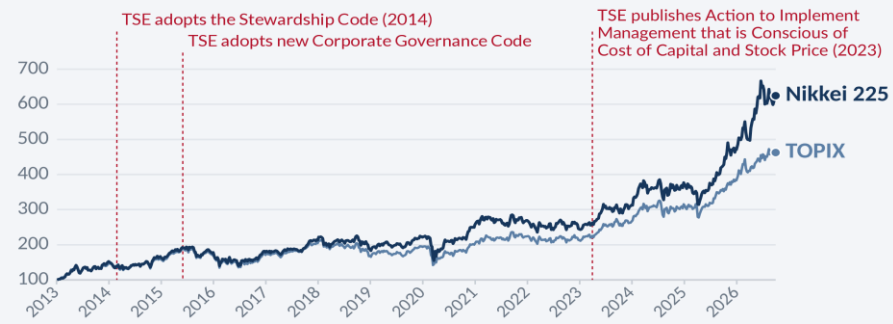
株主によるエンゲージメントが日本にもたらす恩恵

日本の株式市場の改革により株主に実質的な発言権が与えられ、企業の収益性の向上、還元性向の向上、日本に対する投資家からの関心の向上、およびガバナンスの改善がもたらされました。これらはすべてのステークホルダー、すなわち賃金が会社の収益性に左右される従業員、日本企業の年金受給者やその他の株主、手頃で安全かつ質の高い製品を求める顧客、そして顧客の成功に自らの存続と成長を委ねるサプライヤーに恩恵をもたらします。国内外の株主によるエンゲージメントは、こうした変化を推進するうえで重要な役割を果たしてきました。

■ 株主によるエンゲージメントが日本企業を改善

2013 年のガバナンス改革開始以降、日本株の株価は上昇



出所：Bloomberg（2026 年 9 月 30 日時点）

コーポレート・ガバナンスの構造改革が始まった 2013 年から 2026 年 9 月 30 日までに、日経平均株価は 524%、TOPIX は 362%上昇しました。

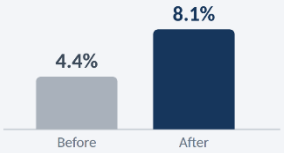
株価純資産倍率（PBR）の改善



TOPIX 構成企業の PBR は、コーポレート・ガバナンス改革の開始以降、2013 年の 1.05 倍から 2026 年には 1.82 倍へと改善。

出所：Bloomberg（2026 年 9 月 30 日時点）

独立取締役が企業の収益性を向上



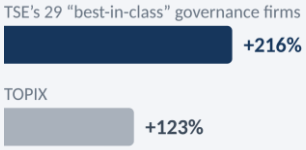
独立社外取締役が取締役会の過半数を占めるようになった前後における 3 年平均 ROE の変化。

ROE の上昇は、財務上の操作ではなく、利益率の改善と資産効率の向上によるものである。

出所：第一生命経済研究所

市場は優れたガバナンスを評価

2023 年初来の株価上昇率



東証が 2024 年 2 月に選定したガバナンス開示の優良企業で構成されるポートフォリオは、2023 年初来で TOPIX を 93%アウトパフォーム。開示とガバナンスの改善は、市場によって評価されているのである。

