

## 第8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8年3月3日（火）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、三瓶委員、中神委員、橋本委員、日置委員

【オンライン】加賀谷委員、北尾委員、小原委員

（欠席：工藤委員、後藤委員、中田委員、松田委員、宮島委員、山口委員）

<オブザーバー>

【対面】金融庁

【オンライン】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

・成長投資ガイダンス策定に係る現状整理・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、ただいまから産構審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させていただきます松田でございます。どうぞよろしくお願いたします。

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、前回と同じく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、局長の畠山より一言御挨拶申し上げます。

○畠山局長 畠山でございます。本日、御多忙の中、御出席を賜りまして誠にありがと

うございます。

この委員会では、日本企業が中長期的に企業価値を高めていくために、企業を取り巻く環境や課題を整理しつつ、成長志向型コーポレートガバナンスの在り方につきまして、委員の皆様幅広く御議論いただいております。

これまでの議論を踏まえまして、事務局では、価値創造とは企業が事業活動を通じて資本コストを上回るリターンを継続的に生み出していくことにありと整理いたしております。本日の事務局資料では、こうした観点を踏まえ、日本企業の現状を時系列で分析しているところでございます。

分析結果を踏まえますと、資本効率の改善を着実に進めるとともに、成長が見込まれる分野に対して投下資本の質と量を戦略的に高めていくことが価値創造の拡大に必要なと考えております。特に成長投資を通じて中長期的な価値創造の拡大を目指す企業と投資家に対して、価値創造の拡大に向けた具体的なメッセージを出していくことが重要だと考えております。

本日の委員会では、こうした問題意識の下、成長投資ガイダンスの素案を提示させていただきます。現時点では、あくまでも叩き台でございまして、これからさらに検討を深めていきたいと思っております。

この文書は、どのようなメッセージを出すかよくよく検討する必要があると思っております。しっかりしたメッセージを出して、企業行動を変えていく必要があると思っておりますけれども、一方で、変な取られ方をして、例えば投資家の皆さんなどにそっぽを向かれることがあってもいけないわけでございまして、その意味でよくよく検討を深めていきたいと思っておりますので、委員の皆様から幅広い視点で、率直な御意見を賜ればと思っております。本日も活発な議論をお願い申し上げます。

私からは以上でございます。よろしくお願いたします。

○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わせていただきます。ペーパーレスでお手元のタブレットを御用意してございます。

配付資料、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、資料4が成長投資ガイダンスの素案、資料5が工藤委員提出資料、計5種類の資料を御用意しております。

それでは、議事の進行に移ります。ここからは沼上委員長に議事の進行をお願いできればと思います。先生、よろしくお願ひいたします。

○沼上委員長 今日寒い中お集まりいただきまして、ありがとうございます。いよいよ今回の第2クールの終盤に差しかかってきて、まとめのフェーズに入ってきていますので、皆様からぜひ色々活発な御意見をいただければと思います。

まず資料の説明からお願いしたいと思いますので、事務局資料の説明をお願いします。

#### <事務局説明>

○松田課長 ありがとうございます。資料は事前にも御説明させていただいておりますので、ポイントだけざっと御説明できればと思います。

まず、パワーポイントの資料の3ページでございます。これまでの議論の振り返りという事で、日本の企業の業績、株価は大きく改善、ROEも一定程度改善している一方で、成長投資の比率がまだまだ低いものになっている点。

株主還元については、10年で3.5倍となっており伸びが大きい一方で、総還元性向の水準は依然として低いものでもあるというところ。

最後のところは、企業群③の売上高成長投資率が最も高いけれども、十分メリハリが効いているかというところでもなく、還元も行っているということで、企業のステージごとの動向も分析させていただいて、御議論いただいたところでございます。

4ページ、これまでの議論と取りまとめの方向でございます。先ほど申し上げたような背景として3つぐらいあるのではないかとということで御提示しています。資本コストを上回る収益性を安定的に確保できていない企業もまだ相当数いるのではないかとということ、資本効率の改善というのは強く意識されてきている一方で、資本の再配分、資本コストを上回る投資機会の探索と投下資本の戦略的拡大といったことが十分に行われていないのではないかと。

③では、成長投資と株主還元の適切なバランスを、企業の成長ステージや業績を踏まえて捉えるということの共通理解が必ずしも十分に形成されていないことが背景としてあるのではないかとことを整理しております。その上で、将来の成長投資と株主還元等のキャピタルアロケーションを一体的に捉えた上で、成長投資を促していくことが重要ではないかということが、1つの大きな問題意識かなと思っております。

5ページは、成長投資を促進する際の価値創造の考え方ということで、資本コスト割れ

の投資は価値の毀損につながるということを大前提としつつ、「価値創造」を「事業活動を通じて資本コストを上回るリターンを継続的に生み出すこと」と整理した上で、①資本効率の向上、投下資本の戦略的な再配分拡大、そして③中長期的な時間軸で考えるということの重要性を、全体としてまとめてはどうかということでございます。

6 ページ、1 社あたりの年間平均 E P というのを日米欧比較で出してみています。伊藤レポート発行前はマイナス 61 ということでありました。2015 年から 2019 年の間はプラスに転じているものの、今も足元、若干マイナスという現状になっております。

7 ページは、それを分解したものでございます。R O I C 等はプラス 1.0 と改善している一方で、全体としての E P はまだ低いものにとどまっているということと、8 ページは業種別の E P の状況を日本全体で出してみまして、半導体ですとかヘルスケア、医療機器等についてはスプレッドが高い一方で、投下資本が低いものになっていると。

自動車等々については、投下資本はかなり大きいわけですが、スプレッドは比較的低いものになっている。小売、不動産等々についてはスプレッドがマイナスになっている業界も大変多いということでございます。

9 ページは、日米欧の産業構造を比較しております。日本が一番上でございますが、右上にスプレッドが取れている業種が出てきておりますけれども、この面積は比較的小さいものにとどまっている一方で、左側、スプレッドが取れていない業種がかなり投下資本を投下しながらビジネスをしているというところもあるということでございます。

11 ページ、成長投資ガイダンスの意義、位置づけということでございます。基本的には、成長志向型のコボガバへと進化することが重要だということで、コーポレートガバナンス・コードの基本的な考え方を踏まえつつ、成長投資を通じた企業の価値創造を高める観点から、そこにフォーカスして、取り組むべき事項について整理してはどうかということで御提案させていただいております。

対象については、成長投資を含む将来のキャピタルアロケーションを経営課題の中核に設定し、まさに成長投資を通じて企業価値の向上を図ろうとする経営者の方ですとか、それを支える C F O、経営管理等々の方々を対象に示してはどうかということでございます。

12 ページは、成長投資ガイダンスの骨子の目次でございます。

最後、今後のスケジュールでございます。今回、あくまで素案でございますので、相当な叩き台、叩かれ台だと思っています。御意見を色々いただいて、また、政策的な手当ても増やした上で、3 月以降、今月、来月ぐらいに企業の方々、投資家の方々、有識者の

方々から、事務局でアレンジして、ヒアリングをざっとさせていただきたいと思っております。その意見も踏まえる形で、5月をめどに成長投資ガイダンスの策定、公表を進められればと考えております。

<自由討議>

○沼上委員長 どうもありがとうございました。

元々の資料が長いので、説明もある程度長くならざるを得ないということだと思います。

それでは、皆さんから御自由に御意見を賜りたいと思いますが、これまたいつもどおり挙手順で、このフロアにいらっしゃる方は名札を立てるなり、手を挙げるでも構いませんけれども、御発言の意思を表していただければと思います。オンラインの方は、挙手機能を使って発言の意思を提示していただければと思います。

本日は、最大1人4分以内ということで、4分が経過するとチンと鳴りますので、4分でチンと鳴ったら、早々に取りまとめていただくということを心がけていただければと思います。

それでは、皆さんからどうぞ御自由に御意見を賜ればと思います。三瓶委員からお願いします。

○三瓶委員 よろしく申し上げます。今回、取りまとめいただき、ありがとうございます。

1つ、先ほどの資料4でしたか、ガイダンス。一度、生成AIに要約させてみてほしいのです。そうすると、どのようにまとめるのだろうと。それが意図したことと一緒なのかどうか。多分これが発表されたときに、そういうことをする人がたくさんいると思うのです。そのときに、生成AIで作成されたサマリーが意図したことと違うようであれば、意図したとおりに生成AIがサマリーを作ってくれるように持っていったほうが良いです。ちょっとそれを思ったのです。

重要なメッセージとして成長投資を促すことが挙げられますが、資本効率とトレードオフの関係があり、成長フェーズを踏まえずに資本効率という言葉が強調されることがないよう注意が必要です。成長投資は成果までのタイムラグがあるのだと、だから時間軸を踏まえて考えなければいけないということが明確に伝わるように考慮いただきたいと思います。時間軸を踏まえて考えなければいけないのは企業側・投資家側双方です。なので、投資家側の質問も成長投資の時間軸に焦点を当てて、企業側の説明もそこをじっくりする。

