

第1回 産業構造審議会 経済産業政策新機軸部会 価値創造経営小委員会 議事録

日時：令和7年2月4日（火）12:30～14:30

場所：経済産業省本館17階第5共用会議室（オンライン併用）

1. 出席者

<委員>

【対面】沼上委員長、唐木委員、木股委員、工藤委員、後藤委員、三瓶委員、中神委員、日置委員、日比野委員、松田委員

【オンライン】富田委員、宮島委員、山口委員

（欠席：加賀谷委員）

<オブザーバー>

【対面】公益社団法人日本証券アナリスト協会

【オンライン】一般社団法人日本投資顧問業協会、株式会社東京証券取引所、金融庁

2. 議題

- ・企業の成長戦略を中心とする社会システム・政策体系の構築に向けて

3. 議事概要

<開会>

○事務局（日野課長） 定刻少し前となりますが、ただいまから「産業構造審議会経済産業政策新機軸部会価値創造経営小委員会（第1回）」を開催いたします。

本日、進行役を務めます、経済産業省経済産業政策局産業創造課長の日野でございます。よろしくお願いいたします。

委員及びオブザーバーの皆様におかれましては、大変御多忙の中、御出席いただきまして、誠にありがとうございます。

本日の小委員会につきましては、対面とオンラインを併用した形での開催とさせていただきます。

まず、開会に当たりまして、経済産業政策局長の藤木より御挨拶申し上げます。

○藤木局長　経済産業政策局長の藤木でございます。座って御挨拶させていただきます。

今日は、皆さん、お忙しい中、お集まりいただきまして、ありがとうございます。

経産省はいろいろなことをやっているわけではありますが、この国がどうやって成長し、人を惹きつけ、そして未来のある経済、あるいは社会環境をつくっていくかが一番重要なことだと思っています。

先日、閣議了解した政府経済見通しでは、デフレギャップはずっとマイナスの状況が続いていたのですが、これが来年度にはプラスに転ずるだろうと示されました。つまり供給力が制約される時代になってきたということであり、まさにこれから日本の潜在成長力をどう高めていくかという重要な局面になってきていると思っています。

そういう中で重要なことは、企業の皆さんに、この日本というステージで、いかに成長を遂げていただけるか。そのためには、設備投資に限らず、研究開発投資や人的投資など、様々な前向きの投資に思い切って取り組んでいただく環境をどうつくっていくかが大変重要な課題ではないかと私どもはと思っています。

こういった思いで、ずっといろいろな政策を取ってきていますが、過去やってきた政策の中には、必ずしも思ったとおりの成果を発揮していないものもありますし、これから成果が期待できるものもあります。いろいろあると思います。

1つは、私ども、コーポレートガバナンスでは、いろいろなルールメイキングをやってきましたが、これがかなり長足の進歩を遂げたことは間違いがない事実ではありますが、一方で、これがかえって企業活動を縛っている面があるのではないかという御批判もあるところ です。

それから、資本市場の改革にも取り組んでいます。企業活動の中長期的な成長戦略を支えるといった意味で、今の資本市場でさらに考えるべきことはないだろうかという、まだまだ議論の余地はあるのかなと思っています。

さらには、労働者との関係ですが、人的資本投資について、人が足りない経済になってきている中で、我々、さらに打つ手はないだろうかという論点もあろうかと思っています。

そして、何よりも、そういったものを支える政府のいろいろな制度や税制などについて、今、改めて見直す必要はないだろうか。まさに今、重要な時期だからこそ、我々はこれから成長に向けて何をしていかななくてはいけないのか。もちろん、日本全体のマクロの成長という観点がありますが、そのベースになるのは、それぞれの企業が成長戦略を実現できるような環境をどれだけつくっていけるかだと思っています。そういう意味で、この価値

創造経営小委員会は、ある意味、経産省の一番重要な部分の考え方を整理し、そして我々が取り組むべき方法を示していただく小委員会になるということでございます。

様々な角度から忌憚のない御意見をおっしゃっていただいて、今日は初回でございますので、いろいろ問題提起も含めて、皆様から御意見を賜れればと思う次第でございます。

どうぞよろしくお願い申し上げます。

○事務局（日野課長） 続いて、委員の皆様の御紹介をさせていただきます。

早稲田大学ビジネス・ファイナンス研究センター教授・沼上委員長。

○沼上委員長 よろしくお願ひします。

○事務局（日野課長） ブランズウィック・グループ マネージング・パートナー・唐木委員。

○唐木委員 よろしくお願ひします。

○事務局（日野課長） 関西経済連合会副会長／株式会社クボタ特別顧問・木股委員。

○木股委員 木股です。よろしくお願ひします。

○事務局（日野課長） 株式会社三井住友銀行代表取締役兼副頭取執行役員・工藤委員。

○工藤委員 よろしくお願ひいたします。

○事務局（日野課長） 富士フイルムホールディングス株式会社代表取締役社長・ＣＥＯ・後藤委員。

○後藤委員 よろしくお願ひします。

○事務局（日野課長） アストナリング・アドバイザー合同会社代表・三瓶委員。

○三瓶委員 よろしくお願ひします。

○事務局（日野課長） オンラインで御参加の、日本労働組合総連合会総合政策推進局総合局長・富田委員。

○富田委員 富田です。どうぞよろしくお願ひいたします。

○事務局（日野課長） 日本取締役協会副会長・企業価値向上委員長／みさき投資株式会社代表取締役社長・中神委員。

○中神委員 中神でございます。どうぞよろしくお願ひします。

○事務局（日野課長） 日本ＣＦＯ協会／日本ＣＨＲＯ協会シニア・エグゼクティブ／リ・デジグナーレ合同会社代表・日置委員。

○日置委員 日置でございます。よろしくお願ひいたします。

○事務局（日野課長） 日本経済団体連合会金融・資本市場委員長／株式会社大和証券

グループ本社特別顧問・日比野委員。

○日比野委員　　日比野です。よろしくお願いします。

○事務局（日野課長）　　東京都立大学大学院経営学研究科教授・松田委員。

○松田委員　　松田です。よろしくお願いいたします。

○事務局（日野課長）　　オンラインで御参加の、日本テレビ放送網株式会社報道局解説委員・宮島委員。

○宮島委員　　宮島です。よろしくお願いいたします。

○事務局（日野課長）　　以上の皆様に加えて、日本IBM株式会社代表取締役社長・山口委員にも委員として御就任いただいております、1時半頃にオンラインで御参加予定です。

また、一橋大学大学院経営管理研究科教授・加賀谷委員にも委員として御就任いただいておりますが、本日は御欠席となっております。

なお、唐木委員は1時半頃に途中退席、宮島委員は1時半頃に途中退席、後藤委員は2時頃に途中退席、富田委員は2時15分頃に途中退席の御予定と伺っております。

続きまして、本委員会のオブザーバーの皆様を御紹介いたします。

日本証券アナリスト協会・許斐様に御出席いただいております。

また、オンラインで、日本投資顧問業協会、東京証券取引所、金融庁様に御参加いただいております。

次に、配付資料の確認を行います。

経済産業省の方針として、ペーパーレス化を推進しておりますので、資料はお手元のタブレットで御覧いただければと思います。タブレットの使い方については、お手元に配付しております資料を御覧いただければと思います。

配付資料は、順に、資料1が「議事次第・配付資料一覧」、資料2が「議事の運営について」、資料3が本小委の委員名簿、資料4が事務局説明資料、資料5が加賀谷委員提出資料、資料6が三瓶委員提出資料、資料7が中神委員提出資料です。

タブレットの使い方につきまして、もし御不便がありましたら、お近くの担当者にお声がけいただければ対応いたしますので、よろしくお願いいたします。

では、議事の進行に移ります。ここからは、沼上委員長に議事の進行をお願いできればと思います。

それでは、委員長、よろしくお願いいたします。

○沼上委員長　　沼上でございます。自己紹介をするときは大体いつも、こういうガバナ

ンス等々の専門家ではなくて、腐った大企業の専門家だと。（笑声）大きい会社、成熟した会社の組織がどうやって腐っていくかという部分の研究をやってきたと自己紹介をすることにしておりますが、その意味では、大学に勤めているのは、極めて重要な参与観察の機会だと思っております。

私の専門からやや遠いところもございますが、今回の小委員会で、ぜひ皆さんといい議論ができるように頑張りたいと思いますので、よろしくお願いいたします。

それでは、早速、議事に入っていきたいと思いますが、まず、資料２の「議事の運営について」のとおりに進めていくということによろしいでしょうか。

（「異議なし」の声あり）

どうもありがとうございます。

それでは、メインテーマのほうに入っていきたいと思いますが、事務局から、資料４について御説明をお願いしたいと思います。

<事務局説明>

○事務局（日野課長） 御説明させていただきます。ちょっと駆け足となりますが、御容赦いただければと思います。

まず、企業の成長戦略を中心とする社会システムが求められる背景、まつわる現状と課題、論点の提供をさせていただきます。

成長戦略の実行の必要性について、デフレ脱却が進み、金利がある世界が現実のものとなっております。

さらに、GXやDX、巨額の投資競争が激しくなっております。

こうした状況を踏まえると、いま一度、企業の成長戦略の実行こそが重要ではないかと考えています。

３ページ目です。

こうした状況の中、企業が成長戦略を実行し、持続的な成長と企業価値の向上を目指すためには、成長戦略の策定とともに、成長期待を集め、積極的な投資を行うことが必要になると考えられます。

そのために、企業自身の御努力はもとより、企業を取り巻くステークホルダーに関わる社会システムと政策体系を再構築していく必要があるのではないか。そのあるべき姿を考えたいというのがこの審議会の目的でございます。

これをビジュアルとして全体像等をお示ししたものが4ページ目です。

企業が中長期目線で成長戦略を実行しようとした際に、企業自身で完結できるものもありますが、企業を取り巻くステークホルダーである資本・金融市場、労働市場、政府それぞれが成長戦略の実行を後押ししていくには、どのような役割を果たしていくべきか、社会システムの構築に当たって、構造的な課題は存在するのかといったことを御議論いただきたいと思っております。

例えば、資本市場と企業の関係では、企業は自社の中長期目線での成長戦略について開示を行う一方、投資家は中長期目線での議決権行使やエンゲージメント、株式保有によって企業を後押しする役割を果たすことが考えられますが、審議会での御議論を踏まえながら、この図をアップデートしてまいりたいと思います。

6ページ目では、この全体像に沿って、緑で囲ったカテゴリーごとに現状や課題を御説明いたします。

7ページ目、総論でございます。

日本の上場企業全体では、この10年間で売上高も当期純利益も伸びています。コーポレートガバナンスも進展しまして、研究開発、設備への投資金額そのものも伸びておりますし、M&Aの件数そのものも増加しています。

片や、コーポレートガバナンスが形式化しているのではないか。投資も、リスクを取る投資や人材投資が進んでいないのではないか。M&Aも国内案件は少なく、事業ポートフォリオの最適化に至っていない。

そうした結果として、この10年、ROEやPBRも、上がっている企業も多々おられますが、全体としてはそこまで上昇していないという現状かと思えます。

こうした企業が成長戦略の実行に踏み出せない背景には、企業のリスクテイクを阻むような社会システムにおける様々な課題があるのではないかと考えております。

8ページ目以降、様々なデータをつけています。

9ページ目で申し上げますと、設備投資、研究開発投資、人的資本投資につきまして、金額は増加しております一方で、対売上高比率では伸び悩んでいる。大胆な投資に踏み切れていないのではないか。

