

事務局説明資料

～グローバル競争で勝ちきる企業群の創出について～

令和4年3月31日

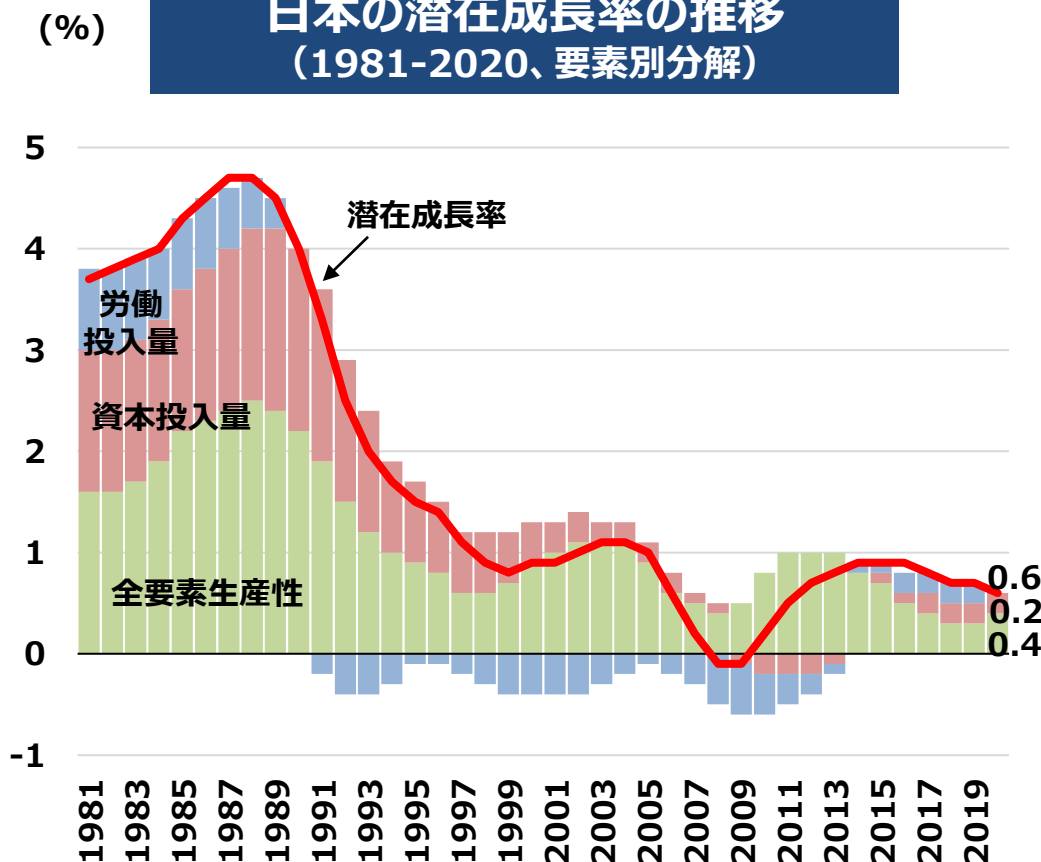
経済産業省

現状と課題

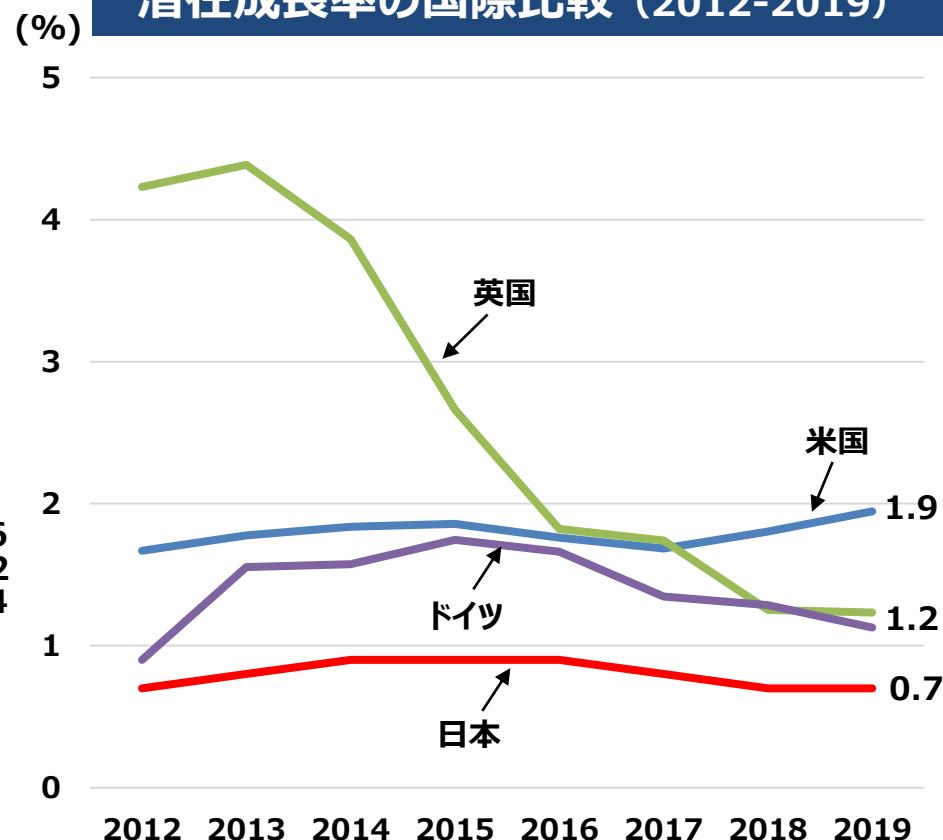
日本は過去30年潜在成長率が低迷

- 1990年代以降、日本の潜在成長率は低迷し、他の先進国と比較しても低水準が続いている。

日本の潜在成長率の推移
(1981-2020、要素別分解)



潜在成長率の国際比較 (2012-2019)



(注) 潜在成長率とは、生産活動に必要な全要素（資本、労働、生産性）を使った場合に供給能力をどれだけ増大させられるかを示す指標。

英国の潜在成長率は、実質GDP成長率 - GDPギャップで算出。

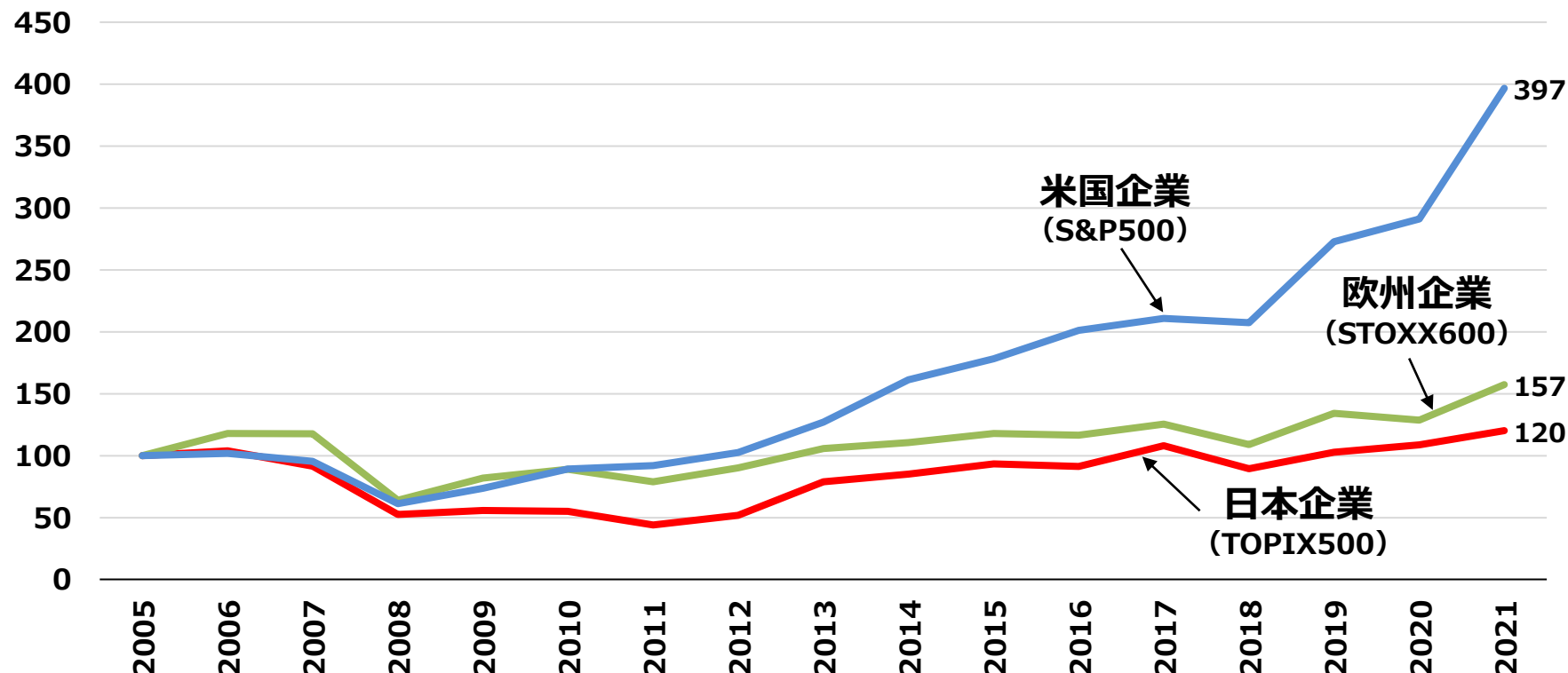
(出所) 内閣府「GDPギャップ、潜在成長率」、Federal Reserve Economic Data “Real Potential Gross Domestic Product”, Office for Budget Responsibility “Historical official forecast database” (Oct. 2021), AMECO “Potential GDP” のデータに基づき作成。

日本企業は価値創造（イノベーション）が低迷

- 日本（TOPIX500）、米国（S&P500）、欧州（STOXX600）の株価の伸び率を比較すると、日本は米欧に劣後。この期間、日本企業の価値創造が低迷。
- 日本経済の中でもよい人材等の資源を多く抱える、大企業が、価値創造することは、日本全体の良質の雇用の供給・賃金上昇の観点からも重要。
- これらは、①企業における価値創造（イノベーション）の課題、②市場環境の課題の両面の問題あり。

(2005年 = 100)

日・米・欧の上場株式における株価の伸び率の比較

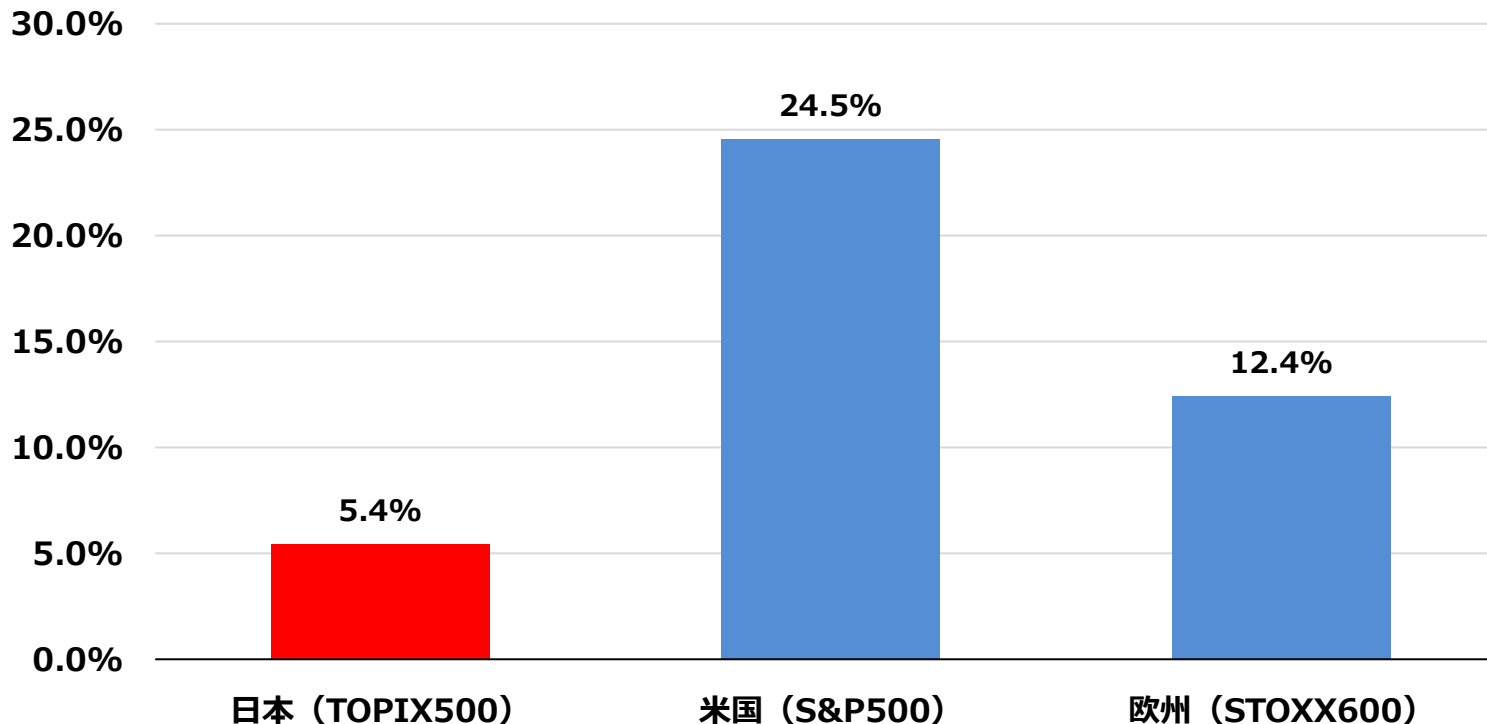


(注) 各年年末の株価を比較。
(出所) Bloombergに基づき作成。

米欧では設立30年以内企業の価値創出が大きい

- 米国では時価総額の25%、欧州では12%が設立30年以内の企業。日本は5%。

日経500、S&P500、STOXX600における
設立30年以下の企業が時価総額に占める割合



(注) 設立30年以下の企業の時価総額の合計を、TOPIX500、S & P500、STOXX600それぞれの全体の時価総額で割って算出。

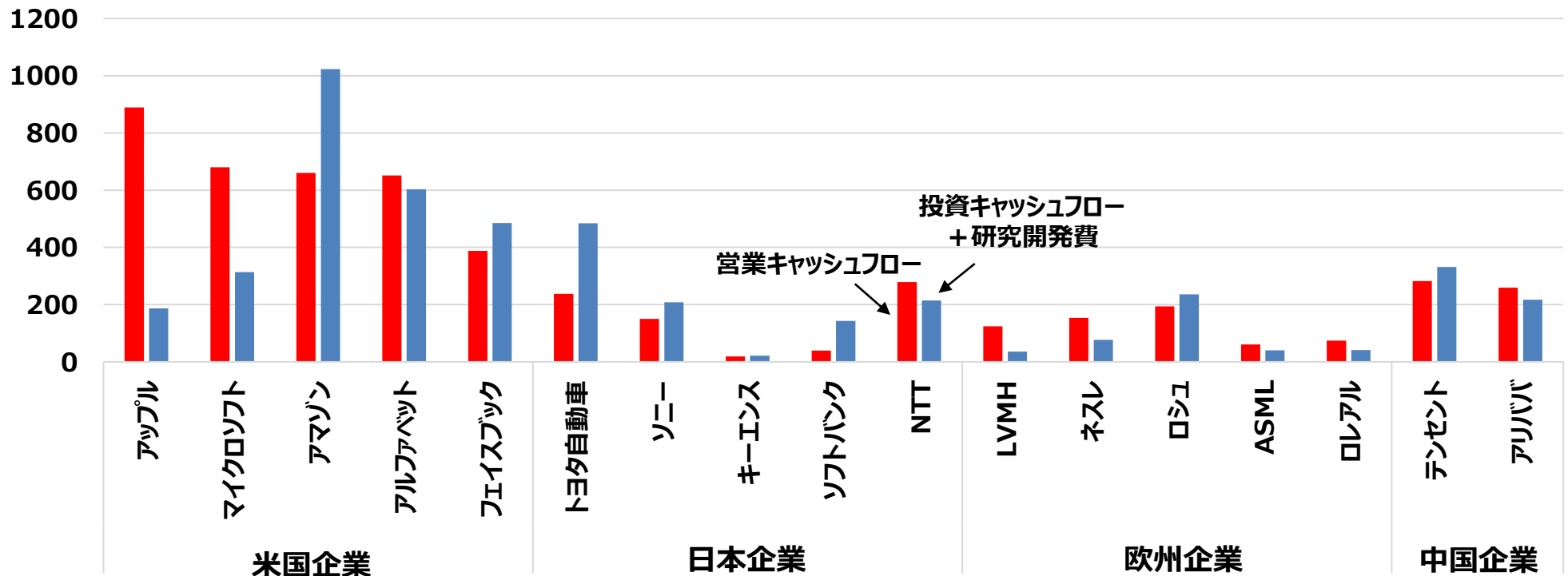
(出所) Bloomberg、各社HPより作成

中長期の価値創造に向けた投資には大規模なキャッシュフローが必要

- 中長期の価値創造に向けてはリスクをとって大規模・長期投資が必要であり、そのためには、持続的に大規模なキャッシュフローを稼ぐことが必要。
- 営業キャッシュフロー、投資キャッシュフロー+研究開発費のいずれも、米国企業に比べて日本企業は劣後。

(億ドル)

日米欧中時価総額上位企業の動向 (2020年)



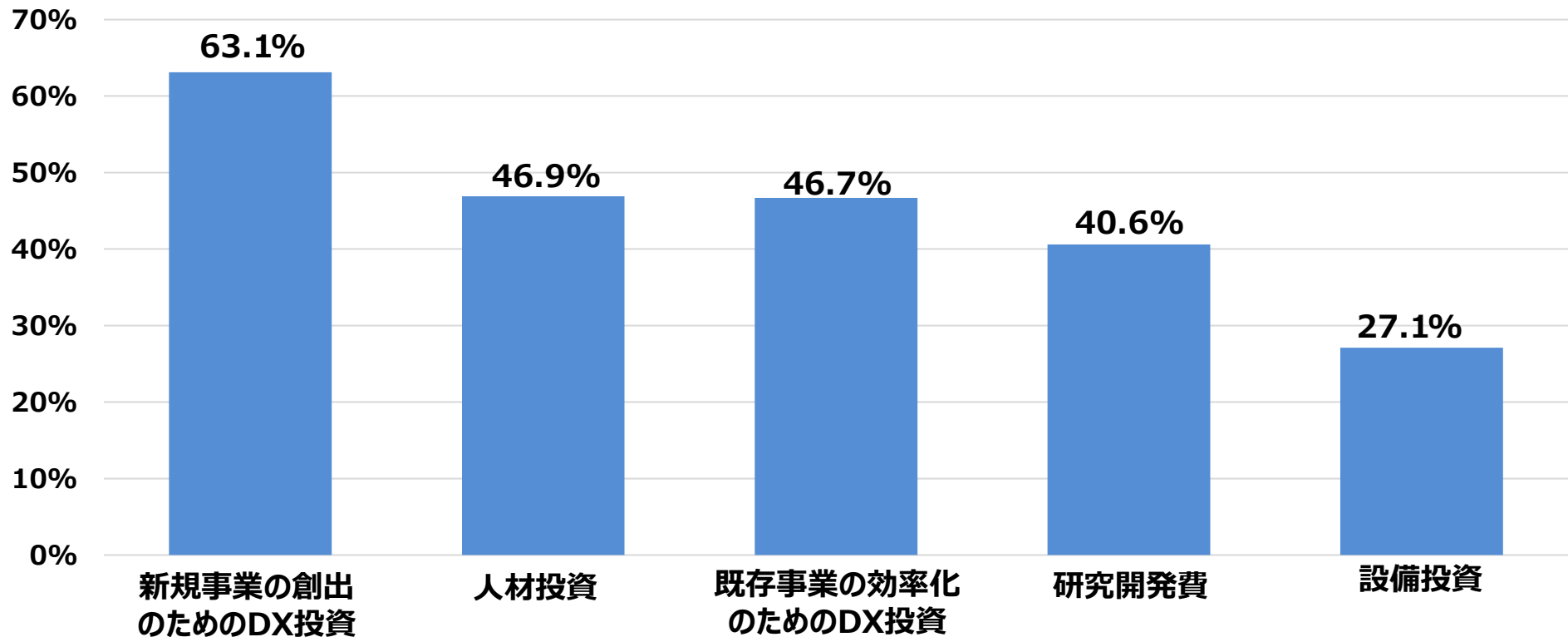
(注) 時価総額は、2021年7月1日現在。各国企業は、本社所在地により判断したもの。金融企業を除く上位企業を取得。

(出所) Bloombergを基に作成。

(参考) 日本企業の成長投資の遅れ

- 企業を対象とした意識調査によると、日本企業の多くが、成長投資が不十分であり競争力が低下した実感。特に新規事業創出のためのDX投資が不足と感じている。

各種成長投資について、投資が十分でなく、競合企業に後れを取ったと回答した企業の割合



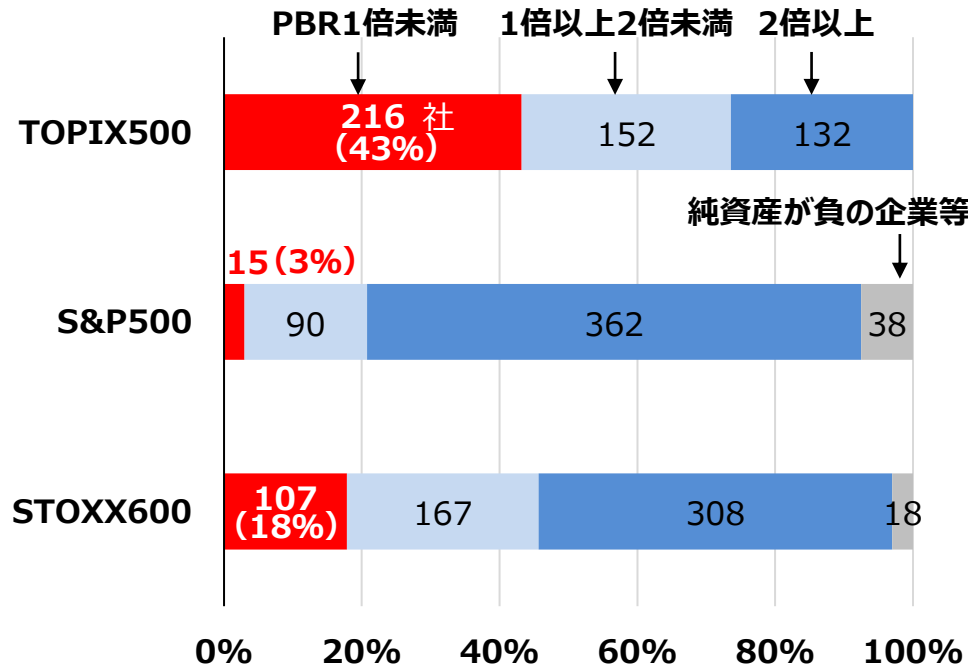
(注) 各種成長投資について、「投資が十分でなく、競合企業に後れを取った」か、「市場で優位な地位を築く上で十分な投資を行った」かを4段階で回答。前者に近い2つの回答を選んだ割合を上図にて表している。東証一部・二部上場企業441社の回答結果。