出所：Bloomberg

■ 依然として存在する海外企業との間の大きな格差

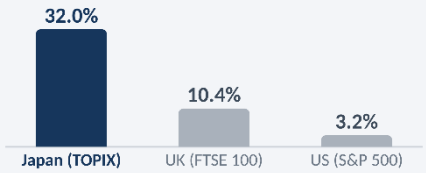
株価純資産倍率（PBR）



日本企業の PBR は、米国企業の約 3 分の 1 にとどまる。

出所：Bloomberg（2026 年 9 月 30 日時点）

PBR 1 倍割れ銘柄の比率



PBR 1 倍を下回る指数構成銘柄の割合は、米国や英国よりも高い。

出所：Bloomberg（2026 年 9 月 30 日時点）

営業利益率



日本企業の営業利益率は、依然として米国・英国の水準を大きく下回っている。

出所：Bloomberg（2026 年 9 月 30 日時点）

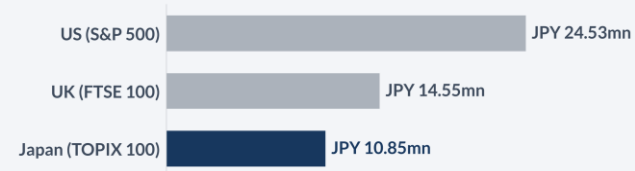
自己資本利益率（ROE）



日本の市場全体の ROE は 8.8%であり、他の先進国市場の平均を下回る。

出所：Bloomberg（2025 年 12 月 31 日時点）

従業員 1 人当たりの EBITDA



米国企業の従業員 1 人当たりの EBITDA は日本企業の 2 倍以上。

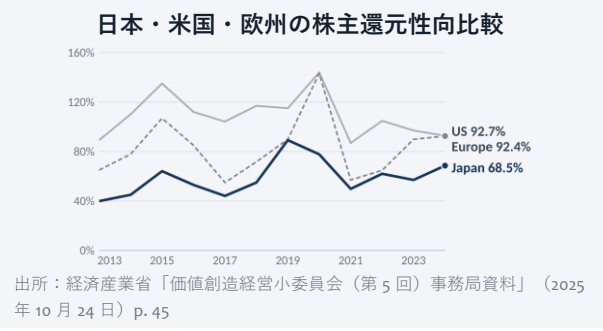
出所：Bloomberg 直近 12 カ月の EBITDA（2026 年 10 月時点）

■ エンゲージメントが日本企業の潜在価値を引き出す

日本企業には資本や経営資源の活用に、改善の余地が依然として多く残されています。エンゲージメントを行う株主は、還元性向の向上、投資の強化、ガバナンスの改善を求めることで経営陣の舵取りを後押ししており、それによって生み出される恩恵はすべてのステークホルダーに還元されます。

• 株主還元には改善の余地がある

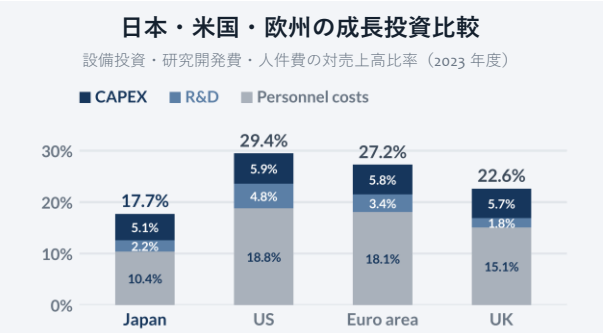
日本企業は、米国や欧州の企業に比べて、配当や自社株買いを通じた利益還元の割合が低くなっています。そのため、資本効率の向上により、株主還元を拡大する余地が十分にあります。現在、日本の家計が保有する金融資産に占める株式の割合は欧州よりも高くなっており、高齢化が進む中、多くの人が老後の生活資金を投資収益に頼るようになっています。



出所：経済産業省「価値創造経営小委員会（第 5 回）事務局資料」（2025 年 10 月 24 日）p. 45

• 内部留保を成長の原動力へ

日本企業は売上高に占める設備投資や研究開発費の割合が低い傾向にあります。しかし、経営陣が株主とのエンゲージメントによってこの内部留保が効果的に活用するようになれば、成長投資へ即戦力となり得るのです。



