

第 6 回価値創造経営小委員会 事務局資料

令和 7 年 1 1 月 1 7 日

経済産業政策局

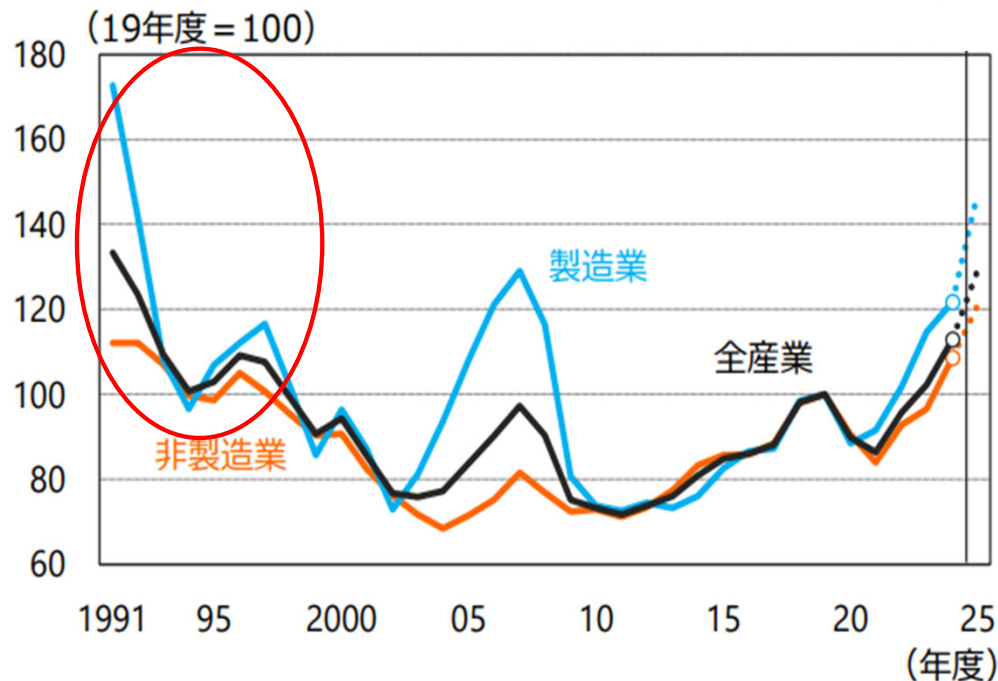
目次

1. 日本企業の課題
2. 成長投資
3. 株主還元
4. 株主とステークホルダー
5. 四象限の移動分析
6. TSR
7. 本日の論点

投資と賃上げを経済成長につなげるための転換点

- 1990年以降、日本ではコストカット型経営が進展し、デフレが経済停滞を招いたが、**国内設備投資水準は、製造業、非製造業ともに大きく増加傾向**にあり、**1995年頃の水準まで回復**。
- 投資と賃上げを経済成長につなげていけるか否かの**大きな転換点**にある。

国内設備投資水準の推移（名目値）



武者陵司氏による指摘（要約）

- 1990年代以降、日本は急速な円高に直面。
- 輸出数量の減少や、海外資産取得の制約などの影響が大きく、円高による購買力の上昇などの期待された効果は限定的。
- 一方で、「バ拉萨＝サミュエルソン効果」により、輸出産業の賃金引き下げが内需産業にも波及し、賃金全体の低下とデフレ圧力を強めた。
- 具体的には、円高の下、輸出産業で賃金の引き下げが発生し、連動して、内需産業でも賃金の引き下げが発生。賃金が低下した内需産業では、売値の引き下げ競争（デフレ）が発生。
- この結果、輸出産業と異なり、生産性上昇余地の少ない内需産業では、賃金の引き下げが発生。
- 円高の下、企業は生き残りのために徹底したコスト削減（賃金抑制、雇用調整、非正規雇用化、設備投資抑制）を進めた結果、労働生産性は上昇したにもかかわらず、大幅な設備投資の抑制や賃金の下落を招き、コストカット型経済が進展して、デフレ経済の要因となった。

注釈：調査対象は、民間法人企業（ただし、金融保険業を除く）。回答状況は、国内設備投資：大企業 1,607社（回答率57.6%）、中堅企業 3,631社（回答率57.2%）。

出典：株式会社日本政策投資銀行「2025年度設備投資計画調査」（2025年8月4日公表）を基に経済産業省作成。

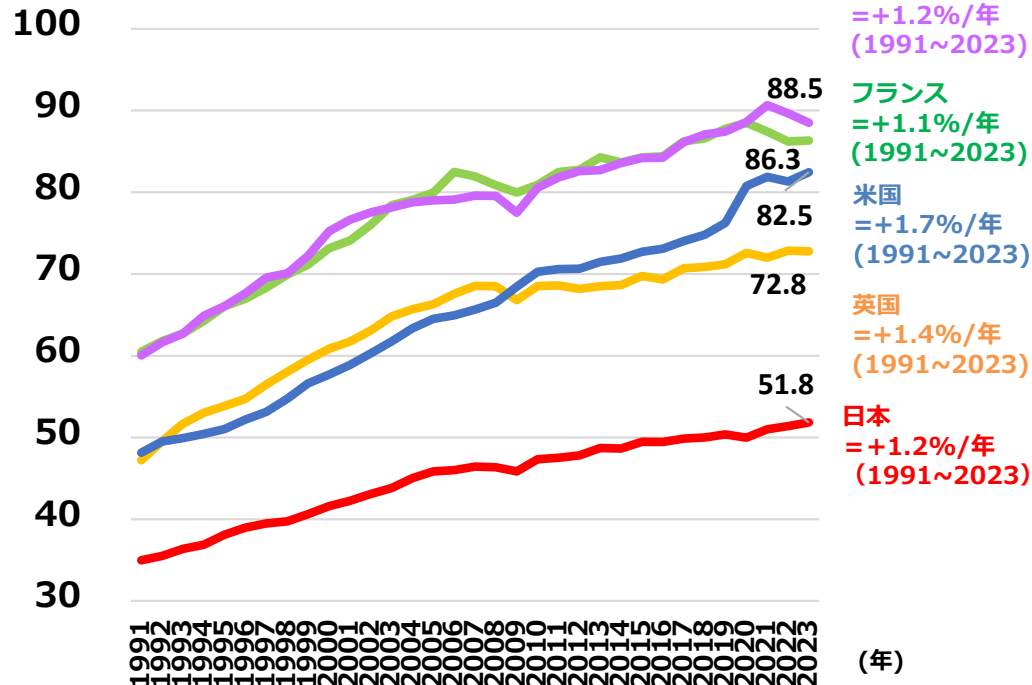
『失われた20年の終わり—地政学で診る日本経済』（武者陵司）（東洋経済新報社、2011年）を基に経済産業省作成。

(参考) 労働生産性の向上にもかかわらず所得は横ばい

- 労働生産性:日本の労働生産性は、過去30年で年率で1%以上伸びてきた。
- 実質賃金:日本の実質賃金は、過去30年横ばい。それに伴い個人消費も低迷してきた。

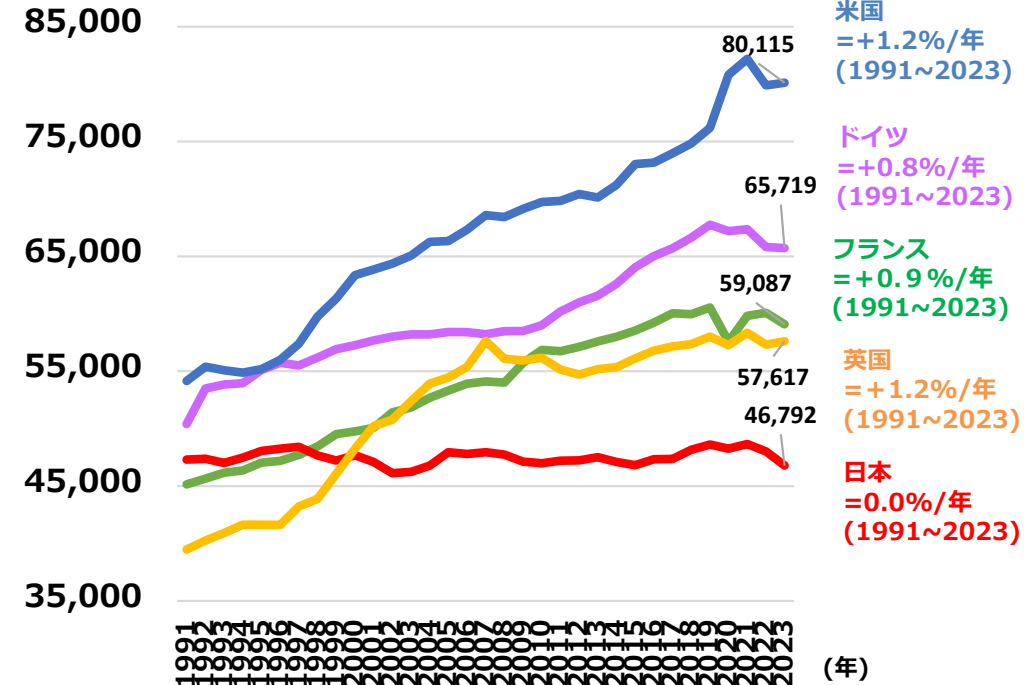
労働生産性の国際比較

時間当たり労働生産性（ドル/時間）



実質賃金の国際比較

1人当たり実質賃金（ドル）



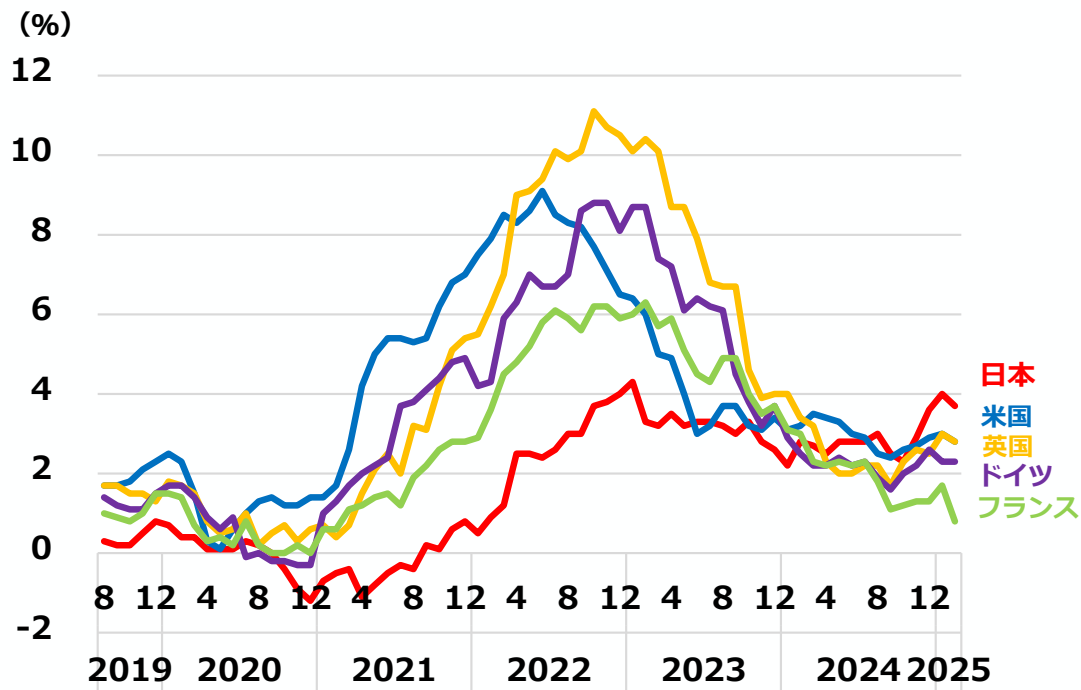
(注) 左図：2020年の米国ドル（購買力平価ベース）で実質化したGDPを総労働時間（就業者数×年間の平均労働時間）で割った値。右図：2023年の米国ドル（購買力平価ベース）で実質化した値。

(出所) OECD.statより作成。

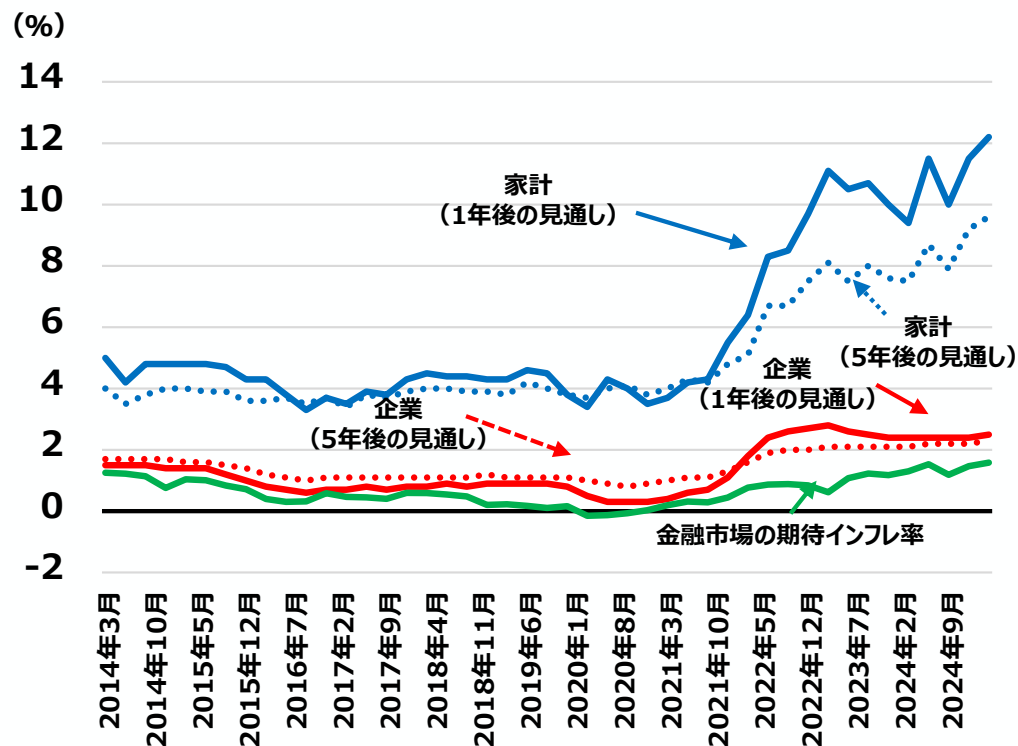
デフレからインフレへの変化

- 世界では、インフレ進行が継続しており、日本も同様の状況。
- 企業経営は、デフレ下ではコストカット、インフレ下では高付加価値化に注力するとの指摘がある。インフレ期では、原材料費・人件費・物流費の上昇により、適正な価格転嫁が不可欠であり、企業は付加価値を高め、顧客に納得感を与える「戦略的な値付け」へ移行する必要がある。

消費者物価指数増減率の国際比較（前年同月比）



家計/企業の物価の見通し・金融市場の期待インフレ率



（参考）左図：2025年2月までの主要国の消費者物価指数の変化率。右図：家計と企業の物価の見通しは、横軸の年の調査において「各主体が1年後、5年後の物価をそれぞれどれくらい上昇すると予測しているかをプロットしており、各年に4回行われる結果の年平均をプロット。家計の物価は「購入される物やサービスの価格全体のこと」であり、企業の物価は消費者物価指数をイメージして回答する形式になっており、企業物価は全規模全産業のものを利用。金融市場の期待インフレ率は、Bloombergのブレイク・イーブン・インフレ率（BEI）を利用しており、物価連動国債の複利利回りと同じ残存期間の10年利付国債の複利利回りを基に計算したもので、各値は四半期末日のBEIである。

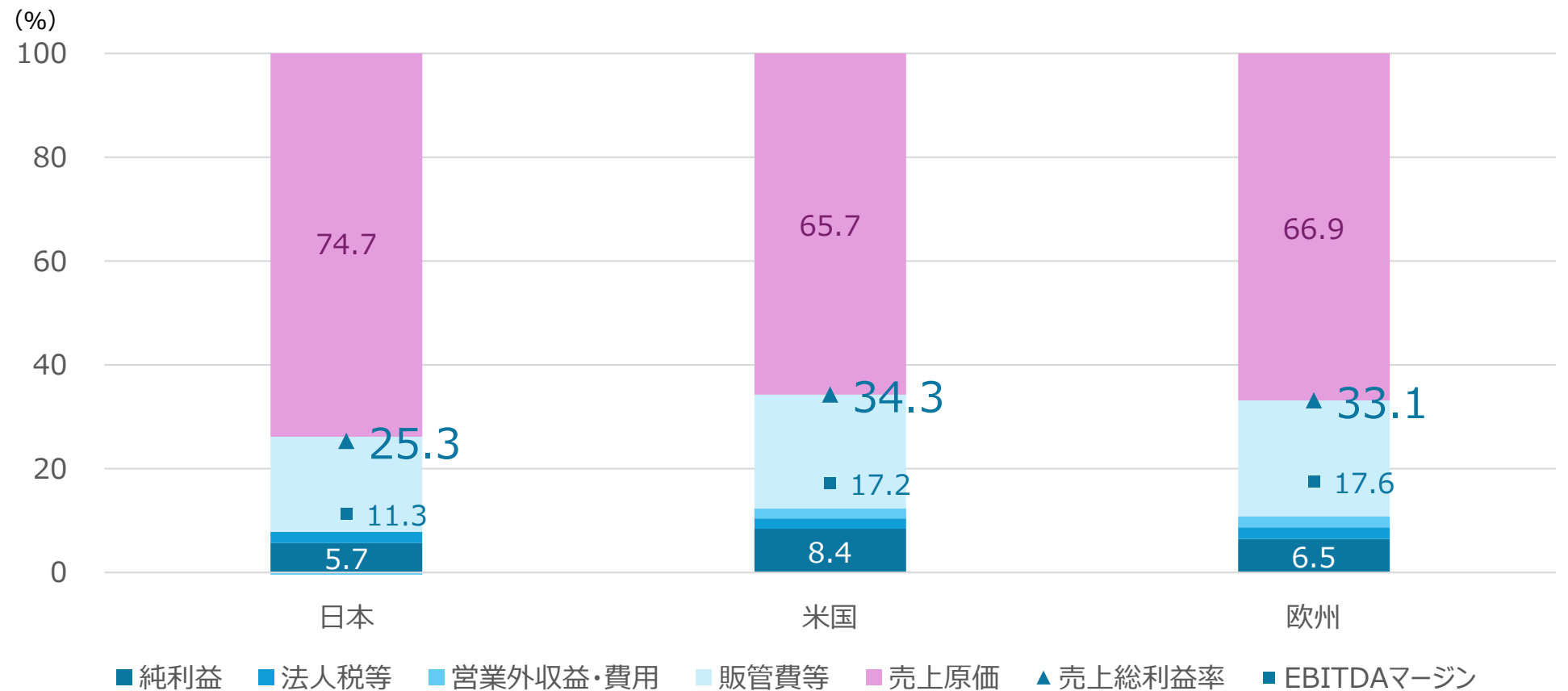
（出所）左図：総務省「消費者物価指数」を基に作成、右図：日本銀行「生活意識に関するアンケート調査」、「全国企業短期経済観測調査」（2025年4月1日）、Bloombergより作成。

上場企業の粗利率（日米欧比較）

第5回価値創造経営小委員会
事務局説明資料より再掲

- 粗利率については、米国企業が約34%、欧州企業が約33%に対して、日本企業は約25%と低い。
- 日本企業の粗利率の低さが、ROSの低さにも直結していると考えられる。

上場企業の粗利率（日米欧）（2023年度）



出所：スピーダのデータを基に経済産業省が作成。

※ 対売上高比率（%）。販管費等は売上総利益－営業利益、営業外収益・費用は営業利益－税金等調整前当期純利益、法人税等は税金等調整前当期純利益－当期純利益。

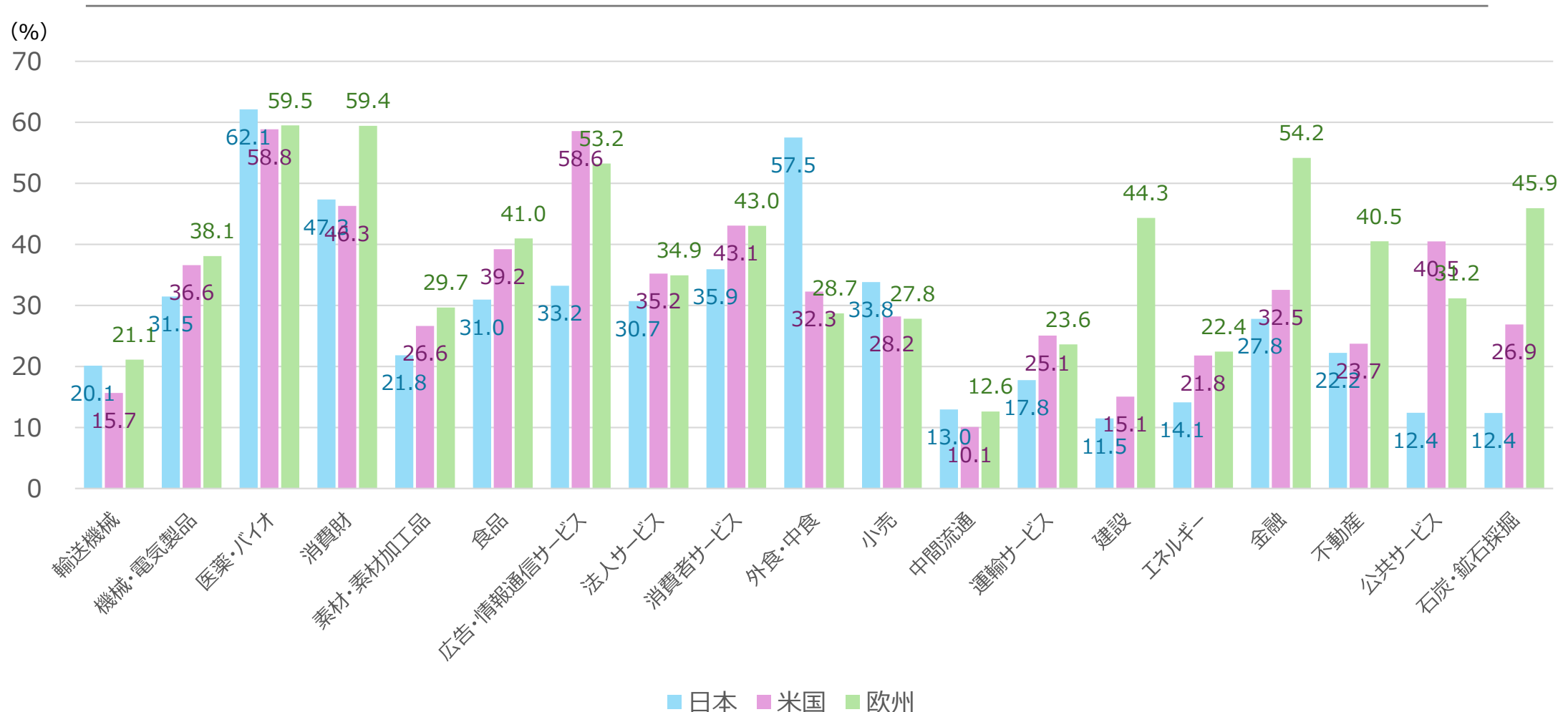
※ 集計対象：2023年度の売上高合計、売上原価合計、売上総利益、販売費及び一般管理費、営業利益、税金等調整前当期純利益、法人税等、当期純利益、EBITDAがすべて取得できる企業。日本は、所在国が日本であり東証プライム・スタンダード・グロースに上場する企業。米国は、所在国が米国でありNYSE・NASDAQに上場する企業。欧州は、所在国が欧州であり欧州内の取引市場に上場する企業。

※ 日本は営業外収益・費用が－0.8%。

日米欧上場企業の業種別粗利率

- 日米欧ともに業種によって粗利率の差があり、**医薬・バイオが最も高い**。
- 日本が米欧を上回る業種は4業種と少なく、19業種中13業種と多くの業種で米欧よりも低くなっている。

日米欧上場企業の業種別粗利率（2023年度）



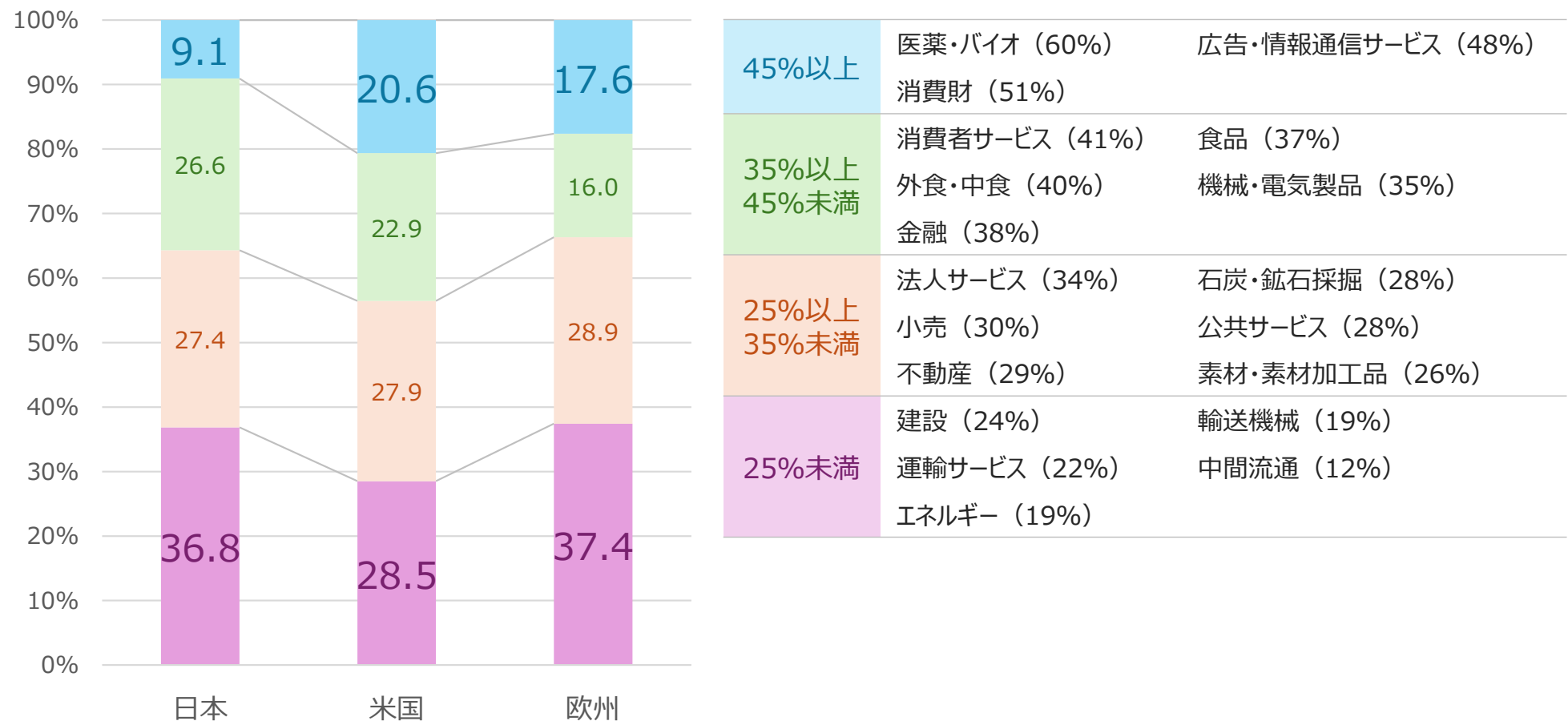
出所：スピーダのデータを基に経済産業省が作成。

※ 集計対象：2023年度の売上高合計と売上総利益が取得できる企業。日本は、所在国が日本であり東証プライム・スタンダード・グロースに上場する企業。米国は、所在国が米国でありNYSE・NASDAQに上場する企業。欧州は、所在国が欧州であり欧州内の取引市場に上場する企業。

日本企業は粗利率の高い業種が占める割合が少ない

- 日本は高粗利率（45%以上）の業種が占める割合が1割程度と小さい（米国21%、欧州18%）。
- 日本は低粗利率（25%未満）の業種が占める割合が4割程度と大きい（米国29%、欧州37%）。

高粗利率・低粗利率業種の構成比（日米欧比較）



出所：スピーダのデータを基に経済産業省が作成。

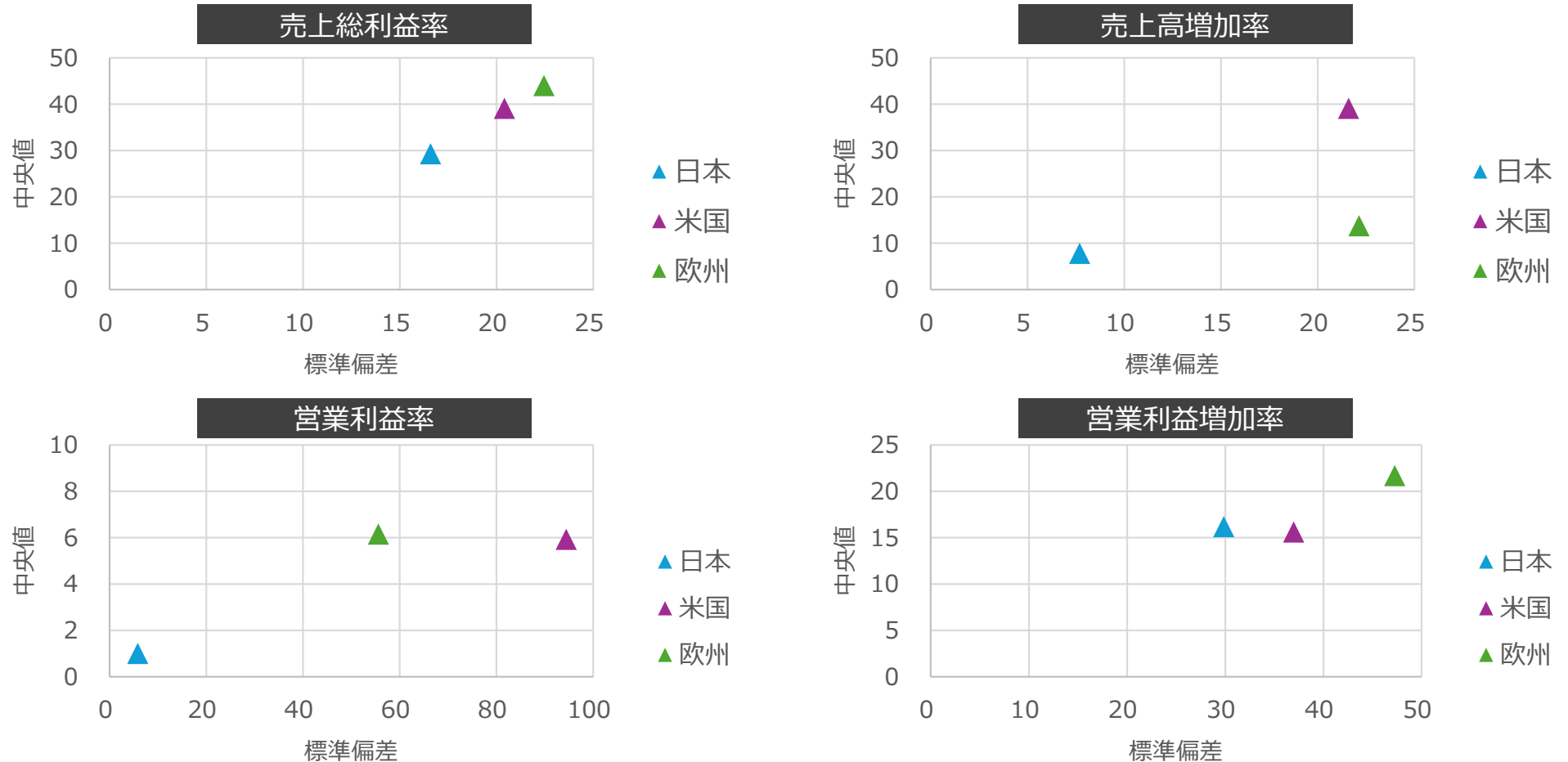
※ 日本・米国・欧州の各業種の粗利率（前頁参照）の単純平均によって区分。構成比は、対象企業全体の売上高合計に占める各業種の売上高合計の割合。

※ 各国・地域の業種別粗利率の集計対象：2023年度の売上高合計と売上総利益が取得できる企業。日本は、所在国が日本であり東証プライム・スタンダード・グロースに上場する企業。米国は、所在国が米国でありNYSE・NASDAQに上場する企業。欧州は、所在国が欧州であり欧州内の取引市場に上場する企業。