(出所) PwCあらた有限責任監査法人「国内の企業変革・デジタル化進展に関するアンケート」(調査期間2022年1-2月)に基づき作成。

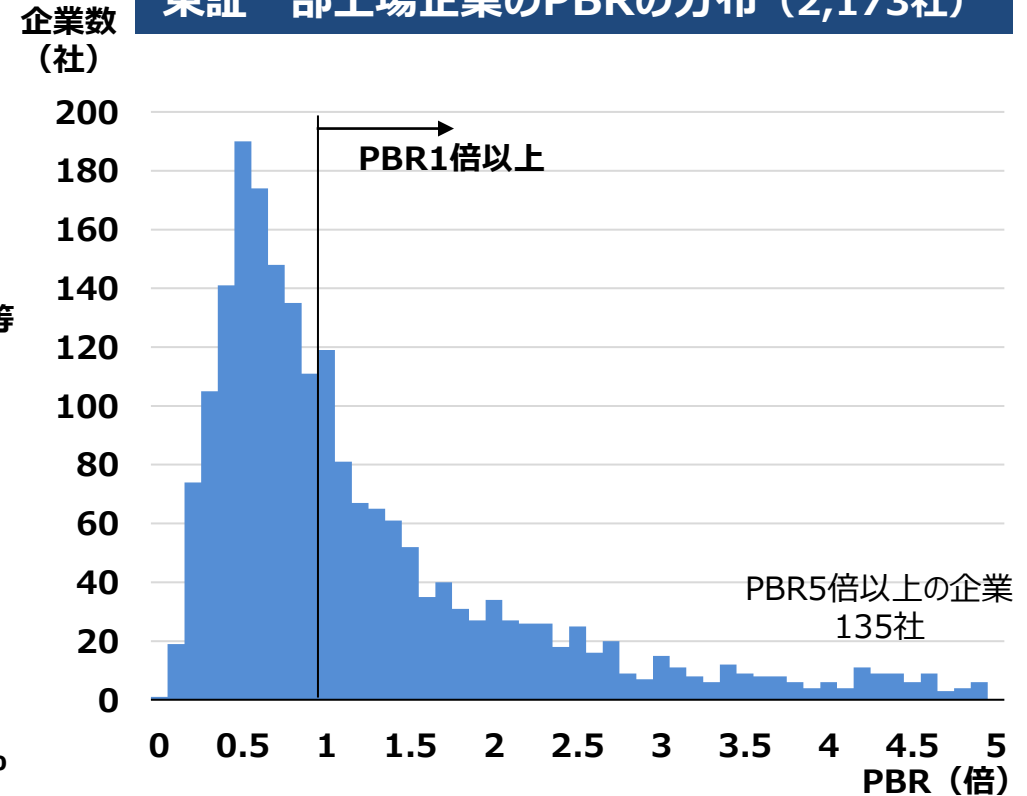
TOPIX500構成企業の約4割が非財務資本がゼロを下回る (PBR (株価純資産倍率) が1未満)

- 主要株価指数の構成企業のうち非財務資本がゼロを下回る (PBRが1倍未満 (純資産 > 株式時価総額) の企業) の割合は、米国 (S&P) 3%、欧州 (STOXX) 約2割に対し日本 (TOPIX) は約4割。東証一部上場企業では、PBR0.5~0.6倍が最頻値となっている。(東証一部上場2,173社中、PBR 1 倍以上は1,075社 (49.5%) ※3/2時点)

TOPIX500、S&P500、STOXX600企業のPBRの分布



東証一部上場企業のPBRの分布 (2,173社)



(注) PBRとは、株価を1株当たり純資産で割ることによって算出できる。PBRが1倍を上回る場合、企業の持つ純資産価値を上回る評価が市場でなされていると考えられる。

左図は2022年3月7日時点の情報。右図は2022年3月2日時点の情報。PBRデータが得られる企業のみを抽出し、PBR0.1刻みで該当する企業数を表示している。

(出典) Bloombergを基に作成。

(参考) PBR (株価純資産倍率)

- PBRが1倍未満の企業は、時価総額が企業の解散価値を下回る状況（仮に、全株式を買収し、解散した場合にも利益が発生する）。
- PBRは経営の効率性（ROE）と企業の成長期待（PER）から構成され、PBRをあげるためには、短期的な収益性をあげるだけでなく、中長期的な価値創造に対する市場の期待をあげることが必要。

$$\begin{aligned} \text{PBR (株価純資産倍率)} &= \frac{\text{株価 (株式時価総額)}}{\text{1株あたり純資産 (純資産額)}} \\ &= \left[\frac{\text{PER (株価収益率)}}{\text{1株あたり当期純利益 (当期純利益)}} \right] \times \left[\frac{\text{ROE (自己資本利益率)}}{\text{自己資本}} \right] \end{aligned}$$

株価が「1株当たりの当期純利益」の何倍になっているか
【企業の成長期待】

自己資本をどれだけ有効に活用して利益を上げているか
【経営の効率性、収益性】

(参考) 日米欧の主要企業の業種別PBR

- 日米欧の代表的な株価指数の構成企業のPBRを業種別に見ても、全ての業種において日本企業の平均PBRが最も低く、また米欧でPBRが1を割る業種は存在しない。

日米欧の業種別平均PBR

	日本	米国	欧州		日本	米国	欧州
自動車・自動車部品	0.83	6.34	2.55	産業用財・サービス	2.20	10.42	4.92
銀行	0.44	1.58	1.11	保険	0.67	4.86	1.62
鉱物・基本素材	0.77	5.13	1.97	メディア	1.30	3.43	4.46
化学	1.13	3.81	2.91	介護、薬品、日用品店	2.55	41.96	4.14
建設	1.19	4.05	3.55	不動産	1.67	3.52	7.24
消費財	2.33	5.76	5.80	小売	3.82	10.05	4.86
エネルギー	0.64	5.97	2.23	技術	5.12	13.47	8.02
金融	1.93	7.16	2.54	通信	2.03	3.57	2.53
食品	1.62	6.08	3.81	旅行	3.08	8.66	3.96
ヘルスケア	2.98	7.94	6.35	電気・水道・ガス	0.61	2.68	2.55

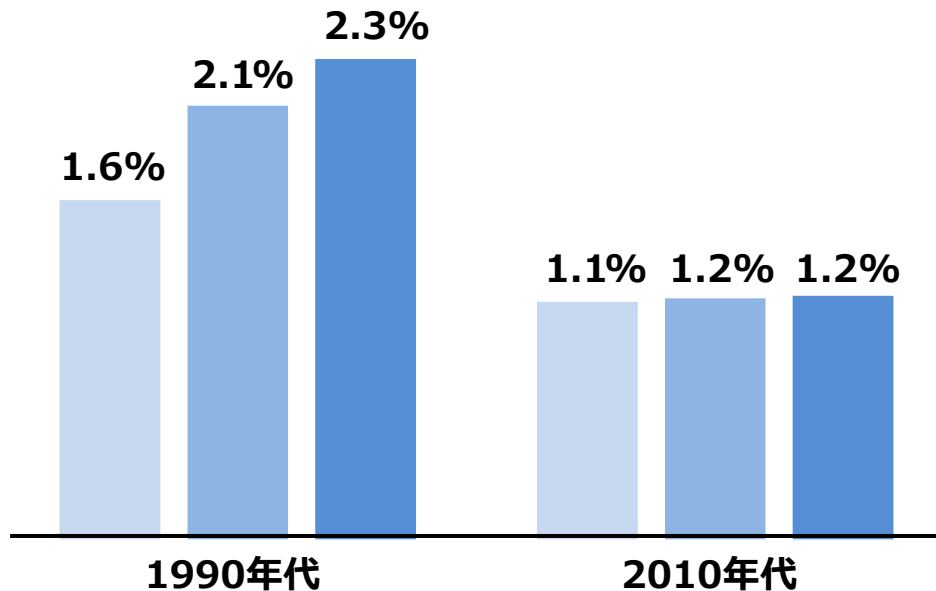
(注) 日本はTOPIX500、米国はS&P 500、欧州はSTOXX600の構成銘柄のうち、PBRが算出されている銘柄について単純平均をとったもの。(日本500社、米国441社、欧州522社) 産業分類は業種分類ベンチマーク(ICB)のスーパーセクターによる。2022年3月22日時点のデータ。

(出所) Bloombergに基づき作成。

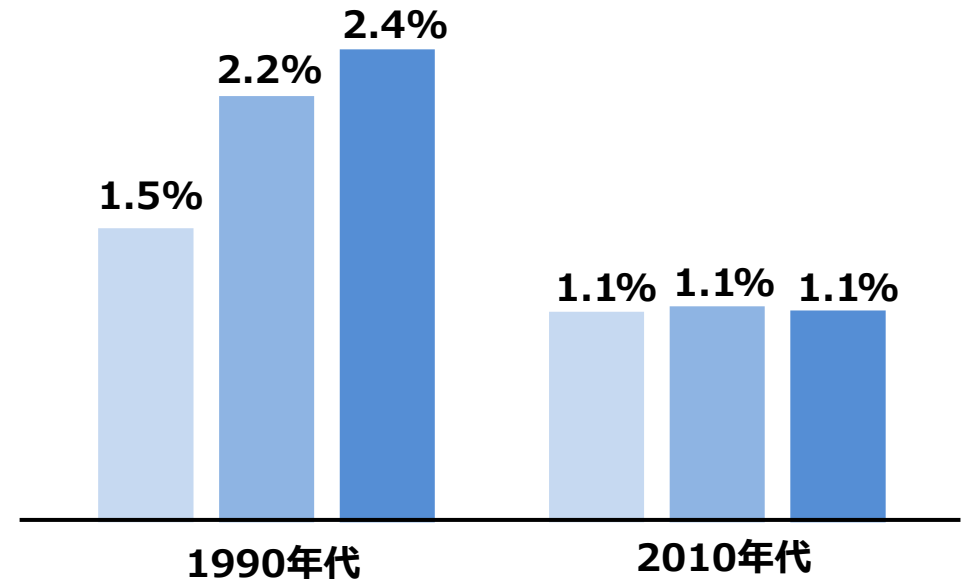
日本企業の期待成長率は低下

- 企業が今後見込む経済成長率及び自社の業界需要の成長率は、現在は1%台に低下し、将来も継続的な経済停滞を見込む。価値創造に向けた道筋を、企業が見いだせていないのではないか。

企業による実質経済成長率の見通し
(左から、次年度、今後3年間、今後5年間の見通し)



企業による実質業界需要の成長率の見通し
(左から、次年度、今後3年間、今後5年間の見通し)



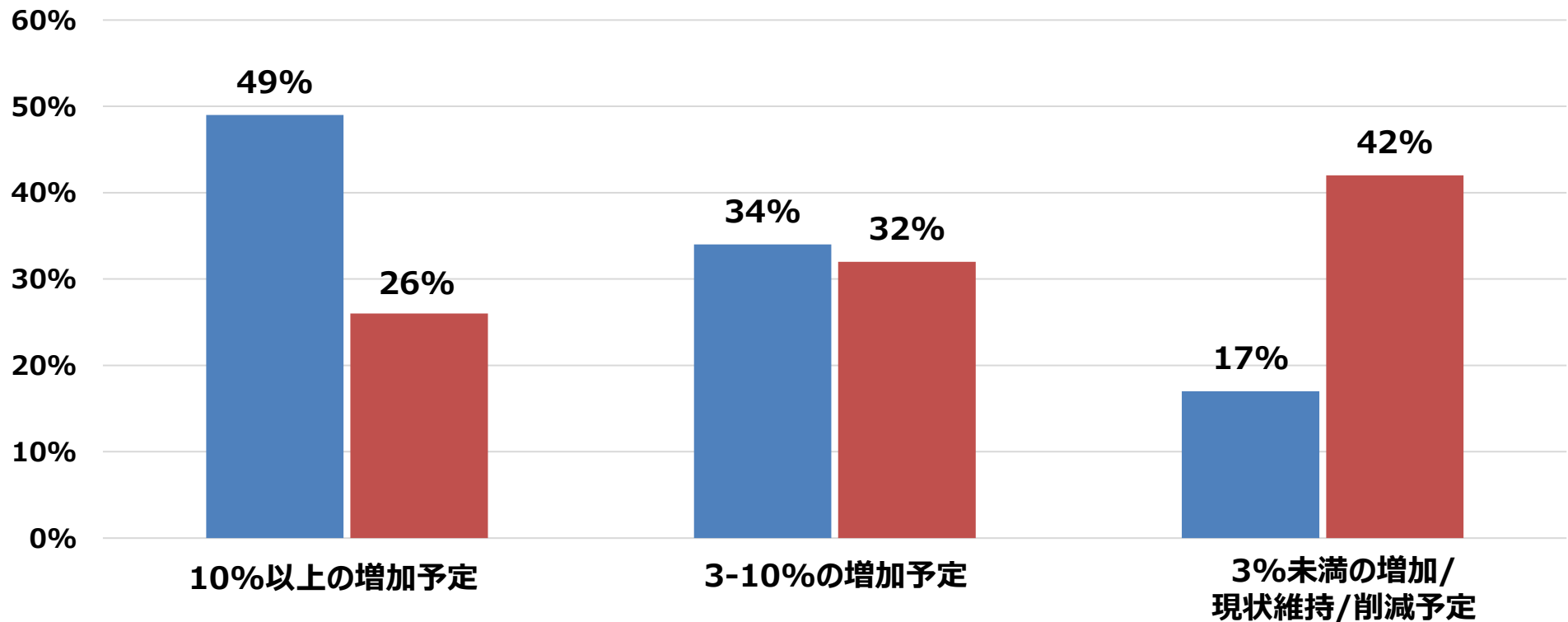
(注) 各年度における次年度、今後3年間、今後5年間の実質経済成長率、及び実質業界需要の成長率の見通しの相乗平均をとった値。

(出所) 内閣府「企業行動に関するアンケート調査」に基づき作成。

(参考) 海外企業に比べて日本企業の成長投資の意欲は低い

- 日本企業が遅れを実感しているDX投資について、日本企業も増やそうとしているが、海外企業の投資意欲はそれを大きく上回っている。

DX投資の意向に関する企業の意識調査の結果 国際比較 (青：海外、赤：日本)



(注) 国内は東証一部・二部上場企業441社の回答結果。海外の結果は、100ヶ国のCEOを対象とした調査（2021年2月、回答数1779件）。

(出所) 国内はPwCあらた有限責任監査法人「国内の企業変革・デジタル化進展に関するアンケート」（調査期間2022年1-2月）、海外は、PwC "24th Annual Global CEO Survey - A leadership agenda to take on tomorrow"に基づき作成。

IMD国際競争力ランキングで指摘される経営上の課題

- 日本の国際競争力ランキングは低く、特に経営手法や姿勢・価値観を含むビジネス効率性が低いと指摘される。価値創造に向けた経営、行動原理に課題があるのではないかな。

IMD国際競争力ランキング 関連項目の国際順位

国名	総合			
	ビジネス効率性			
			経営手法	姿勢・価値観
スウェーデン	2	2	3	4
米国	10	10	6	25
ドイツ	15	23	29	45
中国	16	17	23	12
英国	18	19	27	31
日本	31	48	62	55

IMDランキングの評価基準（抜粋）

経営手法

- ・ アジャイルな企業経営を行っているか
- ・ 市場環境の変化に敏感か
- ・ 機会・脅威に迅速に対応できているか
- ・ 経営者が信頼されているか
- ・ 取締役会は経営を効果的に監督しているか
- ・ 経営者の起業家精神は十分か

姿勢・価値観

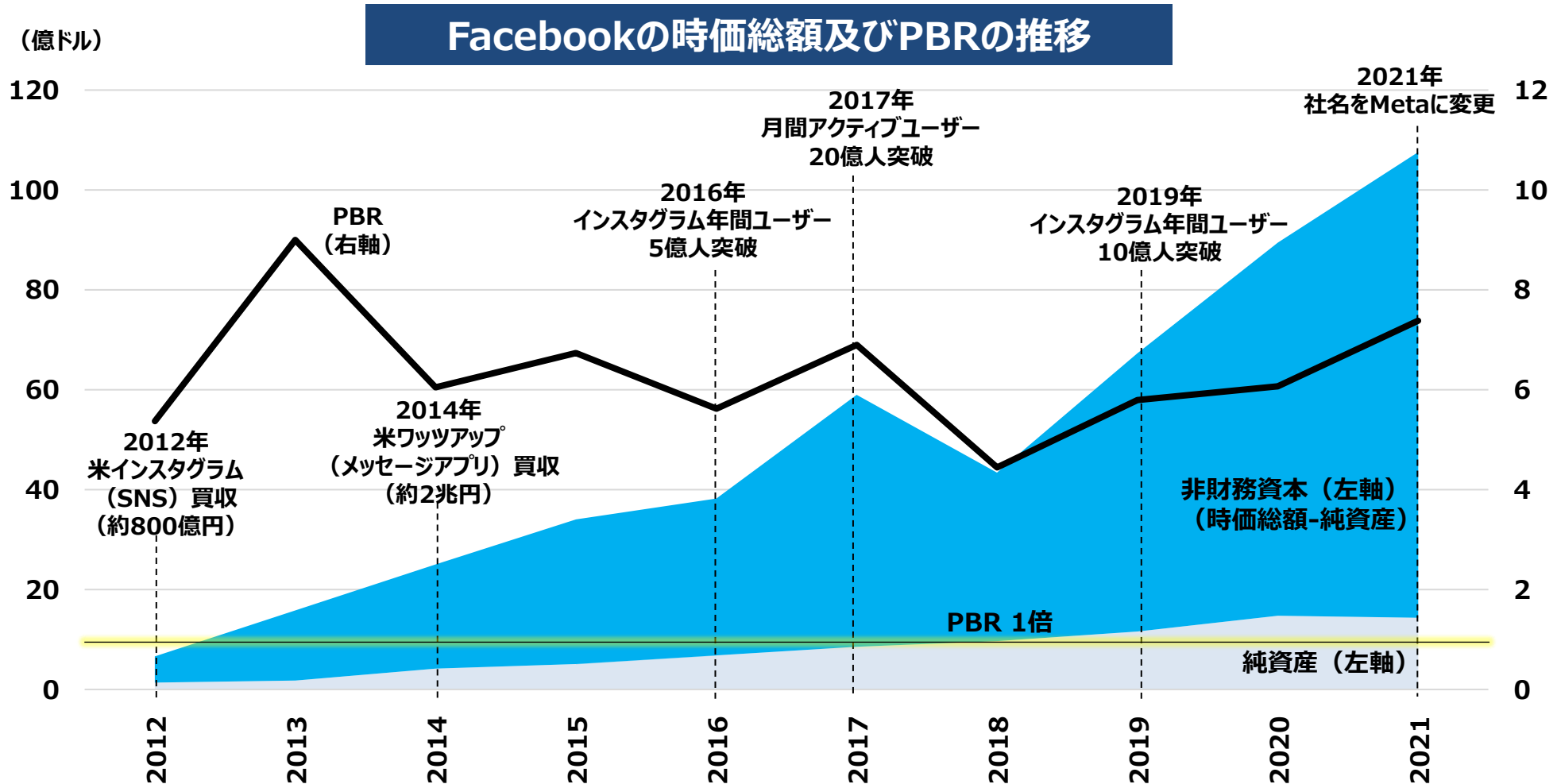
- ・ グローバル化に前向きに取り組んでいるか
- ・ 国内の文化は海外に対してオープンか
- ・ 新たな課題に柔軟に適応できているか
- ・ 経済・社会変革の必要性は理解されているか
- ・ 企業のDXは実行されているか

成長を実現した企業の取組

企業の成長要因	具体的な取組
中長期的な価値創造・サステナビリティの方針をステークホルダーに共有	<u>サステナビリティ</u>を軸とした経営戦略を発表し、それに基づき事業を推進 (英国・ユニリーバ) <u>ROIC経営</u>、積極的な<u>非財務情報開示</u>など、資本市場と積極的に対話 (日本・オムロン)
CEO・執行機能の強化 コーポレートガバナンスの強化	<u>取締役の過半数を社外取に、指名委員を全員独立社外取とする等のガバナンス改革</u>を推進。 (日本・ソニーグループ) 社外で経営、金融、行政等の経験を有する<u>多様な取締役会</u>を構成 (米国・Facebook)
M&A等を通じたオープンイノベーション、イノベーションマネジメント	<u>将来予測からバックキャストした研究開発</u>の推進。 (ドイツ・シーメンス) 世界中のヘルスケア企業との<u>提携</u>や<u>研究開発投資</u>により企業価値を向上 (スイス・ロシュ)
徹底した事業ポートフォリオマネジメント	総合化学メーカーから、外部環境に合わせた<u>事業の取捨選択</u>を実施 (ドイツ・BASF) <u>ヘルスケア・ライフサイエンス分野に特化</u>するべく、事業買収を実施 (ドイツ・メルク)
積極的な設備投資	<u>大規模な投資</u>の継続を通じて競争力を強化し、企業価値を向上 (韓国・サムスン) 世界中の半導体製造を受注するために<u>積極投資し、技術力を向上</u> (台湾・TSMC)
人的資本経営	事業変革を支える<u>グローバル共通人財基盤</u>の整備 (日本・日立) 全世界の従業員に対するリスキリング、“purpose”の意識による従業員のエンゲージメント確保 (英国・ユニリーバ)

