

第7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12月8日（月）13:00～15:00

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、北尾委員、後藤委員、三瓶委員、中神委員、日置委員、
宮島委員

【オンライン】加賀谷委員、工藤委員、小原委員

（欠席：中田委員、橋本委員、松田委員、山口委員）

<オブザーバー>

【対面】公益社団法人日本証券アナリスト協会

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

2. 議題

- ・プレゼンテーション①（富士フイルム株式会社）
- ・プレゼンテーション②（東京ガス株式会社）
- ・プレゼンテーション③（ブラックロック・ジャパン株式会社）
- ・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、ただいまから産業構造審議会価値創造
経営小委員会を開催させていただきたいと思います。

本日の冒頭の進行を務めます松田でございます。よろしくお願いいたします。

まず、開会に当たりまして畠山局長より一言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。本日は御多忙の中、価値創造経営小委員会に御出席いただきましてありがとうございます。

これまでの御議論を踏まえまして、本日は富士フイルム株式会社、それから東京ガス株式会社、ブラックロック・ジャパン株式会社の3社から、中長期的な企業価値の向上に向けた具体的な取組を御紹介いただくこととしております。ありがとうございます。これまで客観的なデータを中心に議論を重ねてまいりましたが、現場の具体的な御経験、あるいは課題も伺いながら論点を更に深めていきたいと考えております。

高市政権の下、今年の11月21日には総合経済対策が閣議決定されました。その中でこの小委員会で御議論いただいている内容とも整合的な形で、中長期の企業価値向上を後押しするため、成長投資促進ガイダンスを策定する方針が明記されました。本日のプレゼンテーションの後には、事務局よりこれまでの論点整理を提示させていただきたいと思いますので、率直な御意見を賜れば幸いです。

前回に引き続きまして、委員の皆様には日本企業が中長期で持続的に企業価値を高め、強い日本経済の実現につながるよう、成長志向型のコーポレートガバナンスの在り方、並びにそれを支える施策の在り方について、忌憚のない活発な御議論を賜ればと考えております。何とぞ本日もよろしくお願い申し上げます。

○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。

次に、配付資料の確認を行います。本日もペーパーレスで進めさせて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・配付資料一覧、資料2が委員名簿、資料3が富士フイルム様の御説明資料、資料4が東京ガスの御説明資料、資料5がブラックロック・ジャパン様の御説明資料、資料6が事務局の説明資料ということで、6種類の資料を用意させていただいております。

今回、まず中長期的な企業価値向上に関する考え方につきまして、富士フイルム様、東京ガス様、ブラックロック・ジャパン様の計3企業より御説明いただければと考えてございます。富士フイルム様には、将来のキャッシュフローの検討、事業ポートフォリオの管理、バイオ・創薬事業などの新規事業、イノベーション創出に向けた取組などにつきまして、東京ガス様におかれましては、成長投資に向けた資金調達の課題、株主還元とのバランスでありますとか、投資家との対応や在り方についてプレゼンいただく予定でございます。ブラックロック・ジャパン様には、グローバルな議決権行使の基準でありま

すとか、取締役への期待、取締役の独立性、ROE等の指標の使い方について御説明いただく予定でございます。

ここからは沼上先生に議事の進行をお願いできればと思います。よろしくお願いいたします。

<プレゼンテーション①（富士フイルム株式会社）>

○沼上委員長 どうも皆さんお忙しい中お集まりいただきまして、ありがとうございます。また、今日プレゼンテーションされる方々は随分御準備いただいたようで、どうもありがとうございます。

それでは、議事に入りたいと思います。各プレゼンテーションを 10 分程度想定しております、その後 15 分程度の質疑応答を 3 つ繰り返すというやり方をした後で、事務局の説明資料で 1 人 3 分ぐらいお話しいただく。大体そんな感じのスケジュールで進めていきたいと思いますので、よろしくお願いいたします。

まず、富士フイルムより後藤委員、よろしくお願いいたします。

○後藤委員 富士フイルムホールディングスの後藤でございます。

今回、コーポレートガバナンス、成長志向型ということで、当社にお話がありました。当社は積極的投資をしているということで、今回御指名になったのかなと思っております。

今日は富士フイルムグループの変革を振り返るとともに、短期的な数字だけでは表れない稼げる会社、強い会社、海外の一流企業に対して当たり負けしない会社になるために今行っている挑戦について御紹介したいと思います。よろしくお願いいたします。

今日のアジェンダです。まず、富士フイルムの概況、事業展開について、これからどのような会社に仕立てていこうとしているかというのをお話しさせていただきます。

当社は、1934 年に総合写真感光材料メーカーとしまして誕生しました。国産のフィルムがない中で、ほとんど国策のような形で出来上がった会社でございます。

現在は幅広い事業展開をして、ポートフォリオの変革を成し遂げましたが、創業から 91 年間、挑戦と努力の歴史でございました。特に西暦 2000 年ぐらいまでは世界の巨人、イーストマン・コダックに追いつけ追い越せというチャレンジの歴史でもございました。

左のグラフにございますように、カラーフィルムの需要は 2000 年をピークに、デジタルカメラ、携帯電話の普及によって毎年 2 割から 3 割ぐらい需要が急速に減少し、僅か 10 年間で 10 分の 1 まで減少しました。そのインパクトの大きさというのは、例えば 1990

年の数字なのですけれども、売上げが1兆649億円で、営業利益が1,777億円。17%ぐらいの営業利益を稼いでいました。日本国内で7割以上のシェアを持っておりましたカラーフィルムなどの写真材料が、今言った売上げの6割、利益の3分の2を占めていたということでした。

その当時言われたのが、自動車メーカーは自動車がなくなったらどうするのか、鉄鋼メーカーは鉄がなくなったらどうすればいいのか、ということです。それに近いぐらいのインパクトで、本当に本業喪失という危機に直面しまして第2の創業を断行してきました。

右の図を御覧ください。当社の2000年以降の改革を私なりに3つの区分に整理します。まず2000年代、写真フィルムに代わる主力分野について、ヘルスケアを中心に幅広く探索してきました探索期。次の2010年代、探索によって手がけた新規分野の中で、継続投資する事業を研ぎ澄ました検証期。最後に、私がCEOに就任しました2021年、それまで強化してきた事業ポートフォリオをベースに、富士フィルムの未来をつくる新たな成長投資期に今入っていると考えております。

ここまでの事業構造の転換は、実は25年かかっているのです。社長でいったら4代、CEOでいったら2代、これが同じ目線で試行錯誤を繰り返しながら、同じゴールを目指し突き進めてきたからこそなし得た結果でもあります。事業転換は急ブレーキとアクセルを同時に踏みながら前進するという、ほとんど極限の世界なのです。当社の歴史はそれに挑んできた歴史でもあります。決して簡単なものではございませんでした。製造業の場合、長期成長投資を、経営層が腹を据えてゴールを描いて、遂行していくことが非常に重要、肝要であると考えております。

こちらは現在の事業ポートフォリオなのですけれども、第2の創業を経て、富士フィルムはヘルスケア、エレクトロニクス、ビジネスイノベーション、イメージングの4つのセグメントで幅広い事業を展開する会社に生まれ変わりました。当社の事業は、もともと写真事業で培った技術の下で事業の多角化とともに大きく進化してきた独自技術を共有しております。

全ての事業を支える技術の裏づけがありまして、その技術が植物の根のようにつながっており、一切飛び地がないということでございます。そして、人的リソース、キャッシュなど経営資源のメリハリをつけて各事業に配分するとともに、当社が強みとする共有の技術を活用することで、効率的に事業を展開し、会社全体での成長を実現する事業ポートフォリオを構築しています。

2021 年、私が社長に就任しましてから稼げる力をつけて、稼げる会社となることを重視してきました。稼ぐ力というのは今すぐ利益を生む力ではありますが、稼げる会社というのは将来利益に変える可能性がある力を育てていくということを意味しています。2021 年に 2023 年度をゴールとする中期経営計画 VISION2023 を策定しました。当初計画した売上高 2 兆 7,000 億は、1 年前倒しで達成するという成果を挙げることができました。これは、各事業の今現状で稼ぐ力、それから将来にわたっての潜在能力、稼げる力が確実に高まってきたことに加え、目標を高く掲げて、それを本気で達成しようとする挑戦的な姿勢が組織全体にイノベーションをもたらした結果だと考えております。

昨年度から 2030 年を最終年度とする新たな中期経営計画 VISION2030 を推進しております。最終的な売上高の目標は 4 兆円、営業利益が 15%以上を目指しております。この目標を達成するには、単なる既存の延長線上の発想ではなく、大胆に未来を切り開く力が必要でございます。既存の延長線上の発想から脱却しまして、自ら変化をつくり出すことができる、これが当社のパワーの源泉でございます。大胆に発想、行動し、自ら変化をつくり出すことができるメンバーをどれだけ育てていけるか、それも私の仕事でございます。「数値にこだわり過ぎればコンサバになるが、やりたいことをやると考えたときに人は大胆になれる」これは私の持論でもございます。

