500、BE500の構成銘柄となっていた企業で、2008年～2018年まで連続してデータを取得可能な企業
 (2) データはBloombergにより2019年11月に取得 (3) 数値はそれぞれ2014FY、2018FYのPBR加重平均。

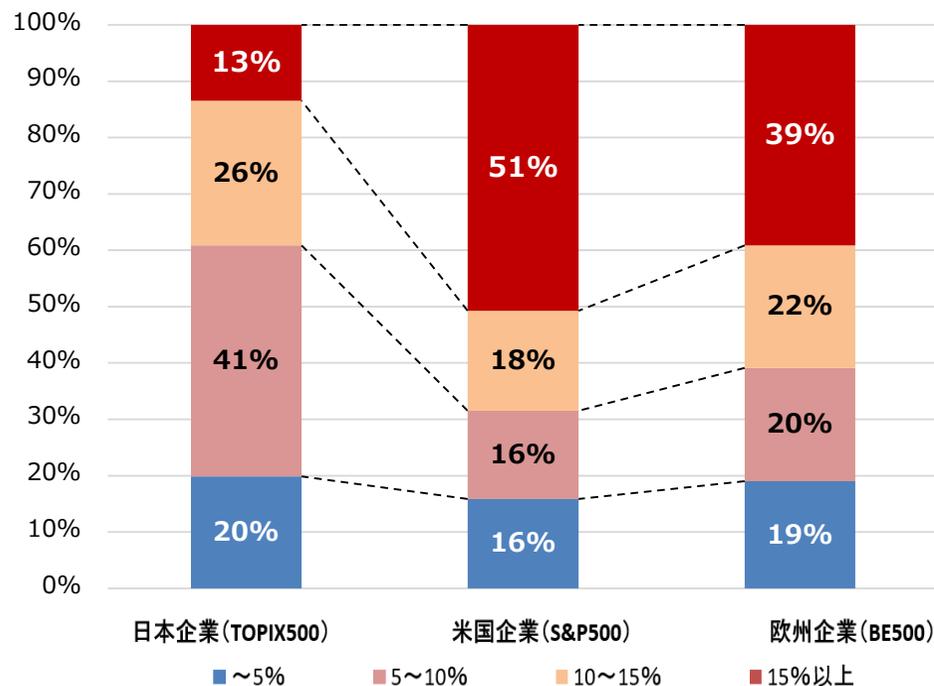
右図：日本取引所グループ「規模別・業種別PER・PBR（連結・単体）一覧」より経産省作成。2003年1月から2019年10月まで、月末のPBR加重平均。

(参考) 企業の収益性の国際比較－2019年現在

- 欧米企業と比較して日本企業は、ROE15%以上の比率が低く、10%未満の比率は6割を超える。
- PBR1未満の比率も高く、2倍以上の比率も欧米に比べて低い。

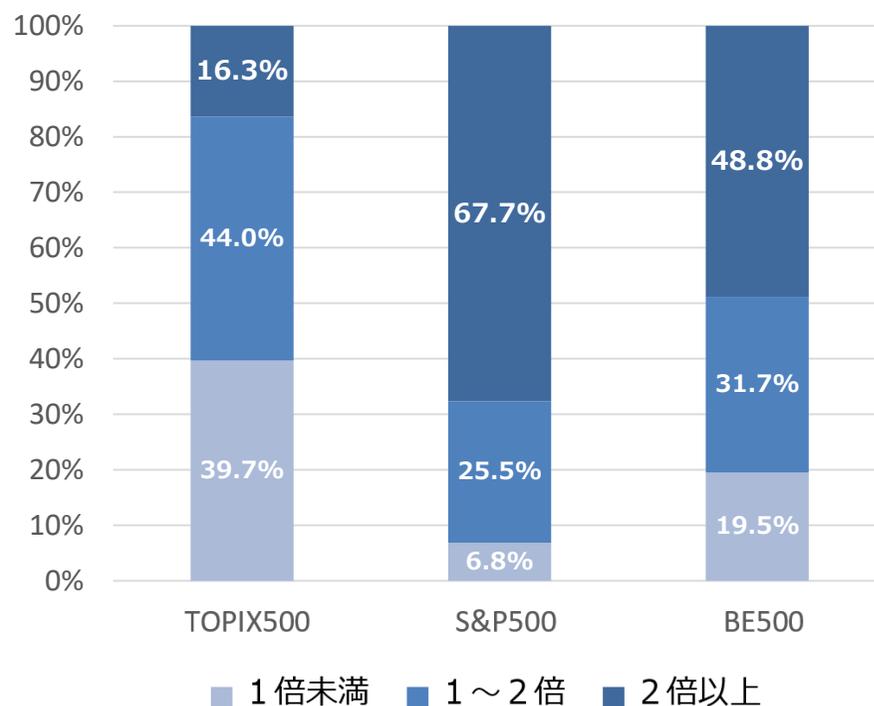
ROEの分布

ROE (Return on Equity) = 株主資本利益率。株主資本に対する当期純利益の割合。株主が投下した資金に対して企業がどの程度利益を上げたかの指標になる。



PBRの分布

PBR (Price Book-Value Ratio) = 株価純資産倍率。1株当たりの純資産に対し、株価が何倍まで買われているかを表し、会社の資産内容や財務体質を判断する指標。



左図 (1) 集計対象は2019年9月末時点にTOPIX500、S&P500、BE500の構成銘柄となっていた企業で、2008年～2018年まで連続してデータを取得可能な企業、(2) データはBloombergにより2019年11月に取得。

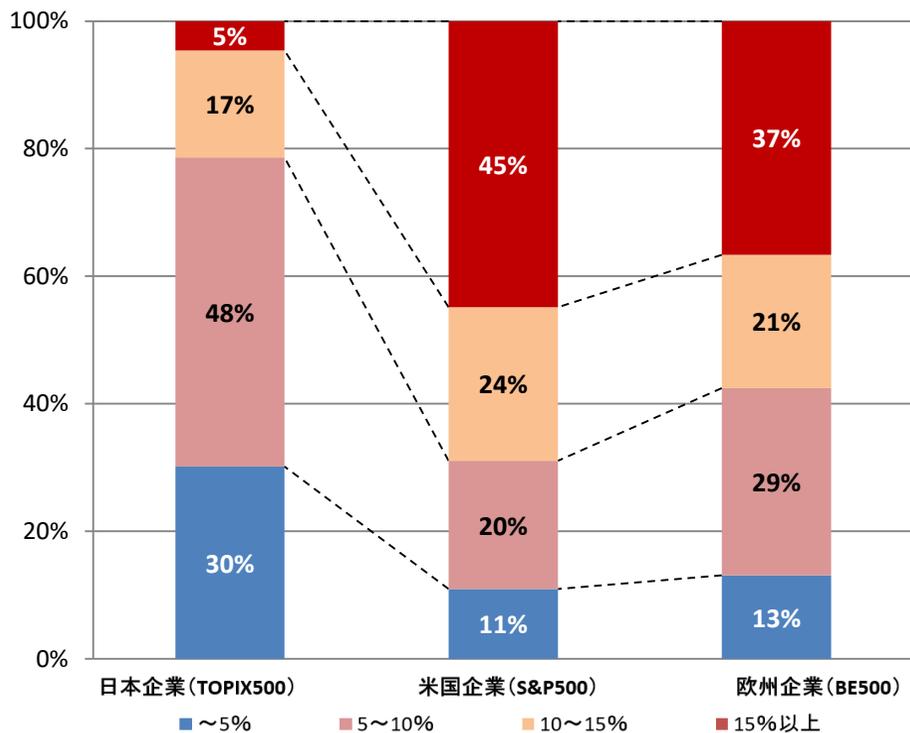
右図：日経NEEDS「Financial QUEST」。分析の対象は2019年11月19日時点に東証1部に上場している全企業（データが取得出来ない投資法人は除く）。ROE・PBR値ともに月平均値、円ベース。

(参考) 企業の収益性の国際比較ー伊藤レポート2.0より (2016年時点)

- もっとも、伊藤レポート2.0時点のデータと比較すると、TOPIX500の構成銘柄に関しては、ROE・PBR共に高い値の企業の割合が増加している。

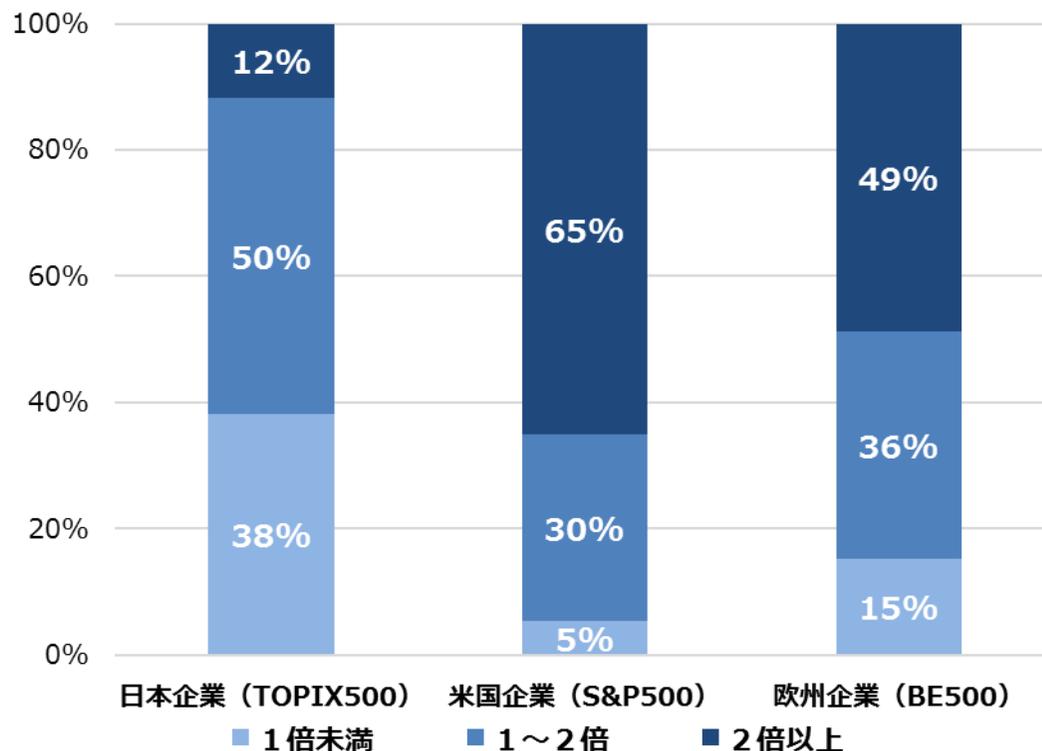
ROEの分布

ROE (Return on Equity) = 株主資本利益率。株主資本に対する当期純利益の割合。株主が投下した資金に対して企業がどの程度利益を上げたかの指標になる。



PBRの分布

PBR (Price Book-Value Ratio) = 株価純資産倍率。1株当たりの純資産に対し、株価が何倍まで買われているかを表し、会社の資産内容や財務体質を判断する指標。



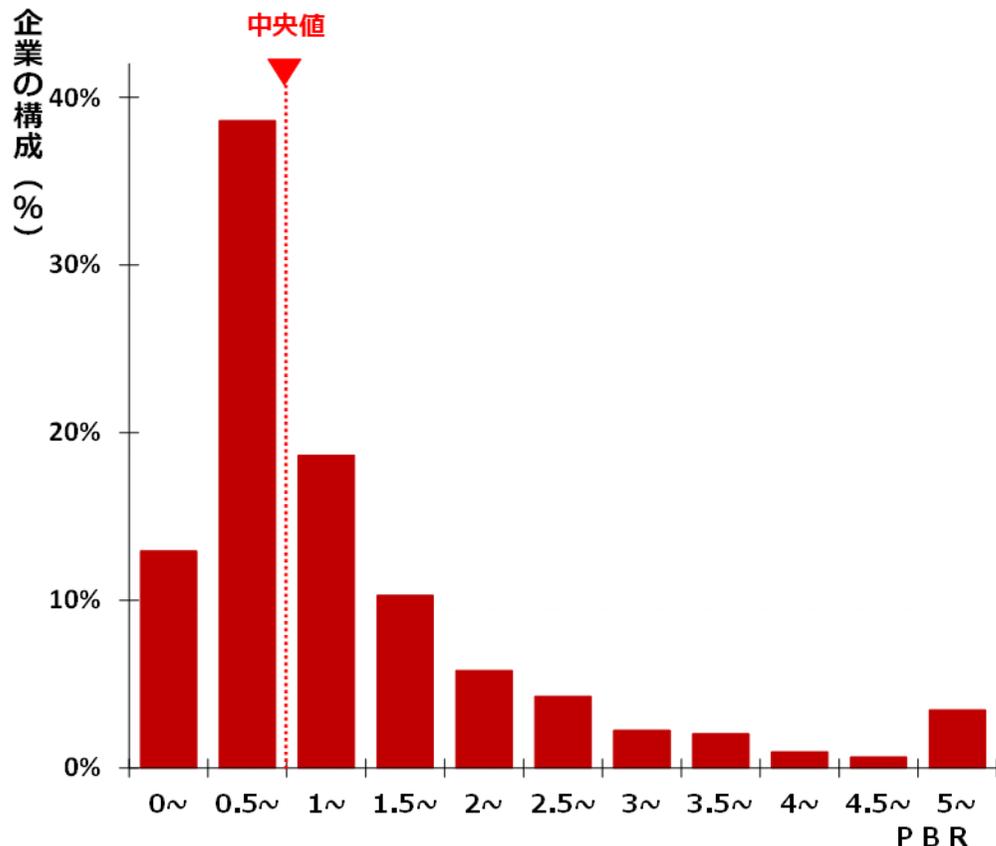
(出所) 伊藤レポート2.0 持続的成長に向けた長期投資(ESG・無形資産投資)研究会報告書 (平成29年10月26日)

(注) Bloombergデータベースを元に、研究会事務局が作成。TOPIX500構成銘柄、S&P500構成銘柄、Bloomberg European500構成銘柄のうち、取得可能な08年度~16年度の9年間分のデータ (ROE、PBR) の中央値の分布を算出。

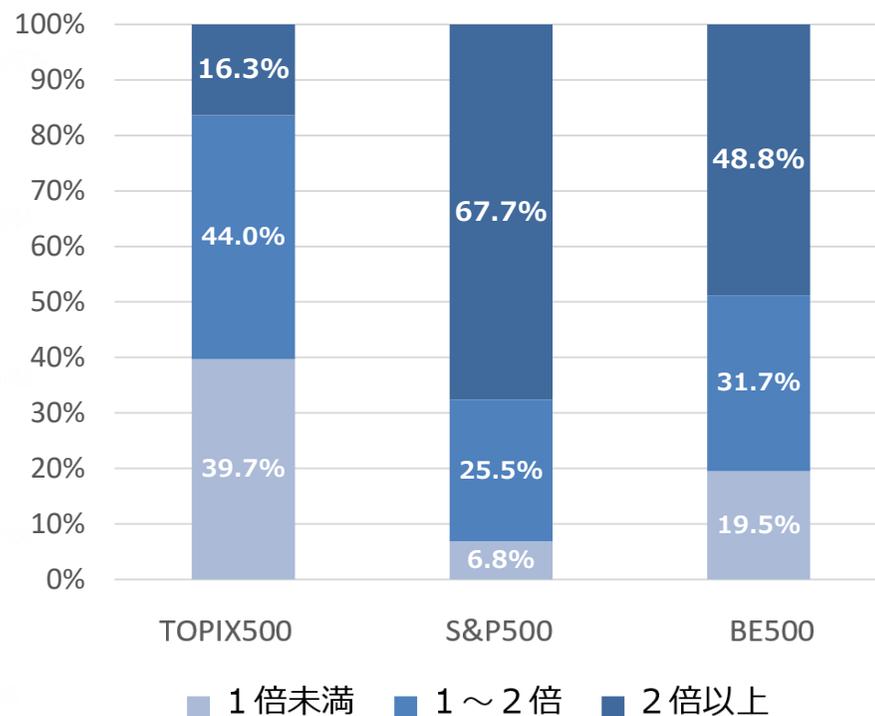
(参考) 世界と我が国の企業価値

- 日本企業のPBRの中央値は1をわずかに超える程度であり、2017年3月時点（1倍以下）と比較して改善がみられるものの、国際的にみても低水準。

日本企業のPBRの分布



(再掲) PBRの国際比較 (分布)



(出所) 日経NEEDS「Financial QUEST」より経産省作成。

分析の対象は2019年11月19日時点に東証1部に上場している全企業（データが取得出来ない投資法人は除く。）。

主要指数別長期パフォーマンス

- 主要指数について、過去29年間（90年末～2019年10月末）の国際比較で見ると日本の低迷が顕著。
- 日本企業の「稼ぐ力」は、まだまだ低いのではないか。その要因は何か。



(出所) Bloombergデータベースを基に経産省作成

(注) 主要指数の1990年末時点における値を100として2019年10月末までを指数化

2. 伊藤レポート公表後の変化②～金融編

議論の視点例②～金融・資本市場側の変化について

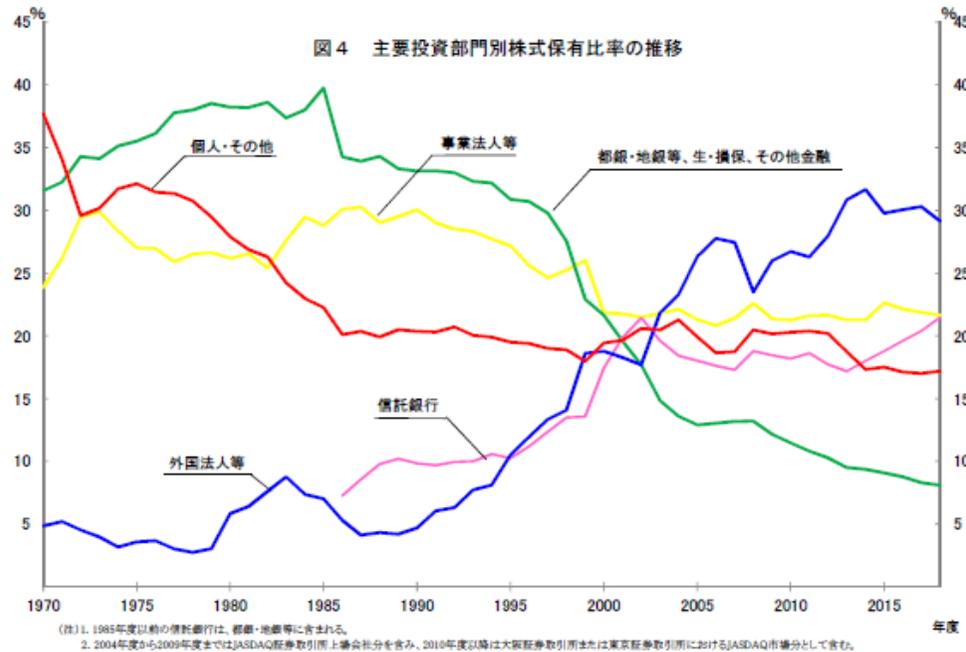
- ② 伊藤レポート公表後、資本市場において、運用手法のパッシブ化をはじめとするコスト極小化の動きが進んでいるとみられるが、今後この動きはより進むか。そうした構造変化が進むとした場合、企業との価値協創に向けて、資本市場の各プレイヤーはどのような役割を果たすべきか。必要な環境整備は何か。
- 1) パッシブ化が進展していく中で、パッシブ投資家・アクティブ投資家それぞれが継続的な企業価値向上に向けて果たすべき役割はどのようなものか。
 - 2) 企業の持続的な価値向上を図る観点から、アセットオーナーも、運用機関との対話や、アセットアロケーションの見直し、運用機関に対するインセンティブ付与など、積極的にその役割を果たすべきではないか。また、資本市場を支える存在としてのアナリストや証券会社、評価機関の果たすべき役割はどのようなものか。
 - 3) アセットオーナーの中でもESG投資に対する様々な考え方があるが、ESG投資を通じた企業の価値創造の可能性についてどのように考えるか。