米国の例：Facebook

- Facebookはインスタグラム、ワッツアップ等のサービスを買収しながら、プラットフォームとしての価値を高め、利用者数を増大させながら成長。

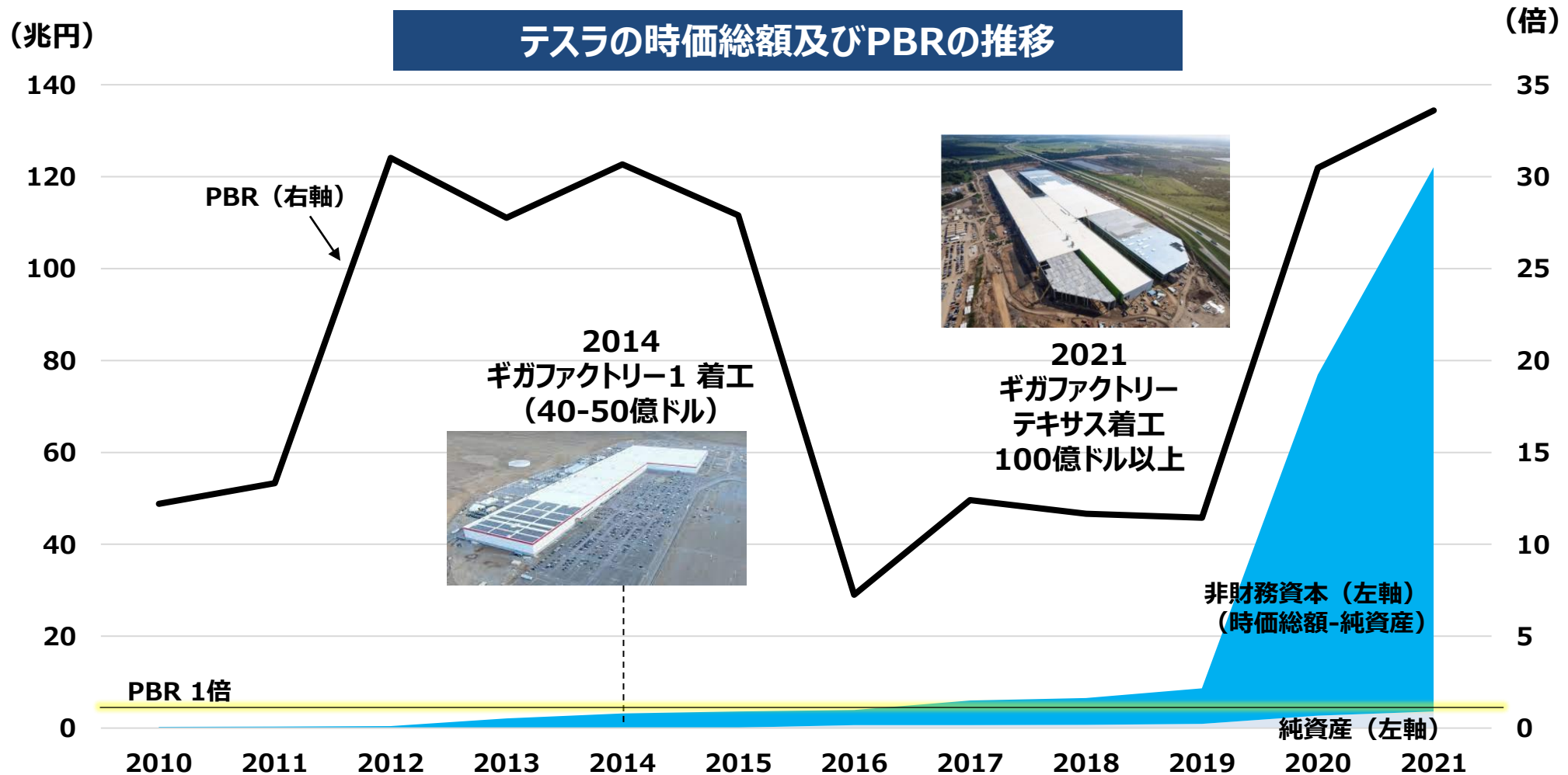


(注) \$1 = 115円で換算。各暦年末の値。

(出所) Bloombergに基づき作成。

米国の例：テスラ

- テスラは時価総額が小さい時期から研究開発投資、ブランド価値向上などの取組を進め、非財務資本を大きく伸長。

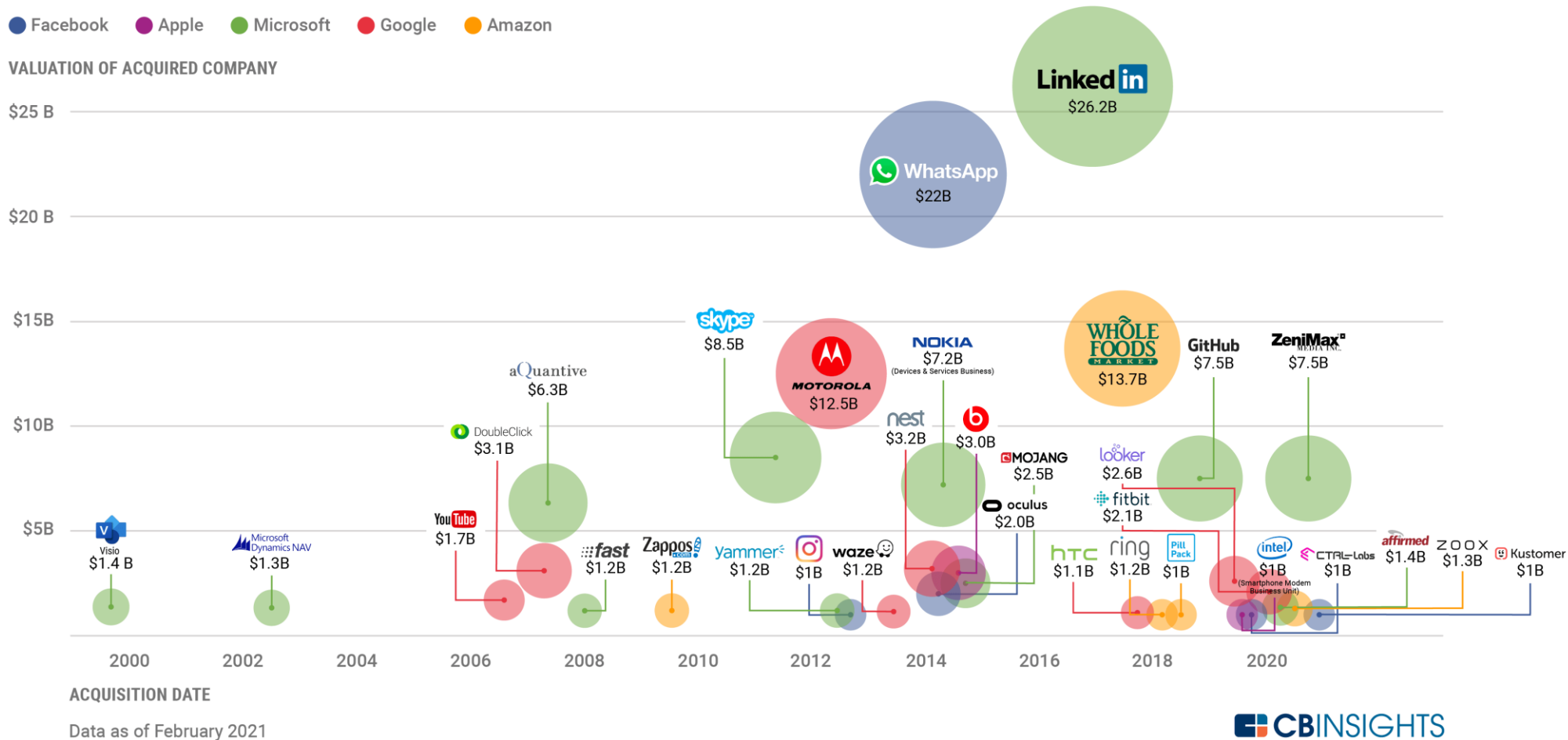


(注) \$1 = 115円で換算。各暦年末の値。

(出所) Bloombergに基づき作成。

TIMELINE OF TECH GIANTS' BILLION-DOLLAR ACQUISITIONS

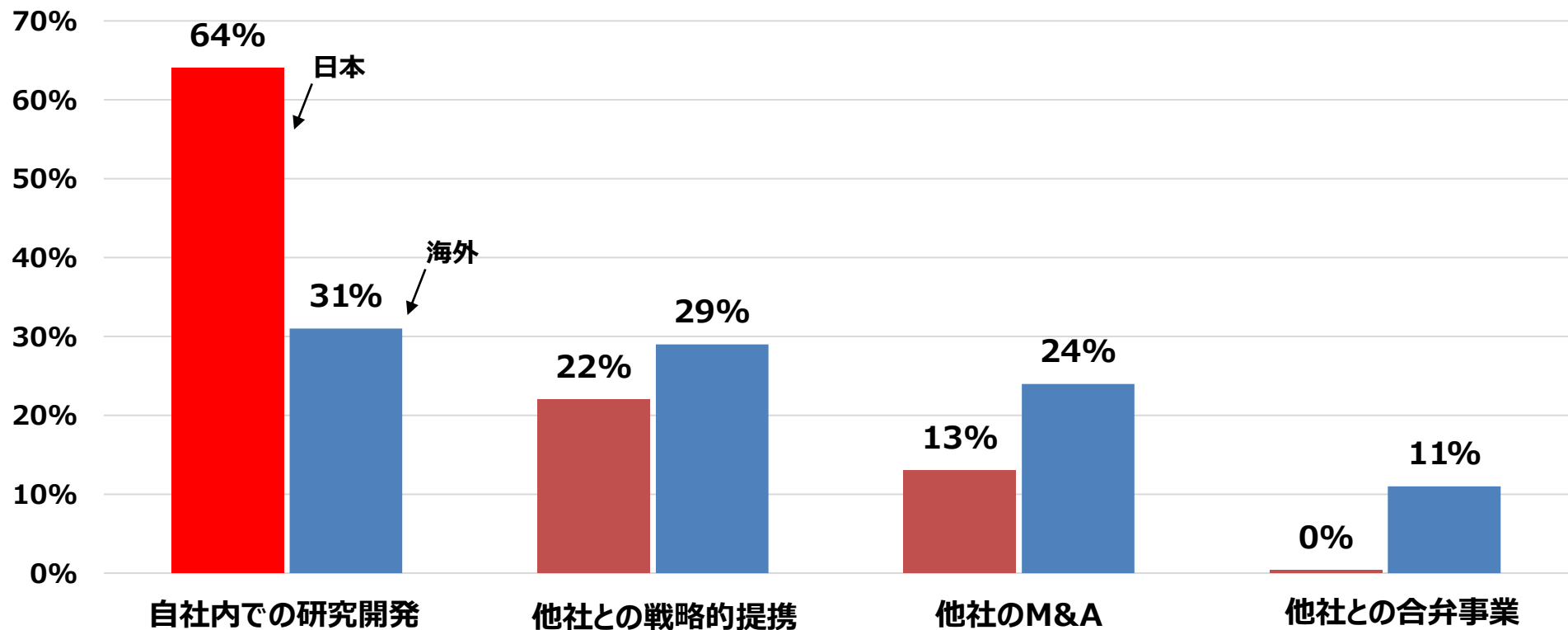
Every \$1B+ acquisition made by Facebook, Amazon, Microsoft, Google and Apple. Bubble size represents maximum valuation.



(参考) 日本企業のイノベーションは自社開発が中心

- 日本企業は自社内での研究開発により企業成長を実現しようとする企業が最も多いのに対し、海外企業の多くは他社との提携やM&Aを通じた成長を考えている。

企業成長に向けて最も重視している方法の回答結果 国際比較

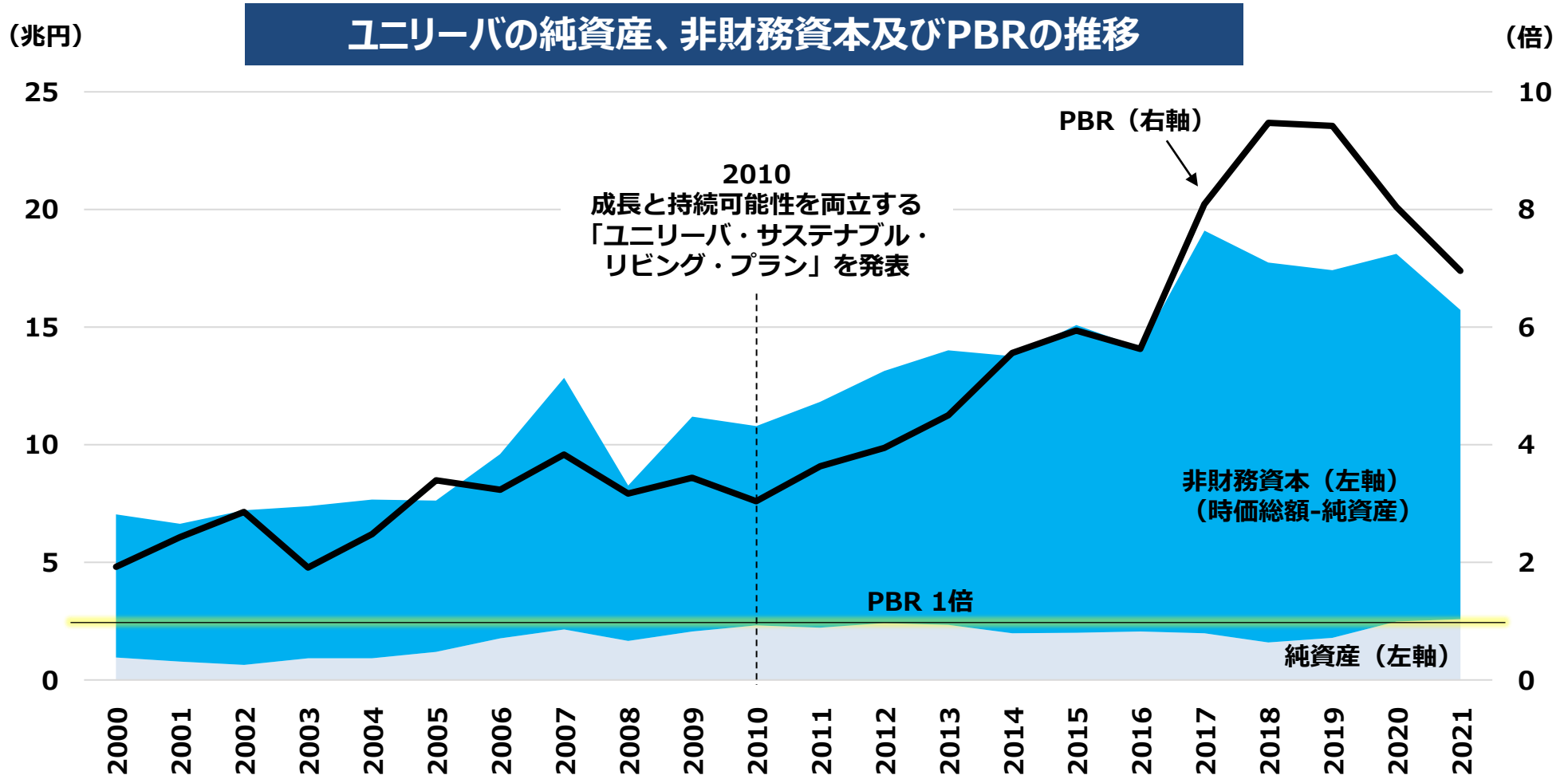


(注) 国内は東証一部・二部上場企業441社の回答結果。海外の結果は、11ヶ国の企業のCEOへの意識調査の結果（回答数1325件）。

(出所) 国内はPwCあらた有限責任監査法人「国内の企業変革・デジタル化進展に関するアンケート」（調査期間2022年1-2月）、海外は、KPMG “The KPMG 2021 CEO Outlook”（2021年7月）に基づき作成。