絶対成功するとは言えないのだけれども、そこを分からないと言ってしまったら、成果まで時間がかかるので誰も投資してくれないです。ですから、そこはこのように算段があって、必ず勝ち取るのだ、やるぞということを伝えなければいけないので、その辺を是非盛り込んでいただきたいと思います。

長くなるので、後で無形資産の話をしします。その時間をください。

○沼上委員長 待っていますので、また次の機会をよろしくお願いします。

御指摘のとおり、確かに読んだときの印象で、資本効率とかスプレッドの話は出てくるのだけれども、タイムラグの強調とか、どれだけ成長するかというところの強調がちょっと弱い。その可能性はあるなと思いますので、その点、また私も後で意見を言いたいと思っております。

他にオンラインでどなたか手を挙げた？ では、北尾委員、お願いします。

○北尾委員 発言の機会、どうもありがとうございます。関経連の副会長でクボタの北尾でございます。

価値創造、とりわけE Pに関して少し発言いたします。付加価値について、事務局から説明いただきましたE Pというのは、株主や債権者といった資金提供者が期待する収益を上回る成果を企業が生み出しているかを示す指標であり、株主と企業が議論するために有用な言葉だと思っております。ただ、今他の委員からの発言にございましたように、短期的にE Pを高めること自体を目的としない、ということが大事ななと思っております。

私の実感として、E Pは結果であり、投資がそれを生み出す要因、原因です。弊社の事例を申し上げますと、農業や食料、水環境といった社会インフラ分野が中心ですが、例えば、スマート農業に向けた研究開発とか自動化、データ活用への投資、水環境分野での官民連携、PPP、DXといった様々なデータ基盤を構築する必要があります。ただ、こうした研究開発や基盤の構築には時間がかかるため、初期投資ではコストが先行しまして、E Pを一時的に押し下げることがあると思っております。

しかし長い目では、顧客の生産性向上やライフサイクル全体の収益安定化、長期的な競争力の確立、ひいては国土強靱化とか国の社会安全保障につながる投資であると見ています。

そこで、E Pだけでは見えない点があると思っております。E Pはどれだけ効率的に価値を生み出したかを見る手法としては優れているけれども、価値を社内外にどう分配しているかというところまでは示せていないのではないかと思っております。

その観点で、経営の全体像を見るためには、バリュアディッド（収益から外部支払費用を差し引いた付加価値）の視点を入れたらどうかと思っています。役職員の報酬、人材投資、それから税金としての社会への貢献、配当や利息としての資金提供者へのリターン、そして将来投資への備えとしての内部留保、これらがどのように配分されているかを一体として捉えることができると思います。

例えば、売上の動向は、農業、水インフラという事業の持続性を示すことになりまして、外部支払費用の変化はサプライチェーンや取引構造の変化を映します。また、人件費や研究開発費は、将来の競争力への投資状況を示しますし、内部留保は次の成長投資に向けた備えです。弊社でも中期計画では物量重視から価値創造へという転換を数字の構造として確認するように努力しているところです。

このEPとバリュアディッドは競合するものではなく、補完し合う形になればいいのではないかなと思っています。EPは資本コストを上回る成果を出しているかという効率性の指標、バリュアディッドは、その成果が人材、社会、将来投資に無理なく配分されているかを見る健全性の補助線という形で、弊社のように投資回収に時間がかかる社会インフラ型ビジネスとしては、この両面からのモニタリングが経営投資上にとって有効だと考えております。

まとめますと、EPを中核指標として位置づけつつ、バリュアディッドの視点を併用することで、短期的な効率性の追求が将来の価値創造力を損なっていないか。また、将来投資の名の下に分配構造が歪んでいないか。こうした点を立体的に確認できるのではないかと考える次第です。この2つを併せ見ることで、価値創造経営の説明力が確実に高まると思っています。

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。EPに補完する考え方としてのバリュアディッドをというコンセプト、どうもありがとうございます。また、先ほどの三瓶委員の議論と近いところがあると思いますけれども、時間軸の問題。短期で見るのと長期で見るので話が随分変わってくるということです。また、会社によって違う時間軸で生きていると思うので、その辺のところも考えていかなければいけないなと思いました。どうもありがとうございます。

次は、日置委員が順番では先ですかね。

○日置委員　　ありがとうございます。私は三瓶さんと同じで、別のガイドラインをA I

に作らせてみようかなと思ったのですけれども、ちょっと時間がなかったので今日はやりませんでした。今回のガイドラインは、どう読み解かれるかがよく分からない部分もまだまだあると思うので、磨いていけると良いなと思っています。

そういった意味では、昨日の夕方に私、実は事前のレクを受けて、そのときに相当ほえて、すっきりしたので、今日はちょっと穏やかな感じでコメントをさせていただこうかなと思います。実際、修正もいただいている部分もありましたので、その部分を省いてというように思っています。

と言いつつ、本当はガイドラインとかガイダンスはそんなにたくさん出すものではないと私は考えているので、もう要らないと思っています。けれども、つくと決まった以上は、企業さんを窮屈に縛るものではなくて、しっかりと成長に向けたチャレンジを後押しできるものに仕上げていきたいというような形で、一晩で気持ちを切り換えてきましたので、そういった観点からお話をさせていただきたいと思います。

今、お2人の委員からもありましたとおり、最初に気になりましたのは、今どう稼ぐのか、成長するかは大事だと思うのですけれども、将来を担う方々が、この先10年後とか20年後に活用できるアセットをどう積んでおくかというような観点からも、我々は成長投資というものを考えなければならないのではないかというところをすごく強く思いました。

というのも、今、確かに株価は上がっていますが、少し前まであまり評価されていなかったような会社さんが評価されている。それは、もしかしたら無駄だとか生産性が低いと言われていたかもしれないけれども、技術的なアセットを含めて着実に積み上げたものがあって、それが例えばAIというものをトリガーにして、それに伴うデータセンターとか電力関連の部材だったりとか、素材だったりとか、電子部品に至って、今、日本の企業が非常に評価されている状態にあると思いますので、あまりにきちきちやり過ぎると、そういった将来のために本当は積み上げなければいけないものを失ってしまう可能性はあるのかなという気がしますので、一定の余白があるような形で、企業として行動していくことができる、あるいは投資家の方も対話していただくというような、成長のためには余白も必要と見なすようなガイダンスにしていくというのがすごく大事なのではないかなと思います。

あと、先ほどEPの議論がありました。EPというのは90年代に登場したのですが、正直、古いなと思いました。なぜ今これを出してきたのかと事務局によくよく聞いてみた

ところ、売上は規模を表すもので企業目標の指標として使われてきた。その後ROEとかROICである程度効率性も見始めたけれども、結局は大きさと率を見ているだけなので、今度は面積でちゃんと成長を捉えていくという発想でつくっていききたいということでした。

今回、EPを出すとしても「ROE何%」みたいな感じで使われたいような形でしっかりと使用上の注意を書いていただく。また、EPを追加する意図をしっかりと示していただくのが良いのではないかなと思います。

ROICも、それを高めたいがゆえに分母となる投資を節約してしまい、結局ROICを良く見せてはいたが、成長を止めてしまったのではないかなというように見え方をした部分もありましたので、そういったところには気をつけてやっていくことが必要だと思います。あと、ベストオーナーのところ。元々グループ・ガバナンス・ガイドラインを2018年か19年に入れたときに、当時、別件で海外M&Aの調査をやっていました。そこで米国社の本社にインタビューに行った際にベストオーナーという話が出てきたので、それを横からちょっと入れてもらった言葉ではあるのです。今、気になっているのは、ベストオーナーに事業を渡すというのはすごく大事なのですが、渡した側は、渡した対価で自社がベストオーナーである事業を強化するという議論をし切れているかどうかという点も見たほうが良いのではないかと。要するに、売って対価を得ただけでも、やることなく、結局それを還元しませんがしょうがないので、そうしたところ、まさに企業戦略としてどう構築していくかというようなところもメンションできると良いのかなと思いました。

○沼上委員長 どうもありがとうございます。確かに縛るのではなくて、余白とおっしゃいましたか、そういう部分を経営者にちゃんとチャレンジしてもらえないと成長しないという危惧は確かにあります。ありがとうございます。

それでは、次に橋本委員、お願いいたします。

○橋本委員 ありがとうございます。様々な委員の方々がおっしゃったことと若干重複するところがあるかもしれませんが、先ほどご発言がありました、ガイダンス自体が形骸化するリスクについては留意する必要があると思います。やはり、余白を残しておいて、解釈の余地を残しておくということは大変重要なのではないかなと思いました。

