

# 資本効率／経営資源の配分等

令和3年1月26日  
金融庁

# 1. 総論

## (1) 資本効率に関する前回コード改訂の概要

- 2018年のコーポレートガバナンス・コードの改訂においては、原則5-2を改訂し、**資本コストの的確な把握、事業ポートフォリオの見直しや設備投資・研究開発投資・人材投資等**といった経営資源の配分に言及。

### コーポレートガバナンス・コードより抜粋

※青字部分が前回2018年改訂で加わった箇所。

#### 【原則5-2. 経営戦略や経営計画の策定・公表】

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・人材投資等を含む**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。

## (1) コロナ後の経済社会における経営戦略等に関する意見

- コロナ後の経済社会においては、投資家からも企業からも、**事業ポートフォリオ戦略を含めたビジネスモデルの見直しの必要性を訴える指摘が多く存在。**
- 特に、DXへの投資と対面のビジネスモデルの見直しに係る課題意識が多く聞かれた。
- また、投資家からは、こうした**ビジネスモデルに関する戦略等の決定に向けては、取締役会がコミットをすべきとの声も複数聞かれた。**



### 投資家

- **ビジネスモデルの見直しが必要になる。**
- **経営戦略の修正(DX戦略も含め)が求められる中、モニタリングの役割を担う取締役会におけるスキルセットも変化する。**
- **事業戦略や中期経営計画についても取締役会の監督機能を及ぼすべく、執行に関するスキルをもった取締役が必要。** 今後はますます大きな意思決定について取締役会がどうコミットしていくかという議論が望まれる。
- DXが重要。(パーソナルなコネクティビティ、デジタルリテラシーの改善必要(特に役員クラス)、既存のビジネスプロセスにデジタルを導入する程度ではなく、**DXの可能性からビジネスプロセスを変えていく視点**が求められる)

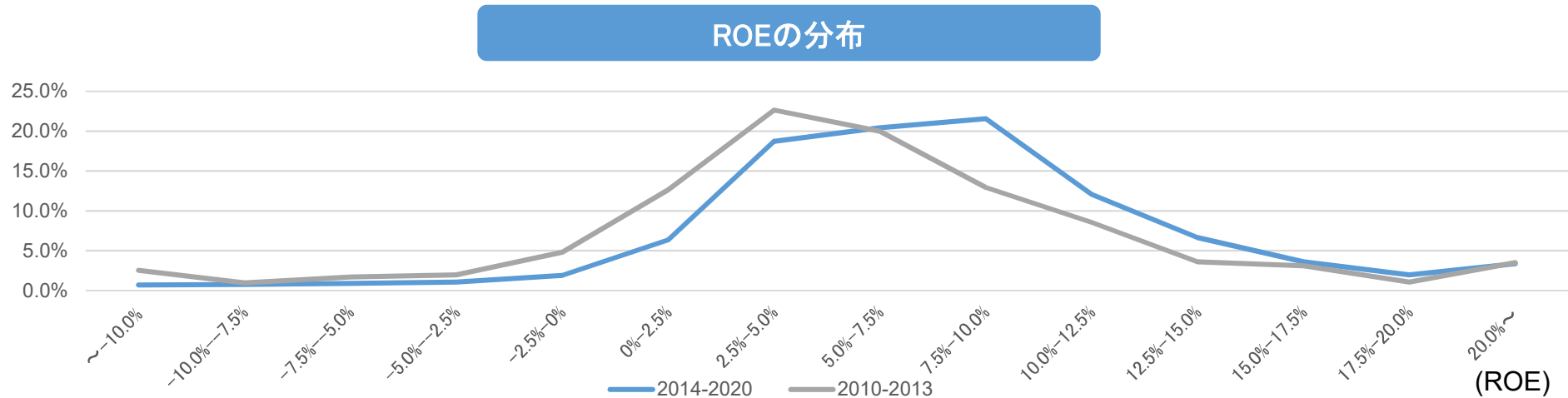


### 企業

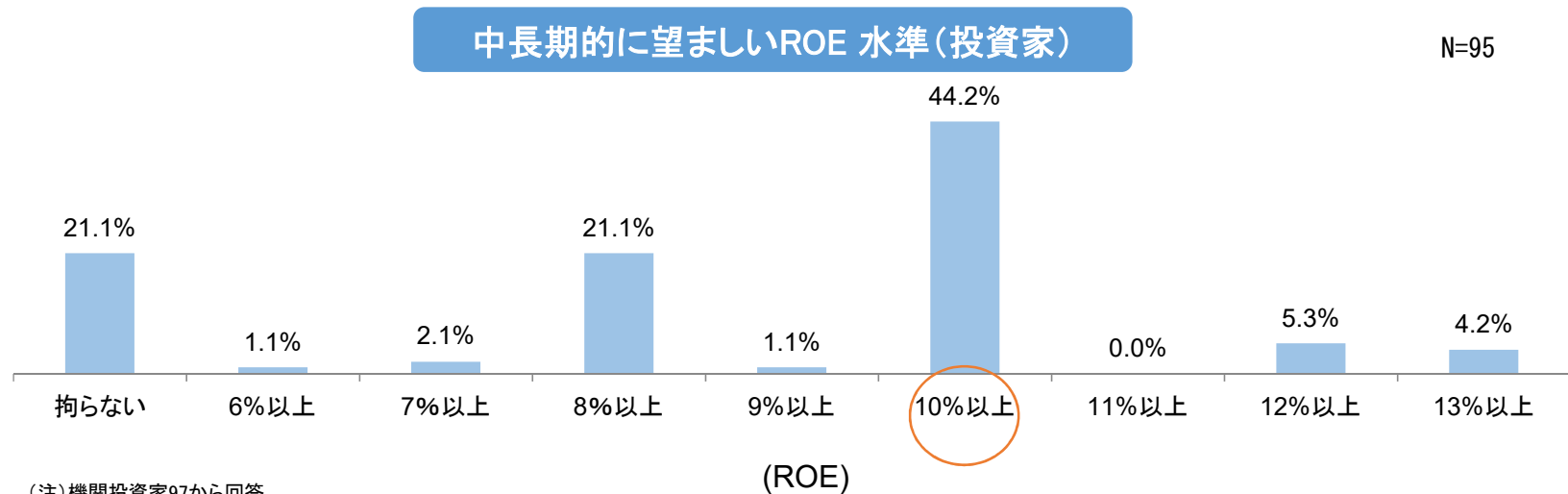
- コロナ後の需要構造の変化等も捉え、今後も需要が続くと考えられるコア事業、そして需要の回復が早いと思われる地域や場所でのサービス提供に対する**選択と集中**を行っている。
- ニューノーマルの世界ではこれまでのビジネスモデルが通用しないので、**事業ポートフォリオを変える検討**をした。
- 一人一人に見合ったプランを提供する**対面**でのコンサルティングを強みとしていたが、コロナの影響を踏まえると、**今後のあり方を考え直さなければならない。**
- コロナ禍であるからという理由で**事業ポートフォリオを見直す**というわけではなく、**そもそも基本姿勢として経営判断はタイムリーにすべき。**
- **新たなビジネスモデルの確立**(コロナ前から推進していたデジタル化を更に推し進めること)による対応が求められた。
- 遠隔でのやり取りの重要性が増しており、**オンラインでのビジネスを強化しよう**と考えている。
- 中国でのEコマース比率の伸びを鑑みれば、**デジタル化のための投資を増やす必要。** 対面販売が中心だったサービスについても、対面販売に加えてEコマースの検討の余地を探ることになるだろう。
- コロナ禍後は**タッチレスなどは顧客からのニーズが高まる**ため、**3**その投資をより加速させている。

# (1) ROE水準

- ROEの分布は、全体として右側に移動(上昇)している。
- 他方、「10%以上」を中長期的に望ましいROE水準としている投資家が約44%存在。



(注) 東証一部上場企業を対象に2010年から2013年までと2014年から2020年までの期間に分けて比較。  
 (出所) Bloombergより金融庁作成



(注) 機関投資家97から回答。  
 (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(2019年度版)」より金融庁作成

