

# 第6回経済産業政策新機軸部会 議事録

日時：令和4年3月31日（木）15：00～17：00

場所：本館17階国際会議室

## 1. 出席者

委員出席者：対面：伊藤邦雄委員、伊藤元重部会長、アメージャン委員、南場委員、安田委員  
オンライン：翁委員、落合委員、齊藤委員、松田委員

経済産業省出席者：萩生田経済産業大臣、平井経済産業政策局長、龍崎大臣官房審議官、蓮井大臣官房審議官  
坂本産政局総務課長、石川産業構造課長、安藤産業組織課長、諸永産業創造課長  
島津産業人材課長、前田企業会計室長

## 2. 議題

「グローバル競争で勝ちきる企業群の創出について」

## 3. 議事概要

(1) 自由討議（概要）

○伊藤邦雄委員（一橋大学 名誉教授／一橋大学 CFO 教育研究センター長）

まず私の体験ベースで参考になるものをお伝えし、その後企業経営の文脈でこの分科会の価値創造経営で5つの軸が必要だと申し上げたい。

この数か月で、最も有名な、最も手ごわいと言われているアクティビストと会話をしてきた。彼らがどういう問題意識なのかを紹介したい。彼らと議論していて、日本企業で最も問題にしているのがガバナンス。社外取締役比率が過半数なのは当たり前だと言っている。日本企業は過半数が珍しいので、異常だと言っている。

また、徹底したボードのダイバーシティを求めている。その中でも、資本市場に精通した社外取締役を要求していた。さらに、アクティビストは、グローバルに勝ちきるための社外取締役候補のグローバルのリストを我々に示してきた。つまり、グローバルに勝ちきるには、社外もグローバルからふさわしい人を入れるべきだということ。

ステークホルダー資本主義と言われているが、収益性や資本生産性が低いと、投資家、アクティビストに対して、何を説明してもなかなか聞いてくれない。また、ESGは重要であり、対話をしていると突然「スコープ3についてはどう対処するのか」と聞かれる。スコープ1、2への対応は当たり前。スコープ3まで含めて対応していかないとグローバルに価値創造するのは難しい。

後で詳しく述べるが、5つの軸が必要と考えている。①バランスシート経営変革、②マネジメントスタイル変革、③人的資本変革、④アグレッシブな成長と経営者の規律のガバナンス変革、⑤バックキャスト型の長期経営変革。

○翁委員（株式会社日本総合研究所 理事長）

しっかりスタートアップのグローバルな成長を支援していくことが重要。既存の企業は、特にPBRが低く、持続可能な成長を描けるような経営がされていない。やはり無形資産投資が重要である。

無形資産投資が他国に比べても低く、特に人的資本、組織能力投資といった経営能力投資が低い。人への投資に加えてデータソフトウェアとか知的財産あたりの投資が増える必要がある。

また、グローバル企業については、グローバルな経営力をあげていくことが必要だと思う。経営力の違いがグローバル経営を左右するが、地政学リスクも高まり経営の難度が上がっており、アジャイルな経営判断が求められている。グローバル企業は、グローバル、ローカルをそれぞれうまくやっていくことが求められ、製造業においてはサプライチェーンとかで組み替えなどが必要だが、そこで重要なのは経営者の経営能力、組織能力であり、こういった力を付けていくことを考える必要。

#### ○落合委員（メディアアーティスト）

今回の資料を拝見して、先日説明を受けたときにも気になったのは、PBR や PER を回復させていくのは重要と思えるものの、腐った木材のように、日本風の環境を作り出しているのは、内部留保なり資産なりが PBR が 1 を切るほどにため込んでいる状況であり、そこから日本企業らしさが生まれていると思うところもある。東証一部の時価総額トップ 20 を眺めたときに、PBR の高低でマッピングしていくと、必ずしも時価総額 1 位から 20 位に相関があるかというところではなく、そこを一緒に政策対応していいのかというところではないと思うし、そうしたときに PBR、PER の指標を縦横にとって二次元でマッピングしたらどうなるかということも議論してみるべきだと先日思った。必ずしも米国型の株主やマーケットに最適化された経営のあり方を踏襲しているグループとそうではないグループで一緒にたなになっていて、それをわけるのか、そろえるのか、全員をそろえる方向にいかない方が個人的にはいいのではと思っている。

#### ○アメーザン委員（一橋大学大学院経営管理研究科 教授）

PBR が低い、1 以下という話は新しい話ではなく、15 年前から言われているもの。ガバナンスコード、ステュワードシップコードなどを導入しているのに改善していない、不思議な問題。

なぜ PBR が低いかということについて、もう少し分析が必要ではないか。事務局資料にはケーススタディはあるが、本当の原因に関する分析が足りない。

なぜ米国を真似しなければならないと考えているか、毎回審議会で不思議。米国株が高い理由は自社株買いが多いためであり、またアクティビストのアドバイスを日本で推進するのはどうかと思う。もう少し日本にふさわしいシステムを導入すべき。最低限、日本はヨーロッパに近いので、アメリカ型になるべきという考え方は心配。

資料の中に価値創造の表彰システムなどが入っているが、これは経済産業省の役割なのか。ダイバーシティ、健康経営については経済産業省の役割があった方がいいと思うが、これは少し外していると思う。日本の会社が競争できるような環境を作ることが経済産業省の役割であり、そのためには人的資本投資、労働市場の流動性、規制緩和等を考えるべきではないか。