収益性・成長性指標の標準偏差・中央値（日米欧比較）

- 収益性・成長性に関する指標をみると、日本は中央値・標準偏差がともに米欧より小さい場合が多く、**低リスク・低収益（低成長）志向**であることがうかがえる。

収益性・成長性指標の標準偏差・中央値（日米欧比較）



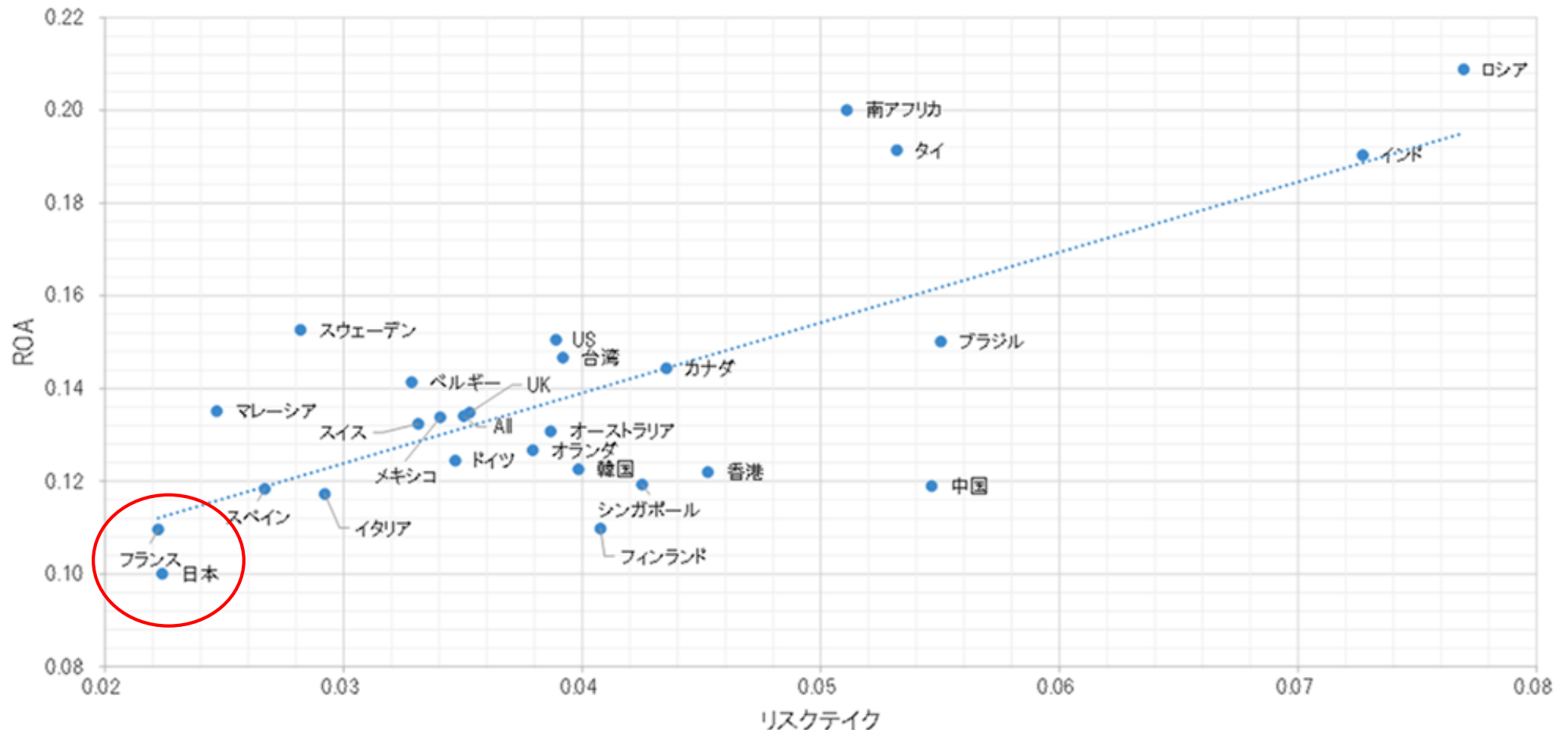
出所：スピーダのデータを基に経済産業省が作成。

※ 2021年度から2023年度の平均値の標準偏差及び中央値（外れ値処理として上位5%・下位5%を除く）。

※ 集計対象：それぞれの指標が2021年度から2023年度で連続して取得できる企業。日本は、所在国が日本であり東証プライム・スタンダード・グロースに上場する企業。米国は、所在国が米国でありNYSE・NASDAQに上場する企業。欧州は、所在国が欧州であり欧州内の取引市場に上場する企業。

(参考) リスクテイクとROAの関係

- RIETIの論文によると、収益性が高い国では、リスクテイクも高い傾向があり、両者の相関係数は0.42。
- 日本はリスクテイクが主要国で最も低くなっているが、回帰線の下方に位置し、フランスなどと比較して、リスクテイクに見合う収益性も上げられていない。



目次

1. 日本企業の課題
- 2. 成長投資**
3. 株主還元
4. 株主とステークホルダー
5. 四象限の移動分析
6. TSR
7. 本日の論点

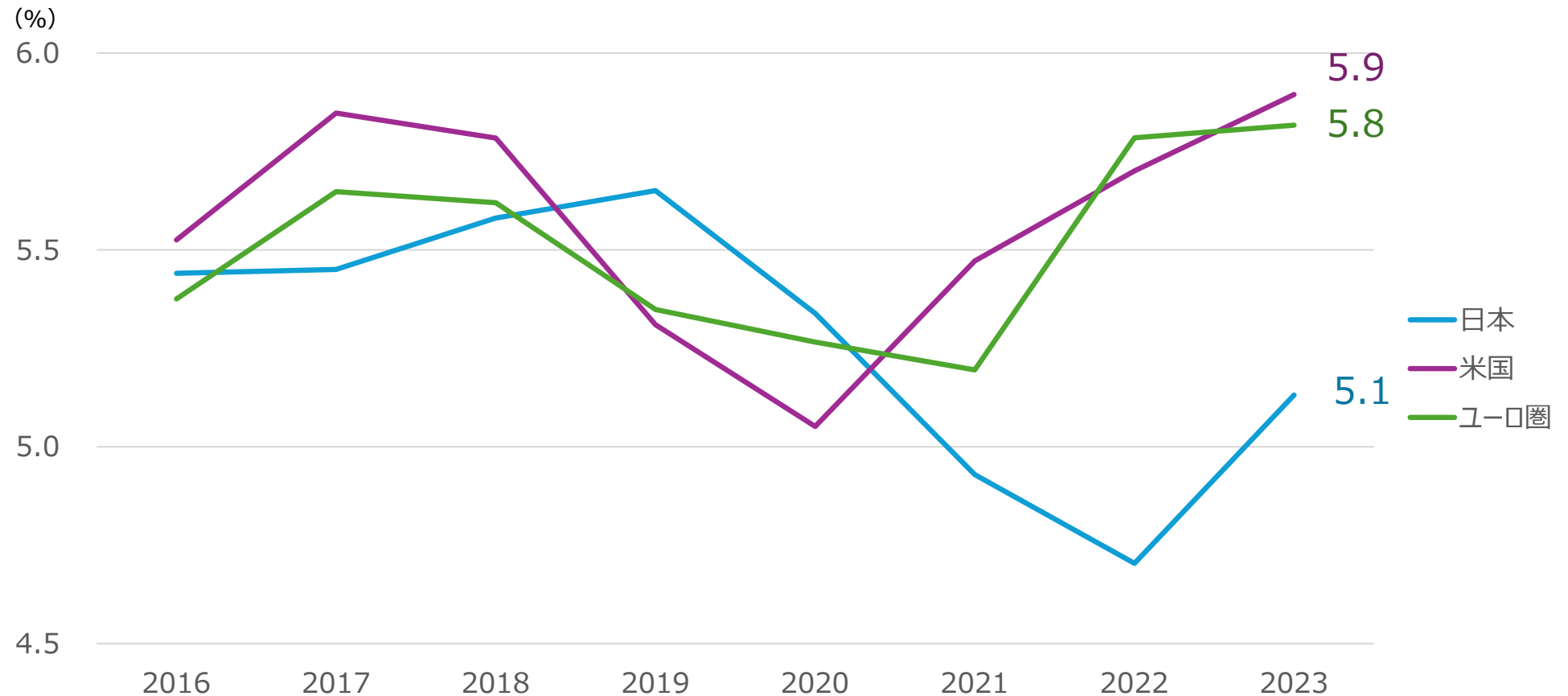
設備投資

対売上高設備投資比率の推移（日米欧）

第5回価値創造経営小委員会
事務局説明資料より再掲

- 対売上高設備投資比率は2020年まで各国ともほぼ同水準。
- 日本は2021年以降、米欧よりもやや低い水準となっている。

対売上高設備投資比率の推移（日米欧）



出所：Bloombergのデータを基に経済産業省が作成。

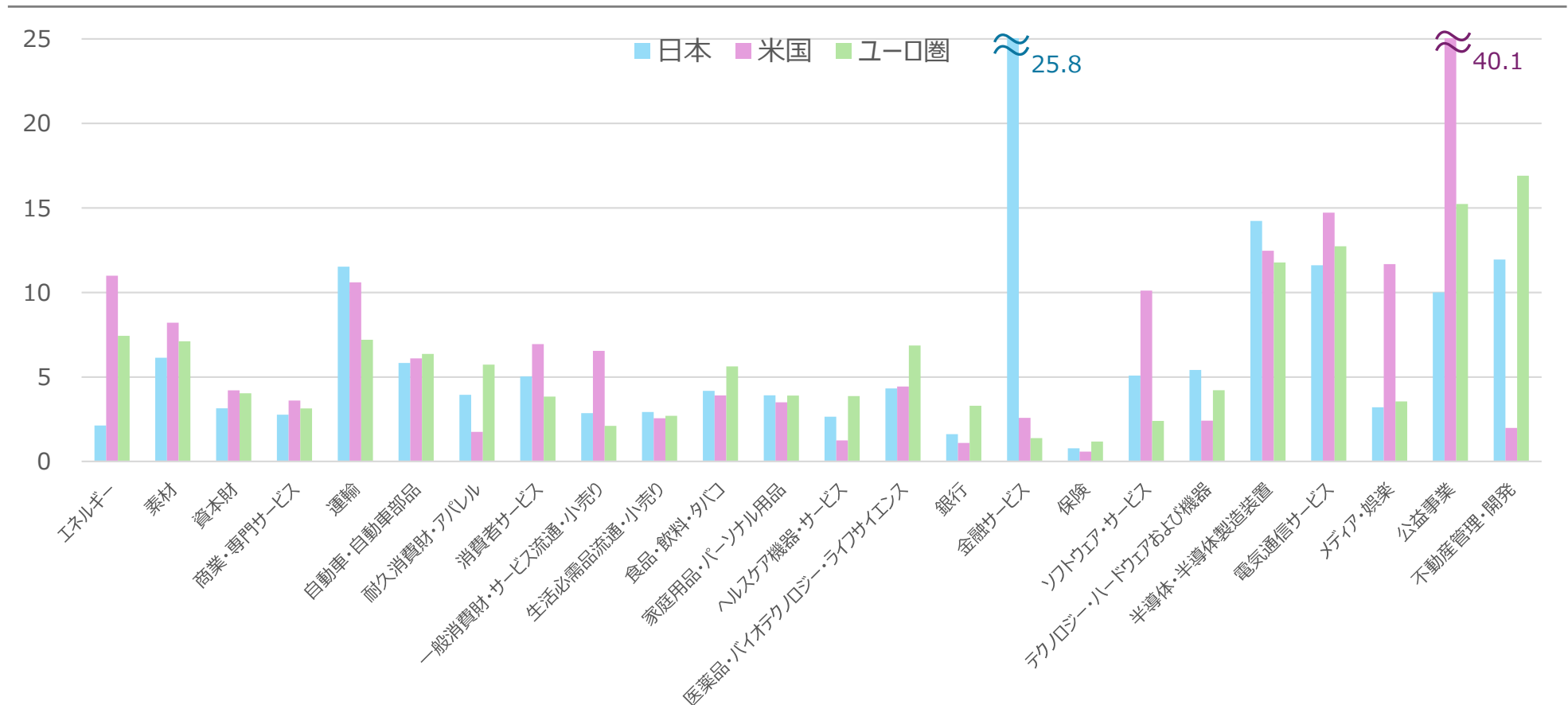
※ 直近期末日に応じて集計年度を調整済（例：2023年度の集計対象は、直近期末日が12月31日の企業についてはFY2023のデータを、12月31日以外の企業についてはFY2024のデータを用いる。なお、「年度」は期初日が属する年を、「FY」は期末日が属する年を指す）。

※ 集計対象：直近の時価総額が取得可能であり、各年度における売上高・収益が正の値である、日本・米国・欧州内の市場に上場する企業。対売上高設備投資比率の集計対象は、分子となる各年度の設備投資（CAPEX）が取得できる企業。国・地域は所在国によって分類。

対売上高設備投資比率（業種別）

- 半導体や運輸など米欧を超える大きな設備投資を行っている業種もある一方で、エネルギーは米欧より設備投資が少ない。

対売上高設備投資比率（業種別）



出所：Bloombergのデータを基に経済産業省が作成。

※ GICS産業グループにより分類。

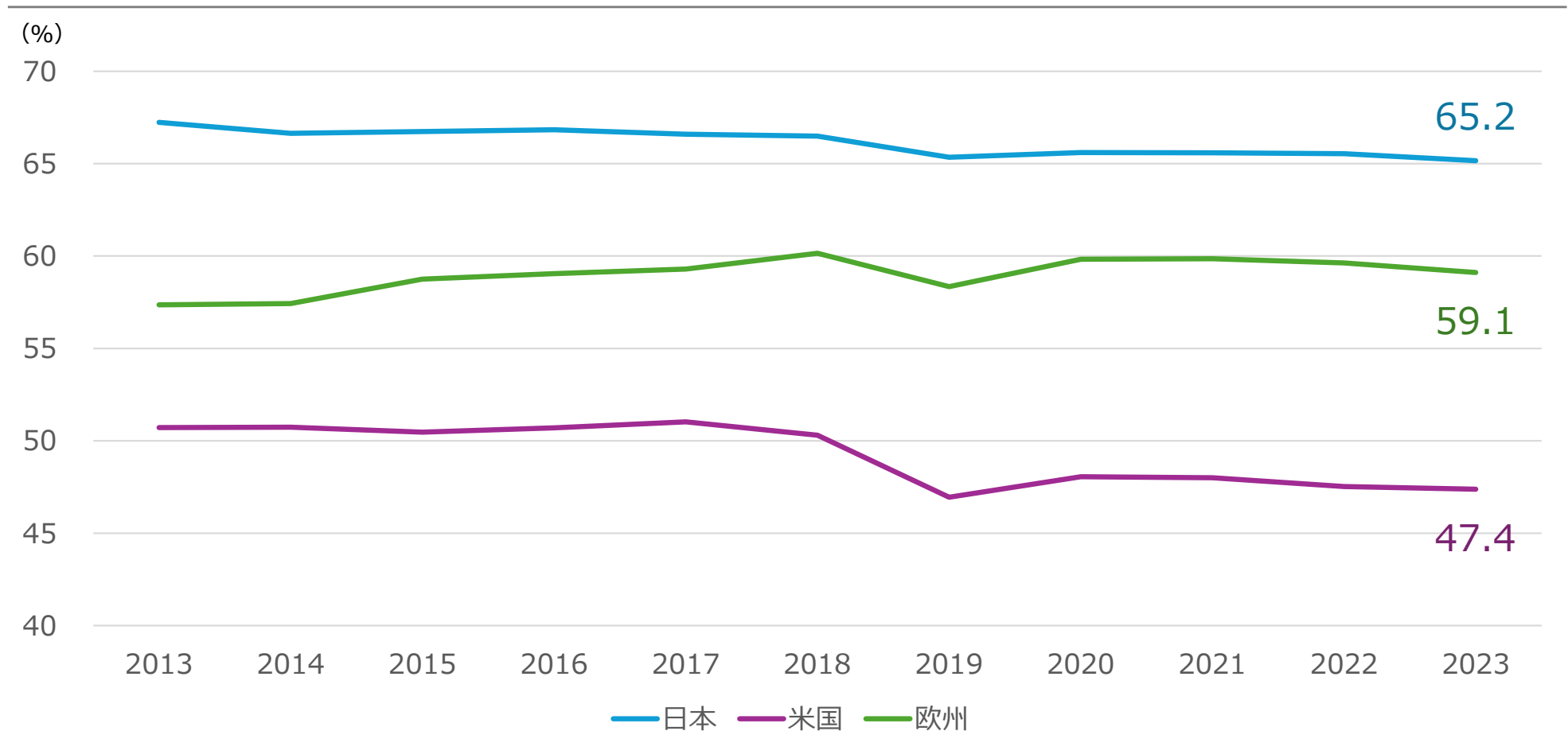
※ 直近期末日に応じて集計年度を調整済（例：2023年度の集計対象は、直近期末日が12月31日の企業についてはFY2023のデータを、12月31日以外の企業についてはFY2024のデータを用いる。なお、「年度」は期初日が属する年を、「FY」は期末日が属する年を指す）。

※ 集計対象：直近の時価総額が取得可能であり、2023年度における売上高・収益が正の値である、日本・米国・欧州内の市場に上場する企業。対売上高設備投資比率の集計対象は、分子となる各年度の設備投資（CAPEX）が取得できる企業。国・地域は所在国によって分類。

設備老朽化率（日米欧比較）

- 設備老朽化率は日米欧ともほぼ横ばい。
- 日本は約65%で推移しており、約50%の米国、約60%の欧州と比べて、最も設備の老朽化が進んでいる。

設備老朽化率（日米欧比較）



出所：スピーダのデータを基に経済産業省が作成。

※ 設備老朽化率 = 減価償却累計額 ÷ (有形固定資産 - 土地 + 減価償却費累計額)。

※ 集計対象：各年度の有形固定資産、土地、減価償却累計額が取得できる上場企業。日本は、所在国が日本であり東証プライム・スタンダード・グロースに上場する企業。米国は、所在国が米国でありNYSE・NASDAQに上場する企業。欧州は、所在国が欧州であり欧州内の取引市場に上場する企業。

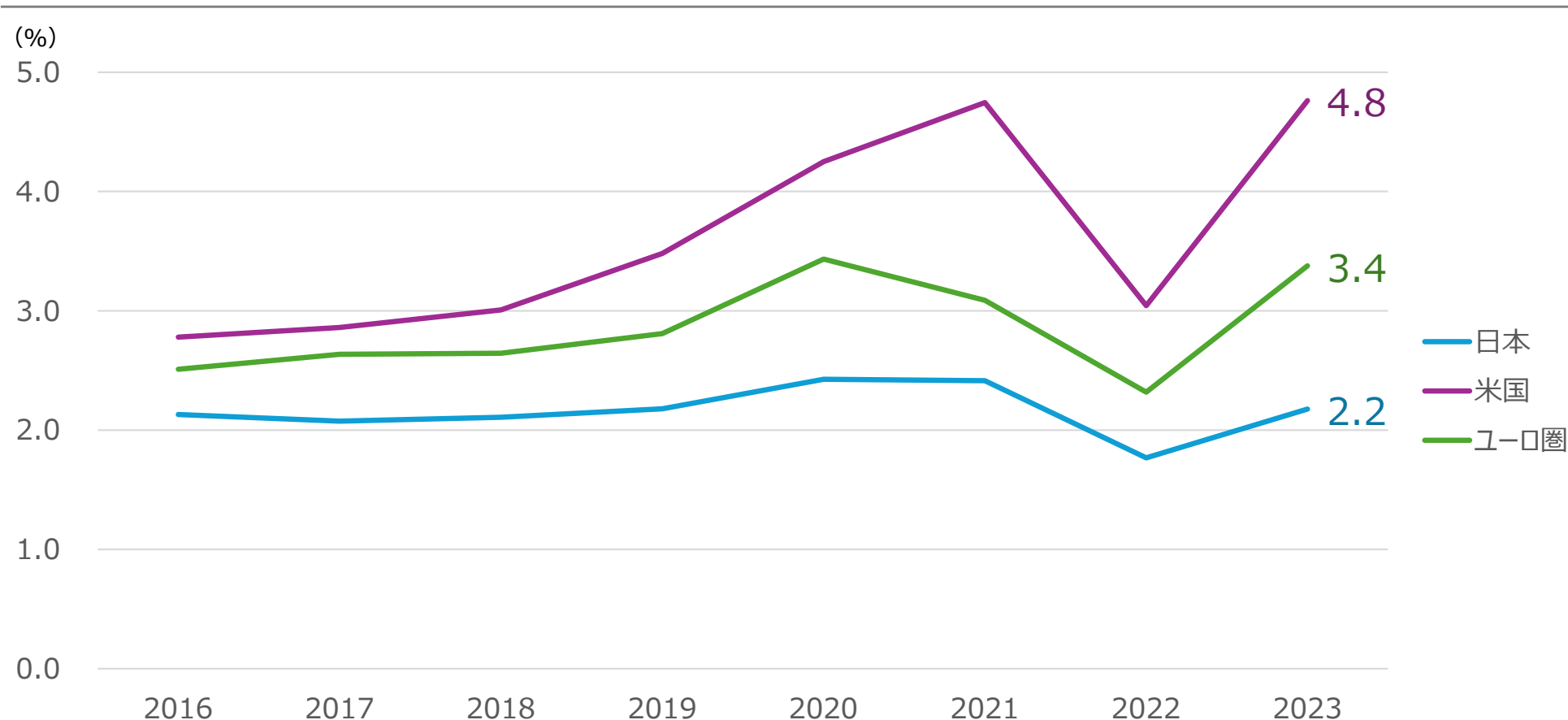
研究開発投資

対売上高研究開発費比率の推移（日米欧）

第5回価値創造経営小委員会
事務局説明資料より再掲

- 対売上高研究開発比率は米国が一番高く約5%となっている。
- 日本は増加傾向にあるものの、約2%と相対的に低い水準となっている。

対売上高研究開発費比率の推移（日米欧）



出所：Bloombergのデータを基に経済産業省が作成。

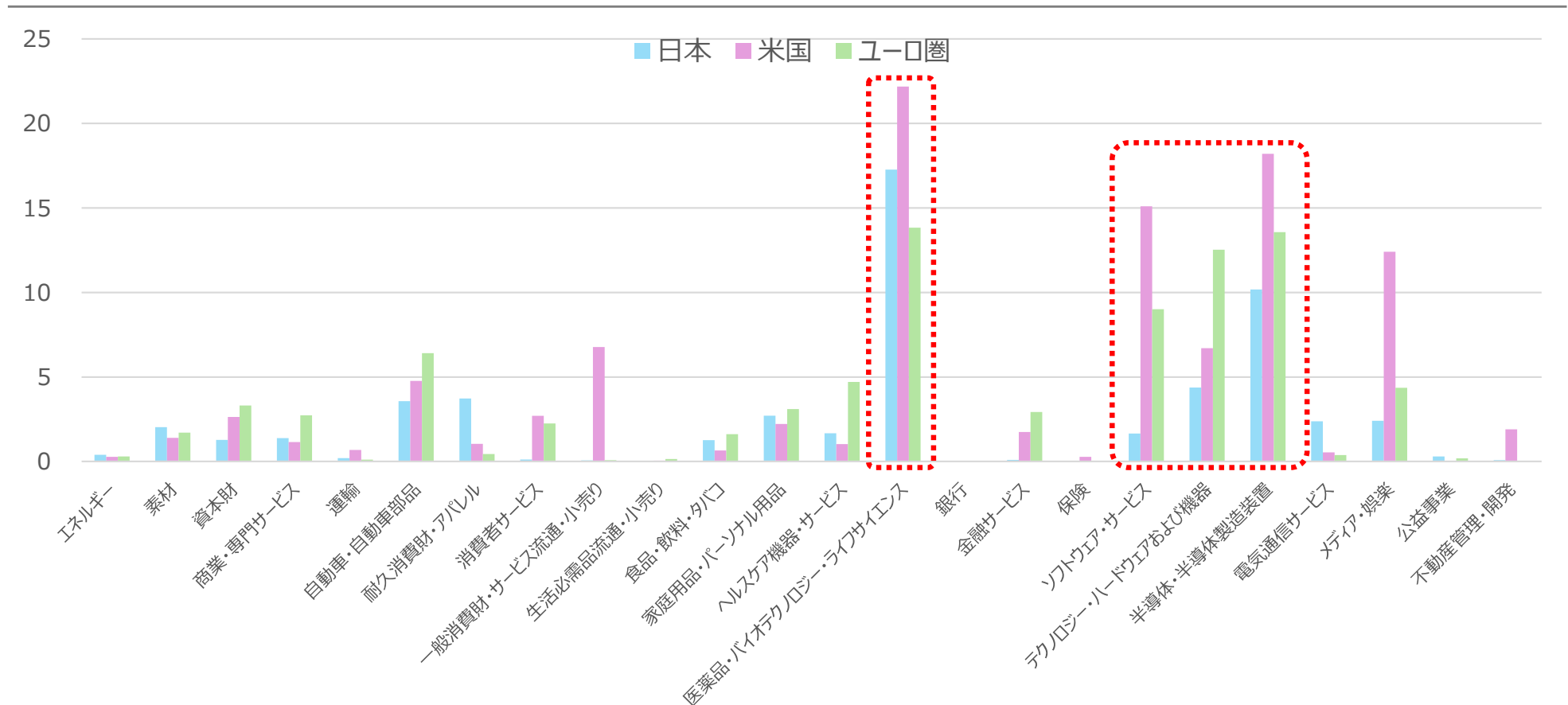
※ 直近期末日に応じて集計年度を調整済（例：2023年度の集計対象は、直近期末日が12月31日の企業についてはFY2023のデータを、12月31日以外の企業についてはFY2024のデータを用いる。なお、「年度」は期初日が属する年を、「FY」は期末日が属する年を指す）。

※ 集計対象：直近の時価総額が取得可能であり、各年度における売上高・収益が正の値である、日本・米国・欧州内の市場に上場する企業。対売上高研究開発費比率の集計対象は、分子となる各年度における研究開発費が取得できる企業。国・地域は所在国によって分類。

対売上高研究開発費比率（業種別）

- 日米欧ともバイオやデジタル系の業種が大きい。
- 日本はデジタル系の分野で米欧に大きく差をつけられており、成長分野への研究開発投資が不十分。

対売上高研究開発費比率（業種別）



出所：Bloombergのデータを基に経済産業省が作成。

※ GICS産業グループにより分類。

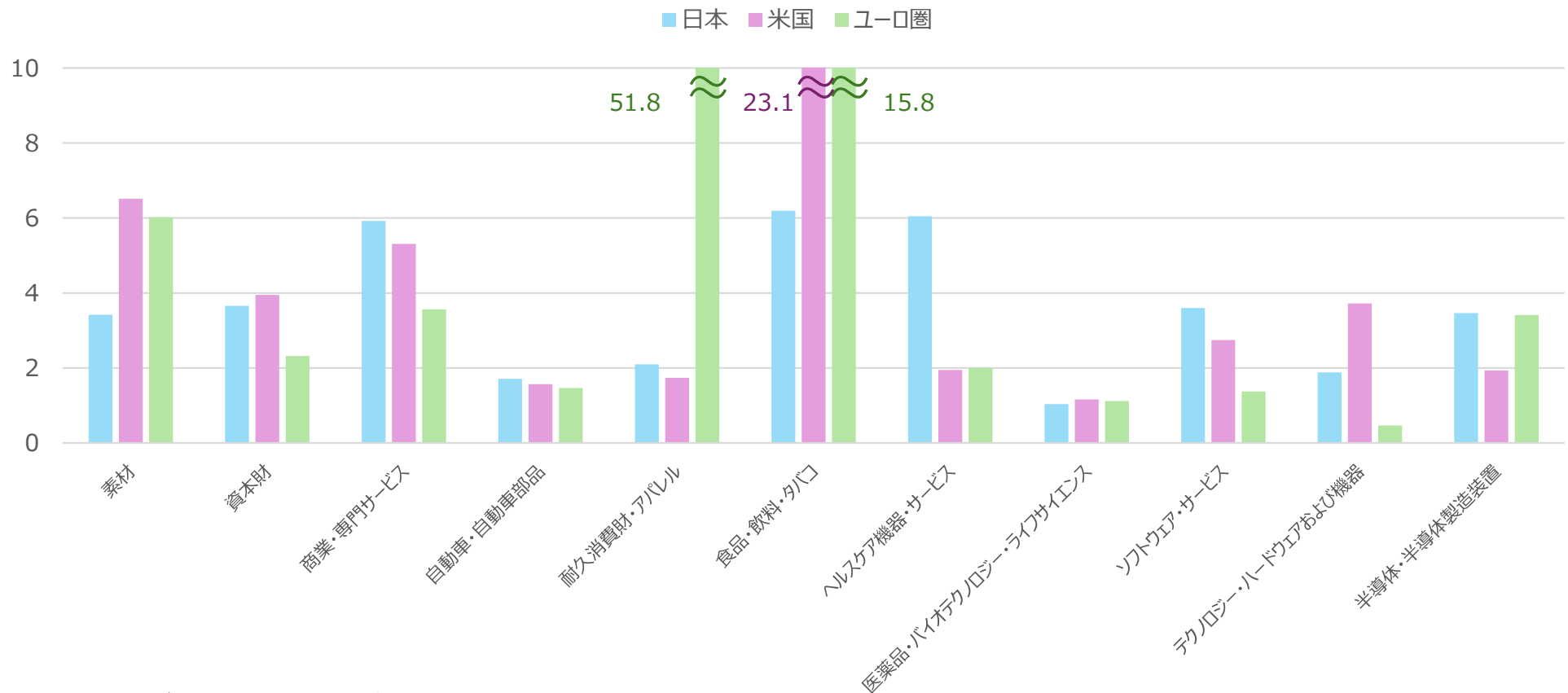
※ 直近期末日に応じて集計年度を調整済（例：2023年度の集計対象は、直近期末日が12月31日の企業についてはFY2023のデータを、12月31日以外の企業についてはFY2024のデータを用いる。なお、「年度」は期初日が属する年を、「FY」は期末日が属する年を指す）。

※ 集計対象：直近の時価総額が取得可能であり、2023年度における売上高・収益が正の値である、日本・米国・欧州内の市場に上場する企業。対売上高研究開発費比率の集計対象は、分子となる各年度における研究開発費が取得できる企業。国・地域は所在国によって分類。

研究開発の効率性

- 研究開発の効率性として、累計営業利益額と過去の累計研究開発費の比率でみると、米欧と比べ、自動車やヘルスケアなどでは効率性が高く、素材、食品・飲料、などでは効率性が低い。

研究開発の効率性(営業利益(2020-2023年度)/研究開発費(2016-2019年度))



出所：Bloombergのデータを基に経済産業省が作成。

※ GICS産業グループにより分類。

※ 直近期末日に応じて集計年度を調整済（例：2023年度の集計対象は、直近期末日が12月31日の企業についてはFY2023のデータを、12月31日以外の企業についてはFY2024のデータを用いる。なお、「年度」は期初日が属する年を、「FY」は期末日が属する年を指す）。

※ 集計対象：直近の時価総額が取得可能であり、2016年度から2019年度までの研究開発費及び2020年度から2023年度までの営業利益が取得できる（いずれかの値が0の場合は除く）、日本・米国・欧州内の市場に上場する企業。国・地域は所在国によって分類。

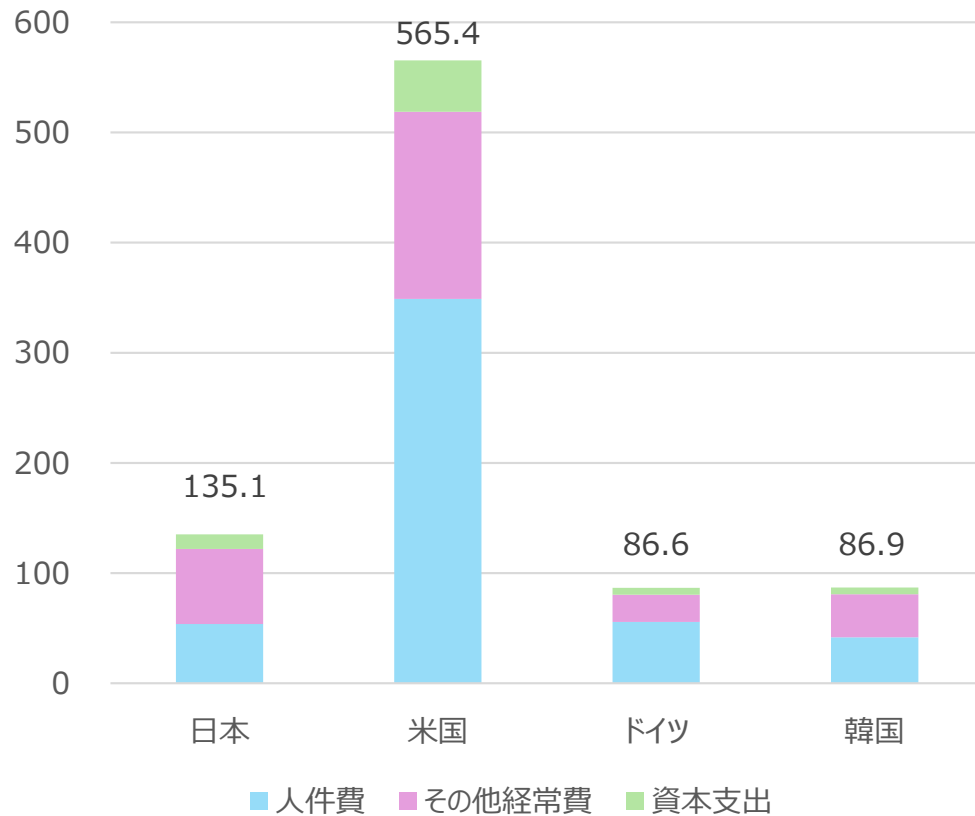
※ 2016年度から2019年度までの研究開発費及び2020年度から2023年度までの営業利益を取得可能な企業数が、100社以上（日米ユーロ圏合計）である産業分類のみ表示。

各国における企業の研究開発費

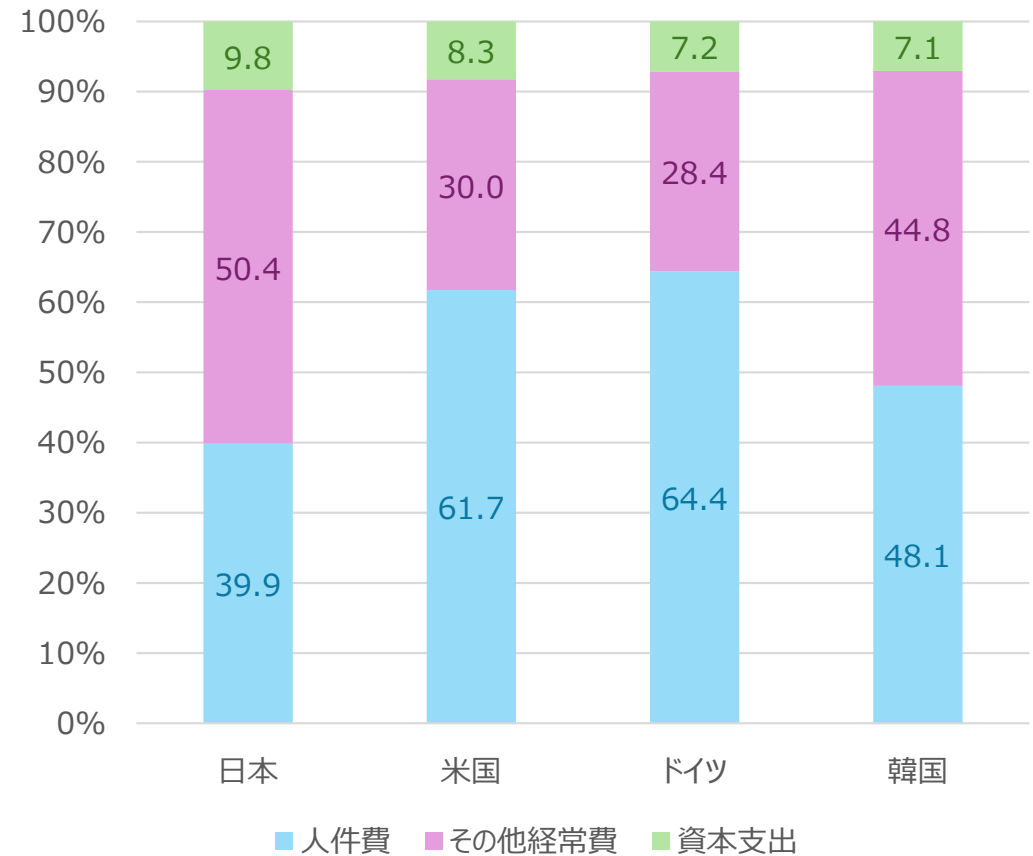
- 購買力平価換算でみると、企業の研究開発費は、日本が1,351億ドルであるのに対し、米国は5,654億ドル
- 研究開発費のうちの人件費は、日本は約40%であるのに対し、米国:約62%、ドイツ:約64%、韓国:約48%

研究開発費 (購買力平価換算・2021年)

(十億米ドル)



研究開発費の構成比



出所：OECD Data Explorer “Gross domestic expenditure on R&D by sector of performance and type of expenditure”

※ ドイツの値は暫定値。

※ 集計対象 Sector of performance: Business enterprise sector.