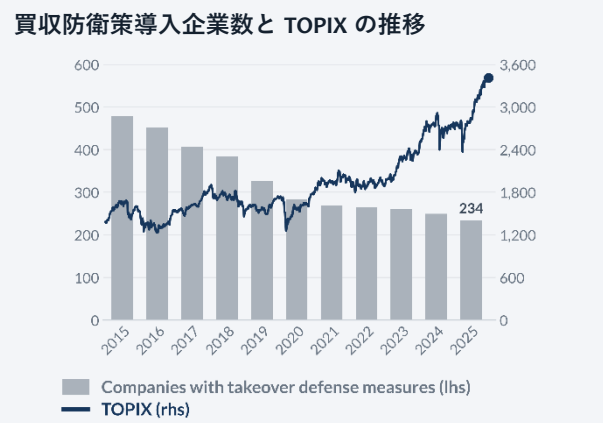
出所：経済産業省「価値創造経営小委員会（第 5 回）事務局資料」（2025 年 10 月 24 日）p. 31

• 利益率の改善こそが最も重要な課題

日本企業の営業利益率は欧米企業に大きく劣後し、経営面で大幅な改善余地があることを示しています。投資の拡大、株主還元の拡充、そして利益率の向上は、いずれも経営と資源配分の改善が寄与しうるものであり、まさにエンゲージメントを行う株主が注力する領域なのです。

• ガバナンスの改善は市場で評価される

市場は買収防衛策を撤廃する企業を評価し、撤廃企業の株価は上昇しています。Bloomberg によると、ポイズンピルを導入する東証 132 社の ROE 中央値は 8.0%と投資家の想定する株主資本コストに相当し、かつ伊藤レポート(2014 年)が最低水準として示した数値です。対して非導入企業の同数値は 10.9%です。成長性についても同様で、ポイズンピル導入企業の過去 3 年間の売上成長率は 3.6%であり、非導入企業(6.9%)の約半分にとどまります。買収を恐れる企業が最も価値を創出せず、資本コストを辛うじて賄える程度の利益率で、成長率も市場平均の半分にとどまります。ポイズンピルがその原因であれ結果であれ、影響は変わりありません。経営陣に対する改善の働きかけを弱めています。



出所：日本取引所、Bloomberg（2025 年時点）

• 幅広い支持を得られたエンゲージメントは成功する

日本株を主な投資先とするアクティビストファンドの運用資産残高は 2026 年 8 月時点で推定 10 兆円（628 億米ドル）、すなわち 2026 年 8 月時点の市場全体の時価総額の 0.69%となっています。アクティビストファンドの提案が実現するのは他の多くの株主からの賛同が得られた場合のみであるため、提案が受け入れられるということは、変化が価値を創造するという点について幅広い投資家の間で支持が得られていることを意味します。

• 恩恵は日本の家計と年金基金が享受

現在、日本の家計の金融資産に占める株式の割合は 4 分の 1 近くに達しており、過去 30 年間で最も高い水準にあります。年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）もまた、日本株の主要な保有者の一つです。企業の業績が向上することで、日本の貯蓄、消費、そして老後の所得に恩恵がもたらされます。