#### ○齊藤委員（情報処理推進機構デジタルアーキテクチャ・デザインセンター長／ファナック株式会社 顧問）

私も大企業出身なので、そこでの経験の話をする。

経営者の話だと、予算の制約がある。株主に対して何年にどれくらい利益をあげるといふ、予算の中でスタートする。社内の中にそれを守る仕組みがあって、がちがちになってしまうので、両利き経営でいう「深化」は発達するが、広めていく方（「探索」）がなかなかできないので、企業の中が変えられないのが実態。

経営でビジョンを設けて、To Be の世界から事業を描いてポートフォリオを決めていくようにしないと無理で、予算でなくて、投資をどうするかが経営の中で出てこない、その企業は発展できない。

また、社内の中で、単に CEO の話ではなく、ミドルマネジメントも含め全体的に変えないといけない。

海外のいろんな企業と議論したとき、他社の経営者はみなプロの経営者。日本はたたき上げ、プロダクトアウトの中で育ってきたが、経営をなりわいとしてプロとして活躍する経営者が日本にはなかなかいない。そういう視点で物事を考えられない、経営者の教育、社内の教育も含めてどうするかが課題。

また、企業の外側では、GAFAのようにシェアリングモデルで変わっている業界があり、社会システムも社内システムも変えてもらわないといけない。外側からの圧力で変えてもらわないといけない。Society5.0のアーキテクチャってなんだと考えると、企業も変わってもらわないといけないのは明らか。会社の中も変わっていかないといけないのだと企業に意識させないといけない。経済産業省や投資家からも言っていないといけない。

海外も視野に入れると、海外の視点を入れていくことが必要。日本は経営のプロが少ないのに加え、海外の視点が足りず、国内の視点にとどまっている。

取締役の関係は、多様性をもっていくことはそのとおりだが、取締役が単に表向きの評価手法だけではなく、その企業のミッションやビジョンにめがけて自分の会社を持っていくにはどういう取締役が必要なのか、取締役のポートフォリオをもって、人材を持ってくるといふことにしないと、海外で勝ちきれぬ企業にはならない。

社外取締役が過半数になると、CEOの行動を見るのは社外取となる。取締役をどう構成するのが企業経営で一番重要なマターになると思う。

#### ○南場委員（株式会社ディー・エヌ・エー 代表取締役会長）

我が社も海外展開を失敗してやりなおしているが、それ以降株価も低迷している。これからどう立ち直るのか長期的な戦略を作って断行中で、株式市場からもいずれ必ず理解を得られるであろうと確信をもって進んでいるところ。

経営者にとって、次から次へと形式的な要求が届くので大変である。それでも、資本市場からのリクエストであれば、趣旨を理解した上できちんと取り入れながらやっているが、しっかりとした戦略を推進しているときに、政府の一律の要求で会社の事情に合わないことをさせられるとしたら勘弁してくれという気持ちにもなるだろう。

そうは言っても、日本の経済全体が低迷していることは間違いなく、30年間沈んでいる。格差が問題と言われ始めているが、再分配所得ジニ計数は横ばいであり、全体として貧しくなっている。このような状況で経済産業省としてなにもしないでいいことはない。

ダイナミズムをつくっていくことが重要だ。一つの鍵はとにかくスタートアップを支援すること。新しい主役を生むダイナミズム。もう一つは人材。人材の流動性と多様性の話はいつもしているが、ガバナンスでボードの話しか出てこないが、経営の執行のトップが本当にダイバーシティにならないと変わらない。外国の投資家はボードのダイバーシティの話ばかりするが、日本企業のボードは実態としてask right questionの機能が主であり、執行側のダイバーシティが起こらないと意味がない。

ダイナミズムのもう一つは事業の流動性だが、日本はM&Aは活性化させなくてはならない上、主軸でもないし赤字でもない事業を内部に保持しがちである。国として、ROEのプレッシャーを強めていくということもあるかもしれない。人材を動かすだけではなく、事業の入れ替えをもっと活性化することを考えた方がいいのではないか。

政府に対して、とにかく規制緩和してくれとは思いますが、それ以外は各社のやり方があるのでなにも言わないでくれと思う人が多いのは、行政官も政治家も日本経済の発展に身銭がかかっていないということもあるのかもしれない。国の発展度合を株価という代替指標で見ることができるのであるから、行政官も政治家も報酬やボーナスの一部をインデックスファンドなどで賄うなどの仕組みを設けてはいかかと思う。

○松田委員（東京都立大学大学院経営学研究科 教授）

資料を拝見して事前の説明をいただいたときに思ったのは、一つはグローバルで勝ちきる企業と言いつつ、PBRが1以下の企業の話が出ている。これは別物なのではないか。

また、アメージャン委員もおっしゃっていたが、米国モデルを理想として後追いしている印象を受けた。

加えて、企業と話していると、グローバルで勝ちきる企業とそうでない企業の差がどんどん開いている印象を実感として受ける。そういうことを前提として感じているのは、ある程度カテゴライズして話を進めないと、やり尽くしている企業にまた細かい話をしてしまったり、なんだかよく分かっていない企業によく分かっていないまま表面的な対応をさせるということになってしまう。

