

第3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4月8日（火）16:00～18:00

場所：経済産業省別館7階共創空間（オンライン併用）

1. 出席者

<委員>

【対面】沼上委員長、加賀谷委員、唐木委員、木股委員、後藤委員、三瓶委員、中神委員、日置委員、宮島委員、山口委員

【オンライン】富田委員、工藤委員、日比野委員、松田委員

<オブザーバー>

【オンライン】公益社団法人日本証券アナリスト協会、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

- ・第2回の振り返り、ポジション毎の企業の打ち手と社会システムの課題の検討
- ・各課題の検討（コーポレートガバナンス、人材）

3. 議事概要

<開会>

○日野産業創造課長 定刻になりましたので、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小委員会3回目を開催いたします。

本日は御多用のところ、御出席賜りありがとうございます。

委員の御出欠を御連絡させていただきます。本日は、工藤委員、富田委員がオンラインで御出席です。松田委員は16時15分頃から、日比野委員は16時半頃からオンラインで御出席予定です。その他の委員の方々、対面にて御出席いただいております。ありがとうございます。なお、工藤委員と日比野委員は17時頃に途中退席と伺っております。

配付資料の確認です。ペーパーレス化を推進しておりますので、お手元のタブレットを御覧いただければと思います。配付資料順に議事次第、配付資料一覧、諸々省略させてい

ただきますが、本日御参加の委員の皆様から多数の提出資料を頂いております。本当にありがとうございます。また、参考資料として「グローバル競争力強化に向けたCX研究会報告書」、もう一点、昨日公表した「ダイバーシティレポート」も御用意しております。

タブレットがもし使えない等ありましたらおっしゃっていただければと思います。

それでは、議事に入ります。沼上委員長、よろしくお願いいたします。

○沼上委員長 何とも慣れない雰囲気の中で、私はものづくり系の仕事をしてきたので、こういう座った位置よりも立ち作業のほうが集中力が高くなるので、どっちかという立場で喋っているほうが良いのではないかという気もしますが、今日はこの雰囲気ですら一回トライアルということで、皆さんぜひお願いしたいと思います。

まず、資料3の御説明をしていただいてから協議に入るということですね。

<事務局説明>

○日野産業創造課長 すぐ終わりますので、しばらく我慢いただければと思います。早速資料3を御説明させていただきます。

これまで頂いた委員の御意見をまとめていますので、12ページに飛ばさせていただきます。企業のポジションに応じた優先すべき企業の打ち手と課題の整理、前回の御議論を踏まえて、黄色いハイライトでも追加しています。この後、この図において①、②、③、④とか出てくるので、お手元の資料にもこういう形で参照しやすいようにお配りしています。

本日のお題はコーポレートガバナンス、人材の大きく2テーマでございます。これまでの御議論を総括いたしますと、企業の中長期の成長戦略の実現に向けて、自社の資本収益性と市場評価に関するマトリクスを意識しつつも、構造改革や成長戦略の再構築、成長投資を適切に実施していく、投資家はエンゲージメント等を通じてこういった取組の妥当性を確認していくといった成長志向の関係構築が重要ではないかと考えられるところです。

こうした姿を実現できる社会システムの構築に向けて、コーポレートガバナンスですが、まず企業内部の話として企業の監督・執行に成長志向がビルトインされているのか。次に2点目ですが、企業と株主の関係として、企業と投資家の価値協創関係が確保されているのか、10年間のコーポレートガバナンスの状況の進展、変化を踏まえて、日本企業のガバナンス改革の進捗について、矢羽で様々な事象も掲げています。こういった事象を踏まえながら御検証、御評価いただければと思います。

次でございます。監督・執行です。これまでの御議論で先ほどお手元に配っております

企業群①、②の方々は、成長戦略の構築、③、④では大胆な成長投資に踏み出すことが期待されています。リスクもとれる取締役会、社外取締役会がどこまで踏み込んだ議論ができてきているのかといった御提起も頂いています。

こういった観点から例えばですけれども、現在の会社をどのように考えるのか、例えばいわゆる社内取締役は責任限定契約の対象となっておりませんが、適切なリスクテイクに繋がっているのか。逆に責任限定契約の対象にした場合は、モラルハザードの可能性もあり得るわけですので、ここをどのように考えたら良いかということです。

次に、企業と投資家との関係でございます。企業の成長戦略を軸に据えて、価値協創関係を構築していく。そのために成長投資と株主還元のバランスをどう考えていくべきなのか。この10年で配当を2倍、自社株を6倍以上に拡大させて、資本効率向上というのが進んできたのかなと思っています。

翻って企業群①からポジションを改善させた企業というのは、必ずしも配当とか自社株買いを行っていたわけではないという事象もあります。単なる事象ですけれども。また、各ポジションの企業への投資家のエンゲージメントとして、②の企業群は、成長投資とバランスをとった株主還元を行い、投資家も企業の取組の妥当性を確認していくということが重要だったということかと思えます。

他にも、これまで頂いた御意見も点々の枠囲いで載せております。企業が成長戦略を推進していくに当たり、どういった株主還元に意義があり、企業のポジションも後々変わっていくわけですけれども、成長に応じて株主還元の意義も変化すると考えられますが、どのように変化していくと見ておられるでしょうか。御意見を伺えればと思います。

続いて株主総会でございます。総会は、成長戦略を基に株主との信頼関係を構築していく場として機能していくということが必要ではないかと考えられます。委員会の場で、例えば濫用的な提案がなされることもあって対応に時間と労力が割かれるとか、諸外国の動向も踏まえつつ株主提案権の在り方を検証すべきといった御意見も頂いています。

逆に、株主提案権の見直しが企業と株主の実効的な対応を阻害してしまうことを懸念するという声もございます。現在の株主提案権についてどのように考えていくべきか。

また、コーポレートガバナンスについて、別途の研究会でも議論なされておりますが、事前の議決権行使で決議の帰趨が見えている場合もあるところですので、こういった実態を踏まえた総会の手続の効率化、合理化についても検討を深めていくべきではないか。

続きまして、エンゲージメントでございます。形式的な議決権行使の問題提起がなされ

ました。スチュワードシップ・コードでも、形式的な判断基準にとどまることなく、投資先企業の持続的成長に資するものとなるよう工夫するとされているところです。

例えばROE基準は、資本効率という意味では分かりやすい。反面、大胆な成長投資や構造改革で一時的に落ち込むということもあるわけですので、適切に評価されない可能性もある。

政策保有株式ですけれども、利益相反の解消という意味では分かりやすい指標です。その中で、戦略的提携のための政策保有株式が実質評価されているのかどうか。

こういった点というのは一例でございますけれども、現在の議決権行使についてどういった課題があるのか、解決の方策があるのか、御議論いただければと思います。

次に、投資家との対話のベースとなる開示の在り方です。開示は、情報の非対称性を低くするというところで、例えば一時的な株価下落があっても影響を受けにくくなるといったメリットがあります。片や企業側の開示負担は増える一方でもあると。これからサプライチェーン全体のCO₂排出の開示だったり、先般行われた有価証券報告書の総会前開示の要請もありました。こうした対応の負担への懸念もありますし、逆に一部の企業は工夫を凝らして、投資家が必要とする情報を先んじて開示するといった取組も行われているところでございます。

また、逆に投資家側からすると、総会前に有価証券報告書の情報があれば、形式的な議決権行使によらないことだってできると。古い情報を基にした議決権行使によらざるを得ないといったところもあるということで、事業報告と有価証券報告書の開示の在り方をどう考えるかということでございます。

続いて人材ということで、これまでの委員会の御議論でも、高度・多様な人材の確保と活躍が可能な環境整備、労働者が安心して働き続けることができる環境整備について御提起いただきました。

政府としては、ジョブ型人事、労働移動の円滑化、リスクリングの能力向上支援の三位一体の労働市場改革を進めています。この改革を一層進めていくことも含めて、どういった解決策が必要か御意見を頂ければと思いますし、まずもって広く御議論いただければと思いますが、人材育成と人的資本経営のスライドを御準備しています。

まず、専門人材の育成・確保です。例えばGXやGXと連動した大学・高専とか産学と連携した上で、人材登用・処遇制度を変えていくということが重要ではないかと。例として、半導体、蓄電池、洋上風力でこういったことを進めております。

先日、後藤委員からバイオ人材の教育投資のお話を頂きましたし、企業による教育への投資といったものへの御評価だったり、投資を促す仕組みをどう考えるか。さらに、世界から高いスキルを有する人材を日本企業に引き寄せたいと、そういった場合にどういった課題があるのか御議論いただければと思います。

最後でございます。人的資本経営について、企業が人材を資本として捉えて、価値を最大限に引き出して、企業価値向上に繋げていくという人的資本経営を推進してまいりました。

その実践として、2022年に人的資本経営コンソーシアムを立ち上げました。企業の人事の御担当の方に参加いただいております、場づくりというのをやっております。参加者も当初の倍の630者と広がっていきまして、全国拡大していこうと進めています。

同じく2022年から有価証券報告書で人的資本関連の情報開示も始まったということで、人材政策も一定の進展がありますけれども、経営戦略と人材戦略の連動について効果的に説明できている企業がそこまで多くないという印象を受けています。企業と投資家の人材に関しての対話を促していく上で、さらなる施策を検討していく余地があるのかどうか御議論いただければと思います。

また、三位一体改革を進めるに当たっての制度的課題、解決の方向性として、1回目では、企業が次の事業を見出していくには、様々なバックグラウンド、経験を有しているという意味での多様性が必要といった提起も頂きました。こういった環境整備のためにどういった制度とか企業慣行を変えていくべきなのか御議論いただければと思います。

また、③、④で成長投資が重要となる局面で、全社最適な経営資源のアロケーションを実行していくという意味では、執行面でもファイナンス、人材、DXといった分野でグローバル水準の執行体制を確立していく必要があるということで、人、物、金を可視化してシナリオプランニングから意思決定をやっていく必要があると思いますが、このようなグローバル水準、ワールドクラスの経営執行能力についてどういったお考えがあるか御議論いただければと思います。

私から以上です。

<自由討議>

○沼上委員長　ありがとうございます。今日は比較的早口ではなかったと。ちゃんと聞き取れるお話で安心いたしました。

今日は、順番に話すのをやめたということで、挙手順に御発言いただくと。しかも1人3分以内ということで、今までささやかなチンぐらいだったのですけれども、もうちょっと大きな音で鳴らしていただきますので、3分で。その代わり2巡目がちゃんとあるとお考えいただいて、ぜひ1回目は軽く短めにお話しいただきたい。

それで、何人かの委員の方々が出たり入ったりという状況にありますので、日比野委員は16時30分に入られたタイミングでお話しいただくと。それから、工藤委員が17時に途中退室されるということなので、この場合は挙手された瞬間に優先権が発生するというように運営させていただきます。松田委員は16時15分に御出席になるので、そこから先ということになります。

まず、私から発言させていただくということで、私が時間を守らないと本当に問題になると。簡単に言うと、今までのところが一人一人が言いつ放しになってしまっている感じ。せっかくこれだけの人が集まっているから、もうちょっと焦点を持ってインタラクティブにいけたらもっと良いなと思いながら過ごしていました。