右下の図ですが、人材投資も低迷しているのではないかと考えています。

12ページ目でございます。

左下の図になりますが、日本企業について、規模が大きくなって多角化すると、営業利

益率が低い傾向にある。

さらに、図は、営業利益率が10%未満を黄色、20%まで黄緑、20%超を緑色でハイライトしていますが、右下の米国だと、多角化・巨大化、右下方向に向かえば緑色になるのですが、日本の場合だと、右下に向かうと黄色が多い傾向にある。ということで、日本では、機動的なポートフォリオの見直しができていないことが低収益の原因の一つになっている可能性がないかと思っています。

14ページ目、各論でございます。

まず、コーポレートガバナンスからです。

メインバンクシステムの縮小に伴いまして、相対的に株主の重要性が高まる中、国としてはコーポレートガバナンスを推進しまして、企業の持続的な成長、株主・投資家との価値協創関係の構築を目指してまいりました。

結果、着実に進展して、投資家との価値協創関係の構築に成功した企業は多々おられます。

他方、ペーパーワークに労働力を割かざるを得ない。長期目線の投資家の後押しを得ないままに、短期志向のアクティビストの影響力が大きいという状況にも直面しているのではないかと。結果として、企業の稼ぎが成長戦略の実行に振り向けられていないのではないかと。

こうした価値協創関係の構築に向けたガバナンス移行期のゆがみを解消しまして、企業と株主・投資家との対話を通じて、企業の成長戦略の実行を後押ししていく関係に押し上げていきたい。ここが重要と考えています。

15ページ目以降、参考資料が続きます。

22ページ、お示ししていますとおり、10年前に比べると、ROEやPBRを伸ばした企業は確実に増えています。

こうした一定の進展の上に、より実質面の充実が必要という問題提起の声も有識者や企業から上がっているところです。

24ページでは、長期目線の対話が不足と、企業・投資家の双方が思っているという示唆深い結果を生保協会さんがまとめられています。

25ページ目では、アクティビストの活動としては、右下のグラフの濃い青の部分、中長期目線での企業価値向上戦略を提案するといった件数も増えてはきていますが、多くは、余剰資産売却による株主還元強化や取締役の選任といったガバナンスに関するものが多数

という状況です。

27ページ目です。資本・金融市場の現状についてです。

中長期目線の成長戦略の実行のためには、成長資金の貸手である金融機関、エンゲージメントや、株式保有をする投資家、ファンドといったプレイヤー層が十分に存在することが重要でございます。

日本の株式市場は投資資金を堅調に集めていますし、プライベート・エクイティファンドもここ3年ほどで、小中大規模、大型案件等伸びている状況です。

他方、企業の成長戦略の実行というところに向けては、中長期目線か、プレイヤー層が厚いのかというと、まだ十分ではないのではないかと。

今後、GX・DXの投資規模も巨額になっていく中で、貸手の拡大、社債の活用といった調達手段の多様化も必要であります。

家計から機関投資など様々な主体を通じて供給される資金が企業の成長投資につながる。それが家計に配当で還元されるという好循環にまでは至っていない現状かと思います。

以上申し上げたような内容の背景となるデータを28ページ目以降につけています。

30ページだと、500億円未満の案件が国内ファンド、500億円超の案件がグローバルファンドで活躍しているという現状にございまして、また、エンゲージメント手法を活用するファンドの規模というと、世界との比較ではごくわずかというのが現状かと思います。

31ページ目でございますが、対話のテーマは、短期的テーマのみの対話ということで、企業も投資家も双方どちらも課題だと感じているとのこと。

32ページ、米国との比較では、株式や社債による資金調達、低格付社債も活用されており、調達手法の多様化というところに多分の余地があるのではないかと。

33ページ、家計における現預金の割合が高く、ここが様々な資産になっていく余地もあるのではないかと提起でございます。

34ページ目、日本の主な機関投資家の資産規模は、グローバルプレイヤーに比べて10倍程度開きがございまして。

アセットオーナーだと、公的年金では世界で存在感がありますが、大学基金では劣後しているということだと思います。

35ページ目でございます。

事業ポートフォリオの最適化につきまして、繰り返しですが、日本企業のM&A件数は増えておりまして、自社にない技術やノウハウの獲得、海外事業の展開を図っています。

一方、総論で御説明しましたが、ポートフォリオの最適化は道半ばということではないか。ノンコア事業の整理の件数が少ないことが一因になっているのではないか。

こうした背景には、事業ポートフォリオの最適化を阻む制度面の課題もあるのではないかと考えています。

38ページ目でございますが、M & Aの件数は拡大しておりますが、事業売却の件数で言うと、合併・買収に比して低調であったり、カーブアウトの件数もまだ低いという現状でございます。

39ページですが、特に事業の選択と集中については、企業と投資家の認識のギャップが最も大きいという結果も出ています。

40ページ目です。

先ほど22ページ目で4象限の図をお示ししましたが、ROEやPBRを業種別で見ると、業種ごとの差が大きいのが見てとれるかと思います。

業種全体として高いマージンを得る価格設定が難しいとか、将来への成長期待が集められていないといった過当競争や過剰供給構造といった類いの構造的課題が存在するのではないかと考えています。

最後に、人的資本経営でございます。

生産年齢人口が減少して、構造的に人手不足という中で、年齢にかかわらず、能力を発揮して働ける環境整備が必要となっています。

国は、ジョブ型人事、リスクリング、労働移動の円滑化の三位一体の労働市場改革を進めています。

その前提として、自社のスタイルに合った導入が重要であり、「ジョブ型人事指針」も公表しています。

いずれにせよ、要は人ということで、人を資本と捉えて、価値を最大限に引き出して、中長期の企業価値向上につなげる人的資本経営を進めていき、専門人材の育成など、人的な資本投資はますます重要性を増しているという認識です。

以上、振り返りまして、コーポレートガバナンス、資本・金融市場、事業ポートフォリオの最適化、人的資本経営について、国内外で企業が成長戦略を実行する際の障害を解決することが重要ですが、こういった障害があるのか、政府はどういった政策に取り組むべきか、委員の皆様の御意見を伺えればと思います。

さらに、その上で、企業がグローバルに成長していく中で、国としては投資をできるだ

け国内に引き寄せたいということで、そのために政策にメリハリを持たせながら、どういった政策に取り組むべきか、御意見を伺いたいと思います。

ということで、本研究会の目的と論点としてまとめています。

論点①、企業の成長戦略の実行の現状をどう評価しておられるか、御意見を頂ければと思います。

論点②、繰り返しですが、企業が国内外で、グローバルで成長戦略を実行していくにはどういった課題があるのか、政府は何に取り組むべきか。

論点③、企業が国内外で広く事業を展開する中で、政府としては少しでも国内に投資を惹きつけたいと考えるわけですが、どういった政策を行うべきかということでございます。

最後のページに全体像と論点への対応をつけています。もちろん論点を離れていただいても結構でございます。御議論を賜ればと思います。

続きまして、この研究会に先立ちまして、一橋の伊藤邦雄先生からもコメントを頂いておりますので、私から御紹介をさせていただきます。

「価値創造経営小委員会」への期待

一橋大学CFO教育研究センター長

伊藤邦雄

2014年に伊藤レポートを公表してから概ね10年が経過した。当時、伊藤レポートでは、日本企業の短期主義経営がもたらす「持続的低収益性」、長期投資家不在の「資産運用後進国」日本、企業と投資家の対話の欠如がもたらす悪循環などの課題を指摘した上で、企業経営者、取締役会、資本市場に対して、資本コストを意識した上で、収益力の向上及び資本効率の改善を通じて持続的に企業価値を向上していくための提言を行った。

10年間を振り返ると、社外取締役の数の増加、政策保有株式の縮減、親子上場の数の減少、買収防衛策の廃止、情報開示の拡大など、目に見える形での変化が認められた。また、ROEやROICなどを重要業績評価指標（KPI）に取り入れるなど、資本コストや資本効率の重要性の意識も経営者に浸透し、裾野が広がったことは間違いない。こうした点に鑑み、伊藤レポートは日本内外から一定の評価を得てきた。

とはいえ、欧米はさらにKPIの水準が上昇し、その差はむしろ広がったとも言える。この10年間の日本企業のパフォーマンスの伸びを見てみると、企業価値の向上を実現した企業は一部にとどまり、依然として、ROE、PBR等のパフォーマンス指標を見る限りにおいては、米国・欧州企業と比較して差があるのが実情である。

この10年間、日本企業は様々な企業変革を行ってきたにもかかわらず、その間、企業価値に関するパフォーマンス指標が十分に向上しなかったのはなぜなのか。こうした問題意識を受け、2024年5月に経済産業省内に「持続的な企業価値向上に関する懇談会」が設けられた。

同懇談会は、これまでの10年間を企業価値向上に向けた日本の企業・資本市場改革のFirst stageと位置付け、これまでの進捗度合や昨今の環境変化なども踏まえた上で、次のステージ（Second stage）を長期的な成長を実現する局面と捉え、スピード感をもってどう取り組んでいくべきかという課題に向きあった。グローバルレベル並み又はそれ以上の更なる企業価値の向上を実現していくためには、10年前に提示したナラティブ及び大局的な視点に基づく提言・推奨のリマインドも含め、そのアップデートが必要になるのではないかと考えた。

同懇談会では、企業、投資家、市場関係者、学識経験者等が集まり、議論を行った。20

24年5月から集中的に議論（計4回）を行ってきたところ、座長としての中間報告として、課題認識として整理し発表した。

このたび創設された「価値創造経営小委員会」では、こうした課題や論点を踏まえて、Second stageにおける成長戦略を実行するための社会システムと政策体系を議論していただくものと理解している。

確かに10年前の株価水準から日本市場は大きく飛躍した。とはいえ、横並び的な自社株買いやいささか迎合的な株主への分配も散見される。多くの企業が資本コストを意識し測定するようになったとはいえ、それが事業ポートフォリオの組換えに繋がっているケースは未だ少ない。「ベストオーナー」という視点は登場しつつあるものの、それが事業ポートフォリオの再編や適正化の実践に結びついている例もあまり見当たらない。

また「同意なき買収」の出現によって、日本でも経営権市場がやっと形成されそうな気配はある。とはいえ、まだ緒についたばかりであり、力強く経営権市場が日本に形成されるかどうかは、まだ予断を許さない。

コーポレートガバナンス改革の副作用とも言える、アクティビストによる日本企業への攻撃が増えている。それが果たして日本企業の企業価値創造に寄与するのか、それとも日本企業の長期的な成長を阻害する一過性の嵐に終わるのかも、定かではない。

さらにコーポレートガバナンスや取締役会では、企業価値の毀損を防ぐ「守り」の側面も重要ではあるが、稼ぐ力の向上や企業成長を促す「攻め」にその重点を移行することも今後必要である。

日本内外から安定的に投資を吸引するには、企業開示も欧米に比べて遅れているものは是正する必要もある。類似した開示が制度的に異なるタイミングで重層的に行われたりしていると、投資家は十分な開示を前提として安心して長期的なリスクマネーを投ずることができない。

長期時間軸での成長を実現するには、G XやD Xへの積極的な投資、人的資本や知的財産といった企業価値の決定に大きく寄与する無形資産への継続的な投資が必要になる。しかし各種データを見る限り、そうした投資が力強く行われているとは言い難い。

産業のエンジンとも言える企業が成長投資を持続的に実行できるようにするには、それを阻害するような制度や慣行があれば、それを取り除いていく必要がある。しかし、その成就是「企業の変革力」にかかっていると喝破しても、個々の企業の力だけでは解決・突破し得ない課題・難題も多い。そこにこそ国の出番があり、国の政策的支援やインセンテ

イブづくりが大事になる。また、それを可能にする社会システムづくりを国が牽引することその役割として必要となると考える。

もちろん、企業が過度に国へ依存することは企業のケイパビリティをかえって脆弱化させかねない。その点で適切なゾーンを超えない程度での国の関与に留めることも忘れてはならないであろう。