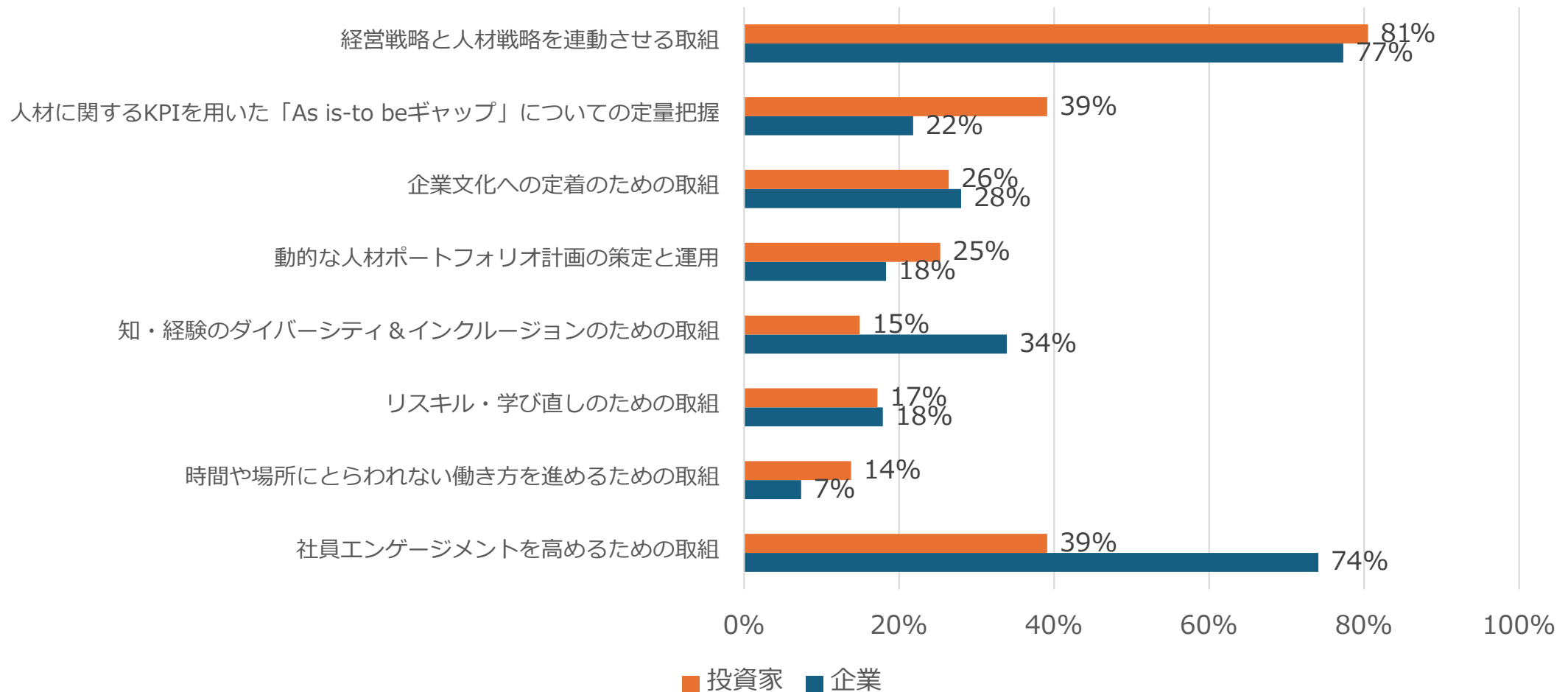
※ 人件費(Labour costs for internal R&D personnel)：研究者・技術者・補助スタッフの給与、社会保険料など。その他経常費(Other current costs)：材料、光熱費、ソフトウェア（1年以内使用）、外部人材、間接費。資本支出(Capital costs)：土地・建物、機械設備、長期使用ソフトウェア、知的財産権。

人的投資・無形資產投資

人的資本：企業は社員エンゲージメントを高める取組を重視

- 人的資本経営の重要テーマとして、経営戦略と人材戦略を連動させる取組は企業と投資家で一致。
- これに対して、社員エンゲージメントを高める取組の重要性は企業と投資家で認識に差が大きい。

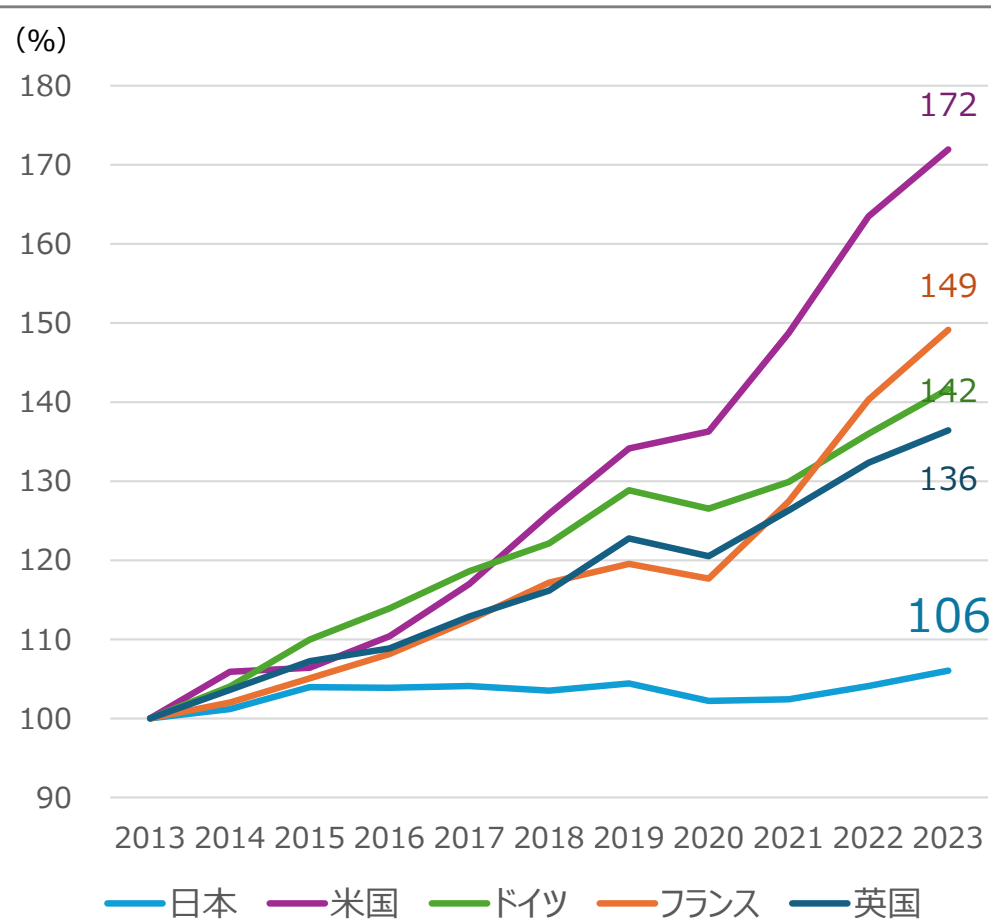
人的資本経営で重要視するテーマ（2024年度アンケート調査）



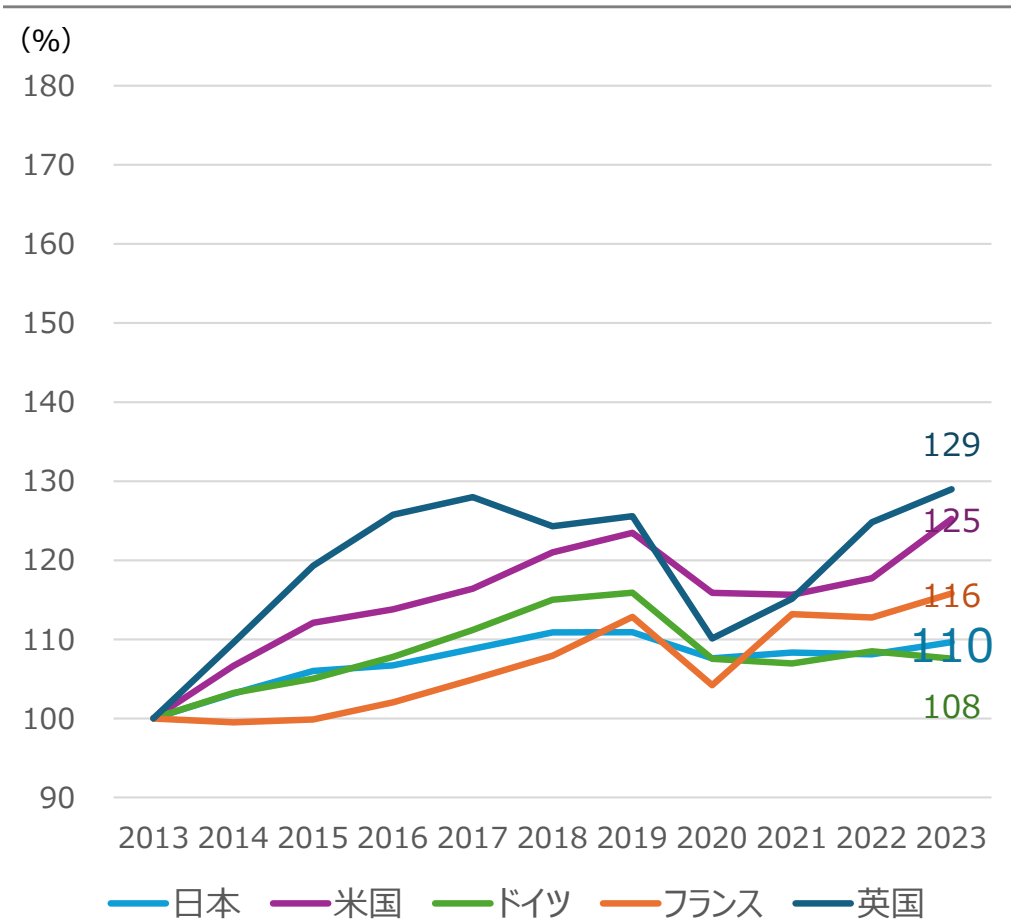
日米欧の無形・有形資産投資の推移

- 米欧諸国は有形資産投資を大きく上回る速度で無形資産投資を成長させている。
- 一方で、日本は有形資産投資よりも成長が遅く、10年間でほとんど成長していない。

無形資産投資



有形資産投資



出所：World Intellectual Property Organization及びLuiss Business School「Global INTAN-Invest」のデータを基に経済産業省が作成。

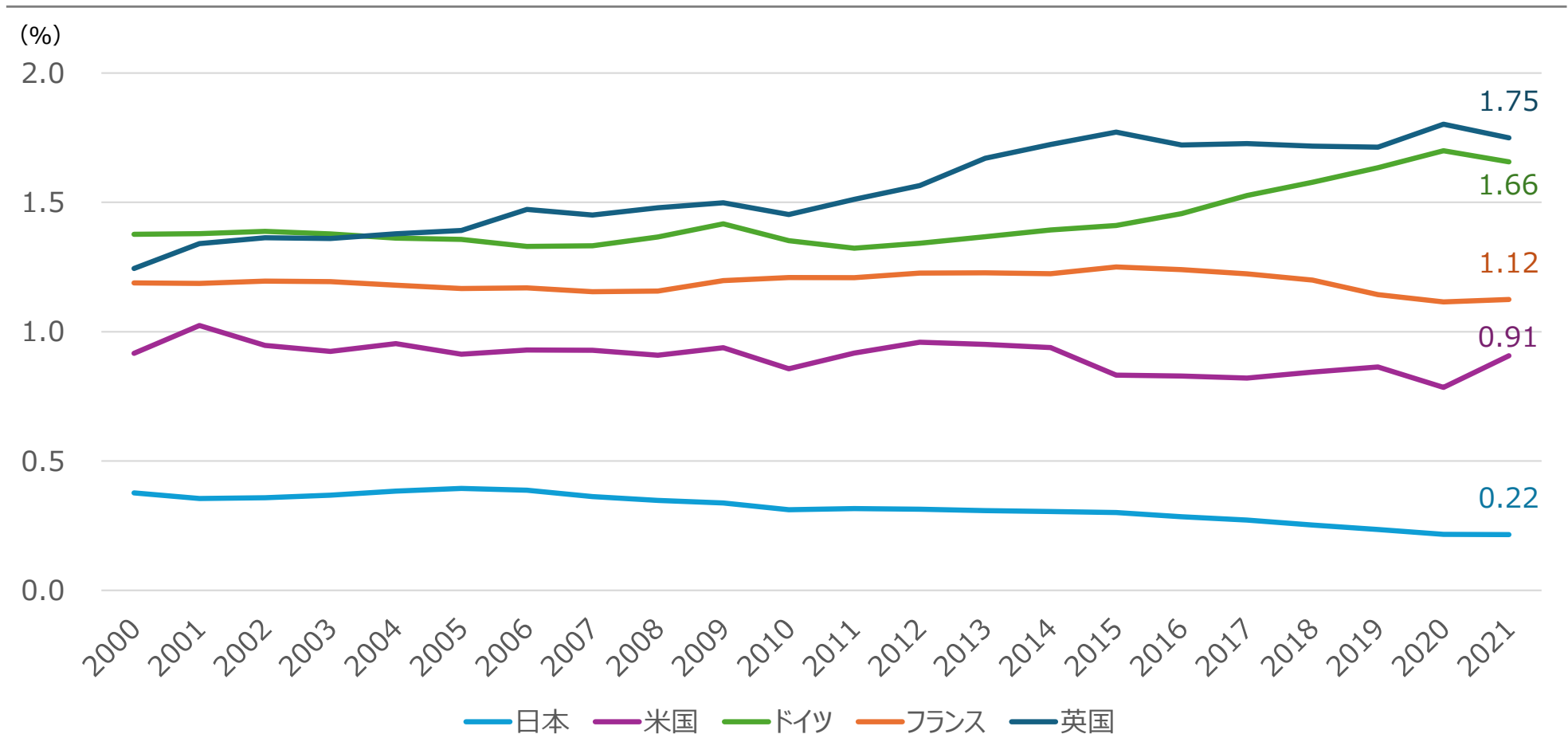
※ 無形資産投資はIq_Intan、有形資産投資はIq_TangNRes（実質価格）。

※ 無形資産投資には、国民経済計算における知的財産生産物（研究・開発、鉱物探査・評価、コンピュータソフトウェア・データベース、娯楽・文学・芸術作品の原本、その他の知的財産生産物）、デザイン、商標、組織資本、新たな金融商品などが含まれる。

人的資本投資（OFF-JT費・各国比較）

- 人的資本投資額(OFF-JTに関する直接費用+間接費用)の対GDP比率が、他の先進諸国と比較して低迷。
- ドイツ・英国では増加傾向であるのに対し、日本では減少傾向。

各国における人的資本投資額の対名目GDP比率



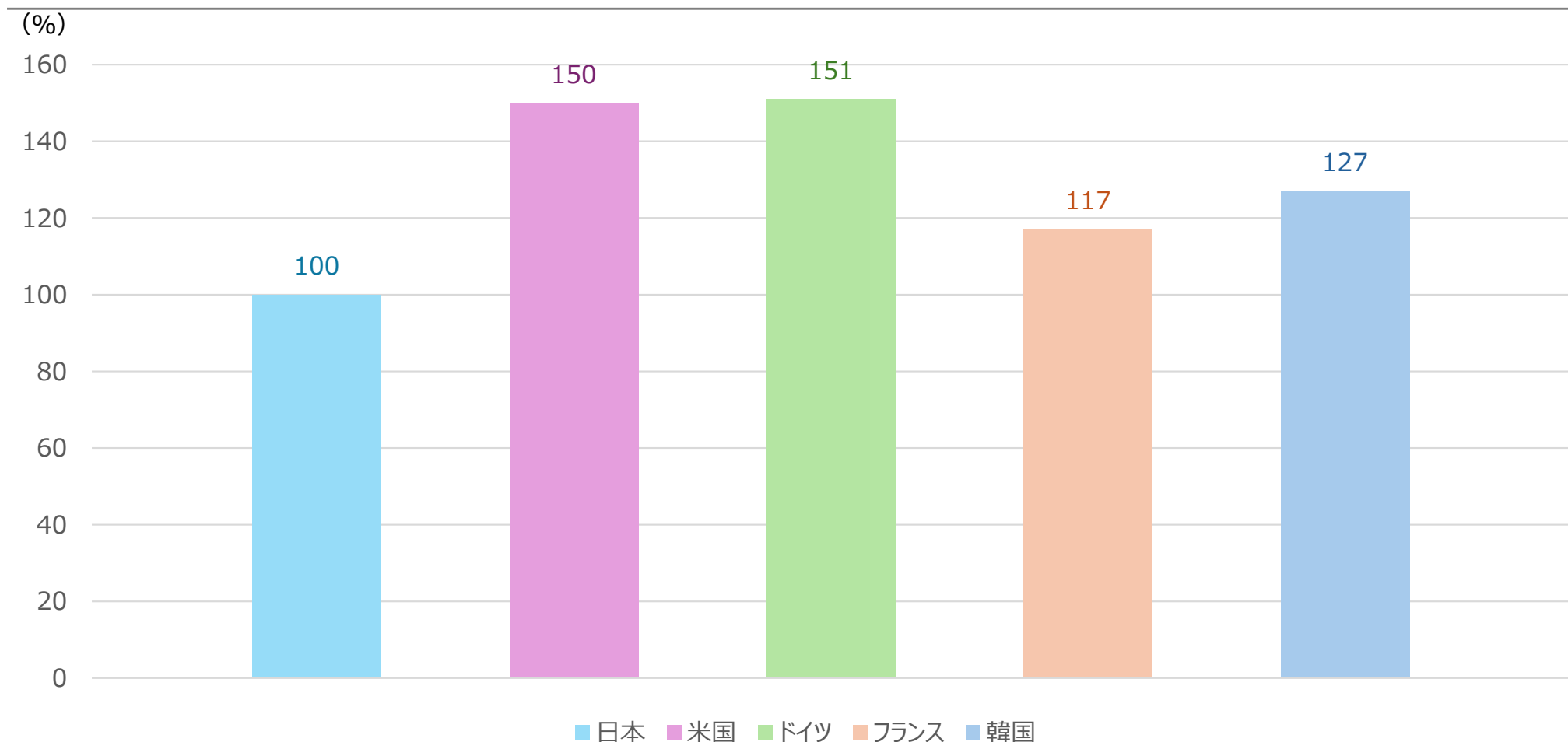
出所：EUKLEM INTAN Prod 2021のデータを基に経済産業省が作成。

※ 「人的資本投資額」はOFF-JT に関する「直接費用+間接費用」で構成。直接費用：OFF-JT（研修等）に投じられた直接的な費用。間接費用：研修を受けている間に通常業務から離れることで発生する機会費用。

人的資本投資（人件費・各国比較）

- 専門職シニアの賃金について、全職種中央値でみると、日本企業と他の先進国企業の間で、著しい賃金差が存在する。

内外賃金差（全職種中央値・日本企業を100とした各国企業の指数）



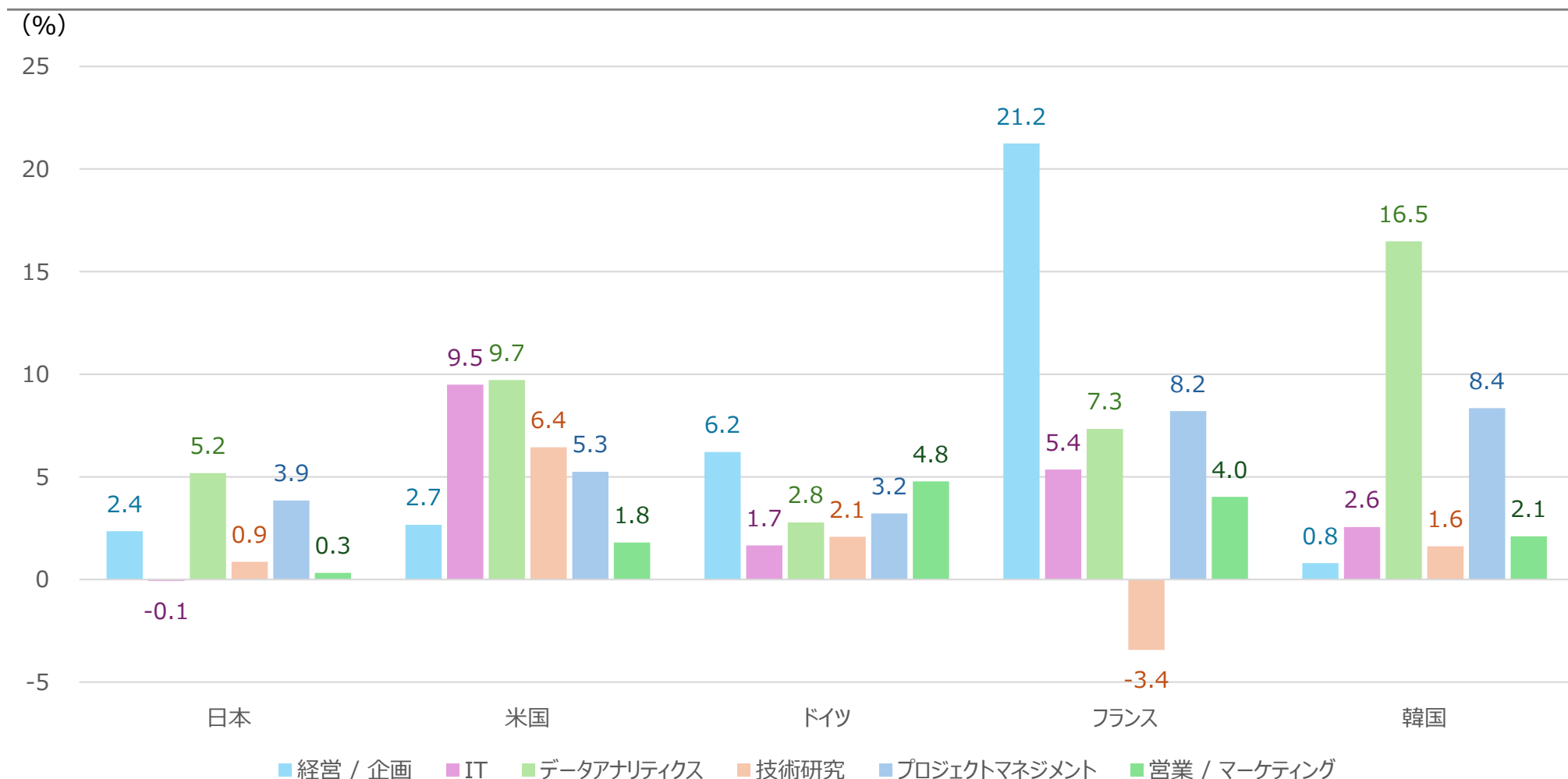
出所：マーサー社提供データを基に経済産業省が作成。

※世界の職種別総現金報酬水準（専門職シニア/Senior Professional）について、それぞれ各国の全職種の賃金の中央値(現地通貨)を2024年の購買力平価ドル（OECD）を用いて実質化。

人的資本投資（人件費・各国比較）

- 高いスキルが要求される分野（IT、データアナリティクス、プロジェクトマネジメント、営業/マーケティング、技術研究、経営・企画など）と全職種中央値を比較した際の賃金差が小さく、スキルの高い人材が報われにくい制度となっている可能性が示唆される。

各国の全職種の賃金を100とした場合の職種別賃金差



出所：マースー社提供データを基に経済産業省が作成。

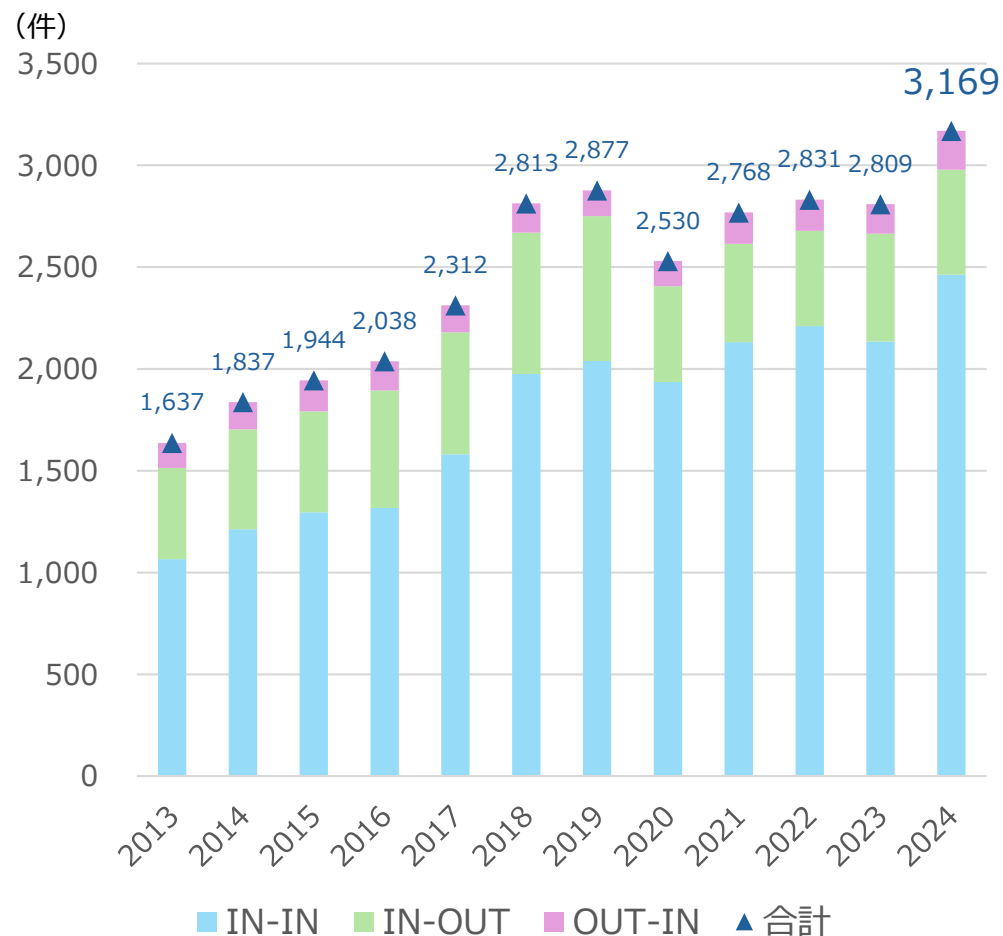
※世界の職種別総現金報酬水準（専門職シニア/Senior Professional）について、各国において、全職種の賃金の中央値を100とした時の当該中央値と各職種の比率差を示したものである。

M & A

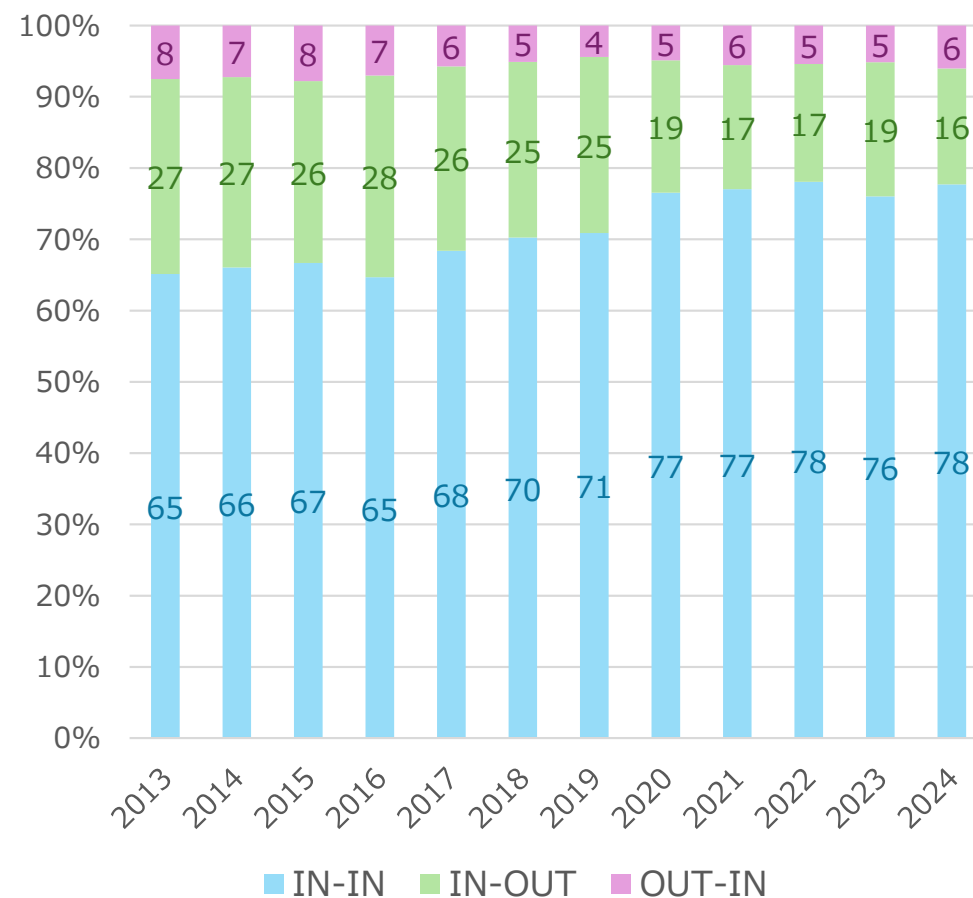
日本の上場企業のM&A件数（国内・クロスボーダー）

- 日本のM&A件数は年々増加しており、約10年間で2倍近くに。
- 割合はIN-IN、IN-OUT、OUT-INの順に大きく、2020年頃からIN-INが大きくIN-OUTが小さくなっている。

M&A件数



タイプ別割合



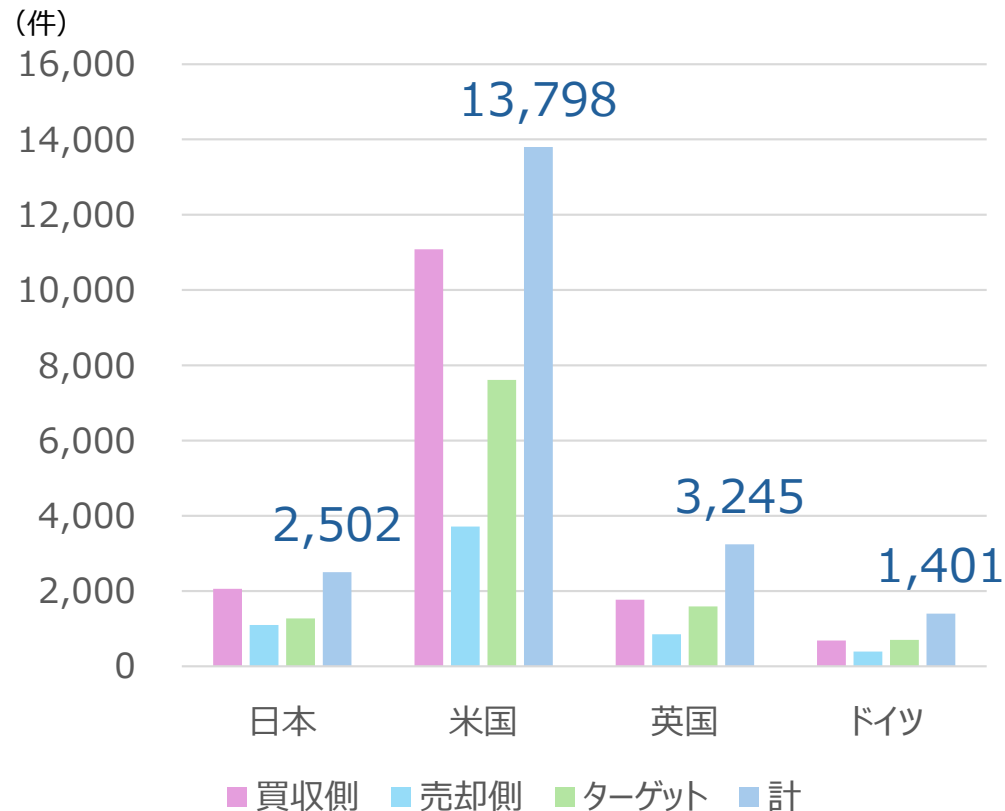
出所：レコフM&Aデータベースのデータを基に経済産業省が作成。

※ 集計対象：各年に公表されたM&A案件のうち、当事者または株取得先が上場企業である案件。

日米欧のM&A件数

- M&A件数は米国が突出して多く、日欧の4倍～10倍ほどにもなる。
- タイプ別では日米はIN-INが多く、欧州はOUT-INやIN-OUTが多い。

M&A件数（2024年）



タイプ別割合（2024年）



出所：Bloombergのデータを基に経済産業省が作成。

※ 集計対象：2024年に公表されたM&A案件。

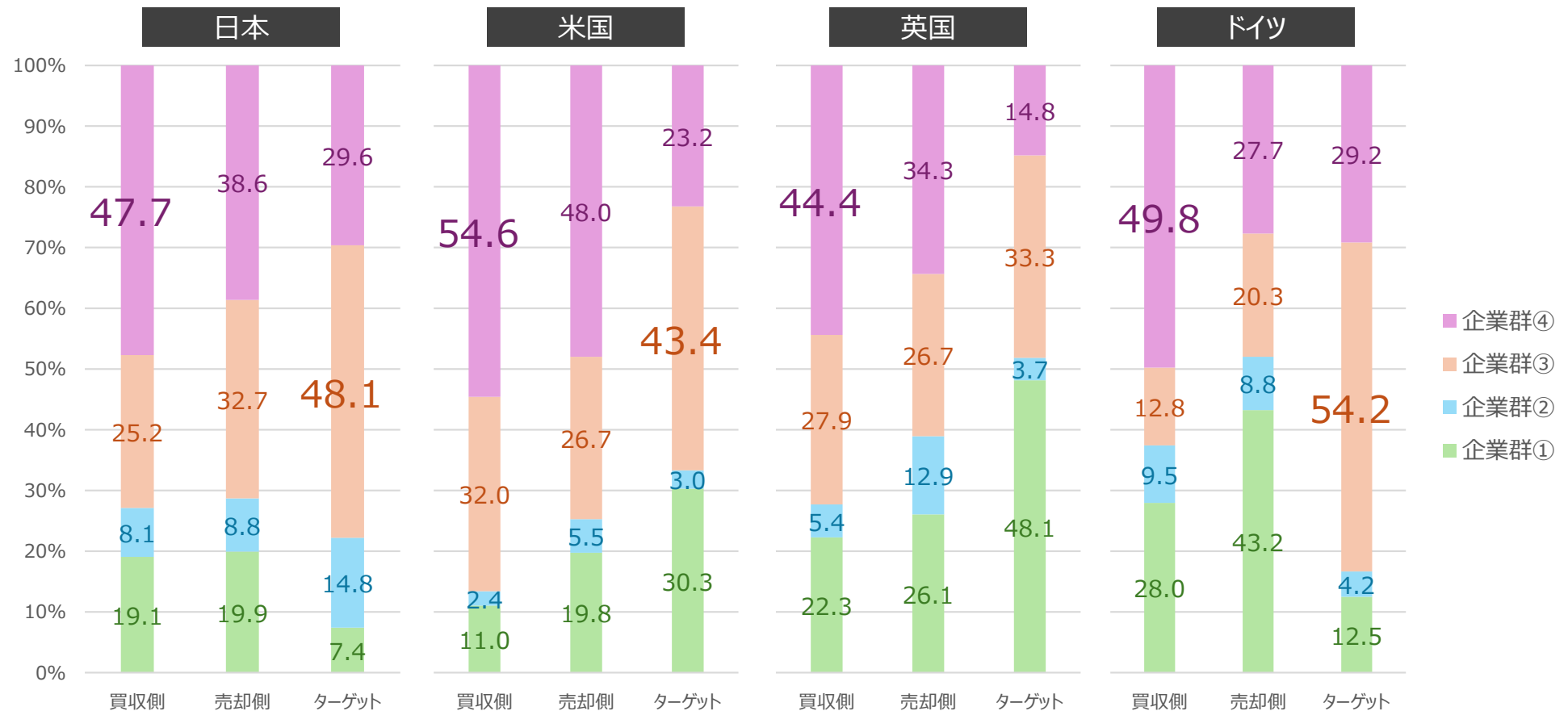
※ 左の表は、買収側企業、売却側企業、ターゲット企業の所在地が当該国である案件の数を集計。合計は、買収側企業、売却側企業、ターゲット企業のいずれかの所在地が当該国である案件の数。

