

第3回 価値創造経営小委員会

発言補足エビデンス資料

2025年4月8日(火)

16:00-18:00

三瓶 裕喜

アストナリング・アドバイザー LLC 代表



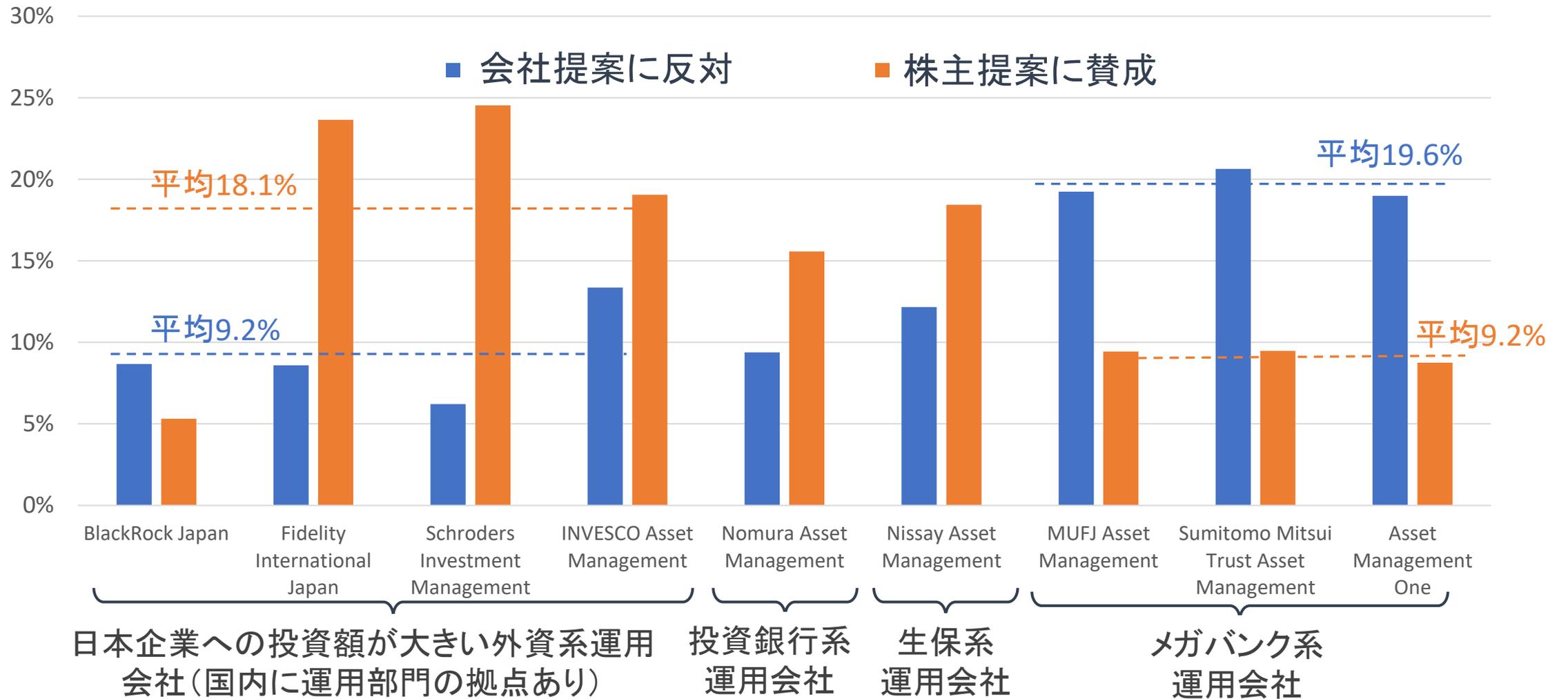
(1) コーポレートガバナンス総論

- 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**成長・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、株主還元を行った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資本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。**

アセットオーナーや当局に対して、グループ金融機関と投資先企業の間には利益相反が生じていないことを、会社提案議案に対する高い反対比率でアピールする意識が働いている。



