

## 第6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11月17日（月）15:00～17:00

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、三瓶委員、中神委員、中田委員、日置委員、宮島委員、山口委員

【オンライン】加賀谷委員、北尾委員、工藤委員、小原委員

（欠席：後藤委員、橋本委員、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     それでは、定刻になりましたので、ただいまから、第6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を開催させていただきます。本日もよろしくお願いいたします。

本日、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いております。本日は、元のベツナナ（別館7階）、いわゆる共創空間という場所でセットさせていただいておりますので、ぜひ色んなディスカッションを進めさせていただければと思います。

最初に、河野審議官のほうから一言御挨拶申し上げます。

○河野審議官　審議官であります河野でございます。すみません、ちょっと局長の畠山が今遅れておりますので、後で参加いたしますが、冒頭ちょっと私から代わりに御挨拶させていただければと思います。座って失礼いたします。

本日は、御多忙の中、委員会に御出席賜り、誠にありがとうございます。最近の動きでございますけれども、この11月に、高市新総理のもと、新政権のもと、日本成長戦略会議という成長戦略を議論する総理主催、というか、総理の会議が発足いたしまして、初回は10日に行われました。この10日の会合では、まさに今議論になっているのですけれども、やっている真っ最中なのですが、総合経済対策、これに盛り込むべき重点施策ということが会合の場で議論されておりまして、その中に、この小委員会で御議論いただいている内容についてもいくつか明記されております。

そのときに、まさに御議論を頂戴している、中長期の企業価値の向上を後押しするという観点から施策をしっかりと考えていく、ということで明記されておりますので、そういう政府全体の、政権全体のイシューと連動しながらしっかりと議論を我々としてもさせていただければと考えているところでございます。

それに加えて、高市新総理からは、これは予算委員会の論戦の場と理解しているのですけれども、ROEは経営の効率化に関する重要な指標の一つであるが、重要なことは、こうした指標も活用しながら、成長投資を通じて中長期的な企業価値の向上を実現することである、という答弁があります。そういった議論もある中で、ROEなどの経営指標の活用の在り方を含め、成長投資を通じた中長期的な企業価値向上につながる環境整備をするための戦略、これを取りまとめてもらいたいという指示が赤沢経産大臣に出ているという状況になっております。

そういった背景もございます中で、本日は前回の御議論も踏まえまして、成長投資、それから株主還元の状況などについてももう少し細かく企業群ごとに分解しながら、データを深掘りしながら分析を加えております。

前回に引き続き、委員の皆様方には、日本企業が中長期的な企業価値を高め、より強い日本経済をつくっていくため、成長志向型のコーポレートガバナンス、それから、それを支えるための政府の施策の在り方について、引き続き御忌憚のない活発な御議論を頂戴したいと思いますので、よろしくお願いいたします。

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たいと思います。

次に配付資料の確認を行います。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で御覧いただければと思います。何か御不便等ありましたら、周りの担当者に一言言っていただければと思います。

配付資料ですけれども、順に、資料1が議事次第・配付資料一覧、資料2が本小委員会の委員名簿、資料3が事務局説明資料、計3種類の資料を御用意しております。

それでは、議事の進行に移りたいと思いますけれども、今後の議事につきましては沼上委員長にお願いしたいと思います。よろしくお願いいたします。

○沼上委員長　ベツナナにやっと思って、こっちのほうは何となくのんびりと議論できる感じがして、良い感じだと思うので、ぜひよろしくお願いいたしますと思いますが、まず初め、またもや大部の資料、資料3、これについて御説明をお願いしたいと思います。

#### <事務局説明>

○松田課長　ありがとうございます。事前にも御説明差し上げていますので、ポイントに絞って資料3のほうを御説明できればと思います。

まず、右下3ページでございます。三瓶委員からも、少し長いスパンで経済の状況を考えるべきでないかということで御指摘をいただきまして、資料をつけさせていただいております。長い円高、30年見たときに、円高のもとで輸出産業での賃金引下げが発生し、連動して内需産業でも賃金の引下げが発生した。こういう中でデフレが進んでいったという中で、コストカット型の経済が進展してデフレ経済の要因となったのではないかという御指摘があるということで、これをつけております。

右下5ページに行きまして、デフレからインフレへの変化ということでございます。右下にそれぞれの主体の期待インフレ率というのをつけておりますけれども、これからインフレ下では高付加価値化に注力する、更には戦略的な値付けに移行することが重要になってくるであろうということでお付けしております。

6ページ以降は粗利についていくつか分析をしております。

7ページが日米欧の上場企業の業種別の粗利率というのを比較しております。ちょっと時間の都合上、2023年度でまずは見ておりますけれども、医薬・バイオが最も高いということになっております。他方で、全体としては、19業種中13業種で、多くの場合、少し米欧よりは低いものとなっているということと、右下8ページでございますけれども、日本

企業は比較的粗利率が高い業種の占める割合が少ないということで、粗利率が高い45%以上の医薬・バイオ、消費財、広告といったものが少なく、25%未満の運輸サービス、中間流通等が割合としては少し多いということになっている分析でございます。

9ページは収益性と成長性指標の標準偏差・中央値で比較しておりますけれども、日本は、左下に青色がありますが、傾向としては低リスク・低収益志向という傾向があります。また、10ページはリスクテイクとROAの関係というのを、これは2000年代のデータですが、つけておまして、比較的リスクテイクが低くなっているということと、それに見合う収益がなかなか上げられていないというところが傾向として出ているかなと思います。

続きまして、設備投資等々、成長投資の状況でございます。14ページは対売上高設備投資比率（業種別）というのをお付けしております、加えて15ページで設備老朽化率というのを付けています。これは、日本はかなり古い設備で戦っているという状況が出ているのかなと思っております。

17ページから研究開発投資について少し深掘って見ております。

右下18ページが対売上高の研究開発比率ということで業種別を出しております、自動車ですとか医薬品といったところは日本もかなり高い数字になっておりますけれども、ソフトウェア・サービスなんかでかなり差がついているというところ。

19ページが研究開発の効率性ということで、研究開発費とその後の営業利益を見ておりますけれども、自動車やヘルスケアなんかで、効率性は日本はかなり高いということですが、素材、食品・飲料などではかなり低いといった傾向が見られます。

次のグループは、特に無形資産の中でも人的投資というところであります。

22ページは人的資本で、経営戦略と人材戦略を連動させる取組につきましては、企業側、投資家側双方高い数字になっておりますけれども、社員のエンゲージメントを高めるような取組についてはかなり認識に差が開いている、といったところでございます。

24ページ、25ページが人的資本投資について、まず24ページはOFF-JTの費用の各国比較をしております、これはかなり日本は低い数字になっているというところと、25ページが内外の賃金差というのをしております。これは、全職種の中央値、日本企業を100とした場合各国企業はどれぐらいの数字になるのか、というのを購買力平価を用いて実質化したものでございますけれども、日本の賃金は少し低くなっています。26ページが、いわゆる高いスキルが要求される分野での給料が、各国の全職種の賃金を100とした場合にど

れぐらい高くなっているかということで、日本は大体同じぐらいのゾーンにありますけれども、各国、職種によってかなり違いがありますが、高いスキルについて高い賃金を払っていくという流れができているのかなというところでございます。

続いて29ページ、M&A関係でございます。M&Aの件数自体は日本もかなり数字は伸びてきているということで、特に欧州各国とは同じようなレベルになってきているものがあるのかなということでございます。

右下30ページが、4つの企業群で誰が誰を買っているのかということを分解しております。基本的に、企業群④の企業の方が企業群③をターゲットにしてM&Aをされている、ということが傾向として各国出ているのかなあということで入れております。

33ページから、自社株買い等々について少し深掘った分析をしております。

34ページと35ページはちょっと相反する論文をお付けしております。34ページはアメリカの市場の分析ということでございますので日本とは違いますが、EPSの予想を僅かに下回る企業がEPSを上回るため自社株買いを行う確率が急激に高まるという点が実証で出ているというところと、その場合に、自社株買いを行った会社が雇用・設備投資・研究開発を減少させる傾向があるのではないか、といった実証分析が出ております。

他方で35ページのほうはHarvard Business Reviewの論文でございますけれども、純株主還元額、配当金と、自社株買いから株式の発行額を差し引いた金額と研究開発費調整後純利益というのを整理して、これは純利益に研究開発費を戻した金額を比較すると、2007年から2016年にかけて純配当総額も増えているけれども、同期間の研究開発費調整後の純利益のうちの僅か33%ということで、投資もしているし還元もしているということではないかという御指摘も一方であるというところでございます。

36ページから日本の状況というのを、少しデータを取っております。1つ、自己株式取得の目的ということで、2023年度に5億円以上の自己株式の取得を行った企業の取得目的、大きくは、1が株主還元・株価維持、2が資本・財務戦略、これは重複ありとなっております。

これについて、37ページが同じ企業群で資本・財務戦略を目的に掲げた企業について、2023年度と2024年度に実際その負債水準が変わったのかということをデータで取ってみましたけれども、負債水準が変わっていない、0%未満という会社が50%、41%というところにとどまっているということと、右下38ページでございますけれども、同じく資本・財務戦略を目的に掲げた企業の行動としてROEの改善がなされたのかというところですが

れども、同じく2023年度と2024年度のデータを取ってみますと、48%、49%の会社は0%未満の状況にとどまっているということになっております。

続いて40ページから成長投資に関する開示事例というところで、どのようなキャッシングをして、どのようなキャッシュアウト、キャピタルアロケーションをしていくのかということをしてR&D、設備投資、株主還元等について開示されている会社の事例をお付けしております。

富士フィルムのものでありますとか、41ページはJ R 東日本の出されているものでございます。これは成長資金といわゆる安全投資と株主還元というのをそれぞれこれぐらいの割合でやっていきますよ、ということをお示しされています。

42、43ページは、ソニーですとか久光製薬でも研究開発なり戦略投資についてこれを出されているということになっております。

44ページからが運用会社の議決権行使に関する状況ということでございます。一般社団法人投資信託協会のデータでありますけれども、回答された70社、運用会社がいらっやって、そのうち判断基準をつくられているのが68社、そのうち61社がホームページでも公表しているということでございます。加えて、70社のうちの41社、大体6割の方が議決権行使助言機関を利用されているということになっております。

45ページが、議決権行使助言会社がどのような推奨をされているのかということで、上のほうですけれども、かなりROEを活用する形での推奨をされているということになっております。

48、49ページは、株主提案権の行使要件等に関する日米欧の比較をしっかりと押さえておくべきだという御指摘もありましたので、参考資料としてファクトをお付けしております。

50ページがコーポレートガバナンス・コードのコンプライ率ということで、真ん中を見ていただければと思いますけれども、特にプライム市場ですと基本原則は100%になっておりまして、原則は100%で、補充原則は94%ということになっておりますので、ほとんどの会社がコンプライされているといった状況になっていると承知しております。

54ページ、55ページが役員報酬指標の日米欧比較を出しております。54ページが短期のほうですけれども、日本が純利益と資本効率がかなり高く出ているというところと、欧米の場合、キャッシュフローはかなり短期を高く見ておられるというところです。

55ページが長期のほうでございますけれども、日本は長期もかなり資本効率が低い数字になっておりますけれども、全体の欧米の傾向としては、TSRとEPSもかなり高いも

のになっているところがあるかなと思っております。

58ページからは4象限の分析という部分でございます。

59ページで、具体的に日本が10年でどうなったかということ进行分析して見ております。日本について言いますと、企業群④と②が増加しているということになっておりますけれども、各国との比較ですと、企業群③が米国、ヨーロッパで増えているという中で、日本は、ここが-0.3%ということになっていますが、少し減っているというのが傾向として出ているかなと思います。