※ 右の表は、買収側企業及びターゲット企業の両方の所在地が取得できる案件のうち、買収側企業及びターゲット企業の所在地が当該国である案件をIN-IN、買収側企業の所在地が当該国でありターゲット企業の所在地がその他の国である案件をIN-OUT、買収側企業の所在地がその他の国でありターゲット企業の所在地が当該国である案件をOUT-INとして集計。

日米欧のM&A当事者の企業群別割合

- 買収側企業は各国とも約半数が企業群④。
- ターゲット企業はサンプル数が少ない点に注意が必要であるものの、英国を除き約半数が企業群③。

各当事者の企業群別割合（日米欧比較）



出所：Bloombergのデータを基に経済産業省が作成。

※ 集計対象：2024年に公表されたM&A案件のうち、買収側企業、売却側企業、ターゲット企業のいずれかのROE及びPBRが取得できる案件。

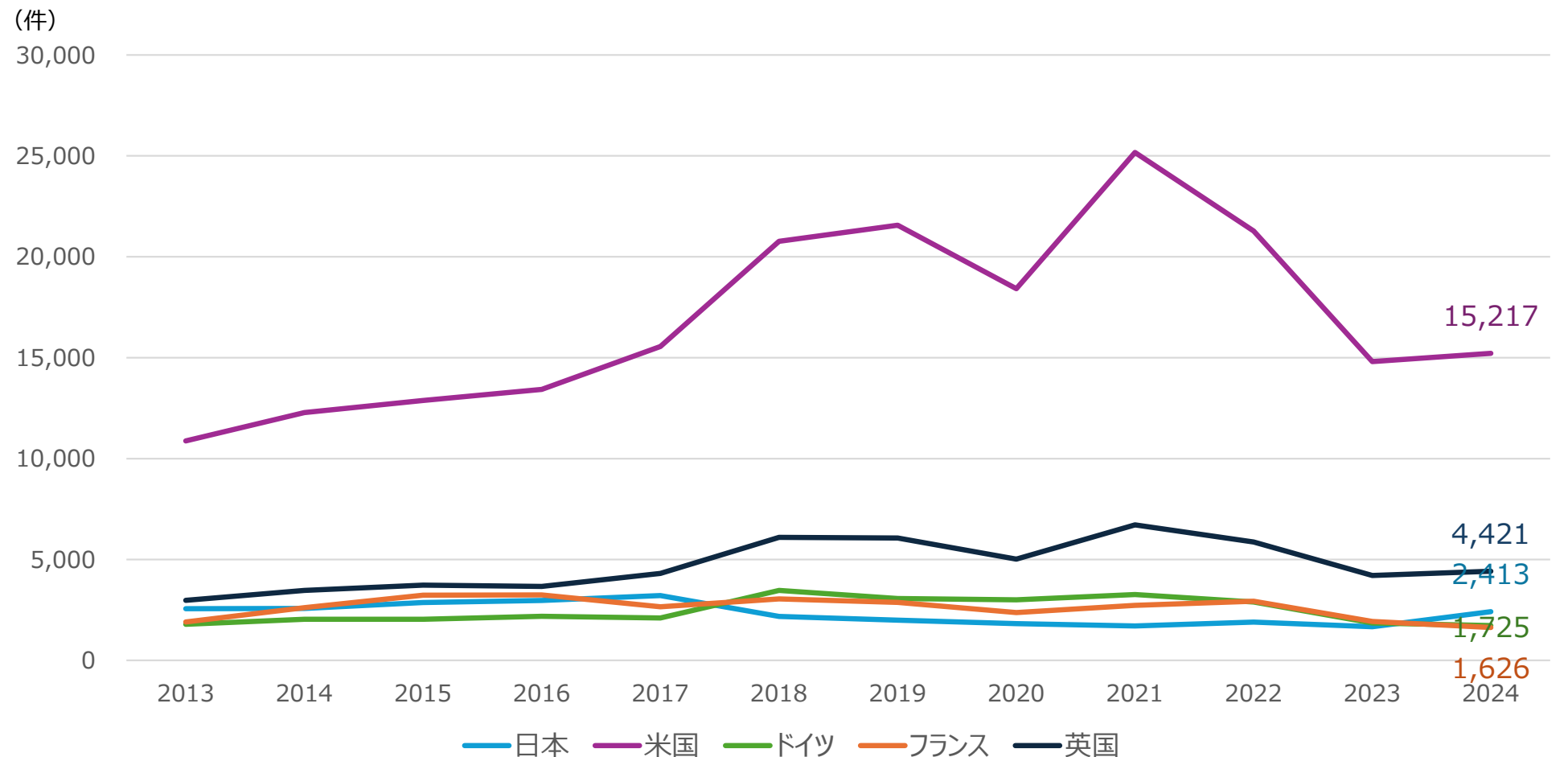
※ ターゲット企業のROE及びPBRを取得できる案件は少なく、日本は27件、米国は99件、英国は27件、ドイツは24件となっている。

※ 企業群①はROE8%未満かつPBR1倍未満、企業群②はROE8%以上かつPBR1倍未満、企業群③はROE8%未満かつPBR1倍以上、企業群④はROE8%以上PBR1倍以上。

日米欧のM&A件数

- M&A件数は米国が突出して多く、日欧の3倍～6倍ほどにもなる。
- 日欧の中では英国が比較的多く、日独仏は2,000～3,000件で推移。

M&A件数（日米欧比較）



目次

1. 日本企業の課題
2. 成長投資
- 3. 株主還元**
4. 株主とステークホルダー
5. 四象限の移動分析
6. TSR
7. 本日の論点

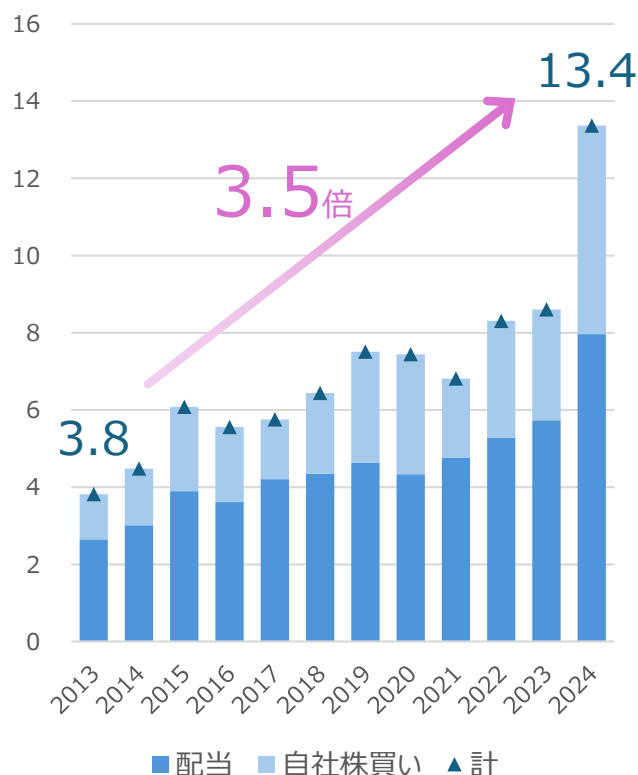
上場企業の平均株主還元額推移（日米欧比較）

第5回価値創造経営小委員会
事務局説明資料より再掲

- 上場企業の平均的な株主還元額は日米欧ともに上昇。
- 日本は欧米に比べて伸びが大きく、2024年度は2013年度に比べて3.5倍となっている。

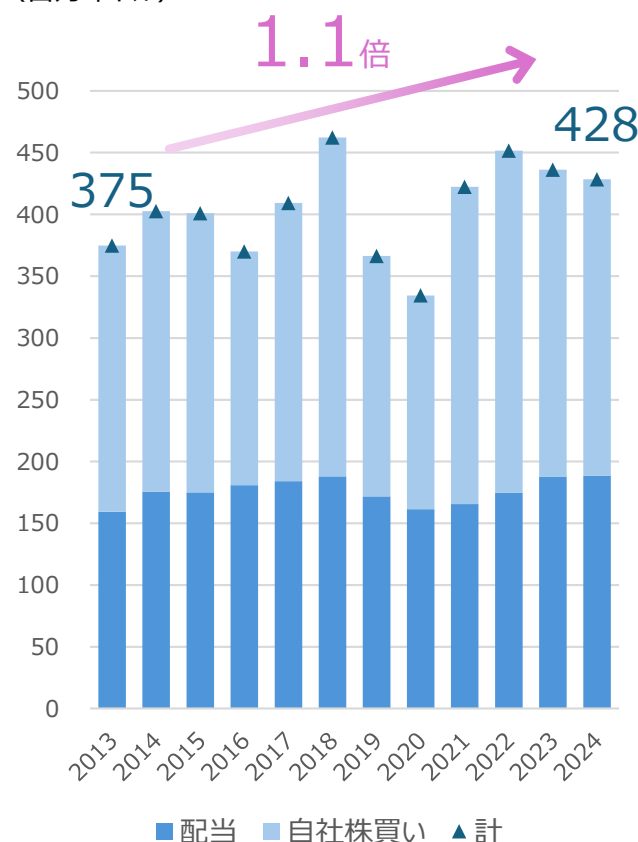
日本

(十億円)



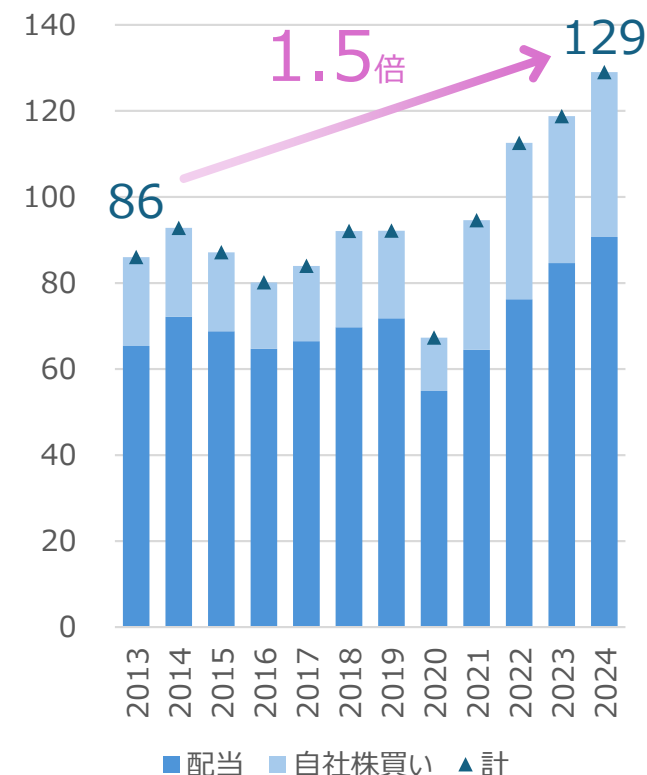
米国

(百万米ドル)



欧州

(百万ユーロ)



出所：スピーダのデータを基に経済産業省が作成。

※ 配当は支払配当金（財務キャッシュフロー）を使用。自社株買いは株式の償還及び消却（財務キャッシュフロー）を近似値として使用。

※ 集計対象：各年度の親会社株主に帰属する当期純利益が取得できる上場企業（2024年度はデータ取得日時点（2025年8月）で決算情報が開示されている企業に限られる）。日本は、所在国が日本であり東証プライム・スタンダード・グロースに上場する企業。米国は、所在国が米国でありNYSE・NASDAQに上場する企業。欧州は、所在国が欧州であり欧州内の取引市場に上場する企業。

自社株買いに関する論文

- 論文「The real effects of share repurchases」では、アナリスト予想EPSを「わずかに下回る」企業群と「わずかに上回る」企業群を比較し、自社株買いが雇用や投資、現金保有などに与える影響を分析。

論文の概要

研究の 背景と目的

- 従来研究では、自社株買いと投資の間に負の相関があることが示されてきたが、これは成長機会の乏しい企業が投資を減らし、その資金を自社株買いに回しているためだと解釈されてきた。本論文は、**自社株買いと投資の間に負の相関を明確にするため、成長機会とは無関係な自社株買いの変動を利用して影響を分析。**

主な 実証結果

- 分析手段：**アナリスト予想EPSを「わずかに下回る」企業群と「わずかに上回る」企業群を比較し、自社株買いが雇用や投資、現金保有などに与える影響を分析。
- 実証結果①：**EPS予想を僅かに下回る企業は、EPSを上回るために自社株買いを行う確率が急激に高まる。
- 実証結果②：**EPS管理動機（EPSのアナリスト予想を達成する動機）による自社株買いを行った企業は、その後4四半期にわたり、雇用・設備投資・研究開発を減少させる傾向がある（雇用は平均で5%、設備投資は10%、R&Dは3%減少）。現金保有も減少するが、外部からの資金調達（借入や新株発行）は増加しない。
- 実証結果③：**EPS管理動機による自社株買いにより、アナリストのEPS予想を「上回った」場合、株価はポジティブに反応し、自社株買いを行わずにアナリストのEPS予想を上回った場合と同等のリターンが得られる。但し、現預金ではなく、実際の投資や雇用を削減して自社株買いを行った場合、株価反応や将来の業績（ROA）は低下する傾向がある。

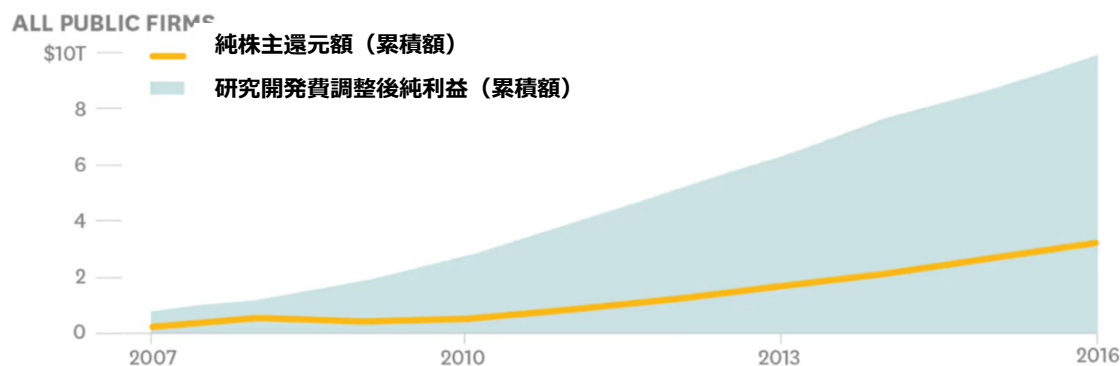
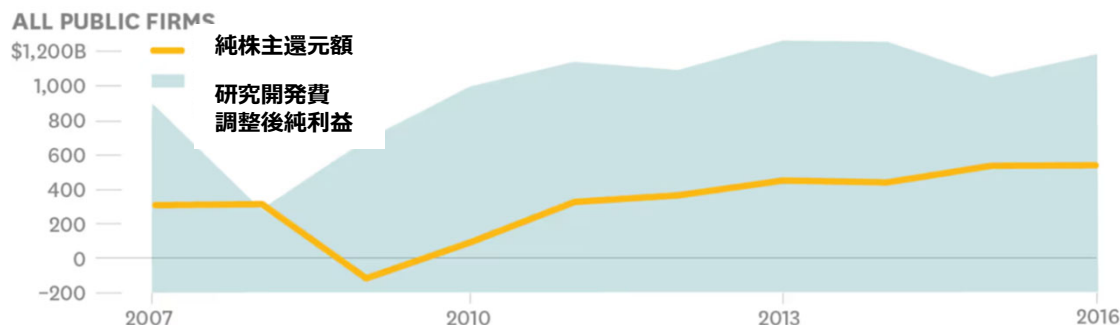
結論

- EPS管理動機による自社株買いは、企業の雇用や投資を減少させる実体的な効果を持つ一方、株主価値への影響は資金調達手段によって異なる。現預金を使って自社株買いを行う場合は株価への悪影響は限定的だが、投資や雇用を削減して行う場合は、株価や将来業績にマイナスの影響が生じる可能性が認められる。

自社株買いに関する論文

- HBRの論文では、企業の株主還元と投資余力の水準について正確に検証を行うには、「純株主還元額」（配当金と自社株買いから株式発行額を差し引いた金額）と、「研究開発費調整後純利益」（純利益に研究開発費を戻した金額）を比較するべきであるとしている。
- 2007年から2016年にかけての株主への純配当総額は3兆2600億ドルに達したが、これは同期間の研究開発費調整後純利益のわずか33%に過ぎず、自社株買いが投資余力に与える影響は大きいとしている。

純株主還元と研究開発費調整後純利益の比較



FROM "ARE BUYBACKS REALLY SHORTCHANGING INVESTMENT?"
BY JESSE M. FRIED AND CHARLES C.Y. WANG, MARCH-APRIL 2018

© HBR.ORG

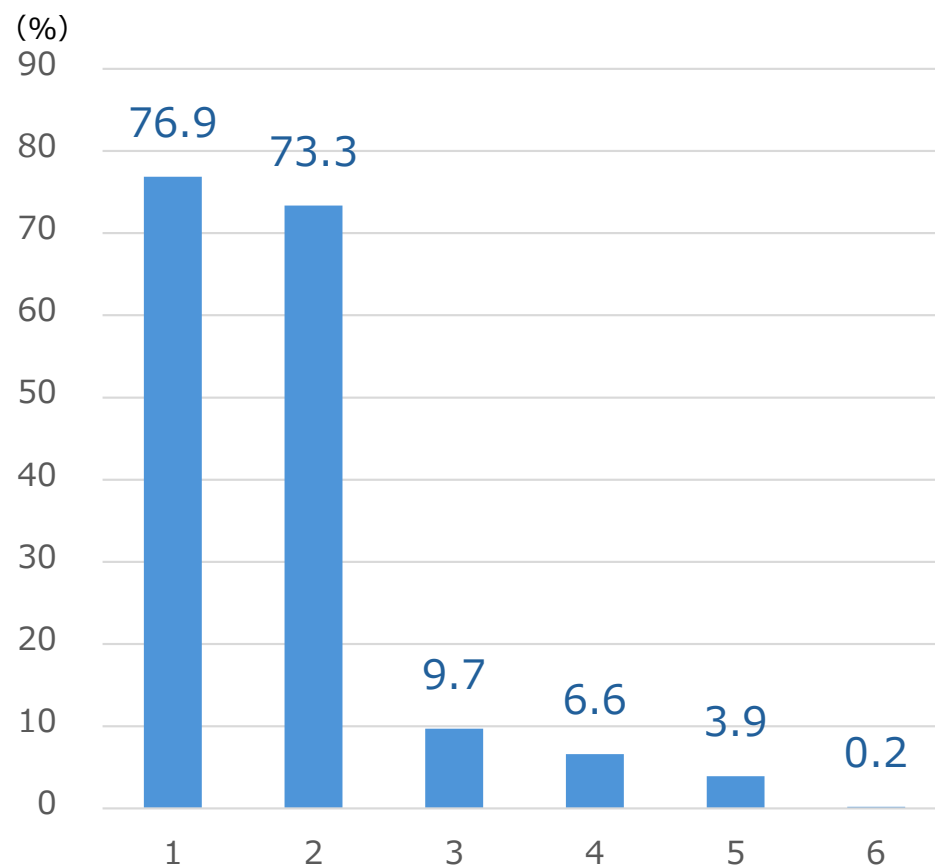
一部抜粋（仮訳）

- 企業とを適切に把握するには、「純株主還元額」（配当金と自社株買いから株式発行を差し引いた額）を分析する必要がある。また、株主還元額と比較されることが多い純利益は、内部投資に充てられる利益を測る指標としては不適切であり、研究開発費を考慮すべき。
- 投資余力を確認する上で、より正確な指標は、「研究開発費調整後純利益」（純利益に研究開発費を戻した金額）から株主還元額を差し引いた数値を見る必要がある。
- 2007年から2016年までのS&P500企業と非S&P500企業の両方のデータを統合し、すべての上場企業による株主への純支払額を調べたところ、支払額は3兆2600億ドルに達し、純利益の41%（S&P500は50%）および研究開発費調整後純利益の33%（S&P500は41%）を占めた。

自己株式取得の目的として株主還元・株価維持を掲げる割合が最多

- 2023年度に5億円以上の自己株式の取得を行った日本企業の取得目的を調査したところ、株主還元・株価維持が約77%と最多で、資本・財務戦略が約73%と続く。

自己株式取得の目的（2023年度）（重複あり）



1	株主還元・株価維持	株主還元の強化・充実、株主利益の向上など
2	資本・財務戦略	資本効率の向上（株式を負債に置き換えて財務レバレッジを高めること）など
3	その他	「機動的な資本政策の遂行」など、明確な目的の記載がないもの
4	特定の株主による売却	政策保有株式の買い取りや創業者からの買い取りを含む、特定の株主の売却意向を事前に知らされたうえで実施しているもの
5	役職員へのインセンティブ	ストックオプション、株式報酬、株式給付信託、従業員持株会など
6	組織再編・買収防衛	株式対価M&Aなど

出所：スピーダ及び各社の有価証券報告書、適時開示を基に経済産業省が作成。

※ 有価証券報告書及び適時開示の調査対象：東証プライム上場企業のうち、スピーダより取得した2023年度の株式の償還及び消却（財務キャッシュフロー）が▲500百万円以下の企業。

※ 集計対象：上記のうち、有価証券報告書「自己株式の取得等の状況」における、「当事業年度における取得自己株式」の「価額の総額」の合計が500百万円以上の企業（ただし、優先株式の償還のみを行っている（普通株式の取得を行っていない）企業を除く（484社））。

※ 2023年度中に行われた自己株式の取得について集計（前年度までに取得枠が設けられたものも含む）。

資本・財務戦略を目的に掲げる企業の約半数は負債水準が増加せず

- 2023年度に5億円以上の自己株式の取得を行った日本企業の中で、資本・財務戦略を目的に掲げる企業のうち、2022年度から2024年度まで連続して財務データを取得可能な企業を分析したところ、2023年度に負債を増やしていない企業は約50%、2024年度には約41%となっている。

自己株式取得後の企業行動（有利子負債の増減率）

	2023年度		2024年度	
	社数	割合	社数	割合
20%以上	69社	22%	112社	36%
10%以上 20%未満	33社	11%	28社	9%
0%以上 10%未満	51社	17%	41社	13%
0%未満 (減少)	155社	50%	127社	41%

出所：スピーダ及び各社の有価証券報告書、適時開示を基に経済産業省が作成。

※ 集計対象：自己株式取得の目的として「資本・財務戦略」を挙げている企業（前頁参照）のうち、2022年度から2024年度の有利子負債及びROEを連続して取得できる企業（308社）。

※ 自己株式を取得した2023年度の前年（2022年度）の有利子負債を100%として、1年後（2023年度）及び2年後（2024年度）における有利子負債の増減率を計算。

資本・財務戦略を目的に掲げる企業の約半数はROEが上昇せず

- 2023年度に5億円以上の自己株式の取得を行った日本企業の中で、資本・財務戦略を目的に掲げる企業のうち、2022年度から2024年度まで連続して財務データを取得可能な企業を分析したところ、2023年度にROEが上昇しなかった企業は約48%、2024年度には約49%となっている。

自己株式取得後の企業行動（ROEの改善）

	2023年度		2024年度	
	社数	割合	社数	割合
5%以上	23社	8%	35社	11%
3%以上 5%未満	22社	7%	22社	7%
0%以上 3%未満	114社	37%	99社	32%
0%未満 (低下)	149社	48%	152社	49%

出所：スピーダ及び各社の有価証券報告書、適時開示を基に経済産業省が作成。

※ 集計対象：自己株式取得の目的として「資本・財務戦略」を挙げている企業（前々頁参照）のうち、2022年度から2024年度の有利子負債及びROEを連続して取得できる企業（308社）。

※ 自己株式を取得した2023年度の前年（2022年度）のROEと1年後（2023年度）及び2年後（2024年度）のROEの差を計算。

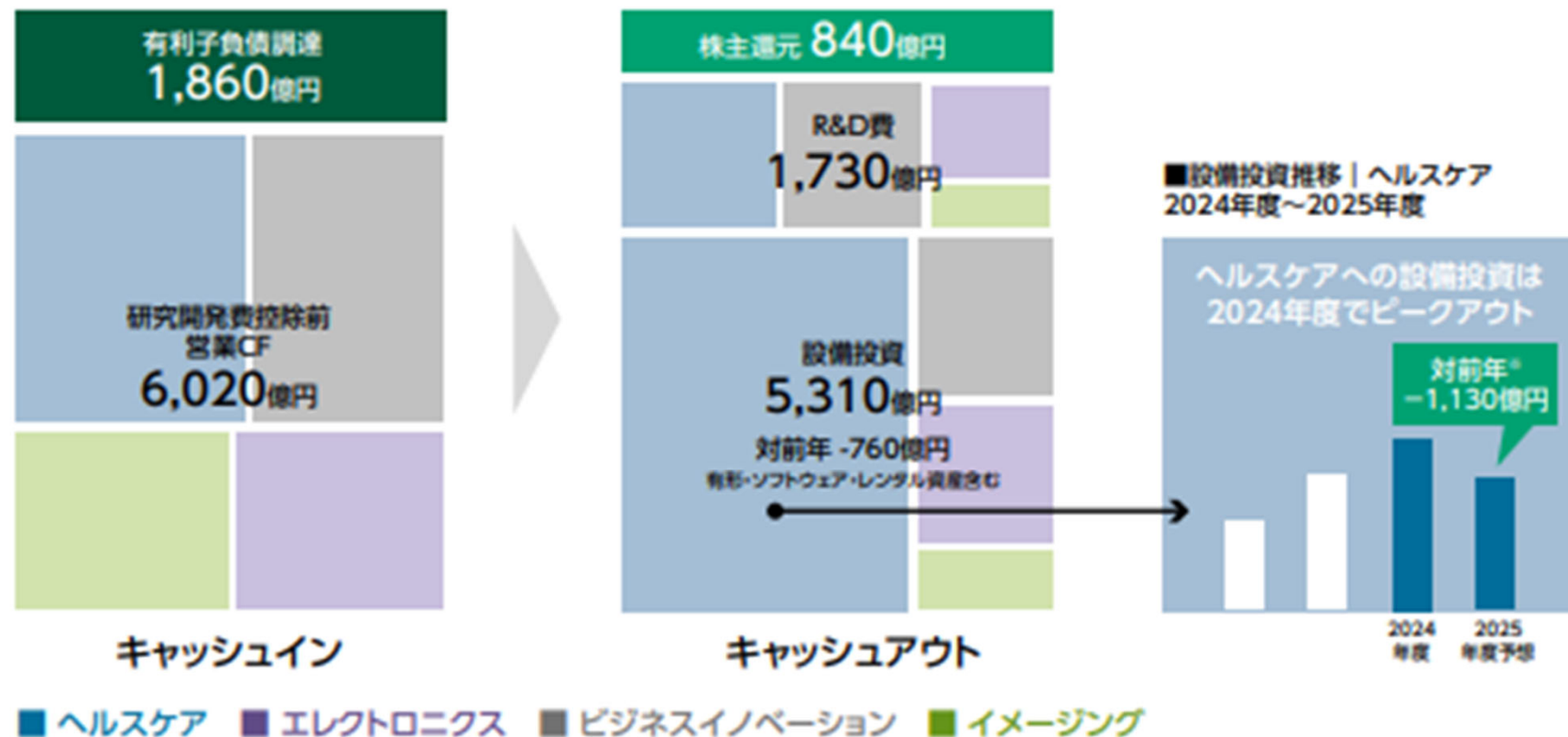
目次

1. 日本企業の課題
2. 成長投資
3. 株主還元
- 4. 株主とステークホルダー**
5. 四象限の移動分析
6. TSR
7. 本日の論点

成長投資に関する開示事例（富士フイルム）

- 富士フイルム社では、VISION2030に基づく、キャピタルアロケーションを開示。
- 2024年度はヘルスケアセグメント・エレクトロニクスセグメントを中心に合計6,000億円超の設備投資を行い、2025年度は、設備投資に5,310億円、株主還元840億円を計画する旨を開示。
- 最大のポーションを占めるヘルスケアセグメントへの設備投資は、2024年度にピークアウトし、2025年度は対前年で1,130億円減など、株主目線での説明を実施。

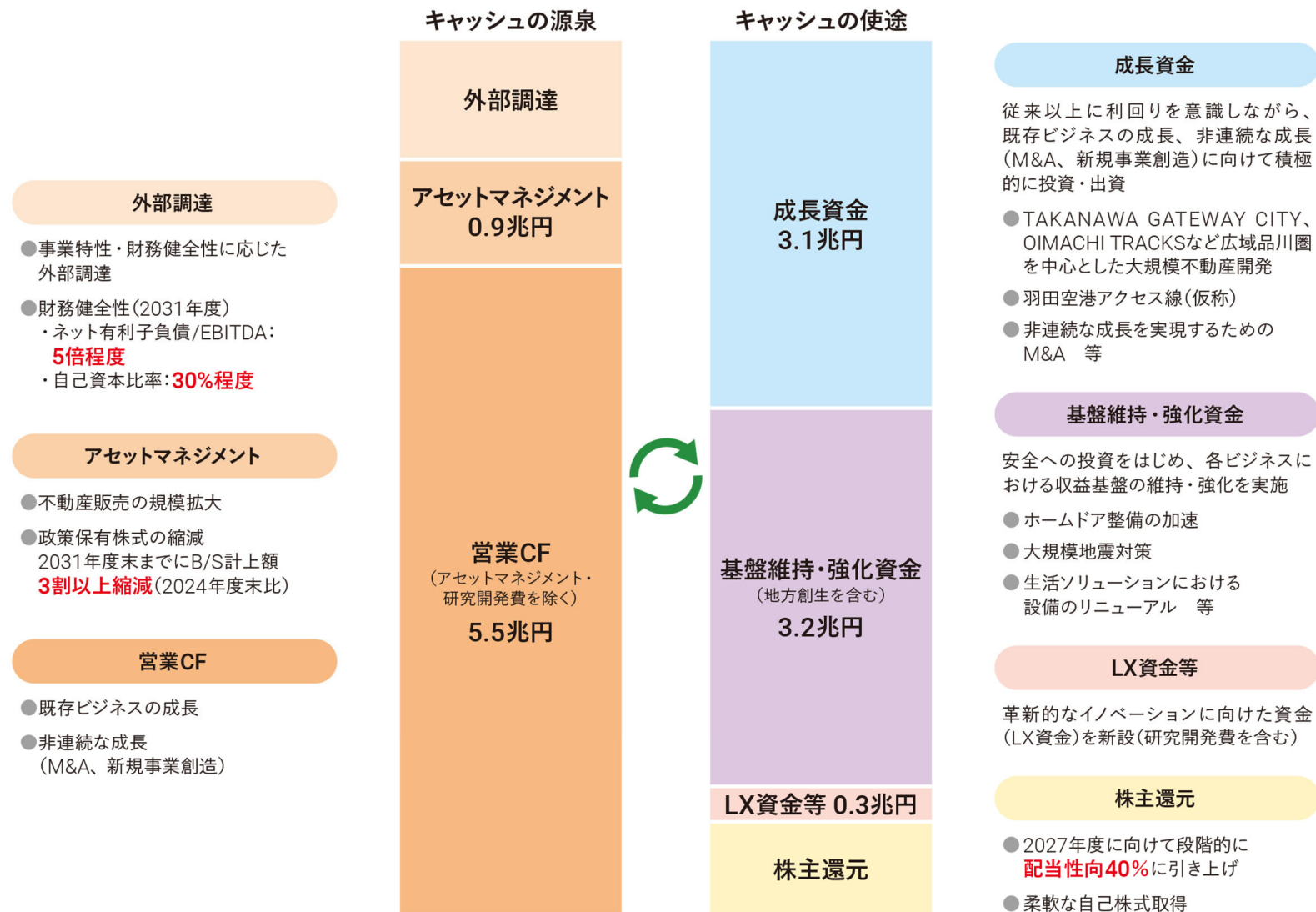
キャッシュアロケーション



成長投資に関する開示事例（JR東日本）

- JR東日本では、2031年度の数値目標を実現するためのキャッシュアロケーションを開示。

キャッシュ・アロケーション(2025～2031年度)

