

持続的な企業価値向上に資するスチュワードシップ活動を目指して

～投資先企業の企業価値関連指標の変化に関する統計的分析を踏まえて～

2026 年 9 月 28 日

石井 智親 日本生命保険相互会社株式部担当部長
CFA 協会認定証券アナリスト

増山 勝哉 日本生命保険相互会社株式部専門課長

八木 美菜 日本生命保険相互会社株式部課長代理

＜本分析の概要＞

- 当社は長期の投資資金を供給する機関投資家としての社会的責任も踏まえてスチュワードシップ活動に注力し、持続的な企業価値向上に向けて、環境や社会への影響も考慮に入れた建設的な対話に取り組んでいる。本分析は、これまで蓄積した対話記録を活用した検証の一環として実施したものであり、今年度は昨年度の分析結果を踏まえ、「対話の質」と「対話の継続性」という 2 つの観点に着目し、対話テーマごとに重視する企業価値関連指標と対話後の変化との関係を統計的に検証した。分析の結果は一樣ではないものの、複数のテーマにおいて、当社が対話テーマごとに重視してきた企業価値関連指標と、対話後に確認された企業価値関連指標の変化は概ね整合的であった。この結果は、当社の対話のみの効果を示すものではないが、当社が重視してきたこれまでの対話の着眼点や方向性には一定の妥当性があることが示唆された。
 - 「質の高い対話」は、キャッシュフローについては有意な結果が確認できなかったが、我々が重視する企業価値関連指標のうち、「低 ROE」や「事業戦略、事業ポートフォリオ、財務戦略、資本政策等」のテーマでは、企業価値の源泉であるキャッシュフロー創出力にもつながり得る収益性や資本効率を示す ROIC・ROA・ROE で、比較企業群を上回る統計的に有意な相対変化（望ましい変化）が確認された。また、「気候変動」のテーマでは、将来キャッシュフローの現在価値の総和である企業価値算定に用いる割引率（加重平均資本コスト）の構成要素の一つである株主資本コストの概念を反映する PBR において、同様に統計的に有意な相対変化（望ましい変化）が確認された。
 - 「発展型の継続的な対話*」については、「事業戦略、事業ポートフォリオ、財務戦略、資本政策等」のテーマでキャッシュフローに対しても比較企業群を上回る統計的に有意な相対変化（望ましい変化）を与えている可能性が確認された。
*事業戦略の高度化や情報開示の一層の充実を通じて、投資先企業の企業価値向上を後押しすることを目的に継続的に対話を行う「④事業戦略、事業ポートフォリオ、財務戦略、資本政策等」や「⑥気候変動」といった対話テーマが該当。
- 上記を踏まえ、当社の今後の活動として、現状対話で重視している企業価値関連指標の向上が、企業価値の源泉である将来のキャッシュフロー創出力につながっているかについても、対話において一層意識していきたい。その上で、企業を取り巻く環境や経営課題は一社一社異なることから、各企業が置かれた状況や課題を踏まえながら、投資先企業による成長投資を後押しし、その成果が更なる成長投資やステークホルダーへの分配につながる好循環を実現するよう、中長期的な視点から質の高い対話を継続することを目指したい。

（目次）

1. 日本生命のスチュワードシップ活動および本分析の位置づけ
2. 今年度分析の枠組み
3. 分析手法
4. 質の高い対話と企業価値関連指標との関係（分析 1）
5. 継続的な対話と企業価値関連指標との関係（分析 2）
6. 本分析による学びと今後の方向性

1. 日本生命のステュワードシップ活動および本分析の位置づけ

当社は、生命保険契約に基づく契約者への保障責任を全うするとともに、より多くの配当を長期・安定的に支払うことを目的に長期的な視点で資産運用に取り組んでいる。国内上場株式においても、長期保有を基本とした投資を行っており、長期の投資資金を供給する機関投資家としての社会的責任も踏まえてステュワードシップ活動に注力し、投資先企業との間で、持続的な企業価値向上に向けて、環境や社会への影響も考慮に入れた建設的な対話に取り組んでいる。これらの対話が投資先企業の持続的な企業価値向上につながっているかを確認し、今後の活動の見直し等に生かすため、2025 年度から蓄積した対話記録を活用した検証を進めてきた。昨年度に公表した分析では、生成 AI・大規模言語モデル（Large Language Model/ LLM）を用いて対話の質、投資先企業の反応、投資先企業の行動変容との関係を分析し、質の高い対話ほど投資先企業の前向きな反応が相対的に多い傾向や、企業のその後の行動変容が確認できた割合が高い傾向を確認した¹。

今年度は、この検証を更に一段進め、当社が各対話テーマについて、企業価値向上に向けて当社が重視する企業価値関連指標と、対話後に実際に表れた変化との間に整合的な関係がみられるかを統計的に検証した。今回は対話の目的や対話先選定の考え方に基づき、以下 3 つのアプローチに整理される計 8 つの対話テーマについて分析を行った。

● 議決権行使精査基準に基づく対話

当社議決権行使精査基準に抵触するケースとして、「①低 ROE」、「②低配当」、「③不祥事案」のテーマがあり、それぞれの課題解消を通じて企業価値の改善を促すことを目的としている。このため、収益性など各テーマに対応する企業価値関連指標の改善が期待される。

● 財務面に関する対話

議決権行使精査基準への抵触の有無にかかわらず、財務面の対話を行うケースとして、「④事業戦略、事業ポートフォリオ、財務戦略、資本政策等」、「⑤地方銀行」のテーマがある。企業価値向上に向けた利益率・資産効率・資本政策等といった財務・経営戦略全般について対話しており、事業構造の見直しや資本配分の高度化を通じて、収益性や中長期的な企業のキャッシュフロー創出力といった企業価値関連指標の向上につながることを期待される。

● サステナビリティに関する対話

環境や社会に関する対話を行っているケースとして「⑤地方銀行」、「⑥気候変動」、「⑦ビジネスと人権」、「⑧人的資本」のテーマがある。各種サステナビリティ課題への対応や情報開示の充実を通じて、投資家との情報の非対称性の縮小などを後押しし、市場からのリスク認識を低減させることで、PBR や株価ボラティリティといった企業価値関連指標の向上につながることを期待される。

¹ 詳細は昨年度のレポートを参照： https://www.nissay.co.jp/assets/sustainability/contents/shisan_unyou/ssc/stewardship2025_column_full.pdf

2. 今年度の分析の枠組み

今年度の分析は、昨年度の分析も踏まえつつ、当社のスチュワードシップ活動と、その後の企業価値関連指標との関係を、統計分析を用いて検証した。

具体的には、「対話の質²」と「対話の継続性」という 2 つの観点に着目し、以下の 2 つの分析を行った。

・ 分析 1：質の高い対話と企業価値関連指標との関係

- ・ 当社から質の高い対話を受けた投資先企業は、そうした対話を受けていない企業と比べて、企業価値関連指標が向上したか否か

・ 分析 2：継続的な対話と企業価値関連指標との関係

- ・ 当社から継続的な対話を受けた投資先企業は、そうした対話を受けていない企業と比べて、企業価値関連指標が向上したか否か

また、分析 2 に先立ち、継続的な対話と当社の対話の質および投資先企業の行動変容との関係についても分析した。

上記 2 つの分析はいずれも、「差分の差分法（Difference-in-Differences／DiD）」の手法を用いて実施した。なお、本分析の客観性を高める観点から、実際の分析作業は、昨年の分析と同様に、グローバルに展開する戦略コンサルティング会社であるオリバーワイマン社に委託した³。なお企業は、企業自身の自主的な改善努力、政策、他投資家からの要望など様々な影響を受けていることから、当社の活動と企業価値関連指標との関係について分析の限界がある点、結果の解釈には慎重にならざるを得ない点には留意が必要である。

【分析の対象】

今年度の分析では、昨年度に対象とした 8,830 件の対話記録について、生成 AI・大規模言語モデル（LLM）を用いて得られた、テーマ別の対話の質および企業の行動変容に関する分析結果を活用しており、これらに対話先企業単位で整理し、計 1,321 社を対象に分析を行った⁴。なお、分析対象企業の年別・テーマ別の内訳は【図表 1】のとおりである。

² 「質の高い対話」の定義は、スチュワードシップ・コード原則 3 および原則 4 の趣旨を踏まえつつ、以下の 6 つの視点でのプロンプトで定義。①深度ある分析ができていないこと（企業の課題を事前に深く理解し、それらを明確に述べていること）、②投資家としての意見表明を行っていること（単にチェックリストに基づいた形式的なヒアリングではなく、当社としての考え方を伝えていること）、③建設的な対話となっていること（単に短期的な株価上昇を求めるのではなく、対話の趣旨を明確にし、投資先企業の持続的な企業価値向上に向けて、投資家と投資先企業とが同じ長期的な目線で議論すること）、④双方向のやりとりとなっていること（投資家からの一方的な主張を押し付けるのではなく、投資先企業の意見にも傾聴すること）、⑤他社比較等の要素も踏まえていること（投資家の立場から、他社における企業価値向上に向けた好取組事例の紹介等も行い、投資先企業に気づきを与えること）、⑥具体的な数値を交えたやりとりとなっていること（投資家サイドからの分析結果や意見表明が、同業他社との比較等、定量的な分析に基づく客観的なものになっていること）。

³ オリバーワイマン社とは守秘義務契約を締結し、昨年度の分析では、対話記録を同社が構築した本件専用のクラウド環境に読み込ませ、当該環境内で分析作業を実施した。

⁴ これらの企業の企業価値に関連する指標は、外部から取得・付加することで、分析対象のデータ群を構築した。

【図表 1】今年度分析の対象となる投資先企業のデータ概要

	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	期間全体 (重複を除く)
対話を実施した企業数（全対話テーマ）	74	134	218	368	685	664	774	723	705	636	655	480	1,321
対話テーマ別の対話実施企業数													
① 低 ROE	42	99	38	58	90	98	121	109	123	106	125	90	448
② 低配当	49	70	19	46	94	95	102	86	78	68	60	45	314
③ 不祥事案	3	11	3	7	15	37	42	18	7	29	28	12	113
④ 事業戦略、事業ポートフォリオ、財務戦略、資本政策等	74	134	218	367	679	661	767	716	702	630	625	474	1,307
⑤ 地方銀行	6	3	22	14	47	66	70	66	63	63	65	60	71
⑥ 気候変動	3	12	16	52	104	192	153	430	530	489	400	253	889
⑦ ビジネスと人権	1	3	9	49	62	82	55	109	116	139	240	140	567
⑧ 人的資本	13	49	86	209	410	433	381	433	393	534	492	372	1,119

（注）：表に示した年は当年 7 月～翌年 6 月。2024 年は、2025 年 3 月時点で対話記録があるもののみ対象。各年の数値は、当該年に各テーマで対話を実施した企業数を示す。同一企業において複数テーマで対話を実施した場合は、それぞれのテーマに計上している。よって、横計と縦計ともに、それぞれ中の数字を足したものと一致しない。また、分析対象には、分析対象期間中に上場廃止となった企業（159 社）も上場廃止までの期間は含めている。

