

# 企業の成長戦略を中心とする 社会システム・政策体系の構築に向けて

令和7年4月

経済産業政策局

# 目次

## 1. 前回委員会での主なご意見

## 2. ポジション毎の企業の打ち手と社会システムの課題

## 3. 各課題の検討

### (1) コーポレートガバナンス

① 監督・執行

② 企業と投資家の価値協創

### (2) 人材

① 専門人材の育成・確保

② 人的資本経営

## 4. 本日まで議論いただきたい論点

## 第2回委員会で出た主な意見

### (企業のポジションに応じた優先すべき企業の打ち手と課題の整理①)

#### 【優先すべき企業の打ち手】

- 産業構造改革といったときに、**本当に日本の競争優位があるところを優先的に見ていかないといけない**、あるいは**経済安全保障であるとか、日本の国家として非常に重要であるような産業を優先しなければいけない**という考え方が生まれてくるのではないか。そういう意味での競争優位を、もう一度考えることが必要。
- **成長の方向感として、国内の成長と海外の成長では後押しの仕方が違うのではない**か。そういった観点で少し区分をして、解像度を上げていく必要がある。
- **成長の手段としてしっかりと非上場化を位置づけることは大事**。
- 人口減少社会にある日本国内では、成長を期待するのはなかなか難しい事業であっても、海外に活路を開けることもあるのではないか。国内投資に直接的に繋がるとは限らないが、スピンアウトや再編だけではなく、例えば**海外展開という選択肢と、それを後押しするための仕組み、施策などがあってもいいのではない**か。

#### 【社会システムの課題】

- 日本には、**アグレッシブグロースの領域に投資家がないのは、投資対象がないからなのか、投資家が見つけていないからなのか**。ここは、両方問題があるのかもしれないが、**投資家の側の層の厚み、目利き力、この辺も問わなければいけない問題**ではないか。また、**アグレッシブグロースやグロースの領域の事業を多角化企業の経営者がどれだけ把握して、そこに集中投資**できているかという、その企業の経営者側の状況も問わなければならない問題である。
- ナショナル・イノベーションシステムが壊れている可能性があり、**もっと多くの新規事業のネタが大学発のベンチャー等から出てこない**と、**投資先が生まれ**ないため、そこも検討する必要がある。

## 第2回委員会で出た主な意見

### (企業のポジションに応じた優先すべき企業の打ち手と課題の整理②)

#### 【社会システムの課題】

- 企業群が陥っている課題の真の原因が何なのかというところが曖昧なまま進めてしまうと、かえって打ち手が外れる。例えば、企業群①では事業再編手法の多様化は必要だが、**パーシャルスピンオフ税制や分社化による税制優遇は、活用されているケースがほとんどない**ということを見ると、本当にそれが真因かどうかは問うべきではないか。
- 企業群③、④（成長期待高）をさらに伸ばしていくというシナリオを考えたときには、**抽象的ではなく、個別企業においてどういうメカニズムによりその成長性が確保できているかを議論することが重要**。特に③から④に行くのは難しいが、これを実現した企業の共通点としては、経営トップがかなり長期で経営を行っているが、こうした良い経営者により長く務めていただくためにはどういうメカニズムをつくる必要があるのかなど、個別企業群で見ていくからこそ、色々見えてくることあるのではないか。
- 企業が知財無形資産をはじめとした**自社の強みを、本当に定義できているのか、その定義を、本当に社内で共有できているのか**。さらに**そうした強みを投資家との対話・エンゲージメントを通じて、解像度高く価値創造ストーリーへと昇華させることができているのか**、という論点がある。
- **アクティビストの様々な行動への対応として、株主権利の整理をするべきではないか**。今、イベントを材料として発信をするような人たちが色々出てきている状況の中で、**どの株主でも発言ができる株主総会が健全に回ることができるのか**気になる。
- アクティビストは、かなりの予算と時間をかけて企業価値、投資した先の企業が、どうやったら価値向上できるかというストーリーを検討している。一般株主にも訴求できるということをポイントに置いて検討しており、出来ないことは出来ないとはっきりと自信を持って話すことも大事だが、まずは、**資本市場に向き合うという姿勢を示すことを踏まえて、良いアイデアはしっかり取り込むという貪欲さを持つことが大事**。

## 第2回委員会で出た主な意見

### (企業のポジションに応じた優先すべき企業の打ち手と課題の整理③)

#### 【社会システムの課題】

- 「本社機能の改革」も非常に大事だが、頭数を増やすとか、マイクロマネジメントをもっと進めるというような形で、逆に事業にとってマイナスになっている事例も多く見られる。そういったことを本格的に変えていくには、「経営人材を育成」していく必要がある。コーポレート機能の改革における、例えばベストプラクティスあるいはダーティープラクティスというようなものを、もう少し具体的にを見せていくようなことが必要なのではないか。
- 新陳代謝のダイナミズムを経営陣が、特別なことではなくて普段事として向き合えるかどうか、マネジメントの在り方がすごく大事。意図を持ったマネジメントプロセスを設計して、経営陣が新陳代謝についていつも考えていることをルーチンにしないと、こういった思考にならない。これは、執行機能の強化とか、CX人材の育成にも通じる。
- アメリカと比較して、日本はまだ、社外取締役の独立性やケイパビリティについては、法制度においても、実際上の運用に関しても、まだまだ取り組むところはある。とはいえ、アメリカと同じではなく、日本的な調和感が重要視されるところがあってもよい。こうしたところを参考にしながら、日本型って何だろうかということを考えていくのは極めて意味がある。
- 企業・事業戦略と各ステークホルダーを持っているコーポレート機能の間で、こうやってエンゲージをしていくのだ、と横串を揃える動きを進めると、コーポレート機能も、戦略の理解と動き方の一体感が高まっていき、実効性が高まっていく。伝統的な日本の会社では、それぞれが別々にやっておバラバラな動き、あるいは戦略を理解しない動きになっている。このあたりをどうやって進めていくのか、議論を進めていくことは極めて重要。
- ガバナンス改革で出てきた「インベストメントチェーン」という言葉を、「リスクテイキングチェーン」に替えていかなければいけない。経営がリスクをとる、そこに対してリスクテイクするアセットマネージャーがいる。そのアセットマネージャーにアセットオーナーがリスクテイクしていくという、リスクテイクの鎖をみんなでやっていかないと、社会全体としての成長は達成されない。
- 事業再編が生じた場合でも、労働者が安心して働き続ける環境の整備が必要であり、事業再編に関する課題の両輪として、会社法改正も視野に入れた労働者保護ルールを議論していくことが重要。

## 第2回委員会で出た主な意見

### (事業ポートフォリオ最適化①)

#### 【事業再編】

- **株式対価M&A**は、事業再編や組織再編を進めるために、都度キャッシュを用意せずに済むということで、非常に有効な手段である。現行認められている「子会社とするケース」以外のケースにおいても本手法を適用できるという形に変更すれば、多くの企業で事業再編、ポートフォリオの最適化の取組が今まで以上に進むのではないかと。
- 日本に数多くある大企業が、その事業ポートフォリオの最適化を持続的に進めていくために、**パーシャルスピノフは必要不可欠なツールであり、ぜひ税制措置の恒久化を検討をしていくべきではないか。**
- **スピノフに関する税制措置について、適応要件の中に「スピノフ後に切り出された側の従業員のおおむね90%以上が引き続きその業務に従事することが見込まれること」というのがある。**これは労働側からの意見、あるいは一般国民の安心を税制でも担保する上で入れられたと理解はしているが、**実際にこれを使う企業にとって、この要件は厳しいのではないかと。**今、雇用は以前よりも流動化してきているので、未来に向けた制度にする必要があるのではないかと。
- 事業ポートフォリオの見直しにおいて、**パーシャルスピノフは有効な手段の一つである。**諸外国と比較して競争条件が劣ることのないよう海外の制度を参考にしつつ、今後、**パーシャルスピノフが、スタートアップではない事業も対象とした、予見可能性のある安定的な制度となるよう、法人税法本則における措置を講じるべきである。**あわせて、グローバルな組織再編も念頭に置きつつ、**現行税制では税制適格性が得られない他の組織再編手法についても、大胆かつ機動的な組織再編を可能とすべき。**
- **スピノフでは親会社へのキャッシュインがないことからメリットが見出しにくい点がある。**子会社を完全に分離せず、元親会社に持分を一部残すパーシャルスピノフの方が、従業員の心情への配慮や一定期間のブランド使用など受け入れられやすく考えられるが、適用要件の緩和などがあつた方が制度の魅力が増す。

## 第2回委員会で出た主な意見

### (事業ポートフォリオ最適化②)

#### 【事業再編】

- 独立した企業が事業ポートフォリオをどうするかは、基本的には、その企業が成長戦略や持続可能性、また社会的責任などを総合的に考えて判断すべきことである。また、スピンアウトや事業再編は、あくまで手段、選択肢であり、目的ではない。スピンアウトや事業再編による誘導というのではなく、企業がそれらを選択することを阻害する要因があるのであれば、必要な手当てをするのが本来のスタンスではないか。
- スピンアウトや事業再編においては、いわゆる買い手は日本の企業とは限らない。昨今の状況に鑑みると、公共インフラや産業のインフラには、サプライチェーン上、重要なものなどについては、やはり経済安全保障といったことも考えなければいけなくなるのではないか。
- 事業再編やスピノフを進めていくとなると、課題があるのも事実。例えば、会社組織の一体感が強ければ強いほど、また研究開発機能が横断的であったり、コーポレート機能のシェアード化が進んでいけばいるほど、**カーブアウトを検討する際には、切り分けの対象範囲の検討、従業員の帰属先の検討と同意の取得、ITシステムの切り分けとそのコストなど容易ではない。縮小する事業がある場合には従業員の整理とその雇用先の確保も大切である。**
- (再掲) 事業再編が生じた場合でも、労働者が安心して働き続ける環境の整備が必要であり、**事業再編に関する課題の両輪として、会社法改正も視野に入れた労働者保護ルールを議論していくことが重要。**
- デュポンやシーメンスでは、事業売却という手段自体が、新しい事業のためのリソースの調達という位置づけになっている。これをやるための資金調達というよりは、これ自体が成長のための資金調達の手段であるという観点を持つことが大事。この構造を成り立たせようとする、売却対象の事業の価値が高いうちに、要するに競争力の高いうちにやる必要がある。**ノンコアというのはイコール赤字事業ではない。当たり前だが、このことを意識しなければならない。**

## 第2回委員会で出た主な意見

### (事業ポートフォリオ最適化③)

- 国内の事業再編を支援する観点からは、**事業の見える化のためのシステム投資へのサポートや、人材の育成とマッチングの支援**、さらには**新規事業立ち上げ時の既存の設備のスクラップコストへの補助や税優遇などがある**と有効ではないか。

### 【企業間連携】

- 市場・競争環境の非連続的な変質がある中、いつまでも**過去の競争法と同じままでいいのか**。もちろん、企業間連携をしていく上で、**競争法制を言い訳にしているような企業もあるが、少なくとも企業の非連続的な競争環境への対応を邪魔しない、あるいは企業に言い訳をさせないような形で、どういう望ましい競争法制があるべきか検討するべき**ではないか。
- **独禁法のグリーンガイドライン**は、社長とのエンゲージメント時に「使ってね」と伝えると、「いやいやこんなの全然使えないよ」とはっきり言われた。イノベーション関連では、バリューチェーンの中で、ポジションがどんどん移動しているにも関わらず、バリューチェーンは従来どおりの形なのだと思い込んでいる。例えば、**バリューチェーン上の各ポジションの垣根を取っ払うときに今の競争法は障害になっている**。

## 第2回委員会で出た主な意見

### (資本・金融市場①)

#### 【エクイティ】

- **GPIFの「エンゲージメント強化型パッシブ運用」**について、現在のエンゲージメント先は、時価総額上位企業が多いが、これを、**レイター期・Post IPO期の規模の企業にまで積極的に拡大していくことは、レイター期・Post-IPO期の資金供給主体や上場企業を対象とするエンゲージメントの担い手が非常に不足している問題の解決に役に立つのではないか。**
- 金融の多様な出し手として、出し手ファンドに対する官民ファンドの支援というのは、一定程度賛成。他方で、世の中全体で見ると、官民ファンドの仕上がりに関しては様々な意見があり、相当累積赤字を作った官民ファンドもある中で、理解を得る難しさはある。**ゴールの目的とか、その検証をしっかりとできる形で官民ファンドを運営していく必要がある。**
- **世界で長期性のリスクマネーを出すのは、公的年金と大学の基金と財団法人/ファミリーオフィス、そして、ソブリンウェルスファンド/国家ファンド、この4つである。残念ながら日本には、このうち3つの種類が欠落している。**大きな公的年金はあるが、大きな大学基金もまだあまりないし、大きな財団法人やファミリーオフィスもなく、国家ファンドもない。つまり、アセットオーナーの多様性が非常に欠落していて、アセットマネージャーの多様性の欠落につながり、リスクマネーの欠落に繋がっている。
- **中小型上場企業というのはたくさんあるが、所有と経営が分離されていない。所有と経営を分類させて、創業家がファミリーオフィスをつくる、財団法人化する。それに対する優遇措置みたいなものができれば、かなりファミリーオフィスの層が広がる。**これは既に実例があり、シンガポールとか香港を見ると、運用に関する登録や免許の免除とか、運用経費を損金算入させてあげるとか、バックオフィス業務をプラットフォーム化するとか、いろいろな手がある。
- 投資資金をうまく誘導するには、まず、2つ大事なことがある。1つは、お金はグローバルである。もう1つは、お金は非常に合理的に動く。つまり、合理的に動かす、誘導するものがあれば勝手に流れる。**世界にはたくさんのお金があり、日本のお金だけに拘らず、そういう海外のお金をどうやって合理的に引っ張るのか**ということが、とても大事。
- **機関投資家が参加可能な規模でのIPOの促進、その規模に至るまでのレイターステージでの資金不足を解消するための官民ファンド等の関与強化、スタートアップのM&Aを活性化させるための環境整備等の、一連の取り組みを行うことで、企業に対する未上場から上場後までの一貫したフェアバリューでの評価の実現に繋がる。**

## 第2回委員会で出た主な意見

### (資本・金融市場②)

#### 【デット】

- **産業金融側の人材育成にも、改めてフォーカスしてみたらよいのではないか。**
- **事業性の融資が地方などではまだ優先的に行われていない。成長性や事業性、知財の価値をしっかりと評価していく軸が、改めて必要ではないか。**
- **NISAで個人が少しずつリスクをとりに行くようになった際には、社債のようなリスクのバリエーションがあるものに関して、中程度のリスクをとって応援していくようなところを、後押しする仕組みが必要ではないか。**
- **LBORローンについては、本質的には人口・市場が緩やかに拡大しているマーケットで、効果を発揮する取引形態であるとの指摘も見受けられることから、海外の企業買収を図る際に使用すると、より効果的ではないかと考える。こうした資金調達手段の選択肢を広げる上で、国内のプライベートエクイティファンドなどの発展が必要。**
- **金融機関に対しては、バブル崩壊後の不良債権問題あるいはリーマンショックなどを経て、金融市場の安定化を図るべく各種規制が導入されてきた。そうした規制にも目配せしつつ、適切なリスクコントロールと積極的な資金調達が可能となるような規制も含めた、一体的な検討をしていただきたい。**
- **社債と融資のイコールフットィング、コベナントの実質化等による社債権者保護の充実は、低格付債の発行拡大のためにも必要な要素であり、これはスタートアップ育成の観点でも、成長資金の獲得手法の多様化に資するものと考えられる。金利環境が大きく転換した今、資本・金融市場の重要なパーツとして、その機能を強化する余地が相当に大きい社債市場の活性化に取り組むべき。**

# 目次

## 1. 前回委員会での主なご意見

## 2. ポジション毎の企業の打ち手と社会システムの課題

## 3. 各課題の検討

### (1) コーポレートガバナンス

① 監督・執行

② 企業と投資家の価値協創

### (2) 人材

① 専門人材の育成・確保

② 人的資本経営

## 4. 本日まで議論いただきたい論点

# 企業のポジションに応じた優先すべき企業の打ち手と課題の整理（案）

- 第2回委員会でのご議論を反映すると以下のとおり整理できるか。
- 第3回委員会では主に、コーポレートガバナンス、人材に関する社会システムの課題と解決の方向性についてご議論いただきたい。

**赤字**：今回議論するテーマ  
**黄色ハイライト**：前回からの追記箇所

市場評価  
(PBR等)

## 企業群③・企業群④（成長期待高）

【優先すべき  
打ち手】

成長事業の芽を見い出すようなリスクテイク型の成長投資（設備、研究開発、人材、M&A）  
 ※過度な株主還元は成長のために効果的ではない可能性

【課題】

**高度・多様な人材の確保と活躍**、**執行機能強化**、大規模かつリスクの高い投資の資金調達、**大学・スタートアップと連携した研究開発**

## 企業群①（成長期待低・資本収益性低）

【優先すべき  
打ち手】

事業・資産の組み替え等の構造改革、**海外展開**

【課題】

事業再編手法の多様化、企業間連携の迅速化、  
 構造改革を支えるリスクマネーの不足、**労働者が安心して働き続けられる環境整備**

## 企業群②（成長期待低・資本収益性高）

【優先すべき  
打ち手】 成長戦略の再構築、（成長期待が高まらない場合）戦略的な非上場化も検討

【課題】

**取締役会を通じた成長戦略の磨き上げ**、  
 非上場化にかかる資金調達

資本収益性  
(ROE等)

### 【全ポジション共通】成長戦略実行の障害となる課題

- **投資家などの多様なステークホルダーの理解（成長を軸とした株主との対話や株主還元の在り方に関する共通認識等）**
- **長期性のリスクマネーを供給するアセットオーナーの多様化**

# 目次

1. 前回委員会での主なご意見

2. ポジション毎の企業の打ち手と社会システムの課題

## 3. 各課題の検討

(1) コーポレートガバナンス

① 監督・執行

② 企業と投資家の価値協創

(2) 人材

① 専門人材の育成・確保

② 人的資本経営

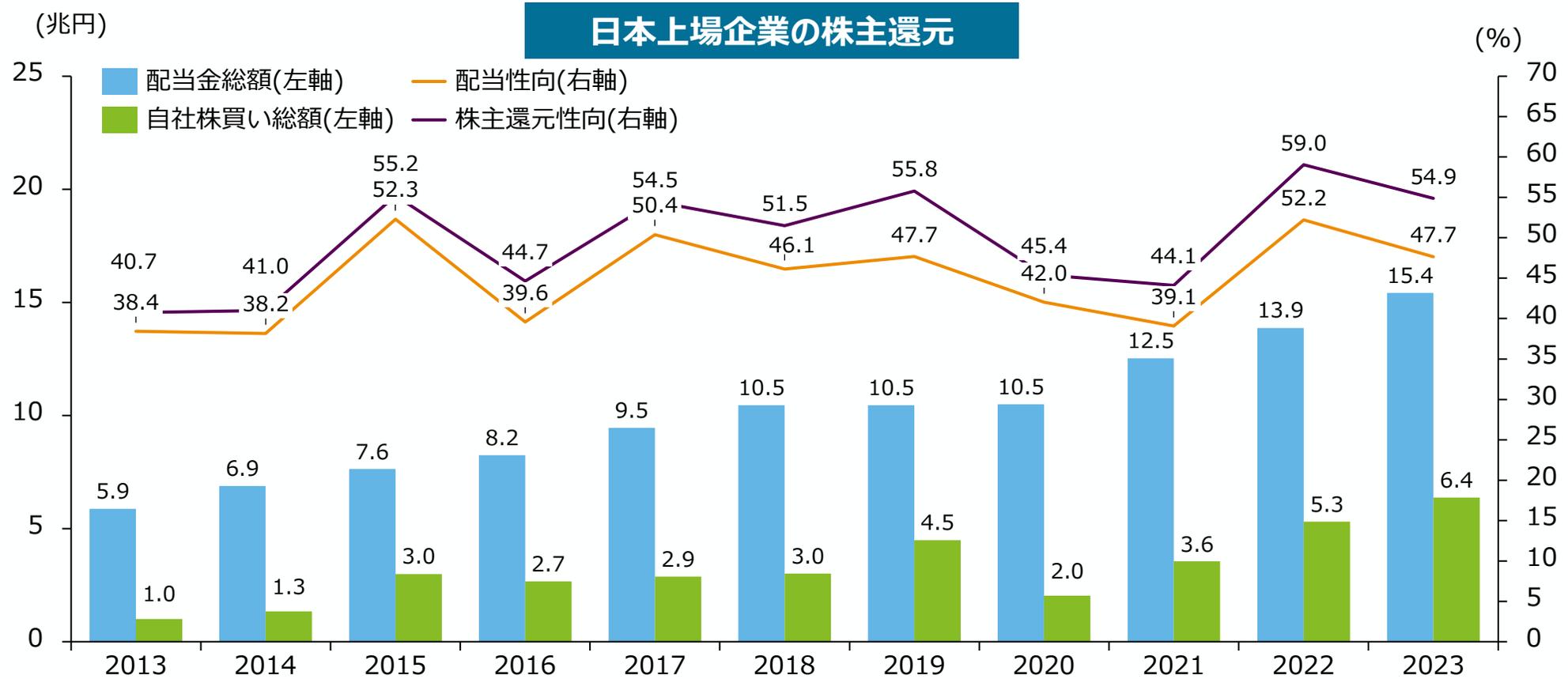
4. 本日まで議論いただきたい論点

# (1) コーポレートガバナンス総論

- 2010年代以降、コーポレートガバナンスに関する様々な施策が講じられてきたが、上場企業全体では、米国企業と比較して依然としてPBR・ROEが低水準に留まる企業の割合が高い状況。
- 今後、多くの日本企業が中長期の成長を実現するためには、これまで本小委員会で議論されてきたとおり、**自社の資本収益性と市場評価に関するマトリクス分析も踏まえ、構造改革・成長戦略の再構築・成長投資等を適切に実施する。投資家はエンゲージメント等を通じて企業の上記の取組の妥当性を確認し、中長期のリターンを得るといった成長志向の関係を構築していくことが重要と考えられる。**
- こうした社会システムの構築に向けて主に、①**企業の取締役会（監督）・経営陣（執行）に成長志向がビルトインされているか、②企業と投資家が価値協創する関係が確保されているか、**の2つの視点から、**この10年間の状況の進展・変化も踏まえて、日本企業のガバナンス改革の進捗を再検証すべき**ではないか。
- 例えば、以下の事象等についてどのように考えるか。
  - 市場全体で過去10年で自社株買いが6倍以上になる等、株主還元は増加した一方で、株主還元を行っても持続的な企業価値向上を実現できていない企業もあること
  - 短期志向のアクティビストキャンペーンが増える中で濫用的な株主提案や株主からの訴訟リスクが大胆な成長投資の支障となっているという声もあること
  - 取締役選任についてROEや政策保有株式の数値基準で形式的に議決権を行使する投資家がいること
  - 企業が株主と対話しようにも実質的な株主がわからない場合があること
  - ROE改善を目的として研究開発投資を削減する企業が存在するとの分析結果があること
  - 開示にかかるペーパーワークの労力は増加していること
- こうした状況の中で、持続的な企業価値向上に向けて企業の攻めの経営判断を後押しするという**コーポレートガバナンスの本来の目的を実現する観点から、社会システムにどのような課題があり、またどのような政策が必要か。**