また、投資家に期待される対応については、また後でお話しできたらと思いますけれども、全体のことについては、エコノミックプロフィットという概念の導入によって、RO

E、ROIC、資本効率と成長戦略との関連が非常に明確になり、分かりやすくなったと感じております。私たちのような長期投資家の立場からは、非常に賛同できる内容になっております。

1つ、TSRに関してなのですけれども、私たちも重要な指標であるということに関して異存はないのです。ただ、構成要素である株価自体は会社がコントロールできるものではなくて、一種の成果の指標であることから、ここの部分を強調し過ぎてしまうと、結局株価を上げるための、また、自社株買いだとかに走るリスクもあるのかなと思っております。

そういう意味では、このガイダンスの中で、源泉であるEPの創出拡大が重要であるというメッセージが入っているかと思えますけれども、ここが明確化されたことは重要なポイントだと思って支持しております。

それ以外の投資家のことはまた後でお話しできたらと思います。

○沼上委員長　また後ほどを御期待しております。確かに自社株買いのみに走るみたいなことが起こるというのは必ずしも良いことではないと思います。色々重要ポイントを指摘いただいたと思っています。次は、中神さんですか。

○中神委員　ありがとうございます。皆さんが割と厳しい意見なので、ちょっとびっくりしています。私は今回の原案、すごく画期的な内容になっていると思っています。大いなる賛成を申し上げたいと思います。

第一回会合で私は「成長と膨張は違う」と申し上げたと思うのですがけれども、これが今回、エコノミックプロフィットという形で明示されていて、これを社会の共通言語にしましょうということですね。このEPという概念自体は確かに少し前から出ている概念ですけれども、我が国には全然浸透していませんでした。しかも何らかのスプレッドのように「率」だけでもない、今の日本社会全体に求められる「額」を表すための面積。社会全体としてはEPの額が必要なので、これには大賛成でございます。

それから、まずはEPを上げるような事業転換をして、その後、しっかり投資して成長シーンに行きましょうというこの2段階アプローチにも、私は賛成です。

そのうえで一つだけ付け加えたいのは、これまで私は、企業経営者にはあごが外れる投資をしてほしい、そのぐらいリスクとらないと、膨張ではない成長などできないということを書いてきたわけですが、それを言う前の大切な問いを一つ立てていなかったかなと思っています。それは、あごが外れる投資をするためにも、我が社には一体どの程度の現預

金が必要なのかという最適現預金水準をちゃんと定義することが必要だということです。これは会社としてリスク管理上も必要なもので、それをちゃんと守った上で、その残りの分については、借入、あるいは増資をしてでも、あごが外れる投資をしてほしいと。

逆に、最適現預金水準を定義せずに、単に余剰資金は投資しろみたいなこと言うと、経営サイドとしては当惑するだろうなど。投資家ももっと投資しろ、もっと投資しろみたいなことになってしまうので、議論が感情論に流れてしまうだろうなどと思っています。

では、具体的に最適現預金水準の定義はどうしたら良いかという、まず「定常」資金と「突発」資金に分ける。定常資金というのは普通のキャッシュフロー・マネジメントの話なのであまり問題にならないのですけれども、議論になるのは突発的資金の必要水準のほう。突発のほうも実は2つあって、一つには「突発的危機」に対応しなければいけない。長年経営をしていると、リーマンとかコロナのような突発的危機が必ず来るので、これに対応する資金を確保しておかなければいけない。もう一つには、積極的なM&Aとか大型投資という「突発的投資」資金も必要。ですのでこの3つの視点から、うちの最適現預金水準というのはこのぐらいなのだ、というものをちゃんと取締役会で試算し、議論し、開示して、その上で成長投資、株主還元、何なら負債の圧縮といったものに優先順位をつけていって配分を示すことが必要ではないかと思います。

成長投資をするというのは、まさに攻めの経営なわけですが、それをやるためにも、今これだけ短期的還元要求が強まっているマーケットの中で、きちんと最適現預金水準というものを語る、開示することは守りにもつながると思うのです。なので、攻めと守りを兼ねた大事なことかなと思っています。

現預金水準の設定をきちんとすることによって、カンガルーのあごが外れるほどの投資をする。そして、膨張ではない成長を狙っていくみたいなことを言ったらどうかと思いました。

私、今日3点あるので、まず第1点だけです。

○沼上委員長　皆さん、何度も喋りたがっているということはよく分かっていますので。ありがとうございます。

成長であって膨張でないとか、あごが外れるような投資とか、一貫して語られてきたこと。その背後にもう一個、最適現預金水準についてしっかり確認しておくということが大事だという御指摘、どうもありがとうございます。

次、手が挙がっている方は、オンラインでもいらっしゃらないですか。代読？ その間

に唐木委員が考えるということ。

○松田課長 工藤委員から意見書を出していただいておりますので、簡単に御紹介できればと思います。

3つです。まず一つ目は、実質的な対話の促進に向けた論点明示の重要性ということで記載いただいております。特に2つ目のポツのところですけれども、画一的な数値基準が機械的に適用されることとか、過度に短期還元要請が先行するということは、将来の価値創造に必要な企業の健全なリスクテイクを萎縮させる懸念があるのではないかと。依然として総還元性向で欧米に劣後するという事実を受け止めた上で、企業の成長ステージと投資機会に応じてメリハリある投資と還元を進めるべきとするガイダンスの打ち出しに賛成しますというコメントと、将来の価値創造を共通言語とすることで、企業側と投資家側の双方の関係づくりに大きな意味があると考えていますというコメント。

2が資本取引局面における価値創造に基づく市場評価の形成というところで、これは2つ目のポツのところ等でございますけれども、高い買収価格の提案であれば、直ちに望ましい買収であるといった短期的な株主利益に偏重した誤解が生じやすいという点に留意が必要ではないかということで、本来、企業価値はステークホルダーへの貢献ですとか、人的資本投資を含む将来の成長投資の実装を通じた中長期的なキャッシュフローの増加が含まれており、短期的な株主利益と必ずしも常に一致するとは限らないという点をしっかり考えていくべきではないかということ。

3がガイダンスの実効性向上に向けた制度的措置というところで、社債市場の活性化等のファイナンス環境の整備をしていくべきではないか。濫用的な株主提案により企業と投資家の建設的な対話が阻害されることのないよう、株主提案権の行使要件を国際水準と同等に見直していくことが必要ではないか。価値創造経営の実践を担う経営者の執行能力向上に向けて、本ガイダンスの啓発ですとか実装促進が大事ではないかと。最後は、政府による投資促進策との連動も重大ではないか。成長投資の環境整備としては、非財務面での支援も省庁連携していくことが大事ではないかといった御指摘、御意見をいただいております。

○沼上委員長 どうもありがとうございました。今、代読をされている間に、小原委員から手が挙がったようですので、オンラインで御発言いただければと思います。

○小原委員 ありがとうございます。私としては、資料3の5ページ目のところに書いてある、先ほど何人かの委員の方からも御指摘がありましたけれども、投下資本なり資本

効率がそれぞれ単独ではなくて、「面積の拡大が必要」ということと、「中長期的な時間軸で考えることが必要」ということがガイダンスに正しく伝わるように書かれているのかという点に疑問があるところです。中長期的な時間軸で考えることの必要性をバナーに記載するなど、もう少しガイダンスを工夫していただけると、資料3に書かれた趣旨が伝わるのではないかと考えています。

そのため、参考資料の21、22ページにあるように、企業群①や②の企業で、欧米に比べて日本の配当実施比率が高いことや、自社株買いの実質比率が高いことなども、記載した方が、ガイダンスとしてより正しく伝わるのではないかと考えますので、御検討いただければと思います。

どうぞよろしく申し上げます。

○沼上委員長 どうもありがとうございます。面積の問題と時間軸の問題、他の委員からも色々出てきている論点だと思しますので、どうもありがとうございました。

残るは加賀谷さんがオンラインで発言されるか、唐木さんがここで発言されるか、どちらかなのですけれども。では、唐木委員、お願いします。

○唐木委員 まず、所用で遅れまして大変申し訳ありませんでした。私が来たときに、ちょうど日置さんが「今日は冷静に」とおっしゃられたところから入ったので、その前のコメントが聞けていない状態ではあるので、重複などあったら申し訳ありません。

今の面積の議論について、どれだけのアップサイドが投下資本に対してあるか、は確かに重要なのですが、企業経営をしていると、それだけではないところに価値があったりするということは、少し幅広に、ある意味、多様性を認めていくことも必要なのかなと思います。

日本ではあまりないと思うのですが、価格を極限まで上げて、今刈り取れば将来はなくても良い、という考え方をするビジネスも少なくはないのですが、我々はそこまで求めているのではなく、サステナブルなビジネスということを考えると、適正な収益性ということも重要だったりしますので、そういった意味で、この面積が最大化すれば良いのかということ、そうではない場面も恐らくあって、それは結構重要な問題なのではないかと考えています。