当社はパーパスを昨年制定いたしました。現在、世界で 272 社、従業員が 7 万 3,000 人います。この社員が共通して目指す旗印、磁石のようなもの、昨年 1 月の創立 90 周年を機に、グループパーパス「地球上の笑顔の回数を増やしていく」を制定いたしました。企業の使命は、事業を通じた社会課題の解決であり、それを実現するためには社内にイノベーションを起こし続けることが必要。また、イノベーションを起こすためには、従業員一人一人が志、アスピレーションを持つことが大切だと思っております。アスピレーション、志を持ったやる気スイッチが入ったメンバーをどうやって増やしていくか。それを社内に浸透させるべく、私自身、1 年半で 31 ヲ所 1 万 9,000 人の各国の従業員とタウンホールミーティングを行いました。また、役員を入れて世界中で 180 回ぐらい、社員の半分以上と、直接タウンホールミーティングで色々対話を行ってきました。

やる気モードのスイッチが入ったメンバーが 6 割にもなれば、かなり強い企業と言えるのではないかと思っておりますが、毎年行っているタワーズワトソン社によるエンゲージメントサーベイで、当社はロイヤリティーとか会社に対するポジティブな意見が世界で 81%。これはすごく高い数字だと思います。

これからも額に入れたお飾りのパーパスではなくて、従業員一人一人が志、アスピレーションを持ってイノベーションを多数創出するために、まずはプリンシプル、行動原理とプラクティス、実践に結びつく活動を現在も続けております。

さて、ここからは経産省から依頼されました事業ポートフォリオ管理とキャッシュアロケーションについて当社のケースを御説明いたします。

まず、当社の事業ポートフォリオの管理に関して説明いたします。当社は、2030 年のあるべき姿に向けて、収益性と資本効率を重視した経営により、企業価値を高めていくというのが一番の目的でございますが、市場の魅力度と自社の収益性の2軸で事業ポートフォリオを管理しております。

安定的な市場と当社の高い競争力が両立している右下の基盤事業をキャッシュカウと位置づけております。この事業で獲得した経営資源を中期的に当社の成長を牽引する右上の成長事業及び成長が期待される左上の新規／次世代事業、長期視点での種まきに投資をしております。

また、成長性、収益性の観点で、左下の価値再構築事業と位置づけた事業については、収益性の改善や事業価値を高める戦略を策定、実行し、右下の基盤事業へのシフトを図っております。

この実現のために、全ての事業の営業利益率、事業と申しましても細かいユニットを含みますが、10%以上を実現していくと。言葉を変えれば 10%以下の事業ユニットはなくすことを管理指標としております。

また、資本効率の向上にはROICをKPIとして重視し、投下資本効率を上げるとともに、最適な資本政策を組み合わせることでROEの向上を図ってまいります。

次に、キャッシュアロケーションについて 2026 年 3 月期を例に御説明します。2026 年 3 月期は、営業キャッシュフロー及び財務規律を維持しつつ、有利子負債で調達した資金を活用し、約 5,300 億円規模でヘルスケアや半導体材料を中心とする成長のための設備投資を継続しております。

第3回の小委員会で話題になりました中神さんがおっしゃいました「あごが外れるほどの投資」という観点で言えば24年から26年の3年間で1.9兆円の成長投資へ振り向けております。このうち1.6兆円はバイオCDMO、半導体材料を中心とした新規・次世代成長事業に対して集中投資をする。現在進行中でございます。

ヘルスケアへの設備投資は、2025 年 3 月期でピークアウトしております。これからは

バイオCDMOの新設備の稼働によるキャッシュの創出を見込んでおります。

次に、成長投資と株主還元のバランスについて御説明します。当社は、株主還元方針として、事業成長及び財務規律のバランスを保ちながら、配当性向 30%目安に、16 期連続の増配という安定的かつ継続的な配当を実施しております。また、自己株式取得につきましては、キャッシュフローや株価の状況など総合的に勘案し、機動的に検討、実施してまいります。

右側のグラフは、第5回の小委員会で経産省から示された資料の抜粋ですが、③のグループ、つまり成長期待は高いが、まだ資本収益性が低いと分類されるグループに関して、日本では6割の企業が配当を行っていますが、米国では2割強程度の配当実施となっており、約8割は直近の配当を抑えて、その分を将来投資に向けているのではないかと推察されます。

経産省の説明があったように、成長余地のあるケースは還元よりも成長投資を優先したほうが良いと思われれます。日米の比較からすると、短期的な還元よりも積極的なチャレンジをして、企業価値を上げていくということが日本でもっと評価されても良いのだと思っております。

これまでの説明でもお話ししましたとおり、事業転換を行っているような経営では、中長期的な視点で成長投資を行っています。そのことを経営者自身もしっかり進捗報告を開示、説明するので、機関投資家の皆さんにもぜひ中長期的視点で見ていただけたらなと思っております。

製造業の場合、開発投資から回収まで最短を目指してはいるのですが、ある程度時間は必要であることを御理解いただければと。目の前のKPI上昇だけに優先し、次の種まきをやらない会社は、いずれ問題になるのではないかと思います。我々のライバルだったイーストマン・コダックがChapter11となり、当社が生き残っているのはその証左かと思えます。

最後に、政府に取り組んでいただきたい重要施策課題として、高成長期待企業を増やすためのイノベーションエコシステムについてお話ししたいと思います。

今回の話題を説明するに当たり、バイオ医薬品産業を例に説明したいと思います。まず左の図を御覧ください。欧米はバイオ医薬品の産業エコシステムが大きく循環し、日本や韓国などを引きつける吸引力を持っています。基礎研究、創薬から生産、販売までのサイクルが欧米の中で循環し、欧米で生産されたバイオ医薬品は世界へ輸出されています。

一方、右の図の日本では、基礎研究では一定程度国内で実施できているものの、その後の臨床試験から生産、販売はほとんど海外に流出しており、産業エコシステムが日本国内で循環しないまま現在に至っております。特に生産が海外に流出している影響により、貿易収支は何と 1.7 兆円の赤字となっております。日本の産業エコシステムを育成し、サイクルを回すためにグローバル基準の日本バイオ医薬品製造事業、CDMO を立ち上げることがポイントで、日本国内で生産体制が整うことが産業エコシステムを循環させる起爆剤になると考えております。また、こういった大胆な産業育成を進める上で、補助金、税制優遇、新規製造設備の加速償却など、政府主導の支援が重要だと考えております。

最後のページです。そして、バイオ産業のエコシステムが欧米で出来上がった中、図に書き込めなかったポイントとして、高度人材育成の話があります。まず、左のアイルランドでは、2011 年に設立された「国立バイオプロセス研究研修機関」において、実際の商用生産で使用する機材を用いて高度なトレーニングが実施され、多くのバイオ人材を生産拠点に輩出します。この分野だけで何と 4.8 万人もの雇用を創出しております。

また、右に移りますが、医薬品大国の輸出額が世界トップクラスの約 19 兆円を誇るスイスですが、スイス工科大学などがすごく優秀な学生を排出し、企業は付加価値の高い人材として高い給料を支払っております。それぞれの平均給与を比較しますと、スイスは日本円に直して 1,600 万円ぐらい、日本は 480 万円ぐらいということで、大きな差がついております。

ここにお示しした例で肝心なのは、まず産業政策として延ばしていきたい産業、付加価値があって高い給料が払える日本が勝てる産業を国が明確にすることだと考えております。こういった重要産業の早期立ち上げ、スケールアップに向けて、政府は全力で後押しする。大学公的機関などでも重要分野を担う人材を多く育成すると。このことにより産業が育ち、産業が強くなり、賃金上昇も含めた産業発展の好循環が実現できると思います。新たに発足した高市政権では、重点投資対象 17 分野を掲げております。これは大変ポイントを絞った積極的なアプローチではないかと私は高く評価しております。こういった分野に対する国の積極的な政策を期待したいと思っております。

私からの発表は以上でございます。

<質疑応答>

○沼上委員長 どうもありがとうございました。つつい聞き入ってしまいましたが、

質疑応答に移りたいと思います。10 分程度の質疑応答にしたいと思いますので、皆さんから御質問、コメント等ございましたらぜひ。どうぞ。

○北尾委員 クボタの北尾と申します。今までオンラインで参加させていただきましたけれども、まだまだついていけないところがありますが、よろしくお願いしたいと思います。

今のお話、大変ありがとうございます。先ほどおっしゃった 20 年間くらい 4 代にわたって構造改革に取り組まれた間には、株主様とか投資会社との対話で色々苦勞されていたと思います。そういったときに短期を求めずに長期を見てくれと色々おっしゃったと思うのですが、そのあたりの御苦勞から、今後我々がコーポレートガバナンス改革に取り組むにあたってこういった提言を入れていったら良いのではないかというところをお話しいただければなと思います。

○後藤委員 25 年間でリーマンショックがあったり、色々な波があつて、V 字で回復するかなと思つたらもう一回落ちたり、色々あつたのです。ただ、投資家の皆さんとは、先月ニューヨークに行つて、先週までロンドンに行つて、I R の話をしてきました。長期的に当社の株を持っていたらいる投資家の皆さんには、聞かれたことは進捗度合いなどを開示しつつ、場合によってはもうちょっと時間がかかるということを誠実に伝えながら、信頼関係を保つと。

投資家さんでも色々あるのですが、我々の考えを理解いただける投資家さんはどこなのかということをしなげら、そういう方々と積極的に付き合つていくことが会社としての方向性をちゃんと定められるのではないかと思っています。

事業ポートフォリオを転換したといつても、今でも満足されていないですから。これどうするの、あれどうするのといっぱいありますけれども、その中で何がベストなのか、事業ポートフォリオを常に考えながらやっております。