## (1)ROEとデュポン分解

□ 日本は欧米と比較すると、ROE水準、特に、利益率で差が見られる。

### <日米欧比較>

	売上高純利益率 (純利益/売上高=①)	総資産回転率 (売上高/総資産=②)	レバレッジ (総資産/株主資本=③)	ROE (①*②*③)
日本	8.5%	80.3%	3.9	10.1%
米国	15.4%	66.0%	4.4	30.8%
欧州	19.1%	57.9%	6.0	17.5%

(注1)各年暦年の本決算実績ベース。

(注2)各年末のTOPIX500、S&P500、Bloomberg European 500 Index対象企業のうち、必要なデータを取得できた企業が対象。ただし、純利益、または、株主資本がマイナスとなる企業を除く。

### <日本時系列比較>

	売上高純利益率 (純利益/売上高=①)	総資産回転率 (売上高/総資産=②)	レバレッジ (総資産/株主資本=③)	ROE (①*②*③)
2019年	8.5%	80.3%	3.9	10.1%
2018年	8.8%	79.1%	4.0	10.5%
2017年	8.6%	78.4%	4.0	10.1%
2016年	8.2%	80.4%	4.2	9.5%
2015年	8.0%	78.8%	4.1	9.0%
2014年	7.4%	81.7%	4.2	9.0%

(注1)各年暦年の本決算実績ベース。

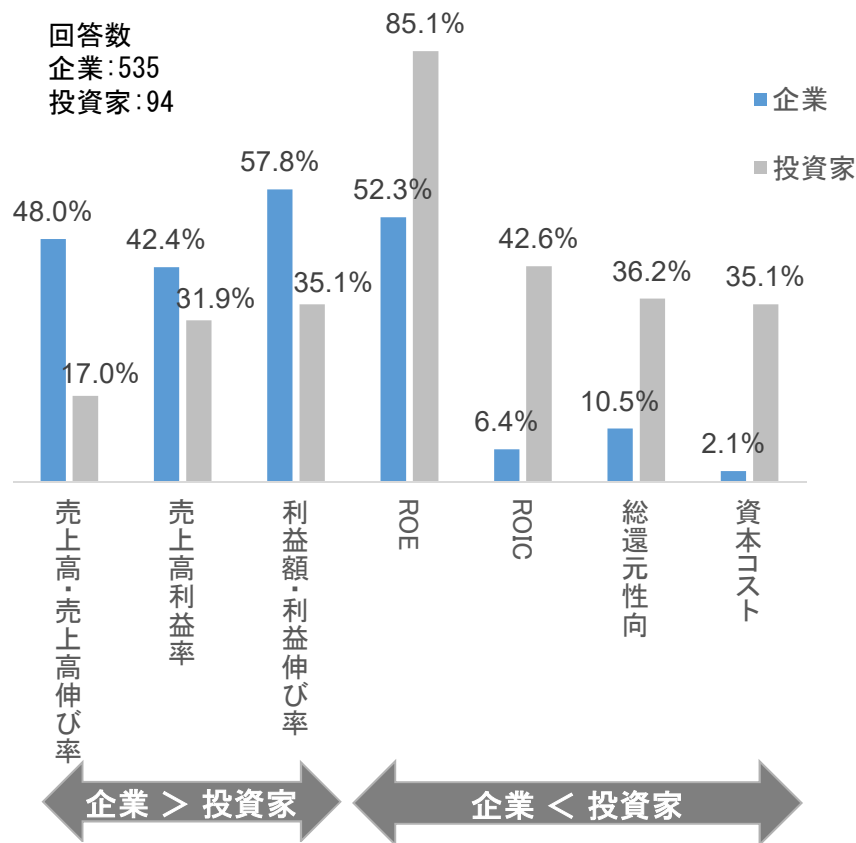
(注2)各年末のTOPIX500対象企業のうち、必要なデータを取得できた企業が対象。ただし、純利益、または、株主資本がマイナスとなる企業を除く。

(出所)Bloombergより金融庁作成

# (1) 資本コストを意識した経営①

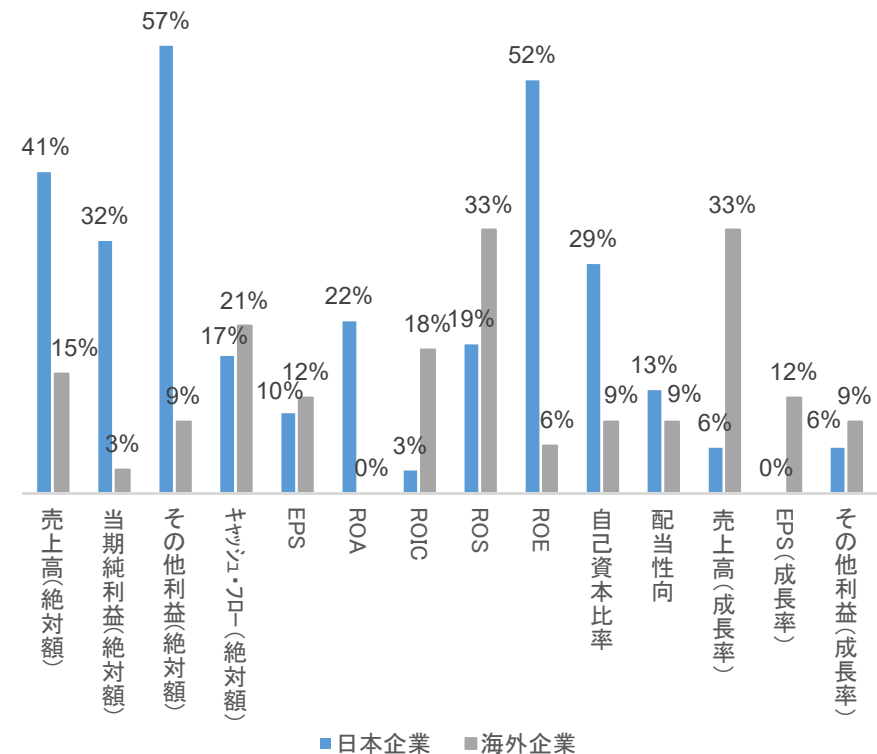
□ 経営において重視すべき指標について、企業は利益額・売上高・売上高利益率などの指標を重視するのに対し、投資家はROE・ROIC・総還元性向・資本コストなどの指標を重視している。

中期経営計画の指標(企業)  
 / 経営目標として重視すべき指標(企業)として重視すべき指標(投資家)