先ほど何名かの委員がおっしゃられた時間軸という話であったり、儲け過ぎないということであったり、そういった、より数字では定量化できないところも含めた、少し幅の広いガイダンスであるということが、実際の企業経営にとっては重要だと思いますので、そういったところを是非この先盛り込んでいければな、と思ったのが1点目です。

また、E Pという概念は大事だなと思いつつ、これを実際使うとなった場合に、誰がどのように計算して、経営の現場にどうやって反映されていくのだろうか、というプロセスを考えると、結構頭が痛いのではないかなと。シンプルな概念で分かりやすくはあるものの、誰がどのように計算して反映するのか、という実務が難しければ難しいほど浸透しにくくなると思いますので、その辺りはきちんと考えていくべきなのかなと思います。

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。ポイントは面積ではなくて、体積だということですね。だから、どこかのタイミングで面積が減っても、トータルで体積が大きくなれば良いという見方でないといけないということですね。どうもありがとうございます。

加賀谷さんから手が挙がったようなので、ぜひ加賀谷さん、お願いします。

○加賀谷委員　　加賀谷です。御指名いただき、ありがとうございます。また、レポートを非常に丁寧に、E Pを軸にして、ある意味、成長投資ガバナンスを考えましょうという大きな方向感私は私も理解いたしましたし、そうしたところを勘違いされない形で浸透させていくことが重要だろうなと思っております。

この成長投資ガバナンスは何のためにあるのかというと、成長投資できないからだよねとしたときに、成長投資できないのはなぜかといったときには、4スライド目で書かれてある①から③の要因がありますよねということだったと思います。

E Pとの関係で言うと、①については、基本的にはもっともっとE Pを意識して経営をやっけてかないと難しい、資本効率全体を上げなければいけない人たちがいるよねというメッセージになるのだろうなと思います。

では、②、③と成長投資ガイドラインがどのように結びついているのかだとかということころは、もう少し色々考えたほうがいいのかかなどとちょっと思いましたのは、4象限フレームワークに基づいて、ではE Pを軸に考えた場合に、各方々が何をやらなければいけないのかというのは、もう少しきめ細かく書いたほうが良いのかなと思いました。

というのは、例えば企業群③で言ったときに、企業群③は成長性が高く、資本生産性は低いという群だったと思うのですけれども、その群に対して、まず資本生産性を上げろというメッセージをガイドラインの中では書かれているのです。何かそうではないような気もしなくもなく、先ほど話が上がった面積の問題だとか時間軸の問題というのをどういう形でE Pに絡めて議論すべきなのかなというのは、もう少し詰めたほうが良いかなと思

っています。

価値創造ストーリーというテーマがこの中から全く抜け落ちているというところが、私自身が寂しいなと思ったポイントでありまして、それはいわゆる投下資本を増やすにあたって、資本生産性が低い企業がそこにどうやって理解を得るのかといったときの問いかけの答えの1つが価値創造ストーリーだったのかなというように認識しております。ただ、今までの価値創造ストーリーでは満たせなかった、あるいは成長投資を支えることができなかった要因は何で、それをこのガイドラインの中でどう入れてくのかというところは非常にポイントになるのではないかなと思いましたが、その点は指摘させていただきかけたということです。

○沼上委員長　　どうもありがとうございます。

今のは4象限をもうちょっと活用して、EPも含めてそこを丁寧に書いていったほうが良いのではないかという御意見だったと思います。

もう一つ、これはビジネスモデルという言葉が出てこないという議論とほとんど類似の議論だと思いますけれども、価値創造ストーリーを持って市場との対話をしていく、あるいはエンゲージメントをしていくという部分をビジネスモデルで語る、価値創造ストーリーで語るという部分がもうちょっと強調されるのがいいのではないかと、多分そういうことではないかと思えます。どうもありがとうございます。

これで全員喋ったのかしら。では、私が喋って良いということですね。

ト書きには、私が喋って良いと書いていないのだけれども、一応簡単にお話をさせていただきます。

私は、どちらかというと投資家ではなくて、経営者寄りの意見でお話をさせていただきたいと思うのですが、まず第1に、4象限モデルはもっと徹底的に4象限モデルでいったほうが良いと私は思っているのです。ただ、ここに出てくるデータで見ると、右上の④が、アメリカではかなり株主還元しているという話になってしまう。これは経産省の配慮に次ぐ配慮で、PPRを1倍にして、ROEを8にするという、何かほとんど下駄を履かせるような線の引き方をしたがゆえに起こってきているデータ上のアーティファクト (artifact) みたいなもので、もしこれがPBR 3倍とかというような会社であれば、恐らくこういうことは起こっていないと思うのです。

PBR 1倍から2倍ぐらいの会社で、ROEがそこそこの会社は、株主還元をもっとや

るという感じだと思うのですけれども、PBRがもっと高い会社だと、もっと投資するというような志向性が高い可能性があると思うので、ここはもう一回、4象限モデルなのだけれども、線をもう2本引いて、成長しなければならないところは、一律還元を即座にしなければいけないということではないところを強調できるように、データの分析をもう一回やるところが必要ではないかと思っています。これが1個目です。

もう一つは、我々にとっての一番の課題は何かということ、もう一回すごく意識しないといけないと思うのです。戦略的なシナリオを我々を書くということを考えたときに、一番の課題は、ROEが低いことも課題だし、PBRが低いことも課題だし、何もかも課題なのだけれども、全部課題だからといって全部直すというようなニュアンスになると、どれも直らない。どこから直していくと、長期的に一番良い良循環が回るかというように考えて政策を考えてもらう必要があると私は思います。

だから、今の段階で本当に資本効率を強調するのが適切なのか、それとも、今の段階は成長投資を強調するのが重要なのか、それはどちらなのかと。膨張とは違うから、膨張するのでは困るけれども、本当にエコノミックプロフィットが伸びるようなきちんとした投資ができるかどうかというところが問題。ただし、これは短期的にはマイナスになってしまうかもしれない。短期的にマイナスになってしまうかもしれないところは、きちんとビジネスモデルとか価値創造ストーリーでしっかりと対応していくという議論ではないかと私は思って読んでいます。

成長投資を促すということを考えるときに、資本効率の話をもっと出してしまうと、4象限モデルで言うと、③への投資というのが減ってしまう可能性がある。今見ている限りでは、アメリカとかヨーロッパと比べると、③への投資による赤字が少なく、①への投資の赤字がすごく多い。

我々経営学者からすると①。これ、上場企業のものでポートフォリオを組んでいるからあれなのだけれども、会社で言うと4象限事業があって、その4象限の事業の加重平均でこの4つのセルにプロットされていると考えた場合、個々の企業で①が多過ぎるというのは確かに問題ですが、①と③というのは、会社からいうと、悪い赤字と良い赤字なのです。健全な赤字部門への投資はしても良いけれども、もう功成り名を遂げて、ここから先、やってもしょうがないものに資本を張りつけておくなということで、この一番の問題は、①と③を峻別して、③への投資はしっかりやってください、①は早く整理してください。基本的にはそういうメッセージがちゃんと伝わるようにしなければいけないので、そのとき

に、ROEを高めなさいのほうを言うと、①も③も両方一遍にマイナスになってくる可能性が出てしまうという、その副作用があることが私はすごく心配。

むしろ我々は、①と③の③を増やしてもらうために、どれだけきちんとした対話が成り立つような、そういうことが起こってくるような制度設計をしなければいけないかという議論をメッセージとして出すべきなのではないかと思っているということでもあります。

ちょっと長くしゃべり過ぎてしまって申し訳ないですけども、私が受けた印象は、大体そういうところにあります。だから、一番初めの三瓶さんのお話のように、資本効率という言葉が強く出過ぎているというところではないかと思います。

即座に中神さんが反論を言いたそうなので、どうぞ。

○中神委員 国全体としてEPの絶対的な面積を時間軸も含めて、どうやって大きくするかということが大きな社会課題だと思うのですが、それをやるのに、この4象限でやるという方法論も一つはあると思います。

一方、今回の資料で私が非常に刮目したのは、8ページです。それを見て社会的にEPを増やすためには、2段階のレイヤーが必要だと思いました。1段階目は、企業のレイヤー、ミクロのレイヤーで、個別の会社が資本コストを踏まえて、どの事業に投下資本を寄せて、どこから引いて、どこの領域に成長投資を厚く張るのか、それをEPで見ていこうということですね。でもこれ、あくまでも第1レイヤーでミクロのレイヤーです。このページが指し示しているのは国家というマクロレイヤーで、産業の構造を相当変えていく必要があるということ。産業間の投下資本の固着度合いを変えていく、今EP率が高いものに傾斜資源配分していく、これによって国家全体のEPを大きくする、この設計がすごく必要だなということを改めて思ったのです。