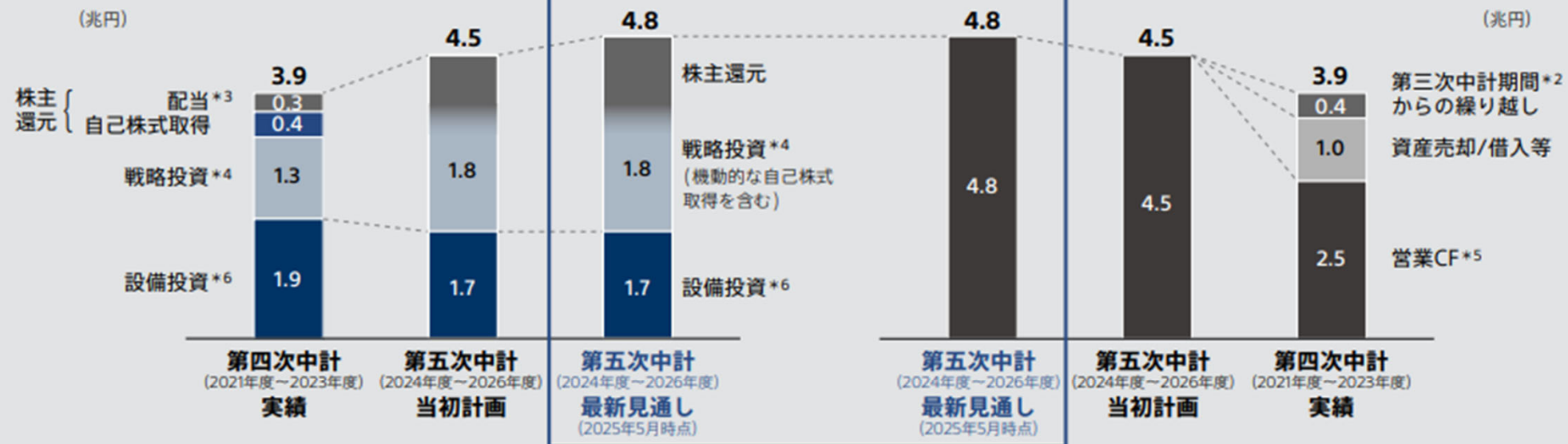


成長投資に関する開示事例（SONY）

- SONY社では、キャピタルアロケーションとその原資を開示。第五次中計の3年間累計営業CFの見通しを、当初計画の4.5兆円から4.8兆円に修正し、原資の増加分の用途を明確化している。

キャピタルアロケーション

キャピタルアロケーション内訳



*2 第三次中期経営計画における2020年度第3四半期末時点見込からの営業CF上振れ分および意思決定済みの戦略投資案件に係るキャッシュアウトの期ずれ分。

*3 第四次中期経営計画における配当実績は約2,800億円。

*4 戦略投資には、営業CFに含まれる主要な音楽カタログへの投資が含まれます。

*5 戦略投資に含めた主要な音楽カタログへの投資による影響は除いています。なお、第四次中期経営計画における営業CFは金融分野を除く連結ベース、第五次中期経営計画における営業CFは継続事業ベースです。金融分野を除く連結ベースの数値は国際財務報告基準（以下「IFRS」）に則った開示ではありませんが、ソニーは、これらの開示が投資家の皆様に有益な情報を提供すると考えています。

*6 設備投資には、リース契約に係る使用権資産の増加が含まれます。

成長投資に関する開示事例（久光製薬）

- 久光製薬では、「キャッシュアロケーションに関する基本方針」を決議。
- 営業CF及び金融資産を活用した、中長期の成長投資や株主還元の方方向性を開示している。



キャッシュアロケーションに関する基本方針 (2027年2月期～2031年2月期)



営業CF及び金融資産の活用により、成長投資2,000億円、株主還元500億円以上を実施
さらなる企業価値・株主価値向上のため、事業成長の加速と共に資本収益性の向上を図る

キャッシュイン※1		キャッシュアウト	
営業CF + 金融資産 2,500億円以上※2		事業成長の加速に向けた成長投資に優先配分、株主還元を大幅に強化	
		成長投資	設備投資 500億円以上 「サロンパス®」グローバル成長加速、TDDS新技術への対応 ・グローバル安定供給生産体制の構築 ・マイクロニードル製剤量産化 等
			研究開発投資 800億円以上 パイプラインの拡充 ・HP-3150US、HP-6050 開発進展 ・初期開発パイプラインへの積極投資
			戦略投資 700億円以上 持続的成長の実現 ・後期開発パイプラインの導入、OTCブランド獲得 ・M&Aによる新規事業の拡大
			株主還元 500億円以上 安定的に拡大してきた株主還元を大幅に強化 ・配当(5年間)約450億円 ・自己株式取得の機動的実施

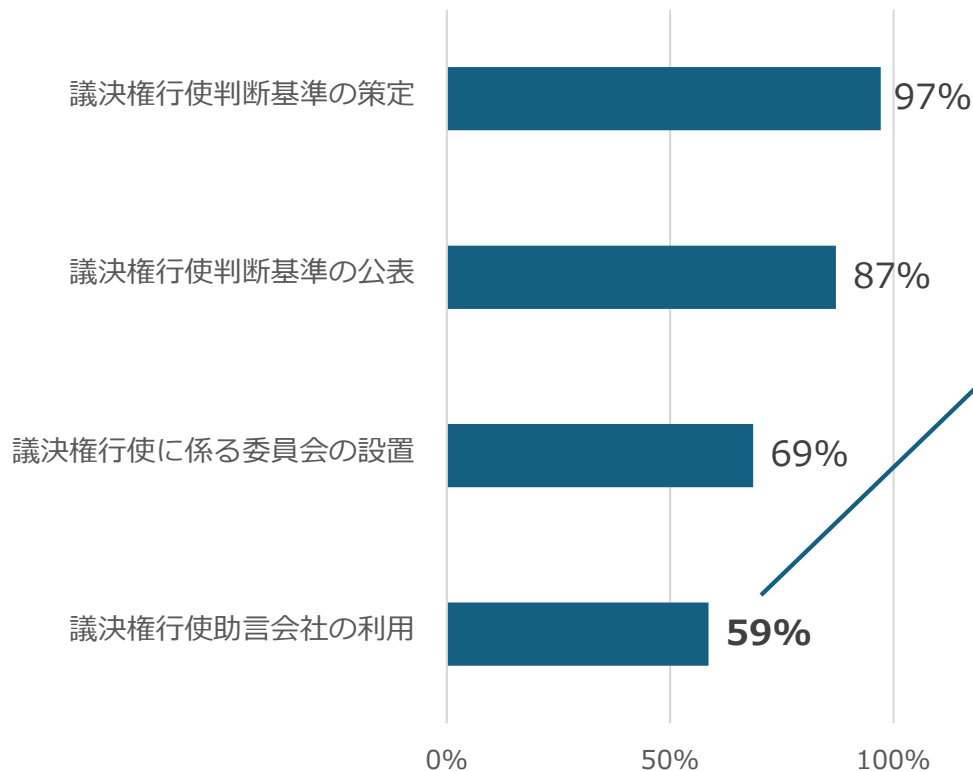
※1 政策保有株式の売却で得るキャッシュを含み、かつ状況に応じて有利子負債の活用も検討

※2 研究開発費控除前

運用会社の議決権行使に関する状況

- 一般社団法人投資信託協会の調査によると、議決権行使判断基準は、回答した70社の運用会社うち68社（97.1%）で策定されており、そのうち61社（87.1%）がHP等にてその内容を公表している。
- 議決権行使助言機関については、70社のうち41社（58.6%）が利用している。

運用会社の議決権行使に関する状況 （アンケート実施期間：令和6年9月～11月）



議決権行使助言機関の活用方法 /助言策定プロセスの確認方法

事例1

（事務の効率化、参考情報として活用）

- 当社のガイドラインに基づく行使案の助言、議案に関するリサーチ、及び日本株式の議決権行使事務代行のサービスの提供を受けています。行使判断は議決権行使助言会社からの助言を参考にするものの、最終判断は当社が行います。

事例2

（利益相反局面でのみ活用）

- 利益相反等の観点で最も重要な議案（最重要議案）について、独立した第三者として当社ガイドラインに基づく助言を求めています。

事例3

（利用せず）

- 当社は原則としてすべての保有株式について投資開始前及び投資期間中に面談を含むファンダメンタルズ分析を行って企業の実態把握を行っており、議決権行使においては企業調査・投資判断を行っている運用担当者が自ら個別議案の賛否の判断を行っています。このような体制の下で最適な議決権行使が行えるよう、当社では詳細な形式基準や議決権助言会社に頼る方法ではなく、基本的な判断基準のみをガイドラインとして定めた上で、運用担当者がそれまでの調査・面談内容を踏まえた上で企業毎の事情を踏まえて議案の合理性を検討し賛否判断するというプロセスを導入しています。

注釈：議決権行使に係る委員会とは、議決権行使判断基準の策定・改訂や判断の難しい議案の審議を行う委員会を指す。

出所：一般社団法人投資信託協会「日本版スチュワードシップ・コードに関するアンケート調査の結果について」（令和7年5月）を基に経済産業省作成。

同アンケート調査は、証券投資信託を運用する本会の正会員109社（令和6年9月末時点）のうち国内株式を自社運用する70社に対して実施されたものである。

(参考) 資本効率性等に関する議決権行使基準

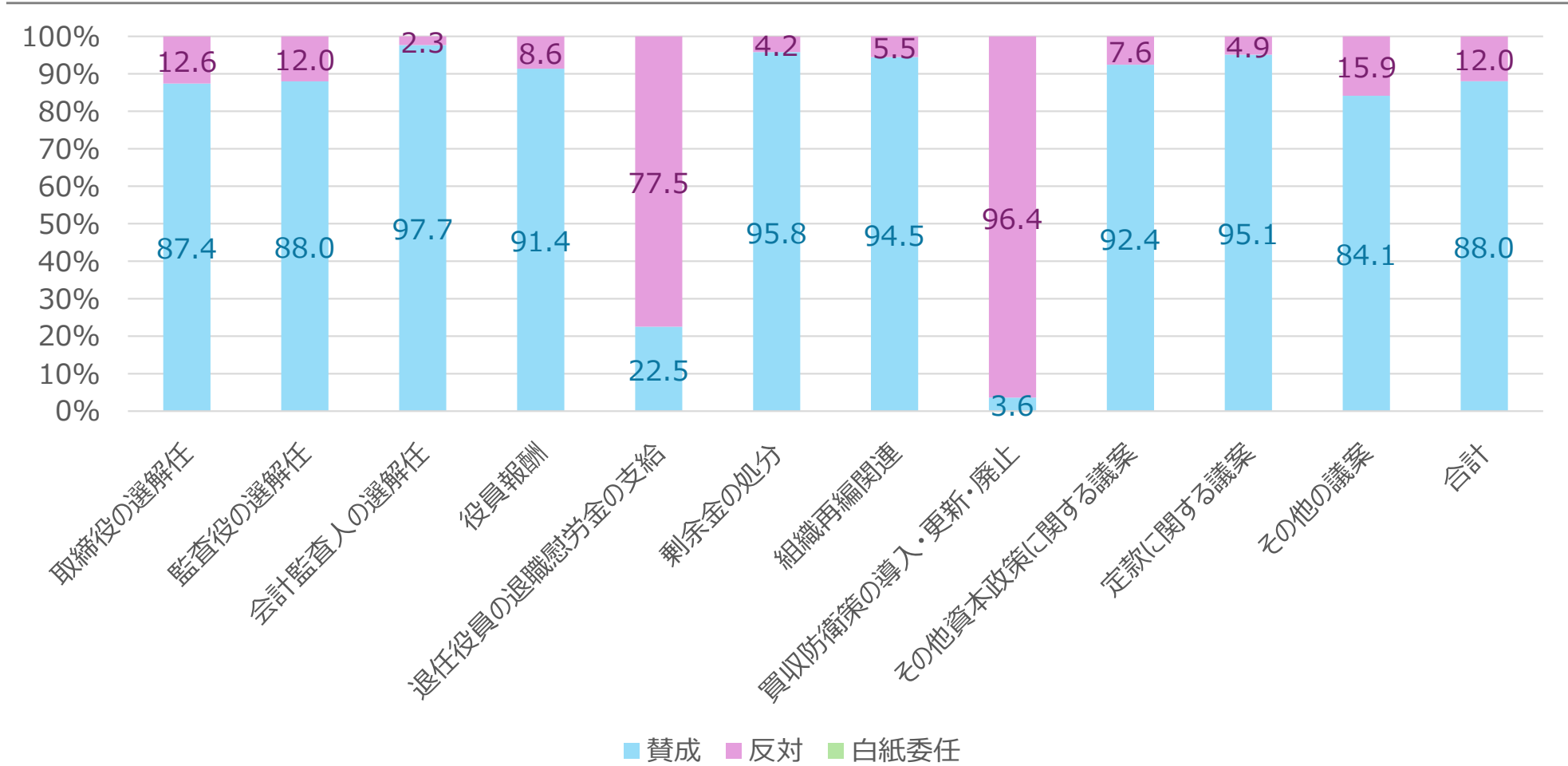
- 議決権行使助言会社及び運用会社は、資本効率性に関して以下のような議決権行使基準を公表している。

議決権行使助言会社	ISS	過去5期平均の自己資本利益率（ROE）が5%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について、原則として再任への反対を推奨。 ※ISSがROEの基準を5%と定めたのは、日本企業に投資する機関投資家との議論に基づき、日本の株式市場のリスクプレミアム等を考慮し、投資家が許容できる最低限の資本生産性の水準との判断による。
	Glass Lewis	政策保有株式の保有に関して、保有比率が10%以上である場合、原則、反対助言を行う。ただし、保有比率が10%～20%の範囲内であり、過去5年度の自己資本利益率（ROE）の平均値が8%以上、または直近年度のROEが8%以上である場合には、反対助言を控えることがある。 （取締役の選任に関して、資本効率性に基づく基準を設けていない）
運用会社	野村 アセットマネジ メント	直近3期連続して株主資本利益率（ROE）が最低水準（※）に満たない場合、取締役会がモニタリング・ボードであり、かつ経営改善努力が認められる場合を除き、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。 ※キャッシュリッチ企業の場合、ROE8%と業界の50%ileのうち低い方。それ以外の場合、ROE5%と業界の33%ileのうち低い方。
	三井住友トラ スト・アセットマ ネジメント	3期連続で業績（ROE）基準（TOPIX構成銘柄全体の上位2/3タイル水準以上）を満たさず、かつPBRが1倍未満の場合、取締役として3年以上在任の現代表取締役選任に反対。 ※例外基準：基準未達の要因が、経営者要因でない場合（不測の天災の発生など）、または将来の企業価値向上に向けた構造改革費用等の計上によるものと判断される場合は賛成。など
	りそなアセット マネジメント	効率的な企業経営が行われていない企業（3年連続でROEが8%未満）の中で、ネットキャッシュが過大（3年連続で総資産の25%以上）または業種別でROEが3年連続下位25%以下である企業について、在任3年以上の代表取締役の再任に反対。

株主総会の会社提案議案に対する運用会社の議決権行使状況（令和6年度）

- 会社提案議案はほとんどの議案について賛成比率が高い。
- 退任役員の退職慰労金の支給と買収防衛策の導入・更新・廃止については反対比率が高くなっている。

株主総会の会社提案議案に対する議決権行使状況（令和6年度）

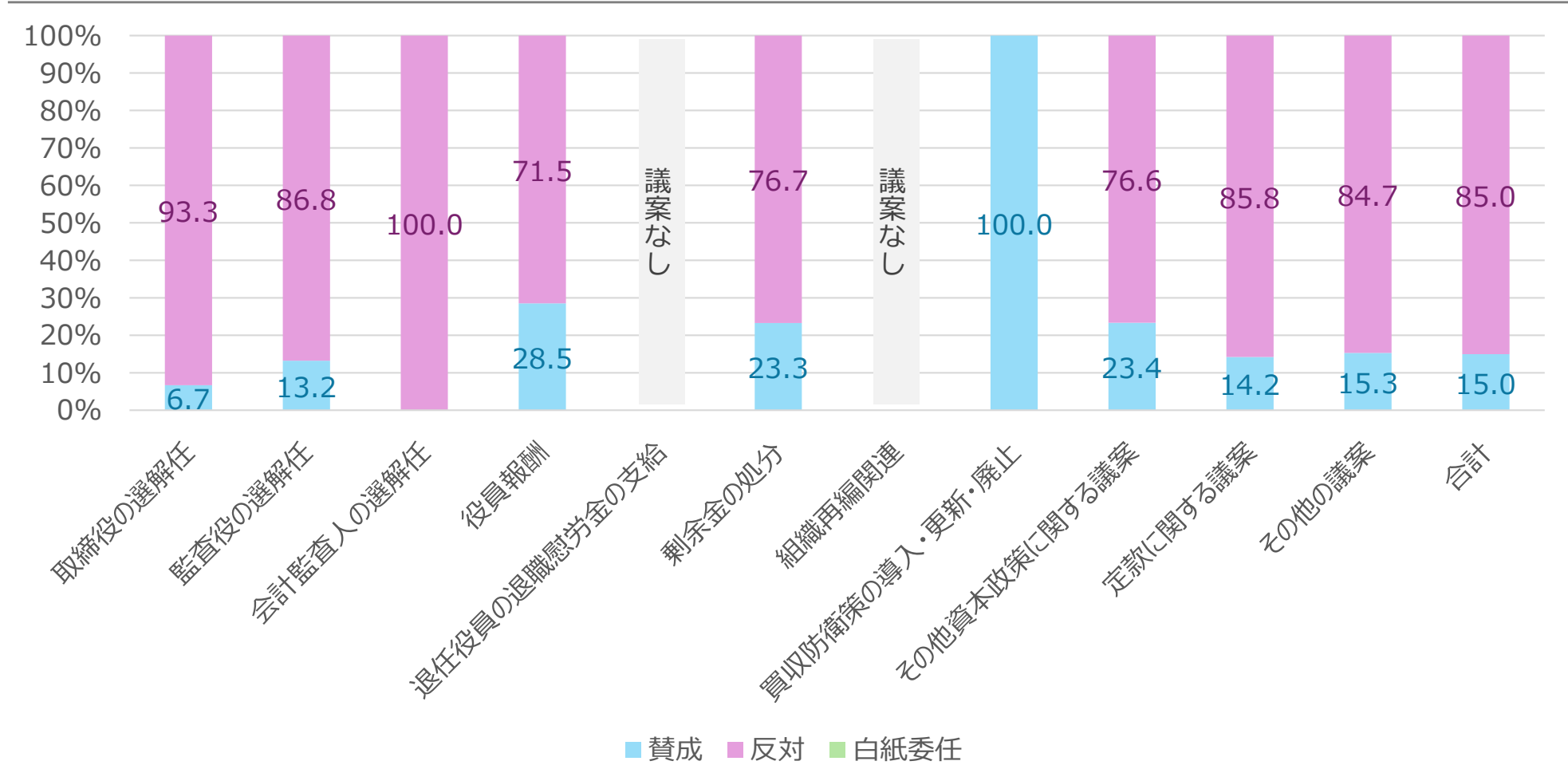


注釈：令和5年7月1日から令和6年6月30日に開催された本年度株主総会における国内株式を自社運用する運用会社による議決権行使の状況（会社提案議案の件数は486,734件）。
出所：一般社団法人投資信託協会「日本版スチュワードシップ・コードに関するアンケート調査の結果について（令和7年5月）」を基に経済産業省が作成。

株主総会の株主提案議案に対する運用会社の議決権行使状況（令和6年度）

- 株主提案議案についてはほとんどの議案について反対比率が高い。
- 買収防衛策の導入・更新・廃止については賛成比率が高くなっている。

株主総会の株主提案議案に対する議決権行使状況（令和6年度）



注釈：令和5年7月1日から令和6年6月30日に開催された本年度株主総会における国内株式を自社運用する運用会社による議決権行使の状況（株主提案議案の件数は8,385件）。

出所：一般社団法人投資信託協会「日本版スチュワードシップ・コードに関するアンケート調査の結果について（令和7年5月）」を基に経済産業省が作成。

(参考) 株主提案権の行使要件等に関する日米欧比較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) 株主提案権の行使要件等に関する日米欧比較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

コーポレートガバナンス・コードのコンプライ率

- コーポレートガバナンス・コードの中で、コンプライ率が90%以上のものは、プライム・スタンダード市場ともに基本原則は100%。原則・補充原則においても、大半が90%以上のコンプライ率となっている。

コーポレートガバナンス・コードのコンプライ率（90%以上の項目割合）

	基本原則	原則	補充原則
合計 (プライム市場 & スタンダード市場)	100% (5/5原則)	94% (29/31原則)	68% (32/47原則)
プライム市場	100% (5/5原則)	100% (31/31原則)	94% (44/47原則)
スタンダード市場	100% (5/5原則)	87% (27/31原則)	64% (30/47原則)

コンプライ率90%未満の原則の詳細（プライム市場 & スタンダード市場）

原則4-11 82.4%	取締役会・監査役会の実効性確保のための前提条件	原則5-2 81.4%	経営戦略や経営計画の策定・公表
-----------------	-------------------------	----------------	-----------------

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。

経営戦略や経営計画の策定・公表に当たっては、自社の資本コストを的確に把握した上で、**収益計画や資本政策の基本的な方針**を示すとともに、**収益力・資本効率等に関する目標**を提示し、その実現のために、**事業ポートフォリオの見直し**や、設備投資・研究開発投資・人的資本への投資等を含む**経営資源の配分等**に関し具体的に何を実行するのかについて、株主に分かりやすい言葉・論理で明確に説明を行うべきである。

(参考) コーポレートガバナンス・コードへの対応状況

プライム・スタンダード合計

基本原則1	基本原則2	基本原則3	基本原則4		基本原則5	補充原則 90%以上の原則	
100%	100%	100%	100%		100%	32/47原則	
原則1-1	原則2-1	原則3-1	原則4-1	原則4-8	原則5-1	補充原則 90%未満の原則	
100%	99.9%	95.3%	99.9%	91.3%	98.9%	15/47原則	
原則1-2	原則2-2	原則3-2	原則4-2	原則4-9	原則5-2	補充原則1-2④	補充原則4-3③
99.8%	99.8%	100%	92.3%	97.2%	81.4%	58.5%	87.5%
原則1-3	原則2-3		原則4-3	原則4-10		補充原則2-4①	補充原則4-8②
97.4%	99.4%		99.5%	95.4%		64.0%	89.0%
原則1-4	原則2-4		原則4-4	原則4-11		補充原則3-1②	補充原則4-8③
93.9%	99.6%		100%	82.4%		69.3%	79.3%
原則1-5	原則2-5		原則4-5	原則4-12		補充原則3-1③	補充原則4-10①
99.4%	99.9%		100%	100%		78.2%	70.5%
原則1-6	原則2-6		原則4-6	原則4-13		補充原則4-1②	補充原則4-11①
100%	97.7%		99.8%	99.9%		85.6%	85.8%
原則1-7			原則4-7	原則4-14		補充原則4-1③	補充原則4-11③
99.8%			99.4%	98.7%		70.6%	80.2%
						補充原則4-2①	補充原則5-2①
						79.1%	82.4%
						補充原則4-2②	
						87.9%	

(参考) コーポレートガバナンス・コードへの対応状況

プライム

基本原則1	基本原則2	基本原則3	基本原則4		基本原則5	補充原則 90%以上の原則
100%	100%	100%	100%		100%	44/47原則
原則1-1	原則2-1	原則3-1	原則4-1	原則4-8	原則5-1	補充原則 90%未満の原則
100%	100%	98.6%	100%	97.7%	99.9%	3/47原則
原則1-2	原則2-2	原則3-2	原則4-2	原則4-9	原則5-2	補充原則2-4①
100%	99.9%	100%	98.1%	99.2%	94.3%	81.2%
原則1-3	原則2-3		原則4-3	原則4-10		補充原則3-1③
99.6%	99.8%		99.9%	99.0%		85.8%
原則1-4	原則2-4		原則4-4	原則4-11		補充原則4-1③
95.8%	99.9%		100%	94.9%		85.8%
原則1-5	原則2-5		原則4-5	原則4-12		
100%	100%		100%	100%		
原則1-6	原則2-6		原則4-6	原則4-13		
100%	98.5%		100%	100%		
原則1-7			原則4-7	原則4-14		
100%			99.9%	99.6%		

(参考) コーポレートガバナンス・コードへの対応状況

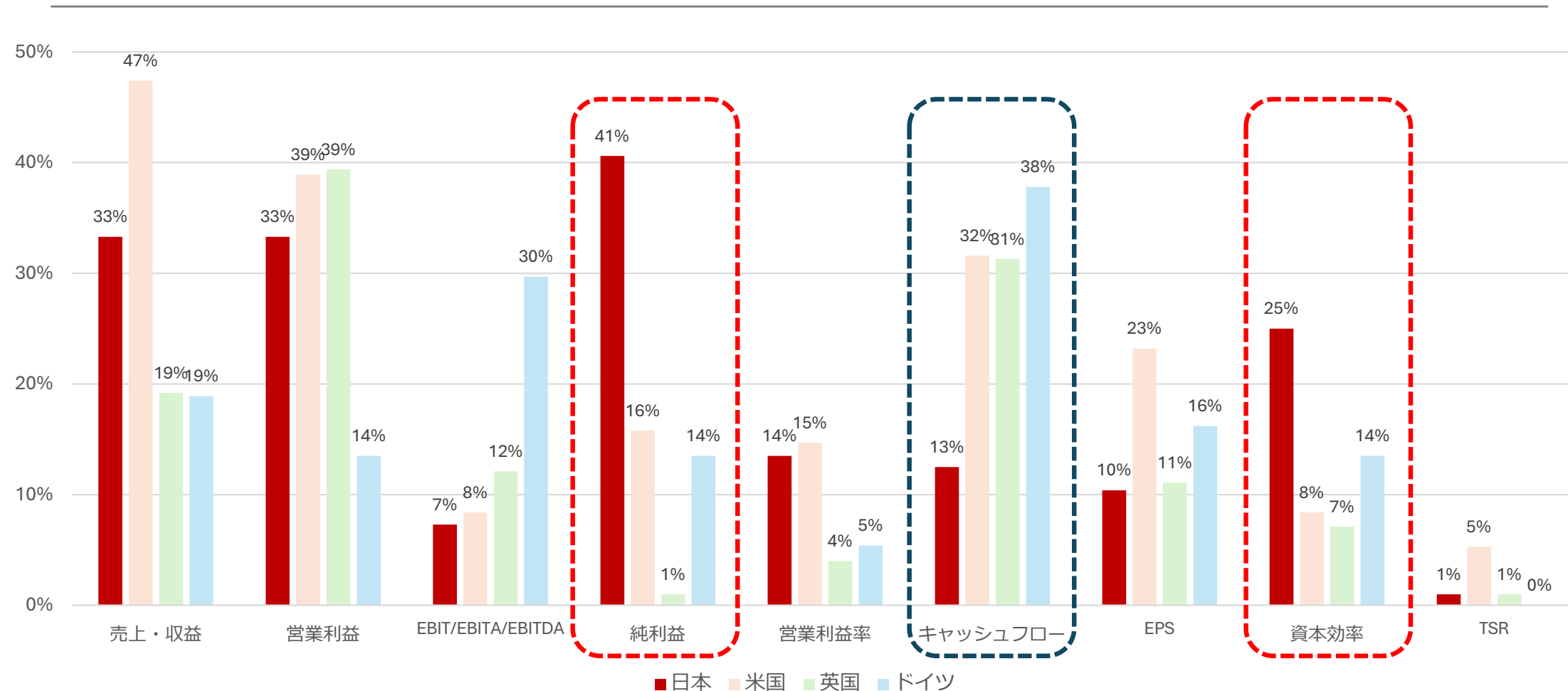
スタンダード

基本原則1	基本原則2	基本原則3	基本原則4		基本原則5	補充原則 90%以上の原則	
100%	100%	99.9%	100%		99.9%	30/47原則	
原則1-1	原則2-1	原則3-1	原則4-1	原則4-8	原則5-1	補充原則 90%未満の原則	
100%	99.9%	91.9%	99.9%	84.7%	97.9%	17/47原則	
原則1-2	原則2-2	原則3-2	原則4-2	原則4-9	原則5-2	補充原則1-2④	補充原則4-3③
99.7%	99.6%	100%	86.4%	95.1%	68.1%	23.1%	79.5%
原則1-3	原則2-3		原則4-3	原則4-10		補充原則2-4①	補充原則4-8①
95.2%	99.1%		99.0%	91.7%		46.3%	86.6%
原則1-4	原則2-4		原則4-4	原則4-11		補充原則3-1②	補充原則4-8②
91.9%	99.3%		100%	69.5%		41.3%	81.7%
原則1-5	原則2-5		原則4-5	原則4-12		補充原則3-1③	補充原則4-8③
98.8%	99.9%		100%	99.9%		70.5%	73.9%
原則1-6	原則2-6		原則4-6	原則4-13		補充原則4-1②	補充原則4-10①
99.9%	96.8%		99.6%	99.9%		76.5%	50.5%
原則1-7			原則4-7	原則4-14		補充原則4-1③	補充原則4-11①
99.7%			98.8%	97.8%		55.0%	75.1%
						補充原則4-2①	補充原則4-11③
						64.9%	64.9%
						補充原則4-2②	補充原則5-2①
						80.0%	71.5%
						補充原則4-3②	
						84.0%	

役員報酬指標の日米欧比較（STI）

- 日本は欧米と比較して、純利益や資本効率関連の指標の採用割合が高く、キャッシュフロー関連の指標の採用割合が低い。米国は売上・収益関連、英国は営業利益関連、ドイツはEBIT/EBITA/EBITDAやキャッシュフロー関連の指標の採用割合が高い。