## (参考) 株主還元状況

- ここ10年で配当は約2.6倍（2023年度：15.4兆円）、自社株買いは約6.3倍（2023年度：6.4兆円）に増加。
- 株主還元性向は約1.3倍（2023年度：54.9%）に増加。



※配当性向=配当金額/当期純利益、株主還元性向=(配当金額+自社株買い金額)/当期純利益（当期純利益：親会社に帰属する当期純利益）。

※調査対象：東証プライム・スタンダード・グロースに上場している企業。

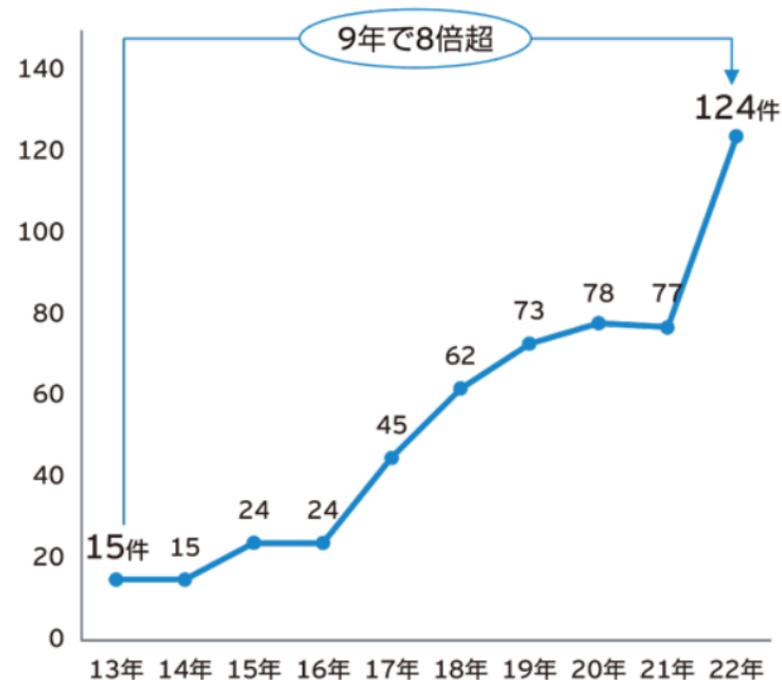
（2013～2023年の間で継続してデータを取得できない企業及び金融機関を除く。金融機関は、日本は東証業種分類において「金融・保険業」の大分類に属する企業、米国・欧州はSPEEDA業界分類において「金融」の大分類に属する企業。）  
（配当金総額は2087社、配当性向は2034社、株主還元性向は2032社。）

※横軸は企業の事業年度を指す。（例：2024年3月期決算の数値は「2023」に反映。）

## (参考) アクティビスト投資家の活動の現状

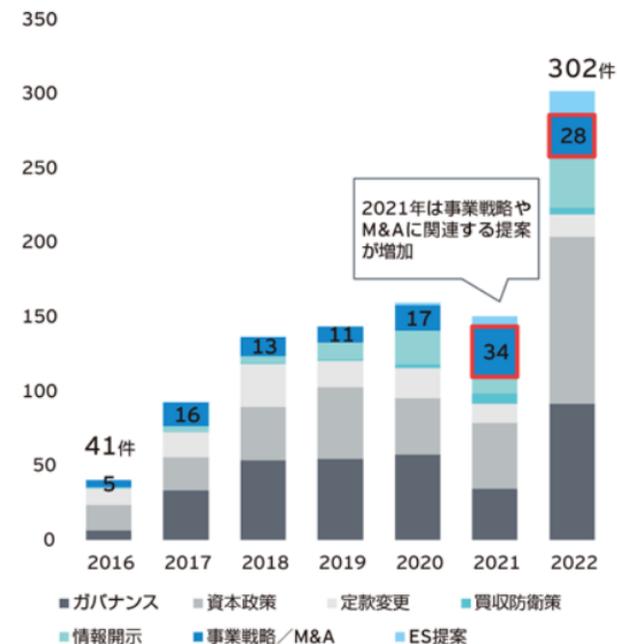
- この10年間で、日本企業に対するアクティビスト投資家からの投資や働きかけは増加傾向。背景としては、①CG改革や伊藤レポート等による日本における資本効率の重要性浸透、②長期低金利環境によるアクティビストの運用資金の膨張、③上場企業の資本効率改善が進んだ米国市場におけるターゲット企業数の減少、が指摘される。
- 足元では、事業戦略やM&Aといった中長期目線での企業価値向上戦略を他の株主と協調して提案する動きも増加しつつあると指摘されるものの、働きかけの内容は、**余剰資産売却等による株主還元強化（資本政策）**や**取締役選任（ガバナンス）**が大多数。

▶ 図1 日本企業に対するアクティビストキャンペーンの推移（社数ベース）



出典：Activist Insightより当社集計（重複集計）

▶ 図2 日本企業に対するアクティビストキャンペーン\*の推移（提案内容ベース）



\* 1社に対して複数の提案があった場合、複数件数として集計

出典：Activist Insightより当社集計

出典 EYのHP「近時におけるアクティビストの潮流」

# (参考) 大手議決権行使助言会社や国内大手運用会社の議決権行使基準

- 大手議決権行使助言会社が、取締役選任の反対基準としてROEや政策保有株式に関する明確な数値基準を導入している事例は日本特有。
- 助言会社の基準に準拠し、多くの国内機関投資家は数値基準を議決権行使基準として採用している。

	業績 (ROE) 基準	政策保有株基準
ISS (助言会社)	<ul style="list-style-type: none"> <li>● <b>過去5期の平均ROEが5%</b>を下回りかつ改善傾向にない場合、経営トップである取締役(会長、社長)の選任に反対。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 政策保有株式の保有額が<b>純資産の20%以上</b>の場合、経営トップである取締役(会長、社長)の選任に反対。</li> </ul>
グラス・ルイス (助言会社)	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 特になし</li> <li>※過去5事業年度又は直近のROE 8%以上の場合に、反対助言を控えることがある。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 政策保有株式の保有額が<b>純資産の10%以上</b>の場合、取締役会議長に反対。</li> </ul>
野村アセットマネジメント	<ul style="list-style-type: none"> <li>● <b>直近3期連続でROEが「最低水準」未満</b>の場合、直近3期以上在任した会長・社長等の取締役再任に原則として反対。</li> <li>※最低水準は以下のとおり</li> <li>- キャッシュリッチ企業では <b>8% または業界中央値(50%水準)の低い方</b>。 その他企業では <b>5% または業界下位3分位(33%水準)の低い方</b>。 ※上場後5年未満企業は適用除外</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 金融業は<b>純資産の50%</b>、非金融業は<b>投下資本の20%</b>を超えて政策保有株を保有している場合、会長・社長等の取締役再任に原則として反対。</li> </ul>
三菱UFJアセットマネジメント	<ul style="list-style-type: none"> <li>● <b>過去3期連続でROEが5%未満</b>と判断した場合、代表取締役の再任に反対。</li> <li>● 2027年4月以降、「<b>3期連続ROE8%未満かつPBR1倍未満</b>」である場合に、代表取締役の再任に反対(当初TOPIX500企業を対象とするが、対象は拡大する方針。)</li> <li>※大企業では資本コスト無視が著しい場合、2027年前でも反対し得る。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 企業が政策保有株式を<b>純資産の20%以上</b>保有している場合、代表取締役の再任に反対。</li> </ul>
大和アセットマネジメント	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 直近3期のROEがすべて、<b>同一業種下位33%水準(この水準がROE 8%を上回る場合は8%)</b>を下回っている場合、直近3期以上在任した取締役の再任に反対。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● <b>純資産の20%以上</b>かつ縮減に向けた取り組みが行われていると判断できない場合、代表取締役の再任に反対。</li> <li>※純資産の20%未満であっても縮減の取り組み等に問題がある場合には反対し得る</li> </ul>
日興アセットマネジメント	<ul style="list-style-type: none"> <li>● <b>過去3期連続でROE5%未満</b>かつ業種(東証17業種区分)内下位50%に該当する場合、取締役の再任に反対。</li> <li>● 2026年4月以降、<b>過去3期連続でROE8%未満</b>かつ業種(東証17業種区分)内下位50%に該当する場合、取締役の再任に反対(PBR1倍を超えている場合は問わない)。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 政策保有株式の残高が<b>純資産対比20%以上</b>の場合、経営トップの取締役選任議案に反対(20%未満を目指す縮減目標と株主総会前に売却実績の開示がある場合は勘案)。</li> </ul>
アセットマネジメントOne	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 中長期的業績不振(例：<b>3期連続で東証プライム市場上場企業のROE下位1/3に低迷している</b>)に対し、合理的説明がない場合、3年以上在任した取締役の再任に原則反対。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● <b>非金融業は純資産の20%以上、金融は40%以上</b>、政策保有株式を保有する場合、代表取締役に原則反対。</li> </ul>

## (参考) 実質株主について

- 株式の議決権指図権限や投資権限を有する者(実質株主)については、大量保有報告制度の適用対象(保有割合:5%超)となる場合を除き、発行会社や他の株主がこれを把握する制度が存在しない。
- 実質株主判明調査を実施した企業のうち4割~5割が、調査に要する費用・負担や、把握可能な実質株主の範囲に限界があることに課題を認識している。
- 企業において実質株主に関する情報を把握可能とする制度が整備された場合、企業と株主・投資家の対話が促進されることが期待される。

### 現在の実質株主の把握方法

※いずれも、実質株主の正確な把握に限界がある。

#### 大量保有報告制度(金融商品取引法)

- 対象者  
株券等保有割合が5%超である者
- 実効性  
大量保有報告書の提出遅延も多く、実効性が確保されていないとの指摘あり

#### 実質株主判明調査(民間企業のサービス)

- 概要  
実質株主を特定するサービス。公開情報からの情報取得や、任意の協力に基づく株主への照会等を通じて情報を収集。
- 課題  
把握できる株主の範囲に限界があることや、調査に多額の費用負担が発生することが課題として指摘されている。

# (参考) 成長投資拡大に向けた資本市場との対話等の課題

- 短期的なROE向上を追求し、研究開発費の削減が生じた企業が存在するとの指摘がある。
- 株主還元の伸びと比較して、成長投資の伸びは小さく、資本市場をはじめとするステークホルダーの要求にこたえられていない可能性。

## 「ガバナンス改革の意図せざる結果 — 研究開発投資の削減」

(金融・資本市場リサーチ、一橋大学大学院経営管理研究科野間教授)

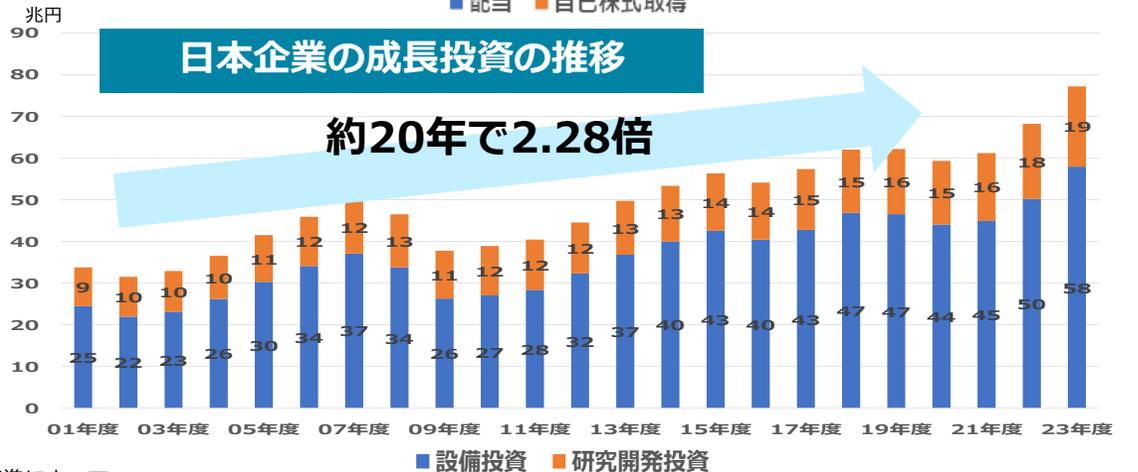
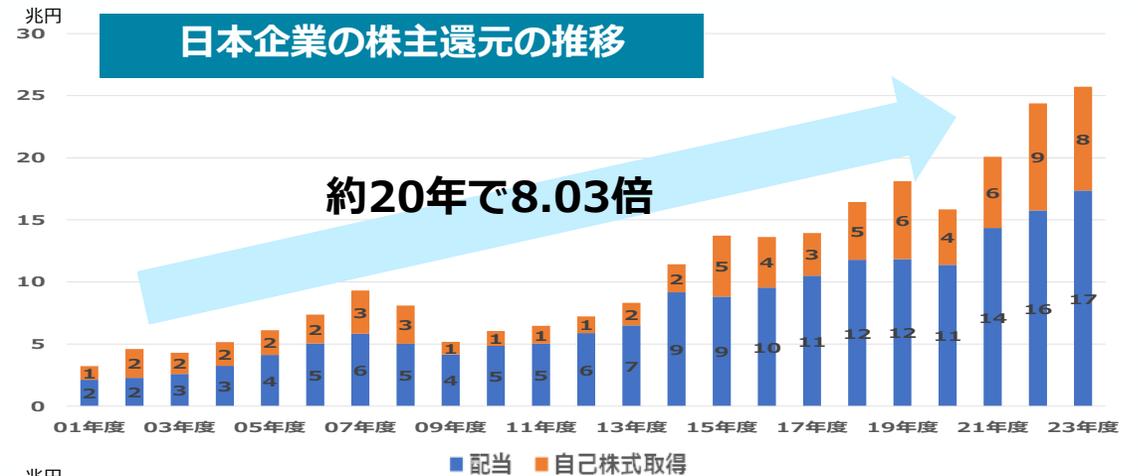
…結論を先に述べると、JPX日経インデックス400 (以下、JPX日経400) や伊藤レポートをきっかけとして日本企業のROEは向上したが、その背後では研究開発投資が削減されていたのである。

… (中略)

JPX日経400では3年平均のROE、3年の累積営業利益、選定基準日における時価総額などの基準によって指数に含む企業を選ぶことになった。

… (中略)

会計発生高やNOA (正味営業資産利益率)、研究開発集中度、従業員数等について分析した結果、**JPX日経400策定後に処置グループ**では研究開発集中度が低下していた。研究開発集中度とは研究開発費用を売上高で割った比率である。前述したように、売上高成長率に処置グループと比較グループとの間で売上高成長率に差はないことから、処置グループは研究開発費を削減したことを意味する。つまり、JPX日経400に選定される可能性がある企業では、JPX日経400に選定されることを目標として、研究開発費が削減され、その結果、利益率やROEが向上したのである。



注) 論文では、JPX日経400に選定されたいという強いインセンティブを持ったと推測される企業 (各年でJPX日経400の選定基準によって企業を順位付けし、301位から500位の企業) を処置グループ、501位から800位の企業を比較グループと定義  
出典) 金融・資本市場リサーチ「ガバナンス改革の意図せざる結果 — 研究開発投資の削減」(一橋大学大学院経営管理研究科野間教授)  
「Governance through shame and aspiration: Index creation and corporate behavior」 Chattopadhyay et al.(2020)を引用

出所) 野間幹晴「成長投資と株主還元—二項対立を超えて」『企業会計』2024年12月, 近刊.

## (参考) 企業情報開示作成負担に関する声

- 議論の中で、**重複する開示をどう解消するのか**、それによっていかに**作成効率を上げ、作成負担を減らしていくか**、発行体としてはその辺りが気になっている。企業によって対応できるところ、対応できないところがある。
- 企業の立場からすると、現在の単体の開示資料作成だけでもスケジュールがタイトであるため、**コンプリヘンシブなレポートを作成するのは大変なことであると懸念**する方も多いただろう。ただし、それが**制度化すれば、企業側も対応する体制を整えて**いこう。コンプリヘンシブなレポートに関する懸念点は、これまでのように開示資料の区分けで担当分けをしていると、各記載内容が補完的な関係にならない可能性があるということ。効率化を図るためにモジュール化した方が良いという意見もあったが、記載内容が補完的な関係になるような工夫は必要だろう。
- 法定開示の負担という点に関連して、別の法律で求められている情報、例えば温対法の排出量などを、法定開示において記載することがある。算定・報告の時期等が異なっていると企業の負担が増えるため、**他の法律との整合性にも留意していただきたい**。

## (1) ① 監督・執行

- CGコードにおいて、取締役会は、(1) 成長戦略の大きな方向性の提示、(2) 経営陣による適切なリスクテイクを支える環境整備、(3) 独立した客観的な立場から経営陣に対する実効性の高い監督の実施、といった役割・責務を適切に果たすべきとされている。こうした役割を踏まえると、特に、**企業群①・②においては成長戦略の磨き上げ（構築）、企業群③・④においては大胆な成長投資の実施を支えることが期待される。**
- これまでの本小委員会では、「社外取締役に穏便な意見を期待するのではなく、リスクテイクを促す取締役会を作る必要がある。」「特に社外取締役について、企業の長期戦略を踏まえて、パーパス目標の達成のためにどれだけ踏み込んだ議論ができる人材がいるのか。」などの指摘があった。
- 経営陣の適切なリスクテイクを促す観点からは、現行の会社法上、業務執行取締役・執行役が責任限定契約（会社に対する任務懈怠責任を予め一定額に限定する契約）の対象とならないことで**業務執行取締役等がリスク回避的となっているのではないかという指摘もある**が、企業経営を担う立場からは、どのように捉えているか。また、責任限定契約の対象となった者が十分なリスク軽減措置の検討や成功確率を高める手段を講じることを怠るなどモラルハザードの可能性もある中で、ここをどのように考えれば良いか。
- また、社外取締役に、企業の成長戦略に関して踏み込んだ議論を主導することが期待されるが、**なり手の質・量の向上が課題ではないか。企業の成長を支える社外取締役人材を企業が確保するために、社会システムにどのような課題があり、どのような解決の方向性が考えられるか。**
- 加えて、特に**成長投資が重要となる企業群③・④が機動的に全社最適な経営資源の配分**を実行するには、取締役会による監督機能の向上に加え、経営執行能力の向上も必要。具体的には、ファイナンス、HR、DX等の分野において、**グローバル水準の経営執行能力が必要**となる。その際、ヒト・モノ・カネ・データ等の経営資源を可視化し、データ・アナリティクスも活用した将来予測・シナリオプランニングを基に意思決定を進めることが重要となる。こうした**グローバル水準の経営執行能力とはどのようなもので、どのような評価軸で成熟度を評価すべきか。そして、日本企業がそれを習得するためには、社会システムにどのような課題があり、どのような解決の方向性が考えられるか。**

# (参考) 責任限定契約について (D&O保険契約・補償契約との比較)

	責任限定契約	D&O保険契約	補償契約
対象者	業務執行取締役、執行役を除く役員等 (注1)	役員等 (注1)	役員等 (注1)
対象	会社に対する補償義務	契約内容次第 ※会社に対する補償義務に加えて <b>対第三者責任を含めることも可能</b>	防御費用 (注2) 対第三者責任の負担による損失 (注3) ※対第三者責任の負担による損失のうち、会社が補償した場合、 <b>役員等が会社に対して任務懈怠責任を負うことになる部分は対象外</b> (注4)
悪意等の取扱い	悪意・重過失の場合は責任限定の対象外	契約内容次第 (注5)	対第三者責任の負担による損失については、悪意・重過失の場合は補償の対象外
金額の制限	一定の限度額を下回って責任を限定することはできない	契約内容次第	防御費用については通常要する額を上限とする
必要手続	取締役会決議	取締役会決議	取締役会決議