2024年定時株主総会(4-6月)の議決権行使状況



出所: 各社Webサイトに開示の議決権行使結果よりアストナリング・アドバイザー作成



アセットオーナー(委託者)と運用会社(受託者)の上下関係

商事法務No.2282(2021年12月25日号)『座談会 機関投資家に聞く〔下〕』

三 機関投資家をめぐる関係者について

1 アセットオーナー

三瓶: <中略>

さらに、前職では、ROE基準で役員を選任に反対することはありませんでした。すると、「他の運用会社はROE基準を入れているのになぜ入れないのだ、いつ入れるのだ」と半ば強引にROE基準導入を迫られました。私たちは一社一社、会社と面談をして状況を詳細に把握した上で投資しているのに、なぜROE基準で役員選任議案の賛否を判定しなければいけないのかと矛盾を説明して、「ROE基準を入れる予定はありません」というと、「よくも言ったな」と返されることもありました。

ご参考: 同座談会の内容は、「神田秀樹他編著『コーポレートガバナンス改革と上場会社法制のグランドデザイン』(商事法務、2022年11月)」及び「旬刊商事法務編集部編『機関投資家に聞く』(商事法務、2022年2月)」にも収録が掲載されている。



(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、株主還元を促進する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。**

競争優位性や付加価値の源泉である研究開発投資を投資家側から企業に対して削減圧力をかけることはまず無い。成果を求めることはあっても、研究開発投資の削減は求めない。



「研究開発投資」に関して、投資家の方が企業よりも重要度を高く見ている

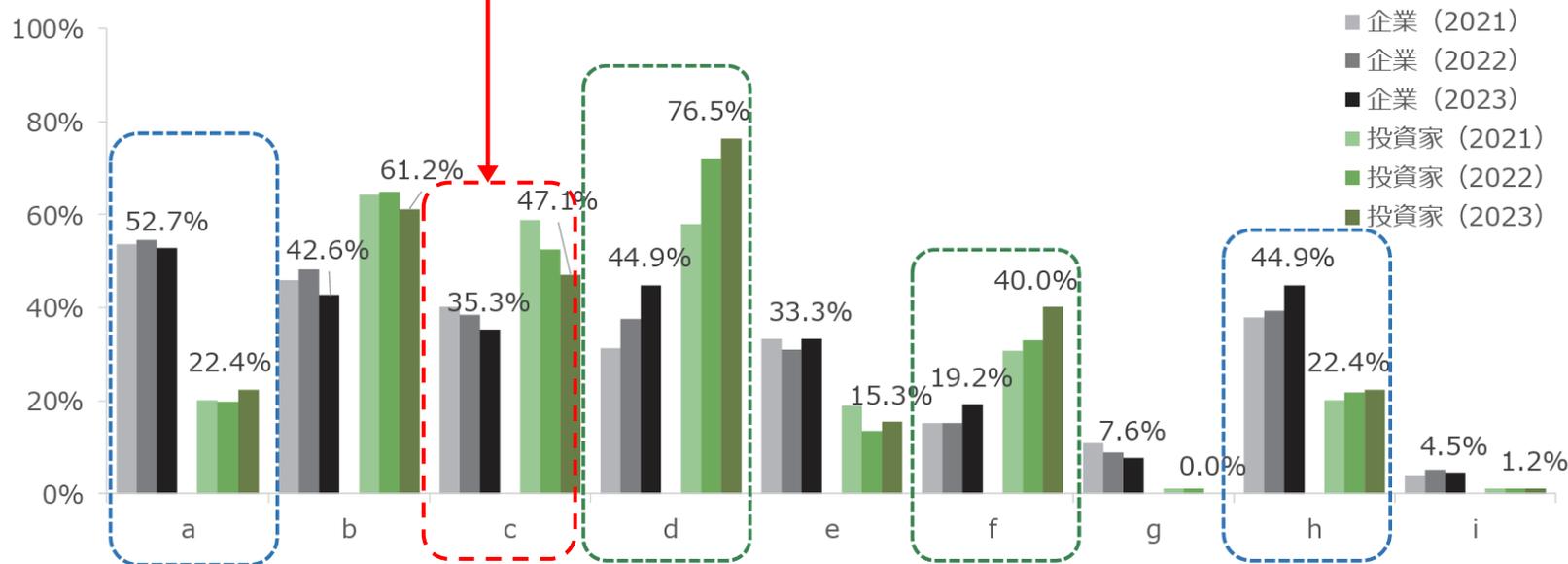
11. 中長期的な投資・財務戦略の重要項目（企業） ／重視すべき項目（投資家）

認識ギャップ大【企業＞投資家】 「a.設備投資」「h.株主還元」

認識ギャップ大【企業＜投資家】 「d.人材投資」「f.資本構成の最適化」

- a. 設備投資
- b. IT投資（DX対応・デジタル化）
- c. 研究開発投資**
- d. 人材投資
- e. M&A

- f. 資本構成の最適化
- g. 有利子負債の返済
- h. 株主還元
- i. その他（具体的には ）



※企業のみを選択肢である「i.特に決まっていない」を削除し、「j.その他」をi.に繰り上げた

(回答数【企業】: 2023年度:448,2022年度:467,2021年度:469)
(回答数【投資家】 2023年度:85,2022年度:97,2021年度:95)