(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(2019年度版)」より金融庁作成

中期経営計画で掲げられている経営指標



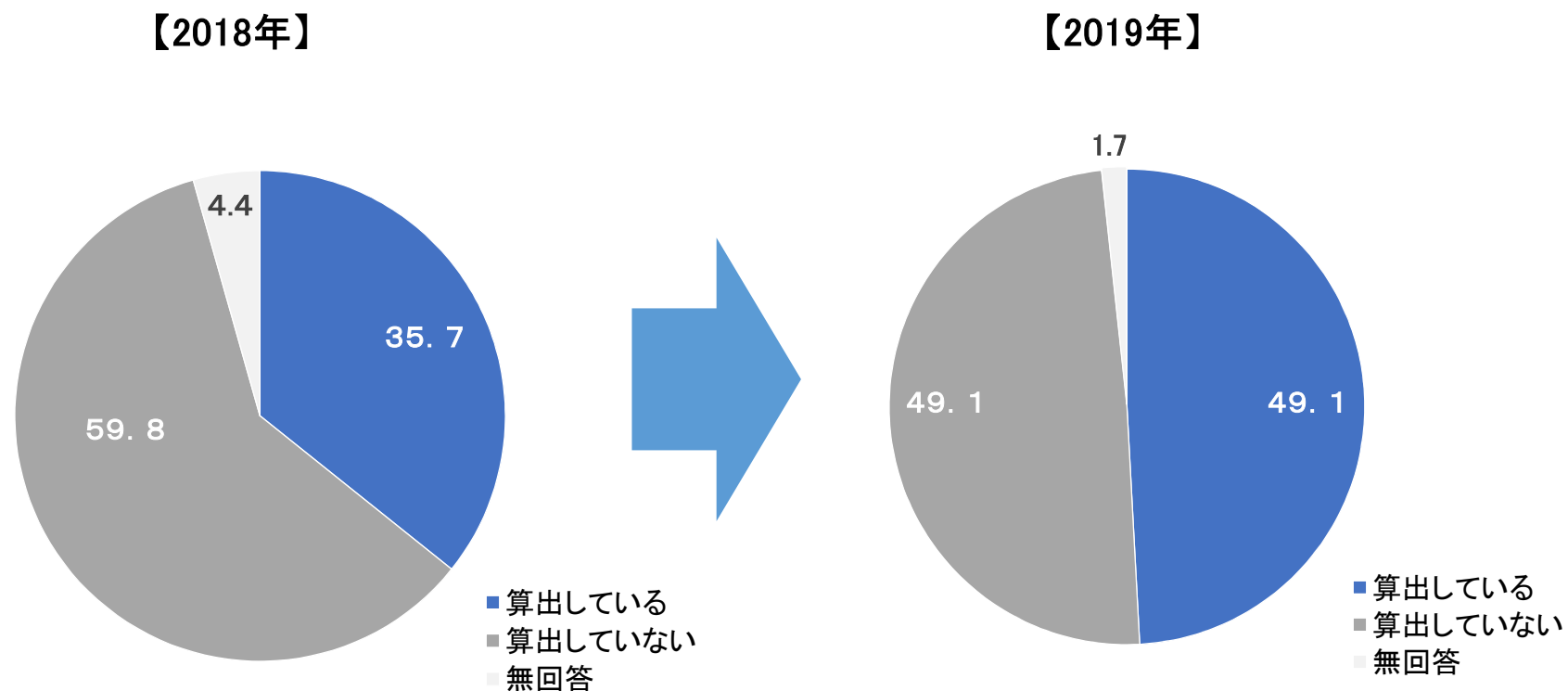
(注)海外ではROEを掲げている企業が少ないが、これに関しては、投資家が日本企業に対してROEにこだわっているのは、日本企業がこれまであまりにも資本効率を考えない経営をしてきたので、ROE重視を掲げざるを得なかったからである、という説も存在する、とされている。

(出所)一橋大学円谷昭一准教授「『コーポレート・ガバナンス 本当にそうなのか?』データから見る真実」(2017年)より金融庁作成

## (1) 資本コストを意識した経営②

- 自社の資本コストを算出している企業の割合は2018年から2019年にかけて約15%上昇。約半数の企業が自社の資本コストを算出している。

### 資本コストの算出の有無(企業)





## 2. 経営資源の確保

## (2) コロナ後の経済社会における財務戦略に関する意見

- 企業からは、コロナ禍を受けて手元現預金を増やしているとの声や投資とのバランスも重要、との声が聞かれている。
- 投資家からは、コロナ後の企業におけるビジネスモデルを見据えると、現金保有に単純に頼るのではなく、キャッシュを創出する能力を培うべきとの声が聞かれている。



### 企業

- コロナ禍という非常時における現金保有の意義を認識した。
- キャッシュフローの悪化及びコロナの影響により、手元現預金を増やしている。
- 今回のコロナ禍においては、キャッシュ不足の懸念を抱かれないように、銀行与信枠の拡大も行った。
- コロナ後の資本コストへの考え方については、当面は安全性を重視するという流れにシフトするのではないかと。コロナ前だと事業売却をした際に必ず投資家から、その資金の活用方法について問われたが、最近はむしろ安全性のことも配慮していることで好評価をもらったと認識。とはいえ、資本コストを意識するROIC 経営は大きな柱であり、引き続き継続していく。
- 手元現金は、リーマンショック級の事態を想定した水準で基準を定めていたが、今回はその水準を超えており、それ以上の手元資金が必要。しかし、やみくもに手元資金を増やすことは避けるべきと考えており、投資とのバランスが重要と認識。このため、どのくらいの水準が適切なのか議論している。
- コスト削減は止血としての政策の面もあるが、成長の芽をなくさないよう投資の原資とする側面もあるとの考えで方針を出している。
- コロナがあったから投資を控えようということではなく、成長投資の機会はタイムリーに逃さないように投資していくべき。
- キャッシュフロー改善のための資産圧縮として、主に政策保有株式や遊休資産の売却に取り組んでいる。



### 投資家等

- 日本企業の競争力発揮という観点からは、今回のコロナ禍で現金を保有していたことが功を奏したというような単純な整理は問題。そうでないと、将来、キャッシュを創出する能力を削いでしまう。中長期的な観点の対応は重要。
- 資本効率を向上させる観点から、どういった資金調達ができるかという選択肢を精査し、危機に備えた対応をすることが重要。
- 日本企業は稼ぐ力、特にもっとも基盤的な収益力、リアルな稼ぐ力である営業キャッシュフロー(≒EBITDA)水準を押し上げるべき。内部留保が有効に使われていないという問題も、少ない収入で必死にため込んだいざと言う時のための貯金をうかつに取り崩すのは怖くてできない、と言うところが本音だと思う。世界のトップクラス企業は兆円単位の巨額の営業キャッシュフローを本業から稼いでおり、思い切りリスクのある研究開発やM&A、さらには長期的なESG・SDG 領域へと未来投資できる。