その後ろ、「(参考)」で業種別のポジション分析をざざっと付けておりますので、説明は割愛させていただきます。

66ページまで行きまして、日米欧の上場企業の設立年別のポジション分析というのもしてみてございます。1つは、全体として、右側の円グラフですけれども、濃いのが35年以上前に設立された会社が日本の場合7割ぐらいいらっしゃって、特に左側の図を見ていただきますと、設立年度が古い会社において、企業①の会社はかなり多くなっているというところ です。

67ページが米国の場合ですけれども、米国の場合、かなり若い会社が多いということもありますけれども、左側の1949年以前ですとか1950年～1969年の会社ですと、残っている会社は企業群④が大変多いということになっております。

68ページ、欧州がその間ぐらいの傾向かもしれませんが、古い会社も一定割合、④、③、②、①というところにあるということですが、③の企業はかなり新しい会社が多いということで、この新陳代謝みたいなのところも色々影響しているところがあるのかなということでございます。

最後、71ページ、TSRについても少しお付けしております。利益成長、マルチプルの上昇みたいなのところがより成長志向型の企業にとっては重要になってくるのかなというところで、分解式なり、その対応ということでお付けしております。

利益成長の場合、成長投資をどう進めるのか、収益性の改善をするのか、事業ポートフォリオをどう改善していくのかということ。マルチプルの上昇につきましては、中長期のキャピタルアロケーションを最適化する、でありますとか、投資家との適切な対話開示、それを実行するためのガバナンスの強化、といったところが重要になってくるのかなということでお付けしております。

その上で、78ページに飛ばさせていただきます、事前に委員の先生方とも御議論させて

いただいた状況を沼上先生に御相談して、本日の論点を大きく2つの部分ということで分けさせていただいております。1つが、成長志向型のコーポレートガバナンスはどうあるべきか、そこにシフトするための手だては何かということで、今、10月と今回でお示したような成長投資と還元の考え方、資金調達の関係、経営指標として使うべき指標等々について、課題と対応策を議論いただければと思っております。

論点2が成長志向型のコーポレートガバナンス効果を最大化するという観点で、むしろ1社ではできない日本企業の競争力を強化する上で取り組むべき重要政策課題は何かということで、例えば企業群③を増やすためのイノベーション・エコシステム、経済全体の新陳代謝を進めるような一手、スタートアップと大企業の連携といったようなことを御議論いただければと思っております。

79ページは今回の資料でお示したような検討の視点ということで、今、御説明したようなポイントをお付けしているところでございます。

御説明のほうは以上になります。

#### <自由討議>

○沼上委員長     どうもありがとうございました。

それでは自由討議に入りたいと思いますけれども、前回と違って、今回は4分、大幅に時間が長くなりました。4分でベルが鳴るそうで、オンラインの方はメッセージが届くと思いますので、そこを注意しておいていただきたいと思います。2回目の発言の機会もちろんありますので、話すことをためておいていただければと思っております。

まず、1回目の御発言を御自由にしていいただければと思いますが、いかがでしょうか。

では三瓶委員から。

○三瓶委員     4分以内に喋れるかどうか不安ですが、今回も大部な資料を用意していただき、ありがとうございます。全体的に整合性というか、実感と合うような内容です。

その上で論点1について申し上げたいのですが、結論から言うと、R&Dを一生懸命やりましょう、ということです。一生懸命やるときに、優先バジェットなのだということを明確に言う、またはサポートする。優先バジェットということは、コストカットの対象にならないということです。その根拠というのは、まず20ページのところで、右側の構成比で、まず、人件費に日本が一番お金がかかっていない。これはR&Dに関わっている人たちの報酬が少ないということだと思ふのですね。

それは同時に26ページを見ても明らかだと思います。ITとか技術研究というところが全然棒グラフがないですね。なので、賃金的にも全然評価されていない。これは私、理系だったので分かるのですけれども、理系出ると研究所に閉じ込められる。イメージとしては。そこで、外部のことはよく分からない状態で、外部とメールもしてはいけないし、その中で、飼育殺しでないのですけれども、やりたい研究をとにかく続けたいのだったらそこにいて、とそういうことになる。日本の報酬体系って、ラインマネージャーになっていくと高いですね。それはジェネラリストにならないとなれない。そういうところで報酬が高くて、専門職って専門ばかとも言われて、あまりもらえないのですよね。

だから、その辺がまず大事な転換すべき点で、35ページも見えていたきたいのですけれども、35ページの大事なところは、R&Dを足し戻しているわけですね。足し戻すってどういう意味かという、これが利益を調整するためのバジェットでないから足し戻すのですね。結局、ここでの結論も、自社株買いが投資余力に与える影響は大きくない。やはりこれはR&Dは利益調整バジェットでないのだということを証明したということだと思います。

日本の会社で、この委員会の2回目にお招きした第一三共さんがすごく良いLTI役員報酬の指標を持っています。「研究開発費控除前コア営業利益率」。まず、控除前としたことで、それを達成するために研究開発費を減らそうということは働かないわけです。そして、額でなくて率だということは、効率を見ている。そうしたらどんどんR&Dに使ってしまうのではないかと思いますよね。だけど、同時に同じLTIに「研究開発進捗」というのがあるのです。そこで具体的にどういうパイプライン、どういうものがちゃんと成果として上がってこなければいけないか、ということがもう一つの指標になっているので、ばんばんじゃぶじゃぶにお金を使えば良いわけじゃなくて、その成果も測っている。こういうことをもっと、成長の後押しをするにはこういう指標でやっていけば良いですよ、という後押しの仕方があるだろうと思います。

○沼上委員長     ありがとうございます。私も、20ページの図を見ていて、人件費が低いなというのを気にしていたのですけれども、これは博士とか修士とかの学歴を調整した上でですかね。アメリカとかだと、多分博士だと給与高くなっていると思うので、その意味で言うと、博士号を持っている人の数が研究開発に少ないというのが反映されている数字なのかどうか、ちょっと気になるころではありますね。これは人的に高度な知識が本当にここに投入されているかどうかというところを、理系の人たちは本当に苦しい思いをし

て大変な生活をされているのだろーと思いますけれども、私もちょっとそこは気になるところであります。どうもありがとうございます。

次どなたか。唐木さんのほうが早かったかな。

○唐木委員　私の方からは少し違った観点で、論点1の問いである「成長志向型のコーポレートガバナンスはどうあるべきか」についてお話できればと思います。

我々ブランドウィック・グループでは、企業のアクティビスト対応のご支援をさせていただくことが多いのですが、その際には、必ず取締役会やガバナンスの脆弱性の分析を行います。取締役会やガバナンスの構造のどこにウィークポイントがあるか、後々株主提案の対象になったりリスクの種になりそうな問題の有無を分析するわけです。

この分析の際には、まず形式要件に合致しているか、コーポレートガバナンス・コードをはじめとする各種の要件がありますので、そこにどの程度企業が則っているか否かをまず確認します。もっとも、それと同時に、それ以上に重要なのが、その企業の個別の戦略課題にガバナンスが適合しているか、という点なのです。

どういうことかと言いますと、コーポレートガバナンスでは、形式要件を充たしてブレーキの役目を果たせる、ということは大切なのですが、企業が成長するためには、個別性として、その企業の達成したい戦略を十分に支えてアクセルを踏める取締役会であるか、ということが、ブレーキ以上に極めて重要になることが多いのです。

形式要件については決まった物差しがあって皆さん従いやすいので、特に大企業では、かなり良い点数を取ってくださることが多いです。一方で、個別性についてはどうかというと、個々個々では成長したいと言っているのに、そのことを分かっている人が社内にはいない、取締役会にもいない、それでどうやって前に進むつもりなのか、あるいは、ここは課題なので乗り越えたいと言っているときに、そこを後押しして、大丈夫だよこうやれば良いんだよ、という指南をできる人材が社内にはいない、取締役会にもいない、となってくると、やはり人間はリスク回避的になりがちなので、やらなければいけない、乗り越えなければいけない、成長しなくてははいけない、とわかっているのだけれども、実際には前に進めない、という状況が起きがちなのです。

なので、論点1の問いに関して、ガバナンスについては、形式要件だけでなく、個別性も極めて重要だ、ということを認識することが、まず第一に大事だと思います。

また、企業の皆さんとお話していてよく話題になるのが、形式要件だけに依拠して株主に議決権を行使されてしまう、という点でして、ここは悩みとしてかなり大きいところで

す。投資家が、全ての会社について形式要件と個別性の双方を丁寧に確認して対応する、ということは不可能なわけですが、個別性の方が企業の成長にとっては大事だ、ということ踏まえて、それを実現するためのガバナンスの枠組み作り、あるいはプレーヤーの役割の整理を行っていくことも極めて重要だと思います。このバランスが崩れてしまうと、本当にリスク回避的な経営になってブレーキばかり踏まれてしまう、ということになりかねないので、しっかりと踏むべきときにアクセルを踏める、個別性を重要視したガバナンスを確立することを目指していく、というのが一つの方向性ではないか、と考えています。

以上です。

○沼上委員長     ありがとうございます。形式要件の話と個別の評価の話というもののバランスがすごく重要だなと私も思っていますけれども、形式要件チェックは結構素人でもできるではないですか。でも、質的な評価って結構目利きでないとできないでしょう。この目利きがどれだけ育ってくるかというのにも随分依存するのかなと思いながら聞いていましたけど。

○唐木委員     おっしゃるとおりで、目利きはとても大切ですし、それから、必要な時には企業の成長に向けてアクセルを踏めるような社外取締役の方々のプールですよね、それをどうやって作っていくのかも、とても大事になってくると思います。

目利きに関しては、そういった目利きができる人材を抱えている会社、あるいは育てることができる環境というのはあると思いますが、コストがかかる問題なので、日本全体としてそのコストを誰がどうやって負担していくのか、という問題もあると思います。

○沼上委員長     そうですね。コンプライ・オア・エクスプレインのところではほとんどコンプライしているというソフトローのあの状況が、形式要件を皆優等生だから全部満たしましたみたいな状況なのだけれども、本当に質的なところがどれだけ充実していきますかというのがここから問われるところかなと思って聞いていました。どうもありがとうございます。

次、山口さん。

○山口委員     山口です。

少し弊社の事例をお話しします。役員報酬指標の所で、EPSが触れられています。弊社でも2000年の半ばから2014年まで、EPSにフォーカスして参りました。目標として、EPS 15ドル、最終的には20ドルを設定し、EPSをブレイクダウンした数字を社内各部署に目標として設定するなど、かなり徹底して行っていました。その達成のため、自社株

買いも相当行われましたし、研究開発費も量子コンピューターに代表される戦略領域を除いて相当削減しましたし、社員に対する教育費にまでメスを入れていました。その結果、確かにEPSは15ドルを超えるところまで行きました。

ただ、これでは、お客様の期待に応えていくための十分な投資ができない、という議論が社内で行われまして、2014年にEPSを目標指標とすること自体をやめようということが、経営会議で決まりました。もちろんEPSもROEもモニタリングはしますが、その向上を目的化するのではなく、本当にやるべきことを見定めていこうとなりました。