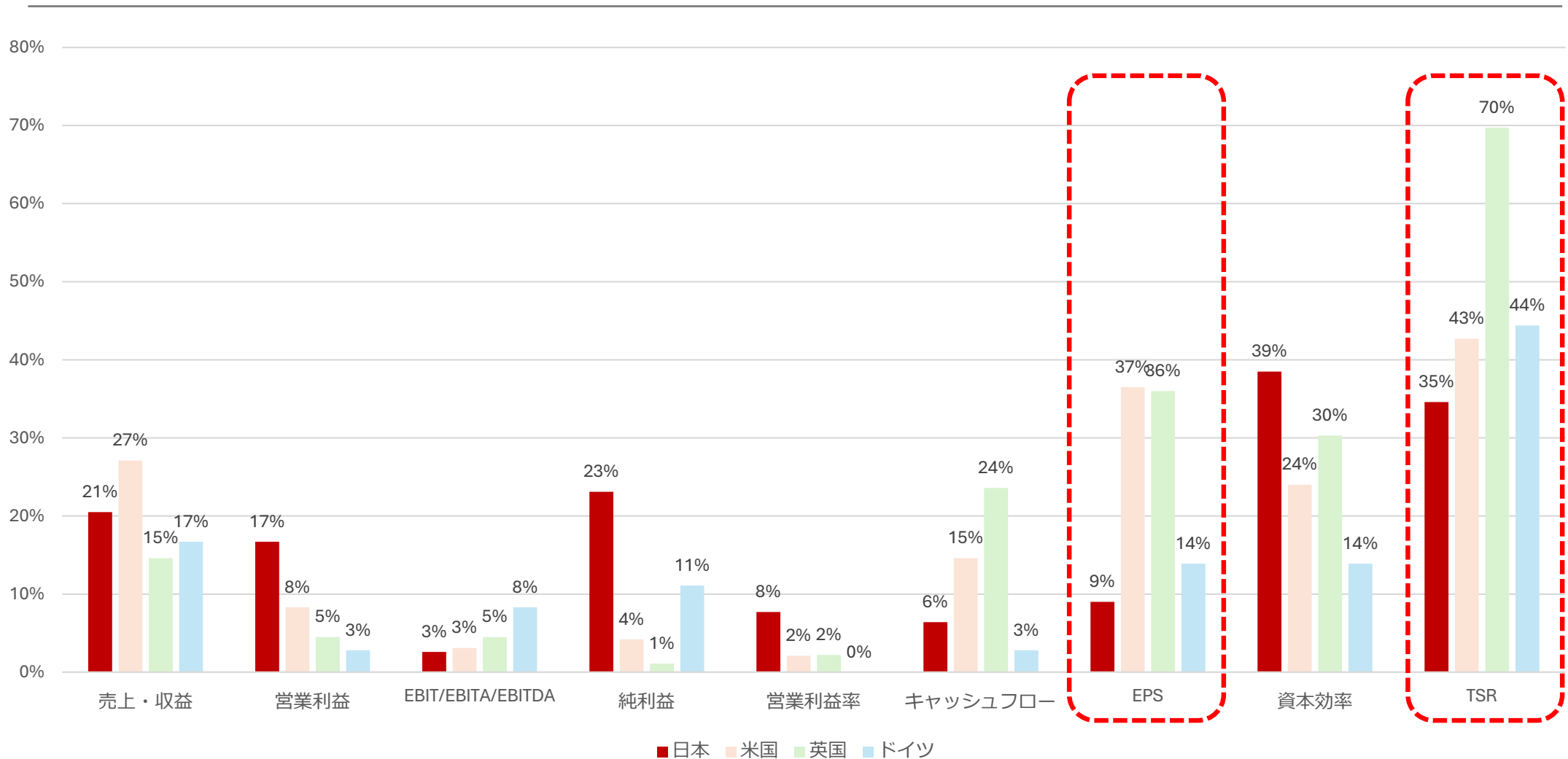
CEO報酬における業績評価指標（STI、2024年）



役員報酬指標の日米欧比較（LTI）

- 日本は資本効率関連の指標の採用割合が最も高い。
- これに対して、米国・英国・ドイツはTSR（株主総利回り）関連の指標の採用割合が最も高い。

CEO報酬における業績評価指標（LTI、2024年）

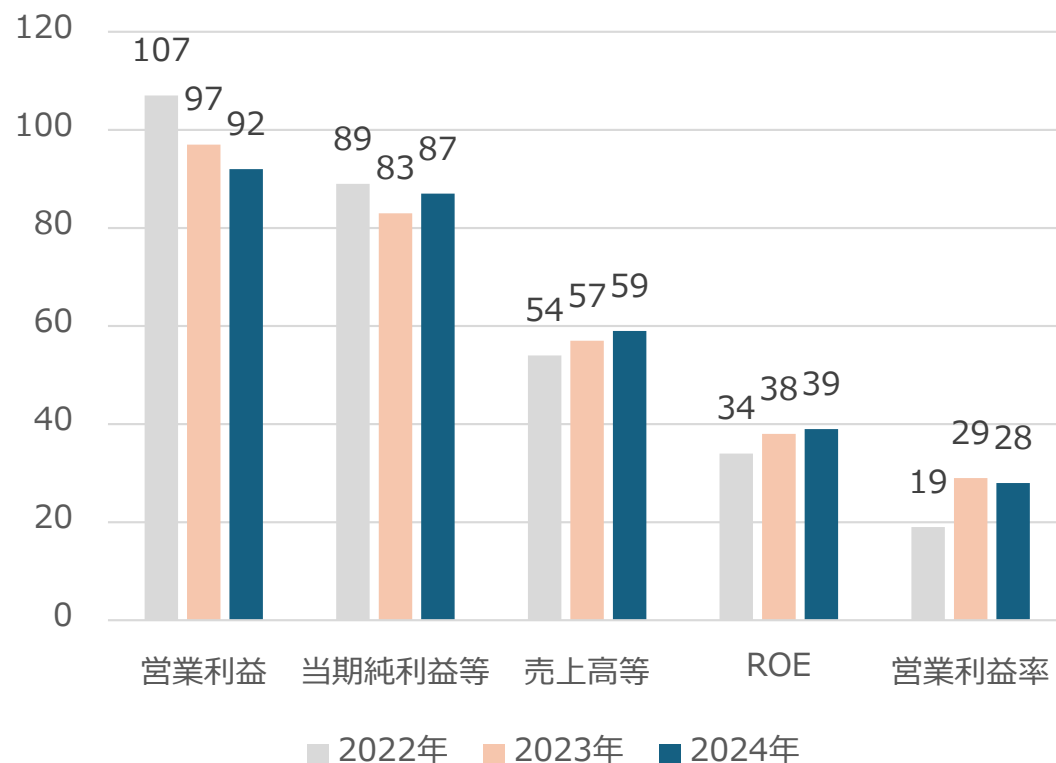


役員報酬指標の採用状況

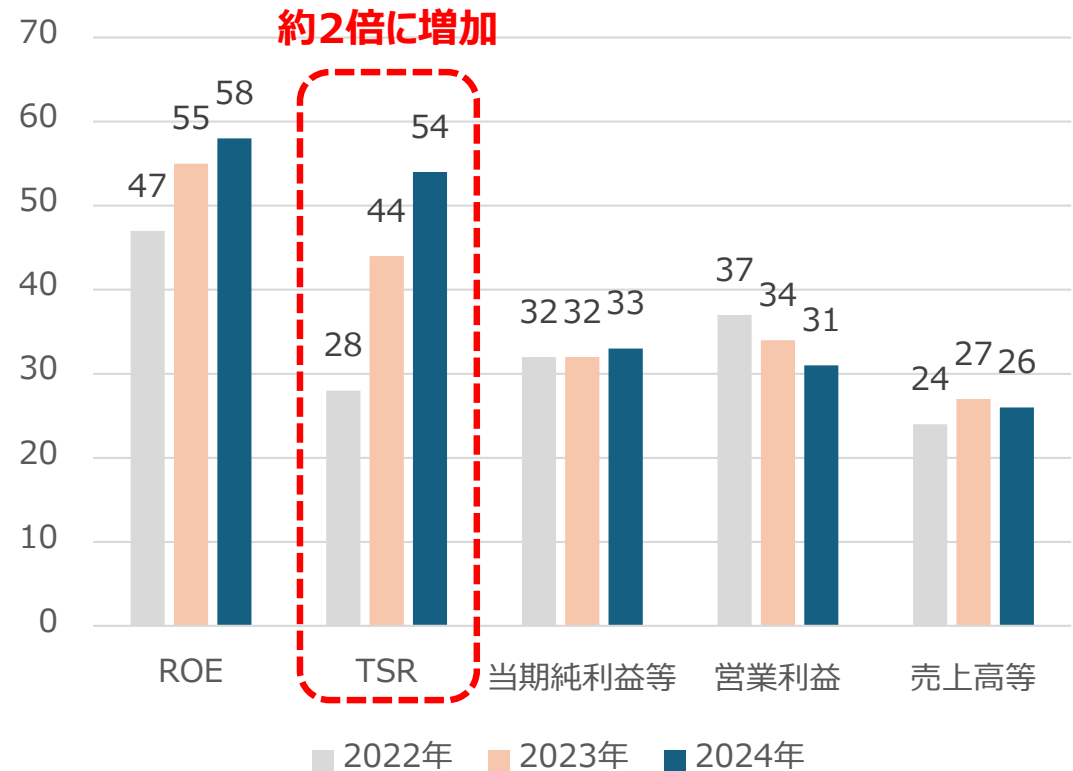
- 日経225社では、短期インセンティブ（STI）については、2022年、2023年に続き、利益、売上高といった収益性指標が採用されている。
- 中長期インセンティブ（LTI）については、ROEやTSR（株主総利回り）が多く採用されており、特にTSRの採用数は2022年から2024年にかけて約2倍に増加している。

日経225社における役員報酬の業績評価指標の採用件数（2024年6月末時点）

短期インセンティブ（STI）



中長期インセンティブ（LTI）



目次

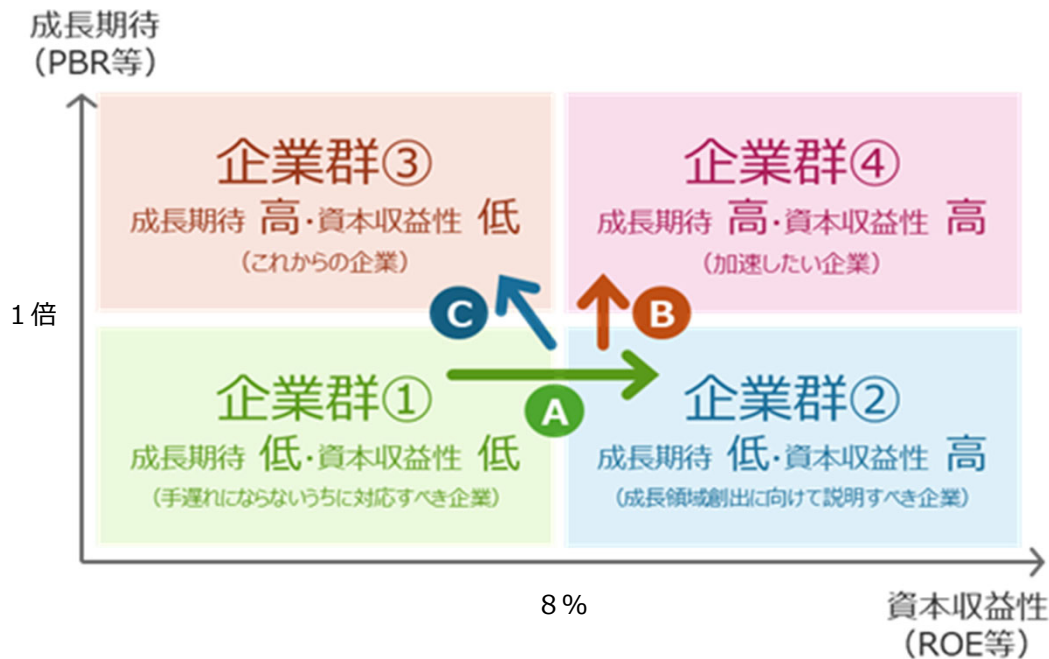
1. 日本企業の課題
2. 成長投資
3. 株主還元
4. 株主とステークホルダー
- 5. 四象限の移動分析**
6. TSR
7. 本日の論点

企業ポジションの日米欧比較

第5回価値創造経営小委員会
事務局説明資料より再掲

- **日本企業は、欧米企業と比較して、企業群①（低成長期待×低収益性）や企業群②（低成長期待×高い収益性）が多く、企業群③（高成長期待×低収益性）が少ない。**
- 特に、**今後成長が見込まれる企業群③を増やしていくことが不可欠**。このため、成長投資や事業再編等に加え、戦略的な基礎研究や需要側支援等を通じたイノベーション促進策が必要。

企業群の整理（PBR×ROE）



日米欧の企業群別の分布

企業群①	18%	21%	36%
企業群②	5%	11%	14%
① + ②	約2割	約3割	約5割
企業群③	35%	33%	19%
企業群④	41%	36%	32%
③ + ④	約8割	約7割	約5割

出所：スピーダのデータを基に経済産業省が作成。

※ ROEおよびPBRは2021年度から2023年度の平均。

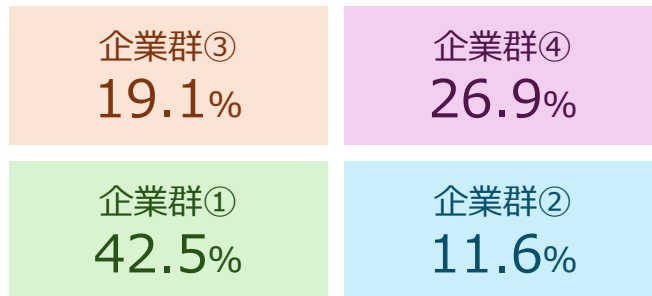
※ 集計対象：集計対象：2021年度から2023年度のROEおよびPBRが取得できる上場企業。日本は、所在国が日本であり東証プライム・スタンダード・グロースに上場する企業。米国は、所在国が米国でありNYSE・NASDAQに上場する企業。欧州は、所在国が欧州であり欧州内の取引市場に上場する企業。

ポジション分布（日米欧比較）

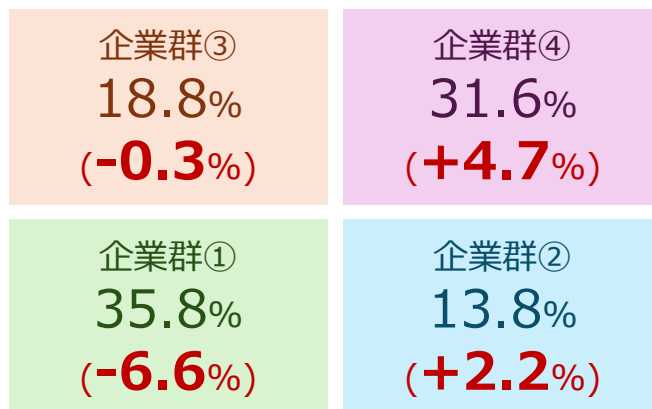
- 日本は10年でROEが改善し**企業群②④が増加**。企業群④は米欧での減少もあり差が縮まっている。
- 一方、**企業群③**については、**日本は減少**しているのに対し、**欧米はともに大きく増加**しており、差が広がっている。

日本

2012～2014年度平均

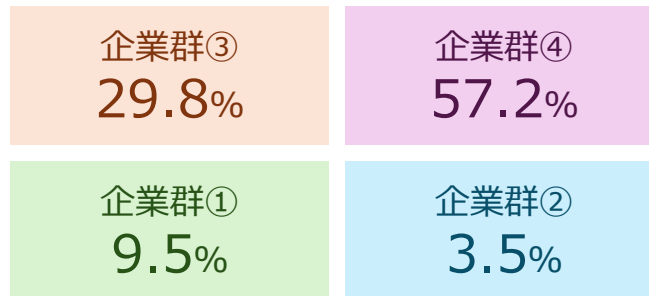


2021～2023年度平均

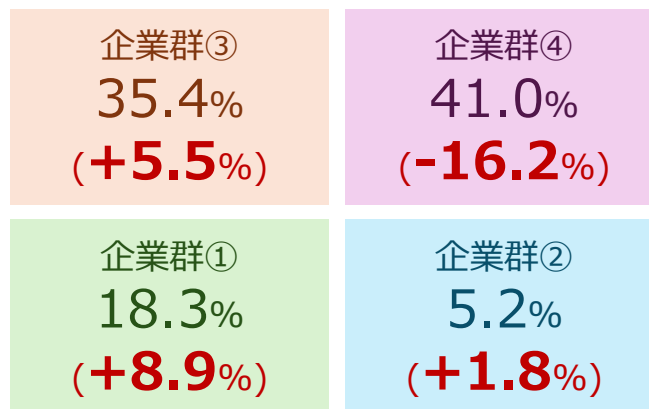


米国

2012～2014年度平均

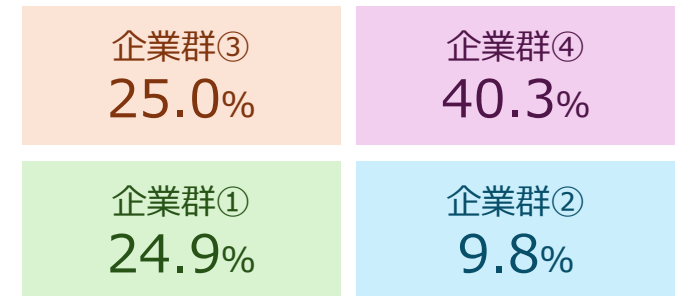


2021～2023年度平均

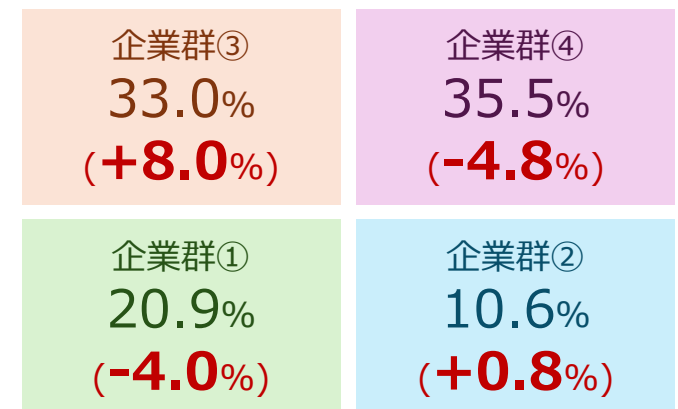


欧州

2012～2014年度平均



2021～2023年度平均



出所：スピーダのデータを基に経済産業省が作成。

※ 企業群①はROE8%未満かつPBR1倍未満、企業群②はROE8%以上かつPBR1倍未満、企業群③はROE8%未満かつPBR1倍以上、企業群④はROE8%以上PBR1倍以上。

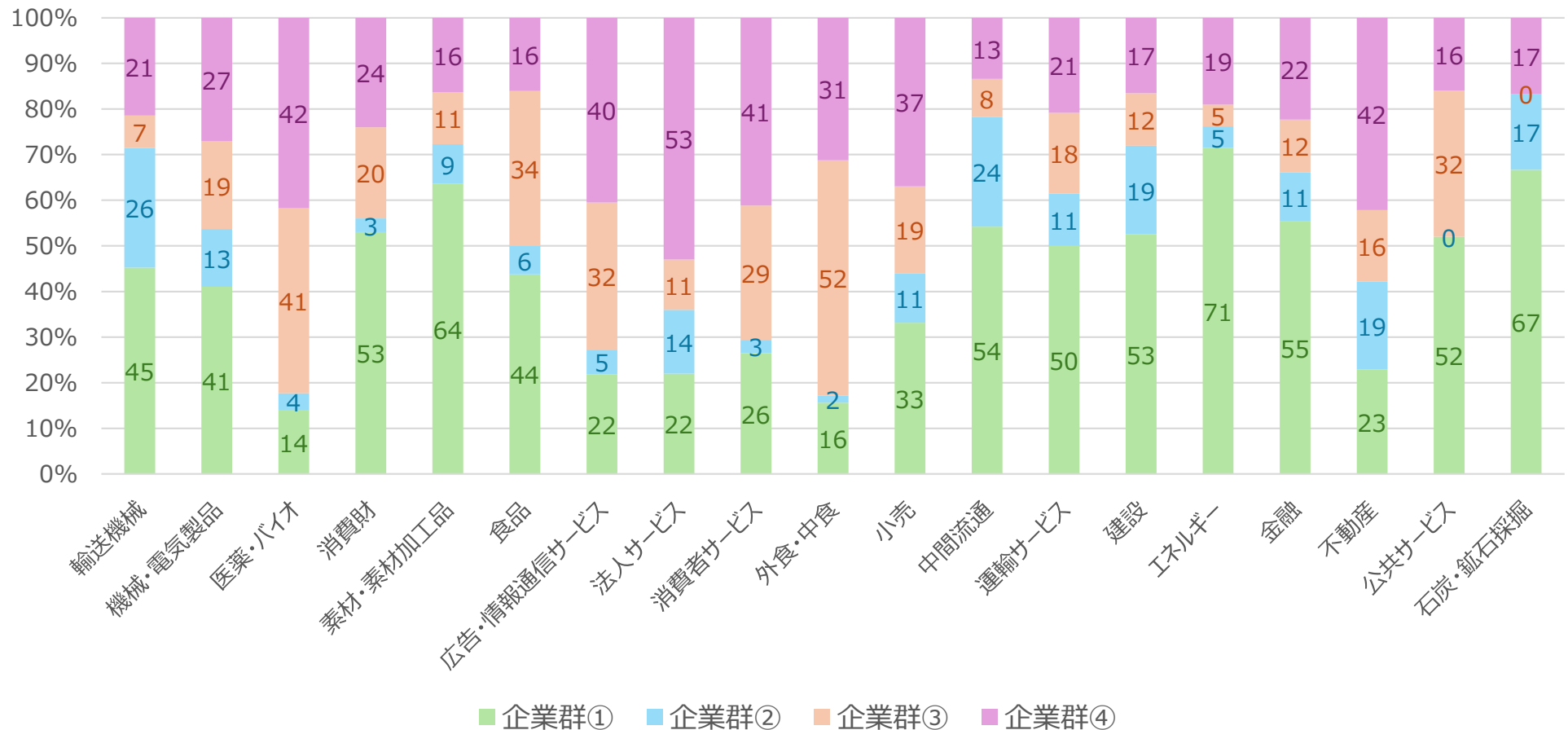
※ ROEおよびPBRは2012年度から2014年度及び2021年度から2023年度の平均。

※ 集計対象：各期間のROEおよびPBR（2012～2014年度または2021～2023年度）が連続して取得できる上場企業。日本は、所在国が日本であり東証プライム・スタンダード・グロースに上場する企業。米国は、所在国が米国でありNYSE・NASDAQに上場する企業。欧州は、所在国が欧州であり欧州内の取引市場に上場する企業。

(参考) 日本の業種別ポジション分布 (2012~2014年度平均)

- 日本では製造業（医薬・バイオを除く）を含む多くの業種は企業群①の割合が大きく、サービス業は企業群④の割合が大きい。

日本の上場企業の業種別ポジション分布 (2012~2014年度平均)



出所：スピーダのデータを基に経済産業省が作成。

※ 企業群①はROE8%未満かつPBR1倍未満、企業群②はROE8%以上かつPBR1倍未満、企業群③はROE8%未満かつPBR1倍以上、企業群④はROE8%以上PBR1倍以上。

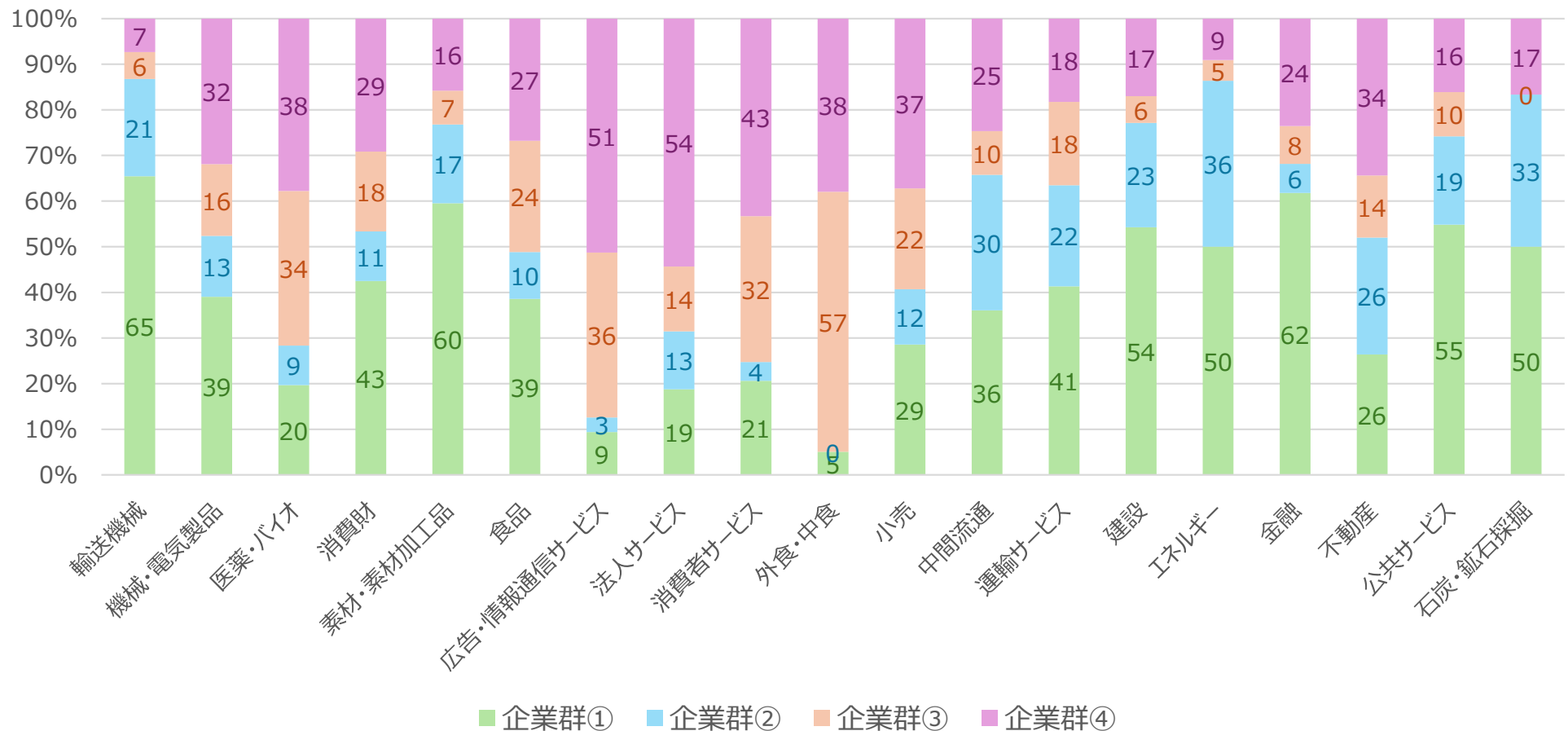
※ ROEおよびPBRは2012年度から2014年度の平均。

※ 集計対象：2012~2014年度のROEおよびPBRが連続して取得できる上場企業。日本は、所在国が日本であり東証プライム・スタンダード・グロースに上場する企業。米国は、所在国が米国でありNYSE・NASDAQに上場する企業。欧州は、所在国が欧州であり欧州内の取引市場に上場する企業。

(参考) 日本の業種別ポジション分布 (2021~2023年度平均)

- 日本では製造業（医薬・バイオを除く）を含む多くの業種は企業群①の割合が大きく、サービス業は企業群④の割合が大きい。

日本の上場企業の業種別ポジション分布 (2021~2023年度平均)



出所：スピーダのデータを基に経済産業省が作成。

※ 企業群①はROE8%未満かつPBR1倍未満、企業群②はROE8%以上かつPBR1倍未満、企業群③はROE8%未満かつPBR1倍以上、企業群④はROE8%以上PBR1倍以上。

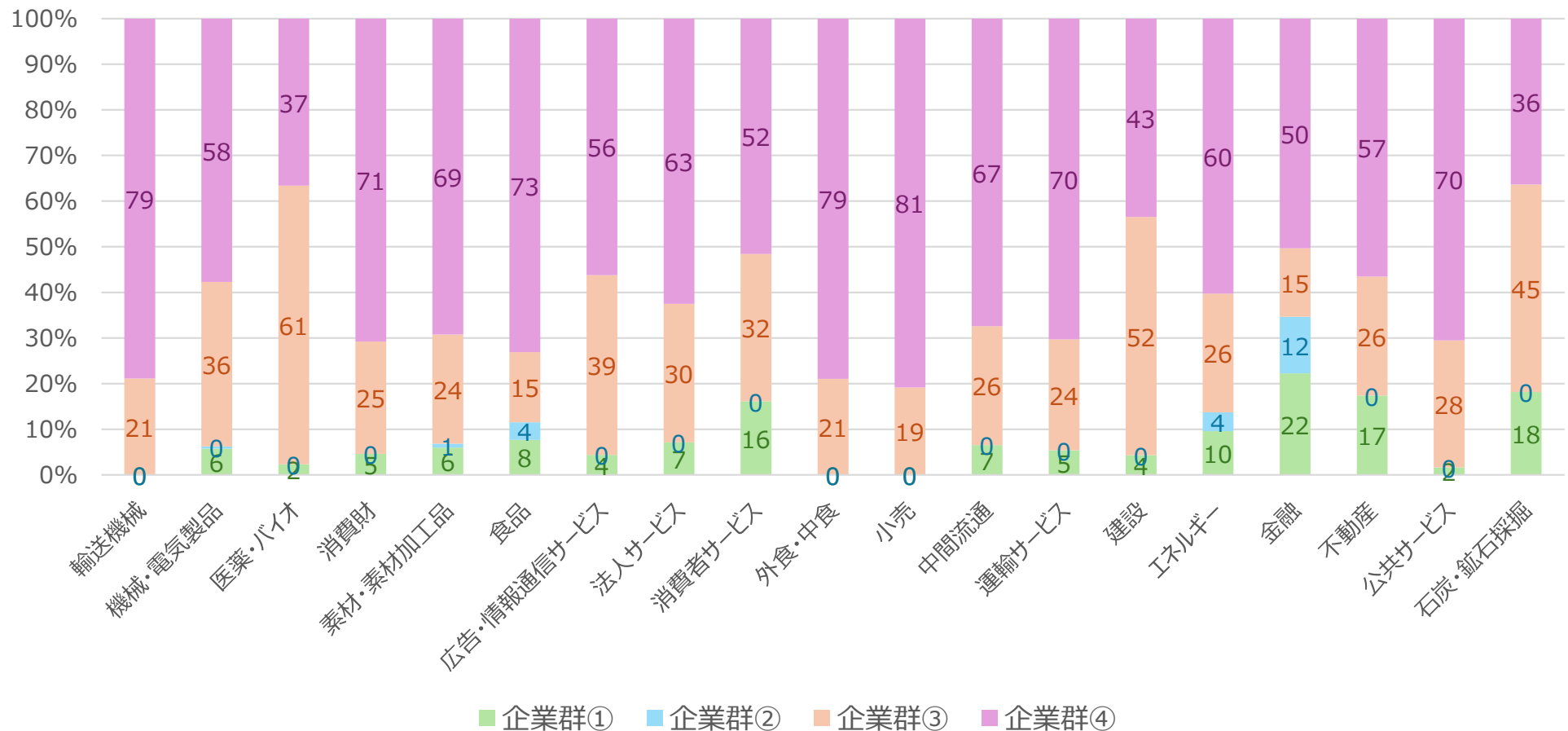
※ ROEおよびPBRは2021年度から2023年度の平均。

※ 集計対象：2021~2023年度のROEおよびPBRが連続して取得できる上場企業。日本は、所在国が日本であり東証プライム・スタンダード・グロースに上場する企業。米国は、所在国が米国でありNYSE・NASDAQに上場する企業。欧州は、所在国が欧州であり欧州内の取引市場に上場する企業。

(参考) 米国の業種別ポジション分布 (2012～2014年度平均)

- 米国では金融を除くほとんどの企業で企業群③④が太宗を占めている。

米国の上場企業の業種別ポジション分布 (2012～2014年度平均)



出所：スピーダのデータを基に経済産業省が作成。

※ 企業群①はROE8%未満かつPBR1倍未満、企業群②はROE8%以上かつPBR1倍未満、企業群③はROE8%未満かつPBR1倍以上、企業群④はROE8%以上PBR1倍以上。

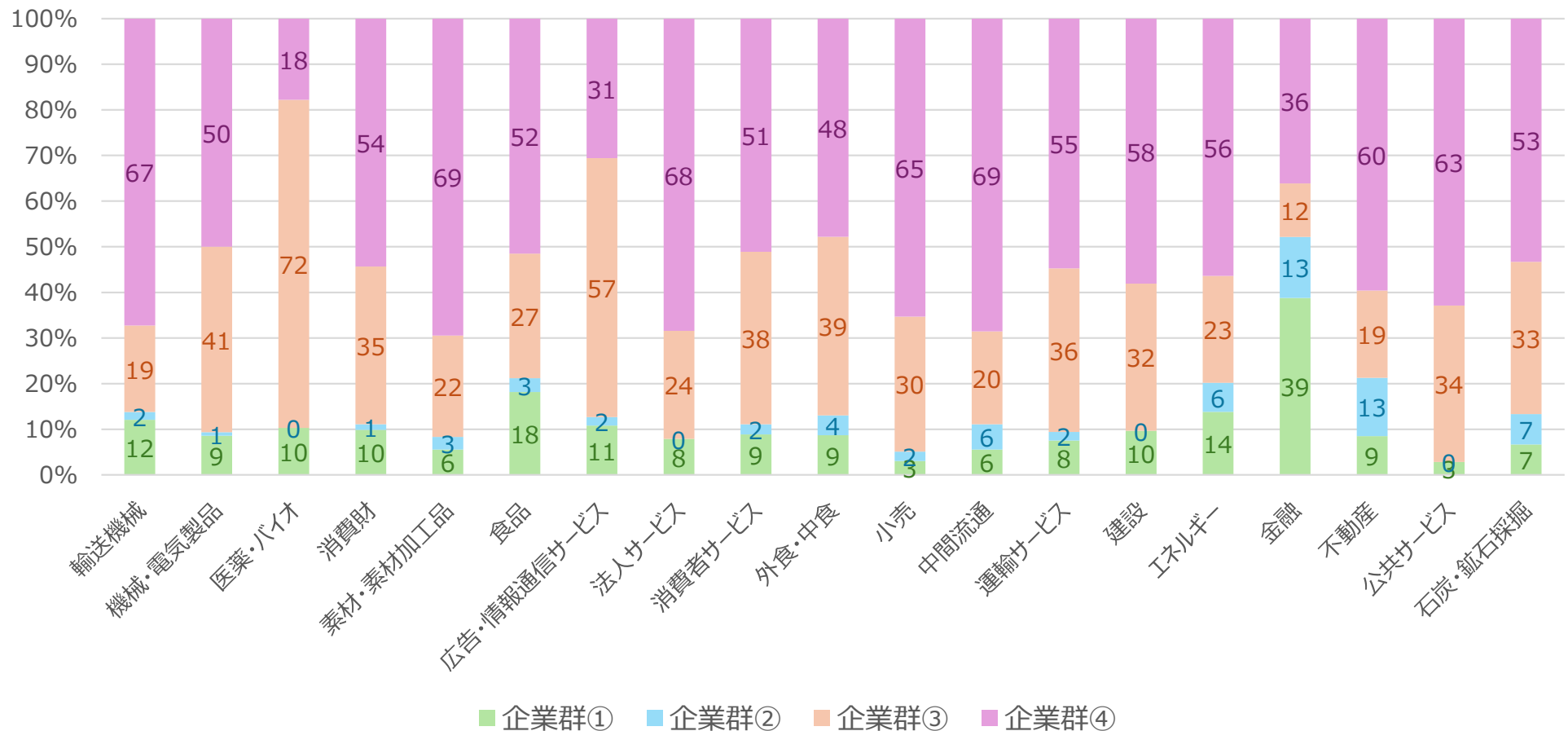
※ ROEおよびPBRは2012年度から2014年度の平均。

※ 集計対象：2012～2014年度のROEおよびPBRが連続して取得できる上場企業。日本は、所在国が日本であり東証プライム・スタンダード・グロースに上場する企業。米国は、所在国が米国でありNYSE・NASDAQに上場する企業。欧州は、所在国が欧州であり欧州内の取引市場に上場する企業。

(参考) 米国の業種別ポジション分布 (2021~2023年度平均)

- 米国では金融を除くほとんどの企業で企業群③④が太宗を占めている。

米国の上場企業の業種別ポジション分布 (2021~2023年度平均)



出所：スピーダのデータを基に経済産業省が作成。

※ 企業群①はROE8%未満かつPBR1倍未満、企業群②はROE8%以上かつPBR1倍未満、企業群③はROE8%未満かつPBR1倍以上、企業群④はROE8%以上PBR1倍以上。

