

## 第11回経済産業政策新機軸部会 議事録

日時：令和5年1月27日（金）15：00～17：00

場所：本館17階第1特別会議室

### 1. 出席者

委員出席者：対面：伊藤元重委員、伊藤邦雄委員、栗原委員、齊藤委員、滝澤委員、  
長田委員

：オンライン：翁委員、落合委員、橋本委員、平野委員

経済産業省出席者：飯田経済産業政策局長、蓮井大臣官房審議官、吾郷スタートアップ創  
出推進政策統括調整官、奥家経済産業政策局総務課長、梶産業構造  
課長、浅野産業資金課長、長宗企業会計室長、島津産業人材課長

### 2. 議題

- ・賃上げ、労働生産性、価値創造経営について

### 3. 議事概要

#### (1) 開会

○梶産業構造課長

それでは、定刻になりましたので、これより第11回産業構造審議会経済産業政策新機軸部会を開会いたします。委員の皆様におかれましては、御多忙のところ御出席いただき、ありがとうございます。

本日の委員の出欠ですけれども、富山委員が御欠席となります。また、翁委員、落合委員、橋本委員と平野委員がリモートで御出席となります。また、本日はゲストスピーカーとして、みずほリサーチ&テクノロジーズ、エグゼクティブエコノミストの門間一夫様に御参加いただいております。

なお、本日はウェブの中継は行いませんが、後日、皆様に御確認いただいた上で議事録を公開する予定としております。

本日の議題は、賃上げ、労働生産性、価値創造経営についてとさせていただきます。

配付資料については、資料一覧のとおりです。

それでは、議事の進行は伊藤部会長、お願いします。

○伊藤元重部会長

それでは、早速議事に入っていきたいと思います。

本日の議事の進め方でございますが、初めに門間様より賃上げ等についてのプレゼンテーションをいただき、次に、滝澤委員より労働生産性についてプレゼンテーションをいただきたいと考えております。そして、事務局から事務局資料の説明をいただき、その後、自由討議に移りたいと思います。

それでは、早速、門間様より資料3のプレゼンテーションをお願いいたします。

○門間氏（みずほリサーチ&テクノロジーズ エグゼクティブエコノミスト）

御紹介いただきましてありがとうございます。門間でございます。それでは、早速説明に入らせていただきます。

まず、最初に御説明したいのは、日本は決して失われた30年ではなかったということです。ただ、それはあくまでもこの左側、株価について言えることなのです。株価は、2010年代は明確に大きく反転、上昇しているということです。ただし、これから御説明しますように、恐らくこの株価の上昇というのは、企業が海外で稼ぐようになったことと、それと関連するのですけれども、国内の投資とか教育、人材投資が不足していた可能性が高いということでもあります。

その結果として、次のページでありますけれども、潜在成長率は、むしろ国内はどんどん下がっているわけです。今でも政府は、成長実現ケースでは2%成長が達成できるというシナリオになっていますけれども、むしろ2010年代は0.5%と、それ以前に比べてむしろ半減してしまったということでもあります。

問題なのは、そういうこともあって、企業の期待成長率が2010年代はずっと横ばい、低水準に推移しているということなのです。2000年代半ばまでは、景気がよくなればちょっと上がるという局面もあったのですけれども、それすらも全くなく、べたっと弱くなってしまったのが2010年代の企業の期待成長率であります。

それと関連するのですけれども、2010年代には第16循環という、長さでは戦後2番目の景気拡大期があったのですが、それは同時に、戦後最も弱い景気拡大でもあったということです。特にひどかったのが個人消費。これだけ見ると、これ景気回復していたの？ と

いう感じなわけです。確かに家計に聞くと、景気回復の実感はないと当時は言われていましたけれども、実感がないのではなくて、回復していなかったのがむしろ実態なわけであります。

この背景は、やはり賃金が上がらなかったことが一番大きいと思います。その中で消費税とか社会保険料は上がったということです。賃金はこのようになっておりまして、確かに名目値では少し上がっているのですけれども、実質値で見るとマイナスになるぐらいですから、やはり名目値の上がり方が少なかったということが言えると思います。

そして、よく賃金が上がらなかった背景として、企業が内部留保をため込んでいるからではないかという議論があるのですけれども、確かに内部留保は増えております。これは近年だけではなくて、2000年代の初めぐらいから過去20年間増え続けております。ただし、企業はこの内部留保を全く使わずにいたのかというと、そんなことはなくて、左側の赤い線、「その他固定資産」というのがものすごく増えているわけです。

この「その他固定資産」というのは、有形資本ストック以外の固定資産です。有形資本ストックというのは国内の設備投資等ですから、それには入らない、要するに海外子会社向けの投資みたいなものがここに入っていると考えると、やはり企業は海外向けに相当投資をしたわけです。これは別の統計の、例えば海外直接投資などもすごく増えているということで、そこは確認できるわけです。

その結果として、どういうことが起きたかといいますと、その結果といいますか同時並行的にということなのですけれども、利益配分なのですが、まず利益そのものは海外の収益を取り込みにいったので、経常利益は、例えば第16循環の6年間で7割も増益になっているわけです。その中から株主に88%、9割も配当が増加しているということです。一方で人件費は6%の増加に抑えられてしまったということです。

配当を幾ら払っても、今日本で一番株を持っているのは日銀です。それと海外投資家、そういうところに相当配当が流れて行って、国内の家計にはあまり流れなかった。トリクルダウンが起きなかったということでありまして、別の面から見ると、右のグラフのように労働分配率が第16循環で急速に低下しました。確かにこれは景気のアップダウンによっても上下しますが、傾向的に見ても、実は過去20年間、大企業は特に下がっている状況になっているわけであります。

賃金が上がらないという問題意識は結構以前からあって、今から6年前になりますけれども、2017年に玄田有史先生が編集されました『人手不足なのになぜ賃金が上がらないの

か』という問題意識があつて、ここに22人のエコノミストたちが寄稿しているのです。ですから、多分22理由があつたと思うのですけれども、ここでは半分の11個ピックアップしてきました。これは、6年たった今日もそっくりそのまま当てはまるものが非常に多いということであります。議論はずっとしていたけれども、結局その結論までは見えてきていないということなのです。

今、私がずっと申し上げてきた株価は上がったけれどもというのは、例えばここで言うと、5番のコーポレートガバナンス、株主重視経営は強まった、しかし、賃金は上がらなかったということなのです。

さらに、ここで9番の非正規労働者の技能形成の場がない、時間がない、お金がない、それから11番の中老年賃金は転職で低下というのがあります。この点、例えば次のグラフを見ていただきますと、厚生労働省さんの図をそのまま持ってきていますが、実は自己啓発にお金がない、時間がないというのは非正規だけではなくて、正規職員も時間がない、お金がないのです。特に時間がないということと言うと正規職員のほうがよっぽど時間がない。特に役所の方々はそうかもしれませんけれども、とにかく時間がないということなのです。

ちなみに、それ以外にも、メリットが認識できないというのも結構なウエートであつて、昨今、リスクリングとか、そういうことが言われておりますけれども、それをやって何になるのだと。何をすればいいのだと。それで本当に賃金が上がるのかと。キャリアが見えないというのも結構あるので、リスクリングの方向に議論が進んでいるのは大変結構なことではあるのですけれども、それがきちっと賃金の上昇につながっていく、キャリア形成につながっていくというシステム自体を再構築する大きな目が必要だということの意味しているということだと思えます。

さて、それから中老年の賃金の低下です。これは昨年の経済財政白書の図表であります。要は50代男性などを見ると、転職すると26%賃金が上がりますけれども、42%はむしろ賃金が下がるわけです。転職すると賃金が下がるということです。人生100年と言われていたときに人生の半分まで行ったら、あとは賃金が下がり続けるというのがこの国の実態ですから、これだと幾ら若者にいろいろチャンスがあつたとしても、日本全体で賃金が上がるということにはならないので、中老年をどうするのだというのは結構大きな問題だと思います。

そういう賃金の話をすると、必ず出てくるのが生産性の話で、後から滝澤先生からお話

があると思うのですけれども、実はマクロの生産性というのは、ミクロだけでは語りにくいところがあるということなのです。個別企業の生産性であれば、イノベーションするとか、いい経営者がいるとか、そういった努力でもって幾らでも生産性が改善するのですが、マクロというのは計算式上、分子が実質GDPですから、とにかく実質GDPを高めない限り生産性が上がることは絶対にならないということです。

生産性と言うと、何となくイノベーションとか供給サイドを何とかしようとは普通は考えるのですけれども、実はマクロで考えた場合には、総需要を高めない限り生産性が上がることはあり得ないということになります。したがって、大事なのは「成長と賃金の好循環」を回して行って、総需要をつけていく、ということです。

ですから、よく最近、日銀は、「物価と賃金の好循環」と言うのだけれども、賃金も上がるけれども物価も上がるのだったら、好循環ではなくて単なる循環ですよ。好循環と言えるのは「成長と賃金の好循環」。そこを回すべきだということでもあります。

そのためには、先ほどから申し上げていますように、どんどん海外に行ってしまう、そっちに成長を求めてしまうという企業のビヘイビアを変えなければなりません。そのためには、国内の成長ストーリーが必要です。確かに少子高齢化ですけれども、脱炭素化とかインフラ整備、あるいは災害に強い国づくり、医療とか教育とか介護とか、人口減少社会であってもいろいろな潜在ニーズがありますから、それをいかに国内市場の成長ストーリーとして昇華させられるかというところが政策論になると思います。

結局、新しくても古くても資本主義ですから、つまり「新しい資本主義」も資本主義ですから、株主を味方につけない限り成長はないということです。こんなに日本にチャンスがあるのだから、もっとそこで投資をしろ、そこでもっと賃金を上げて人を育てなさいというように株主から言われないと、企業は賃金を上げません。もちろん、政府がおっしゃっても多少は上げるでしょうけれども、株主のほう効きます。ですから、株主を味方につけて、株主が「日本で投資をせよ」と企業にプレッシャーをかけるような環境を国内につくっていく、これが政策の役割ということになります。

そして、最後に今がチャンスだということを申し上げます。既に足元、先ほどの本が出た2017年ぐらいのところまで人手不足が進んでおります。左側のグラフです。ちなみに、この点、内閣府がつくっている需給ギャップは、多分過小評価なのではないかと思えます。景気はもっとよくなっているはずですよ。ですから、人手不足はかなり進行しつつある。

しかも、次のグラフですけれども、特に宿泊・飲食サービスというのは、今すごいスピ

ードで人手不足が進んでいるわけです。これは11月の調査ですから、次の調査、つまり3月に調査されるものは、恐らく過去のコロナ前の数字を突っ切って、人手不足が相当深刻化していく可能性が高いように思います。かつ、2010年代とこれからとが違うのは、右のグラフにあるような、2010年代は女性とか高齢層の労働参加によって、ある程度人手不足が賄えたのですけれども、これからはさらに高齢化が進んでいきますし、女性もM字型カーブが大分解消していますので、2020年代、もっと労働制約はきつくなります。ということで、賃金を上げていくチャンスになっているということでもあります。

それから、最後になりますけれども、まさに今年、2023年は、世界経済の中で見ると、世界全体は結構厳しい年なのですが、その中では、日本は相対的に堅調な年になります。それから、最近のダボス会議などでも、世界経済はここまで悪くならないのではないかという議論も出てきています。ですから、今年はぜひ中長期的な展望を持ちながらも、足元から「成長と賃金の好循環」を回していく元年にする。そういう年にするチャンスであるということを申し上げて、お話を終わらせていただきます。

御清聴ありがとうございました。

○伊藤元重部会長

どうもありがとうございました。それでは、続きまして、滝澤委員よりお願いします。

○滝澤委員（学習院大学 教授）

学習院大学の滝澤と申します。本日は、このような機会をいただきまして、ありがとうございます。

本日なのですけれども、労働生産性に関連しまして、有形・無形資産投資及び資源配分に関連するデータを参照しながら、最近の動向をお話ししたいと思います。

2ページ目を御覧ください。こちらの図なのですけれども、四半期のGDPの推移をG7の国について示したもので、いろいろなところで提示されているものなのでよく御存じかと思います。日本はGDPの落ち込みが小さかったものの、門間先生の資料の中にも第16循環の話がございましたけれども、コロナ前の2010年代のGDP成長率、戦後最低ということで、そうした経済低迷の影響もあって、回復のスピードはこれらの国の中でも遅くて、やっとコロナ前のGDP水準を取り戻したところだと思えます。