私は、どちらかというと4象限よりこのほうが社会的インパクトが大きいとっていて、これをダイナミックに動かすためにどうやって産業再生を加速するのかとか、人材の移動とか再教育をどうするのかとか、何らかの制度や規制が阻んでないとか、リスクマネーをどこに突っ込んでいくのだ、みたいなものをダイナミックなキャピタルアロケーションの第2弾目、これがすごい必要だと思っていて、これがない限り、個別の企業の経営でミクロのキャピタルアロケーションだけがいくら良くなっても、大きな国家的なEPの成長につながらないというように理解しています。

○沼上委員長 どうもありがとうございます。御指摘はそのとおりだと私も本当に思います。これはキャピタルマーケットが全体として成長していない産業から成長している産

業へ資金をちゃんと流さなければいけないと。これはこれで一方ですごく必要なことだと思う。

あとは、企業経営側の課題とキャピタルマーケット側の課題の両方があるのだと思うので、そこは私の言ったことと少し違うところだと思いますけれども、今の御指摘そのものは、私も本当にそのとおりでと思っています。どうもありがとうございます。

日置さん、どうぞ。

○日置委員 蛇足的なことなのですけれども、私も同じ感覚を持っていて、昨日ほえた先ほど申し上げましたが、一番ほえたのは、国でやらなければいけない政府の対応のところあまりにも薄いという話をして、まさにそこをどう後押しするのか、産業を動かすときにどう後押しするのか、業界再編をどうやるのかみたいな話、それから、前回、沼上先生にも御指摘いただいた疑似日立的な形で、勝てる産業をどう組み合わせでつくっていくのか、そこに対して、どういう手だてをしていくのかというような話を具体には書き切れないのかもしれないけれども、そこはメンションしておかないと、結局このガイダンスが民間への押しつけガイダンスではないかみたいな感覚に見えてしまうというところが良くないなと思っています。そこは官民一体でやっていくということを踏まえると、やはりこの6章をどんな形で厚くするかというのはすごく大事なポイントなのではないかなというところを、昨日ほえた一番のポイントがそれだったので、コメントさせていただきました。

○沼上委員長 いや、分かりました。そういう意味で言うと、個別企業にあれやれ、これやれと言っているように見え過ぎてしまうのはあまり良いことではないなという感覚は私も持っていて、大学の先生が授業に出てこない学生を念頭に置いて、学生は最近駄目だとかと言っているのにすごい近い感じ。これを出して、ちゃんとやっている会社が読んでいて、駄目な会社はきっと読まないと思うのです。だから、すごくよくできていて、ROIC-WACCスプレッドでちゃんと経営している会社は丁寧に読んで、これ、やっているよと言うかもしれないけれども、やってほしい会社は全然読んでいないということが起こってしまって、ある意味では、一生懸命やっている会社にもっとやれと言っているだけみたいになってしまうと、それは本来の目標とは多分違うことになると思うので、ターゲットとなるセグメントがどこにいて、その人たちにどういうメッセージを出していくのかという問題と、経済産業省として、役所として、国として何をやってくべきかという話と、もう一個、別の議論が確かにあるなと私も思います。どうもありがとうございます。

他に御意見はございますでしょうか。どうぞ、お願いします。

○橋本委員　少し観点を変えて、投資家からの視点に関して申し上げたいと思います。この取組自体は本当に画期的なことだと私は思っておりまして、全体的にはほとんど賛成なのですが、あえて加えると良いなと思うことを付け加えさせていただいているので、それぐらいの温度感で聞いていただけたらと思います。

今日色々議論をお伺いしている中で、企業の成長を促すために、投資家としても何ができるのかということを変えてこの場で考えさせていただいております。ここでは、議決権行使の話は株主の観点から少しさせていただけたらと思います。私たちも議決権行使に関しては、問題意識は非常に持っておりまして、形式的な行使を防ぐ必要があると常日頃思っております。そういう意味で、議決権の形式的な行使を防ぐために、運用会社、私たちに対しての課題ももちろんあるのですけれども、あともう一つ、アセットオーナーの取り組むべき課題もあるのかなと思う次第でございます。例えば、日本の運用会社の課題としては、企業に対するエンゲージメントを行う担当者と、議決権行使の担当者が異なる場合がかなりあると理解しております。この点については、海外で見られるような、企業と対話をする人間と議決権行使を担当する人間を一体化して運用するような体制にしていくということは考えられるかと思っております。

先ほど申し上げたアセットオーナーの話に戻りますけれども、また、議決権の形式的な行使を防ぐということのために、アセットオーナーにも期待申し上げたいこともあります。例えば、多くの年金基金において、運用委託先の評価を担当される方が、外部からの出向者であったり、あるいは2～3年で異動されてしまう例も多く、このことに長く携わっていらっしゃる方がまだ不足しているような印象を持っております。そうした事情から、アセットオーナーの側において、運用委託先を評価する上での専門性が十分に育つことができず、結局、評価をする上で、形式的なところ、例えばその委託先が議決権行使においてどれだけ反対票を投じたか、といったことに注目して、委託先の評価をする傾向にある、といったことも感じており、それが、運用会社における議決権行使において、一定の基準を形式的に満たしていないところを探して行って、それが一定以上になれば取締役の選任議案に反対票を投じる、といった議決権行使の形式化につながっていることもあってはないかと思っております。そういう意味では、評価を行うアセットオーナーの側でも専門性を向上させて頂くこと、そして、運用委託先が行うエンゲージメントと議決権行使という業務をもっと正しく評価して頂くことに向けての環境整備も必要なのではないかなと思っております。

アセットオーナー・プリンシプルが制定されて、これに対する期待も高まっているなかで、このような点も考えていくことが必要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した。アセットオーナーの話は今出てこなかったところの1つだと思うので、すごく大事なポイントだと。前から中神さんはアセットオーナーの話随分されていたのですが、この部分まで何らかの示唆がないと全体のマーケットが完成しないというところは多々あると思います。どうもありがとうございます。参考になる大変良い意見だったと思います。

三瓶さんから手が挙がっているのかしら。

○三瓶委員　さっき、無形資産の話を見せてくださいと言ったのですが、人的資本への投資とかブランド技術、デザイン、組織能力といった無形資産への投資は全部販管費から出ているのです。

今まではコストカット、コストカットでこれを下げてきたわけです。だけれども、これから成長投資という中に無形資産を創造するような成長投資もしましょうと言っている。では、やみくもに、みんなでどんどん人的資本投資をしましょう、色々な組織を強くするために投資しましょうとやっても、それをどのように価値化するかということちゃんと見定めないと、営業利益率はますます下がって、本当の価値創造できたかというのは、今、大きく劣後していますけれども、もっと沈んでしまうと。だから、投資したのに何もなっていないではないかとなるわけです。だから、これは本当にマインドセットを変える。意識改革しないとできないのです。そういうことでやっていこうとしたら、ビジネスモデルをちゃんと作り直さないといけないということになると思います。

資料3の8ページに産業別のグラフがありましたけれども、上のほうは投下資本が少なく見えているのですが、これらの業種は無形資産型のビジネスです。だから、財務諸表に出てくる投下資本ばかりを見て、これを拡大すれば良いのだというのではオールドエコノミー過ぎるのです。だから、本当のチャレンジは無形資産を形成する成長投資にあると思うのです。見える投下資本を増やすというのも、面的に拡大するのも大事ですが、この見えない資産への投資を、財務諸表に載らないけれども、もう既に欧米の企業がやっている。ここをもっと日本の企業も気づいて、会計上どうのこうのではなく、販管費が増えているように見えるけれども、それが価値化できるので、実は粗利率が上がるという、循環するモデルをつくっていくことが重要です。

でもこれ、時間がかかります。だからさっきの時間軸が大事なのです。無形資産を形成

する成長投資をやっている最中は時間がかかって、そんな2～3年でできないと思います。5～6年、7年かかるかもしれません。だけれども、それを着々とやっているというところを見せつつ、少しずつ成果が出たことを確認し説明しながら先に進まないといけない。これは投資家側も辛抱が必要だし、やっている企業側も自信を失ってはいけないしということで、これこそ政府もそれを見守るといえるか、後押しをしながらやらないと、そういう転換はできないのではないかなというところで、これは非常に心配しているところです。

○沼上委員長 大変説得力のある議論だったと思うのですが、どうやったら後押しできますか。

○三瓶委員 今でも実際に人的資本の投資というのは後押ししています。知財・無形資産への投資もガイドラインを作ったりしてやっています。なので、一つ一つやるムードはつくっているのですが、そのときに目指すところ、どういう成果を勝ち取ろうとしなければいけないのかというところまで言わなければいけないと思うのです。それによってビジネスモデルが変わりますよというので、投資家にもそういうところを見ておきなさいと言わなければいけないと思います。

