

第5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10月24日（金）14:00～16:00

場所：経済産業省本館17階国際会議室（オンライン併用）

1. 出席者

<委員>

【対面】沼上委員長、唐木委員、三瓶委員、中神委員、中田委員、宮島委員、山口委員

【オンライン】加賀谷委員、北尾委員、橋本委員

（欠席：工藤委員、後藤委員、小原委員、日置委員、松田委員）

<オブザーバー>

【オンライン】金融庁、法務省、株式会社東京証券取引所、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

2. 議題

・成長投資と企業価値向上に関する現状整理・課題検討

3. 議事概要

<開会>

○松田課長 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させていただきます。

本日、冒頭だけ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松田でございます。どうぞ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。

まず開会にあたりまして、畠山局長より御挨拶申し上げます。

○畠山局長 経済産業政策局長の畠山でございます。

リアルで御出席の方、それからオンラインで御出席の方、出席を賜りまして、ありがと

うございます。開会にあたりまして一言、御挨拶を申し上げます。

産業構造審議会価値創造経営小委員会でございますけれども、今年2月に議論を開始して以降、これまで4回にわたって御議論いただいております。5月にはPBRとROEの4象限で企業群を整理した上で、それぞれの打ち手ですとか、あるいは政策などを整理いただいたところでございます。皆様には様々な視点を交えながら精力的に御議論いただき、本当に感謝を申し上げます。

本日の小委員会ではこれまでの議論も踏まえつつ、年末に向けて政府の方針ですとか、優先度の高い政策を取りまとめていくということで、改めて日本企業を取り巻く経済環境の変化ですとか、日本企業の成長投資の状況などを整理しております。

足元では日経平均の株価が4万9,000円を超えて過去最高を記録するなど、日本企業の業績の好調さが株価にも反映されつつあるという状況かと思っております。

他方で日本企業のROEの水準はまだまだ欧米企業と比較して差がございまして、特にアメリカに比べると相当低いという状況にございますし、稼ぐ力もまだまだという状況でございます。

長らく続いたデフレ環境の下で、日本企業ではコストカット型の経営が浸透しておりましたけれども、足元ではインフレが進みまして、コロナやウクライナ侵攻以降のサプライチェーン見直しの動きなども相まって企業の投資行動に変化が見てとれると、こんな状況かと思います。

日本企業には設備投資、研究開発投資、それから人的投資。この3つの成長投資を増やし、中長期的な企業価値を向上させていくことが強く期待されることだと思っております。

日本企業が中長期的に企業価値を高め、より強い日本経済をつくっていくため、委員の皆様におかれましては、忌憚のない活発な御議論を賜ればと考えております。今日はよろしく願い申し上げます。

以上でございます。

○松田課長 ありがとうございました。

プレスの皆様の撮影は、ここまでとさせていただきます。

前回の委員会から委員の交代がございましたので、御紹介させていただきます。なお、時間の都合上、皆様からの御挨拶の言葉は意見交換の際に頂戴できればと存じます。木股委員の御後任として、関西経済連合会副会長の北尾委員、オンラインで御参加いただいております。富田委員の御後任として、日本労働組合総連合会総合政策推進局総局長の小

原委員に御参加いただいております。日比野委員の御後任として、日本経済団体連合会金融・資本市場委員長の中田委員に御参加いただいております。新任の委員として、ブラックロック・ジャパン社長の橋本委員に今回より御参加いただいております。

次に、配付資料の確認を行わせていただきます。経産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を御覧いただければと思います。配付資料でございますけれども、順に資料1が議事次第・配布資料一覧、資料2が委員名簿、資料3が事務局の説明資料、資料4が今後のスケジュール、資料5は本日御欠席の工藤委員からの意見書を入れさせていただきます。

それでは、議事の進行に移らせていただきます。ここからは沼上委員長に議事の進行をしていただければと思います。よろしくお願いいたします。

○沼上委員長 どうもありがとうございます。お久しぶりという方もいらっしゃいますし、初めましてという方もいらっしゃいますが、ぜひ活発な意見交換をしたいと願っております。

それでは、まず資料3です。大変大部な資料でございますが、これの御説明をいただけますでしょうか。

<事務局説明>

○松田課長 ありがとうございます。資料3、大部になっておりますので、ポイントを絞って御説明できればと思います。iPadのデータで右下のページを見ていただきながら、ページを繰っていただければと思います。

まず、右下3ページでございます。日本経済の停滞要因の1つということですが、潜在成長率の各項目寄与度を見ましても設備投資、研究開発投資が伸びていない、十分寄与していないことが数字としても出ているところでございます。

右下4ページでございます。円の為替レートの推移をデータとして入れております。これも日本の産業構造に大きな影響を与えてきた1つの要因だろうという御指摘もありましたので、追加させていただきます。

続きまして、少し飛ばしていただいて右下6ページでございます。大きな転換として、デフレからインフレへの変化が今起きているということだと思います。特に右側のデータを見ていただきますと、金融市場の期待インフレ率、企業の期待インフレ率もございまして、家計の期待インフレ率が相当高い数字になってきておりますので大きな変化が

あるのではないかとということと、いくつか経済学者の御指摘の中でも、企業経営について、デフレ下ではコストカットに注力しがちである一方で、インフレ下では高付加価値化に注力することも合理的な選択になるのではないかとという御指摘もあると聞いております。

右下10ページに行かせていただきまして、これは成長投資と株主還元、全体の状況ということでございます。好調な企業業績というのを一番左側のデータに全体の数字を並べております。真ん中に、他方で欧米と比べるとまだまだ少ない成長投資というところと、株主還元が増えてきているというファクトを入れております。

11ページでございます。企業ポジションの日米欧比較ということで、夏までに御議論いただいた4象限を活用しながら数字を入れております。日本の特徴としてPBR1倍以下の①と②の企業群が5割ぐらいになっているところと、企業群③の高い成長期待を集める企業群の社数が大変少ない、とどまっているところが大きな課題かなと考えておりまして、以下色々分解しながら分析をしております。

まず、右下14ページでございます。日米欧主要企業のROE推移です。日本は9.4%に達している一方で、アメリカが20.9%ということでございますので、まだまだ彼我の差がある。

15ページでございます。それを分解したものですけれども、ROSがまだまだアメリカと比較しますと半分程度であるところと、あと財務レバレッジがかなり低下してきているところが大きな変化かなと考えております。

16ページは業種別のROEを並べておりますけれども、これも当たり前ですけれども差が大きいということでございます。

あと17ページで上場企業の粗利率の日米欧比較を出してみっております。米国も欧州も35%近い数字になっていますけれども、日本は25%ですので、粗利は10%程度差があるところが大きな影響を与えている可能性もあるということでございます。

18ページ、19ページ、粗利の推移が過去ほとんど同じトレンドで動いておりますので、日本はずっと10%程度低いというのが現状かなと考えております。

右下22ページに行かせていただきまして、日米欧主要企業のPBRの推移でございます。PBRについても全体として日本は1.4ということで低い数字になっておりますけれども、ROEが低いことに加えてPERがかなり差がついているところも大きく影響しているかなと考えております。

この後、24ページ、25ページ。特に25ページを見ていただきますと、日本企業の現預金

比率の推移でございます。これは規模別に分けております。特に緑色の中小企業でコロナの後かなり増えているというところと、大企業では少し増加傾向にありますけれども7.0%が直近というところでございます。

26ページは、そのうちT O P I X500に絞った分につきましては、10.7%程度ということで全体の企業の中では少し高くなっていることと、あと27ページが主要企業の業種別の現預金比率を出させていただいております。消費財がかなり高くなっているところと、その他食品ですとか、消費者サービス、外食、小売等々も少し増えてきている傾向にあるかなと考えております。

少し飛ばさせていただきます。マクロですけれども次は成長投資の分析をしてみたいと思います。

31ページ、対売上高成長投資比率というところでC A P E X、研究開発費と人件費についてどれぐらいの比率にあるのかを出しておりますけれども、米国は29.4%、ユーロ圏が27.2%に対して日本は17.7%ということでかなり低い数字にとどまっているところと、32ページ、これは企業群ごとに分解してみたいと思いますが、企業群③が22.4%と日本も少し高くなっている部分はありますけれども、全体としてはそれほど高くありません。

33ページが米国企業のポジション別の比率でございます。これはかなり特徴的で、企業群③が47.6%というところで、この企業群が相当高い成長投資の比率を出していることになっております。

ユーロ圏も34ページにお付けしていますけれども、これも企業群③のところが高い数字になっているということでございます。

35ページは対売上高設備投資比率の推移ということで、直近日本が5.1%で1%弱低い数字になっているところ、36ページが研究開発比率の推移でございます。これも結構日本が一番低い数字になっているということで、低位で安定はしていますけれども低いものになっているところでございます。

続きまして、株主還元の状況というデータを簡単に御紹介できればと思います。

38ページでございます。日本企業のポジション別の配当実施率というところでして、日本の場合、企業群①、②、④はほとんどの企業が配当されている、企業群③が6割程度という傾向が出ております。

39ページ、米国企業の場合のポジション別の配当実施率でございます。米国の場合、企業群①、②はほとんど配当している企業はいなくて、企業群③も極めて限定的、2割程度

でして、企業群④になると5割以上の会社が配当されていることになっております。

この傾向、41ページがポジション別の自社株買いの実施率を出しておりますが、日本の場合、企業群①、②、④ともに一定程度の自社株買いをされていて、企業群③は16.4%にとどまっていることになっております。

42ページ、米国の場合のポジション別の自社株買いの実施率でございます。企業群①、②、③までは比較的少なく、企業群④になると56.3%で高い比率の会社が実施されていることになっております。

43ページにヨーロッパの場合も付けております。

44ページから上場企業の配当実施率の全体を見ておりますけれども、日本は86.1%の企業が配当を実施されているということで、米国が36.6、欧州が48.3ということですので少し特徴的な状況になっております。

45ページが総還元性向の推移でございます。これについては欧州、米国ともに9割を超えているということですが、日本が7割弱になっております。

46ページは上場企業の自社株買い性向の推移ということで、米国はかなり自社株買いが高い数字になっているところと、47ページを見ていただきますと、欧州の場合はかなり配当が高い数字になっていると出ております。