長期成長を通して企業価値を創造しようという意志と覚悟のある企業や経営者には、それを称賛する空気や雰囲気づくりも必要である。と同時に、それを加速化させるマクロレベルでの政策的インセンティブ設計が必要となろう。

価値創造に向けての企業の自発的で不断の努力と並んで、それに国の政策が同期化して企業の行動を加速する、その意味で企業と政府の共創が実現されることを期待したい。

以上です。

<自由討議>

○沼上委員長 どうもありがとうございました。多分読むより速いスピードでお話しいただいて、大変効率的に御説明いただきまして、ありがとうございました。

それでは、これから自由討議に入りたいと思います。

初めに、途中退席される方がいらっしゃいますので、その方から先に、唐木委員、宮島委員の順に御意見を頂きたいと思います。

1人5分程度という時間でお話を頂ければと思いますので、よろしくお願いします。

オンラインの方は、そのときにミュート解除をよろしくお願いいたします。

では、唐木委員からお願いいたします。

○唐木委員 沼上先生、ありがとうございます。

ブランズウィック・グループの唐木と申します。このような場は初めてでございまして、いろいろと御指導いただきながら、何らか貢献させていただければと思っております。

ブランズウィック・グループを初めて聞くという方が多かろうと思いますが、弊社は、複雑なステークホルダーとの関係性があったときに、この対応を御支援するというコンサルティング・ファームでございます。今回御説明いただいた資料の中に、ステークホルダーであったり、エンゲージメントであったり、関係する言葉がたくさん出てきたので、いよいよ日本もその段階に入ってきたのかなと考えているところでございます。

私自身、前職も含めて、20年ほど企業様の戦略策定を御支援してまいりました。

一番初めの問いの「企業の成長戦略は実行ができているのか」ということに対して、現場に近いところにいる身から申し上げますと、一部の企業に関しては、かなり実行されていらっしゃるというのが私の肌感覚でございます。特に国内の進んだ企業様におかれては、メディアでいろいろテーマが上がってくる7年から10年ぐらい前から、課題意識を持って取組を進めて実行していく。10年ぐらいたったところで、DXやGXなど、いろいろな言葉が出てくるというのが、御支援させていただいている実感でございます。とはいえ、それは大企業のうちの、すごく先端的な企業様であるということのも事実かなと考えております。

ものすごくシンプルに考えると、企業が成長するためにできることは2つしかないと思っていまして、一つは、成長する市場にいる。市場が成長しますので、市場並みに努力をしていれば、必ず成長していくことができます。

もう一つは、成長しない市場なのであれば、ほかの人と違うことをやる。ほかの人以上に何かをやる。それをする事で成長ができていく。

これは、諸先生方の前で言うには恥ずかしいくらいではありますが、すごくシンプルな成長の論理かなと考えております。

日本の多くの企業が成長していないのは、そして日本の国内が成長していないのは、新しく成長する芽を見つけられていない、あるいは見つける努力をしていないということかなとシンプルに考えております。

では、なぜ成長する芽を見つけないのか、あるいは見つけられないのかと考えますと、これまた現場に近いところからのシンプルな目で申しますと、現場の新しい成長の芽を見つけるための新しい目を持てていない。つまり多様性が組織の中で欠けている企業がいまだにものすごく多いと実感しております。

もう一つ、挑戦、つまりリスクを取ることが奨励される環境になっていない。これはまさに今回の課題意識の一つに極めて近いものだと思いますが、そう考えています。

多様性により成長する芽を見つけられるというのは、もう本当に御説明の必要もないくらいだと思いますが、多様性といいますと、男女の話をしているわけではなく、多様な経験、あるいは今までの多様な蓄積・知識、例えば、企業がもっと、中途採用の方が活躍できる場をつくっていったら、ものすごく新しい芽が生まれてくるのではないかと。今までの社員の生え抜きで、同じようなバックグラウンドの人たちだけが活躍するという場からいろいろと変わっていくと、すごく多様な目で新しい成長の芽を見つけていけるのではないかと考えます。

いろいろな企業様がアルムナイのネットワークをつくられたり、そういった環境が整備されてきつつあるということは実感しておりますが、まだまだ足りないというのが、いろいろな企業様とお話をさせていただいての実感でございます。

一つ、ジェンダーを超えた本当の意味での多様性というところは、ぜひ御提起させていただきたい問題点でございます。

もう一つ、企業が挑戦しないということはどういうことかというところ、企業に、従業員の皆さん一人一人が挑戦できる環境がないからだ。つまり、組織というのは、人の行動と意識の集積でございますので、人が挑戦できる環境が整えられない限りは、組織も挑戦できないと考えています。

人がリスクを取るためには、アップサイドを得られるのか、あるいは失敗してもダウンサイドが少ないのか、その両方が整備されていく必要があるかと思っておりますので、そういった環境をどうやって整備していくのかというところ、社会的なセーフティーネットも得た上で、アップサイドを提供していくというところが極めて重要なポイントになるのかなと考えております。

日本のCEOの報酬水準で言うと、海外と比べて、かなり見劣りするとか、アップサイドがものすごく限られている。かつ、失敗すると、先ほどの多様性の点とも関連してきますが、ルートを外れてしまうといった企業様がまだまだ多いということで、そこは何らか手を打っていいのかなと考えております。

最後に、ずっと20年、戦略をつくっている立場から申し上げますと、日本にはまだまだいいところがたくさんあって、できないところを正していく、直していくといったところは大変大切なのですが、できることをベースに考えていくというところも極めて重要な視点かと思っておりますので、ぜひ先生方のいろいろな御指導を頂きながら、その点も考えていきたいと考えております。

大変拙い意見ではございましたが、一番初めに申し上げさせていただきました。

○沼上委員長 どうもありがとうございました。

それでは、続きまして、宮島委員、オンラインでお願いします。

○宮島委員 今日、オンラインで早退、失礼いたします。日本テレビで解説委員をしております宮島と申します。よろしくお願いいたします。

私は長いこと経済分野で取材をし、解説委員をしております、企業を個々で見るものが割合多くて、その視点からになると思います。

2010年頃、官邸の成長戦略会議よりもっと前の段階で、産業構造審議会で、新産業部会の成長戦略の議論に関わったのですが、そのとき、すごく立派な厚い報告書をつくって、多分それは、方向性は合っていたし、その後の成長戦略の議論には役立ったと思うのですが、その中身がそれぞれの企業の実際の動きにはなかなかつながらなかったのかなという印象を今持っています。

その後、コーポレートガバナンスの様々なルールなども整備されて、一部の企業は非常に変わったというところもあると思うのですが、一方で、企業によっては、本当にこのルールの中身が分かっているのか、芯の言いたいことが分かっているのか、頭の中が変わったのかといったところに疑問が湧く企業も多々あると思っています。ルールは本当に相当整備されてきたのですが、例えば社外取一つ取っても、できるだけ穏便な発言を求める経営陣もいると聞いています。つまり、本来の存在の意味やルールの意味を必ずしも十分に理解していないというよりは受け入れていない、あるいはあまり変わりたくないという本音がある企業も一定程度残っていると感じます。その芯のところをどうやって揺り動かすか、本当に腑に落ちて動いていただくかということを考えることが大事ではないかと思います。

具体的なところで、2つ注目しているところがあります。

1つは、長期的な成長を目指している企業を一体誰が支えるのか、誰が応援団になるのかというところです。

以前に比べますと、投資家と企業との関係は非常に洗練されてきておりますし、アクティビストと言われる投資家も強引な提案は減っていると聞いてはいるのですが、なお短い収益を期待する部分はある、あるいは現状認識のギャップがあると聞いています。今のルールで、そういったところが強く出過ぎていないか、では、誰が背負えばいいのかというところに注目して議論したいと思います。これは伸びてきているという経営なのか、さすがに個人投資家がいきなり個社のリスクを取ることはしないにしても、今の段階では、個人の多くはNISAで、全体に対して投資しているという動きなのですが、これを成長しているところに少し振り向けるといった動きができないだろうか。もちろん、個人の資産をリスクにさらしたいというわけではないのですが、例えばクラウドファンディングみたいに、見返りがなくてもお金を出すという動きも世の中には出てきていますので、成長をしっかりと掲げて、それをしっかり説明できたところに、個人のお金も含めて、お金が集まるような社会的な支えができないかなと思っています。

2つ目は、人材戦略は最大のポイントだと思っております。日本の労働と人材のルールは、多分海外から理解されにくいところがあると思いますし、事業の切り出しがしにくいのも、この労働のところの障害があるかなと思っております。

いろいろな手が打たれているのですが、例えばリスクリング投資は、今、税制のインセンティブがありますけれども、実際にこれが生産性の向上につながっているかどうかですよ。この前、会計検査院の指摘がありましたが、リスクリングの減税が、結果的にはかなり過剰な減税になって、リスクリングをやるだけでお得なものになっているという指摘もありました。

それから、せっかく組織の中でリスクリングをやっても、それが実際、評価や昇格など、キャリアにつながっていない例も散見されると思っています。これは個々がちゃんと頑張ればということではあるのかもしれないのですが、労働市場全体でも、リスクリングをしっかりとしても、これが適切な就職や資格、昇格につながっていないと感じます。

例えば、過去にしっかりとキャリアを持ったりした女性が、子育てをした後にスキルを身につけたりして就職ができたとしても、会社に比較的長くいる、スキルがあまり高くない正社員に比べて、はるかに待遇が落ちるというのが、今の日本では普通の景色だと思います。

労働移動が少ない中で、実際の実力を評価されにくいし、評価するシステムも何となく曖昧になっている状態では、イノベーションは阻害されるのではないかなと思います。

こうした人材戦略で、今の税制の効果、あるいはリスクリングの実効性を上げて、一人一人の能力を最大限に生かすのが、企業にとっては一番の成長戦略だと思いますので、そういった人材政策をめぐるところも視野に入れていきたいと思っております。

ありがとうございます。

○沼上委員長 どうもありがとうございました。お2人とも大変勉強になるお話で、私の理解では、多様性は大事だと。でも、多様性がある場合は、基本的に、直感的にどういうことかというと、「なに、ばかなこと言っているんだ」と。実体験としてはそういう感じなのです。でも、「なに、ばかなこと言っているんだ」というのが、後から振り返ってみると、「ああ、いい意見だった」と気づく。そのプロセスがあるようなものをつくらなくてはいけない。多分そういうことなのだろうと思うのですね。

宮島委員のお話も、穏便な意見を言う社外取締役が期待されているというので、私はちょっとドキッとしたところもあるのですが、そういうことではなく、しっかりとリスクを

取らせる取締役会をつくっていかなくてはいけないなということも反省して学んだところ
であります。どうもありがとうございます。

ここで、加賀谷委員からの御意見について、事務局から御説明をお願いします。

○事務局（日野課長） 資料が配付されておりますので、かいつまんで説明させていただきます。「検討にあたっては、なぜ成長投資が十分な水準で実施されていないのかについての原因分析をすることなく、社会システム・政策体系のあり方のみを検討することは難しいと考える。過去10年間に行われた施策の効果なども含めて、成長投資にあたって解決すべき課題を整理し、成長戦略を支える社会システム・政策体系との関係をエビデンススペースで検討・討議すべきである。」という御意見でございます。