【分析で用いた企業価値関連指標】

国内では、コーポレートガバナンス改革を通じて、企業のガバナンス体制の整備や資本収益性への意識が進展してきた。一方、持続的な成長には、資本コストを上回る収益性を確保しつつ、創出したキャッシュフローを成長投資やステークホルダーへの分配につなげることで、「将来の稼ぐ力」を高めることが重要である。そのためには、事業構造の変化や新規事業の育成など成果が見られるまで数年単位の期間を要する取組みが必要であり、投資家には継続的な対話を通じて企業の取組みを定期的に確認しつつ、後押しすることが求められる。このような考え方の下、当社は以下の指標を企業価値関連指標⁵として分析対象に設定した。

<対話で重視している企業価値関連指標>

収益性を示す指標：ROIC (Return on Invested Capital)、ROA (Return on Asset)、ROE (Return on Equity)

- 当社は、ROIC、ROA、ROE を企業価値の源泉であるキャッシュフロー創出力にもつながり得る収益性や資本効率を示す指標と考える。
- 上記の考え方に基づき、企業が資産・資本を効率的に活用しているかの観点から、ROIC、ROA、ROE の変化を確認した。なお ROIC は事業に投下した資本に対する収益性、ROA は企業全体の資産に対する収益性、ROE は資本政策の要素を含む株主資本に対する収益性である。

株主資本コストの概念を含む指標：株価純資産倍率 (Price-to-Book-value Ratio/PBR)

- 当社は、PBR を将来キャッシュフローの現在価値の総和である企業価値算定に用いる割引率（加重平均資本コスト）の構成要素の一つである株主資本コストの概念を含む指標と考える。
- 上記の考え方に基づき、資本収益性が株主資本コストを上回っているかという観点から、PBR の変化を確認した。株主資本コスト（ r ）は、投資家による企業に対する要求リターンであるが、理論的に、企業

⁵ これらの企業価値関連指標は、各投資先企業について S&P Capital IQ から時系列データを取得し、回帰分析の目的変数として用いた。

側の情報開示の充実といった企業と投資家の情報開示の非対称性の縮小などにより低減するとされている。なお PBR は、

$$PBR = 1 + \frac{ROE - \text{株主資本コスト} (r)}{\text{株主資本コスト}(r) - \text{期待成長率}(g)} \quad *$$

*本式は ROE、株主資本コスト、成長率等が長期的に安定し、 $r > g$ とする単純化した前提の下での概念的整理である。なお、期待成長率(g)は、長期安定状態における利益・配当等の期待成長率を示す。

と表すことができ、ROE と株主資本コスト (r) の関係等によって変化する。

株価変動の安定性を捉える補助指標：年間株価ボラティリティ

- 企業価値と株式市場における評価は必ずしも常に一致するわけではなく、その乖離には情報の非対称性や市場の不確実性など、様々な要因が影響する。企業による情報開示の充実は、企業と投資家の情報の非対称性を縮小し、この乖離を小さくする要因の一つと考えられる。よって、この市場の不確実性に関する補足的な指標として、株価ボラティリティの変化についても確認した。

<中長期的な向上が期待される企業価値関連指標>

企業価値の源泉を示す指標：フリーキャッシュフロー（FCF）、営業キャッシュフロー（OCF）⁶

- キャッシュフローの創出は企業価値向上の源泉となることから、フリーキャッシュフロー、営業キャッシュフローの変化を確認した。

3. 分析手法

当社の対話と企業価値関連指標の変化との関係の推定にあたっては、分析 1 と分析 2 のいずれも「二方向固定効果（Two-Way Fixed Effects／TWFE）回帰」による差分の差分法（DiD）⁷を用いた。なお（i）処置群・対照群の定義、（ii）TWFE 回帰の実施についての具体的な考え方や手法は以下のとおりである。

（i）処置群・対照群の定義

分析対象のうち、分析 1 では「質の高い対話」、分析 2 では「複数年の継続的な対話」を「処置」として定義し、企業単位で「処置群」とした。そして、分析対象のうち、当該「処置」を受けていないものを「対照」として定義し、企業単位で「対照群」⁸とした。

（ii）TWFE 回帰の実施

（i）で処置群、対照群をそれぞれ定義した後、以下の TWFE 回帰式を適用した。企業 i の年度 t における企業価値関連指標を $y_{i,t}$ としたときの比較企業群との相対変化 β を推定した。つまり、処置群の企業価値関連指標の処

⁶ キャッシュフローの絶対額は分布の裾が非常に長いことから回帰推定の安定性を高めるため、キャッシュフローを総資産で割って正規化した指標を用いた。

⁷ TWFE DiD は、企業固定効果・時点固定効果を取り入れた DiD 推定を可能にすることから、本分析に適した手法であると判断した。ここでは、企業固定効果により時間不変の企業固有要因を、時点固定効果により全企業に共通する年次要因をそれぞれ考慮する。企業ごとに異なる時変要因、対話対象の選定要因、同時期の経営施策や他投資家の働きかけ等の影響は残し得る。また、処置時期が企業ごとに異なり、相対変化が企業・時点によって異質な場合には、推定係数の解釈に留意が必要である。（【付録図表 A-1】を参照）

⁸ 分析対象は、2013～2024 年に当社が対話を実施した企業であることから、対照群は日本の全上場企業ではなく、当社の対話対象企業のうち、各分析の「処置」条件を満たさない企業で構成されている点に留意が必要である。

置前後各 3 年間の変化を、同期間の対照群の変化と比較し、 β を算出することで、処置の相対変化を推定したということである^{9、10、11、12}。

$$y_{i,t} = \alpha_i + \lambda_t + \delta_{i,t} \cdot \beta + \varepsilon_{i,t}$$

- i : 個別の投資先企業
- t : 年度
- $y_{i,t}$: 企業*i*の年度*t*における企業価値関連指標（目的変数）
- α_i : 企業固定効果
- λ_t : 時点固定効果
- $\delta_{i,t}$: 企業*i*が処置群に属し、かつ*t*が処置後期間¹³である場合にのみ 1、それ以外は 0 をとる処置変数
- **β : 推定係数**
- $\varepsilon_{i,t}$: 企業*i*の年度*t*における誤差項（モデルに表現されなかったその他の影響の合計）

4. 質の高い対話と企業価値関連指標との関係（分析 1）

分析 1 の「質の高い対話と企業価値関連指標との関係」については、当社から質の高い対話を受けた企業のその後の企業価値関連指標の変化と、受けていない企業の企業価値関連指標の変化の差を検証した。昨年度の分析 A（対話の質）では、対話テーマごとに、各対話の質を「効果的な対話（High）」、「一定程度効果的な対話（Mid）」、「効果的とは言えない対話（Low）」の 3 段階で評価したが、本分析では、各対話テーマについて当社から「少なくとも 1 回、効果的な対話（High）を受けた企業」を処置群とし、「初めて効果的な対話（High）が確認された年」を処置年と定義した。また処置群の観測期間は、処置前後それぞれ最大 3 年とした¹⁴。

分析 1 の結果は、【図表 2】のとおり、複数のテーマで一部の企業価値関連指標について統計的に有意な結果が確認された指標がある一方、有意な結果が確認されなかった指標や、想定とは異なる方向の結果も見られるなど、結果は一様ではなかった¹⁵。以下では、こうした点に留意しつつ、統計的に有意な結果に焦点を当て、各テーマの事業上の背景を踏まえて解釈する¹⁶。

⁹ TWFE 回帰式において、企業固定効果 α_i および時点固定効果 λ_t によって処置以外の要因を統制した上で係数 β を処置の相対変化として推定する。企業固定効果 α_i は、分析期間を通じて大きく変化しない特性（各企業固有のベースライン）を捉え、同一企業内の時系列変化に基づく推定を可能にする。また、時点固定効果 λ_t は、マクロ経済や市場全体の変化等、各年に全企業へ共通して生じる影響を捉える。（【付録図表 A-2】を参照）

¹⁰ TWFE 回帰の前提の一つに、処置が行われなかった場合、処置群と対照群の対象指標が同様の傾向で推移し、両群間の差が概ね一定に保たれるという「平行トレンド仮定」がある。本分析では処置前における両群の推移について視覚的な確認を行った。こうした確認のみで平行トレンド仮定が成立することを証明するものではないものの、明確な乖離が確認されないケースが見られたことをもって、同仮定と整合的であると判断した。（【付録図表 A-3】を参照）

¹¹ 回帰分析で推定される係数 β は、本回帰仕様の下で処置群と対照群の変化の差を表す推定係数であり、 β の符号と大きさから、処置と企業価値関連指標との関係と程度を示す。なお、これを因果的な相対変化として解釈するには、平行トレンド仮定等に加え、処置時期の相違や相対変化の異質性に関する条件が必要となる。

¹² なお、同一企業の複数年の観測値を用いることに伴う企業内の誤差項の相関（系列相関を含む）の可能性などを考慮するため、企業単位でクラスタリングした標準誤差（cluster-robust standard errors）を用いた。7 ページ以降の表中の p 値は、当該標準誤差に基づき算定している。

¹³ ベースライン回帰では、処置年の翌年から 3 年間に処置後期間とした。企業価値関連指標は、処置年の翌年から 3 年間の平均を用いる。また、分析 1 については、ベースライン回帰の結果の頑健性を検証するため、処置後期間を 5 年間に延長した回帰分析等の複数の分析条件を設定して確認を実施した。ベースライン回帰と概ね同様の分析結果が得られ、結果の頑健性が確認された。

¹⁴ この観測期間は、処置前後の観測を安定的に行うのに十分な期間を確保する観点から設定したものである。

¹⁵ 株価ボラティリティ以外の指標は上昇を望ましい変化と解釈し、株価ボラティリティは低下を望ましい変化と解釈する。なお株価ボラティリティは年間の数値を基に算出したものである。

¹⁶ 「③不祥事案」と「⑦ビジネスと人権」は、統計分析を行う上で処置群の数が少ないことから、また「⑧人的資本」は、一部の企業価値関連指標で比較企業群を上回る統計的に有意な相対変化が出ているが、解釈が難しいことから、それぞれ解釈・評価の対象から除外した。「地方銀行」については、処置群・対照群の属性に偏りが見られたことから、結果の比較・解釈が難しく、今回の解釈・評価の対象から除外した。

【図表 2】質の高い対話を実施した企業群と対照群の相対変化（TWFE 回帰）¹⁷

5%水準で比較企業群を上回る統計的に有意な相対変化(望ましい変化)
5%水準で比較企業群を上回る統計的に有意な相対変化(望ましくない変化)

10%水準で比較企業群を上回る統計的に有意な相対変化(望ましい変化)
10%水準で比較企業群を上回る統計的に有意な相対変化(望ましくない変化)