3ページ目の資料を御覧ください。人口は、2018年をピークに減少しているのですけれども、人口1人当たりが生み出すGDPの伸びは鈍化していることが分かります。3ページ右側の表を御覧いただくと、非常に単純な仮定を置いて、将来のGDPの予測の結果を

お示ししているものですが、仮に1人当たりGDP成長率が1.2%成長したとしても、2060年には人口が30%減少しますので、1.2%が続いたとしても、600兆円台にやっと達するといった試算になります。ですから、1人当たりGDPは、いわば労働生産性の指標の1つですが、経済活動を維持、拡大させるには、人口減少を食い止めると同時に、労働生産性を向上させる必要があるということが分かります。

4ページ目を御覧ください。また、御承知のとおり、労働生産性は賃金とも関係しています。このところ大企業を中心として表明されている賃上げというのは、労働者にとっては望ましいもので、多くの企業で賃金の引上げが生じることを期待していますし、賃金引上げによって労働者のやる気も向上して、生産性が向上する効果があるということも期待したいと思います。

ただし、中長期的なことを申し上げますと、やはり生産性の上昇を伴わないまま実質賃金を引き上げますと、労働分配率が上昇することで資本分配率が低下して、資本蓄積のさらなる停滞を引き起こされる可能性がありますので、経済成長にマイナスな影響が生じるかと思えます。ですから、賃上げの議論においても生産性の向上が重要になるということには言うまでもないと思えます。

5ページ目を御覧ください。ただ、残念なことに、このページの右側の図を御覧いただきますと一目瞭然ですが、日本の生産性の伸びは芳しくなくて、日米の生産性水準の格差も拡大していることが分かります。この要因の1つとしては無形資産、特に人的資本の蓄積の鈍化が指摘されています。

また、人的資本投資が鈍化している中でも、一部の恵まれた労働者に人的資本投資が偏っている可能性もあります。こうした偏りは、所得格差の拡大をもたらす可能性があることが先行研究では指摘されています。事実、左の図を御覧いただきますと、所得の平均値は上昇している一方で、中央値は横ばいであることから、所得格差は日本でも拡大していることが分かります。

6ページ目を御覧ください。右の表を御覧いただきますと、実はGDP比で見た日本の研究開発投資、ICT投資額は、他国に比して遜色ないことが分かります。一方で、生産性が思うように伸びない背景には、無形資産へのバランスの取れた投資の不足、特に人への投資の不足がある可能性があります。

それから、人的資本投資の在り方を考える上では、実は有形資産の蓄積の停滞も同時に考えるべきであると思えます。左の図は、労働生産性上昇率の要因分解を示したものです

けれども、グレーの部分で示されている資本装備率の寄与というのが非常に小さいことが分かるかと思います。

7ページ目なのですが、実際に日本の有形資産投資額の推移を見ますと、名目値ですが、米国は95年比で2.5倍以上投資している中で、日本の設備投資が低調であることが分かります。また、右の図にありますように、新しい投資が行われないので、資本設備の年齢、いわゆるヴィンテージも上昇しているとの指摘もあります。

それから8ページ目なのですが、資本財別投資額で見ますと、GDPに対する比率は、日本はGDPがあまり伸びていない中でコンピューター機器への投資などが減少している一方で、アメリカはGDPが増えている中で投資を維持しているという印象があります。

9ページ目は、今申し上げたことと重複いたしますので、割愛いたします。

もう一つ、日本の低生産性の別の要因として、生産性の高い企業や産業に人が十分速やかに移動していないという、いわゆる資源配分の非効率性、ミスアロケーションの問題も指摘されています。この点に関しましては、昨年12月にESRIの国際コンファレンスで最新データを使った研究を私どもが報告しましたので、ごく簡単に御紹介します。

経済全体の生産性の変動を5つの効果に分解するという手法があります。詳細は割愛いたしますが、今回はこの5つの効果の中の赤で示したシェア効果と共分散効果の和に注目します。これらは、生産性の高い企業に資源がどの程度再配分されたかを捉えるものでありまして、これらの効果の合計を再配分効果と呼んでいます。

11ページを御覧ください。右の図を御覧いただきますと、赤で示したものが再配分効果と言われるものなのですが、一貫してマイナスであることが分かります。残念なことに、日本は生産性の高い企業の規模拡大、生産性の低い企業の規模縮小が起きていなかったということです。ただ、足元、資源配分の効率性がやや改善しているとの結果が今回の分析で分かりました。ですから、こうした動きを妨げることのない政策が重要と思われれます。

12ページ目は、この資源配分の効果、再配分効果の改善が続くのかどうか、続けるためにはどうしたらよいかというのが気になる点なのですが、これに関連して、ビジネスダイナミズムに関連する指標を参照すると、日本が特徴的なのは、集中度の低下があったということです。

13ページ目を御覧いただくと、図の左側なのですが、ヨーロッパ各国の集中度の指標、ハーフィンダール指数です。右側が日本のハーフィンダール指数を3つの変数で作

成して、時系列で比較したものです。近年にかけて集中度が低下傾向にあることが日本の特徴でした。

ただ、次の14ページ目、足元の動きを見てみますと、集中度がやや上昇していることが分かりました。足元では市場集中度の拡大と同時に、さきに申し上げました再配分効果の改善が見られていますので、優良な企業がシェアを拡大した結果、市場集中度が上昇しながら生産性の向上が実現されている可能性が想像できるのではないかと思います。

15ページ目を御覧ください。本日お話し申し上げました点を幾つかまとめて申し上げます。中長期的には、賃金を上げ続けるためには生産性の向上はやはり必要だと思います。そのためには、有形、無形の両方の資産に継続的に投資を行っていくことが重要です。

また、日本は長らく資源のミスアロケーション状態が継続しておりましたけれども、この2年ほどは改善の傾向がありまして、この動きを妨げない政策が望まれるでしょう。ただ、労働者が生産性の高い企業にスムーズに移動すること自体は望ましいのですけれども、転職等が容易になると、企業は労働者に対して投資を手控える可能性もあるかと思います。人的資本は減耗していくものですので、投資を続けないと蓄積が進まないということで、政府も長期的な支援を意思表示することは重要だと思います。

16ページ、最後になりますけれども、資金の制約がある中で、やはりエビデンスに基づく政策の重要性は高まっていると思います。私どもも政府公表データを利用した分析を基に、どういった政策が望ましいのかといった分析に挑戦していますが、今、非常に重要な統計が存続の危機にあると聞いておりますので、これは研究者として大変残念に感じると同時に、日本が国際的研究から後れを取ることに繋がるといった危機感も感じておりますので、こちらにお示したような企活とか海事は非常に重要な統計ですので、引き続き調査が継続されて、研究者に提供されることをお願いしたいと思います。

以上です。

○伊藤元重部会長

どうもありがとうございました。それでは、続きまして、価値創造経営につきまして、事務局より資料5の説明をお願いします。

○梶産業構造課長

資料5を御覧ください。こうしたマクロの議論をどのように個別のミクロに適用していくのかという観点で、事務局で資料を用意させていただきました。

まず、3ページ目を御覧ください。本日の議論の位置づけですが、14テーマの中の2番

の③グローバル企業の経営についての議論です。スタートアップ、中小企業だけではなく、大企業の経営としてどのように3つの好循環に近づけていくかということをお話しさせていただければと思います。

4ページ目を御覧ください。事務局資料の構成は、中間整理後の取組の進捗報告を1枚で説明させていただいた上で、本日特に3つの好循環、国内投資、イノベーション、所得の向上に向けて、課題と方向性についてそれぞれ議論させていただければと思います。

5ページ目を御覧ください。中間整理では、目標として2030年に日本の代表的企業のPBR 1以上の割合を現状の6割から欧州並みの8割にして、スピードスケールのあるグローバル企業の経営を促していこうという考え方で整理しました。

状況として、3つの柱のうち、まず1つ目、価値創造経営の推進については、まさに伊藤邦雄先生とも連携させていただいて、価値協創ガイダンス、CGSガイドラインなどを改訂することで、まず社会課題解決を成長に取り込んでいく企業のSX経営を浸透、徹底していく。これが我々としては経営判断として政策と企業経営をつなげていく鍵ではないかと位置づけさせていただいています。

CGSガイドラインについては、改訂の狙いの1つとして、リスクテイクを後押ししていこうと。そういう観点から様々な修正をしていくということでございます。

2つ目に、政府によるミッション志向の大規模長期計画的支援に対してもこの目標を適用しようということで、まずはグリーンイノベーション基金のプロジェクト実施企業に、提案書類の中でこうした①のような取組、とりわけ主要な財務指標の目標として、PBRについては将来1以上となることを政府としては期待していると。その中でどのように目指していくのかという説明を求めるような方向で最終調整をしているところでございます。

3番目の資本市場改革については、これはまさに東証が市場区分の見直しに向けたフォローアップ会議を設置しているものに経産省としても参加させていただき、意見を提出させていただいています。詳細は割愛しますが、こうした議論、意見も踏まえて、東証が経過措置の取扱いを明確化するとか、PBR 1以下の企業に対して改善方針、取組の開示を求めるとか、あるいはプライム市場に英文開示をさらに拡充して求めるとか、そういった具体的なことが動き始めている状況になっております。詳細は資料のとおりで、割愛させていただきます。

28ページ目にお進みいただけないでしょうか。その上で、本日の論点として事務局から提示させていただいたのは、こうした取組をしっかりとやっていくとともに、門間先生や滝

澤先生から御指摘いただいたように、改めて国内投資、イノベーション、所得向上を新機軸部会として目指していこうとしてきましたけれども、これを合理的判断として大企業経営者が決断できるように、ある種の日線合わせをしていくように論点を精鋭化できないかということをお本日の議論の議題にしたいと考えております。

次の29ページ目を御覧ください。まず、国内投資の拡大でございますが、大前提として、経済活動はパイの奪い合いではなくて、海外でも国内でもどんどん事業を拡大していただくことが望ましいわけですが、グローバル企業は世界全体でやっていると。一方で政府は日本経済を第一に考える中で、国内投資に対する姿勢は、構造的には違いがあることを受け止めた上で、同じ目線に立つにはどうするかと。そのためには日本に投資することが企業にとって魅力的である領域を設定することが非常に重要ではないかと。

その上で、ではそれは何か。人口減少というトレンドの中で、また世界的に地産地消が進む中でどうするかということで、長期的には人口減少対策をしっかりとやる。同時に、足元では世界、日本で共に中長期的に拡大する需要を明確にすることが必要ではないかと。

では、それは何かというと、1つの視点として、社会課題解決が鍵なのではないかというのが、政府も企業も双方の共通認識になっているのではないかと。だとすると、日本は世界の社会課題解決型ビジネスの先行市場として、将来ということで不確実なわけですが、これを明確にして先行投資を進めていく。

さらに、政府はそれもやりつつ、企業自身もSXという形で徹底していくことが、まさに政府と企業の双方の日線をつなぐ鍵なのではないかというのを論点として提示させていただきます。

次のページです。2つ目のイノベーションについてですが、まずはオープンイノベーション時代ということで、前回は研究開発を中心に議論しましたが、改めて新陳代謝というか、集中度にも関わりますが、M&Aも車の両輪だと考えると、特にM&Aについては、海外向けには大きく伸びているのですけれども、国内事業再編は必ずしも大きく伸びていない中で、これをどのように進めていくか。

あるいは、M&Aだけではなく、大企業同士の共同連携も重要でして、例えばグリーントランスフォーメーションのような中長期的な社会課題について、市場占有率が高い企業同士であっても、抜本的な連携をしていくにはどうしたらいいかと。