そこにいろいろと挙げられておりますので、かいつまんで説明させていただきますが、「日本企業の成長投資が他国企業に比べて低水準である理由」として、【検討すべき分析対象】として、「資本生産性を向上させる枠組み・仕組みの導入・運営状況」や「事業撤退に対するハードルの高さやそれを実行に移すための粘り強い対話不足」、さらに、「上場企業数が多く、対話エンゲージメントの対象とならない企業が多数」という現状や「投資家のポジションやスタンスの違いに対する企業サイドの理解不足」とか、「企業の強みがいかに現状の市場における参入障壁や今後の企業成長機会に結び付いているかの想定された因果経路が伝わっていない」。「知財・無形資産投資や人的資本が価値創造ストーリーに基づくアウトカムやインパクトに結び付けるためのマネジメントシステムが確立されていない。また確立されていても投資家に伝わっていない」。「企業サイドでそうした不確実性が高い投資を成功に結び付けるための体制が整備され、それに対するコミットメントが十分に認識されるか」といったもろもろの検討課題を挙げていただいています。

「コーポレートガバナンス改革の影響」に関しましても、「コーポレートガバナンスの狙いが、経営チームの監督や動機付けによる資本生産性と成長性の同時実現にあるのだとすれば、上記それぞれの施策の進展がどのように資本生産性、成長性に影響を与えたのか」といったことを挙げられています。

「やや抽象的な議論にとどまっている論点もあるかと存じます。今後の研究会にて他の委員の皆様と討議していくことができればと考えています」とのことでございます。

○沼上委員長 どうもありがとうございました。

では、ここから皆さんの御意見を承りたいと思います。基本的には五十音順で、多分配られているであろう委員名簿の上から順番ということで、木股委員からお願いしたいと思

います。

○木股委員　御指名ありがとうございます。関西経済連合会で副会長をしておりますクボタの木股でございます。

私からは企業経営者の立場から発言させていただきます。

まず、論点①と②を併せて、企業が成長戦略を実行する際の構造的課題について述べたいと思います。

この点は資料の25、26に関連しますが、今までのコーポレートガバナンス改革の流れは、短期的な利益追求を目的とする一部のアクティビスト・株主によって、上場企業が過度に一時的な株主還元を迫られることなどを後押しされて、結果として近視眼的な経営を助長していると懸念しております。

特に議決権行使助言会社は、機関投資家の皆さんが目先のROEの水準で取締役の選任・解任の判断をされたり、チェックボックスを当てはめようとするような形式的な議決権行使をしている現状に鑑みますと、取締役の解任や自社株買いを要求するための強力なツールをこの短期志向のアクティビストに与えてしまっているのではないかと思います。

また、39ページの「事業の選択と集中」についての意見を述べさせていただきますと、もちろん、事業の選択と集中がうまくいって、事業が成長するケースがあることは理解しております。

一方で、事業を絞り込み過ぎてしまうと、例えば、この前のコロナ禍による人流停止やロシアのウクライナ侵攻といった企業の自助努力だけではいかんともし難い経営環境の変化に対しまして、リスクを分散回避することが困難になると、事業継続性の担保が難しくなることもあろうかと思っております。

一方、この資料で思いますには、短期目線の一部のアクティビストなどの投資家にとっては、投資先企業の中長期の成長や事業の継続性よりも、数年間のレンジで収益を上げることこそが重要であり、そのために、短期的に最も収益を上げる可能性が高い事業分野に集中すべきだというのが本音だろうと思います。

しかしながら、多様な事業ポートフォリオには、将来発展し得る事業の芽が含まれている可能性がある点や、事業に過度に集中することで事業継続が難しくなるといったリスクがある点などを考慮せずに、選択と集中が自明の理という戦略として最優先されるという考えには若干違和感があるかなと思います。過度にROEを重視した経営を行いますと、既にあるもの、つまり既存事業の効率化を図ることはできたとしても、今はないが、将来

つくるもの、すなわち未来に向けた研究開発投資、あるいはイノベーションを活性化することは難しい面もあるのではないかなと思います。反対に、今はないが、将来つくるものになる可能性がある事業や経営資源を積極的に切り離すほうが、皮肉にもROEは上がるケースがあります。

短期間でROEを高めるという評価基準を残しておいては、目先の選択と集中、あるいは目先の事業切り離しを招きかねず、今後の急激な産業構造の転換などに適応していくことが難しいケースもあるのではないかなと思います。

また、世の中には、インフラやライフラインを支える製品、あるいはサービスのよう、企業の社会的責任として継続すべき事業も当然あると思います。仮にそれらを切り離すことになると、我が国全体の社会の不安定化を招く懸念もございます。

これらの点を踏まえまして、議決権行使助言会社や機関投資家は、3年や5年などのROE水準を基準値として示すことを思い切って見直してみることも必要ではないかなとまで考えております。短期的でROEを高めるという評価基準を残しておいては、企業と投資家の双方とも、中長期的な企業価値向上に資する投資に向かうことが困難な状況に陥ってしまうと思います。ROEはあくまで結果を確認するための指標ではないかと考えます。

形式基準を使えば、議決権判断を説明するのが容易になるという点があろうかとは思いますが、機関投資家向けのスチュワードシップコードと資金供給者向けのアセットオーナープリンシプルの本音の趣旨を徹底するためにも、形式基準に沿ったような対話だけではなく、企業の生の声に耳を傾け、その上で議決権判断をすればよいと考えます。

その際、資金供給者でありますアセットオーナーも、形式基準による議決権行使を投資家に対して求めないようにすべきと考えます。

私からは以上でございます。ありがとうございました。

○沼上委員長　　どうもありがとうございました。

それでは、次は工藤委員ですかね。

○工藤委員　　御指名ありがとうございます。三井住友銀行の工藤でございます。

私からは、商業銀行の立場から、ちょっと細かい点も含まれますが、大きく3点、コメントを申し上げます。

1点目は、各ステークホルダーの役割という点で、我々商業銀行は、金融自由化、資本市場の発展などによる位置づけの変化も一部ございますが、お取引先の成長に伴う資金需要に对应していくことがビジネスの根幹で、我々にも成長の糧でありますので、企業と成長

を共にするパートナーであるという役割は変わっておりません。

預金をお預かりする業態柄、お取引先に対して、財務健全性や長期の安定経営のエンゲージメントに取り組んでおりますが、企業の成長戦略を後押ししていくべく、融資に加えて、メザニンや出資など、資金提供方法の多様化を図りましたり、また、企業の活動のベースになるデジタル技術を活用した決済手段の提供、お取引先の成長に資する情報やアドバイザリー機能の提供といったものにも取り組んでおります。

ステークホルダーが日本企業の成長戦略に与える影響に目を転じますと、政府が推進してきたコーポレートガバナンス改革によりまして、形式的な体制整備が進捗した一方、実効性の観点では、企業ごとに高度化の余地がある。また、短期志向のアクティビスト投資家等の影響力が強まり、時に成長戦略の足かせになっているという声、課題意識は、お取引先様からも聞こえてくるところです。

日本企業の中で好事例を共有し、投資家との対話の質の改善を促していくとともに、諸外国の状況も踏まえつつ、例えば、株主提案制度の在り方なども検証していくことも有用と思います。

加えて、資本市場の発展の観点では、例えば、企業・会社における行動指針など、政府からガイドラインを御提供していただいておりますが、これは企業やステークホルダーの共通の判断基準となり、我々にとっては大変有用です。今後も、成長戦略実現に関連したガイドラインの策定・見直しを行っていただくことをお願いいたします。

2点目は、事業ポートフォリオの最適化についてです。今も木股様からお話がありましたが、切り出すということばかりではなくて、低収益となっている事業の背景を検証して、打つ手を考えていくことが第一歩ではないかと思います。

例えば、政府も推進する収益力改善に向けた価格転嫁に取り組むためには、顧客ごと、かつ商品ごとの原価計算が必要でございますが、それを可能にするITシステムが未導入の企業もあると伺い、やや細かいですが、システム導入支援策として加速度償却許容なども一案と存じます。日本産業の強みである国内サプライチェーンの深さを大切にしつつ、低収益事業の背景を検証し、事業ポートフォリオを高収益化・最適化させる対応策を検討・実行することが必要だと思います。

また、業界構造や競争法など法制面が足かせとなって再編余地が限られ、グローバル競争で不利が発生している業界もございます。例えば、公正かつ自由な競争を制限しない取組範囲を示したグリーン社会実現に向けた独占禁止法上の考え方も示していただいております。

ますが、こういった政府の考えを示していただくことも大変有用だと思います。

3点目、国内に成長投資を惹きつける政府の施策についてです。今日のお話にもありましたが、日本企業が海外直接投資を積極化させてきたことは、多様な戦略オプションの中から、リスクリターンを比較考慮し、国内よりも海外に成長の活路を見いだしてきた結果とも考えられます。

国内に成長投資を惹きつけていくためには、国内で人口・需要が縮む中、日本市場自体をより一層魅力的にしていく必要があると思います。例えば、エネルギーコストを国際的に遜色ない水準に維持する。また、日本は研究開発で勝って、商業化で負けるという経験もあります。日本のよいところではあるものの、品質へのこだわりがオーバースペックを生んでいる面もあり、政府の施策、支援、インセンティブ、例えば認証の在り方も見直していく時期ではないかと思われ、国際競争も見据え、商業化で勝てる体制づくりも肝要だと思います。国内経済をしっかりと成長させ、そこで生まれる富と多様な人材を持ってイノベーションを加速させ、国内に成長投資を惹きつけるという好循環を生み出していく。政府には、そのような好循環を生み出す規制緩和や法整備を推し進めていただくことを期待いたします。

また、施策については、セーフティーネット的な施策や経済安全保障に向けた施策は別の場で議論することだと理解しておりまして、例えば、中小企業庁の中小企業成長加速化補助金のように、やる気のある、リスクテイクする経営者・企業を応援していくというメリハリの利いた施策もしっかり打ち出していくことが必要ではないかと思います。

以上でございます。ありがとうございました。

○沼上委員長 どうもありがとうございます。

それでは、引き続きまして、後藤委員、お願いします。

○後藤委員 富士フイルムホールディングスの後藤でございます。製造業の経営者を代表して参加しています。製造業の方がもうちょっといらっしゃるのかなと思いましたが、ちょっと違うようで、今、製造業、二次産業の人口比率も大分減っていますので、こういう感じかなと思いました。

先ほど藤木局長がお話しされましたが、この委員会は、企業が価値を創造して、いかに大胆な成長投資をしていけるか、それを後押しする政策を検討していくということかと私は理解しました。

大胆な成長投資というところで、富士フイルムは今、結構大胆な投資をやっているところ

ろなのですね。だから選ばれたのかなという思いもあります。

と申しますのは、今期売上げが3兆円ちょっと、24、25、26の3年間、1兆9,000億円、設備投資と研究開発に投資する計画です。

多額の投資を行いますので、フリー・キャッシュフローが赤になります。投資家から「もうちょっと資本政策を考えたらどうなんだ」と強く言われます。でも、「もうちょっと待ってくれ。26年度からフリー・キャッシュフローが黒になって、資本政策で自社株買いなどもできるだろうから、今、投資のフリーズだから我慢してくれ」ということで耐えています。が、世界の地域によって投資家の気質も違ってきます。I Rで結構世界を回っていますが、アメリカは、近視眼的というか、短期的な投資しか見ない人が多いです。ヨーロッパは、中期、長期に関する話もちゃんと聞いてくれます。買うか買わないかは別なのですが、まずは聞いてくれます。アジアは、シンガポールなどに行くと、短期的なことも結構求める。でも、中期的な話も聞く。我々が付き合っている投資家は、長く保持してくれる方々が多いかなというので、その国々によってもすごく特色があるということです。

そういう状況の中で、我々が今、何を考えているかといいますと、まず、今、アメリカや中国、トランプ氏など、地政学的リスクがいろいろございます。メーカーとして長く生き延びるためには何をしないといけないかということで、アメリカだったらアメリカ、ヨーロッパだったらヨーロッパ、アジアだったらアジアの中で、サプライチェーンから製品を出すところまで全て地産地消で完結する。それには、私は、地方の「地」に援助の「援」の「地援」ということで、要は、研究開発もやれば、営業技術もやれば、サービスも全部見ていく、といったことを構築しています。