(出所) 2020年3月以降に金融庁において行った企業や投資家、有識者へのヒアリング等より金融庁作成

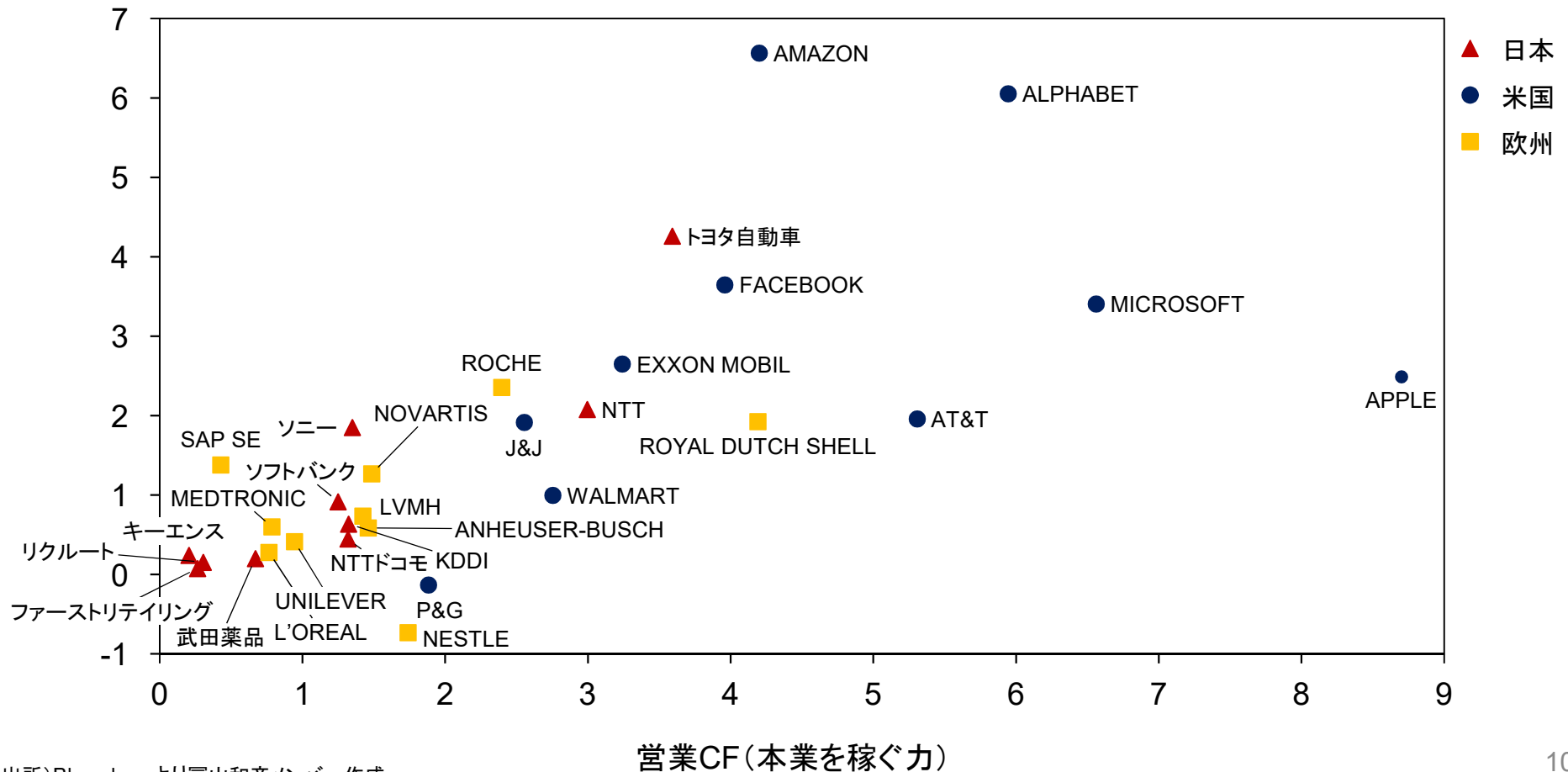
## (2) 営業キャッシュフローと投資キャッシュフロー等の関係性

- 営業CFが多いほど、投資CF及び研究開発費も多く、投資の源泉として機能しているとのデータも存在。

高リスクの大規模イノベーション投資の持続力が問われる破壊的イノベーションの時代においては  
本業の稼ぐ力が未来投資力、そしてSDG・ESG投資力を規定する

投資CF+研究開発費(未来投資額)

(単位:兆円)



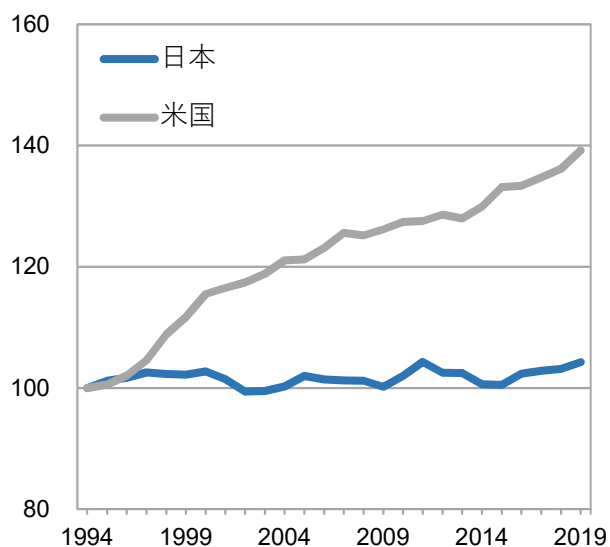
### **3. 将来に向けた投資** **(設備投資・研究開発投資・人材投資等)**

### (3) 経営資源の配分(人材投資、設備投資、研究開発投資の推移)

□ 日米企業の賃金や設備投資、研究開発投資の伸びは、以下のとおり。

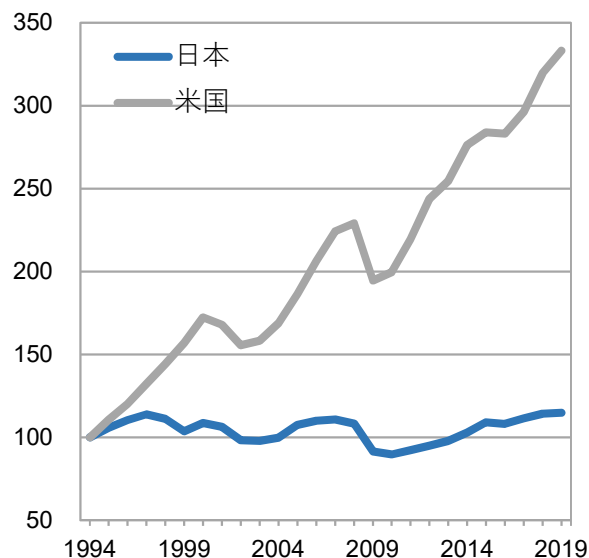
- 実質賃金(1994年 = 100) 日本:104 米国:139 (共に2019年)
- 設備投資(1994年 = 100) 日本:115 米国:333 (共に2019年)
- 研究開発投資(1994年 = 100) 日本:163 米国:219 (共に2018年)

実質賃金の推移



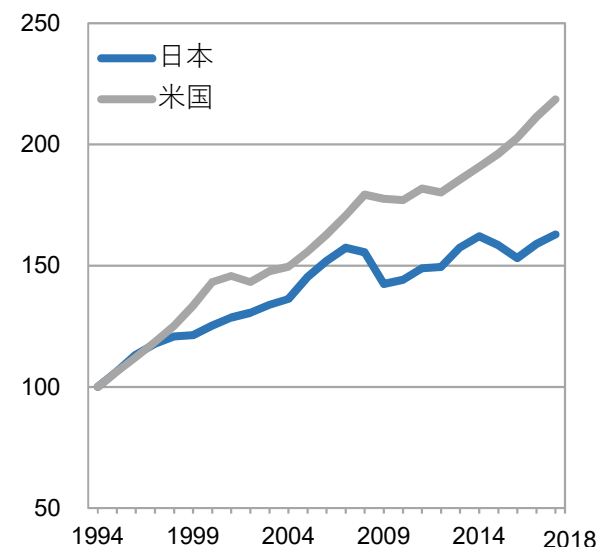
(注) 平均年間給与  
(出所) OECD statisticsより金融庁作成