(1) 前提となる金融・資本市場の状況

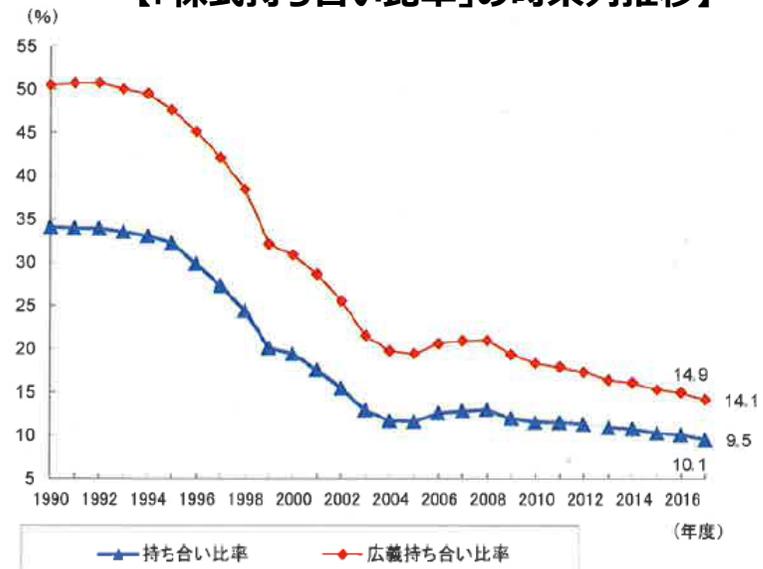
株式保有構造の現状

- 日本企業の株式保有比率は2000年代以降大きく変化。
- 持ち合いの解消などにより政策保有株式が減少する一方、機関投資家の保有比率は上昇。

【主要投資部門別株式保有比率の推移】



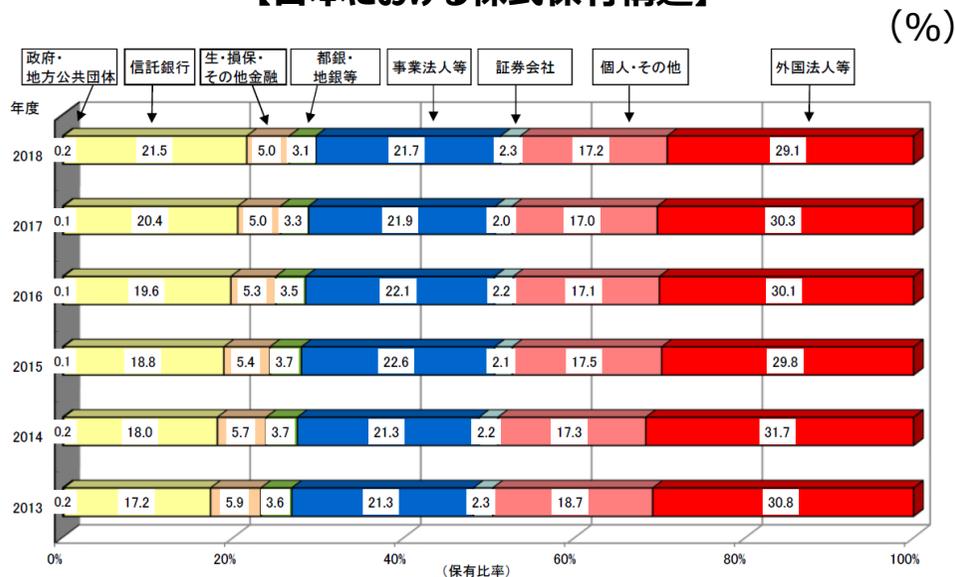
【「株式持ち合い比率」の時系列推移】



株式保有構造の国際比較

- 日本の株式保有構造について金額ベースで見ると、国内機関投資家と海外機関投資家がそれぞれ3割程度、国内事業法人、個人等がそれぞれ2割程度。
- 米国は、日本と比較して年金・保険（1割5分程度）や投資信託（3割程度）の割合が高い一方、日本は、米国と比較して事業法人・金融機関（いずれも2割程度）の割合が高い。

【日本における株式保有構造】



(出所) 「2018年度株式分布状況調査の調査結果について」(2019年6月 東京証券取引所) より抜粋

【主要国における株式保有構造】

	日本	米国	英国	ドイツ	フランス
事業法人	22	4	2	16	24
金融機関	20	1	10	6	11
年金・保険	5	14	8	1	3
投資信託	6	29	12	18	17
個人	17	36	13	14	10
外国	29	15	54	43	30
政府	0	1	1	2	5
合計	100	100	100	100	100

(出所)

日本：同左

米国：FRB, Financial Accounts of the United States – Z.1 Statistical Release for Jun 06, 2019

英国：Office for National Statistics, Ownership of UK quoted shares: 2016

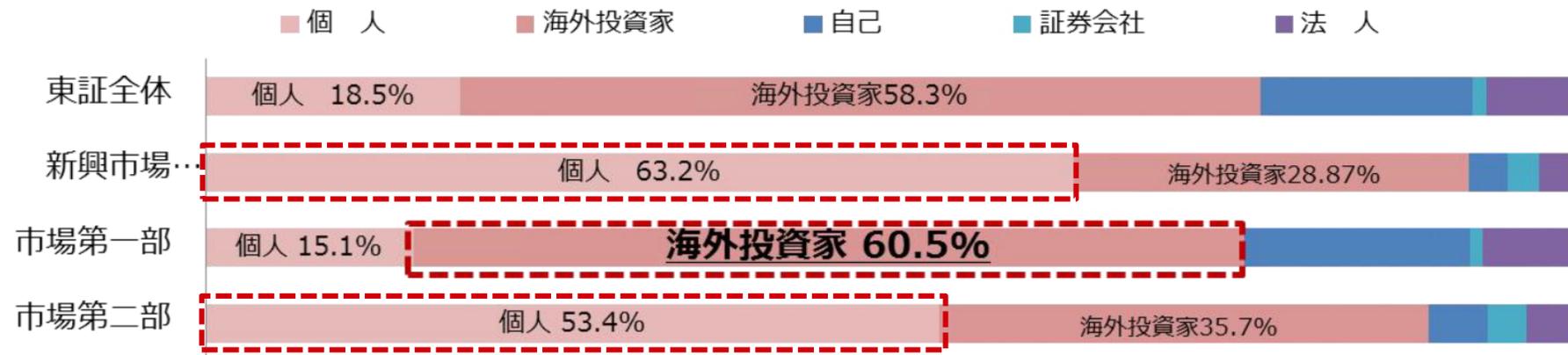
ドイツ・フランス：Financial Balance Sheet, Eurostat

右図：『第1回新時代の株主総会プロセスの在り方研究会』事務局 説明資料P4より抜粋

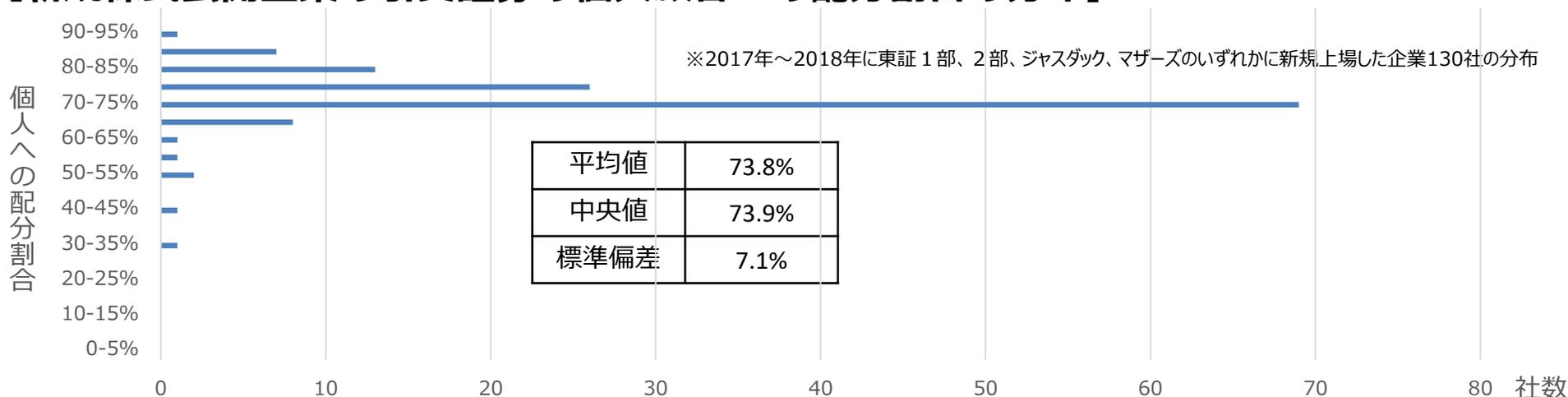
東証上場企業の株主構成

- 東証市場一部企業の投資家は海外機関投資家が中心である一方、二部や新興市場の企業では個人投資家が中心。上場時には個人投資家への配分が多く行われている。

【投資部門別売買状況（金額ベース）（2017年）】



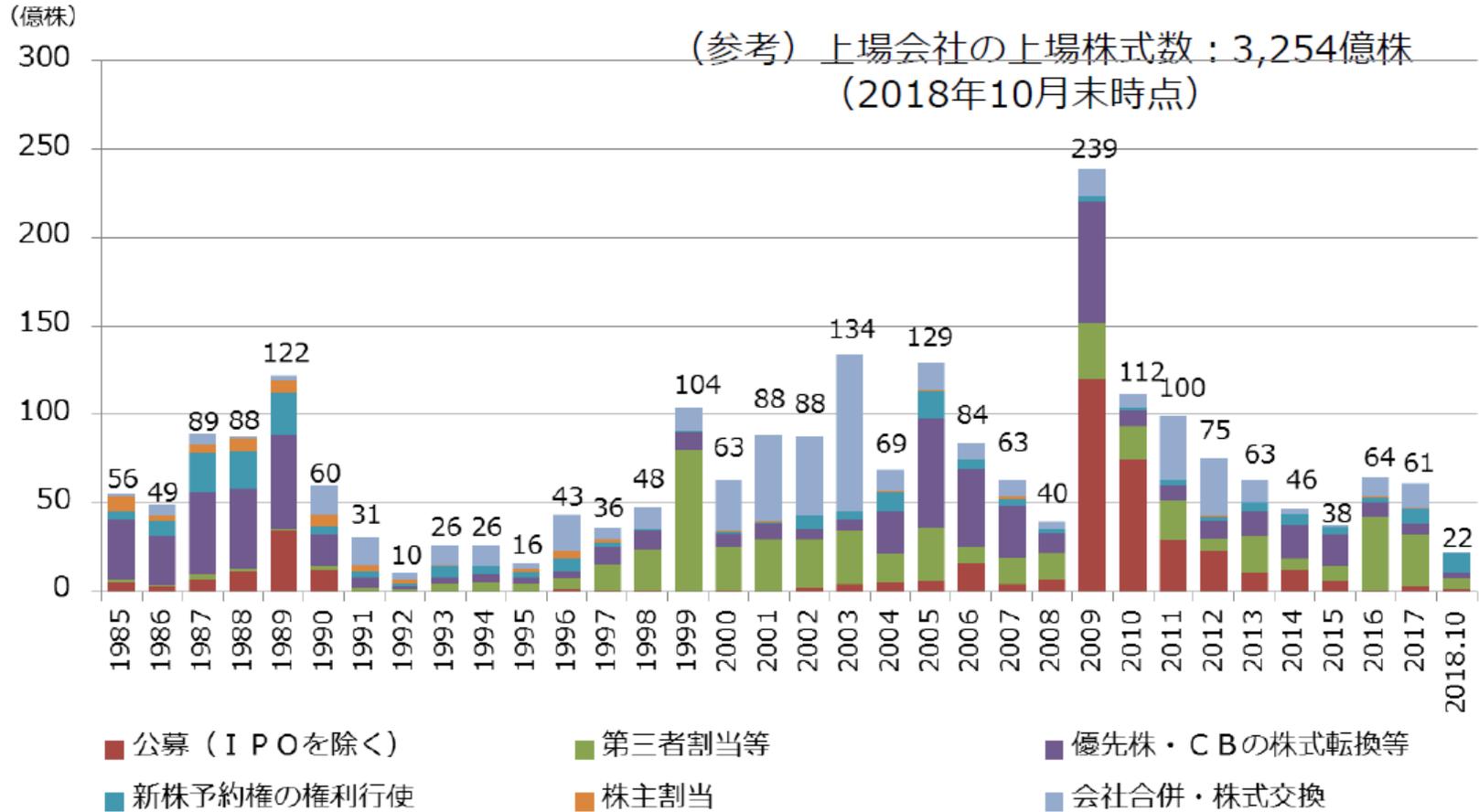
【新規株式公開企業の引受証券の個人顧客への配分割合の分布】



東証上場企業による上場後のエクイティファイナンスの推移

- 上場後のエクイティファイナンスは低調であり、近年は発行済株式数の1%前後の規模。

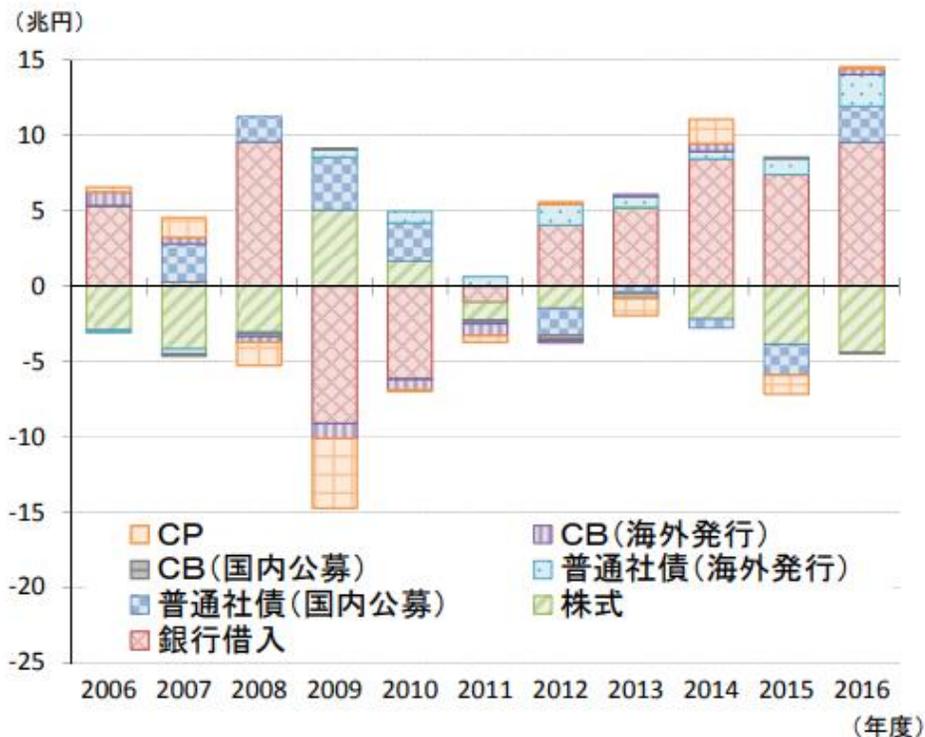
(上場会社の発行済株式数の増加状況)



※ 2018年10月末時点 (株式分割による増加分を除く)

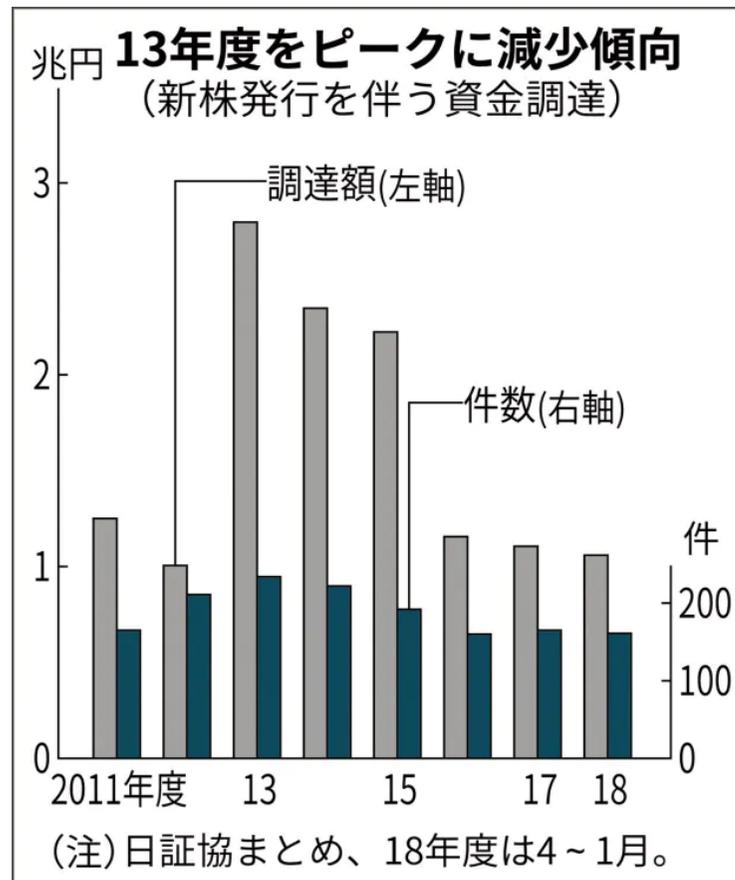
上場企業の資金調達

- 企業の手元資金が潤沢で資金需要が減っていることに加え、低金利の長期化により社債・借入れによる資金調達コストが低下。その結果、株式市場での資金調達は低調。



(注) 普通社債・CB・CP は発行額から償還額を減じた数値、銀行借入は国内銀行貸出金残高の前年度末との差、株式は公募増資額から自社株買い実施額（普通株式のみ）を減じた数値。海外発行は私募を含む。