○北尾委員 クボタでも今色々な事業をやつていまして、色々言われております。将来の絵がはっきり見えなかつたときもあると思うのですが、バイオとか新しい事業を構築されている。特に 10 年前とか 15 年前は苦しかつたのではないかと想像しますので、また教えていただければと思います。

○日置委員 C F O 協会の日置と申します。すばらしいプレゼンテーションありがとうございました。

日本企業の中でも転換された数少ない企業と思っております。10 年以上前にも経産省

の再生課だったか資金課で事業再編の案件をやらせていただいたときも、インタビューでお伺いして、どのように転換されているのかヒアリングさせていただきました。それから更に進化されていて、本当に素晴らしいと思いました。

1つお伺いしたいのは、事業ポートフォリオ管理のところで、少し即物的な御質問になるのですが、こういった議論を社内のマネジメントの方々はどうくらいの頻度、あるいはどういう会議体でやられているのか教えていただきたいです。というのは、会社によっては半年に1度、投資委員会を設けて、ポートフォリオの話をしたり、昔外資にいたこともあるのですが、彼らの話を聞いていると、四半期でビジネスレビューをぐるぐる回している中で、その中で事業部門として買いたいところとか売りたい事業を経営のルーチンの中で出し、それをマネジメント全体で共有しながら、どこに張るか、どこを押さえるか議論していることを耳にしたことがあります。可能な範囲で結構ですので、そういったところをマネジメントの方々がどのような形で思考を回しているのか、他の企業にも非常にヒントになると思いますので、御回答いただければ幸いです。

○後藤委員 事業によってサイクルが違うのですが、やはり今調子が悪い事業は頻繁に話が出てきまして、それは投資家にも言われていまして、どうするのだというところで、社内での議論は四半期ではなくても取締役会、それから日常の経営会議、執行役員会とかでかなり出てきます。

あとは、M&Aは当社の中でもどんなところがというのはリストアップしているのです。タイミング良く出たら声をかけてとノックをしているのですが、その辺があります。難しいのは売却するほうです。今まではそんなに大きくないのですが、当社のポートフォリオに合うようで合わなかった例として、自家細胞を使った皮膚などの再生医療の会社であるジャパン・ティッシュエンジニアリングや、買収した日立さんの持っていた電子カルテ事業などがあります。小さい売却はやっているのですが、大きい売却をやろうと思うとかなり力仕事で、なかなか言えないですから。自分で決めて色々意見を聞いたり言ったりしながら、どこかで決断して言わないといけないのだと思います。

他社の事例を伺っても最終的には経営者が決断しないとおさまらないと。今ポートフォリオが変わってきたからといって終わったわけではなくて、どう変えるかということは絶えず考えているということをいつも投資家の皆さんに説明して安心していただくというところが肝心かなと思います。

○沼上委員長 ありがとうございます。オンラインで工藤委員の手が挙がっているよう

ですが。

○工藤委員　大変示唆に富んだ御説明をいただきまして、ありがとうございます。

人のところで少しお伺いしたいと思ったのですが、25 年間にわたり何代もの経営者の皆様が社内で危機感をしっかり共有しながら、事業のポートフォリオを変えていて、また人の質も自ら変化をつくり出すような人を育てたということなのですが、自ら変化をつくり出すという意味には、マインドセットと専門性が含まれていると理解したのですが、専門性は従来の自らのビジネスの中では培われない専門性を持った人も生み出さなければいけないということで、14 ページにあるアイルランドの例を挙げてくださったのかなと思ったのです。

アイルランドの例などが結局国がやって、それが企業の役に立つようにするためには、ある程度国と企業が今後育てていく産業の目線をしっかり合わせて、企業も発信するし、国もそれを聞きながら育てていくような体制があることが望ましかったとお感じになられたと理解してよろしいのでしょうか。

○後藤委員　まず1つは、当社はポートフォリオを変えましたが、人事異動で異なる事業領域にいた人間に違う事業部門を担当させることは可能だと考えています。例えばイメージングをやっていたのが急にバイオCDMOのトップをやるとか、アメリカの代表をやっていたのが半導体材料のトップをやるとか、そういう事例は当社内では数々あり、半年ぐらいたてば大体の基礎知識と勝負勘が分かりますから、たこつぼ化するよりも違う目が入ったほうが良いと考えております。

私が今アイルランドの話をしたのは、より実務レベルの話です。結局日本にいるバイオ医薬品の人材は、皆製薬会社さんが何十年かけて育て上げた人が社内にいるだけで流動性が全くないのです。ということは量が全然足りないのです。富士フイルムの中でも鍛えていますけれども、その量では足りないというところから、ぜひ日本でバイオ医薬品の産業をクラスター化して、大きなものにしていくためには、生産を扱える人材とか、品質保証をマスターしている人材というものを大量に送り出してもらう。今半導体でも似たようなことが起きて、熊本の大学で一生懸命やっていますけれども、そういうことを今回バイオの重点項目に入れてもらっています。国全体のレベルでもそういった考えを入れていただければと思います。

我々は、富山で今工場を建設して、来月最初の竣工式をやるのですが、富山県立大学にある寄附講座への教授採用をサポートするなど、バイオ医薬品製造に精通した人材

を地元でどれだけ増やせるかということを一生涯懸命やっています。

それともうひとつは、バイオ医薬を富山でやると言った瞬間に、採用がそれまで北陸3県からしかなかったのですが、それが全国レベルになったと。大学では生物をやっていたり、農業をやっていたり、違う分野だったけれども、新たに多くの応募があり、富山県知事からも非常に感謝されました。

ということで、アイルランドの件はそうのようにやっている国がありますよというところで、日本も同じようなものがあればこの産業は伸びますよと例として出させていただきます。

○工藤委員 ありがとうございます。よく理解できました。

○宮島委員 ピンポイントな質問なのですが、この会議では日本は色々な意味で株主還元が大き過ぎるのではないかという問題意識。あとは、アクティビストを初め株主の人たちとの会話がどうなっているかという問題意識がずっとあると思います。

その中で富士フイルムは、御自身のポジションとして配当性向 30%が適切だと御判断されていると思うのですが、それに対してもっと配当性向が高い会社がありますので、もっとしたほうが良いのではないかという圧力が外から来るかどうか。あるいは、逆にいえばこれだけ成長投資をしているのだから、もっと配当性向が少なくても良いという考え方もあると思うのですが、そこら辺の外との会話、あるいは中での会話の中でこういった幅があるのか、その辺り伺いたいと思います。

○後藤委員 今 30%と言いますと少ないねと言われます。平均以下ですよ。ただ、成長投資を激しくやっているということと、財務規律を守るところで、理解してもらえないです。

ただ、将来的には投資した事業からキャッシュはジェネレートできるようになり、そのときには配当を上げる余地は大きくなります。必ずしも短期的な配当だけではなく、キャピタルゲインが大きいことが評価されるということが定着してくれば、成長投資を続ける企業が評価されるようになるのではないのでしょうか。

○宮島委員 日本の企業であるという意味からすると、周りからもっと上げろという圧力が結構あるのではないかと。

○後藤委員 いっぱいあります。

○宮島委員 それに対してはしっかり説明をされて……

○後藤委員 対話しかないです。

○宮島委員 現状のところは対話したらしっかり理解していただく……

○後藤委員 理解される投資家もいらっしゃいます。厳しいことを言いながらも長期的に保有して下さっている投資家もいらっしゃいます。

○宮島委員 場合によって配当性向を引くなり手を引きますよみたいなことを言われることもある。

○後藤委員 それはあります。

○宮島委員 納得してくださらないところはそれで良い。

○後藤委員 従業員のことも考えないといけないし、次の設備投資のことも考えないといけないし、環境配慮も考えないといけないし、それらを踏まえた上での株主還元だと基本的に思っております。

○宮島委員 説明されて、今のところ納得は得ている。

○後藤委員 投資家さんに積極的に戦略や中長期的な見通しを開示しながら、納得が得られるように努めているということです。

○沼上委員長 三瓶さん、さっき手を挙げていましたけれども、良いですか。手短に。

○三瓶委員 手短に。最後のイノベーションエコシステムについて御説明いただいたところなのですが、基本的に政府主導で「ここが重点領域です」と、そこに補助金をたくさん出しますと言うと寄ってくるかもしれないけれども、同時にハーディングという群がる現象が起きることがあります。群がり過ぎてくると結局利益を取れないレッドオーシャンにつながります。

このときに海外だとそれぞれ差別化をしながらそこに入っていこうと考えるのですが、日本のコンセンサス合議制の中では順張りで、皆が言っていることのほうが正しい声だみたいなことで決定して、結局同じ戦略で入っていくことが多くなる傾向にあります。レッドオーシャンになっていく形が多いのですが、それを避けるためにどのようにしたら良いか。ここだけは気をつけなければというところがもしあれば教えてください。

○後藤委員 難しいですね。バイオCDMOでいえばまだ歴史が浅くて、レッドオーシャンというレベルには至っていないと考えています。ただ、バイオ医薬品という分野では、日本の製薬会社には開発力があるのです。それを全部海外で生産して、日本に輸入している。

