

第4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24日（木）10:00～12:00

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、唐木委員、木股委員、三瓶委員、富田委員、中神委員、日置委員、
宮島委員

【オンライン】工藤委員、後藤委員、日比野委員、松田委員、山口委員

（欠席：加賀谷委員）

<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3回の振り返り、中間報告（案）

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経営小委員会を開催いたします。

御多用のところ、本日も御出席賜りありがとうございます。

まず、委員の御出欠を御連絡させていただきます。本日は加賀谷委員が御欠席、工藤委
員、後藤委員、日比野委員、松田委員、山口委員がオンラインで出席されます。その他の
委員の方々は対面にて御出席いただいております。なお、日比野委員は11時15分頃、途
中退席と伺っています。

配付資料の確認をいたします。ペーパーレス化を推進しておりますので、タブレットを
御覧いただければと思います。資料1が議事次第・配付資料一覧、資料2が委員名簿、資

料3が事務局説明資料、資料4—1が中間報告序文（案）、資料4—2が中間報告（案）、資料5が唐木委員提出資料、資料6が三瓶委員提出資料、資料7が中神委員提出資料、資料8が山口委員提出資料です。

これからの議事進行を沼上委員長にお願いしたいと思います。委員長、どうぞよろしくお願いいたします。

○沼上委員長 やっと何か調子が出てきたところで、今日とりあえず中締めぐらいの感じなのですが、ぜひよろしくお願いしたいと思います。

まず、資料3と4の御説明をお願いいたします。

<事務局説明>

○日野産業創造課長 事務局資料です。第3回の振り返りと御議論いただきたい内容で構成しておりますけれども、中間報告（案）のうち、資料4—1が序文、沼上委員長に御執筆いただいております。資料4—2が本文でございます。

資料本文の詳細説明は文章に尽きてしまいますので、割愛させていただきます。本日、特に中間報告本文の肝となるところ、第2章の企業群①から④、全企業共通の課題、政策検討の方向性を中心に、内容全体について御意見をいただければと考えております。

<自由討議>

○沼上委員長 どうもありがとうございました。今日は、相互作用的に話をする時間がたっぷりあるということなので、ぜひ皆さん、御協力いただきたいと思います。

この前と同じように、挙手順に御発言をいただくことにしたいと思っています。それから、議論をある程度混乱せずに——普通は混乱しないと思いますが、混乱せずに進めるために、企業群①、②、③、④についてまず一回まとめて議論していったら、それから全企業群共通の課題について、それとその他と3つに大きく分けるのですが、企業群については①、②、③、④それぞれ特に言いたいということがあれば、あるいは①、②、③、④関連づけて言いたいという方がもしいらっしゃれば、そういうのも構わないのですが、どこを話しているかというのを初めに宣言して、そこから始めていただきたいと思います。

今日の時間配分だと1人2回以上、多分3回ぐらい発言する機会が回ってくるのではないかと思います。ですから、どなたかお話を始めて、それについて、今ちょっと短く

だけ言いたいとかというのも、その場でのインタラクションがあったほうが良いと思うので、そのときぜひまた手を挙げるなり、名札を立てるなりしていただきたいと思います。

オンラインの方はなかなか入りにくい、大縄跳びの中に入るのは難しいみたいな感じの意識もあるかもしれませんが、ぜひ「手を挙げる」ボタンを積極的に押して参加していただきたいと思っております。

それでは、もう議論の中に入ってしまって構わないと思います。色々と皆さんの御意見をまとめた基本的な報告書が出来上がっていますので、それについて皆さんから何か御意見をいただきたいと思います。

まず、企業①、②、③、④の部分について御意見があれば、ぜひどなたからでも。山口さんのほうが時間差で若干早かったように思いますが、山口委員、お願いいたします。

○山口委員 おはようございます。今日は米国に出張しております、オンラインにて失礼いたします。

事務局案に対する私の所見を資料8として提出したところでありますが、企業群①、②、③、④ごとに、企業の採るべき打ち手をここに記載されています。例えば、企業群①の打ち手として、課題、事業再編の手法の多様化、企業間連携の迅速化、行動改革を支えるリスクマネーの調達等と書かれています。しかしこれら施策は、実際に企業経営している立場からは、別に企業群①だけではなく、たとえPBRが3以上、ROEが30以上でも、対応しなければいけない項目と思います。分類そのものを否定する意図はありませんが、打ち手の中身として、企業経営者はこういうことをしなければいけないという書きぶりについては少し違和感があります。ここに「打ち手」として書かれていることは、基本的にはPBRやROEの高低に関係なく、取り組むべきことを書いているように感じます。

政府として、四分類された企業群に対して、こういう対応をしなければいけない、こういう政策を実行しなければいけない、といった事を具体的に記載していくのであれば、非常に理解しやすいです。しかし、経営者の採るべきアクションとして、このような形で整理することはあまり適切でないと考えます。できれば、このような内容は、全ての企業が対応すべき項目として、何か別枠で書かれたほうが良いと思います。結論として、政策の中身と企業の経営者がとるべき対応は、それぞれ分けて整理したほうが伝わりやすいと、私は思いました。

○沼上委員長 ありがとうございます。前回、私、打ち手が違うから③と④を分けたほうが良いというお話をしたのですが、打ち手というのは、私のイメージにあった

のは、どのような課題を克服しなければいけないという政策的な打ち手は多分違う。だから、そこは分けたほうが良いということを申し上げたつもりなのです。

今いただいた御意見で、企業の打ち手としては共通のものがいくつもあるということなので、①、②、③、④の個別に違う打ち手があるみたいな感じとは違う、共通のものがあるというのをしっかりまとめていくことは必要だという御意見は十分納得性の高いものだと思いますので、承りたいと思います。どうもありがとうございました。

○山口委員 ありがとうございます。

○沼上委員長 工藤委員のほうが先ですね。

○工藤委員 ありがとうございます。ウェブから失礼します。

この4象限について異論はないです。PBR、ROEに着目しながら、政策を分かりやすい形でまとめていく、つくっていくという上で1つの形だと思いますので、これについてコメントはないのですけれども、1つ、全体としてお願いしたいと思いましたが、日本の将来像を考えたときに、この4象限の中で成長期待で資本の収益性低となっている企業でも、日本の産業の将来像を考えたときに、DX化が進んでデータがしっかりと取れる中で、製造業というのもしっかりとありながら、最後、価値を生み出していくという全体のバリューチェーンが大事だと思っていて、このこともどこかにしっかりと打ち出せないかなと思っておりますし、このバリューチェーンを維持していくための政策があっても良いのではないかなと思いました。

アメリカで言えば、今、一生懸命タリフをかけて、製造業を戻そうとしているわけです。アメリカは長年、イノベーションは起こるけれども、試験機等は中国の深圳でつくっていて、今や中国が全てを揃えている国になっている状況なわけです。今回のことが個別の企業だけに集中して、この4象限に分けながら政策をつくるということであれば、このままで良いかとは思いますが、日本全体として産業が付加価値を上げていくという観点においては、やはりバリューチェーンをしっかりと上げていくということにも目を配った政策が必要ではないかなと思いました。ちょっと的外れかもしれませんが、意見として述べさせていただきました。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。そう言われてみると、この4つの象限だけだと、バリューチェーンとかサプライチェーンが維持できるかどうかという議論が抜けてしまう可能性があるというのは、今の御指摘で初めてそうだなというのを納得いたしました。どうもありがとうございます。

それでは、宮島委員、どうぞ。

○宮島委員　ありがとうございます。いよいよまとめに入りましたので、全体のこと、特に取りまとめのことを申し上げたいのですけれども、この文章が一体誰のために、誰に伝えたくて書いている文章なのかということがすごく大事だと思います。

今、山口委員がおっしゃったことで私も賛同していますのは、それぞれの書いてあることが政策に対してのことなのか、一つ一つの企業に対してやれと言っていることなのか、明確になっていないために、①から④の分類もよく分からなくなっている。あとは、言葉の容易さに関しても、正直これは、私たちのニュースの視聴者等はターゲットでないことはよく分かるのですけれども、どのぐらいの難易度で、どのぐらい伝わるのが良いのかというところは、ある程度ターゲットをはっきりしておかないと、伝わるものも伝わらないと思います。

先ほど山口委員がおっしゃった企業群の①に書いてあるところの打ち手は、恐らくどの企業もやらなければいけないことなのだけれども、企業群①のところは、本来やらなければいけないのに、できていないよねというところを言いたいのだと思うのです。そうしたら、企業に対してはこれを求める、政策ではこれが必要ということが大事だと思います。例えば、税制等の中身に関して私は割合関心があるのですけれども、税制そのものがいびつな場合と、企業の税制の使い方が良くない場合の2つの項目があると思っています。そういう意味では、ターゲットは文章としてははっきり書いていく、あるいは文章のつくり方としてやっていく、そういう文章のつくりには非常に重要かと思っています。

以上です。

○日野産業創造課長　すみません、ちょっと補足でごめんなさい。①から④、前回、個別の企業を念頭に置いて議論したほうが良いのではないかという御議論をいただきました。ここにつけておりますので、御参照いただければと思います。事務局資料でございます。

○沼上委員長　次は日比野委員、お願いします。

○日比野委員　すみません、今日はオンラインにて参加させていただきます。

直近の最新資料で、弊社も企業群①のところで社名が入っており、だから申し上げる訳でもないのですけれども、今回の議論のテーマからして成長に軸足が圧倒的にあるのは当然のことであるのですが、社会全体を支える、安定性を支えるために成長とバランスをとらなければいけない業態というのがあるわけです。当然、そういった業態というのは国の規制も強く入っている、色々な制約が課されている業態であり、それらの企業が事務局説

明資料 15 ページに多く掲載されています。金融はほとんど該当することになると思います。

あと、企業群②だとユーティリティ銘柄と言われる、電気・ガスのような業態が当然のように入っています。今回の価値創造経営小委員会中間報告（案）は成長戦略を中心としたテーマなので、これはこれでまとめることも結構ですが、どちらかというところとステークホルダーキャピタリズムが主流になる中、株主至上主義が行き過ぎるようなインパクト、あるいはそれを促しているといった誤解を招かないようなトーンとすることがよろしいのではないかと思いました。

○沼上委員長 どうもありがとうございます。全体として、やはりバランスがある程度あると。日本の経済がきちっと立ちゆくという部分の目配りが必要だと思います。

○日比野委員 そうですね。全体の中で成長戦略があると。だから、全ての企業が企業群③、④に行かなければいけないわけではないということが一つ大切なことかなと思います。