		企業数: 処置群 (対照群)	ROIC (p.p)	ROA (p.p)	ROE (p.p)	PBR (p.p)	株価 ボラティリティ (ポイント)	フリーCF (p.p)	フリーCF 3年平均 (p.p)	営業 CF (p.p)	営業 CF 3年平均 (p.p)
G	① 低 ROE	179 (1142)	β=1.52*** p = 0.001	β=0.44*** p = 0.001	β=1.11** p = 0.042	β=0.21*** p = 0.001	β = 1.17 p = 0.230	β = -0.03 p = 0.939	β = -0.16 p = 0.471	β = 0.16 p = 0.607	β = -0.16 p = 0.393
	② 低配当	78 (1243)	β = -2.02 p = 0.282	β = -0.43 p = 0.125	β=-2.07** p = 0.004	β = -0.84 p = 0.128	β=-3.69** p = 0.008	β = -0.34 p = 0.578	β = 0.37 p = 0.439	β = -0.18 p = 0.755	β = 0.42 p = 0.313
	③ 不祥事案	25 (1296)	β = -0.08 p = 0.966	β = 0.34 p = 0.351	β = 1.53 p = 0.535	β = 0.28 p = 0.022	β = 4.75 p = 0.018	β = 0.46 p = 0.454	β = 0.66 p = 0.193	β = 0.32 p = 0.583	β = 0.42 p = 0.389
	④ 事業戦略、事業 ポートフォリオ、財務 戦略、資本政策等	364 (957)	β = 1.32 p = 0.188	β = 0.24* p = 0.084	β = 1.57 p = 0.121	β = 0.06 p = 0.477	β = 0.31 p = 0.677	β = 0.39 p = 0.134	β = 0.30 p = 0.129	β = 0.35 p = 0.154	β = 0.25 p = 0.177
	⑤ 地方銀行	51 (1270)		β = -0.06 p = 0.473	β = -0.56 p = 0.269	β=0.23*** p = 0.001	β = -0.01 p = 0.995	β = -0.71 p = 0.165	β = -0.82* p = 0.052	β = -0.55 p = 0.282	β = -0.53 p = 0.214
E	⑥ 気候変動	73 (1248)	β = 0.75 p = 0.156	β = 0.06 p = 0.765	β = -0.35 p = 0.773	β = 0.18** p = 0.021	β=3.29*** p = 0.001	β = 0.31 p = 0.504	β = 0.63 p = 0.150	β = 0.30 p = 0.482	β = 0.48 p = 0.195
S	⑦ ビジネスと人権	8 (1313)	β = -0.20 p = 0.838	β = -0.15 p = 0.659	β = -0.79 p = 0.599	β = -0.37 p = 0.495	β = 3.72 p = 0.266	β = -0.31 p = 0.667	β = 0.24 p = 0.717	β = -0.48 p = 0.508	β = -0.26 p = 0.643
	⑧ 人的資本	113 (1208)	β = 1.26* p = 0.086	β = 0.34 p = 0.132	β = 2.67 p = 0.309	β = -0.05 p = 0.809	β = 0.47 p = 0.679	β = 0.32 p = 0.537	β = 0.13 p = 0.697	β = 0.37 p = 0.450	β = 0.16 p = 0.608

(注 1) ***, **, *は、それぞれ 1%、5%、10%の水準で統計的に有意であることを示す。

(注 2) β は、本回帰仕様から推定された群間の相対的な変化を示す係数。 β が正（負）の場合は、当該指標が改善（悪化）する方向の変化を示す。なお、株価ボラティリティについては、低下が望ましいため、 β が負の場合を改善方向と解釈する。

(注 3) p 値は、処置に対応する係数が 0 であるとの帰無仮説の下で、観察された値以上に極端な推定結果が得られる確率を示す。

(注 4) 注 1、注 2 および注 3 は、図表 4 以降の図表についても同様とする。

【「①低 ROE」のテーマ】

「①低 ROE」のテーマでは、議決権行使精査基準に基づき、ROE 等の収益性に関する企業価値関連指標を重視して対話を行っており、本分析では、ROIC、ROA、ROE および PBR について、比較企業群を上回る統計的に有意な相対変化を示す β 値が確認され、当社が対話を通じて重視してきた企業価値関連指標と整合的な結果が得られた。本テーマの対話先は、当社議決権行使精査基準を下回る水準まで ROE が低下している先、つまり収益力改善には相応の取組みが必要な企業である。今回の結果は、これらの企業が抱えている課題や対話の論点が明確であり、また対話先企業は中堅企業が多く、事業規模の観点から、改善策を大企業よりも実行しやすいといったことから、上記の企業価値関連指標に一定の変化があった可能性が考えられる。

【「②低配当」のテーマ】

「②低配当」のテーマでは、議決権行使精査基準に基づき、資源配分や資本効率への影響を重視して対話を行っており、本分析では、株価ボラティリティについて比較企業群を上回る統計的に有意な相対変化を示す β 値が確認された。本テーマの対話先は、配当性向が当社議決権行使精査基準を下回っている先である。昨年度の分析結果から、当社が対話で行った要望の内容を確認したところ、2013～2024 年に処置群の 70%超が、1 回以上、株主還元や資源配分等の方針に関する情報開示関連の要望を受けていたことから、このテーマでは、株主還元や資源配

¹⁷ 多数のテーマ・指標について探索的に検定しているため、個々の有意結果は多重検定による偶然的検出可能性を含む。結果は探索的な示唆として解釈する。地方銀行については、一部行で ROIC の算出に必要なデータが取得できなかったため、ROIC の変化に欠損値が含まれる。

分等の方針に関する情報開示の充実が、ここでの対話における主要な論点の一つであったと考えられる。よって、一つの可能性として、上記に関する情報開示の充実等を通じた企業と投資家との間の情報の非対称性の縮小が、株価ボラティリティの低下に関係したことが考えられる¹⁸。なお ROE については比較企業群を上回る統計的に有意な相対変化（望ましくない変化）を示すβ値が確認されたことから、ROE 低下という結果の要因を考察するため、ROE を当期純利益と自己資本に分解し、処置前後の変化を確認したところ、ROE が低下した企業の 97.3%で自己資本が増加しており、自己資本の拡大が ROE 低下に影響した企業が多かった。その一方で 43.2%では当期純利益の減少も同時に生じており、自己資本の拡大だけでなく、利益創出力の低下も ROE 低下に影響した企業が一定数存在した¹⁹。このことから、これまでの対話では、結果として株主還元や資源配分等の方針に関する情報開示を求めることにとどまっていた可能性があるため、今後は自己資本をどのように活用して利益成長につなげるかという観点も含め、企業ごとの成長の道筋を踏まえながら、成長投資を意識した経営資源配分に関する対話を行っていく必要があると考える。

【「④事業戦略、事業ポートフォリオ、財務戦略、資本政策等」のテーマ】

「④事業戦略、事業ポートフォリオ、財務戦略、資本政策等」のテーマでは、収益性に関する企業価値関連指標を重視して対話を行い、中長期的な企業のキャッシュフロー創出力向上につなげることを目指している。本分析では ROA について比較企業群を上回る統計的に有意な相対変化を示す β 値が確認され、収益性向上との関係が示唆された一方、キャッシュフロー創出力に関する指標では統計的に有意な結果は確認されなかった。

本テーマは、当社議決権行使精査基準には抵触しないものの、財務面の対話を行っているケースであり、比較的企業規模が大きい投資先企業も対象に含まれている。ROA 上昇という結果の要因を考察するため、ROA を当期純利益と総資産に分解し、処置前後の変化を確認したところ、処置群のうち ROA が上昇した企業の 80%超で、総資産が減少しておらず、当期純利益が増加していた。更に総資産の構成を確認したところ、非事業性資産に該当する投資関連資産が総資産に占める割合の中央値が、対照群で 0.47%ポイント低下していたのに対し、処置群では 1.25%ポイント低下していた。このことから処置群では、非事業性資産に該当する投資関連資産への資本配分を相対的に抑え、事業性資産へ振り向けるなど、より効率的な資産構成への見直しが進んだ可能性も考えられる^{20, 21}。

【「⑥気候変動」のテーマ】

「⑥気候変動」のテーマでは、情報開示の充実を通じた株主資本コストの低減に関連する企業価値関連指標を重視して対話を行っている。多くの企業が非財務情報の開示充実を通じて、資本コストの低減を目指している中、本分析では PBR について比較企業群を上回る統計的に有意な相対変化を示すβ値が確認され、こうした方向性に沿った結果が確認された。なお ROE 等の収益性指標では統計的に有意な結果は確認されなかった。PBR の上昇について検証するため、昨年度の分析結果から、当社が対話で行った要望の内容を確認したところ、本テーマで対話した

¹⁸ 情報開示や株主資本コストを介した株価ボラティリティ低下の経路は一つの可能性であり、本分析では当該メカニズムを直接検証していない。

¹⁹ 分析の詳細については、【付録図表 A-4】に掲載している。

²⁰ 分析の詳細については、【付録図表 A-5】に掲載している。なお、本分析は非事業性資産から事業性資産への直接的な資本移動を確認したものではない。

²¹ ROE は自己資本比率や資本政策の影響を受けるため、ROA に比べて企業間・年度間のばらつき（標準偏差）が大きい指標である。このばらつきの大きさにより帰帰分析の推定精度が低下し、p 値が大きくなりやすいことから、ROE は比較企業群を上回る統計的に有意な相対変化が確認されなかった可能性も考えられる。

投資先企業の 90%超において、気候変動対応に関する情報開示の充実が対話の主な論点になっていた。これは、当社が気候変動に関して質の高い対話を行う際、主な論点が気候変動リスクへの対応方針の策定とその情報開示の充実であったことから、これらに関する情報開示の充実により、企業と投資家との間の情報の非対称性が解消され、株主資本コストの低下等を通じて、PBR の向上に一定の変化があったと考えられる（分析で用いた企業価値関連指標の PBR の展開式参照）²²。なお年間ボラティリティについては、比較企業群を上回る統計的に有意な相対変化（望ましくない変化）を示すβ値が確認されたが、規模の影響があった可能性もある²³。

5. 継続的な対話と企業価値関連指標との関係（分析 2）

分析 2 の「継続的な対話と企業価値関連指標との関係」では、以下の 2 つに分けて分析を実施した。

- **分析 2i**：昨年度の分析データを用いて、継続的な対話が当社の対話の質と投資先企業の行動変容に与える変化を評価。
- **分析 2ii**：TWFE 回帰により、当社から複数年にわたり継続的な対話を受けた企業のその後の企業価値関連指標の変化と、受けていない企業の企業価値関連指標の変化の差を検証。

分析 2i・2ii とともに、同一の対話テーマについて複数年にわたり行われた一連の対話を「継続的な対話」として定義した²⁴。

分析 2i では、継続的な対話と当社の対話の質および投資先企業の行動変容との関係について分析を行った。一連の対話開始からの経過年数ごとに、昨年度の分析 A および分析 C の結果を用い²⁵、(i) 実施した対話のうち「効果的な対話（High）」と判定された割合、(ii) 具体的な要望を含む対話のうち、その後に企業の行動変容が確認された割合、の 2 つを算出した。