その中で、今、当社が投資で力を入れているのは、半導体の材料事業と、ヘルスケア分野のバイオ医薬品のCDMO事業なのですね。これも3極の中で体制をつくりながら、ブロック経済に近いようなことが起きても耐えられるような仕組みを構築してまいりました。

その中で、日本にも当然投資をしています。先ほど工藤さんがおっしゃったように、日本の投資の魅力をどうしていくか、どう大きく見せていくかというところがすごくポイントなのですが、工藤さんが言われたように、エネルギー、電気などのインフラを整えて、その料金を安くするというのもあります。また、商業化につなげるためのイノベーションも必要というのもありますが、もう一つは、人材の育成、それも高度人材が必要です。特に、私が言っている半導体材料とバイオCDMOの医薬品の製造受託では人材の育成が必要で

半導体は今、九州で結構成功しまして、ぜひ北海道も成功してほしいという思いがあります。熊本県立大学や九州大学で人材をつくる学部を設置したり、一緒に盛り上がってきています。

片や、バイオ医薬品も人材がいないのですね。製薬会社が自社の中で育てるしかないのが現状です。そういう人材はいるのですが、市場に出てこない。では、どこか大学で学部があるのではないのかといったら無いのですね。どちらかといったら、農学部系や生物系などの人たちがそういうところに移っている。製薬の方もいます。

アイルランドは薬のメガファーマーが集まっている国なのですが、そこは国営でそういう学校をつくっております。NIBRTという国立のバイオ人材トレーニング施設を持っています。

バイオ医薬は、日本にもいろいろメーカーさんがいらっやって、かなりいい技術を持っていらっやいます。我々はそれを製造受託してやる。付加価値が高い。高い給料が払える。そこに人材を集める。まずは、高い給料が払える、付加価値のある、日本が勝てる業種に絞りながら、そういうところで使える人材をたくさん育てていくというのがポイントではないかと思います。

実は今の話は、今日の朝の「モーニングサテライト」を見ていまして、スイスはいかに給料が高いかと。平均給与が、日本円に直して1,500万円ぐらいなのですね。日本は490何万円と書いてありました。人件費も高い。スイスフランも強い。でも、企業がみんな集まっていく。そこへ投資していく。なぜかと聞いたら、やはり高度な人材。スイス工科大学というのはものすごく優秀らしいですね。それが欲しくて、みんなそこへ来る。日本は語学の問題がありますが、スイスは多言語ですから、それもメリットだと思うのですけれども、政府にはそういうところが期待するところで、産業を絞って、そこで使える高度な人材を集中的に育てていくことをぜひやっていただければなと思います。

以上です。

○沼上委員長 どうもありがとうございました。

それでは、三瓶委員ですかね。

○三瓶委員 よろしくお願いします。私は今日、発言の補足資料を持ってきたので、それをスライド——あ、ありがとうございます。

私は、機関投資家として内外の企業の調査、株式投資を三十数年やってきました。また、ロンドン仕込みのスチュワードシップ、エンゲージメントを二十数年やってきました。今

現在は、上場企業のアドバイザー、機関投資家のスチュワードシップアドバイザーなどをやっています。そういったことを踏まえてお話ししたいと思うのですが、1回目なので、ファクトを中心に、皆さんといろいろな背景や情報の共有をしたいと思います。

次のページをお願いします。

これは事務局資料のコピーですが、14ページの3ポツのところにいろいろなことが凝縮されているので、一つ一つ確認していきたいと思います。

1つは、長期目線の投資家の後押しがないということ。

2つ目が、短期志向のアクティビスト投資家の影響力が強まっている。

3つ目に、企業の収益等は株主還元に向かっているが、4つ目、成長戦略の実行にはつなげていないという批判。

次、お願いします。

まず、投資家は一様ではないということを確認したいのですが、この図は、横軸ROE、縦軸PBRで、どういう種類の主立った投資家がいるのかというのをマッピングしました。

簡単に言って、代表的なのは5つです。Aggressive Growthは、足元で利益が全然出ていなくても、成長投資をガンガン後押ししてくれる投資家。右側の上のGrowthは、実際に高い収益率を上げながら、成長する会社を後押しする投資家。下のほうにDividend GrowthやIncome、左下にValueというのがあります。

次、お願いします。

これは、世界を見たとき、どうなっているか。左上が日本ですけれども、日本は、Aggressive GrowthやGrowthをサポートする投資家がいらないというか、サポートしたい対象の企業がないということ。海外は、Growthは物すごくたくさんあります。Aggressive Growthと言って、利益は出ていないけれども、成長投資をどんどん後押ししたいような会社があります。

次、お願いします。

一つの会社の例ですが、企業Aの過去の軌跡を見ていくと、Valueのあたりを行ったり来たりしているのですね。投資スタイルがすごくはっきりしたアメリカのミューチュアル・ファンドを見ていくと、右下にある通り何々バリューフンドというのが株主になっているのです。そのように、この辺にいる会社にはバリューフンドが食いついてくる。

次、お願いします。

一方で、企業Bは、いろいろな苦勞をしながらGrowth領域までたどり着いた企業です。

この場合には、見ていただくと、同じくアメリカのミューチュアル・ファンドでは、何々グロースファンドや何々アグレッシブなど、Growthを後押しするファンドがちゃんと味方につくのですね。Valueの近くにいた時期には、そうではない株主がいました。でも、会社のフェーズが変われば、そこについてくる株主・投資家が変わるということです。

次、お願いします。

これは、アクティビストはどの辺を見ているのかということで、アクティビストの対象になっている企業は、ValueやIncome、配当成長あたりです。だから企業改革または株主還元が求められる。Growthのところにはないですね。

次、お願いします。

なので、企業の収益等は株主還元に向かい、成長戦略の実行につながっていないといっても、どの企業がどこにあるのかによって違うということです。どこにあるかによって求められることも違うし、寄ってくる投資家の種類が違うということです。

ここで、日本で間違いが散見されるのは、せっかくGrowth企業と言われるところにたどり着けている会社なのに、株主還元をまだ頑張るのですね。かつて収益性が低くて、株主還元をやれと言われた。でも、今はそこを卒業して、収益性も上がって、Growthにかじを切ったほうがいいのに、必要以上にまだ株主還元をやっている。こういうところはもったいないのですよ。

次、お願いします。

PBRの分解を $ROE \times PER$ として、PERがまだ成長期待を反映していないとよく言うのですが、実はそうでもなくて、次のスライドをお願いします。

これまた横軸がROE、縦軸がPBRですが、資本コストを下回っているときには、成長などは期待しないのです。そうではなくて、 $PBR = ROE \div \text{Earnings yield}$ ——Earnings yieldは益利回りで、Earnings yieldは $EPS \div \text{株価}$ で、それが分母になっているので、言っていることは一緒ではないかと思われていると思いますが、結局、式は一緒なのですけれども、意味合いが違うのですね。Earnings yieldは投資家が要求するリターンです。要するに、株主資本コストです。株主資本コストとの関係で、ROEはどうなのかと。例えば、ROE 4%の会社で、益利回り (Earnings yield) 10%の会社ということは、 $4 \div 10$ でPBR 0.4ということになるのです。そういうことが注目されていて、まず、ROEを高めてくれよと。ただ、一旦、資本コストを上回り始めると、本来であれば、もっともっと成長のほうにかじを切ってくれ、そういうことを一生懸命やるのだったら、成長期

待株として見ますよと変わるのですが、右下のピンク色のゾーンにあります、さっきお見せしたように、ROEの改善ばかり一生懸命やって、成長のほうはおっかなびっくり。還元もたくさんなくてはいけないというので、成長にかじを切れていない。そういうことがあるのですね。

次、お願いします。

こういったことを踏まえると、まず、論点②の「障害及び解決方法」というところですが、過去10年間、いろいろなガバナンス改革等があって、私もいろいろな会合の委員に入っていましたが、一つの反省としては、症状ごとに的確な処方打たなくてはいけないところが、指針等のメッセージを一本に絞って、ガツンと、どの会社もこれをやりましょうといった形になってしまっていたのではないかなと。なので、症状ごとに的確な処方ということが非常に重要ではないかと思っています。

もう一つ、「社会システムの構築」のところでは、これはぼっと思い浮かんだだけで、大して考えていないのですが、ただ、アドバンテージ・ルールというのは、ラグビーのアドバンテージ・ルールのことをイメージしていますけれども、ラグビーのアドバンテージ・ルールは、反則を受けたチームがそのまま有利に試合を展開している場合に、試合を止めないで続行させるのです。そうすると、アドバンテージを受けていると思う思い切った行動に出ます。そうすると得点に結びつくことが多いです。そこで思い切ったことができるのは、そこで失敗しても、もう一回、マイボールで反則を受けたところからやり直すことができるのです。だから、私の込めている意味は、思い切ったことをするように、ギアチェンジできるような何らかのサポートができないかなと。

その一つとしては、ベストオーナーへの事業譲渡の場合、これはノンコアだったところがコアになるわけですから、従業員にとってすごく幸せなのです。今までノンコアで、「損を出すなよ。おまえのところは優先順位が低いんだ」と言われていたのが、コアになってど真ん中になる。そうすると、そこには成長資金が充当されます。なので、従業員も幸せになるし、売却する側は、もしこのノンコアをコアに譲渡するのであれば、税制優遇がありますとかと言ったら、これはしやすいですよ。なので、1粒で2度おいしいぐらいのことができないかなと。

もう一つ書いたのは、競合バリューチェーンとの集約の場合には、競争法適用の緩和をするなどで、例えば、今、三菱ケミカル、住友化学、三井化学等が苦勞して、いろいろな事業の再編をしています。これらの企業が目指しているのは、実は被っている総合化学の

ところではなくて、皆さんそれぞれが違うスペシャリティーケミカルを目指しているのですね。そういうとき、何かを集約するときに、これまでだったら競争法に引っかかるといったことがあったけれども、そういうことをするのだったら、どうぞ競争法適用緩和措置をお使いくださいといったことで促す。そんなことが考えられるのではないかと思います。

論点③の「国内に成長投資を惹きつける」というところでは、先ほど見ていただいたとおり、海外には、Aggressive GrowthやGrowthに投資する投資家は山ほどいます。でも、そういうことをしているのだ、そういう可能性があるのだということが伝わっていないと株主にはなりません。彼らを振り向かせるには、変化ということを物すごくはっきり言う必要があります。投資家は、「変化」というキーワード、「チェンジ」というキーワードに物すごく敏感です。「チェンジ？ ああ、そう。それなら見てみよう」と来ますので、そういうことで呼び込むという方法があるのではないかと思います。

以上です。

○沼上委員長 どうもありがとうございます。

それでは、富田委員、オンラインをお願いします。

○富田委員 御指名ありがとうございます。連合の富田でございます。

連合は、組合員700万人の労働組合のナショナルセンターでございます。本日のテーマであります企業の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上は、労働者の雇用の安定と労働条件の維持・向上の基盤となるものでありますので、本日は労働者の立場から、特に人的資本経営を進めていく上で、今後、議論を深めていただきたい論点につきまして、4点申し上げたいと存じます。

まず1点目は、41ページ目の「人的資本経営の現状と課題」についてでございます。

新しい資本主義実現会議には会長の芳野も構成員として参画し、本日お示しいただいた課題につきまして意見を述べてまいりましたので、まずは、その点について共有させていただきたいと存じます。