その構造を変えるためには、日本に製造設備をつくらないと駄目。その中でどれを選ぶかというのは取舍選択があるはずなのです。政府一律にお金をばらまくということはない

のではないかなと思っています。

○三瓶委員 住友化学さんも社長が替わって、バイオCDMOに注力すると。企業が自ら選択して入ってくるには良いと思うのですが、ここが良いところだよと呼び寄せていくというのは、そうなのかと誘導されて乗っかってくる会社もたくさん出てくる。ここにある種の危険もあるところだと思うのです。

○後藤委員 他社さんがどこまでやられるのかよく分からないですけれども、ある程度蓄積がないとこの分野はなかなか入れないと思います。当社は大規模のタンクをアメリカとヨーロッパに造ってやっているのですが、大きな投資やトラックレコードが求められる領域なので、入ってくるという決断は難しいのではないかと思います。

○三瓶委員 予見があると入ってくる。

○後藤委員 それはもうちょっと先の話になると思うのです。半導体材料を熊本でやっていますけれども、15年ぐらいかかってここまで来たような話なのです。それまでも同じような話で色々あったと思うのですが、その中で生き残っている企業が熊本に進出しながら事業を大きくするというところに行き着いているのではないかと思います。

○沼上委員長 当初の予定を大幅にオーバーして、私の時間管理能力が相当疑われているところなのですが、大変活発な御議論どうもありがとうございました。私自身は稼ぐ力ではなく、稼げる力と植物の根のようにつながっていてなかなか切り分けられないところは非常に興味深いなと感銘を受けたところでございます。

お待たせして申し訳ございませんでしたが、東京ガスの南さん、御説明をお願いいたします。

<プレゼンテーション②（東京ガス株式会社）>

○南（東京ガス） 東京ガスの南です。よろしくお願いいたします。

私たち東京ガスは今年で140周年を迎えたガスを中心としたエネルギー会社です。事業特性としてインフラ投資や、ユーティリティ特有の保安領域の投資は必ず必要になります。一方で、ガス、電力、エネルギーだけでは十分な成長を実現できないため、事業ポートフォリオを総合的に成長させていきたいと考えており、本日御説明の機会を頂いているところです。

1ページをご覧ください。10月29日に、中計を発表しております。我々の成長ストー

リーを表しつつ、それから投資家との対話関係が端的に関係していますので、まずこの点をお話しして、中計に至った考え方を追加するという順番で御説明したいと思います。

冒頭にありますように、渋沢栄一さんの考えである、「論語と算盤」を色々なところで使っております。どちらが大事ということではもちろんないのですが、財務の立場でいえば、まずはしっかりした算盤があって、論語に値するところ、つまり、企業の持続的な成長、あるいはマテリアリティの解決につながっていくのではないかという思想の下、中計を考えました。

こうした中、26-28 中計は、ページ左側下部に記載のように 5 つの主要計数を設定しております。この中で丸の大きさが 2 つだけ違っているわけなのですが、ROE を重視すること、それから株主還元をある程度予見性をしっかり出していくこと、これら 2 点にこだわっています。それ以外としては、ROIC、営業キャッシュフロー、利益でその内訳もお示ししております。

この打ち出し方の裏側にありますのは、右側下部の棒グラフにございますように、借入を適宜活用したうえで、国内格付 AA 格を維持しながら、ROE を上げていくという考え方です。これが重要であるという認識を持っております。

2 ページをご覧ください。実際に我々が保有するキャッシュをどう使っていくのかということも投資家の方に併せてお示ししようと思っております。このページ下段にあるとおり、営業キャッシュフローに加え資産売却・キャピタルリサイクルでキャッシュを得て、必要な投資はしっかりやるということを示しています。1.1 兆円の投資という水準は、これまでと比較して最も多いレベルになっているので、決して投資を小さくするという判断はしていません。

ただ一方で、株主還元 2,000 億ということと、戦略的資金 2,000 億というアロケーションを分けて置いておりますが「良い投資があれば戦略的な投資に回す。そうでなければ将来の ROE をしっかり上げるために、還元に回す可能性もある」という考え方を表しております。

先ほどの富士フイルム様の質疑であった「稼げる力」という言葉に感銘を受けているのですが、当社としては、まずは稼ぐ力をつくらないことには始まらないというのはありますので、成長投資をどれだけしっかりできるかということは、引き続き大きな課題ですし、マネジメントとしても絶えず考えている状況でございます。

3 ページをご覧ください。ここに至る歴史を少しだけ申し上げますと、我々は総還元性

向を6割として永らく運営してきましたが、21年度以降、5割、4割と段階的に下げた経緯がありました。その際は、再エネ等の成長分野にお金が必要になるので、総還元性向を下げることで調整させていただき、成長することによって、違う形で株主の皆様には果実をお渡ししたいという説明をしました。

結果として、その後PBRがずっと1倍を下回る状況が直近まで続いていたということになります。

4ページをご覧ください。我々としては2030年に向かってしっかり成長していこうというモデルがあったわけなのですが、26-28中計をつくる際には、このページに記載しているような点が問題になっておりました。上の1点目と2点目にあるように、投資家の皆様からは資産効率、資本効率を求められる一方、固有の事情もあり、資産と自己資本が膨れ上がってしまったという状況がありました。

したがって、今の23-25中計の開始早々に、25年度のROE8%という目標が厳しいことが分かっておりまして、エクイティをどうやってコントロールするかという点を社内でも議論を始めていた中、PBR1倍割れについての指摘も合わさったという状況がございました。

下段の市場との対話を通じて認識した課題について説明します。先ほどと少し重複しますが、まず「還元と投資の割合」については、当時は、『脱炭素に向けた戦略は支持するが、やはり還元を重視するべきだ』という方は多くいらっしゃいました。

「事業ポートフォリオ」について、これは我々が今も悩んでいる点ですが、『国内ユーティリティに専念すべきで、海外事業やエネルギーと関係ないポートフォリオは基本的に持つべきではない』という声もかなり強く出ていました。

また、資本コストを意識する上で、ROE8%を目指す点は当初からずっと言っていたのですが、既に8%では足りないという声も投資家の中からかなり出ているという状況でございます。

5ページをご覧ください。こうした点を踏まえ、投資家の皆様に我々がやろうとしている企業価値向上策を御説明するためのものが、左下にあるKGI、KPIツリーです。また、右下の図にあるように、我々としてもROEを上げていく意識があるので、主体的に自己資本をコントロールする必要性を認識している点は説明をしましました。

その他6ページ、7ページにお示ししている内容のとおり、様々な取組をしており、

我々の財務戦略として御説明している状況です。

8 ページの事業ポートフォリオについては、先ほども富士フイルム様からお話がありましたし、我々も意識しておりますが、今大きく見ているのはエネルギーとソリューション、海外、都市ビジネスというセグメントになります。それぞれ成長性と収益性、キャッシュを生む力が異なりますが、これらを組み合わせていながら、全体としての企業価値を上げていくことに取り組ませていただきたいと考えております。

9 ページをご覧ください。これまで御説明した内容を踏まえ、我々財務の分野でやらなければいけないことは、資本市場の理解・支援を得ながら、ビジネスモデルの変革に必要な投資はやっていかなければ駄目なのだという点を対外的にも伝えていくことだと考えております。

最初の矢尻にありますとおり、継続的な価値向上には、当然コストとリターンを見ていくことも大事で、これはこれで取り組みます。ただ、同時に、我々は基盤投資をやらなければいけませんし、これからの成長のためのGX、DX領域の投資も必要になることを、納得していただける形で対外的に説明する必要があると強く考えているところになります。PL・BSのバランスを見ながら、キャッシュフローをしっかり生み出す。我々は稼ぐ力をしっかり伸ばして、企業価値を成長させていきますということを伝えています。

二つ目の矢尻ですが、エネルギー市場が成熟しているという固有の事情があるので、企業グループとしては、ライフサイクルの異なる複数事業のポートフォリオを組んでいく必要があります、その点について、一定の御理解を頂きたいと思っています。ただ、全くのシナジーのないような資産や事業をずっと持ち続ける必要はないというのは、我々の考えと投資家の皆さまの考え方は一致しているかと思っていますところでは。

三つ目の矢尻は株主還元についてですが、将来的な利益成長を通じた株主価値拡大が実現できそうだという点を御理解いただけることが大事になると考えています。その点では、過去のトラックレコードの示し方など足りない部分もあり、こういったところには社長以下でIRを年間300件ぐらいやっていますので、様々な声を聞きながら、資本市場の方々に我々の考えを御理解していただけるように努力していくということです。

10 ページですが、セグメントを分けてROIC管理をすることを今年度明確にしています。こういった手法を投資家の皆様のご意見を確認しながら、より分かりやすい形にしていこうというのが現状でございます。

以上となります。

<質疑応答>

○沼上委員長 どうもありがとうございました。それでは、皆さんのほうからまた質問等を頂けたらと思いますが、いかがでしょうか。三瓶委員、お願いします。

○三瓶委員 質問ではないのですけれども、コメントというか感想というか、頂いている資料の9ページ、4. 総括というところです。おっしゃるような話というのは、投資家と話が食い違うところとかかみ合わないところがあるのだろうなと思ったのですが、投資家はその中でバランスシート経営を望んでいると思います。

バランスシート経営といったときには、バランスシートありきで結果としてP Lが出てくるということの意味なのです。それとバランスシートといったときには、企業の方はエクイティがどのぐらいで、デッドがどのぐらいと右側を説明されるのです。そうではなくて、資産側、左側のほうがもっと大事なのです。資産側に何を持つか、それをどのように積極的に、これとこれは絶対必要だと説明するのか。そうやって考えたときにこれは本当に必要なのだっけというのがあるかどうか。そういうことをちゃんと見て説明していただくと、キャピタルアロケーションもよく分かると思っています。