設備投資の推移



(出所) 内閣府、Bureau of Economic Analysisより  
金融庁作成

研究開発投資の推移

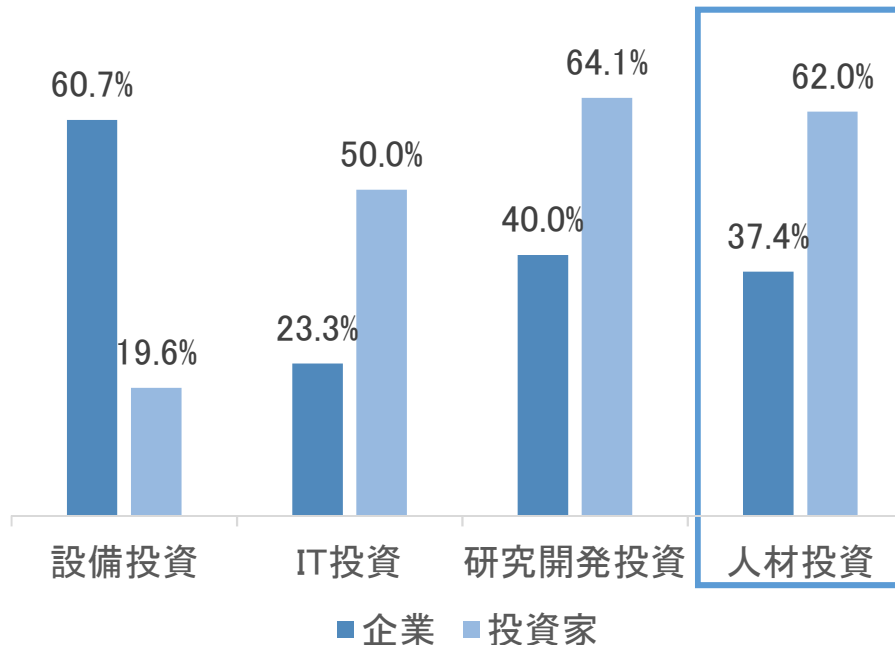


(出所) OECD statisticsより金融庁作成

### (3) 人材投資

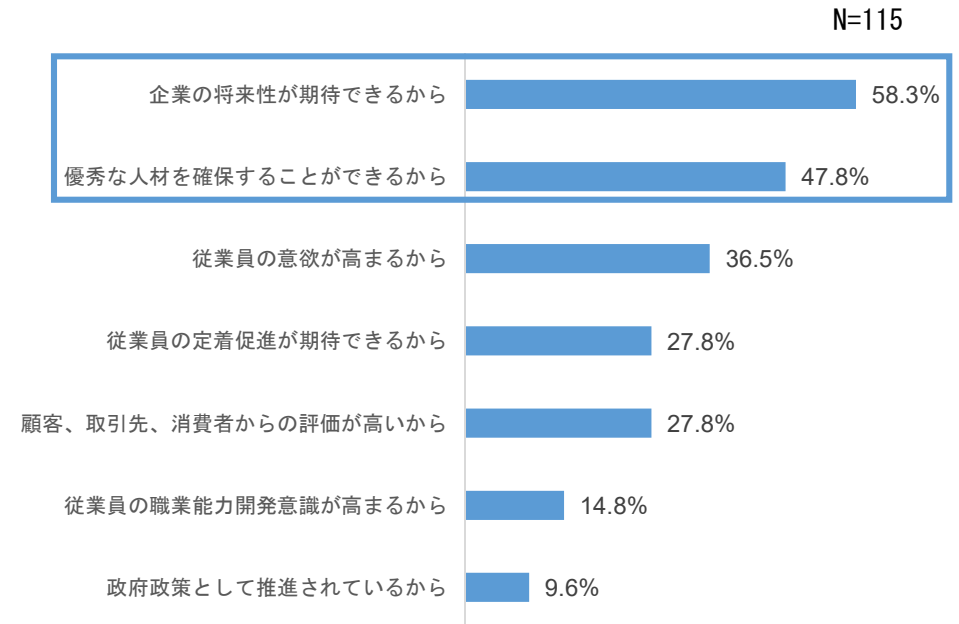
- 中長期的な投資・財務戦略の重要項目のうち、人材投資に関しては、投資家の62%が重視する一方、企業は37%が重視。
- 機関投資家が人材関連情報に着目する理由としては、約半数が、企業の将来性への期待や優秀人材の確保を挙げている。

中長期的な投資・財務戦略の重要項目



(注) 企業の回答数は527、投資家の回答数は92。3つまで選択。  
 (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(2019年度版)」より作成

機関投資家が人材関連情報に着目する理由



(注) 複数回答可。  
 (出所) 独立行政法人労働政策研究・研修機構「企業の人的資産情報の「見える化」に関する研究」(2018年12月7日公表)より金融庁作成

### (3) 人材投資に関する意見

□ 人材投資については、従前より、コストではなく投資と捉えるべきとの意見が聞かれたが、コロナ禍を経て、**人材投資の重要性の意識の高まり**が見られる。

#### コロナ前の議論

- **イノベーションを生み出す根本的要素は人材**。したがって、人的資本の獲得、育成、活用がうまくいっているかどうか**が重要**となる。
- **経営戦略があって人材戦略がマッチしているか**という点で、一貫性、整合性が重要であるということが共通してあった。投資家として、経営戦略における人材への関心を強める局面というのは、特に人材がその企業の競争優位性に直結する、キーとなっている状況。**人材のクオリティやアウトプットの生産性が企業の競争優位性に明確に直結する事業を展開する企業**については対話をして細かく見ていく。
- **人材投資をコストではなく投資効果を表していく動き**が企業の中で広がれば、結果的に個々の企業の企業価値が上がるだけでなく、日本の価値、全体の価値の向上につながり、海外投資家の日本ブランドへの関心が高まる余地があるのではないか。
- **日本は、人材投資や組織改革に関する無形資産投資が少なく**、相対的に研究開発などの革新的資産の割合が高いという結果になっている。しかし、日本もOJT 含めて人的投資をそれなりに行っているという感覚を持っており、投資効果を上手く見える化できていないのではないか、**有効な情報発信ができていないのではないか**。

#### コロナ後の指摘

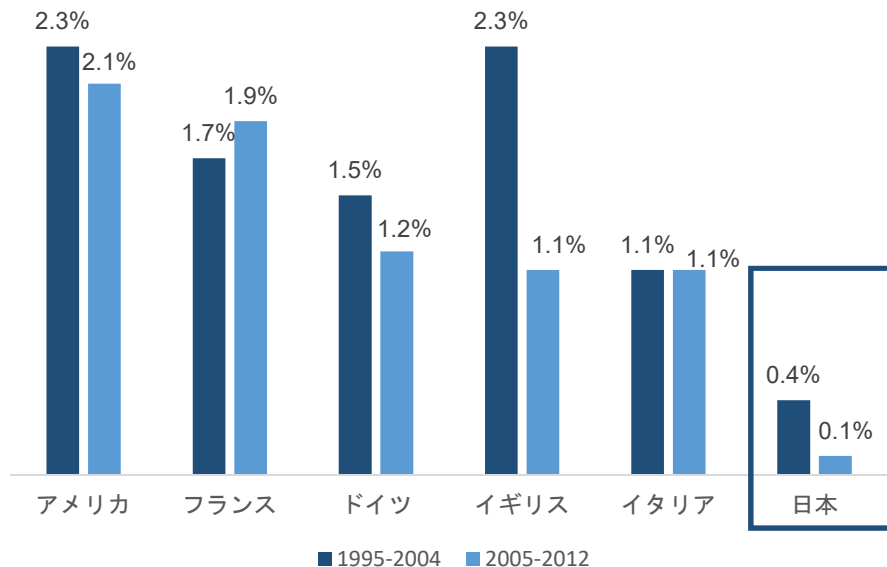
- コロナ後、**個々の社員の役割がより重要**になる。
- コロナ後の急激な変化の中、**従業員の状況の把握は、経営陣・取締役会にとって重要**になると考える。
- **人的資本投資**(時短中心の働き方改革ではなく、**モチベーション、アイデア開発、生産性向上をターゲットとした変革**)が必要。
- Diversity & Inclusion(女性登用だけでなく外国人も含む**多様なバックグラウンド**。日本企業がガラパゴスにならないオープンさ)が必要。(多様性に接していないと多様性の広さがわからないD&Iの“鶏と卵”問題)

(出所)経済産業省「持続的な企業価値の向上と人的資本に関する研究会」における意見、2020年3月以降に金融庁において行った企業や投資家、有識者へのヒアリング等より金融庁作成

### (3)人材投資の現状

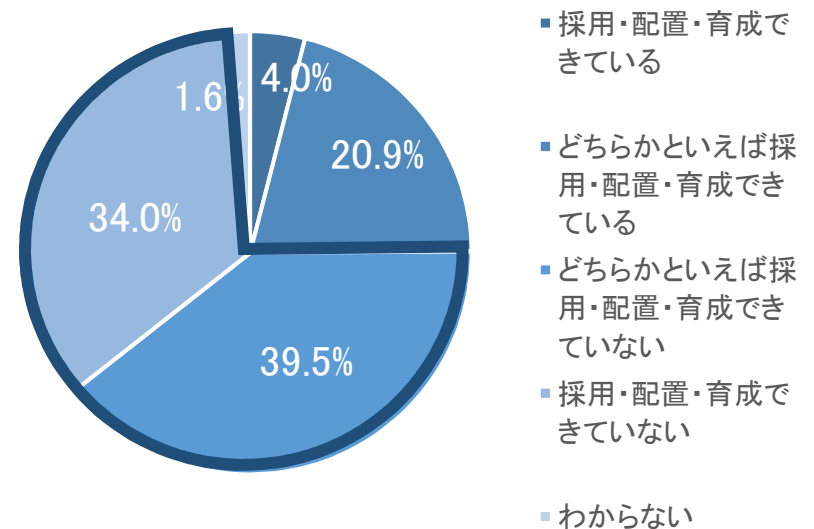
- 企業の人材投資(OJT以外)は諸外国と比較すると低い水準。
- およそ4分の3の企業が、経営戦略の実現に必要な人材を、採用・配置・育成できていない／どちらかというとできていないと回答。

人材投資(OJT以外)の国際比較(GDP比)