あるいは門間先生からもございましたが、資本市場との関係については、もともとコーポレートガバナンス改革というのは、まさに事業再編も含めた企業の改革を進めるといっ

た趣旨で始めたもので、まさにコードの導入によって浸透はしてきたものの、これが期待どおりだったか、形式的な数合わせになっていないかとか、チェックボックス的なチェックになっていないかというような指摘がある中で、深いレベルでの企業、投資家の対話が行われていくためにはどのようにしたらよいかということが課題ではないかと整理させていただきました。

次のページ、③所得の向上です。これは、これまで停滞してきた理由は門間先生から整理をいただいたところなので、その上で、2個目のところも門間先生から整理いただきましたが、変化の兆しが労働市場の需給逼迫とかある中で、下の2つですけれども、まずは足元、労働移動を円滑化させて、賃金上昇につながるような労働移動ができるような構造にしていくことが課題ではないか。

その上で、まさに滝澤先生もおっしゃったとおり、持続的な賃上げにするためには生産性の向上が必要で、そのためには、やはり同時に国内投資、あるいはコスト圧縮ではなく、付加価値に見合ったマークアップ率を向上させていくようなイノベーションを加速させていくことを①、②の投資とイノベーションと合わせてやっていく必要があるのではないかと整理させていただきました。

以降、参考なのですが、主要なものだけ御紹介しますと、次の32ページ目です。我々、企業経営者の方々にヒアリングをしたのですが、国内投資の観点で言うと、左側のところで、国内は高付加価値なところのみを残していくということではないか。あるいは右側の一番上ですが、国が需要をつくる、売上げが立つ見通しがつかれるかどうかにも関わっていくべきではないかという議論がございました。

次の33ページ目ですけれども、世界的な動向として、米国のインフレ削減法の成立に伴って、ヨーロッパのほうで大手企業がアメリカで投資をするという示唆が発表されつつあると。そういう中で、フォン・デア・ライエン委員長が、ダボスでグリーン・ディール産業計画を発表して、ネット・ゼロ産業法の制定とか、原則禁止している国家補助ルールの見直しをすとか、新たな基金の創設を検討すとか、そのような発表が出ていて、まさにアメリカ、ヨーロッパ全体として、国内投資をどうするかという産業政策が行われているということの御紹介でございます。

35ページ目に飛んでいただけますでしょうか。その上で経営者ヒアリングをさせていただいたのですが、ここについてはイノベーションの議論をしたのですが、左側の2つ目以降、やはり事業買収とか再編をしていかないと、あるいは異業種の掛け合わせをしていか

ないと、なかなか世界とは立ち行けないのではないかという声が多数寄せられたという状況でございます。

次のページですけれども、その上でM&Aについては、左側のグラフにあるようにイン・アウト、海外の事業を買うということについては金額ベースで増えているのですが、イン・イン、国内でのM&Aについては必ずしも伸びていない状況になっているということです。

40ページ目にお進みいただけますでしょうか。門間先生から配当の話がございましたが、日本企業の配当性向は欧米と比べて低いと言われていますが、合計の絶対値で言うと、もはやGDP比で見るとアメリカと同水準になっているということを御紹介して、その上で、次の41ページ目ですが、11月の事務局資料の延長資料ですけれども、労働生産性はそれなりに遜色なく上昇しているものの、実質賃金の伸びは低いという状況になっていると。

次のページです。賃金のところは、非正規、パートタイムの上昇はしているのですが、特に大企業の正社員の賃金の伸びが停滞している状況になっております。

次の43ページ目については、門間先生からも御紹介があったように、労働需給については逼迫している状況だということでございます。

46ページ目に移っていただけますでしょうか。その上で、課題の議論とともに、では何をするという方向性なのですが、まず①国内投資については、経営面では、これはまさに価値創造という意味では、内外無差別であるものの、国際経済秩序がこれだけ変化していて、さらには研究開発のイノベーションとも国内投資は相乗効果があるという議論がある中で、改めて投資先の選択肢としての日本の位置づけを重視していくことができないか。

あるいは2つ目として、改めて長期的な企業経営を通じた企業価値の向上、付加価値の向上というSXの経営をしっかりと進めていくことが国内投資に寄与するのではないか。

その上で、そうした経営を支える政策としては、グローバルに見渡して最適な投資先として魅力ある市場という意味では、社会課題解決に沿ったビジネスに、我々、産業政策として積極的に取り組む。

あるいは2つ目として、人口減少トレンドである中で、どのように中長期的に需要が創造される、拡大できると予見可能性を持たせるか。

そのために3つ目として、規制制度による誘導については長期で、例えば2030年以降を見据えた長期シナリオの中で位置づけるとか、予算、税制についても、単年度とかではなくて、5年を集中期間で考えると、アメリカなど海外を参考にしつつ、複数年支援という

のをしっかり中長期的にやっていく方向で進めるべきではないかとしております。

次の47ページ、②イノベーションです。これについても経営面でS X経営が鍵になるのではないかと。

その上で政策のところですが、改めて事業の切り出し、再編などを促すエンゲージメントを行う投資家がなかなか難しい中で、課題を洗い出して対処すべきではないかと。企業サイドとしても、コーポレートガバナンスコードについて、実効性のある対話、開示を促すためのエンフォースメント策などを官民で取り組んでいくべきではないかと。さらにM&Aについては、企業価値を高める買収がより生じやすくなるようにする公正なM&A市場をどのように整備していくかといったことを論点として挙げさせていただいております。

最後に次のページ、所得の向上でございます。まさに正規、非正規が需給逼迫する中で、能力に見合った報酬の引上げ、新卒も中途も含めて、特に海外企業などとの人材獲得競争に採り負けないためにも、今こそ持続的に賃金を上昇させていくことが必要なのではないか。あるいは、原資としていく取引価格を引き上げていくのを経営課題としてしっかりやっていくということ。こうしたことを促進していく政策として、リスクリングの促進、労働移動の円滑化といった様々な取組や、中小企業も含めてやっていくためには、原資として転嫁対策とか生産性向上、まさに国内投資やイノベーションを進めていくという方向性で進むべきではないかと整理させていただいております。

私からは以上です。

○伊藤元重部会長

どうもありがとうございました。

それでは、ただいまの門間氏、滝澤委員のプレゼンテーション、そして事務局説明において示された論点に関して、それぞれ自由に委員の皆様から発言いただきたいと思います。五十音順で御発言いただいて、また時間が余りましたら、その後、自由討議とさせていただきます。

それでは、五十音順ですと伊藤委員からお願いします。

(2) 自由討議

○伊藤（邦）委員（一橋大学 名誉教授／一橋大学 CFO教育研究センター長）

ありがとうございます。主として、事務局から提起していただいた問題点、それから門間さん、滝澤さんのすばらしいプレゼンテーションを受けて、幾つかお話を申し上げたいと思います。

一番問題視したいのは、今日の日経新聞にも載っていましたが、PBRの低さ。企業経営のミッションが企業価値を創造することだと言っているのに、日本企業のTOPIX500社の43%が1倍割れというのは、言葉がちょっと厳しくて恐縮ですけれども、経営者がミッションを果たしていない実態が浮き彫りになってくると思うのです。では、何でこういう事態になっているのか、PBRがこんなに低い状態になっているのかという要因を私なりに幾つか整理した上でお話ししたいと思います。

1番目は、先ほどの滝澤さんの実証的な研究でも明らかのように、企業価値を構成する大変重要な要素である無形資産へ投資しようという姿勢が日本は非常に弱かったということだと思います。今日、滝澤先生の御指摘のように、中でも人的資本投資が低かった。これは前回の中間整理でもそれを裏づけるエビデンスが出ていて、目を覆うばかりの、対GDP比率で日本企業の人的資本投資の低さが明らかで、かつ直近3、4年下がってきているのです。ですから、これはもう認めざるを得ない不都合な真実だと思っています。

その結果、企業価値の7割から8割は、欧米では無形資産が占めるのに対して、日本はまだ半分までも行っていない。これではやはり企業価値のドライバーである無形資産構築がされていないので、低くなってしまいうかなというのと、これは以前も本部会で申し上げたことがありますけれども、私は、個人的には1993年問題と呼んでいて、米国では無形資産の投資が有形資産の投資を上回るちょうど交差点が1993年近傍なのです。

よく見ると、実は米国は、ゴア元副大統領が情報スーパーハイウェイ構想をぶち上げたときなのです。そこから5年たってGoogleが生まれた。ですから、悔しいけれども、米国は順調に無形資産投資をしてきた。日本は90年、91年にバブル崩壊で、失われた10年と言っているときにそうだったので、今からこれを言ってもしょうがないですけれども、やはりPBRが高くなることはなかなかなかったというのが要因の1番目です。

それから、要因の2番目は、やはり日本ではエクイティーファイナンスが不活性だったということだと思います。言い換えれば、資本市場が未成熟といってもいいかも分かりません。エクイティーファイナンスは、最近ベンチャー企業等が結構活発に行っていますけれども、当部会で対象としていますグローバル企業は、先ほどのデータで示していただいたように、配当実績は高まってきた。配当額も高まってきましたけれども、自社株買い

を入れた総還元性向では、日米の間にまだ相当の溝があるわけです。ですから、結果として内部留保が蓄積されてきてしまった。なので、内部留保があれだけ蓄積されると、エクイティーファイナンスの必要性が事実上ほとんどなくなってしまったわけです。

これは何をもたらしたかという、企業が投資家と真剣勝負で直接向き合う機会がほとんどなくなってしまったということだと思います。要するに、米国ではエクイティー資金の入替えを弾力的かつ機動的に行ってきましたので、投資家と直接向き合わなくてはならないのです。ですから、結果、資本市場の規律が企業に対して働いてきたのだと思います。

もし日本企業の新規でのエクイティーファイナンスがこれから活発化してくれば、PBR 1倍割れが続いている企業は、エクイティーファイナンスはやりにくいですので、マーケットは活発化してきても、1倍割れが続いている企業に投資家はその株を引き受けるかといったら、かなり難しいので、そのこと自体で企業側に規律が働いてくるだろうと思います。つまり、エクイティーファイナンスをやらなければ、PBR 1倍割れという事態は残念ながら続いてしまうように思います。

では、どのようにしてエクイティーファイナンスを活発化させるのかということは、今後大いに検討する必要があると思いますけれども、投資家とエクイティーファイナンスを通して直接向き合えば、投資家あるいは資本市場の規律が働いて、ガバナンスが効いてくる、活性化するだろうと思います。

実は、こうは言っても例外的にいい象徴的事例があって、それが日立製作所です。かつてあれは7,000億円を超える、製造業としては史上最大の赤字を出して、皆さん御存じだと思いますけれども、当時のCEO、会長の川村さんがニューヨークに飛んで行って、当然、7,000億円以上の赤字を出すと、もう自己資本はこんな小さいですから、新たなエクイティーファイナンスのために投資家ミーティングを開いたわけです。これは川村さんからも聞いた話ですけれども、ニューヨークに行ったときに投資家から罵倒されるわけです。とんでもない罵倒だったそうです。

それは、投資家側は、日立に対して言ってきただろうと。こんなに広く事業をやっている、もっと選択と集中を効かせろと我々は言ってきたはずだと。日立は聞いてこなかった。今度はエクイティーファイナンスで株を引き受けてくださいとは何事かというような場面があったそうです。川村さんは辛抱強くIRを展開して、結果、エクイティーファイナンスが実現したわけですけれども、その段階で川村さんは、もうガバナンスを効かせようということを決意し、ディスクロージャーが足りないというのだったらやりますという覚悟

を決めたわけです。

今日、日立は社外取締役が外国人を含めて9名いて、私も日本取締役協会の審査に当たっておりますけれども、コーポレートガバナンス・オブ・ザ・イヤーの本年度のグランプリを日立は受賞することになっておりまして、来週そのパーティーがあります。言ってみれば、御存じのようにバランスシート上の資産や事業を入れ替えているわけですね。社会イノベーションというビジョンを掲げて、もう一方で、上場子会社を100%化するか売却するかという資産の入替えとエクイティーの入替えをやっているのです。この両方を行っている例というのは、日本では極めて珍しい。でも、それは残念ながら7,000億円強の赤字を出したのがきっかけで、順調にいつているときのエクイティーファイナンスではないのです。これが要因の2つ目です。