投資家に「あなたたち、ビジネスモデルをちゃんと見なさいよ」と。単に業績をモニタリングするのではないのです。ビジネスモデルをちゃんと見る投資家ですかと。そうではなかったら、こんなこと分からないですよと。そこまで見る投資家でないと長期投資もできないし、時間軸の話も分からないし、そういうあなたたちは、プロの投資家になっていきますかということをお願いしたいと思うのです。

○沼上委員長 なるほど、ありがとうございます。私の研究領域の中で、ホスキンソンとか、ヒルとか、有名な多角化企業の研究者がいるのですが、多角化企業の経営者にはタイプが2つあって、ファイナンシャルコントロールする人と、ストラテジックコントロールする人がいるというのです。ファイナンシャルコントロールする人は、出てきた財務成果だけでコントロールして、この事業部に金を張るか張らないかを決めると。ストラテジックコントロールというのは、相手の出してきた戦略プランまで一緒に考えてやって、相手の事業部をコントロールする人と。

ファイナンシャルコントロールするというだけの社長の下だと、事業部が研究開発費を削るので。長期投資系をだんだん削っていく。プロセスを見てくれないから、結果しか見ないから。でもストラテジックコントロールするトップの下だと、失敗する、成功するは色々あるけれども、プロセスを見てくれるから、色々チャレンジもする。だから、

その意味で言うと、その本の著者たちの話は、ストラテジックコントロールすることができるぐらいの事業部数に抑えないと長期的な成長がなくなるという議論をするのですけれども、今まさに株式の投資家の市場についても、ある程度ビジネスモデルまで踏み込んだ対話をしていかないと、産業社会の未来への投資を促進できないと。多分そういう議論だったのではないかと思うのです。どうもありがとうございます。

他にまだ御意見のある方。では、日置委員、どうぞ。

○日置委員　今のファイナンシャルコントロールとストラテジックコントロールの話に関連して。ストラテジックコントロールを指向する経営者の方にはファイナンスの素養がないと、本当にビジネスしか見なくて、価値を毀損してしまうような行動を取る可能性もあるのだと思います。

何を言いたいかというと、政府が取り組むところで、CFOとかFP&Aの体制強化という文言があったのですが、それよりも事業責任者の方のファイナンスリテラシーの向上が一番効くのではないかと思っています。意外に大きな成功している会社の事業をやっている方ほど、PLだけ見ていれば良いという感覚が多いように思います。今日のような議論がレポートとして出ても、多分よく分からない、ところから始まるような気が正直なのです。

ビジネスモデルを描いて、資金調達して、アセットを築き、それをレバレッジして稼ぐ。この順番が普通のビジネスのサイクルのはずなのだけれども、この前半をすっ飛ばして、すでにあるものを使って稼ぐことができた人が、ひどい言い方をすれば、出世する可能性が高いということも意外に多いのではないかという気がします。それは能力の問題ではなくて、そういった環境でやっているから、そうになってしまうだけの話だと思います。事業部門の人材がファイナンスをもっと早い段階から身につけておけば、もっといいビジネスモデルをつくれるし、事業の強さ、技術の強さとファイナンスの強さも含めたものをつくれるはずなので、事業責任者マイナス1、マイナス2の方々に、ファイナンスのトレーニングをやっていこうと今動いている企業さんもいらっしゃる。それは企業としてのファイナンスリテラシーを高めようとする動きです。

海外の企業では、エンジニアでドクターを持っていても、ファイナンスを分かっている人たちが経営しているのが当たり前の状態で、製造業のトップだったりするので、そのまま真似しなくても良いとは思うのですけれども、力点を置くべきはそっちだと。CFO協会をやっているのでは何ですが、CFOやFP&Aがどうサポートするのかというような

ころもあってもいいのですが、注力の中心は事業側のファイナンスリテラシーに置かないと、なかなか成長投資が実を結ぶようなものになっていかないのではないかなと感じていますので、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。それは基礎的な知識として持っていないとどうにもならないところだと思います。

ただ、さっきのファイナンシャルコントロールとストラテジックコントロールする多角化企業のトップマネジメントは、ストラテジックコントロールするというのは、ファイナンシャルコントロールもできた上で、もっと深いところまで議論できるかどうかの話なので、数字だけで管理するということをすると、カンパニープレジデントとか事業部長とかが数字だけ作り始める。そういうことをさせない、本当に長期投資ができるようなところまで深入りすることなので、ファイナンスの知識自体はマストだと思うので、それ自体が対比しているのではなくて、より深く入り込むか、表面だけでコントロールするか、その違いだというように御理解いただければと思います。どうもありがとうございます。

そういう意味で言うと、私はストラテジックリテラシーが足りないとかと言いたくなくなってしまふ。全部自分の商売が活発になるような方向の発言になって良くないですが、中神委員、どうぞ。

○中神委員　ありがとうございます。手短に。

さっきの三瓶さんの販管費の話ですが、これ実は、販管費が高いことが問題ではなく、正確には粗利率が低いことが問題なのだと思います。粗利が低いから、一生懸命販管費を下げて利益を確保しようとする。でもそうではなくて、元々の粗利率を高くしなければいけない。それはまさにビジネスモデルがきちっとしていなければいけないし、それによって高い値付けができるようになっていないといけない。

さっきの北尾さんの「バリューアディッドというのを少し考えたらどうか」につながるのですが、確かにE Pは結果です。そして大きなE Pを生むための前提はグロスマージンが十分に高いことで、そのためには際立ったビジネスモデルが必要になるはずです。つまり、顧客から高く評価される価値、すなわち「バリュー」をビジネスモデルにぶち込んで作りあげること。その「バリュー」というところに無形資産とか人的資本とかが入ってくると思うので、そこら辺は北尾さんのお話、バリューアディッドというところを、より詳しく聞いてみたいなと思います。

○沼上委員長　どうもありがとうございました。その話は今までの議論の中でもプライ

シングの問題として、唐木さんもプライシングについて語ったときがあったと思いますけれども、いかにその価格付けをちゃんとできるような、それはまさにビジネスモデルの問題だと思いますけれども、そこが重要だというお話ですね。どうもありがとうございました。

唐木委員、小原委員の順番でいきたいと思いますので。

○唐木委員　新しいことを追加するわけではないのですが、今、三瓶委員、中神委員、日置委員もおっしゃられたことを、少し違った見方で申し上げさせていただければと思います。

最近、外資系企業の役員をやっていた友人が日本企業の役員に移りまして、日本の会社に久々に戻ってみてすごく驚いたのは、コミュニケーションがほとんどない、ということだったそうです。外から来て、取締役・役員待遇です、と言われて、経営会議に出たら、こういった方が就任されました、皆さんよろしくお願ひします、以上で終わりだと。その後、何のコミュニケーションも飲みニケーションもなく、それで終わりだったことにすごく驚いていました。

彼がいた外資系であれば、その後すぐに同僚に捕まって、ワン・オン・ワンやろうよ、コーヒーや飲みに行こうよというのがわあっと始まるのが普通です。この人の人となりを知らない、仲間としてどうやって一緒に付き合っていけば良いのか分からない、どのように仕事をしていけば良いのか分からないということで、相互理解を得るプロセスにとっても大きなコストをかけているわけです。一方で、日系企業に移ってみたら、すごく淡白ですごく効率的なのだけれども、ここでどうやってお互いを信用し合って変化を起こしていけば良いのかというところで、初めにすごく不思議というか、どうやってやっていったら良いのだろうと感じた、ということをお話しされていました。

それが今の働き方改革の、もしかしたら負の側面なのかもしれないのですが、販管費を縮めているというところにも関係しているような気がして、成長したり変革を起こしていくことの裏には人間がいて、コミュニケーションが関わるのです。ものすごく大きな今までと違ったことをやっていくためには、コミュニケーションにかかるコストがものすごく必要になってくるわけです。

それは社内だけではなくて、社外のステークホルダー、投資家もそうですしそれ以外のコミュニティーもそうですし、様々なステークホルダーをエンゲージしていかなければいけない。価値創造ストーリーを持ってステークホルダーをエンゲージして、初めて成長と

というのは実現できるものなのだというところが、恐らく販管費の裏側に隠れているストーリーなのだと思うのです。

そこをどうやって実行していくのかというのが難しいのですが、コミュニケーションやエンゲージメントを必要なものとして認めていくということが、圧倒的に重要なのではないかと思います。これを軽視してしまうと、本当につまずきがちです。