(出所)宮川(2018)「生産性とは何か」より金融庁作成

経営戦略の実現のために必要な人材の採用・配置・育成状況



(注)「日本の人事部」の会員を対象に、2020年3月～4月にインターネット調査

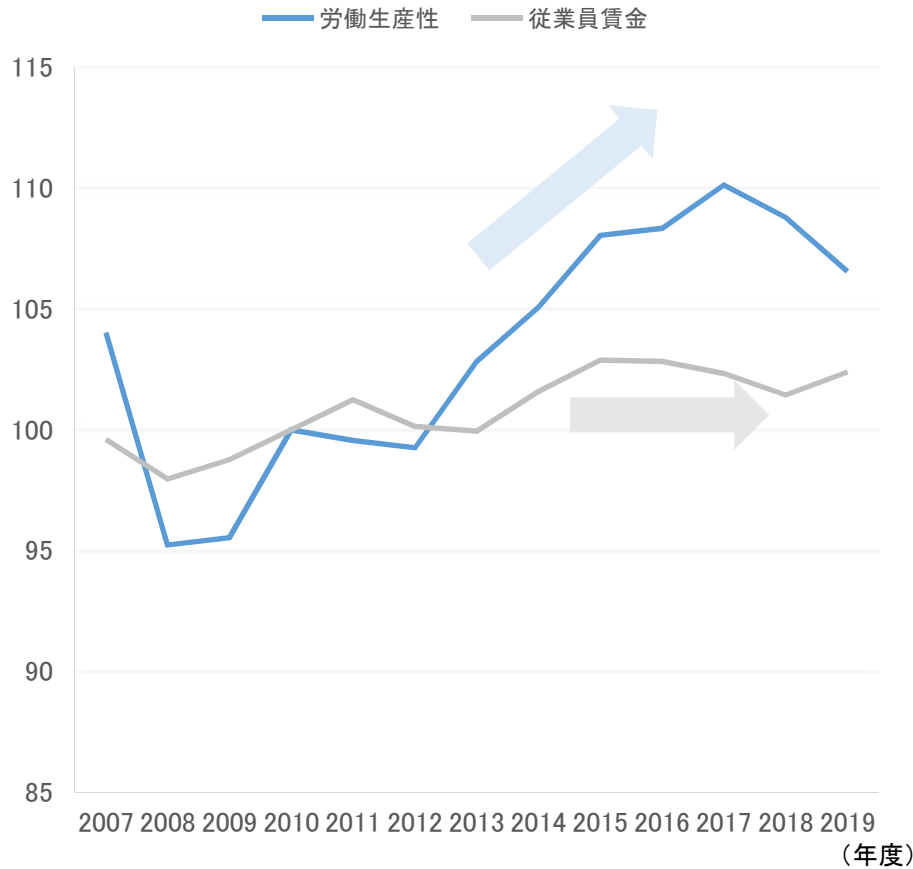
(出所)日本の人事部「人事白書2020」より作成



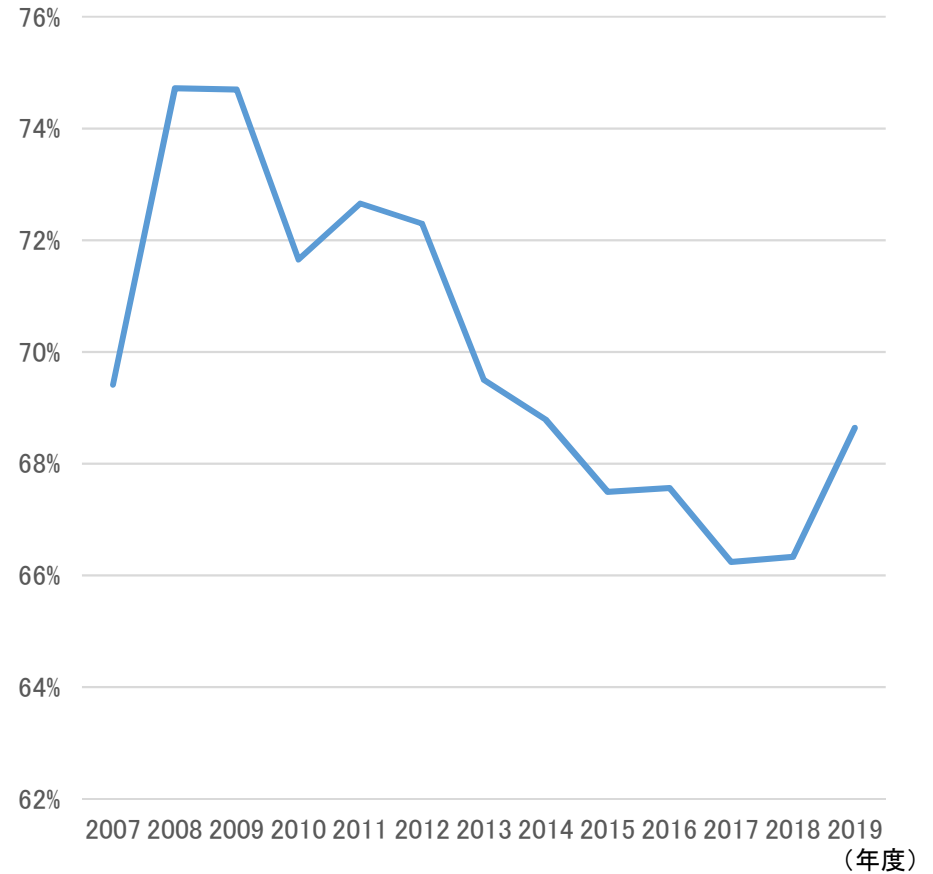
### (3) 労働生産性と賃金

- 労働生産性の向上が従業員賃金の推移と整合していない期間も存在。
- 2010年代、労働分配率は低下。

労働生産性と従業員賃金



労働分配率



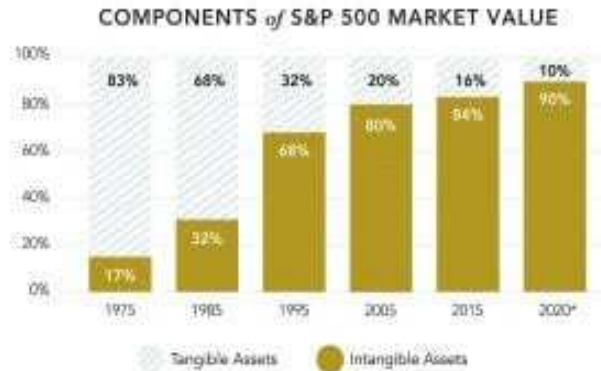
(注)2010年の労働生産性と従業員賃金を100として指標化。労働生産性=付加価値額/従業員数、従業員一人当たり賃金=(従業員給与+従業員賞与)/従業員数。付加価値=人件費+支払利息等+動産・不動産賃借料+租税公課+営業純益  
(出所)財務省「法人企業統計」より金融庁作成

(注)労働分配率=人件費/付加価値  
(出所)財務省「法人企業統計」より金融庁作成

### (3) 知的財産をはじめとする無形資産

- 米国では、市場価値に占める無形資産の割合が増加している。
- ESG投資においては特に知財及び知財情報の役割が重視されつつあり、株価に影響するとの試算も存在。

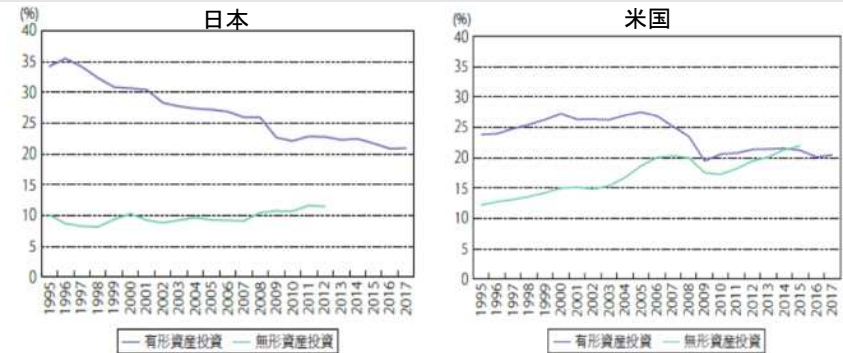
#### 市場価値に占める無形資産の割合(米国・S&P500)