○沼上委員長 そうですね。国全体としての、ある種、ポートフォリオのバランスがあるということの話だということですね。

○日比野委員 はい。

○沼上委員長 どうもありがとうございます。日置委員。

○日置委員 今、皆さんにおっしゃっていただいたことと少しかぶってしまうのですが、工藤委員からもバリューチェーンという話もありましたが、これは初回にも申し上げたことですが、将来の日本産業の絵姿が見えない中で、企業の成長議論をするというのはなかなか苦しいところもあるのかなと思います。今回の小委員会の射程ではないのかもしれませんが、企業の成長戦略の前提としての日本の産業の在り方は1つのインプットにはなりますので、絶対の答えはないと思うのですけれども、大きな宿題としてしっかり認識し続けなければいけないと改めて思っています。

4象限については良いまとめ方で、非常に御苦労されたと思いますが、やっていただいて良かったです。あと、先ほど日野さんからご説明ありましたが、社名を見ることで、やはり各象限のアクションや政策の方向性の妥当性が確認できるから良いと思います。社名を見たときに、アクションや政策にフィット感があるかということ、きっとそうではないものもあるのだと思います。ただ、それというのは、結局スナップショットで見てもしようがない、企業の状態性は動くので、このマトリックスの使い方もダイナミズムの中で

捉えていただきたいというところ、決め打ちではないですというところは報告書の中にしっかり書いたほうが良いのではないかと思います。

それから、個別の象限で言うと、特に①と③のところ、報告書の中にも中小のプレーヤーが結構多いではないかと書かれていました。先ほど示していただいた各象限のリストには、時価総額が大きい企業が並んでいましたけれども、先ほど宮島委員がおっしゃった、誰に読んでももらいたいかというところで、中小の——中小と言ってもプライムとかに上がっている方なので、そんなに中小ではないとはいえ、ちょっと大きな話過ぎるのではないという感想、印象を持たれるような気がしています。総合何とかみたいな会社であれば、ノンコア事業の切り出しや、リソースの再配分といったことに対応できるのでしょうか、そんなこと言われてもそもそも対応する余力がないよという企業群がこれらの象限に結構多いような気がします。

そういった方々に、これをどのような形で解釈してもらおうとアクションに繋げていけるのか、記述を分ける必要性まではないと思いますけれど、少し手触り感を持って自分事で受け取ってもらえるのか、このマトリックスの中に規模の観点が明示的に入っていないので、そこは読んでいてちょっと気になったところです。それは①のところもそうですし、③のリスクテイク型のところも、伸びてほしいところはまだ結構小さい会社だと思うので、そこに大規模なリスクを伴った投資みたいなことというのは、受け止め側としては、果たして本当に受け止め切れるのかなというところが気になりました。その点、少し工夫しながら、最終的にまとめていただけると良いのではないかなと思いました。

まずは以上です。

○沼上委員長　　どうもありがとうございます。言われてみると、ここで議論しているとすごく大きい、超優良企業のことをどこかで念頭に置いてしまっているところがあったかもしれないので、その意味で言うと、そう言われても、いや、そんなことできないよ、全然別世界の話だよと思う人はいるかもしれないです。

それともう一つ、三瓶さんの第1回の資料には、セル間を移動するダイナミックな図があったと思うので、このままスタティックに見ると、この企業はこことなってしまうのだけれども、本当は成長経路があって、もうちょっとライフサイクルで見てあげないといけないという部分が、今ちょっと弱くなってしまっているかもしれないです。どうもありがとうございました。

私、見ていなかったのですが、次は富田委員で、その次は唐木委員で、その次は

三瓶委員という順番だということなので、これは大変フェアな順番だと思いますので、信頼していただいて、よろしくをお願いします。

○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。

私は労働者の立場から、人的資本を形成する必要性に関して、今回の報告書にどうしても気になる表現がありますので、その表現の見直しのお願いと、あとは全体に係る記載の追加について要望させていただきたいと思います。

まず、9ページ目に、労働者政策に関する課題が記載されているのですが、企業群①は、収益性の期待が低くて、要は収益性を上げていこうという政策が記載されているのですが、その方向感の中に、事業再編手法の多様化が含まれています。この課題の書きぶりだと、収益向上のためには人員整理や労働条件の引下げ等の対応を行っても良いのだといった、誤ったメッセージを伝えてしまうのではないかという危惧を持っております。事業再編であっても、人員整理や労働条件の不利益変更等を、可能な限り回避する措置を講じることが原則だと思いますので、その観点で記載ぶりの変更が必要だと思います。

同じように、その1つ前の8ページ目のところにも、ノンコア事業の縮小を進めるために、従業員の整理に伴うレピュテーションリスクを回避したいといった心理的な抵抗感を払拭する必要があるという記載があるのですが、この部分も事業再編を行う必要性が生じた場合に人員整理を行うことへの抵抗感を払拭して良いのだという表現に読めてしまうので、表現の見直しを御検討いただきたいと思います。

その上で、この委員会が目指しているのは企業の成長であります。企業の成長の源泉は人、労働者でありますので、この経営戦略の実行に当たっては、全体を通じて労働者保護の観点と、労働者の意欲と能力向上を促す政策が重要だと思っています。この点について、総論の1のところに記載が少ないと思っておりますし、労働者が安心して働き続けられる環境整備や高度・多様な人材の確保・活躍といった政策的対応は、企業が成長の軌道を上っていくことを考えると、全体に関わる課題ではないかなと思いますので、ぜひ6の全企業のところの共通課題の柱の中に位置づけていただければと思っております。

以上です。

○沼上委員長　どうもありがとうございます。ここの部分は、後で私でも自分で発言したいと思っているところはコンピタンスに関する話なのですが、企業の伸びていく力とか競争力の源泉って最後は人なので、その部分を大事にしながら、この種の議論をしていくというのは大事なことで私も思っています。どうもありがとうございました。

次は、唐木委員です。

○唐木委員　ありがとうございます。私が今日申し上げたいと思っていたことは、あらかた皆様から御指摘いただいたところではあるのですが、総論の企業の4象限の整理については、2点申し上げたいと思っております。

1つは、まさに先ほど出た企業群①から④までの移行をどうやって促進していくのか、ということをご想定しながら考えていくことはすごく大切で、企業はそれに応じて努力するわけですし、それを支援するための政策はこうあるべきだ、ということもここから出てきますので、よりイメージを具体化したいと思っております。

例えば、①の企業が日本ではすごく多いという話がありますが、まず①から②に行くことが狙いなのか、①から③なのか、あるいは①から④に飛ばしたいのか、ということを見ると、現実的には既存のビジネスの収益性をいきなり上げるのはなかなかハードルが高い。価格をいきなり10倍にしますとか、そういうことができればありかなという気もしていて、それができる商品・産業もあるので、そこはぜひチャレンジしたいところではありますけれども、普通に考えれば、①から③への移行を狙っていくのが筋なのかなと思っております。そうすると、事業の再編が打ち手になっていく、ということで、優先すべき打ち手として書いているのかなと思うのです。

だとすると、その裏側に、自分たちの企業はどちらの方向に事業を伸ばしていった評価を高めていくのか、という戦略が必要になっていくので、打ち手の一番初めに必要なものとして、②のところに書いてある成長戦略の再構築が、実は①でも一番必要になってきます。こうした4象限の間の移行を想定しながら考えていくと、打ち手もまた少し変わってくるのかなと思っております。①の企業群には、②から④まで書かれていることが全て必要になる、すなわち、先ほど山口委員が④の企業群には全部必要ですとおっしゃった裏側が、①でも起きてきますので、そこは強調しておくべきところだと思います。

あと、私もお指摘を受けてなるほどと思ったのですが、バリューチェーンごとに考えていくというのは、政策的には極めて重要だな、ととても賛同します。個々の企業の収益性・成長性を高めながら、日本として投資をすべきなのはどのバリューチェーンなのか、を考えていくことも極めて重要な論点だと思います。

以上です。

○沼上委員長　どうもありがとうございました。成長戦略の再構築は別に②だけではないです。全部に必要な議論だろうと思っておりますので、その点は色々考えていかなければい

けないと思いました。どうもありがとうございました。

次は、三瓶委員。

○三瓶委員 順番を待っている間に皆さんのお話を伺っていると、どんどん言いたいことが増えてくるのですけれども、まず私が手を挙げた1つは、最初の山口委員の、ここに書いてあることの打ち手は全ての企業共通だろうというのは、一般的にはそのとおりだと思います。

ただ、資本市場からすると、どこのポジションにあるかによって、特に優先することがとても明確なのです。例えば企業とのエンゲージメント等の中ではそれを中心に、ターゲットにして話をするわけです。ですから、そこが企業側でも認識されていないと、すれ違いが起こって、投資家は「こんなことばかり」言うというような誤解に繋がる。

ただ、「こんなことばかり」というのも、ポジション①にいるときに言われることと、ポジション②にいて言われることは違うのに、ポジション①にいる会社は、投資家は「常にこんなことばかり言う」と思い込む。でも、②に移動すると、違うことが言われることに気づくはずなのです。④に行くと、全然違う風景が見えてくる。すごく励まされて、どんどん成長投資をしてくれと言っているなど。これがもっと伝わらないといけないなと私は思っています。

なので、まず今のポジションから、本来全ての企業は④のほうに行きたいのだと思えますけれども、そこに行くためにまず何するかということを中心にまとめていただいたのだと私は思っています。

では、それは資本市場向きだろうということがあるかもしれない。しょせんというのであれば、金融とか資本市場とか、お金がお金を生むというところの増幅効果はありますが、それよりも、事業会社がモノとかコトとかで今までなかった新しいことをやって、そこに投入した資本が何倍にも化けるほうがはるかに大きいのです。それは、金融資本市場は分かっています。だからこそ企業に頑張ってもらいたいです。

そのときに、今、どの部分がちょっと衰退しているかとか、弱っているなとか、この部分が少し足りていないのではないか。または、もっと優先してこれに取り組まないとまずいということを見ていて、そこを頑張って、もっと力強くなってほしいと思っている。そういうことのやりとりがちゃんとかみ合うために、今これが整理されているのだと思っています。

前回、ちょっとお話ししたのですけれども、①から④に一足飛びに行くことはまずない

のです。ただ、上手なM&Aをする場合は例外です。既に成熟、衰退している状態で①にいる企業が③に行くこともないです。その体力がないです。そういう場合に行くルートは②なのです。これは世界中の会社を三十数年見てきて、まず例外がないのです。なので、あり得ないことを考えてみても効果的ではないので、それはそういう理解で進めていただくのが良いと思います。もしエビデンスが必要だったら、それはまた次回にでも……次回はどうか。どこかで出す機会があれば出しますが、そんなことかなと思っています。

前回まで③と④が一緒になっていました。今回は分けました。分けたけれども、打ち手の言葉が一緒になっているので、ここは変えたほうが良いと思って、提出した資料にちょっと文案を書きました。私が提出した資料で、③のところの打ち手が、「過度の株主還元は成長のために効果的ではない可能性」ということで、④と全く一緒なのですけれども、③はより成長投資が優先されるべきなので、可能性とかということではなくて、ちょっと書き換えるのだったら、「収益基盤づくりの成長投資を株主還元を優先」とした方が良いと思います。③はそうしないと伸びません。ここで躊躇してちょこちょこやっているよりは、やるのだったらどんとやるほうが良いので、それは明確です。米国企業等は、③のときに配当を出さないというのがあります。なので、そのことは、④とはあえて違えたほうが良いだろうと思います。