欧州企業の例：ユニリーバ（英国）

- ユニリーバは、サステナビリティを軸とした経営戦略に基づき、新製品開発や廃棄物削減、省エネ・省資源等の取組を進め、ブランド価値を向上。

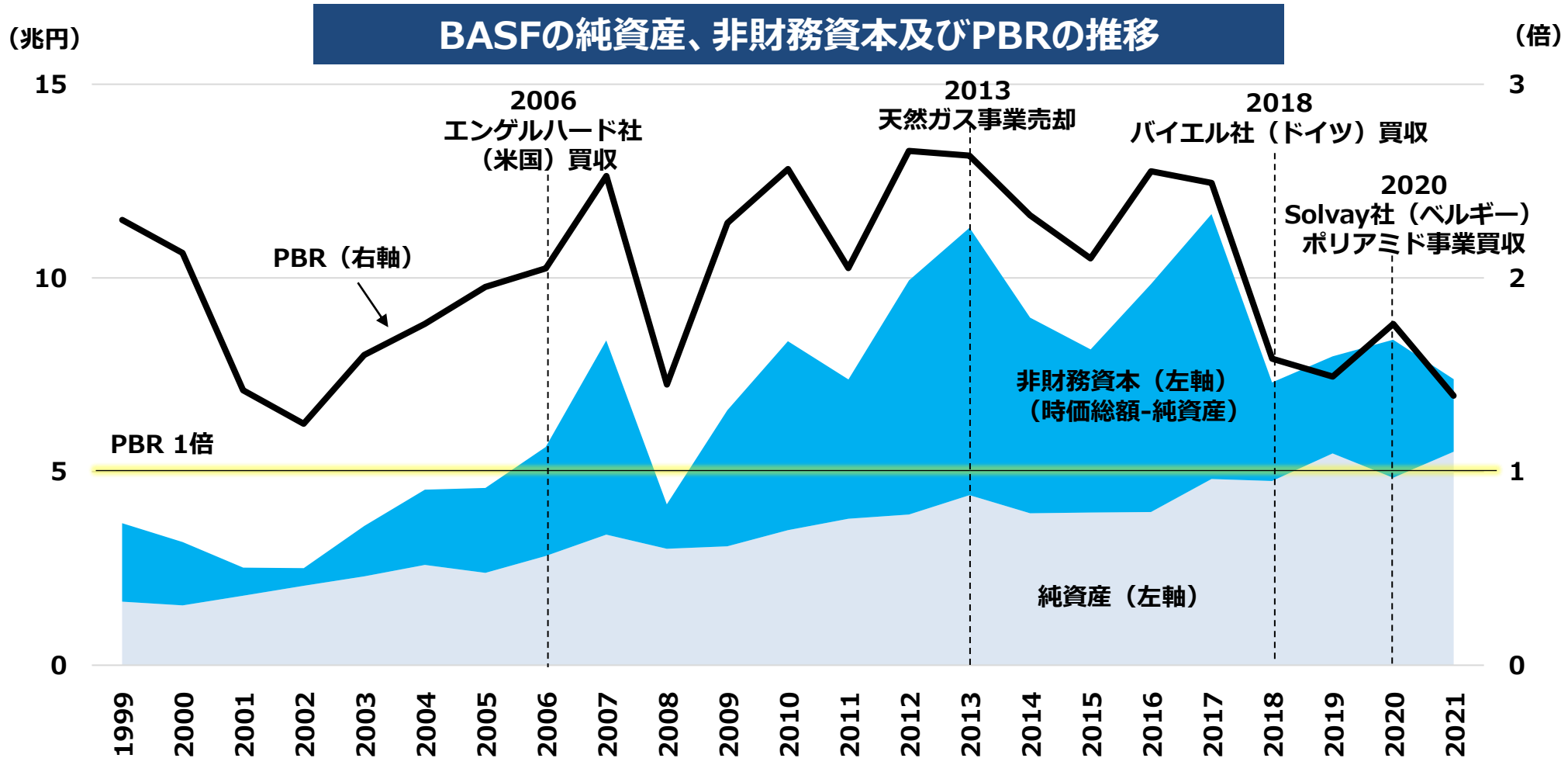


(注) \$1 = 115円で換算。各暦年末の値。

(出所) Bloombergに基づき作成。

欧州企業の例：BASF（ドイツ）

- 総合化学メーカーであるBASFは、買収・売却を通じた事業再編により、外部環境にあわせた事業の選択と集中を実施しながら成長。

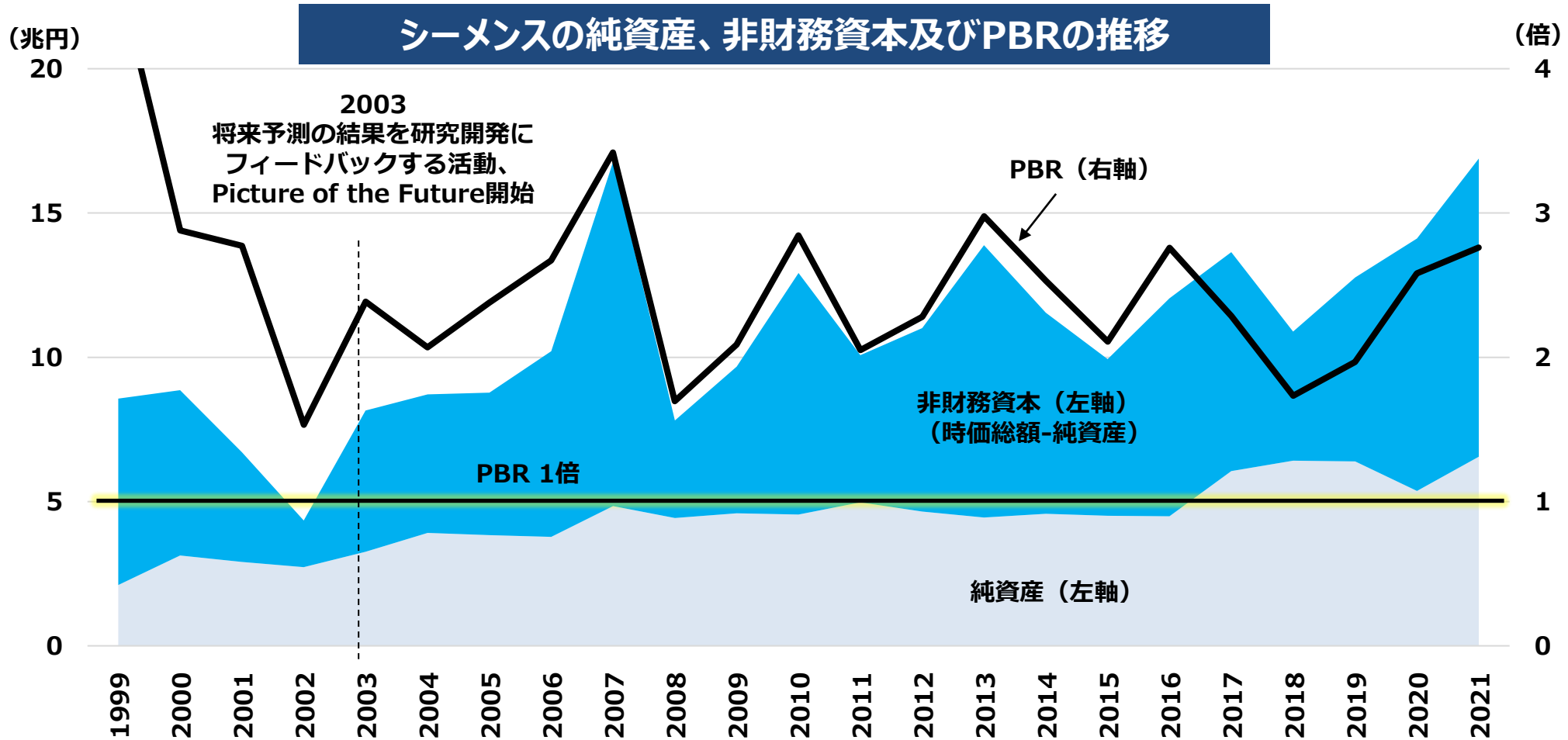


(注) \$1 = 115円で換算。各暦年末の値。

(出所) Bloomberg、IGPIものづくり戦略レポート（2019夏号）等に基づき作成。

欧州企業の例：シーメンス（ドイツ）

- シーメンスは、社会の将来像からバックキャストした研究開発を進めることにより、企業価値を向上。

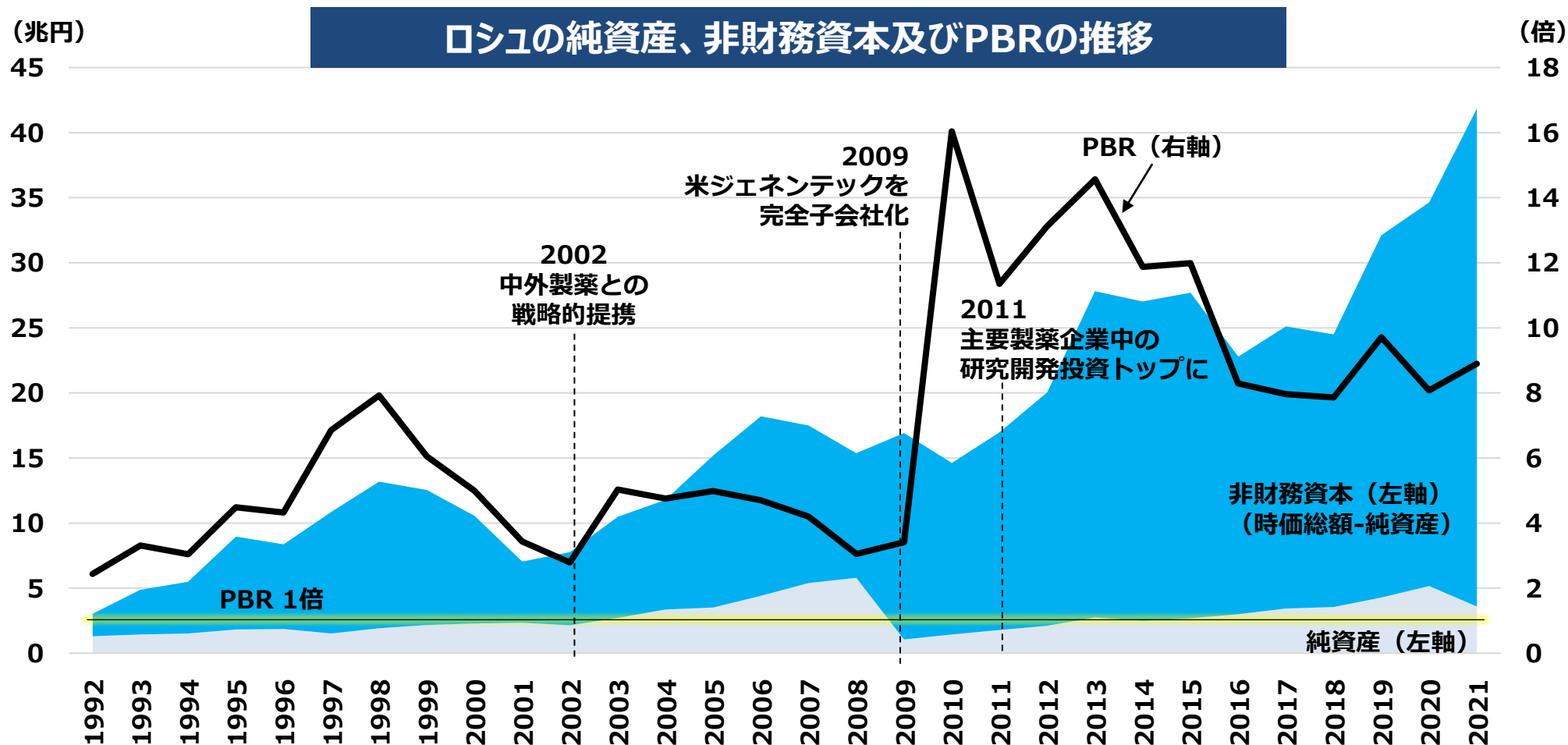


(注) \$1 = 115円で換算。純資産は会計年度末である各年9月の値、時価総額及びPBRは暦年末の値。

(出所) Bloombergに基づき作成。

欧州企業の例：ロシュ（スイス）

- 製薬・ヘルスケア企業であるロシュは、世界中のヘルスケア企業との提携や研究開発投資により企業価値を向上させ、時価総額世界25位の企業へ成長。

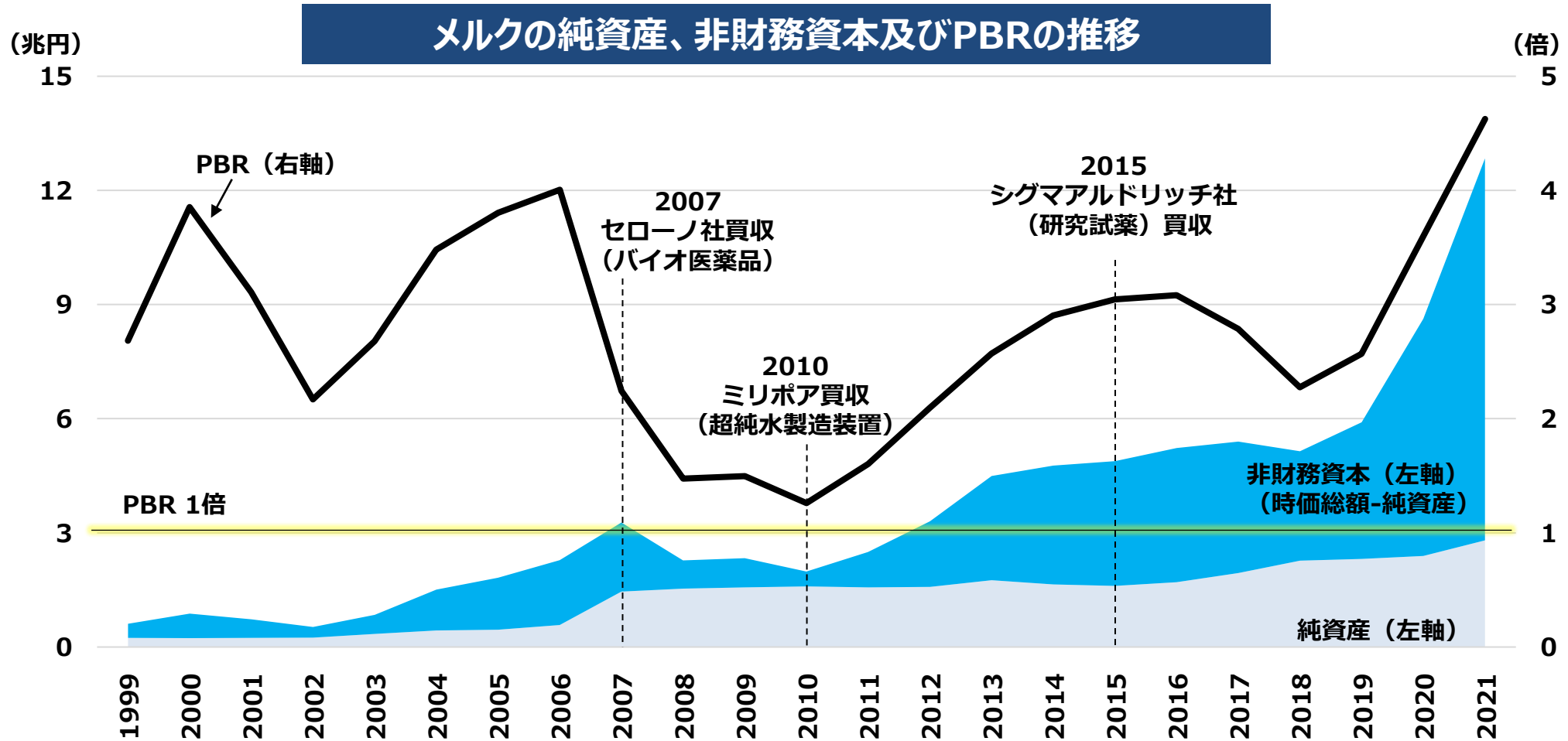


(注) \$1 = 115円で換算。各暦年末の値。

(出所) Bloomberg, 各社HP、Evaluate Vantage “Roche remains big pharma’s biggest R&D spender”に基づき作成。

欧州企業の例：メルク（ドイツ）

- 化学品・医薬品メーカーであるメルクは、事業買収を通じてヘルスケア・ライフサイエンス分野に特化し、ブランド価値を向上させ、時価総額世界50位の企業へ成長。

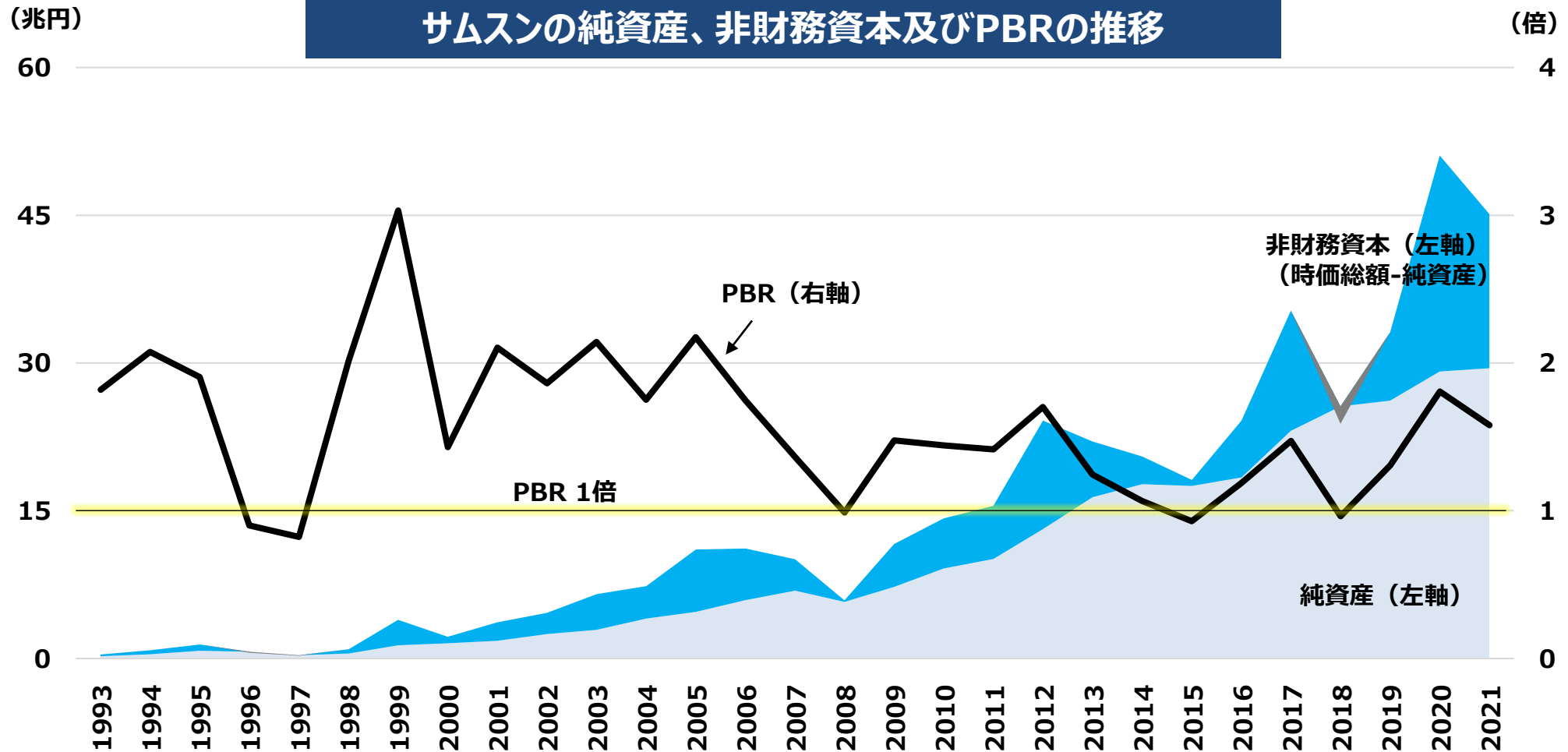


(注) \$1 = 115円で換算。各暦年末の値。

(出所) Bloombergに基づき作成。

アジア企業の例：サムスン（韓国）

- サムスン電子は、1993年の「新経営」宣言以降、経営改革を推進。成長とともに大規模な投資を進め、時価総額世界13位の企業へと成長。



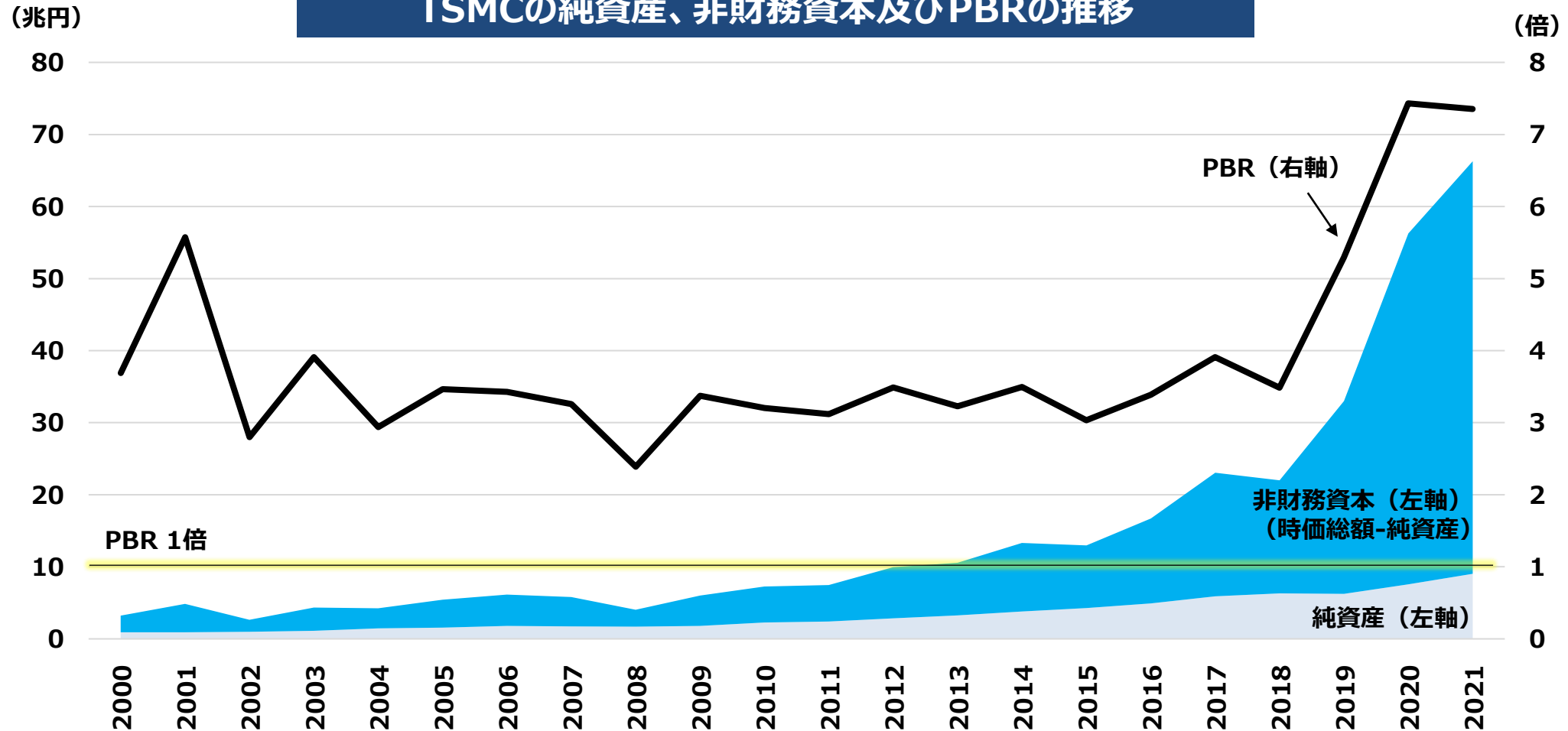
(注) \$1 = 115円で換算。各暦年末の値。灰色部分は、非財務資本が負であることを示している。

(出所) Bloombergに基づき作成。

アジア企業の例：TSMC（台湾）

- 半導体ファウンドリであるTSMCは、世界中から半導体製造を受注し、最先端の生産技術開発に集中投資することで企業価値を向上し、時価総額世界13位の企業へと成長。