(出所) OCEAN TOMO, LLC INTANGIBLE ASSET MARKET VALUE STUDY, 2020  
INTERIM STUDY UPDATE AS OF 7/1/2020

#### 日米の有形資産投資・無形資産投資(対GDP比)

日本では依然として有形資産への投資のウェイトが高い

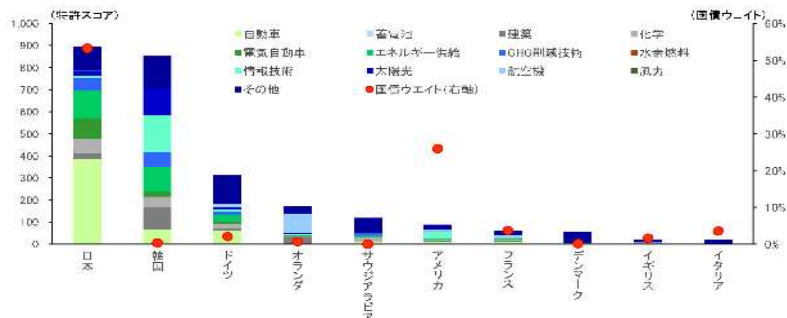


(注) 日本経済研究センター(2019a)を参考に、INTAN-Invest、SPINTAN、JIP データベース2015、Penn World Table 9.1、Refinitiv  
(出所)2020年版通商白書

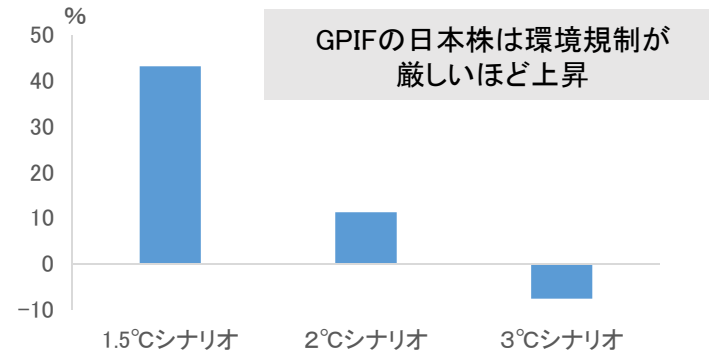
### 環境関連特許と株価

- GPIFは、地球温暖化対策で環境規制が厳しくなると日本株が上昇するとの試算を、特許データを基に公表。

日本の「低炭素」関連の特許スコアは主要国の中でも高い。



(注) 技術的機械の算出に用いる企業の特許スコアを国別に集計  
(出所)「GPIFポートフォリオの気候変動リスク・機会分析」(2019年度ESG活動報告 別冊)

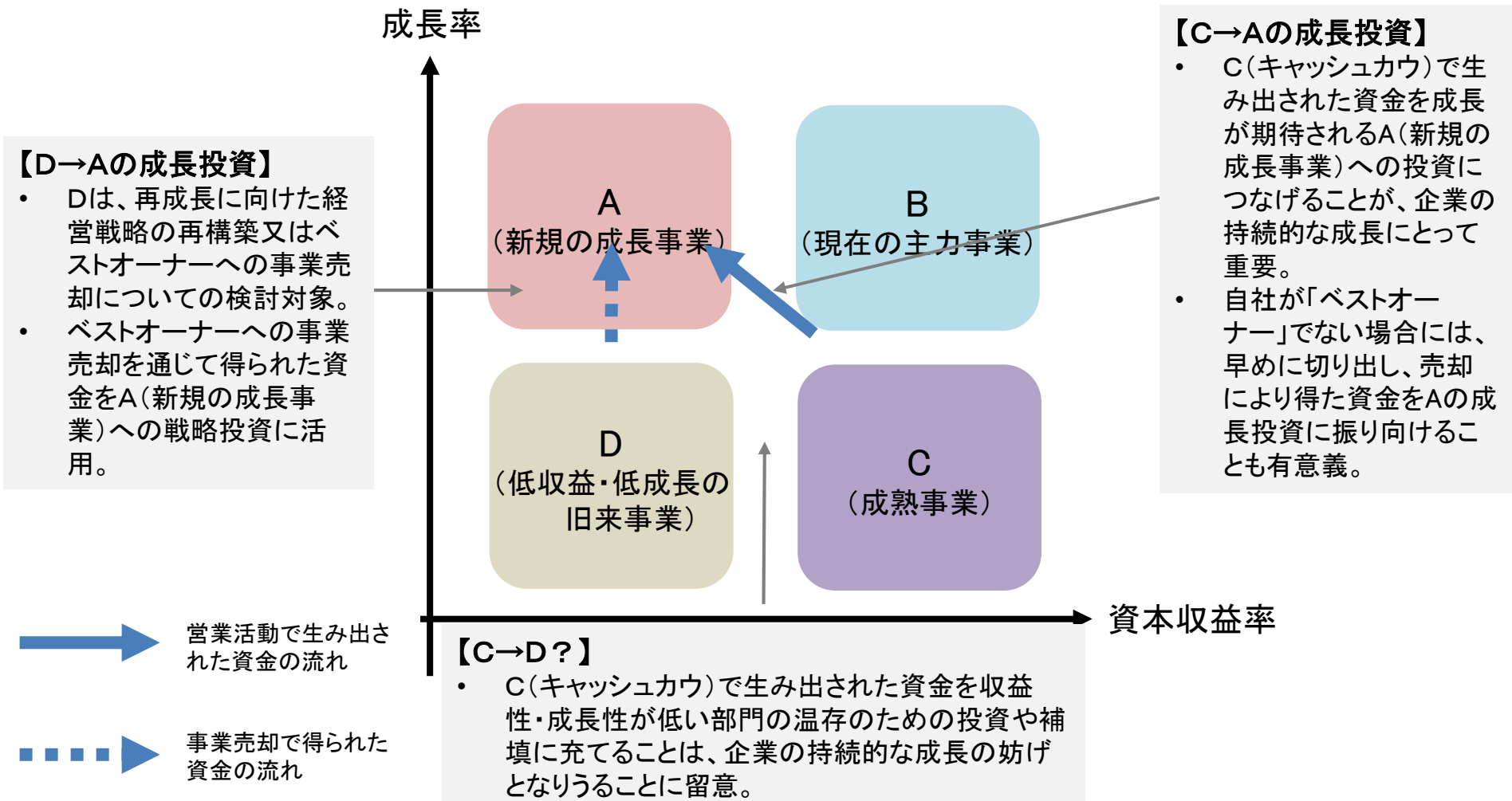


(注) 気温上昇シナリオを1.5°C、2°C、3°Cと変化させた場合のGPIFが保有する国内株式のポートフォリオのCVaRを算出。CVaRはMSCI社が開発した分析手法。  
(出所)「GPIFポートフォリオの気候変動リスク・機会分析」(2019年度ESG活動報告 別冊) 17  
より金融庁作成