例えていうと、キッチンを考えてみたときに、無駄なものが多くて使い勝手の悪いキッチンと、動線がよくできていて整理されて使い勝手の良いキッチン、バランスシートってこういうことだと思うのです。それによってアウトプットは全然違う。クローゼットでも良いです。全てのアイテムを把握し切れないクローゼット。奥のほうはよく分からなくて、ずっと何年も使っていないものがある。それに比べて全てのアイテムが取り出しやすく、無駄なくどれもこれも使っているというバランスシートになっているかということを見ていって、なぜこれがあるのかということの説明されると、投資家にもすごくよく分かるのだと思います。

以上です。

○沼上委員長 どうもありがとうございました。他に御質問の方はいらっしゃいますか。

もし御質問がないようでしたら、次のブラックロック・ジャパンの御説明をお願いしたいと思います。本日は、木村さんが代理出席で御説明いただけると。よろしく願いいたします。

<プレゼンテーション③（ブラックロック・ジャパン株式会社）>

○橋本委員代理（木村） ありがとうございます。ブラックロック・ジャパンの木村と申します。

まず、本日はこのような機会を当社に頂きまして、ありがとうございます。本来であれば委員でありますブラックロック・ジャパンの社長の橋本がプレゼンさせていただくべきところなのですが、どうしても出席がかないませんので、私が代理で務めさせていただきます。

私は、ブラックロック・ジャパンにおきましてガバメント・アフェアーズおよびパブリックポリシーの日本のヘッドということと、ブラックロック・ジャパンのインベストメント・スチュワードシップ・コミッティの委員長を務めておりますので、そういう意味においては今日プレゼンさせていただくこともできるのかなと思っております。

前回の委員会におきまして、委員の橋本から意見書を提出させていただいております。今日はこれを補足、そして追加させていただく形で、ブラックロックにおける議決権行使の考え方について御説明して、委員会の御議論の参考に供させていただきたいと思っております。

では、次のスライドをお願いいたします。これは、ブラックロックの議決権行使基準の体系について触れております。縦に割れておりますけれども、日本を含む主な市場ごとに基準を策定し、公表しておりますが、それぞれのマーケットにおける基準の大きな方向性を定めているのがグローバルプリンシプルズと呼ばれる文書となっています。上にあります赤い、全てにかぶっているところで、この右側にグローバルプリンシプルズの中で私どもが特に重要だと考えております2つの文章を抜き出させていただきました。

まず、上のほうですけれども、少数株主であるブラックロックは、投資先企業の経営戦略やその実行を指示、指図する立場にはないということが書いてございます。それから、2つ目の文章ですが、特に社外取締役を中心とした取締役が株主に対する受託者責任を果たすことを期待しており、そのためにブラックロックは取締役との対話とその選任に対する議決権行使がスチュワードシップ活動の根幹を成すと考えているということを記載してございます。

次のスライドをお願いします。グローバルプリンシプルズにおきまして、取締役の選任について強調していた理由でございますが、それはブラックロックが想定しているガバナンスモデルに根を発すると思います。アメリカでも昔はそうだったのでありますが、日本では、コーポレートガバナンス改革以前は、社外取締役が少なかったということで、左の

図のように少数株主が直接経営を監視、監督する必要があったと考えられます。

ただ、近年は日本でもほとんどの会社で3分の1以上の独立性ある社外取締役が選任されており、過半数が社外という取締役会も珍しくなくなってきたと承知しております。ということで、ガバナンスモデルも取締役と経営陣が一体となった左の形から、取締役が経営陣を監督する真ん中の形、オーバーサイト・ボードの形にシフトしてきたと言えるのではないかと考えております。

その中で、私どものような少数株主の役割も、経営陣を直接評価するということから、その仕事を取締役に委任するという形に変化しております。つまり、少数株主の役割というのは、誰を取締役として選任して、経営監督の仕事をお任せするかということ来判断することに変わってきていると申し上げられると思います。これは、少数株主にとって非常に重要な変化でございまして、たくさんの上場会社に投資しているパッシブ運用者の立場からすると、例えば私どもにとって日本については2,000社以上と申し上げられると思うのですが、全ての会社の状況を把握して、それぞれの経営者が再任、あるいは続投に値する仕事をしたのかということを一々判断することは不可能だと考えております。

したがって、その仕事を一社一社にしっかりと時間を使っただけの代理人、すなわちエージェントである社外取締役の方々に委任する。そのことで実効性のあるガバナンス体制をつくることができると考えているわけです。

真ん中の図の取締役会を通じた間接的なガバナンスにおきましては、経営陣の働きぶりに対する評価は社外取締役によって行われます。少数株主としては、経営陣の評価という重要な仕事を信頼できる社外取締役の方々に委任するということで、より正確に議決権行使の判断ができるようになると考えています。

逆の視点からは、取締役の方々は株主に対して受託者責任を負っているということになります。したがって、社外取締役には経営陣の働きぶりを見極められる見識に加えて、独立した立場が求められると考えております。

次のページをお願いします。社外取締役の独立性でございますが、ブラックロックは先ほどの間接的なガバナンスモデルを前提としておりますために、その実効性を確保するために独立性にはこだわりを持った議決権行使基準を持っております。これは、日本に限らず最初に御紹介いたしました10の市場の議決権行使基準で全て共通する考え方でありま

す。

日本において独立役員の届出で利用されております東証の基準というのは、定量的な基

準は置いておらず、社外取締役の独立性があるかどうかの判断は各企業に委ねられていると承知しています。つまり、ある候補者について企業が独立であると主張すれば、基本的には独立社外役員として招集通知に記載されるということでございます。

ブラックロックにおきましては、より厳密、かつ客観的な独立性の判断基準が必要だと考えておりまして、何年も前からここに書いてありますような独自の独立性基準を設けて、ガイドラインの中で開示しております。こういった情報の確認には、実はコストもリソースも膨大にかかるわけですが、少数株主として実効性のあるガバナンス体制をつくるための最重要項目であるために、ここは手をかけて取り組ませていただいております。

ちなみに、ここに掲げましたが、日本取締役協会も1つのひな型として独立性に係る定量基準を公表しており、その内容は当社の基準とよく似ております。多くの日本の上場企業が日本取締役協会の基準を参考に、社内規定として自主的に独立性基準を設けてくださっているということは大変ありがたい取組だと考えております。

ただ、当社も独立性さえ満たしていればそれで良いというわけではもちろんございません。例えば不祥事があったケースなどを考えてみますと、一義的にはその事案に関与した経営陣の賛否を検討することになりますが、社外取締役や監査役の働きぶりも2つの視点から確認いたします。1つ目には不祥事を発生させてしまったモニタリング機能に不備はなかったのかという事前の対応の観点、もう一つは不祥事の発生後にしっかりと責任の所在を明らかにして、再発防止策を講じることができたのかという事後的な視点です。

こういった社外役員の働きぶりの確認は、非常に難しい上に手間がかかるものですが、間接的なガバナンスを実効的なものにするために重要だと考えています。当社では起きてしまった不祥事への対応が満足できるものであったのか、社外役員が受託者責任を果たしておられたかという観点を重要視して、投票行動を決めさせていただいているところでございます。

もう一つガバナンスモデルに対する考え方の違いが表れているものといまして、議決権行使基準として業績に関する基準、ROE等の基準がございます。前回橋本から提出させていただいた意見書では、先ほどの間接的なガバナンスへのシフトに関することが書いてございます。業績基準に関連していえば、間接的なガバナンスモデルでは、経営陣の評価は社外取締役にお任せしたほうがより正確な評価ができるという考え方をしています。

また、業績に基づいて経営陣の評価をするにしても、KPIの設定の難しさがありまして、後ほどもう少し説明させていただきますが、ROEというのは重要な指標ですが、数

ある指標の1つでしかありません。企業によっては、ROEではない指標でパフォーマンスを測るほうが良い場合も多く、ROEという単一の指標に依存し過ぎることは避けるべきだと考えています。

さらに、業績基準の課題の一つは、実務面にあります。基準を厳格化すればするほど、当然その基準に抵触する企業は増えます。そういった企業の中にも構造改革中であつたり、経営陣が刷新されてCEOが交代していたり、あるいはいかんともしがたい外部要因によって一時的に業績が低迷している場合もあります。

当社は、現在ROE 5%未満が3期連続という業績基準を置いておりますが、この基準に抵触している企業を一つ一つ確認して、本当に経営トップに反対票を投じるべき状況かというのを確認しております。

本年の6月総会だけでこういった会社さんが約140社あられた。それに対してそういう検討を行って、実態に即した実質的な議決権行使をするように心がけております。基準をもし厳格化した場合には、現在の水準で実質的な判断をすることは難しく、更にその会社が増えてまいりますので、結局として形式的な判断にならざるを得ない。つまり、この基準を満たさなかったから反対なのだという形式的な基準にならざるを得ないと思っております。これは企業価値にとってのリスクが大き過ぎると考えております。こういった理由から、少数株主の立場としては、経営陣の働きぶりを直接評価するよりも、それを信頼できる社外取締役に委ねる方が、実効的なガバナンスが期待できるものと考えております。