具体的にどうカテゴライズするのかということとして、3つくらいあるのではと思う。まず一つ目はスタートアップに対して支援していくということ。これはぜひやっていくべきで、余計な規制をなくすなど邪魔をしないことが重要。二つ目にグローバルで勝とうとする企業は、自分ですでにやっているのだから、放っておくということではないかと思う。大企業としての悩みはあると思うが、本当にグローバルで勝とうとしているのであれば、自分で乗り越えようとしているので、政府がどうのこうの言う話ではない。三つ目は退出すべき企業を退出させること。プライム市場にいる企業も含めて該当する企業は多い。投資家側からのプレッシャーを強める必要もあり、その際の企業へのアプローチを考える必要もある。例えば、PBRが本当に問題なのであれば、政府系の投資においてPBR1倍割れの企業は買わないといったアプローチもできるはず。

ただ、落合委員がおっしゃったように、本当にPBRだけでいいのかは考えていかなければならない。また、日本の投資家が企業に対して甘いといった市場側の問題も大きいと思う。

いずれにしても、カテゴリーとして挙げた①スタートアップ、②先進大企業、③退出すべき企業、の3つに共通しているのは、資本市場の問題に加えて、教育の問題と労働市場の問題だと思う。共通しているところには政策として何か考えていかなければならない。

最後に、南場委員もおっしゃっていたが、執行役員についてのガバナンスが気になっている。日本の経営で一番問題なのは監督よりも執行、特に執行役員制度と思う。執行役員の方に個別に聞いても、管轄する事業で精一杯という状況であり、会社全体の経営を考えるうえでのトレーニングもさほど受けているわけではない。法律的な役員でもなく現在のガバナンス改革の埒外に置かれている。監督機能はガバナンス改革により強化されているが、それを受ける執行機能としての責任も中途半端である。大抵は上司として業務執行取締役がいて忖度せざるを得ない状況であるため、自らは経営を考えることもなく、短い任期に怯えて保守的になる。こうした立場の人々が執行機能を担っている状態では、執行として今後の企業の将来をどうしたいのか、経営としてどういう方向に行くのかという議論ができない。また、多様性もない。ある業界で女性の取締役は社外も入れて9.7%。これでも低いですが、これが女性の執行役員になるとわずか2.2%である。このように、多様性のかけらもなく、経営的な目線も持たず、トレーニングも受けていない。という人々が経営の第一線に立っているということを考える必要がある。

○安田委員（株式会社ボードアドバイザーズ シニアパートナー）

まずは産業構造の話をしたい。グローバルに見たとしても、ガバナンスを強化したところでPBR1以上にならない産業がある。金融の中の地銀や小売などは5年間の経過措置を設けたとしても仕方がない。こうした業界には健全な新陳代謝が期待される。経済産業省が昨年出した事業再生実務指針は詳しい内容だったが、その割に企業価値が高まっていないという印象をお持ちだと思う。海外では例えば、IBMが2分割して上場させ、GEが3分割するなど、ダイナミックな再編が起きているが、日本ではそのような事業再編に関する経営者の意識も薄く、進んでいない。東芝の2分割、3分割のいずれの案も否定されたのは、そのための戦略と実行する経営陣がいなかったと市場に判断されたということ。事業再編の促進はもっと詰めていっていい。

日本経済全体の価値創造の強化について、グローバルで勝ちきる企業とスタートアップという括りは良い。スタートアップについては、南場委員が書かれた日本経済団体連合会の提言等にお任せすれば良いと思うが、もう片方の、グローバルに勝ちきる企業という括りはどうなのか。産業構造的にPBR 1以上にならない企業があり、この括りはもっと丁寧に分析すべき。

また、大企業だけではなく、中小企業ではないが売上が1,000~2,000億くらいのグローバルニッチトップと呼ばれる企業がたくさんある。こうした企業には圧倒的に人材の問題、ガバナンスの不全がある。こうした企業をグローバルで勝ちきるニッチトップとして育てていけないのではないか。

○伊藤元重部会長（東京大学 名誉教授／学習院大学国際社会科学部 教授）

頭の整理のため、資料の38ページを見ていただきたい。これで全部整理できるわけではないが、この図の左側では企業そのものをどう評価するかが書かれている。企業はメインプレイヤーなので、ここがどういう問題を抱えているのかどうなのか、ベンチャーも含めて論点がある。

右側については、政府が何をやるのかしない方が良いのかという話がある。例えば、この部会ではグリーンとか議論していたが、企業経営より社会全体でこっちに行かないといけないという社会課題もある。

3つ目は市場。市場からの圧力などで改革すべきところはないか。

以上のように整理できると思うが、まず企業について、議論を深められることはないか。

○伊藤邦雄委員

企業の価値創造という点で日本は世界にまれに見る悲惨な国である。平成元年の時価総額トップ30社をみると6~7割日本企業だったが、平成30年は0。こんな厳しい現実を目を向けるためには、民間企業のイニシアチブも大事だが、政府もなにかしないと立ち上がれない。

価値創造経営として、それぞれ思っていることを申し上げたい。PBRという物差しについて良い悪いはなく、世界の共通尺度である。アメリカ型とか日本型とかではない。PBRは $PER \times ROE$ で計算されて投資家に使われている。そこでROEに目を向けたのは2014年の伊藤レポート。