先ほどの日本企業に転職した友人が何をしたかというところ、結局、情報を色々な人に開示して話をしに行き、部下の人たちも何も言わない環境だったので、経営会議に上がってくる議題もできる限り開示して触れる情報の量を増やしていき、そこから出てくる対話の量と質を上げていったそうです。こうした地道な取組みがあつてこそその成長なのだというところを、この販管費の裏側として認めていく必要があるの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。基本的に社内も社外もコミュニケーションが足りていないということですね。そこは深刻な問題だと思うので、この研究会の1つの発見事実の4象限、どの象限でも同じ配当性向、同じ自社株買い性向、十把一からげの行動をとってしまっているというのは、エンゲージメントにもすごく消極的。しっかり発信もしていないというところが1つの問題なのかもしれないので、この点もしっかりサポートしていかないといけないなと思います。どうもありがとうございました。

小原委員の手が挙がっているということだと思います。

○小原委員　ありがとうございます。発言が2周目に入ったようですので、1周目で言い足りなかった部分を発言したいと思います。

今、委員長からも御指摘のありました資料3の21ページ、22ページにある日米のポジション別の配当実施比率や自社株買い実施比率、すなわち日本は米国とは異なる特別な実態にあることを掲載すべきであると、もう一度述べさせていただきたいと思います。

日本は企業群①の比率が高いというのも、この間、日本はずっと長くデフレ下にあつて、価格をなかなか上げられない。つまりは、付加価値が低い状態が続いていたということで、ある意味、企業群①が多くても、率が高くても仕方がない部分もあるのではないかと思います。また、事業形態によっては、例えば運輸業のように価格転嫁が難しい産業や、先ほど最初のほうに委員の御発言がありましたけれども、インフラ産業のように価格が上げられなかったり、もしくはユニバーサルサービスが求められるがために価格が上げられなかったり、時間がかかったりする産業もあるものと考えます。

ですので、日米欧の企業群別の分布だけが一人歩きしないように、先ほど申し上げた配

当実施比率や自社株買い実施比率の分布も併せて載せていただいて、くれぐれも企業群①にいるから駄目な企業なのだ、退場すべきなのだというような議論に使われないように御配慮いただきたいと思います。以上です。

○沼上委員長　　どうもありがとうございました。この4象限モデルの1つのポイントは、ちゃんと移ることができる。今①にいても、色々な仕掛けをやって②に移るとか、③に移るとかという移ることができるということなので、どういう対話をしていくか、エンゲージメントをしていくか、このようなところがすごく重要になってくると私も思っています。

前に唐木さんがおっしゃっていたのだけれども、プライシングの1つのポイントは、実は歴史に依存してしまうという問題があって、デフレ下に長くいたがゆえに、なかなか上げられないで来たという歴史があって、これ、ちょうど今、変革しやすい時期に来ていると思うので、この辺りで大きく見直してもらえると、日本企業も随分変わってくる可能性があるなと思って期待しているところであります。

次、北尾さん、オンラインで手を挙げているということですが、よろしくお願いします。

○北尾委員　　北尾です。どうもありがとうございます。

今までの論点で、先ほどの投資家側の役割について少し申し上げたいと思います。先ほど申し上げた点と関連しますけれども、皆さんがおっしゃっている時間軸というのをどう取り込むかという点です。日本の株式市場がこの20年間程で短期志向になっておりまして、それは多分、投資の主体の構成とか長期リターン期待の弱さ、市場の制度、インセンティブの設計、企業側の説明不足等が要因としてあったと思っています。

弊社もそうなのですが、昨今、投資家も外国人比率が非常に高くなってきていることから、外国の市場の感覚で日本の株式市場を見てみると、長期目線での判断を許容する仕組みが足りていないのではないかという気がしています。将来投資に伴う不確実性をどの程度うまく説明するか等を今回のガイダンスに盛り込んで、企業側と投資家側の接点、対話がうまく進むような形にならないかなと思っています。具体的にどういう形でガイダンス中に入れたらいいかというのが非常に難しいところでもありますが、例えば好事例があればそれを盛り込んでいただくとか、企業と投資家の認識のずれが縮まるような、一層建設的な対話ができるような仕組みをぜひ取り入れてほしいなというのがお願いでございます。

以上です。

○沼上委員長　ありがとうございます。最後におっしゃったのは、もしかすると、このガイダンスの中に少し具体的な事例みたいのを入れたほうが分かりやすくなるということをおっしゃいましたか。

○北尾委員　そうですね。

○沼上委員長　なるほど、分かりました。今のままだと事例みたいなものがないので、イメージが湧きにくい部分が残っているという。

○北尾委員　通り一遍の議論だけになってしまうかもしれないですね。ガイダンスを活用してほしいような、課題を抱えた企業に限ってガイダンスを見ないといったことになりかねないという話もありましたけれども、そうではなくて、発信側からきちっと説明していただければ浸透するのではないかなと思います。

○沼上委員長　分かりました。ありがとうございます。あと、加賀谷さんが、さっき残っている問題点があったのに、言葉を飲み込んだのではないかと思うのですけれども。

○加賀谷委員　今までの議論の中で、特に三瓶さんがおっしゃったポイントと重複しておりましたので、特に挙手はしていなかったのですけれども、私も似たような調査をする中で、例えば資本配分、キャピタルアロケーションでデータを分析してみると、日本企業を見ると、現状維持のための投資と思わしきものの割合が高いような印象を持っておりまして、先ほどの販管費の話も似たような議論なのかなと思ったのですが、結局、成長投資にあたる部分と現状投資、将来の価値に結びつく部分と現状の維持のための投資というところで、現状の維持はあり得ないでしょうから、これは効率化が必要なのだと。一方で、将来の投資のための人的資本の投資だとかということでは求められるのだけれども、当たるかどうか分からないという側面もあるのだらうと思うのです。

そう考えたときに、先ほどの4象限のモデルで、こうしたことを経営者として意識する必要があるよねというメッセージとは別に、そうしたことを支えるための仕組みが必要なのではないか。例えば、成長投資というところで販管費の部分の一部を位置づけるのだとすれば、それが本当に成果に結びついているかどうかというのを、どういう形で説明責任を果たすのだというような、そんなところをどういう形でやると、より説得的なものになっていくのか、投資家との対応エンゲージメントが円滑なものになっていくのかというようなところの議論を4象限の部分に書き込んでいくと、4象限の部分が膨らんで、しっかりしたものになるのかなと思ったものですから飲み込んだということが1つ。

もう一つ飲み込んだポイントは、今回、議論にそれほど直接的に上がっていないのです

けれども、取締役会における議論のタイムアロケーションの問題、時間配分の問題というところをどのようにこのレポートの中で位置づけるのかというのはポイントかなと思っていて、例えば3番目、要は何で日本企業が成長投資をしないのか、成長投資がなかなか十分に至らないのかというところの中に、自社のポジションというのが十分に御認識されていないという問題があった、あるいは投資家がそれを認識していないということかもしれない。

ただ、いずれにしても、その認識というのは結局、例えば取締役のタイムアロケーションがどういう形でなされているのかということと紐付いているのかなと思ったりもしていて、そうしたところの論点もうまく書き込むと、より4象限が活きる形になるのかなと思ったので、付け加えさせていただきたかったということになります。

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。やはり更新投資の問題と成長投資の問題をどう考えていくかというのは、結構重要な分かれ道になるところだと思います。

それと、今新しい論点が出てきたと私は思っているのですけれども、取締役会のタイムアロケーション。我々の領域で言うと、会社の中の一番重要な資源は、トップの、CEOのアテンションであると。注意が一番重要で、それはそれだけの時間をその人にとってもらえるかどうかというのが一番重要だということなのですが、その意味で言うと、取締役会がどんな議論に何時間使っているのかで随分それは成長投資に導かれるのか、それとも、ただ単にガバナンスしているだけですと。ガバナンスというのは、非常にマイナスにしないようにというガバナンスしているだけですよというように変わる可能性があるので、この論点も1つ重要なポイントだなと思って今聞いていました。どうもありがとうございます。

まだあと10分ぐらい話す時間がありますけれども、無理やり話す必要はないですけれども、話したい人は。では、そのお2人、お話しするとことで、まず三瓶さんから。

○三瓶委員　　長く話はしませんけれども、さっき、事例集というお話がありました。私はここに東証の事例集を持ってきたのですけれども、これ、まさにROEとPBRの4象限で全く同じなのです。今のところ6社だけなのですけれども、①から②、④というように改善した企業の例があるのです。これにその図も描いてあって、去年の12月26日に東証から出た初版です。これなどをリファーして、こういうのがありますよと。1つでも図を借りてきて載せるとかするだけでも具体的に、そういうのがあるのかと。どんな会社かというのは分かりますから、参考になるかなと。

あとは、投資家の部分なのですけれども、こういう例を見つけてきて、教えてよというようにして、彼らがそれを探し当てたり、あるよと言いたくなるように仕向けると、そういうところに関心を持ちます。そういうのも1つの投資家側の施策としてあるかなと思いました。

○沼上委員長 なるほど。それはまたエンゲージメントを活性化する上でもすごく重要なポイントになるのだらうなと思います。どうもありがとうございます。中神委員、どうぞ。