TSMCの純資産、非財務資本及びPBRの推移

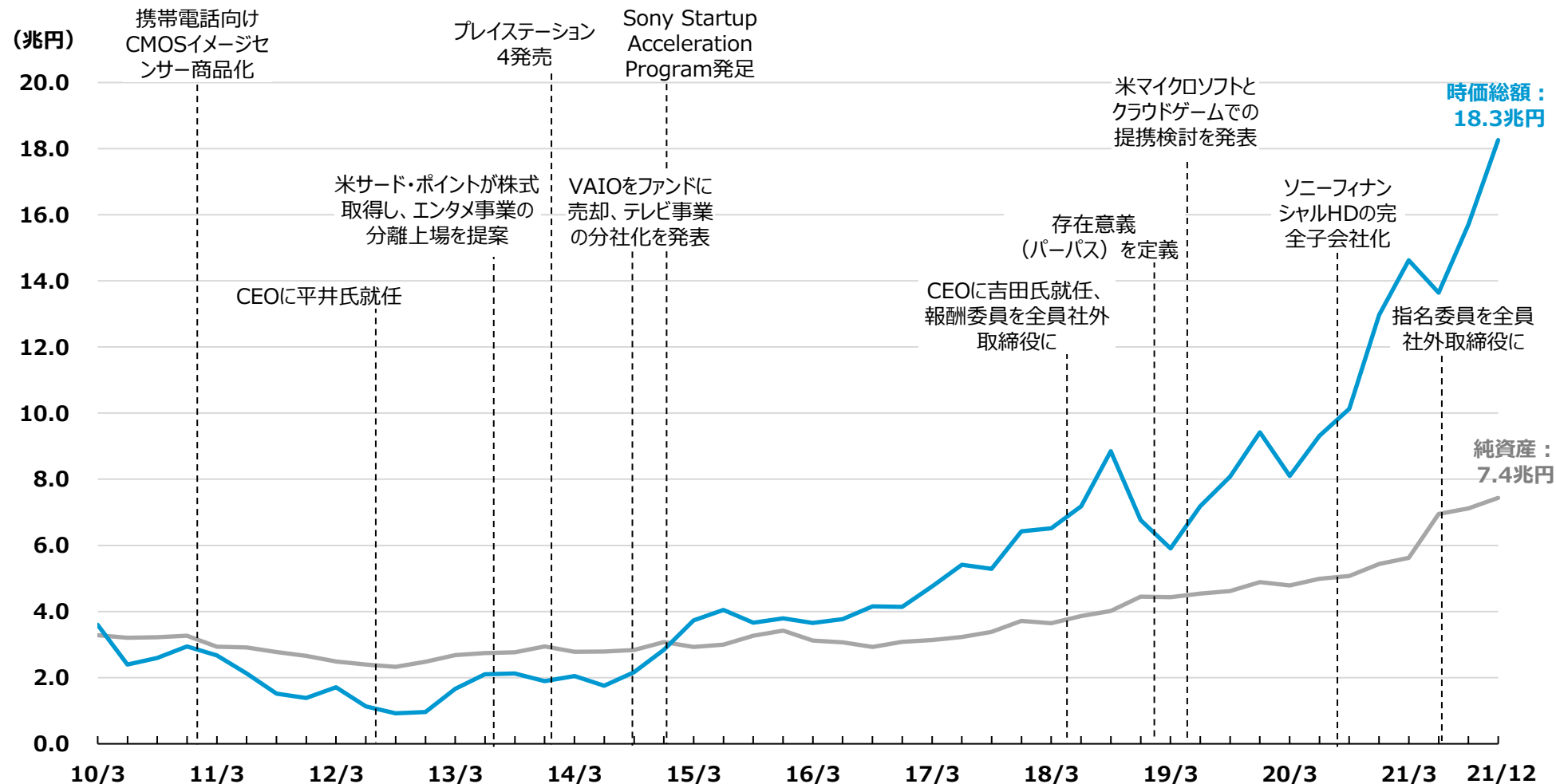


(注) \$1 = 115円で換算。各暦年末の値。

(出所) Bloombergに基づき作成。

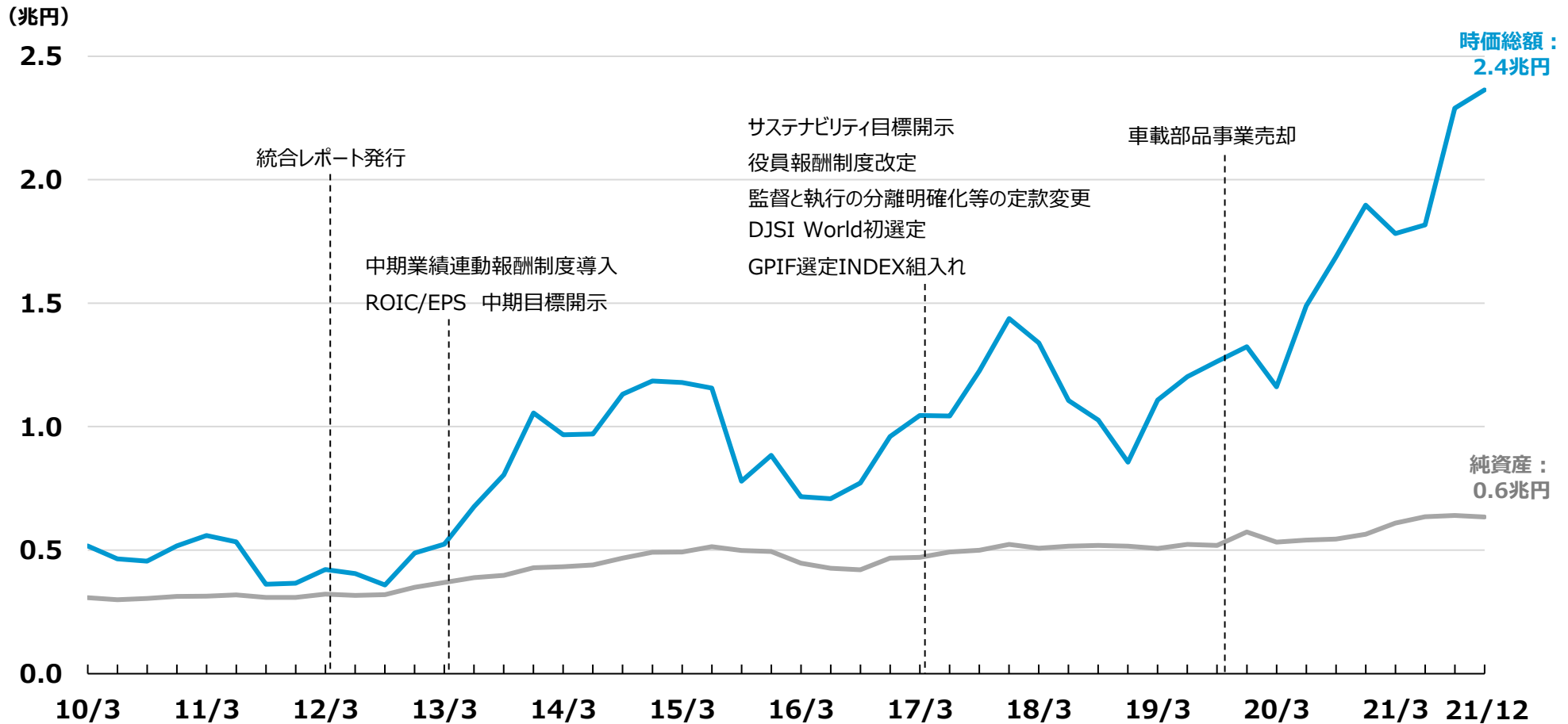
ソニーグループの例

- ソニーグループは、2010年代に、事業の選択と集中や、存在意義（パーパス）の定義と企業文化としての定着を行うことで、企業価値を向上させてきた。



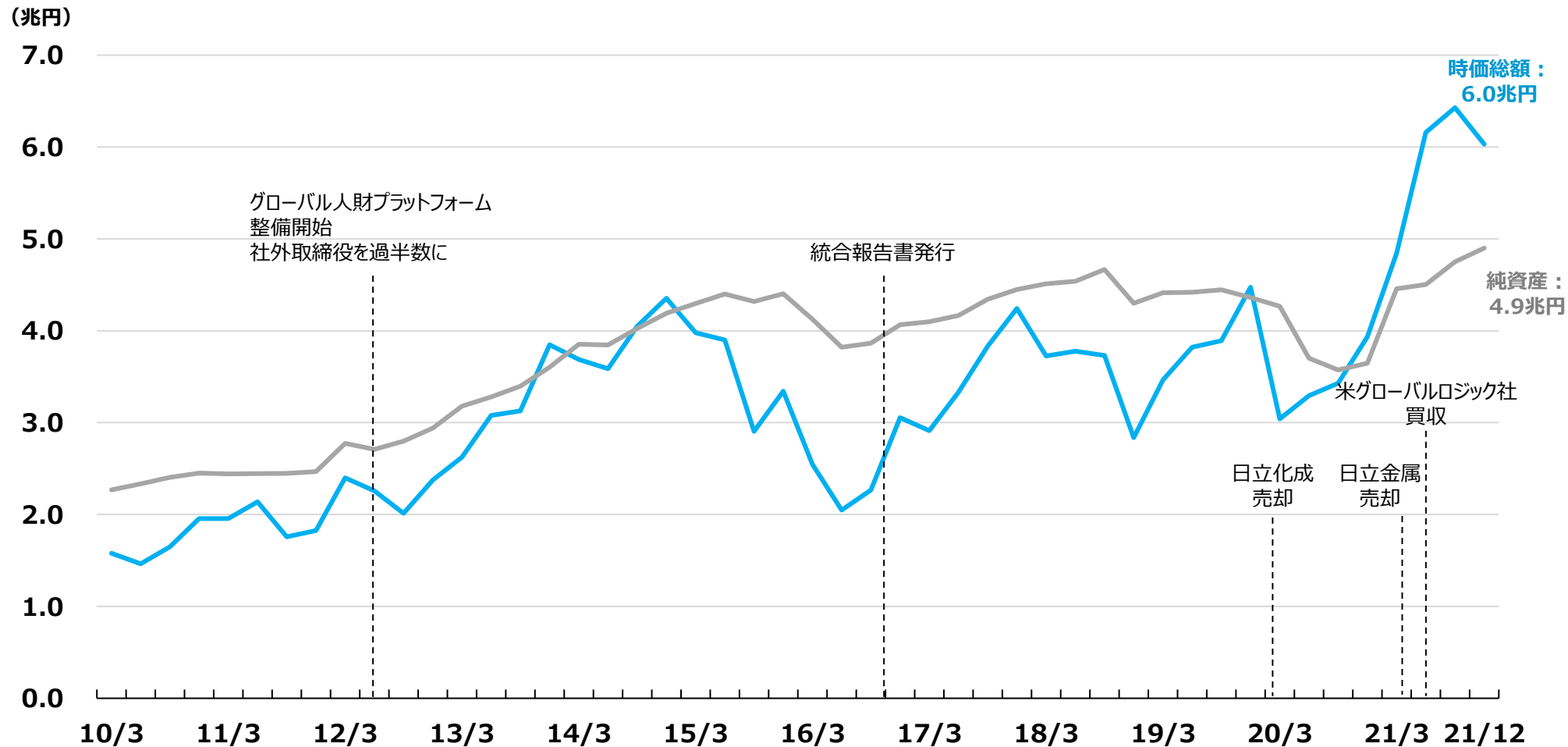
オムロンの例

- オムロンは、ROICを意識した経営を行ったほか、積極的な非財務情報開示など、中長期視点に立った資本市場とのコミュニケーションを実施。特にESGに関する評価機関のインデックスにも組み入れられることなどにより、企業価値を向上させてきた。



日立製作所の例

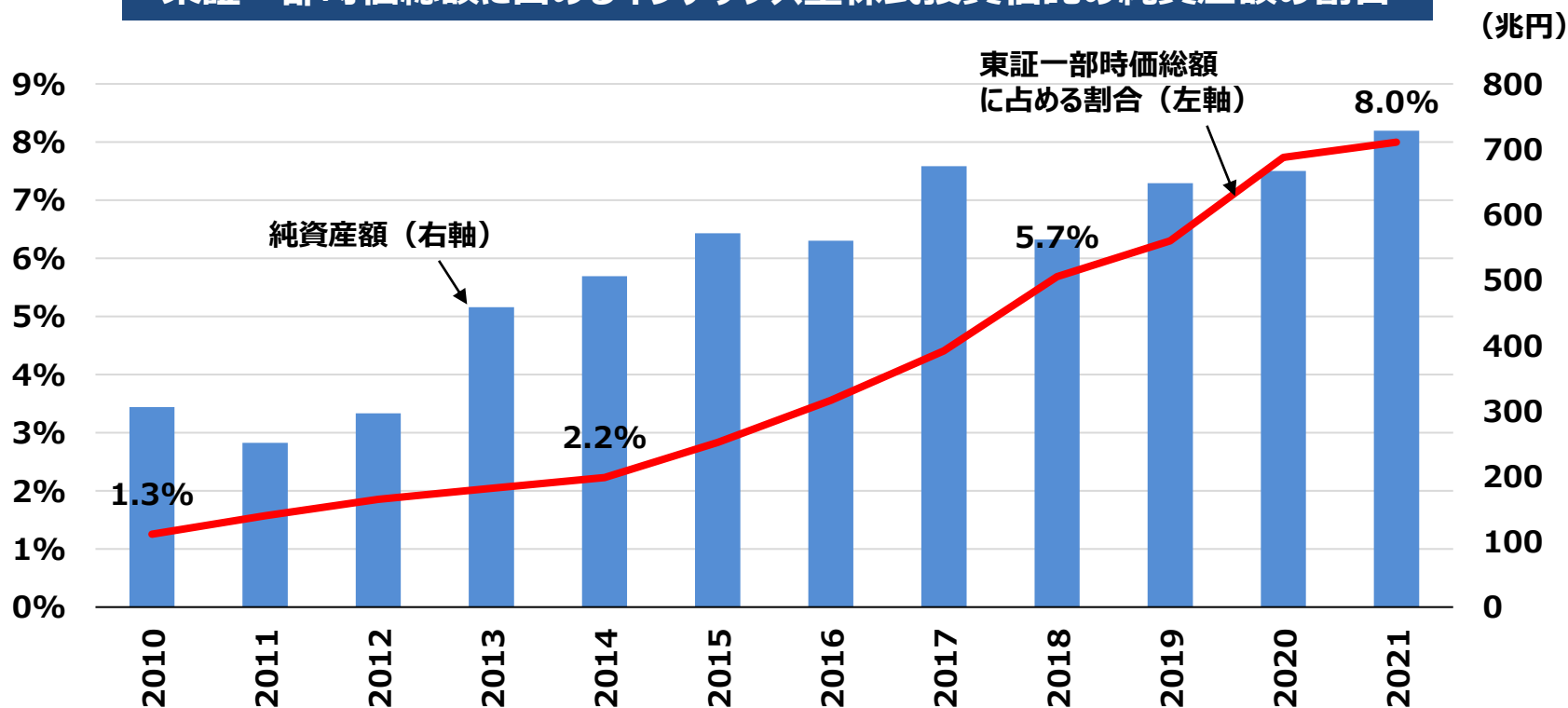
- 日立製作所は、中長期的な目線で収益性の高い事業への選択と集中を進めるとともに、グローバルでの人的資本経営、ガバナンス改革を推進し、企業価値を向上させてきた。



企業の中長期的な価値創造に向けたエンゲージメントの欠如

- 日本の資本市場は世界の中で存在感の低下が進み、パッシブ化も進む。
- 日本の株式市場における持ち合い構造は改善しつつあるものの、引き続き残存。企業価値向上に向けたエンゲージメントを阻害している可能性。
- また、個人資産や、企業年金による日本の株式市場への投資も進まず、幅広いステークホルダーによるエンゲージメントが進んでいない。
- 日本企業に対して中長期的な価値創造に向けて十分なエンゲージメントが行われていない可能性。

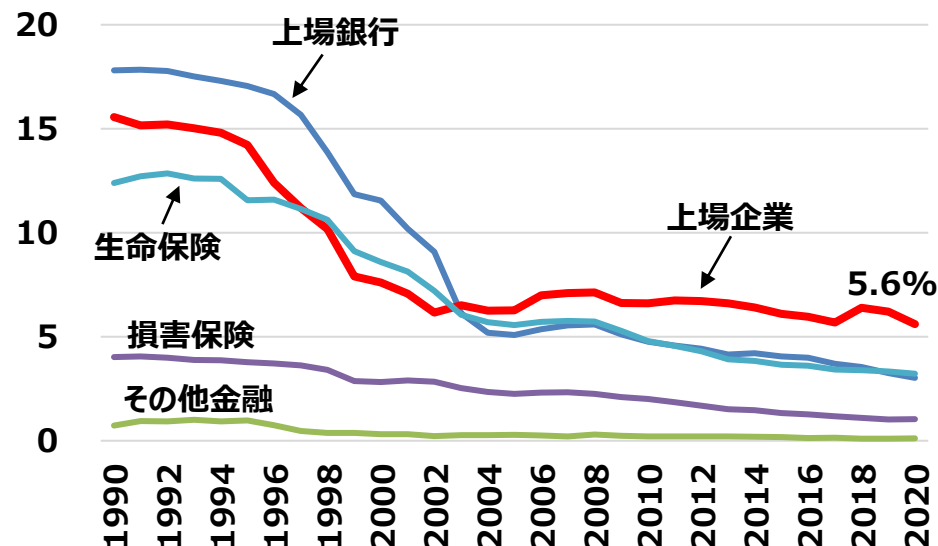
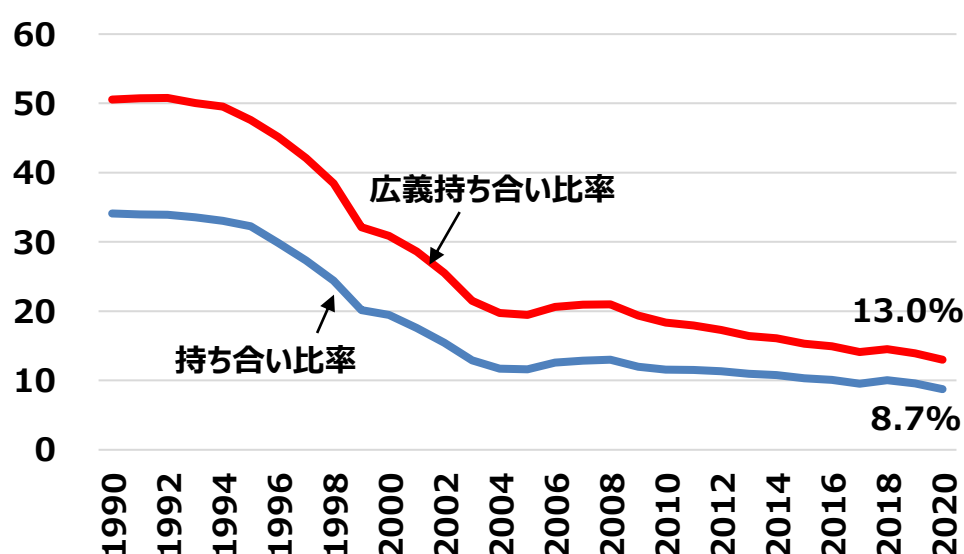
東証一部時価総額に占めるインデックス型株式投資信託の純資産額の割合



(参考) 引き続き残る株式の持ち合い構造

- 日本の株式市場における持ち合い構造は改善しつつあるものの、上場企業による持ち合いの解消が停滞しており、近年高止まり。資本市場を通じた企業経営に対する規律向上を阻害している可能性。

日本における株式持ち合い比率（左）及びその保有主体（右）の推移



コーポレートガバナンス・コードにおける、政策保有株式についての原則

【原則 1－4. 政策保有株式】 上場会社が政策保有株式として上場株式を保有する場合には、政策保有株式の縮減に関する方針・考え方など、政策保有に関する方針を開示すべきである。また、毎年、取締役会で、個別の政策保有株式について、保有目的が適切か、保有に伴う便益やリスクが資本コストに見合っているか等を具体的に精査し、保有の適否を検証するとともに、そうした検証の内容について開示すべきである。（略）

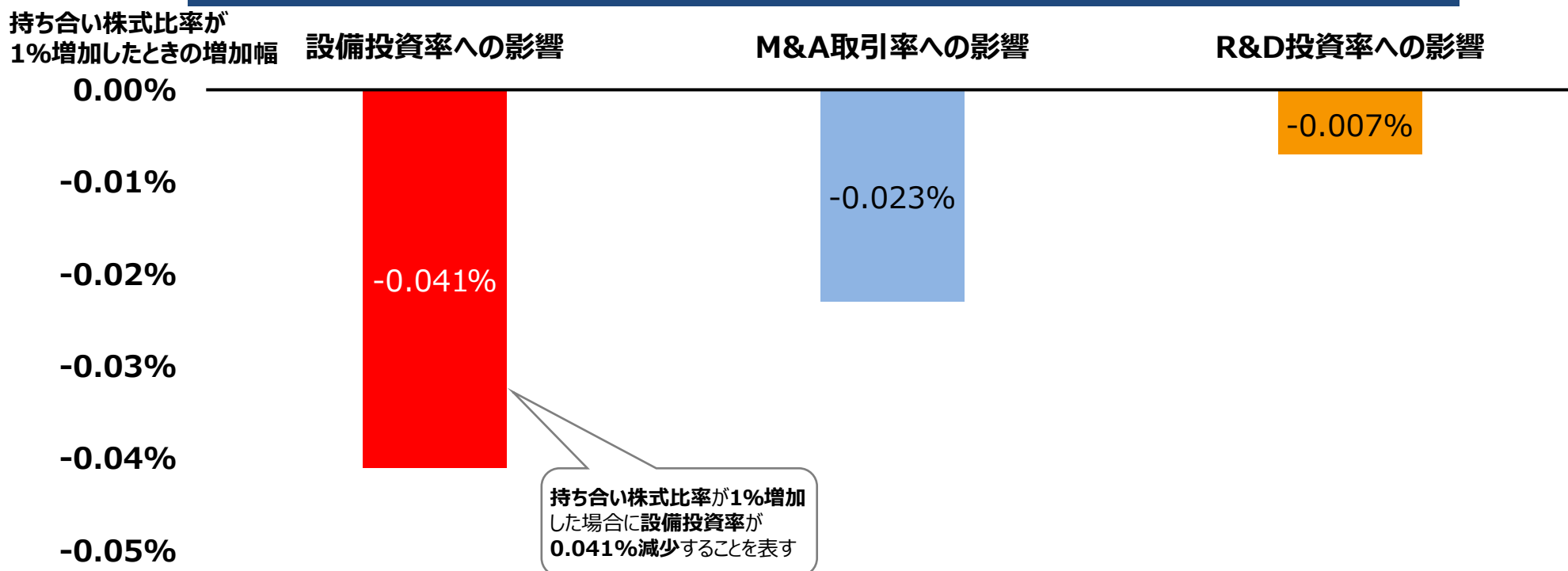
（注）上記グラフでの「持ち合い」は、上場会社が相互に株式を保有している場合に限らず、片方が保有しているだけのケースも含んでおり、いわゆる「政策保有株式」とほぼ同義。「広義持ち合い比率」は生命保険会社、損害保険会社による保有も含んだ比率。

（出所）野村資本市場研究所「我が国上場企業の株式持ち合い状況（2020 年度）」（2022年2月28日）に基づき作成。

(参考) 株式の持ち合いが投資に及ぼす影響について

- 株式の相互の持ち合い（cross-shareholdings）については、**持ち合いをしている企業は、設備投資、M&A、R&D投資が少ない傾向**があり、持ち合いにより経営者が困難な意思決定の回避を行っていることが示唆されている（経営者による「quiet life」の享受）。

持ち合い株式比率が1%増加したときの設備投資率、M&A取引率、R&D投資率の低下幅



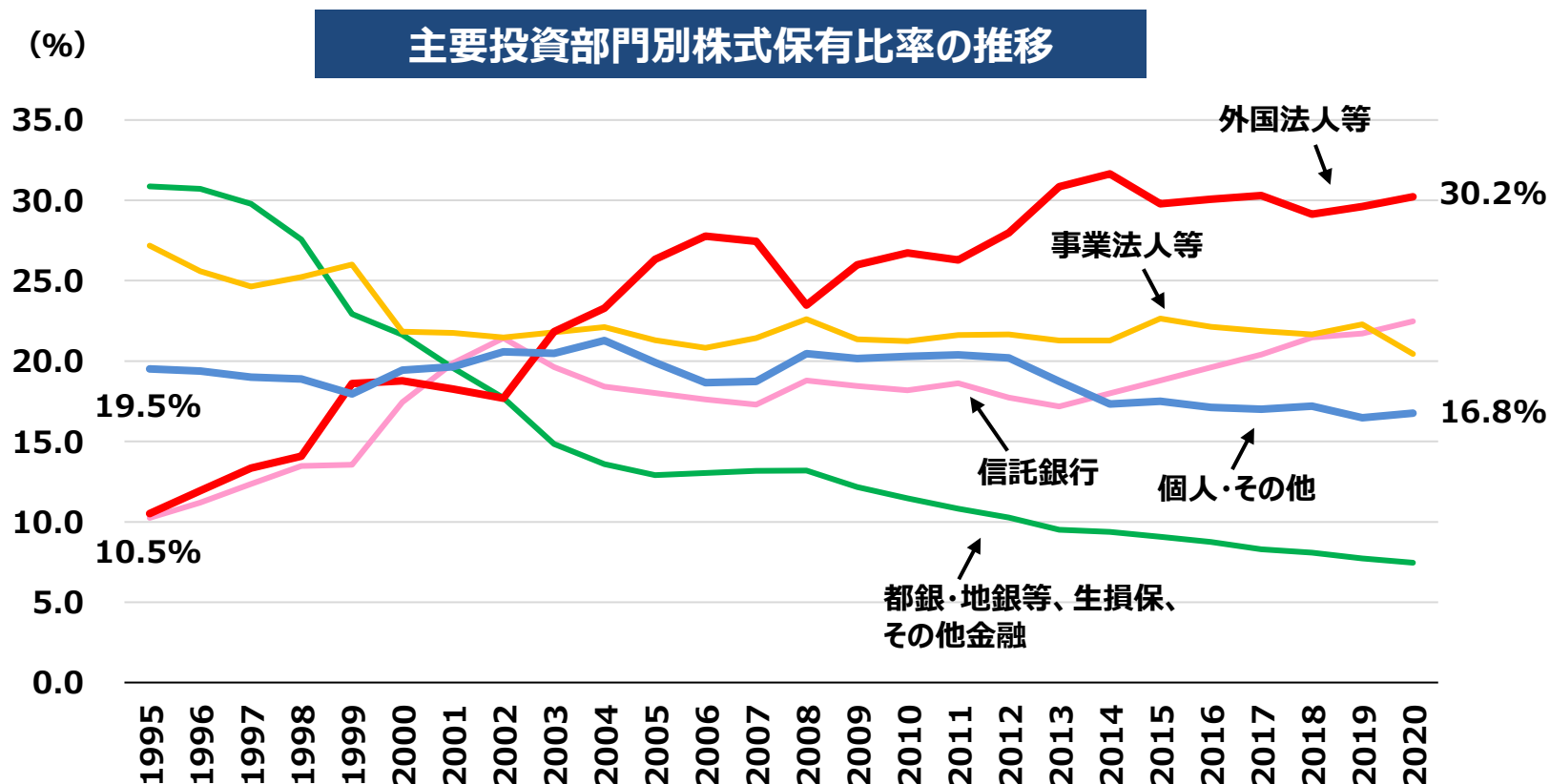
(注) 2004年から2014年において東京証券取引所に上場している企業（JASDAQを除く）を対象とした分析。

グラフは、1期前の持ち合い株式比率が1%増加した場合の、設備投資率、M&A取引率、R&D投資率の増加幅を示している。ここでの「持ち合い株式」は、上場企業が1%以上お互いに持ち合っている場合、もしくは上位10位の株主のうちいずれかが上場企業である場合における株式を指す。ここでの「持ち合い株式比率」は、持ち合い株数を発行済株式数で割った値、「設備投資率」は、設備投資額を総資産で割った値、「M&A取引率」は、M&A取引額を総資産で割った値、「R&D投資率」は研究開発費を総資産で割った値を表す。

(出所) Naoshi Ikeda, Kotaro Inoue, Sho Watanabe「Enjoying The Quiet Life: Corporate Decision-Making By Entrenched Managers」(NBER, 2017年9月)を基に経済産業省が作成。