【図表 3】のとおり、全テーマ合計では、対話を複数年継続するにつれて、「効果的な対話（High）」の割合および企業の行動変容が確認された対話の割合はいずれも上昇する結果となった²⁶。本分析では、昨年度の分析と同様、企業の行動変容がすべて当社の対話による変化であることを確認するものではないが、当社が継続的に対話を行い、投資先企業との信頼関係を維持しつつ、徐々に議論を深め、投資先企業の持続的な変化を後押しする立場として、当社の取組みと投資先企業の変化の方向性が、複数年にわたり概ね一致している可能性を示唆している²⁷。

²² 情報開示や株主資本コストを介した PBR 上昇の経路は一つの可能性であり、本分析では当該メカニズムを直接検証していない。

²³ 年間株価ボラティリティについては、比較企業群を上回る統計的に有意な相対変化を示す $\beta = +3.29$ ポイントが推定された。時価総額規模別にみると、大型株では処置群のボラティリティが 1.17 ポイント低下した一方、対照群では 0.72 ポイント上昇しており、処置群で相対的に良好な動きが確認された。ただし、中・小型株では同様の傾向は見られず、全体の回帰結果も大型株における傾向とは方向が異なるため、本分析結果だけでは十分な示唆が得られているとは言い難い。

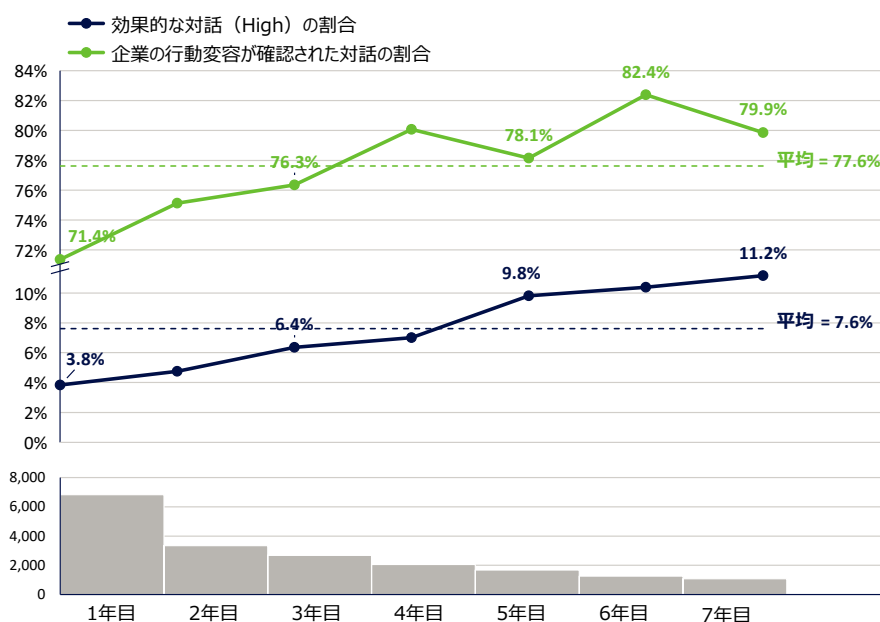
²⁴ 継続的な対話は、対話の中断期間が 1 年以内である場合に限りて定義した。対話が 2 年以上途絶えた場合、その後の対話は継続的な対話とはみなさず、対話による変化の重複を避けるため分析対象から除外した。

²⁵ 昨年度の分析 C では、生成 AI に対話記録から具体的な提案・要望を抽出させ、対話から 3 年以内に企業の行動変容が起こったか否かを確認した。

²⁶ 対話継続年数が長い企業・対話では、High 判定割合や行動変容確認割合が高い傾向が観察された。ただし、継続企業の選択特性等が影響している可能性があり、継続そのものの因果効果を示すものではない。

²⁷ 対話テーマ別の分析結果の例として、「①低 ROE」および「④事業戦略、事業ポートフォリオ、財務戦略、資本政策等」の結果を、それぞれ【付録図表 A-6】および【付録図表 A-7】に掲載している。

【図表 3】分析 2i の結果：全テーマ合計



（注）図表上部および下部の横軸は、継続対話年数を示す。また、図表下部の縦軸は、全てのテーマを合算した対話件数を示す。1回の対話に複数のテーマが含まれる場合、その対話は集計に複数回カウントされる。「効果的な対話（High）の割合」および「企業の行動変容が確認された対話の割合」は、継続対話年数ごとの対話件数を分母として算定。

次に、分析 2ii では、複数年にわたる継続的な対話と企業価値関連指標との関係を TWFE 回帰により検証した。テーマとしては、分析 1 で重点的に考察した「①低 ROE」、「②低配当」、「④事業戦略、事業ポートフォリオ、財務戦略、資本政策等」および「⑥気候変動」の 4 テーマに絞って分析を行った。

なお当社では投資先企業と幅広いテーマで対話を継続しているが、投資先企業の状況によって対話の目的や対話先選定の考え方が異なる。まず「④事業戦略、事業ポートフォリオ、財務戦略、資本政策等」および「⑥気候変動」のテーマは、事業戦略の高度化や情報開示の一層の充実を通じて、投資先企業の企業価値向上に向けて継続的に対話を行っており、ここでは「発展型の継続対話」と呼ぶ。一方で「①低 ROE」および「②低配当」のテーマは、当社の議決権行使精査基準に抵触した企業を対象に、その論点について対話しつつ、論点解消を促すことから、ここでは「改善型の継続対話」と呼ぶ。なお「改善型の継続対話」については、基準への抵触が解消された時点で、翌期以降の対話対象から外れることから、逆に言うと、継続的に対話している対象企業は長年にわたって基準への抵触が解消していないことを意味する。

このように、対話テーマによって継続的な対話を行う目的が異なるため、本分析では、それぞれの目的と考え方を踏まえて、以下のとおり、その変化を検証する分析を行った。

- 「**発展型の継続対話**」：対話を複数年継続する中で、各年の対話が企業価値関連指標に与える追加的な変化はどの程度か。
- 「**改善型の継続対話**」：論点解消を促す対話を複数年継続する中で、企業価値関連指標の改善は何年目の対話まで見られるか。また、改善が確認された後の一定期間も企業価値関連指標の改善を維持するか。

【発展型の継続対話の分析手法および分析結果】

「④事業戦略、事業ポートフォリオ、財務戦略、資本政策等」および「⑥気候変動」のテーマについては、各テーマにおける対話実施年数が少なくとも1年以上の企業を処置群とし、これらのテーマについて一度も対話を実施していない企業を対照群とした。その上で、処置群に対して毎年継続的に実施した対話について、各年の対話が企業価値関連指標に与える追加的な変化を推定した。なお、ここでは、当社の実務での経験に基づけば、対話が1年間途切れた場合であっても投資先企業とのコミュニケーションでは一定の連続性が維持できていると考え、前後の対話を一連の継続対話として扱うこととし、継続的な対話は、対話の中断期間が1年以内である場合に限り定義した。対話が2年以上途絶えた場合、その後の対話は継続的な対話とはみなさず、対話による変化の重複を避けるため分析対象から除外した。

具体的には、以下のTWFE回帰式を用い、対話実施1年目、2年目および3年目の変化を、それぞれ β_1 、 β_2 および β_3 として推定した^{28, 29}。いわゆる追加的な変化は、 β_2 と β_3 を指すことから、継続対話の変化を評価する上ではここに着目する。分析結果は【図表4】のとおりである。

$$y_{i,t} = \alpha_i + \lambda_t + \delta_{1,i,t} \cdot \beta_1 + \delta_{2,i,t} \cdot \beta_2 + \delta_{3,i,t} \cdot \beta_3 + \varepsilon_{i,t}$$

- i : 個別の投資先企業
- t : 年度
- $y_{i,t}$: 企業 i の年度 t における企業価値関連指標
- α_i : 企業固定効果
- λ_t : 時点固定効果
- $\delta_{n,i,t}$: n 年目の対話に関する処置変数。企業 i が処置群に属し、かつ t が処置後期間³⁰である場合に1、それ以外は0をとる（ $n=1, 2, 3$ は対話年次）
- **β_n : n 年目の推定係数（ $n=1, 2, 3$ は対話年次）**
- $\varepsilon_{i,t}$: 企業 i の年度 t における誤差項

²⁸ β_1 は対話実施1年目の推定係数、 β_2 は2年目の対話による追加的な推定係数、 β_3 は3年目の対話による追加的な推定係数を表す。したがって、2年目までの累積的な推定係数は $\beta_1 + \beta_2$ 、3年目までの累積的な推定係数は $\beta_1 + \beta_2 + \beta_3$ として捉えられる。模式図については、【付録図表A-8】に掲載している。

²⁹ 分析1にて用いた回帰式と基本的な構造は同じであるが、単一の推定係数ではなく、対話実施年次ごとの追加的な推定係数を推定するものである。

³⁰ 継続対話期間における最終処置年（分析上、最大3年目まで）の翌年から3年間を処置後期間とした。

【図表 4】分析 2ii の結果：継続的な対話を実施した企業群と対照群の相対変化（発展型の継続対話）

■ 5%水準で比較企業群を上回る統計的に有意な相対変化(望ましい変化) ■ 10%水準で比較企業群を上回る統計的に有意な相対変化(望ましい変化)
■ 5%水準で比較企業群を上回る統計的に有意な相対変化(望ましくない変化) ■ 10%水準で比較企業群を上回る統計的に有意な相対変化(望ましくない変化)