例えばこの会議の最大の目的は、中神さんの言葉で言うと膨張ではなくて成長。その投資をどうやってつくっていくのかということで、このときに私は第1回の三瓶さんが出した図、アグレッシブグロスとか、グロスとか、バリューの枠組に関連付けてお話しいただくと良いのではないかと考えています。事務局のまとめた資料は図の上側を右と左に分けていないのですが、右側と左側を分けないと打ち手が全然違うのではないかと考えているので、ここは分けて議論したほうが良いだろうと考えています。皆さんの発言の手足を縛りたいわけではないけれども、もし可能であれば今この話をしています、右上ですとか、左上ですとか、左下ですというのを議論していくと、多分混乱しないで議論が積み上がっていくかなと。

例えば中神さんが1回目に出した資料だと、PBR1倍割れのところがすごく多いというのは、左下の話を相当されていたということだと思いますし、前回唐木さんがお話になったガバナンス型、バランスシート型等々のアクティビストのタイプも、象限に分けて言うところの辺りでこういうのが発生しやすいのだというのにしていくと、議論が積み上がっていく感じになるのではないかとと思うので、今日はぜひそれをやっていただきたいなと願っています。

恐らく象限ごとに極めてプラスに働くエンゲージメントがあると。こういうところはこういうエンゲージメントをすると良いのだとか、そういうところの企業はこうやって後押

してもらおうとかえって良いのだとか、そういう議論ができるのではないかと思うので、私から初めに言いたいのはそこだけ。できればこの象限で話をしていますみたいなのをちょこっと付け加えていただけると話が累積していくのではないかというお願いをしたいと思っております。

私から以上で、多分3分以内だったと思いますけれども。ということでここから先は一中神委員と唐木委員、見ていなかったけれども、1番だった？

○加賀谷委員 私の資料を映していただいてよろしいでしょうか。私は、まさに沼上先生がおっしゃった4象限の事実確認をまず事前にはちゃんとしておいたほうが良いのではないかとこのところで、そうしたお話をさせていただきたいと思っております。

皆さん、成長投資の問題意識の1つとして、日本企業においては株主還元と比べてどうも成長投資が劣後しているという問題意識が前提になっていると思っております。株主還元は3倍、4倍、5倍になっているけれども、成長投資は増えていないと。これが問題なのだというところをおっしゃっていると思うのです。

次のスライドをお願いします。そのときに、本当に日本企業では株主還元を優先し過ぎていて、長期投資がおろそかになっているのだろうかという確認をしたのです。具体的には株主還元と成長投資の変化に注目するのではなく、資本配分全体においてどれほど成長投資に割り当て、どれほど株主還元を割り当てているのかを整理することにしました。企業が活用できる資本は限られています。そうした中で長期投資にどれほど割り当てているかを時系列で整理しました。

その割合を見ると、これは日本、アメリカ、欧州を代表する500社近くを分析したものですけれども、日本のほうが圧倒的に株主還元と比べて長期投資をやっているのです。そう考えたときに、本当に株主還元し過ぎなのかという事実認識をちゃんとしておく必要があるのではないかとというのが1つ目の問題意識です。

次のスライドをお願いします。そのときに三瓶さんがつくった資料を分析してみました。具体的には過去10年で企業群①、企業群②、企業群③、企業群④がどう変化してきているかという図表であります。

日本の場合、圧倒的に企業群①が多いわけです。それに比べて海外、アメリカ等は企業群④が多いわけです。その意味で、企業群①、企業群②、企業群③、企業群④それぞれで問うべきというのは私も同じ問題意識を持っていて、具体的には問いが違うのではないかと私は思っています。

日本は確かに 172 社から 123 社とここ 10 年で減っていますけれども、まだまだそのウェートが大きいわけです。そう考えると、企業群①にとっては事業構造だとかグローバル収益構造の組替えが何でうまくいっていないのというところをちゃんと問う必要があるし、企業群②については、私の考え方なのですが、戦略論でいったら PPM のような考え方があると思うのです。企業群②というのは、基本的には成長が期待されていないけれども、収益性が高い、キャッシュを満たしているということで、企業の中にいたら基本的にはここからキャッシュを吸い上げて、企業群③だとか④に回していく役割になるわけです。

しかしながら、そこが必ずしも行われていないのではないかという仮説があるわけです。あるいは、そこで投資をしたいのであれば、むしろそこでかなり成長の期待を高めないと投資ができないのではないかというのが基本的な問題意識です。

むしろ市場からは評価されているので、今成果に結びつけるところが問われているというのが企業群③です。企業群④は、まさに資本生産性と市場の評価を持続的にどうやって高めていくかという問いが重要になってくると思います。

次のスライドをお願いします。先ほどの長期投資の比率がどうなっているかというのを比較してみました。私の仮説に基づけば、基本的には企業群②は国全体ではキャッシュフローを創出しているが成長機会が評価されていない以上、企業群③や④に資金を回していくべきグループになります。——もう 3 分ですか。続けて良いですか。すみません。しかしながら企業群②で、ある意味日本の場合にはなお投資をし続けているという状況になっていますし、一方で海外は相対的に成長投資が低水準にあります。やはりそれぞれの企業群で実施すべき問いが何であるのかということが考えるべきことなのではないかと思っています。

次のスライドでやめますので。次のスライドをお願いします。そう考えたときに、基本的に日本と海外で長期投資がどう推移しているかというところ、海外のほうが圧倒的に伸びているわけです。そう考えたときには、それぞれの問いをひもとくにしても、まず企業内で実施される資本配分の適正化が優先すべき課題であり、なぜ日本では事業再編・資産の再編が円滑に進まないのかといった点を解消することの優先順位が高いというように考えています。

もちろん成長ストーリーが伝わっていないがゆえに成長機会が低く評価されているのであれば、それを資本市場に理解いただくという点も極めて重要です。成長戦略の魅力を高

める価値創造ストーリーを分かっていたと、あるいは国、地域とパートナーシップをつくっていくということが重要になってきていると思っております、こうした問題の部分とコーポレートガバナンス、人的資本を結びつけないと、なかなか問になっていかないのではないかとというのが申し上げたポイントです。

以上です。

○沼上委員長 どうもありがとうございます。1つだけ質問したいのだけれども、長期投資の中の更新投資と本当の成長投資は分けられないのですか。

○加賀谷委員 前のスライドを見せていただけますでしょうか。まさにここに書かせていただいております、実は現状維持の投資が大きな割合が企業群①、企業群②で日本の場合あるのではないかと考えている、そこがまだ分けられていないのが今の課題であります。

○沼上委員長 成熟産業で企業数が多くて、現状の工場設備とかを安全性維持のために更新投資に大量に使ってしまうと、企業としては伸びないし、国も伸びないのだけれども、お金だけ結構使っているということが起こり得るので、長期投資が無駄な長期投資になるという議論？

○加賀谷委員 おっしゃるとおりです。それが主張したかったことです。

○沼上委員長 分かりました。ありがとうございます。

では、唐木さんが次で良いですか。

○唐木委員 ありがとうございます。

2ページは、本日の提言のまとめですので、説明は省略いたします。

3ページですが、先ほど沼上先生がおっしゃってくださったとおり、4象限に合わせて考えようと思ったときに、私の目には、この4象限は、成長戦略を立案し実行できているかという戦略と実行に関わる問いが上にあつたうえで、ステークホルダーをちゃんとエンゲージできているか、という問いが下に来る、という構造とすごく似た構造に見えています。全体を通して収益性に影響するのですけれども、特に下（ステークホルダーとのエンゲージメント）は、ちゃんと伝えられていますか、というところなので、期待値に影響するものだと思います。

それを御説明した上で次の4ページを見ていただきますと、このページのようになります。元々頂いていた4象限にあえて名づけるとすると、1番目（①）は手遅れにならないうちに何とかしなければいけない企業、2番目（②）は説明すべき企業、つまりステーク

ホルダーとのエンゲージメントができておらずPBR等の期待値が低い企業となります。

3番目(③)はこれからの企業で、4番目(④)が加速したい企業、となるのかなと思います。

こちらをベースに考えてみると、先ほど沼上先生がおっしゃったとおり、③と④は課題である、戦略がつくれた上で、その先の実行できているか否かでズレてくるので、やはり論点としては分ける方が良いかなと私も思います。

それを申し上げると、各企業群が一番やらなくてはいけないことも明確になります。1番目(①)の企業が一番やらなければいけないのは、手遅れにならないうちに何とかしなければいけないということ、つまり、戦略をつくって実行しなければいけないということです。ここはアクティビストに狙われやすい企業です。我々が会社さまから御依頼を受けると、PBRを見に行きます。そうすると多くの場合1倍を割れているよね、となって、大体の場合、実は隠れたアセットをお持ちなのです。株式を持っていますとか、不動産を持っていますとか、何らか持っている。それをちゃんとした成長投資に充てていないので、期待値が上がらない、成長戦略の原資もないということになるので、戦略をつくったうえで実は持っているアセットをちゃんと活用しませんか、というのが一番だと思っています。

2番目(②)は、すごくシンプルに、説明すべき企業だと思います。恐らく期待値は低ながらもやるべきことはやっている企業さんなので。できるし、やっている、けれども何故か、期待されていない。何をすべきですかといったらすごくシンプルで、成長ストーリーをちゃんとつくって、語ってください、伝えてください、なのです。

それは、恐らく開示ということとまた違って、ここもよくアドバイス申し上げるのですけれども、50ページとか100ページの開示資料をまともに読む投資家はどれぐらいいるのか、という問題があります。私がお話を聞いた投資家は、読み切れずに大体10ページぐらいで力尽きると言うのですが、一方で、企業は伝えなくてはならないとなると多くの場合力を入れて分量の多い資料をつくってしまう。そして一番大事なメッセージは50ページ目に載っていますと。そこまで投資家が集中力を保ってはくれません。このような話はよくあって、すごくもったいないのです。なので、キーメッセージをまず最初に持ってきませんか。伝えたいことをちゃんと言うと、皆さん理解していただけますよ、というところがあるので、真面目に成長ストーリーを考えて語る、ということをするのが②です。

③と④の企業に関しては、成長戦略をつくって、真面目に実行していくというところなので、元々事務局説明資料に書いてくださったように、適切な人とお金の配分をしていくということもありますし、どこをマーケットとして定めるのかということを決めていくことも大事だと思います。

あともう1点、事務局説明資料の11ページで、「取締役会を通じた成長戦略の磨き上げ」が企業群②の課題に入れられていたのですが、私はむしろこれは全体にかかる問題だと思います。監督と執行をどうやって上手に使いこなすかというところは、①から④まで全ての企業に有効な打ち手になってくるので、全体にかかってくるかなと思います。

加えて、こうした施策を真面目にやっていくと、結構なインパクトが社会に出てきます。社会構造をどうやって考えていくのか、人材の流動化やセーフティネットの実効化等も全体に関わる我々が考えておくべきことかなと思いますので、そこは2回目のチャンスのごときに発言させていただければと思います。

○沼上委員長　ありがとうございます。1つだけ聞かせてもらいたいのですが、右下の成長ストーリーの磨き上げというのは、唐木さんの認識だと成長ストーリーがない会社が多いのか、成長ストーリーはあるのに表現で損している会社が多いのか、どちらですか。

○唐木委員　肌感的には半々かなと思います。どういうことかということ、成長ストーリーには、いわゆる定性的なストーリーに加えて、定量的なストーリーも必要です。

有名なアマゾンの紙ナプキンのお話（ジェフ・ベゾスが創業時に自社のビジネスモデルをシンプルに図示して説明した）のように、面白くて、だから成功するよねということ語れるのと同時に、何にいくら突っ込むので、どれぐらいの成長を見込めますかということも数字をもって語れるということも両方必要なのですが、両方持っている会社さんはあまり多くないという意味では、一方は持っているが、他方は持っていない、という会社さんは多いと思っています。