(出所) 日本銀行、日本証券業協会、証券保管振替機構、アイ・エヌ情報センターより大和総研作成

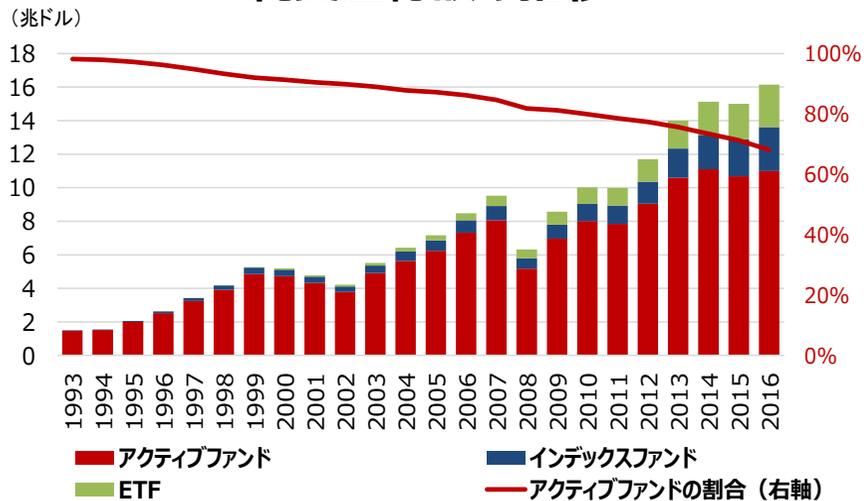


(2) 運用手法のパッシブ化

パッシブ化の進展①

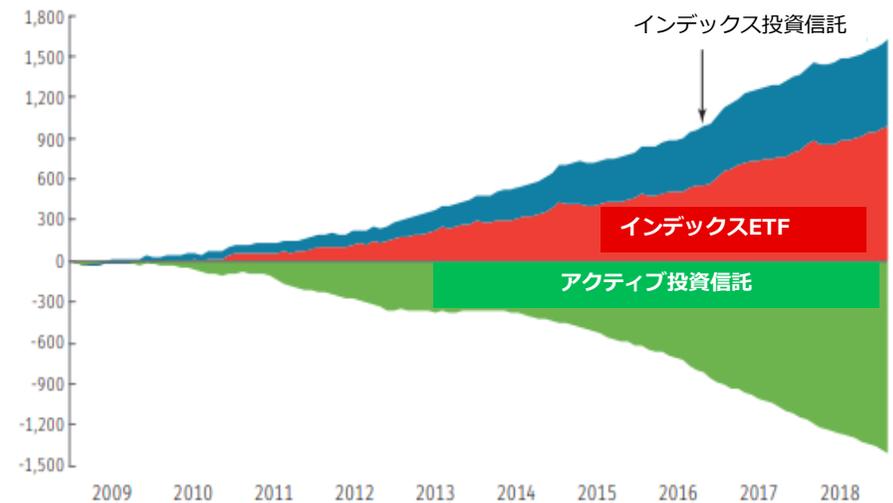
- 世界的にパッシブ・インデックス運用の割合が増加傾向。その構造的要因としては、①アクティブ運用の成績不振と高コスト、②アクティブ運用手法の不透明性等が指摘され、①の背景としては、アクティブ投資家や運用資産の増大によりアルファ獲得の困難さが増したことなどが指摘されている。
- また、パッシブ化が進むと、①市場の価格発見機能が低下、②スキルのないアクティブ投資家がインデックス投資に流れることで、強者同士の厳しい競争のみが残るなどの可能性が指摘されている。

米国におけるアクティブ/インデックスファンド・ETF 純資産総額の推移



(出所) Investment Company Institute

米国籍の米国株投資信託とETFの 累積資金流入

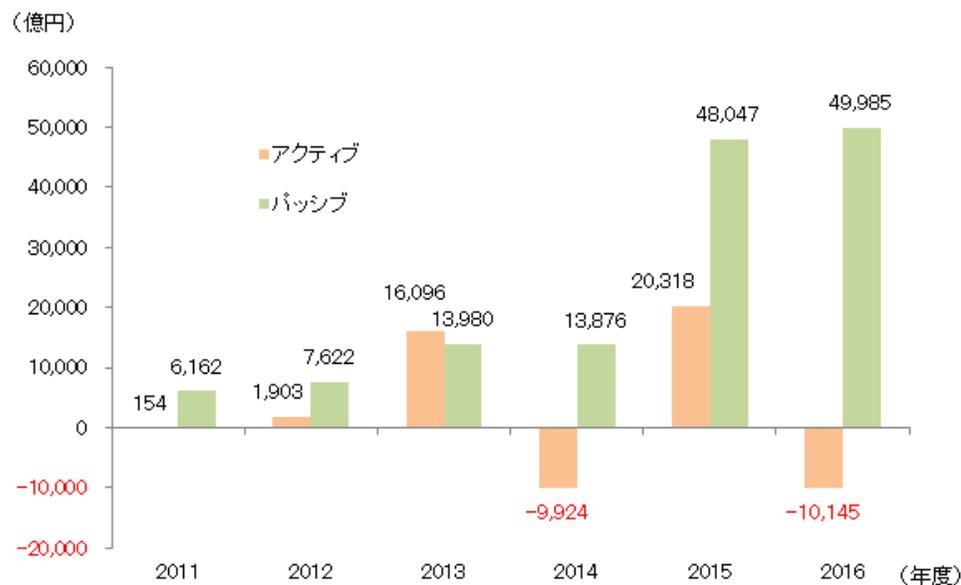


(出所) Investment Company Institute「2019 Investment Company Fact Book」

パッシブ化の進展②

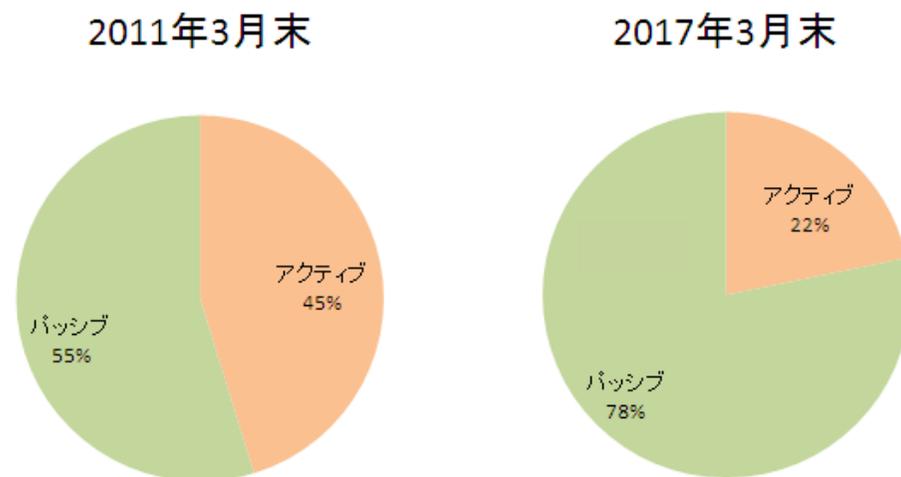
- 日本においてもパッシブ運用の増加・アクティブ運用の減少が顕著。
- パッシブ化が進展する中で、「対話」は企業価値向上にとって効果的なのか。
- パッシブ投資家と企業の対話・エンゲージメントの意義はどこにあるか。また、パッシブ投資家による対話・エンゲージメントはどうあるべきか。

図表2：過去5年間における国内株式型ファンドのアクティブ・パッシブ別流出入動向



※ 2011年3月末～2017年3月末、各年度末における過去1年間の流出入動向
 ※ モーニングスター大分類において国内株式型ファンドが対象
 ※ アクティブ、パッシブの定義は投信協会の定義に則る
 出所：モーニングスター作成

図表3：国内株式型ファンドに占める純資産額の割合

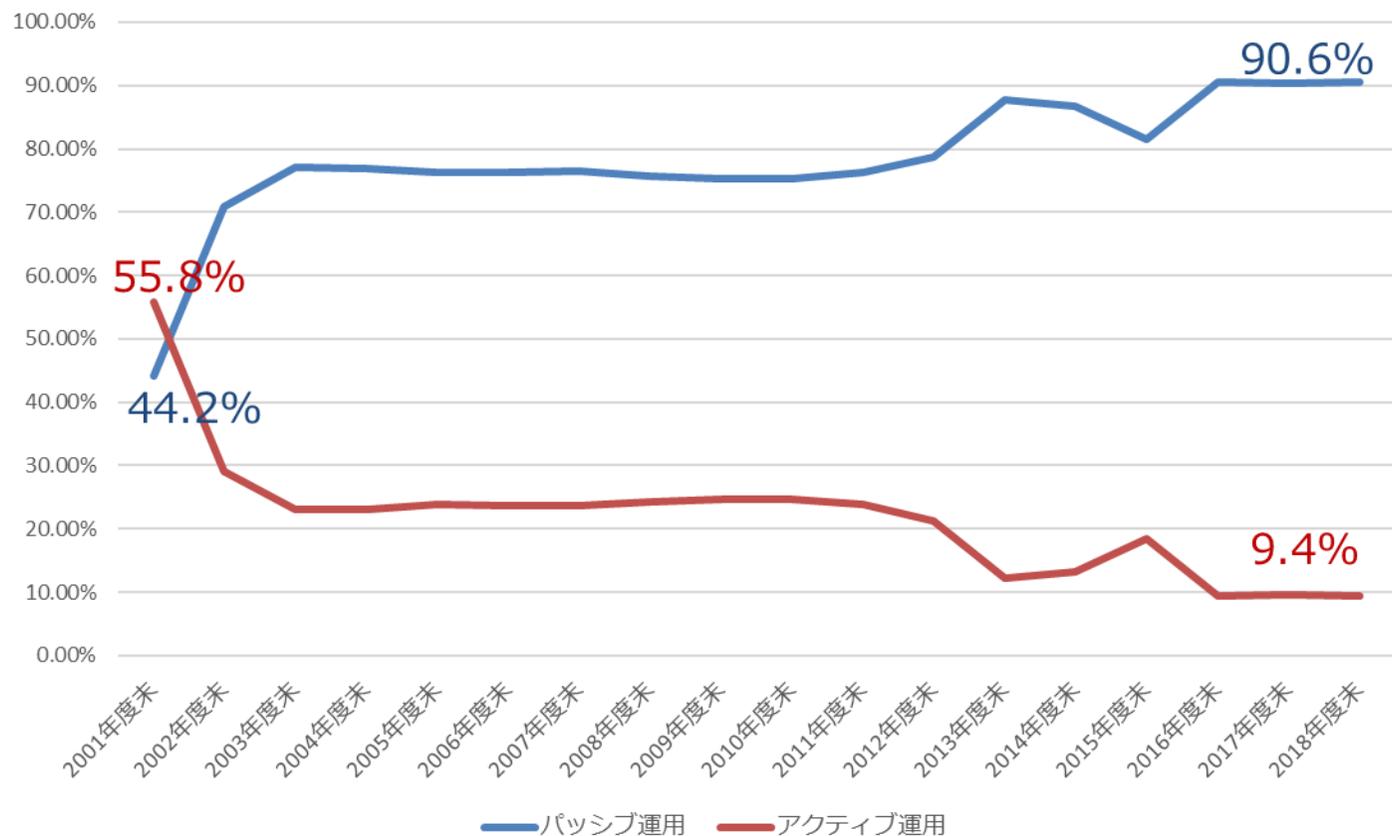


※ 2011年3月末と2017年3月末における純資産額
 ※ モーニングスター大分類において国内株式型ファンドが対象
 ※ アクティブ、パッシブの定義は投信協会の定義に則る
 出所：モーニングスター作成

(参考) GPIFによるパッシブ運用

- GPIFによる国内株式運用は、パッシブ運用が急速に増加している。
- 2018年度末時点では、国内株式運用の90%がパッシブ運用であり、総額は約35兆円に上る。

GPIFの国内株式パッシブ運用・アクティブ運用の割合の推移



パッシブ運用
2018年度末時価総額
35.0兆円

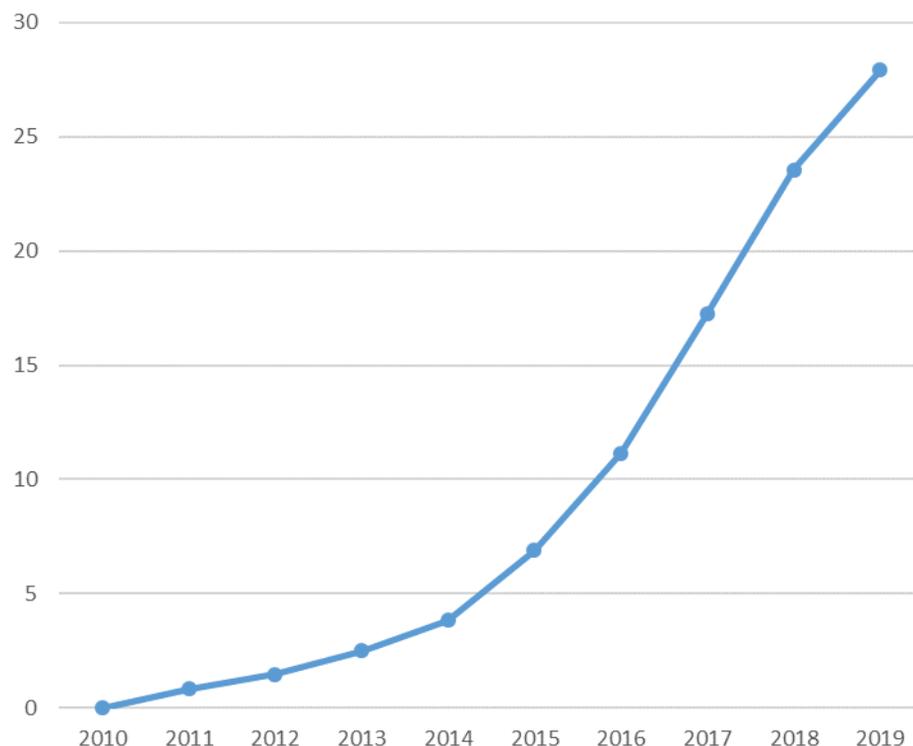
アクティブ運用
2018年度末時価総額
3.6兆円

(参考) 日銀による国内ETF買い入れ

- 日本銀行は金融市場調節のため、東証株価指数（TOPIX）、日経平均株価（日経225）、JPX日経インデックス400（JPX日経400）の3指数に連動するETFおよび設備・人材投資ETFについて、現在、年間約6兆円のペースで買入を実施している。

日銀のETF保有残高推移

(兆円)

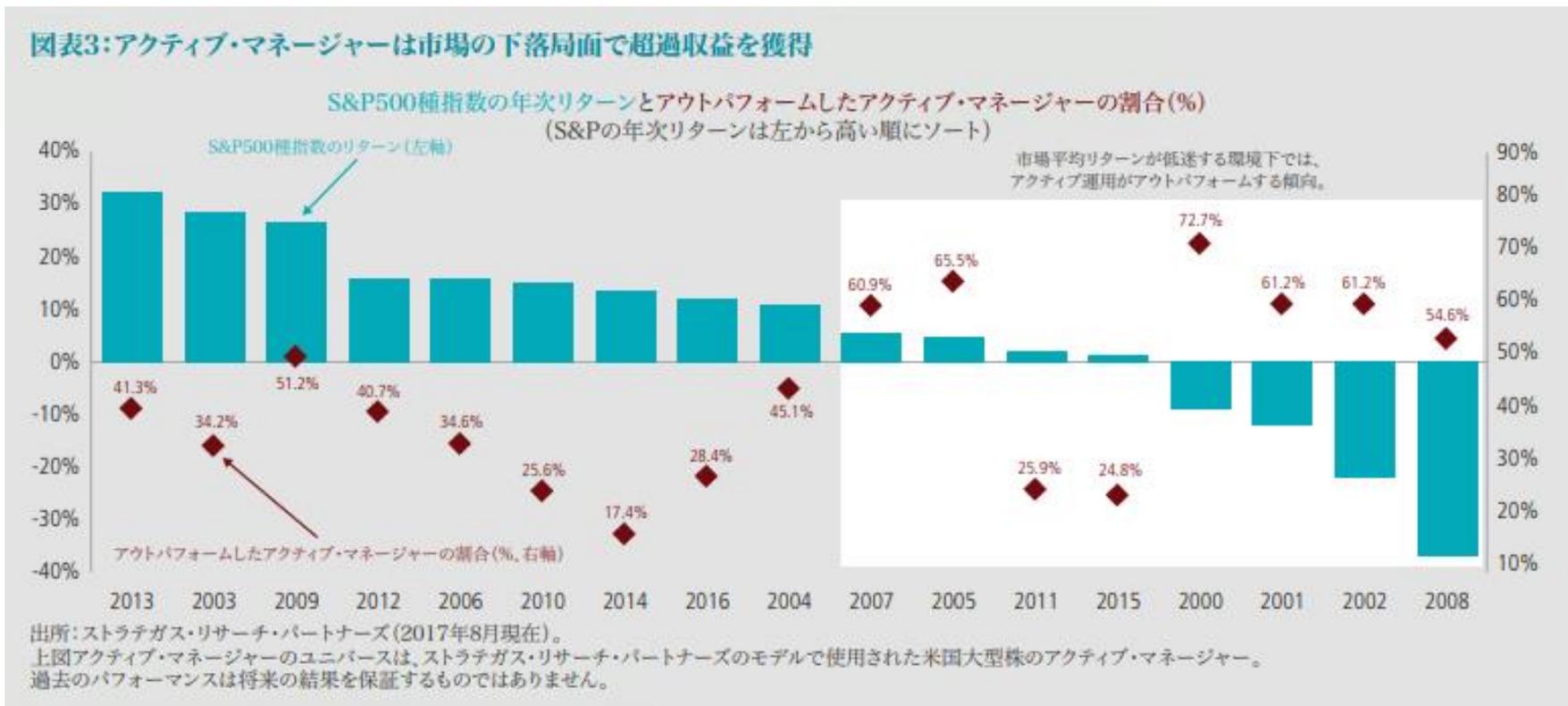


2019年10月31日時点残高
約**27.9兆円**

(出所) 日本銀行「営業毎旬報告」より経産省作成

市場環境とアクティブ運用

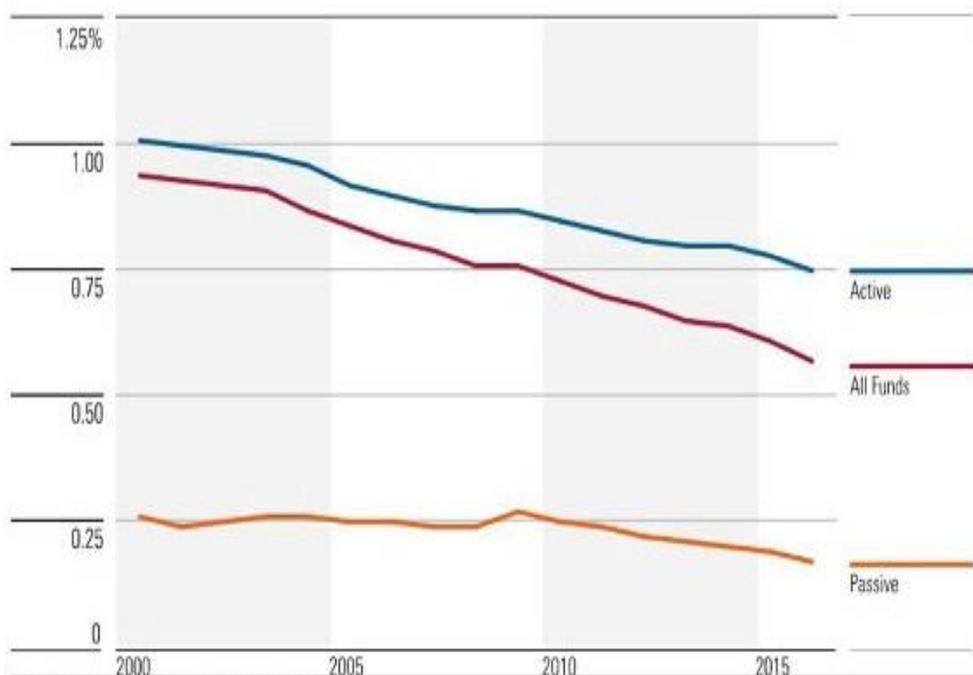
- 近年の株式市場はボラティリティが低く、銘柄間のリターンのばらつきも小さいなど、アクティブ運用には厳しい環境と指摘されている。
- 過去実績を見れば、株式市場が下落し、ボラティリティが高まる局面では、アクティブ運用がアウトパフォームする傾向にある。
- 株式市場が下落局面に転じた場合、パッシブ化の流れも変わり得るのか。



