

第1回価値創造経営小委員会への意見

令和7年2月4日
一橋大学 加賀谷哲之

第1回の重要なタイミングでの会合への欠席となりましたこと、深くお詫び申し上げます。意見書の提出について、下記、まとめております。わかりにくい部分もあるかと存じますが、必要に応じて第2回以降の会合にて補完いたします。

過去10年間におけるコーポレートガバナンス、資本・金融市場、事業ポートフォリオ改革、人的資本経営などの進展に伴い、日本企業の資本生産性や株式市場からの評価は高まっている。一方で、日本企業の成長投資、とりわけ人的資本や知財・無形資産に対する投資は他国企業と比べると必ずしも十分ではなく、価値創造という観点でいえば、課題が残されているといえる。こうしたなかで、日本企業の成長戦略を支える社会システム・政策体系の検討を行う本委員会の議論は極めて重要であると考えます。

検討にあたっては、なぜ成長投資が十分な水準で実施されていないのかについての原因分析をすることなく、社会システム・政策体系のあり方のみを検討することは難しいと考える。過去10年間に行われた施策の効果なども含めて、成長投資にあたって解決すべき課題を整理し、成長戦略を支える社会システム・政策体系との関係をエビデンスベースで検討・討議すべきである。下記は、上記の意義に照らして、筆者がこれまで実施した日本企業に関する分析に基づき検討すべき論点を整理した内容である。なお原因分析にあたっては、各社が置かれた状況によって異なることを議論の前提としている（事務局資料22頁）。

1. 日本企業の成長投資が他国企業に比べて低水準である理由①（資本生産性・低企業を想定した場合）

資本生産性が低い企業群において成長投資が十分ではない理由の一つは、ROICやROEなどの資本生産性に基づく規律が十分ではなく、成長投資に対する正統性を担保できず、資本市場などからの理解を得られていないからではないか。結果として成長投資が進展しない。特に事業のカーブアウトが進展していないことが、資本生産性が低水準にとどまっている原因となっている可能性がある。なぜ事業ポートフォリオの最適化に向けた事業再編が円滑に進展していないのか（事務局資料38頁）。

【検討すべき分析対象】

- ・資本生産性を向上させる枠組み・仕組みの導入・運営状況
- ・事業撤退に対するハードルの高さやそれを実行に移すための粘り強い対話不足
 - ※解雇法制・公益性・供給責任等
- ・事業撤退を促す税制の活用状況、各ステークホルダーにとって十分なインセンティブとなっているのか。
- ・ベストオーナー思考に基づく事業ポートフォリオ改革の意識共有・進捗

2. 日本企業の成長投資が他国企業に比べて低水準である理由②（成長期待・低 企業を想定した場合）

資本生産性が資本コストを上回る実績をあげることができていても、企業の成長に対する期待が十分でなければ、成長投資よりむしろ株主還元などの付加価値配分が優先されることとなる（事務局資料 26 頁）。なぜ日本企業の成長に対する期待が投資家などのステークホルダーに伝わっていないのか。

【検討すべき分析対象】

- ・対話エンゲージメントの活性化が不十分（事務局資料 24 頁）
 - ①上場企業数が多く、対話エンゲージメントの対象とならない企業が多数
※4名以上セルサイド・アナリストがカバーしている企業の割合が低い
時価総額が低水準の企業が多い
 - ②投資家のポジションやスタンスの違いに対する企業サイドの理解不足
 - ③インベストチェーン上でのアセットオーナーの意識改革が必要
 - ④株主総会やカンファレンスコール、One on One などでの対話エンゲージメントの深化不足
 - ⑤規定演技としての開示負担が大きく、本質的な価値創造に向けた対話・エンゲージメントの時間を担当者が十分に確保できない。
 - ⑥⑤への対応のためには DX などによる業務効率化が不可欠となる。これを実践していくにあたって、何が課題となっているのか。
- ・統合報告など開示の拡充がなぜ成長投資の期待向上に結びつかないのか（事務局資料 21 頁）。
 - ①企業の強み（知財・無形資産や人的資本など）がいかにか現状の市場における参入障壁や今後の企業成長機会に結び付いているかの想定された因果経路が伝わっていない。
 - ②知財・無形資産投資や人的資本が価値創造ストーリーに基づくアウトカムやインパクトに結び付けるためのマネジメントシステムが確立されていない。また確立されていても投資家に伝わっていない。
 - ③価値創造を支える統合思考とそれを支える取り組みが徹底されていない。
 - ④イノベーションの起点となるウィークシグナル、ウィークタイを事業機会に結び付けるためのコーポレートガバナンス体制や組織体制、人的資本の体制が十分に整備されていない。
- ・ゲームチェンジに結び付く GX/DX/グローバルなどでの成長実現は、不確実性が高く、成功には長い時間軸を要することが想定される。資本生産性に対する意識を高めていく過渡期においては、こうした長期の時間軸での投資に抑制的になる可能性が高い。こうした不確実性の高い事業機会に対する投資を促進させるためには、企業とステークホルダーが同じ価値観、目的を共有するなど「同じ船にのる」ことが不可欠である（事務局資料 49-51 頁）
 - ①企業サイドでそうした不確実性が高い投資を成功に結び付けるための体制が整備され、それに対するやコミットメントが十分に確認されるか。
 - ②金融機関や資本市場がそうした投資を後押しする仕組みの現状と課題

③政府による税制面での支援

④ゲームチェンジにつながる投資の進捗を確認するための評価枠組みの確立

3. コーポレートガバナンス改革の影響

改革を通じて、独立取締役の比率向上、CEO 選任/解任の手続きの客観性・適時性・透明性向上、政策保有株式、取締役会の多様性に対する意識向上などが進展した。これらは、日本企業の成長投資にどのような影響を与えたか（事務局資料 17-20 頁）。

【検討すべき分析対象】

- ①コーポレートガバナンスの狙いが、経営チームに対する監督や動機付けを通じた資本生産性と成長性の同時実現にあるのだとすれば、上記それぞれの施策の進展がどのように資本生産性、成長性に影響を与えたのか。
- ②ガバナンス改革の進展は議決権行使の実効化やアクティビストの拡大をもたらしている。これらは成長投資にどのような影響を与えているか（事務局資料 25 頁）。
- ③①と②を総合して成長投資が不十分であるのだとすれば、なぜそうした事態に至っているのか。

やや抽象的な議論にとどまっている論点もあるかと存じます。今後の研究会にて他の委員の皆様と討議していくことができると考えています。

以上