		ROIC (p.p)	ROA (p.p)	ROE (p.p)	PBR (p.p)	株価 ボラティリティ (ポイント)	フリーCF (p.p)	フリーCF 3年平均 (p.p)	営業CF (p.p)	営業CF 3年平均 (p.p)
G	④ 事業戦略、事業ポート フォリオ、財務戦略、 資本政策等	$\beta_1 = 1.18^{**}$ $p_1 = 0.049$ (#1 = 1,097)	$\beta_1 = 0.09$ $p_1 = 0.501$ (#1 = 1,253)	$\beta_1 = -0.06$ $p_1 = 0.912$ (#1 = 1,252)	$\beta_1 = 0.01$ $p_1 = 0.907$ (#1 = 1,254)	$\beta_1 = -0.09$ $p_1 = 0.857$ (#1 = 1,256)	$\beta_1 = 0.26$ $p_1 = 0.296$ (#1 = 1,257)	$\beta_1 = 0.11$ $p_1 = 0.467$ (#1 = 1,242)	$\beta_1 = 0.19$ $p_1 = 0.407$ (#1 = 1,257)	$\beta_1 = 0.11$ $p_1 = 0.404$ (#1 = 1,242)
		$\beta_2 = 0.17$ $p_2 = 0.758$ (#2 = 809)	$\beta_2 = 0.29^{**}$ $p_2 = 0.012$ (#2 = 948)	$\beta_2 = 0.94$ $p_2 = 0.140$ (#2 = 948)	$\beta_2 = 0.00$ $p_2 = 0.983$ (#2 = 948)	$\beta_2 = -0.36$ $p_2 = 0.434$ (#2 = 952)	$\beta_2 = 0.19$ $p_2 = 0.440$ (#2 = 949)	$\beta_2 = 0.28^*$ $p_2 = 0.055$ (#2 = 935)	$\beta_2 = 0.14$ $p_2 = 0.541$ (#2 = 949)	$\beta_2 = 0.20$ $p_2 = 0.119$ (#2 = 935)
		$\beta_3 = 0.39$ $p_3 = 0.392$ (#3 = 618)	$\beta_3 = 0.08$ $p_3 = 0.552$ (#3 = 752)	$\beta_3 = -1.06$ $p_3 = 0.388$ (#3 = 752)	$\beta_3 = 0.12$ $p_3 = 0.514$ (#3 = 752)	$\beta_3 = 0.50$ $p_3 = 0.328$ (#3 = 755)	$\beta_3 = 0.17$ $p_3 = 0.500$ (#3 = 755)	$\beta_3 = 0.24$ $p_3 = 0.105$ (#3 = 747)	$\beta_3 = 0.28$ $p_3 = 0.226$ (#3 = 755)	$\beta_3 = 0.22^*$ $p_3 = 0.096$ (#3 = 747)
		$\beta_1 = 1.00^*$ $p_1 = 0.090$ (#1 = 740)	$\beta_1 = 0.21^*$ $p_1 = 0.068$ (#1 = 865)	$\beta_1 = 0.73$ $p_1 = 0.392$ (#1 = 865)	$\beta_1 = -0.02$ $p_1 = 0.880$ (#1 = 865)	$\beta_1 = 0.04$ $p_1 = 0.945$ (#1 = 866)	$\beta_1 = 0.53^{**}$ $p_1 = 0.017$ (#1 = 863)	$\beta_1 = -0.02$ $p_1 = 0.866$ (#1 = 857)	$\beta_1 = 0.50^{**}$ $p_1 = 0.013$ (#1 = 863)	$\beta_1 = 0.00$ $p_1 = 0.974$ (#1 = 857)
		$\beta_2 = 0.08$ $p_2 = 0.886$ (#2 = 462)	$\beta_2 = 0.12$ $p_2 = 0.395$ (#2 = 570)	$\beta_2 = 1.13$ $p_2 = 0.189$ (#2 = 570)	$\beta_2 = 0.06$ $p_2 = 0.407$ (#2 = 569)	$\beta_2 = 0.68$ $p_2 = 0.238$ (#2 = 570)	$\beta_2 = -0.27$ $p_2 = 0.324$ (#2 = 569)	$\beta_2 = 0.15$ $p_2 = 0.364$ (#2 = 566)	$\beta_2 = -0.28$ $p_2 = 0.264$ (#2 = 569)	$\beta_2 = 0.14$ $p_2 = 0.342$ (#2 = 566)
E	⑥ 気候変動	$\beta_3 = -0.17$ $p_3 = 0.760$ (#3 = 306)	$\beta_3 = -0.05$ $p_3 = 0.685$ (#3 = 395)	$\beta_3 = -1.09$ $p_3 = 0.131$ (#3 = 395)	$\beta_3 = 0.14$ $p_3 = 0.127$ (#3 = 393)	$\beta_3 = 1.39$ $p_3 = 0.356$ (#3 = 395)	$\beta_3 = -0.11$ $p_3 = 0.693$ (#3 = 394)	$\beta_3 = -0.36^*$ $p_3 = 0.064$ (#3 = 392)	$\beta_3 = 0.02$ $p_3 = 0.948$ (#3 = 394)	$\beta_3 = -0.32^*$ $p_3 = 0.060$ (#3 = 392)

(注 1) **、*、*は、それぞれ 1%、5%、10%の水準で統計的に有意であることを示す。

(注 2) 各セル内の「# = ○○」は当該β係数の推定に用いた処置群の数を示す。

「④事業戦略、事業ポートフォリオ、財務戦略、資本政策等」のテーマでは、収益性に関する企業価値関連指標を重視して対話を行い、中長期的な企業のキャッシュフロー創出力向上につなげることを目指しており、本分析では、対話実施 1 年目に ROIC、2 年目に ROA とフリーCF、3 年目に営業 CF について比較企業群を上回る統計的に有意な相対変化を示すβ値が確認され、当社が対話を通じて重視してきた企業価値関連指標と整合的な結果が得られた。企業が価値創造を通じた企業価値向上に取り組む場合、事業構造の変革を通じて、投下資本に対する効率性向上やキャッシュフロー創出力の強化を目指すと考えられるが、この分析結果は、こうした取組みに一定程度沿ったものとなっており、中長期的な企業価値向上を後押しする当社の継続的な対話姿勢とも方向性として一致していることが確認できる³¹。

「⑥気候変動」のテーマでは、比較企業群を上回る統計的に有意な相対変化を示すβ値は、対話実施 1 年目に複数のキャッシュフローおよび収益性指標について、統計的に有意な結果が見られたが、2 年目以降では統計的に有意な結果は限定的であった。本テーマの対話では、気候変動リスクへの対応方針の策定とその情報開示の充実を主な論点としていることから、対話が直ちにキャッシュフローや収益性の相対変化をもたらしたと解釈することは難しい。したがって、今回確認された結果の背景については、追加的な検証と考察を必要とするものである。

【改善型の継続対話の分析手法および分析結果】

「①低 ROE」および「②低配当」のテーマでは、当社議決権行使精査基準に抵触した企業が対話の対象となり、基準への抵触が解消されるまで複数年にわたって対話を継続する。一方、基準への抵触が解消した企業は、その後の

³¹ ただし、本分析自体は各企業における企業価値創造プロセスを直接検証したものではない。

対話対象から除外される。このため、ここでは、対話年数が長くなるほど、課題の改善に時間を要する企業や、何らかの構造的な課題を抱える企業が処置群に残る傾向がある。

こうした特性を踏まえ、本分析では、最終的な対話継続年数が1年、2年、3年、4年であった企業群に分け、それぞれを処置群とし、各群について何年目の対話後に企業価値関連指標の改善が確認されたかを検証した。これによって、企業による基準への抵触を解消するまでに要した期間と、改善が確認された後の一定期間の企業価値関連指標の変化との関係を確認した³²。また、「発展型の継続対話」の分析と同様に、一度も当該テーマで対話を実施していない企業を対照群とした。なお、継続対話が5年以上であった企業も分析を行っているが、統計分析を行う上で処置群の数が少ないことから、本稿では解釈・評価の対象から除外した。

具体的には、前述の TWFE 回帰式を用いて企業群ごとに回帰を行い、最終的な対話継続年数に応じて回帰式に含める係数を以下のとおり設定した。

- 対話継続年数 1 年間： $y_{i,t} = \alpha_i + \lambda_t + \delta_{1,i,t} \cdot \beta_1 + \varepsilon_{i,t}$
- 対話継続年数 2 年間： $y_{i,t} = \alpha_i + \lambda_t + \delta_{1,i,t} \cdot \beta_1 + \delta_{2,i,t} \cdot \beta_2 + \varepsilon_{i,t}$
- 対話継続年数 3 年間： $y_{i,t} = \alpha_i + \lambda_t + \delta_{1,i,t} \cdot \beta_1 + \delta_{2,i,t} \cdot \beta_2 + \delta_{3,i,t} \cdot \beta_3 + \varepsilon_{i,t}$
- 対話継続年数 4 年間： $y_{i,t} = \alpha_i + \lambda_t + \delta_{1,i,t} \cdot \beta_1 + \delta_{2,i,t} \cdot \beta_2 + \delta_{3,i,t} \cdot \beta_3 + \delta_{4,i,t} \cdot \beta_4 + \varepsilon_{i,t}$

「①低 ROE」のテーマの分析結果は【図表 5】、「②低配当」のテーマの分析結果は【図表 6】のとおりである。

³² ここでは、基準を満たした企業はその後の対話対象企業から除外されるため、この分析手法の下では最終対話年に改善が確認されやすい点に留意が必要である。本分析は、こうした特性を踏まえた上で、対話継続期間と改善時期との関係を把握し、今後の対話継続方針を検討する際の参考とすることを目的として実施したものである。

【図表 5】分析 2ii の結果：継続的な対話を実施した企業群と対照群の相対変化（改善型の継続対話）「①低 ROE」³³

5%水準で比較企業群を上回る統計的に有意な相対変化(望ましい変化)

10%水準で比較企業群を上回る統計的に有意な相対変化(望ましい変化)

5%水準で比較企業群を上回る統計的に有意な相対変化(望ましくない変化)

10%水準で比較企業群を上回る統計的に有意な相対変化(望ましくない変化)