要因の3つ目は、まさに今、日立の例で象徴的に現れているように、事業ポートフォリオの入替えがなかなか進まない。これは先ほども御説明いただいたとおりで、ガバナンス調査の結果を引用すると、いまや日本企業の6割から7割は資本コストが計測しているのです。でも、それを何に使っているのかというと、事業の再編に使っているわけではないのです。もちろん、各社にはそれぞれの歴史と事情がありますが、中期的に最適なポートフォリオに向けた事業の組み換えが必要になります。一部、政策保有株式の縮減には使っております。ですから、資本コストを把握する企業は増えたのですけれども、何のための資本コストの把握なのかということをもう一度、ガバナンスの観点からも再確認する必要があります。

利益を資本コスト以上の投資機会に振り向けられなければ、それはやはり株主にお返しするのがファイナンスの基本です。先ほども門間さんから、日本以外の外国に投資したのだよと。それはそのとおりだと思います。何に投資したかは別として、やはり資本コスト以上にリターンを上げられなければお返しをするということが必要だと思います。

それから、現金の企業における積み増しと、国民の銀行預金の厚さというのは、どこか一脈相通じるところがあって、やはりリーマンショック以降の貸し剥がし、貸し渋りが今でも企業側にトラウマとして残っているわけです。なので、現金預金を積み増しておけば安心だという機運といいましょうか、センチメントが企業側にはあると思います。

それから、4番目はガバナンスで、とりわけ取締役会の運営の仕方も検討する必要があります。これは経産省のコーポレート・ガバナンス・システム研究会でも問題視しましたし、私も発言したりしましたけれども、これは大事なことなのですが、監督と執行

を分けるときに、監督がイコールブレーキを踏むことだどこかで誤解されているところがあって、この誤解を解かないと、成長志向の戦略を、経営者の背中を押して推し進めるというのはなかなか難しい。つまり、この誤解を解くということが1番目だと思います。

2番目は、これは実態論として、取締役会のアジェンダは2つに分かれるわけです。決議事項と報告事項というのが多いパターンなのです。大事なことは、もう一つ協議事項というのを第3区分として設けて、そこで今問題にしているような内部留保問題だとか成長戦略課題をじっくり取締役会で議論することが必要で、そうでないと、内部留保問題は取締役会で改めて議論しようということにならないのです。配当決議のときに議論するだけで、内部留保問題を真正面から議論することはなくて、これはすぐに結論が出ないので、決議事項ではなくて協議事項という区分を設けるのも1つのやり方だと思います。

3番目、これも社外取締役の質という言い方で事務局に整理していただきました。言い方を変えれば、社外取締役のトレーニングの場、機会をどうつくるかということは、これから結構重要な課題だと思っております。私個人と言っていいのでしょうか、2015年から一橋大学と東証が連携しまして、一橋ファイナンシャルリーダーシップ・プログラム、略称HF L Pというエグゼクティブプログラムをこれまで責任者としてやってまいりまして、今年が8年目になります。修了生は1,000名を超えました。

そこからは、日本を代表する多くの企業の社長・CEOやCFOが生まれています。ですから、企業内のエグゼクティブトレーニングは、それなりに進んできたとは思っておりますが、ここに社外取締役で参加する方は少ないのです。別に社外取締役の方々に対して、門戸を閉ざしているわけではないのですが。今までどうでしょうか、15名ぐらいの社外取締役の方が参加しました。でも、どういうわけかほぼ全員女性なのです。理由は分かりません。女性の社外取締役の方は受けていただいて、非常によかったと言っていただいているので、これは別にHF L Pを宣伝するつもりはありませんが、そういうトレーニングの場は社外取締役だけが集まってやるのがいいのか、社内の執行側の人も集まって一緒にやるのいいかは考える必要があると思いますけれども、やはりトレーニングの場というのは、もうちょっと日本にあっていいと思います。

では、どうしたらいいのかという中で、幾つか申し上げるだけにとどめたいと思いますが、先ほども事務局からある種の提案をしていただきました。投資家と会社側とのエンゲージメントは、前と比べれば日本企業は進んだと思いますけれども、少ないですね。ですから、今後課題として、ある意味では政策課題でもあると思いますけれども、エンゲージ

ジメントファンドをもうちょっと組成しないとないだろうと思います。あるいは、ファンドではなくても、エンゲージメントというサービスを提供する会社をもっと生まれてほしいと思います。実は、今日の段階では具体的には申し上げられませんが、エンゲージメントのサービスをする会社は、間もなく生まれます。ただ、規模からしてまだ小さいだろうと思います。

もう一つ、それとの関係で、ちょっと私の勝手な提言をお許しいただければと思いますけれども、産業革新投資機構（J I C）の資金を何とかエンゲージメントファンドの創設に振り向けられないだろうか。これは皆さん、釈迦に説法ですけれども、J I Cはオープンイノベーションによる企業の成長と競争力強化のための投資を促進する。並んで、投資人材の育成、私はこの投資人材の中にはエンゲージメントができる人材も含めていいのではないかと思うのですけれども、そういう投資人材の育成、それから政策課題解決への貢献、ファンド投資の呼び水というミッションがありますので、何とかJ I Cの資金をエンゲージメントファンドの組成に使えないかなと思います。

そして最後、今日も強調していただいたS Xです。これも釈迦に説法ですけれども、G Xのためのファイナンス議論は進んでおります。もちろんG X移行債を政府も進めようとしておりますし、それからG Xファイナンスの指針を経産省、金融庁、環境省と一緒に公表もしました。私もその座談会の代表としてやってきたのですけれども、トランジションファイナンスは、実は今、C O P 26でもかなりプレゼンスが高くなってきていまして、海外からも、いいではないかということが言われてきておりますので、トランジションファイナンスは、もっと進める必要があると思います。

ただ、G X投資は大きなリスクを伴いますので、公的資金と私的資金のブレンディッドファイナンスというのをもっともっと展開しないと、G X資金を捻出するのはすごく難しいと思います。

それから、先ほどのエンゲージメントにも絡みますけれども、欧州のS F D Rで、これは金融機関に対するタクソノミーと同じようなものですよね。金融商品、投資商品に関して、サステナビリティ、E S Gに関して非常に厳しい規制を金融機関にしているわけですが、今、9条ファンド（商品）という、ある意味では一番厳しい規制の下でファンドが組成されつつあるのです。最近だとゴールドマン・サックスがそういうのを組成して、日本はE Uで展開するわけではないので、それは構わないのですけれども、世界は進んでいるので、それをもっともっと日本でも進める必要があると思います。

それからS X、私も議論に入ってやってきましたけれども、S Xを進めるにはS X人材が育たないと、サステナビリティ推進室だけがやるのでは、S Xで日本が突き抜けて、世界に伍することは難しいと思います。これは、実はTCFDコンソーシアムの第2期が間もなく始まりますので、TCFDコンソーシアムの第2期の大きなプロジェクトとして、サステナビリティ経営人材を育成しようではないかという議論を今始めているところであり、これをぜひ実現させて、アクセレイトしたいと思います。

長くなりましたが、以上です。

○伊藤元重部会長

どうもありがとうございます。それでは、オンラインから翁委員、お願いします。

○翁委員（株式会社日本総合研究所 理事長）

翁でございます。

門間さん、滝澤さん、大変貴重なお話ありがとうございました。お2人が最後のほうで強調されていましたが、門間さんは、構造的な人手不足が迫っていて、今こそチャンスだということをおっしゃっておられましたし、また滝澤さんからは、分析の結果、少し資源配分の効率性が上がってきている、生産性の高いところに再配分される、そういった兆しが出てきていることが実証されているという、少し勇気づけられる結果が出ていて、こういった流れをぜひ大きくして、ダイナミズムをもっと働かせていくことが非常に重要なタイミングに来ていると感じました。

私も、実は東証の市場区分の見直しのメンバーの1人でありまして、経過措置の終了時点を明確化するというのも、やっとなのですが、大きなタイミングでありますし、また、PBRについて問題提起していくことについて、もっと経営者の方がこの問題をしっかり認識して、それを市場に対して開示していくことを懇請していくという動きは、日本の資本市場の停滞を変えていく大きなタイミングだと思っております。こういった市場からのダイナミズムもどんどん出てくるといいと思っております。

先ほど伊藤先生からも御指摘ありましたけれども、PBRについては、私も2点ぐらい大きな問題を感じています。プライムは5割がPBR1以下でございますので、やはり資本コストを継続的に資本収益率が上回ることが大前提なのですよということを、多くの企業は認識しているはずなのですけれども、そういった資本コストと資本収益率の関係について、改めてしっかりと足元を見て考えていただくことが必要になっていると思います。

もう一つは、これも伊藤先生が強調されましたけれども、やはり将来の成長性について、

投資家に期待または評価されていないところがPBRの低さになっていると思います。この辺りは、無形資産投資、有形資産投資も含めて、どのようにこういった企業価値の向上に結びつけていくかというここでの議論と非常に関わる重要なことだと認識しております。PBRの説明責任ということについても、うまく有機的に併せて資本市場とともに活性化していくことが必要なと思っております。

今日、経産省からお示しいただいた3つの論点ですけれども、まず国内投資に関しまして、グローバル企業ということで御指摘あったのですが、私もグローバルなメーカー企業の社外取締役をやっていて、やはり日本市場は人口が減っていくということで、本当に厳しい状況であります。

多くの企業は、今まで地産地消を進めてきているのですけれども、やはりここに書いてあるとおりで、今後は、改めて輸出拠点やR&D拠点をしっかりつくって、高度人材を育成していく方向だと思いますし、R&Dというのは、まさにSXなしには議論できない状況となっています。まさにビジネスの根幹にSX、そしてイノベーションの根幹にSXがあると思っていますので、R&Dのところでしっかりハブをつくって、どういうプレミアム商品をつくっていくかということだと思っております。

もちろん、地産地消も、これからも大きな部分を占めると思うのですけれども、特に高付加価値の部分とかプレミアム分野、こういったところを日本にいかによりしっかりと拠点を強化していくということが重要だと思っております。プレミアム分野とか高付加価値というのは、まさにDXとかGXなどと切っても切れない分野でありますので、やはり無形資産投資、人への投資とともに、これもさっき滝澤さんもおっしゃっていましたが、有形資産投資と組み合わせてしっかりと投資をしていくしかないと思っております。

この点は、さきほど伊藤先生もおっしゃったのですが、できている企業もあるのでしょうかけれども、やはりサステナビリティとビジネスを一体として進めていくしかないのだということについて、経営者から現場まで浸透していくことが大事だと思っています。

また、国内投資という意味では、特にこれから期待できるのは、やはりグリーン投資だと思っております。このページ以外にも書いてございますけれども、外部不経済の内部化ということで、特にグリーン投資については国内投資への期待が大きいと思っております。

それから、2つ目のイノベーションのところにつきまして特にコメントしたいことは、やはり知財戦略をもう少し経営戦略の根幹のところでもっと議論するようになっていく必要があるのではないか。知財戦略も必ずしもビジネスだけではなく、サステナビリティにも

関わってくる分野だと思しますので、こういったことをうまく投資家のエンゲージメントに資するような開示をして、投資家もそれを評価して、企業価値が上がっていくというような方向で考えていくことが大事かなと思っております。

無形資産は、人的資本だけではなく、知財の分野も国際的に比較すると低く、これから非常に重要になっていくと思しますので、知財戦略やその開示についても、しっかりとやっていく必要があると思っております。

それから3点目の所得向上のところです。これも滝澤さんがおっしゃっていましたが、持続的な賃上げを実現するためには、生産性の向上に裏づけられた賃上げをしていくしかないわけで、やはりここは非常に重要だと思っております。また、労働移動の円滑化ということで、より成長産業に人が移行するように、成長分野にリスクリングとともに人が移動していくといった流れをつくるのが欠かせないと思っております。