現在は、対前年度売上成長率とフリーキャッシュフローを全社目標として据えています。これは我々の製品・サービスが本当にお客様の役に立ち続けているか、という事業の有効性検証と、将来に向けた投資余力や株主への還元の原資を事業から生み出せているか、という経営の健全性検証と考えています。その上で、事業領域をソフトウェア、ハードウェア、コンサルティングと大きく3つに設定し、それぞれの事業特性や成熟度に応じた目標管理を行っています。社内ではルールオブ20とか、30とか、40という言い方をしておりますが、ある事業の利益率と対前年比の成長率を単純に加算したものをその事業のパフォーマンスとします。それを目標値を超えているか超えていないかを基本として、事業の継続性の判断、すなわちポートフォリオ管理を行っていきます。その事業が、ルールオブ30が適用される事業であれば、事業の成長率が－5%でも、利益率が35あれば目標達成していることになります。大目標と事業管理のあり方を明示することで、社員にとっても透明性、予測可能性が高まり、モチベーションが大きく改善しました。このようにKPIを変えることは会社の雰囲気にも大きく関わるという点をご理解頂きたいと思います。

また、キャッシュフロー創出が目標として掲げられていますが、その実現にはAIの活用ということが弊社でも重要になります。AI活用によって担ってきたタスクが自動化された社員は、リスクリングを通じて、別のスキルを身に付けてもらい、別の部署に配置転換していく、ということを全社的に進めて行くことになります。

そのときに一番厳しいのは、よく日本企業では「適材適所」という言い方をされます。ある人材が会社に居ることを前提にし、その方をいかに適所、力を発揮してくれそうな部署に配置していくかと考えておられると思います。一方、我々は「適所適材」と逆の言い方をしています。企業成長のために、お客様のために、必要な組織やポジションを戦略に基づき定義します。そして、そのポジションに必要な人材をどう当てはめていくか、という順番で考えます。そのために社員をリスキルし、それでも足りないポジションについて

は外部から雇用してでも充足していきます。そういうことを徹底しているわけであります。

ちょっと参考に。

○沼上委員長     ありがとうございます。K P I の順位というのは、まさに、でも戦略そのものみたいなところがあると思うので、そこがもう大きく変えたということですね。

順位がどういう順位なのか、私、よく分かっていないのですが、私の今の感覚では、この順でいくのが一番平和ではないかと思っているのですが、その後でオンラインで、すみません。

○宮島委員     どうもありがとうございます。私はこの会議の中では最も一般の人々、コポガバにそんなに詳しくなくて、志も高いところを承知はしていないという立場であえて申し上げます。明らかにマクロ経済が変わってきている、長いゼロやマイナス金利時代が終わって金利がある世界になってきているから、経営は変わっていく必要があるということ、皆さん口では言うのだけれども、どのようにすれば良いのかというところがちゃんと見極めてないようなところも結構多いのではないかなと思います。つまり、R O E 経営でコストカットをしていた経営からは明らかに別のステージにいかなければいけないということは、分かっているのだけれども、実感として踏み出せない経営者もいるのではないかな。その辺りは1つ今回資料でいただいたような色々な成長投資を世の中に明らかに説明するとか、良い例をしっかりと参考にさせていただきたいと思います。

ただ、今日本では、54ページぐらいにあるように、役員報酬を決めるのにも純利益や資本効率を見ているというところはいまだに多いと思いますし、管理職の給料まで一部業績連動にしたりしているのですが、その業績指標は実は売上げだったり純利益だったりということで、今、目指されている数値に必ずしもなっていないというところははっきり見る必要があります。海外で気にされているキャッシュフローですとか、株価総利回りというものにどうやってその目を向けていくかということは1つ大事かと思います。

一方で、私はメディアにいますので、私たち、普段の決算のニュース原稿、普通に書いたら、その会社は、今回、売上げはどのぐらいです、前期比どのぐらいでした、利益はどのぐらいですという原稿を普通に書きます。つまり、一般の人に伝えるのにキャッシュフローがどうでしたとかいう原稿を書くのは、一義的にはまだまだ無理があると思うのですね。そこはだんだん埋めていかなければいけないのですが、少しずつちゃんと説明することによって、あるいは色々な事例を出すことによってちょっとずつ変えていくという必要があるかなと思います。やはり大きな企業が大きく舵を切らないとなかなか全体が

変わらないなと思っております。

実際に価格付けのところでも、もっとちゃんと値付けをしなければいけないのですけれども、ここ1～2年ぐらいいちよっと変わってきたかもしれませんが、2～3年前は、例えばインフラ、輸送の会社がちょっと値上げをすると考えても、すごく悩んでいて、何でもかという、過去二十何年、過去30年、運賃の値上げをしたことある社員が一人もいませんみたいな話で、どの基準でどうやって説明すれば一般の人がハレーション起こらずに値上げができるのだろうみたいな話もしていました。ホテル業界も、最近ちょっと変わってきましたけれども、明らかにインバウンドが来ていて、相当な価格でもホテル、予約が入るのに、むしろ自分たちのほうが抑え目だと。そこを組織によっては経営者がめちゃくちゃ発破をかけていたりとかいうところがありましたけれども、意識を変えるというのは本当になかなか難しいなと思って、そこを今回の委員会でしっかりと一般の人たちにも打ち出す必要があると思います。

あともう一個は、まさに30ページにある専門職のスキルが給与で評価されていないということです。スキルが高い人材が報われないことの最近の顕著な例が再雇用で恐ろしく給料が下がる問題。私のちょっと先輩が、自分のスキルは何一つ変わらないのに、給料が数分の一に本当になるわけですね。それはスキルを買われていないことが誰の目にも明らかで、この会社はスキルではなくてメンバーシップなのだなということを社員にも外にも示しているということがはっきりしてしまうと思うのです。もちろん、今、バブル期採用がちょうど定年に近くなってくるので、会社としてはそこを何とかしたいという気持ちがあるのは分かるのですが、やはりジョブ型、スキルをしっかり評価するという給与、報酬にしていくことは1つ非常に重要ではないかと思います。

○沼上委員長     ありがとうございます。続けていきましょうか。

○日置委員     ありがとうございます。すみません。前回欠席しまして失礼いたしました。

事前のレクは受けていたので、日本をまるっとアメリカと比較するような分析はこれまでも大量に実施されてきているので、そうでなくて、業界別に掘っていくなどをやっていただけるといいのではないかということをお願いしておりました。今回資料を見て、非常に御苦労もあったのだろうと思いつつ、感謝申し上げます。

ただ、これ、見えたら見えたでまた、経年変化をもうちょっと掘れないのかとか、世界で稼ぐ企業とドメスティックでやっている企業さんでは大分業績が違う気はするので、海外比率を加味したような分析をもう一段できないか。あるいは、ベストプラクティスの提

示の仕方も、(現時点の) スナップショットだけだと参考になるようであまり参考にならない感じがするので、どう変化して今の状態に至ったのかというコンテキストを見せる形での提示ができないかなと思ったりしました。この辺りまた事務局の方と御相談させていただきたいと思います。

その中でR&Dのところを少しお話しさせていただきたいと思います。18ページに業種別の売上高研究開発比率があって、これをすごく興味深く見ていたのですが、ソフトウェア・サービス、それからテクノロジーというところはなかなか上がっていないという形で認識しました。これは何のエビデンスもなく、私が昔コンサルをやっていたときの感覚でしかないのですが、それはそうかなというところをちょっと思って。なぜかという、あまりこの業界で日本企業が(海)外で稼げるとは思えないのです。何を言っているかという、マイクロソフトとかSAPとか、そういった企業に比べて日本のSIとかITの企業さんって、単独でそんなに外で稼げるような感じがしないので、そういった出口がないところにそんなにお金使えるのかという、やはりなかなか使いにくい構図というのがもしかしたらあるのではないかなと昔から感じていたところです。

もちろん、先ほど三瓶さんからおっしゃっていただいたような賃金の低さというところも当然あると思いますが、リスクをとってその部分でR&Dをかけて勝負をしていく、というのも、お客さんは実は日本企業しかないみたいなことになってしまうとなかなか勝負かけられないのではないかなというところで、ここは低いのではないかと思います。

ここを脱却しようとして今やっているのが多分日立さんだと思うのです。それはものをつくるころのOTと、ITを掛け合わせて、世界でどう稼ぐかというところに今チャレンジされている。日立さんのような会社は1社でそういったことができるのだと思いますが、日本の戦い方からすると、多くの製造業は製造には強い、でも、ITはなかなか上手でない。IT業界も、単品で世界で売れるものをつくる、というのはなかなか難しい構造の中で、国全体でどういった形で稼げるコアの産業をつくっていくかということを考えるならば、ITとOTそれぞれに強みを持っているような会社の連携を後押しして、擬似的に日立のような会社を多産するような動きができると、こういったところの出遅れ感というか、足りなさ加減というのが埋まるのではないかと思いますので、検討いただきたいと思います。

ただ、これはニワトリと卵なので、やりたいという人が出てこないと無理にはできないと思うのですが、繰り返しになりますけれども、IT単品で世界で勝負していくという

のはなかなか難しいような気がします。SaaSとか、日本も出てきていますけれども、国内向けの小粒のところが多いと思うのですね。ただ、そういったところが世界で稼げるような構造をどうつくるか、どう後押しするかは議論していけると良いのではないかなと思いました。

あと、先ほど唐木さんと三瓶さんのコメントに乗っかりたかった部分としては、三瓶さんおっしゃったとおり、R&Dのところをエキスパートとマネジメントのトラックを分けてR&Dに集中させるというところはしっかりやらなきゃいけないし、予算もしっかりとそこは削らない、という、アメリカで言ったら、スリーエムとかその形でやっていらっしゃったと思うので、そういったプラクティスというのを取り入れてみても面白いと思います。あと、唐木さんおっしゃったような取締役会がしっかり成長を押すというところを考えると、事業（や技術）のことがわからないと本来難しい。最低限としては、（どのようなスキルベースであっても）ファイナンスのことが分かっている取締役、特に社外の方をいかに増やすか、人材育成のところで大事と思います。

すみません、ちょっとオーバーしましたが、以上です。

○沼上委員長     ありがとうございます。ちなみに、このページで日立ってどこに入るのですかね。

○松田課長     多分、ソフトウェア・サービスの横のテクノロジー・ハードウェアの組合せなのか、ソフトウェアなのか、どちらか。

○沼上委員長     なるほど。1社ではこの比率が異様に国全体を大きくできないからしょうがないと思うけれども、でも、R&D比率みたいなものというのは、一般の国民に説明するときにも説明できる範囲な感じはしますね。どうもありがとうございます。

では、中神さん。

○中神委員     先ほどの唐木さんのお話に戻らせてください。論点1の成長志向型のコーポレートガバナンスということですが、これは言い換えると、リスクテイク促進型のコーポレートガバナンスということだと思うのですね。そのリスクテイクという点に関して、僕は、取締役会の指名・報酬・監査という3つの機能設定ってすごくうまくできていると思っています。なぜかという、リスクテイクって未来への挑戦ですよ。誰にも分からない未来への挑戦。そこにはある種の楽観性、この事業はきっとこうなっていくという事業観が必要で、それをある種楽観的に信じて突き進むことが必要だと思うのです。けれども、経営は集団合議なので、集団合議すると、保守的な人とか過去のデータ等を持