先日の橋本からの意見書でも書かせていただいたところですが、実は先ほどブラックロックには世界の10市場について、それぞれの議決権行使基準があると申し上げましたけれども、その中で業績基準があるのは実は日本だけになっております。確認いたしましたら、例えばISSとかグラス・ルイスのような助言会社でも、日本についてのみこういう業績基準が存在すると聞いております。

最後に何点かガバナンスの観点で重要だと考えていることについてコメントさせていただきたいと思います。

まず1点目、経営の指標についてでございますが、ROEが注目されておりました、それ偏重になってしまっていることに我々は問題意識を持っております。他方で、TSRですとかPBRについてももちろん重要な指標であると認識しております。ただ、これを外へ打ち出す方法がなかなか難しいと思っております。打ち出し方を間違えると結局右にならえということで、そればかりになってしまっていて、また株主還元の強化を求められてい

るのかという間違った解釈が広がってしまうのではないかと懸念は持っております。ですから、本小委員会でメッセージを出される際には、その企業にとって最適な指標は何かを検討するのが重要であって、その際に中長期的な成長性を促進する経営指標を各社がお持ちになることが重要であるということをしっかりと御説明していただくことが必要なのではないかと考えております。

2つ目に、指名委員会と報酬委員会の実効性についてですが、年初に日本取締役協会が指名委員会と設置会社における法定委員会についての提言を出されましたが、監査等委員設置会社、監査役設置会社における任意の委員会においても、硬直的で柔軟性に欠けるという指摘が当てはまるのではないかと感じております。それらの委員会の議論、検討のスクープをそれぞれの会社が置かれた状況に応じて柔軟に設定して、実効性を高める工夫の余地があるのではないかと考えております。

アメリカでは例えばノミネーティング・アンド・ガバナンス・コミッティが取締役の指名だけではなくて、ガバナンス全般の改善を責務としており、あるいはコンペンセーション・アンド・リーダーシップ・デベロップメント・コミッティが報酬制度だけではなくて、経営陣の評価も担当することがあり、こういう形は1つ参考になるのではないかと考えております。

3つ目の論点でございますが、社外取締役に対する期待です。新しい議論では全くないですが、社外取締役が増加するにしたがって、人材プールの逼迫が深刻になっていると聞き及びます。そうした中で拙速に社外取締役をひたすら増加させるということだけを追求したのでは、実効性が損なわれるおそれもあり、それでは本末転倒ではないかと思われま。やはり実効性の高い社外取締役のプールをじっくり時間をかけて拡大していくしかないと考えられますが、1つ打ち手としてあり得るのは、現役のCEOやCFOが他社の社外取締役になるための環境整備を進めることではないかと考えております。

日本でも少数ながらそのような事例が出ていると聞いておりまして、実効性が高いだけではなくて、御本人も他社の取締役として活動するのは学びが大きかったというコメントをされていると聞いたこともございます。

実は、上場会社でありますグローバルなブラックロックの社外取締役にも現役の経営者が多く入っておられます。欧米ではこういった形は一般的なプラクティスになっているのかなと。もちろん兼職数の制限ですとか色々あると思いますけれども、1つのモデルとして参考になるのではないかと考えております。

大変早口で恐縮ですが、私どもからの発言とさせていただきます。ありがとうございます。

<質疑応答>

○沼上委員長 どうもありがとうございました。この小委員会の議論の中身とすごく密接に関係するお話で、大変分かりやすく聞かせていただきました。ありがとうございます。

それでは、ただいまのプレゼンテーションに対して御質問、意見等ありましたらお寄せいただければと思います。

○唐木委員 ブランズウィック・グループの唐木と申します。お話ありがとうございます。

経営の指標については、それぞれの会社の経営戦略に最適なK P I の設定が望ましいということで、必ずしもR O Eだけではない、T S Rだけでもない、色々な指標があって、何が最適かは会社によって異なり得ると。全くそのとおりだと思うのですが、御社が株主として活動されるときに、エンゲージされる企業に対して「御社の場合はこのK P I が適切なので、ブラックロックとしては、今後このK P I を念頭に置いて御社のことを見ていきます」といった方向付けをされて、それを企業の側にコミュニケーションされるのでしょうか。企業の立場でも、御社以外の他の株主とのエンゲージメントにおいてそのK P I に使っていく際に、（「ブラックロックにも指摘されているので」といった形で、御社のお考えを援用することで、）「自分の会社としてはこういう考え方なのです」ということを言いやすくなるのではないかと、といった想像も致しまして、その辺りの実態について少し伺いできればと思いました。

○橋本委員代理（木村） ありがとうございます。非常に難しい御質問なのですが、私どもとして企業の方とお話しするときに、とにかくどのような中長期的な成長戦略を持っておられるのか。そのために何を目標にしておられるのをお聞きするということが第一に考えています。

例えばこういうのが良いのではないですかということを申し上げるのは、基本的に我々の立場ではするべきではないと考えています。各社の事情は、経営者の方、あるいは社外取締役の方が一番御存知なわけで、それを踏まえてこういう方向性でやっていくのですと御説明いただいて、それが十分合理性があると判断されれば、私どもとしてはそうですねという御答えをするし、議決権を行使させていただくということになろうかと思います。

さらに、例えばブラックロックがこういうことをと申し上げたとして、その他の株主の方に企業からコミュニケーションされるというのは、少数株主としてのブラックロックとしてすべきことではないと考えております。

○唐木委員 ありがとうございます。そうすると、企業が自分たちの経営を良くしていくためにどのような指標を使うべきかについては、あくまでも御社との対話の中で、経営者自身が気付いていかれるものだ、ということですね。

○橋本委員代理（木村） おっしゃるとおりです。ありがとうございます。

○唐木委員 ありがとうございます。よく分かりました。

○沼上委員長 他に御質問、御意見等ございますか。

○宮島委員 伺いたいのですけれども、社外取締役の役割が非常に重要だということと、アメリカなどでは現役の方々が社外取に就いておられるということがあります。日本でも社外取をされている方々の中から、自分が現役感を一定程度持つポジションにいるときのほうが役に立つのではないかという感想を聞くことがあるのですけれども、一方で日本は見られ方として、例えば御自身が社長なのに自分の社業に全力ではないという印象を持たれるというのもありますし、実際問題として社外取の役割が大きくなればなるほど、バランスが重要になってくると思います。アメリカと比較してでも良いですし、それがなくても良いのですけれども、例えばそういうことをするためにはどういったところが変わる必要があるのかお考えを伺いたいと思います。

○橋本委員代理（木村） ありがとうございます。まさに宮島委員がおっしゃったように、他の会社の取締役をやっているぐらいだったら社業に全力集中というお考えもあろうかと思うのです。先ほど私もちょっと申し上げましたけれども、口はばつたいですが、そういう御経験をされることが自社の経営においてもより広いパースペクティブを持つことによって非常に役立ったというコメントもされていると伺いますし、つまりこの会社の社長さんが別の業種の会社の社外取締役を務めていることは、その会社にとってもポジティブなのだという価値観を時間をかけてつくっていくということが必要なのかなと思っております。

○沼上委員長 どうもありがとうございます。他に御質問等ございますか。では、日置さん。

○日置委員 ありがとうございました。素人質問であるのですけれども、社外取を通じた間接的なガバナンスをしていこうとすると、社外取のことをブラックロックさんがよく

分かっていないとできないことだと思います。社外取の方の対話の機会も基本的に増やしていきたいと思われているのか、実際増えているのか、この辺りはいかがでしょうか。

○橋本委員代理（木村） ありがとうございます。全くおっしゃるとおりで、私どもがスチュワードシップ活動で最も重視しておりますのは、取締役、特に社外取締役の方々と
の対話でございます。社外取の方々がどれだけ会社のことを理解しておられるのか、どう
いうガバナンスを経営陣の方にオーバーサイトしておられるのかを一番重視しておりまし
て、私どもは人員もリソースも限られておりますけれども、そこのところには最大のリソ
ースを割いておりますし、また機会としても増やしていかなければいけないと考えており
ます。

○日置委員 実際話せることと話せないことがあると思うのですけれども、社外取の方
が投資家の方と直接対話することをあまり良く思わない会社も中にはいらっしゃると思
いますが、その辺りは変わってきたりしていますでしょうか。

○橋本委員代理（木村） 確かにそのような風潮があったというのは事実でございます
が、コーポレートガバナンス・コードの導入以降これだけ時間がたって、かなり変わっ
てきていて、経営陣の方々も1つにはブラックロックがそういう形でのガバナンスを重視し
ているというのがだんだん御理解いただけているということもあると思うのですけれど、
社外取の方が私どものようなところと積極的に対話を持つということについて御理解、あ
るいはぜひそうしてくださいという経営者の方も増えていると感じております。

○沼上委員長 ありがとうございました。

私、一言だけ申し上げたいのですけれども、前回の橋本さんが出された事前資料等も含
めて感銘を受けたのはプリンシプルなのです。表層的な画一的ルールではなくてプリン
シプルだということで、個別の企業相手にはちゃんと質的な評価を交えてどうするかを考
えるのであって、それはプリンシプルだと思うのです。それと何かは何%ないと駄目みた
いな一律というのは、表層的な画一的ルールの当てはめだと。この2つは随分違う話だ
と思って、この区別がしっかりできるようにしていけないといけないというのを学ばせて
いただいたところであります。今日もそれをいっぱい学ばせていただいたと思っています。
どうもありがとうございました。