○中神委員 今日には色々な意見が出て、松田課長は冒頭叩かれ台とおっしゃっていましたが、実際、随分叩かれてしまったなと思います。でも私はこれ、本当に良いガイダンス案が出てきたと思うのです。そして良いものになっていくと思います。

このガイダンスが良いものになると、EPがちゃんと国全体が増えて、企業価値に裏打ちされて株価も上がっていくし、実体経済の価値が高まって、グロスマージンが高まって、GDPも押し上げられるということになると思うのですけれども、そうすると次の課題が分配論になるはず。社会全体で生み出した価値がどう分配されるのか。この成長投資ガイダンスを社会全体で前向きな合意に変えていくために、ガイダンスに分配論をちゃんと入れたいほうが良いかなと思っています。

具体論としては、これ、月曜の日経朝刊に出ていたと思いますが、以前も申し上げように、日本は従業員向けの株式報酬制度が極めて脆弱で、従業員の皆さんが株を持っていらっしゃるというのは、先進国の中でも日本だけなのです。これがちゃんと普及しないと、せっかく企業価値が上がって、株価も上がってという成果が、海外の投資家とかアセットオーナーにどんと行ってしまっただけで、現場で汗をかいている人々に十分還元されないというようになってしまうのは非常にもったいない。

考えてみると、従業員の方が株を持つというのは、私がいたようなプロフェッショナルファームで言うと、「パートナーになる」ということと同じなのです。分配権を持っているというのは、プロフェッショナルファームでは最高位なわけで、だから従業員の方々がちゃんと株式報酬を持って、「仲間」・パートナーとして会社の価値を上げる。よってもって、その分配を皆が得ると。そのためにもこの成長投資ガイダンスを皆でやっていこうよという社会の前向きな合意を得るためにも、この分配論を入れておいたら良いかなというのが最後のポイントです。

○沼上委員長 ありがとうございます。分配論、これまた、えらく色々議論が紛糾しそ

うな感じはしますけれども、御意見ありがとうございました。

あと数分、時間があります。無理に発言をする必要は必ずしもないのですが、発言をどうしてもしたいという方がいらっしゃれば拾いますけれども、いかがですか。なければオブザーバーの方の発言をする時間に……。まだまだ話をしたいという三瓶さんの……言い忘れた？ どうぞ。

○三瓶委員 4象限のお話が皆さんから出ていますが、資料3の19ページ、20ページで指摘しているように、成長投資を優先するのは結局、企業群③と④ですというようにはっきり言ってしまふのが良いと思います。これは1回か2回前にもそのことを言ったのですけれども、そうすると、言うことがすごくはっきりすると思うのです。そうすると、思い切って成長投資を頑張れと言えるのです。だけれども、①と②が入っていると、あまりそれが言えなくて、資本収益性改善の話とか、それをまずやってからだと言っておかないと誤解を生むのでメッセージがボヤける。だけれども、③と④だったらやってくれと言えるのです。

③と④以外は、そういう条件が整ったら思いっきり投資して良いと示すと、早くそこに行きたいというインセンティブになる。資料3の20～22ページにエビデンスがある分配の指摘も、非常に論点のはっきりするの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。これはまさにターゲットセグメントを明確にしているという意味で、極めてストラテジックな御提案だと思います。今のは私、すごく納得感がなくて、③とか④の人に①の人の課題をぶつけるというのはあまり適切ではないと。①のPBRもROEも低いところは、それこそ中神さんが前に言っていた規定演技ができていない。さすがにその前段階だと。でも、この人たちに言うことと、④番とか③番とかに言うことは全然違うことだから、そこは分けて、むしろ③番、④番に集中して、成長投資をどれだけ活発化するかという議論にしたほうが、もしかするととがった良いメッセージになるかもしれないというのは、今お伺いしていて思いました。どうもありがとうございました。橋本委員、どうぞ。

○橋本委員 私も今のお話をお伺いして大賛成なのですが、そういう意味では、企業の成長戦略が国の成長戦略につながっていく中で、今までの日本の成長戦略とは全然違う次元の話をしているのですという戦略を出していくというのは、全体的なイメージだけの話ではもちろんない、内容が伴わなければ意味ないとは思いますが。ただ、今この状況にある中で、本当に日本が変化を恐れずに、次のステップに進むという意味では、③、④

にフォーカスしてしまっていて、何かとがったもののほうが、今は刺さるのかなという気が私  
もいたします。

そうすると、一部のガイダンスとちょっとずれてしまうかもしれないですけども、そ  
のほうがスケールが大きな話になるのかなという気はいたしました。

○沼上委員長 ④に絞ったり、③に絞ったりすると、EPの話ももっとすごく刺さって  
くる話になると思うし、これを体積でどれだけ大きくしていくのかという話が。その意味  
で言うと非常に面白い、切り口の鋭いレポートになってくる可能性が期待されるところが  
多々あります。

もういいですか。中神さん、もう喋らなくて良い？ もう大丈夫？ そうですか。

では、以上で委員のほうを終了して、オブザーバーの皆さんから御発言があればお伺い  
したいと思います。オブザーバーの皆さんからの御発言、ここにいらっしゃる方だとネ  
ームプレートを立てていただいて、オンラインの方は挙手機能でお知らせいただければと  
思います。——待っている間の無言のときがすごくつらいのです。でも、それを少し待た  
ないと手を挙げない人がいるので。どうですか。鮫島さんとか何も喋らなくて良いので  
か。

○鮫島課長 事前に言っていたのであれば、何か原稿を用意していたのですが。

従業員に株を持っていただくということは、投資家目線と企業目線をアラインする一  
番良い方法だということは、投資家サイドもほぼコンセンサスがとれているところだと考  
えておりますので、日経新聞にもありましたとおり、実態として従業員に対する株式交付  
が広がるよう、そこは会社法だとか色々な工夫が必要みたいですね。そこは工夫をしながら  
広めていきたいとは思っております。

あと、先ほど触れてあった企業の支配権が移るような場合、先ほど沼上会長からファイ  
ナンシャルとストラテジックとあって、買収の世界ではストラテジックバイヤーとファイ  
ナンシャルバイヤーとあったと思います。そこも共通の物差しですね。結局、企業のビジ  
ネスモデルだとか企業の価値はどちらが上がるか、そういった観点で価値創造というか、  
買収とかが浸透していけば良いなど。そういうのを今考えているという御報告であります。

○沼上委員長 ありがとうございます。喋るのを用意していたのではないかと思うので、  
他の方はどうなのでしょう。指されないと喋らないというのは霞が関ルールなのかしら。

○今里課長 私は人材を担当しておりますので、先ほどの無形資産投資の中でも、特に  
人的資本の充実ということで今、金融庁さんと一緒に人的資本の、まさに可視化の指針と

いうのをやらせていただいています。三瓶さんにも委員に入っただいて、一緒に御議論させていただいていますが、まさに今日の議論にあったように、ビジネスモデル、我々の可視化指針の中では、経営戦略をいかに具体的な投資に結びつけて、そのストーリーを語り、企業価値につなげていくかと。ここにフォーカスした行動変容を促していくというようなことで、まさに今日御議論いただいたものとアラインするようなものを我々としてもつくりたいと思っていますし、実際にこちらの報告書ができた暁には、まさに我々の指針でありますとか、知的資産の投資でありますとか、こういったものを全体の1つのストーリーで語って、政府としてのアクションにつなげていければと思った次第であります。引き続きよろしく願いいたします。

<閉会>

○沼上委員長　ありがとうございます。他のオブザーバーの方は、なるべく私と目を合わせないようにしている感じですが、よろしいですか。

では、この辺で全体の議論を終了したいと思います。

それでは、まだ事務局が回答する部分があったら話していただいてということで。

○松田課長　ありがとうございます。叩かれ台として、色々な御意見を投げかけていただいたと思います。例えば、面積とか言いたいことをもっとはっきり言ったらいいのではないかということもいただいた一方で、時間軸ですとか無形資産とか価値創造ストーリーも含めて、相当大事なポイントをたくさんいただいたと思います。

最終的なものを出す5月まで、2か月ぐらい時間がありまして、事務的にはあと1か月半ぐらいで皆さんの御議論をさらに深めて、他にも議論をさせていただいて、固めていきたいと思っています。これが最後2か月で本当に良いものになるように、皆様にまたお力をいただければと思っております。

それでは、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、資料3の一部及び資料4の素案を除きまして、本会議終了後、経産省のホームページ上に公表したいと思います。

議事録につきましては、皆様に御確認いただいた上で、後刻、速やかに発言者名と併せて公表させていただきます。

次回の日程でございますけれども、5月めどで調整させていただければと考えておりますので、追って事務局から御連絡を差し上げたいと思います。

それでは、本日、価値小委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。  
ございました。

——了——