あと施策はたくさん持っているのだけれども、お話として繋がっていない、という会社さんもかなり多いかなと思います。

○沼上委員長　では、山口委員で良いですか。

○山口委員　本日初めてオンサイトで参加いたします。よろしくお願いします。

今のお話にありました成長ストーリーに関連して、私からは戦略と実行についてお話しします。

多くの日本企業では、戦略を丁寧に策定されます。しかし、その戦略を実行する段階に至ったときに、組織や人事をどうしても変えられず、戦略の円滑な推進が妨げられるというケースが大変多いのが大きな問題だと感じています。すなわち、海外の成長企業と成長していない企業を比較すると、戦略の完成度には大きな差はなくて、一番の違いはその次の実行段階にあると考えています。成長しない企業、特に日本企業は、「適材適所」で人をアサインしています。しかし、成長企業は厳しいかな、戦略に従った機能をベースに「適所適材」で考えます。そうすると結果的に、一部人材が新戦略にフィットしない事になります。逆に、新戦略に必要な人材が社内にはない場合は、社外から新規雇用します。成長企業は、そうしたサイクルの中で、社内人材をどんどん活性化させています。また、社員たちは、社内で生き残るために、世の中のことを自ら勉強して、自分のスキルをつけていきます。そうした会社全体と社員個々人の活動の積み重ねにより、成長しているというのが、成長企業とそうでない企業の大きな違いと考えます。

それを踏まえると、企業の持続的成長を実現するための「魔法の杖」はなくて、戦略に基づき、事業ポートフォリオの適正化に向けて、本当にしっかりと整理して考えていく事が大事になります。ある事業領域には投資をする、もしくはM&Aで社外から獲得する。逆に、ある事業領域はスピノフする、もしくは人材の流動化にも関わるのですけれども撤退判断を行う。これを本当に地道に実行し続けるというのが1つ目の成功の鍵と考えます。

2つ目がスキル育成と企業文化の醸成です。そして、3つ目がガバナンスの確立だと考えます。ガバナンスは取締役会、執行側経営陣、それから株主が同じパーパスに向かってどれだけ長期的な議論ができていくかという事が鍵になります。

以上、まとめると、企業が成長していくための鍵は3点、事業ポートフォリオを戦略に基づいてしっかり変えていけているか、スキル育成と企業文化を健全に保っているか、それからガバナンスを確立できているかが一番重要なポイントなのかなと思います。

以上です。

○沼上委員長　　今のは主にどの象限の話ですか。

○山口委員　　1番かな。最も優先度が高いのは、1番にいる企業だと思います。

○沼上委員長　　手遅れにならないうちに対応すべき企業。

○山口委員　　そうです。

○沼上委員長　　今お話を伺った限りだと、適材適所ではなくて適所適材というと、むしろ

ろ右上とか左上に人が入ることで、人も成長するというイメージがある……

○山口委員　それもあると思います。敢えて、1番、2番、3番、4番のどれかと申し上げなかったのは、どの象限の企業、即ち日本企業全般に関わる話と考えていたからです。日本経済全体へのインパクトという観点から考えると、恐らく、1番に属する企業に早く取り組んでいただくことで、大きな効果があると考えます。

○沼上委員長　分かりました。ありがとうございます。

木股委員、お願いします。

○木股委員　木股でございます。私の経験をお話いたします。当社は図の1番に位置していますが、ROEが低いことで特別指摘を受けている状況にはありません。先ほど先生がおっしゃったように老朽更新や設備更新への投資は確かに多いのですが、一方で研究開発や新市場開拓のための投資は同業他社と比べて多い方だと思います。ROEについてはそういった説明をしています。

また、当社のバラエティに富んだ事業の中には低採算のものもあります。それらの事業をどうするかについては、まずは企業理念に合致しているか、次に市場には成長の見込みがあるか、あるいはグローバル化に適応できるかを見極めます。さらに、技術と人材は揃っているか、さらにはほかの事業とのシナジー効果が見込めるかといったことをトータルで見判断してきました。実際に、不採算だったある事業は、時間はかかったものの今となっては当社の成長ドライバーになるまでに成長しています。

ここにおられる皆様からすると、このやり方はスピードが遅いので、早く2番になるようなやり方をしろとおっしゃるかもしれませんが、ご意見やアドバイス等いただけますでしょうか。

○沼上委員長　私にですか。

○木股委員　どなたでも。唐木さん、いかがですか。

○沼上委員長　どなたがお答えになっても良いみたいですけれども、皆さんが考えている間に私が喋るということにさせていただきますが、確かに例えば素材系の会社とか30年前ぐらいに研究開発を始めたものが今頃利益を上げているのは確かにあるのです。その意味で言うと、投資家が30年本当に付き合ってくれるかという、ここは大きな問題が残っているだろうと思います。

さらに言うと、日本のインフラを維持するためにどうしても残さなければならない仕事というのものがあることも確かだろうと。その意味では、利益がどの程度犠牲になるかとい

う程度問題にもよると思いますけれども、ある程度は企業が志の下でやらなければならない仕事はあるだろうということはそのとおりだろうと思います。

ただ、例えば100年後に花開くものというのは、企業セクターがやるべきなのか、大学セクターがやるべきものなのか、どこが担当すべきものなのか、時間軸で考えていくとどこかに分業があるのではないかと思うのです。

同時にあまり長く、いつかどうにかなると言っている割に、いつまでたっても20年後にどうにかなりますと言っている研究開発テーマは結構あったりするので、そういうものについてはやはりどこかで見直していくということが必要になってくるだろうと思いますから、程度問題だと思うので、全否定されているわけではないので、どうかそんなに力を落とした感じにならずに、色々な成長ストーリーが書けるだろうと思うので、ぜひそっちの話をお聞かせいただきたいと思います。

どなたかもし。後藤委員。

○後藤委員 製造業の話が出てきたので、話題を繋げたいと思います。当社の場合、4象限で言えば、①と③の間、①と②の間、④に属する事業がそれぞれあります。当然、①に属する事業もあるのですが、これはかなり小さくしていきました。

当社の場合、成功例を色々取り上げていただくことが多いのですが、現場の感覚からいくつかコメントさせていただくと、スピニアウトさせるとかカーブアウトするとかポートフォリオを変えるというのはかなり複雑であり、大変な労力が伴っているというところを理解していただければと思います。

それは、例えば、会社、組織の一体感が強ければ強いほど、研究開発機能が横断的であったり、コーポレート機能のシェアが進んでいたりすればするほど、カーブアウトを検討する際には、切り分けの対象範囲の検討、従業員の帰属先の検討と同意の取得、ITシステムの切り分けとそのコスト等、問題がたくさんあります。

米国と最大の違いは、米国は小型のモジュール化していると言いますか、各事業がすごく切り離しやすいのだろうなと思います。そっちが良いのかどうかというのは別問題にしまして、そういう点が日本と大きく異なります。

事業再編とかスピニアウト、カーブアウトが最初にあるきではなくて、どうしたらエクセレントなカンパニー、すなわち全ての事業が④に近づけるのかというところ、最適な企業とはどんな姿なのかを考えて、リソースをどう配分するか、ポートフォリオの整理をしていくということが重要であり、まさに当社がそれをやっているところなのです。

この頃見ていて、えっ？と思うのは、スピンアウト税制を活用して企業を離します。IPOさせます。IPOした株は、元々の株主に配ります。IPOさせた部分がそんなに良くないから、残った本体の株価は上がります。こういうのは本当にあるのかなど。要は、離された会社のことを考えているのと言いたいのです。それだけでどこまで生きられるのか、その辺が色々経営者としては悩みの多いところです。

以上です。

○沼上委員長 ありがとうございます。三瓶委員が挙がっているので三瓶委員で、その次に工藤委員がオンラインでなっていると思うので。三瓶委員からで時間的に大丈夫だと思います。

○三瓶委員 先ほど、木股さんから①にある事業を生かすかどうかの判断基準を4つおっしゃっていただきました。理念、グローバル化、技術と、人材、シナジー効果です。その中で、私がこれも言ってほしかったな、抜けているなど思ったのはビジネスモデルなのです。

私たちが投資家として見るときは、企業が技術、人材を活かす活かし方としてビジネスモデルをどのようにするのですかというのがあって、それがうまくいかないと価値化にならないのです。技術があっても、それをどう価値化するかというところは、ビジネスモデルがすごく重要で、それを見出しているのであれば、それをいかに早く確立するか、加速するためにどんな投資が必要か、必要な投資はお金を借りてでもやるべきだし、それができているのかが重要です。

30年たってできましたというのは日本でよく聞く話なのですが、成功した場合に30年たってできたと言われるのですが、何を目指して取り組んでいたとか、それがどんな価値創造になるのかというのは30年前に聞いていないのです。成功したものについては、こんなに時間がかかったけれども、できたと言われてもあまり納得しないです。30年前にゼロのときにこういう理由でビジネスモデルを考えている、グローバル展開をこう考えている、だから投資資金が必要だ、どんどん投資する、でも時間がかかるからねといって、忘れた頃に30年たってこんなになっているとなると、すごいと思うのです。先見の明というかそういうのがあるんだと敬服します。しかし、事前に聞いていないとたまたまうまくいったものを30年かかったと言われていた気もして、それは評価しにくい。こういう理由でうまくいくはずだ、だからやるのだ、チャレンジするのだというのは、30年先だから忘れてしまいそうだなと思いながらも面白いのです。

今、サステナビリティ・トランスフォーメーションの中では、そういう話を企業とよくしています。社会実装まで時間がかかるのだけれども、実験がここまで行った、このぐらいの規模でできるようになったという進捗全部をちょっとずつ言ってください、そうするともっと期待できるのだなという感じだと思います。

さっき沼上先生が成長投資と更新投資の話をしたので、私の投資家としての経験では、単純にCAPEXのうちディプリシエーションとの同額までは更新投資です。それを超える部分のCAPEXは成長投資、そんな見分け方をしています。

1つ唐木さんに質問したいのですけれども、四角の大きさは何かを意味しているのでしょうか。

○唐木委員 以前の事務局説明資料の中で、資本収益性等が高い、低いと数字が入っていましたので、それを参考に、大まかに図示させていただいたものです。

○沼上委員長 それだったら、加賀谷さん、引いてもらって、純粹成長投資がどのぐらいあるかというのを見てもらうとありがたいかもしれません。仕事を振ってしまって悪いのだけれども。

それでは、工藤委員、オンラインでお願いできますか。

○工藤委員 工藤でございます。オンラインから失礼いたします。

私は、まず基本的な考え方として、この委員会ですべきことというのが、国のすべきことと民間企業に任せることを明確にしておくべきだと思っております、競争相手と切磋琢磨しつつ、中長期の成長戦略、差別化戦略を考えて実行していくのが民間企業の役割でございます、国が社会システムとして整備すべきことというのは、企業や経営者のアニマルスピリットを呼び覚まし、リスクテイクを促せるような土壌をつくることと、それを実現する枠組みをつくっていくことだと思っております。また、リスクテイクとその実現の障害を取り除いていくことだと考えています。