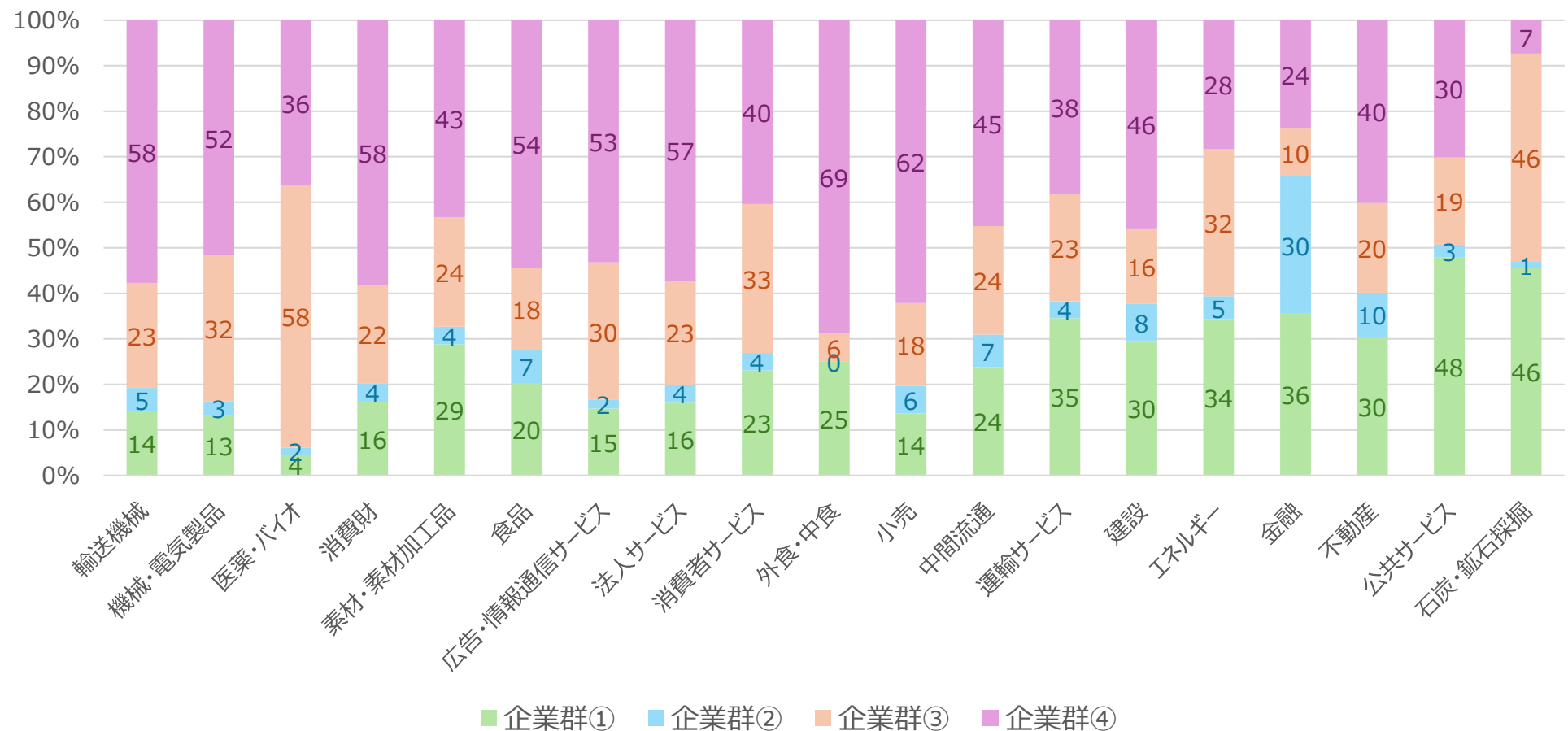
※ ROEおよびPBRは2021年度から2023年度の平均。

※ 集計対象：2021~2023年度のROEおよびPBRが連続して取得できる上場企業。日本は、所在国が日本であり東証プライム・スタンダード・グロースに上場する企業。米国は、所在国が米国でありNYSE・NASDAQに上場する企業。欧州は、所在国が欧州であり欧州内の取引市場に上場する企業。

(参考) 欧州の業種別ポジション分布 (2012~2014年度平均)

- 欧州では、金融や不動産を除く多くの業種で企業群③④が太宗を占めている。

欧州の上場企業の業種別ポジション分布 (2012~2014年度平均)



出所：スピーダのデータを基に経済産業省が作成。

※ 企業群①はROE8%未満かつPBR1倍未満、企業群②はROE8%以上かつPBR1倍未満、企業群③はROE8%未満かつPBR1倍以上、企業群④はROE8%以上PBR1倍以上。

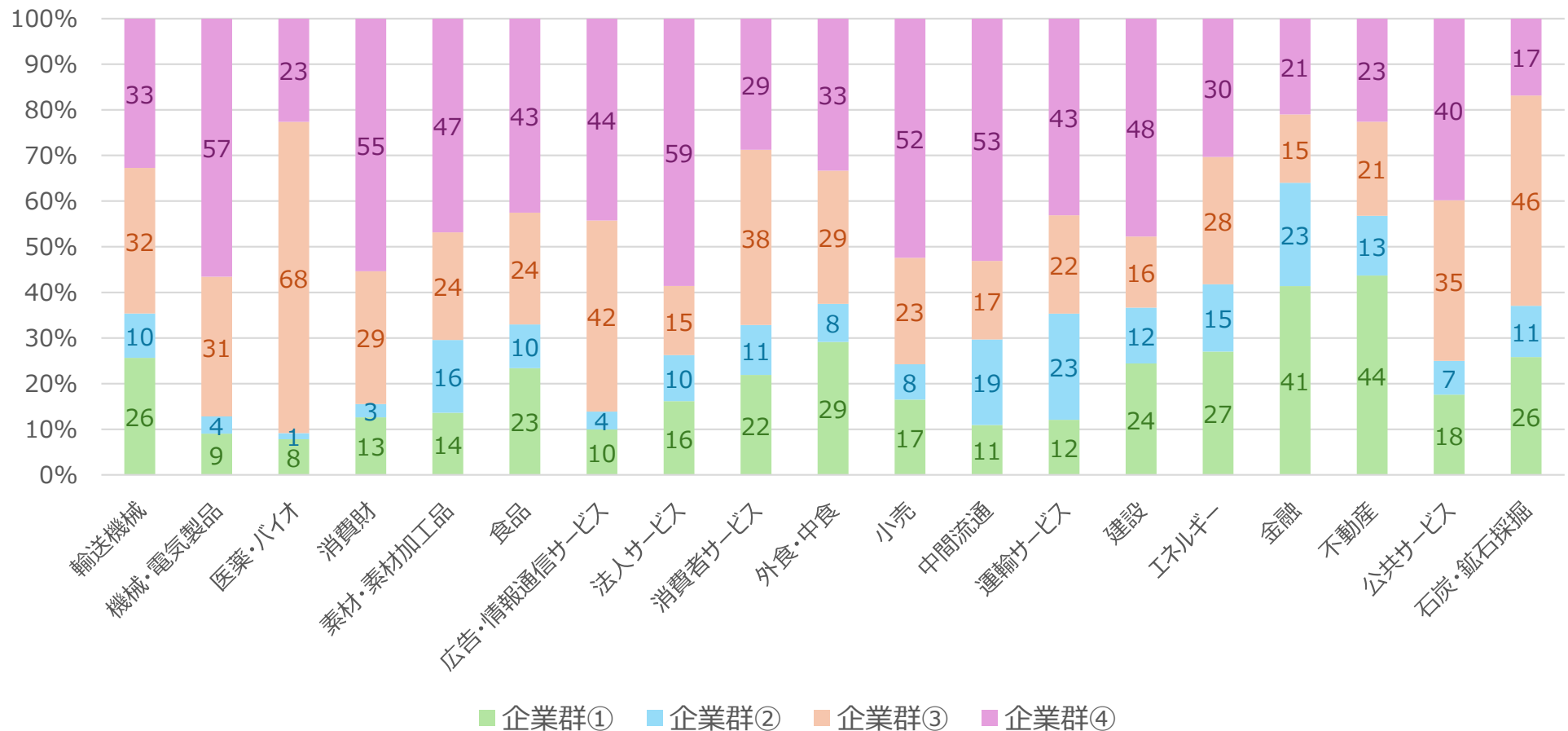
※ ROEおよびPBRは2012年度から2014年度の平均。

※ 集計対象：2012~2014年度のROEおよびPBRが連続して取得できる上場企業。日本は、所在国が日本であり東証プライム・スタンダード・グロースに上場する企業。米国は、所在国が米国でありNYSE・NASDAQに上場する企業。欧州は、所在国が欧州であり欧州内の取引市場に上場する企業。

(参考) 欧州の業種別ポジション分布 (2021~2023年度平均)

- 欧州では、金融や不動産を除く多くの業種で企業群③④が太宗を占めている。

欧州の上場企業の業種別ポジション分布 (2021~2023年度平均)



出所：スピーダのデータを基に経済産業省が作成。

※ 企業群①はROE8%未満かつPBR1倍未満、企業群②はROE8%以上かつPBR1倍未満、企業群③はROE8%未満かつPBR1倍以上、企業群④はROE8%以上PBR1倍以上。

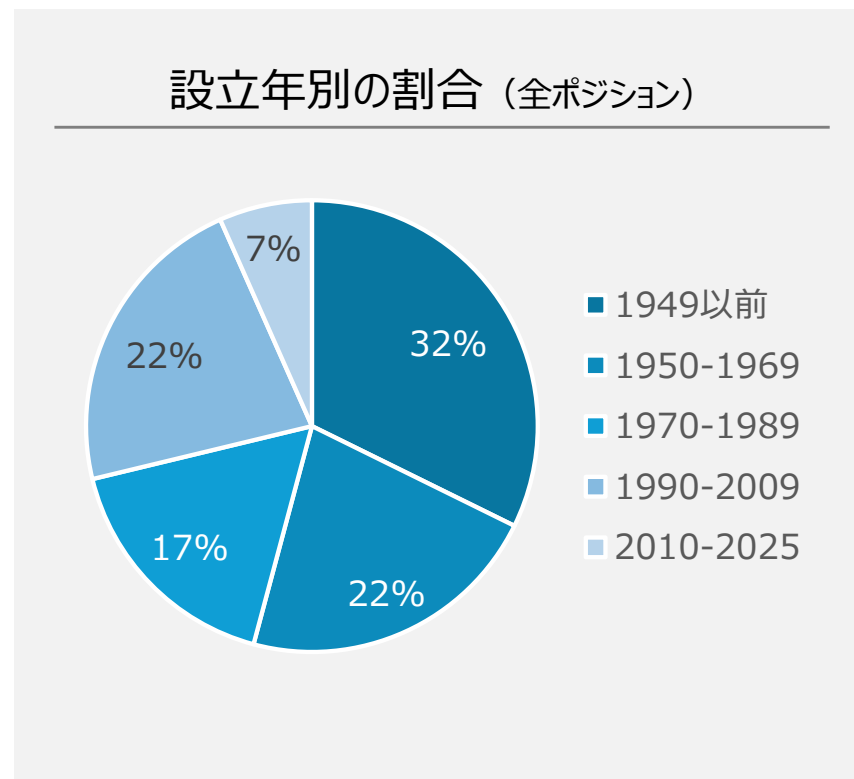
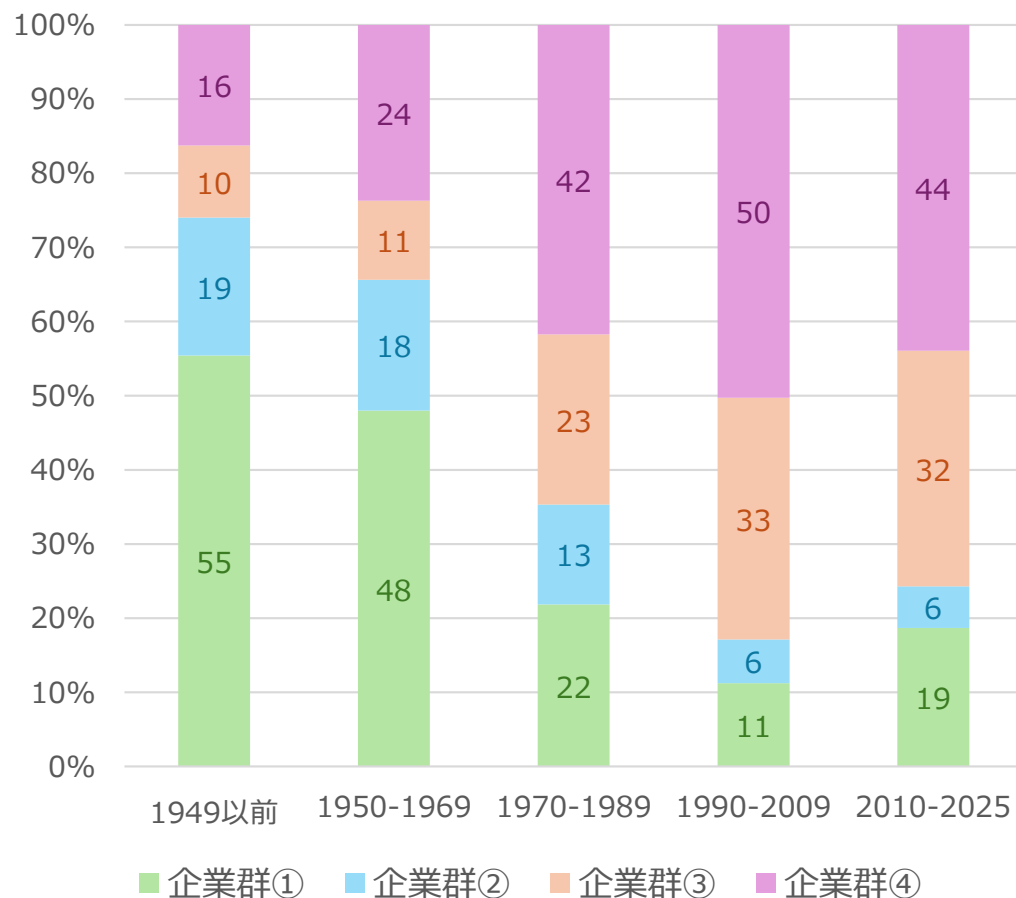
※ ROEおよびPBRは2021年度から2023年度の平均。

※ 集計対象：2021~2023年度のROEおよびPBRが連続して取得できる上場企業。日本は、所在国が日本であり東証プライム・スタンダード・グロースに上場する企業。米国は、所在国が米国でありNYSE・NASDAQに上場する企業。欧州は、所在国が欧州であり欧州内の取引市場に上場する企業。

日本の上場企業の設立年別ポジション分布

- 日本の上場企業は、35年以上前（1989年以前）に設立された古い企業が約7割と多い。
- また、企業群①には、設立年数が古い企業の割合が顕著に多くなっている。

日本の上場企業の設立年別ポジション分布（2021～2023年度平均）



出所：スピーダのデータを基に経済産業省が作成。

※ 企業群①はROE8%未満かつPBR1倍未満、企業群②はROE8%以上かつPBR1倍未満、企業群③はROE8%未満かつPBR1倍以上、企業群④はROE8%以上PBR1倍以上。

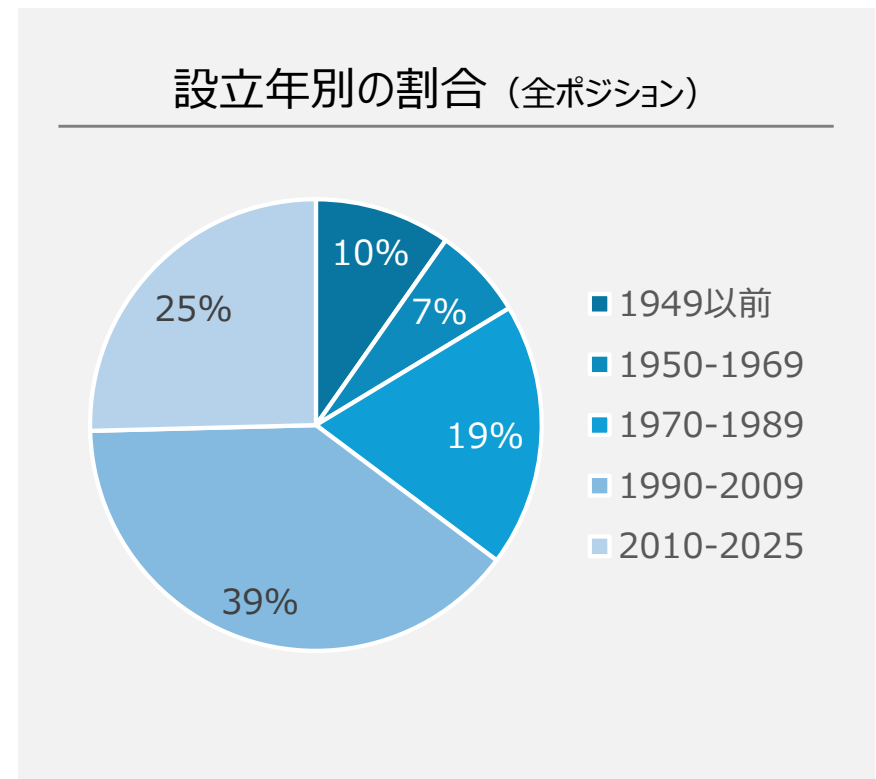
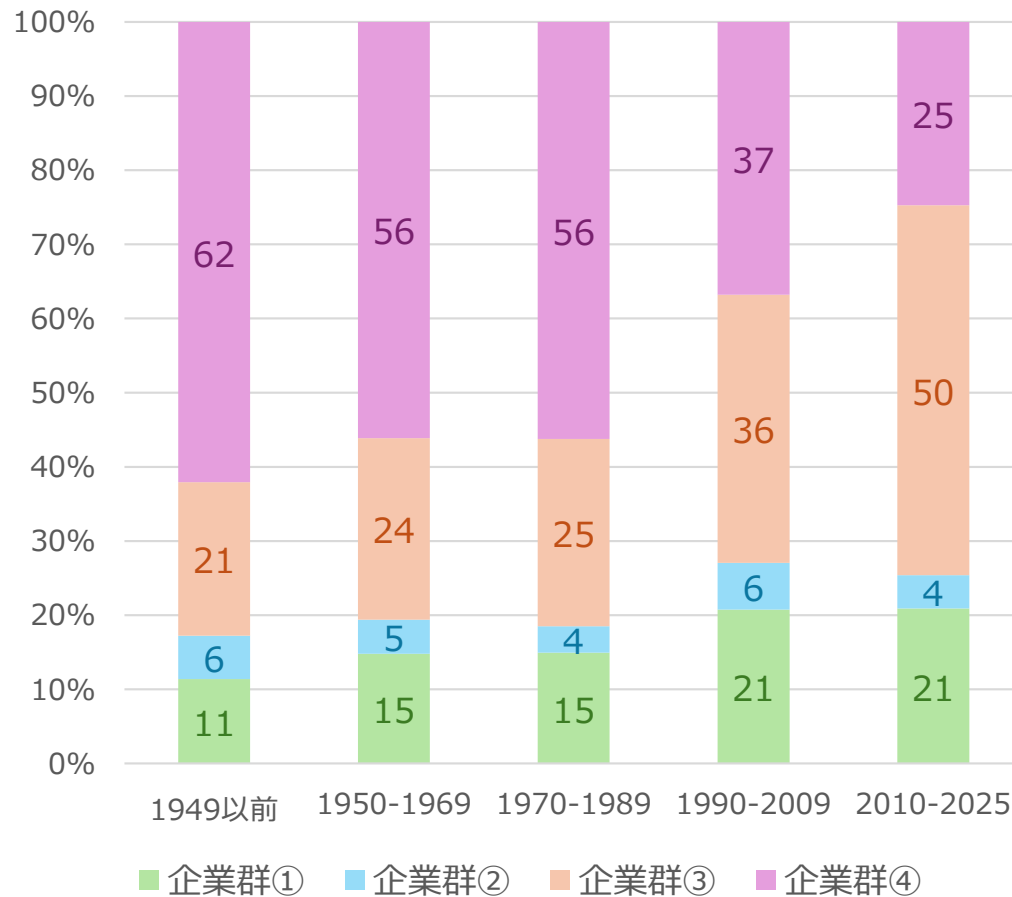
※ ROEおよびPBRは2012年度から2014年度及び2021年度から2023年度の平均。

※ 集計対象：各期間のROEおよびPBR（2012～2014年度または2021～2023年度）が連続して取得できる上場企業。日本は、所在国が日本であり東証プライム・スタンダード・グロースに上場する企業。米国は、所在国が米国でありNYSE・NASDAQに上場する企業。欧州は、所在国が欧州であり欧州内の取引市場に上場する企業。

米国の上場企業の設立年別ポジション分布

- 米国の上場企業は、35年以上前（1989年以前）に設立された企業は約 4 割と少なく、約 6 割が1990年以降に設立された新しい企業が占める。
- 日本とは異なり、古い企業ほど企業群④が多い。

米国の上場企業の設立年別ポジション分布（2021～2023年度平均）



出所：スピーダのデータを基に経済産業省が作成。

※ 企業群①はROE8%未満かつPBR1倍未満、企業群②はROE8%以上かつPBR1倍未満、企業群③はROE8%未満かつPBR1倍以上、企業群④はROE8%以上PBR1倍以上。

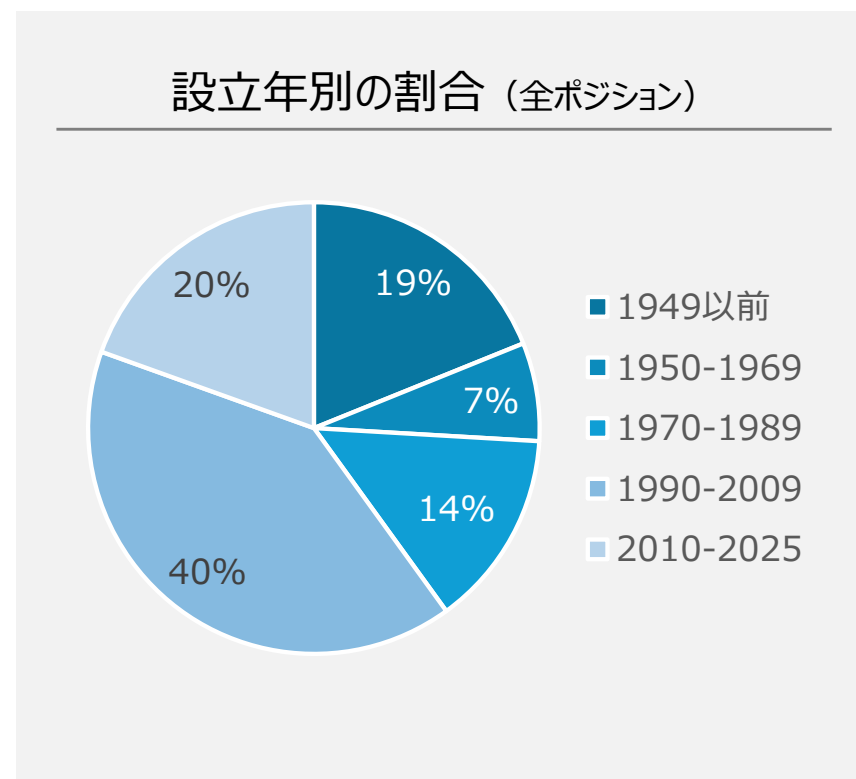
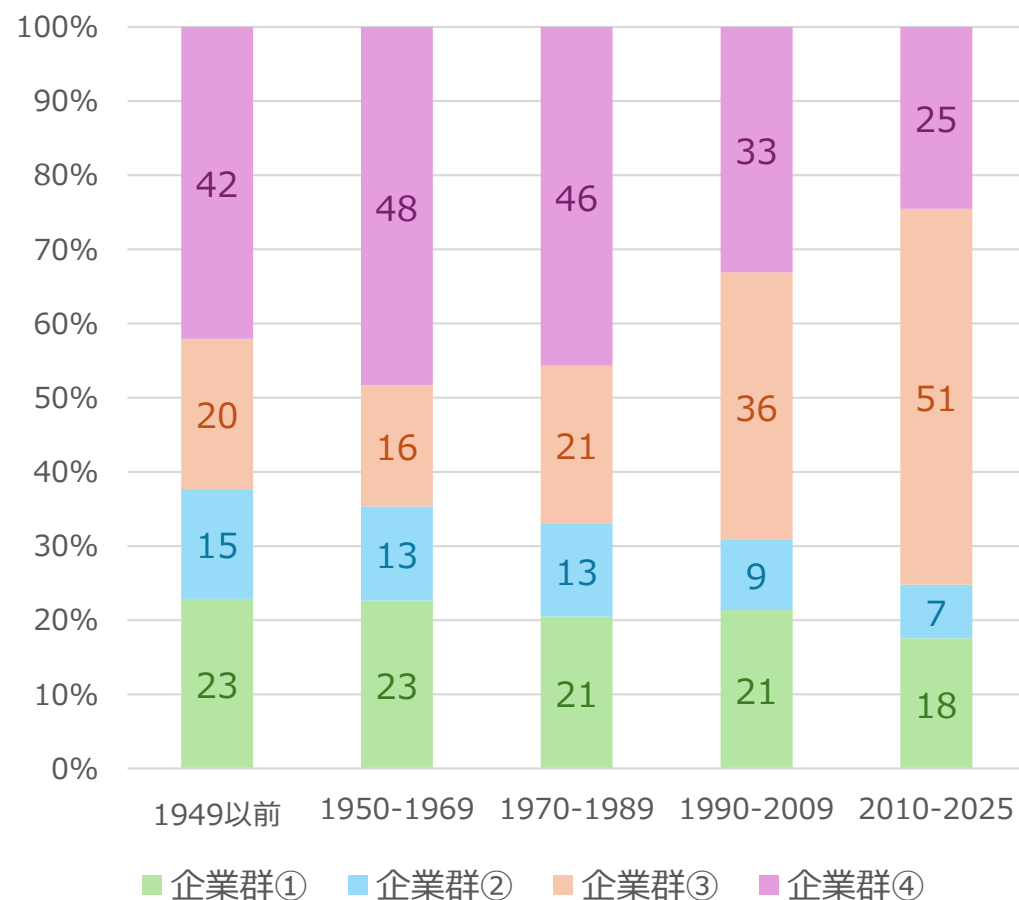
※ ROEおよびPBRは2012年度から2014年度及び2021年度から2023年度の平均。

※ 集計対象：各期間のROEおよびPBR（2012～2014年度または2021～2023年度）が連続して取得できる上場企業。日本は、所在国が日本であり東証プライム・スタンダード・グロースに上場する企業。米国は、所在国が米国でありNYSE・NASDAQに上場する企業。欧州は、所在国が欧州であり欧州内の取引市場に上場する企業。

欧州の上場企業の設立年別ポジション分布

- 欧州の上場企業は、米国同様、35年以上前（1989年以前）に設立された企業は約4割と少なく、約6割が1990年以降に設立された新しい企業が占める。
- また、米国同様、古い企業は企業群④が4割以上を占めている。

欧州の上場企業の設立年別ポジション分布（2021～2023年度平均）



出所：スピーダのデータを基に経済産業省が作成。

※ 企業群①はROE8%未満かつPBR1倍未満、企業群②はROE8%以上かつPBR1倍未満、企業群③はROE8%未満かつPBR1倍以上、企業群④はROE8%以上PBR1倍以上。

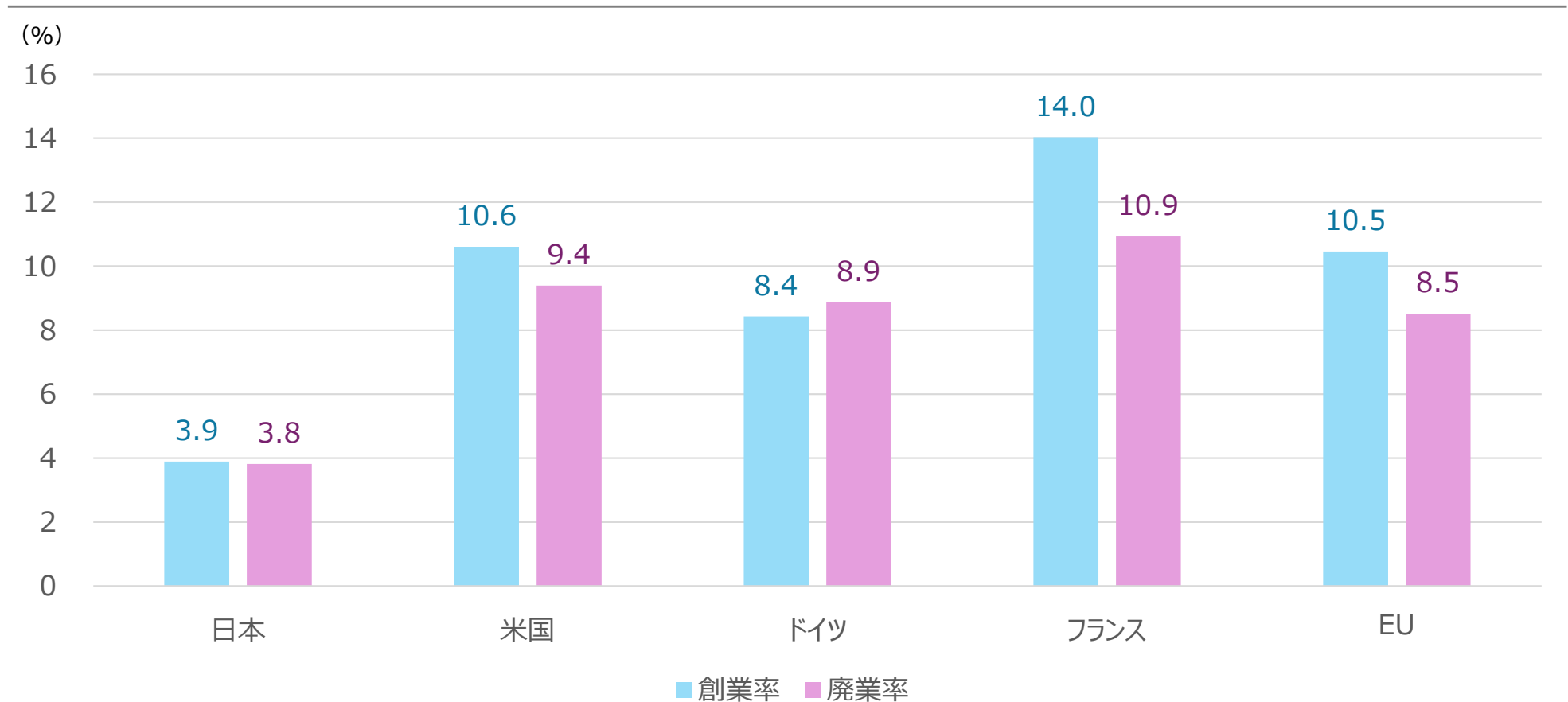
※ ROEおよびPBRは2012年度から2014年度及び2021年度から2023年度の平均。

※ 集計対象：各期間のROEおよびPBR（2012～2014年度または2021～2023年度）が連続して取得できる上場企業。日本は、所在国が日本であり東証プライム・スタンダード・グロースに上場する企業。米国は、所在国が米国でありNYSE・NASDAQに上場する企業。欧州は、所在国が欧州であり欧州内の取引市場に上場する企業。

(参考) 日米欧企業の創業率・廃業率

- 各国の統計の性質が異なるため単純比較はできないものの、日本は創業率・廃業率ともに米欧よりも低く、新陳代謝が進んでいない。

日米欧企業の創業率・廃業率（2023年）



出所：厚生労働省「雇用保険事業月報・年報」、United States Census Bureau「Business Dynamics Statistics」、Eurostat「Enterprise birth and death rates, business economy」のデータを基に経済産業省が作成。

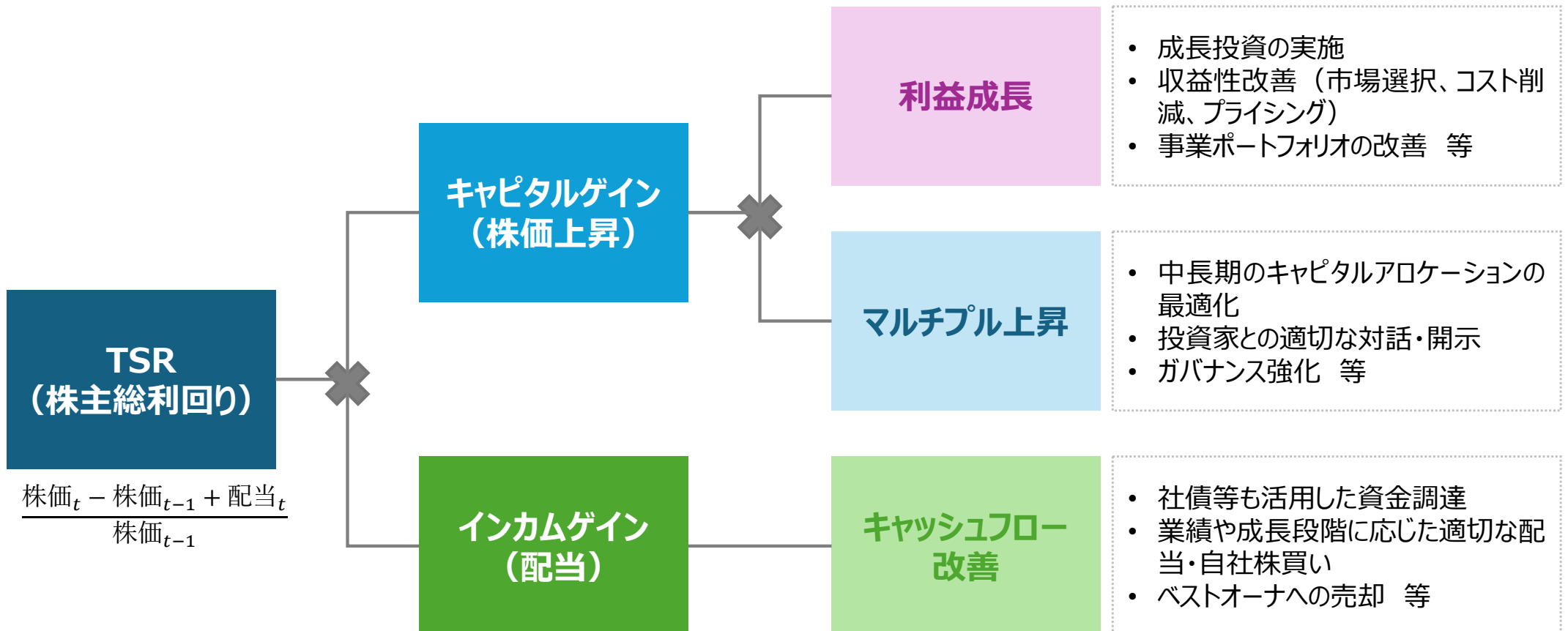
※ 日本の創業率は、2023年1月から2023年12月の新規適用事業所数の合計÷2022年12月の月末適用事業所数。廃業率は、2023年1月から2023年12月の廃止事業所数の合計÷2022年12月の月末適用事業所数

目次

1. 日本企業の課題
2. 成長投資
3. 株主還元
4. 株主とステークホルダー
5. 四象限の移動分析
- 6. TSR**
7. 本日の論点

TSR (Total Shareholder Return : 株主総利回り)

- TSRとは、Total Shareholder Return (株主総利回り) の略称であり、一定期間における「(株価の上昇額 + 配当額) ÷ 当初株価 × 100」で算出される。
- 株主が一定期間に得る株価の上昇 (キャピタルゲイン) と配当 (インカムゲイン) を合わせた、投資家に対する総合的なリターンを示す指標である。
- TSRは、「利益成長」「マルチプル変化」「フリーキャッシュフロー利回り」の3つの要素に分解が可能。