まず、企業が人的資本経営を進める上での政府の役割でございますが、ジョブ型人事の導入や労働移動を推奨することではなく、能力向上支援など人への投資とともに、セーフティーネット機能の強化、取引の適正化などに一体的に取り組んでいただきたいと考えてございます。労働者が能力を発揮し、活躍し続けるためには、能力開発による能力向上が適切に評価され、処遇改善につながっていくことが不可欠です。

ジョブ型人事を含め、どのような人事制度を導入するかは、産業を取り巻く情勢や労使

慣行、職場実態に即して、個別の労使が主体的に検討していくものであり、指針の多くの事例におきましても、労使協議などの双方向コミュニケーションが行われてございます。

人事制度の見直しに当たりましても、労働者の納得性や適切な制度運営の観点から、労働組合などとの丁寧な対話が不可欠ですし、労働移動は労働者の意思の尊重が大前提です。その上で、魅力的な労働条件の提示や雇用の安定が展望できることが重要でありますので、政府には、労働者が自ら移動したいと思える魅力ある産業の育成や支援をどのように行っていくのか、この点の議論を深めていただきたいと考えてございます。

2点目は、企業による人的投資の重要性についてです。

資料の9ページでは、人材への教育訓練投資が他の先進国と比して低迷しているという記載がございます。この点につきましては、厚生労働省の「平成30年労働経済分析」の中でも同様の分析がございまして、GDPに占める企業の能力開発費が日本だけ突出して低い水準にあり、経年的にも低下していることから、労働者の人的資本が十分に蓄積されず、ひいては労働生産性の向上を阻害する要因となっている懸念があると指摘をされてございます。

今日お示しいただいた資料の中に、人的資本経営コンソーシアムの御紹介がございましたが、こちらのホームページに掲載されてございます、会員企業を対象に実施されたアンケートを拝見させていただきますと、企業内でのリスクや学び直しについては、「自社に必要な専門性やスキルが定義されていない」、「リスク、学び直しを主導する体制に課題がある」といった点が上位を占めており、企業内で能力開発を進める体制が必ずしも整っていない状況がうかがえます。企業の付加価値の源泉は労働者ですので、企業の成長戦略の実効性を判断する基準の一つに、企業内の能力開発の状況などを加えていただくことも一つの方策かと思いますので、御検討いただけるとありがたいと存じます。

3点目は、サステナビリティやESG投資の重要性についてです。

連合のシンクタンクである連合総研は2023年に、高崎経済大学の水口学長を主査にお迎えし、ESG投資のS、社会課題に関する調査研究を、企業の関係者や機関投資家の皆様との意見交換を踏まえて行ってまいりました。この報告の中では、社会課題を社会経済システムに対するシステムリスクと捉え、経済格差の縮小や人的投資に取り組むことは、日本経済の社会基盤を強くし、企業の価値を高めることにつながり、投資家の皆様にとっても、長期的に見て、投資ポートフォリオ全体の価値を守ることにつながるとし、企業の価値を高めるためのディーセントワーク実現に向けた8つの指標を取りまとめてござい

す。

詳細は、連合総研のホームページに掲載されておりますので、後ほど御覧いただけると幸いです。本日お示しいただいた資料の4ページにも「企業の成長戦略を中心とする社会システム・政策体系の全体像」という記載がございますが、この中に企業におけるESG投資の重要性を組み込むことなども御検討いただきたいと思います。

4点目は、資本市場におけるアセットオーナーの役割についてでございます。

GPIFや企業年金などの資産運用を、成長性との文脈で語ることにについては違和感を持っております。2014年10月にGPIFの基本ポートフォリオを変更した際も、連合は、被保険者の利益のためではなく、経済成長のために運用の見直しをかけていることについては問題であると指摘をしてまいりました。

現在厚生労働省の審議会で、GPIFの次期中期目標の方策の一つとして、インパクトを考慮した投資が検討されていると認識してございますが、委員の一人からは、インパクトを通じた企業の成長可能性を必ずしも十分に捉えられない中、最終的に被保険者の利益になるのか疑問があるとの意見がなされ、真に被保険者の利益となるような慎重な検討が要請されていると承知してございます。アセットオーナーの役割は受益者の利益を守ることとありますので、その点も指摘をしておきたいと存じます。

私からは以上です。

○沼上委員長 どうもありがとうございました。

それでは、中神委員、お願いします。

○中神委員 みさき投資の中神でございます。よろしくお願いします。

私は、大学を卒業した後、20年間、経営コンサルタントとして、経営者と一緒に企業価値の向上に取り組んできました。その後20年間は、今度は投資家として企業価値評価に場を移し、かつ長期エンゲージメント投資家として、経営者と一緒に価値をつくっていく、協創していくということをやっております。

その立場から、少し意見を述べさせていただきたいと思いますが、今日は初回ということなので、まず、基本認識を皆さんと御共有させていただけないかなと思っております。

この委員会は成長が目的です。成長するためには、当然投資が必要なのですが、我々のような投資家からすると、成長と膨張は全く違うというところをまず出発点にさせていただきたいと思います。

企業は付加価値を生む事業体なわけですが、その付加価値は、言い換えてみると、超過

利潤と言ってもいいのかなと。これは労働でもいいですし、資本でもいいですが、そこにはコストがかかっている。それを上回る労働生産性、資本生産性を生んでいくのが超過利潤であり、付加価値だと思うのですが、こういうものを生まない投資や成長は、成長とは呼べなくて、単に膨張しているだけということだと思います。なので、この小委員会では、真の成長、真の投資というものを考えるべきかなと思ってまして、額を追いかければいいのか、そのために必要な投資がどんどん活性化されればいいとはならないように、議論を進めてまいりたいというのが第1点目でございます。

第2点目、先ほど労働組合の方からもお話がありましたが、社会が長期・持続的に発展していくとなりますと、6つの資本というのがよく言われます。知的資本、社会資本、自然資本、物的資本、人的資本、金融資本なわけですが、分析をしてみると、日本の社会は、知的資本や社会資本、あるいは自然資本に対するいたわりといったものは昔から非常にある。その拡大再生産状況は決して悪くないと思うのですが、残念ながら、先ほども御指摘がありましたとおり、人的資本、あるいは、ずっと指摘されているとおり、金融資本の拡大再生産は低調だと考えております。なので、この2つが本丸かなと思まして、人的資本のほうは、実質賃金が伸び悩んでいることもそうですし、働きがいやモチベーションなども非常に低下しているというのは深刻かなと思います。

投資家の立場から言うと、直近の個人金融資産は2,200兆円、GDPで600兆円ということなので、2,200兆円の運用効率が1%上がるだけで、これはすごく単純計算ですが、GDPの3.6%相当の価値が生まれるということなので、日本の社会の持続的発展にとっては、この金融資本をいかに効率的に活用していくのかというのが大事な点と。

したがって、資産運用立国という話が出てきていると思うのですが、立国という限りは、単に個人の金融資産が海外の有価証券投資に回って、運用効率が上がっていくだけでは多分駄目で、日本のお金が日本の企業に投資され、日本の企業がまさにチェンジして成長することでリターンが生まれて、それが日本人の豊かさになるという循環ができる。その太い循環を見て、海外がようやく、「ああ、それだったら日本に投資したほうがいいよね」ということで惹きつけられてくるのが狙うべき姿ではないかなと考えております。この辺は言うまでもないかもしれませんが、基本前提ということでシェアさせていただければと思います。

引き続きまして、PBR問題がありますので、少し分析をしてまいりました。

2023年ですか、東証が発表したPBR1倍割れの要請で、当時、TOPIX構成企業の

うち52%がPBR 1倍割れだったのが、2024年の3月になったら45%になりました。すごく改善が進んだと見えるかもしれないのですが、実は過去10年の平均値は46%。その期間、株価が大変上がったので、その助けもあって長期ボックス圏の平均値に戻ったにすぎないと考えておまして、これはどうもかなり厄介な複雑骨折的な問題だなと考えております。これを解き明かしていくと、真の成長に少しつながるような議論ができてくるのではないかと、データも含めて少しお持ちしました。

3つ課題があるのですが、1つは、市場構造の問題です。

PBR 1倍割れ企業の構成比を見ると、おおむね8割方、時価総額1,000億円以下なのです。時価総額が小さくなるに従って、その比率はまたかなり高まっています。

この問題は2つ側面があって、ひとつには上場企業が多過ぎるという問題があるのかなと思います。世界の株式市場では、上場基準の数はどんどん減っているのです。一方、日本では上場企業が数多くある。それで今、上場基準の厳格化や上場廃止基準の厳格化が進んでおりますが、これを一段進めるといことと、機関投資家は小さい時価総額の会社にはなかなか投資できないので、小さいまゐられるとお互いにアンハッピーなので、企業同士の合併・再編の促進なども必要かなと。あるいは、盛んになってきつつあるプライベートエクイティを活用して、非上場化が増えていくことが必要かなと思います。

もう一つは、アセットオーナーサイド及び資産運用業界サイドの変革ですが、日本の運用業界は、事務局資料にもあるように、規模が小さいだけでなく、プレイヤーの数がとても少なく、しかもパッシブ投資が多いということでございます。なので、せっかくいい会社があっても割安なまま放置され易い市場構造があります。市場の価格発見機能の発揮が十分に行われていないと考えておまして、これを何とか解消する必要があるのではないかと考えております。

幸いにして、資産運用立国政策にも取り上げられたEMP、新しいマネージャーをどんどん育てていこうではないかといった策が推進されていくことが必要。特に、中小型のゾーンに、パッシブではなく、いい会社を掘り起こしていくようなアクティブ投資家、あるいは成長や経営進化を促していくようなエンゲージメント投資家が必要なのではないかと思います。

第二の課題は業界構造、産業構造の問題です。先ほど、7～8割が時価総額1,000億円以下だと申し上げたのですけれども、では、残りはどうなっているのかと見ると、実は、財務レバレッジではなく、利益率の問題は確かにあるのですが、資産回転率に問題を抱え

ている会社がとても多いのです。実際に数字を見てみると、時価総額1,000億円を超えているPBR1倍割れの会社を、時価総額が大きい順に見てみると、何と上位50社のうち9割以上の会社の資産回転率が1を切っているということなのですね。

別の角度からこの資産回転率問題を見てみると、実は、東証33業種のうち、PBR1倍割れ企業比率が8割を超える業種は14にも及んでおります。

後ろのほうに実際の数字がありますので、さっと見ていただきますと、例えば、3行目に鉱業があって、ここは6社が属するのですが、5社がPBR1倍割れです。ここはサンプル数がちょっと少ないかなと思いますが、先ほど出てきた化学を見ても、207社ある中の124社がPBR1倍割れしている。右側のピンク色でハイライトしたもの、例えば鉱業、繊維、パルプ、石油・石炭、鉄鋼、金属製品といった数多くの業種は、業界丸ごとPBR1倍割れしているということなのですね。

前のナラティブに戻っていただきまして、こういった産業はもともと規模型事業だったと思うのです。設備投資をして、それによってシェアを取って、収益性を高めるという事業経済性のビジネスが大半だったと思うのですが、経済が成熟期に移行し、需要が縮小した。一方で、新興国がどんどん設備拡張していく中で、業界全体で稼働率が低下してしまって、資産回転率が低くなって手詰まり型になってしまったということだと思います。

こういった業界で、では利益率を高めようということで価格の適正化が必要だ、みたいな議論がよくあるのですが、これだけ過剰供給、過剰競争の中で価格競争するのは大変難しい。かつ資産を圧縮しようとしても、「囚人のジレンマ」に陥る可能性も高いですし、財務レバレッジを高めて、ROEを高めようというのも全く本質的な解決策にならないということでございまして、こういう少し古い産業は、知的資本や人的資本、あるいは無形資産を軸にした価値創造型に転換しなくてはいけないというのが一つの解でございしますが、多分これのみではかなり限定的で、業界ぐるみでキャパシティを相当縮小していく、合併・統合・再編していくといったことがないと、この14業種のPBR1倍割れといったものは難しいのではないかなと。逆に言いますと、14もの業種がみんなPBR1倍割れということは、日本は多分、産業構造そのものが非常に古くなっているということではないかと思うので、メディカルなのか、ITなのか、はたまた別の産業なのか分かりませんが、新しい産業を相当振興していかないと、このPBR1倍割れの解消は難しいのかなと思います。