先ほどお話しいただいた4象限のところから申しますと、①、②の企業に対してはやはりアニマルスピリットを促してリスクテイクを促すという意味では、コーポレートガバナンスの整備というのが必要なのだろうということと、③、④の企業については、日本において大きな制約になっているのが質、量のある人ということだと思っております、そこを国としてしっかり整備していかなければいけないのではないかと思っております。

まだもう少し3分について時間があるので、共通事項としてのコーポレートガバナンスについてコメントを書かせていただいております、他の人についてもコメントを出させ

ていただいておりますので、コーポレートガバナンスの1つの課題が株主のエンゲージメントだと思っております。私は商業銀行に属する身として気になるのは、アクティビスト投資家や議決権行使、助言会社の影響力が高まっていて、どちらかという中長期的な成長戦略についての議論がなされるというよりは、短期的利益を求める株主提案が増加していくような状況にあるのではないかと、少し気になっておりました。株主提案の内容等も少数株主の意見を聞くという意味で、広く受けるというのは意味があると思いますが、日本の場合は米国よりも拘束力がありますので、この辺りは何らかの工夫が必要なかなと思っております。

また、株主総会の在り方等もバーチャルやオンライン総会等がもっとやりやすくなるようになれば、対話というのもっと進むのかなと思っております。

多分時間の関係もあると思いますので、以上とさせていただきます。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。確かに切磋琢磨するのは企業が互いにやるべきことだと思いますので、アニマルスピリットをどれだけ引き出せるかという制度設計上のほうが国がやるべきことだろうという御意見は、本当にそのとおりだと承りました。どうもありがとうございます。

他に御発言の……どっちにしろ全員喋らなければいけない仕組みにはなっていますので。日比野さん。

○日比野委員 途中参加でここまでの文脈を踏まえずにコメントしますが、個別の論点については、提出資料で御覧いただいているということで省略したいと思います。

一言でいうと、我が国の資本市場に短期的な利益を追求する株主至上主義が少々「跋扈」しているのではないかと。工藤委員がお話しされていたような問題意識は持っており、コーポレートガバナンス・コードへの対応や、東証の資本構成や株価を意識した経営というものも、結果としては短期的な対応に留まっている部分があり、持続的な中長期的な成長になかなか繋がっていないのではないかと。

そういう意味では会社法を見る体制も必要で、強過ぎる株主権の制御も必要だと思いますし、場合によっては中長期に保有する株主を優遇するフランスのフロランジュ法のような工夫も必要になってくるのではないかと思います。

さて、少し変わった話になるかもしれませんが、高等教育の抜本的な強化は待たなしというのが最近強く思っているところでございまして、国の競争力を中長期的に規定する

のは、教育、特に産業との関係で直結するのは、高等教育の抜本的改革が今こそ求められると思っています。

トランプ政権が相互関税の壁を世界中に展開し始めているわけですがけれども、日本はこうした関税を凌駕するような独自技術であるとか、優れた商品を持続的に生み出していくといった力を養う必要性はかつてなく高まっていると思います。高等教育の強化を通じた専門人材の育成も不可欠です。

御案内のとおり、世界大学ランキングはよく出ますけれども、東大でも世界で 30 位ちょっと手前とか、アジアの中でも中国やシンガポール等他国の大学に劣後しているといった状況です。

そういった状況の中、先週末、東京大学が約 70 年ぶりに新学部を創設して、史上初めて外国人学部長を迎え入れ、世界から有能で多様な人材を取り込む改革を進める発表があり、大変心強く思ったのですが、こういった動きが主要大学に広がっていくことに大いに期待したいですし、政府としてもぜひ強力にその後押しをしていただければと思います。

高等教育の改革、強化というのは、外国からの優秀な留学生、あるいは研究者が集う環境整備が必要だと思いますけれども、これは日本企業の優れたスタートアップの出現に非常に密接に関係してくるということだと思います。米国のマグニフィセント・セブンにしましても、新米国人と言われるように、海外人材が起業して運営しているというところがほとんどということで、日本にも優秀な人材が世界から集まってくるプラットフォームが必要不可欠で、これは高等教育の場、大学であろうと思います。

逆に高等教育の強化、改革を怠れば、国内の希少な優秀な人材というのは海外に流出してしまうリスクが拡大するということで、これは大変な差になると思っています。国力全体としてちょっと落ちてきていますが、幸い日本の文化とか暮らしは、外国人から基本的に好まれており、それなりの人材吸収力はあると思うのです。このアドバンテージを中長期の日本の成長に活かすために、今高等教育の強化は不可欠だと思っています。

ざっくりとした話ではありますけれども、日本がグローバル市場で競争力を持ち続けるためには、短期的、対処療法的な政策対応も必要な部分がありますが、それに終始するのではなくて、中長期の競争力強化、すなわち人材への投資が絶対的に必要だと思います。

日本の大学が世界から優秀な人材を集めて、産業界とも連携して、専門性の高い教育を提供するという一方で、企業のイノベーションを支える人材の基盤が整う、そして外的要

因に左右されにくい強い経済基盤を築くことができる、そんな高等教育の強化が求められる。

これは教育ですけれども、スタートアップを含めて産業に直結する話なので、経産省マターでもあると思います。

以上です。

○沼上委員長 どうもありがとうございます。私もその辺の意見は全く同意しております。基本的には日本の理系の博士課程がどれだけ充実するか、またそれを企業がどれだけ使いこなせるか、その部分に大きな課題が残されていると。

経産省マターではないとおっしゃっていたかもしれないですけれども、多分カワカミ君等がやっているのがその領域だと思うので、経産省マターでもある領域だと思うので……

○日比野委員 これは経産省マターだと申し上げているのですが。

○沼上委員長 マターだとおっしゃった。

○日比野委員 文科省マターというよりは、経産省マターだと。

○沼上委員長 これは文科省側にもあるのですけれども、経産省側にもあるという両側からトンネルを掘っているという感じのマターですね。どうもありがとうございます。

三瓶委員が挙げているのは、今の高等教育絡みですか。そういうわけではない？

○三瓶委員 関係なくはないですけれども、順番で。

○沼上委員長 では、オンラインの富田さんから行って、その後宮島委員に行きたいと思います。富田委員、お願いします。

○富田委員 ありがとうございます。連合の富田でございます。

私からは、第1回の小委員会できに触れさせていただきました私どものシンクタンクである連合総研の研究結果が今日お示しいただいている投資家の価値協創における情報の開示と、人的資本経営において示された論点の解決策の1つになり得るのではないかとということで御紹介させていただきたいと思います。

1 ページ目にありますとおり、この研究会は、連合総研とQUICK ESG研究所が共同事務局になり、ESG研究の第一人者である高崎経済大学の水口学長を座長にお迎えして、その分野の専門家の方と共に研究を行ったものとなっています。全文は記載のURLから御確認いただけます。

次のページをお願いします。日本版ディーセントワーク8指標を開発するに当たっては、日本が直面する社会課題を社会経済システムのシステムリスクとして捉える視点が必

要だということで、そのことを課題認識として研究したものになります。

次のページをお願いします。社会課題をシステミックリスクとして捉え、経済格差の縮小や人的資本投資等に取り組むことで、日本経済社会全体の基盤を強くし、企業の価値を向上させ、投資家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繋がりが、そのことがひいては企業、投資家、社会の共通の利益になり得ると考えています。

ただし、実際に経済格差の縮小や人的資本の蓄積を進めるには企業の行動の変容が求められますので、投資家が支援、評価するための企業行動や市場の判断価値となる指標の開発が必要だと考えています。

一方で、企業における社会の課題は、右の図にありますとおり、様々な要素が相互に複雑に関わり合う構造的課題ですので、部分的で単一的ではなく、構造的要因を反映した指標を検討してきたということになります。

次のページをお願いします。社会課題を克服して、持続可能な社会構築を構築していくためには、企業においてディーセントワークと企業の持続的成長が両輪となる必要があります。具体的には、ディーセントワークにある8つの要素と右側にある企業の持続的成長の5つの要素を同時に実現することが、経済格差の縮小と誰もが安心して働ける社会を実現し、そのことが消費の拡大や出生数の増加等、日本の国力を強くして、最終的には企業の付加価値を向上することに繋がっていく、そうした観点に立っています。

次のページをお願いします。今申し上げたようなことを検討した結果、企業の行動や市場の判断の指標として、記載のディーセントワーク8指標の開発をしています。この指標は、既に国内外に多く指標がある中で、新たな視点を加えて企業の負担を増やすものではなくて、既存の指標との整合性を保ちつつ、日本特有の状況を踏まえ特に重要な指標に絞って、独自の視点を付加した指標になっています。

したがって、投資家の皆さん方にはこうした指標を参考に、市場の対話を促していただくとともに、企業においては自主的な開示に具体的に取り組んでいただくことで、投資家との対話の促進に繋げる観点から社会実装を進めることが、先ほど申し上げました本日の論点の解決策の1つになり得るのではないかと考えておりますので、御検討いただくと幸いです。

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す。人材と経済発展というか企業の発展の良い循環が起こるということは本当に望ましいことだと思いますので、その方向の検討も続

けていきたいと思います。

それでは、やっと宮島委員に回ってきました。

○宮島委員 日本テレビの宮島です。

私は経営者の側ではないので、ごく一般的な感覚で申し上げたいと思います。人材のところはずっと問題意識がありまして、皆が高度人材が必要だ、専門人材が必要だと言っているのに、それはあまり世の中に伝わっていないと思います。

というのは、私はたまたまこの数年、博士課程に行こうかどうか、就職どうしようかという学生、あるいはその親たちと接する機会が多いのですけれども、少なくとも博士課程の認識は、とても優秀な学生さんでいらっしやっても、物すごく研究して、すごい賞を取るような立派な人になるか、あるいはポスドクで貧乏で大変な人になるかの道だと世の中には思われています。

だから、例えばこの会で話されているように、博士人材に経営者になってほしいとか、そこが経営にも大事だと少なくとも外にはあまり伝わってなくて、親はうちの息子が博士に行きたいと言っているのだけれども、どうしようなどと話します。何でこんなにギャップがあるのだとずっと思っています。

実際、それが誤解かというところでもなくて、私が接する普通の企業の採用の人に、博士人材はどうですかと聞くと、すごく専門にこだわり過ぎて、なかなか使いづらいのだと正直おっしゃる方もいます。

だから、そのギャップをどうにかしなければ、優秀な人たちが博士に行こう、そして企業で活躍しようというところがそんなにうまく結びつかない気がします。もちろん個別で色々やっけていらっしやることは存じ上げています。また企業が大学と結んだりということをしているのは十分分かるのですけれども、全体の雰囲気としては博士に行ったらビジネス界ですごく活躍できるという感覚に全然なっていないので、結局そこを目指す人は多くないと。

もっというと、そもそも成長するビジネスに入るために、中学や高校で何が必要なのか、例えば工業高校はすごく人気があるなみたいな話は必ずしも分かかっていなくて、皆ほわっと何となく普通高校に行き、何となく漠然と大学に行き、そこで何をしようかみたいな感じになっていて、経産省でも未来の教室とかやりましたけれども、それは一部にとどまっている。意識の高い人がそんなに増えていないというのが現実だと思います。

ですので、企業の側にはもっと教育にお金も口も出していくという状況にしなければい

けないのだと思いますし、50 ページの資料にあるような様々な事例というのは、単にすごいのが1個ありました、2個ありましたではなくて、どの大学も組織も考えられるようなものにしていかなければ、なかなか世の中全体がよし、博士になって活躍しようという感じにはならないのではないか。ガイドブックにも大変期待しております。