(参考) 株式保有割合の推移

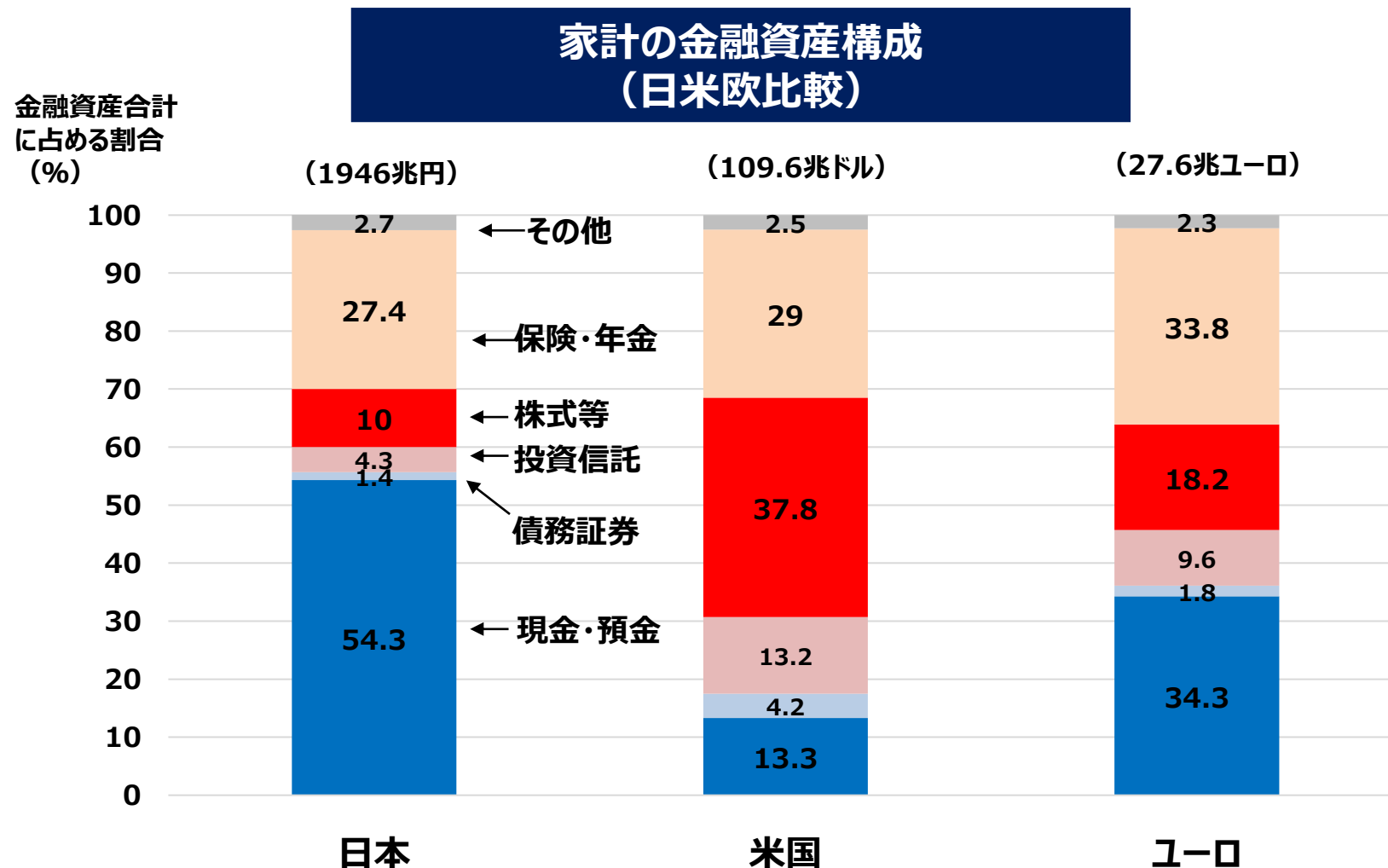
- 日本の証券取引所では、2000年頃から金融機関の株式保有比率が低下し、外国法人等の保有比率が上昇したが、近年は横ばい。個人の割合は上昇せず。



外国法人等：外国の法律に基づき設立された法人、外国の政府・地方公共団体及び法人格を有しない団体、並びに居住の内外を問わず日本以外の国籍を有する個人
 事業法人等：金融機関及び証券会社以外で法人格を有するすべての国内法人
 個人・その他：居住の内外を問わず日本国籍の個人及び国内の法人格を有しない団体

(参考) 家計の金融資産の国際比較

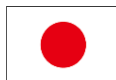
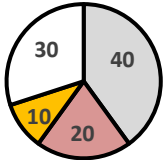
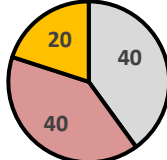
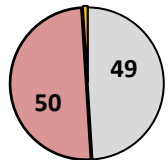
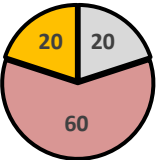
- 諸外国に比べても、日本の現預金比率の高さや、株・投信の比率の低さは、突出。



(参考) 年金基金の日米比較

- 企業年金・公的年金の運用目標を示す「**予定利率**」は、**日米間で大きな格差**。
- 日本の企業年金の運用ポートフォリオは、**相対的に株式、オルタナティブ投資などのリスク資産が少なく、また超過積立**にもなっており、保守的な運用状況。

日米の年金基金比較

	企業年金		公的年金	
				 *4
予定利率 (A)	2.0~ 2.5%	< 5.0%	賃金上昇率 +1.7%*1	< 7.0~ 7.5%
リスクフリー レート*2(B)	0.18%	1.78%	0.18%	1.78%
差分 (A-B)	1.8~ 2.3%	3.2%	賃金上昇率 +1.5%	5.2~ 5.7%
積立比率	120~ 130%	80~ 90%	-	70%
ポート フォリオ				

■債券 ■株式 ■オルタナティブ □その他*3

予定利率が低いことの含意

1

企業の掛金負担 の高止まり

同一の退職給付を労働者に支払うために、多くの掛金を企業が支払うことになる。

予定利率を引き上げれば、企業側が負担する掛金が減少するため、①企業のPLの改善や、②（掛金分の振り替えによる）足元の賃上げ原資として活用などの選択肢が増える。

2

リスクマネーの 供給減

資本市場の観点では、低い予定利率では国債とTOPIXで運用が出来てしまい、未上場株式やマザーズ企業に投資資金が流れない

*1: 名目賃金上昇率+1.7%が運用目標。2020年度の名目賃金上昇率は-0.51%。*2: リスクフリーレートは、日本国債10年、米国債10年の値（22/1月末時点）を使用。

*3「その他」の内訳は一般勘定（元本保証の低利回り商品）、貸付金、転換社債等 *4米国においては州地方政府職員年金が対象であり、連邦政府は含まず。

（出所）三菱UFJ信託銀行「金利環境下の企業年金運用」、企業年金連合会「企業年金実態調査2020年度概要版」、GPIFホームページに基づき作成。

対応の方向性

対応の方向性 日本経済の価値創造力向上（基本的な考え方）

- 日本経済の価値創造力を向上させ、低迷状況を脱却するためには、①「グローバル競争で勝ちきる企業」群の創出、②スタートアップ創出、が必要。そのことで③取引先の中堅・中小企業等多様な企業群のイノベーション・生産性向上にもつながり、日本全体の良質の雇用の供給・賃金上昇にもつながる。
- 他方で、メガスタートアップがなかなか生まれない現状に加え、グローバル競争に直面している企業も、例えば、PBRが1倍を割る企業が東証一部上場企業の半数近くを占めるなど、企業価値を十分伸ばし切れていない現状にある。その背景となる市場構造等の要因を分析し、政策対応で解消すべき課題には政府として全力で取り組む必要がある。また、日本企業の取組がしっかりと資本市場でも評価されるよう取り組む必要がある。
- それと同時に、企業自らが成長に向けた努力を続けることが重要であり、産業政策による支援の際にも、これを考慮した政策体系を検討することが必要。具体的には、政府は「ミッション志向の産業政策」を進め、民間企業の投資を引き出す観点から大規模・長期・計画的支援策を講じ経済成長と社会課題解決の両者の実現を目指す。その産業政策の効果を最大化するためには、パートナーとなる民間企業が支援する研究開発等の実装に向けて大規模に投資し価値創造できること、その原資を自ら稼ぐことのできる「グローバル競争で勝ちきる企業」(スタートアップからの急成長企業も含む)であることが重要。
- そのため、支援対象をそのような企業とし、「グローバル競争で勝ちきる企業」群創出と「ミッション志向の産業政策の政策効果の最大化」の両者を実現する。

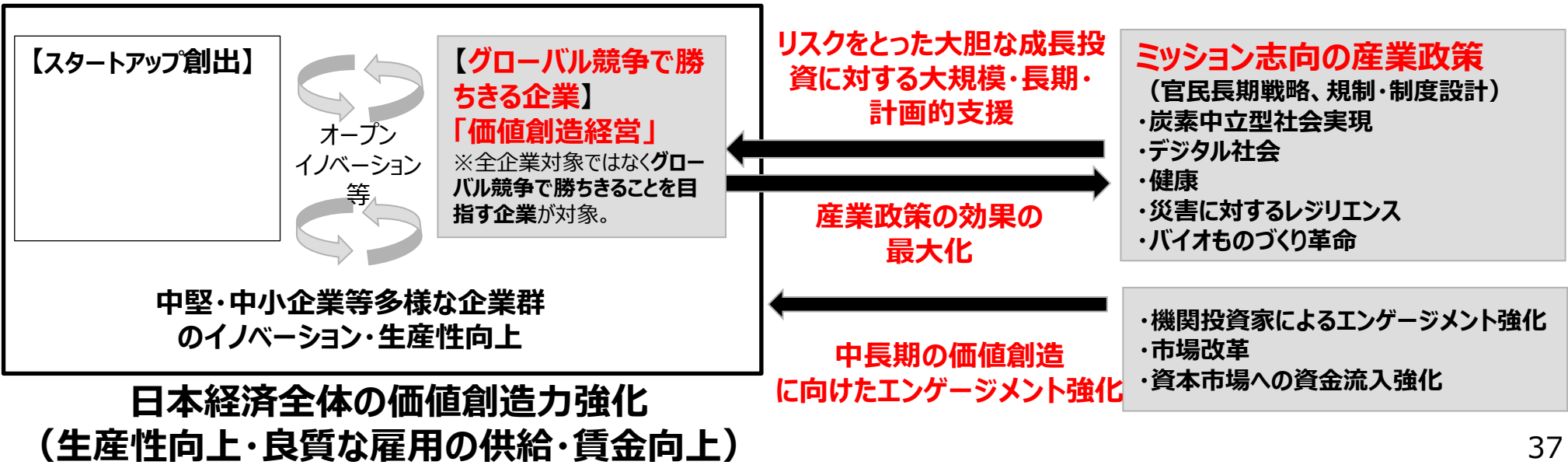
「グローバル競争で勝ちきる企業」、そのための経営（「価値創造経営」（仮称））には以下の要素が必要ではないか。

- ① **稼ぎ・投資する力**：グローバルな競合相手をベンチマークし、そうした企業の取組を参考にしながら、談合・カルテルを行うことなく、貪欲に改革に取り組み、持続的にキャッシュフローを稼ぎ、市場からも評価を得て大規模に資金調達し、産業構造変化へ迅速、柔軟に対応し、無形資産を含め高速（スピード）・大規模（スケール）に投資・価値創造する。
- ② **グローバル課題解決**：グローバルな経済社会課題の解決（サステナビリティ）をめざし中長期的に創出される大規模市場の獲得をめざす。
- ③ **人的資本投資・マルチステークホルダー**：人的資本投資やマルチステークホルダーへの適切な分配（賃上げ、パートナーシップ構築宣言等）を行い、持続的な成長を実現する。

こうしたことを資本市場等のステークホルダーにも説明し、資本市場から評価を得る。

- 産業政策の効果を最大化するために、大規模・長期・計画的支援のパートナーとなる民間企業に対して、実装のために大規模に投資する原資を自ら稼ぐことのできる「グローバル競争で勝ちきる企業」になることを目指すこと、そのための経営（「価値創造経営」）にコミットすることを求めている。
- また、中長期で価値創造するためには、経営の効率性（ROE）、成長に向けた取組（PER）を上げることが必要であり、両者をあわせたPBRを目安とし最低限、企業価値が純資産を超えること（ $PBR > 1$ ）を求めている。現在、純資産以下にしか企業価値がない（ $PBR \leq 1$ ）企業には、PERやROEを向上させPBRが1を上回るようにするために一定期間（例えば5年間）の具体的かつ合理的な計画を立案し、公表することを求めている。
- また、その過程で官民連携で取り組むべき課題が明らかになれば速やかに取り組むこととしてはどうか。

※短期的な株価の変動の影響を排除するため、PBRについては一定期間（例えば5年間）平均を見る。また、グローバルに1に満たない業種については、一律に1を超えることを目指すのではなく、グローバルな競争を超えることを目指す。



対応の方向性 「グローバル競争で勝ちきる企業」群創出の施策全体像（案）

取組①

企業

グローバル競争で勝ちきる企業群：「価値創造経営」

- ① **稼ぎ・投資する力**：グローバルな競争をベンチマークし、談合・カルテルを行うことなく、持続的にキャッシュフローを稼ぎ、大規模に資金調達し、産業構造変化へ迅速、柔軟に対応し、高速(スピード)・大規模(スケール)に投資・価値創造する。
- ② **グローバル課題解決**：グローバルな経済社会課題の解決(サステナビリティ)、中長期的に創出される大規模市場の獲得。
- ③ **人的資本投資・マルチステークホルダー**：人的資本投資や適切な分配(賃上げ、パートナーシップ構築宣言等)を行い、持続的な成長を実現。

「価値創造経営」の関連の取組の公表

- ・ **社会と企業のサステナビリティの同期化**：
「価値協創ガイダンス」に基づく経営・エンゲージメント等
- ・ **CEO・執行機能強化**：
 - ① 社外も含めたグローバルなCEO人選、サクセッションプラン
 - ② 「任期」の廃止
 - ③ グローバル水準の長期インセンティブ報酬（40～50%）
- ・ **監督機能強化**：
 - ① 独立社外過半の取締役会
 - ② 独立社外が委員長、独立社外過半の指名委員会 等
- ・ **イノベーション・事業ポートフォリオマネジメントの徹底**
- ・ **人的資本経営の取り込み**

取組②

「価値創造経営」コミット企業のフォーラム・表彰

- ・ コミットする企業間、投資家等と対話するフォーラム創設、優れた企業の表彰制度

取組③

政府

政府：社会課題解決と成長を目指す大規模・長期・計画的支援

- ・ 産業政策の効果を最大化するために、大規模・長期・計画的支援のパートナーとなる民間企業に対して、「**グローバル競争で勝ちきる企業**」になることを目指すこと、**そのための経営（「価値創造経営」）にコミットすること**を求める。そのために、**PBRを目安とし最低限、企業価値が純資産を超えること（ $PBR > 1$ ）**を求める。
- ・ 現在、純資産以下にしか企業価値がない（ $PBR \leq 1$ ）企業には**PBRが1を上回るようにするために一定期間（例えば5年間）の具体的かつ合理的な計画を立案し、公表すること**を求める。また、その過程で官民連携で取り組むべき課題が明らかになれば速やかに取り組む。

※PBRについては一定期間（例えば5年間）の平均

資本市場

取組④

機関投資家によるエンゲージメント強化

- ・ 中長期的な価値創造に向けたエンゲージメント強化（スチュワードシップコード適合実質化・エンゲージメント内容の開示の推進等）
- ・ 企業年金の「スチュワードシップコード」、PRI署名推進 等

取組⑤

市場改革、資本市場への資金流入強化

- ・ 市場改革の継続、持ち合い解消等の取組
- ・ 個人資産からの資金流入強化
- ・ 企業年金からの資金流入強化

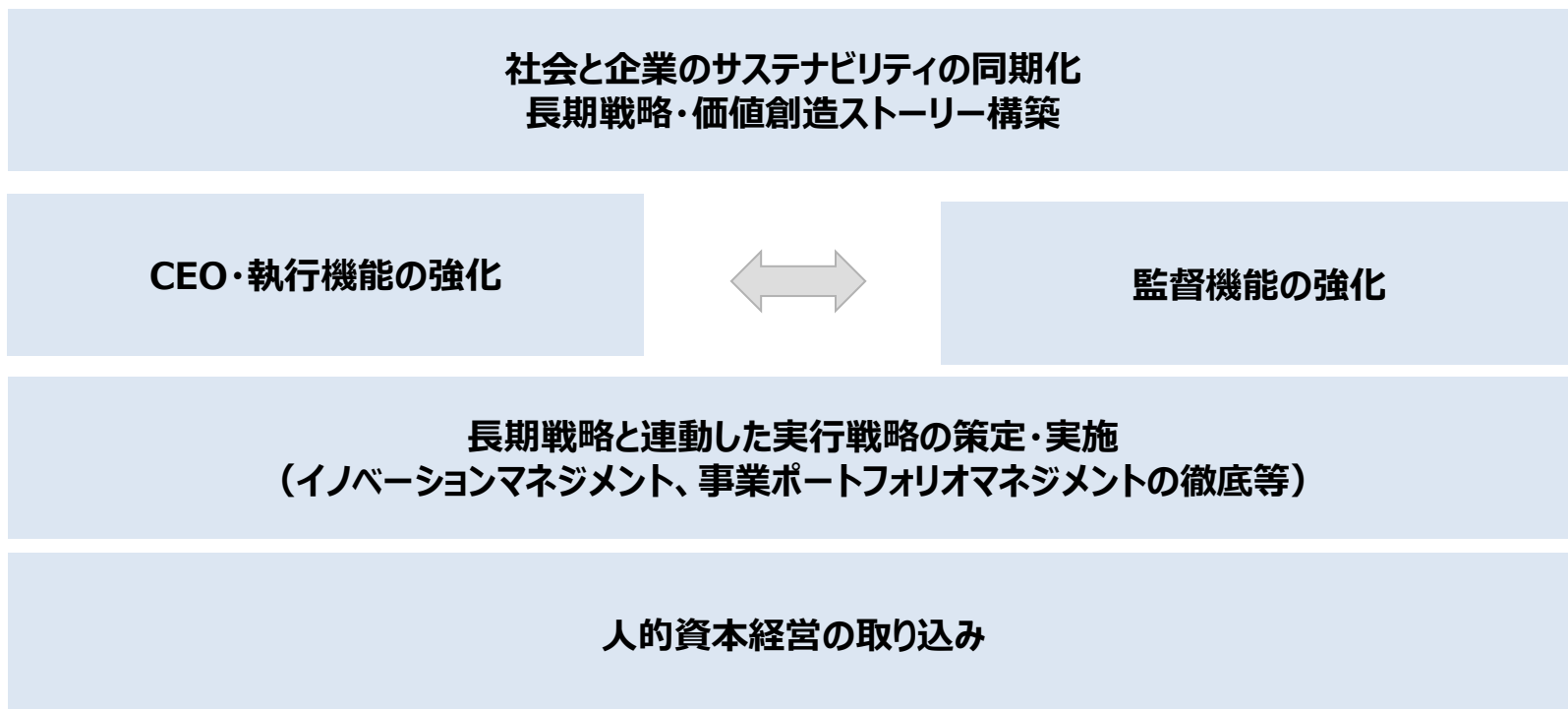
対応の方向性：取組①価値創造経営の推進

取組②「価値創造経営」コミット企業のフォーラム・表彰

(取組①) グローバル競争で勝ちきり価値創造する企業となるためには、以下のような経営に取り組むことが必要ではないか。特に、政府による大規模・長期・計画的支援する対象としては、価値創造経営に取り組み、中長期で価値創造できる企業であることを担保することが必要ではないか。

(取組②) 取組をコミットした企業を対象に、政府・機関投資家（国内、海外）との対話枠組み・表彰制度を創設し、業種を超えた優れた取組の横展開、海外で企業変革に成功したCEO等とのネットワークを形成し日本のCEOやCEO候補者の経営力を高める取組を進めてはどうか。

価値創造経営（案）



対応の方向性：取組①価値創造経営の推進

たたき台・議論を踏まえて今後詳細検討

～社会のサステナビリティと企業のサステナビリティの同期化（SX）長期戦略・価値創造（イノベーション創出）ストーリー構築～

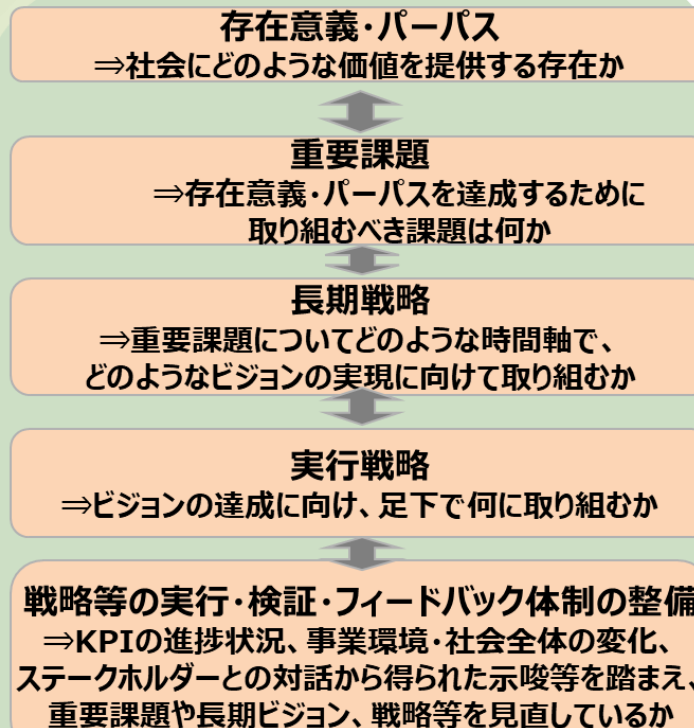
- 社会のサステナビリティと企業のサステナビリティを同期化させ、価値創造（イノベーション創出）ストーリーを構築し、ステークホルダーと対話していくことが重要ではないか。

< 関連の取組 >

「価値協創ガイダンス」※に基づいて、①企業価値創造に向けた経営のあり方を整理し、②投資家に情報提供し、対話を進めていくべきではないか。

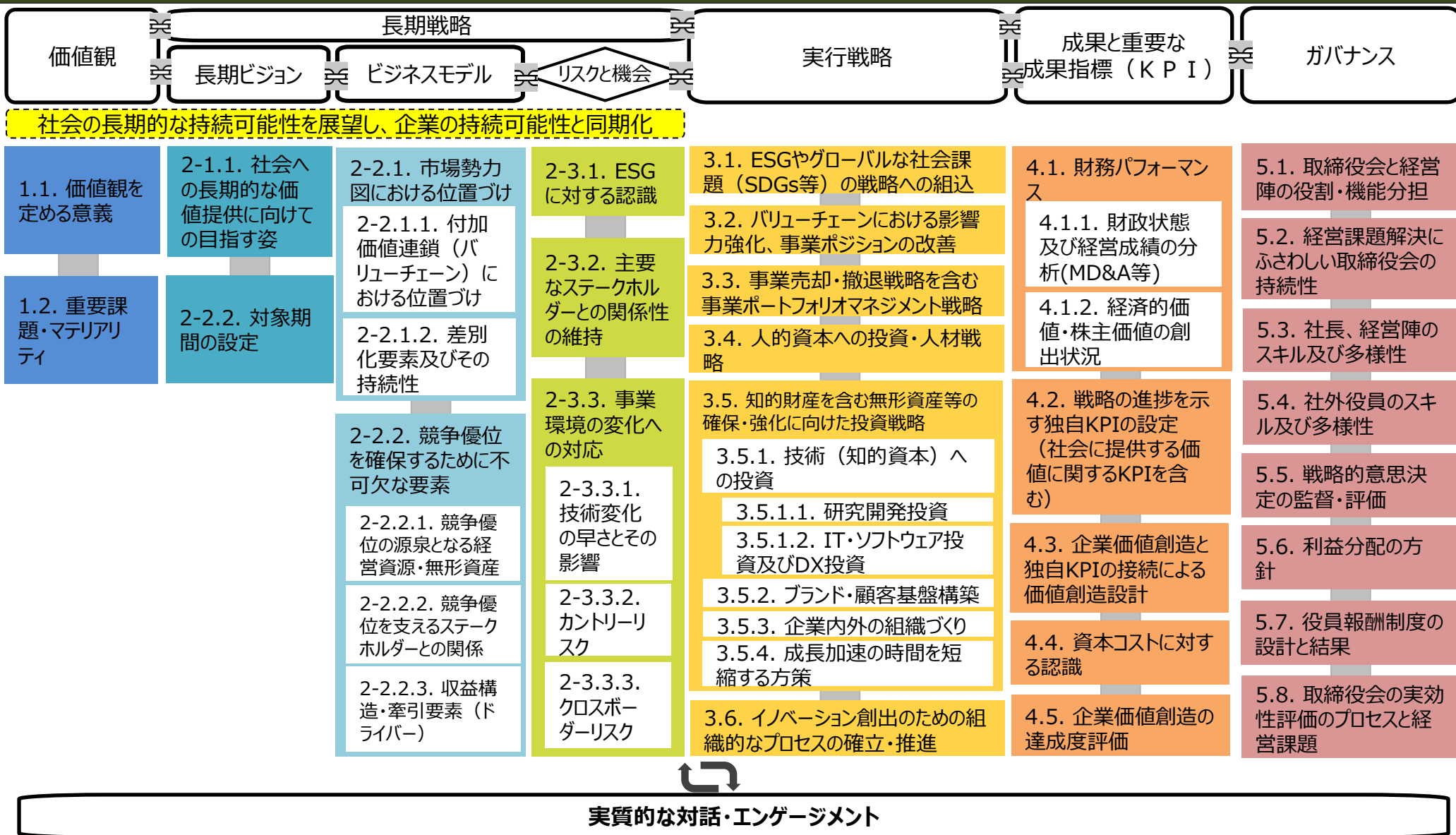
※現在、サステナブルな企業価値創造のための長期経営・長期投資に資する対話研究会（SX研究会）で改訂案を議論中。夏までに改訂予定。