これは、私が出ております新しい資本主義実現会議でもそういう議論はしているのですが、ここにも書いてあるような、特に不本意非正規の方で、より高い賃金で安定的な雇用を望んでいる方はそれなりにいらっしゃいますので、そういった方たちもしっかりとリスクリングできて、所得を稼げるようにしていくということが、日本の少子化問題も含めて非常に重要な課題になってきていると思っております。

これからGXなどの大きな環境変化があるわけで、労働移動とかりリスクリングが重要になってきますが、もう一つ重要だと思っているのは、労働移動で単に東京にシフトしてくるということだけでなく、地方においてもしっかりと新しい企業が育っていくこととか、スタートアップが育っていくことが大事なのではないかと思っております。例えば、ノキアはフィンランドで経営がすごく傾きましたけれども、その高度人材の人たちが、ノキアの最終的な支援の仕方もよかったのですが、オウル市など地域がハブになって、環境関連とかヘルスケアの新しいスタートアップを育てたという事例もあります。

このように労働移動というのは経営が悪化すると不可逆的に起こりますがどうしても今までは自発的に起こらないことも多かったのですが、むしろ今後はうまく成長性の高い新しい分野で仕事ができるように労働移動を希望する人を支援し、地域活性化も含めた視点で検討することが非常に重要になってきていると思っております。

あと、非正規の所得向上につきまして、ここでは特に大きな課題として指摘はされていないのですが、パートタイムの女性の就労抑制の問題とか、税と社会保障の一体改革、給付付税額控除を入れていくとか、やはり低所得の方たちをより就労しやすくして、就労に

よって所得を得ていくという環境が日本ではまだできていないと思っております。配偶者控除の問題もございますけれども、こういったこともしっかり全体として考えていく必要があると思っております。

いずれにしましても、イノベーションにしても、国内投資にしましても、このペーパーにも書かれていますけれども、S Xと人材投資が鍵になってきていると思いますので、人的投資を進めながらS Xをビジネスとしてやっていくように、そしていかに企業価値を上げていくようにしていくかを、資本市場の観点からも、コーポレートガバナンスの観点からも、人材育成の観点からも考えていくことが必要かなと思っております。

以上でございます。

○伊藤元重部会長

どうもありがとうございました。それでは、続きまして、オンラインから落合委員、お願いします。

○落合委員（メディアアーティスト）

私は、マクロ経済については全く専門ではありませんので、学者としてはコンピューターサイエンスの研究者ですので、未上場のシリーズCのスタートアップ経営者だと思って聞いていただければと思います。

まず1つ目が、先ほど1億円未満、10億円、10億円以上で資本金額が並んでいる中の賃金上昇、もしくは実質賃金のグラフがあったと思うのですが、その中で1億円未満の企業においては、多分賃金が労働者側に還流されているようなグラフになっていたような気がしています。それで、資本金1億円未満の労働分配率がそうなっているところがあって、自分もスタートアップを運営していて、近頃はシーズンCも終わったところで、また人材を採るのに労働市場のほうから供給を求めているわけなのですが、スタートアップの平均年収は非常に好調に上昇しておりまして、優良な人材を採るのが非常に難しい状態になっているところがあります。

その中で、確かに資本金1億円未満……うちは1億円未満ではないのですが、そういったようなスタートアップの投資に対して、それが労働市場において、主に中途採用のところで人を採ってくるのが非常に困難になっているというところでは、給料や還元の伸びが見られるところがあるかなと思います。その上では、スタートアップ投資や再投資が進むようにするのは正しいのではないかと思います。

2つ目が、先ほどからサステナビリティとか人への投資というお話があったと思うので

すけれども、S Xにおいて、私の周囲のスタートアップでは、例えば小さいブランドであるとかファッションブランドにおいて、廃材だったりリサイクル品を扱うようなところが非常に多くなってきているのですが、そういったところの問題点としては、そういった製品が になりやすくて、どういうストーリーをつけるかというところがもちろんございまして、その上で、ポイントとしては、そういった企業が1社あるだけだと、それが大きな市場のパイを占めることはなかなか難しいので、そういったブランドをいかにして地域性を持たせて、いかに国の中に何個もつくっていくとか、業種業態に合わせてブランドを立ち上げていくとか、そういったことが非常に重要なのかなと私は思っております。

3つ目が私が言いたいことのメインなのですがすけれども、近頃、新産業創出という意味では、去年からジェネラティブA Iだとか機械学習、私は機械学習とヒューマンインターフェースを合わせるのが研究者としては専門でございますけれども、そういったことを使ったサービスが全世界的に非常に勃興しています。

そのうち、例えば絵を描くA Iであるとかコンテンツを書くA Iへのアクセスが、11月から12月ぐらいに実際それをやっている世界で一番大きい会社の方々何人かに聞いたのですがすけれども、日本からのアクセスが非常に多いと。2割から3割ぐらい日本からジェネラティブA Iへのアクセスがあるのではないかというお話があり、日本市場に対して海外のそういったA Iスタートアップをやっているような、もしくはスタートアップではなくて、今のG A F Aからスピノフしたようなサービスをやっている方々が非常に興味を持っているというのは聞いています。

その上で、知財だったりA I生成であるとかということに対して、我々はどういう著作権上の方法論であるとか、またそういったものから生成されてくるような画像や音楽、シナリオ、文書であれば非常によいのですけれども、例えば近頃では、ソースコードをどうやって生成させて、ジェネラティブA Iでアプリをどうやってつくるかとか、人の手を介在することなくアプリやゲーム、もしくはウェブサイトやウェブサービス自体を生成するA Iをどうやって活用していくかというのがここ1か月、2か月、3か月ぐらい非常に議論に上っています。

その上で、例えばそういったA Iを使ったI Tサービス、A Iを使ったサービスを使ってサービス自体をつくるという行為があったときに、そのアプリケーションは、ソフトウェアはもちろん今、知財で守られているわけですがすけれども、そのソフトウェアは、ひょっとしたらパブリックドメインなのではないかとか、そういったような新しい考え方をどう

やって導出していくかということが2020年代のソフトウェア開発における論点だと思っています。ちょうど今非常に盛り上がっているところでございますので、そういったことも含めて、また今後とも議論できたらいいと思っています。

短くなりますが、以上です。

○伊藤元重部会長

どうもありがとうございました。それでは、栗原委員、お願いします。

○栗原委員（株式会社価値総合研究所 代表取締役会長／経済同友会副代表幹事）

ありがとうございます。

まず、門間さんと滝澤さんのお話を聞きし、今、企業は賃上げを目指す方向にありますが、これは物価高だから賃上げするのでではなく、長期的に見て人手不足であり、したがって賃上げが起こる、本来はそういう姿なのではないかと思います。物価高による一過性の賃上げではなくて、本来あるべき賃上げがあり、それによりむしろ企業は生産性を上げなければいけない。あるいは、賃上げに見合う従業員のスキル向上ですとか配置転換ですとか、そういうことも考えることによって、結果として好循環が生まれてくるのだろーと思ひます。ぜひ賃上げの議論を分配政策ではなくて、成長に結びつける成長戦略としてこれから捉えて考えていく必要があると思ひます。

その中でポイントになる要素としては、突き詰めていくと、1つは人的投資なのだと思います。今回、国内投資の拡大とイノベーションの加速と所得向上という3つの軸がありました。所得向上から考えますと、賃上げ等から本来目指すべき生産性を上げるために、人的投資はどうあるべきかということをもう一度考える必要があるのではないかと。

例えば訓練にしても、企業の中でのOJT、オン・ザ・ジョブ・トレーニングではなくて、OFF-JTが必要あるとか、あるいは、どういう人材が必要かといったときに、DXでもGXでもSXでもそうなのですけれども、以前から申しておりますが、X人材をどう育てるかという視点が必要だと思ひます。

それから、滝澤先生のお話にもありましたが、人の投資だけではなくて、設備投資も必要で、そこが相俟うことによって、人的投資から生産性がより高まるという循環になっていくので、どういう設備投資が必要なのかということも、もう一度描く必要があるのではないかとと思ひます。所得の向上に結びつく生産性という観点では、今申したような問題意識を持ちました。

それから2点目にイノベーションの加速なのですけれども、ここには必ずしも書いてい

ないのですが、日本ではイノベーションが進まないとか遅れていると言われますが、社会実装されないのが問題だと思います。要は、イノベーションの実現率が低い。ここをどうにかしなければいけないのだと思うのですが、社会実装するために、では何が必要かという、やはり無形固定資産への投資であり、その中の1つに人的投資がありますし、必ずしも人的投資だけではなくてマーケティング等もありますが、そういう社会実装するための投資を考えていかなければいけないと思います。

それから、グリーン等が成長分野として注目されていますけれども、その中でキーワードとして中小企業という言葉もあります。新しいサプライチェーンが構築される中、あるいは新しいグリーン技術が実装化される中で、日本の中小企業を中小企業としての対策ではなく、新しいグリーンの世界における成長企業、成長技術として位置づけて、成長企業戦略として描き、支援することが必要なのではないかと思います。

そうした先ほどの所得向上、あるいはイノベーションの実装化という中から見えてきた投資の在り方が、今回の国内投資拡大の中に要素として入ってくると良いと思います。

以上です。

○伊藤元重部会長

どうもありがとうございました。それでは、齊藤委員、お願いします。

○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）

齊藤です。御説明ありがとうございました。私は、アーキテクチャとかデジタルの観点で少しコメントしたいと思います。

私も日立にいましたが、実際、PBRの改善については、伊藤先生がおっしゃるように、業績を改善するためには企業の経営陣が非常に重要で、私はあの当時、やはり欧米のビジネスリーダーに比して遜色ないような人がいたから、何となくみんなついていったし、逆に欧米の方たち、取締役の方たちもついてきたような気がします。だから、そういう意味では、そういう人を育てる人材育成は結構大切なと私自身は感じています。

加えて、当時の話をすると、やはりデジタルという話を結構していたのです。Society 5.0にもつながっているのですけれども、そういう意味で言うと、海外の企業も今DXというキーワードでデジタルを活用してビジネス変革が非常に重要だということで進めています。そうしたデジタルを活用したビジネスプロセスを経営がリードできるような意識改革とか教育も必要かなと思います。

私自身は制御システムのエンジニアで、鉄鋼プラントのエンジニアリングをして、海外

にビジネスを展開していたのですけれども、当時、物が世界で売れた高度経済成長期の時代でした。当時は現場でインフラも含め、いわゆるよい製品を作って、優れたシステムで競争力があるビジネスを実現できていたのですけれども、それは、デジタルをプラントとか工場の現場で活用しながらシステムを実現した結果です。信頼性の高いシステムを実現しようとする信頼性の高い製品が必要になるし、逆にそれをつくるためのシステムをどうしたらいいかということにもなる。つまり、デジタルに関連したシステムを改善する循環があって、の中で強い製品事業にもなっていたような気がします。それが、その後はリピートになって、同じことをやりながら、分業化しながら、だんだんとイノベーションを産み出さない構造になっていきました。これは私の反省事項なのですが。そういうこともあり、システム、デジタルというのが、昔の物づくりの頃の日本の競争力をつくったということのを思い返してみてもはいかがかなと思いました。

それとS Xに関しては、私自身、今、ヨーロッパのお話をいろいろと聞いたり、アメリカを見たりしているのですけれども、環境とか資源の問題などの社会課題の解決を目指して、世界のビジネス環境が変化しているように感じます。しかもそれをデジタルを活用しながらビジネスモデルの変革を起こそうとしているというのが、ドイツを中心にしたインダストリー4.0の世界です。そこではデータスペースのような考え方を持っていて、いわゆるデータモデルを規定しながら、将来のAIでデータを活用する世界をつくろうという話を進めています。逆に言うと、データをモデル化して規格化することで、いろいろなところでそうしたAIを活用したサービスが同じように使えるようになるのです。