48ページには平均株主還元額の推移を出しております、ここ10年、日本は3.5倍、米国が1.1倍、欧州が1.5倍という推移になっておりますのと、49ページでは株式の発行が折れ線グラフでございまして、棒グラフが配当と自社株買いをプロットしております。全体としては株式の発行よりも配当と自社株買いがかなり高い数字になっているところと、これをポジション別に出しているのが50ページ以降でございます。日本の上場企業のポジション別で言いますと企業群①と②でもかなり還元されていて、逆に株式で調達されているのは、企業群③で少しされているのと、企業群④で一時期されているといった状況でございます。

51ページが米国の上場企業のポジション別の推移でございまして、米国の場合、企業群③で株式の発行が少しされているのと、企業群④になりますとかなり高い値で還元されているといった傾向が出ているところでございます。

54ページが上場企業の資金調達構造というところでございます。日本の場合、銀行からの借入金の調達が80%を超えているということですので、社債が10%少し、株式発行が足元だと3.5%といった数字にとどまっております。

55ページで日米の有利子負債構成の比較をしております。米国の場合、社債が55.7%でかなり活用されているということでした、56ページが社債の市場規模を並べております。かなり金額的にも大きな差があるという状況でございます。

57ページでは上場企業における格付の特徴をデータとしてお示ししております。日本の場合、B B B以上の高格付を取られている会社が基本的にほとんど全てとなっている一方で、58ページですけれども、米国の場合、B B B以下の格付を取得されている企業が企業群③、企業群④でかなりの数いらっしゃるということで、この方たちが社債によって成長資金を調達しているのではないかということでございます。

60ページでは社債保有主体の日米比較をさせていただいております。社債の保有主体としては、米国の場合、保険・年金基金、証券投資信託が一番大きな割合を占めておりまして、日本ではこれがかなり少ない割合になっている状況でございます。

データ関連、最後の6番で株主とのエンゲージメントの関係でございます。

右下62ページを見ていただければと思います。日本の株主構成の推移でございます。銀行・保険等の比率が足元5.9%まで下がってきていることと、個人・その他の保有率は今17.3%程度のところと、外国法人等が持たれている分が32.4%ということで株主構成に大きな変化がある状況でございます。

63ページは、いわゆる政策保有株式の状況ということでございますけれども、直近で29.4%という推移になっております。

65ページに行ってくださいまして、これは平均保有期間、日米欧企業株式の推定値を出させていただいております。ドイツ、米国が足元少し長くなって2.2年なり1.5年ということですが、日本は0.9で少し下がっていることになっております。

66ページ、67ページが機関投資家・アクティビスト等からの提案・主張というのを、野村證券様がデータとして整備されております。これを活用して、ここにお示しさせていただいております。

特に67ページ、件数ベースで見いただきますと、かなり日本での提案・主張の件数が増えてきているといったところでございます。

68ページは提案・主張の内容についてデータをお示ししております。アメリカの場合、環境関連、社会関連、ガバナンス関連が多いということになっております。

他方で69ページ、日本の場合ですけれども、ガバナンスの関わりと株主還元の関係がかなり多いものになっております。会社法等々、そもそも前提が違うところも、このデータに

なっている原因かなと考えております。

71ページから生保協会さんのデータを使って、投資家側から見た見え方と経営者の方の認識のところを、ギャップ等々含めて整理しております。

71ページを見ていただきますと、ROEについてはお互い数字として重視しているということで定着してきており、一方で経営者の側は売上高ですとか、利益の絶対額等々をより重視されており、投資家のほうは資本コストですとか、ROICですとか、効率性を含めて重視されております。

72ページが中長期的な投資・財務戦略の重要項目というところで、どのような成長投資等々に御関心があるのかというところであります。設備投資については投資家よりも事業会社、経営者のほうが重視されていて、IT投資、研究開発投資、人材投資については投資家のほうからよりプライオリティを置かれていることと、一番右側、株主還元につきましては、むしろ事業会社、経営者のほうがより重視されていて、投資家の方は17%といった数字になっております。

73ページが自己資本・手元資金の水準感ということでございます。一言で申し上げますと、企業のほうでは自己資本は大体適正水準ではないかという一方で、投資家から見るとかなり余裕がある水準ではないかという御認識で、手元資金についても同様の傾向があるということでございます。

74ページ、データの最後になりますけれども、株主還元の適切性の説明につきまして、企業のほうは株主還元・配当の安定性が84%と大変高い数字になっている一方で、投資家のほうは事業の成長ステージですとか、投資機会の有無についても重視をされているといったところがデータとして出ているのかなと考えております。

最後、76ページ以降は本日の論点ということで、御議論いただく参考にいくつか論点案としてお示ししております。

上場企業全体の状況・課題のところでございますけれども、経営の効率性の向上ということでROEは一定程度改善する一方で、ROSはいまだ米国の半分程度であり、稼ぐ力の向上をどう高めていくのかといった視点ですとか、デフレ下でのコストカット型経営からどう転換し得るのかという観点。あとレバレッジがかなり低下していることについてどう捉えていくのかというところ、GX・DX・経済安保など多様な成長機会、国も一歩前に出ていくことをコミットさせていただく中で出てきている部分もありますけれども、こうした分野も事業機会として捉えて大胆な投資拡大を進めていただく上で何が課題かとい

うことで、論点3つほど、ここに書かせていただいております。

コストカット型経営から脱却し、より高い付加価値を創出し、稼ぐ力をどう高めていくのか。その際、現預金、財務レバレッジの上昇等を通じて、成長投資を拡大するには何か課題があるのか。あと企業として業種・ポジション、戦略の違いに応じて中長期の企業価値向上のための戦略と、それに必要な投資アロケーションを具体化していくことが重要ではないか、と書かせていただいております。

77ページは設備投資の関係、研究開発投資の関係。量ですとか、効率性についての論点をお示ししております。

78ページは人的資本投資について書かせていただいております。単なる経費ではなくて人的投資、投資として捉えて、長期戦略的に行う上でどういうことが課題なのか。さらに、人的投資の可視化を進めるために何をしていくべきなのか。あと経営人材の拡充に資する取組を、更に官民で検討するといったことも重要ではないか、と書かせていただいております。

あとM&A投資につきましては、ベストオーナーへの譲渡を通じた事業価値の向上ですとか、スタートアップの買収を含めて新陳代謝について、どのような更なる加速があり得るのかということを論点として書いております。

79ページでございます。株主還元（配当・自社株買い）につきまして、論点として企業の株主還元ですけれども、企業の業績ですとか成長段階に応じて適切に判断されることが望ましいのではないかとということと、企業が中長期的視点で成長投資を行い、企業価値を高めて株主還元をしていくサイクルをより強化するべきではないかということを書かせていただいております。

資金調達のところにつきましては、先ほどデータでも見ていただきました国内の社債市場を活性化するために、どういうことに対応していくべきなのかということと、資本市場における国内の多様なプレーヤーを更に後押しするところを書いております。

最後、80ページでございます。株主との対話・エンゲージメントにつきまして、企業経営者と株主との間で中長期の企業価値を高めるための建設的な役割分担の在り方をどう考えるのかといったところ、株主還元について配当などのインカムゲインだけでなく、キャピタルゲインを踏まえた内容をより重視するという意識改革も重要ではないかということ。中長期的な成長に資する企業行動を支援するような機関投資家の在り方をどう考えるか。短期的な株主還元や形式的・追隨的な議決権行使についてどう考えるかということ

書かせていただいております。

最後に政府の取組の方向性ということで、企業の成長投資を支援するための取組として、どのようなインセンティブ設計をしていくべきなのかといった点。基礎研究の強化、新技術を早期に調達する需要側支援など、日本全体のイノベーションシステムの強化、特に企業群③のところはかなり関係してくるところでございますけれども、これについてプライオリティが高い政策的な後押しは何なのか。最後のところは、政府として家計から中長期の成長資金が国内に流れ循環する仕組みの検討を進めるべきではないかといったところを書かせていただいております。

すみません、長くなりましたが以上でございます。

<自由討議>

○沼上委員長 ありがとうございます。松田課長の話すスピードが普通なので非常に安心をいたしました。

それでは、これから自由討議に入らせていただきますが、前回もそうでしたが挙手順なので、これ（名札）を立てるということです。どなたかきつと見てくださっているものでフェアに、その順番どおりに指名をさせていただきます。できるだけインタラクティブに議論ができるようにというか、人が言ったことで触発されて何か色々思いつくことがあるので、それが話せるようにということで、1回目は2回目以上があることを想定しながら3分でお話しいただきたい。ベルがチーンと鳴りますので、鳴ったら早々に終了するようにお話しいただきたい。オンラインの方は、挙手機能でお話ししたいということを表示していただければありがたいと思います。そちら側はチーンというのが鳴らないので、チャットで3分経過しましたという注意が行きますので、ぜひ注目しておいていただきたいと思います。

それでは、もう早速自由討議のほうに入っていきたいと思います。どなたからでも結構ですでお話しいただければと思います。私の見立てでは、まず中田委員からですね。

○中田委員 今回から参加させていただいた中田でございます。

広範にわたっているのですが、それぞれたくさん言いたいこともあるのですが、今回私が一番目からうろこだった資料が17から19ページの日本企業の粗利益率、これが非常に低い。欧米はずっと改善してきたのかというと10年ぐらい横ばいで、ここが20%、30%と10%の開きがあるわけです。日本の上場企業の売上げというのが大体900兆円ぐらいなの

で、10%違うとそれだけで90兆円違うのです。そうすると早晩言われている研究開発投資とか、人的資本投資とか、設備投資というのが数十兆円、これで原資ができてしまうわけ
です。

ですから、ここの原因ですね。色々あると思うのです。日本企業の産業構造とか取引慣
行。それから日本は製造業の比率が非常に高いので原材料価格ですとか価格変動が粗利益
に直結しますし、あとこれは日本だけではないでしょうけれども、特に2次請、3次請と
いう多層な下請構造が起因しているとか、長らくデフレだったので価格に転嫁することが
はばかられているとか、いわゆるデフレマインドが染みついている。色々なことが影響し
ていると思います。