それ以外のところで言うと、企業群②の打ち手のところに海外展開が入ったり、M&Aをやっていくというのが入るほうが自然だろうと思います。後ろの文章とも、そのほうが整合性があると思いました。

以上です。

○沼上委員長　ありがとうございます。ダイナミックに考えていくと、まず①から②というのが1つの経路だということですね。それから、いくつも共通項はあるけれども、個々の企業に課される一番重要な課題に注目していくと、それなりに色分けができてくるという御意見だったと思います。どうもありがとうございました。

この後、松田委員、後藤委員、中神委員の順だと私は理解していますので、次は松田委員、お願いいたします。

○松田委員　ありがとうございます。順番を待っている間に色々出てしまったのですが、私もこれを拝見して、誰が一生懸命読むのかなと考えました。別にネガティブな意味ではなくて、非常に良いことも書いてある。ただ、企業の方は、こういうものが出ると大体目を通されると思うのですけれども、これを読んでどう思うかということ、多分イン

プリシットに想定されているような大企業の、かなり先進企業の場合は大体ここに書いてあるようなことは既にやっているし、少なくとも認識してやろうとしているので、今更感がある。

一方で、弱小な企業、企業群①にいるような企業は、こういうことを言われ続け、言われることに疲れ果てているのだけれども、それができないから困っている。何でできないかというと、結局のところ、内部資源がない、特に人材がない。実際に上場企業でも、サステナビリティとガバナンスと資本市場対応を実質一人でやっていますみたいなどころがあるわけです。そういう方々にとっては、企業群はこうで、打ち手はこうでと言われても、またか、それはできないのだということで、逆に耳をふさいでしまうような資料にならないかということをちょっと心配しております。

書いてあることは非常にもっともなのですが、企業はこうすべきという色合いがちょっと出過ぎているような気が私もありますので、そうではなくて、それぞれの象限に分けたのは分かりやすく良いと思いますから、それぞれの象限でこういった成長戦略の考え方があるというところまでに企業の話はとどめておいて、それよりも重視して頂きたいのは、こうした状況に対して政策的にどうするか、社会システムをどうするか、報告書がそういうタイトルなので、そちらのほうの記述をきちんと厚くするということが一つ。

もう一つは、先ほど三瓶委員のお話でなるほどと思ったのですが、資本市場から見るとこのように見えるというのは確かなので、そこで移行していくような企業を資本市場がどう見ているのか、そして資本市場自身がそれをサポートしていくためにどう変わっていけばいいのか、どのような課題を克服していくべきかという資本市場側の問題をもう少し分かりやすく書かれたほうが、結局のところ、企業に対しても読みやすく、腹落ちしやすくなるのではないかと思います。

それから、企業については基本的には上場企業を対象にしているのはPBRで分けているので明らかであり、インプリシットに、何となく私たちが知っているような大企業を思い浮かべながら議論をしているわけですが、この場では、社会システムであるとか政策体系、そして先ほど出ていたバリューチェーン、あとは産業構造みたいなことを中心に考えないといけないと思うのです。

そうすると、やはり上場企業だけではなくて、昨今増えている非上場化する企業等も含めた非上場企業への影響をどう考えるのか、それらにどう動いてほしいのかということなしには、ちょっと片落ちになるような気がいたします。そこまでスコープに入れないとい

うことであるのであれば、入れないということを先にはっきり宣言し、その上で上場企業を取り巻く社会システム、政策体系、産業構造、バリューチェーン、資本市場についてこういった提言をするようなスタンスをしっかりとったほうが良いと思いますし、上場企業に限るのではないならばそのようにスタンスを明示した方が良い。読んでみると、そこがちょっとぶれたり、インプリシットな前提を置いている部分が目につくように思います。

あともう一つは、さっき人材の話がちょっと出ましたけれども、特に労働者側に立たなくても、人材の制約というのが非常に大きいと私は思います。特に先ほど申し上げたような、弱小と言える企業においては、人がいないから何もできないということが言い訳に使われている部分もあるかもしれないですけれども、実際に見てもやはり人材の制約が非常に多い。人の問題というのは日本国の問題でもありますので、もう少し記述を厚くしても良いのではないかと思います。

そのときに、ちょっと気になるのが、経済産業省さんには言いにくいのですが、これまで使われてきた言葉がちょっとずれて使われているようなところが非常に見受けられるという点を少し申し上げておきたいと思います。どういうことかという、決して非難しているわけではなく、人材の問題が非常に大きいので、正しい理解のもと的確な政策的な打ち手を打っていただかないといけないかなと思っております。

2つほど例を挙げると、例えば9ページに「企業の人材育成（リスクリング）」と書いてあります。リスクリングという言葉も人口には膾炙していますが、本当にリスクリングなのかというところはもう少し考えるべきかなと思います。

この会合でもリスクリングということではなくて、そもそも高等教育機関の教育からの議論もあったと思いますし、私が見ている限りでは、リスクリングと言われるほどのスキルを身につける機会がない従業員のほうがはるかに多い。つまり、これまでワーカーを育てるということをしてきたわけですが、リーダーを育ててこなかったわけです。ですので、リーダーとしてのスキルを学んできていない方が多い。だから人がいない、あるいは経営戦略をつくる力自体がないのだと思います。それはリスクリングという言葉ではとらえられません。

また、「経営戦略と人材戦略の連動」もよく言われます。これ自体は大変重要ですが、長らく言われ続けても全然連動しないのは、そもそもの経営戦略をつくる力自体がないということも大きいのではないかなと思います。そうした言葉の裏にある状況をより正確に捉えて頂いた上で、人材のところに関する記述をもう少し厚くして頂ければと思いました。

以上です。

○沼上委員長　　どうぞ。

○藤木局長　　産政局長の藤木でございます。

今、松田先生からの御指摘、非常に重要なポイントが含まれていて、恐らくこの後の議論の拡散の仕方に関わってしまうと思いますので、いくつか頭の整理をしておきたいなど。

一つは、これ、まさにPBRとかという指標を使っているとおり、念頭にあるのは、上場している、あるいは上場していないにしても、それなりの規模の企業であると。もちろん、今、松田先生の御指摘のように、日本の場合、上場している企業でも物すごくでかい企業から割と小さな企業まで含まれているので、必ずしも一口では語れない部分が出てきますけれども、それなりの規模を持った企業であることが我々の議論の念頭にあるところでございますので、その辺、まずしっかり整理しろということはそのとおりだと思います。その後の御議論もそれをお願いしたいと思います。

地方にあるパパ・ママストアも含めて議論すべきというと、この委員会からややスコープが離れて、それはそれで重要なことですが、それはまた別途議論させていただきたいと思っています。

それから、優先すべき打ち手というところで、先ほど来、色々御議論いただいております。私自身も、この委員会というのは、企業の経営者の皆さんに説教をすることを目的とするものではなくて、むしろそれぞれ成長戦略を描き、実施していくに当たって、政府として取り組まなければいけない課題は何があるのかということを出る過程で、こういうステップの人にはこういう課題があるので、それをスムーズにするために何をしたら良いのかということでもありますので、まさにそういうものとして御理解いただきたいと思われ、そういうものとして文章表現も改めなければいけないと思いますので、それはそういう前提に立っていただいて今後の御議論を進めていただければと思います。

松田先生、ありがとうございます。そこのところをはっきりさせておかないと、この後の議論もなかなか難しいと思いますので、ぜひそういう理解をお願いしたいと思います。

○松田委員　　ありがとうございます。私も理解が進みました。上場企業対象であることを踏まえた上でひとつだけ。これだけ非上場化が議論されるようになった状況では、やはり非上場化したそれなりの規模の企業に関する話（※具体的には、例えばグリーンシートの新たな活用や上場廃止企業におけるガバナンスの在り方等を想定した発言でした）とか、そもそも上場企業がこれほど多くて良いのかというのは資本市場の問題として語るべきか

などと思います。

○沼上委員長　それでは、次に参りたいと思います。次は後藤委員ですね。

○後藤委員　製造業を代表しまして一言言わせてもらいますと、当社の場合は、事業が色々多岐にわたります。大きな事業で言えば4つ、その下に20ぐらいの事業ユニットを持っているのですが、これが全部どこか1つにはまるということではなくて、①、②、③、④のどこかに入っている。社内でもそれを全部区分けしながら、②に入っているところでキャッシュを稼いで③に投資する、④をより強靱化する。そのような作業をずっとやっています。

その中で、企業群①の低成長というところがやはりポイントでして、当社の場合も、そこに入っている事業ユニットがございます。その中で、どうやって改善していくのということをいつも考えるときに、例えば今回の企業群①のところに打ち手と課題と書いてありますが、これはごくごく当たり前のことで、あまり心に刺さらないのです。ただ、その課題の中でも、今回はもうちょっと深掘りしていただいて、例えば企業間連携の迅速化というのが記載されています。これは構造的に低成長の事業で、合併するとか再編するとか、そういうことをやらないといけないのですけれども、そういう話が、日本の競争法が海外と比べてどういうポジションにあるのか。競争法のガイドラインみたいなものが、構造的に問題ある業界に対して、ここまでだったらできますということを示していただければ、より企業間連携の迅速化というのは図れると思うのです。

ですから、これからの作業だと思うのですが、それぞれの課題を具体的に実現する方策まで持って行っていただきたいというのが私の意見でございます。

以上です。

○沼上委員長　どうもありがとうございます。今回のレポートでも企業群①がすごく多いという問題が指摘されていますので、ここの部分は、競争法上の問題というのが大きな課題だろうと思いますので、これは取り込んでいければというように私なども思っております。

それでは、続きまして、中神委員ですか。

○中神委員　ありがとうございます。さっきの後藤さんの「心に刺さらない」とか、「具体案を」という話があって、もしかしたら、この場の共通の悩みなのではないかと思っているのは、過去ガバナンス改革とかリスクテイクを促す施策、研究会、色々あったわけですが、それだと全体に大きく網目をかけ過ぎているよねと。だから、例えば4

つの「群」に切って解像度を高くしてやれば良いのではないかという本委員会の流れがあると思うのです。

一方、経営はどこまで行っても固有解です。ですから私たち、みさき投資は一つ一つの会社に固有解のエンゲージメントをします。仮に同じ「群」の中にあつたとしても、私たちのエンゲージメントの力点とかリスクテイクを促すやり方は、まるきり違います。固有解である個別の経営に、あなたは④の群にいるからこうすべきだと教科書論を言ったって、後藤さんや木股さんなどはよく分かっておられるように、それでは「刺さらない」という言葉が出てきてしまうし、「具体策を」という言葉が出てきてしまう。そこがこの委員会の挑戦的な部分で、4つの「群」を設定して議論を進めるというのは1つのやり方なのですけれども、一方で、経営のリアリティとなかなか整合性がとれないというのがちょっと問題かなと思っています。