(注1) 役員等とは取締役、会計参与、監査役、執行役又は会計監査人をいう。

(注2) 防御費用とは、役員等が、職務執行に関して、法令違反を疑われ、又は責任追及に係る請求を受けたことに対処するために支出する費用をいう。

(注3) 対第三者責任の負担による損失とは、役員等が、職務執行に関して、第三者に生じた損害を賠償する責任を負う場合における一定の損失をいう。

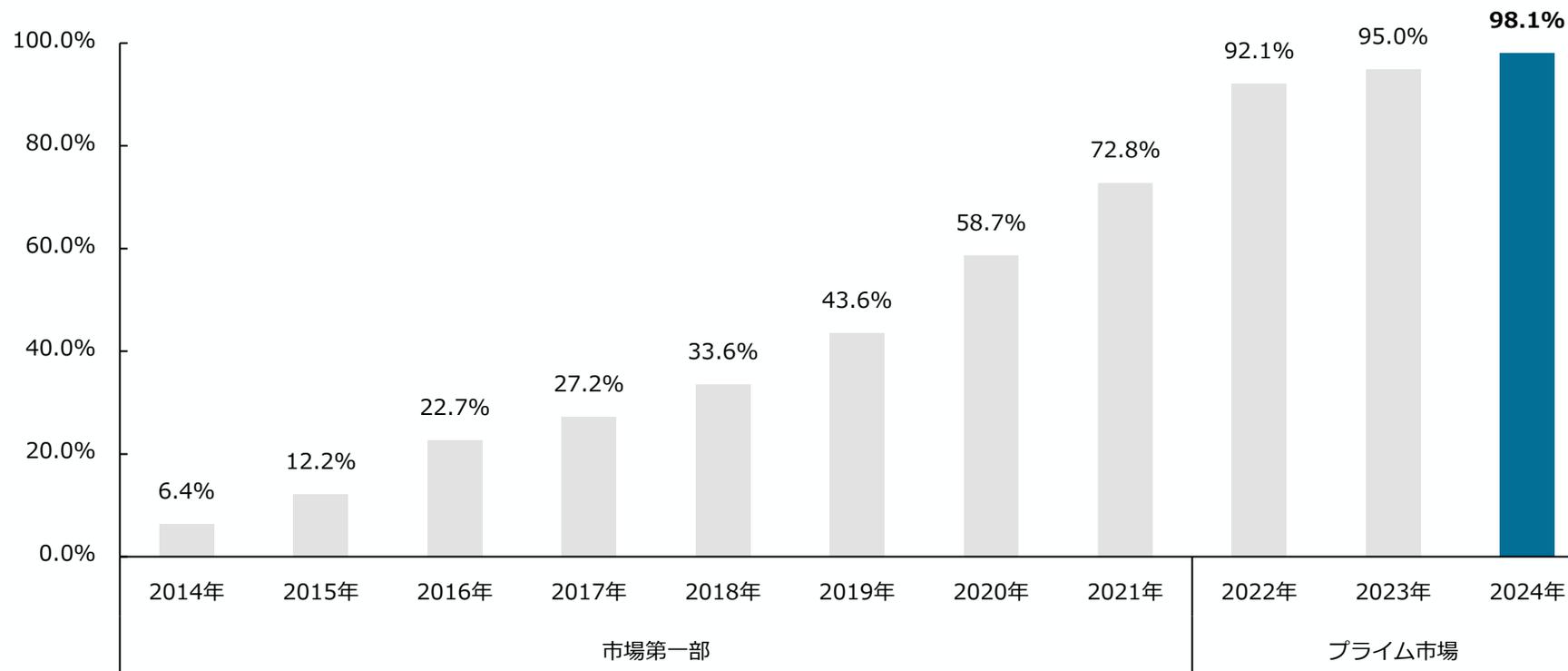
(注4) 役員等が、職務執行に関して対第三者責任を負う場合には、会社に対する関係でも任務懈怠が認められることが多いため、**補償契約に基づき、対第三者責任について補償可能な範囲は、非常に限定される**との指摘がある。(田中亘『会社法 (第4版)』)

(注5) D&O保険では、役員等が法令違反を認識していた場合等、一定の事由がある場合には支払対象外とされることが一般的。(田中亘『会社法 (第4版)』)

## (参考) 独立社外取締役の選任状況

- ほぼ全てのプライム市場上場会社において独立社外取締役は3分の1以上を占めている。

### 独立社外取締役を3分の1以上選任している会社の割合



(出所) 東京証券取引所「東証上場会社における独立社外取締役の選任状況及び指名委員会・報酬委員会の設置状況」(2024年7月24日)のデータを基に作成。

## (参考) 取締役会の実効性確保のための前提条件 (CGコード補充原則4-11①)

- 取締役会の実効性確保のためには、他社での経営経験を有する独立社外取締役など、経営環境や事業特性等に応じた適切な形で、取締役会を構成する重要性が示されている。

### 【原則4-11. 取締役会・監査役会の実効性確保のための前提条件】

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。また、監査役には、適切な経験・能力及び必要な財務・会計・法務に関する知識を有する者が選任されるべきであり、特に、財務・会計に関する十分な知見を有している者が1名以上選任されるべきである。

取締役会は、取締役会全体としての実効性に関する分析・評価を行うことなどにより、その機能の向上を図るべきである。

### 補充原則

- 4-11① 取締役会は、経営戦略に照らして自らが備えるべきスキル等を特定した上で、取締役会の全体としての知識・経験・能力のバランス、多様性及び規模に関する考え方を定め、各取締役の知識・経験・能力等を一覧化したいわゆるスキル・マトリックスをはじめ、**経営環境や事業特性等に応じた適切な形で取締役の有するスキル等の組み合わせを取締役の選任に関する方針・手続と併せて開示すべき**である。その際、独立社外取締役には、**他社での経営経験を有する者を含めるべき**である。

# (参考) 経営経験を有する社外取締役の重要性 (CGSガイドライン)

## 3.3. 社外取締役の人材市場の充実に向けて

社外取締役の人材市場の充実のため、経営経験者は他社の社外取締役を引き受けることを検討すべきである。

- 社外取締役の人材市場の充実が必要となる中で、実際に経営に携わっていた経営経験者や現役の経営陣は、経営戦略の策定や経営の評価を行う社外取締役の有力候補であり、そういった人材が経営経験や知見を活かして積極的に他社の社外取締役になることで、社外取締役の人材市場が拡充されるとともに、社外取締役のロールモデルとなっていくことが期待される。
- 各企業が経営経験者を会長や相談役・顧問などとして囲い込んでいては社外取締役の人材市場の拡充はおぼつかない。経営経験者の流動化が進めば進むほど、社外取締役からもたらされる知見や自社役員の経営経験が充実し、ひいては各企業に恩恵が及ぶことを踏まえ、各企業が踏み込んだ対応を取ることが求められている。
- ただし、優秀な経営経験者であっても、元々の経験だけで直ちに活躍できるわけではなく、研修等を通じて社外取締役に必要な能力を得ることが必要である。特に、モニタリング機能を重視したガバナンス体制をとる企業での経営経験がない場合、自らの経験上認識している社外取締役の役割と、実際に求められている役割の間に齟齬が生じる可能性が高く、このギャップを埋める社外取締役の努力が重要である。
- 社外取締役の人材市場の充実のためには、法律上・実務上問題のない範囲で、経営経験者が積極的に他社の社外取締役を引き受けることが望まれる。特に、社長・CEOやCFO等を退任した者は、経営トップとしての経験を通じて経営に関する幅広い視野や高度な見識を有しており、経営全般を監督する社外取締役として最有力の候補と考えられることから、他社の社外取締役への就任を積極的に考えるべきである<sup>50</sup>。
- なお、現役の経営陣が、他社の社外取締役として監督側の立場を経験するとともに、自社とは異なる業界や文化に触れて視野を広げることは、今後の自社の経営にも有用であるが、時間的な制約もあり、株主等のステークホルダーや社内の理解も必要となる。他社の社外取締役としての経験が自社の経営に活かせる面もあることや、経営トップの候補者の育成にも資する面もあることも踏まえ、株主等も過度に否定的な反応をせず、自社の経営に支障がない範囲で、他社の社外取締役への就任をプラスに評価する視点も持つようにすることが有益である。
- また、自社の経営にコミットさせる観点から、経営陣が他社の社外取締役に就任することを制約する社内規則を設けることには一定の合理性があると思われる一方で、経営陣が他社の社外取締役として経営を監督する立場を経験し、視野を広げることが、ひいては自社での経営においても有益となることがある。
- このような観点から、社内規則が存在する場合においても、自社の経営に悪影響を及ぼさない範囲で可能な限り他社の社外取締役の就任を認めるなど、柔軟な運用を検討すべきである<sup>51</sup>。
- また、複数の社外取締役を経験することで、企業の経営の在り方に関して横断的に見る目が養われるという側面もあるので、自らの状況を踏まえて他社に貢献できる兼任数の範囲内で、複数の社外取締役を引き受けることも考えられる。

50 特に社長・CEO退任後の会長については、経営経験が豊富であるとともに、社長・CEO在任時と比べれば時間に余裕がある場合もあるため、有力な人材候補になると考えられる。会長が業務執行を行わず、経営を監督する立場で自社に残る場合も、他社の社外取締役を兼務することは、他社の取組と比較することが可能となる等、自社において監督者としての職責を果たす上でも有意義であるとも考えられる。

51 社内規則において、他社の社外取締役に就任するためには会社の同意が必要とされているような場合において、その同意を柔軟に行うことを想定している。社内規則において、他社の社外取締役となることを（会社の同意を条件とするのではなく）全面的に禁止しているような場合には、そもそも規則を柔軟な内容（会社が同意すれば就任可能とする等）に変更することが考えられる。

# (参考) グローバル競争力強化に向けたCX研究会の概要

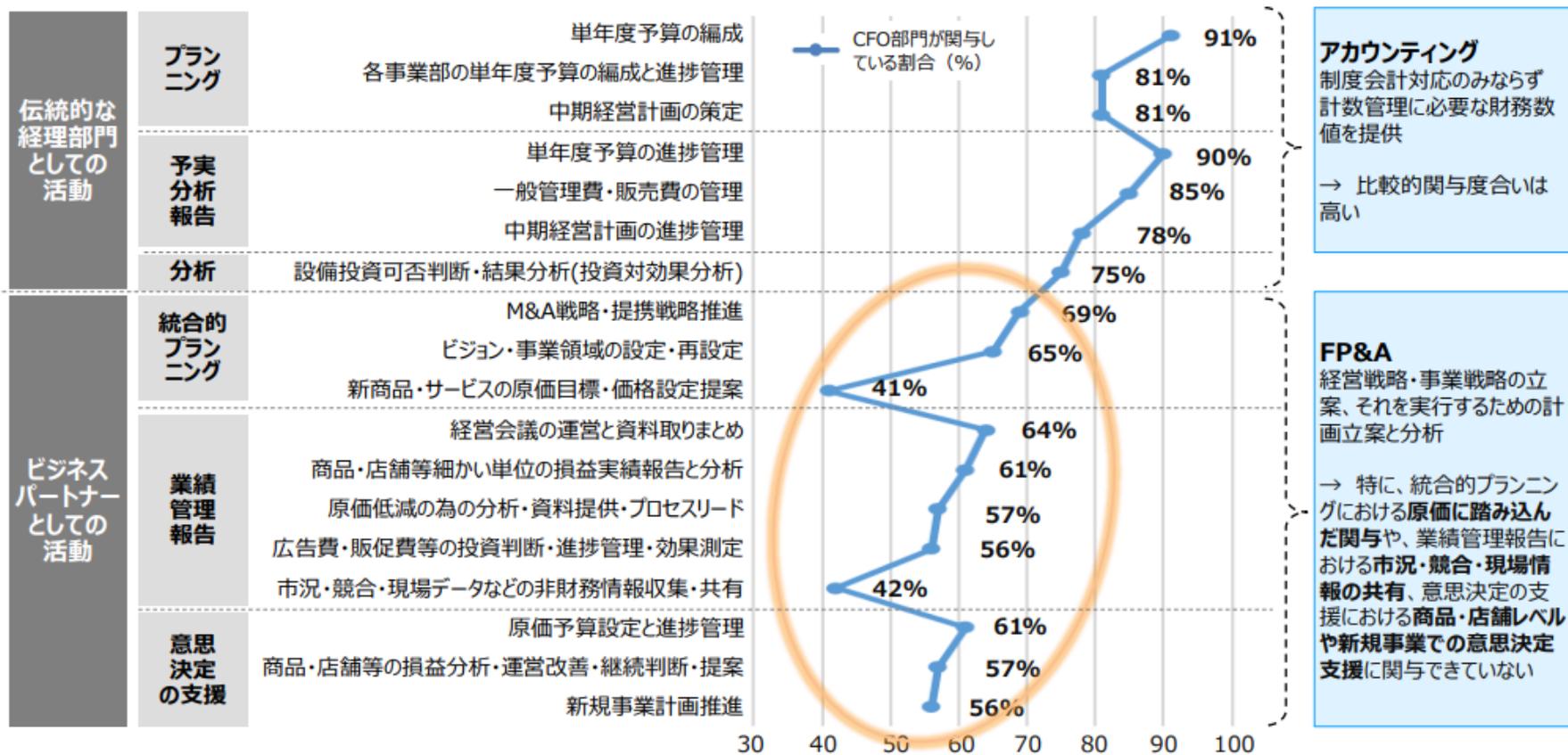
- 経済産業省は、2024年6月、グローバル競争力強化に向けたCX研究会の報告書を策定し、グローバルにビジネスを展開する企業における執行機能の在り方についての考え方を提示している。

Why CX? ?	<b>グローバル市場環境の変化と経営の複雑性の高まり (p5-17)</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>この20年で途上国市場は先進国市場を上回り成長。日本企業の海外ビジネスは拡大（輸出2倍 + <b>直接投資収益16倍</b>）し、主要製造業の<b>海外売上比率は30→50%超</b>に。M&amp;Aの隆盛もあり、従業員全体の<b>6割が海外現地法人</b>に所属。 → 地域・事業の両面でグローバルに戦線が拡大した結果、日本企業の<b>経営の複雑性は増大</b> ⇒ <b>利益率は米欧企業に劣後</b>。</li> </ul>		
	<b>従来型の日本的経営が乗り越えるべき課題とCXの必要性 (p18-26)</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>同質的な日本人を前提とした日本的経営手法を海外現法に横展開することは困難（結果的に<b>統制の弱い連邦経営</b>） ⇒ <b>OSそのものを革新</b>し、これまで属人的/阿吽の呼吸の中で十分でなかった<b>組織の仕組み化</b>を図ることが必要。 → グローバル競争力強化 = “現場力の高さ” × “<b>強いコーポレート</b>”。 BX（ビジネスモデル・プロセスの継続的刷新） = 現場力 × CX × DX</li> </ul>	<b>CXのインパクト (p27-32)</b> <ul style="list-style-type: none"> <li><b>日本全体の経常利益約100兆円の3割弱</b>を創出する製造業大手1,800社がCXにより複雑性を克服し、強い経営を実践。 → <b>機動的な経営資源の配分</b>により、海外でも稼ぎ続けるインパクトは極めて大きい。</li> </ul>	
How CX? ?	<b>グループ組織の設計思想と幹となるパーパス・コアバリュー (p33-41)</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>企業の存在理由と価値観・信条は、自社と他社の違いを説明する<b>最大の差別化要因</b>。日本を中心とした従来型のOSを革新し、海外現法との制度を含めた仕組みの統合・標準化を進め、“<b>ワンカンパニー</b>”としていくための<b>最も基本的な原動力</b>となる。 → 企業のパーパス・コアバリューが及ぶ範囲が<b>事業ポートフォリオの境界線</b>。必要以上にグループ会社を保有していないか？</li> </ul>		
	<b>コアとなるコーポレート・ファンクションの“型”は実務家・アカデミアによる研究を経て一定に収斂</b> → これらの“型”も参考に、CxOsが <b>全体観</b> を持って連携し、様々な分断を乗り越えながら、各ファンクションの磨き込みを推進		
	<b>ファイナンス機能 (p42-52)</b> <ul style="list-style-type: none"> <li><b>3つの分断（コーポレート部門内、事業部門との間、グループ内）</b>を克服し、データドリブン経営を実践するためのグループ内の共通基盤を整備。 → 統制から<b>ビジネスパートナーとしての価値創造</b>へ、あるいは、過去の実績報告から<b>未来予測に基づく経営意思決定への貢献</b>へと使命を拡張。 ▶ カネの使い途を正しく定める</li> </ul>	<b>HR機能 (p53-64)</b> <ul style="list-style-type: none"> <li><b>2つの分断（コーポレート・事業部門間、グループ内）</b>を克服し、日本企業では曖昧にされがちな<b>ポストの責任と権限、評価基準を明確に言語化、リーダー層含め人材プール</b>を整備。 → 国内外のグループ子会社に人事を任せる“<b>連邦型人事</b>”を超えて、<b>トランスナショナル人事</b>へと発展。 ▶ ヒトのポテンシャルを活かし切る</li> </ul>	<b>DX機能 (p65-77)</b> <ul style="list-style-type: none"> <li><b>3つの分断（ビジネスプロセス、コーポレート・事業部門間、グループ内）</b>を克服し、BPMやSSCへの集約も含めて組織横断のDXを推進。 → グループ組織全体の<b>ビジネスプロセスの革新</b>をリード + ビジネスパートナーとして、<b>デジタルによる価値創出を実現するイネーブラ</b>としての役割を發揮。 ▶ カネとヒトに係る判断・実践を援ける</li> </ul>

# (参考) 経営資源を有効活用するための経営基盤・組織能力の遅れ

- 日本企業のCFO部門は、バックオフィス業務に注力し、ビジネスパートナーとしての戦略的なリソース配分の機能を発揮できていない。

## CFO（経理・財務）部門による管理会計業務への関与割合



出所) : 日本CFO協会「CFO FORUM第90号 (2018年1月号)」に基づきNTTデータ作成

## (1) ②-1 企業と投資家の価値協創（株主還元）

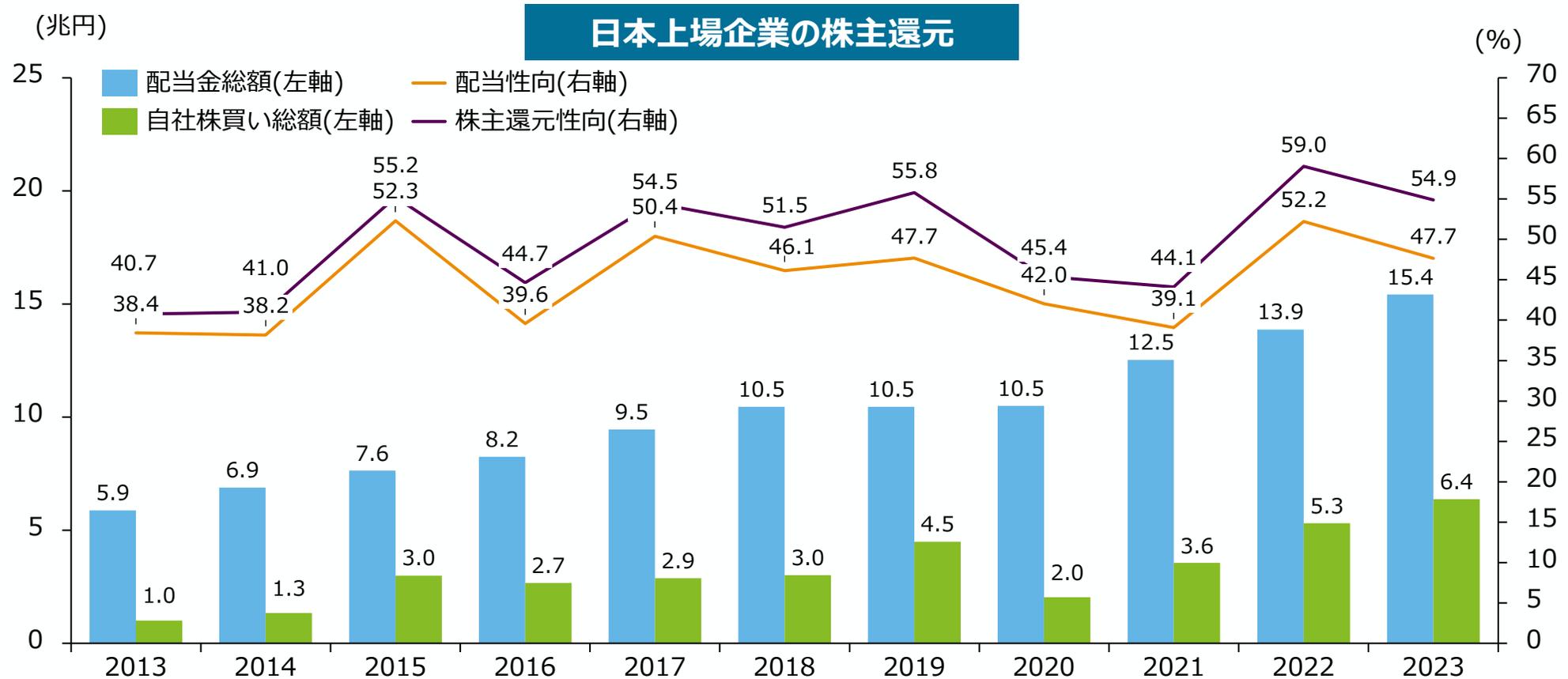
- 企業が成長戦略を実行する際には、**成長投資と株主還元（配当金及び自社株買い）のバランスを図りつつ、企業と株主が価値協創関係を築くことが重要**である。この10年間、資本効率向上の意識が浸透し、日本企業は、**配当を2倍以上、自社株買いを6倍以上に拡大**させてきた。こうした株主還元は、**資本効率の向上を通じて、企業価値の向上に一定の役割を果たしてきた**と考えられる。
- 他方、企業群①（低PBR・低ROE）において、企業群①からポジションを改善させた企業と、企業群①に留まり続ける企業を比べると、後者の方が配当性向と自社株買い性向がともに高い。すなわち、**企業群①からポジションを改善させた企業は、必ずしも多くの配当や自社株買いを行っていた訳ではない**と考えられる。
- これまでの本小委員会では、各ポジションの企業への**投資家のエンゲージメント事例**として、**企業群②は成長投資とバランスをとった株主還元を行い、投資家も企業の取組の妥当性を確認することが重要**との指摘とともに、以下のご発言もあったところ。
- こうした点を踏まえると、**企業が成長戦略を推進する過程において、どのような株主還元は意義があり、どのような株主還元は意義が乏しい**と考えられるか。また、**企業群①～④の各ポジションに応じて、成長のための優先すべき打ち手が変わる中、株主還元の意義はどのように変化**すると考えられるか。