企業のサステナビリティ
（稼ぐ力・競争優位性の
維持・強化）



社会のサステナビリティ

(参考) 改訂作業中の価値協創ガイダンスの全体像 (案)



対応の方向性：取組①価値創造経営の推進 ～CEO・執行機能の強化①～

- 中長期の価値創造にコミットし、企業改革・イノベーション創出をやりきることできるように、執行機能、特に、その中核となるCEOについて、強固な経営力を確立すべきではないか。
- その観点から、取締役・取締役会が中心となって、①リスクテイクできしがらみにとらわれない判断ができること等の資質を有するCEOの選任、②CEOのリーダーシップ強化、③CEO・経営陣のインセンティブ強化、④経営陣のダイバーシティ強化について各企業において以下の取組を進めるべきではないか。

【リスクテイクできしがらみにとらわれない判断ができること等の資質を有するCEOの選任】

- あるべきCEO像は各社のおかれた経営環境に応じて検討されるべきものであるが、決断力と実行力、変革力、構想力、高潔性、胆力といった資質項目は共通であると考えられる。その上で、「GX、DX等企業組織の変革経験」、「他流試合の経験」、「グローバル経験」、「リスクテイクできしがらみにとらわれない判断ができること」は必須ではないか。

<関連の取組>

- 資質を有する者を社内だけに限らず、社外も含めてグローバルに人選することが必要ではないか。
- CEO候補者の育成のため、サクセッションプランを作成・具体的プログラム化することが必要ではないか。
 - － 20・30代からの経営人材選抜、グローバル水準のリーダーシップ開発
(CEO・CHROは経営者としての潜在能力が高い20・30代の社員を早期に選抜し、当該社員が経営層・リーダーとして厳しいミッションに挑戦する機会を準備できるよう、取締役会・指名委員会と連携する。)
 - － 候補者リストには経営者の経験を持つ者を含める
(CEO・CHROは、将来の経営環境の変化を見据え、経営陣の経営能力向上を目指し、自社以外のグループ内外の企業で経営者としての経験を持つ人材をサクセッションの候補者に含める。なお、経営者としての経験には、事業や拠点に関する財務・人事等の経営責任を全て担う経験を含む。)

※人材版伊藤レポート2. 0（案）（第9回人的資本経営の実現に向けた検討会 資料2）参照

対応の方向性：取組①価値創造経営の推進 ～CEO・執行機能の強化②～

【CEOのリーダーシップ強化】

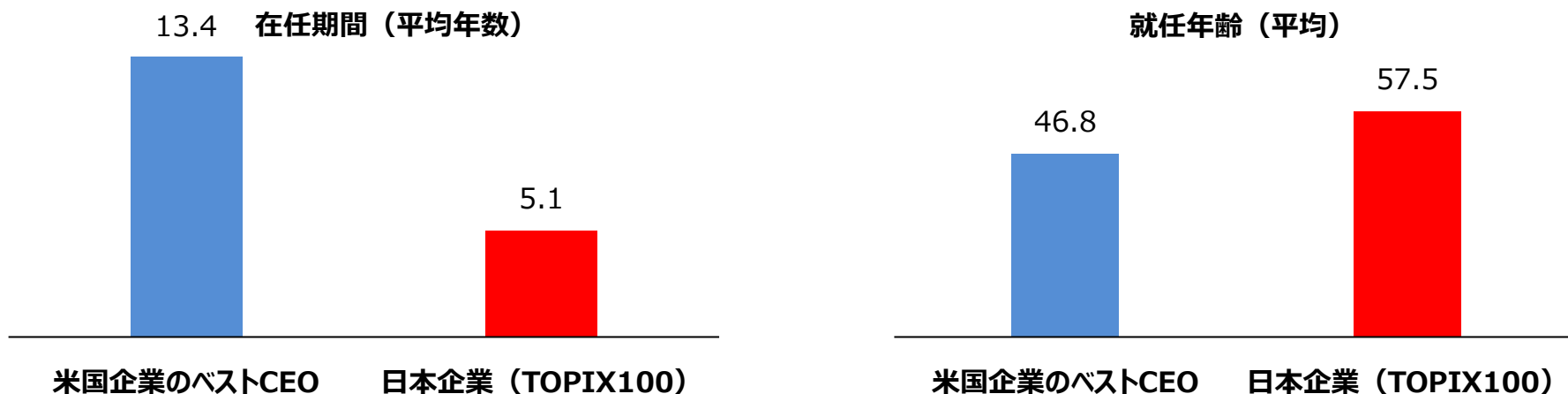
- リスクテイクでき、しがらみにとらわれない判断ができるCEOがトップダウンで経営力を発揮できる社内体制を構築することが重要ではないか。
- CEOの任期は各企業で自由に定められるが、数年間で順繰りにCEOを務める慣行の企業も多い。いわゆる「サラリーマン社長」でなく、任期を定めず経営にコミットする同族企業の方がパフォーマンスが高いとの調査もあり、また、社内で改革を遂行するためにはトップが変われば後戻りできると思わせないことが重要。CEOの任期を想定せず中長期の価値創造にコミットできるようにすべきではないか。

< 関連の取組 >

- CEOがリーダーシップを発揮しやすいよう、トップダウンが働きやすい社内の仕組み作り、CEO退任者からの影響力の排除、CEOを中心とした強力なトップマネジメントチームの組成等の体制を確保することが必要ではないか。
- 決まった任期を想定せず、CEOのパフォーマンスや、暴走が起きていないかを取締役会等で不断にチェックする体制を確立すべきではないか。

(参考) CEOの在任年齢、就任年齢、創業者企業の経営パフォーマンス

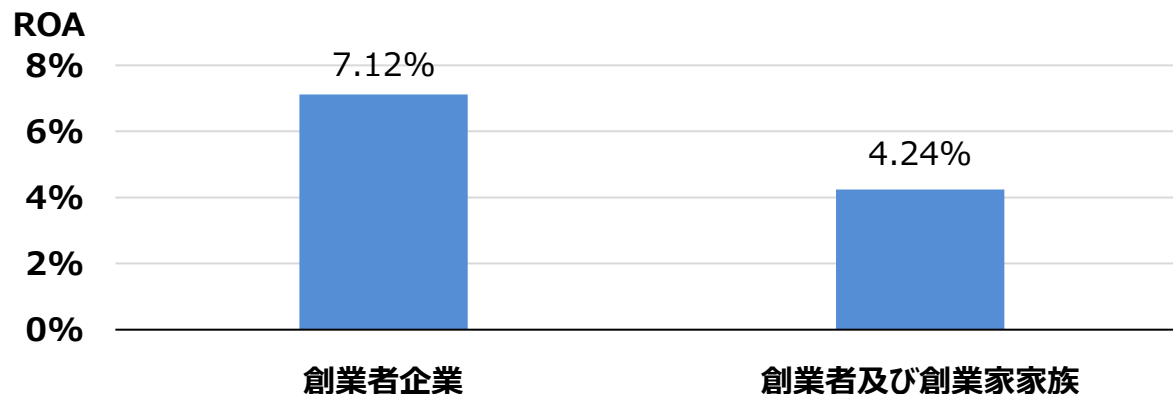
内部昇進CEOの在任期間と就任年齢



(注) 米国企業は、米ハーバード・ビジネス・レビュー誌が「世界のCEOベスト100」の2018年版で選定された米国のCEO49人のうち、創業経営者や外部から招聘されたCEOを除く36人の平均値。日本企業は、TOPIX100企業のうち、創業経営者5名を除く95名の平均値。

(出所) 「日米CEOの企業価値創造比較と後継者計画」江木 聡 (ニッセイ基礎研究所) 2019年1月17日

創業者企業といわゆる非同族企業の経営パフォーマンス



(注) 1961年から2000年までの日本の上場企業を分析。企業の規模や社齢などの影響を取り除く前の単純比較。

ここでの同族企業とは、創業者家族が、その企業の株式保有者上位10位以内に入っているか、社長 (CEO) または会長を務めていること。

(出所) Mehrotra, V. et al., 2013. "Adoptive Expectations: Rising Sons in Japanese Family Firms," Journal of Financial Economics, Vol.108, pp.840-854.44

対応の方向性：取組①価値創造経営の推進 ～CEO・執行機能の強化③～

【CEO・経営陣のインセンティブ強化】

- 株式を使った長期インセンティブ報酬については、年々導入企業が増加。リスクテイクを促すために、経営陣に対する長期インセンティブ報酬の活用をさらに進めるべきではないか。
- 特に、グローバルな競争の中で成長を目指す企業においては、海外も含めた優れた経営人材の登用という観点から検討すべきではないか。

< 関連の取組 >

- グローバル水準の長期インセンティブ報酬を導入すべきではないか（海外と比較すると目安としては40～50%程度）。
- 役員のみならず、将来の幹部候補に対しても自社株報酬やストックオプションを積極的に支給し、将来の企業価値に対する早い段階からの意識向上や、従業員エンゲージメントの向上を図るべきではないか。

【参考 1】日本取締役協会の提言

（一社）日本取締役協会の「経営者報酬ガイドライン（第四版）」は、「日本の真なる競争相手である英独米の報酬がバナンスの水準を目指すこと」を前提とし、英独米の報酬構成を参考として、目指す報酬構成に言及している。短期的には基本報酬：年次インセンティブ：長期インセンティブ＝1：1：1 程度(欧州の構成に近似)、中長期的には1：2～3：2～3 程度(米国の構成に近似)の比率を目指すとしている。

（出所）日本取締役協会 投資家との対話委員会「2016年度 経営者報酬ガイドライン（第四版）－経営者報酬がバナンスのいっそうの進展を－」（2016年10月公表）より抜粋

【参考 2】欧米のグローバル企業の状況

売上高等 1 兆円以上企業のCEO報酬についての調査では、長期インセンティブ報酬の割合は、米国74%、英国48%、ドイツ41%、フランス39%、日本27%となっている。

（出所）ウイリス・タワーズワトソン『日米欧CEO報酬比較』2021年調査（2021年7月29日公表）

対応の方向性：取組①価値創造経営の推進 ～監督機能の強化①～

- 執行機能の強化と合わせて、その暴走を防ぐ観点からも監督機能の強化を車の両輪として推進する必要があるのではないか。
- どのようなガバナンスを選択するかは企業にとって競争の軸の一つであるが、執行機能の強化のため経営陣への権限移譲を進めることとあわせ、独立性の高い取締役会が経営陣のパフォーマンスに基づき選解任・報酬を通じて経営陣の監督をするというアプローチが有効ではないか。
- その観点からは、独立性、多様性を確保することを担保する必要があるのではないか。特に、取締役会に社外者を入れることは重要であり、ジェンダー、国際性、年齢などの属性のみならず、経営経験などの職歴や専門知識の観点からの多様性を確保することが必要ではないか。

<関連の取組>

- 取締役会の独立性、多様性を確保するためには、ジェンダー、国際性、年齢、職歴、専門知識の多様性を踏まえた取締役会を構成し、各取締役の知識・経験・能力等をスキル・マトリックスの形式で開示すべきではないか。
- 取締役の過半数を独立社外取締役とすべきではないか。
- 取締役会は、経営陣の意思決定（および意思決定しないこと）に対して、グローバルマーケットを前提に、高速（スピード）・大規模（スケール）な価値創造につながるかという観点で評価・監督すべきではないか。
- 特に、モニタリング機能を重視したガバナンス体制への移行により、取締役会や指名・報酬委員会が指名・報酬の決定等を通じて経営陣に対する監督機能を十分に発揮することを前提としつつ、小さな失敗は許容することも含め、果敢なリスクテイクを後押しする方向で、平時におけるCEO・経営陣のリーダーシップを支え、経営の自由度を高めるべきではないか。
- 「監督」の重要な機能となるCEOの選任については、
 - ① 独立社外取締役が委員長を務め、過半数を占める指名委員会において指名すること、
 - ② 社外も含めて広くグローバルに候補を探索した上で選任すること、
 - ③ 指名委員会が主導してサクセッションプランを作成すること とすべきではないか。

対応の方向性：取組①価値創造経営の推進 ～監督機能の強化②～

資本市場によるガバナンス機能の発揮

- エンゲージメントを通じて株主意見・提案に真摯に向き合うことは、中長期の企業価値向上の観点から企業変革を行う重要な契機となり得る。こうした観点から、社外取締役が自ら投資家との対話に積極的に関わり、そのための社内体制を整備すべきではないか。
- 中長期の企業価値向上の観点から、真摯な買収提案に対し（いわゆる敵対的TOBも含め）、これを取締役会において真摯に検討することが取締役の重要な責務（善管注意義務）であることについて、特に社外取締役が十分に意識するようにすべきではないか。

※事業者等からの買収提案が活発になされ、事業再編につながることで、市場からのガバナンスが働き、経営者のアニマルスピリットが呼び起こされることとなるから、経済産業省においては、経営陣の保身のために買収から身を守ることではなく、公正なM&A環境の中で中長期の企業価値向上を実現するという観点から、買収提案への対応のあり方についても検討すべきではないか。

(参考) コーポレートガバナンスコード等における取締役会のありかた

【コーポレートガバナンス・コード原則4-8】

独立社外取締役は会社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ように役割・責務を果たすべきであり、プライム市場上場会社はそのような資質を十分に備えた独立社外取締役を少なくとも3分の1（その他の市場の上場会社においては2名）以上選任すべきである。また、上記にかかわらず、業種・規模・事業特性・機関設計・会社をとりまく環境等を総合的に勘案して、過半数の独立社外取締役を選任することが必要と考えるプライム市場上場会社（その他の市場の上場会社においては少なくとも3分の1以上の独立社外取締役を選任することが必要と考える上場会社）は、十分な人数の独立社外取締役を選任すべきである。

【コーポレートガバナンス・コード原則4-11】

取締役会は、その役割・責務を実効的に果たすための知識・経験・能力を全体としてバランス良く備え、ジェンダーや国際性、職歴、年齢の面を含む多様性と適正規模を両立させる形で構成されるべきである。（略）

【CGSガイドライン別紙2：社外取締役活用の視点（抜粋）】

- 独立性は、重要な資質・背景の一つではあるものの、独立性があるだけでは足りず、それ以外の資質・背景の多様性も考慮する必要がある。 自社の取締役会の在り方や社内取締役の有する資質・背景とのバランス等も踏まえ、社外取締役として実質的に役割・機能を果たすために必要となる資質・背景が何かについて、検討する必要がある。
- そもそも社外取締役に期待する役割として、取締役会に自社に無い多様な価値観を反映させるダイバーシティがある。 自社の経営課題を踏まえて必要な人材を定義するなど、経営目標とダイバーシティを結びつけて検討すべき事項と考えられる。

(参考) 令和元年改正会社法において社外取締役を置くことが義務付けられた趣旨

「社外取締役に、少数株主を含むすべての株主に共通する株主の共同の利益を代弁する立場にある者として業務執行者から独立した客観的な立場で会社経営の監督を行い、また、経営者あるいは支配株主と少数株主との利益相反の監督を行うという役割を果たすことが期待されている」ところ、その立法の趣旨は、「わが国の資本市場が信頼される環境を整備し、上場会社等については、社外取締役による監督が保証されているというメッセージを内外に発信するため、会社法において、上場会社等には、社外取締役を置くことを義務づける」ことである（竹林俊憲ほか「令和元年改正会社法の解説〔V〕」旬刊商事法務 2226号 6-7頁（2020））

(参考) 指名委員会の設置と業績 (ROAの伸び) の関係

金融庁「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・コードのフォローアップ会議」
(第15回) 経産省説明資料(2018年3月)

- 指名委員会を設置している企業では、企業規模、機関投資家保有比率等をコントロールした上でも、ROAの伸び幅が有意に大きい傾向が見られる。
- また、指名委員会で社長・CEOの指名まで議論している企業では、この傾向がより強まる（係数が大きい）。

	指名委員会の有無に着目した分析				指名委員会の実質にも着目した分析			
	係数	t値	P値		係数	t値	P値	
切片	0.029	0.063	0.950		0.040	0.086	0.932	
負債資本倍率	-1.136	-4.020	0.000	***	-1.132	-4.003	0.000	***
総資産額(対数)	0.077	0.731	0.465		0.074	0.706	0.480	
機関投資家保有比率	0.003	0.840	0.401		0.003	0.831	0.406	
外国人投資家保有比率	0.004	0.571	0.568		0.004	0.566	0.572	
オーナー企業ダミー	-0.188	-1.059	0.290		-0.186	-1.042	0.298	
親会社のある企業ダミー	-0.211	-0.956	0.340		-0.208	-0.943	0.346	
2013-14のROA	-0.165	-8.489	0.000	***	-0.165	-8.459	0.000	***
指名委員会設置ダミー	0.291	2.272	0.023	**				
指名委員会を設置し、社長・CEOの指名の議論をしているダミー					0.311	2.176	0.030	**
指名委員会を設置しているが、社長・CEOの指名の議論は行っていないダミー					0.245	1.259	0.208	
社外取締役過半ダミー	-0.184	-0.688	0.492		-0.181	-0.678	0.498	
取締役会での後継者計画の議論が不足しているダミー	-0.292	-2.722	0.007	***	-0.292	-2.721	0.007	***
社長・CEO経験者の相談役・顧問の有無ダミー	-0.286	-2.441	0.015	**	-0.285	-2.432	0.015	**

(備考1) 被説明変数は、コーポレートガバナンス・コード導入以前の業種調整済みROA（2013-14年の2年平均）と業種調整済み直近のROA（2016-17年の2年平均）の差分を%ポイントで表したもの。ROAが極端に大きい又は小さい上下2%の企業はそれぞれ除外している。

(備考2) 業種調整については、各企業のROAと、東証3業種ごとのROAの中央値の差分の値を用いることで調整している。

(備考3) 「オーナー企業ダミー」は、オーナー系が10%以上の株式を保有している場合に1、そうでなければ0としている。それ以外のダミー変数は、それぞれ該当していれば1、そうでなければ0としている。

(参考) 社長・CEOの後継者計画（サクセッションプラン）に関する表彰

- 社長・CEOの後継者計画に関する優れた取組を普及させるため、2018年度に日本取締役協会の「コーポレートガバナンス・オブ・ザ・イヤー」において経済産業大臣賞を創設。
- 後継者計画に関するガバナンスについて優れた取組を行っている企業を表彰。同賞の審査基準では、社外取締役が過半を占め、委員長が社外取締役であることを最低限の要件として求めている。

	Grand Prize Company	Winner Company	経済産業大臣賞 (後継者計画の表彰)
2015年 (第1回)	ブリヂストン	小松製作所、HOYA、 りそなホールディングス、 良品計画	—
2016年 (第2回)	HOYA	アステラス製薬、花王	—
2017年 (第3回)	花王	参天製薬、第一三共	—
2018年 (第4回)	ヤマハ	TDK、 明治ホールディングス	オムロン
2019年 (第5回)	塩野義製薬	日本精工、三井化学	資生堂
2020年 (第6回)	麒麟	アドバンテスト、テルモ	TDK
2021年 (第7回)	東京エレクトロン	ソニーグループ、ピジョン	ダイフク

【審査の基準】

- ・ 指名委員会を設置しているか
- ・ 指名委員会の構成員のうち、**社外取締役が過半数を占めているか**
- ・ 指名委員会の**委員長が社外取締役か**

【審査の視点】

- ・ 指名委員会の委員に社長等の業務執行者が入っていないか、あるいは、業務執行者が入っていても、必要な場合には審議から外れているか
- ・ コーポレートガバナンス報告書等において、指名委員会の委員の氏名が記載されているか
- ・ CEOの選任に際して指名委員会が活用された実績があるか
- ・ 旧CEOが交代を機に業務執行から外れているか
- ・ 後継者計画について、情報開示が充実しているか 等

対応の方向性：取組①価値創造経営の推進～長期戦略と連動した実行戦略の策定・実施～

- 長期戦略と連動した実行戦略の策定・実施すべきではないか。
- 特に、イノベーション創出体制の構築、事業ポートフォリオ管理は徹底すべきではないか。

(イノベーションマネジメントの徹底)

- イノベーション創出のために「知の深化」と「知の探索」を同時に推進するイノベーションマネジメントを徹底すべきではないか。

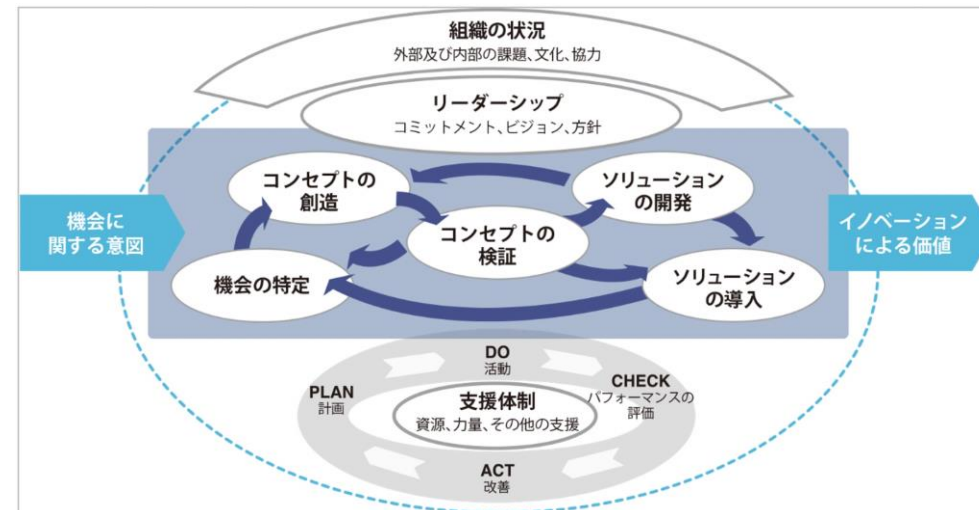
<関連の取組>

- 「両利き経営」の考え方や、2019年7月に既存組織からのイノベーション創出（価値創造）を行うマネジメントシステムとして発行された国際規格ISO56002、新規事業創出に取り組む企業のベストプラクティスなどを参考にしなが、体制を構築し、その旨公表すべきではないか。