ですから具体例の会社で考えてみるというのはすごい良いアイデアで、さっきの①、②、③群をぱぱっと見ると、例えば自動車産業をとると、①に入れられている自動車会社は日産とホンダです。何となくさもありなんかなと思うのです。②番に入るのはスバルなのですけれども、では、スバルの課題は非上場化に係る資金調達？……ううん、どうなのかなと。③には自動車会社は入ってなくて、あるとすれば広い意味でデンソーさん。デンソーさんが今からガリガリにリスクテイク型の成長投資すべき？……これもちょっと違うような気もする。④がトヨタなのですけれども、結局、あくまでも経営は固有解ですというところで、「べき論」と合わせていくのが相当難しい。この委員会の第一回目からこの枠組みを提示されてきた中で、経営者と一緒になって固有解を探し当てるというエンゲージメント現場との感覚を合わせる事が結構難しい。

したがって、後ほどお話しさせていただきたいと思いますが、全ポジション共通で、リスクテイクを促すために、社会システムとしてやらなければいけないことがまだまだある。今日、私が提案したいのは、リスクテイクを促しているわけですから、当然それに見合うリワードがないと、あるいはリワードを皆で分け合って皆で豊かにならないと、さっきの富田さんの「従業員を守らなければ」というだけでなく、従業員の皆さんも皆で豊かになるような、リスクテイクをすれば豊かになるような形というのを構想しないといけないと思って、後ほどお話し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。私も本当にそのとおりでと思うのですが、経営の問題は大体特殊解というか、一般論はある程度あるけれども、その後一個ずつ、個

社ごとの個別の解になってくるので、何となくこういうのが経営の打ち手みたいなのに出てくると、ちょっと刺さらないと後藤さんがおっしゃったのは、そのとおりかなと思います。ここ、ちょっと何か考えないといけないですね。どうもありがとうございます。

それでは、木股委員、お待たせしました。

○木股委員　ご指名ありがとうございます。皆さんの意見、大変参考になります。

当社は、企業群②におりまして、企業群④になかなか行けません。当社の課題としては、中間報告案の図2の企業群②に示されている「非上場化にかかる資金調達」というよりも、企業群③の課題とされている「高度・多様な人材の確保と活躍」が優先順位1番で、しかも売上高の8割がグローバルですので、グローバル人材の確保をいかにするかということになるかと思えます。先ほど中神委員が言われたように、もう少し個別に分割して見ていくことで色々な会社の参考になるのではないかと思えます。

それから、今後の検討課題のところでも言われていましたが、すべての企業が企業群③と企業群④を目指すのだというように読める部分が結構あります。全ての業界に画一的に求めると、数字をつくりに行くということになりかねず、どうしても悩ましいところがいっぱい出てくるわけで、結果として、成長投資がないがしろにされたままになる懸念があります。業種や業界の特性もありますし、当社も一部手掛けておりますが、インフラ等に関する事業や、経済安全保障上の配慮が必要な業界もあるよということにも丁寧に触れていただきたいと思えます。

また、冒頭の沼上委員長のコメントには私も強く同意しております。それと同時に、株主還元に重きを置くあまり、成長投資がないがしろになっているのではないかという評価にも賛同しております。

さらに、これに加えて、富田委員もおっしゃいましたけれども、従業員の賃金、さらには取引先も含めた、いわゆるマルチステークホルダーへの配分、分配も重要であるということもどこかで付け加えておいてほしいなと思えます。

以上でございます。

○沼上委員長　どうもありがとうございます。経済安保上の問題というのはまたすごく重要な問題だと思いますので、サプライチェーン、バリューチェーンの問題と併せてパラレルに議論が出てくる話だろうと思えますので、そこはそこでまた別個に検討しないといけないです。

2回目？ 私が喋っても良いですか。すみません。

一個は、細かそうに見えて、実は私にとってはすごく重要だと思っているポイントで、それは後藤委員の発言された場所が、全体のページで言うと、8ページの冒頭ぐらいのところから前のページから続いて出てくるのですけれども、それは私が思うには、後藤委員の語ったことの真意を踏まえると、書き方は変えるべきだろうと思うところがあるということなのです。ポートフォリオの変更で合理化のメリットを得るためには、全社で共有されている研究開発機能云々という言い方、ここは切り分けが難しいと経営者の方が語るの、基本的にはコアコンピタンスの切り分けが難しいということなのだと思うのです。恐らく後藤さんは、そういうことをおっしゃりたかったのだと思う。事業として成熟しても、背後にあるコアコンピタンスは他のところで生きていて、それを切れと言っても切れないよねということなのだと思うのです。

資本市場側の見方というのは、どちらかというと事業ポートフォリオを見て、その背後にあるコンピタンスは何かなと思って見ているという見方だと思うのですけれども、経営者の見方は、自分の会社の強みは何かなというのを深く洞察して、そこからつくれるポートフォリオはどんなのができるかなと思って見ている。そういう分業だと私は思うのです。だから、ある種、日本社会の活性化をするための事業投資を、トンネルを両側から掘っている人たち。そのためには、今の部分はコアコンピタンスを簡単に分けられませんというニュアンスが出るような書き方に変えることが、実は細かいことのように見えて、私にとってはえらく重要なポイントではないかと思っている。これが一個。

もう一個は、簡単な話なのです。4象限のマトリックス、これは三瓶さんが名前をつけているのかもしれないけれども、4つに分けたのは経産省の分け方だと思うので、これ、何か名前をつけてほしいのです。短い名前をつけてほしい。表のタイトルが長いのです。誰も覚えられない表のタイトルになる。

こういうマトリックスで考えるというのは、1つの言葉、皆で共通語をつくっていくというようなことをするためには、日本社会全体にこの共通語でどうやって成長投資していきましょうかというのを語るためには、フレームワークとして、皆が覚えやすいネーミングが必要だと私は思っています。

以上です。

ということで、次にまた手が挙がっている方々がいらっしゃるので、日置さん。

○日野産業創造課長 中神さんが最初でした。

○沼上委員長 あ、そう？

○中神委員　今の委員長のコメントに関して、さっき私は解像度という話をしたのですが、企業、企業と言っているのですが、もしかしたら、企業ではなくて事業。事業によってPBRはついていないのですけれども、事業にしたほうが、まだ解像度が上がってくるのかな、何ならコアコンピタンスみたいな話の解像度なのかなというのはショートコメントです。

ロングコメントは、私の資料を投影していただければと思います。全ポジション共通のところ。今回、ナショナル・イノベーション・システムをつくろうということなのですが、繰り返し言っているとおり、これはとりもなおさずリスクテイクを皆でしましようということなのです。そのためにはやはり、リスクをとったら報われるという社会システムを整備しなければいけないとずっと思っていて、社会システムを構築するためには人間の本性を突くような政策が必要だと。人間の本性は、恐れとか恥とか欲とかあるわけですが、今、アクティビストとか同意なき買収で、恐れとか恥への動機は浸透しつつあると思うのですが、やはり正当に報われるもの、つまり欲を刺激しなければいけないのではないかと考えていて、その際の着眼が株式報酬なのです。株式報酬でリスクテイクを誘発して、時価総額が上がって、皆が豊かになるということを考えたらどうか。

次のページを見ていただいて、これ、いつもよく出る話なのですけれども、1989年は、世界の時価総額上位は日本の会社ばかりでした。今は全然いません。何でイノベーションがこんなに起きなかったのでしょうかという議論は山ほどあるのですけれども……。

次のページをお願いします。1つ着眼すべき面白いポイントがあって、株式報酬、年次バーンレートというのですけれども、発行済み株式のうち、何%を従業員皆に配ったかというエクイティ・インセンティブというものです。G A F Aで見ると、年平均1.38%もの株を従業員皆に配っているのです。一方で、日本は全然配っていませんということなのです。

では、それが一体何なのかというのを次のページを見ていただくと、ひとつの例なのですけれども、アップルは付与水準が8,000億、バーンレートが0.83なのでG A F Aの中ではちょっと低めなのですが、1人당りに換算すると600万円の株式報酬を配っています。それが24年になると、キャピタルゲイン部分で2,400万円のお金になっている。皆でリスクをとって、革新を生んで、その成果を皆で分け合うことができているということなのです。

次のページをお願いします。実は彼らも、別にお金、お金と言っているわけではなくて、

大きな報酬哲学があるのです。これはグーグルを見ても、アマゾンを見ても、アップルを見ても、皆同じことが書いてあります。世界最高のタレントを引きつける。彼らをしっかりと維持する。それによって、彼らに革新とパフォーマンスをしてもらって、そこで従業員と株主の利益が一致して、皆で報われましょうということなのです。

次のページをお願いします。これはG A F Aだけではなくて、世界中色々な産業でやられています。これを日本でもやるべきだと思っています。

最後のページ、8ページだけお願いします。結局、こういうことをやらないと、従業員が豊かになる道はなかなか難しいですし、人材獲得競争で世界から劣後してしまうと思います。法制的にもまだまだやるのがたくさんあって、労働基準法、税制適格化範囲の拡大、会社法・金商法の運用改善、こういったことをちゃんとやっていって、高度人材が世界中から獲得され、リテンションされ、動機づけされ、それがリスクテイクに向かい、皆で豊かになると。それがイノベーションの土壌になるということが社会システムとして欠かすことができないことではないかと思っております。

○沼上委員長　　どうもありがとうございます。

次は日置委員ですね。

○日置委員　　ありがとうございます。最初はショートコメント的に、先ほど委員長がおっしゃったポートフォリオ的思考のところ、序文にもBCGマトリックスを入れていただいて、ありがとうございますのですけれども、あれは分類学思考な感じがしていて、カテゴライズしているだけな感じがするのです。でも、日本企業のポートフォリオは、どちらかというと、先ほどおっしゃっていたケイパビリティとかコンピタンスを含めて系統樹で考えているようなポートフォリオが多いような気がしているので、資本市場の人からすると甘いと言われることはあるかなと思うものの、そういった思考で事業が動いてきているところをどううまく対話していくのかというのは考えないといけないなと改めて思いました。これは事業ポートフォリオだけではなくて、恐らく国の産業ポートフォリオも同じことが言えるのではないかと思います。

あとは、皆さんのお話を聞いていてもそうだし、私個人的にずっと思っているのですけれども、②の象限がすごく大事なのだと思うのです。①から②に行ったりとか、④から②に落ちたりなど、結局、パススルーとの交点は②なのではないかという気がするのですけれども、その割に記述が結構薄いことがだんだん気になってきていて、②の象限でどういう施策を打っていくかというのはすごく大事ななと改めて思いました。