出所: 一般社団法人 生命保険協会「企業価値向上に向けた取り組みに関するアンケート集計結果(2023年度版) 企業・投資家の結果比較」

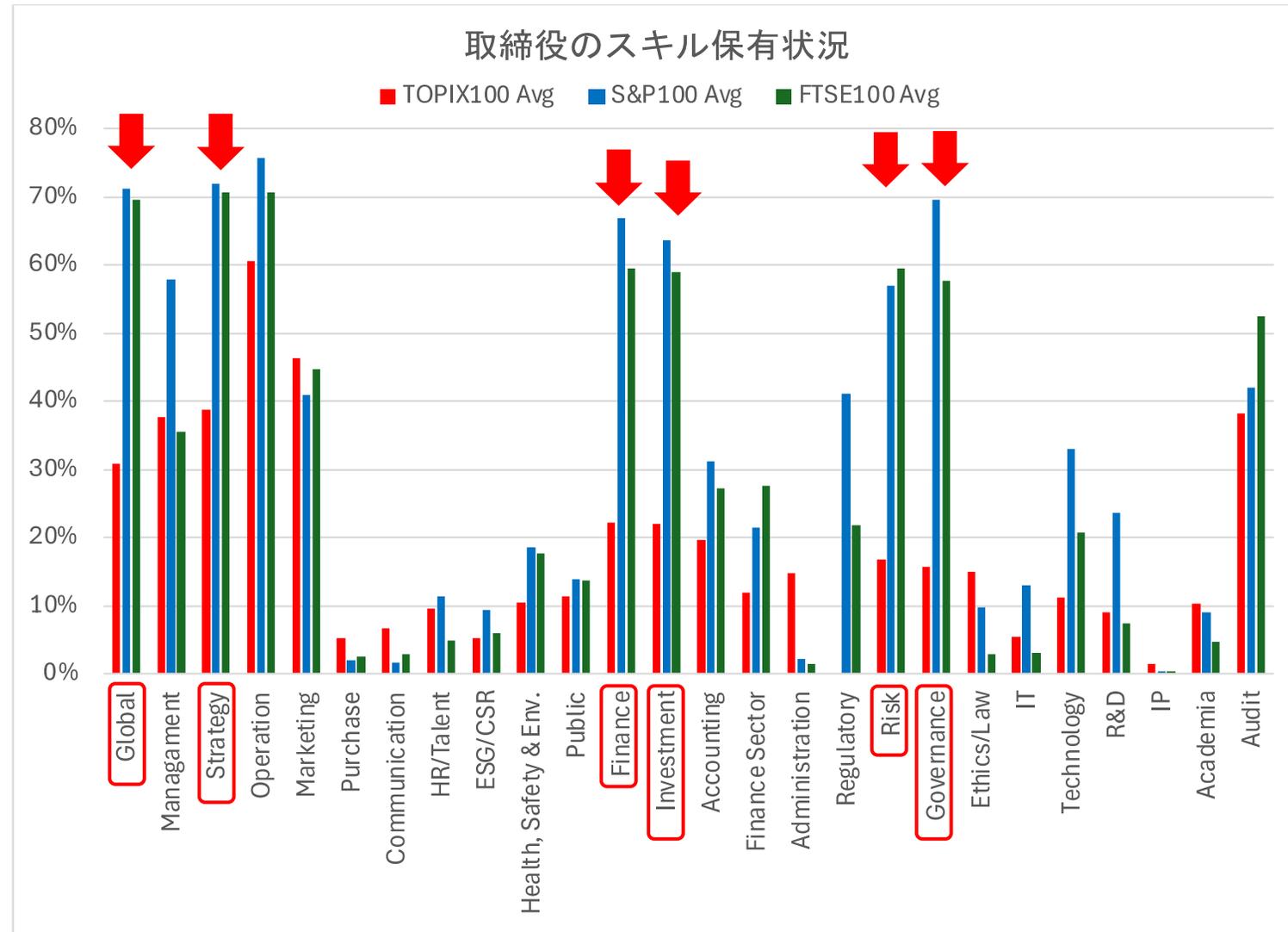


(1) ① 監督・執行

- 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。**



グローバル水準の経営執行能力とは：“アクセル”と“ブレーキ”共に脆弱