（参考）第1回委員会における関連する委員発言（抜粋）

- かつては収益性が低くて株主還元を求められ、その後、収益性が上がってGrowth企業となったにも関わらず、必要以上にまだ株主還元をやっている企業はもっていない。
- 株主還元自体が所与になっている企業が多い。あたかもメインバンク時代の元利払いのような形で頭に入ってしまったっており、中期計画にも自社株買いを明記してしまうような企業が多くいる。
- 短期的な利益追求を目的とする一部のアクティビスト・株主によって、上場企業が過度に一時的な株主還元を迫られることなどを後押しされて、結果として近視眼的な経営を助長していると懸念している。

## (参考) 株主還元状況 (再掲)

- ここ10年で配当は約2.6倍 (2023年度 : 15.4兆円) 、自社株買いは約6.3倍 (2023年度 : 6.4兆円) に増加。
- 株主還元性向は約1.3倍 (2023年度 : 54.9%) に増加。



※配当性向=配当金額/当期純利益、株主還元性向=(配当金額+自社株買い金額)/当期純利益 (当期純利益: 親会社に帰属する当期純利益)。

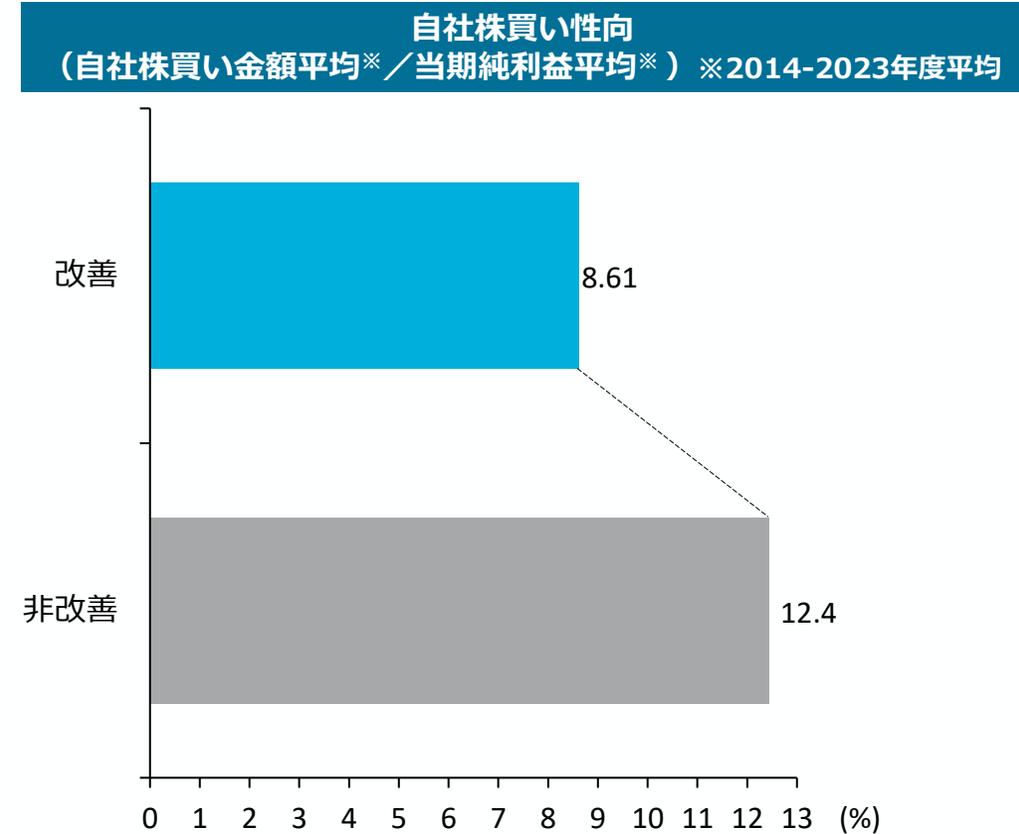
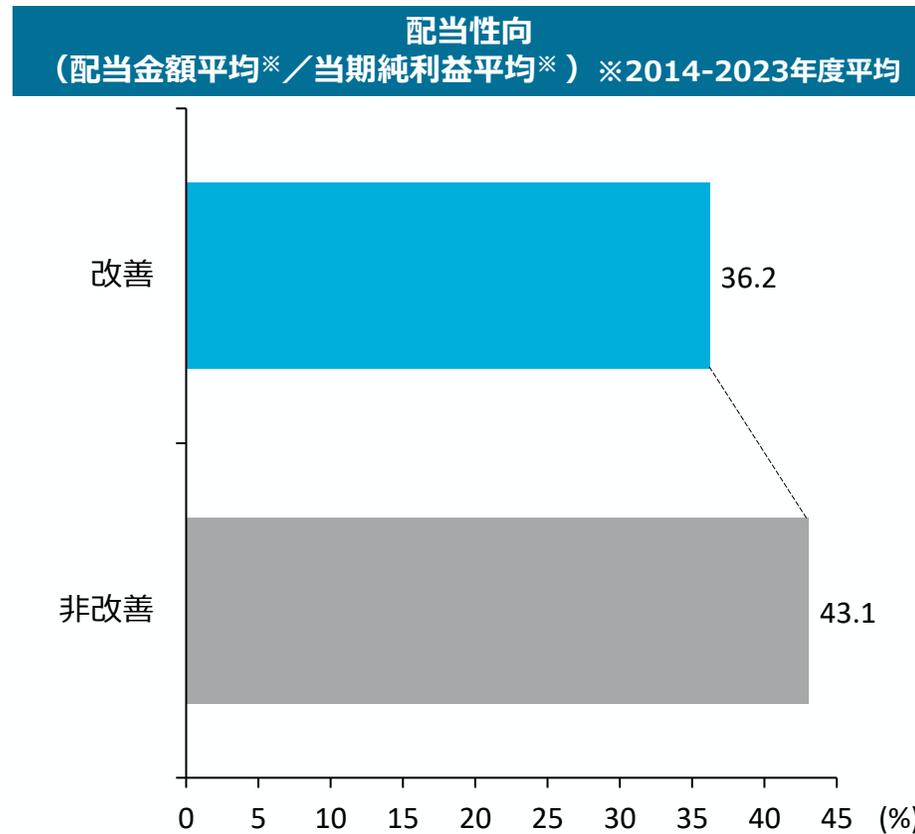
※調査対象: 東証プライム・スタンダード・グロースに上場している企業。

(2013~2023年の間で継続してデータを取得できない企業及び金融機関を除く。金融機関は、日本は東証業種分類において「金融・保険業」の大分類に属する企業、米国・欧州はSPEEDA業界分類において「金融」の大分類に属する企業。)  
(配当金総額は2087社、配当性向は2034社、株主還元性向は2032社。)

※横軸は企業の事業年度を指す。(例: 2024年3月期決算の数値は「2023」に反映。)

# (参考) 企業群①からポジションを改善させた企業の特徴

- Value (企業群①) からポジションを改善させた企業は留まっている企業と比べ、**配当・自社株買い**といった株主還元を必ずしも多く行っている訳ではない。



※ポジションの定義：Value (PBR1倍未満かつROE7%未満)、Income/Dividend Growth (PBR0.8倍以上2倍未満かつROE7%以上)、Aggressive Growth/Growth (PBR2倍以上)。  
 ※東証プライム・スタンダード・グロース市場に上場する企業(金融機関除く)のうち、2020年度におけるポジションがValueの企業が対象(対象586社)。  
 ※改善：2020年度におけるポジションがValue、かつ、2023年度におけるポジションがIncome/Dividend Growth または Aggressive Growth/Growth (対象150社)  
 非改善：2020~2023年度のすべての年度におけるポジションがValue (対象436社)  
 ※配当性向=支払配当金平均/当期純利益平均、自社株買い性向= 自社株買い金額平均/当期純利益平均 (いずれも2014-2023年度の平均)

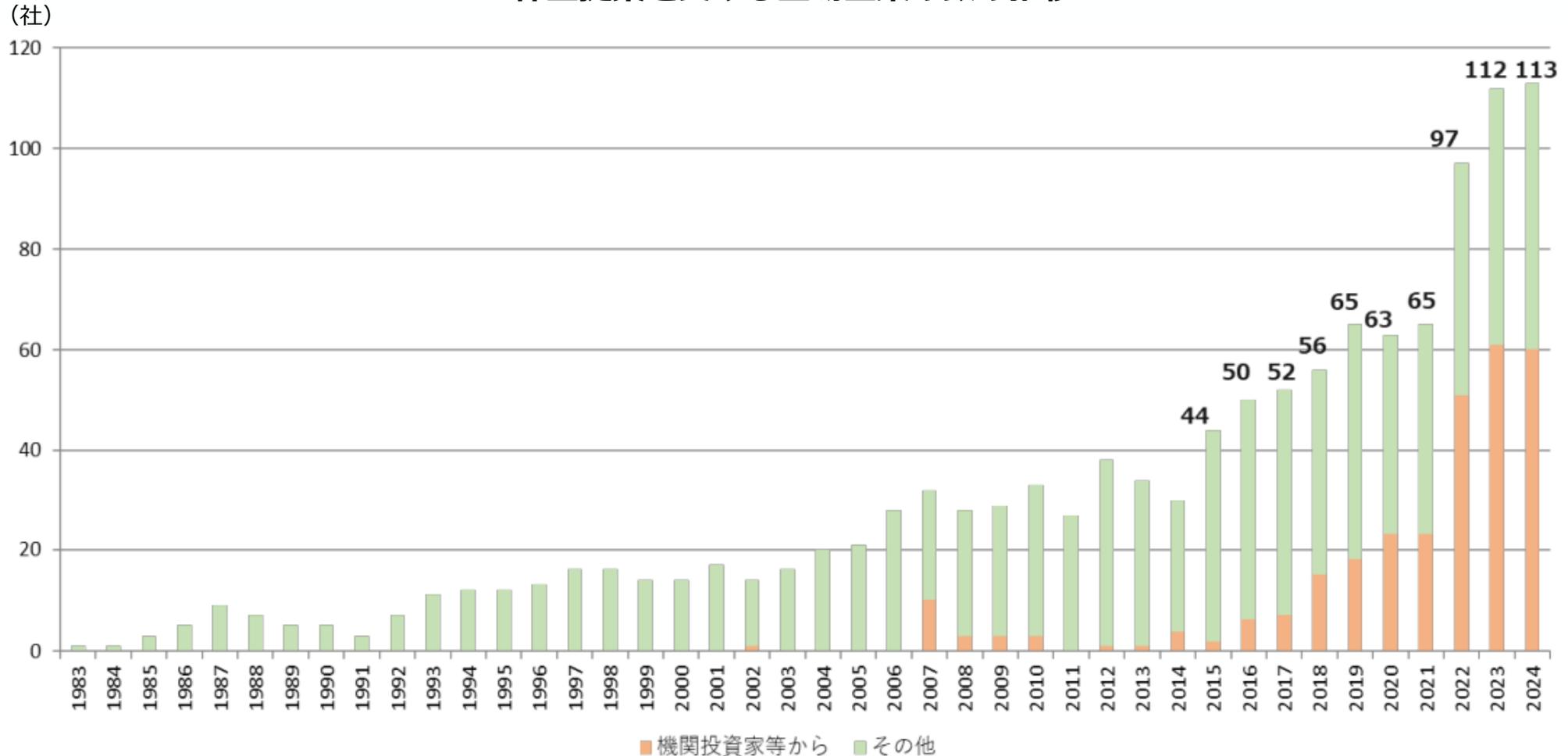
## (1) ②-2 企業と投資家の価値協創（株主総会制度）

- **企業は、株主との対話を活用し、成長戦略を磨き上げるとともに、株主との信頼関係を構築していくことが重要であり、政府としては、こうした建設的かつ実効的な対話、すなわち企業の事業ポートフォリオの最適化や成長投資を後押しする対話が可能となる環境を整備する必要がある。**
- **このような場として考えられてきた株主総会において、濫用的な株主提案がなされること等により多大な対応コストが発生し、他の株主との建設的・実効的なコミュニケーションに時間と労力を割くことが妨げられているとの声もある。本小委員会では、短期志向の株主が影響力を行使することにより、企業の成長戦略の構築・実行の支障となっている可能性があるため、諸外国の動向も踏まえた株主提案権の在り方を検証すべきとの意見もあった。**
- **このような意見に対しては、株主提案権の見直しが株主の権利を制約し、企業と株主の実効的な対話を阻害してしまうことを懸念する声もある。議決権数（議決権300個）を基準とする要件など、現在の株主提案権に係る制度について、どのように考えればよいか。**
- **また、その他の株主総会の制度についても、以下のような指摘等も踏まえ、実態を踏まえた株主総会の手続の効率化・合理化について検討を深めていく必要はないか。**
  - **企業と株主とのコミュニケーションは株主総会の当日ではなく、年間を通じた対話活動において果たされているにもかかわらず、事前の議決権行使によって決議の帰趨が見えているような場合においても、大規模な会場を確保し多額の費用をかけて株主総会を開催することは必要なのか。（「稼ぐ力」の強化に向けたコーポレートガバナンス研究会における委員の指摘）**

# (参考) 株主提案数の推移

- 株主提案を受ける上場企業の数が増加傾向にある。

## 株主提案を受ける上場企業の数推移



(出所) 株式会社大和総研「2024年6月株主総会シーズンの総括と示唆」(2024年10月9日) なお、各年の株主総会白書(商事法務)より大和総研作成、2020年以降は大和総研集計(2020年は7月開催の東芝を含む。)

## （参考）日米欧の株主提案権の概要①

- 米国では、株主提案権の行使自体は比較的容易とされているものの、会社側は所定の手続きを取ることで特定の項目に係る株主提案を委任状から除外できるほか、提案内容に字数制限も存在。
- 日本では、令和元年会社法改正で議案の提案数に上限が設けられたが、議題の記載拒絶については規定なし。

	日本		アメリカ*
	議題提案権	議案提案権	委任状勧誘資料への記載請求権
概要	一定の事項を総会の目的とするよう請求できる権利	株主が提出する議題の内容の、招集通知への記載を求める権利	株主が総会で決議すべき議題・議案を提案し、それを会社による委任状勧誘資料に記載することを求める権利
行使要件	議決権総数の1%又は300個の議決権を6か月間継続して保有		①市場価格で2,000ドル以上の議決権付株式を3年以上保有 ②市場価格で15,000ドル以上の議決権付株式を2年以上保有 ③市場価格で25,000ドル以上の議決権付株式を1年以上保有
提案数	制限なし	10個まで	1個まで
字数制限	制限なし	制限なし	500語以内（ウェブサイトのURLは1語と数える）
期限	総会日の8週間前の日まで		前年の委任状勧誘資料の発送日の120日前まで
提案内容の制限	制限なし	以下に該当する場合は、会社は招集通知への記載を拒絶できる ① 議案が法令・定款に違反する場合 又は ② 実質的に同一の議案につき株主総会において総株主の議決権の10%以上の賛成を得られなかった日から3年を経過していない場合	以下に該当する場合は、SECにノーアクションレターの申請を行ったうえで資料への記載を排除することが可能 ① 州法上不適切な提案 ② 法令（外国法も含む）、委任状勧誘規則に違反する提案 ③ 個人的な苦情・特別な利害に関する提案 ④ 会社の事業に大きく関係しない提案 ⑤ 会社が行える能力・権限を超える提案 ⑥ 会社の通常の事業運営に関する提案 ⑦ 取締役の選任に関する提案 ⑧ 会社提案議案に反対する提案 ⑨ 会社が既に実施している事項に関する提案 ⑩ 他の議案と実質的に同一な提案 ⑪ 過去5年の総会で十分な支持がなかった議案と実質的に同一 ⑫ 特定の配当に関する提案

※ 州法では特に株主提案に関する手続き的規制はないが、基本定款又は附属定款において、株主が一定の時期までに提案内容を会社に通知しなければならない旨を定めることが認められており、附属定款においてそのような規定が置かれていることが一般的（定時株主総会の開催予定日の60日前又は90日前に通知を求める規定など）

## （参考）日米欧の株主提案権の概要②

- 欧州においては、株主提案権の行使要件として、保有株式数に高いハードルが課されている。
- また、濫用的な権利行使と認められる場合には、株主から提案を受けた内容の審議事項への追加等を拒絶できるものとされている。

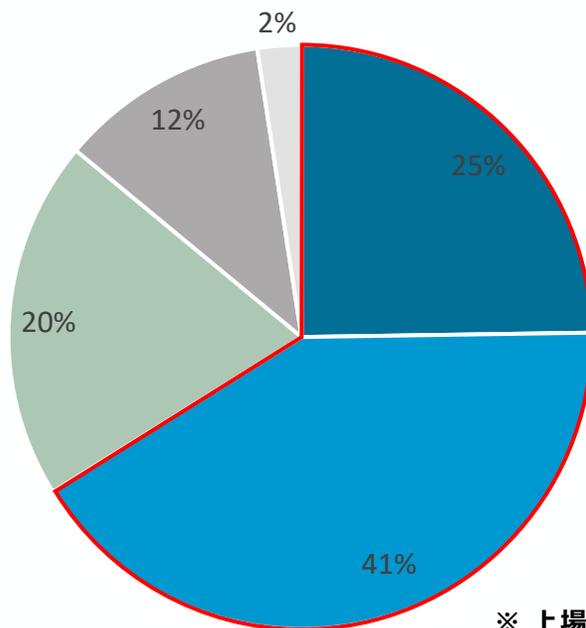
	イギリス	ドイツ	フランス
	議事通知請求権	議題提案権	議題・議案記載請求権
概要	上場会社の株主は、総会において扱われるべきあらゆる事項を審議事項に追加するよう請求することができる	議題（総会の目的たる事項）を議事日程に追加し、公告することを求める権利	争点又は議案を議事日程に記載することを請求できる権利
行使要件	株式の5%以上の保有の株主 又は 総会において行使することができる議決権を有し、かつ、1人当たりの平均払込金額が100ポンド以上の株式を有する100名以上の株主 ※ 1株当たり払込金額は定款に定められており市場価格より低いのが通常	持分が合わせて基本資本の5%に達すること 又は 持分価額が50万ユーロに達する株主であること ※ 持株要件を満たす株式の事前保有（90日間）及び継続保有（請求に対する取締役の決定の時まで）も必要	株式の5%以上の保有
提案数	制限なし	制限なし	制限なし
字数制限	制限なし	制限なし	制限なし
期限	会日の6週間前、又は総会の招集通知発送のいずれか遅いときまで	総会の招集前後どちらでもよいが、招集後の場合には、会日の30日前までに請求が会社に到達する必要あり	総会会日の25日前の通知
提案内容の制限	以下の場合には拒絶可 ① 成立しても定款違反やその他の理由により決議が効力を有しないとき ② 議案が他人の名誉を毀損するとき ③ 議案が法的根拠のないことが明らかなるものであるとき（frivolous）又はいやがらせ目的であるとき（vexatious）	明文の規定はないが、総会の権限外の事項を目的とする場合と権利濫用の場合には拒絶可	制限なし ただし、一定の事項（会社の目的と関係しない事項など）に関する記載請求は拒絶できるとの見解も