唐木委員から、前回の「説明すべき企業群」という素敵なラベリングをいただいて、そうだなと思っていると同時に、わたし的には、「今一度、成長ポテンシャルを掘り起こすべき企業群」ではないかと考えているので、ここにどんな手だてが打てるかというのは相当大きいと思います。

その施策として、担い手としての官民ファンドの話も書いていただいています。もちろん、自力でできる会社さんはいらっしゃると思うので、自力でできるところは自力でやるというのはあると思うのです。

が、果たして官民ファンドでどこまでできるのかなという感じが非常にしますということ考えたときに、例えばなのですが、今、ちょっとファンド的な動きをしている商社もあって、今、三菱商事と東洋紡とでやっている東洋紡エムシーみたいな感じの事業の形で、商社の持っている経営力やネットワーク、それから製造業の方々が持っている技術力をうまく組み合わせ、互いの強みを活かして、競争力や事業機会を作ろうとする動きもあります。何が言いたいかというと、ファンドとか金融機関とか、私もコンサルにいた人間ですが、彼らは外野なのです。そうではなくて、インナーサークルの事業会社の方々がもっと連携して動いていくところを後押しできるような形の施策、繰り返し言って申し訳ないですが、団体戦みたいなことをやってもらうような政策を何か考えていただけると良いのではないかと思いますので、追加コメントとして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す。今、系統樹というのが出てきて、なるほど。系統樹的に会社を伸ばしていくという考え方と、結構ばらばらのモジュールで評価していくという考え方、その対話がどううまく創造性をもたらすかというのは1つ課題になるかなと思いました。どうもありがとうございます。

次はオンラインですか。山口委員、お願いします。

○山口委員　　今までの議論の中でもやはり感じていたのですけれども、先ほど宮島委員がご指摘されたとおり、この資料は何のためにとりまとめていくかということを明確にすべきと思います。

原案のタイトルは、「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」と書かれています。では、社会システムと政策体系は今、何がどうなっているのか。それぞれがどう変われば企業が成長できるか。それらを言語化することを通じて、今後の変更点、もしくは新たにつくる社会システム・政策体系を明確にし、その実行プランを宣言するという形まで落とし込むことで、より読み手の心に響く、本当の意味での実効化に

向けた内容になるのではないかと思います。

また、企業はこの4象限のどこに位置するかだけでなく、企業パーパスの内容、取り組んでいる変革のフェーズ等により、重視すべきKPIも変わってくると思います。そのKPIを高めていくために努力し続ける必要があることは間違いありませんし、ROE 8%、PBR 1倍を超えれば良いということでもないと思います。そして、先ほど日比野委員がご指摘されたとおり、企業の公益性等を考慮する必要もあると思います。それらを総合的に踏まえた上で、それぞれの企業がしっかりと判断し、説明していく必要があると思います。

結論として、もう一回タイトルに立ち戻って、社会システム・政策体系の現状、問題点、変更点を明確にし、提言としてとりまとめるべきと考え、発言いたしました。

以上です。

○沼上委員長 どうもありがとうございます。次は唐木委員ですか。お願いします。

○唐木委員 ありがとうございます。先ほどの沼上先生の例に倣って、少し細かいように感じられるかもしれませんが、実際にはとても大切なのではないかと考えている点を問題提起させていただきたいと思っております。

具体的には、中間報告（案）の中での「エンゲージメント」という言葉の使い方と、ステークホルダーの考え方についてです。私の資料を出していただければと思います。ありがとうございます。

4ページをご覧いただいて、ステークホルダーと言ったときに、我々は欧米型のステークホルダーを無意識に想定していると思っております。これが皆様の御尽力でようやく株主が真ん中にある企業の所有者であって、その周りに各ステークホルダーがあるのだ、という整理が日本でも定着しつつあるところです。これは極めて欧米型の整理で、納得感があるモデルだと思います。

とはいえ、日本で色々議論しておりますと、実は我々の頭の中のステークホルダーはこういう形にはなっておりません。次の5ページに進んでいただきますと、日本でのステークホルダーは恐らくこういった形になっているのだと思うのです。日本でのステークホルダーの捉え方は、企業がいて、経営陣がいて、同業他社がいて、メディアがいて、従業員がいて、と様々な重要なステークホルダーが網の目のように絡み合いながら、本当に自然に団体戦になっている、というところが恐らく現実で、これは過去も現在もそうで、そして未来は変えるべきかということ、むしろこうした形をうまく活かす施策を考えていく

方が良いのではないかと考えております。

さらに言えば、我々がモデルとして学んでいる欧米においても、こうした日本的な網の目のようなステークホルダーの関係性の理解の方向性を大事にする考え方も出てきているところですので、あえてそれを分断して静的に整理していく必要はなくて、「網の目のように絡み合う」というところをどうやって活かしていくのか、を考えていくことがとても大切だと思います。そうしたときに、現在の中間報告（案）の中で、企業の経営陣と株主との関係性を二項対立のように捉え過ぎてしまうと、少し誤解を招くのではないかと思います。お客様も、取引先も、規制当局も、メディアも、直近だと特に欧米ではNGO等も活発に企業に関与しておりますし、多様なステークホルダーがいて相互に関係し合うことを想定しながら整理していくことが大事だと思っております。

次に、このように企業による多様なステークホルダーへのエンゲージメントが大事なのですが、現在の中間報告（案）では、「エンゲージメント」という用語が、「投資家が企業をエンゲージする」という前提で使われており、企業が行う働きかけへの言及は「投資家や株主との対話」に限定されているように拝読しました。

この点について、次のページ（6 ページ）をご覧くださいますと、実は「エンゲージメント」にはとても多くの方法がありまして、「伝える、聞く、呼びかける、対話する、協調・共創する、関係を築く、認める・評価する」、これらはあくまでも一例ですけれども、これだけの広さを持ちながらエンゲージメントをしていて、よく皆さんが報道等に見るアクティビストが行う対応等には、これらが全て入っているのです。そして、これらを水面下で働きかけるのか公開キャンペーンで行うのか、といった切り分けが、さらに分岐していったら、最後エグジットする際には “I congratulate you!” といった「認める」リリースを出したりして、投資家側は多様な手法をものすごく上手に使っています。企業側も、こうした多様な手法を体得して活用していくことがとても大切で、これらを使い分けて実践していくことによって、ステークホルダーの網の目を上手く動かしていきやすくなると考えています。

このように「ステークホルダー・エンゲージメント」にはとても広くて深い世界があるので、中間報告の記載との関係では細かい書き振りの問題になるかもしれませんが、背景としてこうした理解を踏まえることはとても大切だと考えておりますので、問題提起させていただきます。

長くなりましたが、以上です。

○沼上委員長　　どうもありがとうございます。ステークホルダーは、実は制約条件みたいなのではなくて、むしろ資産という捉え方をすべきだというお話だと思います。どうもありがとうございます。

また、エンゲージメントは、軍事戦略とかをやっていると交戦なのですからけれども、色々な意味で、片仮名にしてどういうニュアンスで伝わるかというところですが、これだけ広い概念なのだというお話も大変参考になりました。ありがとうございます。

次は、工藤委員ですか。

○工藤委員　　ありがとうございます。今回これ、先ほど藤木局長からもお話があったように、企業の課題を挙げて、民にできないことを官の方や政府の方に政策を構築してもらおうというペーパーだと思っておりますので、やや細かいのですが、全体と、あとページにリファァでコメントさせていただきたいと思っております。

まず、全体として、働き方改革についてなのですからけれども、私はこれが人材育成にも通じていると思っております。13 ページにダイバーシティ経営という言葉が書いてあるのですけれども、ダイバーシティ経営は進んでいると思っておりますが、まだまだ足りないという状況だと認識しております。全員活躍することが必要ではあります。

一方で、人によって働き方の目指すところ、ワーク・ライフ・バランスが様々である中で、一律の働き方改革、働き方をアプライしていく、請負していくというのは一旦見直したほうが良いのかなという気もいたします。皆が活躍できる土壌をつくっていくということは企業の責務として必要だと思っておりますのですけれども、申し上げたように、高次のワーク・ライフ・バランスが違ったり、色々な業務、業種がある中で、皆が同じ制約でやっていくということではグローバルな競争には勝てない、成長は果たせないと思います。人それぞれ頑張りたいという気持ち、成長意欲を実現できるような形にできないかなと思われました。私自身、企業の中で長く働いてきておりますけれども、私自身が一番のスキルを得たのはビジネスにおいてだったな、日々の業務の中においてだったなと思っておりますと、それを業務の中で多く得たいという人のやる気をそがないようにしたいなと思われました。

2点目は、何度も出ておりますが、高等人材の件なのですからけれども、たしか前回、日比野様がリファァされていたかと思うのですが、高等人材育成機関である大学や大学院のカリキュラムの見直しでありますとか、6年制を投入してじっくり学んでもらうような制度を推進していく、また、それに対して投資していくことが必要かなと思われました。

本体の 11 ページの上の段に、政策検討の方向性で銀行以外の多様なデットの担い手の

厚みを増す方策の検討というのは、まさに私は今、銀行にもいるわけなのですが、銀行の業務のリスクリターンを深くやっていく上でも必要なことだと思っています。資本市場を魅力あるものにし、流動性を高める、またその担い手、投資家を増やしていくことが必要で、アメリカ等ではプライベートクレジットが増えているという状況です。

ゼロ金利政策が国としても終わらして、銀行もリスクリターンの適正化を図っていくことができるタイミングですし、顧客が直接市場での資金調達を選択する土壌としても、銀行がしっかりとリスクリターンを適正にとっていくことが大事かなと思っています。資本市場においても、単に手数料を下げるとかではなくて、適切な手数料を取りながら、しっかりとした運用者を確保していくということが、最終的には資本市場を育てていくことに繋がるのではないかと考えております。

それから、13 ページ目でございますけれども、事業性融資の5点目、課題の丸5に書いていただいておりますが、我々もこれは商業銀行の方で残高の増強をしております。悩みは、この会社がデフォルトするかどうかというのは分からないところがあるのですけれども、トップラインがしっかり伸びているかということが大事でございます、前も申し上げたかもしれませんが、事業をしっかりとつくるのが大事で、特にハードテック等における政府調達を増やしていただくことが大事かと思っております。

これはNASAのスペースXが一番最初、サポートによってなされたような面で、企業にも何かこういう調達をスタートアップからしたときのメリットみたいなのがあれば、本当はもっと広がるなと思えました。誰が最初に買うかというのが、スタートアップにとっては非常に重要だと思っています。

ページ9、11、13のEMP、エマージング・マネジャー・プログラムのことが書いてあるのですけれども、この担い手は誰が運用するのか、どんな方針でどんなデューデリジェンスをして運用するのか等の目利き力を利かせる必要があると思います。官民ファンドを通じてとありますけれども、官民ファンド自体の運営に現状でも課題がある中、官民ファンドを活用することが本当に良いのかというのも大変慎重な検討が必要だと思います。規律ある財政運営のためにも、新興運用業者が有する専門性や方針、デューデリジェンス方法が、適切な収益性確保に資するものかを検討していただきたいです。その為には、検討する側に目利き力が必要であると共に、運用業者から関係機関・関係者に対して、損失可能性を含むリスク情報が適時適切に共有される体制を目指すべきだと考えております。