※数字は当該スキルを保有する人数を取締役総数で除した割合。「リスク」「ガバナンス」についても日本と米英で差異が大きいが、別途監査役会の存在が理由として考えられる。

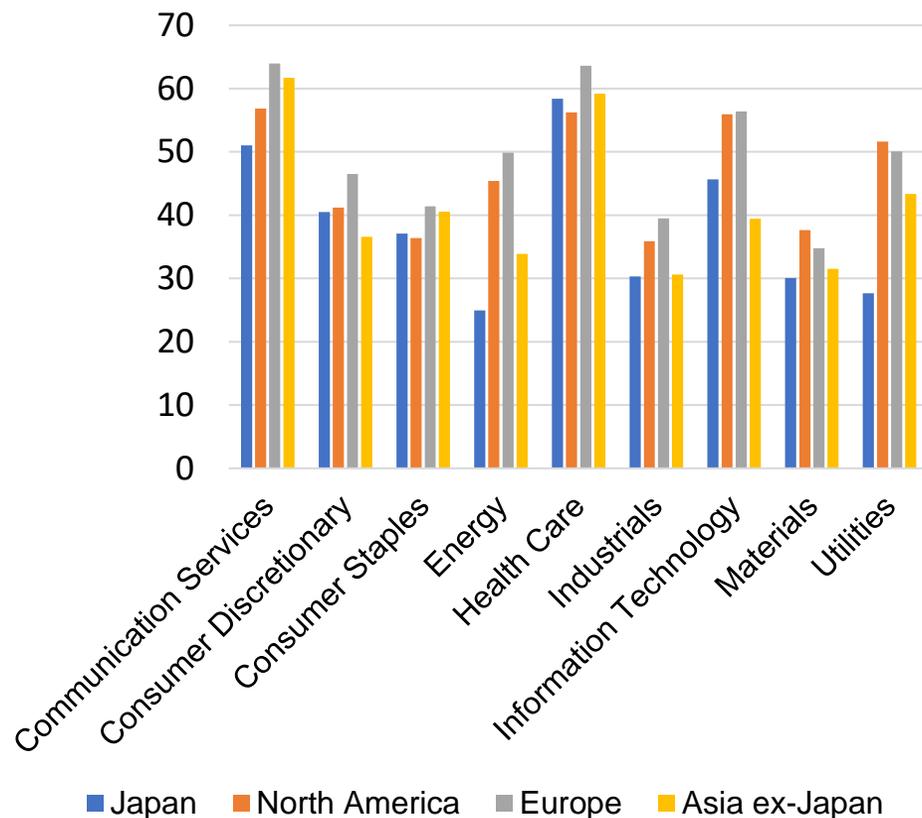
出所：日本総合研究所「スキル・マトリックスの作成・開示実務」のデータをもとに、Boston Consulting Groupが作成。経済産業省「持続的な企業価値の向上に関する懇談会参考資料①(2024年5月7日)から、アストナリング・アドバイザーがグラフ化。