例えば、パソコンでもスマートフォンでもいいのですけれども、TeamsとかWebExとかリモートワークに利用したり、Office365、マイクロソフトの製品を皆さんも様々な業務に使っているのではないですか。それが今度は、データモデルが規定されて、例えばヨーロッパのサービスがそこで使えるようになったときに、今我々が日本の通常のオフィス業務で使っているところが、物づくりの製造現場などのビジネスで実際に物をやり取りするところまで入ってくる可能性があるのです。

だから、ヨーロッパの企業というのは、今のサーキュラーエコノミーなどで、いろいろな社会課題の解決を見ながら、新しい社会システム、産業システムを彼らは作り上げようとしていて、そこを決して忘れないことが必要です。逆に言うと、日本の中でもそういうS Xに入り込みながら、欧州と同じようなサーキュラーエコノミーで産業界をまとめて、そういうシステムを実現していく、DXをやっていくというところを併せてやっていかな

いとまずいのではないかと思います。

日本自身が競争力を持たない今の事業構造になったのは、やはり商流とか金流とか人流とか物流、そういうもののリアルな世界での効率性が非常に悪いことがあります。スピード向上を図るにも、いろいろシステムが複雑に絡み合っただけでなかなか難しい話があって、やはり次の時代、産業戦略的に言うと、そういうところをきれいにしながら、逆に今ヨーロッパが目指しているようなグローバルでの産業システム、エコシステムを自分たちが抱え込むような戦略を練らないとまずいのではないかと思います。そういうことをやれば、いろいろなグローバル企業が日本に寄ってきて、一緒にやりましょう、国内にも立地しましょうという環境ができるので、恐らくそういう視点でいろいろなことを考えていったほうがいいのではないかと思います。

それと、イノベーションの加速の話、事業ポートフォリオの入替えみたいな話もあります。そういう企業の事業変革に向けて、12月に公開されているのですが、米国ではDX後の企業の姿を描いて、いわゆるエンタープライズアーキテクチャを描くことが非常に重要だということで、データサイエンティストを抜いて、データアーキテクトというのが今、人気ナンバーワンになったのです。

米国の企業価値の中でGAFAMの人たち、ああいうプラットフォーマーが図抜けて高いではないですか。そういう企業をどのような形で作り上げたかという話を考えるときに、データサイエンティストのような人も必要ですが、その前に、そういう企業を目指そうとすると、いわゆるエンタープライズアーキテクトが必要になります。これはいわゆる事業のアーキテクチャをつくる人たちなのです。

だから、今のAs is（現状）の企業の事業構造を、あるビジョンの下にある戦略を立てて、目指す事業構造にしようとしたときに、そのアーキテクチャをどうしたらいいのだというのを設計するのがビジネスアーキテクトです。そのアーキテクチャの中に例えばどういうケイパビリティが要るのかを見いだして、1つは人材育成もある、研究開発もある、もう一つはM&Aがある、そんな中で事業を組み立てていくというのが、そういう人材のやっていることです。

恐らくそのようなことを考えながら経営者としてはデジタルの分かる人間を入れて、基本的にはデジタルを活用しながら企業経営を変えていくようなモデルで、今のポートフォリオの入替えも、イノベーションの加速みたいな話も実現できていくのではないかと思います。

いろいろな意味で、日本の中には現場の力みたいな話はあるので、そこをいかに生かすかということがありますが、それを次の産業競争力に活かすには、ある意味で個社に閉じない形で、企業が連携して、その環境をつくらなければいけないと思います。だから、本当は産業全体の事業をどうするかというエンタープライズアーキテクチャの目線で、例えばどういうエコシステムをつくったら日本の産業界がもっと伸びるのだろうかというのを想定しながら政策を打っていくようなことも考えていく必要があります。結局いろいろな企業が単独でやっているところを、本当は多様性を持っていろいろな議論ができたほうが良いのではないのでしょうか。やはりイノベーションを起こすためには、そういう知の統合とか知の持ち寄りみたいなのが必要です。そういう環境をつくっていかないと、日本の中のイノベーションの加速、また企業ごとの事業ポートフォリオの入替えみたいな話はなかなか難しいのではないかと思います。

所得向上に関してはいろいろ思いがあるのですが、私自身、自分が育った環境で言うと、先輩たちがこういう企業になりたいという目指す姿を言ってくれたのです。To be、私は元経団連会長の中西さんとか日立製作所の会長の東原さんと同じ工場にいましたけれども、1つの独立採算の事業体としての工場がありました。その中で俺たちが世界に冠たるシステム取りまとめ工場になるという、いわゆる講堂に垂れ幕が貼ってあって、目指すのは、当時のデジタル技術を活用して、制御システムの分野で世界を席卷するということを言っていたのです。だから、我々がいた時代、いわゆる高度成長期、1980年、90年代までは、世界各地100か所、200か所ぐらい私も行きましたけれども、そういうところに機械・電機製品を含めたインフラシステムを輸出していたのです。それぐらいの勢いがありました。これはTo be（将来像）を設けて、みんなそこを目がけていろいろな技術開発もやる、システム開発もやる、そんなことをやってきたからだと思います。

だから、同様にTo beを描きながら、さっき言ったエンタープライズアーキテクチャに必要なケイパビリティ等を見極めて、そこに合わせた形で人材を育成していくということをやらないと、多分そういう事業体は実現できないのではないかと思います。

最近、やはり英語ができないと駄目みたいな話が1つ重要視されて、本当の専門性を持った能力はあまり言われなくなっている部分もあったり、逆に専門性を持っていても、海外のビジネスは欧米の企業をM&Aしないとできないみたいな話を皆さんされるのですが、昔の日本企業は、海外に行って対等に戦っていたのです。もう一回そこを思い出して、つくり直すようなことを経営陣が考えて育成をしていくことを考えていかないと、本来の日

本の強さを活かした形での再構築はできないのではないかと思います。

そのためには、やはりマネジメントを含めたりカレントとカリスキリング教育のような話をしっかり企業の中にも定着させて、外にもつくり上げていく。そして、それぞれの企業のデジタル武装した人材、個々の人材とデジタル武装した組織をつくるようなイメージを持って、今のいろいろな教育とか支援みたいなことをやっていかないと、日本は再構築できないのではないかと私自身は思っています。

勝手なことを言って申し訳ないですけれども、以上です。

○伊藤元重部会長

どうもありがとうございました。それでは、滝澤委員、お願いします。

○滝澤委員（学習院大学 教授）

国内投資の拡大に関して、もう少しだけ追加して申し上げたいのですけれども、門間先生もおっしゃっていましたが、失われた30年の中で株価は上がっているのですが、通常、株価が上がると設備投資も歩調を合わせて増えるはずなのですけれども、そうならないというパズルがあって、3つ理由があると。

1つは、無形資産投資に回っていたのだという話なのですけれども、伊藤邦雄先生もおっしゃいましたが、日本は無形資産投資は増えていませんので、それは合っていないと。2つ目は、市場集中度が上昇して、Evil G A F A理論ですね。大きなところが若い企業の芽を摘んでいる。そこで新規の投資が行いにくくなったという話もあるのですけれども、それも当てはまらない。3つ目は、門間先生がおっしゃいましたけれども、海外直接投資の影響で、やはりそこなのだろうと思います。

ですから、そうした意味で、逆に対内直接投資が重要になってくるのかなと考えております。従来から指摘されていることなのですけれども、やはり日本は対内直接投資の土壌が、手続が煩雑だとか、ドゥーイングビジネスのランキングを見ても高いほうではないので、そういうところを改善していく必要があるのかなと思うのと、あと半導体は今、政府が補助金を出していますけれども、ほかの分野での参入拒否といったことは行わないようにして、自由に国を開いてといいますか、対外直接投資が増えたために地方の工場の閉鎖があって地方が衰退したという話がありますけれども、逆に対内直接投資を増やすことでスピルオーバーといったことも期待できると思いますので、政府はそういったことに気をつけるべきではないかと思いました。

以上です。

○伊藤元重部会長

それでは、長田委員、お願いします。

○長田委員（株式会社ヤンマーホールディングス 取締役経営戦略部長（CSO））

貴重なお話、どうもありがとうございました。

今回提起されている問題のうち、PBRが低いですとか、国内でのロールアップ、人員投資が起こらないですとか、そういった意味で企業全体の競争力が低い、企業価値が低いのではないかというところに関して意見を述べさせていただきたいと思います。

まず、実際の企業の行動であるとか、あるいは組織であるとか、そういった意思決定というのは、株主総会と取締役会で行われているわけです。この企業価値の低い企業が放置されている、お話にも出ていますPBRが低い企業が放置されているというのは、つまるところ、株主総会での決定が支持され続けているということが原因の1にあると思います。端的に言ってしまえば、株主もその機能を果たしていないということだと思います。

東証さんの株式分布状況調査というものを発見して拝読してみましたところ、2021年度で30%が国内の金融機関、20%が事業法人、30%が外国法人と。そうしますと、そもそも過半を支配する大株主でありながら上場しているケースを横に置きますと、これらの株主が価値の低い経営に対する信任投票をずっと行っているということではなかろうかと思うのです。

外国株主のうち、幾つかの企業さんはアクティビストと呼ばれているわけですが、いろいろなケースがあるので、全て肯定するべきかというのはちょっと置きますが、価値を向上せよというのがアクティビストの通常訴えていらっしゃるのと理解いたしますと、なぜ彼らだけが声を上げているのかということが逆説的には言えるのではないかと思います。

端的に言ってしまえば、国内の金融機関がその議決権を行使していないのはなぜなのでしょう。そうしますと、1つには対案がないということです。議決権を行使しようにも、A案とB案があれば行使のしようもありますが、B案がない。では、B案、対案をつくってまで国内金融機関が経営というものに対して何か票を投じていきますかと言いますと、またそれはそれで、彼らが本来すると思われる仕事というものを超えていくのだらうと思うのです。

ですので、ちょっとイレギュラーかもしれませんが、何となく思いつきで思いましたのは、こういったやむを得ず投資をある程度して、かつ企業価値が向上すると思いつているけれども、自ら対案をつくるという活動にまでは踏み込まない。なので、サイレ

ントマジョリティーです。そういうものの声を具体化するというスキームがあるといいのではないかなど。

例えば、日本では法律上、議決権信託というものはないかもしれませんが、海外ではあるわけです。議決権の行使を信託されて、実際、企業に対して経営の改善という形で案を示していく機能を、株主を集めて機能させるみたいなきができたりしないのだろうか。これは、いわば低い企業価値に対して決して満足していたわけではないけれども、株式を手放すほどではなかったという層の圧力を具体化するということができないのかなど。経営陣というのは、期待値に対して合理的に行動するわけですから、伝えられていない期待値に対して合理的に行動したりはしないと思うのです。なので、期待値を具体的に高める、認知されている期待値を高める、そういうことはできないのかなというのが1つ思ったことでした。

また、追加として、議決権行使に関する助言会社というものが欧米にはあるわけですが、国内にはないのかなど。そういう意味では、そういった対案が出てくる状況を見越したときに、さらに株主としてこういう決定をするべきではありませんかということ提言するような存在ができてくると、株式市場全体がマチュアな方向に向かっていくのではないかなというのが1つ思ったことでもあります。

当然、合理的な行動を取るに当たって、それに対するインセンティブ、企業価値が上がってうれしいというインセンティブも効いてくる必要があると思いますが、これは事務局から提示された資料の中にエクイティー、企業価値と連動した報酬制度ですとか、いろいろな御提言がありましたので、そちらの案でいいのかなと思っています。

また、次に取締役会レベルでの意思決定ということですが、意思決定というのは過半数ですので、過半数が社外役員になる、その社外役員が過半数になった状態で決定が行われるということになって初めて、実際意思決定に対するドライブがかかるということなのだろうと思います。

ただ、現状、やはり日本国内の経営者層を見たときに、いろいろな会社を経営して、実際、社外役員としてプッシュも含めて攻めるという意味で、経営を正しくこういう方向に行くべきだという議論をし、またその決定に参加していける、こういった人材はそんなに多くないというのは事実だと思います。これは10年、20年かけてそういう状態に持っていかなければならないという意味では、いきなりそれを法制化して何とかしましようというよりは、そういった人材育成ですとか経営陣育成といったものが大前提として重要なのか