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。

ISO56002のフレームワーク



(参考) 新規事業探索に関するケーススタディ

- JETROシンガポールでは、変化のスピードの速い東南アジアマーケットで、積極的に新規事業（探索活動）に取り組む日本企業30社以上の現地チームや経営層にインタビューを行い、新規事業を行う上でのポイント（企業変革の要諦）を抽出。詳細は本年前半に公表予定。

「探索」を可能とする前提

現場が主導する形で迅速かつ十分な新事業創出活動を遂行できる環境

新事業の効率的な展開・拡大を支える基盤及び仕組み

企業変革の要諦

ミッション・理念・戦略の共創

適切なリーダーの選任及び権限委譲

十分なリソース配分

本質的なモニタリング

適切な経営メンバーの選任

新事業創出活動を支える基盤構築

現場側の「知」の吸い上げ・共有

現場側の「知」の生成

日本企業での取組事例（一部抜粋）

挑戦を奨励し、失敗を許容する文化をグローバルで共有。失敗を重ねながらも最終的にヒット商品を開発。（消費財）

一定金額までの投資や新規事業は現地法人に権限移譲し、迅速に判断して推進（電子部品、金融機関）

提携先との新事業専任の特命チーム（事業部横断）を経営陣からの指名で組成し、社長直轄で経営層がサポート（商社）

東南アジア等の新興国経験者を本社の社長や経営陣に選任（消費財、電機機器）

東南アジアでの成功体験を積んだ現地人材に、他国での事業立ち上げを任せ、各国間でのノウハウの共有を推進（小売）

新事業創出プロセスの「型」を導入し、ステップ別の取組を明確化し、各ステップでの取組を業績評価のKPIにも紐づけ（素材）

対応の方向性：取組①価値創造経営の推進～長期戦略と連動した実行戦略の策定・実施～

(事業ポートフォリオマネージメントの徹底)

- 経営資源をコア事業の強化や成長事業・新規事業への投資に集中させるためには、企業の長期ビジョンに基づく企業価値創造の観点から適合しなくなった事業について、早期に撤退することも含めて事業ポートフォリオの見直しとこれに応じた事業再編の実行を随時行うことが重要。

<関連の取組>

事業再編を促進するという観点から、事業再編実務指針を参考に、事業ポートフォリオに関する基本的な方針や事業ポートフォリオの見直しの状況について検討し、公表すべきではないか。

(「事業再編実務指針」のポイント)

[経営陣]

- ① 事業ごとの資本収益性を測る指標としてROIC（投下資本収益性）を導入し、資本コストや競合他社との比較を行うこと、
- ② 事業ごとにROICと資本コストを比較するため、連結ベースで事業セグメントごとの「ざっくり」したB/Sを整備すること、
- ③ 成長性については、その市場において自社が当該事業の「ベストオーナー」であるかという観点から評価すること等により最適な事業ポートフォリオを検討する。

[取締役会]

会社法上の重要な役割として、事業ポートフォリオに関する基本方針の決定及びその方針に基づく執行を監督する。

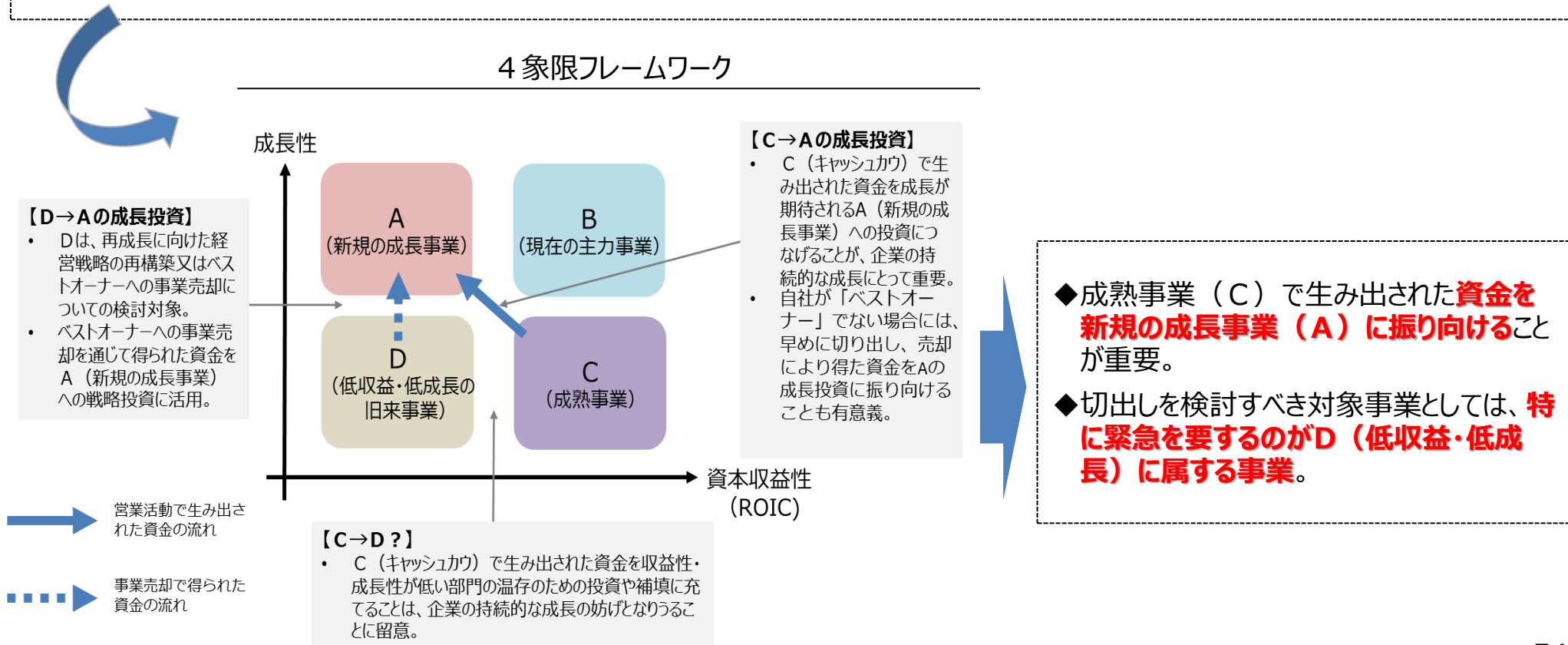
[投資家との関係]

- 事業ポートフォリオについて建設的な対話を行うため、経営陣は事業セグメントごとの資本収益性を含めた情報開示を行い、他方、投資家は合理的根拠ある株主提案を行う。
- 事業ポートフォリオに関する株主提案については、それが合理的な根拠のある具体的なものである限り、取締役の善管注意義務の趣旨も踏まえ、取締役会において取り上げ、真摯に検討を行う。

（参考）事業評価及び事業ポートフォリオの選択

- 資本収益性と成長性を軸とする4象限フレームワークを用いて事業評価を行い、最適な事業ポートフォリオについて再考することが重要。

- ◆事業ごとの資本収益性を測る指標として**ROIC（投下資本収益性）を導入**し、資本コストや競合他社との比較を行うことが重要。
- ◆事業ごとにROICと資本コストを比較するため、連結ベースで**事業セグメントごとの「ざっくりしたB/Sを整備**することが必要。
- ◆成長性については、その市場において**自社が当該事業の「ベストオーナー」であるか**という観点から評価すべき。



対応の方向性：取組①価値創造経営の推進 ～人的資本経営の取り組み～

- 人材を「資本」として捉え、その価値を最大限に引き出すことで、中長期的な企業価値向上につなげる人的資本経営への変革は、グローバルな競争を勝ち抜く企業にとっても不可欠。

<関連の取組>

- 「人材版伊藤レポート2. 0」※を参考に、①CEOとともにCHROが主導して、全社的な経営課題を特定した上で、②動的な人材ポートフォリオを構築し、③多様な人材を徹底的に活かして付加価値の創出につなげる人的資本経営の取り組みを行うべきではないか。

※第9回人的資本経営の実現に向けた検討会（3月18日）にて案を提示。

https://www.meti.go.jp/shingikai/economy/jinteki_shihon/009.html

人的資本経営のエッセンス

① 経営戦略と人材戦略の連動

- CHROの設置 / 全社的経営課題の抽出
- … 経営トップと人材戦略の責任者が、経営戦略の実現に向けた人材面の課題を抽出

② 動的な人材ポートフォリオ

- ギャップを踏まえた、平時からの人材の再配置、外部からの獲得
- … グローバルな市場から高度人材を確保し、社内で活躍させられる環境への転換
→ 市場に対して競争力のある処遇水準の設定、魅力的な職務の提供や、評価制度の見直し

③ 知・経験のダイバーシティ&インクルージョン

- キャリア採用や外国人の比率・定着・能力発揮のモニタリング
- … 外国人や専門人材を活用してイノベーションを創出

対応の方向性：取組③社会課題解決と成長を目指す大規模・長期・計画的支援

社会課題解決と成長を目指す大規模・長期・計画的支援の対象案（再掲）

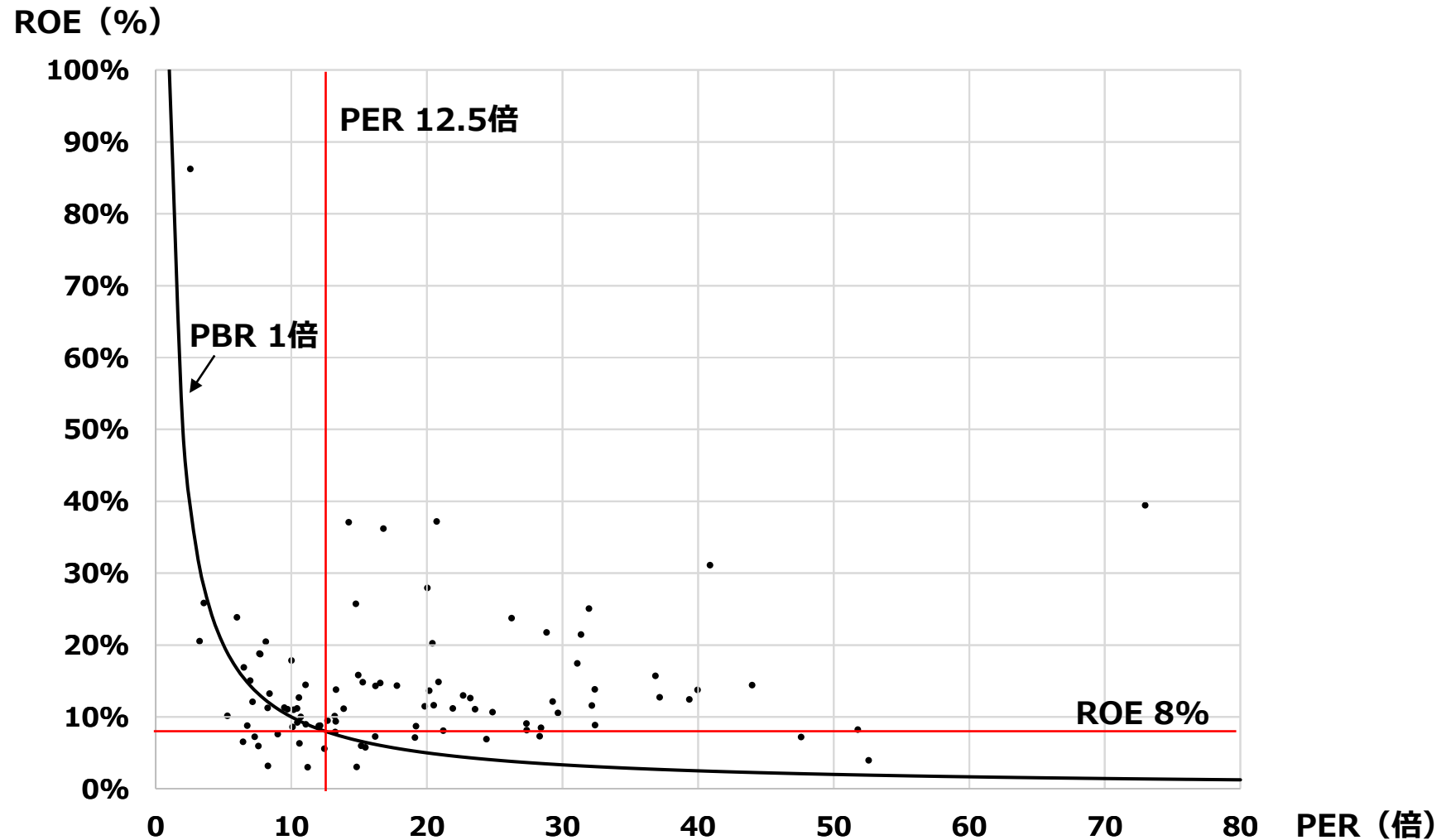
- 産業政策の効果を最大化するために、大規模・長期・計画的支援のパートナーとなる民間企業に対して、**実装のために大規模に投資する原資を自ら稼ぐことのできる「グローバル競争で勝ちきる企業」になることを目指すこと、そのための経営（「価値創造経営」）にコミットすることを求めているどうか。**
- また、中長期で価値創造するためには、**経営の効率性（ROE）、成長に向けた取組（PER）を上げていくことが必要**であり、両者を合わせた**PBRを目安とし最低限、企業価値が純資産を超えること（ $PBR > 1$ ）を求めているどうか。**
- **現在、純資産以下にしか企業価値がない（ $PBR ※ \leq 1$ ）企業にはPERやROEをを向上させPBRが1を上回るようにするために一定期間（例えば5年間）の具体的かつ合理的な計画を立案し、公表することを求めているどうか。**
- また、その過程で官民連携で取り組むべき課題が明らかになれば速やかに取り組むこととしてはどうか。

※短期的な株価の変動の影響を排除するため、PBRについては一定期間（例えば5年間）平均を見る。また、グローバルに1に満たない業種については、一律に1を超えることを目指すのではなく、グローバルな競争を超えることを目指す。

（参考）日本の時価総額トップ100企業のPBR（2022年3月23日時点）

PBR1未満：79社 (社名、PBR)		PBR1未満：21社 (社名、PBR)	
レーザーテック	28.52	日本郵政	0.27
エムスリー	11.52	みずほフィナンシャルグループ	0.44
東京エレクトロン	7.61	三井住友フィナンシャルグループ	0.47
キーエンス	6.37	日産自動車	0.47
日本電産	4.69	三菱UFJフィナンシャル・グループ	0.58
東芝	1.83	ホンダ	0.59
日立	1.45	ソフトバンクグループ	0.81
トヨタ自動車	1.14	パナソニック	0.87

(参考) 時価総額上位100社のROE、PBRの分布



(注) 2022年3月9日時点のデータ。ROEが負の企業及びPERが極端に大きい企業を除いた93社の分布。

(出所) Bloombergに基づき作成。

対応の方向性：取組④機関投資家によるエンゲージメント強化

たたき台・議論を踏まえて今後詳細検討

取組⑤市場改革、資本市場への資金流入強化

- 高速（スピード）大規模（スケール）に価値創造（イノベーション創出）できる企業の創出のため、資本市場、特に機関投資家から、企業が中長期的な価値創造にフォーカスする方向でのエンゲージメントの強化に向け、
 - ① スチュワードシップ・コード適合の実質化・エンゲージメント内容の開示の推進
 - ② スチュワードシップ・コード、PRIへの企業年金等の署名を推進 を含め検討すべきではないか。
- 加えて、市場改革を通じた企業持ち合い株解消等の取組、個人資産からの資金流入強化、企業年金からの資金流入強化策などについても検討を深めるべきではないか。

英国におけるスチュワードシップ・コード

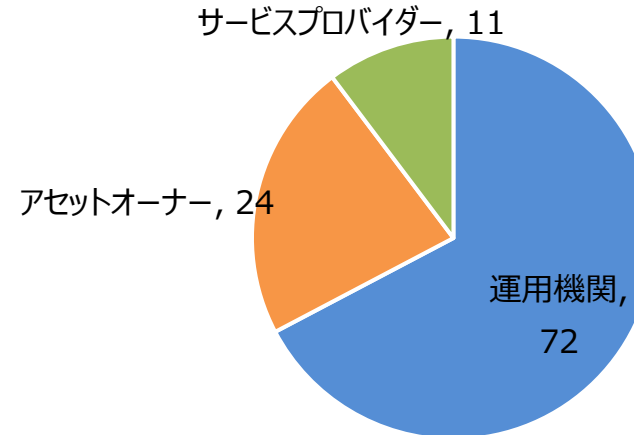
- ✓ 英国では、スチュワードシップ・コードに署名した機関投資家は、毎年その適合状況について、財務報告評議会（Financial Reporting Council : FRC）にレポートを提出しなければならない。
- ✓ FRCは、提出されたレポートを基に、機関投資家をTier1とTier2に格付けを行っている。

(社)	Asset Managers	Asset Owners	Service Providers
Tier1	122	82	12
Tier2	57	21	0

（注）2012改訂のスチュワードシップコードについて、2021年9月時点の格付け情報。

（出所）Financial Reporting Council「UK Stewardship Code 2012 Signatory List」等を基に作成。

日本のPRI署名機関数



※年金基金では、**セコム企業年金基金、エーザイ企業年金基金、肥後銀行企業年金基金の3機関のみ**が署名している。

※PRI（Principles for Responsible Investment; 国連責任投資原則）とは、投資にESGの視点を組み入れることなどからなる機関投資家の投資原則

（注）2022年3月8日時点。

（出所）PRIホームページを基に作成。

(参考) スチュワードシップ・コード、コーポレートガバナンス・コード

○スチュワードシップ・コード

指針 1－3. アセットオーナー^{9 10}は、最終受益者の視点を意識しつつ、その利益の確保のため、自らの規模や能力等に応じ、運用機関による実効的なスチュワードシップ活動が行われるよう、運用機関に促すべきである¹¹。(略)

脚注9 本コードは、アセットオーナーである企業年金について、基本的には、基金型・規約型の確定給付企業年金及び厚生年金基金を対象とすることを念頭に置いている。なお、規約型の確定給付企業年金は、母体企業と法人格は一体であるものの、母体企業としてではなく、企業年金として本コードを受け入れることが想定されている。

原則 7 機関投資家は、投資先企業の持続的成長に資するよう、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解のほか運用戦略に応じたサステナビリティの考慮に基づき、当該企業との対話やスチュワードシップ活動に伴う判断を適切に行うための実力を備えるべきである。

○コーポレートガバナンス・コード

【原則 2－6. 企業年金のアセットオーナーとしての機能発揮】

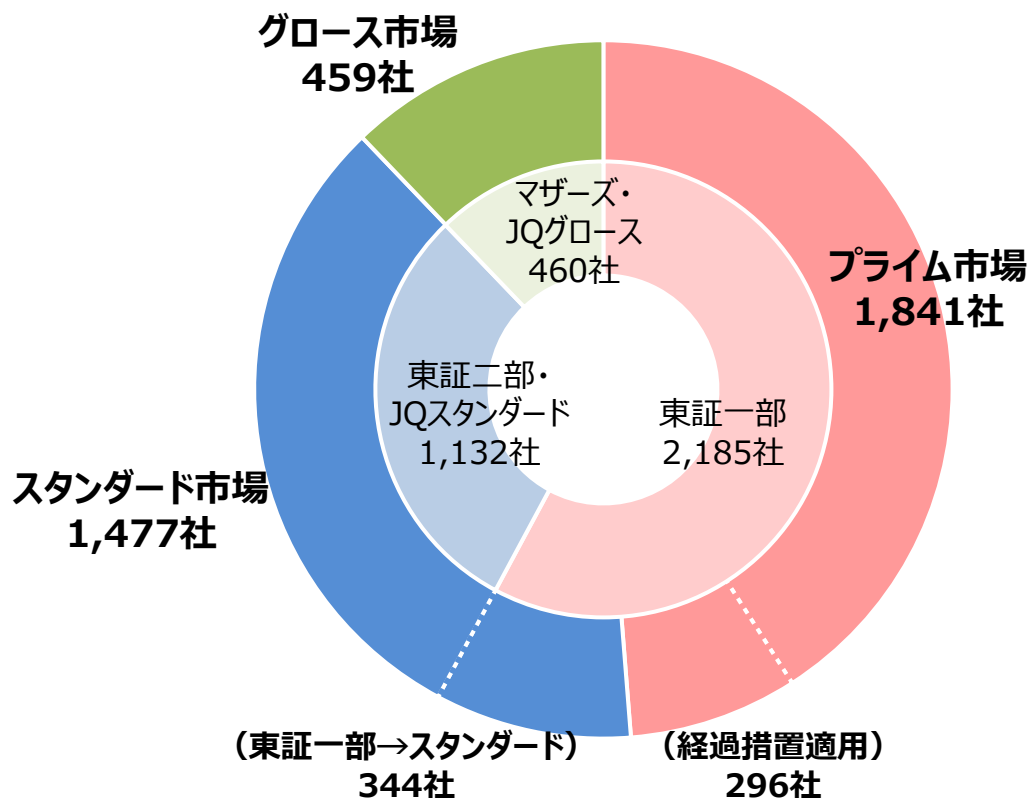
上場会社は、企業年金の積立金の運用が、従業員の安定的な資産形成に加えて自らの財政状態にも影響を与えることを踏まえ、企業年金が運用（運用機関に対するモニタリングなどのスチュワードシップ活動を含む）の専門性を高めてアセットオーナーとして期待される機能を発揮できるように、運用に当たる適切な資質を持った人材の計画的な登用・配置などの人事面や運営面における取組みを行うとともに、そうした取組みの内容を開示すべきである。その際、上場会社は、企業年金の受益者と会社との間に生じ得る利益相反が適切に管理されるようにすべきである。

(参考) 東証新市場区分の選択結果

- 東証一部上場企業（2,185社）のうち、プライム市場に移行する企業は1,841社。そのうち、296社は上場維持基準に適合せず、経過措置によりプライム市場へと移行。

新市場区分の選択結果 (内円：現市場区分、外円：新市場区分)

上場企業数：3,777社（2022年1月11日時点）



○プライム市場

- ・ コーポレートガバナンス・コード改訂を踏まえた一段高いガバナンス（取締役会・英文開示等）への取組、流動性の一層の向上のための売出、事業ポートフォリオの積極的な見直し、親子上場の解消など積極的な動き

○スタンダード市場

- ・ 新たにコーポレートガバナンス・コード全原則への対応に取り組む

○グロース市場

- ・ 新たに「事業計画及び成長可能性に関する事項」を開示し、今後の成長に向けた施策に取り組む