## (参考) 株主総会前の議決権行使

- 株主総会前に総議決権個数の60%以上について、事前の議決権行使（※）がなされている上場企業は約65%。

※議決権行使書、委任状（包括委任状に基づく当日出席を含む）、電子投票による議決権行使をいう。

### 株主総会前の議決権行使の割合



有効回答数：1567社

※ 上場会社（東証以外の証券取引所を含む）において  
2022年7月～2023年6月に開催された株主総会が対象

■ 80%~ ■ 60%~80% ■ 40%~60% ■ 20%~40% ■ ~20%

## (1) ②-3 企業と投資家の価値協創（議決権行使等）

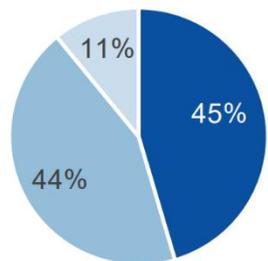
- 企業と株主の価値協創関係においては、質の高いエンゲージメントが実施され、エンゲージメントの内容を踏まえた議決権行使の判断が行われることが重要。これまでの本小委員会では、**議決権行使助言会社や機関投資家による形式的な議決権行使基準が日本企業の中長期目線の成長戦略に影響を与えている可能性**について問題提起された。
- 日本では、議決権行使助言会社や機関投資家の議決権行使基準として、例えば、**ROEや政策保有株式に関する数値基準**が使用されている。
  - ✓ **ROEに関する基準**は、**資本効率の改善を促す分かりやすい指標として機能する反面、数値のみに着目した形式的な議決権行使では、例えば大胆な成長投資や構造改革によって一時的にROEが落ち込む企業が必ずしも適切に評価されない可能性を生むなど、中長期の成長戦略の支障とならないか。**
  - ✓ **政策保有株式に関する基準**は、**他株主との利益相反の解消や資本効率の改善を促す分かりやすい指標として機能する反面、数値のみに着目した形式的な議決権行使では、戦略的提携のための政策保有株式を有している場合であっても、政策保有株式を理由として取締役の再任に反対される懸念はないか。**
  - ✓ また、日本版スチュワードシップ・コードでは、機関投資家に対して、「**議決権行使の方針については、単に形式的な判断基準にとどまるのではなく、投資先企業の持続的成長に資するものとなるよう工夫する（原則5）**」ことが求められている中で、**実効性は確保されているか。**
- これらを踏まえ、日本企業の経営者による中長期目線の成長戦略の実行を後押しする観点から、**現在の議決権行使の状況についてどのような課題があり、どのような解決の方向性が考えられるか。**その他、議決権行使以外も含め、**企業と株主の対話に関して、社会システムにどのような課題があり、どのような解決の方向性が考えられるか。**

# (参考) 機関投資家によるエンゲージメント・議決権行使の状況

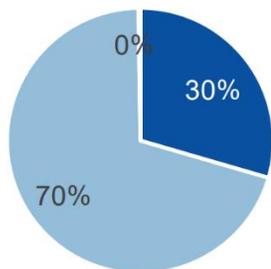
- 全ての議案をエンゲージメントに基づき議決権行使している機関投資家は半数に満たない（残高ベースでは30%）。
- エンゲージメントに基づく議決権行使を行うに当たっての課題としては、「株主総会の集中」や「対象となる銘柄の過大」が挙げられている。

## エンゲージメントに基づく行使判断

(社数ベース)

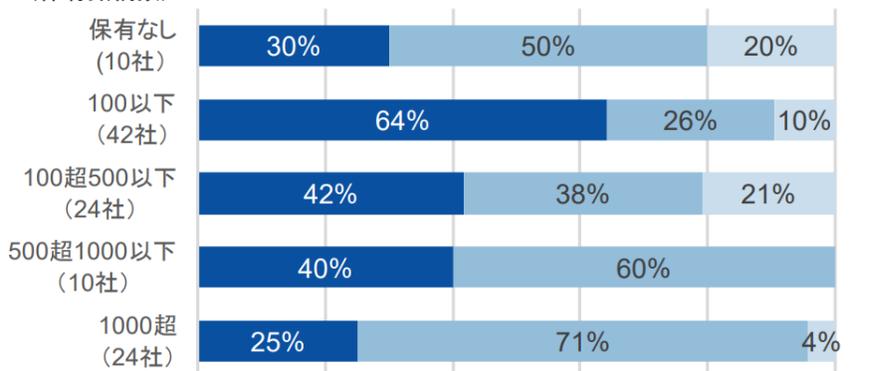


(残高ベース)



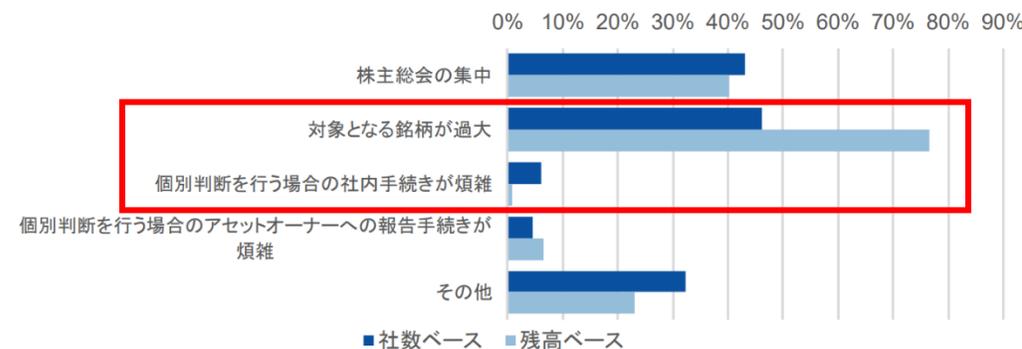
- 全ての議案をエンゲージメントに基づき判断
- 一部の議案をエンゲージメントに基づき判断
- エンゲージメントは議決権行使に反映しない

(保有銘柄数)



- 全ての議案をエンゲージメントに基づき判断
- 一部の議案をエンゲージメントに基づき判断
- エンゲージメントは議決権行使に反映しない

## エンゲージメントに基づく行使判断を行うにあたっての課題



(※)有効回答数：65社（国内株式残高165兆円）

# (参考) 大手議決権行使助言会社や国内大手運用会社の議決権行使基準 (再掲)

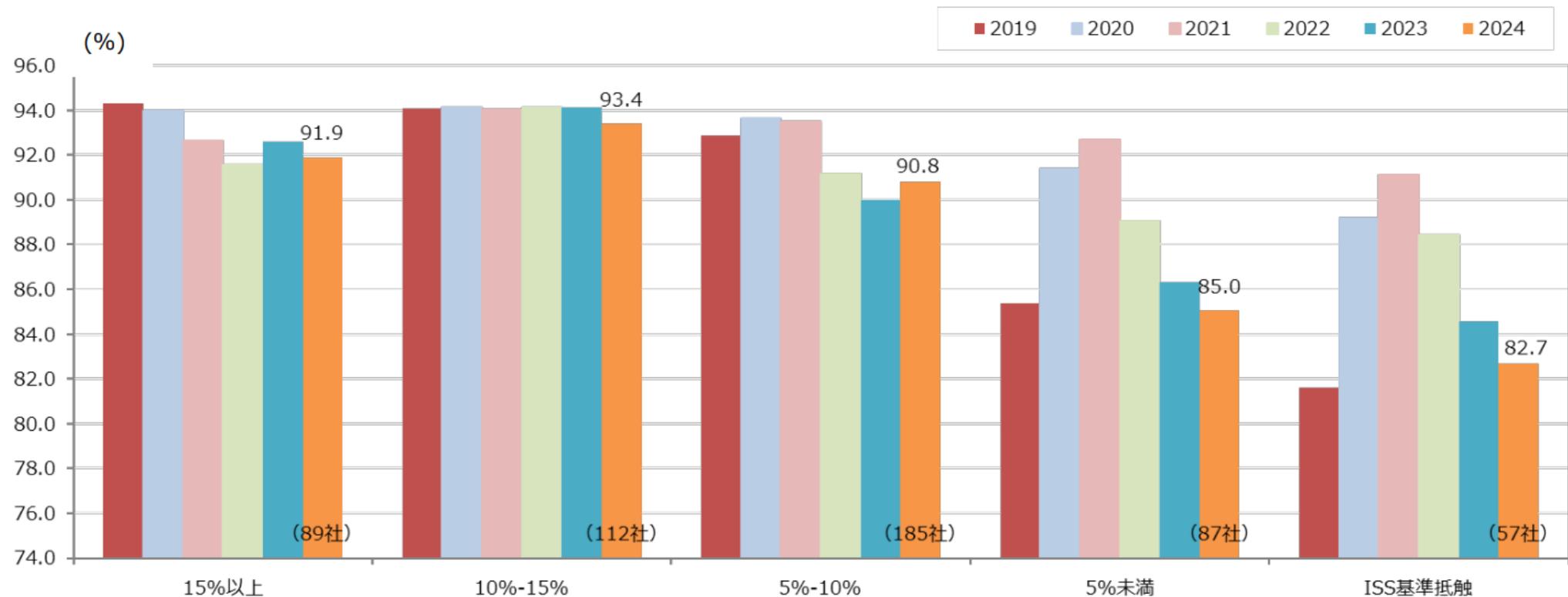
- 大手議決権行使助言会社が、取締役選任の反対基準としてROEや政策保有株式に関する明確な数値基準を導入している事例は日本特有。
- 助言会社の基準に準拠し、多くの国内機関投資家は数値基準を議決権行使基準として採用している。

	業績 (ROE) 基準	政策保有株基準
ISS (助言会社)	<ul style="list-style-type: none"> <li>● <b>過去5期の平均ROEが5%</b>を下回りかつ改善傾向にない場合、経営トップである取締役(会長、社長)の選任に反対。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 政策保有株式の保有額が<b>純資産の20%以上</b>の場合、経営トップである取締役(会長、社長)の選任に反対。</li> </ul>
グラス・ルイス (助言会社)	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 特になし</li> <li>※過去5事業年度又は直近のROE 8%以上の場合に、反対助言を控えることがある。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 政策保有株式の保有額が<b>純資産の10%以上</b>の場合、取締役会議長に反対。</li> </ul>
野村アセットマネジメント	<ul style="list-style-type: none"> <li>● <b>直近3期連続でROEが「最低水準」未満</b>の場合、直近3期以上在任した会長・社長等の取締役再任に原則として反対。</li> <li>※最低水準は以下のとおり</li> <li>- キャッシュリッチ企業では <b>8% または業界中央値(50%水準)の低い方</b>。 その他企業では <b>5% または業界下位3分位(33%水準)の低い方</b>。 ※上場後5年未満企業は適用除外</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 金融業は<b>純資産の50%</b>、非金融業は<b>投下資本の20%</b>を超えて政策保有株を保有している場合、会長・社長等の取締役再任に原則として反対。</li> </ul>
三菱UFJアセットマネジメント	<ul style="list-style-type: none"> <li>● <b>過去3期連続でROEが5%未満</b>と判断した場合、代表取締役の再任に反対。</li> <li>● 2027年4月以降、「<b>3期連続ROE8%未満かつPBR1倍未満</b>」である場合に、代表取締役の再任に反対(当初TOPIX500企業を対象とするが、対象は拡大する方針。)</li> <li>※大企業では資本コスト無視が著しい場合、2027年前でも反対し得る。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 企業が政策保有株式を<b>純資産の20%以上</b>保有している場合、代表取締役の再任に反対。</li> </ul>
大和アセットマネジメント	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 直近3期のROEがすべて、<b>同一業種下位33%水準(この水準がROE 8%を上回る場合は8%)</b>を下回っている場合、直近3期以上在任した取締役の再任に反対。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● <b>純資産の20%以上</b>かつ縮減に向けた取り組みが行われていると判断できない場合、代表取締役の再任に反対。</li> <li>※純資産の20%未満であっても縮減の取り組み等に問題がある場合には反対し得る</li> </ul>
日興アセットマネジメント	<ul style="list-style-type: none"> <li>● <b>過去3期連続でROE5%未満</b>かつ業種(東証17業種区分)内下位50%に該当する場合、取締役の再任に反対。</li> <li>● 2026年4月以降、<b>過去3期連続でROE8%未満</b>かつ業種(東証17業種区分)内下位50%に該当する場合、取締役の再任に反対(PBR1倍を超えている場合は問わない)。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 政策保有株式の残高が<b>純資産対比20%以上</b>の場合、経営トップの取締役選任議案に反対(20%未満を目指す縮減目標と株主総会前に売却実績の開示がある場合は勘案)。</li> </ul>
アセットマネジメントOne	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 中長期的業績不振(例：<b>3期連続で東証プライム市場上場企業のROE下位1/3に低迷している</b>)に対し、合理的説明がない場合、3年以上在任した取締役の再任に原則反対。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● <b>非金融業は純資産の20%以上、金融は40%以上</b>、政策保有株式を保有する場合、代表取締役に原則反対。</li> </ul>

## (参考) 経営トップ選任議案に対するROE別の賛成率

- ROEの高い企業ほど経営トップ選任議案に対して賛成されることが多く、ROEの低い企業ほど反対されることが多い。

### 経営トップ選任議案（主要企業500社）のROE別の平均修正賛成率



(注) 修正賛成率 = 公表賛成個数 ÷ (公表賛成個数 + 公表反対個数 + 公表危険個数)

(出所) 臨時報告書、招集通知等より大和証券作成

# (参考) 政策保有株の縮減に向けた環境整備の進捗

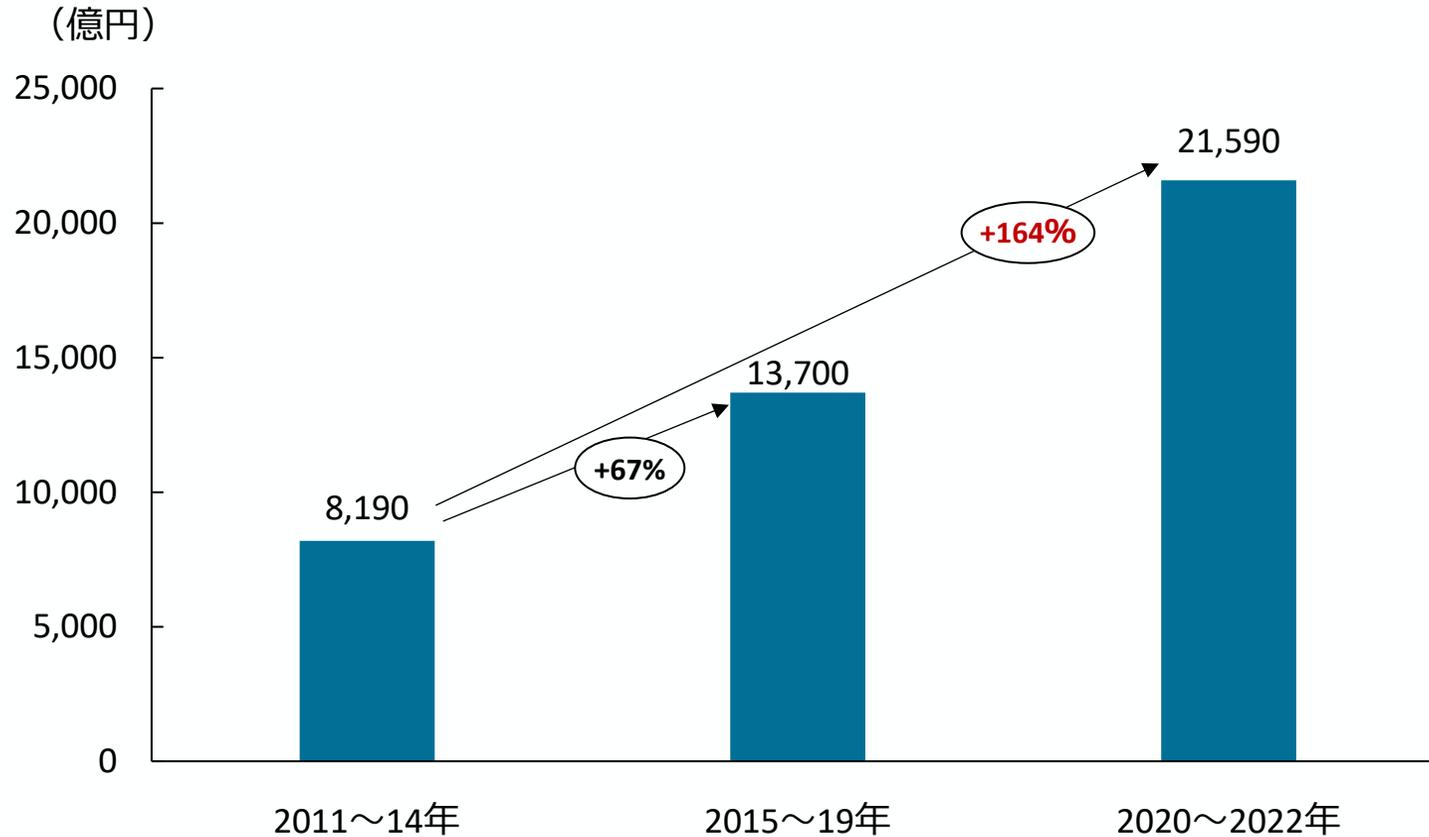
- 近年、上場企業の政策保有株の縮減を求める環境整備が進められている。

時期	主な変更点 (主体)	主な変更点
2010年	開示府令の改正 (金融庁)	有価証券報告書における特定投資株式(政策保有株式)の保有銘柄の開示が求められる(株主資本合計額の1%以上もしくは上位30銘柄)
2015年	CGコード策定 (金融庁・東証)	原則1-4で取締役会において政策保有株式の保有方針並びに、保有の経済合理性の検証の実施及び開示が求められる
2018年	CGコード策定 (金融庁・東証)	原則1-4で政策保有株式の縮減方針並びに、資本コストを踏まえた保有の適否の検証の実施及び開示が求められる
2019年	開示府令の改正 (金融庁)	有価証券報告書における政策保有株式に関する開示情報の充実 ◎保有目的が純投資目的である投資株式と純投資目的以外の目的である投資株式(政策保有株式)の区分の基準や考え方 ◎政策保有株式について、提出会社の保有、保有の合理性を検討する方法 ◎政策保有株式について、個別銘柄の保有の適否に関する取締役会等の検証の内容 ◎対前年比で増加減少した銘柄数、増加の理由 ◎個別銘柄の開示上限数の拡大(最大上位30銘柄→同上位60銘柄) ◎個別銘柄毎の開示の充実(提出会社の経営方針・経営戦略等、事業の内容およびセグメント情報と関連付けた定量的な保有効果、株式数の増加理由、相互保有の有無)
2021年	議決権行使助言方針 (グラス・ルイス)	純資産の10%以上の政策保有株式を有する企業の経営トップの取締役選任議案に対し反対推奨を実施(2019年に方針公表)
2022年	議決権行使助言方針 (ISS)	純資産の20%以上の政策保有株式を有する企業の経営トップの取締役選任議案に対し反対推奨を実施(2020年に方針公表)
2022年～	機関投資家の議決権行使基準	2022年4月株主総会よりアセットマネジメントONE等が一定の定量基準(純資産比20%以上等)を超える政策保有株式を過大に保有する上場企業の経営トップに対し反対する基準を導入。2023年からはりそなAM、野村AM、大和AMが政策保有株式に関する定量基準適用を公表
2023年	開示府令の改正 (金融庁)	政策保有株式の個別銘柄(貸借対照表計上額が資本金額の1%超もしくは貸借対照表計上額の大きい順の60銘柄)に関する情報において、政策保有株式の発行会社との営業上の取引、業務上の提携等の概要を記載(保有目的が取引や提携などである場合)
2025年	開示府令の改正 (金融庁)	当期を含む最近5事業年度以内に政策保有目的から純投資目的に保有目的を変更した株式(当事業年度末において保有しているものに限る。)について、「銘柄」「株式数」「貸借対照表計上額」「保有目的の変更年度」「保有目的の変更の理由及び変更後の保有又は売却に関する方針」の開示が求められる

## (参考) 政策保有株式の売却の状況

- 近年、政策保有株式の売却は大幅に増加している。

推計政策保有株の年平均売却額（売却収入）



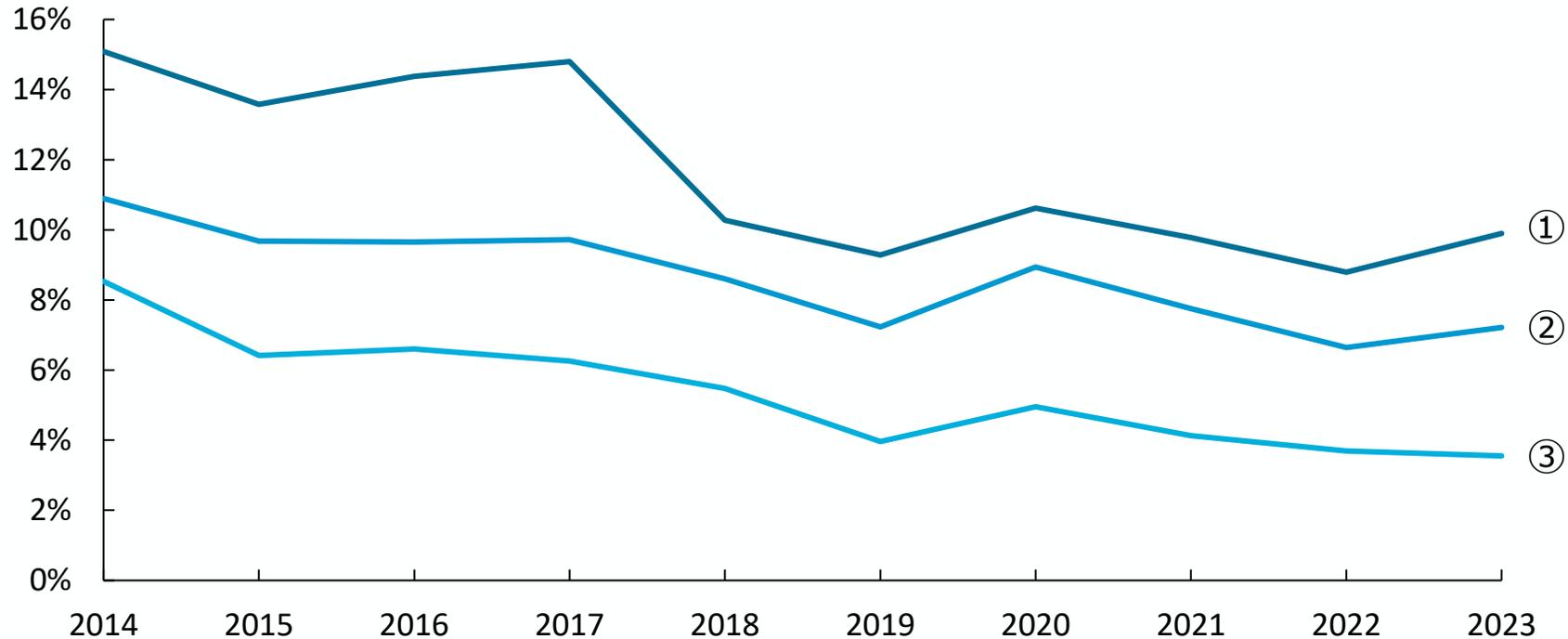
※対象は2011年時点での東証1部上場非金融事業法人。11～18年までは個別の売却額推計値を積算したものに19年について得られるカバレッジ係数を乗じて推計。15～19年の購入額は19年のみ。