など。ロング・ターム・ゴールというのですか、そういった考え方でそのような形に移行していければよいのではないかと。

最後になります、経営者そのものの流動性も含め、やはり労働流動性、労働力の流動化なくして賃金上昇の議論は非常に難しいのかなと。これは、日本企業全体がまだ終身雇用がほとんどであり、年功序列も非常に強く残っている。そういった背景の中で、どうしてもインフレ見合いの賃金上昇ぐらいの議論にとどまってしまうのは事実だと思うのです。労働力の流動化が起こってきたときに初めて価値に対する賃金という考え方が生まれ、その中で当然、よい人材を競り合って採っていくということが生まれるのではないかと思いますので、労働力の流動化をどう実現するのかということは非常に重要な課題なのではないかと思っています。

法制度では既にいろいろできるようになっている中で、何でそれが起こらないのですかと。これはあらゆる意味で、国内企業、いろいろな部門、そういったもの全体がサイロ化してしまっている状況にあるのかなと。そういう意味では、これは解はないのですけれども、一種の文化変容を起こしていこうということを国を挙げて考えていく必要があるのではないかと。そういったイニシアチブを幾つか打ち込んでいかないと、どんな制度をどうそろえたとして、なかなか全体として活用されないということに尽きていくのではないかと思います。

以上です。ありがとうございました。

○伊藤元重部会長

どうもありがとうございました。それでは、オンラインから橋本委員、お願いします。

○橋本委員（日本製鉄代表取締役社長）

今日はいろいろと勉強させていただきました。ありがとうございます。

鉄という古いのですけれども、脱炭素、あるいは人手不足等々、極めて新しい課題に直面している企業を実際に経営している立場から思うことを、ポイントを絞ってお話します。

先ほどからいろいろな議論があって、国内投資が足りない、あるいは企業価値が低い、賃金が上がらないとありますけれども、みんなそのとおりです。根っこは、やはり日本の事業がこれまでもうかっていなかった、ということだと思います。経常利益は伸びたけれども、とありましたが、ほとんど海外で利益を出してきたということで、世界連結では利益を上げてきていますけれども、国内に絞って、いわゆる単独ベースでは利益はあまり

出ていないわけです。弊社の場合でも、実は人も設備も経営資源を国内に最も投資しているのですけれども、海外でもうけて国内の事業を維持している、というような実態でありました。

したがって、国内での事業を、どのようにすれば欧米並みに利益を出せるか、ということを経営者として真剣にやっていかなければいけないし、それが先ほどからの日本全体のいろいろな課題を解決していくことにつながると思っています。

もうかっていないのは明らかですね。配当を増やしてきたといっても、先ほど伊藤先生からもありましたように、総合還元については欧米に比べてまだ低いし、役員の給料が上がってきたといっても、海外に比べたら極めてお恥ずかしい次第であるわけです。そういうことを考えますと、もうからない一番の根本的な理由は、企業物価が安いということです。企業物価が低過ぎるであるがゆえに賃金も上げられないということで、その根っこは余力を抱えているということです。ある業界の中で企業の数が多過ぎる、あるいは個別企業の中にも余力がある、ということです。

したがって、役割を終えた事業、設備は、取捨選択の中で淘汰していかざるを得ない。余力があったら投資できませんから、投資をするためには選択と集中を徹底するというので、余力を抱えている個別企業もそうですし、業界全体、国全体もそうです。先ほど御指摘があったとおり、余力があるから既に人手不足が相当起こっているにもかかわらず、賃金が上がらないというわけです。

物価が上がったから賃上げという議論はおかしい、という栗原さんの指摘もそのとおりで、人手不足への対応の1つが賃上げということにすぎないわけであります。また、賃上げをしたから人手不足が解決するということは、マクロにはあり得ません。やはり生産性を上げるということなのですけれども、もうからないと生産性を上げるような投資もできないということで、よって立つところは、企業物価が低過ぎる、その原因は余力があるということです。オールジャパンで余力を削るということを推し進めなければいけない。これは大変厳しい話でありますけれども、それを一回経ないと、日本の投資はなかなか盛り上がらない。

日本企業は、別にイノベーションしていないわけではないのです。今でも海外でいろいろな投資をして、利益を上げているということは、要は社会実装、設備投資になったときに、残念ながら日本よりも海外をこれまでは選ばざるを得なかったということです。ただ、ここにきて脱炭素ということ、あるいは先ほどの人手不足等、各企業経営には大きなプレ

ッシャーがかかっているわけです。脱炭素で新商品ができるという局面と、新技術を生まざるを得ないという局面と両方あって、チャンス、リスク両面あるわけですが、いずれにせよ脱炭素に対応しないと生き残れないのは明白であります。それから、繰り返しですけれども、これからますます厳しくなるであろう人手不足への対応が必須ということです。

こうすることで、おのずと企業経営にはプレッシャーがかかっていますので、ある意味で言うと、ここで一気に挽回するチャンスでもあるし、今回挽回できなければ、なかなか難しいのではないかと思います。

例えば、中国との競争というときも、今までは、どうしても内需が大きいところには日本は勝てないということだったのですけれども、脱炭素となれば、いわばゼロクリアで新しい競争なわけです。コストが1,000円、2,000円勝つか負けるかという話ではなくて、100ドル単位でコストが変わってくるという新しい競争なわけです。

G Xで何か自動的に成長産業が生まれるということはありません。G XはG Xという新たなグローバル競争ということでもあります。今まで負け続けてきた日本企業にとって、脱炭素というのは、ある意味ではゼロクリアでチャレンジできるという事です。日本企業は開発力をまだ有している、あるいは産業連携力がまだ残っているわけで、そういう意味ではチャンスといえます。プレッシャーもかかっているし、ゼロクリアで新しい競争になっているということでもありますので、ここで一気に挽回しなければいけないと思います。そのためにも、まずゼロ番地として、オールジャパンで余力を削るということに国としても企業としても覚悟しなければいけないということだと思えます。

したがって、雇用を守るとか、そういうことばかりではなくて、流動化ということで行くと、解雇の規制の問題も真正面から取り組まなければいけないということです。世界で戦えるものに徹底的に集中するというので、選択と集中をオールジャパンで行っていくことがゼロ番地であろうと。その上で、脱炭素を1つのきっかけに、産業競争力を取り戻していくということではないか。それができれば、企業価値もおのずと上がりますし、賃金も上げていけるということだと思えます。

以上です。

○伊藤元重部会長

どうもありがとうございました。それでは、オンラインで平野委員、お願いします。

○平野委員（シナモンAI 代表取締役CEO）

ありがとうございます。

成長と賃上げの好循環を目指すためには、新陳代謝をいかに早められるかということだ  
と思うのですけれども、そこで重要なのは、将来性がある会社がしっかり評価されて、資  
金を集められ、そして将来性のある分野に投資をして成長していく、そして将来性のない  
会社は退場してもらうということだと思います。

私自身は、マクロ経済だったり大企業の中に長くいた経験があるわけでもないですし、  
スタートアップの一経営者として思うことではあるのですけれども、上場企業の出す中経  
だったり、IRの資料を読んでいると、非常に分かりにくいと思うのです。例えば最近だ  
と、DXをやりますとどこの企業も書いているのですけれども、デジタルトランスフォー  
メーションの何のトランスフォーメーションを目指しているのかというのが書いていない  
のに、どうやって判断するのだろうと正直疑問に思うのです。

もちろん、スタートアップの場合、通常、事業が1つなのに対して、上場企業の場合は  
複数あるので、複雑性は増すと思うのですけれども、それにしても中経だったりIRを読  
んだときに、この企業が伸びていくのか、それとも伸びていかないのかというのが、スタ  
ートアップに比べて圧倒的に分かりにくいと思います。

ちなみに、通常、初期のスタートアップの場合だと、ピッチデッキといわれる資料を投  
資家に対して作るのです。うちの会社はこういった事業をやろうとしているのです、こん  
なに魅力的なのですということを書くわけなのですけれども、ほとんどの項目がテンプレ  
ート化されています。いろいろなテンプレートがあるのですけれども、私はセコイア・キャ  
ピタルのテンプレートが好きなので、後ほどチャットで共有しようと思っているのです  
が、参考までにどういった項目があるのかを御紹介しますと、一番基本的なところに来る  
のは、何の問題を対象にするのかということなのです。

ちょっと話がそれると、新機軸で6つの社会課題を設定しているので、新機軸の議論の  
発展のさせ方が好きなのですけれども、戻って、どうやってその問題を解決するのかだと  
か、どのマーケットを対象にしている、どのくらいのマーケットサイズなのか、そのマー  
ケットは今後伸びるのかとか、課題に感じているお客様の声はどういうものなのかとか、  
競合は誰か、競合に対してどういうアドバンテージがあるのか、経営陣はこの事業にマッ  
チした人材なのかとか、こういった幾つか押さえないといけないポイントがテンプレー  
ート化されているのです。

この辺りを押さえようとする、自然と魅力のある事業プランができてきますし、私自  
身もこれまでほかのスタートアップのピッチデッキを何十社と見ているのですけれども、

魅力度がかなり明確に分かります。それが実際にエクスキュートできるのかというのは、また別軸ではあるのですけれども、少なくともある程度はテンプレート化して、資料化して、外部の人間でも分かりやすいものができると思っています。

先ほどのピッチデックの項目で言うとアーリーステージの話で、私の？会社で言うと、もう少しレイトのステージなのですけれども、そのキーサクセスファクターは何なのかだとか、どのキーサクセスファクターにタックするとどこが伸びるのかとか、従業員のエンゲージメント指数だとか、もろもろと可視化されていって何が課題なのかだとか、そういったことが明確化されていくと感じています。

なので、私もまだまだ経営者として未熟ですけれども、経営というものは、ある程度再現性のあるものなのかなと思うのです。もしかしたら大企業の場合、外に計画を出すに当たって、わざと分かりにくくしている部分もあるのかもしれないのですけれども、いずれにせよ私が申し上げたかったことは、スタートアップにおけるピッチデックみたいに、もう少し中経だったりIRだったり、外部の人が成長性が分かるような形にする。そういった指針があると新陳代謝が進むのではないかと思うのです。

弊社もDXとかAIとか、いわゆる高成長マーケットにいるのですけれども、やはり社員の方の給料がどんどん上がって行って、年間十数%でも平均賃金が上がっていているのです。なので、新陳代謝が進んで、将来性のある企業が資金を集められて、しっかり投資をして、成長していくといった当たり前のことが起きていくと、自然に成長と賃上げの好循環は進んでいくのではないかと思っております。

以上となります。ありがとうございました。

○伊藤元重部会長

どうもありがとうございました。

委員から一通り御意見いただいたのですけれども、時間もあまりないのですが、私も2つか3つだけ、皆様がおっしゃらなかったことをコメントさせていただきたいと思います。

1つは、賃金が上がることのメリット。もちろん所得が増えて消費が増えればいいのですけれども、皆さんの議論の中でもちょっとあったと思うのですが、賃金が上がっていくプロセスは多分、企業間とか産業間で賃金格差が広がってくる、それによって循環のメカニズムが働く、今の平野さんの話もそういうことですよね。成長する企業は賃金が上がってくると。

すごく昔に最適なインフレ理論という議論がありまして、どこまで現実的か分かりませ

んけれども、もしマーケット全体がゼロ%インフレだと、いい企業は2%ぐらい賃金を上げるのだけれども、悪い企業はなかなかマイナスにできないと。だから賃金格差はあまり大きくないのだけれども、物価上昇率が2%になると、いい企業は4%賃金を上げて、悪い企業はゼロ%だと。賃金の下方硬直性みたいなのを想定すると、要するに賃金上がるということは、全部が上がればそれはそれでいいのですけれども、むしろ今日のような議論だと、あえて賃金格差を容認するわけではないのですが、伸びるところはどんどん伸ばしていけるようなことをやらないと、全員の賃金上がるまで待っていると、多分時間的にも非常に難しいかなと。