ですから、構造的な影響をひもとくことによって10%の90兆円をどうやったら捻出でき
るか。20%と30%の違いを、構造的な要因を解説して、そこにフォーカスしたような政策
を打っていけば一番の原点になるのではないかな。私、粗利益の比率というのは初めて見ま
して、結構「目からうろこ」みたいな資料だったので、ここをフォーカスして分析してい
くべきではないかなと思っています。

以上です。

○沼上委員長 ありがとうございます。価格が安過ぎるという問題とか、下請構造の問
題とか、あるいは製造業の比率が多いような問題とか、色々御示唆いただいたので、また
考えていく材料になったかと思います。私の理解では2番目は山口委員だったように思う
のですが、違いますか。

○山口委員 山口です。ありがとうございます。

今年の春の委員会で策定した中間報告、本当に最後まで色々議論させていただきました。
中間報告には全部で31項目のアクション項目がありましたので、現在どういう進捗状況か
調べてみました。うち6項目については、現在法制審で検討されているようです。残りは
これから実現に向けて具体的な行動に移していく必要があると認識しております。春先に
しっかりと議論し、アクションを整理しましたので、早く実行に移していくことを、ぜひ
この委員会を通じて実現していきたいという想いを持っております。

中でも私が特に注目しているのは、株主還元の在り方です。先ほど資料中でも、日本企
業は配当を大きく増やしている状況であると指摘がありました。海外含めた投資家から注
目を集めていること自体は良い傾向と思いますが、であるからこそ、株主提案権の適正化
や実質株主の把握などの環境整備を進めていくべきと考えます。株主提案権の下限につい

ては、現状1%もしくは300株と定められておりますが、この300株という部分の見直しを早急に行うべき、と考えます。

あと社債市場について、海外と日本でこれだけ差があるという点を踏まえ、日本国内の社債市場の活性化を是非進めていただきたいと思います。春のとりまとめでも、社債と融資のイコールフットイングや社債市場の活性化など記載されております。これらの取組をしっかりと進めていくことが重要と考えます。

以上です。

○沼上委員長 ありがとうございます。株主提案の問題とか、確かに社債がこんなに少ないというか、B B Bとかね。ああいうところがなかなか出せていないとか、ちょっと驚きの……

○山口委員 そうです。私もすごく驚きました。自社の格付が低いことを恥ずかしいと感じてしまうのか、何かそのような雰囲気があるのかもしれません。本来は、格付が低い企業については、しっかりリスクテイクしてこれから成長する可能性がある企業という捉え方もできるかと思います。それが、単に低い格付は良くないという風潮が日本のビジネス界にあるのかもしれません。であるとすれば、この解消はわが国が成長軌道に戻る上で非常に重要なポイントになると、今回いただいた資料を拝見して考えました。

○沼上委員長 分かりました。ありがとうございます。

次は宮島委員、お願いします。

○宮島委員 ありがとうございます。

詳しいデータを、今回も本当にありがとうございました。ざっくり見ると、想像以上に、それぞれの企業が自分たちはどこの位置にいるのか。世界と比べてどういうポジションで、どういう行動なのかということを十分には認識できていないのかなと思いました。もちろんこの会議でやった①から④のグループというのを全ての企業が分かっているわけではないので、自分がここにいるからこうだという判断はないのだと思うのですが、それにしても本来はそれぞれアティチュードが違うのが普通であるのに、どちらかというとき皆と一緒に良い、皆が配当をやっているのだったら配当が良い。今の格付もそうですけれども、横並びで見て自分の会社が恥ずかしくないような行動であるか、になっているのではないかという印象を受けます。

そういう状況を見せるために、今回の会議そのものもそうですけれども、様々なデータを可視化していくことはすごく大事ではないかと思います。例えば何ができる、何ができ

ないという差に関しても、欧米とかときれいに並べて比べていただければ違いはすごく明白だと思うので、違っているところは違って良いのか、そうじゃないのか。もう進んでいると思いますが、しっかりと議論を進めれば良いのかと思います。

1つは、株主の姿勢が違う部分は見てとれるのですけれども、一部は、株主ができることを少し変えることでもしかしたら変わるかもしれない。一方で日本の株主自身も少しずつ変わる必要があると思っていて、配当をよこせということではなく、成長を目指すところが企業にとって良いことなのだ、となる必要はあると思うのです。

一方でアンケートが本当にそうかどうかはよく分からないなと思うのは、皆さん口では成長と言うのですけれども、株主と1対1で向かい合うと、やはり自社株を買えとかそういうことも言われるとも聞きました。表のきれいなアンケートと実際に1対1になったときのところが同じかどうかは、ちょっと疑いを持って見る必要はあるかと思います。

いずれにしろ、仮に表だけだとしても成長していくところを応援していくのだ、ということを経済に株主が考えられる意識改革が非常に重要だと思います。

更に言うと、3分だからあと一個ぐらいにしますけれども、例えば開発税制とか、あるいは人的投資の税制とかそれぞれあるのですけれども、今の税制は結果的にどれぐらいの量をやったらこれに対して減税をするということになっているのですけれども、いま一つ結果にコミットしにくいと思うのです。例えば人材投資の税制については一部会計検査院で指摘があって、ちょっとうまくやれば実際の人材投資をたいしてやらなくてもしっかり税のバックがあるみたいなものになっています。今の政権ではそこら辺の税制をもう一回見直すとは言っていますけれども、単にお金をかけたとか、そこだけでなく、仕組むのは難しいと思うのですが、結果的に目標が達成しつつあることに関して、しっかりと税制などが対応できると良いなと思います。

以上です。

○沼上委員長　ありがとうございます。ベルが鳴った後の対応の早さに感銘を受けました。せっかく三瓶さんのフレームワークから始まって①から④まで分けて、それに併せて自分のポジションも考えながらそれぞれの手を打つべきところが、まだ横並びだということはどう変えていくかというのは、またもう一つの課題になるなと思って伺いました。

次、三瓶委員ですね。

○三瓶委員　三瓶です。よろしくお願いします。

まず大部な資料、色々な情報を集めていただき、ありがとうございます。その中で、76

ページにありますけれども、本日の論点（全体）の論点の3ポツが一番重要だと私は思っています。

ただ、その前にポツ1のコストカット型経営はなぜそうなったのかということの根本原因を確認して、進める必要があると思っています。ポツ1の根本原因。これは円高への対応ということが非常に重要で、それで為替のチャートを入れていただいたのですけれども、通貨高、労働コストの上昇、ドイツではワークシェアリングという形で対応しました。日本では雇用の維持。雇用の維持をすると賃上げの抑制になっていく。また他の費用も抑制するので減価償却費の抑制、イコール設備投資の抑制となっていく。デフレになって売値の引下げ、またコストカット、この悪循環がずっと回ってきたというのがこれまでです。

このことは付け加えていただいた4ページの為替レートのチャートと、5ページの右側の実質賃金の国際比較のチャート、時間軸が短いので同じ1980年から並べていただくと一目瞭然だと思います。為替への対応はどうだったのか、だとすると今は円安になって、インフレになって素直にきれいに逆回転するのかということ、そういうことではないですね。色々な意識が変わっていかないといけないが、環境は大きく変わっている。これまでと現状を踏まえてどういう対応をするのかということを考えなければいけないので、この新しいサイクルは非常に重要なスタートだと思います。

その上で3ポツなのですけれども、資金を効率的、効果的、持続的に循環させる。そしてチャレンジングな成長投資を促す環境を支えるという考え方を、いかにシンプルに整理して示すかというのが、この委員会のとても大事なチャレンジだと思います。それが軸ですね。その上で個別の施策というものをどう打っていくのかという話だと思うのです。

持続的というとき、英語圏の人はセルフサステイニングを重視しますけれども、セルフサステイニングになるということは、色々なところから手取り足取りをしなくて良いということです。自律的になっていく。なので、動機とかインセンティブは自然発生するような感じ。この仕掛けをつくるのが大事で、あまり複雑怪奇では駄目なのです。複雑だとところどころ壊れます。故障します。故障すると全部目詰まりになってしまうので、流れなくなるので単純なのが良いです。

例えば水は高いところから低いところへ流れる。当たり前ですけれども、この原理を素直に利用したローマの水道って紀元前3世紀から西暦300年の間に全長350キロ造られているのです。こういう素直な仕組みをつくった上で、それを前提にして個々の施策を考えていくことが非常に重要だと思います。

○沼上委員長 ありがとうございます。過去の様々な悪循環が生まれたポイントを御指摘いただけたのと、セルフサステイニングの議論って私はすごく大事だと思うので、打ち手が結果的に人のモチベーションをまた生み出して、次々に自動的に動いていくという。その打ち手が何かを考えることはすごく大事なことだと思ってお伺いしました。

次は、唐木委員ですね。お願いします。

○唐木委員 ありがとうございます。唐木でございます。改めまして、よろしくお願いいたします。

私からは2点ございまして、先ほど三瓶委員から御指摘のとおり、本日の論点の中で一番大切なのは、事務局説明資料76ページの3ポツ目（企業の戦略と投資アロケーションの明確化）である、という点は、おっしゃるとおりだと思います。

弊社（ブランズウィック・グループ）は、企業のステークホルダーとのエンゲージメント戦略を御支援しており、毎日かなり切迫感のある日々を送っているのですが、特に最近、ポピュリズムにどうやって対応していくのか、というお問合せをかなりいただきます。世の中の空気感が変わっていく中で、そこに合わせるべきか合わせないべきか、と。

昨日ちょうど米国と日本のエネルギー政策について学ばせていただく機会を頂戴したのですが、米国では、トランプ政権がカーボンニュートラルからある意味決別していると思いきや、実はテクノロジー大手はカーボンニュートラルにかなりベットしていて、むしろ投資も加速している。世の中や社会がどのように動いているかということと、自社の勝ち筋をどう見出すのかということを見極めながら進めている、とのことでした。

日本企業に必要なのはまさにそういうところだと思っておりまして、何を自分たちの勝ち筋とするのか、世の中一般と同じとは限らないので、そこを明確にしていく。特に日本では政府の意見は大事にされますので、企業は自社の考え方を市場や世の中に対してしっかりと主張していくべきだ、ということを政府から発信していくことは、とても大切だと思います。以上が1点目です。

次に、手前みそで恐縮なのですが、弊社が取り組んでいるステークホルダー・エンゲージメントについて、日本の現状はどうなっているのか、という問題意識から、本年10月に「マルチステークホルダー・エンゲージメント実態調査（2024）」というレポートを発表しました。本レポートについては、委員の皆様にも回覧できればと思いますので、後ほど事務局に提出させていただきます。