運用会社の信託報酬・委託報酬の低下

- 米国では、アクティブ運用でも委託報酬率が低下。また、パッシブ運用には資金が流入しているが、運用手法での差別化が難しいことから、委託報酬の価格競争が進展しているともされる。
- 日本においては、アクティブ運用については過去に信託報酬が大きく下がった時期があったものの、足元ではおおむね横ばい。パッシブ運用では足下でも低下傾向。

米国における委託報酬の推移

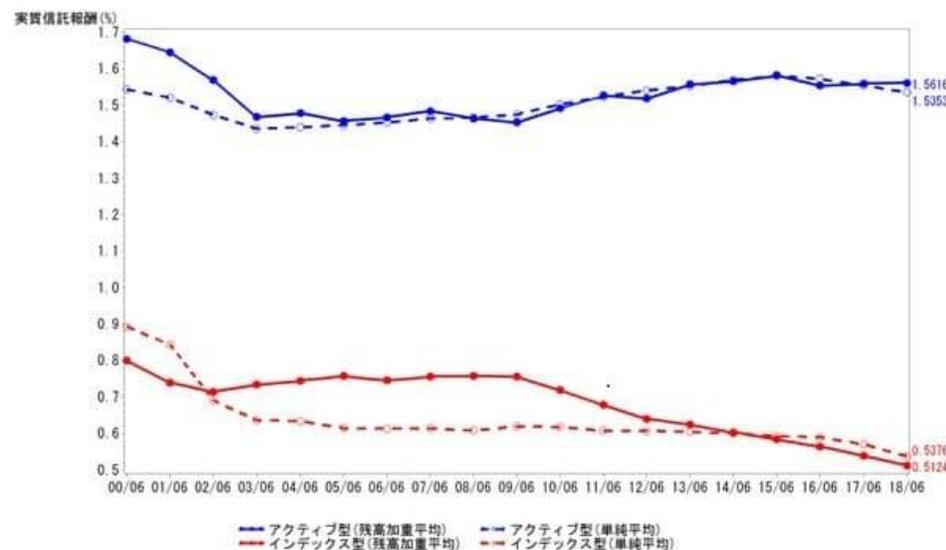


Source: Morningstar Direct. Data as of 31/12/2016.

(出所) Morningstar 「Fund Fees Paid by Investors Continue to Decline」より抜粋

日本における信託報酬の推移

(図表1)アクティブ型とインデックス型 実質信託報酬の推移



※ QUICK資産運用研究所調べ。データは2018年6月末時点。

対象は各月末時点の国内公募の追加型株式投信(ETF、ラップ・SMA専用、マネーボールなどを除く)。

対象期間中に実質信託報酬を変更したファンドは変更前の期間も直近の実質信託報酬で算出。

(出所) 日経新聞2018/7/30「保有コスト「信託報酬」に着目」より抜粋

運用パフォーマンスの日米比較／国内アクティブの信託報酬とリターン

- 米国と比較して日本の投資信託の収益率は低い。
- 日本のアクティブ運用をみても、リターンでインデックスを上回ることができていない商品も多い。また、信託報酬が相対的に高額なアクティブ商品については、リターンがマイナスとなっている商品が3分の1以上存在。

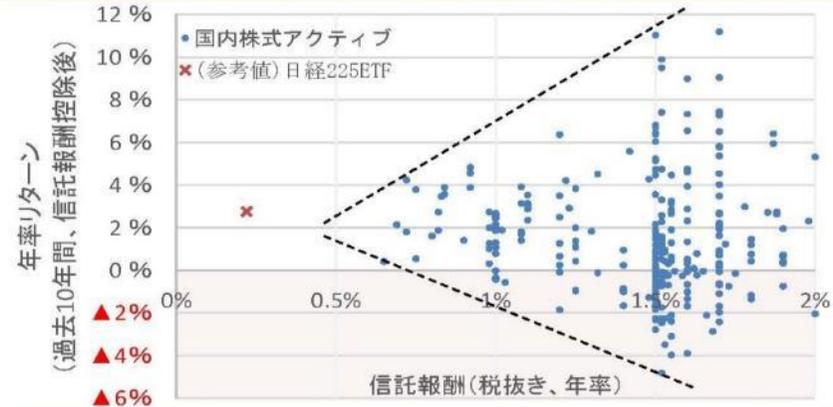
規模の大きい投資信託の日米比較(純資産額上位5商品)

	規模(純資産)の平均(兆円)	販売手数料	信託報酬(年率)	収益率(年率)
		平均(税抜き)		過去10年平均
日本	1.1	3.20%	1.53%	▲0.11%
米国	22.6	0.59%	0.28%	5.20%

(注1) 16年3月末基準。ETF、確定拠出年金専用、機関投資家専用は除く。米国投信純資産額は1ドル=112.43円にて換算。
 (注2) 日本の販売手数料は上限。米国投信でシェアクラスによって手数料が異なる場合は、各クラスの残高を基に加重平均。
 (注3) 米国の信託報酬は、代表的なシェアクラスのもの。
 (注4) 収益率は、販売手数料を加味し、分配金を再投資しないベースで算出。
 (出典) QUICK(日本)、運用会社公表資料(米国)より、金融庁作成

(出所) 金融庁「家計の安定的な資産形成に関する有識者会議」(第2回)事務局説明資料より抜粋(平成29年3月)

国内株式アクティブ運用投信の信託報酬とリターン



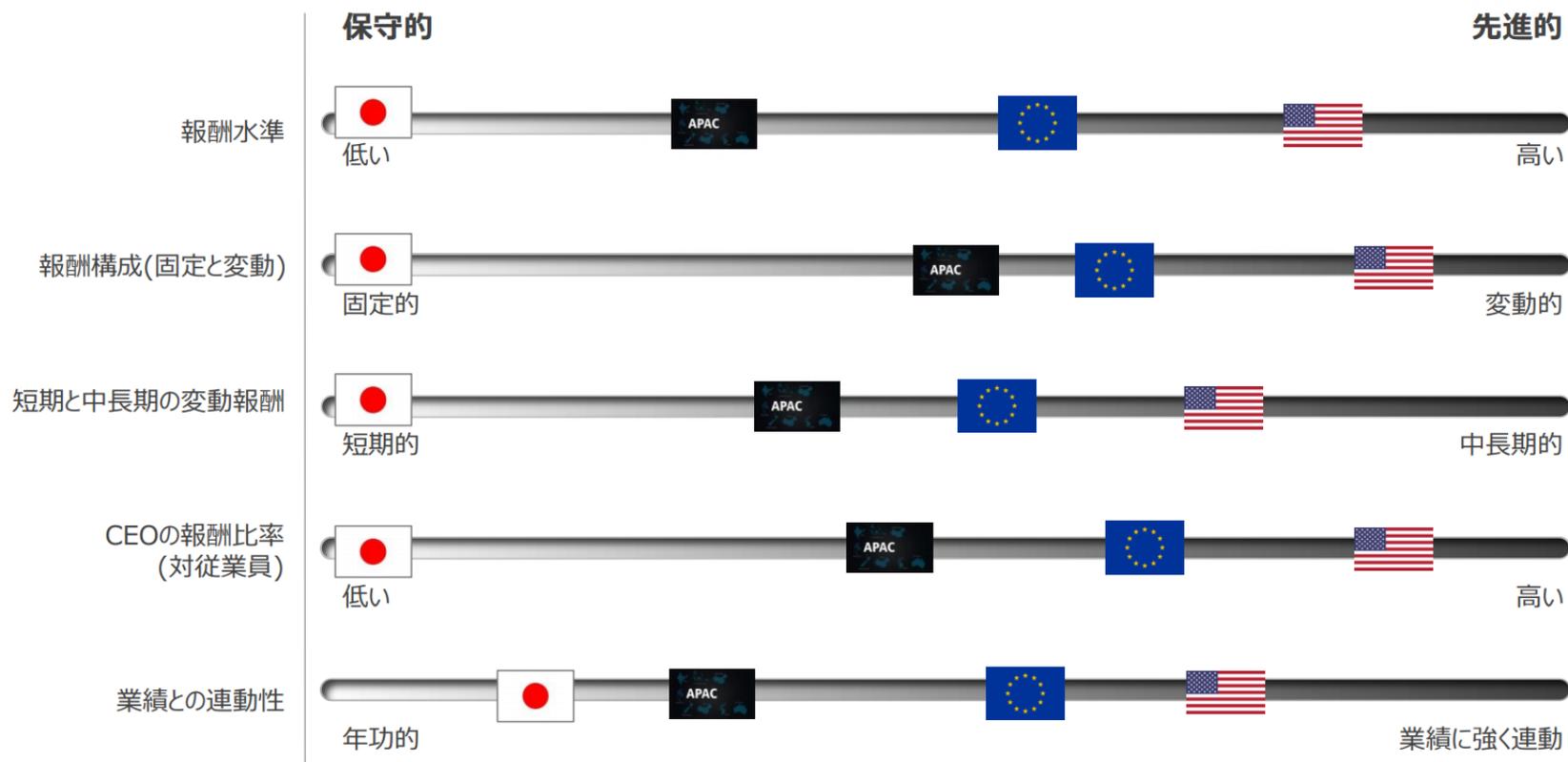
国内株式アクティブ運用投信		信託報酬(税抜き、年率)		
		0.5%超1%以下	1%超1.5%以下	1.5%超2%以下
全本数		36本	104本	141本
リターン	0%未満	4本	38本	53本
	0%以上5%未満	32本	56本	71本
	5%以上10%未満	0本	9本	16本
	10%以上	0本	1本	1本
平均リターン		2.03%	1.26%	1.27%
リターンがマイナスであった割合		11.1%	36.5%	37.6%

(注1) 10年以上存続している国内株式へ投資するアクティブ運用投信(確定拠出年金専用は除く。281について調べたもの。
 (注2) 信託報酬には、ファンドオブファンズの場合、投資先ファンドの信託報酬を含む。
 (注3) 日経225ETFの信託報酬(税抜き、年率)は0.22%で、同じ条件で比較した場合の年率リターン(過去10年間、信託報酬控除後)は2.76%。
 (出典) QUICK、Bloombergのデータ(2016年11月末時点)より、金融庁作成

(3) 運用機関を取り巻く各プレイヤーの動向

アセットマネージャーのインセンティブ構造

- 日本のアセットマネージャーの報酬体系は一般に保守的であり、変動報酬も短期目線で設定されていることから、報酬体系の面でも長期的なパフォーマンス追求のインセンティブが働きづらいとも考えられる。
- このような状況を踏まえ、アセットオーナーによる運用機関に対するインセンティブ付与の在り方はどうあるべきか。



(出所) GPIF委託調査研究「運用受託機関の役職員の報酬体系（インセンティブ構造）についての調査業務」より抜粋

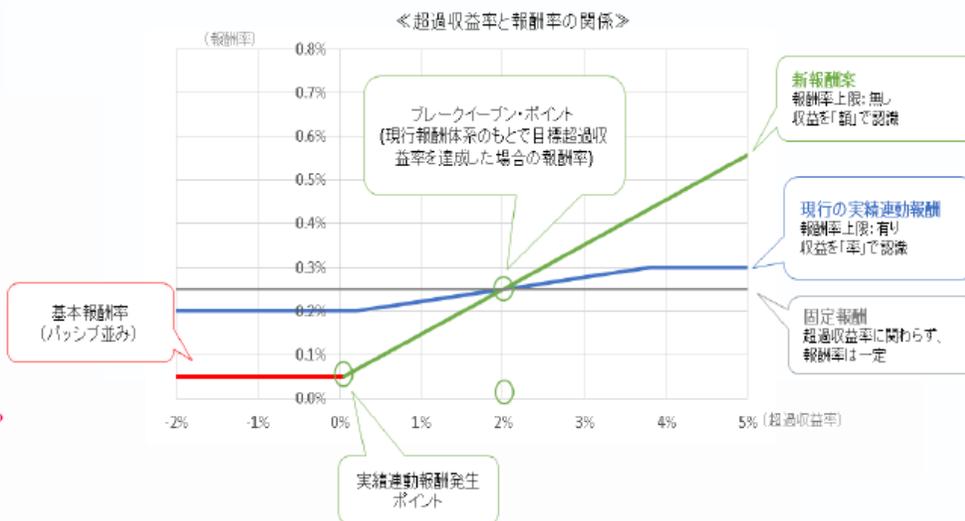
アセットオーナーの取組例～GPIF

- GPIFにおいては、中長期的視点による運用を実現すべく、運用機関に対する新たな実績連動報酬の導入や運用機関との複数年契約の締結、運用機関の役職員の報酬体系の調査等を実施。

運用受託機関との長期志向のアライメント強化

➤ アクティブ運用における新たな実績連動報酬の導入と複数年契約の導入

- ① GPIFと運用受託機関のアライメント（利益の一致）強化の目的で、運用成果と報酬の連動性を強めるべく、基本報酬率をパッシブ運用の一般的な報酬率まで引き下げる一方、実績連動報酬の上限を撤廃
- ② 報酬が中長期的な運用成果に連動するよう、成功報酬は一部キャリーオーバーして、超過収益率のブレを平準化する
- ③ 運用受託機関による長期的な運用目標の達成を可能とするため、原則として運用受託機関と**複数年契約を導入**。



➤ 運用受託機関の役職員の報酬体系（インセンティブ構造）の調査

＜調査目的＞

- ① 運用受託機関の役職員の報酬体系がGPIFのような長期のアセットオーナーが期待する長期的なリターン向上に資する報酬体系になっているか
- ② ショートターミズムを助長するようなインセンティブ構造になっていないか

セルサイド・アナリストの課題

- セルサイド・アナリストについては、従来から指摘されてきたインセンティブ構造等の問題に加え、複数業種を展開する企業の分析能力の問題や、MiFID2によるリサーチ費用削減の流れ等、中長期的視点による十分な企業分析及び市場に対する情報提供を阻む種々の要因が指摘されている。
- 今後、セルサイド・アナリスト育成により注力する必要はないか。とりわけ、日本固有の産業構造や企業の特徴を的確に踏まえた企業分析を行う人材を確保していく必要はないか。その他、アナリストを取り巻く様々な課題にどのように対応していくべきか。

中長期視点の分析や対話ができない要因

- **報酬体系のインセンティブ構造**
(株式の売買から手数料を得るビジネスのため)
売買量を増やすインセンティブが働きやすい
- **四半期決算への対応**
四半期ベースでの収益予想に追われ、長期的視点での分析ができない
- **アナリストの数の減少**
海外と比べ、アナリストの数そのものが少なく、一人当たりの担当企業数が増加している
- **セクターアナリストの縦割り問題**
一つの業種に精通したセクターアナリストでは、複数業種にまたがった事業を展開する企業を十分に分析できない
といった指摘も

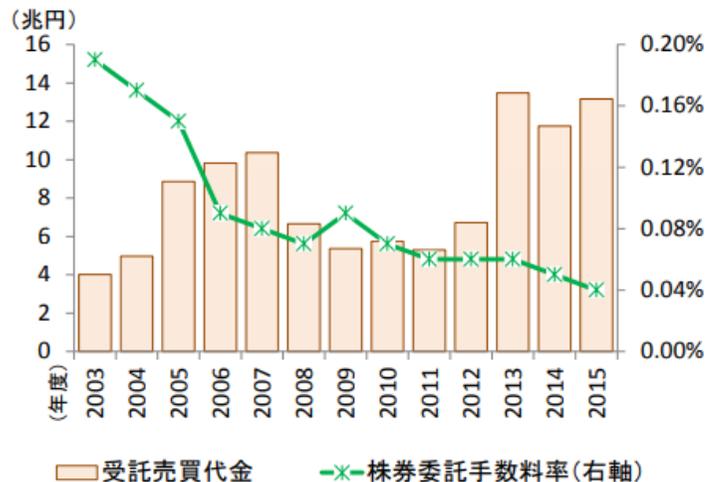
MiFID2による手数料アンバンドリング

- MiFIDはEUの金融商品取引法にあたるもので、EUの金融・資本市場の競争促進と投資家保護を目的とする
- 2018年1月から施行されたMiFID2では、証券会社の調査費用を見える化するため、リサーチ費用と執行費用が一括された「バンドル型コミッション」の慣行廃止についても規定されている
- リサーチ費用の明確化に伴い、運用会社が証券会社に支払うリサーチ費用の削減圧力が進んでおり、証券会社には費用に見合った質の高いリサーチが求められている

(参考) 証券会社の売買委託手数料の低下

- 1999年10月の株券売買委託手数料の完全自由化後、インターネット専門証券会社の参入／台頭による影響を受け、競争が厳しくなっていることを背景に、売買委託手数料率は概ね低下を続けている。
- 米国の証券業界では、売買委託手数料の引き下げ競争が激しさを増しており、手数料撤廃の動きも見られる。

株券売買委託手数料率の推移



(注) 株券委託手数料率 = 株券現物委託手数料 ÷ 受託売買代金

(出所) 日本証券取引所「東証総合取引参加者決算概況」より大和総研作成

米国証券業界での売買委託手数料に関する動向

<記事抜粋 (Bloomberg 2019年10月2日) >

投資家の低コスト志向が強まる中、証券業界では手数料の引き下げ競争が激しさを増している。インタラクティブ・ブローカーズも**手数料ゼロの取引を提供**すると発表。2018年半ば以降、フィデリティ・インベストメンツやバンガード・グループ、J Pモルガン・チェースなどが幅広い金融商品について**手数料を撤廃**している。

<記事抜粋 (Bloomberg 2019年10月18日) >

チャールズ・シュワブやTDアメリトレード・ホールディング、Eトレード・ファイナンシャルは**今月、米国上場の株式と上場投資信託 (ETF)、オプションの売買手数料をゼロに引き下げると発表。**

(4) ESG投資・ESG評価機関の現状

ESG投資の拡大

- ESGを推進する国連責任投資原則（PRI）の署名機関は年々増加し、署名機関数は2,300、運用規模は80兆ドルを超えた（2019年3月時点）。
- 日本ではGPIFが2015年9月に署名。直近では、日本からの署名は79社で10位。
- 以上のとおり、世界的な潮流であるESG投資の高まりをどのように考えるか。主に欧州で議論されている様々な規制化の動きについてどのように考えるか。



	国・地域	署名数
1	米国	510 社
2	英国	417 社
3	フランス	225 社
4	オーストラリア	153 社
5	カナダ	145 社
6	オランダ	120 社
7	スイス	106 社
8	ドイツ	102 社
9	スウェーデン	101 社
10	日本	79 社