あと、16 ページに、アクティビスト投資家についてありますけれども、ここは可能で

あればもう少し書き込めないかなと思っておりまして、例えば土地のところ等はアセットバリューに注目して、不動産を売却して、自己株買いを株主還元を求めるケース等がパターンとして結構あると思っております。一方で不動産というのは、収益事業として事業のポートフォリオの1つで、安定した配当ケースとして役割を果たしているケースも企業においてはあると思っております。そういったものがあると、企業として大胆なリスクテイクをする下支えにもなっているのだと思います。

もちろんケース・バイ・ケースだと思いますが、価値が分かりやすいだけに標的になりやすく、企業の業績の下支えとして、投資家にも企業にもリスクテイク促進の役割を果たしている可能性があるものについては、企業の事業ポートフォリオ再構築を促す本報告においても、一定許容するようなコメントを出して、また短期志向のアクティビストをこの報告書が利するものにならないようにする注意が要るかなと思いました。

それから、17 ページです。ここに株主総会の機関設計の在り方や検討というのがあって、株主提案権の在り方等とあるのですけれども、ぜひ株主提案決議の拘束性等についても政策を御検討いただきたいのと、前の文章にはあるのですが、議決権行使会社の影響も大きいですので、これについてぜひお願いしたいと思うところです。

長くなって申し訳ありませんでした。以上です。

○沼上委員長 どうもありがとうございました。働き方改革や6年制等色々とアイデアの豊富な御意見を賜りました。ありがとうございます。

それでは、次は、引き続いて日比野委員、お願いいたします。

○日比野委員 ありがとうございます。11 時半前に出なければいけないものですから、最後、コメントさせていただければと思います。

今回の中間報告（案）に関するコメントの前に、中神委員がいくつかおっしゃったことについて意見を申し上げたいのですけれども、弊社は企業群①に該当し、また私は企業群③、④の企業の社外取締役を務めているのですが、まさに中神委員がおっしゃったとおり、個別性というのが圧倒的に大きくて、4象限で整理するのは本当にチャレンジングだなという感想です。

それから、もう一つ、中神委員が指摘された株式報酬の活用です。これもまさにそのとおりだと思います。1960 年代に既に松下幸之助が論文を出していて、一億総株主化、株式の大衆化といった、中神委員と同じような趣旨の論文を書かれておられる。これは本当に大切なことで、株式報酬を活用しやすい制度整備というのは、全象限について非常に有効

であろうと思います。

それで、中間報告（案）との関係ですけれども、記載について特に反映させていただきたいということではないのですが、15 ページ以降に取り上げられておりますコーポレートガバナンスの実質化及び企業と投資家の価値協創についてコメントしたいと思います。

コーポレートガバナンス・コードとスチュワードシップ・コードの導入というのは、日本の資本市場の信頼性向上、企業統治の改善に一定の寄与があったのは間違いないと思います。その上で、コーポレートガバナンス、特にコードの運用実態については随時検証が必要だという問題意識を常々持っております。というのも、コーポレートガバナンス・コードについては累次の改定を経て、詳細化されるにつれて、企業の自主性を制約しかねないような弊害も聞かれるようになっていきます。例えば、従業員の管理職への登用について、女性、中途採用者、外国人の目標を作るようにといったこと等、執行マターに関わる細部まで相当入り込んできているところが随所に見られるということです。

また、TOPIX 連動のパッシブ運用が支配的な日本の市場構造の中で、形式基準に基づく議決権行使の大量処理や、企業とのコミュニケーションに否定的な議決権行使助言会社の影響力が現実問題として大きいということで、本来、プリンシプルベースのソフトローであって、コンプライ・オア・エクスプレインの原則がある訳ですが、そういったコーポレートガバナンス・コード当初のもくろみの変質、つまり、事実上の義務化というのが進行してしまったきらいもなきにしもあらずだと思います。

東証プライム市場上場企業は多少減少したとはいえ、いまだに 1,600 社を超えています。東証プライム市場上場企業というのは、コンセプトとして世界の投資家との活発なコミュニケーションを通じて企業価値を高める日本を代表する企業群というコンセプトですけれども、若干違和感のある実態があることは否定できないと思います。そのような中、東証プライム上場企業については、取締役会の少なくとも 3 分の 1 以上を独立社外取締役にするべき、というコーポレートガバナンス・コードのプリンシプルの下、コンプライ・オア・エクスプレインの原則があるとはいえ、現実には 98% 以上の東証プライム上場企業はこれをクリアして、9 割以上の企業が指名委員会や報酬委員会を設置している。これらの形式的な整備が持続的成長を後押しする実質的な成果に繋がっているのか、チェックする必要があるかと思う。場合によっては、単なる手間とかコストアップにとどまっている企業も存在するのではないかと思います。

そもそも恐れながら申し上げると、とられるべき行動というのが主体ごとに異なってし

かるべきものについては、基本的にはプリンシプルベースアプローチとする行政手法が適しており、何人も守るべきものはインサイダー規制のようなルールベースアプローチが適していると私は理解しています。しかるに、コーポレートガバナンス・コードについては、当初の理念から少し乖離して、形式的、画一的基準による事実上のルール化が進んでいるという側面があるのではないかと思います。またコードが当然の前提とすべき会社法の枠組みに係る根本的な議論が多少遅れていたということもあるということで、中間報告（案）では政策検討の方向性としてコーポレートガバナンス・コード、ステュワードシップ・コードの実質化に加えて、株主総会や機関設計の在り方等、会社法レベルの対応も列記していただいているので、大変結構なことではないかと思います。

最後に、社外取締役人材の質や量に関する課題についても触れたいと思います。中間報告（案）15 ページには、「社外取締役の企業や業界に対する理解が不十分な場合には、企業の成長戦略に踏み込んだ議論ができないことがある」と記載され、社外取締役人材が不足していると指摘しています。これはある意味当然のことで、東証プライム上場企業約1,600社がそれぞれ4、5名の社外取締役を置くとすると、延べ7,000～8,000人の社外取締役人材が必要になります。事業をプロパー人材と同様に理解して企業のリスクテイクを後押しする、更にはCEO選任にも関わることができるレベルの人材がそれだけの規模いるかということ、これは大いに疑問です。

MBA教育の振興等を通じた経営人材プールの拡大が必要だと思うのですが、同時に東証プライム市場上場企業数がしかるべき数に集約されていくことも、ガバナンスに関する課題をクリアするためには必要だと思います。こういったことにはかなりの時間を要するので、まずは3分の1以上が社外取締役でなければ経営トップの再任案に反対票を投じるといった形式的な議決権行使行動に変化が必要であろうかなと思います。

○沼上委員長　　どうもありがとうございました。コンプライ・オア・エクスプレインのエクスプレインを本当はもっとするべきだったという御意見だろうと理解いたしました。どうもありがとうございます。

それでは、引き続きまして、三瓶委員ですね。

○三瓶委員　　短く3点ほどコメントしたいと思います。

1つ目は、皆さんからありました報告書全体の位置づけみたいなことなのではけれども、政策として老朽化してしまった社会システムを見直そうということなのではないかと思うのですが、そのときに、目指すゴールというのは、国民一人一人の幸せとか活力をもっと

上げていこうということだと思います。その中で非常に具体的なこととすれば、一人一人の収入がもっとアップすると豊かになるということだと思います。

そのときに、もちろんやる方法はたくさんあるのだけれども、代表的なものとして、まず上場企業でということ。これが例えばイノベーションとかに繋がっていくので、そういうことなのだろうと。この辺が冒頭の沼上先生の「はじめに」のところには書いてあるのですけれども、本文に入りいきなり代表的な図みたいなのがぽんと出てくるよりは、もうちょっとロジックの展開があったほうが良いのかもしれないなと思いました。

次に、先ほど唐木委員がステークホルダーのお話で、日本と海外の違いをおっしゃっていたので、追加で申し上げますと、日本で言うステークホルダーは、目に見えている、そのステークホルダーの方の好き嫌いが分かる、その範囲がステークホルダーと言っていて、海外では直接目に見えていないけれども、概念的な社会とかをステークホルダーとして捉えています。例えば日本だったら、工場立地のその地域がステークホルダーだけれども、海外だとそうではなくて、その地域に限らず、広く社会を捉えている、その辺がちょっと違うので、付け加えさせていただきます。

3点目は、先ほど沼上先生が、この図のタイトルとおっしゃっていて、実は私、企業とのエンゲージメントの初回には、これと似た図を使っていたのですけれども、縦軸は成長期待ではなくて、成長投資の増加率という具体的な財務の数字、横軸はROI Cというのを使っていました。図には特にタイトルはなかったのですが、何回も何回もそういうことを色々な企業の経営者とやっているうちに、企業経営者の方から、「三瓶さん、これは価値創造診断書みたいだね」と言われたのです。良い名前をもらったなと思って、こちらからつけるとちょっと上から目線みたいで申し訳なのですけれども、先方から言われたので、「価値創造診断書」という名前を使うようになりました。

ただ、使い方としては、ここに描いたものは、それが20年の時系列でどんな推移をしてきたかというのを見るのですけれども、それは結論ではないのです。皆さんは固有解があるとおっしゃっていて、ここに出てくるものが固有解ではないのです。ここにあるものは、これから課題を解決するための入り口なのです。だから、私が使っていたときも、過去20年の軌跡を見て、こういうことでした。それはどうしてでしょうということを分解して、原因究明がされて、その中で対応しながら、どういう方策が良いでしょうかと相互理解を深めながら進めていくのです。経営陣の方は、こうだよなと大抵気づいているのです。ただ、まだ決め切れていない。そこでそういうやりとりをすると後押しになって、

実際にアクションをとっていただくことになる。あくまでもそういう入り口で、もちろんそこから掘り下げていけば、様々な固有解が具体的に出てくるということだと思っています。

○沼上委員長　　どうもありがとうございます。価値創造診断書——診断書が良いかどうかまたあれですけれども、価値創造という名前をどこかに使うと良さそうな感じはしますね。