この調査での私なりの大きな発見は、日本企業は、ステークホルダー・エンゲージメン

トについて、日常業務では十分に機能しており自信を持っている一方で、危機対応、新市場・地域への進出といった有事や平時の延長線にない局面では、ステークホルダー・エンゲージメントの重要性を認識しながら全く自信がない状況であることが、数字の上でもはっきりと出てきたことです。日本企業では、成長したい、あるいは新しい価値を提供したいというときに、新しいことをやらなくてはいけないのに、これに対する自信がない状態に陥ってしまっている、ということが起きているのです。

これには様々な原因があると思うのですが、1つは人材でして、大事なのは結局人だよ、という意味で、事務局説明資料78ページの広い意味での人に対する投資をどのように考えていくのか、色々な環境で様々な経験をして、多様な事態に直面しても動じない、そういった人をどうやって育成して日本で活躍していただくのか、そういった環境をつくっていくことが、もう一つ重要なテーマとしてあるのではないと考えております。

○沼上委員長 ありがとうございます。ポピュリズムの問題、横並びの問題とも関係するところだろうと思いますけれども、今おっしゃっていた新しいことをやるときのエンゲージメントに自信がないというのは、それは新規事業とかをやるときにうまく説明できていないということですか。

○唐木委員 弊社レポートの調査では、日常業務の遂行に加えて、例えば、新しい市場や地域への進出、危機対応、地政学的課題への対応、アクティビスト対応といった局面に直面したときに、「その状況において、マルチステークホルダー・エンゲージメントは重要だと思いますか」そして「その状況において、自社のケイパビリティ（対応能力）に自信を持っていますか」とお伺いして、両者の差分を見えています。結果として、後者のような非連続的な局面において、質問によっては40ポイント近いギャップが生じるほど差分が大きくなって、重要度を認識しつつもケイパビリティが不足している、との回答が多くなりました。

○沼上委員長 分かりました。どうもありがとうございます。

次はオンラインの橋本委員で、その後、中神委員ですが、ちょっとお待ちいただけますけれども、橋本委員、お願いします。

○橋本委員 ブラックロックの橋本でございます。今日初参加させていただきます。本日は色々なデータも頂戴いたしまして、ありがとうございます。

ここ10年間、日本で起きてきたことを見ますとまさにパラダイムシフトで、そういう意味で日本の企業も含めてですけれども、日本が再評価された10年間だったと思います。

ここで、あえて良いことではなくてむしろ今後のことで1つ申し上げたいのが、元々長期的な企業価値を上げる改革が色々行われてきた中で、10年たってやや直近、別の側面も見え始めていることが1つ懸念材料としてあるかなと思います。

先ほど資料にもありましたけれども配当ですとか自社株買いが高いことに関しては、足元の株価上昇に寄与する一方で、短期的な視点に陥ってしまうことの裏返しという側面もあるのかなと思ひまして、ここでまた再度原点に戻るような形で、例えば生産性の向上ですとか、前にも出てまいりましたけれども、人や設備投資など将来に投資するようなことで競争力を高める長期的な価値をつくるところを、再度考える必要があるのかなと思っております。

私たちはスチュワードシップ活動において、長期目線の成長戦略こそが企業と投資家との対話の中心であると考えております。このあたりは、これから先、私たちもリスクマネーを供給するという立場で日本の市場を支える立場で貢献していきたいと思ひますけれども、今後日本の企業を見る上で重要な要素になってくるかと思ひます。

そこで今日5番目のポイントとしてあった資金調達の話なのですが、今後日本の設備投資が本当に年間100兆とか言われるような数字になる中で、仮に、銀行からといいますか間接金融に頼るような形での資金調達というのはかなり無理があるかと思ひます。

社債市場の数字というのは先ほどデータにもございましたけれども、アメリカでは社債市場も銀行からの借入れもここ10年で1.5倍ぐらい増えてきております。市場のサイズだけではなくて、調達の多様化で特に社債市場が機能することによって市場のメカニズムが働くことになって、そこでおのずと企業の価値が透明化することになりますし、I Gやハイイールドですとか色々な社債市場が形成される上で、また海外から日本の企業に投資する上でも、判断基準として1つの意味合いがあるのではないかと思っております。

また今後の話として1つ議題に取り上げていただきたいのが、日米の社債市場の市場参加のことです。日本は元々プロ向けの投資として発展してきた社債市場ですが、欧米では個人投資家の参入も非常に大きな意味を持てていまして、N I S Aでは現状、例えばE T Fの指数も限定されておまして、ようやく日本も金利のある世界が出てまいりましたので、債券の指数というものも今後対象にさせていただけたらなと思ひます。

他にも申し上げたいことが色々ありますけれども、時間があると思ひますので以上にいたします。

○沼上委員長 どうもありがとうございました。

続いて、中神委員ですね。

○中神委員　中神でございます。

今は日本がデフレ経済からインフレ経済に転換する歴史的な局面だと思っていて、このタイミングで日本企業経営がコストカット型から力強い成長投資型に移る、舵を切る、のは本当に大事なことだと思っています。その意味で、成長投資の促進には大いなる賛同以上の何物でもないですが、ちょっと釘を刺したいことや提案したいこともございます。

今日は3つの再確認と2つの提言を用意してきたのですけれども、時間がないと思うので、2回目の発言があるという前提でまず再確認のほうから、「理論」の再確認と「産業構造」の再確認と「投資対象」の再確認をしたいと思います。

理論の再確認というのは企業価値理論のイロハなのですけれども、「成長と膨張は違う」という話を第1回目もしたかと思います。どんどん投資をして、どんどんリスクテイクをする、それがないと成長できない。それはそうなのですけれども、資本コストすら上回っていない企業とか事業が成長するというのはむしろ価値破壊を加速する。これが企業価値理論のイロハだと思いますので、忘れてはいけないと思います。超過利潤がプラスの事業、プラスの企業がリスクをとって成長してようやく価値が創造される。それが国民経済に資するということなので、これを再確認したいと思います。

2番目は産業構造に関する再確認なのですけれども、属する企業の6割がPBR1倍割れしている業種がたくさんあります。その業種に属する企業の6割がPBR1倍割れなのです。これが東証33業種中14業種もある。

さっきの中田さんの御指摘にも通じるのだと思いますけれども、こういう業種ってかつて規模型産業であって、がんがん投資をして、でも成熟してしまつて需要が縮小しました、固定資産の稼働率が落ちています、手詰まり状況です。こういった会社でいくら投資をしても、いくらリスクを取っても粗利率を上げることはできないと思います。こういった産業にいくら設備投資を促しても駄目で、全33業種中14業種もあるということは、日本の産業構造自体の構造転換を図らなければいけない。旧弊化した産業で設備投資を促すよりも新しい産業、情報とか、通信とか、ヘルスケアとか、精密機器とか、その他金融とか、こういった新しい産業をつくる。あるいはそういった産業で投資を促進する、というのが我々が知恵を絞ることではないかなと思います。

3点目は投資対象領域の確認なのですけれども、産業を高度化していくためには、設備投資という有形固定資産投資よりも、AIとかDXとかいわゆるIT投資、あるいは人的

資本投資、知財・無形資産投資といったものがすごく重要。そうでないと産業構造の転換につながらないと思います。

人的資本投資に関しては、なかなか投資対効果測定が難しいというのですけれども、例えば丸井グループというのは投資対効果を独自に計算していて、約12%というIRRを計算しています。あるいは元経産省の奈須野さんとか、中原さんも関わっていらっしゃる知財・無形資産ガバナンス表彰企業の5社では株価に占める無形資産比率が6割を超えていますし、ROICも20%、PBRも5倍という高水準であるので、こういった企業から学んで、どういう投資を促したら良いのかというものをしっかり考えてはどうかと思います。

○沼上委員長 ありがとうございます。まさにその種のことを見極めるために、あのフレームワークがあるのだと思うのですよね。左下でいくら投資をしても価値を失ってってしまうから、ここは早く整理してください、と。左上でもっと投資をしてください、と多分そういうことなのだと思うのです。まさにそこが重要なポイントなのだなと思っております。

次がオンラインで北尾委員、お願いします。

○北尾委員 ありがとうございます。株式会社クボタの北尾でございます。関西経済連合会の副会長を務めております。本日初参加ということでございますけれども、また業務の都合上限られた時間、かつオンラインでの参加となり申し訳ありません。皆様の議論に沿ったコメントとならないかもしれませんが、御容赦の上、経産省の事務局資料を拝見していくつか申し上げたいと思います。

事務局資料でお示しいただいているとおり我が国経済の停滞要因の1つとして、企業の資金が成長投資よりも株主還元に向けられていたことをかねてより憂慮すべき事態と考えておりました。こうした点に光が当てられて大胆な政策転換支援といった骨太のメッセージが打ち出されれば、というように私としては期待しております。また、これはかねてより関経連が訴えてきました、行き過ぎた株主至上主義からの転換、を後押ししていただいている点でも大変意義深いものかなと思っております。

39ページに、米国企業のポジショニング別の配当比率の数字がございましたけれども、これを見て少し驚いております。我が国においては10年間のコーポレートガバナンス改革を通じて株主還元こそ欧米流であり、正しいことなのだという固定観念を持ってしまった企業も多かったのかなと思っております。一方でビジネス・ラウンドテーブル2019年にお

きまして、行き過ぎた株主主義を廃して企業はマルチステークホルダーの考え方で成長投資をしていくとも言われてきております。また2020年、ダボスのマニフェストでは、持続的な価値創造をすべく、あらゆるステークホルダーを巻き込むことを宣言されている状態かなと思っております。

こういった中で欧米では、企業の成長段階に応じたメリハリのある株主還元が行われていることが大きな気づきになるのかなと思っております。こうしたデータを基に、株主還元よりも成長投資を優先すべきだということは多くの企業にとって大変心強いと思っております。今後日本企業がメリハリのある成長投資と株主還元を行う上では、多くの投資家の皆さんにもこうした提案を御理解いただくことが何より重要なかなと思っております。その意味で事務局提案に記載のとおり、建設的な役割分担を明確にすることに大きな意義があるのではないかなと考えております。