	ROIC(p,p)				ROA(p,p)				ROE (p,p)			
	1 年間	2 年間	3 年間	4 年間	1 年間	2 年間	3 年間	4 年間	1 年間	2 年間	3 年間	4 年間
1β	β=2.67*** p = 0.001 (# = 145)	β = -0.05 p = 0.916 (# = 86)	β = -0.06 p = 0.919 (# = 32)	β = 0.01 p = 0.975 (# = 30)	β=0.91*** p = 0.001 (# = 174)	β = -0.08 p = 0.747 (# = 111)	β = 0.14 p = 0.600 (# = 39)	β = 0.31* p = 0.068 (# = 41)	β = 2.73** p = 0.019 (# = 174)	β = -2.28* p = 0.076 (# = 112)	β = 1.50 p = 0.258 (# = 39)	β = 0.02 p = 0.991 (# = 41)
2β		β = 3.37** p = 0.023 (# = 80)	β = 0.63 p = 0.378 (# = 30)	β = 0.24 p = 0.585 (# = 29)		β = 0.87** p = 0.043 (# = 110)	β = 0.35 p = 0.233 (# = 39)	β = -0.26 p = 0.134 (# = 41)		β=6.25*** p = 0.001 (# = 111)	β = 0.34 p = 0.771 (# = 39)	β = 0.46 p = 0.765 (# = 41)
3β			β = 2.57 p = 0.004 (# = 29)	β = 0.33 p = 0.600 (# = 26)			β = 0.58* p = 0.059 (# = 39)	β = 0.13 p = 0.660 (# = 41)			β = 2.50** p = 0.031 (# = 39)	β = -2.77 p = 0.260 (# = 41)
4β				β = 1.26 p = 0.233 (# = 25)				β = 0.49 p = 0.232 (# = 41)				β = 5.20 p = 0.177 (# = 41)
	PBR (p,p)				株価ボラティリティ(ポイント)				フリーCF(p,p)			
	1 年間	2 年間	3 年間	4 年間	1 年間	2 年間	3 年間	4 年間	1 年間	2 年間	3 年間	4 年間
1β	β = 0.22** p = 0.009 (# = 175)	β = 0.10** p = 0.046 (# = 114)	β = 0.04 p = 0.487 (# = 39)	β = 0.03 p = 0.804 (# = 39)	β = 3.40** p = 0.015 (# = 175)	β = -1.42 p = 0.357 (# = 114)	β = 0.34 p = 0.806 (# = 39)	β = 1.46 p = 0.520 (# = 40)	β=1.62*** p = 0.001 (# = 176)	β = 0.27 p = 0.731 (# = 114)	β = 0.13 p = 0.878 (# = 39)	β = 1.80** p = 0.010 (# = 40)
2β		β = 0.19** p = 0.016 (# = 112)	β = 0.25 p = 0.135 (# = 39)	β = 0.09 p = 0.319 (# = 39)		β = 3.13** p = 0.025 (# = 113)	β = -1.92 p = 0.250 (# = 39)	β = -3.65* p = 0.096 (# = 40)		β = 0.53 p = 0.489 (# = 112)	β = 0.33 p = 0.653 (# = 39)	β = -3.40** p = 0.006 (# = 40)
3β			β = -0.21 p = 0.602 (# = 38)	β = 0.07 p = 0.124 (# = 39)			β = 6.25** p = 0.004 (# = 39)	β = 0.38 p = 0.848 (# = 40)			β = -0.25 p = 0.775 (# = 39)	β = 1.67 p = 0.234 (# = 40)
4β				β=0.20*** p = 0.001 (# = 39)				β = 4.60** p = 0.014 (# = 40)				β = -0.51 p = 0.710 (# = 40)
	フリーCF3 年平均(p,p)				営業 CF(p,p)				営業 CF3 年平均(p,p)			
	1 年間	2 年間	3 年間	4 年間	1 年間	2 年間	3 年間	4 年間	1 年間	2 年間	3 年間	4 年間
1β	β = 0.68 p = 0.106 (# = 173)	β = -0.08 p = 0.833 (# = 111)	β = 0.20 p = 0.706 (# = 39)	β = 1.04** p = 0.009 (# = 39)	β = 1.17** p = 0.003 (# = 176)	β = 0.08 p = 0.903 (# = 114)	β = -0.05 p = 0.951 (# = 39)	β = 1.85** p = 0.002 (# = 40)	β = 0.40 p = 0.189 (# = 173)	β = -0.18 p = 0.594 (# = 111)	β = -0.07 p = 0.898 (# = 39)	β = 1.03** p = 0.005 (# = 39)
2β		β = 0.04 p = 0.935 (# = 109)	β = -0.07 p = 0.862 (# = 39)	β = -0.55* p = 0.085 (# = 39)		β = 0.47 p = 0.470 (# = 112)	β = 0.54 p = 0.455 (# = 39)	β = -3.46** p = 0.002 (# = 40)		β = 0.05 p = 0.899 (# = 109)	β = -0.05 p = 0.902 (# = 39)	β = -0.50* p = 0.091 (# = 39)
3β			β = -0.21 p = 0.666 (# = 39)	β = -0.39 p = 0.241 (# = 39)			β = 0.19 p = 0.822 (# = 39)	β = 1.95 p = 0.164 (# = 40)			β = 0.10 p = 0.836 (# = 39)	β = -0.37 p = 0.273 (# = 39)
4β				β = -0.64 p = 0.193 (# = 39)				β = -0.25 p = 0.862 (# = 40)				β = -0.45 p = 0.276 (# = 39)

(注 1) ***, **, *は、それぞれ 1%、5%、10%の水準で統計的に有意であることを示す。

(注 2) 継続対話が 5 年以上であった企業も分析を行っているが、統計分析を行う上で処置群の数が少ないことから、本稿では解釈・評価の対象から除外。

(注 3) 各セル内の「# = ○○」は当該β係数の推定に用いた処置群の数を示す。処置群の数が 30 社未満のセルは、グレーで表示している。

【図表 5】の通り、「①低 ROE」のテーマでは、議決権行使精査基準に基づき、ROE 等の収益性に関する企業価値関連指標を重視して対話を行っている。本分析では対話継続年数別の分析において、比較企業群を上回る統計的に有意な相対変化を示す β 値は、対話継続年数が 1 年であった企業は 1 年目、2 年であった企業は 2 年目、3 年であった企業は 3 年目に、ROA および ROE で確認され、当社が対話を通じて重視してきた企業価値関連指標と

³³ サンプル数が限られる区分や多数の検定を含むため、個別の有意結果を過度に解釈せず、全体的な傾向を探索的に把握する分析として位置付ける。

整合的な結果が得られた³⁴。そして、各指標について継続対話を行った最終年以降 3 年間の指標も確認している。すなわち、分析対象には改善が確認されたことを踏まえて対話を終了した後の期間³⁵も含まれている。そのため、対話継続年数が 1～3 年までのケースでは、改善した指標水準が対話終了後の観察期間においても一定期間維持されている可能性が考えられる。当社としては、改善の道筋について、自社株買い等の一過性の方策によるものだけではなく、事業構造の見直し等を通じて利益を伸ばすことを重視しているが、この結果はそうした考え方と整合的であるとも考えられる。なお年間ボラティリティについては、比較企業群を上回る統計的に有意な相対変化（望ましくない変化）を示す β 値が確認された³⁶。

³⁴ 対話継続年数が 4 年のケースでは、比較企業群を上回る統計的に有意な相対変化を示す β 値は確認されなかったが、分析対象のサンプル数が限られるため、本結果は慎重な解釈が必要である。

³⁵ 例えば、対話継続年数が 3 年であった場合、最終年（3 年目）以降 3 年間の指標の改善状況を見ている。

³⁶ 株価ボラティリティについて比較企業群を上回る統計的に有意な相対変化（望ましくない変化）が確認された背景を考察するため、処置年を起点とした累積リターンを確認したところ、対話継続年数ごとに約 5～7 割の企業で株価の上昇が確認された。このように株価上昇も併せて確認されたことから、ボラティリティの上昇を直ちに市場評価の悪化と解釈することは適切でなく、低 ROE からの改善後の株価上昇局面における値動きの拡大が含まれている可能性も考えられる。

【図表 6】分析 2ii の結果：継続的な対話を実施した企業群と対照群の相対変化（改善型の継続対話）「②低配当」³⁷

5%水準で比較企業群を上回る統計的に有意な相対変化(望ましい変化)
5%水準で比較企業群を上回る統計的に有意な相対変化(望ましくない変化)

10%水準で比較企業群を上回る統計的に有意な相対変化(望ましい変化)
10%水準で比較企業群を上回る統計的に有意な相対変化(望ましくない変化)

	ROIC(p.p)				ROA(p.p)				ROE (p.p)			
	1 年間	2 年間	3 年間	4 年間	1 年間	2 年間	3 年間	4 年間	1 年間	2 年間	3 年間	4 年間
1β	β = -2.10** p = 0.004 (# = 94)	β = 4.04* p = 0.070 (# = 59)	β = 0.21 p = 0.777 (# = 24)	β = 4.78 p = 0.284 (# = 16)	β = -0.82** p = 0.019 (# = 110)	β = 1.20** p = 0.018 (# = 67)	β = 0.56 p = 0.265 (# = 26)	β = 0.29 p = 0.443 (# = 19)	β = -3.10** p = 0.010 (# = 110)	β = 6.69* p = 0.070 (# = 68)	β = -0.01 p = 0.995 (# = 26)	β = -0.53 p = 0.809 (# = 19)
2β		β = -0.68 p = 0.709 (# = 58)	β = 0.25 p = 0.917 (# = 24)	β = -5.36 p = 0.226 (# = 16)		β = -1.32** p = 0.024 (# = 67)	β = -0.35 p = 0.530 (# = 26)	β = 0.07 p = 0.844 (# = 19)		β = -16.23** p = 0.023 (# = 68)	β = -0.69 p = 0.820 (# = 26)	β = -1.90 p = 0.537 (# = 19)
3β			β = -1.40 p = 0.495 (# = 24)	β = 0.77 p = 0.532 (# = 16)			β = -0.52 p = 0.368 (# = 26)	β = -0.17 p = 0.720 (# = 19)			β = -1.56 p = 0.655 (# = 26)	β = -0.90 p = 0.534 (# = 19)
4β				β = -2.70 p = 0.263 (# = 16)				β = -0.22 p = 0.769 (# = 19)				β = -1.76 p = 0.388 (# = 19)
	PBR (p.p)				株価ボラティリティ(ポイント)				フリーCF(p.p)			
	1 年間	2 年間	3 年間	4 年間	1 年間	2 年間	3 年間	4 年間	1 年間	2 年間	3 年間	4 年間
1β	β = -0.52** p = 0.010 (# = 110)	β = 0.80 p = 0.322 (# = 69)	β = -0.76 p = 0.179 (# = 26)	β = 0.53 p = 0.516 (# = 19)	β = -6.32*** p = 0.001 (# = 110)	β = 0.84 p = 0.767 (# = 69)	β = -9.47 p = 0.004 (# = 26)	β = -16.30 p = 0.209 (# = 19)	β = -0.29 p = 0.694 (# = 110)	β = 3.32** p = 0.030 (# = 69)	β = 0.68 p = 0.540 (# = 26)	β = 0.54 p = 0.780 (# = 19)
2β		β = 1.50 p = 0.528 (# = 69)	β = -0.21 p = 0.276 (# = 26)	β = -1.02 p = 0.275 (# = 19)		β = -4.43** p = 0.039 (# = 69)	β = 2.54 p = 0.457 (# = 26)	β = 12.27 p = 0.186 (# = 19)		β = -3.83** p = 0.003 (# = 69)	β = 0.38 p = 0.757 (# = 26)	β = 0.50 p = 0.592 (# = 19)
3β			β = 0.16 p = 0.379 (# = 26)	β = -0.34 p = 0.037 (# = 19)			β = -2.65 p = 0.392 (# = 26)	β = -2.15 p = 0.615 (# = 19)			β = -0.44 p = 0.764 (# = 26)	β = -2.92 p = 0.015 (# = 19)
4β				β = 0.11 p = 0.566 (# = 19)				β = 33.57 p = 0.335 (# = 19)				β = 1.54 p = 0.426 (# = 19)
	フリーCF3 年平均(p.p)				営業 CF(p.p)				営業 CF3 年平均(p.p)			
	1 年間	2 年間	3 年間	4 年間	1 年間	2 年間	3 年間	4 年間	1 年間	2 年間	3 年間	4 年間
1β	β = -0.43 p = 0.388 (# = 110)	β = 2.08** p = 0.021 (# = 68)	β = 1.01 p = 0.301 (# = 26)	β = 2.05 p = 0.261 (# = 19)	β = 0.04 p = 0.953 (# = 110)	β = 3.48*** p = 0.001 (# = 69)	β = 0.91 p = 0.453 (# = 26)	β = -0.20 p = 0.905 (# = 19)	β = -0.14 p = 0.694 (# = 110)	β = 1.89** p = 0.002 (# = 68)	β = 1.30 p = 0.154 (# = 26)	β = 1.51 p = 0.399 (# = 19)
2β		β = -1.14 p = 0.107 (# = 68)	β = 0.23 p = 0.622 (# = 26)	β = 1.26 p = 0.161 (# = 19)		β = -3.61*** p = 0.001 (# = 69)	β = 0.08 p = 0.945 (# = 26)	β = 1.39 p = 0.192 (# = 19)		β = -0.80 p = 0.222 (# = 68)	β = 0.18 p = 0.669 (# = 26)	β = 0.68 p = 0.024 (# = 19)
3β			β = -0.34 p = 0.440 (# = 26)	β = -0.98 p = 0.087 (# = 19)			β = 0.14 p = 0.917 (# = 26)	β = -3.32 p = 0.008 (# = 19)			β = 0.17 p = 0.655 (# = 26)	β = -0.91 p = 0.057 (# = 19)
4β				β = -0.69 p = 0.461 (# = 19)				β = 0.81 p = 0.639 (# = 19)				β = -1.11 p = 0.212 (# = 19)