○沼上委員長　　どうもありがとうございます。今すごく悪循環になっていて、ドクターに行くとなかなか就職できないから、良い人がマスターで出てしまう。良い人がマスターで出てしまうから、企業もマスターを採用するという非常に悪い均衡状態になって、これを壊すのは結構大変。

○山口委員　　博士人材の活用の件で一点申し上げます。先ほど、それは経産省の仕事だというお話もありましたが、この点、原則企業の責任と考えます。企業が「ポテンシャルベースの採用」から、「スキルベースの採用」に明示的に変えていくべき時期が到来したと考えます。

スキル要件さえ満たしていれば、博士であろうが、修士であろうが、企業はそういう人を採用すれば良いのです。例えば、弊社としては、先進半導体や量子計算機領域についてスキルを持っていれば、博士号を持っていようがいまいが採用したいと考えています。現在、日本企業の採用はかなり変わりつつありますが、将来の成長ポテンシャルを評価して採用しているケースがまだ多いと感じています。現在、日本全体で採用の約半数がキャリア採用に変わってきていると思います。その領域はスキルベースの考え方がより色濃いと思います。この流れがより加速すれば、博士課程の方々、もっと言うならば、スキルを持った方であれば、活躍できる仕組みになってくると思うのです。当然、それに伴い、日本企業の人事制度も変えていく必要がある面はあると思います。

○沼上委員長　　ありがとうございます。この問題は、左上あたりに極めて重要なインパクトを及ぼす問題なので、特に知識社会になっているのに博士が増えないというのはどういう国なのだという大きな問題だと思うので、また議論できればと思います。

日置委員、その次、中神委員で、三瓶さんはさっきちょっとだけ発言したから後回しで申し訳ないです。

○日置委員　　今日発言しようとして準備してきたことは全部忘れて、ずっと考えていたのですけれども、改めてフレームワークのところを見ていく中で、戦略を考えるのは個別企業の仕事であるし、ここまで政府がやる必要はないのかもしれませんが、せっかくフレームワークがあるので、公開しなくても全然良いと思うのですけれども、我々は一体どんな企

業の話をしているのかももう少し具体的な解像度を上げて話をしないと、よく分からないのかなど。そういったところが引っかかってもやもやしていました。

せっかく加賀谷先生があそこまで分析していただいているということは、あの裏には当然、個別企業のデータもあるはずなので、そういったものを活用して、もう少し議論の具体性を高める、解像度を高めるというのはやっても良いと思います。

同じ象限に入っている企業でも、コンテキストは全然違うと思います。例えばプライムの上場企業は1,600社ぐらいあると思いますけれども、45兆円以上売っている会社から2桁億しか売っていない会社まで混在しているわけですね。その人たちに対してまるっとこのフレームで話すというのは厳しいところもあると思いましたので、まず枠組みとして共有したいと思いました。

あと成長戦略に関しては多分皆さん考えているのだと思います。考えていない企業さんはないと思います。経営者の方々はそれにフォーカスされていると。でも、結果的に隣の会社と似たような戦略になってしまっているということはあるような気がします。大体どこに行ってもヘルスケアとか環境とかテーマが同じようなものになってきてしまっていると思うので、であれば個社だけで考えるのは難しいとなるのだったら、より団体戦で日本が向かっていくような仕掛けを考える。

ファンド活用の話も前回も出ておりましたけれども、もう少しと事業会社さん同士で組み合わせさせてやっていけるような仕掛けをどうしていくのか、国が縮んでいくということの良いきっかけにするしかないと思っていますので、これまでタブーだったところも含めてやれると良いのではないかとこのところをお話しさせていただきたいです。

人材の話も出ていたので補足的なのですけれども、先週九州出張してまして、安川電機さんにお邪魔したときに伺ったのですが、創業発起人の安川敬一郎さんは九州工業大学の前身となる工業専門学校を創立されていたのですよね。だから、大学と連携した人材育成は全然新しい取組でもなく、昔からやっている会社はあったので、温故知新ではないですけれどももう一回学び直して、実践的に戦闘力のある人材づくりをより企業活動とダイレクトに紐付ける形で進めるのもありかなと思います。

○沼上委員長　ありがとうございます。人間の思考は、プロトタイプを浮かべたときに一気に進んだりするので、その意味でいうと典型的な企業として何を思い浮かべるかというのをいくつか共有しておくというのが今後の議論を深めていく上で重要だなと。何となく①とか③というイメージがぐらつくかもしれないので、典型を1つ考えるというの

は重要なポイントかなと思いました。

では、中神委員。

○中神委員　私の資料8ページを映していただきたい。私からは、今日のテーマはコーポレートガバナンスと高度人材のハイブリッドということで何か考えられないか。特に社会システム上の欠陥ということで何か考えられないか考えてみました。

社外取締役の質が悪いとか足りないという議論がよく出てくるのですが、私の提案は、それではそれをつくりましょうよというものです。考えてみれば独立取締役はすごく色々なことをやらないといけないわけです。ふだんは執行陣が一生懸命やっていることをエンパワーし、リスクテイクをエンパワーし、しかし長期にわたってそのリスクテイクがだめなら厳しく評価して、たまには解任しなければいけない。株主からも色々言われるけれども、中には短期的・エゴイスティックなものがあると、それに対しては断固とした姿勢で臨まないといけません。

それらをするためには、ガバナンスに対して詳しければいけないし、企業戦略もよく分かってなければいけないし、この会社のバリューストックは一体どのように算定して、今どのくらいあるのだと理解していなければならない。R&DとかCAPEXとかが本当に企業価値向上に資するのかどうか判断できないといけなくて、並大抵の資質ではないわけです。これこそまさに高度人材で、これまでの議論に出てきたとおり、もちろん理系のエンジニアや博士も大事ですけれども、日本に最も足りない高度人材は、もしかしたら独立取締役なのではないかと思います。

その点については資料に書いたとおり、イギリスはこんなことをやっています、アメリカはこんなことをやっています、中国ですらこういうことをやっています。日本は、残念ながらビジネススクール教育がなかなか浸透していないので、ここに大きな社会システム上の欠陥がある。なので、何らかの母体で独立取締役の教育、研修、資格制度みたいなものをつくって、社会システム、それから人材、コーポレートガバナンス、エンゲージメントというものを一気に解決していくようなことが考えられないか。

これは、円谷先生が取締役会のスキルセットを実際に調べているのですけれども、日本は例えば財務会計スキルが非常に低いのです。財務会計スキルがあると主張しているのだけれども、実は単に金融機関出身であるということを根拠としている。これは多分、銀行や間接金融出身者ということで、エクイティガバナンスの時代の独立取締役としてはフィットが悪い。

次のページの上段についてもお話ししたいのですが、投資家は誤解されがちで、ROEばかり言うとか、配当しろとばかり言うということなのですが、違います。「株主還元原理」はこれです。まず現状からいうと、アメリカは配当性向ゼロの会社が一番多いのです。右上の会社が多いということだと思います。次に多いのが配当100%。これは投資機会がないということです。今自分の会社には超過利潤を生み出す投資機会がない、だから100%還元しますということです。日本は皆横並びで30%のところに集中している。

これは、「株主配当原理」が全然浸透していないということだと思います。投資家は必ずしも配当してもらわなくて良いのです。もし超過利潤を生み出す投資機会があるのだしたら、むしろ配当なんかしないでください。じゃんじゃか投資して、そこで超過利潤を生み出してください、でも、投資機会がないのだったら配当してねというだけの話で、こういった原理原則すら残念ながら今の独立取締役、あるいは取締役会でシェアされていないのではないかと。したがって、そういった基礎知識を含む資格や教育プログラムを提言したいと思っています。

○沼上委員長　　ありがとうございました。経営者のある種リテラシー教育が重要だという耳の痛いお話ですが、日本のビジネススクールは、実は最近活況を呈していて、早稲田も一橋も夜間のプログラムは6倍から7倍の倍率になっていて、物すごい勢いで今急成長している最中なのです。

ただ、いかんせんこの経済規模の国を動かすのに、今の生産力で本当に足りているのかと言われたら足りていないから、中間でもうちょっと補わなければならないという議論は十分ある話だろうと思って聞いておりました。どうもありがとうございました。

お待たせしてしまって申し訳ないです。三瓶委員。

○三瓶委員　　今の関連で、資格の件で言うと、イギリスのボードにはカンパニーセクレタリーというのがいて、これも資格が必要なのです。事務弁護士(solicitor)の資格をもった人がプロとしてやっていくということが、一つ一つの会議体のクオリティを上げるという意味でも大事だと思います。

私の資料をお願いします。重複するところは言わないので。さっき株主総会とか議決権行使の話が出て、名前が見えるアクティビストとか議決権行使助言会社ばかりがターゲットになるのですけれども、結局は彼らの提案や助言に賛成する株主が増えるからインパクトが大きくなっているのです。

その構図は何かというと、アセットオーナーの影響力が物すごく大きいのです。アセッ

トオーナーの頭の中にあることとして、例えば日本の典型的な金融機関グループに所属するアセットマネジメントの会社というのは、投資先企業の議決権行使に際して金融グループの他の事業との利益相反があるだろうということ。保険契約をもらえるからとか、金融取引があるから会社提案の総会議案に賛成しようとなっているのだろうと疑われていて、そうではないですよと見せるために反対票を入れることにすごく力が入る。または、アセットオーナーも反対票をどれだけ入れているかということに注目する。そんな構造になっているのです。

次のスライドをお願いします。右のほうにあるのがメガバンク系の運用会社、ブルーは会社提案議案に対する反対、平均 19.6%。株主提案がオレンジですけれども、株主提案に賛成というのが 9.2%。メガバンク系の皆さんは、会社提案に対してすごく一生懸命に反対しているのです。左側は外資系運用会社です。外資系は総じて会社提案に対する反対がメガバンク系運用会社の半分ぐらいの 9.2%です。日本の金融機関は、利益相反がないということを実証するために物すごく力んで反対していることが一目瞭然です。また、アセットオーナーからそうした姿勢を求められている、そんな感じになっていると思います。

次をお願いします。これは、ある座談会での私の発言の部分ですけれども、実際に私が経験したことを書いています。公的年金のところに説明に行ったときに、前職では議決権行使の判断基準にROE基準は入れていませんでした。すると「何で入れないのだ」、「いつ入れるのだ」とアセットオーナーから問い詰められました。

「我々は、投資するときに一社一社丁寧に面談して、詳細に内容をつかんでいるので、例えばROEが2%から4%に改善するのはすばらしいではないか、実現すれば株価は反応しますよ、だから着地が4%でも反対しません」と説明しました。そうすると「何を言っているのだ」と返されました。なので「ROE基準を入れる予定はありません」と言うと、「よくも言ったな」と。このままやっていると解約されてしまうのではないかと心配して、営業の担当者が私を止めましたけれども、そんなことがあるわけです。

そうなると、アセットオーナーが言うとおりに「分かりました、ROE基準を入れます」、「厳しく反対票を投じます」となってしまう運用会社があり得るということです。

○沼上委員長 ありがとうございます。これは、経済学的というより社会学的なプロセスが作用しているという制度化のプロセスとか、ある種盲目的な行動が色々普及してしまっているという問題があるということですね。どうもありがとうございます。