ROEについては、日本企業は世界で最もPL偏重の経営であり、ROEが上がらない5重苦に苦しんでいる。1つ目は非常に厚い現金保有。これはROEを3つに因数分解したうちの総資産回転率に悪影響。2つめ政策保有株式。売上を生まず、同じく総資産回転率に悪影響。3つめは内部留保が厚すぎる。レバレッジが効かないということ。当初、内部留保を持たないとレバレッジを効かせ過ぎてしまって安定性を損なうのではという指摘もあったが、杞憂で終わるほどに内部留保が分厚くなった。4つめは歴史のある大規模企業ほどBSの含み益が多い。ROEの分母には入るが、売上を生まないののでROEは下がる。5つめは資産計上できる無形資産の範囲が狭いこと。ROAで計算すると、無形資産が資産計上されてないが故に分母が小さくて済むが、分子には無形資産のリターンが入っているの数字は大きく出る一方で、ROEでみられると日本企業はハンデがある。会計基準が変われば少しは変わるが、日本企業はハンデがある。

PERは将来性を表すわけではあるが、「攻めのESG」と言うが如く、ESG投資を経営のど真ん中におく企業は少ない。「スコープ3にはどう対応していくのか」という指摘が突然出てくる、受動的態度で、気候変動やESGを「対応」としてやっているうちは難しいのではないか。化石燃料中心の事業から世界の再生エネルギーの会社に転身したオーステッド社のような大胆な経営をやるくらいの、攻めの無形資産をやらないとPERは上がらない。

政策保有株式は減ってはきているものの依然として抱えている。なぜかということ、企業取引関係の強化の観点から。資本効率性の観点では不要だが、「企業取引関係の強化・維持のため」と言われると取締役会で議論してもなかなか難しくなる。本来は売却してその資金を成長投資に向けたら違ったのではないか。たとえば、東

京海上日動は、大量に持っていた政策保有株式を売却し、その資金で複数の優良な海外会社を買収して大成功している。単に政策保有株式を減らせと言ってもなかなかうまく行かないので、政策保有株式の売却益を人的資本投資・無形資産投資の源泉に振り向けるべきといった前向きな形に変えていけないか。

日本企業は現実には短期経営である。日本企業の経営トップは細かい事業ベースの報告を受けすぎ。そこにはいると中長期の議論ができない。いろいろな会議にでている。昼間は細かい報告を受けて時間がない。夜は飲み会で土日はゴルフ。日本企業の経営者に戦略をバックキャストして考える時間的余裕はない。ビル・ゲイツは1週間山小屋にこもってアイデアを練り、それを月曜日に社員にぶつけていた。日本の経営者にもそれをやらせようと思っても1日も持たないのではないか。グローバルに勝ちきる企業群を意識するならマネジメントスタイルを変えなくてはならないのではないか。

#### ○落合委員

皆さんの意見を聞いて思ったのは、いわゆる市場に上場しているんだから市場らしさを作ろうという話と、日本らしさはどうなのかという話と、指標はどうなのかという話と三者三様違うことを言っていて、まとまらないという気持ちになった。私自身も経営者であり大学教員であるのでよく気持ちわかるが、気になったのは、じゃあどうしたらいいんだろうというところで、事務局へのお願いにはなるが、例えば、東証の会社をマップにして指標を書き込んで絵に落とし込んでそれを眺めてみたいと思った。文章で書いてあることを見ても意見はまとまらないのではというのが一点。

もう一点、経営者に考える時間がないという問題は、経営者に限らず研究者もそう。時間を奪われているという観点で、個人的には「地蔵ミーティング」と呼んでいるが、地蔵のように座っているだけの無駄な会議の多さ。生産性上昇の観点からも何らかのことを言わないと動かないと思っており、リモートのミーティングを断れないようにしたい。ビジネスにおいて対面でないといけないという制限は、法律上あるのかということを考えている。リモートでも問題ないということをもっと徹底していくために、なにかできないかと個人的には気になっている。教員も経営者もそうだが、考えるための時間を作るためには、考える場所と物理的にいる場所を極力同じところに置くしかなく、儀礼的になった会議を減らそうとすればリモートにするしかないと思っていてそれをやるしかないと思っている。

うまくまとめられずに話していて恐縮だが、1点目は指標のとりまとめは言葉では無理ではないかということ、2点目はリモート化に対する積極的なアプローチがあればいいと思った。

#### ○南場委員

政策保有株式については、ISS (Institutional Shareholder Services) が今年方針を変えていて、今年2月以降は、純資産の20%以上の政策保有株式がある場合には、代表取締役に対して反対推奨することになった。グラスルイスは10%だったが。

ISSも影響力あるので、今年からは資本市場からプレッシャーがかかるはず。5月くらいからの今年度のIR報告で、「政策保有を手放した」という報告が増えてくると思うので、あまり心配しなくて良いのかなと思う。実際には、政策保有株式は企業同士の事業連携にとってかすがいのように機能する場合もあるので、保有している必要がある場合には投資家にきちんと説明して理解をしてもらうという行動を取っていけば良い。政策保有株式の問題は市場で解決できるので、政府がなにかやる必要はないと思う。