(注 1) ***, **, *は、それぞれ 1%、5%、10%の水準で統計的に有意であることを示す。

(注 2) 継続対話が 5 年以上であった企業も分析を行っているが、統計分析を行う上で処置群の数が少ないことから、本稿では解釈・評価の対象から除外。

(注 3) 各セル内の「# = ○○」は当該β係数の推定に用いた処置群の数を示す。処置群の数が 30 社未満のセルは、グレーで表示している。

一方、【図表 6】のとおり、「②低配当」のテーマでは、議決権行使精査基準に基づき、資源配分や資本効率への影響を重視して対話を行っているが、多くの企業価値関連指標で比較企業群を上回る統計的に有意な相対変化（望ましくない変化）が確認された。この結果の背景を解釈するため、ROA および ROE について動きを考察すると、

³⁷ サンプル数が限られる区分や多数の検定を含むため、個別の有意結果を過度に解釈せず、全体的な傾向を探索的に把握する分析として位置付ける。

対話継続年数が1年の企業群と2年の企業群のいずれにおいても、ROA または ROE が低下した処置群の約7割で当期純利益が減少していた³⁸。低配当の対話では、配当性向を議決権行使基準としているため、配当額が維持されたまま当期純利益が減少すると、配当性向は数値上、上昇する。こうしたケースでは、一時的な利益の低下によって議決権行使精査基準への抵触が解消され、対話対象から外れてしまう可能性を示している。よって、今後の示唆としては、議決権行使精査基準について、配当性向のみを基準とするのではなく、成長投資も含めた資源配分の状況と配当性向の状況を合わせて確認するような基準への見直しを検討する余地があると考えられる。

6. 本分析による学びと今後の方向性

日本では、スチュワードシップ・コードの策定およびコーポレートガバナンス・コードの適用開始から約10年が経過し、企業のガバナンス体制の整備や資本効率を意識した経営の浸透など、一定の進展が見られる。一方で、コーポレートガバナンス改革の本来の目的である企業の「稼ぐ力」の向上と持続的な価値創造の実現は依然として途上にある。2026年7月に改訂されたコーポレートガバナンス・コードにおいても、「攻めのガバナンス」の実現と「稼ぐ力」の向上が掲げられ、中長期的な企業価値の向上が一層重視されている。

分析1では「質の高い対話と企業価値関連指標との関係」に着目した。ファイナンス関連のテーマでは、ROIC、ROA、ROEといった収益性を示す企業価値関連指標を重視して対話を行っているが、質の高い対話を実施した企業では、テーマに応じてこれらの指標について、比較企業群を上回る統計的に有意な相対変化が確認された。また低配当や気候変動といったテーマなど、情報開示の充実を通じた株価ボラティリティの低減や、株主資本コスト低減に関連するPBRといった企業価値関連指標を重視して対話を行っている場合にも、テーマに応じてこれらの指標に一定の変化が見られた。

一方で、企業の「稼ぐ力」の向上に直接つながるような、中長期的な向上が期待されるキャッシュフローといった企業価値関連指標では有意な結果が見られなかった。これは、企業の「稼ぐ力」の向上には、成果に時間がかかる事業構造の変化や成長投資が必要であり、本分析の時間軸（対話後3年以内の変化）では比較企業群との相対変化が十分に捉えられなかった可能性³⁹や、キャッシュフローという指標自体が、運転資本の変動や設備投資の実施といった企業側の一時的要因の影響も受けやすく、ROICやROAといった収益性を示す企業価値関連指標と比較して、年ごとの変動幅が大きいと考えられることから、統計的に有意な結果が出にくかった可能性が考えられる。

分析2では「継続的な対話と企業価値関連指標との関係」に着目した。「発展型の継続対話」において、ファイナンス関連のテーマでは長期的な視点で対話を継続することで、収益性を示す企業価値関連指標のみならず、中長期的な向上が期待されるキャッシュフローといった企業価値関連指標などに対しても一定の変化が見られた。

また「改善型の継続対話」のうち低ROE等の課題がある企業では、当社が重視する収益性を示す企業価値関連指標と整合的な結果が得られたほか、改善が一時的なものではなく、対話後も一定期間改善した指標水準が維持されている可能性が考えられるという結果が見られた⁴⁰。当社としては、改善の道筋について、自社株買い等の一過性の

³⁸ 分析の詳細については、【付録図表 A-9】に掲載している。

³⁹ 当社としては3年を超える期間も見据えて対話を行っているが、他指標と分析期間を揃える観点から、キャッシュフローについても対話後3年間のデータを確認している。

⁴⁰ 継続対象企業の選択特性や対話終了条件等の影響も受け得るため、対話継続そのものの因果効果を示すものではない。

方策によるものだけではなく、事業構造の見直し等を通じて利益を伸ばすことを重視しているが、この結果はそうした考え方と整合的な結果が得られたとも考えられる。

分析 1 および 2 の結果を踏まえ、当社としては、現状対話で重視している企業価値関連指標の向上が、企業価値の源泉である将来のキャッシュフロー創出力につながっているかについても、今後の対話において一層意識していきたい。その上で、企業を取り巻く環境や経営課題は一社一社異なることから、各企業が置かれた状況や課題を踏まえながら、投資先企業による成長投資を後押しし、その成果が更なる成長投資やステークホルダーへの分配につながる好循環を実現するよう、中長期的な視点から質の高い対話を継続することを目指したい。

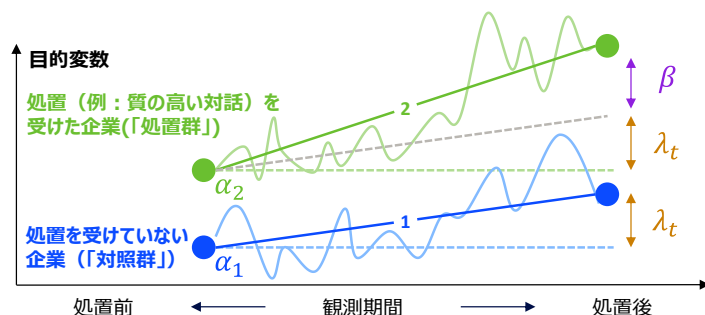
本分析は、差分の差分法を用いて、スチュワードシップ活動と企業価値関連指標との関係を統計的に推定したものであるが、企業価値は事業環境、政策、企業固有の要因、他投資家との対話など様々な要因の影響を受けるため、本分析のみをもって当社の対話が企業価値関連指標を直接向上させたとするものではない。

当社としては、投資先企業およびその取締役会が自ら考え、自ら企業価値向上を実現する取組みを行っていくことが、持続的に企業価値を高める上で望ましい姿であると考えている。持続的な企業価値向上には、中長期的視点からの成長投資、事業構造の見直しが必要となり、その成果は 3 年から 5 年を超える期間を経て達成されるものが多いと思われる。

スチュワードシップ活動の目的は、短期的な株価の上昇を追求することではなく、投資先企業の将来の「稼ぐ力」を高め、持続的な企業価値向上を通じて、契約者への長期・安定的な収益還元を実現しつつ、日本経済の成長に貢献することである。当社は、今後も長期投資家として、対話の質と対話の継続性を重視しながら、投資先企業の中長期的な価値創造を支える建設的な対話を継続していきたい。

付録資料

【付録図表 A-1】TWFE の概念図

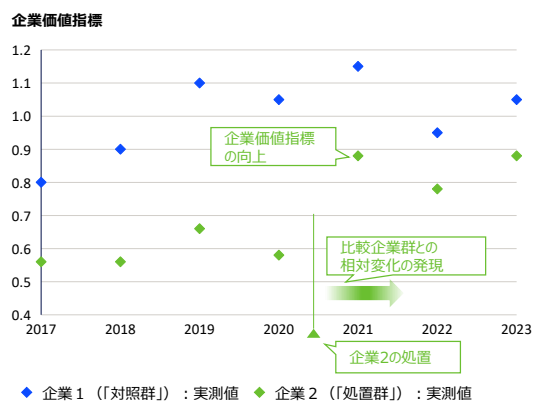


主要仮定: 処置がなかった場合、処置群は対照群と同様の推移を示す
(平行トレンドの仮定)

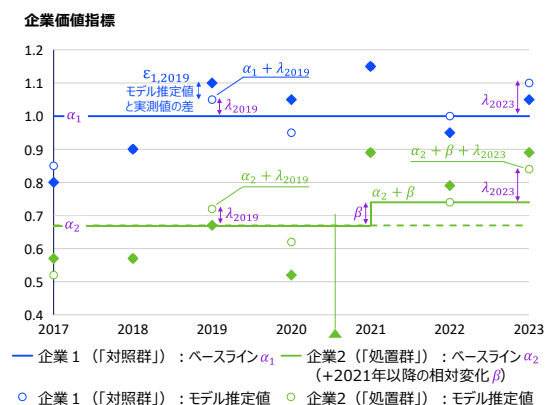
企業*i*における目的変数 $Y_{i,t}$ の回帰式: $Y_{i,t} = \alpha_i + \lambda_t + \delta_{i,t} \cdot \beta + \epsilon_{i,t}$

【付録図表 A-2】TWFE 回帰における比較企業群との相対変化の推定イメージ (分析 1)