あと松田委員がお話しになると1巡目が終わって、2巡目を待っている人が物すごく喜

んで話ができるのですけれども、松田委員、いかがでしょうか。

○松田委員　ありがとうございます。途中からなので趣旨をちゃんと反映しているかどうか分かりませんが、2つ申し上げたいと思います。

1つは、先ほどから人材育成の話が出ておりまして、論点も結構出ていると思うのですが、やはり圧倒的にMBAレベルのビジネス基礎知識が足りないというのは、日本のビジネスパーソンの大きな特徴ではないかと思えます。

それに気がつき始めた人たちが今、MBAスクールに来ていて、沼上委員長のおっしゃるとおり非常に活況を呈しているわけですが、なかなか日本を変えるだけのキャパを持つというのは簡単なことではない。特に私のところは1学年でたったの30~40人ですから、焼け石に水なのです。

ただ、これは非常に大きな問題です。先ほど株主還元のお話等がありました。私もこの前、株主還元をまるで金利を払うように考えている、所与のものとして考えている、投資家がやらないと怒るのではないかと恐れているといった話をしたのですけれども、つまるところファイナンシャルリテラシーの欠如なので、そういったことをきちんと学ばないといけない。でも、大学教育にすぐには期待できない。どうする、ということなのですが、大学教育にはもちろん変えなければいけないところがあり、それは先ほど話に出たとおり経済産業省さんでも関わって頂きたいのはもちろんです。しかし、これには時間がかかるので、手っ取り早く企業の中の経営人材、それも高度経営人材の育成に対してシステム的にも手厚く支援していくということを考えないといけないのではないかと考えています。

当然ながら一流企業はこうした取組を既にやり始めていますし、インハウスでユニバーシティを持っていらっしゃる企業もあります。ただ、非常に数が少ない。それから、先日、一流企業の研修制度を赤裸々に教えていただいたのですけれども、非常に特徴的なのは、研修制度に経営者人材プールとして入る年齢があまりにも遅い。40代、50代になってからファイナンスの基礎を勉強していても全く遅いわけです。もう少し早いうちから選抜制でかなりの多額の投資をしていかないといけないということを非常に強く感じました。

当然、経済産業省さんでも様々な資料を出されていますけれども、日本の企業の教育投資、各国に比べても著しく低い状況です。まずは、経営者の選抜育成研修に対して、企業自身がお金がかかる。そのために例えばベストプラクティスであるとかモデルケースといった啓蒙活動をして良いと思います。

また、そこに投資したのであれば、税制優遇をすとかシステム的、社会的にそれを支

援していくようなことをやらないと、本当に間に合わないのではないかなというのが経営人材及び人材に関する意見でございます。

あと博士については、先ほど議論が出ていたとおりですので、ここは割愛させていただきます。

それからもう1つは、今まさに話に出た盲目的に何かをしてしまっているのではないかという点は、資本市場側もそうですし、企業側もそうであろうかと思えます。非常に分かりやすい、例えばPBRでもROEでも良いのですけれども、そういった指標が出る。そのレベルがいくらである。そうすると、それが会社にとってどういう意味を持つかということを考えないで、その達成だけを目指そうとする目的化が非常に目立つと思えます。

企業のほうもファイナンシャルリテラシーを高めるということ、それから戦略のリテラシーが非常に低いので、そこを高めて独自のきちんとした戦略を語れるようにしないといけないと思うのです。

一方、資本市場側にも問題があります。よく指摘されているとおり、あまりにもパッシブ投資の割合が多いので、どうしても形式的な線を引き企業を見る（実態を見ない）ということが主流になってしまっている。アクティブ投資を増やせと言うのは簡単ではございませんけれども、パッシブ投資であっても、企業を見る目を資本市場側も上げていかないと、目的化、形式的化というのが進むばかりで本来的な企業価値向上に繋がらないという点、もう少し考えていかなければいけない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した。社会学でインスティテューショナルリズムというのだけでも、アイソモρφイズムというのが起こるといって、十分考えている、合理的なわけではないのだけれども、ある種の基準が一般化してしまうということが起こってくる問題なのだろうと思うので、そこはどこかで色々な手を考えないといけないところだろうと思います。

これで何と一巡して、まだ45分も残っているという画期的な状況で、中神さんがもう既に札を立てているということですので、ぜひ2巡目をお話してください。

○中神委員　　今日はテーマがガバナンスということなので、改めてガバナンスの過去、現在、未来がどうなっていくのかなと考えてみたいなと思って、1ページ目をお願いできますか。

コーポレートガバナンス改革以前って、皆が「内輪」だったと思うのです。株主も内輪

だし、取締役会といったって、実は経営会議の延長線上で、単に儀式的追認機関だったということかなと。ただ、これが政策保有株が溶け合ってきたりすると、「Now」というところですけども、株主構成自体は外部化していった。そして取締役会の形式は整ったのだけでも、独立取締役という異物が経営の核心に急にたくさん入ってきて、取締役会はどうやって運営したらよいかということで困惑している状態。何かコトがあると短期的な株主が来たといって、執行と取締役会ががっちり組んで、株主に對抗していくみたいな構図になっている気がします。

世界の基本形は、山口さんのところのIBMとかこうなっているのではないかと思います。世界は Report to the Board です。なので、世界の現在の基本形としては、株主と取締役会が一体になって、執行をちゃんとエンパワーしたり、評価していくということなんですけれども、これでは局面によって株主権が強過ぎることになりかねない。多分正しい行き着く先は、正しく機能分化して、「間接民主制」がばちっと成り立つと。取締役会がかなり独立して、企業価値を毀損しかねない株主権の行使には断固とした姿勢を示すし、執行を一生懸命エンパワーするのだけでも、だめなときは解任しますということで、かなり権威とか見識とか迫力といったものが求められる。いずれにせよ、間接民主制が求められるのではないかとというのがまず「位置づけ」論です。

次のページをお願いします。次が取締役会の「運営」論なんですけれども、みさきの投資先企業を見ている、まず取締役会が戦況認識をちゃんとしないといけない。今、うちの会社は勝っているのか、負けているのか、日本の企業には勝っているけれども、海外の企業に負けているのではないのか、といった状況を認識し、正しく戦略の議題を抽出して、そこから意思決定していく必要がある。

そのためには正しいメンバーがチーミングされていないといけないし、事務局がちゃんと正しい情報をインプットしなければいけないし、集団合議なので正しいファシリテーションが行われないと勝手に自分の意見ばかり言う会議になってしまうわけです。こういうことをやらないといけない。

次のページをお願いします。例えば具体例なんですけれども、私たちが親しかった日本企業は、営業キャッシュフローもあまり出ていなくて、投資もあまりしていませんでした。この状況はアメリカの競合企業も同じでした。全くの競合なんですけれども、しかしアメリカの企業はどこからか、めちゃくちゃ投資し始めた。稼ぐ力以上に投資と研究開発をド

ンとやって、そこからそれが実って、ちゃんと営業キャッシュフローに繋がっていった。右側を見ると、売上高も全然変わってきてしまったみたいなことになった。これは取締役会が戦況認識がちゃんとできていなかったということだと思うのです。

次のページをお願いします。次のページもみさきの親しい企業ですが、この会社は国内の同業他者には圧倒的に勝ったのです。でも、海外のプレイヤーからは全然突き放されてしまいました。正しく戦況認識をして、何をこの場で議論しなければいけないのか抽出して、情報がそこに入って、意思決定していくみたいな本当の意味での取締役会にならない限り、日本の会社は極めてまずい状況にあると思っていまして、それをやるためにもさっき申し上げた取締役の資格とか研修とか取締役会の独立性をきちんと確立するというのが大事だと思っております。

○沼上委員長　　どうもありがとうございました。顎が外れるほどの投資、これは感動的な言葉だったと思います。

まだ手が挙がっていないから喋りますけれども……どうぞ。

○山口委員　　取締役会について申し上げます。弊社の取締役構成として、社内からはCEOは1人だけが任命されています。残り12名は全員社外取締役です。この前、CEOに弊社取締役会の進め方、内容について確認してみました。開催頻度は年に7回で、毎月開催することはしていません。その代わりに、1回あたりの時間は、ある程度長いと聞いています。

また、以下は米国企業で一般的に議論される内容と聞きますが、会議の内容については、1つ目に、事業ポートフォリオが本当に正しいのかという点を中心に長期の議論をしています。そして2つ目は、スキルや企業文化の健全性は本当に保たれているか、という点を議論しています。例えば、社員が皆、仕事にしっかり前向きに取り組んでいるか、ということエンゲージメント・サーベイ等の結果をもとに議論します。3つ目は、ガバナンスが適切に確立されているかという点です。当然、今期や来期の業績達成については実施しないことはないですが、それほど多くの時間を費やさないと聞きます。原則、今期、来期の業績達成については、CEO以下の執行メンバーで徹底的に責任を持って議論されます。この点日本企業の取締役会の様相とは大きく異なると認識しています。どちらが良いかはさておき、日米企業を比較したら、差があるということは言えると思います。

特に、日本企業では、取締役会の回数が非常に多い印象です。さらに、議題も非常に多い。先ほど、中神さんがおっしゃったようなプロフェッショナルな経営者を取締役に任命

していくという点には賛同しますが、そこまでに育成まで時間がかかることを踏まえすと、足許の対応策としては、現役の経営者が取締役でもっと入ったほうが良いのではないかと考えております。しかし、現状のような回数、頻度では、現役経営者が他社の取締役を担う事は大変難しいです。議題や開催頻度を減らし、中長期の事業像等の議論に焦点を絞り込むことで、もっと日本企業の取締役はより健全に機能するのではないか、という意見が経営者の中でも増えている、という点を申し添えたいと思います。

○沼上委員長　ありがとうございます。日本のは確かに物すごく細かいことまで全部上程されてくるというところがあるので。

木股委員どうぞ。

○木股委員　当社も最初は社外取締役が2～3名で、決議事項は投資の案件とか細かいものばかりで2時間くらいを議論に費やしておりました。その後、コーポレートガバナンスを強化するため、社外取締役が半数近くを占めるようにし、しかも幸いなことに優秀な独立社外取締役に就任していただくことになりました。すると、まさに先ほど中神委員が発言されたように、今の戦況・状況はどうなっているのか、この会社のポートフォリオはどうなっているのか、戦力配分はどうすべきなのか等、これまでの取締役会とはまったく違う方向に議論が展開しました。すごく良い変化なのですが、一方で、取締役会で決議しないといけないこともあるので時間が足りなくなりました。そこで、取締役会そのものは極力短くして、取締役会のメンバーがバリューアップのための議論だけを行うミーティングを別に立ち上げました。まだROEが上がるという成果には結びついていないのでこれからかもしれませんが、雰囲気的には効果が出始めたように感じています。

それから、社外取締役のなり手を増やすためには、確かに専門的な教育が大事ですが、経営の経験者として、会長、社長になっていない人もどんどん社外に出て行って発言するというチャレンジをしても良いのではないかと思います。そういう経験によって必然的に成長していくのではないかと思いますので、一言申し添えました。

三瓶委員、2回目か3回目かの発言の意思ですよね。どうぞ。

○三瓶委員　何度もすみません。私の資料の10ページをお願いします。人材のことなのですけれども、先ほど議論の中にあつたドクターのことでいえば、例えば4象限でいうと左上は、海外の企業は圧倒的にドクターがいます。これまで世の中にない新しいビジネスモデルをどうつくるのかということをご方から聞いて、なるほど、かもなど。確信は分からないけれども、そう思うわけです。あとドイツの企業は、経営陣にドクターが入っ