流動性を上げていくという点で、政府が何をできるのかを考えなければならない。M&A、事業切り出しを促進するのに、日本の会計制度が使いにくい。PL 偏重と日本会計制度がセットになり、赤字だけど価値のあるベンチャー企業を買収するのは日本企業にとってはかなりハードルが高い。なんでIFRS (International Financial Reporting Standards) にしないのか。

#### ○伊藤邦雄委員

会計制度の問題とは、のれんを償却しないといけないからということか。

#### ○南場委員

そう、長年にわたって償却しないといけないため、事業部長として取りにくい選択肢。社長としても、自分の後任の社長にまで足かせを残すことになる。IFRSの良いところは、減損テストは厳しいが、だからこそその会社を生かそうとしっかり取り組むことになる。DeNAとしてはIFRSを採用してM&Aを積極的に行っている。会計の枠組みを変えることはある。

人の流動性をサポートするために、解雇規制の問題はある。また、長年同じ会社にいると得をするような仕組み、たとえば退職所得控除や勤続年数によって住宅ローンが出る・出ないなど。「住宅ローンの審査があるので転職できない」といったことが起こる審査は禁止にしてほしいくらいだ。

そういうダイナミズム、流動性の足かせになっている制度を、ひとつひとつ取り除いていく必要がある。1日も山にこもることができないような経営者がいることは信じがたいが、いるのかもしれない。そういう人は、会社がすごく順調ということではないか。順調じゃないのに集中して考えることができない経営者は交代してもらわないといけない。

#### ○アメージャン委員

ダイナミズムという表現は、非常に大切だと思う。

#### ○翁委員

30年間日本が停滞していたのはマクロ経済ショックで企業がリスクをとらなくなったのが大きいのではないか。その意味ではアメージャン委員が言っていたように、日本企業をダイナミックに変えていくことが重要、多くの企業のビジネスモデルが変わっていない。既存の業界にとらわれている企業が多くて、より多様なビジネスモデルの転換がもっと進んでしかるべき。業界構造にとらわれず経済産業省も業界ごとに見ている発想をかえていくことが重要ではないか。データの時代は横連携のアーキテクチャで考えていく時代なので、産業政策の発想としてもそのようなことを考えてもらいたい。

グローバル企業の経営の問題については、執行役など執行部門の力不足もあるのではないか。経営力をどういう風に高めれば企業価値向上に結びつくかを考えていくことが重要。

#### ○アメージャン委員

組織論から見ると、日本企業ではInertia（慣性）というのがある。新しいことをしようとしたり、組織が変わろうとしたら死ぬ確率が高い。日本人は慣性が好きで、ダイナミズムがないことは、死ぬ確率が低いということ。30年間なにも改善しない確率も高いが、新しいことをして失敗する可能性も低い。政府の役割は、失敗しても大丈夫という環境を整えること。失敗した人でも次の仕事があるとか、ダイナミズムの下にセーフティーネットがあるということが重要。失敗した人を見るとかわいそうになる。新しいことをやれと言っても失敗したときのことを考えるとかわいそう。ダイナミズムの下にセーフティーネットが重要。

#### ○伊藤邦雄委員

日本企業はInertia重視の企業が多く、米国はチャレンジする企業が多い。ゆえに日本は倒産する企業は少ないが、収益性は低位に集まる。一方、米国は収益性が高い企業と、多くの潰れている企業がたくさんある。どちらが良いかという問題はある。

### ○南場委員

チャレンジした方が良いのではないか。会社のセーフティーネットは不要で、人のセーフティーネットがあれば良い。

### ○伊藤邦雄委員

Try and Errorという言葉があるが、これについてはTry and Learn。挑戦していい失敗をした経営者を評価して、他社でその経験を活かせるというような文化が広まれば良いと思う。

### ○アメージャン委員

確かに現在の大企業で50歳の執行役員が挑戦して、失敗したら人生が終わってしまう。

### ○南場委員

日本の大企業は概ね値付け力が弱いし、競合他社と同じ商品を作ってしまった。十把一絡げに言うのは失礼だが、結局製品にイノベーションが生まれていない。イノベーションは重要で、研究開発投資に税制優遇や補助金などを設けている国が多いが、2017年にドイツのミュンヘン大学で出た論文では、同じ100万ドルを投資するなら研究開発減税の税額控除等に入れるのではなく、スタートアップに投資をした方が、革新的な特許が出る確率が9倍高いとの結果が出ている。こういったアカデミアの研究報告を受けヨーロッパの政府は、スタートアップ活性化に大きな予算を使うようになっている。

スタートアップは様々な問題を解決する。エンゲージメントの低さや、自己啓発に時間を使わない社員など、指摘されている大企業の課題はスタートアップにもメガベンチャーにもない。スタートアップ活性化策が大成功すれば、10年後には様変わりしているだろう。大企業の経営改革に取り組むよりも、こちらの方が良いのではないか。

### ○齊藤委員

今までの議論は、個別の企業がちゃんとやるためにサポートするにはどうするかという話。

これとは別に、産業構造としてそういう企業群を作ろうとする場合は、ヨーロッパがインダストリー4.0をやっているように、業界構造を変えていくべきではないか。各企業が動ききれないのは、経営者の資質、やり方の話もある。執行役員、今のプロセスという話もあるが、大企業だけでなく、全体を変えていかないと、やれるところだけやる、無理ならあきらめる、というだけだと取り残されるのは中小企業。