2019年11月25日時点

ESG投資のパフォーマンス評価をめぐる現状と課題

- ESG投資を通じた企業の価値創造の可能性についてどのように考えるか。ESG投資のパフォーマンスや、ボラティリティ・リスク等との関係性について、どうみているか。
- 投資家は、どのような目的や観点で、ESG投資に取り組んでいるか。また、どのような課題があるのか。

- ✓ 既存の学術研究によれば、ESG投資のパフォーマンスは、どちらかというところではポジティブとする研究が多いものの、一方で通常投資と有意な差はない（又はネガティブ）として相反する結果を示す研究もみられ、定見はないのが現状。
- ✓ 他方で、明確にポジティブではないにしても、有意にマイナスとはいえない点に意義を見出す見解も。特に、エンゲージメントを通じた「 β の向上」については、ユニバーサルオーナーには有効であり、社会的にも意義があるとされる。

評価機関の概要

- データの入手方法や評価手法、指数の発行の有無等々の面で、様々な特徴をもつ評価機関が存在し、カバー企業数もそれぞれ大きい。

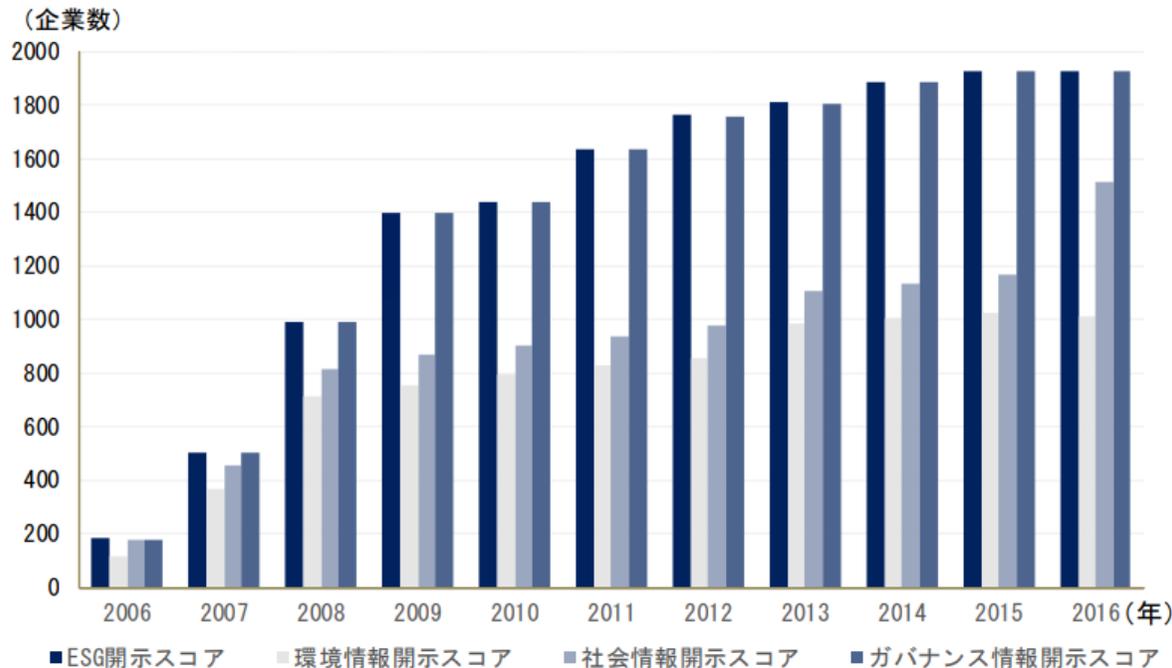
分類	Provider	提供しているサービス			カバー企業数	Remarks
		データの入手	分析	指数の発行		
A	企業にアンケートを送り、独自データを収集 <ul style="list-style-type: none"> データソース独自性で差別化 	 独自アンケート			7,000	環境に特化。TCFDの提言も反映。
		 独自アンケート			4,500	
B	公開情報を収集し、独自の評価手法でスコアを算出 <ul style="list-style-type: none"> 評価手法により差別化 	公開情報を収集			7,000	
					7,000	2018年にThomson Reuters Financial Risk Departmentから独立
					4,100	
					n.a.	データ収集、評価はRobecoSAMに委託
					9,000	2017年に投資信託評価大手モーニングスターの傘下に
					6,300	2018年に議決権行使助言会社大手ISSがoekom researchを
					4,600	2019年にMoodiesが買収
				11,500	自己評価データ+ Sustainalytics/ RobecoSAMのデータも公開	

(出所) ポストン・コンサルティング・グループによる調査

評価機関に関する動向①

- Bloombergの各開示スコアが付されている企業数が年々増加しているなど、企業・投資家に対する評価機関の影響力は増していると言える。
- 評価機関からの評価向上を目指し、企業の情報開示は改善している一方で、課題も指摘されている。

Bloombergの各開示スコアが付されている企業数推移



評価機関に関連する課題

<記事抜粋 (Sustainable Brands 2017年11月30日)>

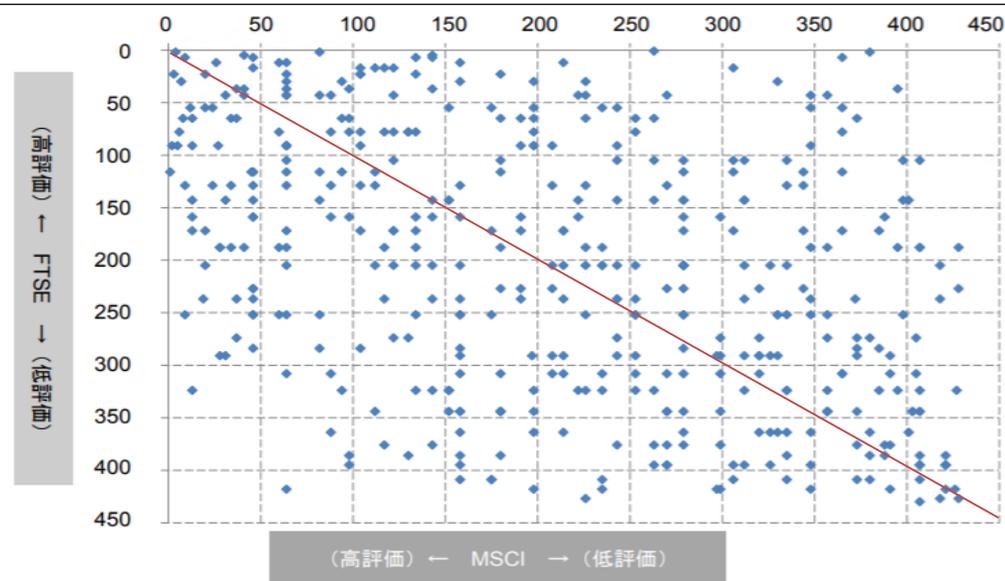
企業は調査機関からの多くの要求を受け、しかもそれぞれのフォーマットが異なることから、調査疲れに陥っている。

その一方で投資家はアクセスできるESGデータは増えているものの、統一の基準がないためにデータの比較をする難しさも感じている。

評価機関に関する動向②

- ESG評価機関については、学術的な研究において、各評価機関のESGスコア間の関連性が高くないことの問題点や、評価の透明性確保の必要性が指摘されている。
- 企業や投資家は、評価機関の評価をどのようにみているか、活用しているか。今後の評価機関の在り方をどのように考えるか。

図表9：FTSEとMSCIのESG評価の比較



注1：分析ユニバース（2016/7時点）、FTSE、MSCIが共通して調査対象としている日本企業430社

注2：図のプロットは、各評価会社のESG評価の順位（1位～430位）

出所：GPIFプレスリリース（2017年7月3日「ESG指数を選定しました」）より抜粋

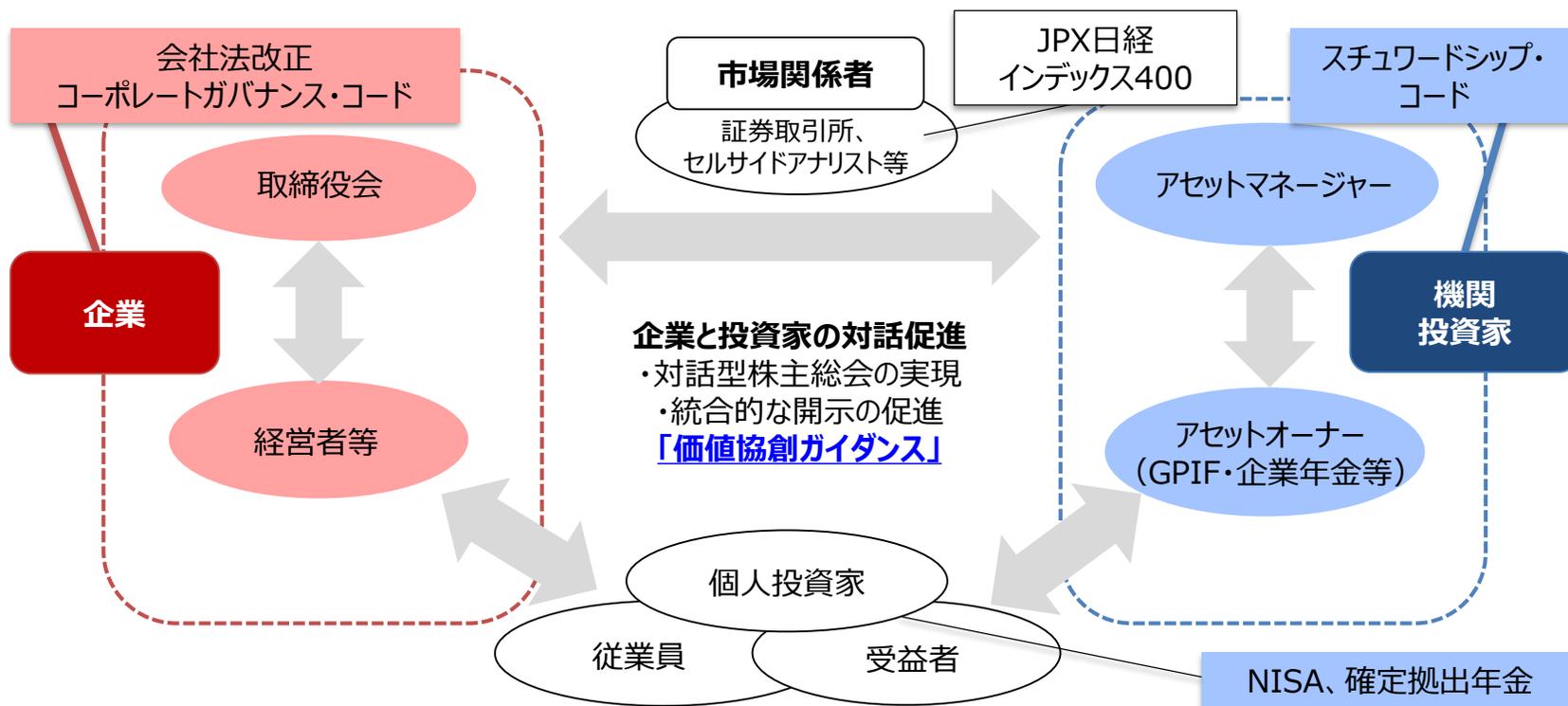
3. 伊藤レポート公表後の変化③～対話編

議論の視点例③～「対話」をめぐる状況変化について

- ③ 伊藤レポート公表後、「対話」に対する企業・投資家の意識は高まっているように見受けられるが、なお形式的な対話にとどまっていないか。「対話」は企業価値の向上に資するのか。資するとした場合、中長期的な価値向上に資する「実質的な」対話とはどのようなものか。そのような「実質的な対話」は、資本市場の環境変化を踏まえても、なお可能か。
- 1) 対話に取り組む意義・効果は何か。運用手法のパッシブ化が進展する中で、「対話」は企業価値向上にとって効果的なのか。
 - 2) 持続的な企業価値の向上のために、どのようなテーマに関する対話を重点的に行っていくべきか。
 - 3) 企業側の規模やセクター、対話への取組状況は様々と考えられるが、各企業の実情に応じた対話とはどのようなものか。そのような対話を後押しするために、政府ができることは何か。

ガバナンス改革の全体像

- 企業の「稼ぐ力」を高め、持続的な企業価値向上を促す観点から、**コーポレートガバナンス改革**と**企業と投資家との対話**の質向上に向けた施策を実施
- **「伊藤レポート」**（注1）は、**インベストメント・チェーン**全体を見据え、これら施策の基礎となる課題分析と提言を実施。その後の進展を受け、**「伊藤レポート2.0」**（注2）を発表



注1) 伊藤レポート：「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「最終報告書」（2014年8月）

注2) 伊藤レポート2.0：「持続的成長に向けた長期投資（ESG・無形資産投資）研究会」報告書（2017年10月）

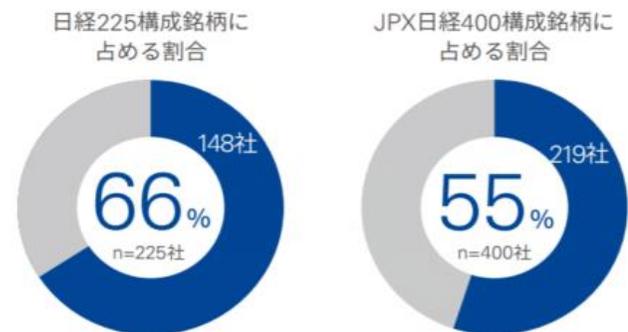
対話・開示をめぐる企業側の状況①

- 統合報告書の発行企業数は年々増加し、2018年は414社となった。



出典：企業価値レポーティングラボ「国内自己表明型統合レポート発行企業リスト2018年版」

発行企業のインデックス属性



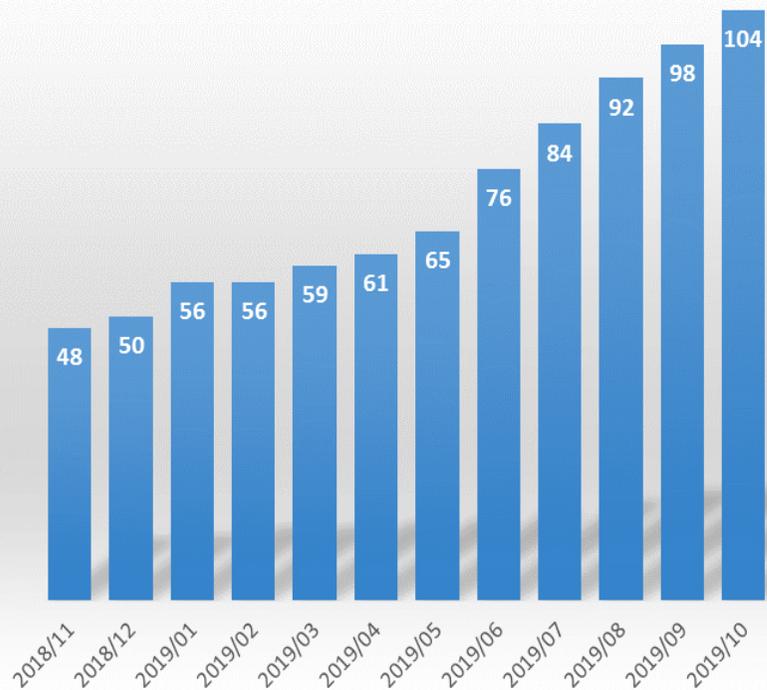
東証一部上場企業の時価総額における発行企業の割合



対話・開示をめぐる企業側の状況②

- 「自己表明型」の価値協創ガイダンスロゴマークについても、使用企業数は2019年10月末時点で**104社**に上っており、企業側の意識は高まっているといえる。

価値協創ガイダンス ロゴマーク使用企業数



ガイダンス利用企業の例

(※2019年11月7日時点の時価総額順)

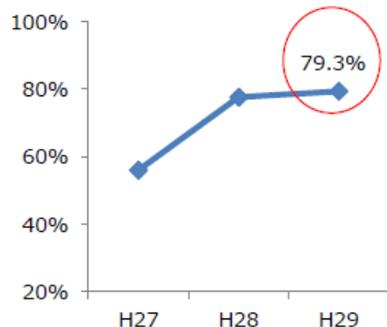
- (株) NTTドコモ
- (株) みずほフィナンシャルグループ
- 東京海上ホールディングス (株)
- 花王 (株)
- (株) 日立製作所
- (株) セブン&アイ・ホールディングス
- 伊藤忠商事 (株)
- 三井物産 (株)
- 京セラ (株)
- コマツ
- 大塚ホールディングス (株)
- 第一生命ホールディングス (株)
- M S & A D インシュアランスグループホールディングス (株)
- 麒麟ホールディングス(株)
- 住友商事 (株)



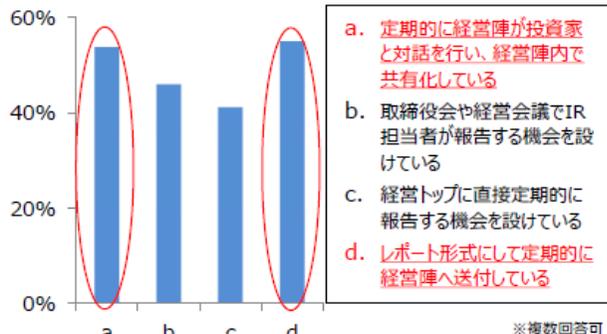
対話に対する企業・投資家の意識・評価①

- 対話の平均実施回数（年間）は約200回に及び、経営陣自らによる対話についても約60回に及ぶ。もっとも、経営陣による対話については、一桁にとどまる企業も5割近く、企業によるばらつきが多い。
- 投資家からは、「経営トップが対話に関与していない」、「対話内容が経営層に響いていない」という声も相当数聞かれている。

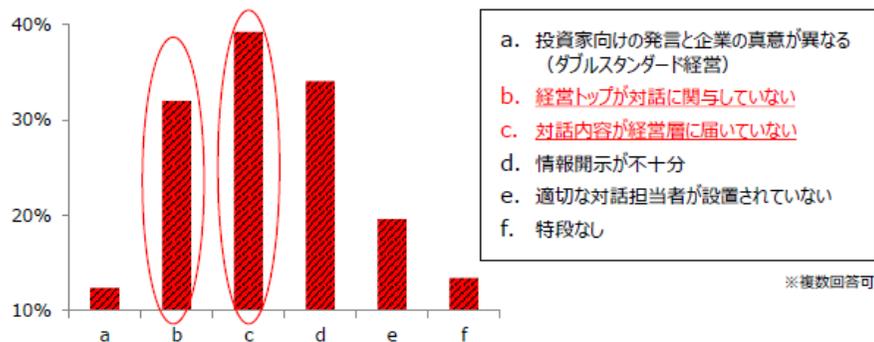
【図表34：対話内容を経営層で共有する仕組みがある企業の割合（企業）】



【図表35：対話内容を共有するための仕組み（企業）】



【図表36：対話に際して企業に感じる課題（投資家）】

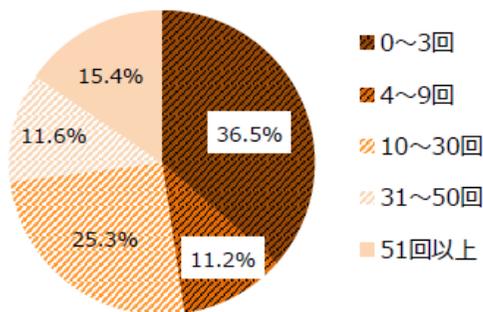


【図表37：対話の平均実施回数（企業）】

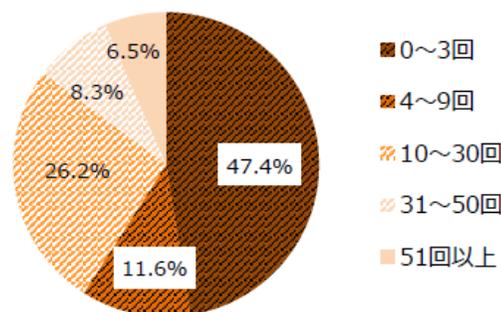
	経営トップ (社長・会長)	経営トップを除く 取締役・ 執行役員	社外取締役	IR 担当者
①説明会	2.6	2.3	0.0	2.5
②スモール	2.0	3.9	0.1	5.5
③個別対話	14.1	35.0	0.6	132.0
合計	18.6	41.2	0.8	140.0