また企業と株主との対応におきましては、株価、配当ばかりでなく、それが経営の目標値とならないように留意すべきといった点もメッセージとしてあるかなと思っております。

今回の議論は成長投資をどう促すかというテーマだと思っておりますが、少し趣旨が異なるかもしれませんが、更新投資にも意味があるということも投資家に理解していただく必要があるのではないかなと思っております。当社では8割は海外のほうで売上げを上げておりまして、当然リターンを求めて色々な活動をしておりますが、一方国内を振り返りますと、例えば水道インフラの老朽化対策等は、社会基盤を支える問題です。これは更新投資と呼べると思いますけれども、すぐには経済的リターンを生むことは難しいかもしれませんが、企業が投資や事業活動を行う前提でもある安心・安全で持続可能な社会の実現に貢献するという意味では、必要な投資ではないかなと考えています。これは公共投資の話ですけれども、同じようにそれぞれの企業においても欠かすことのできない更新投資です。こういったことも御理解いただければかなと思っております。

こうした欠かすことのできない更新投資と、それから一方で将来の価値創造に向けた大胆な成長投資、そして株主還元。これらのバランスをとった企業経営戦略が、株主や投資家の皆さんとの対話の中で丁寧に理解していただけるように努力していくことが必要かなと思っております。こういったメッセージを出すことも1つの望ましい観点かなと思います。

以上、御提案申し上げました。

○沼上委員長 どうもありがとうございます。確かに社会インフラについて更新投資は

大変重要になっていると思いますけれども、同時に過当競争しているような成熟産業においての更新投資は、場合によっては必ずしも健全ではない更新投資もあるところが、もう一つ論点としてあるのかなというように感じております。

次は加賀谷委員、お願いします。

○加賀谷委員　加賀谷でございます。御指名いただき、ありがとうございます。

3点ほどありまして、1つは三瓶さんがおっしゃっていた76スライド目でしたか、問題の中で言うところの現預金の保有を重視しすぎているというのがすごく重要なのではないかなと私自身も認識をしております。

事務局の資料もそうなのですが私も成長投資の制約となっている要因について、企業の資本配分（Capital Allocation）に注目した分析をしております、結論からすると、日本企業の場合、成長投資のみが低いわけではなく、株主還元も他国と比べて非常に低い水準にあります。一方で、稼いだ金の多くを現金で持ち続ける傾向があるという結果が導き出されております。

また4つのグループでの分析を私もしているのですが、日本企業の場合、4つのグループでの成長投資の比率の差がほとんどないのです。そうしたことを考えてみると、やはりメリハリがついていないことがあるのだと思います。メリハリがついていない理由が何なのか。自己認識ができていないのか、自己認識はできているのだけれども、それぞれのポジショニングで何らかの課題があってそれが実現できないのか。この辺りはちゃんと整理する必要があるのではないかなというのが1点目であります。

2点目ですが、これもどなたか委員がおっしゃった話ですが、粗利が高いところが成長投資の源泉になるのだという問題と、私自身は販管費が実は無形資産投資の重要な部分の一部を占めているのではないか、というように認識をしております。そうした観点で申し上げたときに、粗利は、販管費に含まれる無形資産投資の原資になると理解することもできます。そうした観点では粗利を高め、それらをベースにして販管費の投資をしっかりと促すという観点は必要なのかなと思っております。

そうした無形資産投資を促す基盤を考えるにあたって、販管投資の投資対効果をいかに測定していくかという論点があるのではないかなというように認識をしております。先ほど中神委員のほうから丸井の例も挙がっていましたが、人件費のようなものも含めて無形資産投資の効果測定のところをどのように考えるか、というのが1つ大きな論点になるかなと思っています。

3点目でありますけれども、業績が必ずしも良くない、R O I Cが必ずしも高くはないのだけれども、長期投資ができている企業がどんな企業なのだというところを分析した結果があります。そうした分析をケーススタディでやってみますと何らかの政府からの支援を得ていたり、あるいは株主に対する何らかの防御権というか、しっかりした権利を持っていたりだとか、あるいは、大きなグループの参加にあたり、イノベーションに向けた投資を確実に確保できるだとか、あるいは社会・環境からの期待が非常に大きくて、例えば半導体だとか、環境だとか、エネルギーだとか、医療だとか、こんなところの領域でないとなかなか成長投資が実現できないというのも現実のようなのです。そうしたところのケースなども踏まえて、なぜそうした企業さんは成長投資ができたのかということも含めて、必ずしも業績が十分でないけれども成長投資ができる企業さんって、どういう企業なのだろうということもしっかり見ていく必要があるかなと思っております。

もちろん先ほどの4つのポジショニングが重要であるのですけれども、一方で3番目の領域はR O I Cが低いけれどもある意味成長性を期待させる、そういうところなのだと思うのです。ただ、そうした企業が全て投資できているわけではないという現実も踏まえた上で、なぜ彼らができているのだということから、我々は何らかの学びを得る必要があるのではないかなというように認識をしております。

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す。私もその部分はすごく大事だと思っているのですけれども、③のところにいる企業が成長投資をできている理由は、加賀谷さん、今いくつか追究できている感じですか。

○加賀谷委員 必ずしも100%できているわけではありませんけれども、例えばS Tマイクロのような企業さんだと、半導体で国からの支援が圧倒的にあったところが成長投資を支えていたような、そんなこともあるわけです。

○沼上委員長 なるほど。

○加賀谷委員 そうすると業界転換みたいなものを国としてどう図るかということがすごく重要になってまいりますし、また前回も少しお話の論点に挙がりましたが、パランティアさんなんかで言うと株主に対して相当企業が抵抗権というか、黄金株のようなものがある意味持っていて、自分たちで投資ができるような構造をつくっている。そんなこともあるようなのです。何でそんな構造を持たせることができたのだみたいなところは、しっかり考える必要があるのかなと思ったりしています。

以上です。

○沼上委員長 ありがとうございます。政策的な打ち手がいくつかありそうだということですね。

では、工藤委員の提出資料を代読ということでお願いします。

○松田課長 資料5で工藤委員から意見提出いただいておりますので、簡単に御紹介差し上げたいと思います。

5ついただいておりますのでポイントに沿って、コストカット型経営からの脱却と人的資本投資ということを1つ目で御提案いただいております。日本企業の収益が低位にあるというのは、長く続いたデフレ環境下で価格据置きを経営発想が定着してなかなか発想が切り替わっていないのではないかと。低価格重視から性能や品質に見合った適正価格へ見直すことが重要で、その先に利益率の底上げがあるのではないかと。価格適正化による利益改善を、研究開発や設備投資、株主還元のみならず人的投資、賃上げにも振り向けていくことで、価格の適正化と人材投資の好循環を創出していくべきではないかというのが1つ目、いただいております。

2が設備投資・研究開発投資についてでございます。投資動向を見れば日本企業は総じて前向きな情勢もある一方で全体としてはまだ低位で伸び悩んでいる、ですとか、足元でインフレ、金利、関税などの不確実性が高まり不透明感もある中で、投資の規模ですとか優先順位を見直す動きも見られます。企業の持続的な成長には中長期目線での継続的な設備投資と研究開発が不可欠。これらに関する優遇税制の導入は投資促進策として有効な政府支援となるのではないかと。また、電力・エネルギー分野等の我が国の産業基盤の維持・強化について、これは制度金融も含めて官民での適切なリスク分担を図っていくべきではないかと。

他方で政策支援については、時限措置の場合には駆け込み投資のように企業の投資戦略の短期志向化を招くおそれもある中でどこをどう支援するかということについては、分野を特定するのか、広くやるのかといったことについてしっかり議論をしていくべきではないかという御意見をいただいております。

3がM&A投資の関係でございまして、特に成熟企業が成長戦略を描く上で、ノンコア事業をベストオーナーに譲渡し成長領域についてはスタートアップへの出資、買収、提携といったM&Aを活用することで、事業ポートフォリオ全体の見直しと事業の新陳代謝を促すことで資本効率を高めることも大事ではないかという点と、長期にわたってスタート

アップに伴走できる投資家はなかなか多くはないのではないかということで、事業会社が長期目線で投資・連携し、自社の成長戦略の一環としてサポートすることができれば、スタートアップ側にもメリットが大きいのではないかと。そういう中で、例えば投資期間制限のある投資家から事業会社への株式譲渡を促すような環境整備ですとか、エンジェル税制の対象をエンジェルからシード期に限らずグロース期のスタートアップまで拡大する、といったことも考えられるのではないかと。

次は4、ファイナンス面の環境整備でございまして、特に社債市場の活性化に向けて多様な資金調達手段による財務効率化等の戦略の見直し、発行時のコスト低減といった発行体側のインセンティブを働かせることのみならず、投資家側の需要に厚みを持たせる施策も必要ではないかという点。具体的には投資家基盤の多様化の観点からNISAやiDeCoなど個人向け制度の拡充を通じ新たな個人投資家を社債市場に呼び込むことですか、ハイイールド債に投資可能な適切なリスクテイク主体の参入促進なども必要ではないかと。

最後が5、企業と株主との対話及び政府の取組の方向性ということでございまして、企業は、適切な株主還元を維持しつつ、中長期的な成長戦略を明確に掲げ、意味のある配当と堂々とした成長投資を両輪で進めていくことが重要ではないかという点。企業が戦略に関する説明責任を果たし株主との対話を一段と進めるという観点から、政府から、企業と株主とのエンゲージメントの在り方、株主還元と成長投資のバランス、形式的な議決権行使等に対する対応策等を示したガイドラインを発信していくことも重要ではないかと、といったことを御意見としていただいているところでございます。

以上です。

○沼上委員長 ありがとうございます。

私、今回の資料はすごく面白くて色々示唆を受けてきたのですけれども、特に31ページくらいかな、4象限に併せてそれぞれのものを見ていくと、結局この辺の数字を全部見ると、日本の問題は何かというと、③がないことがほとんど全て、色々なデータで出てきていますというのがポイントなのではないかと思って読んでいました。

このときに③って、今もうかっていないけれども新しいことをやる、という対話をするとかエンゲージメントをすることなののですけれども、新しいことを説明するのに自信がないとか言っている状態。本当に困った状態なののですけれども、これを促す株主との対話って何かうまくあるのかどうか。前、中神さんから言われた顎が外れるぐらいの投資をするような、ああいうところに市場を挟んだ対話で株主の創造性とか新しいチャレンジと