南場さんのような企業は良いが、製造業が立ち上がらない。経済産業省で考えるべきなのは、新しい領域のサービスが増えるときに、メガスタートアップの支援を行うと同時に、今ある既存の企業をちゃんとした形で次の世界で戦えるところに持っていく、そういう産業構造を考えるために何をすべきか。それを考えて支援していかないと、ぼーっとする経営者がいて「気づかないのは仕方ない」ということだと、5年10年後にはボロボロになる。将来を見て、産業をどうするのか、産業構造をどうするのかという観点で考えるべき。

ヨーロッパはデータスペースを活用して、サイバー空間上に協調領域を作っている。産学官で新しいイノベーションを作らないといけないという指針を出して、従来のメーカーに対してインセンティブもインサイトも与えていくことをやっている。アメリカのようにGAFAのようなところは出てこないが、産業構造を徐々に変えていっている。まだ気づかない企業に対して気づかせるような、ヨーロッパ的なことをやるべき。

デジタル領域で、フラウンホーファーのようなところが投資して新しいインフラを考えて、その中に企業が入って行って意識を変えていくということをやらないと。

## ○松田委員

齊藤委員は大企業とスタートアップという2つに分けていたが、先ほど申し上げた通り、自分は大企業・既存企業をさらに2つに分けて、グローバルに自力で勝とうとするところは放っておけばよく、そうではないたゆたっている企業をどうするかといった話をした。後者については、新規事業を生み出すために投資して成長していかないと本当にまずい、そうした方が得になるぞ、という水の向け方をするといいのではないか。

また、そうした成長しない企業の退出の圧力を強めていくべきだが、それは政府からではなく資本市場からであるはず。また、政府はそうした動きを強めるために資本市場へのアプローチがもっとできるのでは。事務局資料38ページに、政府・企業・市場に矢印が記されているが、政府から市場の方向には矢印がない。投資家も色々いて、メインバンクガバナンスに片足をつっこんでいるような投資家は、せっかくコーポレートガバナンス・コードにおいて社外取締役と投資家との対話の必要性まで明記されたにもかかわらず、それを投資先企業に申し込むことさえしていない。理由は単に「きっと断られると思うから」であったりする。突っ込んだ話が出ていない。企業との付き合いで「丸く収めたい、角が立つのが怖い」といった投資家がまだたくさんいる。こうした投資家に対して資本市場でやるべきこともたくさんある。

一方で、企業に対してはやりすぎ。政府があれやれこれやれと言うこと自体が企業の活力を削いでいる状況なのではないか。例えば、コーポレートガバナンス・コードに「サステナビリティについての方針を定める」と書いてあるがために、「その方針というのは、具体的に何を書けばいいのか」という対応ばかりを延々と議論して無駄な時間と労力をかけている。各社として既に理念や戦略の中でそうした方針を打ち出しているのならばそのままいいのに、「コードに書いてあるから、なにかしら対応しなくてはならない」といった考え方の企業が非常に多い。

これ以上、企業に対して手取り足取り言ったところで変わるのか。変わらないと思う。先進企業は自分で考えて既に色々やっている。そうでない企業は、今まで言われたこと自体をまだ咀嚼できていない。そんな状態の企業に、さらにあれこれ言っても無駄。企業への支援は、スタートアップに集中して、あとは放っておくというのが良いのではないか。

## ○安田委員

ガバナンスよりもCEO・執行の強さが重要。ガバナンスを強くすればCEOがよくなるというのは逆。ガバナンスの強さは、あくまでも執行の強化のための必要条件であり十分条件ではない。そういった中で、「ガバナンス疲れ」とも言えるほどに企業は対応に追われている。企業としてどう対応していくかというのを決めればいだけなのに、日本人は真面目であるが故に対応に追われてしまう。こうなってくると、たとえば、執行に集中し、成長を志向する企業は、ガバナンスは二の次でいいと切り分けてしまうのも一案ではないかと思う。ソフトバンクやファーストリテイリングは、ガバナンスが完璧にできているわけではないが、成長戦略を実現しているので機関投資家は文句言わない。プライム市場に1,800社が移行したということだが、プライムの企業に対してはグローバル競争に対応するためにガバナンスへの要請も必要かと思うが、企業成長を目的にしている企業は必ずしもプライム市場に来なくていいし、ガバナンスへの対応を緩めるということがあってもいい。このような企業にとってはガバナンスへの対応はコストになっている。

もちろん、ガバナンスを上手く使っている企業もあって、SONYはガバナンスを強くしたから企業価値が上がったわけではないが、自分たちの取締役会にない知見を取り入れ活用している。一方CEO後継計画等の重要経営テーマにおいては執行が主導している。また、海外でアクティビストと対峙した企業においては、取締役会議長が「ショートタミズムのアクティビスト、株主からCEOを守るのが自分たち社外取締役の仕事」と言ったという。つまり、CEOは執行に集中し、企業価値を上げることに邁進する。議長は資本市場に対峙する。このような有事は価値創造とガバナンスが連動する。