出所 宮島英昭、齋藤卓爾「企業統治、残る課題 株式所有構造の再編成 途上」（2024年9月20日 日本経済新聞 経済教室）を基に経済産業省作成

# (参考) ポジション別の政策保有株式の保有状況

- この10年間で、いずれのポジションの企業も政策保有株式を着実に減らしてきた。
- ポジションの優れた企業の方が、政策保有株式比率も低い傾向。

政策保有株式比率（政策保有株式簿価/純資産）の推移



※東証プライム・スタンダード・グロースに上場する、金融機関を除いた全企業が対象。

※ポジションの定義：①Value（PBR1倍未満かつROE7%未満）、②Income/Dividend Growth（PBR0.8倍以上2倍未満かつROE7%以上）、③Aggressive Growth/Growth（PBR2倍以上）。

※ポジションは2023年度末の数値で分類。

※各年ごとに、政策保有株式及び純資産のデータ両方が取れる企業について、純資産による加重平均をとった。

## (参考) 政策保有株縮減に係る実証分析

- 政策保有株の売却収入は**実物投資**に向かっておらず、多くは**自社株買い**に向かっていた。
- 他方、政策保有株式の新規購入は、環境問題に対する共同投資や、不足した技術・資源の確保を目指す戦略的提携を動機とするケースが多く、こうした新規購入に対しては市場の反応も好意的。

### <政策保有株の売却は企業行動にどのような影響をもたらしたのか>

- ① 第1に**売却収入は実物投資に向かっていない**。この結果はR & DやM & A (合併・買収) を含めても、売却規模が大きい企業に限定しても変わらない。他方、政策保有株の売却は**自社株買いを増大させる傾向があった**。**売却収入の多くは自社株買いに向かっていた**。
- ② 第2に**政策保有株の売却による資産の圧縮や、自社株買いによる自己資本の減少を介したレバレッジの上昇も起きていない**。売却益の一部は負債圧縮に充てられ、残余は現預金に回ったためだと考えられる。
- ③ 第3に政策保有株の売却は、相手企業の売却(相互持ち合いの解消)を通じて、**自社の株式保有構造の変化をもたらした**。政策保有株10%の売却は、自社の所有構造における推定持ち合い比率を1.6%引き下げる。
- ④ だがROEにはいまだ有意な変化は生じていない。その要因を検証すると、売却が回転率(売上高/総資産)の向上に貢献したことは確認できるものの、**レバレッジ(総資産/自己資本)やマージン率(利益/売上高)の変化は緩慢だ**。つまり財務構成の変化が不十分で、持ち合いの解消による経営の規律面の変化がROEの改善を促すには時間を要していると解釈できる。

### <政策保有株の意義>

- ① 2020~2022年平均の新規購入額は売却額の27%に当たる。こうした**新規購入は、環境問題に対する共同投資や、不足した技術・資源の確保を目指す戦略的提携を動機とするケースが多く、市場の反応も好意的だ**。共同事業に対する相互のコミットメント(関与)や投資先企業に対する強いモニター(監視)が期待できる事業法人のブロック保有は、近年保有主体として比重を高め、日本企業が今後そのパーパス(目的)実現を目指す長期的な経営を進めるうえで重要な基盤となる。
- ② 現在は事業法人が自社の所有構造を調整し、**新たな戦略的提携関係を構築する再編成の局面でもある**。日本企業はこうした動機に基づく**株式保有の増大をためらうべきではない**。重要な点は投資戦略を明確に説明することだ。機関投資家も政策保有を一律に否定するのではなく、その機能を的確に評価する必要がある。

## (参考) 議決権行使の方針の明確化 (日本版スチュワードシップ・コード原則5)

### 【原則5】

機関投資家は、議決権の行使と行使結果の公表について明確な方針を持つとともに、**議決権行使の方針については、単に形式的な判断基準にとどまるのではなく、投資先企業の持続的成長に資するものとなるよう工夫すべきである。**

#### 指針

- 5-1. 機関投資家は、**すべての保有株式について議決権を行使するよう努めるべき**であり、議決権の行使に当たっては、投資先企業の状況や当該企業との対話の内容等を踏まえた上で、議案に対する賛否を判断すべきである。
- 5-2. 機関投資家は、議決権の行使についての明確な方針を策定し、これを公表すべきである。**当該方針は、できる限り明確なものとするべきであるが、単に形式的な判断基準にとどまるのではなく、投資先企業の持続的成長に資するものとなるよう工夫すべきである。**
- 5-3. 機関投資家は、議決権の行使結果を、少なくとも議案の主な種類ごとに整理・集計して公表すべきである。

また、**機関投資家がスチュワードシップ責任を果たすための方針に沿って適切に議決権を行使しているか否かについての可視性をさらに高める観点から、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。**それぞれの機関投資家の置かれた状況により、個別の投資先企業及び議案ごとに議決権の行使結果を公表することが必ずしも適切でないと考えられる場合には、その理由を積極的に説明すべきである。

議決権の行使結果を公表する際、機関投資家が議決権行使の賛否の理由について対外的に明確に説明することも、可視性を高めることに資すると考えられる。特に、外観的に利益相反が疑われる議案や議決権行使の方針に照らして説明を要する判断を行った議案等、投資先企業との建設的な対話に資する観点から重要と判断される議案については、賛否を問わず、その理由を公表すべきである。

- 5-4. 機関投資家は、**議決権行使助言会社のサービスを利用する場合であっても、議決権行使助言会社の人的・組織的体制の整備を含む助言策定プロセスを踏まえて利用**することが重要であり、議決権行使助言会社の助言に機械的に依拠するのではなく、投資先企業の状況や当該企業との対話の内容等を踏まえ、**自らの責任と判断の下で議決権を行使すべきである。**仮に、議決権行使助言会社のサービスを利用している場合には、議決権行使結果の公表に合わせ、当該議決権行使助言会社の名称及び当該サービスの具体的な活用方法についても公表すべきである。

# (参考) 国内大手運用会社のスチュワードシップ・コードの遵守状況

- 国内大手運用会社は、スチュワードシップ・コード原則5の遵守状況を公表している。
- 一部、形式基準を満たさない場合であっても、エンゲージメントの内容を踏まえて、基準と異なる判断をしている事例もある。

	原則5の遵守状況（自己評価）	エンゲージメントの内容を踏まえた議決権行使の事例
野村アセット マネジメント	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 責任投資委員会において議決権行使基準を策定するほか、定性判断が必要な個別性の高い議案について、株主価値の視点から賛否の判断を決定している。</li> <li>● 個別性の高い議案については、投資先企業とのミーティングを積極的に行い、詳細な事実認識に努めている。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 取締役の選解任について、政策保有株式に関する基準を満たさないものの、エンゲージメントを通じて縮減および取締役会における検証状況が確認されたことを考慮し、賛成。</li> </ul>
三菱UFJアセット マネジメント	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 企業と対話を行い、相互理解を図りながら、形式的な議決権行使判断に陥らないように努めている。</li> <li>● 株主提案者側とも対話の機会があればそれを活かして双方の考えを理解したうえで、議決権を行使した。</li> <li>● 特に判断に議論を要する案件等については、必要に応じて社外有識者の意見も参考に議決権を行使した。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 会社から上程された剰余金処分案について、本来は過剰配当としてガイドラインに抵触するものの、バランスシートの効率化に関する対話の内容に鑑み賛成。</li> </ul>
大和アセット マネジメント	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 検討中の議決権行使方針や投資先企業に対する期待も公開し、より企業との対話に役立つ開示への工夫を行っている。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 取締役の再任について、業績基準を下回っているものの、エンゲージメントにより経営改革に相応の成果が見受けられ、今後さらなる改善が見込まれることを評価し、賛成。</li> </ul>
日興アセット マネジメント	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 企業との対話内容を賛否判断に反映させるよう努め、一部の議案では形式基準を覆す賛否判断を行った。</li> <li>● 投資先企業との対話を進めてきたことにより、企業の実態を踏まえた投資判断ができています。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● ゼロエミッション目標の設定を求める株主提案について、エンゲージメントを行い、議決権行使助言会社の助言を踏まえて反対。</li> </ul>
アセット マネジメントOne	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 議決権行使にあたっては、投資先企業の状況やエンゲージメント内容等を踏まえて議案に対する賛否を判断。</li> <li>● 投資先企業と意見交換する議決権ミーティングを活発に実施し、エンゲージメントを行った。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 政策保有株式基準に抵触するものの、改善に向けた実効的な計画策定を評価し賛成。</li> </ul>

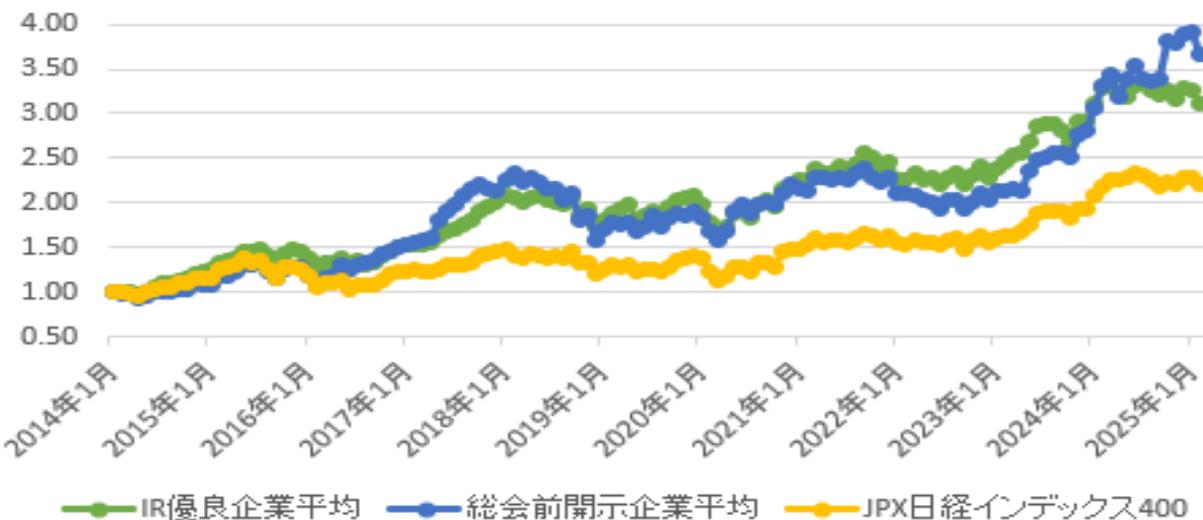
## (1) ②-4 企業と投資家の価値協創（開示制度）

- **十分かつ適時の企業情報開示は、企業と投資家とが建設的で実効的な対話を行う前提。** 情報開示の質が向上することで**企業と投資家との情報の非対称性が縮小し、株価に本来の企業価値が反映されやすくなる傾向にある。** 質の高い情報開示は、**投資家による中長期目線でのエンゲージメントを可能とする**ため、企業による中長期目線の成長戦略の実行を後押しできる可能性があると考えられる。
- これまでの本小委員会では、企業側の開示負担の大きさや投資家・企業双方にとって効率的な開示制度の在り方について問題提起がなされた。
- 有価証券報告書やコーポレート・ガバナンス報告書といった制度開示、統合報告書やサステナビリティレポートに加え、今後、**サプライチェーン全体の温室効果ガス排出の算定と保証が必要となるサステナビリティ情報開示の制度化が検討**されているほか、**有価証券報告書の総会前の開示の要請**もあり、企業の**負担増等に対する懸念の声もある。**
- 他方、株主側からは、総会前に最新情報が提供されていれば賛成できるような議案に対しても、古い情報から判断しなければならない状況にあっては、**形式的な議決権行使により反対せざるを得ない場合もある、**という声もある。
- こうした状況を踏まえ、**事業報告と有価証券報告書の開示の在り方についてどのように考えるべきか。**

# (参考) 企業情報開示 (IR) と企業価値評価の関係

- 企業と株主 (投資家) との間には、情報の非対称性が存在する。情報の非対称性が小さくなると企業経営に対する投資家の信頼性が高まる。IR は株価を上げるためだけのものではないものの、**情報開示と対話により、企業価値の適正な評価を得ることが目的のひとつ**である。
- 「IR 上位25%企業」の株式時価総額は、マクロ経済の変動などで一時的に低下しても、その後の回復が早いことが指摘されている。

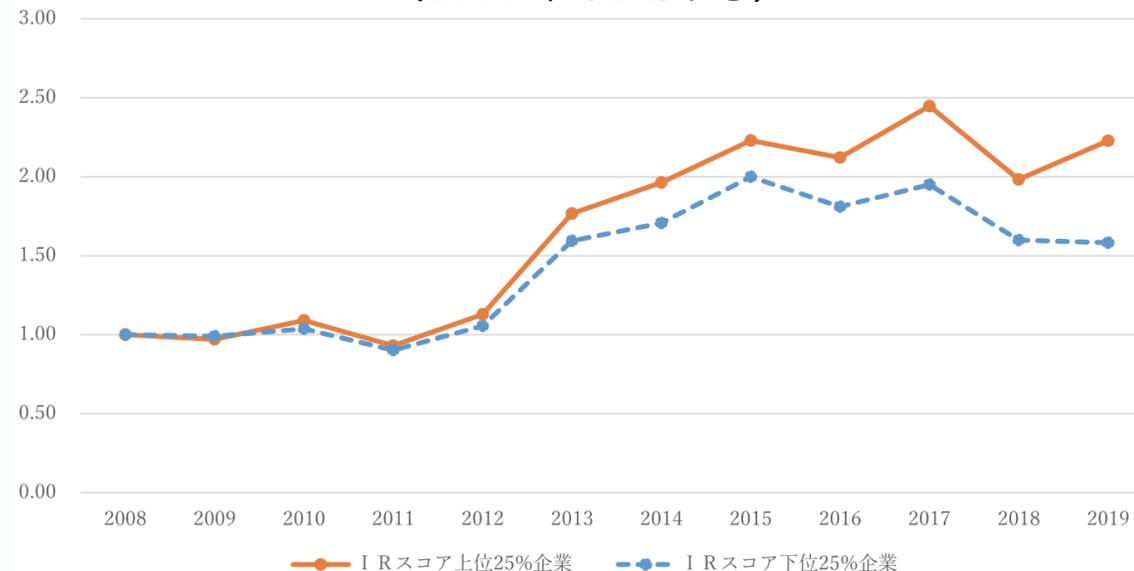
IR優良企業、有報総会前提出会社、JPX日経インデックス400の株価推移 (2014年1月を1とした場合の株価の増加率)



※IR優良企業は、IR協議会2020年～2024年IR賞受賞企業のうち、上場期間10年以上の85社の平均。  
有報総会前提出会社は、2023年4月～2024年3月に終了する事業年度において株主総会前に有価証券報告書を提出した会社のうち、上場期間10年以上の38社の平均。

出所 SPEEDAのデータを基に経済産業省作成

IR スコア上位・下位企業の株式時価総額の推移 (2008年を1とする)

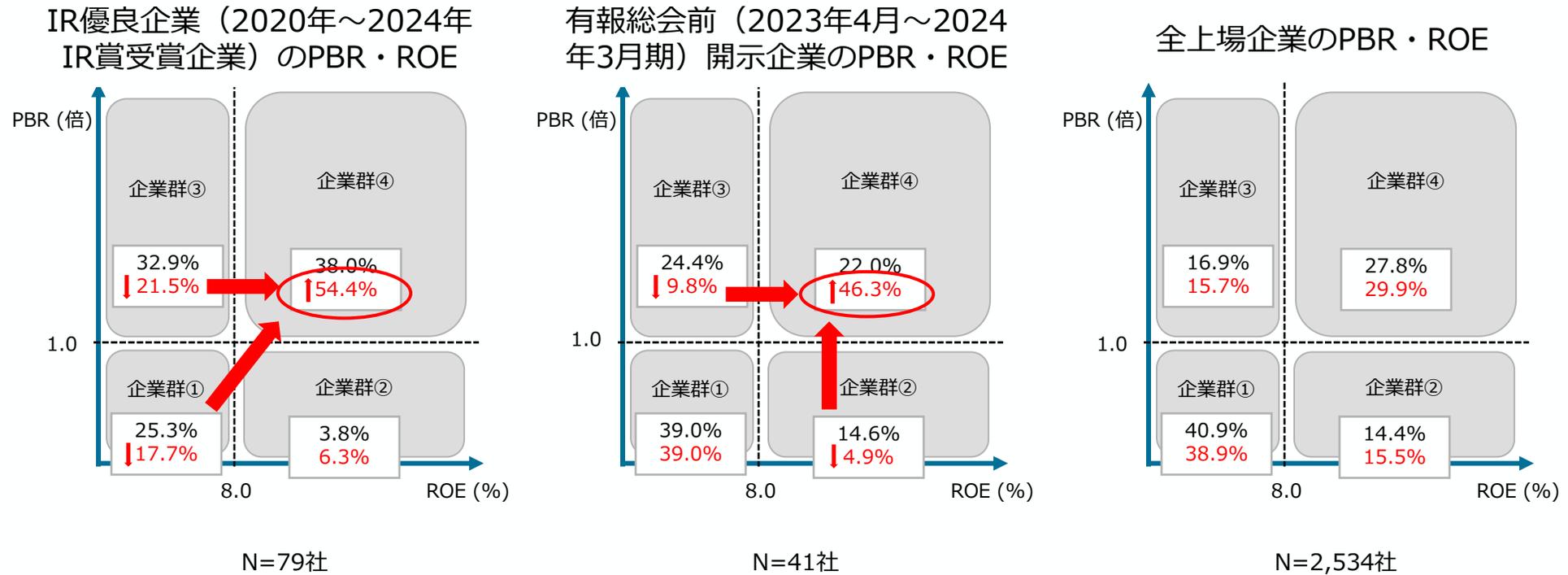


※IRスコア：IR協議会が実施する「IR優良企業賞」に応募した企業のIRに対する評価。

出典 佐藤 淑子「IR の効果を考える～「資本コストの逓減」を起点にして～」(インベスター・リレーションズ (2019年第13号))

# (参考) 企業情報開示 (IR) とPBR・ROEの関係

- IR優良企業、有報総会前開示企業は、企業群①、②、③から④に改善している会社の割合が高い。



凡例

2013年度の企業割合  
2023年度の企業割合

※各期でPBR及びROEデータを取得可能な企業を対象に比較

出所 SPEEDAのデータを基に経済産業省作成

## (参考) 企業情報開示作成負担に関する声 (再掲)

- 議論の中で、**重複する開示をどう解消するのか**、それによっていかに**作成効率を上げ、作成負担を減らしていくか**、発行体としてはその辺りが気になっている。企業によって対応できるところ、対応できないところがある。
- 企業の立場からすると、現在の単体の開示資料作成だけでもスケジュールがタイトであるため、**コンプリヘンシブなレポートを作成するのは大変なことであると懸念**する方も多いただろう。ただし、それが**制度化すれば、企業側も対応する体制を整えて**いこう。コンプリヘンシブなレポートに関する懸念点は、これまでのように開示資料の区分けで担当分けをしていると、各記載内容が補完的な関係にならない可能性があるということ。効率化を図るためにモジュール化した方が良いという意見もあったが、記載内容が補完的な関係になるような工夫は必要だろう。
- 法定開示の負担という点に関連して、別の法律で求められている情報、例えば温対法の排出量などを、法定開示において記載することがある。算定・報告の時期等が異なっていると企業の負担が増えるため、**他の法律との整合性にも留意していただきたい**。