○三瓶委員　　今のは名前を使ってくれという話ではないです。単なる例です。

○沼上委員長　　ただ、企業の内部のポートフォリオについても、縦軸を成長投資の増加率とやれば、社内の事業部みたいなものについても素直に使えるということですか。

○三瓶委員　　曖昧な話ではなく、具体的にになるというのはそうですね。

○沼上委員長　　分かりました。どうもありがとうございます。次は、富田委員ですね。

○富田委員　　ありがとうございます。様々な委員の先生の御発言の中に、株式報酬の活用のお話が入っていましたので、そこについて一言だけ申し上げておきたいと思います。

事実として、こういうデータがあるのはそのとおりだと思うのですが、ここに1つ足りていないのが、この30年間の中で企業の付加価値が労働者にきちんと分配されてきておらず、今日ここでお示しいただいたようなアップルと、例えば日本の大企業を比較しただけでも、年収差一つとっても相当の開きがありますし、この30年間、日本は賃金が上がってこなかった事実と労働分配率が低下していた事実がありますので、株式報酬の活用によって一緒にリスクをとろうと言う前に、今提供している労働に対して、まず十分な賃金で支払っていただくことが先ではないかと思っています。

その上で、そうした株式報酬を活用し、企業の成長に活かしているような企業と同等の様々な総額の人件費が払われた上で、では、一緒にリスクテイクしようというときに、株式報酬の活用のお話が出てくるのは方策の一つとしてあるかもしれませんが、まだちょっと日本はそこに至っていませんので、我々からすると、まずすべきは、企業が生み出した成果を公正に分配し、それをもってしてグローバルの企業と闘える水準に行かないと、優秀な人材の確保も難しいのではないかと考えております。

○沼上委員長　　ありがとうございます。中神委員、もしかして今のリプライですか。では、順番を飛ばして、すみませんけれども。

○中神委員　　富田さんのおっしゃるとおりだと思います。実際に日本の数字を見てみると、労働分配率が下がっています。でも、もっと問題なのは、そもそも分配する以前の価

価値創造、それ自体が上がっていないというところです。全然上がっていないものを一生懸命皆で分配しようとしているのだけれども、正直、誰にもあまり分配されていなくて、ある種、だからこそ皆でそもそも分配する前の企業価値を上げましょう、そのための社会システムの阻害要因は何なのだろうかという本委員会のテーマになっているのかなと思っています。

順序として、賃金を十分に上げて、その後、株式報酬という順序でも良いのですけれども、ある種、並列でも良いと思いますし、何で企業価値が上がらないのかという原因の主因を突き詰めていくと、やはりリスクテイクが足りないからなのではないかと。だから、リスクテイクをしてもらうために株式報酬を並列に考えても良いのではないかというのが私の意見でございます。

○沼上委員長 はい。

○富田委員 我々労働者は、基本的にはワークに対してお金をもらう。逆に言うと、ノーワークに対してはペイしないという大原則の中で労働の提供をしていますので、基本的に我々が提供した労働の価値に対しては賃金を支払うというのが大原則です。それを一緒にリスクをとるから、そのときに十分な賃金が払われていないけれども、将来期待で株のテイクがあるから、報償としてそれで良いよねということにはなりません。こここのころのきちんとした整理や理解が進まないままに先んじて株式報酬を活用してしまうと、今のような誤解が生じる懸念を持っております。

○沼上委員長 でも、お2人の議論は、基本的には価値を創造してこなかった経営者の責任というのはやはり考えないといけない、その点では一致するのではないかと思いますので、もっともっと価値を創造してくださいと。その企業をリードしてくださいという願いは労働側からも、株式市場側からも色々出されてきているということではないかと思えます。どうもありがとうございました。

お待たせしまして、オンラインで松田さんが先に手を挙げているので、その後、宮島さんで。

○松田委員 ありがとうございます。大きく2点、手短かに申し上げたいと思います。

1点は、コーポレートガバナンスの点です。先ほど日比野委員からも出ていましたけれども、本質な問題は、結局のところ、やはり上場企業が多過ぎるという問題ではないかと思えます。何で上場企業が多いのかということを見てみるに、私も銀行にいたので実感として分かるのですけれども、メインバンクガバナンスというのは上場企業を生むような

性質を持っていたわけです。銀行にとっては、取引企業が上場してくれたほうがありがたいわけですから、そういったものの残滓がまだまだ残っている。

逆説的ですが、メインバンクガバナンスの頃は、株主の権利が強かろうがあまり関係なかった。ところが、エクイティガバナンスになって、実際に株主権が使われてくると色々な問題が生じてきた。債権者と株主が全く逆の反応を示すようなことはたくさんあります。大きな構造がメインバンクガバナンスから転換しきれていない部分があるとするれば、今の時代、エクイティガバナンスだったらどうするか、何を考えるべきかというようなコンテキストで少しまとめていただくと良いのかなと思いました。

あと、ちょっとおまけですけれども、社外取締役という言い方は本当にやめたほうが良いと思います。巷で面白おかしく取り上げられるというのも、社外の人が簡単に取締役になれて、そこで何か物を言えるのではないかといった誤解をこの名前が非常に促進しているような気がいたします。しっかりと独立の立場で監督するのだというのが伝わるような独立取締役という言葉、少なくとも政府の文書ではぜひ使っていただきたいなと思います。これが1点目です。

2点目は、先ほども政策のところを中心にと申し上げましたが、そういう視点で見ると、企業の経営資源の制約に対して政策は何ができるかという視点でまとめて頂けると良いと思いました。例えば9ページ目で、企業群①について書かれたリスクマネーや、労働者、人材の話というのは、企業群①だけではなくこの報告書のどの企業群にも当てはまります。要は金と人の話であり、どこの企業にも当てはまる、経営者が価値創造をしていくために、資源の制約をどう考えるのかということではないでしょうか。それならばちょっと原始的ですが、人・物・金・情報というように分けて、そこでどういう政策ができるのか、そこでどういう支援ができるのかという視点でまとめることが結構重要ではないかと思っております。

そういう意味では、リスクマネーの部分については、もっとまとめて書いても良いのではないかと思います。企業に聞くと、成長投資のために、例えば増資をしたら株価が下がってしまって、株主の理解が全く得られないという悲鳴もよく聞きます。企業側の問題もあるでしょうが、リスクマネー供給の選択肢として機能しにくい市場側の問題も書いていただきたいというのが「金」の話。

「人」の話は、先ほど申し上げたことにもう一つプラスすると、個人がリスクテイクをしていく、自分のスキルを身につけていくというのは大事なのですけれども、そのリスク

テイクが失敗したときに、これまで守ってくれた企業に頼ることはもはやできません。それを守るセーフティネットは社会のインフラとして考えるべきではないかと思います。これは長らく言われているのですけれども、正直に申し上げて日本ではこの部分がまだまだブアだと思います。

「物」については、企業も色々な事業の撤退であるとか、転換であるとかを考え、実行に移し始めているわけです。そのときに非常に負担になるのは、撤退コストがかかり過ぎるということです。自分の責任なので、撤退コストを払うのはもちろんなのですけれども、例えばある種の社会インフラを良くするような、価値創造するような撤退については、税制優遇等何かインセンティブを設けるとか、そういったことももっと考えられて良いのではないかと思います。

最後の「情報」です。9ページにDXとちらっと書いてあるだけなのですが、情報投資こそ個別の企業のみならず、政府こそが「あごが外れる」ほどの投資をしていかなければいけないのではないかと考えております。そういったことで社会の利便性、価値創造のためのインフラが準備されるかと思しますので、情報投資の必要性はぜひ政策の中身、あるいは社会システムの変換というところでもう少し入れていただくと良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。「あごが外れる」は私の言葉ではなくて、中神さんの言葉なので。

既に皆さん、もうお分かりと思いますが、初めは3つの部分に分けて議論しようと言っていましたけれども、もう乱打戦になっていますので、どこの話でも勝手にお話しただいて構いませんということで、次は宮島委員ですね。

○宮島委員　　ありがとうございます。最後にこの報告書が今、全体ゴールの中のどこの段階で、どっちに向かっているかというところによると思うのですけれども、とにかくこの報告書で、見た人が少しでも具体的に動く、あるいはここが変わるなということをもっと感じさせるものにする必要があると私は思います。

先ほど工藤委員や他の委員からも、具体的にここのは書き込んでほしいとご意見がありましたが、全体が抽象的だと、結局これで変わるぞということを感じさせることができなくなります。2012年の成長ビジョンをつくるときの議論にも参加しまして、すごく面白い議論で、すごく良いものがあったと思うのですが、結果的についてきた企業が少

なかったという反省もありますので、実際に動くことを物すごく意識する必要があるかと思えます。

2つ目は、これは経産省の審議会ですが、外の見られ方で、経産省がこれまでやってきた基金や税制の優遇が、実際にどのぐらい企業に働いたかということに対する見返しは必要だと思っていて、世の中にはあれだけ法人税を減税したのに、結局あまり何も起こらなかったのではないかという見方があります。別にその反省を文章に書く必要はないと思うのですが、そのように評価されてしまっているところを、今回はどう変えていくのかという視点がないと、今までと同じように、綺麗な報告書がまとまりました。一部の企業はついてきました。でも、ほとんどはついてきませんみたいなことになるのを心配しています。

さらに、従業員のお話がまさに今お2人の話であったのですが、経営者が替わっても従業員がついてこないリスクは物すごくあると思うのです。それは、日本は教育段階でも必ずリスクをテイクすることがすごく良いことに繋がるという教育になっていないし、実際に今の就業の仕方も、リスクテイクがすばらしいということにあまりなっていないかなど。もちろん、意識が高い人たちはいますが、中堅の人たち、あるいは中堅の大学生、高校生が就活でどこを狙っているかという、やはりまだ安定して一生収入を得られるところを狙っているのです。そこに対してある程度刺激を与えていかないと、経営者の人が自分は頑張るとか、リスクテイクするぞといくら言ったとしても、ほとんどの従業員がついてこなければ何もならないと思うのです。

ですから、それは賃金なのか、株式なのか、方法はその企業にもよると思うのですが、企業が一体としてリスクをとれるようにするということが非常に重要ではないかと思えます。

○沼上委員長　　どうもありがとうございました。リスクをとって報われるというのは、そういう人を見て、役割モデルが出てくれば、きっとそういうリスクテイキングの行動が出てくるのではないかと考えております。

まだ、時間が15分ありますので、この後、後藤委員、日置委員、木股委員、山口委員――すみません、山口委員より前に三瓶委員という順番で行きたいと思えます。後藤委員、お願いします。

○後藤委員　　今回の取りまとめ、中間報告ということで、色々な項目について方向性を記載されておりますが、それを今後どのように進めるか。例えば、法律やガイドラインで

手当てをしていくのか、補助金や税制で進めるのか等、具体的な各論まで進めていただければと思います。言いつばなし、書きっぱなしではなくて、ぜひ具体的な結果にたどり着くように取り組んでいただければと思います。

このような観点から読ませていただいて、心に刺さった部分をちょっと述べさせてもらいますが、9ページにございます事業再編について、事業再編を円滑に進めるための制度改革として、「事業ポートフォリオ最適化に伴う既存の設備廃棄等に対する支援」という記載があります。これは、例えばプラント等で設備過剰なものを潰していくというところに対する補填という意味で書かれているのだと思いますが、私の製造業としての現場感覚からすると、これは非常に有効な施策になるのではないかと思います。