かを促す良いエンゲージメント、対話の仕方って何かあるのかどうか。その辺、ちょっとお伺いできればと思うのですけれども、唐突に質問を振ってしまって申し訳ないです。

○中神委員 企業の社会的ミッションは、リスクテイクだと思うのですよね。リスクをとること自体がミッション。企業のミッションはもちろん価値創造だと思うのですけれども、価値はただでは生まれないので、価値を生むためには投資をしなければいけない。投資をするということは、すなわちリスクをとることなので、リスクをとること自体が企業のミッションなのだと思うのです。リスクですから、将来のことなので誰もが理解・賛同できるはずがなくて、それはtoo riskyじゃないかというのが普通の反応。そこでこそ事業家のビジョン、事業家にしか見えない未来を説得的に語る。それに賛同する人もいれば、賛同しない人もいます。でもビジョンによって賛同者が集まる。その中に従業員になってくれる人もいれば、お金を出してくれる人もいれば、という人々がぐーっと集まってくる必要があります。もちろん対話は必要なのですけれども、どう考えても投資家側からサーブを打つのではなくて、事業家側が俺の未来ビジョンはこうなのだ、と、これでどうだ、というのがファーストサーブ。それがない限り、経産省の言葉で言うと価値創造ストーリーだと思いますけれども、まず事業家がサーブをするのが、第1の出発点ではないかなと思います。

○沼上委員長 分かりました。まず初めに事業家側、経営者側が創造性を発揮してサーブを打つ、と。そこから始まるということだ。

○中神委員 そうですね。それ以外あり得ないですね。

○沼上委員長 分かりました。どうもありがとうございます。

2巡目に入りたいと思いますので、もう既に早速オンラインで橋本さんが手を挙げられているようなので、どうぞよろしくお願いいたします。

○橋本委員 ありがとうございます。

今ございました対話の件に関してなのですが、私たちそういう意味では投資家としての目線での話になりますけれども、2014年以降にコーポレートガバナンス・コードやスチュワードシップ・コードができたことで、日本の企業に対しての対話というものはここ10年で相当進んできたかと思います。

そういう意味で私たちが対話をする上で5つの項目を挙げているのですけれども、1つがパーパスです。企業の目指す方向性ですとか、長期的な経営戦略を理解すること。

あともう一つは、やはり価値創造のことです。企業の戦略ですとか、長期的な方向性み

たいなものをどのように考えていらっしゃるのかということ、それこそ企業のトップの方々に意見を伺うことは非常に重要だと思っております、その辺が私たちのみならず、長期的なグローバル投資家の皆様は同じように考えていらっしゃると思うのですけれども、そういう意味での可視化みたいなものが日本ではここ10年間は割と進んできているのですけれども、コンセプトとしてそこまでまだ浸透しているものでもないと思っております、今後その辺の対話が進むことによって、本当に海外から入ってくるお金というものは更に大きくなるのではないかと思います。

○沼上委員長 どうもありがとうございます。パーパス、長期戦略、この辺のところをしっかりと基本的にやっていくということですね。

唐木さん。

○唐木委員 沼上先生の投げかけに、企業側を御支援している立場から、少しでも補足をさせていただきたいと思います。

今皆さんがおっしゃったことは全くそのとおりでして、企業側から、我々にはこんなビジョンがある、こういうことをやりたいのだ、と投げかけるところから株主との対話・エンゲージメントは始まるわけですが、企業様によくアドバイス差し上げるのは、その投げかけが現実的かつ具体的である必要がある、という点です。

いきなり宇宙に行きます、どうやれば良いのかは分かりませんが結構面白いですよ、と言われても、株主としては困ってしまう。そのビジョンをどうやって実現して、なぜ面白いのか、株主にどのようなメリットがあるのか、といった点を含めて、明確にストーリーとして説明してあげる必要がある、これが1つ目です。

次に、言っていくこととやっていくことのバランスをとっていくことがとても大切でして、実現に向けての道筋について、我々は着実に前に進んでいるのだ、ということも是非発信していただきたい。それを発信していくことで、株主との間に信頼関係が生まれてきて、少し大きな絵を伝えても受け入れてもらえる土壌ができてきます。そこが、常にオーバープロミスだと信じてもらえないですし、逆に保守的になり過ぎても、もっとできるはずだと言われてしまう、ということになるので、そこはバランスが大事になります。

それなりに面白いビジョンを伝えて現実的なストーリーをまず打ち出す、その後に、実際少しずつ進んできましたよね、というところを良いタイミングで定期的に発信し続けて、信頼関係を醸成していく。こうした取組を継続的に行っていくことで、企業がより大きなリスクをとる後押しを株主からしてもらえるようになる、こういった好循環を実現してい

きたいところだと思います。

○沼上委員長 分かりました。何か魅力的なビジョンとリアルな実現シナリオ、この両方が必要だということだ。ありがとうございました。

では三瓶委員、良いですか。

○三瓶委員 個別最適の話になってしまう前にちょっと全体最適のことを言っておきたいのですけれども、先ほどもそういう話をしたつもりなので、例えば82ページに4象限と施策みたいなことでAからFまで並んでいますけれども、このAからFというのを企業側が整合的に取り組んだ場合に、それぞれちゃんと考え方どおりにやっている、そうするとポイントがもらえて、ポイントに応じて例えば減税があるとかですね。1つのこと、これに対して減税がつかますとかではなくて総合的というか整合的に物事が進んでいる場合にそれに対してポイントを加算していきながら、ではこのぐらいの減税がというのが、ちょっと突拍子もなく実現可能かどうか分かりませんが、まずそのような発想があると良いなと思っています。

その上でちょっと個別な話に行きます。個別のところ、例えばA施策で言うと78ページのM&A投資の論点なんかだと、事業譲渡と事業買収がセット、A施策の部分が一番対象企業が多いので進んでいかなければいけないのだと思うのですけれども、事業譲渡と事業買収をセットでやったら課税免除しますよというのを、90年代終わりから2000年代のドイツで資本市場振興法というのがありましたが、あのときにやっているのです。私、現地に行って色々企業に取材をして何がどうなっているのかを聞きました。

ある意味78ページのM&A投資の観点にもなりますけれども、79ページの株主還元の論点にもなるのです。日本だと今それをやったら、事業売却をしました。はい、再投資先がないですね。回収した資本は株主還元してくださいになってしまう。でもセットでやるから課税免除なのだ、メリットがあるでしょう、株主さん、と。もう決まっている投資対象があって、そこに事業投資するのだということは、この2つが一度にかなうのです。だから少なくとも2つが整合的。

他にA、B、Cの中でいくとE施策の研究開発投資などであれば、例えば研究開発投資をしたときにR&Dのキャピタライズを積極的に認める制度があると、初期的にものすごく大量のR&Dを投入しなければいけないときに時間分散ができるというのは、経営者にちょっとメリットがあります。最終的に償却費に反映されますけれども。それと投資家からすると資産計上するときに色々なものが見えるのです。計上する期間は何年で、それを

維持するために必要な投資は何、対象は何ですかというのと、さっき加賀谷先生がおっしゃった販管費も実は無形資産投資に関連しているよねというのが出てきて、計上しているR & Dだけではなくて、他の部分にも投資をすることによって周りが固められて無形資産が形成されて維持されるのです、と説明されるとすごくよく分かるのです。だったらやってくれよというようになる。これはまた人的資本投資にも関連します。結局周辺のところでR & Dだけではなくて、人にちゃんと投資をしておかないと活かせないからといって広がってくる。

さっき粗利の話が出ましたけれども、私がエンゲージメントするときに、例えばカリフォルニアのシリコンバレーの企業とかは、彼らはいまだかつてないすばらしいものを、ステイト・オブ・ジ・アートだと言います。どうやって「本当だよ」と実現させるかというのと、それはいくらで売れるのか、誰に売するのかというのが一番大事なポイントなのです。ここで誰にいくらで売れるのかというのが見えていて、そうするとR & D、多額の金額を投資したけれども回収できるよねとなってくるのです。実際そういう診断書で大抵つくって企業と対話しています。そこには販管費も入っているし、R & Dも入っているし、粗利を使っていて、あまり詳しく言うと企業秘密のところがあるのであれですけれども、そういうビジネスモデルとして成立するかをみる診断書をつくりながら企業経営者と話をすると、ここはこのようになっていて、この先はこういう計画、こんなことを目指しているのだと。それがうん、なるほどなということだと、この会社は5年後は面白いかもしれないという、そんな感じになるのです。

実際もう既に色々な材料はあります。だけどつじつまが合っていないのが日本の場合は多いか、またはそれを聞いていったときに、いや、そうしたいけどどうなるか分からないよ、と自信のない感じが出てきてしまうのです。自信のない人には投資できません。その違いがあって、これが欧米だとかなりCEOが頑張って、具体的にこうこうでこうなのだ、と。ちょっと眉唾かなと思いつつも数字と合わせていくと、うーん、無理じゃないかもしれないな、とそんな感じですね。

そのポジションにいるときにもっと力強くやらなければいけないものが企業③の場合は濃厚に出てこないと後押しできませんが、横並びみたいな形になっていて、特徴が出てきていないのかなと思います。

○沼上委員長 分かりました。どうもありがとうございます。多分今三瓶さんは相当長く喋ったのではないかと思うのだけれども、今もまだ3分ルールを続けて。

○松田課長 もしあれだったら4分程度で。

○沼上委員長 では、4分程度ルールで行きましょう。中田委員、お願いします。

○中田委員 先ほどから企業側がしっかりと長期ビジョンでリスクをとって、アクションをとらなければいけない。全くそのとおりで、運用サイドからも、そういう企業がパーパスの下にどういう戦略で実現していくかが重要だとおっしゃっていました。そのとおりなのですが、私、社長時代に7年間、海外を含めたIRをずっとやってきたのです。このアンケートって調べたら国内の機関投資家なのです。3割ぐらい持っている海外の機関投資家はほとんど、バイバックはやるのか、配当をどうするのだ、とかかなりショートターミズム的な発想でがんがん来るのです。それを助長しているわけではないのだけれども要因は、だってコーポレートガバナンス・コードでそう言っているだろう、と。東証がこう言っているじゃないかというのを盾にがんがん言うてくるのですよね。ちゃんとした投資家もいますけれども。