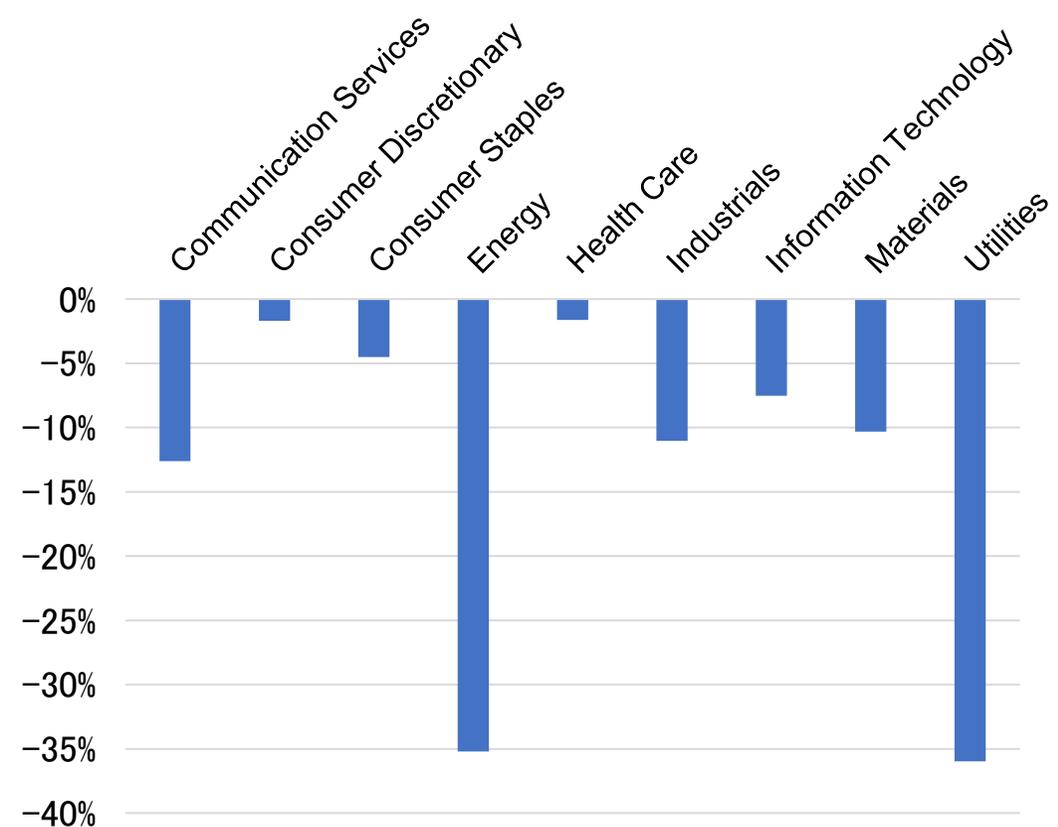
(ご参考) 日・北米・欧州・アジアの産業別Gross Profit Margin(粗利率)比較

GPM抜本的改善の方法は原価低減ではない。プライシングが重要。そのためには価値訴求力が鍵。

産業別Gross Profit Margin%の平均水準
(金融、不動産除き)



日本企業の4市場平均対比
(金融、不動産除き)



出所: UBS HOLT Lensデータより、アストナリング・アドバイザー作成。時価総額10億ドル以上(2025年2月28日終値ベース)、直近年度実績ベース。



(2) ① 専門人材の育成・確保

「育成」ではなく、「育つ環境の提供」という視点が
必要ではないか

- 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はないか。
- 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。