っている合理的な人が議論には強いので、勝ってしまうのですね。楽観的な人って負けてしまいがちです。そうすると集団としてはリスクテイクしづらくなってしまいます。

特に日本はコンセンサス・オリエンテッドな集団合議なので、この集団合議の罣をどうやって打ち負かしながらリスクをとっていくのかというのが大きなテーマ設定だと思います。そのためには、必要条件と十分条件があります。集団合議でリスクテイクするための必要条件というのは、結局、個々人のリスクプロファイルってばらばらなので、誰かのリスクプロファイルにベットして、その人が強力な権限を持ってリスクをとっていき、皆はそれを応援する、というふうにやらないといけない。これは必要条件だと思います。

一方、それだと暴走と表裏一体になってしまうので、十分条件としては、強大な権限を与える反面、強い制御をつくっておくというのもすごく大事。そうすると、これどうやってうまくやるかというと、タテとヨコの分業が必要だと思っていて、タテは監督と執行をちゃんと分離して、「執行」はお前に任した、と。でも、事後的にきちんと評価して、うまくいかなかったら解任するよという「監督」を立てる、このタテの分業。

ヨコの分業はその「監督」の中でも、今この会社にとって、どの人のリスクプロファイルがぴったりなのかという人間をちゃんと選ぶ。「指名」ですね。この人のリスクプロファイルに賭けようというのを決める。ただ、そういうリスクテイクをできる人間というのはそんなに多くないので、社内外から、リスクをとれる人材を募れるだけの「報酬」をちゃんと用意する。ただ、暴走にはちゃんと目を光らせるという「監査」の機能も用意する。

このタテとヨコの分業がきちんと合わさらないと、集団合議でリスクテイクするというのはものすごく難しい。僕は機関設計を強制するつもりは全くないのですが、この指名・報酬・監査という機能にはすごく意味がある。でも残念ながら、指名委員会等設置会社制度を導入している上場企業はまだ数%なのですね。これをもっと促進してはどうかと思っています。成長投資型のコーポレートガバナンスというのはリスクテイク型のガバナンスなので、これを促進してはどうかと。

ちなみに前回も申し上げましたとおり、リスクテイクって一定確率は必ず失敗するので、失敗したら解任をする。アメリカだと、ラッセル3000で、辞任したCEOのうち52%は解任ではないかと言われている。イギリスでも46%と言われている、アメリカのスタートアップも、上場する前に約4割のCEOが解任されているらしいです。だから、皆どんどんリスクとるけれども、失敗したら、それは一定の確率で失敗するので、解任だよ、ある種しょうがないよねと。つまり、成長志向型のコーポレートガバナンスという課題設定は、

解任型、あるいは一定の失敗を許容するというようなコーポレートガバナンスをつくるということ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。確かに、どのぐらい誰にベットするかというのはすごく大事な部分だと私も思います。

次は中田委員、お願いします。

○中田委員     少し皆さんと論点が異なるのですが、具体的な提言にぜひ織り込んでほしいということをお話ししたいと思います。

論点2の大企業とスタートアップの関係、連携ということなのですが、今、皆さん御存じかどうか分かりませんが、IPOのマーケットってすごく冷え込んでいるんですね。大体90年以降のバブル崩壊後のデフレの時代でも年間100～150社くらいIPOが出ていたのですが、ここ2～3年、大体80～90社。今年に至っては、恐らく60社くらいまで減る見込みです。

IPOのときのEPSのマルチプル、要はPERですね。これもこの2～3年間は大体中央値で27～28倍で動いていたのが、最近もう18倍、19倍なのです。これは恐らく一過性ではなくて、マーケット5万円になっているのに戻らないということは恐らく常態化すると思います。これは安易なIPOを除外する効果もあるのですが、ただ、スタートアップにとってIPOというのは資金調達の一つの場でもあり、ベンチャーキャピタルにとっても大事なエグジットの手段なのですね。これが難しくなれば、当然ベンチャーキャピタルも出資に慎重になったりするわけです。

となると、今、科学技術立国を目指す日本にとって、スタートアップの育成というのはとても重要な課題で、となると大企業のヒト、モノ、カネを使ってM&Aするとかトレードセールするとか、そういうところを促進しないとだめだと思っています。ただ、大企業の場合、特にスタートアップのアーリーステージやディープテックはほとんど赤字で、なかなか資金提供側の大企業にとっても慎重な判断をせざるを得ない。ハードルが高いわけです。ですから、このハードルを下げるためにも、大企業がもっとこのスタートアップに対してダイレクトに出資をする、M&Aをする、これを促すような制度、手当てというのをやはり喫緊に整備していかなければいけないと思っています。

今、確かに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が、期間延長して拡充するとか、例えば今だと現行25%の所得控除がありますけれども、これを思い切り50%に引き上げるとか、あと、コーポレートガバナンス・コードの中でも、スタートアップに

対する出資などを促すようなコードを入れるとか、それをやらないと、科学技術立国目指している日本の中で資金調達の、特にエクイティのパイプが詰まってしまうというのが今起きかけていますので、これはぜひ提言に盛り込んでもらいたいと思います。

○沼上委員長　ありがとうございます。まさに4象限のうちの③、この部分が全然足りていないというのが更に暗雲がまた立ちこめているというお話だと思いますので、ここをどうにかしないといけないというお話だと思います。

オンラインで、小原さん、工藤さんが手挙げているので、小原さんのほうからお願いいたします。

○小原委員　御指名いただきましてありがとうございます。連合の小原です。今回より参加しております。どうぞよろしくをお願いいたします。

私からは、先ほど御挨拶にもありましたけれども、日本成長戦略会議で中長期の企業価値向上が重要であるとか、もしくはそのためには人的投資、設備投資、研究開発投資が重要である、ということが本小委員会の中間報告でも示されているにもかかわらず、なぜ日本は短期収益重視、株主重視になってしまっているのか、なぜ私たち労働者に投資していただけないのかという観点で発言したいと思います。

仮説として考えられるのは、経営者が短期収益を重視するような社内のシステムや考え方があってはないかというのが一つ。もう一つは、コーポレートガバナンス・コードや、コーポレートガバナンス・コードには書かれていなかったとしても経営者が短期収益もしくは株主を重視せざるを得ないような、もしくは重視したほうが良いと解釈するようなものがあるのではないかということ。さらには、これはスチュワードシップ・コードのほうにかかるかもしれませんが、投資家が短期収益もしくは株主重視を促すような行動をしているのではないか。この3つに分けて考えたらどうかと思います。

今回、事務局に大量の資料つくっていただいて敬意を表したいと思います。まず、54ページ目、先ほどどなたかも御指摘されていましたが、役員報酬が、純利益を重視されている。こういうことがあれば、役員も純利益重視、短期収益重視で活動されるのではないかと推測せざるを得ない、と思います。

次に45ページに議決権行使について書かれていますけれども、ROEが5%下回ったのが3年とか5年で議決権行使すると書かれてしまいますと、下回って2年目に、ROE 5%を上回るように何とかしなければならないと考え、経営者が短期収益を重視するような方法をとってもおかしくないのではないかと思います。これらが企業の短期収益重視の

行動の要因の一つになっているのではないかと考えているところでございます。

そして、今回、T S Rの分解が71ページにありますけれども、T S Rという指標も、分解すると、短期のものと中長期のものが混ざっているのではないかと見させていただきましたし、前回お示しいたきましたP B Rも分解すると短期と中長期があるのではないかと考えます。短期の指標と中長期の指標がどう動いたのかということを両方見て、中長期のほうを重視するようなことをコーポレートガバナンス・コードなのか、もしくは投資家に言っていただくのか分かりませんが、そのようなことが必要なのではないかと思います。

また、22ページにお示しいたきました人的投資に対する株主と経営者の考え方、これもまさしくこういうことがあれば人的投資はされないだろうと思います。社員のエンゲージメントを高めるための取組を投資家は重視していないと、経営者が思ってしまうと人的投資はされないだろうと思いますし、そのような外的な要因、内的な要因をコーポレートガバナンス・コード、スチュワードシップ・コードの解釈を含めて検討していくことが大切なのではないかと思います。

最後に、33ページにお示しいたきました上場企業の平均株主還元額の推移ですけれども、確かに日本3.5倍、米国1.1倍、欧州1.5倍なのですが、注目すべきは、日本が2024年に急激に上がっているということではないかと思います。2024年に配当や自社株買いが急激に増えている理由、背景に何があるのか。おそらく、2023年度中に何かがあったのではないかと思いますけれども、それを皆様方の御知見をいただいて、そのことが問題であるのであれば改善をする必要があるのではないかと思います。

私からは以上です。ありがとうございました。

○沼上委員長　　どうもありがとうございました。純利益というのが重要な指標になってくるところは御指摘のとおりだと思います。33ページの13.4に上がっているやつについて、後でどなたかに説明いただくということにしたいと思います。

それでは続いて工藤委員、お願いします。

○工藤委員　　御指名いただきましてありがとうございます。

成長志向型のコーポレートガバナンスはどうあるべきかという論点1について、まずコメントさせていただきたいと思います。今回、事務局から大変有用な色々なデータをまとめていただいて、ありがとうございました。上場企業のコーポレートガバナンス・コードのコンプライア率が9割であるというようなお話もありまして。

○松田課長 工藤さん、すみません。少しマイクを近くでお話しいただくことができますか。ちょっとお声が聞こえにくい。

○工藤委員 聞こえますか。

○松田課長 より聞こえやすくなりました。

○工藤委員 すみません。色々資料をまとめていただきまして誠にありがとうございます。今回、上場企業のコンプライ率が9割というような数字もいただいたのですけれども、本来、コーポレートガバナンス・コード等については見直すべきではないのかもしれませんが、今日もお話がありましており、やはりこれから日本も、成長志向型のガバナンスというものに変えていければと思った次第です。

また、以前これをつくったときは、まだ社外取締役の導入や企業のガバナンス体制というのもグローバルスタンダードに追いついていなかったと思いますけれども、今は社外取の導入も非常に進んでおりますので、一律の基準というよりも、必要があれば、社外取締役を通じた、それぞれの企業やステージに合ったガバナンスというのを促進できるようなコードに変更していければと思います。

今、日本の企業が欧米に比して、コンプライを重視するあまり、ステージにかかわらず一律にROE目標や還元性向などをやや機械的に設定している状況にありまして、このくびきをもう少し外していくということが急務ではないかと思います。企業がより深くリスクテイクするために、TSR向上、持続的維持に向けて中長期戦略とマイルストーンを株主としっかりと共有して、場合によっては経営指標や還元性向の一時的な後退を厭わずに、建設的な対話を通じて積極的に成長投資に舵を切る、こうしたコンプライ・オア・エクスプレインをうまく運用する意識が企業、株主双方に必要な時期だと思います。

日本が投資家、企業双方にとって魅力的な場所となるように、企業のガバナンスの向上、説明力の向上、開示の質的向上を追求する、というのも大事だと思っています。また、今日もお話ありましたが、経営者の挑戦意識を高めるような報酬制度、特に短期的な業績連動型報酬ではなくて、中長期の戦略達成状況を評価要素に組み入れ、経営者と株主の利害が一致する成功報酬制度の導入を加速することが大事だと思います。

一方で、ガバナンスの観点からは、クローバック条項やマルス条項を導入するなど経営判断に伴う責任を報酬面でより明確化することによって、中長期の企業価値向上に向けた合理的な意思決定が可能になると思います。

また、株主を取り巻く制度環境についても、企業のリスクテイク意識を後退させないよ

うな設計や整備が必要だと思います。事務局から議決権行使助言会社においてもコーポレートガバナンス・コードやROEを画一的に評価に織り込んでいるのではないかという問題提起もいただいておりますが、機関投資家においても、画一的な投資基準を設けているケースもあるのではないかと思います。両者が議決権の行使結果に小さくない影響を及ぼすだけに、企業側がその評価を意識しこれに最適化していくことは否めないと思います。