ここから私の言いたいことなのですけれども、コーポレートガバナンス・コードが制定されてROEが倍ぐらいになりました。これは既に成果だと思います。東証のPBR1倍というのも、そこだけ切り取るとあれですけれども方向性は確かに正しい。ただ、当然そこにつけ込んでくる投資家なりアクティビストが出てくるわけです。これは日本の経営者がいけないのですけれども、どうしてもそっちのほうに振れてしまうのです。例えばコーポレートガバナンスにしてもコンプライ・オア・エクスプレインなのだけれども、皆コンプライしてしまうではないですか。東証のPBR1倍も皆そっちのほうに、一生懸命減らそうとしたり、そっちへ走ってしまう。

アクティビストのショートターミズムに対して短期的な大幅な株主還元をやってしまうとか、そっちに行きがちのものをもう一回引き戻すために、今度コーポレートガバナンス・コードの改訂を予定されています。ここを本当に慎重にやっていただきたいのは、特に今回現預金の活用が資料にございますよね。コーポレートガバナンス・コード自体は原則ですからソフトローなわけです。これがまず原理原則だと思ひまして、企業経営において一定の裁量が確保されることが望ましいと思っております。そういう意味では、特に現金の活用というのは、まさに経営の執行の非常に重要な部分なので慎重にやっていただきたい。政策保有をがんがん言われてやった後に、今度現金かということになる。では何を持てば良いのだということになってしまう。

我々金融機関は、バーゼルの資本規制なり流動性規制なりに縛られているので現預金を

一定程度このぐらい持つという目処があるのです。ところが事業会社はそれがないじゃないですか。そうすると現預金の活用云々に対して変に形式的にカテゴライズしてミスリーディングすると、ベンチマークを失ってしまいます。ガバナンス・コードの改訂というのは私はやるべきだと思っているのですけれども、とにかくもうちょっとショートターミズムよりも中長期的な経営にしっかりと向けるような方向性に改訂すべきだと思っていますので、そこをぜひお願いしたいと思っています。ガバナンス・コードの改訂なので、金融庁さんが中心になると思いますが。

○沼上委員長 ありがとうございます。今のショートターミズムの話は、先ほどの宮島さんの直接1対1で喋ると実は還元しろといっぱい言われるという話とものすごく近い話なのではないかと思うので、コンプライ・オア・エクスプレインでもっとエクスプレインしろという部分がしっかりと。自分の会社の独自性をちゃんと説明してきちんと対話できることが重要なのだ、というのは御指摘のとおりだなと思います。

中神委員、お願いします。

○中神委員 ありがとうございます。さっきの沼上座長の問題意識にもう一回戻りたいのですけれども、③がないのが問題だ。国家としてどうやってつくるかという話なのですけれども、あのマトリックスの③というゾーンは、投資家サイドのマトリックスとしては、最も難易度が高いゾーンなのですよね。だって、今現在、収益性が低いわけですから。でもPBRだけ高いわけです。見極めがものすごく難易度が高い。この事業は本当に育つか。言ってみれば、玉石混交のゾーンなのです。しかもそこにはロングタームのベットが必要なので、難易度が高くてかつ長期のお金が入らないと投資家サイドからバックアップすることはできないです。さっき中田さんがおっしゃったショートターミズムの集まりだと、ここはうまく育たないと思います。

ここに関して何を言えるかというと、1つは、インベストメントチェーンはリスクテイキングチェーンであるべきだとどこかでお話したかと思いますが、アセットオーナーがリスクマネーを出す、そしてアセットマネジャーがリスクマネーとして企業に出すことが必要なのですけれども、残念ながら日本のアセットオーナーには長期性資金の源となる4つのタイプ、大学の基金、公的年金、ソブリンウェルス、財団・ファミリーオフィス、この辺りが非常に欠けている。なので、ファミリーオフィスをつくるべきだ、と提案しました。創業経営の所有と経営を分離してファミリーオフィスをどんどんつくるべき。これがないとなかなかサポートできないのではないかという話と、難易度のほうで言うと目利き

が一番難しいゾーンなのだと思うのです。繰り返しですけれども未来への挑戦の話なので、実はあまりリアリスティックな話とか具体的な話ができないゾーンだと思うのです。

そこで言えるのは経営者が、英語で言うとcompellingなストーリー、確かに今現実としては分からないけれども、あるいは具体的でもないけれども、compellingだよね、と。確かにロジックとしていけそうだな、というストーリーを語れるかどうかが大事で、私が申し上げたサーブで、そこを経営者がビジョナリーに言っていないと解けない問題だと僕は思います。決して現実的、具体的、具象的なことでは済まないのが、この③のゾーンではないかなと思います。

○沼上委員長 ありがとうございます。これは前もおっしゃっていましたが、ファミリーオフィスの問題。リスクをどれだけとってくれる供給側がいるかというところが大きな問題の1つだというのは、御指摘のとおりだと思います。

まだ2巡目で手を挙げていない方もいらっしゃるけれども、どうぞ。

○山口委員 先ほどの発言でも申し上げたとおり、春に策定した中間報告は、本当に色々議論を重ねた上で、必要な項目を網羅してくださっていると考えております。具体的には、長期目線の投資家との対話、コーポレートガバナンス、スチュワードシップ・コードの実質化、事業再編手法の多様化のためのパーシャルスピンオフ税制の恒久化検討、株式対価M&Aの対象の拡大、既存設備廃棄等に対する支援、社債市場の活性化など、これらを具体的に進めることで、企業は事業再編を後押しし、価値創造経営につながる事が期待される項目は、既に文書化されています。

したがってこれら項目について、優先順位を付けて、実行に移していくことが最も重要と考えます。具体的にどの項目を来年1月以降の制度化を狙っていくか、そういうことを決めるために今議論をしていると理解しているのですが、それでよろしいでしょうか。

○松田課長 ありがとうございます。夏に整理いただいた三十数項目、今年の予算要求なり税制要求で始められるところは、既にパーシャルスピンオフ税制とか着手しているものもいくつかございます。これはまた進捗をどこかで共有させていただければと思います。

ただ他方で会社法の改正とか、それぞれ色々なスケジュールで動いているものもあるものですから、それに向けて本委員会で年末までにまとめていただく色々な議論の中で、プライオリティをつけていただく中でどこに優先して入れ込んでいくのかということ、また年末までの御議論を踏まえて具体化していきたいと思っています。30個動き出しはいるのですけれども、大変たくさんありますのでプライオリティをつけて動いていくために

も、ここで議論していただいたことを踏まえてやっていく必要があるかなと思います。

○山口委員 おっしゃるとおり、いくつかの項目については法制審での検討に供されているようです。そうした現状進捗を踏まえ、この場でどの項目を更にプッシュしていくべきかといったことを議論し、決めていくという理解でよろしいでしょうか。

○松田課長 はい、その認識でございます。

○山口委員 ありがとうございます。

○沼上委員長 私の理解は、そういう側面もあるのだけれども、日々刻々と世の中の状況は変わっていつているし、そもそも論を何度繰り返しても大丈夫かなというところもあるので、もちろん前進しなければいけないところは前進するけれども、本質的にどこが問題だというものの究明は、まだもう少しと深掘らなければいけないところが残っているようにも思うので、両面議論は自由にしていただくということで良いのではないかと思います。

○松田課長 おっしゃるとおりだと思います。この中で粗利の問題とか色々なデータを今回出させていただいていますので、まさに本質的に何が問題かにもう一回迫りつつ、プライオリティづけをしっかりとさせていただくとありがたいと思っています。

○沼上委員長 どうぞ。

○宮島委員 ありがとうございます。

2点。1つは、これは私、そんなに詳しいわけではないですけども、補助金の出し方、あるいは支援の仕方というのが今の状態で良いのか、他の方法もあるのかということちょっともう一回見たいなと思っています。長らく単年度主義であることの不安定さも言われますし、人的投資の税制に関してはすごく粗いなと思っていて、つまり、研修とかに、成果が上がったかはともかくとしてとりあえず研修にお金を出せばくれる、みたいなのは粗いと思うのです。

一方で、もちろん成長分野ですぐには利益が出ないものについての投資というのは、そこにあまりにも厳しい結果を結びつけてしまうとやりにくくなるところもあるので、そのバランスも難しいと思うのですが、日本と違ううまくいつているようなところで、補助の仕方、あるいは支援の仕方が違うものを、もしもあれば伺いたいなと思っております。

2つ目は、今回この会議はプロ同士の話だと思うので、こうした話をするのが良いかどうか分からないですけども、一般の人たちがリスクをとることを褒める土壌にならない

ところが、そもそもの問題かと思っています。例えば、いまだに小学生の親が子供になってほしい職業が地方公務員などというのが日本の現実なのです。せっかくNISAというものができて、そこに投資をする動きがちょっと出てきたのに、今一般の人たちが推奨されているのはとりあえずオルカンみたいな世界ですよ。要するに何も考えないけれども、とりあえず日本は何となく縮小しているから海外に張っておいて、それが世界だったら多分大丈夫だよみたいなことしか伝わっていないのは、ちょっともったいないと思うのです。

意味もなく、とにかく海外に資金が流出しているという事実もそうだし、本来投資というのはこういうものなのだよという教育の機会に全然なっていないくて、例えば子供のお年玉は自分がこれだと思いう企業にかけてみても本当は良いではないですか。昔の、郵便局に行って貯めておきましょうではなくて、世の中にはこんな夢があるから、ここがいけるというのを自分で選ぶことも大事だよ、応援することも大事だよという空気を若い頃から持っていることは結構大事だと思うのです。それが成長すると、たまに大学生で自分で株式投資をしている人とかいますけれども、そういう人はすごく感覚が強かったりしますし、そういうものがあまりないまま突然就活になって、世の中に数多ある企業の中から、一旦は、あなたは賭けなさいと言われるわけです。だけどその段階になって急に1つの組織を選びなさいと言われるのは本人にとってもあまりハッピーでないような気がしていて、投資という形を通じて自分が何を選ぶのかとか、どういう組織が自分にとって好ましいのかみたいな訓練を本当はしたい。