ていることは珍しくありません。海外ではドクターが経営陣にいることは例外ではありません。

ここの表題にいちやもんをつけて申し訳ないのですけれども、日本ではよく人材の育成という言い方をします。でも、これは無意識のうちにいわゆる終身雇用的なことで、我が社の人材をこう育成したいというのが込められているのではないかと。そうではなくて、育つ環境の提供、個人個人の私はどう育ちたいというのがあって、個人個人の成長を支援するのではないかと。そうしないとグローバルな競争力に繋がらないとか、多様な人材を受け入れるというときに問題になるとか、最近、3年以内に若い人が辞めますけれども、彼らからすると成長のタイムパフォーマンスが悪いと。そんなことに繋がっているかなという感じがします。

次お願いします。ここで経営戦略と人材戦略が連動していないということが書いてあるのですが、投資家として人材への投資は非常に大事だと思っているのですが、この図の上のほうは企業視点で左から右へ企業側のパーパスから始まって、どのように人材投資をしていくかという流れです。説明が3段階ぐらいのところでは人材施策・指標等も終わるので。投資家は、結果がどう出てきたか、その結果を右から左へ遡っていき、良い結果が出ているのは何をしたらからなのか、要因を突き止め再現性があるかどうか探ります。

今やっている取組はタイムラグがあると思いますけれども、今後5年後か7年後にどんな形で変わるのかということに非常に興味を持つのですが、これがちょうど真ん中に線を引いた辺りで分断しているのです。ストーリーとして繋がっていない。データ、または説明としてそこで途切れている。接続不良と書きましたけれども、接続不良を解消すると、急に見えてくるはずなのです。この辺が経営戦略と人材戦略の連携がうまくいっていない一番の鍵だと思うので、ここの解消をすると会社自身も説明の仕方、コミュニケーションは随分良くなるし、それを受ける側の資本市場側もよく分かって、期待が高まるということになると思います。

以上です。

○沼上委員長　ありがとうございます。やはり4象限の中の左上は、圧倒的に博士の世界だと思うので、アメリカ等では投資家の側も博士を持っている人が選別しているということも起こっているのではないかと思うので、その意味で博士人材が足りていない、あるいは活用できていない社会が、左上があんなに欠落した状態になっている理由の1つかなと思っていますので、その辺はまた追々議論できればなと思っています。

唐木委員、どうぞ。

○唐木委員　ありがとうございます。先ほどの当方提出資料の後ろのページに行ってくださいまして、ガバナンスと人材について、2点問題提起させていただければと思います。

まず5ページ、ガバナンスに関して、私がふだん見ている課題を申し上げて、解決策に関して皆様にぜひ御指南いただければと思っています。

今まで皆さんに御議論いただいたとおり、取締役会は監督機能ですのでブレーキとアクセルの両方を踏む必要があります。同時に、従来の社内取締役中心だったマネジメントするボードから、モニタリングするボードに変わってきています、と言われていました。

モニタリングボードにおいてブレーキとアクセルがどう働いているかということを見ると、ブレーキに関しては独立している社外取締役の方が多いため、ノーと言いきやすい。一方で、前例踏襲されないというところは素晴らしいのですが、会社とか業界の理解が不十分なので、ノーと言えない、結構詰んでしまっている状態にあるボードをよく見かけます。なのでそこは、新しい取締役が多ければ良いというわけではなくて、ブレンドしていくとか、取締役のポートフォリオであったり、先ほどあった資格であったりが必要になってくるかもしれないなと思っています。

アクセルの方ですが、今多くの企業が変革期にあるので、違ったリスクテイクをしに行かなければいけないとなったときに、全く違った経験をしている社外の方が入ってくるということは、リスクテイクを可能にするので素晴らしいのですが、ただ会社側に明確な戦略がない場合には、どんな人を呼ぶのかということ自体が不明確になっているということによくあります。

アドバイスを差し上げる企業で、スキルマトリクスがありますと言って見せていただくのですが、現状の社外取締役の方ありきでスキルマトリクスをつくっている会社がすごく多いので、これから会社がやりたいことに合ったスキルマトリクスをつくっていく、ということは徹底していく必要があるのかなと思っています。以上がガバナンスに関する問題提起です。

もう1つ、人材周りです。次の6ページに進んでいただきまして、人材について労働市場の改革等を進めていくということはあるながら、本当にシビアに現実を見ていくと、先ほど後藤委員からも御指摘がありましたけれども、事業を切り離していく、あるいはポートフォリオを入れ替えていくということからは、やはり格差が広がっていくということになりかねないと。そうならないやり方を志向することは当然できるけれども、なりかねない

いということを我々は十分意識しながら、社会的な要件を考えていくべきなのではなからうかということ、ここで問題提起させていただければと思います。

そういった格差がなるべく広がらないようにという意味では、先ほど皆様から御指摘のあった学校教育もそうですし、リスクリングの話もそうですし、そこは加速させていくべきだと思いますし、そこに併せて誰でも何度でも挑戦できる社会、マインドみたいな話になってしまってふわっとしてしまうのですけれども、そういったところはぜひ浸透させていく必要があると。

最後に、万一の場合は誰にでも起き得るので、そこはどんな形であっても生活を保障していく。受け皿となる企業があるのか、あるいは現金で支えるのか、色々なやり方があると思いますが、日本として、何度でも挑戦できるので、失敗したことが恥ずかしいことではないと。今一時的に雌伏の時期なのであると。なのでそこは支えてもらって、また来るべきときが来たら働くのであると。そういったところをちゃんとつくっていかないことには、皆さんリスクがとりにくいのかなと。全体が循環していくことが必要なのかなと考えます。

○沼上委員長　ありがとうございます。授業で教えている限りでいくと、成熟後期になったときに7位とか8位だと撤退しようとしても誰も自社を買ってくれないので、できるだけ成熟期になるまでの間に3位か4位までに入っていないと、良い買い手に引き取ってもらえないので、従業員が路頭に迷うというのが一般的な傾向だと言われています。その意味で言うとアメリカのプロダクトライフサイクルによって、成熟に入る直前に、成長期の最後の頃にシェイクアウトという時期があって、上位3位か4位に入らないのだったらそこでやめるというぎりぎりの戦いをするので、そういうのが書いてあるのですけれども、日本は成熟期になっても10社あるとか12社あるということが起こったりするので、そうすると従業員者の面倒が見切れなくなるという問題が起こってくるのだらうと思います。

あと後藤さんがさっきおっしゃっていた話は、日本みたいな、工場からわっさわっさわって新しい事業が出てきて、シナジーをつくって成長してきたところでは、ひとつずつの事業が分かれていないので簡単に切れない。一部事業部制組織の持っている非常に難しい問題が、実際経営しているとあるということだと。後藤さん、どうぞ。

○後藤委員　さっきの中神さんの顎が外れるくらいのリスクというところと、今の唐木さんの社外取締役がアクセルとブレーキを踏むというところについて話をさせてください。私は顎が外れるまではいっていないのですけれども、開いた口が塞がらないくらいの成長

投資を今やっているところなのですが、私は執行側を代表しており、説得力が最も重要だと考えます。ビジネスモデルをつくって説得する、仮にコンサバな社外取締役がいたとしても、理解を得るにはそれしかないと考えます。

例えば、キャッシュフローがマイナスで良いのかとか、株主に還元しなくて良いのか等色々指摘されることがあります。でも、最後は、絶対に3年後、4年後に花が開くというところを説得する、そこが一番のポイントかなと思うのです。ですから、執行側もかなり力を持ってやらないと、取締役会がうまく運営できないというか、ビジネスモデルを一番知っているのは執行側であり、社外取締役の皆さんに響くかどうかというところがポイントではないかなと思っています。

○沼上委員長　　ビジネスモデルでちゃんと語って、説得していくという部分がどれだけできるかというのが色々な対話の場面で決定打になるのだろうと思うので、個々の細かい投資のキャッシュフローの流列が云々というところ以上に、ビジネスモデルのレベルで議論ができるかどうかの部分が決定打だなとも思います。どうもありがとうございます。

宮島さん、先にして良いですか。

○宮島委員　　本当に視座の高い話ばかりあるのですけれども、私が取材で接していると現実には形がつけられたから、その形についていくのに一生懸命で、とにかくその形にしようとして頑張っている企業も実際多いのではないかと思います。だからその形は一体何のためにやっているのかというところを入れていく必要があると思っています。例えばアクティビストの対応は、刺激があることはまず良いと思うのです。

アクティビストとの間では、ちゃんと長期的な戦略も丁寧に話したら良いこともいっぱいあるはずなのですが、今はその戦略もないままとりあえず自社株買いしようと言われたから自社株買いしよう。それがどんな戦略のための自社株買いだったか、そんなによく分からないけれども、とりあえずしようとか、これを手放せと言われたから、このぐらい手放しておけば何とか納得してもらえるかなとか、形を合わせることになっているところをどうやって本質的に良い方向に持っていくかというところが肝だと思っています。

リカレントやリスクリングもそうですが、例えば人材投資に対して税制の優遇がありますよね。だけれども、たいしてやらなくてもたくさん優遇される税制になっていて、この前会計検査院に指摘されていました。

だからちゃんと骨のところが分かっていないとだめだし、実際リカレントやリスクリン

グをやった人がその会社の中で本当に役に立てて、ちゃんと昇進できているか。再就職したい女性たちも色々リカレント教育を受けましたけれども、リカレント教育を受けただけの価値のある就職ができていくかという、全体としてリカレントをしたという形はできたけれども、中身にうまく繋がっていないところがすごくたくさんあって、もったいないと思っております。

中身を伴ってやるのは難しいと思うのですが、例えば自社株買いはすれば良いというものではないのだよみたいな、中身を得るためのメッセージをしっかりとつくる必要があると思います。例えば今のルールを海外と比べて、行き過ぎているもの、緩過ぎているものがあれば検討してさっさと変える必要があって、会社法の変更がもしも時間がかかるものなら、その前に少なくともこういう方向に行きたいのだというメッセージぐらいは出さないと、皆気がつかないうちにどんどん遅くなってしまいますので、中身をちゃんとやっていく必要があると思います。

○沼上委員長　　ありがとうございました。中神委員。

○中神委員　　私の資料の5ページに行ってくださいてもよろしいですか。さっきの後藤さんの話を受けてということなのですからけれども、後藤さんも山口さんもかなり権限を持っていらっしゃるのではないかと思うのですが、私から見ると日本の会社はCEOが意外に権限を持っていないのです。社内にすごい付度しなければいけなくて、そんなことでどうやってフルポテンシャルを引き出すことができるのでしょうかと聞きたい。

もっとCEOに権限を集中させて、指揮命令系統がクリアになって、CEOが持っている責任はめちゃくちゃ重いので、執行サイドはよほどのことがない限り従いましょうとならないといけない。ボードのほうは、執行がやりたいことをしっかりエンパワーするというのが大事で、やる前に多様な意見を出して、大方針を決め、それはこういう形で見るといって指標を決め、あとは事後的に評価する、普段はエンパワーする。だめだったら選解任しますよ、という完全なる分業ですよ。

日本の会社は、特にCEOへの権限集中が少ないかなと思うのですが、リスクテイクを、企業経営という集団合議の中でやるのはすごい難しい。結局誰かのリスクプロファイルにベットするしかないと思うのです。今私たちは、このぐらいリスクをとらなければいけないよね、そのリスクテイクする者はこいつだよねというのを指名委員会でしっかり選ぶ。その人が俺のリスクテイクに皆ついてきてくれという形で組閣する。