第三の課題として、財務レバレッジの問題が実際あります。バランスシート経営の意識

が薄いな、自己資本が過剰だなという会社もありますが、ここは比較的容易に解決できる問題ですし、アクティビストがいろいろ活発化していて、対応も進んでいるかなと。一方で、これだけで解決できるPBR問題は大きな比率ではないと考えます。

いずれにしても、アメリカS & P 500では2%、STOXX 600では17%しかないPBR 1倍割れ企業が、日本では45%もあるということで、個別企業や証券取引所の取り組みだけで解決するのはかなり難しいかなと考えます。

一方で、ちょっと明るいデータとしては、1982年、アメリカでも、実はPBR 1倍割れ企業が60%もあったということで、あの国でいろいろな改革が起きまして、新しい企業や産業も生まれたと思いますので、この委員会においても、かなり大胆かつ創造的な議論を深めていければと思います。

以上でございます。

○沼上委員長 ありがとうございました。12分何十秒だったですね。

○中神委員 そんなにありましたか。大変申し訳ありません。

○沼上委員長 いえいえ、大変熱心に御議論いただいて、ありがたく拝聴いたしました。残りは1人5分、本当に守らないと終わらないという危機的な状況になってございます。皆さん、御協力のほど、よろしくお願いいたします。

では、次、日置委員、お願いいたします。

○日置委員 ありがとうございます。中神委員には貸しをつくったということで。(笑声)

日置と申します。よろしくお願いいたします。

自己紹介から申し上げますと、私も中神委員同様、長らくコンサルティングの業界におりまして、PwC、IBM、デロイト、BCGと渡ってきた人間でございます。トータル25年ぐらいの経験がございます。2年前より、故あって、個人で活動しておりまして、本日は、日本CFO協会、日本CHRO協会の肩書で参加させていただいています。

昨年度、製造産業局で「グローバル競争力強化に向けたコーポレート・トランスフォーメーション研究会」を実施していただきまして、その座長を務めさせていただいたことから、本委員会の委員に任命いただいたと理解しております。

先ほど御説明のあった事務局の資料では、この10年余りの取組をすばらしく整理していただいて、本当にありがとうございました。

実はコンサルタントの時代、そのときは事業者としてでしたが、グローバルキャッシュ、

インベストメントチェーン、グローバルリスクマネジメント、イノベーションマネジメント、シリコンバレー連携、事業再編、P Eを活用した産業再編、海外M & A、コーポレートガバナンスの実効性など、いろいろなテーマで関わらせていただいております、非常に懐かしく見ておりました。

その流れの中で、当時、未来投資会議の構造改革徹底推進会合というのがございまして、その中でも企業の新陳代謝についてプレゼンや討議をさせていただき、そのときの議長が三菱ケミカルの小林さんでしたので、小林さんともいろいろ議論をさせていただきました。議事録が上がっているので、多分問題ないかと思うのですが、当時、お話をした中で、「新陳代謝と言うけれども、新しいものが見えていないのに、古いものは切れないよね」といった話や、企業経営者として、トップラインが縮むというのはすごく怖いといったこととか、赤裸々なお話をさせていただいたことを覚えております。ですので、いろいろ懐かしく、それぞれの案件において問題意識を整理していたことを思い出しながらお聞きしていましたが、その頃と何にもとは言いませんけれども、問題意識はあまり変わっていないのだなということを改めて認識したところで、本テーマの難しさや本委員会での検討の重要性を認識しました。

あと、少し気になったのは、いろいろなことを動かすために、繰り出してきた手段や施策が、結局、それが目的化してしまっているのではないかといったところです。そのあたりの解消もすごく大事だなと思いました。

初回ですので、個人的にずっと引っかかっていることをお話しさせていただくと、今回のテーマである「成長」という言葉自体の定義なのか、あるいは解像度なのか、成長とは一体何なのかというところです。外形的に言ってしまうと、トップラインが伸びるとか、ボトムやキャッシュが拡大するとか、結果的に時価総額が向上するということなのかもしれませんが、それを引っぱがしたところで、そもそも人口減少がこれから本格化していく国、縮んでいく国におけるコンテキストの中の成長を、本当はどのような形で意識しながら検討しなくてはいけないのか。あるいは、世の中、できるなら新しいものを探したいというのはすごく分かるし、それにも対応しなくてはならないのですが、生きるための必需のような領域は結構埋まっている中で、新しいことをどうを見つけるか、というよりも、どう見いだしていくのか。この議論は相当難しいと思っています。データ関連の世界は、新しい必需と言える部分だと思うのですが、残念ながら、ここはすでに出遅れてしまっているので、これからリカバーするのは難しいかと思いますが、このような新しい必需をどう

見つけていくかという点は非常に大事だと思います。

他方で、原状回復させるだけではなく、アップデートを含めた更新投資についても、当然、社会インフラの領域などでやっていかななくてはならない部分はすごくあると思います。こういったところをどう成長に結びつけていくかという議論も、二次産業で大きく成長してきた日本企業にとっては大きなポイントではないかと思います。新しいことに比べると、個々の投資やリターンは小さくなる可能性が高いような気がしますので、そういった前提の違いをどう見ていくかというのはあるかなと思います。

他にも、自社だけで成長を描ける企業もあれば、そうではない企業も当然あります。それは業界や企業の立地によっても全然違うと思いますのが、こういったところに対して、どのような政策を考えていくか。大胆なビジネススワップのような考え方も必要だと思いますし、場合によっては、先ほど三瓶委員からもありましたが、古い産業や企業をどううまくたんでいくかという議論もしっかりとやっていかななくてはいけないと考えています。

まだまだ整理し切れていないので非常に恐縮ですが、今回の委員会は、社会システムとしての実効性を高めていくというのが趣旨であるとすれば、ここまでお話してきたような点も含め、成長の解像度を、経路やステージとも言えるかもしれませんけれども、しっかりと踏まえた検討が必要ではないかと思います。なかなか難儀な作業なので、この小委員会の中だけで片づかないと思うのですが、そういった目線を持ってやっていると、ずっと成長、成長、成長と言っているけれども、成長しない状態が続いてしまうのではないかといったところが気がかりであり、引っかかっているところです。

それと、これは経済産業省に文句を言うわけではないのですが、企業成長の前提として、国としての成長戦略をもう一度明らかにしていくというのも大事だと思っています。個別業界で見れば、半導体やケミカル、コンテンツ業界など、これからの産業の在り方を示していただきますが、それをホッチキス止めたときに、総体としてどんな国になっているのか、実はよく分からないというのがあるかと思います。それだと駄目な企業の経営企画部みたいになってしまうので、そうではなくて、産業のグランドデザインをしっかりと描き、どう示すのかご検討いただきたいと思います。

他にもありますが、今日はこのあたりで終えたいと思います。ありがとうございました。
○沼上委員長　御協力に感謝いたします。

それでは、日比野委員、お願いいたします。

○日比野委員　大和証券の日比野と申します。

まず、経団連の立場として全体の話ですが、事務局資料だと51ページです。「国内投資拡大のための官民連携フォーラム」で十倉会長から、かなり野心的な目標に向かって、官民一体で国内投資拡大に取り組むといった方向性を打ち出している。詳細は「FUTURE DESIGN2040」でお示ししているの、時間のあるときにご覧いただければと思います。基本的には、少子高齢化、人口減少、資源、とりわけエネルギーの制約の大きい島国といった中で、日本の経済社会のあるべき姿を示している。方策も示しているということです。

私からは、経団連で金融資本市場委員会の委員長をしていますので、いきなり具体的な部分になりますが、資本市場に関連する3点を申し上げたい。

1点目は、スタートアップ投資の活性化。スタートアップ投資は長期目線の資金が求められるわけですが、典型的には年金基金の投資拡大などが不可欠ということになります。日本最大のアセットオーナーであるGPIFは、オルタナティブ投資枠がありますが、5%です。PE投資を増やしてまして、2024年、昨年の3月末現在で投資残高6,800億円ということですが、その中で日本への投資は2%にすぎない。この中にスタートアップの投資も入っていると思いますが、非常に少ない。ということで、連合さんが触れられましたが、GPIFには、公的年金の安定的な運用の範囲内、他事考慮の制約、その範囲内であるというのは当然ですが、その中で、日本のスタートアップを含むPE投資の拡大を期待したいということが1点でございます。GPIFは、皆、非常に注目している先ですので、その動向については、年金基金や機関投資家への影響を考えて、期待したいと思います。

2点目は、資本市場における情報開示についてですが、企業に過度な負担とならないよう、慎重な対応をお願いしたいということがございます。これはいろいろな省にまたがる話かもしれません。

足元、政府が有価証券報告書の総会前開示を検討しておりますが、これは企業経営に極めて大きな影響を与えるということで、その必要性のところから慎重に対応すべきではないかと考えています。投資家が本当に議決権の行使に必要とする情報を確認・特定して、かつ、その情報を追加で提供することが必要な投資家はどのくらいいるのか、本当に多くの投資家がそうだろうかといった基本的なことをしっかりと確認した上で、冷静に対応することが大切ではないかと考えています。

それから、今後、サステナビリティ情報の開示の拡充や第三者保証の義務化といったことを考えますと、現行の総会開催日のかなり前に、議決権行使の判断に間に合うようなタ

イミングでこれを出すのは極めて困難。そういった中、基準日をずらせばいいではないかという議論もあるわけですが、大変追加的な手続、様々な作業を伴う。取締役選任、配当支払いの後ずれ、後発事象の増加等、極めて大きな影響を企業に与える。

こういったことを踏まえて、繰り返しですが、多くの投資家にとって議決権行使に不可欠と認められる開示項目を特定して、追加開示の要否を検討するのが妥当ではないかと考えております。

最後、3点目ですが、コーポレートガバナンスです。これは関経連の木股委員と一部重なるかもしれませんが、企業が中長期的な価値創造を目指して、主体的に構築するのがコーポレートガバナンスの基本の「基」だというのは皆認識しているところだと思います。ただ、2015年のコード導入以降、多くの上場企業が、資本市場の要請を勘案しつつ、自社に最適なガバナンス構築に努めてきたということですが、細則化がどんどん進んでいった中、関係当局も一昨年からコードについては細則化を休止して、実質的な効果を追求するというしかるべき方向性を示していただいている。

実質化に当たっては、一つは、スチュワードシップ活動の質の向上が有用なわけですが、一部の投資家は投資先の企業と十分に対話ができていない。それから、議決権行使に当たっては、議決権行使助言会社、あるいはE S G評価・データ提供機関の評価をそのまま受け入れているといった指摘が企業から多く聞かれています。このような助言会社や評価機関は、発行体企業とのコミュニケーションに後ろ向きで、体制の不備から、時に間違ったデータに基づく助言を行っているといった批判の声も企業から間々聞かれるという実態がございいます。助言会社もスチュワードシップコードにサインしていますので、そういう意味では、しっかりした体制整備やいろいろなことが求められているということですが、しっかりは果たされていないのではないか。

ということで、アセットオーナーは、企業の持続的な成長のために、建設的な対応を促すという役割を持っているわけですが、そうした中、経団連では「アセットオーナーラウンドテーブル」を設けて、G P I F等々に対話の機会をつくっています。アセットオーナーが中長期の課題に挑戦する企業を見極めて、アセットマネージャーに対して、中長期的な企業価値創造の視点を踏まえた投資や議決権行使を促すといったことが重要だと考えています。