現行のスチュワードシップ・コードでも、機関投資家や議決権行使助言会社に対して、単に形式的な判断基準に伴うものではなく、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べきと規定しているものの、評価に中長期的な成長視点を織り込むよう一層促す必要があるのではないかと思います。

また、前回も申しましたけれども、株主提案に関する行使の件も、欧米と同水準でのルールに整備していかないと、マネーは世界をめぐっていきますので、やはりそこが日本として、成長を阻害するような株主提案をされるというような事態も場合によっては招くおそれがあるのかと思います。

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。確かに成長志向型のガバナンスを目指すためには、ステージにかかわらず、形式的に一律な評価基準みたいなもの、これはどこかで修正の必要がある、と。どうもありがとうございます。

それでは北尾委員、お願いします。

○北尾委員     どうもありがとうございます。関経連副会長、クボタの社長をしています北尾です。

私からも成長志向型のコーポレートガバナンスについて申し上げます。今、工藤委員がおっしゃられたとおり、本来、コーポレートガバナンスというものは、短期志向を求めるものではなくて、成長を促すためのものだとして理解しております。ただ、現状のコードの欠点といいますか、盲点を突いてアクティビストが入ってきたりするような細かい規定や、ROEを基準とした議決権行使につながる規定、株主提案権の要件などについては、ぜひとも見直していただきたいと思います。

そのような中で、成長投資にリソースを振り向けていくわけですがけれども、私は先週ロンドンに行って、投資家さんと対話をしてまいりました。主に中長期の視点で投資をされている投資家さんは、会社の基本的な目指す方向についての関心が高く、そういう点についてしっかりと議論しました。また、そのための成長投資についてもどこにキャッシュア

ロケーションをするのかという分配の話も含めてしっかり見ているというのがよく分かりました。決してすべての投資家が短期で見ているわけではないということだと思っています。こういった成長投資のアロケーションにつきましては、先ほどから出ています研究開発費に関して、設備投資も含めてどう考えていくのが大事だと思います。

弊社でも、今までどうしても売上げとか利益を中心に経営してきましたけれども、これは改めていきたいと思っています。これからはキャッシュアロケーションの説明をしっかりとまいりたいと思っています。成長投資については、研究開発と設備投資がありますが、弊社の場合、設備投資についても成長に向けたものと事業維持型という大きく分けて2つのことがございます。弊社は社会インフラを支える事業として例えば上下水道の様々な施設や資材に関する事業をやっていますし、農業のインフラを支えることもやっています。これらの事業は性質上なかなか利益を生み出せない状況にありますが、社会に必要なものであり、社会的責任としても簡単に投げ出すわけにはいきません。需要に対して供給過剰なものについてはアライアンスも組みながら古い設備は廃却するなどして、事業存続することにも取り組んでおり、こういったことにはぜひ政府にも後押しをお願いしたいと思っています。

それから大事なのは、PPPやコンセッションなど業界を超えた連携とか官民連携です。また、ハードとソフトがこれから大事な要件になってきます。メーカーとしては色々な地盤・データを持っています。この上に、ソフト的な、IT的なものを加えて、いかに日本の企業が競争力を持つか、これをぜひ政府からも後押ししてもらえそうな施策をしてもらえればと強く思っています。

今、高市政権の成長戦略投資の中にもフードテック、その中にスマート農業という言葉もありますし、社会インフラ、それから防災についてもしっかりとやっていこうということがありますので、そういったところにも日が当たるような施策が打たれることを期待します。

企業の立場からは、今申し上げたようなこともしっかり見ていただき、成長投資への評価をしていただけるようなコーポレートガバナンスをしっかりとつくっていただければと思います。

簡単ですが、以上です。

○沼上委員長      どうもありがとうございます。長期戦略、長期のキャピタルアロケーションですかね、その辺のところで対話をちゃんとできるという構造が確かに必要ですね。

また、③の部分は競争法上の対応も色々必要になってくるのかもしれませんが、どうもありがとうございました。

次、加賀谷さんですかね。

○加賀谷委員　一橋大学の加賀谷でございます。まずは、事務局の皆様へ、大変リッチな資料をおまとめいただき、ありがとうございました。

私の発言は基本的には皆さんと似たようなことになるかもしれませんが、まず、高市総理の発言をどう踏まえるかということにつきまして、ROEと成長投資で、成長投資だけということでもないと思っています。その意味では、先ほどの発言もありましたが、投資家にとっての魅力も高めながら、企業の競争力を上げていくための仕組みは何なのだろうかということを考えるということなのだろうと認識しております。その観点でいったときに、事務局の今回の非常に豊かな資料を見ていて、色々気づきがあるわけですね。

例えば5スライド目に「戦略的な値付け」への移行が必要だというコメントもあったのですが、こうしたことは恐らく企業様もお気づきになられているはずだと思うのですね。そうしたときに、これがなぜ進まないのかというところについてちゃんと議論をして、それが成長型コーポレートガバナンスとどう結びつくかというところを議論する必要があるのではないかなと認識しております。

具体的には、付加価値を付けることができる事業は何なのかというところの選別がしっかり企業内でできているのかどうか、それに対して価格付けを反映させることが本当にできるのかとか、そんなところを多分議論する必要があるのだろうと思います。

先ほどアクティビストの話も上がりましたが、ある会社の経営者と議論していて、アクティビストは脇が甘いところに突っ込んでくるのだよねという話をしていました。何を一番にやるかという、価格付けをしっかりと反映させる行動ができていない日本企業が多いので、そこを突くのだと、そういう議論もされていらったわけですね。そうすると、アクティビストができるのに何で日本企業さんはできないのでしょうかというところをやはりしっかり議論しなければいけないだろうと思うのですね。

あるいは、15スライド目で、設備の老朽率のお話が挙がっていました。日本だけ非常に老朽化が進んでいる、とこういう問題が挙がっていました。成長投資が必要なのは皆さん分かっているわけで、それはROEがダメだから成長投資ができないということでもないのではないかなと私は認識しています。むしろ成長機会として本当に企業が競争力を持つべき領域はどこなのだろうかというところをしっかりと絞り込んで、ステークホルダーと

の対話・エンゲージメントを通じてそれに対する理解を深めることが十分にできていない、というところが実は問題なのではないかと思っております。そんなところをどういう形である意味考えていくのかというのも論点かなあと 생각합니다。

その上で、私自身もこのタイプの調査をする中で、成長投資って結局、むやみにやれば良いということではなくて、戦略的にどこに張るのかというところをしっかりと考えなければいけないのだろうと思います。その資金源ってどこなのだろうというのを私は調べてみたのですが、多くの場合は、企業が生み出している利益が大半それを支えているということがあつたわけですね。そうすると、原資の部分をどのようにつくるかというところをやはりしっかりと議論しないと、恐らくなかなか持続可能な視点での改革にはならないのではないかなと思います。

また、三瓶さんのほうからも指摘がありましたけれども、資材とか無形資産、あるいは人的資本に関してどういう形でその進捗を測定するのかというようなインフラがないと、実はそうしたところがむやみやたらになされることにもなりかねないので、そうしたところって本当に整備できているのでしたっけ、できていないのだとしたら何が必要なんだっけということをしっかりと議論していく必要があるのではないかなあと考えております。

まずは以上でございます。

○沼上委員長     どうもありがとうございます。私は、授業ではプライシングとセグメンテーションを表裏一体だと教えているのです。マーケットのセグメンテーションができていない企業は価格付けもできないということをよく教えているのですが、まさにそういうところに問題があるのかもしれないなと思ひながら聞いていました。どうもありがとうございます。

ここで一巡して、私が喋るか代読かの順番ですけれども、まず代読でいきますか。

○松田課長     では、橋本委員と松田委員から意見書を提出していただいておりますので、簡単に御紹介させていただきます。

まず、資料4、橋本委員からいただいております。運用会社の議決権行使状況に関する課題という点でございます。

1つ目の●のところは、ブラックロックとして60の市場で議決権行使を行っている、全体を束ねる方針として、Global Principlesというものを策定しているということでございます。

2つ目の●のところでございますけれども、ブラックロックとして気を付けているのは、

箸の上げ下げまで規定するような細かなrule-basedのガイドラインにならないようにするという点。むしろ、その下、つぶさに状況を把握して監視・監督するという仕事は独立した社外取締役委任に任せるほうが望ましいというのが基本的な考え方である。逆に、少数株主が、例えば我が国で2,000を超えるような上場企業の経営陣のパフォーマンスを直接的に評価して、議決権行使において賛否を正しく判断するというのは難しい、時にはリスクが大きいと考えているということでございます。

3つ目の●は、ブラックロックとして世界の主な市場ごとに10種類の議決権行使ガイドラインを策定し公表されているということですが、業績基準が存在するのは実は日本だけという状況になっているという御指摘と、これは何で日本だけこうした業績基準を導入したかという経緯が4つ目に書かれておりまして、元々コーポレートガバナンス・コードが策定される以前は、社外取締役が十分な人数選任されていない場合がほとんどだったということで、この社外取を通じた間接的な監視・監督が機能しないのではないかと、いう中でこれまでは業績基準を出されてきたということですが、ここは社外取締役がかなり増えてこられている中で間接的な監視・監督が十分に期待できる状況になっているのではないかと、ということを書いておられます。

次のページのところでございますけれども、「他方で」というところで、取締役会の実効性にはブラックロックとして常にこだわりを持っているということで、特に社外取締役・監査役にかかる独立性基準については、通常取引所の独立性基準よりも数段厳格な基準を持って運用し、非独立と判断する社外役員に対しては例外的な場合を除いて反対票を投じているということと、独立性だけでなく、スキルセットや経験、兼職数なども重要な観点とを考えているということと、最後の点は、コーポレートガバナンス・コード策定から10年経って、社外取締役の増員、各委員会の設置、業績連動報酬や株式報酬の導入などかなり形は整ってきたのではないかと、いう中で、こうした少数株主にとっては社外取締役を通じた間接的なガバナンスが重要で、そのガバナンスの実質化を図っていくという観点が大事だろうということで、御意見をいただいております。

続いて資料5、松田委員からの意見書でございます。最初の意見のところは、コポガバの改革を振り返ってみると、道半ばと言われながらも、10年前と比べれば相応の進展がある。特に先進企業ではかなり積極的な取組が進みつつあるということ。他方で、立ち遅れている企業の間にはかなり差が生じてきているのではないかと。コポガバのあり方も、各社の違いを反映し、より実質的、原則主義的であるべきだろうと。特に成長志向型のコポガバ

の場合、よりその色彩を強く持って考えていくべきではないかということ。その成長志向型のコポガバにおいては経営者が提示する企業の将来像を巡る経営者と投資家との自由で健全かつ高質な対話の増加ということが重要になってくるのではないか。企業を統合的な視点から捉えて、こうした対話、有益な提言のできる投資家層の拡大、質の向上も重要ではないかという御指摘でございます。

後段、政策課題に関しても御意見をいただいております。多くの企業が自社の属する産業自体の非連続的な構造変化に直面しているという中で、産業全体の構造変化にかかる莫大なリスクを個社で引き受けないといけないといったことはかなりジレンマがある状態ではないかということで、プレーヤーの合従連衡などの促進も求められる一方で、イノベーションの第一歩を踏み出せるような「呼び水」的な存在を、特に重点的な分野においては政府が支援していくといったことも重要ではないかという意見書を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      どうもありがとうございます。