(回)

【図表38：経営トップを含む経営陣の対話実施回数（企業）】



【図表39：経営トップの対話実施回数（企業）】

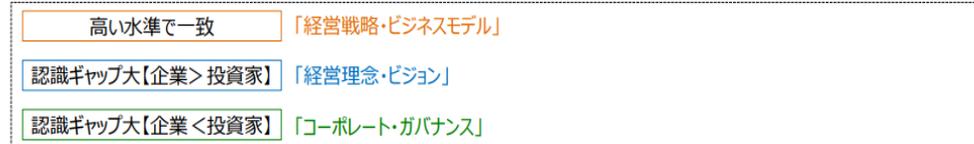


対話に対する企業・投資家の意識・評価②

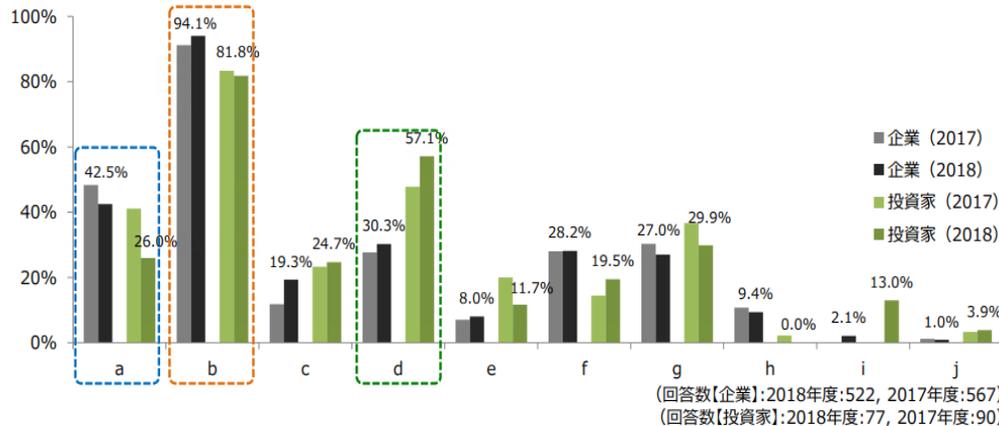
- 企業・投資家是对話において「経営戦略」や「経営理念」、「コーポレートガバナンス」などが重要なテーマと考えている。
- 互いに、中長期的な視野に立った議論の充実や、相互理解の促進を対話の利点と捉えている一方、企業側は投資家が短期的な視点で対話を行っていると感じている。

19. 深度ある「建設的な対話」を行うため、重要だと考えるテーマ (企業・投資家)

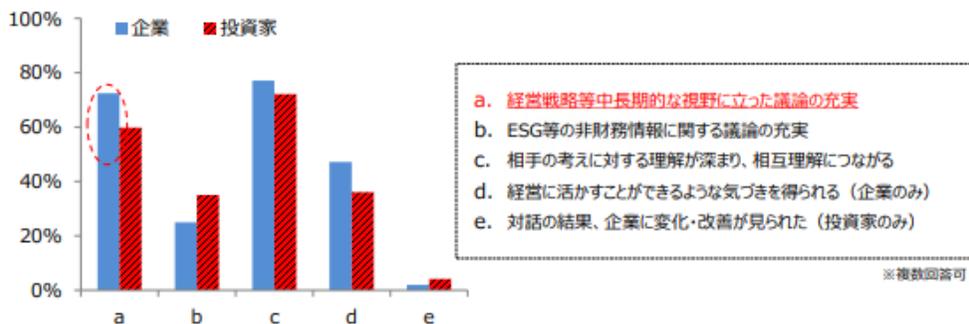
一般社団法人
生命保険協会



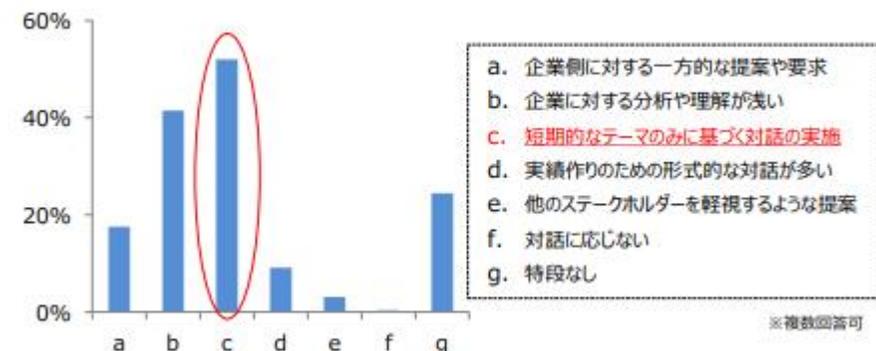
- a. 経営理念・ビジョン
- b. 経営戦略・ビジネスモデル
- c. 環境・社会課題への取り組み
- d. コーポレート・ガバナンス
- e. リスクマネジメント
- f. 財務戦略
- g. 株主還元
- h. IR戦略
- i. 政策保有株式
- j. その他 (具体的には)



【図表41：対話において良いと感じること（企業・投資家）】



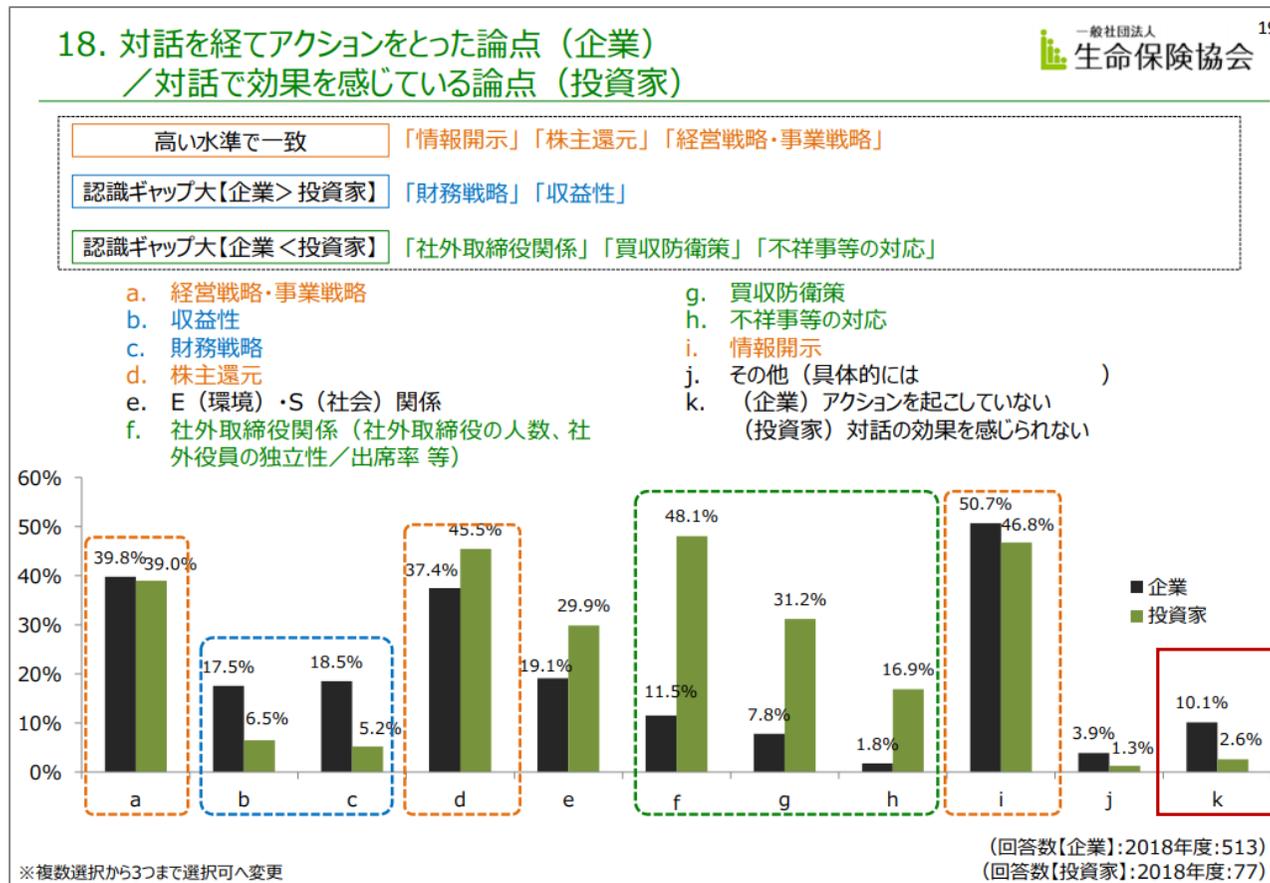
【図表40：対話における投資家の課題（企業）】



(出所) 一般社団法人生命保険協会「平成29年度生命保険協会調査 株式価値向上に向けた取り組みについて 同「企業価値向上に向けた取り組みに関するアンケート」

対話に対する企業・投資家の意識・評価③

- 企業が対話を経てアクションをとった・投資家が対話で効果を感じた論点として「情報開示」や「株主還元」、「経営戦略・事業戦略」等が挙げられた。
- 一方で、対話を踏まえた「アクションを起こしていない」と回答した企業も10%存在。



対話の意義・目的に関する考え方

- 経済産業省において、企業の実務担当者に対するヒアリングを行いくみ取れた対話の意義・目的としては、大きく分けて、①経営に関する外部からの「気づき」を経営陣にフィードバックすること、②株価の上昇という二点が挙げられる。

外部からの気づきを得る

- 投資家との対話で重要なのは、株を買ってもらうだけではなく、**改善の種の社内へのフィードバック**。
- IR担当のKPIは、①投資家への事業活動の説明、**②事業への気づきを得られ、社内へフィードバック**できるといった2つの視点から設定。②については、四半期に一度経営陣に対話の内容をフィードバックしている。また、一般従業員にも公募をかけて、投資家との対話の場に同席してもらい、実際に「気づき」の場にしてもらうという取組もしている。
- CGコード制定以降、**外部からの視点**をいかに入れるかが重要になったが、その観点で投資家の視点は必要。

株価の上昇

- 対話の目的は、**株価の維持・上昇**。対話がうまくいった（投資家に「刺さった」）と感じた後の株価は、長い目で見れば上がっている（または下がり幅が小さく済んでいる。）。短期的な上がり下がりも当然あるが、長期的に見ればよい対話は必ず株価に反映する。
 - 既存株主や海外の投資家を中心に、相対で面談し長期ビジョンを見てもらえるような対話を目指しているつもりだが、**株価につながらないのが悩み**。
- ⇔ 他方で、「株価は上がるときも下がるときもあり、足下の株価対策を考えると何もできない。IR担当者のKPIが株価になってしまうと問題。」という声も。

対話についての企業の実感・問題意識

- 対話に関し、企業に対するヒアリングからくみ取れた問題意識等は以下のとおり。

<対話の目線について>

- **投資家がどういう視点でどこを見ているのかよくわからない。**それが分かれば、こちらもそこにヒットする情報を出せる。
- **企業は開示において成長ストーリーをうまく説明できていない。**企業は投資家が短期目線というが、企業側が短期的になってはいけない。

<対話の相手方について>

- 具体的にどのような種類の投資家のこういった部門の人間と会うかを意識し、**目的をはっきりさせて対話に臨んでいる**ので、対話におけるミスコミュニケーションはあまり感じない。
- 対話は数だけこなしても意味がないので、特に**面談したい人に関する情報を収集**している。
- **パッシブ投資家の中には、「発信力がある人に情報を伝えて、マーケットの売り買いを変え、正しい株価形成を促す」という人もいるが、どこまでそれが実現できるかは疑問。**
- **アクティブ投資家との対話の内容は玉石混交で、建設的な対話かどうかは投資家次第。**国内外問わず、一定割合は長期的視点で見られる投資家・話がかみ合う投資家もいるが、そうでない投資家もいる。
- **アクティブ投資家については、成長ストーリーを評価してくれる**と思っているので、そういう人を増やしたい。

<ESGについて>

- ESGに対する理解度・スタンスは、投資家による差が大きい。ESGに関する対話を重視してくれる投資家の数は少ない。**特にアクティブ投資家は、ESGについて全く質問せず、短期目線で業績の話ばかりをする。**
- **パッシブ投資家が実際ESG情報をどのように使っているかいまいち分からない。**
- **ESG要素を投資家が投資判断に組み込んでいるのかは知りたい。**投資家によってスタンスが異なると感じる。

<アナリストについて>

- 従来の主力産業セクターに分類されてしまうが、近年は他分野へも展開しているため、**セクターの縦割りではなく、事業全体でみてほしい。**海外投資家は割と全体としてみてくれる感触であり、アナリスト側の意識改革も必要と思う。

<関係者が情報交換する場について>

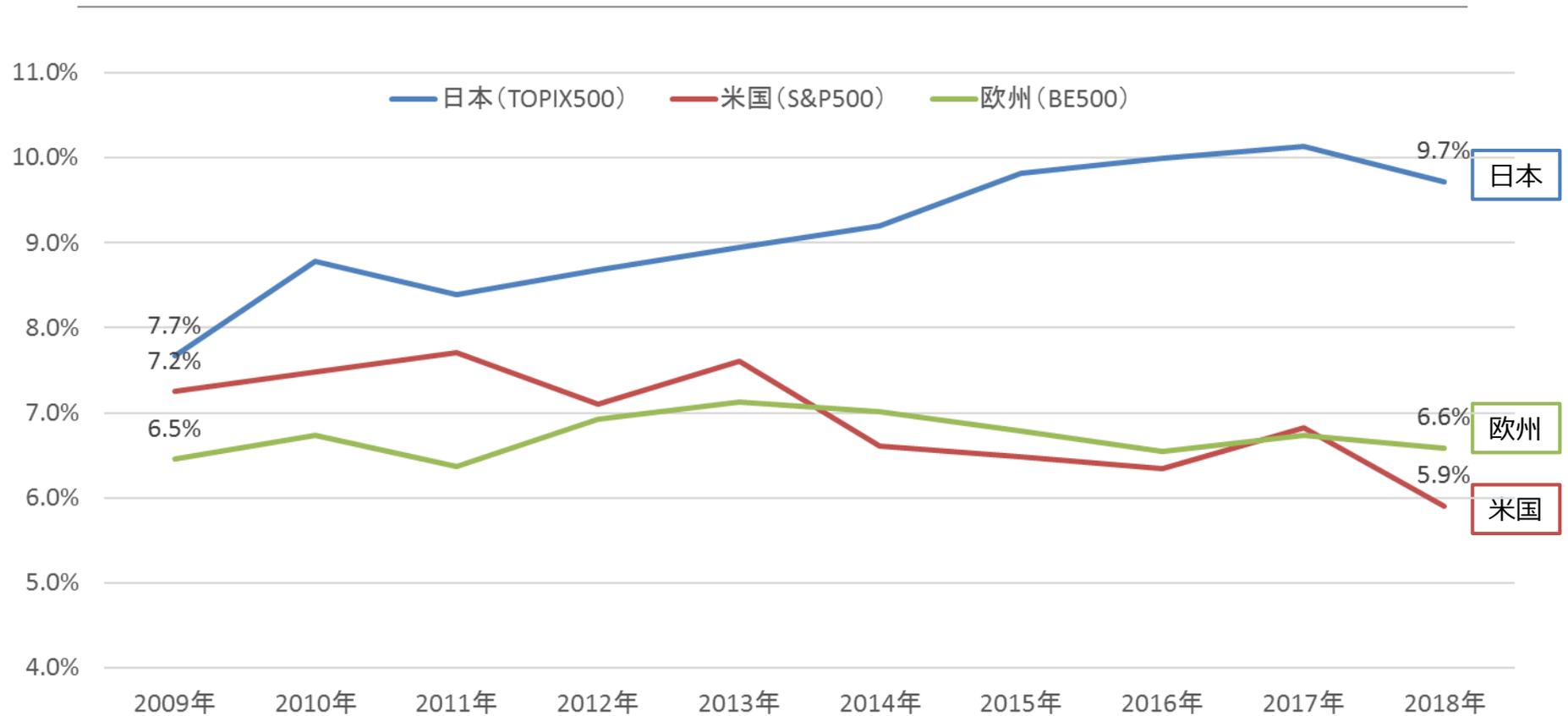
- **対話に関する暗黙知を形式知化し共有することが必要。**まだ知見がないのであれば、みんなでそれを発見して形式知化していかないといけない。そのために関係者でコミュニケーションが必要。