簡単に言うと金融教育なのですけれども、投資とは何かみたいな、せっかく窓口が開いたNISA口座というところの活用の仕方がないのかなと。もちろん一般の人たちに損をさせたくないというのが政府はどうしても大きくなってしまっているので、それを説明する側もこれだったら安全ですよとか、そういう説明をしがちなことは重々承知しているのですが、何かできないかな、と。この会議の本題と同じかどうか分かりませんが思いました。

○沼上委員長 ありがとうございます。基本的に横並びの話とリスクをとらない文化の話というのは表裏一体、そういう印象ですね。

他には、2回目、3回目の意見をおっしゃっていただいて構いませんけれども、どうぞ三瓶委員。

○三瓶委員 今度は短く。今までの議論で共通しているところは、例えば中神さんがおっしゃったインベストメントチェーンとか、他に中田さんがおっしゃった粗利のところで

出てきた下請。これはバリューチェーンの問題ですよ。何とかチェーンというところで一番大事なのが値付けだと思うのです。バトンタッチをするときにいくらで請け負うかという。ここに日本ではヒエラルキーがあるのです。お客さんが偉くて、例えばインベストメントチェーンだったらアセットオーナーが偉くて何も言えない。

さっき加賀谷先生が例示されたS Tマイクロ。私、CEOと議論したことがあるのですが、けれども、なるほどと思ったのは、S Tマイクロはかなりちゃんと粗利を取るのです。そうしたことによって顧客のための将来の投資ができるから、顧客もそのほうが良い。だから顧客はS Tマイクロに、あなたにちゃんと粗利をこれだけ残すから投資してね、と。そうすると将来、顧客が受けるメリットがもっと大きくなる。そういうバリューチェーンでつながっているのです。

そういうバリューチェーンをつくっていくことが、多分企業の①から④は全部大事だと思うのですが、特に③をジャンプさせるためには大事なのですよ。チェーンの中で循環するための値付けをどうやってするのかということ、もっと考えていく必要があるだろうと思います。それがこの会の方向性の1つの大事な部分ではないかなと思います。

○沼上委員長 どうもありがとうございます。

中神委員、どうぞ。

○中神委員 何度も話をしまして申し訳ありません。リスクテイクの話になったので、リスクテイクを促す、あるいはリスクテイクにまつわるアクセルとブレーキの話をちょっとしてみたいと思っています。

アクセルのほうは、やはり株式報酬制度の整備でございます。世界で最も③であった会社、あるいは最も成長投資をして、最もイノベーションした会社というのはG A F A Mだと思うのですが、G A F A Mの報酬哲学は全社共通なのです。1番目に世界中から最高のタレントを引っ張ってくる、そしてリテンションする。2番目にイノベーションを起こす。3番目に従業員と株主で利害を一致させて享受する。全社、この3点なのです。まさに株式報酬の制度だと思うのですが、これを日本でもっと導入して、あるいは後押しすることで、リスクをとって皆で豊かになるというアクセルにしたら良いのではないかなと強く思います。

一方でブレーキなのなのですが、成長投資をするということはリスクをとることです。リスクというのは絶対に一定確率で失敗します。一定確率で成功しますが、一定確率で失敗するわけです。成功したら皆で豊かになれるわけですが、失敗したら責

任をとるというブレーキがちゃんとエンベデッド、整備されていないと投資しっぱなしで過剰投資の山が築かれるだけなので、CEOの解任基準とか報酬のクローバックみたいなもののブレーキをちゃんと装備する。そしてリスクテイクをするときには、とにかく皆で応援する。でも一定期間たって、ああ、やはりこれは失敗だったということであればきちんと責任をとる、解任をする、クローバックをする。この制度を入れておかないと社会としては不整備なのかなと思います。

○沼上委員長 どうぞ。

○唐木委員 今の議論にとってもインスパイアされまして、日本でやらなければいけないと考えている点として、価値に自覚的であるということが、とても大切だと思います。先ほど三瓶委員がおっしゃったように、様々なチェーンを作るときに、チェーンの中でマージンが厚いパーツというのは、一番価値を多く提供しているところであるはずですが。

しかし、日本の会社と話をしていてよくあるのが、自分の価値に自覚的でないで、言われるがままに価格交渉に入ってしまった、その場の取引をとりたいために安く提供してしまう。あるいは取引の構造自体で間違えた設計をしてしまう。そこにすごく根源的な間違いがあって、自分の提供しているものには大きな価値があるのだ、ということにまず気付かなければいけない。そして、気付くためには、自分の持っている技術であったりサービスを実装したときに、お客様がどういう価値を得られるのか、ということをキチンと見極める能力を持った人がすごく大切でして、技術を持っている人も開発できる人ももちろん大切なのですが、より実装のところに着目して強くしていくことも、この国にとってはすごく大事なのではないかと、というのが1つ目です。

また、以前投資銀行に勤務していた際に感じたことですが、欧米の投資銀行はものすごくリスクをとりますが、同時にリスクをマネージします。一方で、日本の金融機関の方とお話をすると、これは20年前の話なので今は随分と変わっていると思いますが、当時はリスクをとらないことが良いことなのだ、というマインドが強くて、リスクをとらないのでマネージする必要がない、という傾向がありました。日本では、事業会社もリスクをとらない、なぜかというリスクが実現することが怖いからだ、というのですが、リスクをとらないと成長しないので、やはりリスクをマネージする能力を身につけなくてはならないわけです。

それから、リスクをとるときに、一つ一つの粒でリスクを判定していくことも大事ですが、それ以上に大きく見て、会社全体として持っているリスクは何なのか、事業全体を見

たときにどのようなリスクをどの程度とっているか、こちらが失敗したとしてもあちらが成功するので大丈夫だ、というポートフォリオの考え方をきちんと育成して、リスクをマネージする能力を身につけていくことがとても大切なのではないか、と思った次第です。

お二人の議論にインスパイアされたので、コメントさせていただきました。

○沼上委員長 ありがとうございます。

ちょうど私、昨日戦略論の授業で教えていたときに、素材系の会社は目の前のお客さんの要求だけ聞いているのではなくて、お客さんがどういうビジネスをやって自分の材料を価値に結びつけているか、その先のマーケットまで全部見ないと搾取される、という話をしていたところなのです。視野を広く業界を捉えられる力がないと、自分の持っている価値を取れなくなってしまう、という話だと思います。

この辺りでオブザーバーの御意見をお伺いしたいと思うのですが、もしオブザーバーの皆様から御発言があればお伺いさせていただきたいと思います。どなたでも。——ないですか。オンラインではどうですか。——ない。では私、もう一言、言って良いですか。

○松田課長 どうぞ。

○沼上委員長 経営学ではP P Mという多角化企業の経営手法を教えるのですが、一番P P Mで重要なのは、右上のプロブレムチャイルドとか、クエスチョンマークと呼ばれている部分なのです。利益が上がり過ぎてキャッシュリッチな会社というのはもう死の予兆で、投資先がないとそんな会社はもう駄目だというロジックをつくっている議論なのですが、基本的には右上のプロブレムチャイルドの領域に複数の選択肢があって、その中のどれかに集中投資しなさいというのが基本なのです。

だから問題児領域に事業がない会社ってもう先がない。選べるだけの数の新規事業のネタがいくつもあって、その中でこれがいけそうだと選べるような状況になっていない会社にはもう先がないと、そのように考えるのです。そもそも問題児領域に事業がない会社って、今から研究開発にお金を投資したら即座に出てくるかといったら出ないのです。大体継続的に問題児事業が出てこないような会社ってリスクをとらない会社になっているわけ。組織内の劣化が激しくて、なかなかリスクを社内でとらせてくれない会社になっているのです。だから新規事業が出てこない。そういう会社はもう抜本的な組織改革をしないとなかなか出てきません。当面はM&Aとかで事業をつながないと投資先がありません、とそのように議論するのです。

それを4象限の国家のレベルで議論すると③が問題児なのです。この4象限で言うとプロブレムチャイルドに対応するのだけでも、これがなかなか出てこない国というのは、出てくる仕組みをつくるまで当分何かで食いつながなければならない。かなり深刻な機能不全がどこかに起こってしまっているというのが私の全体的な戦略論の側から見たときの印象です。あるいは結構問題児を生めない多角化企業がいっぱい出てきてしまって、だから②とか①にいる企業がここから大きく賭けて③に行くとか、④に行くようなシナリオがつくれない。そういう状況でもある。企業レベルでも問題だし、国レベルでも問題があるというのが私の受けている印象なので、この辺りをどこか解決しないと、なかなかうまく進んでいかないだろうなと思っているところであります。先にサーブを打つ側がどれだけ創造性を発揮して色々な断行ができるかということがすごく重要だと思って聞いていました。

ということで私のほうはそのぐらいで、あと事務局から色々いただいた御意見に対するリプライがあると思うので、よろしくお願いします。

○松田課長 ありがとうございます。

宮島委員から色々な支援策、在り方等々についても御意見いただいたと思います。なかなかこの委員会で具体的なところは難しいかもしれませんが、長期で大規模で予見可能性があることが必要だという議論と加えて③のような、例えば企業を生み出そうとすると一定の要件を満たしたら全部調達するとか、ある程度予見可能性を持って頑張れば何か利益が得られるインセンティブを、国の政策もより強めていくことは必要なのではないかという議論も中でしておりまして、またそうしたところも少し触れさせていただければと思っています。

とりあえず以上です。

○沼上委員長 では、本日は3分という初めのきつい縛りがあったにもかかわらず、その後色々御意見を活発にいただきまして、どうもありがとうございます。他の方の意見を聞いてから頭のある部分が刺激されて言いたいことが出てくるのがごく普通だと思うので、順番にぐるっと回るような発言をしないという運営で皆さんから色々な御意見を賜うことができ、本当にありがとうございました。

ここから先は事務局に戻して、ロジ的なこととお話ししたいかと思います。どうもありがとうございました。

<閉会>

○松田課長　　本日はありがとうございました。

　　本日の小委員会の資料につきましては本会議終了後、経産省のホームページで公表させていただきます。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ということにさせていただければと思います。

　　次回の日程につきましては最終調整中でございますので、追って事務局から御連絡いたします。

　　それでは、本日の第5回価値創造経営小委員会はここまでとさせていただきます。どうもありがとうございました。

——了——