2つ目の感想は、国内投資を増やさなければいけないということは物すごく大事なのですけれども、誰が国内投資するのかということをもう一回、少し要因分析をしておく必要があるのかなと。多分3つしかないのです。国内の大企業。それは今海外に行っちゃって、日本に来ていないという話をしている。2つ目は、滝澤さんがおっしゃったように、ほかの国では出ていく直接投資と入ってくる直接投資が結構バランスしているのですけれども、日本は、少なくともこれまでは海外からの直接投資がなかなか来にくかった。だけれども、それはTSMCの話もあるし分からない。ここは大きなポイントかもしれない。3つ目は、またこれから議論するのもかもしれませんが、アメリカだったら、国内の既存企業は、仮に国内にたくさん投資をしなくてもGAF Aがあるわけです。あるいはスタートアップが非常にあるわけで、日本はなかなかそこが厳しかったのだけれども、ここもこの委員会の1つの大きなアジェンダだと思うのですが、これまであまり投資でなかなかメジャープレーヤーになっていなかったところにもうちょっと期待できないかというのはあるのかなと。

それから3点目は、これはここで既に申し上げていることなのですが、投資を増やすというのは、ミクロ政策というのですか、今日言ったような議論もあるのだけれども、マクロの話に近いようなところがある。そうすると、マクロ的に目に見えるような形で日本の投資を増やすために何をやるのですかというのと、やはりここに出てきている産業政策と財政政策の組合せみたいな話になってくるわけで、例えば20兆円の基金を設定して、それでGXにいろいろな形で動かしてくると10年で150兆円投資できるというのが経済厚生の方。

これを実現するためには何が必要なのかとか、あるいはこういう分野が例えばDXのようなどころでもあるのか。例えばTSMCの補助金を出して来てもらえれば、それが何倍

かになって投資で返ってくるかとか、そこをもう少しきちっと議論してみたら、政策論議として広がってくるのかなという気がします。

何か大臣から。

○飯田経済産業政策局長

すみません、大臣は国会で残念ながら参加できないのですけれども、滝澤先生に御質問をしておくよという宿題をもらってまして、東大の杉先生がおっしゃっていることらしいのですけれども、日本では生産性の高い企業が退出して、生産性の低い企業が温存されているという指摘があるのですが、さっきちょっとお話しありましたけれども、最近の状況と、なぜそういう状況が生じているのかと。私どもがやっている無利子・無担保融資のような、ある意味そういう仕組みがむしろ温存しているということなのかというお話。

それから、開業と生産性の関係について最近の状況はどうかということ。

それから、これは門間先生と滝澤先生に、これは御存じかどうかあれですけれども、ミクロでは、若者は3年で3割辞めるといった指摘が一般的にあるのですが、マクロの動向としては、労働移動の現状についてどのように御覧になっているかということをお聞きするよということなので、すみません、よろしくお願いします。

○伊藤元重部会長

どちらが。では、門間さん。

○門間氏（みずほリサーチ&テクノロジーズ エグゼクティブエコノミスト）

最後の御質問の労働市場の移動ということですが、確かに若い人、それなりには転職が増えているという話は聞くのですが、マクロのデータってあまりないのです。私の知っている限りでは、通常は雇用動向調査の転職率とか、ああいうのを見るのですけれども、あれも2020年ぐらいまでしかなくて、ごく足元はよく分かりません。

2020年ぐらいまでの状況だと、ほぼ横ばい圏内で、年ごとにフラクチュエイトしているという感じですね。90年代に比べると、最近の10年ぐらいはちょっと上がっているみたいな、そういう感じには見えますけれども、近年、目に見えてマクロの指標で確認できるかということ、ちょっとまだ確認できない状況です。

○滝澤委員（学習院大学 教授）

全て非常に重要なポイントかと思います。最初に御質問いただきました生産性の高い企業は退出して、生産性の低い企業は温存されているとの指摘は最近どうかということなので、そういった部分はもちろんあると思います。従前、主張されていたパ

パフォーマンスの高い企業や事業所の海外移転等で、そういった効果はもちろんあると思うのですが、それ以外の説明も最近出てきていまして、見かけ上、退出しているように見える高パフォーマンス企業の一定程度がほかの企業に買収されたという研究報告があります。

ですから、ある意味、高いパフォーマンス企業を買収して、栄養のある食べ物を摂取した人のように、その後さらに企業が成長するという文献がありますので、退出については、データを細かく見ていく必要があるのかなと思います。それが1点目です。

それから、政策につきましては、今まさにいろいろな先生方が研究しておりますので、その結果を待つ必要があると思いますけれども、どうしてそのような現象が生じているのか。政策の影響ですけれども、やはりオールドファッションな中小企業政策とか、あとは退出を致命的な失敗と考える日本の社会風土とか、そういったいろいろな複合的な要因が影響しているのかなと思います。

無利子・無担保等は、一橋の植杉先生のチームがR I E T Iから研究成果を発表されていますけれども、ゾンビ企業、あるいは低生産性企業がより利用する傾向があったということは確認されています。ただ、それ自体は悪いことではなくて、ネットプレゼントバリューが正だったら、そういったところにも貸付けをする価値はあると思いますので、それ自体は悪いことではないのですけれども、その後どうなったかというのを今後追っていく必要はあるのかなと思います。

開業と生産性の関係について、最近の動向ですけれども、私どもは国税庁の法人税データを使えるようになりまして、そこで分析をしているのですが、2010年代半ば以降、開業率は上昇傾向にあると考えています。米国の研究では、新規参入の拡大は、既存企業に比して生産性の高い企業が参入していくことによって、経済全体の生産性が拡大するというストーリーがありますので、開業率を上げていくということは非常に重要なポイントではないかと思います。

最後、労働移動についてですけれども、門間先生がおっしゃったように、適切なデータはなかなか難しいのですが、私が先日、日経の経済教室で執筆したときに用いた統計は、自発的離職者数を非自発的離職者数で割るというデータなのですけれども、そのデータを見ると、コロナで一旦低下したのですが、そこへ至るまでの2010年代を通じて、その比率が一貫して上昇傾向を示していたので、労働という資源がより活発に前向きに循環するようにはなっていたのかなと思います。

ただ、ミクロのJob-to-Jobのデータがないのです。転職して、その後賃金はどうなったかとか、そういったデータがありませんので、そこを政府には提供していただくと分析できるかなと私自身は思っています。

以上です。

○飯田経済産業政策局長

ありがとうございます。

### (3) 西村経済産業省大臣御挨拶

○伊藤元重部会長

どうもありがとうございました。ちょっと時間が超過して申し訳ありません。一応、本日の議論はここまでとしたいと思います。

本日は、西村大臣が国会対応で御欠席のため、経済産業政策局長の飯田局長に大臣の御挨拶を読み上げていただきます。

○飯田経済産業政策局長

すみません、ちょっと長いのですけれども、御真筆なので少し早口で読ませていただきます。

国会で欠席になりましたが、議論の詳細については事務方からしっかりと報告を受けたいと思います。

所得の向上について、国内の審議の動向を見ると、直近の10月、11月の実質賃金は2か月連続で2%を超えるマイナスとなりました。世界的な物価上昇圧力の中で賃金の目減りが続けば、個人消費の冷え込みに歯止めがかからなくなり、日本経済の衰退は不可避です。今年こそ経済 だという危機意識を持って、これまで低く抑えられてきた部分まで挽回するつもりで賃上げを行わなければいけないという強い思いを持っています。

本日示されたデータや、その後の御議論もあったと思われましても、失われた30年の間、時間当たりの労働生産性は47%上昇しているにもかかわらず、実質賃金の上昇は僅か5%になっています。また、労働市場の逼迫が顕在化し、過不足を示す指標もコロナ前の水準に戻りつつある中、賃金が上昇する素地はあるにもかかわらず、長らく賃金は上昇していないという状況です。

ある調査では、東大生、京大生が関心を持つ企業の上位10社のうち8社が外資系コンサ

ルタントとなっており、このままではその優秀層は海外に流出してしまいます。海外企業や外資系企業との人材獲得競争で負けないためにも、優秀な人材にはしっかりと賃金で報いていただくことが必要です。

物価上昇圧力に対応するとともに、長く続いてきたデフレから脱却し、経済を再び成長軌道に乗せるためには、まさに今年の賃上げへの取組が勝負です。未来への投資、変革への挑戦として大胆な賃上げを期待するとともに、とりわけ中小企業の賃上げの原資の確保につながるよう、価格転嫁対策と生産性向上を徹底的に進めます。

私自身、賃上げのモメンタムづくりに向けて、来月にも賃上げに積極的な大企業、中小企業と車座を囲んで議論したいと考えています。こうした企業の前向きな取組を私も先頭に立って具体的に発信し、横に広げていきます。

国内投資、イノベーション、特にグローバル大企業、その上で企業の持続的な賃上げには原資が必要であり、国内投資、イノベーションを通じた付加価値の拡大、創造が不可欠です。国内投資については、今年の補正予算の効果も加わり、来年度の設備投資は過去最高水準の100兆円という見通しが示されました。こうした動きが腰折れせず、中長期的に継続していくことが重要です。そのためには世界中で事業を行う企業にとって、日本国内の投資を魅力的にする必要があります。政府としてはGXを皮切りに、2030年以降をも見据えた社会課題解決の長期シナリオを描くことで将来需要の確実性を高め、例えば海外に引けを取らない複数年支援とするなど、企業の予見性に配慮して取り組んでまいります。

こうした政府の政策と企業、投資家をつなぐ意味でも、企業には社会課題解決を成長に取り込むSX経営を進めていただきたいと思いますと考えています。コーポレートガバナンスは浸透してきましたが、形式的な事例も見られがちです。イギリスなど海外の取組を参考に、官民で実効性を高める取組を検討します。

いわゆる新陳代謝についても、近年、変化の兆しが見られます。今こそオープンイノベーション、つまりM&A、事業再編の強化が必要です。18年前に買収防衛支援を策定してから大きく環境が変わる中、買収をめぐる当事者の予見可能性を向上させるため、指針の見直しに取り組みます。

また、GXに向けて大企業同士の共同事業も重要です。過度な競争法のコンプライアンスに陥ることで検討が滞ることがないように、関係省庁と連携してガイドライン策定など、競争政策上の対応を検討します。

国内投資の拡大、イノベーションの加速、所得向上という3つの好循環に向けて、今後

5年間は集中投資期間です。経済産業省は、変化の時代にリスクを取って、投資、賃上げを進めていく企業を支援していきます。本日の議論をしっかりと政策に反映していきます。

以上でございます。

## (5) 総括

### ○伊藤元重部会長

どうもありがとうございました。

それでは、最後に私から今日の議論を若干総括させていただきたいと思います。

第1点、今年の賃上げの重要性。いろいろなこととお話しされたのですが、賃金が十分に上がらなくて、個人消費が弱いことが日本経済の成長のネックであることを確認させていただきました。今年を循環の元年にとの話もありました。そのためにも経営者のリーダーシップに期待したいと。

労働需給の逼迫との関係もあって、経営者の決断、背中を押すような機運の醸成も有効であって、大臣は賃上げの車座に出られるそうですけれども、そういうところにも期待をさせていただきたいと思います。

それから、本日の議論全ての個別アジェンダに反映するという論点で、持続的な賃上げには企業の原資確保のため、国内投資やイノベーションとの好循環が不可欠になります。本日の議論は、政府の新機軸政策と大企業の経営をつなぐOS、我々がOSと呼んでいるところになるわけで、事務局には今後、14ある全ての個別アジェンダについて本日の議論を反映して検討するようにお願いしたいと思います。

それでは、時間もちょっとオーバーしておりますので、本日の議論はこれまでにしたいと思います。委員の皆様におかれましては、長時間にわたり活発に御議論いただきまして、ありがとうございます。本日の議論を踏まえつつ、検討を進めていくこととしたいと思います。

最後に、事務局から何かあればお願いします。

### ○梶産業構造課長

特にはないです。大丈夫です。

### ○伊藤元重部会長

では、以上で会議を終わりにしたいと思います。どうもありがとうございます。

—了—