## ○南場委員

ガバナンスなどについては Comply or Explain が基本であり、守らない場合は理由を説明すればいいのだが、日本企業はそれをする勇気がないのかもしれない。

スキルマトリクスを整備・開示する重要性も分かるが、DeNA の例で言えば、事業ポートフォリオをダイナミックに組み変える会社なので、特定領域に強い人を取締役にすべきだということになると毎年入れ替えなければいけない。特定スキルの強い人の意見が重視されるべきというのも自分が考える取締役会の姿ではない。そのため、取締役についてはスキルではなく基礎的な資質を問うと明記したら、むしろ評価してくれた投資家も多かった。

コーポレートガバナンス・コードの要件を全て揃えるのは大変だが、ある意味考え方を整理するのに役立つ、全て Comply するのではなく、ユニークな点はしっかり Explain すればいい。

## ○伊藤邦雄委員

ガバナンスを緩めることは、歴史の針を戻すことなので賛同できないが、コーポレートガバナンス・コードができた時は、「攻めのガバナンス」と言っていた。コードができて以降、執行と監督のうち監督にウェイトがおかれてしまい、ブレーキというイメージが強くなりすぎた。守りが強くなりすぎるのは賛成しないが、ガバナンスの本質は自己規律。ガバナンスはある意味、結果責任だが、結果が悪くてもすぐにクビになるわけではなくて、理由もあるし環境もあるのだから、その議論を取締役会でやれば良い。経営者のパフォーマンスを取締役会で深く議論することが大事。

また、「プロ経営者」という言葉があるが個人的にはおかしいと思っている。資生堂の魚谷社長が、「魚谷社長はプロ経営者ですね」と言われたときに「プロじゃない経営者はいるのか？」と逆に聞いていたが、そのとおりだと思う。経営者としてのプロフェッショナルリズムとはなにか、政府がやるべきかどうかはという点はあるが、そこを追求しないといけない。ガバナンスだけ強めても格段に良くなるとは思えないが、そこも議論したほうが良い。

## ○アメージャン委員

ガバナンス疲れというのは本当にそう。もう疲れた。スキルマトリクスで疲れた。本当に意味のない時間である。この会社はこれからどのようなスキルが必要かという話をしながら、事務局のひな形や他の会社のひな形を比べて、意味のない結果になっている。もともとの日本のダイナミズムをつくるためのガバナンスであったのに、おかしくなっているのではないか。

## ○翁委員

スタートアップ支援や規制緩和が大事で、大企業については、グローバルに戦っているところは政府が邪魔をしないと言うことは大事。南場委員も言っていたが、労働市場の流動化を進める環境整備はぜひ進めてほしい。退職所得控除の 20 年の優遇を見直していくとか、人については積極的労働政策で失業したりしてしまった人に転職のサポートをする。セーフティーネットの役割もあるのだが、むしろ新しいところでチャレンジすることをサポートする環境整備をしてほしい。

事務局資料にある「大規模・長期・計画的支援のパートナー」というのはどういう意味なのか。あまり政府を向きすぎるようなやり方にしない方がいいと思う。一方、協調領域ということもあったが、このあたりのところは、政府がうまくコーディネートすることによって機能することもある。そういったところで、政府の役割があるのではないかと思う。

コーポレートガバナンス・コードについては、日本企業はすべてに Comply するので、それで金太郎飴的になってしまうことにリスクを感じている。日本企業の多様性が大事だと思うので、そのあたりに気をつけていただきたい。

最後に、事務局資料にもあったが、日本の企業年金が投資家としての役割を果たしていないということは気になっている。国連の PRI 原則にコミットしているのはたったの3つ。ESG を考える上でこういった状況では国際的には恥ずかしい。VC についても米国の私的年金と比べると、ほんのわずかしかりリスクを取っていない。こうしたところに政府としても動いていただきたい。

#### ○安田委員

コーポレートガバナンス・コードも7年目を迎え、社外取締役の質の向上にも取り組むべき。それは、自社の経営にとって本当に貢献してくれる、適切な人材を社外取締役にするという。企業経営の経験者や、事業でトランスフォーメーションを実現した人、金融の知見がある CFO など。銀行だと独立性の立場から金融機関関係者は受け入れられないと言うが、金融の知識が深い必要な人材であれば説明するなどして入れていくべき。外国人を通訳付きで入れても経営の質は落ちないと言われている。自分たちの社外取締役なのだから、貢献していない、フィット感がない社外取締役に退場してもらうという姿勢が、執行側にも必要なのではないか。1年目でお断りするの難しいかもしれないが、うまくやっている会社は対応できている。

取締役に専門性を求めるかという問題については、DeNAのように事業内容がずっと変わり続けるなら、社外取締役という形ではなく、アドバイザリーボード等を設営し、専門家を入れておくというのもある。いずれにしても、取締役会のアップグレードに取り組むべき。

#### ○伊藤邦雄委員

執行側が強くないといけないし、社外取締役にその企業にふさわしい人が入ってこないといけない。

長らく自分が責任者となり、一橋大学と東証で CFO 養成プログラムをやっている。ソニーの吉田社長も、東京海上の小宮社長も修了生。最近では、新たに社外取締役になった女性が参加することが多く、男性はほぼ来ない。社外取締役と企業の CFO が一緒に議論するのは刺激的で、そういう場があるのは良い。