(参考) TSRの分解の考え方

$$1 + TSR = 1 + \frac{\text{株価}_t - \text{株価}_{t-1} + \text{配当}_t}{\text{株価}_{t-1}} = \frac{\text{株価}_t}{\text{株価}_{t-1}} \times \left(1 + \frac{\text{配当}_t}{\text{株価}_t} \right)$$

ここで、株価 = $\frac{\text{時価総額}}{\text{発行済株式総数}}$ であり、EV = 時価総額 + 純有利子負債 であるから、

$$\text{株価} = \frac{EV - \text{純有利子負債}}{\text{発行済株式総数}} = \frac{EV \left(1 - \frac{\text{純有利子負債}}{EV} \right)}{\text{発行済株式総数}}$$

よって、

$$\frac{\text{株価}_t}{\text{株価}_{t-1}} = \frac{\frac{EV_t \left(1 - \frac{\text{純有利子負債}_t}{EV_t} \right)}{\text{発行済株式総数}_t}}{\frac{EV_{t-1} \left(1 - \frac{\text{純有利子負債}_{t-1}}{EV_{t-1}} \right)}{\text{発行済株式総数}_{t-1}}} = \frac{EV_t}{EV_{t-1}} \times \frac{1 - \frac{\text{純有利子負債}_t}{EV_t}}{1 - \frac{\text{純有利子負債}_{t-1}}{EV_{t-1}}} \times \frac{\text{発行済株式総数}_{t-1}}{\text{発行済株式総数}_t}$$

ここで、EV = $\frac{EV}{EBITDA} \times \text{売上高} \times \frac{EBITDA}{\text{売上高}}$ であるから、

$$\frac{EV_t}{EV_{t-1}} = \frac{EV/EBITDA_t}{EV/EBITDA_{t-1}} \times \frac{\text{売上高}_t}{\text{売上高}_{t-1}} \times \frac{EBITDA\text{マージン}_t}{EBITDA\text{マージン}_{t-1}}$$

よって、

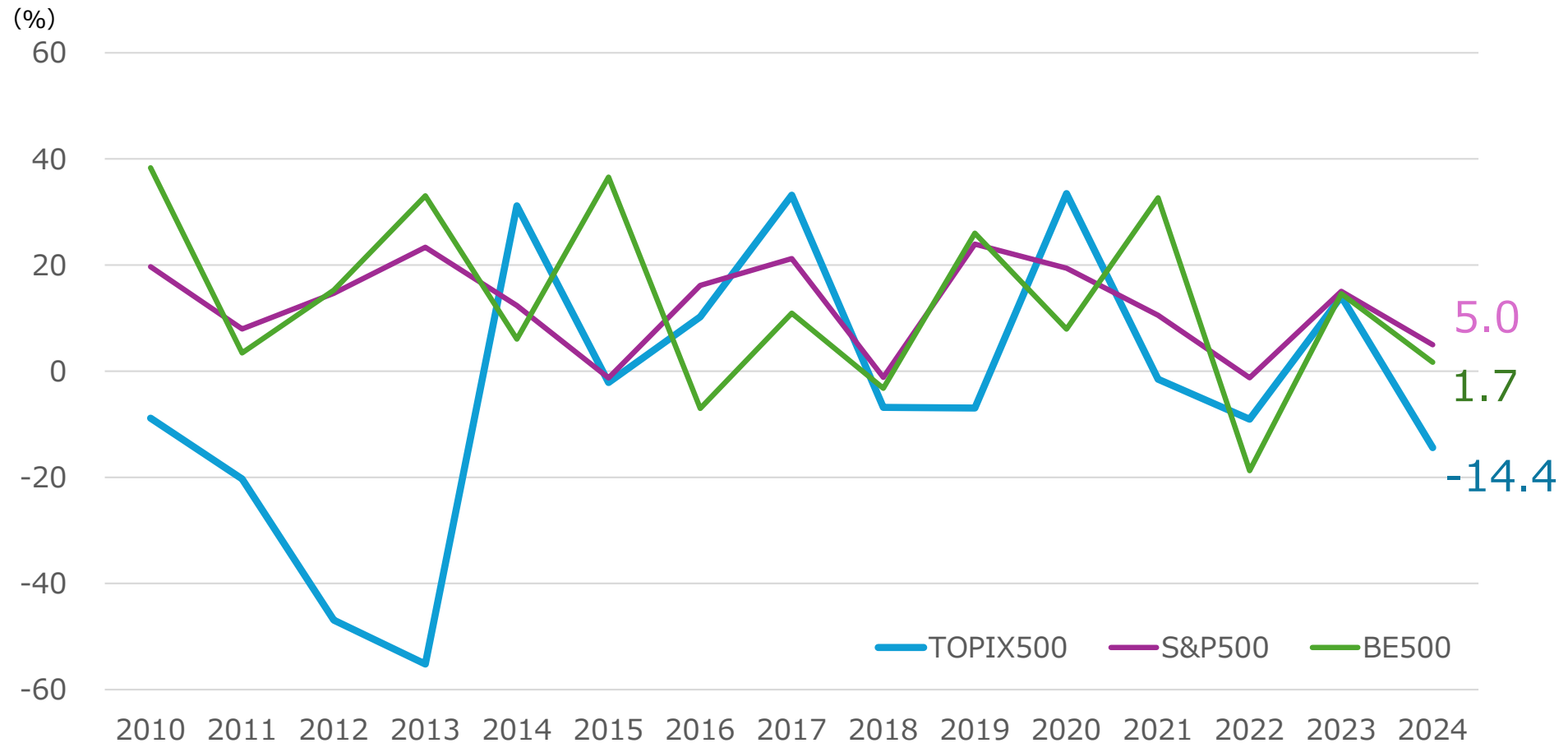
$$1 + TSR = \underbrace{\frac{EV/EBITDA_t}{EV/EBITDA_{t-1}}}_{\text{マルチプル変化}} \times \underbrace{\frac{\text{売上高}_t}{\text{売上高}_{t-1}} \times \frac{EBITDA\text{マージン}_t}{EBITDA\text{マージン}_{t-1}}}_{\text{利益成長}} \times \underbrace{\frac{1 - \frac{\text{純有利子負債}_t}{EV_t}}{1 - \frac{\text{純有利子負債}_{t-1}}{EV_{t-1}}} \times \frac{\text{発行済株式総数}_{t-1}}{\text{発行済株式総数}_t} \times \left(1 + \frac{\text{配当}_t}{\text{株価}_t} \right)}_{\text{キャッシュフロー改善}}$$

企業価値評価
売上成長×収益性
負債活用×株主還元強化

日米欧主要企業のTSRの推移

- 日本企業のTSR水準は、欧米企業に近接傾向にある。
- 単年度のTSRは一定のブレが存在するため、TSRを中長期的に高めていく視点が重要。

日米欧主要企業のTSR推移



出所：スピーダのデータを基に経済産業省が作成。

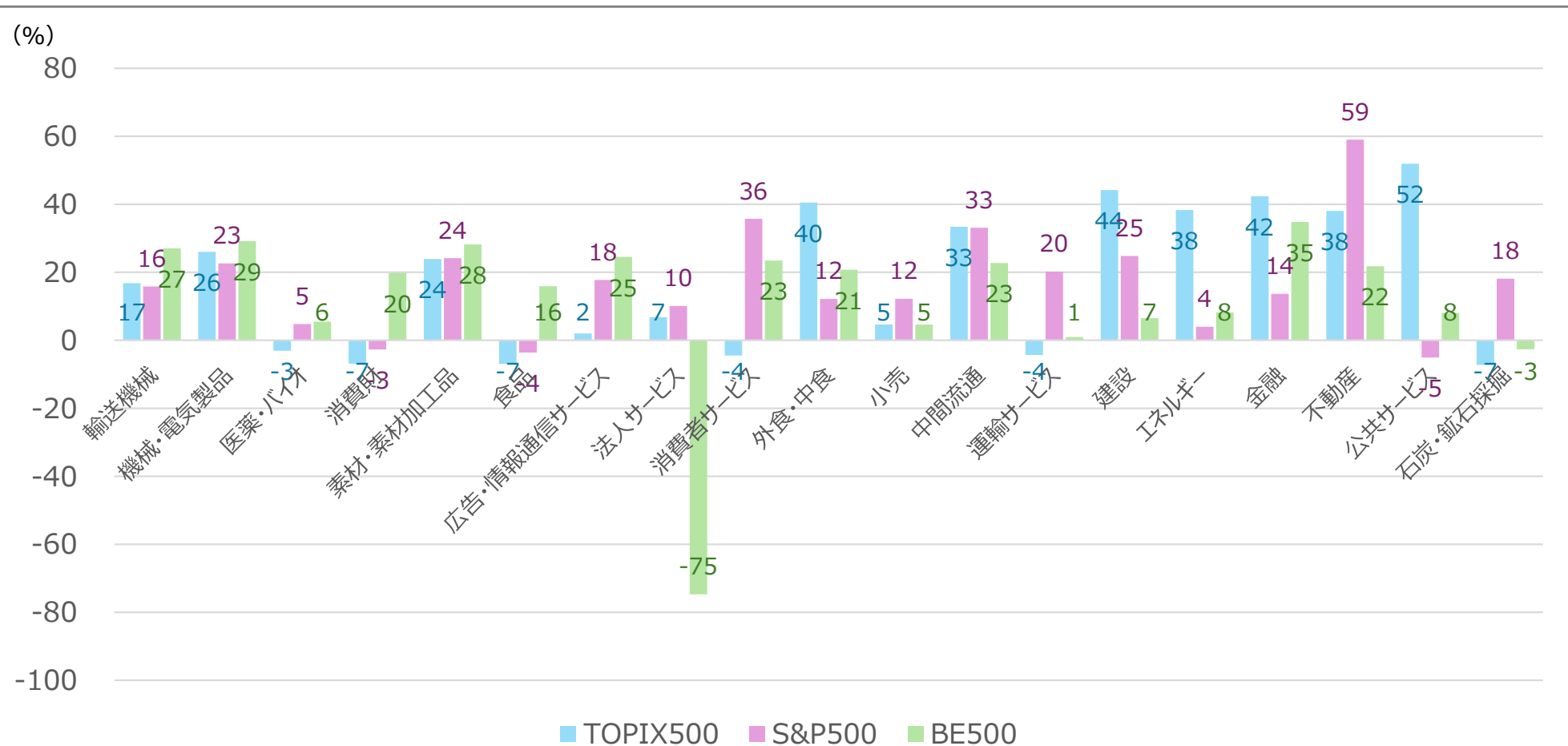
※ 1年TSR = (当期の株価 - 前期の株価 + 当期の支払配当金) ÷ 前期の株価。

※ 集計対象：各インデックスの構成銘柄のうち、各年度の当年度および前年度におけるネット有利子負債（除く現預金・短期性有価証券）、EBITDA、売上高合計、時価総額（自己株式調整後）、一株当たり年間配当金、株価（終値）親会社株主に帰属する当期純利益がすべて取得できる企業。ただし、スピーダ業界大分類が金融の企業を除く。

日本の主要企業の業種別TSR

- 業種別のTSR水準を日米欧で比較すると、日本企業は、外食・中食、建設、エネルギー、公共サービスなどで数値が高く、食品、消費者サービス、輸送サービス、石炭・鉱石採掘などで数値が低い。

日米欧主要企業の業種別TSR（2023年度）



出所：スピーダのデータを基に経済産業省が作成。

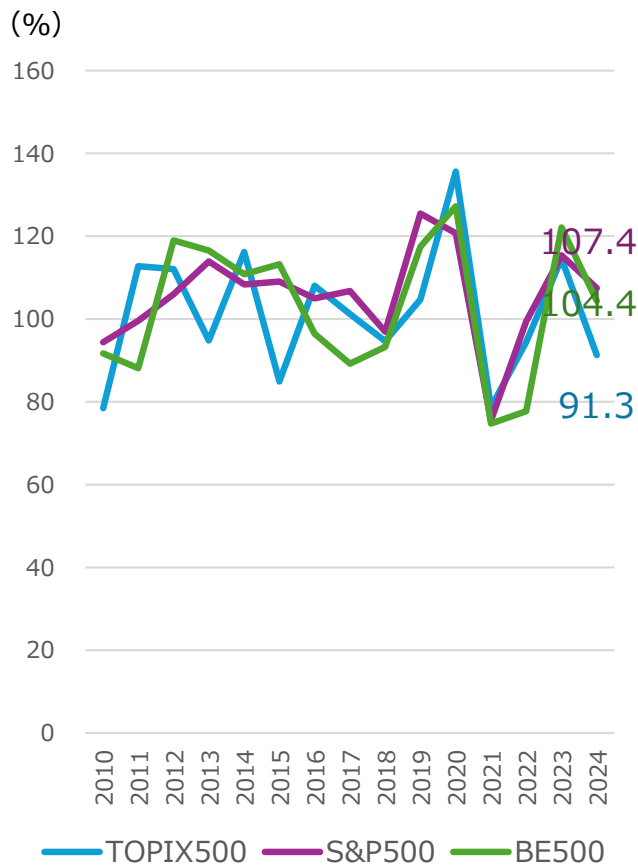
※ 1年TSR = (当期の株価 - 前期の株価 + 当期の支払配当金) ÷ 前期の株価。

※ 集計対象：各インデックスの構成銘柄のうち、各年度の当年度および前年度におけるネット有利子負債（除く現預金・短期性有価証券）、EBITDA、売上高合計、時価総額（自己株式調整後）、一株当たり年間配当金、株価（終値）親会社株主に帰属する当期純利益がすべて取得できる企業。ただし、スピーダ業界大分類が金融の企業を除く。

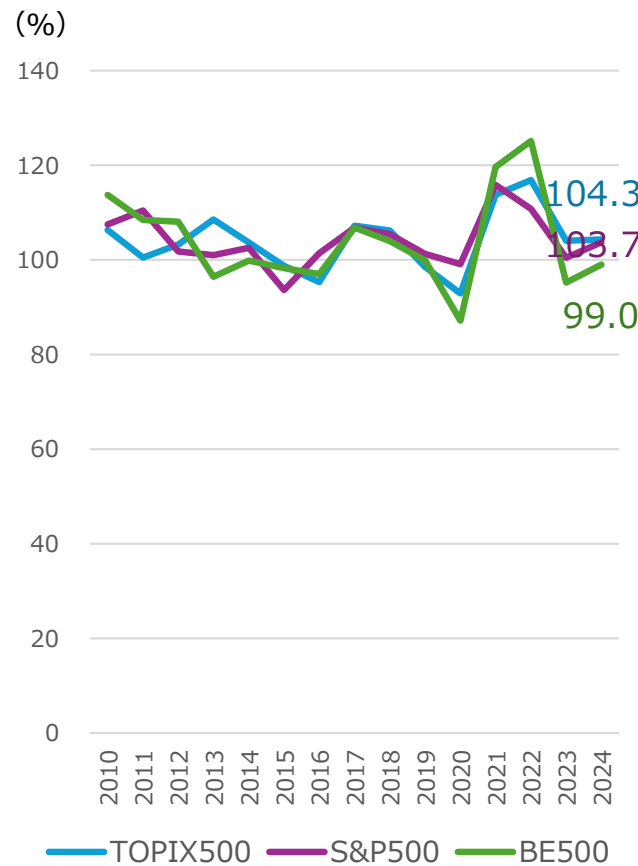
日米欧主要企業のTSRの分解

- マルチプル、売上高、EBITDAマージンの変化に関しては、日米欧で大きな違いがない。

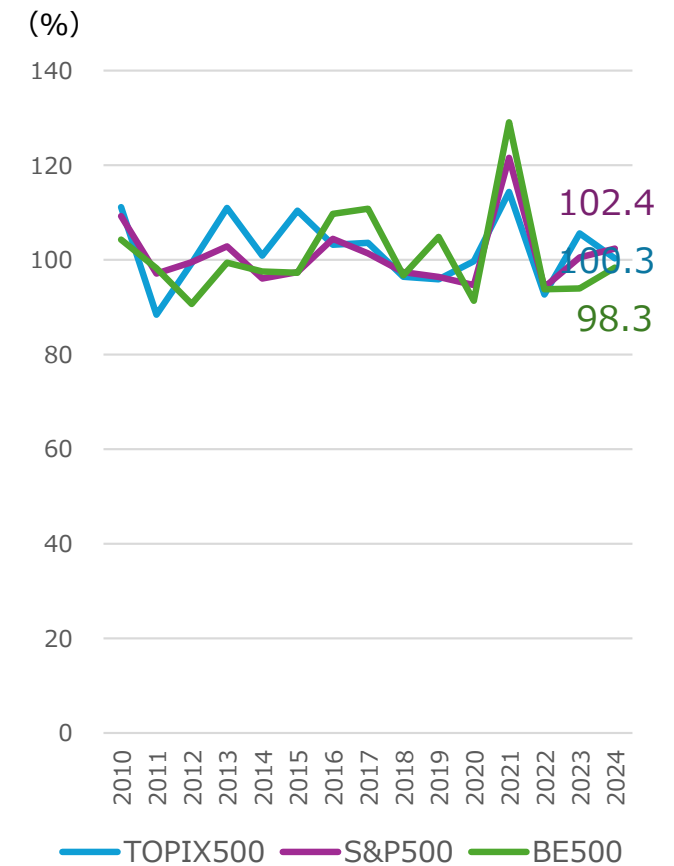
EV/EBITDA (マルチプル変化)



売上高 (売上成長)



EBITDAマージン (マージン改善)



出所：スピーダのデータを基に経済産業省が作成。

※ TSRの分解については、Boston Consulting Groupの手法を参考とした：「エクイティストーリーとしての中期経営計画——日本版バリュークリエーターズ・ランキング2025」（2025年6月）。

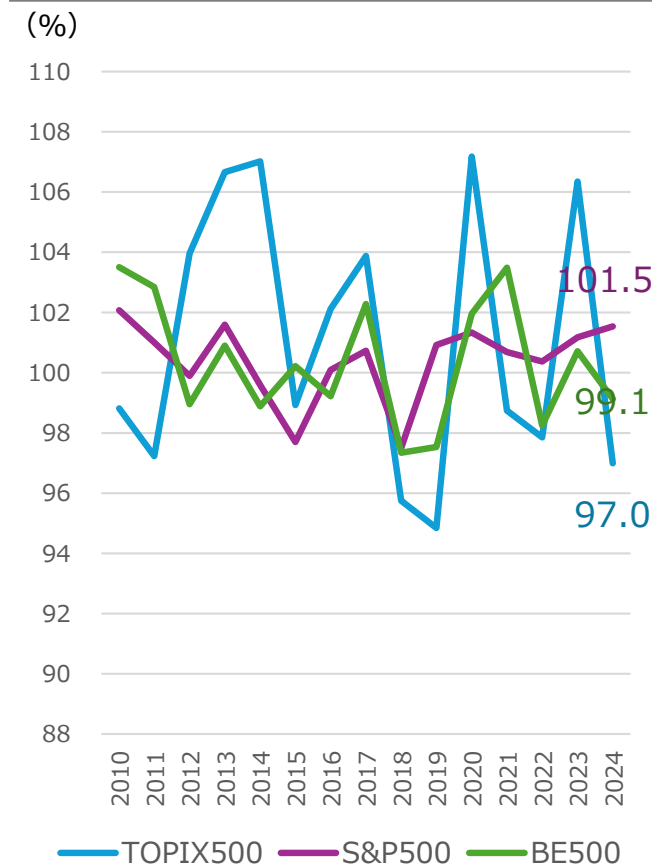
※ 三項目とも当期÷前期。

※ 集計対象：各インデックスの構成銘柄のうち、各年度の当年度および前年度におけるネット有利子負債（除く現預金・短期性有価証券）、EBITDA、売上高合計、時価総額（自己株式調整後）、一株当たり年間配当金、株価（終値）親会社株主に帰属する当期純利益がすべて取得できる企業。ただし、スピーダ業界大分類が金融の企業を除く。

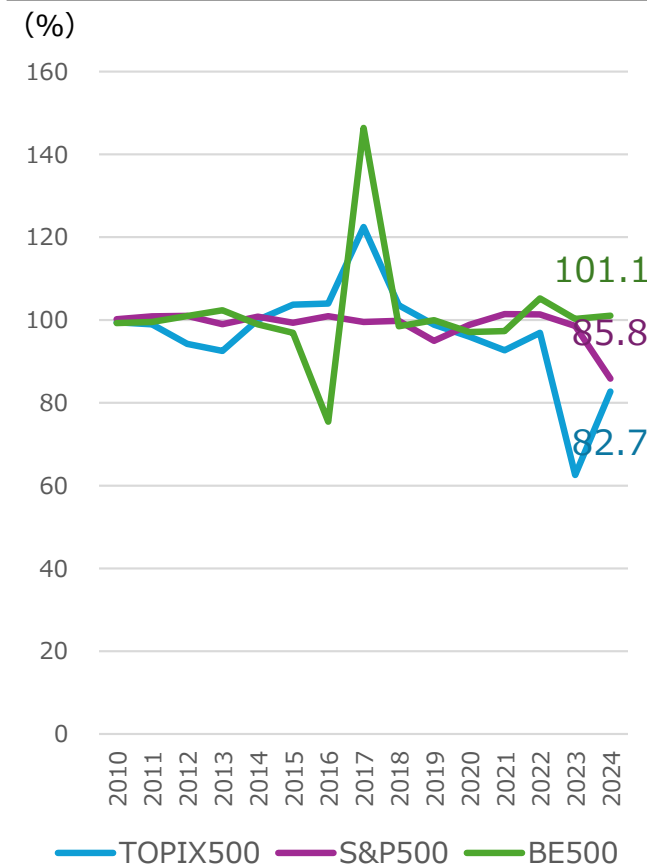
日米欧主要企業のTSRの分解

- 日本企業は、欧米企業と比較してレバレッジの増減が大きい。
- 日本企業は、配当利回りは近年上昇し米国企業を上回っている。

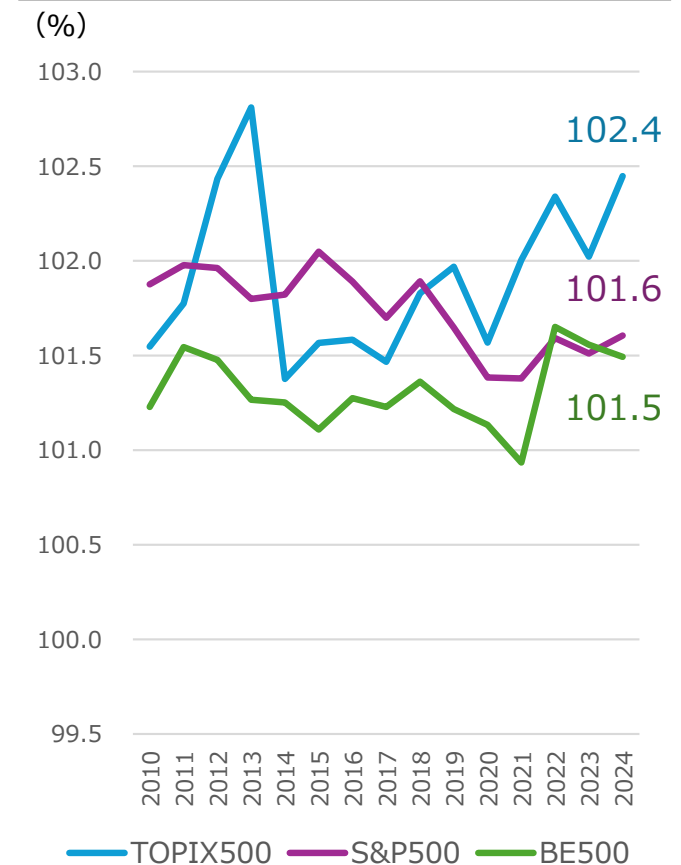
1-純有利子負債/企業価値 (レバレッジ増加率)



発行済株式数 (発行済株式数変化率)



1+配当金/株価 (配当利回り)



出所：スピーダのデータを基に経済産業省が作成。

※ TSRの分解については、Boston Consulting Groupの手法を参考とした：「エクイティストーリーとしての中期経営計画——日本版バリュークリエーターズ・ランキング2025」（2025年6月）。

※ 1-純有利子負債/企業価値は当期÷前期、発行済株式数は前期÷当期、1+配当金/株価は当期。

※ 集計対象：各インデックスの構成銘柄のうち、各年度の当年度および前年度におけるネット有利子負債（除く現預金・短期性有価証券）、EBITDA、売上高合計、時価総額（自己株式調整後）、一株当たり年間配当金、株価（終値）親会社株主に帰属する当期純利益がすべて取得できる企業。ただし、スピーダ業界大分類が金融の企業を除く。

目次

1. 日本企業の課題
2. 成長投資
3. 株主還元
4. 株主とステークホルダー
5. 四象限の移動分析
6. TSR
- 7. 本日の論点**

本日の論点

論点 1 :

成長志向型のコーポレートガバナンスはどうあるべきか。そこにシフトするためにの手立ては何か。

- 日本企業の業績は改善し、株価は大きく上昇。
- 一方で、株主還元は大幅に増加する中、成長投資（設備投資、研究開発、人的投資）は欧米と比べて少なく、伸び悩んでいる。
- 経営の効率性は改善しながらも、成長投資の拡大を通じた企業価値向上に向けて、どのようなコーポレートガバナンスとそこに向けたシフトの在り方が適切か（例：成長投資の拡大、企業の業績やポジションに応じた資本戦略、資金調達の多様化、ROEに加えて中長期的な成長を促すKPIの採用など）。

論点 2 :

成長指向型のコーポレートガバナンスの効果を最大化し、日本企業の競争力を強化する上で、取り組むべき重要政策課題と方策は何か。

- 例えば、企業群③を増やすためのイノベーション・エコシステム、経済全体の新陳代謝、スタートアップと大企業の連携など。
- これらの課題を解決し、中長期的な企業価値向上につなげるには、施策が考えられるか。

検討の視点

➤ デフレ下のコストカット型経営からインフレ下で企業行動の変化

- デフレ→インフレの経営環境の変化が、企業行動にどのような変化をもたらすか。

➤ 成長投資を通じた中長期的な企業価値向上

- 日本企業の粗利の低さの要因として深堀すべき項目は何か。
- 研究投資・設備投資などの成長投資のアロケーションの好事例からいえることは何か。
- 欧米企業と日本企業で重視する経営指標が異なる点から、どのような課題が導かれるか。
- 短期的な効率性を重視する状況から、中長期にTSRを高めて行くにはどうすべきか。

➤ 資金調達について

- 企業の成長投資を支える資金調達環境の整備について、どのような施策が適切か。

➤ 株主還元について

- 日本企業の自社株買いの目的、効果などをどう評価すべきか（ROE改善効果など）。

➤ 人的投資について

- 人的資本投資の可視化をさらに後押しするにはどのような課題があるか。
- スキル向上と賃金上昇が相関するサイクルをどのように拡大させていくか。

➤ 株主とステークホルダーの対話の課題

- CGコードへの企業の対応状況からどのような課題が読み取れるか。
- 運用会社の議決権行使状況からどのような課題が読み取れるか。
- 成長投資に向けた会社法制のあり方は何か。

➤ 企業ポジションの分布・移動状況

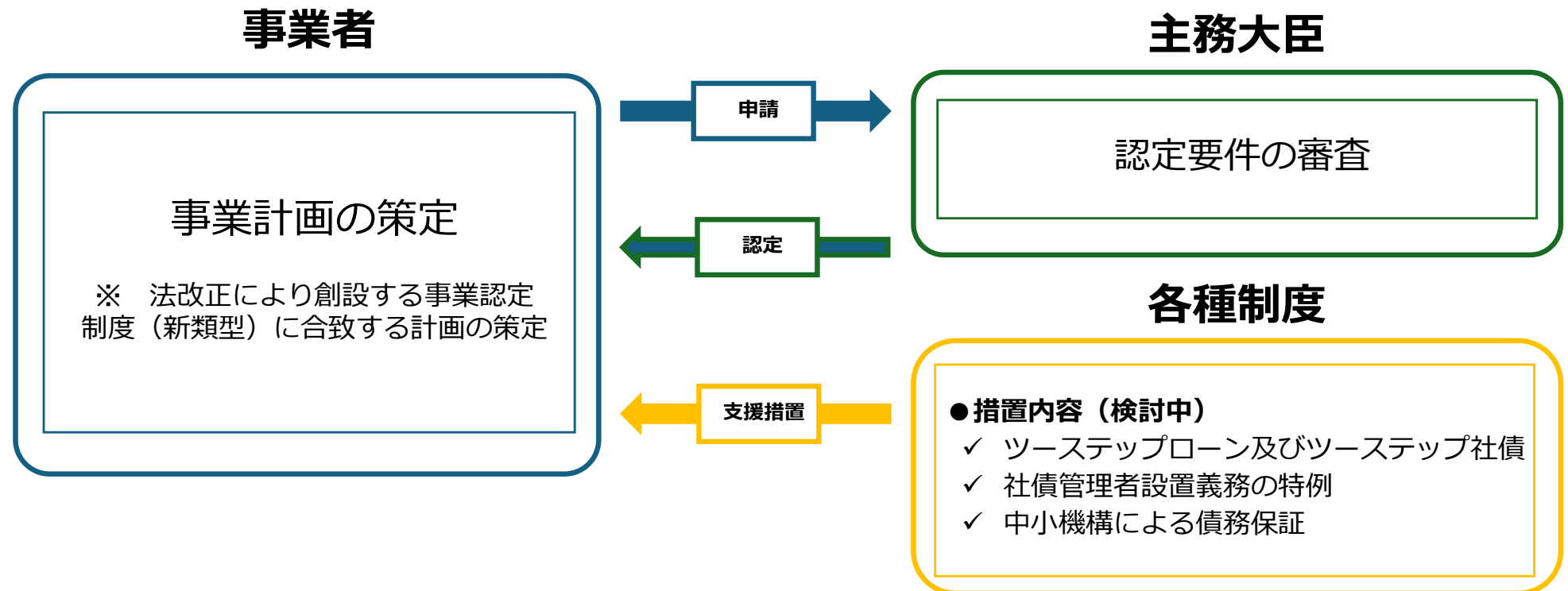
- 企業群③が増加している欧米と停滞している日本の本質的な違いはなにか。
- 企業の新陳代謝の違いについてどう考えるべきか。 等

參考資料

資金調達環境の整備に向けた施策（案）

- 一定の類型に該当する設備投資等のための資金調達について、支援策を検討中。
- 具体的には、事業計画の認定を受けた事業者による資金調達につき、①日本政策金融公庫による金融支援（ツーステップローン等）、②社債管理者設置義務の特例、③債務保証を措置することが考えられる。

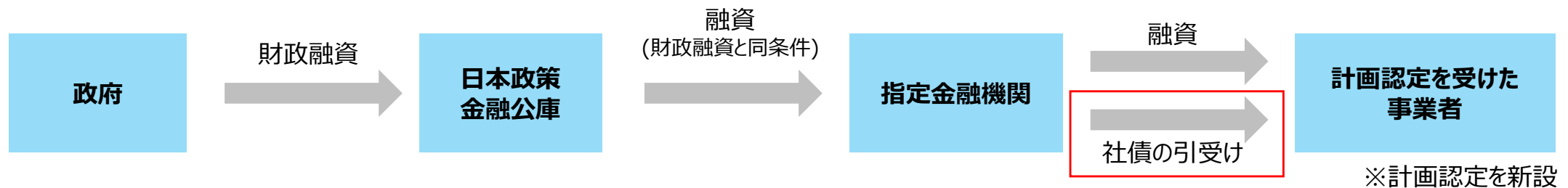
設備投資向けの資金調達における支援措置（案）



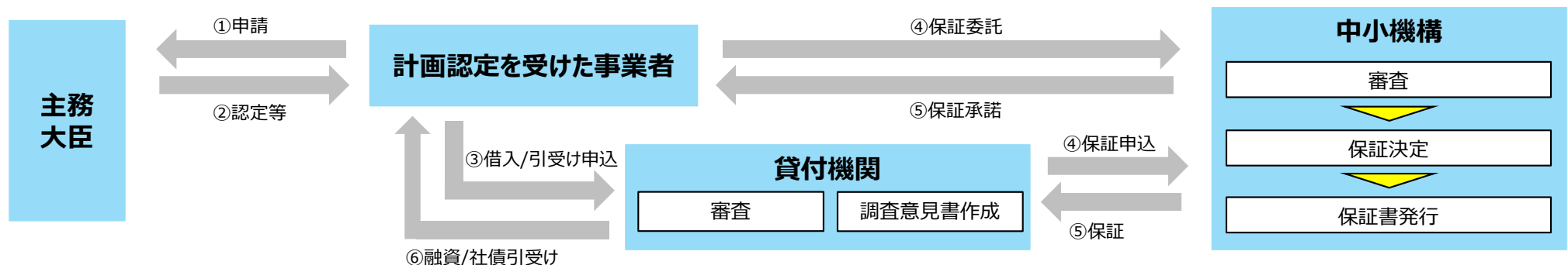
融資及び社債による資金調達の支援（案）

- 成長投資を行う事業者が円滑に資金を調達できる環境を整備するため、指定金融機関が事業者へ融資を行う場合や事業者の発行する社債を引き受ける場合に、当該金融機関へ資金供給を行う制度（ツーステップローン・ツーステップ社債制度）を検討中。
- 加えて、上記の融資や社債引受けに対して、中小企業基盤整備機構が債務保証を行う措置も検討中。

検討中のツーステップローン及びツーステップ社債の概要



検討中の債務保証制度の概要



社債管理者設置義務の特例制度（案）

- 社債を発行する場合には原則として社債管理者を設置しなければならないが、新興企業等の成長途上にある事業者は社債管理者の担い手が見つからず、結果として社債発行を断念する例が存在している。
- そこで、投資家保護のための一定の要件を満たした社債につき、社債管理者設置義務を免除し、新興企業の社債活用を促進することは考えられないか。

概要

一定の類型に該当する事業の実施に必要な資金を調達するために社債を発行する場合において、下記①から③の要件をいずれも満たす場合には、社債管理者設置義務を免除する特例を設ける。

要件

- ① 特定投資家のみを対象とすること
- ② 社債管理補助者が設置されていること
- ③ 一定のコバナンツが設定されていること



① 特定投資家とは

- 金商品法において、知識・経験・財産の状況から適切なリスク管理能力を持つとみなされる「プロの投資家」。



② 社債管理補助者とは

- 社債権者が自ら社債の管理を行うことを前提として、社債権者による社債の管理の補助を行う者のこと。2021年の会社法改正により新設。



③ コバナンツとは

- 社債発行の際、社債要項（社債発行に関する条件をまとめた書類）に記載される発行会社側の義務や制限などの特約条項のこと。