三瓶さんが既に札を立てているにもかかわらず、私からちょっとだけ喋らせていただきたいと思います。

2つテーマがあって、1つは、コーポレートガバナンスを成長志向型に変えていくというところのポイントだと思うのですが、私は前回の議事録を読み直していて、中田さんが指摘されていた経営者の自由度というか、裁量というところをどのように残すかという、その部分がやはり重要だなと思って見ていて、初めにサーブ打ってもらうためには、やはり思い切り色々自由に考えて、大きく変えるというその自由度がないと、提案もできない。そうすると、守りに回るととにかくお金返していくというだけの行動になってしまうのではないかと思うので、いかにこの裁量、自由度を前向きに確保するかということが私は重要だなと思って聞いていました。

今回のコンプライ・オア・エクスプレインのあれを見ているとほとんどコンプライ。これはある意味で、社会学系で言うところのインスティテューショナルリズムと言うのですが、制度的に皆同形化している、ほぼ同じ形になっていて個性がないコーポレートガバナンスに皆今なっていて、本当に必要なのは創造的な、自社にとって一番良い構造をどうやってとるかというところの工夫が大事なのに、何か形だけ走っていくという。これを社会学ではどのように言うかという、表向きだけ合わせて裏は全然実態変えないという

手をとる、デカップリングと言うのですけれども、オーガニゼーション・ファサードと言うのですが、表向きだけ、形だけ合わせて、中身を本当に変革しないという会社が出てきてしまうというのが一つの問題。

もう一つのポイントは、だから利益さえ確保していればあとは何していても良いみたいな感じになってしまう。これはまた良くない。やはり成長に向けてプレッシャー感じてもらうといけない。その構造をどうつくるかというのはまた課題だなと思って、ここから先議論させていただければと思います。それこそROEの基準なんかも、何%という基準も、①に対するROEと③に対するROEの要求の仕方って随分違うと思うのですね。そういうのもちゃんと区別しないで一律にしていけないなと思って見ていました。

あと、60ページからの資料が私は結構衝撃で、これを見ていると、60ページから見ていると、緑色のところが①ですね。これは業種ごとに、中神さんが前に言っていたけれども、PBR 1倍割れの会社大量にある業種というのがあるのだと。これは業種の問題なのかなと思っていたら、この次のページから見ていくと、アメリカとかへ行くと、業種の問題でないというのが分かってきて、これは業種ではないのだと。経営の問題かと。これはだから、選択淘汰されてダメな会社が退出しているのか、あるいは良い会社で古い会社もしっかり自己革新して大きく変わってきているのか、どちらだろうと。

本来日本企業は人材がいっぱいいて、大きな会社も自己革新できると思っていたのに、それが随分遅れているという問題もあるなと。③が新規事業でベンチャーが足りていないというものもあるのだけれども、大企業の革新性、大企業で大胆に革新するというタイプの経営者がやはり不足してしまっているかもしれないというのが、これももう一個問題だなというのをこの図から随分示唆を受けたなと思っています。この部分も改革しないといけないところだなと思っています。

以上で私の意見は終了ということで、2巡目に入って、いよいよ三瓶さんも待ちくたびれさせてしまって、すみません。どうぞ。

○三瓶委員 2巡目は論点2って感じですか。私、論点1で、皆さんの発言でちょっとずつコメントしたかった部分があるのですけれども。

○沼上委員長 全然構わないので、どちらも関連してしまうので。

○三瓶委員 では論点2はまた別途機会があると思って。さっき皆さんの話を伺っていて、今、沼上先生がおっしゃったのと絡むのですけれども、さっき唐木さんがおっしゃったことと関連して、目利きという問題も難しいというのがありましたけれども、自社の

ビジネスモデルに固有の説明の仕方というのがあって、そうすると、独自性K P I というのは必要なはずなのですね。これ、人的資本経営の議論で初めて、独自性K P I というのがあって良いよと公表されたんです。今までは比較可能な標準K P I ばかり求めているのですけれども、独自性K P I というのが登場してきて、それ、良いじゃないかとなったのですね。これがやはりもっとも必要なのだと思います。これは経営者の自由裁量の経営でもそれを説明する上で必要だと思っています。それが1つ。

もう一つは、日置さんがおっしゃった18ページのR & Dのところ、半導体とかああいうところが日本は負けているなということで、このビジネスモデルで、アメリカは圧倒的にファブレスが多いのですね。アメリカの半導体はファブレスが業種の3分の1か4分の1ぐらいあります。エヌビディアとか、ソフトバンクが買収したアームとか。ここはもうとんでもなく粗利が高いですね。だから、そういうのがあるからああいうふうに出る。日本はそもそもファブレスのビジネスモデルを選択しない。キーエンスぐらいですね、やっているのは。キーエンスは確かに非常に粗利が高い。そういう問題。

それと、さっき小原さんがおっしゃったところで、何で日本は短期なのとか純利益重視なのかというところで、これは結構流れというか、スタートが難しくて、元々稼いでなかったよねというところから始まる。子供に例えて申し訳ないのですけれども、宿題をやらぬ子供に例えると、宿題って何だといったら、資本コストをちゃんと超えるというのが宿題だとすると、宿題をやらぬ子供には、「宿題やったか」と頻繁に言いますよね。うるさいほど。だから、どうしても短期になるのですよ。それをちゃんとやっている子には、やってるなあと思って、「たまには遊べよ」と言うじゃないですか。

「たまには遊べよ」というのは、すぐに結果に反映するからではなく、人間としての幅など将来役立つ人間力への蓄えのためで、言わば企業にとっての長期投資で、もう自由にどうぞやってくださいという、それが違うのですよね。あまりにも多くの企業が資本コスト未達の状態だから、ちゃんと利益ぐらい出せよと繰り返しまめにうるさく言っている。利益、この水準ないとだめですよ。だから、議決権でもうるさいこと言って、R O E 何%という水準つくっちゃったというのも日本だけだし。企業群③はそんなこと言われなきゃいけないのという、そうでないのに、企業群③すらも一緒にされてしまっているというところが多分すごく大きな問題なのですね。

それとガバナンスのことにいくと、日本は攻めのガバナンスってスタートしたのに、成長志向のガバナンスになっていないのは、私は、一番の元凶は補充原則の4-11③のどこ

ろの取締役会の実効性評価への対応ではないかと思うのです。これ、日本に全く初めてでした。そもそも社外取いないのですから。実効性評価ってどうするのといったら、欧米のやり方を輸入しました。でも、欧米のガバナンスって、CEOが強くて暴走する。それにブレーキかけるために社外取がいるので、結構ブレーキ型のガバナンスなわけですね。その実効性評価を輸入すると、どうやって常に監視してブレーキかけるか、監視してるか、監視してますよとすると、暴走していないのにブレーキかけるという、何かあべこべなことが起こっちゃったというか、そういうことがあると思います。

もう一つぐらいあったのですけれども、忘れたので、ここまでにします。

○沼上委員長     どうもありがとうございます。暴走しない慎重な社長しかいないような状況で、暴走を止めるガバナンス・コードはだめだということですね。私も反省します。ありがとうございます。

どっちが先だか分からないけれども、とりあえず中神さんからで良いですかね。

○中神委員     今回の資料、大変充実していて、一言で言うと、日本の企業のパラダイムがやはり「御家の維持・存続」みたいなものになっていることがよくわかります。古い会社がすごく多くて、それらの会社は④の会社が多くてという、これは非常に強固な「均衡」なのだと思いますね。色々なデータで裏付けられていますが、位置付けも維持・存続が目的だし、動機付けもリスクテイクしても報いられるわけでないということだし、マクロ経済的にもデフレ経済だったと。これは新しい均衡に移ろう、成長志向型経済に移ろうとすると、そんなに簡単ではないと思います。今の均衡を破って新しい均衡に行くためには、相当な劇薬的な触媒がないといけないのかなと感じさせられました。「馬を川まで連れていくことができても、水を飲ませることはできない」ということわざがあると思うのですけれども、「今の均衡から成長型均衡に移って」とお願いしても、本気で変わるためには、人間の深い本性とか根源的動機付け、つまり「欲」か「恥」か「恐れ」にリーチするしかないと思っているのですけれども、それができない限り、水は飲んでくれないと思うのですね。

欲とか恥とか恐れにどうやってリーチするかというと、僕は、資本市場だけ・機関投資家だけに期待してもだめなのではないかなと感じています。資本市場がうまくワークするとしたら、④の企業を②に動かす。つまり、三瓶さんが言うみたいに、ちゃんと上場企業としての「宿題」やってねと、まだ宿題やってませんよねと押すことぐらい。そこを強くやるのがアクティビストで、それぐらいしか資本市場はできないのではないかなと思っています。一方、ここでもうひとつ期待できる市場があると思っています。それは何かとい

うと、経営権市場、経営支配権市場。つまり、M&Aですね。日本の企業社会の一つの特徴は、「同意なき買収」がめっちゃくちゃ少ない。そして、フォーリン・ダイレクト・インベストメント、FDIが少ない。つまり、企業が「意に反して買われる」ことが少ないのですよ。買われる恐怖がないと、あえて変わろう、水を飲もうと思わないのですね。買われる恐怖がないと、わざわざリスクとって成長して、というふうにならないと思うのです。なので、これを許容する。

例えば、②の企業というのは上場企業としての資本効率を達成するという規定演技はできている、宿題はやっているのだけれども、市場からの成長期待を得るという自由演技が全然できていない、ある種つまらない経営の企業です。このつまらない経営は④の人が買う。それによって成長させる。③の企業というのは、自由演技は非常に得意なのだけれども、規定演技がまだできていない。ただ、このゾーンの企業群は、前回言ったみたいに玉石混淆なので、金融投資家がそれをちゃんと目利きして長期投資するというのは結構難易度が高い。それより、その産業に属していて目利きができる事業投資家が、いやいや、この会社は、実はすごくポテンシャルがある企業なんだということで買う。こうやって④の企業が③を買う、②を買うみたいなことがない限り、欲とか恥とか恐れが刺激されなくて、結局、成長志向型に変わっていかない。劇薬が必要だというのはそういう意味です。

実はアメリカも、資本市場や機関投資家によってガバナンスが大きく変わったというよりも、経営権支配市場がものすごく大きくなったから、それで否が応でも変わらなきゃいけないなくなったというのが私の理解で、これを政策的に後押ししてはどうかと。M&Aの促進税制なのか、資金調達の容易性なのか、同意なき買収の容易化なのか、FDIをもっと呼び込むような非関税障壁の撤廃なのか、こういったものをやっていくというのが僕は政策的インプリケーションではないかなと思います。

当然、国家防衛的な視点とかセーフティネットをどうするかというのは、これは別途考えれば良いと思うのですけれども、とにかく馬が水を飲みたくなるような、飲まなきゃいけないようなものというのは、実は資本市場でなくて、経営支配権市場の確立ではないかと思っています。

○沼上委員長     ありがとうございます。これ、均衡といっても、自己再生的な均衡なのですよね、まさに。自己維持的。だから、ちょっと動かしたただけだと変わらないと思うのですね。それをどう変えるかというのはすごい大変なことだと私も思っています。

次は唐木さんですね。

○唐木委員     ありがとうございます。

先ほどから価格の話が出ているので、一時期、価格設定に関するプロジェクトをたくさんやって価格にハマっていた経験から、値付けは意外と難しいというところと、その先にちょっとした解があるかもしれない、ということもお話できればと思います。