政府がなにをすべきかという点で、少なくとも良いと思う取組は2つあり、1つは良いことにお金が回る呼び水の役割。トランジションファイナンスの事例。グリーンに向かっていくにあたっての、トランジションのような取組にきちんとファイナンスが回るようモデル事業で12事業認定している。来年度からはモデルじゃなくてもトランジションファイナンスにお金が行く仕組みができている。

また、DX 認証制度。DX-Ready な企業を国が認証しましょうと言ったら、日本企業はまじめだから認証を取ろうと頑張る。この制度が呼び水になって、民間の自発的な動きだけに任せていると、この動きは出てこない。

#### ○南場委員

取締役会において全会一致が原則であるような空気はどう考えたら良いのか。

#### ○伊藤邦雄委員

あくまで暗黙知的にそうなっているだけだが、雰囲気としては、経営陣側が気にして、社外取締役が一人でも反対ならもう一回議決をとりなোসということが多に多い。アメリカでは、決められたルールにのっとり、多数決をとって決めているが。

○南場委員

日本もルール上では全会一致は不要なのに、一人でも反対者が出ると進まなくなる場合が多いと聞く。再度根回しをして全会一致に持っていくケースが多いと。これでは事業展開のスピードが落ちてしまう。

○伊藤邦雄委員

リード役の社外取締役を作っていないために、ひとりでも反対すると止まってしまう。みんな平等であるが故に起こること。

○南場委員

何れにしてもスピード感とダイナミズムは重要。

今回感銘を受けたのは、事務局資料に「グローバル競争で勝ちきる」と書かれていること。負けている国は絶対に追いついて追い越すといったしたたかさが重要であるため、このような言葉を使っているのはありがたかった。

○安田委員

産業構造的に PBR 1 を超えないという企業については、放っておくとよくなる。ただ、そうした企業を退場させることが必ずしも良いわけでもないので、PBR だけで判断するのではなくて、国として守っていくべき企業群（鉄鋼業等）は敢てこの支援対象からは外す。5年間の経過措置で大きく変化するとは思えない。

○アメージャン委員

草食系な考えかもしれないが、渋沢栄一的な考えで、日本に住んでいる人たちを守ることを忘れてはいけない。グローバルで勝ち抜きながらも、それをやっていくべき。

○南場委員

顧客に価値を訴求しないと勝てないので、日本企業がお客様に対してより大きな価値を提供するという事はやはり重要だと思う。

○伊藤邦雄委員

たとえば鉄鋼業は、PBR 1 以下だが、企業は存続している。それは、日本企業が「鉄は重要」という認識があるから。ただ、これで良いとは思っていない。水素還元製鉄にしないと乗り遅れていく。それに早く振り切っていけば、PBR は 1 を上回っていくと思う。多額の投資が必要だが、そこを忍耐強く投資し続けてくれる投資家を探してくるということではないか。

(2) 萩生田経済産業大臣挨拶

○萩生田大臣挨拶

本日は、「グローバル競争を勝ちきる企業群の創出」について、闊達な御議論を頂きありがとうございました。

日本経済の低迷状態から脱却するためには、脱炭素などのグローバル課題をチャンスと捉え、スピードとスケールをもって大規模投資し、価値を創造し、グローバル競争に勝ちきる企業群を生み出すことが極めて重要です。

そのような企業が、取引先の中堅・中小企業などにもイノベーションや生産性向上をもたらし、日本全体の

良質な雇用の供給や賃金上昇をもたらすと考えます。

そのためには、収益性をしっかりと上げることに加えて、グローバル課題解決に向けた取組、人的資本投資やマルチステークホルダーへの配慮など、中長期的な価値創造に向けた取組を強化しなければなりません。

一方で、グローバル競争はますます厳しい状況にあり、官民あげて取り組まなければなりません。日本の代表的企業のうち4割の企業が、中長期的な価値創造力を示す企業価値が純資産額を下回りPBRが1を下回る、企業を経営し続けるよりも解散したほうが価値が高いという状況にございます。

今後、グリーンなど社会課題の解決に向けて、官民で大規模投資を行い、イノベーションを起こさなければならない状況において、この状況を改善する必要があります。

規制改革や経済全体・労働市場のダイナミズムの向上などその背景となる市場構造等の様々な要因の解消のために必要となる政策対応には、政府としても全力で取り組んでまいりたいと思います。また、日本企業の取組が資本市場でしっかりと評価されるようにも取組をしたいと思います。

政府として何を行うべきか、企業価値の尺度としてPBRだけを見てよいのかなど、様々なご意見をいただいたときいておりますが、産業の置かれた状況や、企業の状況を細かくみて対応することを前提として、一つの選択肢として、政府が「ミッション志向の産業政策」として大規模・長期・計画的支援を行う際には、価値創造に向けた取り組み、特に、企業価値が純資産額を下回る、すなわち、PBRが1を下回る状況にある企業については、改善する計画を立てて頂くことも検討したいと考えております。

日本企業が強くなって頂くことが日本経済を強くすることです。この閉塞した状況を解消するために、官も民も一歩前にでて取り組む必要があると思います。

本日いただいたご意見については、しっかりと受け止め、政策立案に反映していきたいと思います。本日は、誠にありがとうございました。