政府におかれては、議決権行使助言会社等に、規律づけや業務改善、アセットオーナーとの建設的な対話を後押しする取組をしていただきたいということでございます。

○沼上委員長 どうもありがとうございました。

それでは、松田委員、お願いします。

○松田委員 ありがとうございます。どんどん時間プレッシャーが高まってまいります。

私は中神委員と真逆の仕事人生で、前半は金融業界にいて、企業アナリストなどを行い、中盤は企業の御支援を行い、そして今、企業経営と資本市場のはざまにある問題について、大学側及び社外取締役として参与観察を致しております。

その立場から今の実情をまず見てみますと、東証が指摘するところの三層化が顕著になってきたなと感じます。この委員会でも、恐らく「日本企業」という一般名詞を使って話せないのではないかなということを感じています。既にテークオフしたような企業においては、事業ポートフォリオマネジメントの議論は取締役会でも相当行われるようになってきています。エポックメイキング的なノンコア事業の売却といったところまではまだ行っていませんが、確実に進んでいるように思います。

ただ、それを見ておりますと、次に来ることは何か。先進企業では業界再編の話がちらほら出ております。私は、その意味では、経済産業省さんがおつくりになった資料の40ページの業界別の分析は非常に印象的でした。ここで問題とされているようなPBRもROEも低迷している企業が多く存在する業界は皆、いわゆる規模型の業界です。規模が効くはずなのに、たゆたっているような会社が数多いということは、せっかくの規模が生かされていないということで、これが低迷の大きな原因なのではないかと思います。したがって、スケールメリットの獲得を促すような集約等については、制度的・法制的な整備も含めて、考えられる余地があるのではないかと考えております。

それから、三層化された二層目、東証では投資家とのギャップがある企業と銘打っていますが、ここはまさに投資家とのギャップが非常に大きいことを実感します。その中には、もう出ましたので繰り返しませんが、見直しをすべき点、例えば、開示の規定等の問題があります。あと、企業側の誤解もあるかと思います。例えば、株主還元について、それぞれの企業のステージによって考えるべきとの三瓶委員のコメントがありましたが、それとともに、株主還元自体が所与になっている企業が多いように思います。あたかもメインバンク時代の元利払いのような形で頭に入ってしまったっており、中期計画にも自社株買いを毎年幾ら行いますと明記してしまうような企業が多くあります。投資家がそれを評価すると思っておりますが、そうではなく、まともな投資家にとっては成長投資こそが優先なの

だということをより啓蒙していく必要があるかと思います。

一方、資本市場側の問題もあります。三点申し上げます。ひとつは、IPOはあれども、その後は増資の場としてはあまり使われておりません。バイオベンチャーなどではMSワラントでの資金調達が目立ちますが、一般企業の公募増資などは非常に少ない。もちろん既存株主にとって増資は好ましくないでしょうが、そのため企業が委縮し過ぎているようにもみえます。そういったことの背景に、制度上、あるいは構造上の問題があるのではないかと思います。

二点目は、資本市場に関して今まで出ていないポイントで申し上げますと、企業から問題提起が多いのはセクターアナリシスです。古い業界についてはこれ以上動きようがないところもあるのですが、新しい業種、あるいは既存の業界分類をまたぐ新しい芽を生み出すテーマを追っていかうとすると、全くアナリストがつかない。これはもしかすると、失礼ながら、省庁の問題もあるかもしれません。新しいテーマをやろうとすると、複数の省庁をまたぐ煩雑な手間が必要になるといったこともございます。それはともかく、資本市場において、既存の業界分類に拘らないテーマ別の分析や、セクターアナリシスの再編、集約のようなことが考えられてもいいのではないかと感じております。

3つ目がガバナンス改革です。これはもう明らかに方向性が出ておりますが、これから監督強化もさることながら、執行力の強化がメインテーマであるかと思います。

そうしたときに、企業がやや悩ましいと感じている点についても3点申し上げます。ひとつは機関設計の問題です。3つの機関設計があり、モニタリング型が求められていつつも、監督と執行の分離がなかなかできない。できないのは、意識的な問題もあるかと思います。はるか昔から取締役が出世のゴールであったといったこともあります。コーポレートガバナンス改革自体では、そうではないということになりながらも、まだメンタリティーは変わっていない。そういったことに意識の面からアプローチするのか、あるいは、機関設計自体も、そこに沿っていないような機関設計であることについて、少し再考する必要があるのかなとも思います。

2点目は多様性の話ですが、これはもう出ましたのでスキップさせていただきますけれども、女性というところにスポットが当たり過ぎたのかなという感はいたしております。それは大事なのですが、例えば、内閣府男女共同参画局のプロジェクトで行ったサーベイにおいて、プライム上場企業の8割が30年に女性役員比率30%という目標の達成は無理だと回答しています。無理だから何をするかという、例えば、女性の係長クラスあたりま

で入れて管理職の多様性を測ったりしているのはやや目的化してしまっているような気がします。本来的には、意思決定層の多様性が必要であり、その点にフォーカスした施策も考えられていくべきではないかと思います。

3点目ですが、執行の強化といったときにポイントになるのが、トップマネジメントチーム、特にC x Oの方々の高次元化ということが挙げられるかと思います。

成長が進まない原因はいろいろあるかと思いますが、ひとつにはコーポレート機能の弱さが挙げられるのではないかと思います。というのは、弱いがゆえにマイクロマネジメントに走り、それが企業・事業を萎縮させたり、短期志向に走らせたりしているといった側面が実はかなりあるように思います。

今、先進的な企業はコーポレート機能の強化に走っているのですが、いかに人を増やさないで高度化するかという難しい問題にぶち当たっているというのが現状かと思います。したがって、コーポレートが経営のレベルで、事業のリスクテイクとマネジメントができるように、そして経営資源配分ができるように変えていかなければいけないという問題がございます。これは個々の企業の問題でもありますが、その裏に、そもそも高度経営人材育成がなされていないという問題もあるように思います。教育の問題でもあります。あまり教育の問題というと、他の省庁の話になってしまうのですが、少なくとも高度経営人材の育成といったことは視野に入れていきたいかと思います。それから、日本は総じて低学歴だと言います。学部卒がビジネスパーソンの大勢を占めているということですが、高度な経営や事業、研究開発等を進めるために、例えば修士・博士の見直し、あるいは、もう経産省さんでもやっていらっしゃるけれども、高専のさらなる拡充といったことが考えられるのではないかと思います。

いずれにしても、先ほど成熟国だという話が出ましたが、その中で成長をということであれば、やはり人材というところにフォーカスせざるを得ないので、このところは、この委員会でも十分話し合っていきたいテーマかと思います。

以上です。

○沼上委員長 どうもありがとうございました。

いよいよ時間が迫ってまいりましたが、山口委員、お願いいたします。

○山口委員 皆様、こんにちは。すみません。ウェブで恐縮です。経済同友会で企業変革委員会の委員長をさせていただいております。また、日本IBMの社長をさせていただいております。

私たちは今こういった状況だと考えているかというと、皆様も今まで議論されているかと思うのですが、賃上げ4%、物価上昇率2.5%、剰余金0.7%等々、数字は形になって出てきておりますけれども、労働力不足やエネルギー高等々のコストプッシュ型の結果として、こういった状況になってきている。

そんな中、日本の企業の労働生産性で見ると、OECD平均で71.3ドル／時間、米国だと97.7ドル／時間、その中で日本は何と56.8と、労働生産性の改善の余地がまだまだかなりたくさんある。ここで労働生産性というのは、単に効率化だけではなくて、イノベーションも含む、大きな可能性があると考えている。

そんな中で、対応策として、私たちもかなり取り組んできておりますが、事業のポートフォリオ変革、イノベーションの推進。まずは企業そのもののビジネスのやり方を変えていくということが前提としてあるわけですが、それに加えて、ポートフォリオをしっかりとダイナミックに変えていくことも重要だと考えている。スピンオフ、M&Aも含めて、そういった対応が求められているときに来ている。そのためには、例えば株式交付制度の制度変更やパーシャルスピンオフ税制優遇の恒久化など、様々なアクションをこれから検討する必要があると考えております。その上で、労働市場の流動化は、誰もが疑問を抱かない対応策なのかなと考えている。

もう一つ、3つ目としては、社外取締役というのですか、スチュワードシップコードをさらに推進するというので、社外取締役の機能強化が一番重要なのかと考えています。

ただ、これは先ほども議論があったのですが、本当にその企業の長期戦略を踏まえて、パーパス目標の達成のために、どれだけ踏み込んで本音の議論ができる社外取締役の人材がいるか。そういったモメンタム、カルチャーをブレークスルーできないと、本当の意味の実質化はできない。そのあたりは大きなチャレンジなのかなと思っております。

最後、投資家によるエンゲージメントをさらに強化していくことが必要なのかと考えております。

あと、GPIFに関しては、経済活動に何らかの影響が出ることは間違いないですので、この場で少し議論してもいい内容ではないかなと私は考えています。

以上でございます。

○沼上委員長　大幅な時間の短縮、誠にありがとうございます。これで私も若干話す時間があります。

話したいことが15分ぐらいあるのですが、大幅に削って、次回、もうちょっと詳しくお

話をしたいと思いますけれども、皆さんのお話を伺っていて一番強く感じたのは、ああ、日本は本当に成熟した経済圏だなと。この成熟したところを、業界再編などをしながら、いかに効率化していくかということで、個々の企業のポートフォリオの変革は待ったなしだなという印象を受けました。これが一つです。

ただ、先ほど日置さんからお話がありましたが、増やすほうがないと減らせないという意識も働くので、もう一方の問題として、投資先がどれだけ出てくるかという問題があって、この部分は、私の理解では、ナショナル・イノベーション・システムが壊れているという問題ではないかと思うのですね。先ほど後藤さんもそういうことをおっしゃっていましたが、成長させようと思って、投資が必要と思った領域の高度人材がいらない。これでは駄目です。でも、東大もやっと新しい学部をつくった。学部や大学院を新たにつくって、人材を育成するというのはもっと加速しなくてはいけないはずなのに、国全体で新しい成長事業に人材投資、あるいは研究開発投資をするという体制がまだうまくついていないなと。その部分はもう一つ考えなくてはならないポイントではないかと思います。また、ナショナル・イノベーション・システムも一つですが、過去の企業のイノベーションのシステムも見直さなくてはならない時期に来ているのではないかなと思って聞いておりました。

細かい話はまた後日しますが、今日のところはこのくらいにしておきたいと思います。

予定では、ここで追加の御意見を賜れる方というのがあったのですが、残念ながら全くなって、時間の関係もございますので、本日の議論はこのあたりまでということにしたいと思います。

ここから先、事務連絡をお願いします。

<閉会>

○事務局（日野課長） 念のため、オブザーバーの皆様、御発言はよろしいでしょうか。

（オブザーバーからの発言はなし）

本日、ありがとうございました。

本日の資料は、会議終了後、ホームページ上に公表いたします。

議事録につきましては、皆様に御確認いただいた上で、後日、速やかに、発言者名と併せて公表いたします。

次回は3月4日を予定しています。詳細は後ほど御連絡申し上げます。

御自身の発言内容については、対外的にお話しただいて結構でございますが、ほかの方の御発言ついでにの言及はお控えいただければと思います。

○沼上委員長　　本日は、お忙しい中、お集まりいただきまして、誠にありがとうございました。

私にとっては大変刺激的なすばらしいレクチャーを頂いたという感じで、学びの多い会合になったと思います。皆様のおかげで本当に豊かな時間を過ごしたと思います。どうもありがとうございました。

——了——