価格を決めるときに、たしか前回には、自社の商品やサービスがお客様に対してどのような価値をもたらすのか、ということに基づいて価格を決めるべきだ、という議論があったかと思います。それはすごく大切な要素なのですが、実は、価格を決めるときには、全部で5つほど見なければいけないポイントがあります。

まず、今のバリューがその第1ですね、どのような価値を提供しているのか。次に、当然どれぐらいのコストがかかるのか、多くの場合にはコストにプラスでマークアップして価格を決めることが多いですけれども、コストもすごく大切です。

3つ目として、ヒストリカルという点が挙げられます。お水を今100円で売っています、これを明日から200円で売れますか、といっても実際には売れないですよね。110円がせいぜいです。過去に何をしてきたのか、ということに我々はすごく縛られるので、そこも見なくてははいけません。

4つ目がマーケットのポジショニング。私がマーケットで一番の支配的なプレーヤーであれば、私が提供しなければ市場にモノがないわけなので、ある程度自由に価格を決めることができます。一方で、私がプライステイカーで、トッププレーヤーに従わなければいけない場合には、自らは動きようがなく、トッププレーヤーが自社にとっても良い方向に動いてくれることを祈るばかり、ということになってしまいます。

5つ目が、まだまだ企業の皆さんの意識が薄いと感じるところなのですが、実は価格はポートフォリオだ、という点です。一つの企業でも色々なブランド、あるいは、ブランドの中で色々なラインを提供しています。先ほど話題に上ったとおり、セグメンテーションに応じてブランドを出したり、これは上位機種であれば下位機種です、あるいは、これは目的を持った商品なのでSKUが違うのです、といったように、価格のポートフォリオを考えていく、というのがとても大事です。

その中で、例えば消費財であれば、これはマージンは低いけれども、棚を取って認知を上げるための商品群です、同時にそこに合わせて、棚は取れないけれども、マージンが厚い季節限定の商品や結構なプレミアラインです、といったところを組み合わせることで、アベレージのマージンを上げていく、という組み合わせが大切になるわけです。

そこに最後に、ではどのように刺すのか、という、センスとかアートというところが組み合わさって、ようやく値付けができてくるので、価格を設定して動かすというのは、実は商品の上市からその後の価格改定まで、年単位でやっていかなければいけない、かなり複雑で、ハマるには面白いのですがかなり大変なテーマだ、ということを我々は認識する必要があります。ただ、戦略的に考えていくことで、時間は何年もかかりますが、価格を良い方向に変えていくことはできます。

そのときに大切だと思うのが、1つは攻めのファイナンスです。先ほど数字を持って経営していくことが大切だと申し上げましたが、ブランドマネージャーを超えて、その上のレベルで全体のアベレージのマージンを管理していくことができる人がいる、ということが極めて重要になります。この点は、日本企業では、まだまだ一つの商品やサービスを売ることがメインの命題になりがちなので難しいのですが、こうした視点を大切にしないといけない、ということが1点目の問題提起です。

2つ目として、「選択と集中」という言葉は止める方が良いかもしれない、と思っています。価格についてお話ししたとおり、ポートフォリオで考えていく場合に、選択して集中してしまうと、棚は取れるけれどもマージンが取れない、とか、マージンの率は高いのだけれども、棚が無くて認知度が低いので結局は大きなマージンが取れない、とか、そういったことが起きかねないわけです。むしろ、自分たちのポートフォリオを考えて、ストーリーを語り切っていけるか、ということの方が大事であって、我々の頭の中でこうした複雑性を認識した上でのディスカッションが必要なのではないか、と考えています。

以上です。

○沼上委員長     ありがとうございます。ヒストリカルというところは、多分今、インフレになり始めているというか、インフレになっているので、ここで価格改定の自由度が少し出てきている状況だと思います。打破できる可能性のある状況ができたので、ここで変えてくださいということだろうと思うのですね。私も授業で、例えば価格を下げるときは質を落とすという、あるいは質が上がるのだったら価格と一緒に上げる、これが定石だということを教えているのですがけれども、皆、質を上げて価格を維持するというのが体に染みついてきている人たちなので、そこ、どこかで直さないといけないと思いますね。また、前回中田さんおっしゃっていたと思うけれども、バリューチェーンというか、サプライチェーン全体に価格我慢していくというのが長く染みついてしまっていて、鮫島さんがやっていた下請Gメンみたいなところで、価格、ちゃんと変えていける、そういうサプライチ

ーションに変わっていきなさいいけない、そういうタイミングなのだと私も認識しています。どうもありがとうございます。

それでは、中田さん、どうぞよろしくお願いします。

○中田委員 先ほどの沼上委員長の御指摘からの提言なのですが、P B Rの1倍以上の日本の企業は、非常に低く出ている。確かに絶対値はそうなのですが、アメリカと比べると低い企業群は大体一緒なのですね。ただ、絶対値が低い。なぜ絶対値が低いか、様々な要因があるのですが、1つは、アメリカの企業はレバレッジが効いているのでR O Eが高く出るので、R O Eが高く出るということは、資本コストを上回る可能性が高いので、P B Rが非常に高く出る。

ではなぜレバレッジが効いているか、この要因は色々あるのですが、そのうちの一つに、日本は社債の市場が全然発達していないというのがあると思います。これまでの日本はどちらかというとオーバーバンキングで、銀行が強かったのと、あと、デフレが長く続いていたので、家計金融資産が銀行に集まっていたので銀行に潤沢に資金があったということが挙げられますし、あと、社債も金利がついていないので魅力がなかった。ところが、今後、インフレ経済に移行して、金利のつく世界になってくるわけです。

今まで銀行に依存していた、間接金融に依存していたことは、功罪両方あったと思うのですよ。やはり1つ良い面としては、多くの企業が資金の提供を受けられて、経営支援機能を果たしてもらえたことによって企業倒産が非常に少なかった。ただ一方で、競争環境を非常に緩めることにもつながってしまって、企業の淘汰は進まなかった。そして、社債の市場が拡大しづらかった。日本企業のレバレッジ経営はなかなか効かなかったという側面もあると思います。日本の社債市場って、御存じのとおり、A以上ですね。B B Bも若干ありますけれども、基本的にA以上。片や、例えばアメリカだと、B B以下のハイイーランドの市場だけでも210兆円あるのですよ。日本全体の社債市場が95兆円ですから、ジャンク債市場だけで日本の社債市場全体の倍以上ある。

ここから提言なのですが、社債市場の活性化は、日本証券業協会含めて日本の長年の課題です。ようやくインフレ経済に入っていくので、社債にも金利がついていくので、マーケットをつくっていかねばいけない。マーケットというのは売り手と買い手がいってマーケットって成立するわけですね。そうすると、今、B B格の企業というのはたくさんありますから、社債の発行したいところってたくさんあるのですね。ところが、今のところ買い手がいらない。ここからがまさに国が絡んで政策的にやってもらいたいことなので

すけれども、例えば機関投資家ですね。生保だとかG P I F 含む年金基金だとか、そういう機関投資家が一定程度、そのB B B 未満の社債を買うように促す、そういう制度を整備することで、売り手と買い手がマッチングして、少しずつ市場ができてくるわけですね。

市場ができれば、今度、家計金融資産2,300兆あるわけですから、そこからリスクテイクできる個人がそのマーケットに入ってくることができるので、日本でもそういうB B B 未満の直接金融の市場ができる。そうすると、そこを利用する企業が出てくれば、レバレッジも高まってきてR O E も高くなっていくというふうにつながっていくのではないかと思いますので、ぜひこのインフレ経済時代にはもう一回、日本でB B B 未満の社債市場の育成というものを制度設計、環境整備していくべきではないかと思います。

○沼上委員長      ありがとうございます。社債の問題もやはり非常に大きな問題だと思いますので、検討を続けていきたいと思います。

次は、オンラインで工藤委員、お願いします。

○工藤委員      ありがとうございます。私から、成長投資を促す戦略という方でコメントさせていただきたいと思います。聞こえますか。

○沼上委員長      聞こえます。大丈夫です。

○工藤委員      ぜひ政府には重点分野への集中的な投資促進策の打ち出しと民間企業の連携や統合・再編への後押しというのをお願いしたいと思います。既に日本成長戦略本部を立ち上げて戦略分野への制度措置について議論をいただいておりますけれども、各分野の戦略の解像度、時間軸にややばらつきがあると思われますので、投資効率と財政規律の観点を持ちつつ、成長ビジョンやロードマップを具体化していただいて、重要分野の中でもより選択的・集中的な投資促進を図れるような施策をお願いしたいと思います。

また、効率的な投資拡大に向けては官民協調による重点投資に加えて、投資主体となる民間企業の企業間の連携や統合により産業構造自体を効率化させ、投資の集中をさせていくことが必要ではないかと思っています。これは日本にとって特にこれから重要である人材の観点からもやはり企業間の連携・統合というのは非常に重要だと思っております、産業界の動きを後押しするような規制緩和などの検討余地があると思います。

また、今申し上げた点について、企業の連携・統合という部分については、非重点分野においても同様に非常に重要な施策ではないかと思っています。

それからもう一点が、先ほど中田様がおっしゃっていた社債市場の件につきまして、今回事務局のほうで参考資料をつくってくださっております。私も以前1度申し上げたこと

があるのですけれども、やはり社債市場の充実、また中田様がおっしゃっていたようなハイイールド、ハイリスクのところの社債市場の充実、リスクテイクしていく人を増やす、ということが日本企業の成長投資拡大に向けて重要ではないかと思っています。

もちろん、私ども銀行としても適切なリスクテイクにより企業の前向きな挑戦に伴走するべく日々努力しておるのですけれども、今回参考に記載いただいたような公的な制度というのが整備されれば、スタートアップから中堅企業まで、発行体の裾野拡大と量的な活性化につながると思われます。

ただ、もう一つ、リスクテイクをしっかりと自分でする人を増やさないとはいけませんので、保証については工夫の余地があるのかと思っております。例えば一部アンカバーにする人とフルカバーにする人でプライシングを変えていくようなオプションをつくっていくことで、質的にもリスクテイクの幅を拡大する投資家が出てくるのではないかと考えております。

社債については、既に経産省さんの他の勉強会にても議論をいただいていると認識しておりますけれども、今回の措置案のみならず、NISA対象の拡大なども含めて社債市場の活性化への取組というのはぜひ力強く進めていただきたいと思っております。よろしくお願いします。

○沼上委員長     どうもありがとうございます。ハイイールドのリスクのある社債の市場をどうつくるかというのは1つ大きな問題だろうと思います。恐らく、金が出てくるほうの側の、これは中神さん、前おっしゃっていたファミリーオフィスの問題とか、お金出すほうの、リスクテイクのチェーンですね。この部分の話というのはもう一つ大きな問題としてあるなと私も思っております。

三瓶さん、これはもう一回しゃべるという意思表示？

○三瓶委員     非常に遠慮しないとしゃべりにくくなった。論点2のところ、ここに書いてある方向性というのはそのとおりだと思うのですが、そのときに、この資料、前回資料もそうですけれども、結局、日本企業が横並び志向というか、そのようにならないように、だから、横並びを助長しないように、まずメッセージというのを出していかなきゃいけないだろうと。指針なり何にしる、何か発信するときに。これは非常に大事だと思うのですね。