(2) ② 人的資本経営

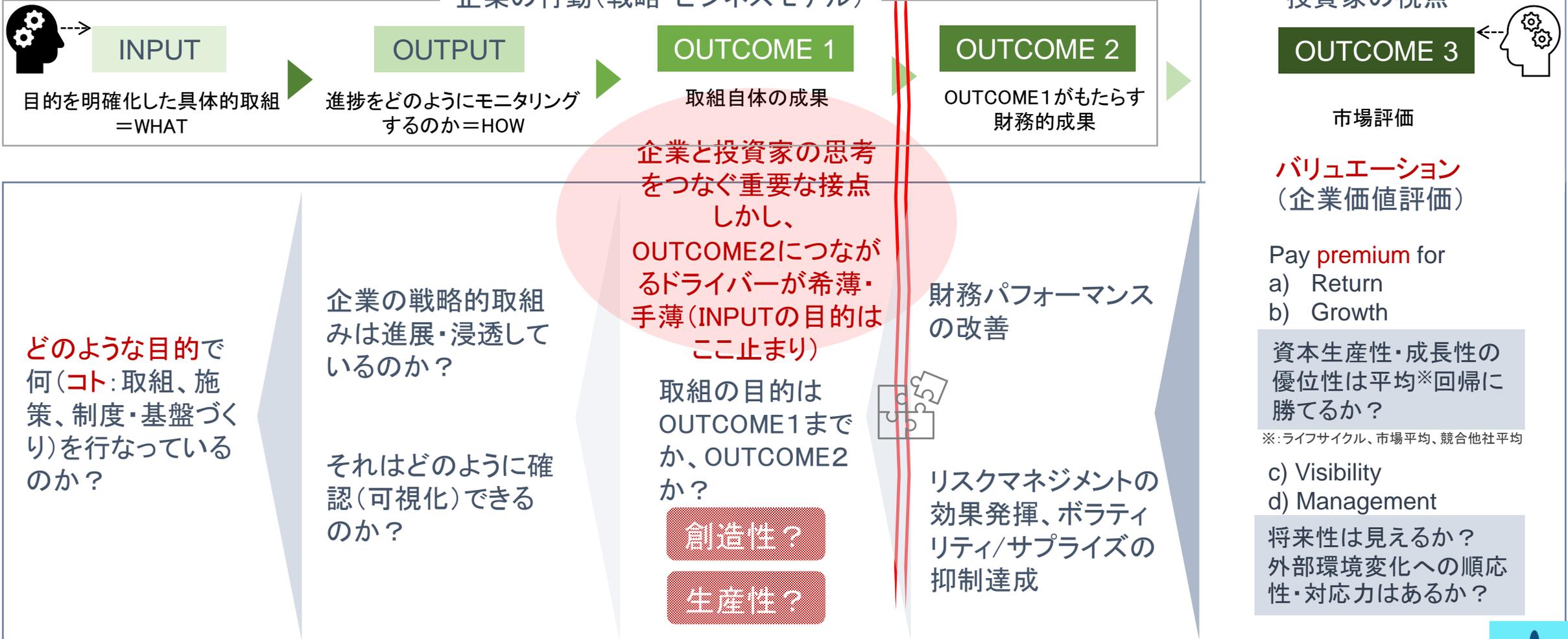
- これまで、企業が人材を「資本」として捉え、その価値を最大限に引き出し、中長期的な企業価値向上に繋げていく「人的資本経営」を推進してきた。
- 具体的には、人材版伊藤レポートや人材版伊藤レポート2.0を公表し、人的資本経営の概念や実践に向けた取組の具体例を示すと同時に、さらに企業の実践を後押しすべく、**2022年に人的資本経営コンソーシアムを設立し活動を継続してきた。設立当初320者程度だった参加企業数は630者（2025年2月12日時点）を超え、一定の広がりを見せているところ。**一方で、参加企業の多くは都市部に所在する企業で、地域への展開が課題であり、**今後コンソーシアムの活動を地域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。**



パーパス (Why we exist) ~ 経営基盤と企業価値の接続不良解決の鍵

企業パーパス(WHY) → 目指す姿

企業の行動(戦略・ビジネスモデル)



出所:アストナリング・アドバイザー作成



重要事項

- ❖ 当資料は、アストナリング・アドバイザーが作成しておりますが、掲載情報の正確性・完全性について当社が責任を負うものではありません。
- ❖ 当資料に記載の情報は、作成時点のものであり、状況によって予告なく変更することがあります。
- ❖ 当資料の一部又は全部の無断での使用・複製は固くお断り致します。