参考資料集

(参考) 総資産現預金比率の国際比較

- 日本企業の総資産現預金比率は、欧米企業よりも高い。

総資産現預金比率の推移



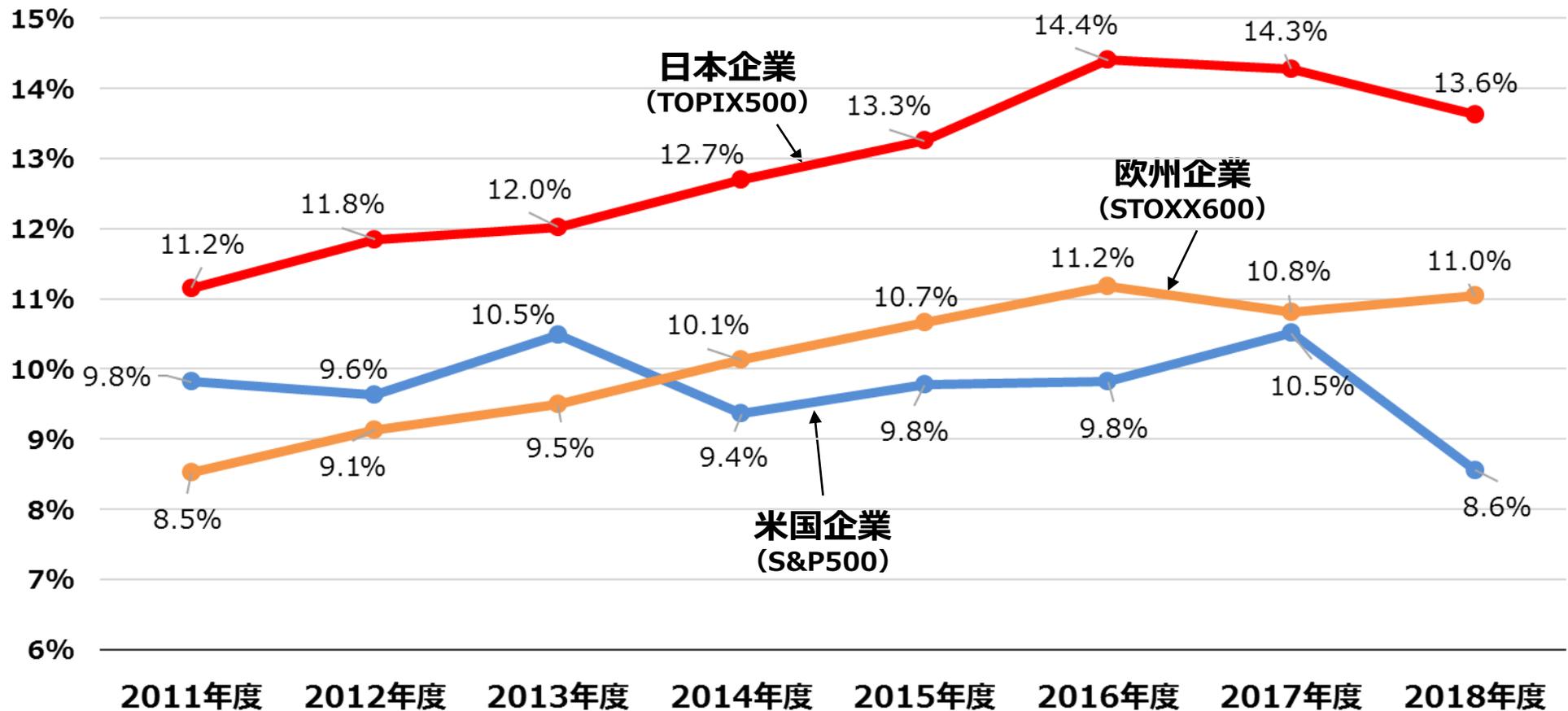
(出所) Bloombergのデータを基に経産省にて作成。
金融・保険を除く。
欧州：イギリス、ドイツ、フランス

(参考) 売上高現預金比率の国際比較

『第1回成長戦略部会 議論の参考資料』
(2019年9月17日) 事務局説明資料P9より抜粋

- 日本の上場企業の売上高現預金比率は、欧米の上場企業よりも高い。

上場企業の売上高現預金比率



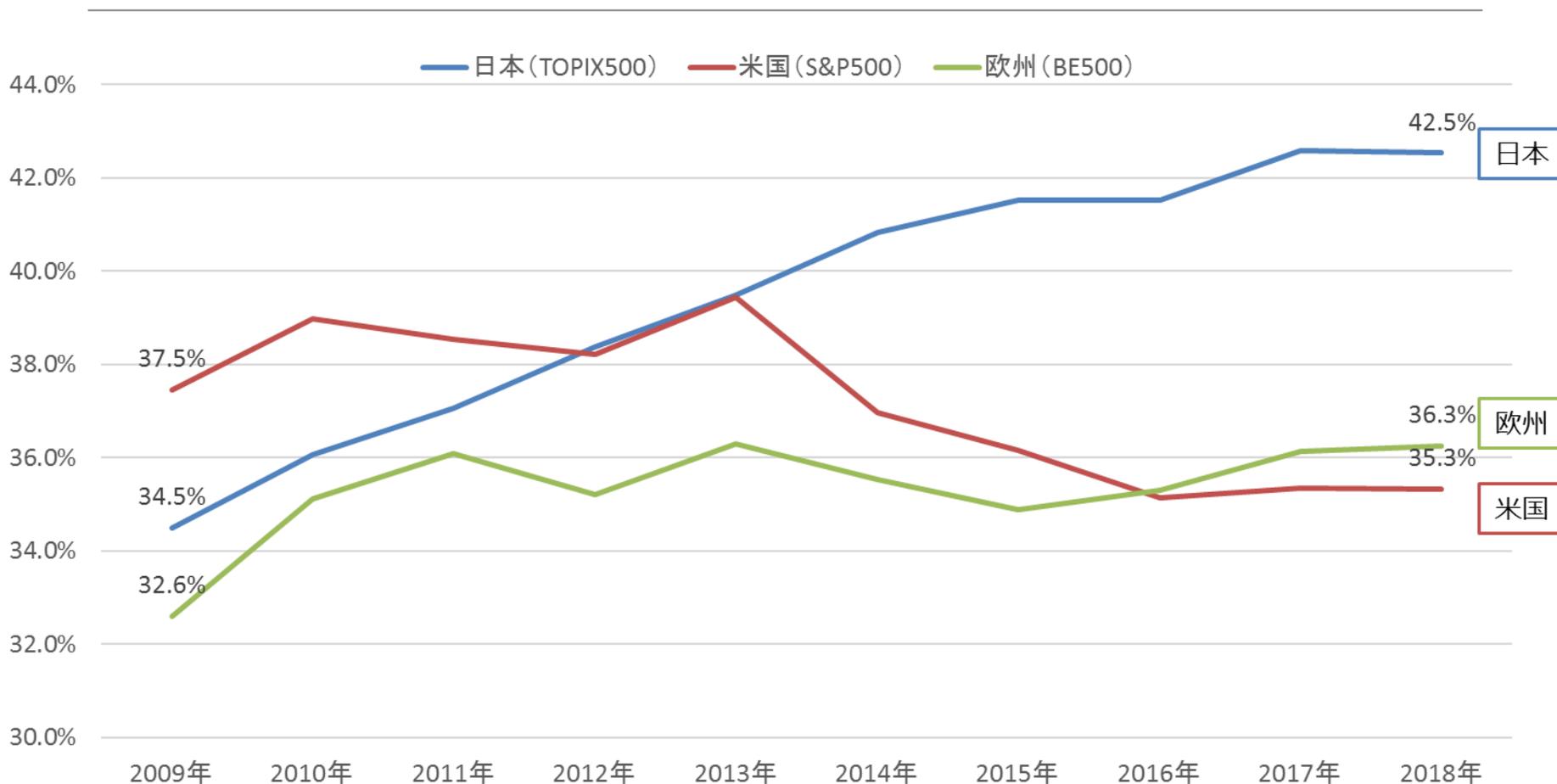
(注) 2019年9月時点の構成企業 (金融業及び日本郵政グループを除く。) を対象としている。

(出所) 日本証券取引所、STOXX、S&P Dow Jones Indices、Bloombergを基に作成。

(参考) 自己資本比率の国際比較

- 自己資本比率について、欧米企業は平行して推移している一方、日本企業は向上しており、近年、日本企業は欧米企業に比べてレバレッジが効いていない状況。

自己資本比率の推移



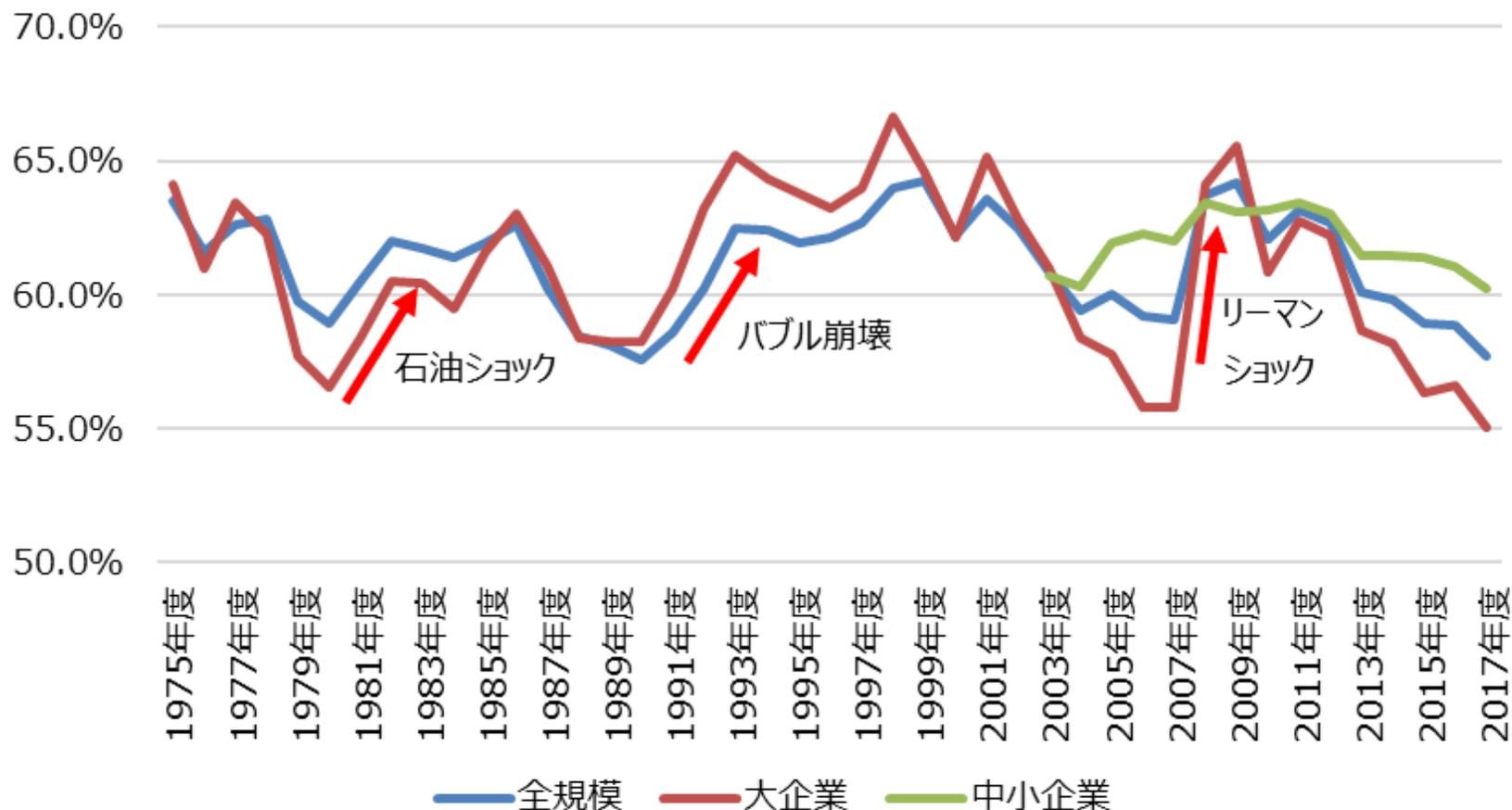
(出所) Bloombergのデータを基に経産省にて作成。

金融・保険を除く。

欧州：イギリス、ドイツ、フランス

(参考) 労働分配率の長期トレンド

- 近年、労働分配率は下がり続け2017年は1975年以降最低水準。
- 他方で、労働分配率は経済ショックに影響を受けやすく、景気が回復すると下がる傾向にある。特に大企業はこの傾向が顕著。



(出所) 財務省「法人企業統計年報」より経産省作成 (金融業、保険業を除く全産業)

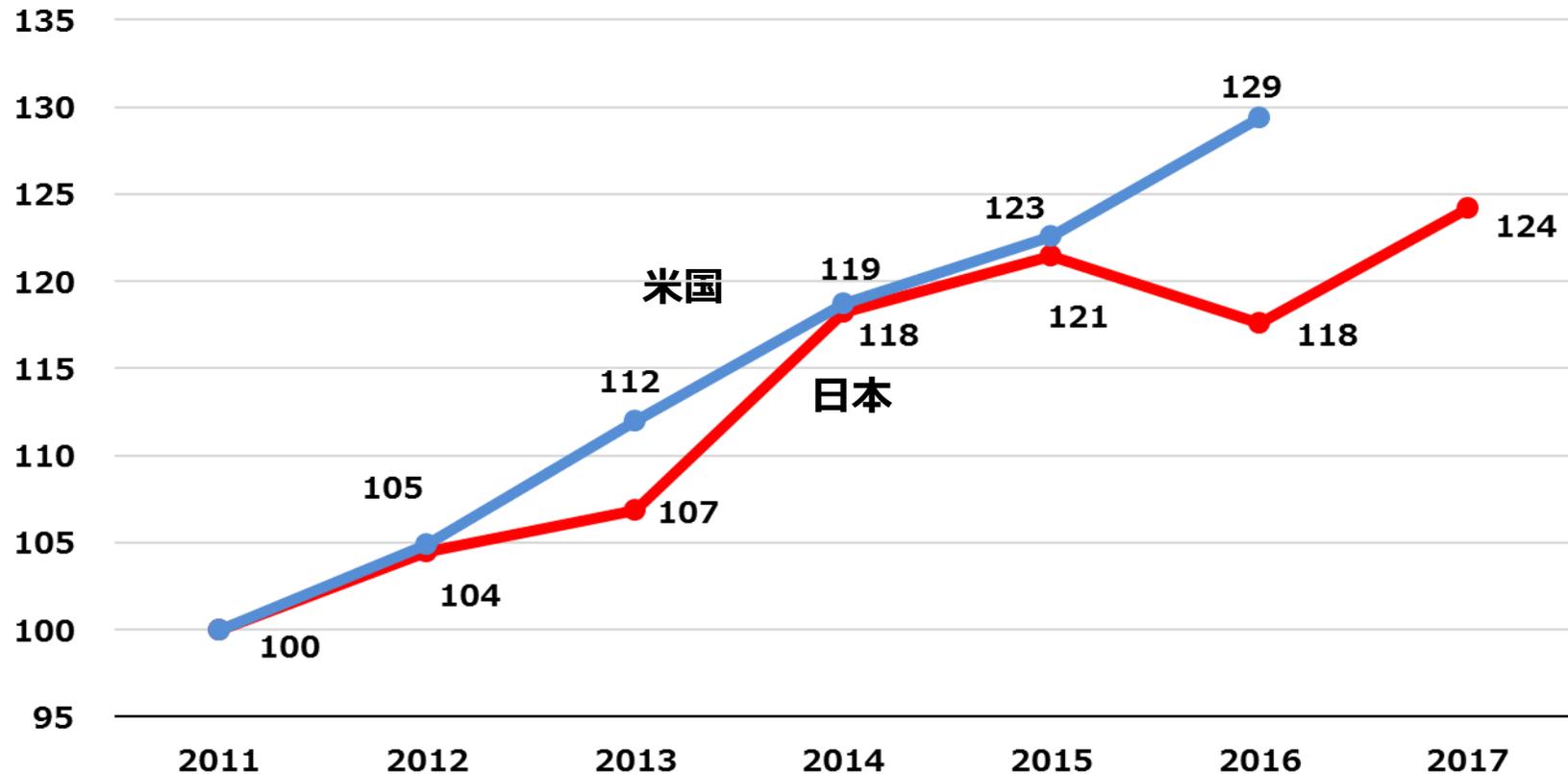
(参考) 企業の研究開発投資

『第1回成長戦略部会 議論の参考資料』
(2019年9月17日) 事務局説明資料P57より抜粋

- 企業の研究開発投資の伸びは、米国は日本より高い。

企業の研究開発費の推移 (日米比較) (2011年=「100」で指数化)

(2011年=100)



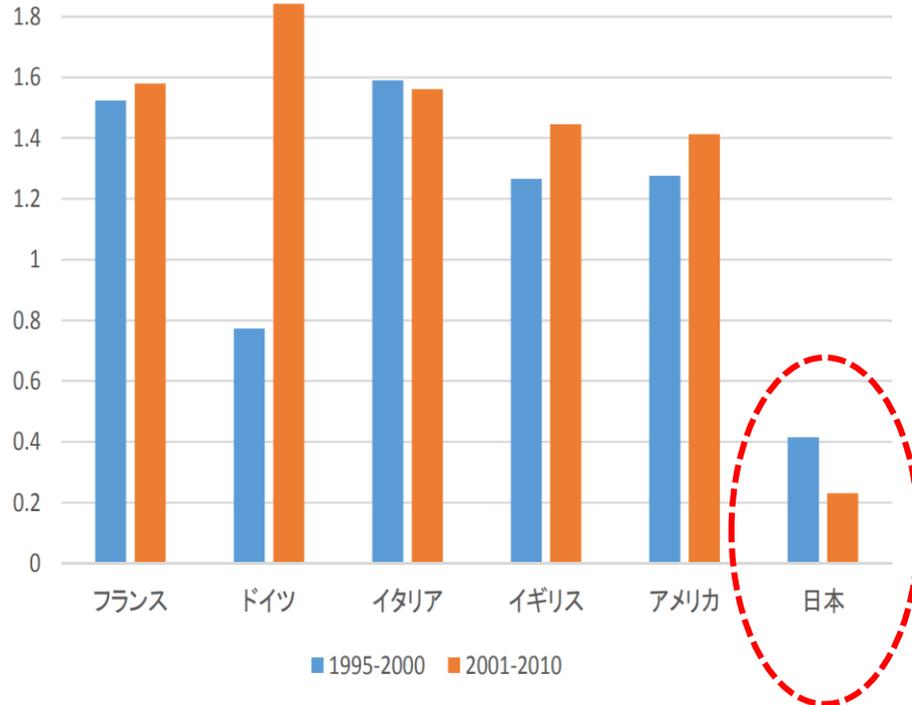
(注) 日本の統計は年度、米国の統計は暦年。

日米ともに研究開発の回答があった企業について集計。米国の値の定義に合わせて、日本の値も研究開発費から委託研究開発費を除き、受託研究開発費を加えている。
(出所) 経済産業省「企業活動基本調査」、National Science Foundation「Business Research and Development and Innovation」を基に作成。

(参考) 企業の人的投資

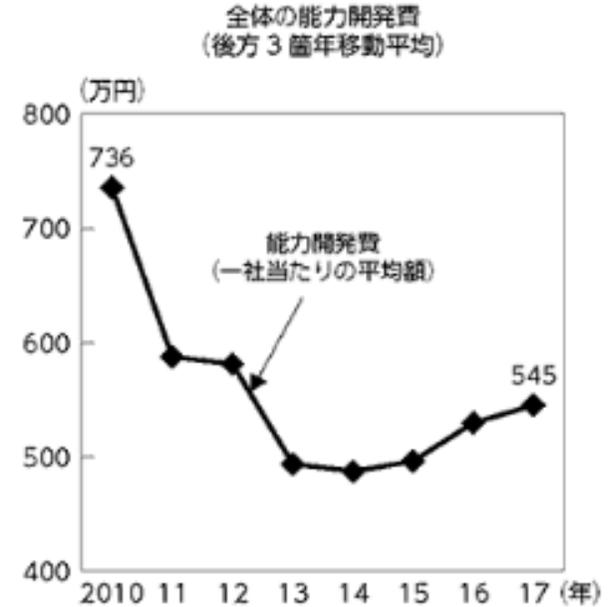
- 日本の人的投資（OFF-JT費用）は回復傾向にあるものの、諸外国に比べて低い水準。

人材投資（OJT以外）の国際比較（GDP比）



(出所) 経済産業省 (2017) 『「雇用関係によらない働き方」に関する研究会・報告書』より抜粋

企業一社当たりの能力開発費の推移



(出所) 厚生労働省 (2018年) 「平成30年度 労働経済の分析」より抜粋

(参考) 「両利き経営」の重要性を示す事例

『第1回成長戦略部会 議論の参考資料』
(2019年9月17日) 事務局説明資料P44より抜粋

- オライリー教授等の分析では、「両利き経営」が企業業績や存続に影響を与えた事例として、フィルム業界が挙げられている。

富士フィルム株式会社

前提条件

- 2001年時点のフィルム販売シェアは37%
- 強力な製造スキル、営業力
- 2000年代にフィルム売上が急減

危機に際しての対応

- 探索と深化の追求 (**両利き経営**)