そうすると、今、企業群①②③④と分けていますけれども、例えばそれ別にしたときに、企業群②はこうと言っているのだけれども、それは企業にばかり言うのではなくて、それ

を見ている資本市場の人にもそのようにこの企業群を見ないといけないよねと、発信先と  
いうのですか、メッセージを出す側は資本市場にも言って、実際のダイアログなんか持  
っても良いと思うのですね。どうしてそうなのとか、いや、ここはどうとか言うときに、  
ちゃんとその受け手として分かるように伝えていく。そういうのが大事だろうと。

もう一つは、企業群①、②、③、④の位置付けは一旦今の状態がそうであるだけであつて、それを動かそうとしているわけですよ。ですから、静的に捉えるのではなくて、動的なのだと。そうすると、今はここにいるのだけれども、ここから動く。そのためには何をしなきゃいけないか、するのかというK P I みたいのがあったら良いと思うのですね。それは4つの象限でK P I は違う。K P I を達成していくと、別の象限に移る。別の象限に移ったら、今度はまたその違う新しいK P I に変わるのだという意識を経営者が持たないといけないし、資本市場も持たなければいけないのですね。そうしないと新しい見方にならないので。さっきの、違うゾーンなのに、例えば企業群③なのにR O E 基準で議決権行使するっておかしいだろうとか、そういうことの問題が解消していかないといけない。

そうすると、企業の方がプラクティスを学ぶときには、同じ仲間の企業さんからのベストプラクティスというか、こういう苦労をしながらこう乗り越えたという話が一番響くのですね。なので、群に分けたところで、そこでのコミュニケーションというものを促すような仕組みというのにも必要だと思います。経産省がやっているもので、かなり企業が集まって意見交換活発にやっているものとして、人的資本経営コンソーシアムというのがあります。多くの企業が積極的に入っていて、自分たちのプラクティスを披露するとか。もちろんそこに投資家も入って、これが良いとかあれが良いとか言いながらフィードバックする。そうすると、良いと言われた企業がまたそれを他の企業さんにプレゼンするとか。そんな輪をつくっていく動きがあるので、そんなことも、先ほどの中神さんの劇薬に加えてあったら良いかなと思います。

○沼上委員長     ありがとうございます。横並びを助長しないように、この4セルにせつかく分けて議論しているので、これがきちんと色んな人たちに伝わって、投資家側も伝わっていくということがすごく大事だろうと思います。また、企業が①から③にいくのだとかいうようなときに、それなりのK P I というか、シナリオをちゃんと示さないといけないと思うので、その問題も重要なポイントだと思ってお伺いいたしました。

オンラインで、北尾さん、手挙げているのかな。

○北尾委員     ありがとうございます。ちょっと一言だけ申し上げたいと思います。

今、企業群の話がありましたけれども、弊社の場合、水環境、上下水関係の事業とか、国内は特に農業機械もそうですけれども、非常に粗利が低いというのが現状です。ただ、同じ農業機械でも、アメリカに持って行って売りますと、10ポイントぐらい利益率が上がります。これは現状、日本がずっと今までデフレで値上げができない、こういう状態が続けてきたわけですね。ところが、アメリカへ行きますとインフレで、非常に値段が上がって、利益を得ることができる状況であることはまず御理解いただきたいと思います。

そのような中で、会社のCEOがなかなかリスクテイクできないという話の中で感じるのは、やはりコーポレートガバナンス・コードで細かいところまで色々な縛りがあることや、東証から要請されているPBRの向上とか、これらが非常に大きなプレッシャーになってきていまして、そういったことで成長投資の議論もなかなか社内ですにくくなっていました。

ただ、先ほど申し上げたとおり、投資家さんと話をしますと、きっちりとしたストーリーを持って成長投資へ向けること、これを評価していただきましたので、その辺のストーリーづくりをしっかりとやって、目先にとらわれずに長期的な視点で経営できるような、関経連でも言っているような、各社の経営理念を核とした賃金、設備投資、研究開発、そして株主還元といったマルチステークホルダーへのバランスのとれた価値の分配の考え方を説明できるようなコーポレートガバナンス・コード、こういったものをしっかりと提案していただければと思いました。

以上です。

○沼上委員長　　どうもありがとうございます。またどこかで長期目線の投資家とどういう対話があったのかを紹介していただけると大変勉強になるなと思いますので、よろしく願いいたします。

宮島さん。

○宮島委員　　すみません、2巡目で。今日の資料でちょっと指摘が薄めになったかなという点を少しだけ、一般の立場から申し上げます。

成長投資がすごく必要だということは分かるのですが、普通の投資家の目から、その成長投資をした結果、ちゃんと実があったかどうかということがちゃんと分かることも必要だと思います。一番は、人的投資をしている、それそのものに減税もあるのですが、往々にしてあるのは、人的投資をして研修しました、あるいは、社員を海外に出しました、だけど、戻ってきたら、それがまるで何だったか分からないような配置になっ

とか、リスクリングをしているのに、そのリスクリングしていることが全然組織の変革に結びついてないで、とにかく研修はやっていますみたいなのところにとどまっているところが意外と多いのではないかと思います。

なので、コンソーシアムなどでそこは議論されていると思いますけれども、人的投資をしたからには、その人的投資がちゃんと次の成長に結びつくということがちゃんと示せるということが1つ大事かと思います。

イノベーションもそうで、1つ、知財は一時すごい話題になりましたよね。知財はすごく大事で、無形資産というのを評価していくことが大事だと思うのですが、数年前にその話題が割と盛り上がった割には、知財をちゃんと評価する組織というのが立ち上がっていなかったり、融資とかの根拠に必ずしもなっていない、そこが十分でないところがあると思いますので、その辺りも目配りが必要かなと思いました。

○沼上委員長　せっかく勉強させてきたのに全然活用してないとか、そういうのがないようにしっかりやっていないといけないと思いますが、日本企業、随分ばらつきがあるので、しっかりやっている会社もいっぱいあるのですけれども、できてない会社も確かにあるということだと思います。どうもありがとうございます。

山口さん、どうぞ。

○山口委員　ただ今、宮島委員から企業変革に向けたリスクリングの実効性について課題提起がありました。この課題には、人材ベースで考えると同時に、企業戦略に基づくポジションベースでも考えていくことが必要と考えます。企業が成長していく中でどのようなスキルの人材がどれだけ必要かということはある程度事前に想定できます。例えば100名規模の企業になるのであれば極論100個のポジションができます。そのポジションごとに現在の社内人材ベースで充足できるかどうか、充足させるためにどのような教育が必要か、という形で、企業戦略やポジション起点で考えていくことが必要と考えます。無論、今いる人材をベースに、海外で経験を積ませようとか、何かを学ばせようとか、そういったアプローチから新発見がもたらされるケースもあるとは思いますが、基本として戦略やポジションのベースがない限り、現在、宮島委員がご指摘になった問題はなかなか解消しないのではないかと思います。また、そのような戦略やポジションのベースが明確になりますと、そこに求められるスキル、そして給料も定義できます。このスキルを身に着け、ポジションに就くことができれば給料が上がる、ということが社員にも可視化されますので、社員としても、そのスキルを身につけて頑張ろうとなるわけです。逆に提示されたポジシ

ョンリストの中に自分の目指したいものがなければ、社外に仕事を探す、ということを促すことにもなります。これは言葉で言うのは簡単ですが、実行していくのは社員の感情面まで考えると厳しいものがあります。しかし中長期的には、マッチしない仕事に長く過ごすようなことを防げて、その社員の方にもプラスになったというフィードバックもあります。そういった人事運用をどこまで日本企業で展開していくかというのは、一つの判断なのかなと思います。

○沼上委員長     どうもありがとうございます。もう随分時間が経過して、ここでオブザーバーの方からもし御発言があれば。

まず、加賀谷さん。

○加賀谷委員     申し訳ありません。オブザーバーに話を振るところをこちらに戻してしまいまして大変失礼しました。

先ほど宮島さんのほうから、知財を評価するタイプの人、あるいはそうしたところがしっかりメカニズムとしてないのではないかというお話が挙がっていたので、1点だけ補完させていただきたくて。

というのは、三瓶さんや中神さんなんかにも入っていただいていますけれども、内閣府で私が座長をお引き受けしているプロジェクトを進める中で、知財・無形資産の評価の重要性を意識した表彰制度の導入なども実施しています。必ずしもそのスタンダードを創るところまで至っていませんが、そうしたことを促すコミュニティは徐々に整備され始めています。ただしここはまだまだ活発ではないので、そこをしっかりとやらなければいけないというのが1点補完させていただきたかったポイントです。もう一つは、ではそうしたところのスキルをどういう形で、単に企業サイドだけではなくて、資本市場サイドにも広げていくのかという論点は非常に重要だと思っていまして、先ほど、26スライドのところにも技術研究というところで賃金のお話が挙がっていましたが、ここで物語っているのは、恐らく技術だとか知財についてしっかりと企業の競争力に結びつけるような人材が育っていないということかもしれないという仮説を私は持っています。それは企業サイドもそうかもしれませんが、投資コミュニティにもしっかりと育っていないのではないかとこのところを認識しておりまして、そんなところをぜひ論点2の中でしっかり議論していったほうが良いのかなあと思っておりました。

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。オブザーバーの方の御発言はございます

でしょうか。

もしないようであれば、事務局からいくつかコメントで返しておいたほうが良いことがあるのではないかと思いますので、よろしくお願いします。

○松田課長     ありがとうございます。

1つは33ページで、還元額が、2024年、急激に増えたというところでございます。これは全て分解されて整理されているわけではないのですけれども、1つは、先ほどもありましたように2023年の3月に東証のほうから、資本コストですとか株価を意識した経営ということを要請されている。ただ、東証の要請の中では、自社株買いを推奨しようとかいうことは全くなくて、それをやってくださいみたいなことではなくて、まさに資本コストと株価を意識した経営を進めてくださいということで要請されている中で、経営者の方のマインドなり投資家のマインドが高まった面も1つ、時系列的にはあるのかなと認識しております。

あと、社債のところは河原課長からもし何かあれば。

○河原課長     産業資金課長の河原でございます。

本日の御議論の中で、中田委員、工藤委員から社債について、とりわけハイイールド債市場の立ち上げについて御指摘をいただきました。ありがとうございます。その中で、機関投資家、アセットオーナーによる購入拡大の重要性も強調していただきました。本日参考資料として後ろのところでお示ししている制度論の中では、主に投資家サイドを後押しする仕組みとしてツーステップ社債、これは金融機関による社債引き受けを後押しするためのバックファイナンスでございます。また、主に事業者サイドを後押しする仕組みとして社債管理者設置義務の免除、これらを検討しております。

こうした制度論に加えまして、本日委員から御指摘いただきました課題に正面から対応できるように、検討、それから働きかけを進めていきたいと考えております。ありがとうございます。

<閉会>

○沼上委員長     ということで、もう残り5分なので、ここで終了するということになっていくわけですが、本日は、やはりベツナナは良いなとつくづく、ここのほうがリラックスして、普通に色々議論できて良いなというのが私の率直な感想であります。色々と他の方の意見に触発されて、また色んな意見が出たという感じだったと思うので、ぜひ

次回からもベツナナを予約してもらいたいと強く願っているところであります。どうもありがとうございました。

○松田課長　　本日はありがとうございました。

小委員会の資料につきましては、会議終了後、経産省のホームページに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公表させていただきますと思います。

次回の日程につきましては、現在、12月8日13時から15時でお願いするということで考えております。追って、詳細はまた事務局のほうから御連絡差し上げたいと思います。

それでは、本日の小委員会はここまでとさせていただきます。本日はどうもありがとうございました。

——了——