■ 日本はガバナンスとアカウンタビリティにおいて依然として世界水準に劣後

海外に追従すべき事項は、企業のファンダメンタルズだけではありません。独立した取締役会の設置や、株主に対してアカウンタビリティを負う経営体制も不可欠です。

指標	日本	米国	英国
取締役の独立性	プライム市場：取締役の 3 分の 1 以上が独立取締役でなければならない。 スタンダード・グロース市場は、コーポレートレートガバナンスコードに基づき、2 名の独立取締役を義務付けており、不適合の場合は「遵守または説明」の原則が適用される。	NYSE/Nasdaq の上場規則で定められた過半数の構成要件を満たす。監査委員会、報酬委員会、指名委員会は完全に独立している。	取締役会の半数以上（議長を除く）は、独立した非業務執行取締役で構成される（英国政府規定）。
独立した取締役会議長	TOPIX 上場企業のうち、独立した取締役会議長を擁する企業はわずか 7.7%。	ラッセル 2000 構成企業の大半は、独立した会長を擁している。	FTSE 100 指数構成企業の 69%は、独立した会長を擁する。
株主との窓口となる筆頭独立社外取締役	経営陣および法定監査人とのコミュニケーションの担当。株主については特に明言されず、実際に不在のことが多い。株主が取締役と直接コンタクトをとることは難しい場合が多い。	S&P500 構成企業の取締役会では、ほぼ例外なく筆頭取締役または議長が定められており、筆頭取締役または議長がいない場合は、独立議長がその役割を担う。	英国政府の行動規範では、上級独立取締役（SID）を置くことが求められており（コンプライ・オア・エクスプレイン）、会長または CEO を通じて懸念が解決されない場合に、株主が SID に相談できるようになっている。
経営陣のアカウンタビリティ	通常はスキャンダルや危機によって生じる。 CEO は会長や顧問として留任する場合が多い。	通常、株価の長期的な低迷や戦略の失敗に生じる。 CEO は退社をする場合が多い。	通常、業績不振、取引の失敗、または投資家の信頼喪失によって生じる。 CEO は退社をする場合が多い。
取締役報酬（非業務執行）	2025 年におけるプライム上場企業の社外取締役への報酬総額は 830 万円となる見込み。	2025 年に社外取締役に対して現金 1940 万円、加えて株式報酬 2980 万円を支給する。	2025 年の社外取締役の報酬総額は 2360 万円。
売却時に最高価格（ベストプライス）を得る義務	法令も政府のガイドラインも、最高価格を得る法的義務を課すものではない。	経営権の売却においては、取締役は合理的に可能な限り最良の価値を追求しなければならず（レブロン義務）、これは株主訴訟を通じて強制される。 ゴーショップ条項（交渉によるもので、必須ではない。スポンサー支援による非公開化でよく見られる）。	取締役は、誠実に、株主全体の利益のために会社の成功を促進する可能性が最も高いと考える方法で行動しなければならないが、売却において最良の価格を得るという明示的な義務はない。 買収規則上の義務： 取締役会は独立した財務専門家の助言を得て、買収提案に関する意見を公表しなければならない。 取締役会は、株主の承認または買収委員会の同意なしに、買収提案期間中に株主を冷遇する措置（例：株式発行、自社株買い、重要な契約）を取ることはできない。取締役会は買収提案に反対するよう勧告することはできるが、阻止することはできない。
算定アドバイザーのアカウンタビリティ	企業の財務アドバイザーが算定アドバイザーも兼任することが多く、 成功報酬制で雇用されるが、 単なる概要開示であり、実務的な株主に対する責任。	特定の状況（合併委任状／株式公開買付資料など）において、財務アドバイザーに支払われたすべての手数料を開示することが義務付けられており、公正意見書には過去 2 年間にアドバイザーに支払われたすべての手数料が含まれている。	規制当局を通じて、独立した助言が義務付けられており、買収委員会はアドバイザーの独立性を監視し、公に非難したり、冷遇したりすることができる。アドバイザーの手数料はカテゴリー別に開示される（規則 24.16 および 25.8）。
議決権行使助言会社のアカウンタビリティと開示	開示義務なし。	ISS 対 SEC 訴訟（DC 巡回区控訴裁判所、2025 年）以降、連邦レベルでの議決権行使助言会社に対する規則規制は存在しない。SEC の監督は、投資顧問法に基づく受託者責任／利益相反に関する規則に限定される。	手数料開示が適用される。この規制では、公的な遵守または説明を求める行動規範声明、年次の方法論および業務内容の開示、顧客への迅速な利益相反開示が義務付けられており、FCA への通知および執行が行われる。
法的根拠開示	米国式の証拠開示制度はなく、原告は特定の文書を特定する必要がある。内部文書は開示対象外となる場合が多く、証言録取も行われない。裁判所は文書提出命令を出すことに消極的であるため、株主は会社による自主的な開示に頼らざるを得ない。	文書および通信の広範な開示、取締役および顧問の宣誓供述書、訴訟前の帳簿および記録の検査（デラウェア州一般会社法 220 条）。	裁判所が管理する開示手続きには、自身の訴訟に不利な文書の開示も含まれる。米国式の公判前証言録取は行われない。

出所：Bloomberg、WTW、O f All 株式会社開示情報