## 4. 事業ポートフォリオ戦略

## (4) 多角化企業における戦略的な資金源確保とその配分

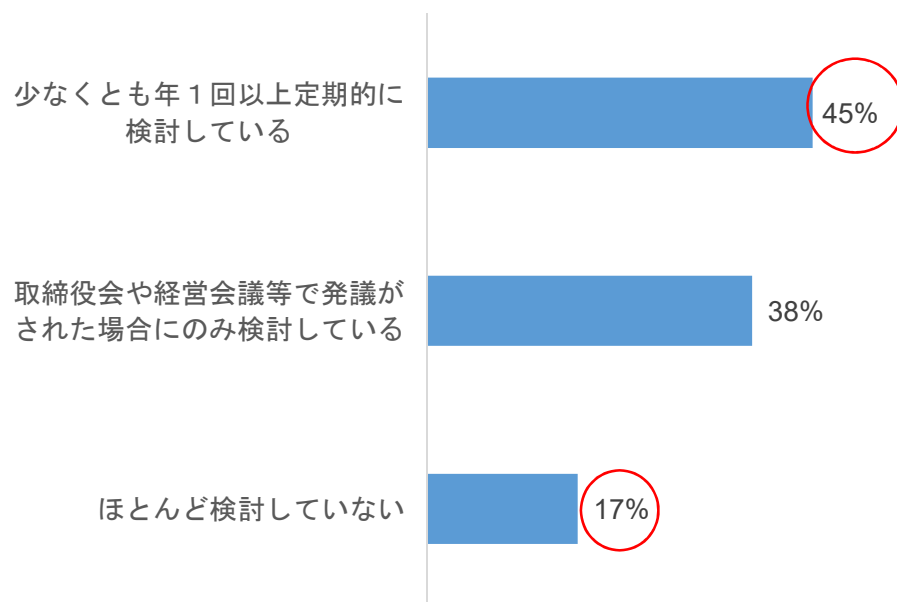
- 持続的な成長に向け、①成熟事業が生み出す資金をハイリスクな成長事業の投資に回し、②整理・再生の検討対象事業は事業売却を通じて成長事業への投資の資金源とするなど、事業のライフサイクルを踏まえた戦略的な資金配分を行うことが重要との指摘も存在。
- 多角化企業において、内部資本市場の効率性を重視する投資家の指摘も存在。



## (4) 事業ポートフォリオ戦略や方針に関する公表(企業アンケート調査) : 事業ポートフォリオ戦略の検討及びその公表

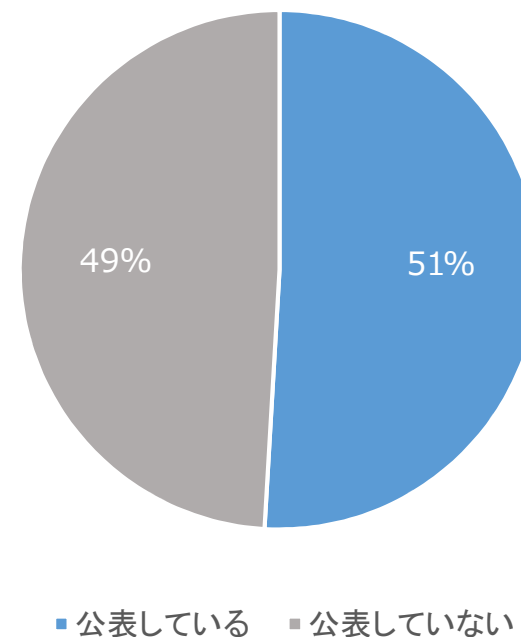
- 事業ポートフォリオの検討状況については、「少なくとも年1回以上定期的に検討している」企業は45%で、「ほとんど検討していない」企業も17%存在。
- 事業ポートフォリオ戦略・方針について公表している企業は約半数。

### 事業ポートフォリオの検討状況



(注)有効回答数853社

### 事業ポートフォリオ戦略や方針に関する公表の有無

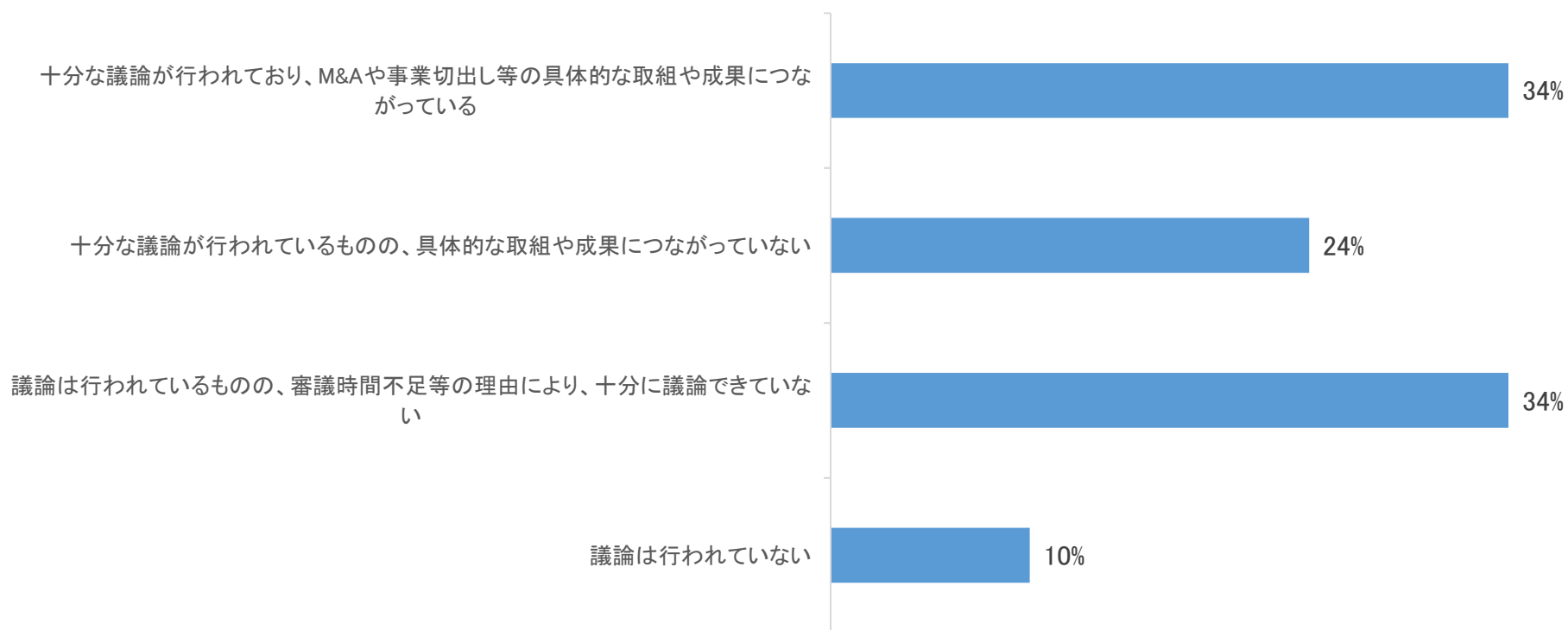


(注)有効回答数858社

## (4) 事業ポートフォリオ戦略や方針に関する公表(企業アンケート調査) : 取締役会での議論

- 社外取締役は、取締役会における事業ポートフォリオに関する議論について、「具体的な取組や成果につながっていない」(24%)、「十分に議論ができていない」(34%)、「議論は行われていない」(10%)等、約2/3がなんらかの問題意識を有している。

(社外取締役向け)問. 当該企業の取締役会では、事業ポートフォリオについて、経営理念、事業戦略、資本コスト等との関係に基づいて、現状分析や見直しのための議論が十分に行われていますか。貴方の認識をお答えください。(複数選択可)



(注)有効回答数1330名

(出所)経済産業省「事業再編実務指針～事業ポートフォリオと組織の変革に向けて～(事業再編ガイドライン)」(2020年7月)参考資料より金融庁作成

## 本会合でご議論頂きたい事項

- 資本コストについては、その的確な把握等の重要性が従来から指摘されてきたところ、コロナ禍において、以下の視点からも検討を行うべきとの指摘がある。
  - コロナ禍という非常時における現金保有の意義の認識や、将来への投資も可能とするような経営資源の確保・管理の方法（キャッシュ創出力の強化や事業再編等）の検討
  - 人材（従業員）の負う役割や知的財産の重要性の更なる高まり等を踏まえた将来投資
  - 経済・社会構造の変化を認識した上での、先取りを可能とする、事業ポートフォリオの構築
- 以上の視点を踏まえ、資本効率に関連する以下の課題についてどう考えるか。
  - 資本コストを意識した経営の促進
  - 経営資源の確保（営業キャッシュフローの改善、現預金等の保有方針）
  - 経営資源の適切な配分（人材投資、知的財産、研究開発投資等）
  - 事業ポートフォリオ戦略の見直しの促進