すみません、連合の小原委員がオンラインで。どうぞ。

○小原委員 御指名ありがとうございました。時間がなさそうなので端的に。

御社がROE偏重に問題意識を持っているということと、業績基準が存在するのは日本

だけだということなのですが、業績基準が存在しない残りの9種類の市場のガイドラインはどのようになっているのかということ、もしかしたら業績基準はないのだけれども、それぞれK P Iとして業績基準があるのか、それともそもそも違うものを指標としているのかというところを教えてくださいたいです。

○沼上委員長　ちょっと聞こえないので、今の20秒分ぐらい大きい声で喋ってもらえますか。

○小原委員　業績基準ではなかったときに、何か他の基準を残りの9種類のガイドラインでお持ちになっているかどうかを教えてくださいたいです。

○橋本委員代理（木村）　ありがとうございます。業績基準の定義をお話ししないで御説明してしまったかと思うのですが、ここで私が業績基準が日本にだけありますと申し上げた。例えばR O E 5 %を3期連続下回ったら、責任ある取締役に対抗するという基準を持っているのは日本だけだということで申し上げました。

ですから、その他に投票基準で例えば先ほど申し上げた独立性の基準に関しては、相当細かいことを書いていますし、そういう意味では先ほど御紹介したブラックロック・インベストメント・スチュワードシップのグローバルプリンシプルの中にもプリンシプルベースで入っていますし、各国の基準においても色々な点というのは入っています。

ただ、例えばR O EとかK P Iに関してこうだから取締役に反対するというものを入れているのは日本だけであると申し上げたつもりでございます。御理解いただければと思います。

○小原委員　ありがとうございました。

○沼上委員長　中神さんがどうしても言いたいというので。

○中神委員　どうしても言わせてください。「ビジネスの目的は顧客の創造」だとドラッカーが言ったと思います。顧客の創造には独創性が当然必要で、したがって経営は本来まさに自由演技だと思うのです。なので、それを測るK P Iも色々あってしかるべきだ、というのはとてもよく理解できます。

一方、フィギュアスケートで自由演技に出るためには、規定演技をしっかりこなさないと出してもらえないわけです。ここが日本企業の問題で、P B Rが1倍割れしている上場企業が半分もあるとか、R O Eが8 %も出せていない会社が半分あるということは、規定演技ができていないということなのです。

だからゆくゆくは自由演技で色々なK P Iを設定して、丁寧な対話を行うのも良いと思

うのですけれども、時代感として今はきちっと規定演技をしてもらうということもとても大事なことで、したがってもしかしたら単一のシンプルな目標で、ROEなら8%、ROICなら10%と決めて、規定演技をまず超えてくださいねと。そこからようやく企業価値がプラスに出始めるので、そこからはどうぞ自由演技で、とやるのが今の時代感として必要だと思っています。

○沼上委員長 何か一言ぐらいございましたら。

○橋本委員代理（木村） 全く中神委員のおっしゃるとおりだと考えております。だからこそとは言えないのですけれども、日本において業績基準というのをブラックロックがまだ持っているというところかと考えております。ですから本当に御言葉を借りれば、規定は皆クリアできるようになったところで、じゃあという話。それは日本において業績基準を維持するのだろうか、あるいはKPIについてもっとバラエティのあるものにしたほうが良いのではないかという検討が次のフェーズで来るのだろうと考えております。

○沼上委員長 どうもありがとうございました。これは、前回三瓶さんが宿題をやっていない子供の話で、成績が良くない子だったっけ、そんな話が出たのと同じタイプの議論だろうと思います。

ここまででブラックロックのプレゼンテーションについては終了させていただいて、随分時間がないのですけれども、ここから超早口で事務局の資料の説明をしていただくと。その後で皆さんから1分半とか2分ぐらいの感じでさくさくとお話しいただいて、言い足りなかった分は後でメールで頂くという感じにしたいと思います。よろしくお願いします。

<事務局説明>

○松田課長 ありがとうございます。短く、資料6でございます。

最初、3ページから10ページにわたって、これまで御議論いただいた御指摘、ポイントを並べさせていただいております。見出しだけ見ていただければと思いますけれども、デフレ下のコストカット型経営からの変化、成長投資に関しての設備投資、研究開発投資、M&A、資金調達に関する御指摘。

5ページが人的投資、無形投資資産に関する御指摘。成長志向型のガバナンス体制の論点。

6ページが株主還元とのバランス、株主との対話に関する御指摘。

7 ページが企業のポジション分布、ポジションごとの課題。

8 ページが成長投資全般、研究開発投資、M&A、次のページが資金調達等々についての政策的な後押しとして何が必要かといったところについて、9 ページ、10 ページも様々御指摘いただいております、少しグルーピングして整理しております。

12 ページを見ていただければと思います。色々な定義も必要ですが、成長志向型コーポレートガバナンスの実現に向けてこれから整理すべき項目という形で、項目を整理させていただいております。左側が現状を踏まえた変革の方向性の提示ということで、Ⅰが現状・課題認識でございます。過去 10 年間のコーポレートガバナンス改革を振り返った現状と課題認識。

加えてⅡが今回とても大事だと思いますけれども、目的ということで、効率性に加え中長期的な成長重視へと転換していく。成長投資の量的・質的拡大、成長投資と株主還元の適正バランスの実現といったところを一旦入れさせていただいております。

右側、実現のための手段ということで、大きく企業の中のガバナンスとしての経営指標、役員報酬体系、成長投資、長期視点での開示・対話、成長投資と株主還元のバランス、資金調達等について書かせていただいて、Ⅳで政策的な措置ということで、コーポレートガバナンスに関する規定、ルールや、事業環境の整備としてここに出てきた項目について挙げさせていただいております。

12 ページを見ながら、14 ページ、本日の論点でございますけれども、12 ページで整理させていただいたもので足りているか、足りていないか、もっとこういうことを議論すべきではないかということを忌憚なく御指摘いただければと考えております。その中でも先ほども議論がありました具体的な方法や指標の話、参考とすべきベストプラクティス等々があるかということ。

最後、15 ページは、政策的に今まで御議論いただいたこと以外でこういうことも考えていくべきではないかという御指摘があれば、忌憚なく御意見いただければと考えております。

私からは以上でございます。

<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、ここから 2 分以内、できれば 1 分半ぐらいで皆さんから意見を賜れればと思いますが、いかがでしょうか。中神委員、

どうぞ。

○中神委員　本委員会のテーマは成長投資をやっていく経営、すなわちリスクテイク経営ということで、本日は後藤さんからすばらしいリスクテイクの話を聞きました。中でも志という話は本当に大事な話だと思います。たしか前回か前々回に、事業家がビジョンを示して、あごが外れるほどの投資をするというのが大事なのだと、そしてそれに対する仮説、ストーリーを話すことが大事なのだ、という話を申し上げたかと思います。

でもその時の話はちょっと言い足りなかったかなと思っていて、あごが外れるほどの投資をする、あるいはその背後にある仮説を話していただくのは当然必要なのですが、一体それをどのぐらいの期間やっていこうとしているのか、あるいはそれをやった後の事業の成功の定義は何なのですかと、これも語っていただきたい。それだけ投資していく後に何が生まれるのか。成功の定義です。

そして、万万が一うまくいかなかったときの撤退の条件とか、再投資判断の基準みたいなものも、きちんとセットでお話ししていただくと良いかなと思います。キャッシュのインフロー、アウトフローみたいな話は東京ガスさんもお話しいただきました。あれはあれで良いのですが、それが一体どのぐらいの期間続くのか、そしてうまくいかなかった際の撤退条件、再投資判断はどうなのか。

私は、リスクテイク経営をするということは、失敗とか撤退を許容する制度をつくるのか、そういう社会にするということだと思うので、志だけで突っ走ってもらってしまうと、投資家としてはストーリーだけでは納得できないということだと思いますので、そこら辺をセットにするというのが大事かなと思っています。

○三瓶委員　短い時間でということなので絞って3つ。

前のページ、一覧が出ているところがありますよね。全体を見てびしっと刺さってこないと思ったのですが、何でかと思ったら、インプット、アウトプット、アウトカムということで言うと、ほとんどがインプットだからだと思うのです。

こういう取組をするという段階止まりだということ。その取組をしたときに、こういう結果が出てくるというダイレクトな結果はアウトプット、色々なアウトプットがうまくかみ合って、また外部からの第三者の評価とかもありながら、成果になるのがアウトカムだとすると、インプットばかりでしょう。インプットは、真面目な人だったら、やったかどうか採点したとしたら100点取れます。でも、最終ゴール、アウトカムにつながるとは限らないので、そこがどうかなというのが1つ。

論点1の④のところで1つ言っておきたいのは、法律やコードという言葉が出てきたので、あえてこの場ではコードを議論するわけではないのだけれども、成長投資の話をしているので、東証のグロース市場の見直しに関して。私は、その中でふと思ったのですけれども、グロース市場は今成長投資をしている固まりの部分です。グロース市場向けに、今、プライム、スタンダード向きにできているコーポレートガバナンス・コードと違うコードを別につくるべきだと思っています。