## (参考) 議決権行使目的での開示書類に対する投資家の声

- 取締役選任に係る議決権行使基準には、**数期連続で業績が低迷している場合は反対する**というものがあるが、例えば、**開示が充実していて、損失が一時的な営業費用であることが分かれば、基準に抵触したとしても賛成することもできる**。また、**剰余金処分案についても、配当がなければ通常反対するが、例えば、設備投資が大きく必要であるという説明があれば賛成することもある**。総会前開示は、**このような議決権行使にも良い影響があるのではないか**。
- 議決権行使に関しては**プロキシーステートメントにおける報酬に関する情報や経営者に対する評価といった情報は海外と比較すると不十分**。
- 議決権行使の際、**政策保有株式、男女間の賃金格差・女性管理職比率といった人的資本に関する最新の情報が得られないのは問題だ**と感じている。**会社として、資本市場にとって重要な情報をタイムリーに開示していただきたい**。
- 両書類（事業報告書等・有価証券報告書）は異なる視点・性格を有していると理解しており、それぞれを投資判断や議決権行使に活用している。一方で、**企業価値に関する情報が二つの書類に分断して記載されることに加え、二つの報告書が違うタイミングに異なる記載ぶりで開示されることにより、情報収集にコストがかかり、情報の正確な理解を阻害し投資判断が難しくなる可能性がある**。
- 有価証券報告書についてもは、従前、定時株主総会の十分前に開示することを求める投資家の声が表示されており、**有価証券報告書の情報が議決権行使に利用されないのは本末転倒である**。

# (参考) 主な報告書の記載内容 (日本企業)

- 各報告書の目的等は異なるものの、記載内容の重複は大きい。

## 各報告書の記載内容の例 (有価証券報告書開示項目との比較)

内容	法令等に基づく開示			任意開示	
	有価証券報告書	事業報告・計算書類	コーポレート・ガバナンス報告書	統合報告書等	サステナビリティレポート等
1 主要な経営指標等の推移	●	●		●	
沿革	●			●	
事業の内容	●	●		●	
関係会社の状況	●	●			
従業員の状況	●	●		●	
2 経営方針、経営環境及び対処すべき課題等	●	●	●	● (注2)	
サステナビリティに関する考え方及び取組	●		●	●	● (詳細に記載)
事業等のリスク	●	●		●	
経営者による財政状態、経営成績及びキャッシュ・フローの状況の分析	●	●		●	
経営上の重要な契約等	●	●			
研究開発活動	●	●		●	
3 設備の状況	●	●			
4 株式等の状況	●	●	●		
自己株式の取得等の状況	●	●			
配当政策	●	●		●	
コーポレート・ガバナンスの状況等	●	●	● (詳細に記載)	●	●
5 連結財務諸表、財務諸表等	●	●			

(注1) 本表は主な記載事項をまとめたものであり、全ての開示情報を網羅していない。任意の報告書の記載内容は企業によって異なる。記載の量にかかわらず、当該項目に関する記載がある場合は●とする。

(注2) 企業理念、ビジネスモデル、戦略等が記載されていることも多い。

# (参考) 各国企業のIR向けの年次報告書の全体像

	日本	米国	英国	ドイツ
制度開示書類	<ul style="list-style-type: none"> <li>有価証券報告書</li> <li>決算短信</li> <li>株主総会招集通知（事業報告・計算書類）</li> <li>コーポレートガバナンス報告書</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>年次報告書（Form 10-K）</li> <li>委任状ステートメント</li> <li>証券保有者向け年次報告書</li> <li>紛争鉱物報告（Form SD）</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>年次報告書</li> <li>現代奴隷報告書</li> <li>ジェンダー・バイギャップ報告</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>年次報告書</li> </ul> <p>※一部（例：財務諸表）を独立した報告書として開示することも可能。</p>
任意開示書類（例）	<ul style="list-style-type: none"> <li>統合報告書</li> <li>サステナビリティ・ESGレポート</li> <li>ESGデータブック</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>サステナビリティ・ESGレポート</li> <li>ESGデータブック</li> <li>DE&amp;Iレポート</li> <li>TCFD/環境報告書</li> <li>コミュニティ投資レポート</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>サステナビリティ・ESGレポート</li> <li>ESGデータブック</li> <li>TCFD/気候、生物多様性報告</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>サステナビリティ・ESGレポート</li> <li>ESGデータブック</li> <li>TCFD・気候レポート</li> </ul>
考察	<ul style="list-style-type: none"> <li>財務諸表を含む法定開示が2種類ある。</li> <li>報告書間で、特にコーポレートガバナンス関連情報が重複して記載されている。</li> <li>任意開示として統合報告書を発行する企業が多い。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>財務諸表を含む法定開示は1種類。</li> <li>証券保有者向け年次報告書は、Form10-Kにレターやサマリーを追加した形であることが多い。</li> <li>制度開示書類間での参照することができ、重複が排除出来る。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>財務諸表を含む法定開示は1種類。</li> <li>年次報告書において、戦略、ビジネスモデル等の開示が求められている。</li> <li>年次報告書において、TCFD提言に沿った開示が求められている。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>法定開示書類は1種類。</li> <li>任意のサステナビリティ報告の量が少ない。</li> </ul>

（資料）経済産業省「令和5年度産業経済研究委託事業（諸外国における開示の実態、及び開示と企業価値の関係に関する調査）調査報告書」から作成。

## (2) 人材総論

- これまでの本小委員会において、人材に関する社会システムの課題としては、特に企業群③・④がリスクテイク型の成長投資を実施する場合の「**高度・多様な人材の確保と活躍が可能な環境整備**」、特に企業群①が事業再編をはじめとする成長戦略を支える「**労働者が安心して働き続けることができる環境整備**」が指摘されたところ。
- これまでも政府においては、**我が国の生産年齢人口は減少**しつつあり、構造的な人手不足状況の中においては、若い方もシニアの方も年齢にかかわらず、能力を発揮して働ける環境整備が重要であるとの観点から、**ジョブ型人事の導入、労働移動の円滑化、リ・スキリングによる能力向上支援から成る三位一体の労働市場改革**を進めることとしてきたところ（新しい資本主義のグランドデザイン及び実行計画 2024年改訂版）。
- 今後、こうした環境整備のためには、**三位一体労働市場改革をさらに進めていくことも含め、どのような解決策が必要か。**
- 例えば、**専門人材の育成**を通じて、成長事業を担う高度専門人材が社会全体で十分に育成され産学で循環する環境の整備等を行うことや、**人的資本経営の推進**を通じて、企業の成長戦略と連動した人材戦略のもとで人的資本投資を拡大させる取組が必要ではないか。また、経験・性別・国籍などの**多様性のある人材が活躍できる環境整備**も進めていく必要があるのではないか。

## (2) ① 専門人材の育成・確保

- DXやGX領域における国内投資が進展し、日本経済全体の産業構造が今後急激に変化していく中、これまでにない新しい業種や仕事が続々と誕生しており、こうした領域で活躍する専門人材の拡充がこれまで以上に重要になってきている。
- **国内投資（DX、GX等）と連動した大学・高専の機能強化の更なる推進**を目指すことが重要ではないか。加えて、**高度専門人材が産学を循環しやすいよう、産学双方の人材登用・処遇制度等の変革**も重要ではないか。
- 特に、蓄電池・洋上風力・半導体等の分野では工場建設などハードインフラ整備が進む中、**ハードインフラを支える人材育成の強化が課題**になっている。既に**産学官が連携した人材育成スキームが組成**されている分野・地域もあるところ、**こうした好事例を全国規模で普遍化**することが重要でないか。
- 加えて、**様々な教育段階において、将来的な高度専門人材の育成に向けた環境整備が重要**。教育に投入・関与しうる様々な潜在資源（ヒト・モノ・カネ）を持続的に獲得するため、**企業による教育への投資を促す仕組み等**を検討することが必要ではないか。
- また、**高度なスキルを有する外国人材（経営者・企画・管理・専門職等）**を日本企業に一層惹きつけるにあたっては、社会システムにどのような課題があり、どのような解決の方向性が考えられるか。

## (参考) 高等教育の強化 (博士含む高度専門人材)

### 大学の機能強化の好事例 (半導体)

国は、2022年度から2023年度にかけて、JASMによる熊本県の設備投資に対し約1.2兆円を支援決定

熊本大学

(文科省が基金事業 (3,002億円) で支援)

- ✓ 修士50名→120名、博士5名→22名等
- ✓ TSMCやマイクロソフト等の世界的企業や海外大学、高専等との連携による高度情報・半導体人材育成
- ✓ 学部から大学院まで一体的に改革・強化
  - ・工学部半導体デバイス工学課程・情報融合学環新設
  - ・自然科学教育部半導体・情報専攻修士課程・博士課程同時新設予定

### 企業の高度専門人材の登用・活躍環境の整備

#### 【ジョブ型人事指針】

- ✓ 職務とスキルを基に人材を登用・処遇する **ジョブ型人事を導入することで博士人材をはじめ、高度専門人材の登用を促進。**
- ✓ 2024年8月に、内閣官房・経産省・厚労省で指針を取りまとめ。20社のジョブ型人事の導入好事例を公表し、各社の導入を後押し。

#### 【博士人材の民間企業における活躍促進に向けたガイドブック】

- ✓ 博士人材の労働市場の形成に向け、**産学双方において奨励される取組等を整理・公表。**

# (参考) 成長分野における専門人材育成

- 半導体や蓄電池・洋上風力など、中長期的な人材育成が課題となっている分野を中心に、各分野の人材育成を強化し、現場の労働生産性向上を通じた人手不足解消を推進すべく、**業種横断的に専門人材育成の方向性を整理**した上で、関係省庁とも連携体制を構築し、案件組成・取組拡充を目指す。

## 成長分野における専門人材育成の方向性

中長期の産業構造・就業構造の明確化  
(産業・科学技術政策の方向性を踏まえた人材像(分野、スキル))

### <方向性のイメージ>

- ① **重点産業分野、必要なスキル・能力の明確化**  
(経産省・業界団体)
- ② **スキル開発・教育プログラムの開発**  
(経産省・関係省庁・業界団体・教育機関)
- ③ **スキル開発・教育プログラムの実践**  
(経産省・大学院・大学・高専・専門高校)

### <具体的な取組例>

- 【蓄電池】**  
関西蓄電池人材育成等コンソーシアムにて技術職・技能職ごとに**スキルセットを整理**
- 【半導体】**  
高専機構にて実施しているCOMPASS5.0事業(国立高等専門学校運営費交付金の一部)にて半導体教育の**カリキュラムを整備**
- 【洋上風力】**  
洋上風力の事業開発を担うエンジニア、専門作業員の育成に向けた**トレーニング施設を開設**

日本の産業競争力強化に必要な人材供給の実現

## (参考) 分野別人材育成の強化の例

- 工業高校の求人倍率が20倍を超えるなど、**産業ニーズに即した専門人材育成の強化が課題。**
- 両省協力の下、**教育プログラムを全国の工業高校と大学に面的・迅速に展開することが重要。**

### 全国展開に向けた好事例（蓄電池）

産学官のコンソーシアムがバッテリー教育プログラム（教材・指導書等）を開発（経産省予算等を活用）。

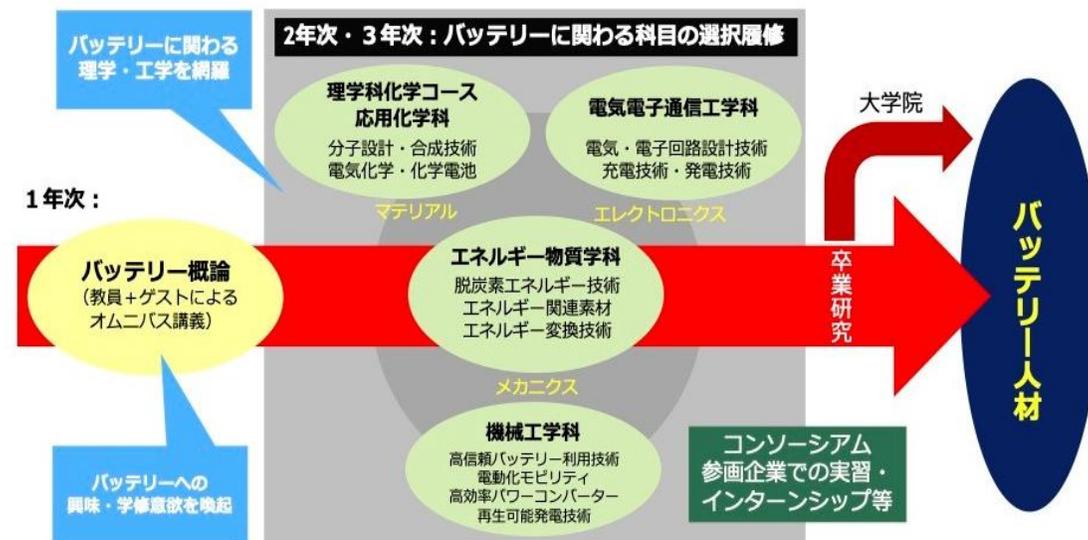
蓄電池産業の集積する近畿エリアを中心に実施校を拡大中。  
今後、蓄電池関連投資の進む他地域に展開予定。

<展開先>

滋賀県立八幡工業高等学校	和歌山県立紀北工業高等学校
大阪府立東淀工業高等学校	徳島県立富岡西高等学校
兵庫県立姫路工業高等学校	阿南工業高等専門学校
大阪公立大学工業高等専門学校	新居浜工業高等専門学校

### 全国の大学に横展開していきたい事例

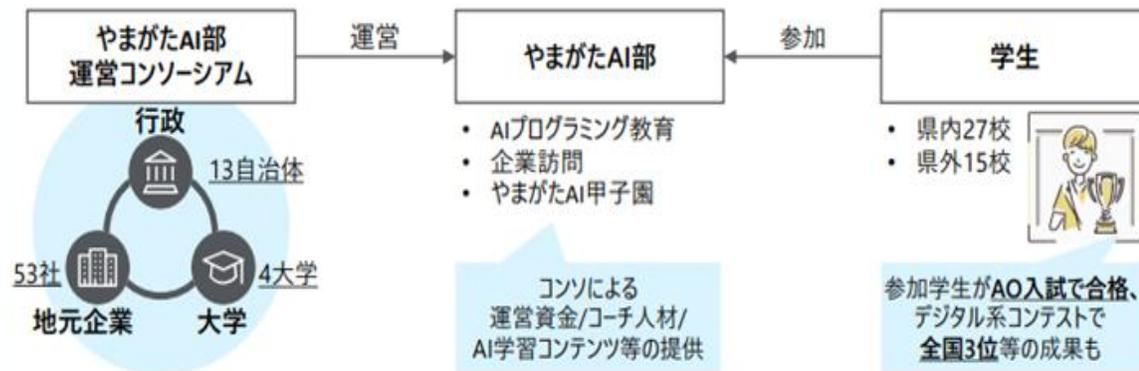
コンソーシアムに参画する近畿大学が学科横断的なバッテリー人材育成プログラムを2025年度から開講予定。



# (参考) 公教育と社会が連携した多様な学びの充実に向けて

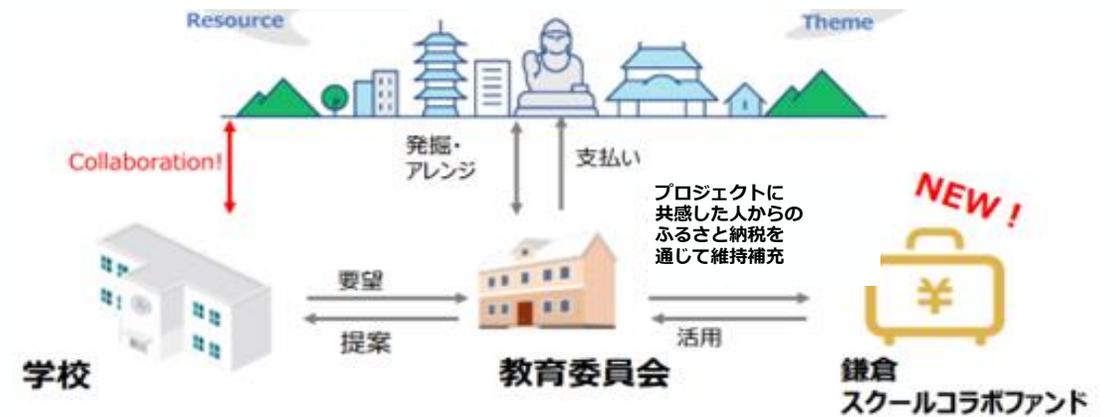
## 好事例①：やまがたAI部

- ✓ 行政・地元企業・大学がコンソーシアムを組み、県内の高校生がAI学習を行う「やまがたAI部」を運営、高度な次世代AI教育の持続的な提供を実現。
- ✓ 地元企業と学生の接点となり、学生の県内企業への関心も高めている。



## 好事例②：鎌倉市教育委員会

- 教育委員会が各学校の希望をプロジェクト化、クラウドファンディング型のふるさと納税による寄附を募る。
- 寄附金は「鎌倉スクールコラボファンド」に積立て、事業実施を希望する学校に配分。



## (参考) 高度外国人材の活躍に向けた取組

- 高度外国人材の活躍に向けて、2023年10月～2024年2月にかけて産官学による研究会（高度外国人材研究会）を開催、**企業の取組を共有しつつ、制度面も含めた官民の課題を包括的に議論。**
- 特に、外国人を含めた
  - ① **多様な社員が能力を発揮できる「働きやすく」「やりがいを持てる」職場環境の実現、**
  - ② **多様な人々がより「暮らしやすい」生活環境の整備、**  
すなわち「**内なる国際化**」が必要との指摘。
- 併せて、**グローバルサウス地域からの高度外国人材の受入れ強化を推進。**

### 高度外国人材研究会での意見

#### 「働きやすく」「やりがいを持てる」職場環境の実現

- 日本人を含む**全員が個性を発揮することが奨励されている職場**を作ることが高度外国人材の活躍においても重要。
- **外国人社員の職場内での孤立**が課題。**企業横断的な仕組みやサポートの拡充**が必要。
- 外国人に日本語の習得を求めるのではなく、**日本人と外国人の双方が歩み寄るコミュニケーションの工夫が必要。**
- 外国人材が入ることによって変えるべきことが出てくるので、**まずは採用してみる事が重要。**
- 欧米企業と比較して、**日本企業の昇進・昇給スピードが遅い。**
- **中長期的な業績向上への従業員・経営者のコミットメントを高める株式報酬**を活用すべき。高度外国人材の関心も高い。

#### より「暮らしやすい」生活環境の整備

- **インターナショナルスクールや、外国語対応可能なシッター**の選択肢が限られる。
- **英語での医療サービス提供体制**が弱い。承認薬等の違いにより、治療の継続が日本では困難な場合がある。
- 生活に必要な**自治体等の行政手続全般**について、複雑かつ日本語の書面によるものが多い。
- 英語対応できる**不動産業者**が少ない。
- 就労可能な在留資格を有する者の配偶者であっても、6ヶ月を経過しなければ**銀行口座**が開設できないことがある。
- 国内証券会社の多くが**非居住者の株式口座管理**に対応しておらず、管理上の不都合が発生。
- 同性パートナーの場合「**配偶者**」としての**在留資格**を取得することができない。

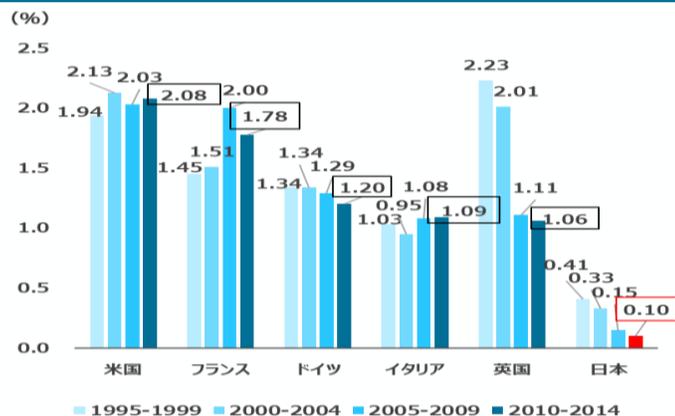
## (2) ② 人的資本経営

- これまで、企業が人材を「資本」として捉え、その価値を最大限に引き出し、中長期的な企業価値向上に繋げていく「人的資本経営」を推進してきた。
- 具体的には、人材版伊藤レポートや人材版伊藤レポート2.0を公表し、人的資本経営の概念や実践に向けた取組の具体例を示すと同時に、さらに企業の実践を後押しすべく、**2022年に人的資本経営コンソーシアムを設立し活動を継続してきた。設立当初320者程度だった参加企業数は630者（2025年2月12日時点）を超え、一定の広がりを見せているところ。**一方で、参加企業の多くは都市部に所在する企業で、地域への展開が課題であり、**今後コンソーシアムの活動を地域に展開していく予定。**
- また、**企業による情報開示を通じて投資家との効果的な対話を促すべく、2022年の人的資本可視化指針の策定、2023年3月期からの有価証券報告書における人的資本関連情報の開示義務化が行われた。**これらの取組により、企業による人的資本情報の開示には一定の進展が見られてきたところである。
- 一方で、人的資本への投資をいかに中長期的な企業価値の創造に繋げていくのか、**経営戦略（成長戦略）と人材戦略の連動について効果的に説明出来ている企業は未だに多くない。**今後、人的資本経営を推進していくに当たっては、**企業と投資家との効果的な対話を促す上で、更なる施策を検討していくべきではないか。**
- その他、ジョブ型人事の導入、労働移動の円滑化、リ・スキリングによる能力向上支援から成る**三位一体の労働市場改革を進めるために、どのような制度的な課題が支障となっており、どのような解決の方向性が考えられるか。**
- 加えて、**経験・性別・国籍などの多様性推進は成長戦略の実現のために重要と考えられるところ、多様性のある人材が日本企業の経営陣・従業員として活躍できる環境整備に向けては、どのような制度や、企業慣行・文化が支障となっており、どのような解決の方向性が考えられるか。**