報酬委員会は、それだけリスクをとるのだから、下手したら首になるのだから、それは

ちゃんとインセンティブを与えなければねと。あるいは、この企業は今後もリスクテイクしなければいけないのだったら、後藤さんはこんなに安い給料でも良いかもしれないけれども、次の人を外から採ってくるのだったら、このぐらいの報酬水準でないと誰も来てくれませんよねということを報酬委員会がちゃんとやる。

当然監査委員会は暴走に目を光らせるということで、指名委員会等設置会社制度に持っていくというのは、色々オペレーショナルなことがたくさん出てくる監査役会設置会社の取締役会から抜け出て、もっと戦略の議論をしてリスクをとりに行くための非常に優れたシステムなのではないかと思っていまして、もしかしたら機関設計のところでもっと指名委員会制度を使いませんかという議論を委員会でも良いのかなと思った次第です。

○沼上委員長　ありがとうございます。リプライがありそうな感じ。

○後藤委員　やはり多い人数でリスクをとるとというのは、本当に難しい話なのですが、指名報酬委員会をつくって、こいつだよなと思っても、そこで顎が外れるようなリスクテイクをしたけれども、外れという例はいっぱいあるわけです。そこなのです。海外にお詳しい山口さん、いかがでしょうか。

○山口委員　先ほど、CEOに権限がかなりあるのではないかと、というご指摘がありましたが、権限の有無というより、私たちは、日本の経営者の多くに対して事実上定められているような任期が全くない、という点が重要と考えます。社長になって3ヵ月で解任されるケースもあります。従って、経営者には、現状維持的な行動をとるインセンティブが殆ど働きません。

また、CEOが世界中の事業を管理するために、シンプルなルールを決めています。具体的には、事業特性に応じて、利益率と成長率の和をターゲットとして設定します。事業Aについて、利益率と成長率が40を超えれば良いとなると、「ルールオブ40」となります。利益率40%かつ対前年比フラットでも良いし、マイナス10%成長かつ利益率は50%でも良いということです。そのターゲットを踏まえて、各国の事業責任者が中心となって、市場の成熟度やコスト環境などを見ながら具体的にどうやって事業を運営していくかを議論して、最終的に自分で決める。その計画がうまくいかなかったら責任をとる、という事を繰り返しています。

ですから、確かにおっしゃるとおり、弊社でも開いた口が塞がらないような投資行動、「本当にやるのか」と思うような行動をとっています。ただ、それらの活動も、CEOが全体ポートフォリオを考えながらやっている、という点は注意した方が良いと思います。

○沼上委員長 私、学生の頃読んでいたのだけれども、全然気づかなくて、最近読み直して、アルフレッド・チャンドラーの『Strategy and Structure』という有名な本があるのですが、その中に多角化企業の事業部制をとったときの本社の社長の役割と書いてあって、アントルプルヌリアル・アンド・レスポンシビリティと書いてあった。昔、ただの管理者だと思っていた。多角化した企業を色々差配するだけの管理者が多角化企業の社長だと思っていて、大学院のときに全然読み取れていなかったと。

実は、日常的なことを事業部長に任せて、リスクをとって、新しいことをやるのが多角化企業の社長の役割だったのだというのを最近読み直して再認識して、顎が外れるほどやるかはまた別の問題だと思いますけれども、リスクをとっていくということを多角化した大企業の社長がやらないと、成長投資は出てこないということなのだと思うのです。

何となく社内的に欠点の少ない人を皆で当たり障りなく社長に選びましようとする、成長投資の少ない大きな会社が出てきてしまうということなのだろうと思うので、そこは後継者を選ぶところの意思決定が重要になってくるのだろうなと思って聞いていました。

他に。名札が立っていないですけども、ぜひ喋りたいという方がいらっしゃれば、あと1人、2人お話しできますけれども、どうですか。中神さん、何か喋りますか。これでトータルで10分ぐらい。

○中神委員 大変申し訳ございません。私のスライドでいうと9ページをお願いしてもよろしいですか。戦略的提携のための政策保有株式が事務局資料33ページぐらいにあったと思うので、それについて少しお話ししたいと思うのですけれども、事業会社が政策保有株を持って良いのではないという議論が書いてあったのですが、これは違うのではないかと考えています。アメリカではすでに1957年に決着がついています。デュポンがGMの株を持っていたのです。当然デュポンは自分の製品をGMに買ってもらいたいということで持っていたのですけれども、最高裁で判決が出ていてこれは独禁法違反だよねと。優越的地位の濫用だよねということで結論が出てしまっています。

これを機会に、米国では事業会社が事業会社にマイノリティで出資するというのはほとんどなくなってしまっているのです。一方、日本で不思議なのは、事業会社になぜ政策保有株を持っているのかをきちんと説明しなさいということになっていて、皆一生懸命説明するのですけれども、その説明は基本は自分たちの商売に役に立つからということなのですが、それは単に優越的地位の濫用とか互惠取引であって、アメリカではだめということになっているのです。日本は説明がつけば良いのだということになっているのが不思議。

アメリカでは買うのなら 100%買うというのが基本前提なので、日本のようにお近づきの印に5%持ちます、10%持ちますというのは非常に違和感があります。

○沼上委員長 ありがとうございます。他にどなたか。どうぞ。

○唐木委員 木股さんの問いかけにお答えできていないのが気になっていたのです。先ほどの①と②、下の象限にいる企業はどうしたら良いのですか、というご質問については、御社は①に位置するわけではなくROEも上がっているのではないかと思うのですが、それは置いておいて、①と②の企業はどうしたら良いのか、という点については、さきほど後藤さんがおっしゃったとおりなのかなと思います。

説明をして、説得をして、納得をしてもらえたら、投資家の皆さんは買いますよね。これだけアセットを積み増して、投資をしているのであれば、だからバリュウがもっと上がるのだ、ということをお納得したら市場評価は上がってくるので、①を超えてくるはずなのです。

だから、下の①、②の象限にいる企業が、上の③、④の象限に上がってくるというのは、先ほどアニマルスピリットという話だったり、顎が外れるだったり、色々な表現がありましたけれども、そこを尽くしていくというのがすごく大事なのかなと思いますし、そのうえで、説明を行っていくことに何の損もないので、沈黙は金と日本では言いますが、ステークホルダーへの説明をもっとやっていくことで変わってくるのかなと思います。多分やっぺらっぺらと思うのですけれども、僭越ながらお答えとして。

○木股委員 海外に重点的に説明に参りたいと思います。

○唐木委員 ぜひ頑張ってください。

○後藤委員 さっきの人材のところですが、理系の博士に関して、山口さんがおっしゃったとおりピンポイントで欲しい人はいるのです。半導体であったり、バイオ医薬であったり、色々あるのですけれども、藤木さん、産業政策として伸ばしていきたい産業はどこなんだ？ということをお国が明確にしたら、そこへ来る学生は絶対増えて、就職先が増えるはずだと思うのです。量子コンピューター、AI、バイオ医薬、半導体等、ターゲットとなる産業をもっと明確にすると、企業が欲しいと言う博士がいっぱい就職を希望すると思います。

○沼上委員長 ありがとうございます。ということで、リプライはしないといけないのではないかと思いますので。

○藤木局長 ありがとうございます。これから人材というのは一番キーになってくるの

は間違いないので、そこはある程度ターゲットして、こういう人材が将来に向かって必要なのだということを我々も勇気を持って言っていけないといけないだろうなど。そうしないと企業も動けない。それから、学校も動けないということになってくるので、余計なことをと言われそうですけれども、経産省で少し勇気を持って一步前へ出るということをやりたいと思っています。ありがとうございます。

○沼上委員長　ありがとうございます。三瓶委員、どうぞ。これで5回目？

○三瓶委員　すみません、数えていません。さっきの唐木さんのお話に付け加えるのですけれども、4象限があったときに、企業としては事業ポートフォリオの組替えによって、例えば①から③、左上に行くとか、右の②に行くというのがあるのですが、事業として見たときには、①の状態の事業はまずもって④には行かないです。無理です。事業としての場合は右の②にしか行かないです。これは、日本だけではなくて世界中の事業を見てきて無理なのです。

というのは、事業としてへたってしまっている場合、衰退した事業の場合には、何らか身を軽くしていかないといけないので、そういうことをしてやっとなら右側に行く。他方、ゼロからのスタートアップというのは全然別です。ゼロからのスタートアップは、最初は赤字で、①の辺からスタートしますけれども、その後は元気に左上の③に向かいます。衰退事業が再生するのとゼロスタートのスタートアップは違う経路を通るということを加えさせていただきたいと思います。

○沼上委員長　ありがとうございます。業界構造を変えないと利益が生まれにくいという業種はあると思うので、そこは恐らく経営者が事業の組替えをしていかざるを得ないというところがあるのだろうなと思って聞いていました。

まだお話になりたい方はいらっしゃいませんか。良いですか。

私が思うには、博士人材はある特定のテーマそのものよりも、ある研究をしているとそこに付随して必要になるメソドロジーがあるのです。プログラミングが必要だとか、独特な計測技術がある、こういうのを使いこなせる、これらは汎用性が結構あるのです。だから全然違う専門でも、ある能力は基礎の部分で結構できるので、メソドロジーを見ていけば産業界で使える人は結構いるはずだと私は思っているのです、そこをうまくやると日本も左上の部分が出てくるのではないかと。

私が見ていて一番感心した1つの図は、三瓶さんが初めに出したドットがいっぱい分布していた左上が壊滅的にない国。これはどっちが悪いのだと。アイデアが出てこないのか、

アイデアを見つけてくれないのか、その両方なのかよく分からないですけれども、その部分をどうにかしなければいけないというのが一番大きな課題かなと思うのと、右上の人たちのどういう対話を市場としていくべきなのか、右下の人たちがどういう対話をしていくべきなのか。

左下は、むしろ業界構造を改変する手なのではないかと思うので、そこのストーリーをどれだけつくれるか。それぞれ経営者の役割は違いそうだなと思って見ていますので。左上がほぼ皆無。これでは成長しないよなと思います。右も青い点も多分少ないのですけれども、やはり左上の黄色が全然ないというのに近い。この状況をどうにかして打破しないと、成長投資がなかなか起こらない。

ここは、果たして責任はどこにあるのか。大企業がここにアイデアを出してこないのか、大学、あるいは研究機関が足りていないからここが出てこないのか、この辺りは追々議論できればと思っています。

ということでぎりぎりまで全部お話しする必要もないと思うので、大体この辺りで。今日は随分議論ができた。この部屋のおかげなのかもしれません。

<閉会>

○日野産業創造課長　　ありがとうございました。本日の資料はホームページにアップいたします。今日は本当に忌憚なくお話しいただきましたので、議事録は何卒よくチェックしてください。お願いいたします。後日速やかに御確認いただいた上で、発言者名等を公表させていただきます。

次回、4月24日に実施を予定しておりまして、詳細はまた事務局から御相談させていただきます。

なお、御自身の御発言内容は対外的にお話しただいて結構ですが、他の方の発言について言及することはお控えいただければと思います。

○沼上委員長　　どうもありがとうございました。私が思うには、これからいくつかのセルについて絞って議論していくという手もあるのかなと思います。今日は随分ちゃんと往復の議論ができたので、このすばらしいお部屋のおかげだと思いますけれども、ぜひ今後もこの種の議論を積み重ねられたらと思っています。どうもありがとうございました。

——了——