- ・経営者が主導し、成長機会を持つ主要技術（医薬品、化粧品、機能材料）を特定
- ・既存の組織能力を活かす取組を継続しつつ、新規市場向けに組織能力を伸ばす取組を実施
- ・失敗を罰しない起業家文化の養成

現状

- 年商230億ドル（15年間の成長率10%超）
- エレクトロニクス、医薬品、化粧品等で好調

コダック株式会社

前提条件

- 2001年時点のフィルム販売シェアは36%
- 強力な製造スキル、営業力
- 2000年代にフィルム売上が急減

危機に際しての対応

- 探索の軽視 (**成功の罠**)

- ・自社の強みをブランドとマーケティングに特定
- ・既存事業の収益化を図るため、知的所有権の保護策（法務キャンペーン）を展開
- ・化学品事業とカメラ事業の売却（多角化の解消）

現状

- 年商20億ドル
- 2012年に倒産（2013年再上場）

(参考) サステナブル投資の拡大

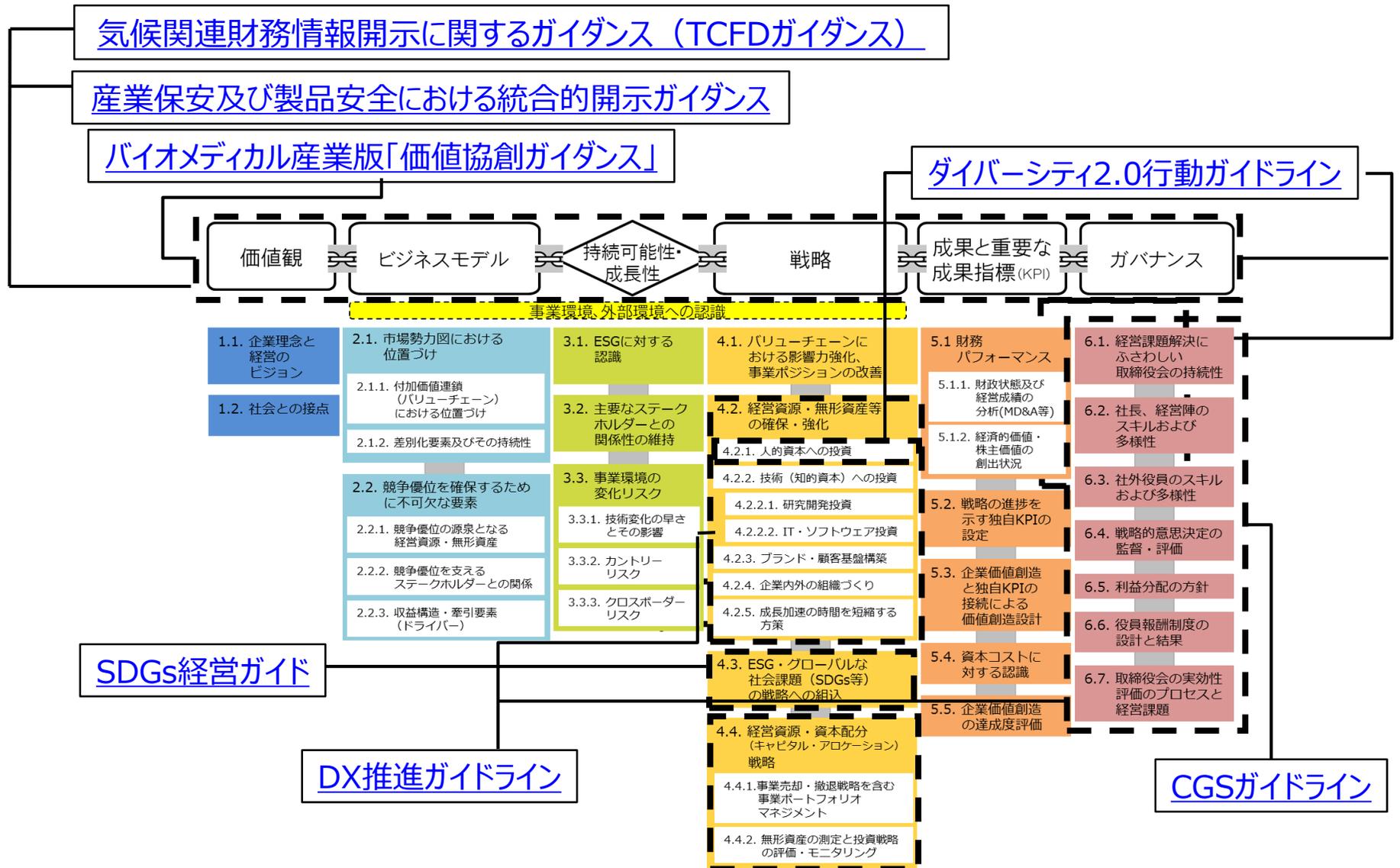
- 世界のサステナブル投資残高は、2016年に約22.9兆ドルであったが、2018年には約30.7兆ドルと拡大。
- 日本においても約0.5兆ドルから、約2.2兆ドルと拡大している。

FIGURE 1: SNAPSHOT OF GLOBAL SUSTAINABLE INVESTING ASSETS, 2016–2018

Region	2016	2018
Europe	\$ 12,040	\$ 14,075
United States	\$ 8,723	\$ 11,995
Japan	\$ 474	\$ 2,180
Canada	\$ 1,086	\$ 1,699
Australia/New Zealand	\$ 516	\$ 734
TOTAL	\$ 22,890	\$ 30,683

Note: Asset values are expressed in billions of US dollars. All 2016 assets are converted to US dollars at the exchange rates as of year-end 2015. All 2018 assets are converted to US dollars at the exchange rates at the time of reporting.

(参考) 企業の情報開示に係る各種ガイダンスの概要①



(参考) 企業の情報開示に係る各種ガイダンスの概要②

価値協創ガイダンス



気候関連財務情報開示に関するガイダンス (TCFDガイダンス)

- ✓「気候関連財務情報開示タスクフォース (TCFD)」の提言に沿った情報開示を行うに当たっての解説や参考となる事例の紹介、業種ごとに事業会社の取組が現れる「視点」の提供を目的としたガイダンス
- ✓価値協創ガイダンスの気候変動分野に特化した各論

産業保安及び製品安全における統合的開示ガイダンス

- ✓産業保安及び製品安全分野の企業が、「安全」に関する情報開示を促進するためのガイダンス
- ✓価値協創ガイダンスを基に、「安全」に関し「統合的思考」に焦点を当て、項目別のポイントに記載するとともに、参考となる優良事例を紹介

創薬型ベンチャーと投資家の価値協創ガイダンス

- ✓価値協創ガイダンスを、バイオメディカル産業の特性を考慮して再構築
- ✓創薬型ベンチャーが、機関投資家等の理解を得るために示すべきポイントを明確にすること、機関投資家等に、創薬型ベンチャーの産業特性を踏まえ、企業が示すポイントの評価軸を提供することを目的として策定

DX推進ガイドライン

- ✓価値協創ガイダンスにおける基本的な考え方に沿って、デジタルトランスフォーメーション(DX)推進に当たっての視点を整理したガイドライン
- ✓主に、価値協創ガイダンスにおける「4.戦略」のうちの「4.2.2.2. IT・ソフトウェア投資」や、「6.ガバナンス」の項目と関連

ダイバーシティ2.0行動ガイドライン

- ✓競争戦略としてのダイバーシティ経営の在り方を示したガイドライン
- ✓主に、価値協創ガイダンスにおける「4.戦略」のうちの「4.2.1 人的資本への投資」や、「6.ガバナンス」のうちの「6.2.社長、経営陣のスキル及び多様性」「6.3.社外役員のスキル及び多様性」の項目と関連

CGSガイドライン

- ✓コーポレートガバナンス・コードにより示された主要な原則を実践する際に考慮すべき内容を、同コードを補完する形で提示
- ✓主に、価値協創ガイダンスにおける「6.ガバナンス」と関連

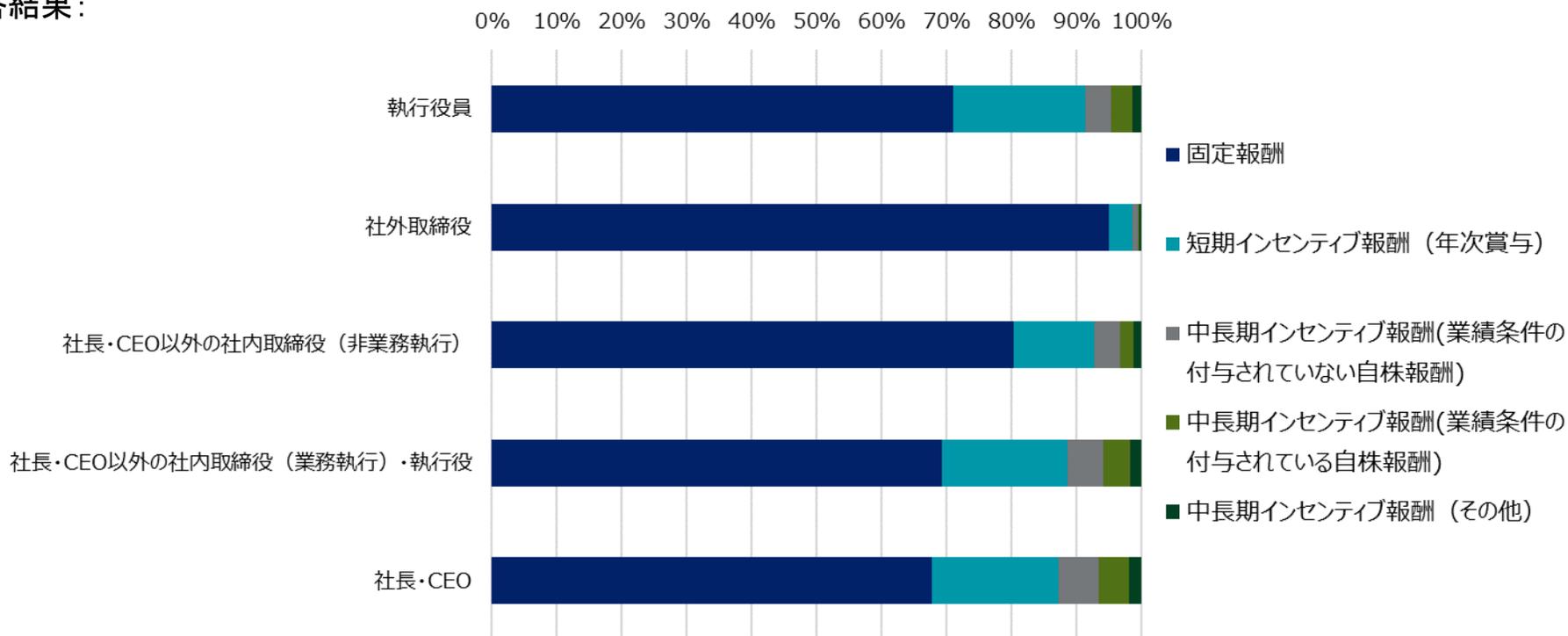
(参考) 企業の経営幹部と投資家のインセンティブ構造のずれ

- 日本企業の経営陣幹部の報酬体系は大部分が「固定報酬」となっており、インセンティブが構造が株主とは大きく異なる。

<日本企業の経営幹部の報酬の内訳>

質問内容: 経営陣幹部の報酬に関して、以下の役職の固定報酬、短期インセンティブ報酬(年次賞与)、中長期インセンティブ報酬(業績条件の付されていない自社株報酬、業績条件の付されている自社株報酬、その他)の比率について、これまでの実績を基に、大まかな比率でご教示ください。

回答結果:



(参考) 企業と投資家（株主）との対話の状況

- 全株懇の調査によると、機関投資家への議案の事前説明を実施している企業は、調査対象の株式上場会社のうち約16%。
- 機関投資家へのアンケートによると、日本株投資残高のある機関投資家のうち、33%は会社からの事前説明を受けて判断を変更した議案があると回答。
- 投資家の議決権行使に関しては、上場企業からは、対話により個別企業の状況を踏まえることや、賛否理由の説明、議決権行使基準の開示の充実を期待する声も。

【国内外機関投資家への議案の事前説明の状況】

21. 国内外機関投資家（議決権行使助言会社を含む）への議案の事前説明
(1)実施の有無

調査項目	会 社 区 分	株式上場	株式非上場	計	構成比
有					
A 今年初めて実施		47	0	47	2.7%
B 従来から実施		222	2	224	12.8%
計		269	2	271	15.5%
C 無		1,413	67	1,480	84.5%
合 計		1,682	69	1,751	100.0%

(資料) 平成30年度全株懇調査報告書～株主総会等に関する実態調査集計表～

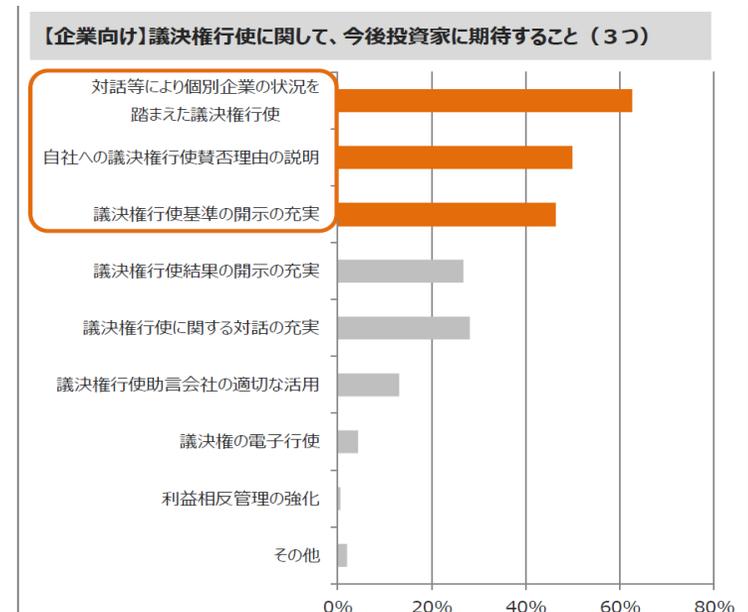
【事前説明による判断変更の有無】

(7) 上記<設問 4-⑤>の「会社提案議案に対する賛成・反対・棄権・白紙委任」について、エンゲージメント活動の結果、会社からの事前説明を受けて賛否等を変更した議案がありますか。<設問 4-⑦>

	回答数		(29年10月調査)	
		内、日本株投資残高有	内、日本株投資残高有	内、日本株投資残高有
全体	150 社	94 社	92 社	92 社
イ 変更した議案がある	37 社 (24.7%)	31 社 (33.0%)	20 社 (21.7%)	20 社 (21.7%)
ロ 変更した議案はない	113 社 (75.3%)	63 社 (67.0%)	72 社 (78.3%)	72 社 (78.3%)

(出所) 投資顧問業協会「日本版スチュワードシップ・コードへの対応等に関するアンケート (第5回) の結果について」(平成30年10月実施分)

【企業が議決権行使に関して投資家に期待すること】



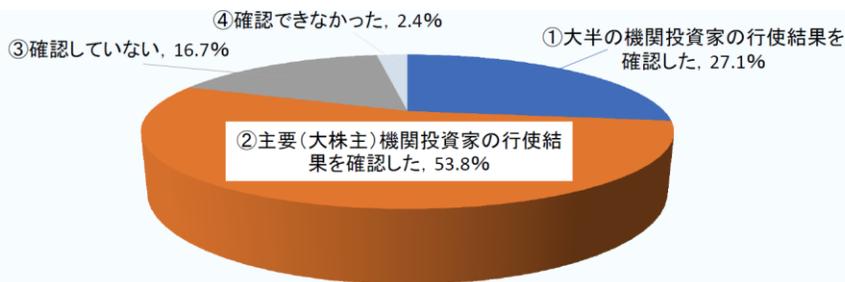
(出所) 生命保険協会調べ (上場企業時価総額上位1,200社対象)

(参考) 企業と投資家 (株主) との対話の状況

『第1回新時代の株主総会プロセスの在り方研究会』
事務局説明資料P21より抜粋

- 平成29年5月、スチュワードシップコードが改訂され、機関投資家は、議決権の行使結果を個別の投資先企業及び議案ごとに公表すべきである旨が盛り込まれた。
- GPIFのアンケート結果によると、アンケート対象企業の内、約80%の企業が行使結果を確認しており、それを反対票の原因分析や、今後の経営課題の設定に役立てている企業も。
- 行使結果の確認を行うことで、社内の意識を高めることや機関投資家への理解が深まったといったとする声がある一方で、賛否判断における対話重視と形式的基準重視の二極化といった指摘も。

【議決権行使結果の確認状況】



<主な用途に関する主なコメント(①、②を選んだ企業に対する質問)>

来期以降の株主総会会議内容の参考とするため。

反対理由を確認し、株主との建設的な対話や経営課題の設定に役立てる。

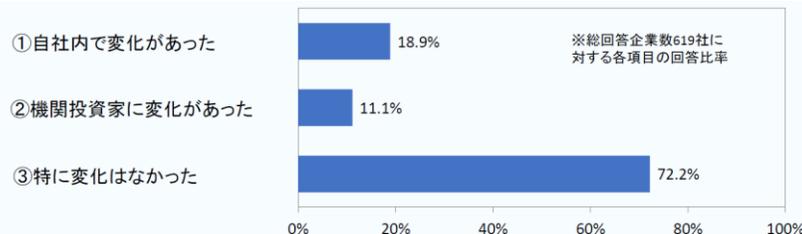
反対票の原因分析を行い株主との対話等のIR活動にフィードバックする目的。

反対票の原因分析に関する取締役会報告のため。

当社はもとより、同業他社の事案に係る賛否を確認することにより、機関投資家の議案の賛否の判断基準が想定出来る。

大半の機関投資家の行使結果を確認し、主要株主を訪問して、判断の背景やプロセスを確認した。進めていく中で、機関投資家の問題意識を理解し、自社のガバナンス強化に生かしていくため、今後も積極的に対話を進めていく所存。

【結果確認後の変化】



<①自社内での変化に関する主なコメント>

・反対票の要因が明確になることで、改善に向けた社内の意識を高めることができた。

・反対行使した投資家のうち、議決権行使基準を参照しても理由が不明な投資家と対話した。

・機関投資家に直接訪問して今回の行使結果について内容を伺うなどの能動的な動きが生じた。

・各機関投資家毎のスタンスの違いを検証した。

・エンゲージメント活動へのトップの理解が増した。

<②機関投資家の変化に関する主なコメント>

・面談時に行使結果、理由を投資家側から説明をいただくケースが出てきた。

・面談の中で、賛否に関するアセットオーナーへの説明責任が厳格化していると感じた。

・反対率が高ければよくやっている、という誤解が広まった。

・従来の未行使から行使に変更になった。

・賛否判断における対話重視と形式的基準重視の2極化。

・事前に議決権行使の方針の通知があった。

(出所) 年金積立金管理運用独立行政法人 第3回機関投資家のスチュワードシップ活動に関する上場企業向けアンケート集計結果 (平成30年4月)