例示: 企業1 (「対照群」) vs 企業2 (「処置群」) の実測値
モデル推定前

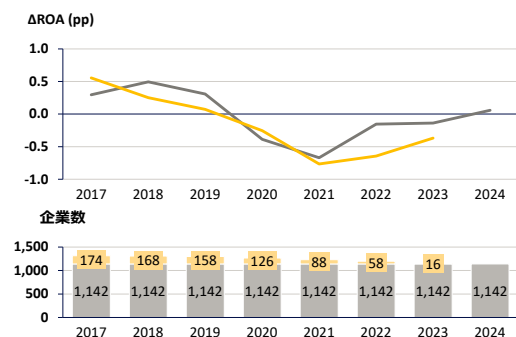


例示: 企業1 (「対照群」) vs 企業2 (「処置群」) のモデル推定値
モデル推定後

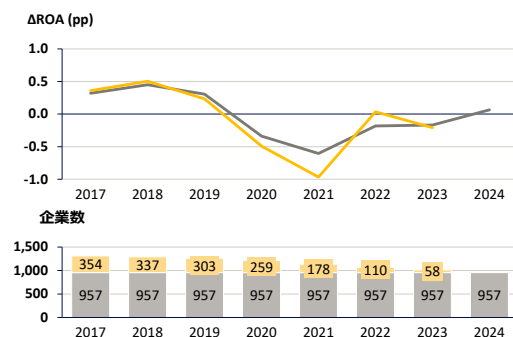


【付録図表 A-3】一部テーマにおける処置前トレンド分析の例

「① 低ROE」



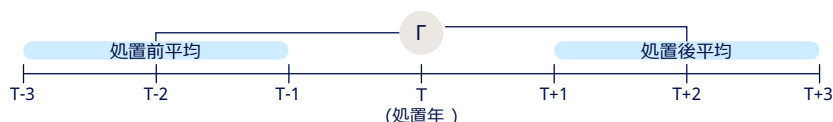
「④ 事業戦略、事業ポートフォリオ、財務戦略、資本政策等」



— 対照群: 時点固定効果の推定値 — 処置群: 時点固定効果の推定値
■ 対照群: 推定に用いた企業数 ■ 処置群: 推定に用いた企業数

(注) 図示した例は、分析 1 の処置群・対照群の定義を用いて実施した処置前トレンド分析である。

【付録図表 A-4】分析 1 「②低配当」処置群における ROE の追加分析



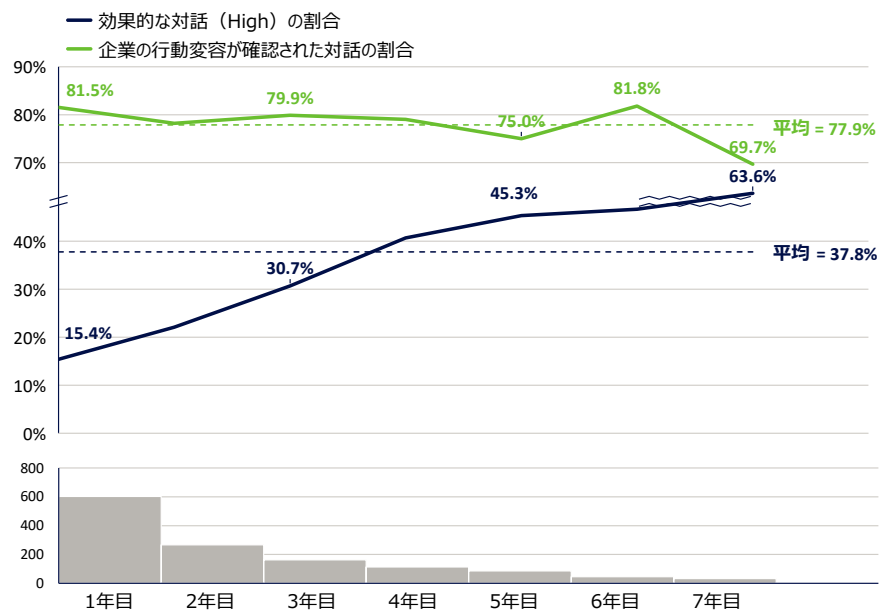
グループ	当期純利益の変化	自己資本の変化	企業数	構成比
A) 当期純利益の減少を主な要因とする悪化	減少	減少	1	2.7%
B) 当期純利益の減少と自己資本の拡大による悪化	減少	増加	16	43.2%
C) 自己資本の拡大を主な要因とする悪化	増加	増加	20	54.1%
D) その他	増加	減少	0	0.0%
グループ	売上高の変化	自己資本の変化	企業数	構成比
A) 売上高の減少を主な要因とする悪化	減少	減少	1	2.7%
B) 売上高の減少と自己資本の拡大による悪化	減少	増加	8	21.6%
C) 自己資本の拡大を主な要因とする悪化	増加	増加	28	75.7%
D) その他	増加	減少	0	0.0%
ΔROE が 0 未満の企業合計			37	100%

【付録図表 A-5】分析 1 「④事業戦略、事業ポートフォリオ、財務戦略、資本政策等」処置群における ROA の追加分析

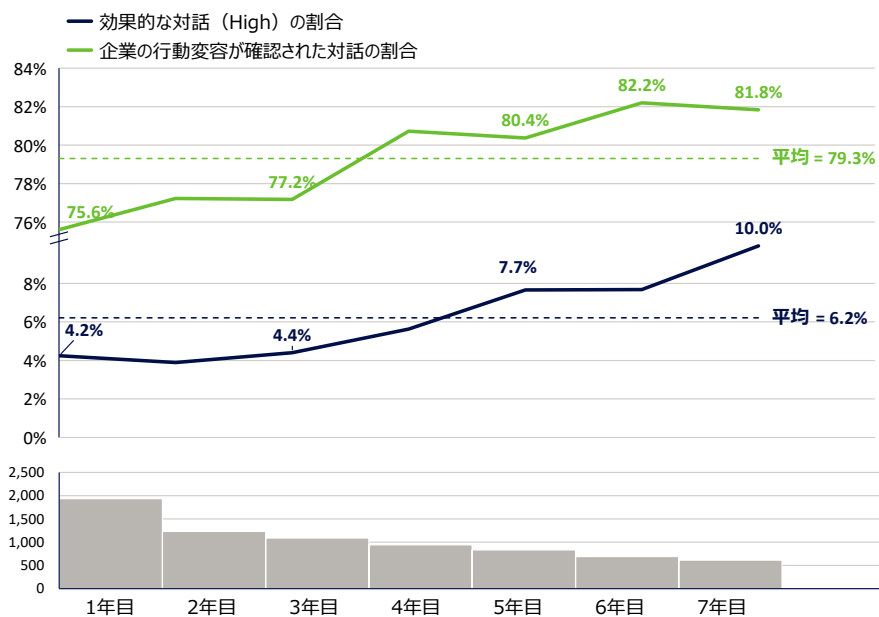
グループ	当期純利益の変化	総資産の変化	企業数	構成比
A) 当期純利益の増加を主な要因とする改善	増加	増加	131	81.9%
B) 当期純利益と総資産の双方による改善	増加	減少	17	10.6%
C) 総資産の減少を主な要因とする改善	減少	減少	1	0.6%
D) 混合要因／いずれでもない	減少	増加	11	6.9%
ΔROA が 0 を上回る企業合計			160	100%

2017 年比で 2025 年に減少した企業の割合			
指標	処置群	対照群	差分
総資産	8.7%	12.9%	-4.2 p.p.
投資関連資産	35.5%	31.3%	+4.2 p.p.
投資関連資産／総資産	60.1%	54.6%	+5.5 p.p.
2017 年から 2025 年における資産指標の変化（中央値）			
指標	処置群	対照群	差分
総資産	+33.4%	+35.8%	-2.4 p.p.
投資関連資産	+19.9%	+29.3%	-9.4 p.p.
投資関連資産／総資産	-1.25 p.p.	-0.47 p.p.	-0.78 p.p.

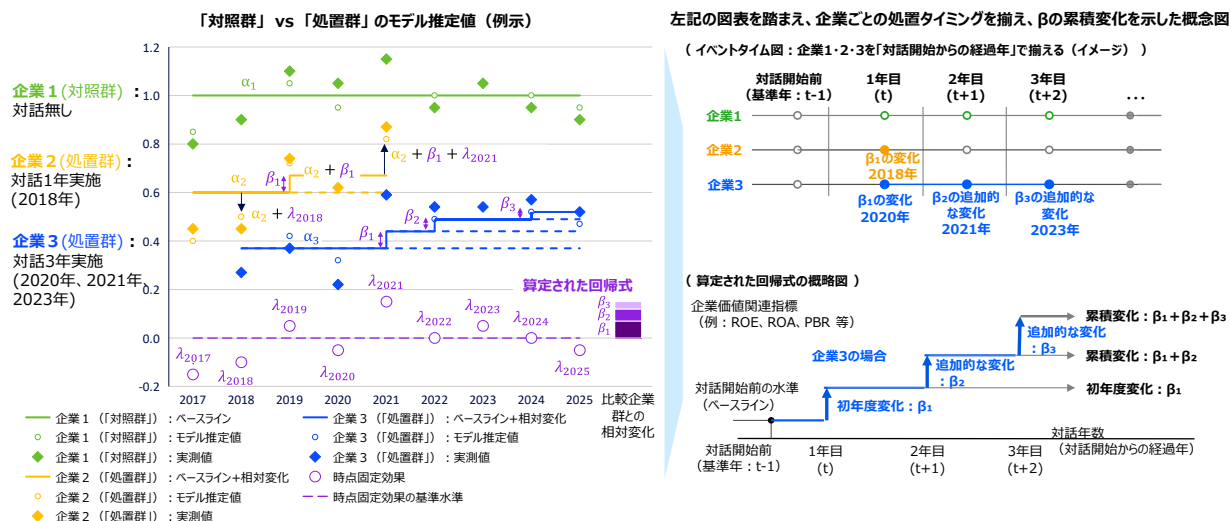
【付録図表 A-6】分析 2i の結果：「①低 ROE」



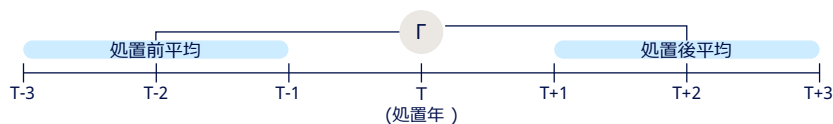
【付録図表 A-7】分析 2i の結果：「④事業戦略、事業ポートフォリオ、財務戦略、資本政策等」



【付録図表 A-8】分析 2 のパラメータの概念図



【付録図表 A-9】分析 2ii「②低配当」処置群における ROE および ROA の追加分析



グループ - 1 年間 ROE	当期純利益の変化	自己資本の変化	企業数	構成比
A) 当期純利益の悪化	減少	減少	2	7.4%
B) 当期純利益の減少と自己資本の拡大による悪化	減少	増加	16	59.3%
C) 自己資本の拡大の悪化	増加	増加	9	33.3%
D) その他	増加	減少	0	0.0%
ΔROE が 0 未満の企業合計			27	100%
グループ - 2 年間 ROE	当期純利益の変化	自己資本の変化	企業数	構成比
A) 当期純利益の悪化	減少	減少	5	17.2%
B) 当期純利益の減少と自己資本の拡大による悪化	減少	増加	15	51.7%
C) 自己資本の拡大の悪化	増加	増加	9	31.0%
D) その他	増加	減少	0	0.0%
ΔROE が 0 未満の企業合計			29	100%
グループ - 1 年間 ROA	当期純利益の変化	総資産の変化	企業数	構成比
A) 当期純利益の悪化	減少	減少	4	16.7%
B) 当期純利益の減少と総資産の拡大による悪化	減少	増加	13	54.2%
C) 総資産の拡大の悪化	増加	増加	6	25.0%
D) その他	増加	減少	1	4.2%
ΔROA が 0 未満の企業合計			24	100%
グループ - 2 年間 ROA	当期純利益の変化	総資産の変化	企業数	構成比
A) 当期純利益の悪化	減少	減少	5	20.0%
B) 当期純利益の減少と総資産の拡大による悪化	減少	増加	13	52.0%
C) 総資産の拡大の悪化	増加	増加	5	20.0%
D) その他	増加	減少	2	8.0%
ΔROA が 0 未満の企業合計			25	100