と言いますのも、当社でも新しく投資を行っていく、事業を興していくとなると、設備、建屋、インフラ、水、電気、排水ということは当然必要になるわけですが、新たな土地を探して購入から始めていけば時間がかかってしまいます。一方で、現在の工場は土地が限られている。ただ、当社の場合も、かつてフィルムをつくっていたとか、カラーペーパーをつくっていたとか、製造を停止した旧設備がまだ少し残っていたりしまして、その廃棄には結構お金がかかったという場合が多々ございます。その廃棄コストというのはばかにならない数字になります。ともすれば、新たに興そうとする新規事業の採算性を落とすことにもなりかねない。補助金や税制等の有効な支援策があったら、これは製造業のポートフォリオを変えて、新陳代謝を促していくことには非常に効果的な手段ではないかと思えます。

具体的な話をしてみましたが、私からは以上です。

○沼上委員長　ありがとうございます。金融資産のポートフォリオは比較的簡単にエグジットできるのですけれども、物が入っているとすごく大変なので、その部分は何かしないと、確かに簡単には改革できないだろうなというのを、後藤さんのお話を聞きながら納得いたしました。

次は日置委員ですね。

○日置委員　ありがとうございます。報告書の内容というよりは事務局への御提案みたいな感じなのですが、仕上げるに当たっての御提案として、前回、中神委員からもありました独立取締役の資格とか認定の制度のところについて、今、NASDAQ上場企業で、日本人の方でボードチェアをやっている方がいらっしゃいます。その方曰く、アメリカでも2003年頃からようやく独立取締役のプロ化みたいな話があったぐらいの時間軸なので、

その実態を含めてもうちょっと勉強しても良いのではないかということをお声がけいただき、最近、私も理事としてその一般社団法人に参加しました。そこで研究している内容がありますので、もし独立取締役の強化のところで何か追加インプットになるのであれば、その内容を入れさせていただけると良いかなと思っています。

ポイントとしては、独立社外と言っても「現役感」がないと駄目なので、「Be current」ということに重きを置きやっているみたいです。そのコンセプトを含めてお話を伺っても良いかなと思います。それが1つ目の御提案です。

2つ目は、前回も触れていただいた執行面の強化のところで、以前、CXの研究会をやらせていただきました。報告書だけ御覧いただくと、「ファイナンスとHRとデジタルの機能をグローバルモードにしようぜ」みたいな雰囲気にとられてしまうのですけれども、実はそんなことはなくて、マネジメントプロセスそのものをいかに高度化していくかというようなところの取組です。言い換えると、組織としての経営執行能力の強化に役立つ話かなと思ってやらせていただきました。

そういった組織としての経営執行能力が高い環境で、経営の経験とか鍛錬を積むことで、時間のずれはあるのですけれども、個人としての執行能力も上がっているだろうということも意識してやらせていただいたので、何か参考になれば良いかなと思っています。

前回、事務局資料をちゃんと読んでいなくて見逃してしまったのですけれども、CXの成熟度評価をやり、その結果を基にした政策を押し出す手段があるかどうかどうも検討課題として書いていただいていた。これも御提案なのですが、それがうまくいくかどうかまだ全然イメージがないものの、今回中間報告を仕上げていくに当たって、別途時間をいただいて、一度議論させていただきたいなと思いました。追加的なコメントで2点差し上げました。

○沼上委員長　ありがとうございます。現役が重要というのは、これまたハードルが高くなる感じがしますが。

○日置委員　現役「感」を持っていることが大事だから、とにかくアップデートし続けようというコンセプトらしいです。

○沼上委員長　分かりました。ありがとうございます。

見ていなかったもので、分からないのですが、三瓶委員と木股委員、どちらが先に札を立てたのかしら。では、三瓶委員から先に。

○三瓶委員　では、さくっと。私が提出した資料 13 ページに、先ほど松田委員がちょ

っとおっしゃった公募増資の話を書いたので。これは企業側というよりも、資本市場の参加者の課題なのです。HSコメント8です。元々書いてあったことが、「公募増資での資金調達が萎縮してしまう」とあるのですけれども、明確ではないかなと思って、書き換えてみたらどうかということなのですが、日本では確かにセルサイド、バイサイドともに増資は悪いことだ、ダイリューションだという捉え方があって、私が企業の経営者に「そんなに投資が大事ならば増資すれば良いじゃないですか」と言っても、「市場はネガティブにとるよね」と言ってやらない。でも、外資系というか海外の投資家は、常に増資について、これはダイリュティブ（dilutive）な増資なのか、アクリーティブ（accretive）な増資なのか、つまり増資することによってより成長して、より価値を高めることなのかということを常に両方試算しながら、その妥当性を評価するのです。それが日本では全然浸透していないので、ここはある種の増資に関する社会システム上の問題とも言えるのだと思います。

さっき言い忘れた1つ、工藤委員がおっしゃった不動産の件は、間接金融の見方では確かにそうかもしれないのですけれども、直接金融の見方とまた違うので、ここはまたの機会に掘り下げさせていただければと思います。

以上です。

○沼上委員長 ありがとうございます。では、木股委員、お願いします。

○木股委員 まず、唐木委員のマルチステークホルダーは成長企業の資産だという言葉がぐさっと刺さりまして、ぜひ持ち帰って広めたいと思います。ありがとうございます。

企業と投資家の価値協創の部分に書いてある政策検討の方向性については大いに賛同するものですが、開示の負担軽減の記載につきましては、その手段として四半期決算短信の任意化もその選択肢に追加していただきたいと思います。

あと、スタートアップの資金調達の課題について、大企業によるスタートアップへの出資促進、それからM&A活性化に繋がる税制のインセンティブの継続と強化が望ましいと考えております。これは当たり前のことなのですが、例えば国内の事業会社等がスタートアップの発行株式を一定額以上取得する場合には、その株式の取得価格の25%を所得控除できる「オープンイノベーション促進税制」というものがあります。そういったものの適用期限の延長ですとか、下限出資額の引下げ等、より使いやすい制度としてもう一度見直していただくことも効果的ではないかと思えます。

以上でございます。

○沼上委員長　　どうもありがとうございます。だんだん時間もなくなってきたので、山口委員、大変申し訳ないですけども、比較的短めにお願ひできればと思います。

○山口委員　　分かりました。では、シンプルに。先ほど申し上げました、その後、宮島委員もお話しされていたとおり、この中間報告で示すアクションが、読み手の皆様の共感を得て、そして現実の改善に繋がるということが極めて重要だと思っています。

そのために、繰り返しになって大変恐縮ですが、社会システム・政策体系の現状理解、そして評価と課題、変革の方向性、具体的施策、できれば進捗の管理方法まで落とし込むことで、このように経産省、国が動こうとしているのだから、その上でこの中間報告に書かれているようなアクションを、自分たち経営者も、もっと自分ごととしてやっていかなければいけない、と腹落ちしていくと思います。ですから、そうした内容を、事務局原案としてお示しいただいた現在の記述の前段として、より明確に記載いただくと非常に良いのではないかと考えております。

以上でございます。

○沼上委員長　　どうもありがとうございました。

本日、いっぱい御意見をいただいて、これ、本当にまとまるのだろうかと思うぐらいの御意見をいただいて、これだけ御意見をいただくと、それだけ豊かな知識の基盤をいただいたということだと思いますので、まとめる人は相当大変だろうと思いますが、皆さんの多様な御意見をいただいたということは、本当に素晴らしい成果に繋がるのではないかと思います。

どこまで様々なことに対応できるのかというのは、できましたら、これから修正を加えながら、メールベースでまた御意見をいただくというやり方でまとめていくという方向にしたいと思うのですけれども、それはよろしいですか。

（「異議なし」の声あり）

また、最終的に取りまとめの色々細かいところまで含めて、最後、私に一任させていただくということで、それもよろしいですか。

（「異議なし」の声あり）

どうもありがとうございます。ということで、万が一、まとまらなかったら、もう一回やるという様々大変な状況だったのですけれども、皆さん、大変大人の御理解を示していただいて、心から感謝を申し上げます。

ということで、事務局から事務連絡をお願いします。

<閉会>

○日野産業創造課長 今日、会議終了後に今回の資料をホームページにアップいたします。あと、今日も忌憚のない御意見をいただきましたので、議事録をよくよく御確認いただければと思います。後日、発言者名と併せて公表させていただきますので、十分にチェックしてください。

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、他の方の発言は言及をお控えいただければと思います。

中間報告案について、今日はちょっと言い足りなかったとか、追加の御意見がありましたら、3営業日後の4月30日水曜日、6時までにメールでいただければと思います。本日いただいた御意見と併せて沼上委員長と御相談しまして、これから調整させていただければと思っています。

○沼上委員長 私からは、大変豊かな議論をさせていただいて、私はどちらかという物づくり系の企業しかお付き合いがなくて、投資家側の方と色々と議論できるという大変貴重な機会をいただきまして、どうもありがとうございました。

また、製造業の代表の方もいらっしゃって、大変鋭い御意見を色々と聞かせていただいて本当に勉強になりました。どうもありがとうございました。

○日野産業創造課長 沼上委員長、本当にありがとうございました。最後に藤木から一言御挨拶を。

○藤木局長 すみません、もう時間が迫っています。本当にありがとうございました。

「中間」と書いたのは、まさに中間だからでありまして、2つの意味で中間であります。1つは、政策にきちっと落とし込めと。何をどう動かすのだというところまで落とし込めという話でございますので、ここからは課題を預らせていただいて、プロとしてしっかり詰めて、具体の政策に落としていくというプロセスを一回たどって、その上で、もう一度皆さんにこうなりましたというところをお示しできればと思っています。

それから、もう一個、実は別途、これはどちらかという違う審議会でやっているのですけれども、2040年の産業構造はどうなるのかと。これ、実はこのフロアにあるのですけれども、経済産業研究所の深尾先生と一緒に分析をやっている。例えば製造業が頑張れば、トランスフォームした形でこの国を支えるようになる。製造業Xと呼んでいるのですけれども、あと情報技術産業が伸びていく、あるいは、エッセンシャルサービスと呼

ばれるところも、ロボット化とかIT化でぐっと時給が高い、生産性が高い産業に変わっていくのだぞという未来像が今、別途動いていて、今日の御議論にもありましたように、こういう話とセットでないと、「おまえら、どっちに向かって何やっているんだ」という話になるので、この話ともちょっと組み合わせながらやっていきたい。その意味において中間ということだと思っております、皆さんから非常に創発的かつ大変率直なインプットをいただいたと思っておりますので、こういった話と重ね合わせながら、しっかりと大きな政策に育てていきたいと思っております。

また、色々おすがりすることが増えると思いますが、ぜひ引き続きよろしくお願ひしたいと思ひます。本当にありがとうございました。

○日野産業創造課長　ありがとうございました。第4回価値創造経営小委員会をここまでとさせていただきます。本当にどうもありがとうございました。

——了——