例えば増資はどんどんやったら良いと。ところが増資イコールダイリューションだと思っている。それは成熟した企業に対してそう思うのだけれども、成長企業、グロース市場だとそうではないでしょうということとか、配当などしなくて良いのだよということをはっきり言うとか、そういうことでコードは全然違うはずなのです。今グロース市場は基本原則だけ対象になっているけれども、グロース市場向けのコードをつくると、今後は他の成長企業、成長事業をやっている人たちに対して、成長投資を後押しするガバナンスはこういうものなのだねというのが分かりやすいのではないかと思います。実際やってもらうのは金融庁さんと東証さんなのですが、経産省からもプッシュするというのがあるかなと。

最後に、できるだけ短く言いますけれども、論点2について。せっかくこれまで企業群1から4という話をしてきました。その中で見えてきたのは、状況が異なるのに行動は横並びという非常に変なこと。それって客観視がないということだと思うのです。そこから見えてくるのは、さっき中神さんがおっしゃった規定演技の課題の議論と、自由演技はまだできないよねという議論がごっちゃになってしまっているのです。規定演技の話は東証さんも色々やってくれているからお任せしておいて、ここでは規定演技をクリアした企業さんたちがクリアしたという自覚していないこともあるのですけれども、自由演技をやっても良いのかも分かっていない。またどうしたら良いかが分かっていない。自由演技ってこんなことをしたら良いのではないのとか、もちろん自由だから何でも良いのですけれども、自由演技についてもっと深掘りをするところがあって良いのではないかと思います。

以上です。

○沼上委員長 ありがとうございます。日置委員、どうぞ。

○日置委員 ありがとうございます。ありがたいことに10年以上産政局さんとお付き合いさせていただいてきました。ですので、あの頃も同じような課題感を話していたよねということが結構あったりします。

初回にも、課題感としてはナッシングニューですという話を失礼ながら差し上げてしまったのですけれども、非常に重要な小委員会を通じてどんなことを言っていくと今後にとって良いのかなというサムシングニューを考えていく中で、先ほどの資料 12 ページにありましたとおり、アイテムとしては結構出尽くし感もあるのではないかと考えているので、ガイドラインみたいな話は個人的にはもう良いかなと正直思っています。それよりはこれまで出してきたものをどう使って、何を生み出して日本の競争力にしていけるのかということと、平面的な整理ではなくて、立体的に組み立てていく段階に入っていくべきという気がしています。

企業には統合報告で価値創造ストーリーを書けと言っておきながら、国としての価値創造ストーリーはあるようでないような印象なので、そういったものをしっかりとつくっていかなければいけないのではないかと。この委員会で検討するのかどうかは別として、後藤委員に見せていただいたイノベーションエコシステムの資料を見て強く感じたところでございます。

あと 17 の優先分野という形で今回出されていましたが、17 分野はそういったことを検討していくには、数が多いのではないかと個人的には思いますので、この中の優先度もどうつけるのかという話も含め、成長投資をどう考えるのか。やはり、安全保障的に国を守っていく産業と、外で外貨を稼ぐ産業、国内をメンテナンスしていく産業ではそれぞれに後押しの仕方も違うでしょうから、そうしたところも踏まえた中で国としての価値創造ストーリーをどうつくっていくかについては検討したいと思ったところです。

他にも色々ありますが、ここら辺でやめときます。

○沼上委員長 ありがとうございます。オンラインで小原さんが手を挙げているようですが。

○小原委員 ありがとうございます。資料の 12 ページについて 1 点お願いさせていただきます。

12 ページの左側、現状・課題認識の下から 4 つ目、株主還元という言葉がありますけれども、この委員会では株主還元の手法のうち、配当と自社株買いを特に問題視して議論されてきたかと思いますので、「株主還元（配当、自社株買い）」と書いていただきたいと思います。

それから、コーポレートガバナンス・コードについてですが、基本原則の 4 と 5 に収益力、資本効率とありまして、ROE を強く意識する文言になっているような気がしますの

で、書き換えか解説が必要なのではないかと思います。

以上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した。他に御意見。まだもうちょっと時間がありますので。どうぞ。

○宮島委員 今ゴールに向けての議論ということですよ。改めてこの委員会の意味なのですが、コーポレートガバナンス・コードをどんどんやっていく過程を私も見ておりましたが、結局どこかの段階で本来よりも誤解されたところがあったり、誤解した企業があって、ちょっと寄り過ぎているねみたいな反省から、今回開かれているのだと思います。

今回反省が行われて投げるタマが、今度は別の誤解を受けることがないようにするほうが良いと思っております。つまり誰に向かって何を言っているのか。規定演技ができていないところが自由演技を始めても困るわけです。つまり、プロ向けならプロ向けが良いのですが、誰に対して投げているのかを明確にしたほうが良いと思って、かつ私の理解では相当な優良企業で業績を上げている会社でも、経営陣は本当に色々だなと思います。例えばコーポレートガバナンスにしても何にしても。

だからそのところをちゃんと分かりやすく、プロの文章ではあると思うのですが、でも、分かりやすさを外すと、また別の誤解が出るということを結構懸念しています。できるだけ日常的な言葉で平易にしたいと思っているのですが、そこをある程度大事にされて、また別の誤解が発生して、違う方向に行かないようにどうぞよろしくお願いいたします。

○唐木委員 私も宮島委員と同じような心配を感じまして、「成長志向」という点が一人歩きすると、日本企業の横並びの性質を踏まえると、逆に全員が成長の方向に向かってたがが外れて突っ走ってしまうのではないかと、という懸念を持ちました。ある程度コントロールが利いた形でやるのであれば、成長するのは悪いことでは全くない思いながらも、一方で、大前提として企業によって目指したい姿は違うはずで、どんどん成長したい企業もいれば、成長を追うのではなく生き残るための転換を目指している、という企業もいるでしょう。

先ほどの三瓶委員の4象限も加味しながら、というご指摘も、そういった意味合いなのではないかと思うのですが、その企業がどこにいるのか、何を目指しているのか、によって求められる対応は異なるので、この小委員会からメッセージを出していく際には、どういった企業に対して何を訴えているのか、という点を明確にする必要があると思いました。

○沼上委員長　私も若干あるのですけれども、今伺った限りの話だと4つの象限にせつかく分けて議論してきたので、4つの象限で違う方針を皆考えてほしいというところを考えていかないとどうにもならないのかなと。とりわけ違うのがPBRのところでは上半分と下半分が株式市場と経営者の間の関係が違うところなのではないかと思うのです。その部分を全部一緒くたにしてしまうと変なことが起こるということではないかと。

もちろん下半分でも左側は業界構造を変えてくださいみたいな話だと思うし、右下はファイナンスとリテラシーを持ちながら株主還元とうまくバランスをとってくださいとかそれぞれあると思うのですけれども、上半分は経営者が創造性をもっと発揮しなければいけない。そこをどう促進するかという話はまた別の話かなと思うので、今まで世の中で議論されていたガバナンスの議論はスウィーピングだった感じがします。ここに日本人の画一的な性格がそろって、全部同じ35%配当するとなって、良くないと思うのが1つ。

ブラックロックさんの話を聞いていて、さっきも言いましたけれども、原理まで考えた上で個別のことを考えるというのと、表層的なルールを画一的に当てはめるというのは随分違う行動で、原理まで考えた上で行動してくれる株式市場の投資家がどれだけいるのかももう一つ問題だと思う。私は、スチュワードシップコードも非常に大きな問題があるのではないかと考えているところであります。上澄みの人たちとそうではない人たちは随分違うのではないかと少し心配しているところがあります。

前回色々意見頂いて、リスクテイクするトップとそれを解任するのがワンセットでないといけないのだけれども、日本は解任するというのがないからリスクテイクもしないとか、その組合せからどうリスクテイクするマネジメントにしていくのか。もともと暴走するトップを抑さえるための社外取締役だったのに、もともと暴走しないトップが多い日本で制御する社外取締役が強化されるとどうなってしまうのだろうか。色々ポイントがあったと思います。

あと日置さんと北尾さんのお話に共通しているのが、日本はものづくりが強い間に疑似日立化するとおっしゃったと思うのですけれども、そこにソフトウェアを乗っけていくというやり方で③とか④をつくっていくという国家戦略もあり得るかなと思うので、その辺りも深掘りしていくと面白いかなと思ったところであります。

私から以上で、あと2分残りましたので。

<閉会>

○松田課長 ありがとうございます。頂いた御指摘は全て大事な点だと思っております、インプットを重視し過ぎているのではないかという御指摘もありました。また、規定演技と自由演技を分けて考えるべきではないかという御指摘や、ガイドラインというよりもまさにイノベーションの仕組みこそ大事ではないかという御指摘。反省会はしたけれども、また横並びにならないようにという御指摘も全てごもっともでございますし、沼上先生から頂いた4象限のお話は、この場の大きな重要な切り口だと思いますので、より立体的なものに再構成できるような形で整理させていただいて、最終的には1月目途である程度まとめの議論という形でやらせていただければと考えております。年末もぜひ思いつかれたらどんどんメールで頂ければ、できるだけ反映して良いものに仕上げていきたいと考えております。

それでは、本日の会議はこれで終わりとさせていただきます。資料につきましては、経産省のホームページに本会議終了後公表させていただきます。議事録についても、前回と同じように御確認いただいた上での公表と考えております。

次回、実務的には1月中旬で調整しております、追って事務局から御連絡さし上げたいと思います。

それでは、本日の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。本日はどうもありがとうございました。

——了——