# (参考) 人的投資の不足

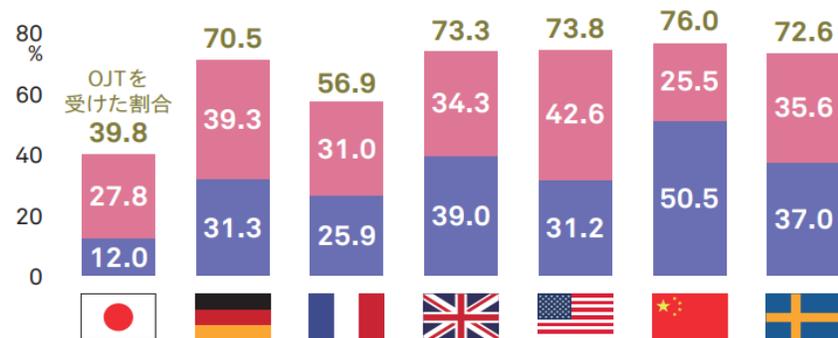
- 日本の人的投資は教育を含めて低水準。OFF-JTのみならず、OJTについても海外と比較して見劣り。
- 大企業であっても人的投資の水準は低いが、企業規模が小さいほど人的投資の水準はさらに悪化。

## 人材投資 (OJT以外) の国際比較 (GDP比)

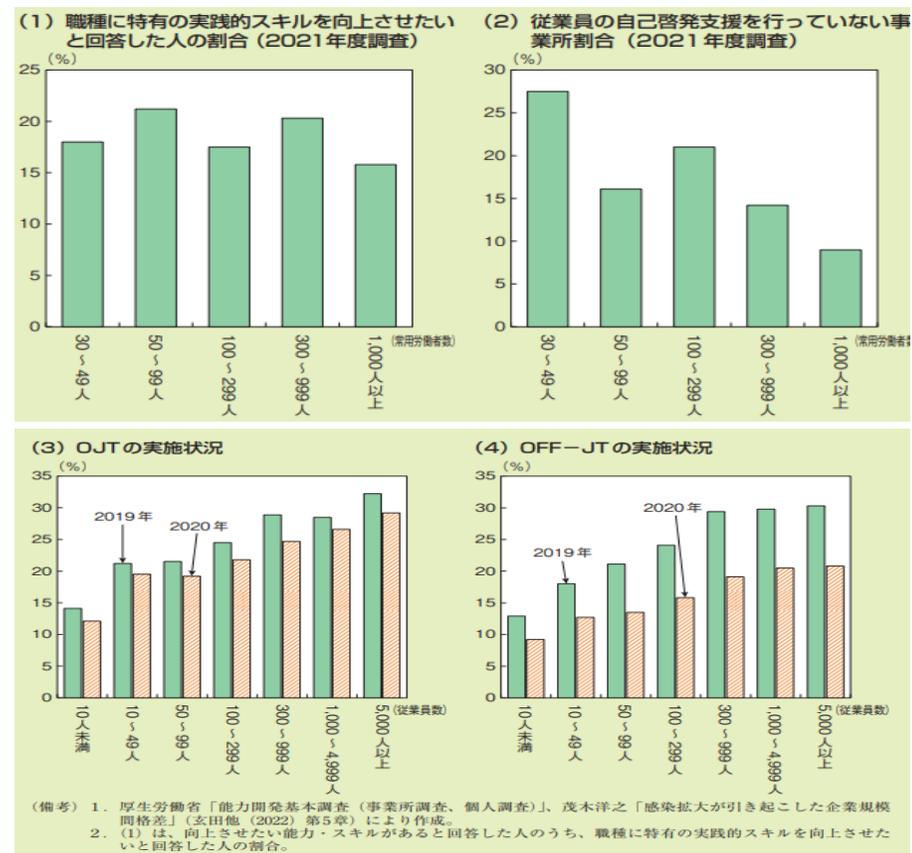


## 2023年1年間にOJTを受けた割合

- 一定の教育プログラムにはなっていないが、必要に応じて上司や先輩などから指導を受けた
- 一定の教育プログラムをもとに、上司や先輩などから指導を受けた



## 企業規模別人的資本形成の動向



(出所)

左上: 学習院大学宮川努教授による推計 (厚生労働省「平成30年版 労働経済の分析」に掲載) を基に経済産業省が作成。  
左下: GlobalCareerSurvey2024 (リクルートワークス研究所) より引用  
右: 令和4年度年次経済財政報告 (第2章第3節) :

## (参考) 賃金格差による人材の流出

- 社員間の格差が小さい日本企業と、ジョブ型で職務ごとの差が大きい**海外企業との間で賃金格差が拡大**。
- 特に高いスキルが要求される分野ほど差が著しく、**グローバル企業内の格差や人材流出の問題**が発生。

### 職種別の内外賃金差

	全職種計	経営/ 企画	総務	財務経理	人事	IT	クリエイティブ デザイン	データ アナリティクス	技術研究	プロジェクト マネジメント	営業/ マーケティング	生産
日本企業	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
外資系企業 (日本)	114	122	107	118	116	119	110	127	112	129	121	100
シンガポール	165	174	165	170	163	172	163	178	167	180	173	171
ドイツ	157	156	148	157	151	155	133	150	156	163	166	154
米国	152	156	134	141	142	163	140	164	156	171	154	133
韓国	128	133	130	130	129	129	129	150	126	136	132	121
フランス	121	136	115	122	120	124	119	120	114	131	125	107
カナダ	120	120	105	116	114	122	111	118	127	128	121	109
イタリア	116	110	112	116	113	113	112	105	107	121	123	103
英国	112	120	106	114	108	114	103	116	108	111	118	95
中国(北京)	108	125	96	103	107	115	119	133	102	136	113	79

(注) 2023年1月時点の世界の職種別総現金報酬水準(専門職シニア7-10年目)について、各国の各職種平均の現地通貨の賃金を2021年の購買力平価ドル(OECD)を用いて実質化し、日本企業の各職種の賃金を100とし、各国の各職種の賃金を日本の数値との比率で示したものを。

# (参考) 企業による人的資本投資の活性化と三位一体の労働市場改革の推進

## 人的資本経営を核とした企業による人的資本投資の活性化

### ① 人的資本経営を通じた人事制度改革、人的資本投資の促進

- ・人的資本経営コンソーシアムの活動の拡大、企業による人的資本投資の開示の充実

### ② 労働市場改革の指針による日本型職務給の導入

- ・スキルが適性に評価される“ジョブ型”の導入の参考情報として、先進企業20社の事例をとりまとめた「ジョブ型人事指針」の公表

### ③ 経営戦略の実現に必要な知・経験をもった人材が活躍するためのダイバーシティ経営の推進

- ・競争力に資するダイバーシティ経営の取組を整理（ダイバーシティ2.0行動ガイドラインの改訂）、女性活躍に取り組む企業の裾野の拡大

## 個人のリスキングや労働移動を通じた一人あたりの能力・意欲の最大化

### ① リスキングと労働移動の一体的な推進

- ・リスキングを通じたキャリアアップ支援事業によるキャリア相談から、リスキング、転職までの一体的な後押し

### ② 各分野における専門人材育成の強化

- ・必要なスキル・能力の明確化、教育プログラムの開発・実践
- ・各分野・地域で組成されている産学官が連携した人材育成スキームの全国規模での普遍化

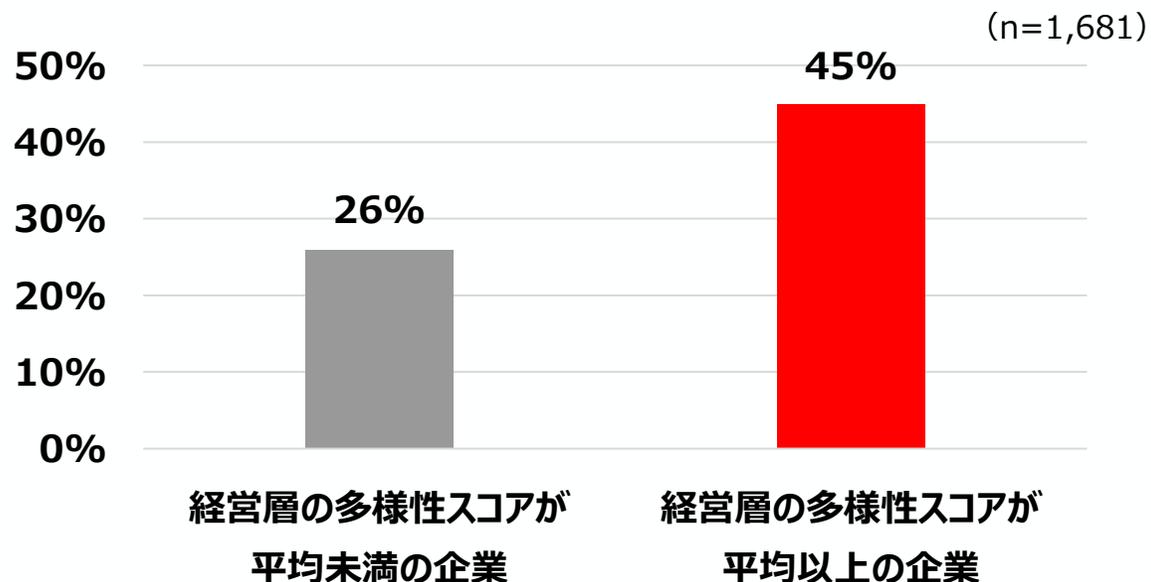
# (参考) 多様性とイノベーション

- 性別、年齢、出身国、キャリアパス、他の業界で働いた経験、学歴の6要素で測定した**経営層の多様性スコア** (※1) が**平均以上の企業**は、平均未満の企業に比べ、**売上高に占めるイノベーション** (※2) の割合が**19%高い**。
- また、**人材の多様性があり、かつ、多様性を受容する組織風土や柔軟な働き方改革に取り組む企業の生産性は、多様性を増加させただけの企業より生産性が高くなっていることが分かった。**

※1 : Blauインデックスのダイバーシティの6要素 (性別、年齢、出身国、キャリアパス、他の業界で働いた経験、学歴) の平均で測定。

※2 : 過去3年以内に市場投入された新製品・サービスの売上高。

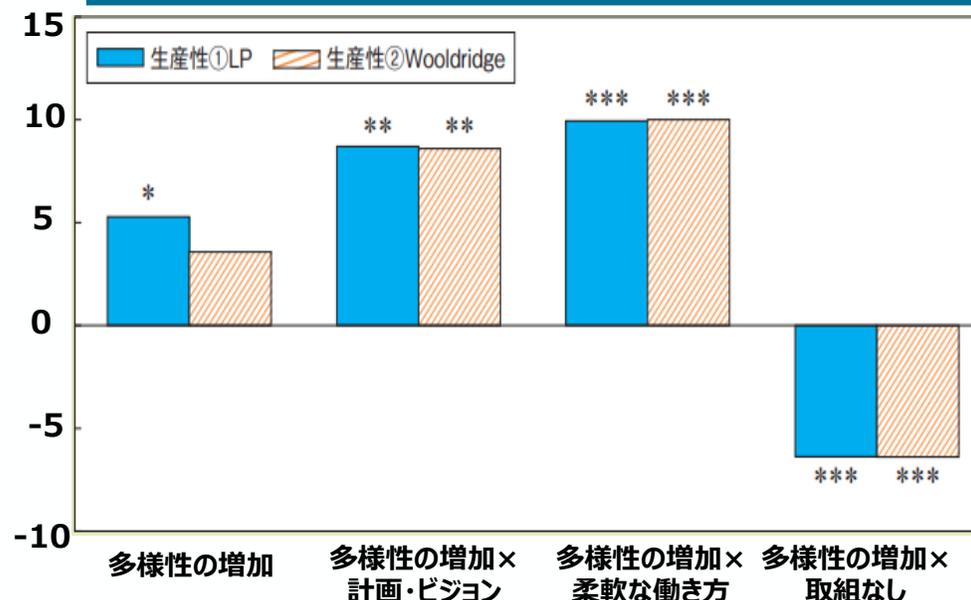
売上高のうちイノベーションによる寄与が占める割合



(注) 8カ国 (米国、フランス、ドイツ、中国、ブラジル、インド、スイス、オーストリア) におけるさまざまな業種や規模の企業を対象に調査。

(出所) BCG「How Diverse Leadership Team Boost Innovation」(2018)より作成。

多様性が生産性に与える影響 (2013~2017年度のTFPの伸び)



(備考) 1.内閣府「多様化する働き手に関する企業の意識調査」により作成。

2.\*\*\*、\*\*、\*はそれぞれ、多様性が増加した企業とそうでない企業の生産性の伸びの差が1%、5%、10%水準で有意であることを示す。

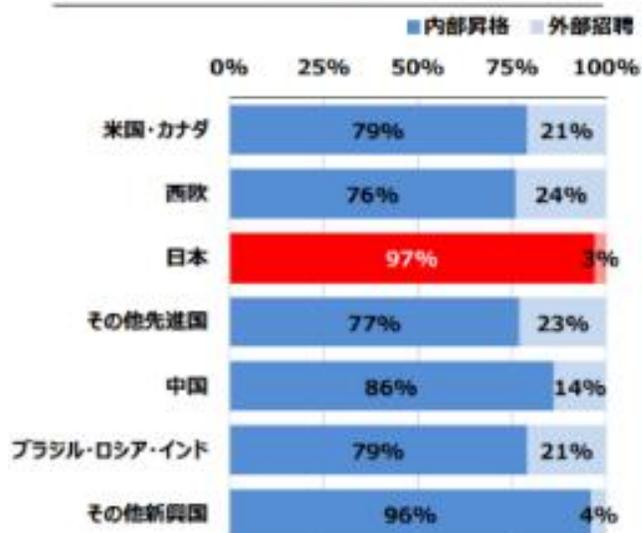
(出所) 内閣府「令和元年度年次経済財政報告」

# (参考) 日本企業におけるダイバーシティの現状

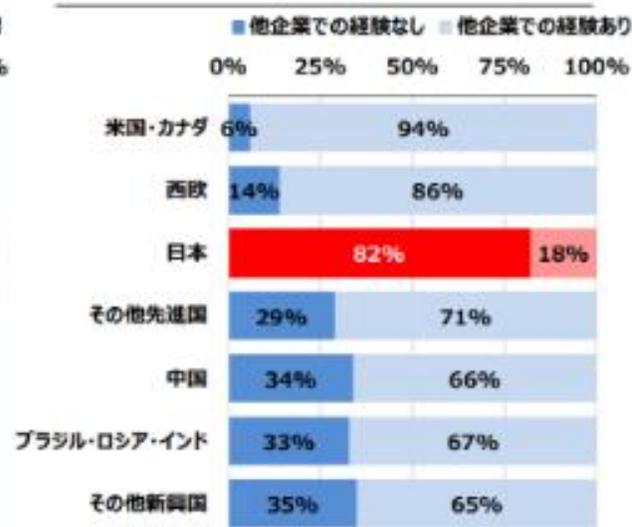
- 経営者について、日本の経営者の内部昇格割合は97%と諸外国と比較して突出して高く、他企業経験のある経営者も少ない。
- 就業者に占める女性の割合は、日本と諸外国は同等レベルであるが、管理職に占める女性の割合は、日本が諸外国に大きな遅れをとっている状況。

## 経営者の生え抜き率

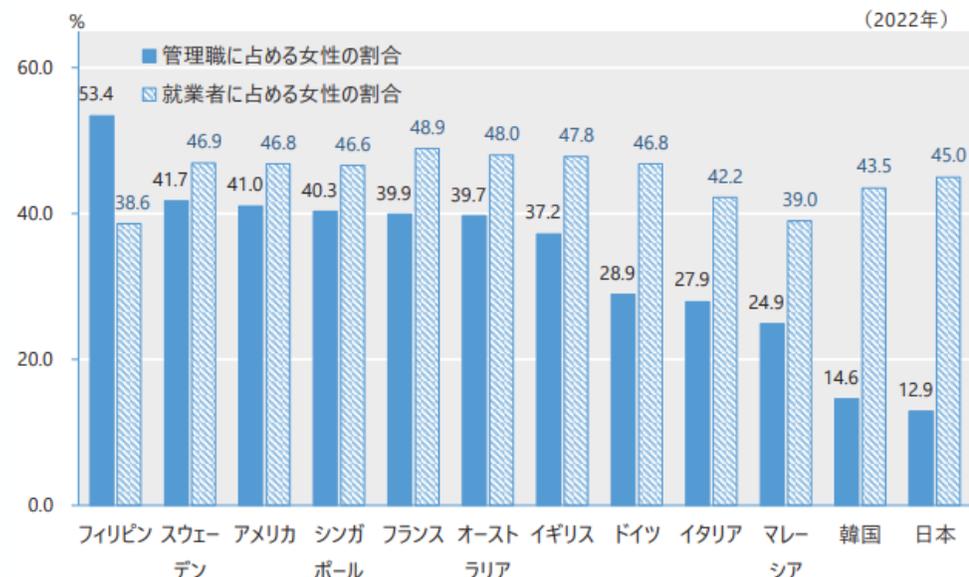
就任したCEOの内部昇格・外部招聘の割合 (2018年)



就任したCEOの他企業での経験 (2018年)



## 就業者及び管理職に占める女性の割合



出所：(左図) 経済産業省 未来人材会議 [https://www.meti.go.jp/shingikai/economy/mirai\\_jinzai/pdf/002\\_03\\_00.pdf](https://www.meti.go.jp/shingikai/economy/mirai_jinzai/pdf/002_03_00.pdf), (右図) (独)労働政策研究・研修機構「データブック国際労働比較2024」

# (参考) 多様性を競争力につなげる企業経営研究会

- ダイバーシティ経営の取組をビジネス上の成果や企業価値の向上につなげるための方策等について議論し、日本企業に今後求められる経営のあり方や実践方法を整理することを目的として令和6年11月に立ち上げ。4月に研究会の成果物としてのレポートを公表予定。

## 本レポートの想定読者と読み方

- イノベーション創出を目指す企業や国際競争力を高めていきたい企業の取締役会、社長・CEOら経営陣及びダイバーシティ経営の担当者を想定。
- 「企業の競争力強化のための手段としての多様性」という観点で、企業がダイバーシティ経営に取り組む際に直面する課題と、その解決につながるアクションを提示。

## レポートの主要メッセージ

- グローバルな経営環境や労働市場の供給構造が大きく変化する中で、同質性が高い組織は、変化に対する柔軟な対応力に乏しく、中長期的な競争環境下を勝ち抜くにはリスクが大きいことに加え、チャンスを狭める可能性もある。
- 社会的要請が多様性推進のきっかけとなった企業も多岐にわたるが、多様性推進は、それ自体が目的ではなく、経営戦略の実現のために必要な手段の一つである。企業である以上、基本的な人権観点等最低限取り組むべき項目は存在する。その上で、競争力強化の観点からの行動が有効であり、その際には、企業が置かれた環境や事業戦略によって「Diversity」「Equity」「Inclusion」それぞれの必要性、考え方と対応は異なることに留意が必要である。
- ダイバーシティ経営を進める上で特に鍵となるのは、多様性をいかにマネジメントが取締役会と社長・CEOら経営陣双方の取り組むべきテーマであるという理解と、実際の行動である。そのためには、取締役会自体に、社内の論理に縛られない知・経験のダイバーシティがあり、多様性をいかにマインドセットがあることが必要。そのうえで、言葉のみならず実際に行動で示す執行側の社長・CEOら経営陣が選定され、経営会議でも多様性推進が議論されることが重要。

座長  
委員

谷口 真美 早稲田大学 商学学術院 教授  
ジェスパー エドマン 早稲田大学 商学部 教授  
櫻井 希 デロイトトーマツコンサルティング合同会社パートナー  
佐藤 博樹 東京大学 名誉教授  
杉田 勝好 アステラス製薬株式会社 代表取締役副社長  
人事・コンプライアンス担当  
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

富田 雅彦 オムロン株式会社 取締役執行役員  
専務 CHRO  
堀川 拓郎 株式会社リクルート リクルート  
ワークス研究所 所長  
村上 由美子 MPower Partners ゼネラル・  
パートナー



### 目次

- 00. 本レポートの想定読者と読み方
- 01. 経営陣へのメッセージ
- 02. 多様性推進に関する経営陣の課題感の解消に向けて
- 03. 実際にダイバーシティ経営に取り組む際の課題感と競争力強化につなげるための対応とは  
(参考) アクションに関連する企業の取組事例、コラム  
参考資料

# 目次

## 1. 前回委員会での主なご意見

## 2. ポジション毎の企業の打ち手と社会システムの課題

## 3. 各課題の検討

### (1) コーポレートガバナンス

① 監督・執行

② 企業と投資家の価値協創

### (2) 人材

① 専門人材の育成・確保

② 人的資本経営

## 4. 本日まで議論いただきたい論点

## 本日は議論いただきたい論点

**論点①** 各ポジションに応じて、企業が成長のために優先すべき打ち手とその実行に当たって障害となる社会システムにおける課題の整理についてどう考えるか。

**論点②** コーポレートガバナンス、人材に関するそれぞれの課題仮説についてどう考えるか。課題の解決に向けてどのような政策に取り組むべきか。