

2/25 未来投資会議構造改革徹底推進会合
「企業関連制度・産業構造改革・イノベーション」会合
(産業構造改革・コーポレート・ガバナンス) 第5回

(開催要領)

1. 開催日時：2020年2月25日(火) 16:00~18:00
2. 場 所：中央合同庁舎4号館12階1214特別会議室
3. 出席者：
 - 宮下 一郎 内閣府副大臣
 - 小林 喜光 本会合会長(株式会社三菱ケミカルホールディングス取締役会長)
 - 志賀 俊之 未来投資会議議員(株式会社INCJ代表取締役会長)
 - 牛島 辰男 慶應義塾大学商学部教授
 - 加来 一郎 ポストン コンサルティング グループ マネージング ディレクター&パートナー
 - 神戸 司郎 ソニー株式会社 執行役 常務
 - 平野 博文 KKR アジアプライベートエクイティ 共同代表、KKR ジャパン 代表取締役社長

(議事次第)

開 会

1. 事業再編やスピンオフの円滑化のための環境整備による生産性向上について(経済産業省)
2. 事業ポートフォリオ戦略等について(ソニー株式会社)
3. スチュワードシップ・コードの改訂及び市場構造改革の状況について(金融庁)
4. 意見交換・質疑

閉 会

(配布資料)

- 経済産業省 提出資料
 - ソニー株式会社 提出資料
 - 金融庁 提出資料
 - 成長戦略実行計画及び未来投資会議での中間報告の抜粋(参考資料)
-

○風木次長 それでは、定刻になりましたので「未来投資会議構造改革徹底推進会合 企業関連制度・産業構造改革・イノベーション会合（産業構造改革・コーポレート・ガバナンス）」第5回の議論を開始いたします。

本日は、日本経済再生担当の宮下副大臣にも御出席をいただいておりますので、初めに御挨拶をいただきたいと思います。

それでは、よろしく願いいたします。

○宮下副大臣 本日は御多忙の中、お集まりをいただきまして、心から感謝申し上げます。ありがとうございます。

我が国経済が第4次産業革命による産業構造の急激な変化や、国際的な競争の激化に対処していくためには、イノベーションによる付加価値創出等を通じ、生産性を向上し、経済成長を促進する必要があります。

このためには、大企業が人材、技術、資本の閉鎖的な自前主義、囲い込み型の組織運営を脱して、開放型、連携型の組織運営に移行し、貴重な経営資源をコア事業の強化や、将来の成長事業への投資に集中させていくことが重要だと考えます。

そのため、本日の議題であります、事業再編の円滑化のための環境整備やコーポレート・ガバナンスの強化等を推進することが重要と考えております。

本日、御出席の皆様のご意見を踏まえまして、本年夏に向けて、新たな成長戦略の策定を進めてまいりたいと考えております。

本日は、どうぞ、よろしくお願い申し上げます。

○風木次長 ありがとうございます。

本日は、時間も限られておりますので、出席者の御紹介は、お手元にお配りさせていただいております座席表で代えさせていただきます。

席上には座席表、議事次第、資料1から資料3及び参考資料を配付しております。

なお、会議中に御発言される場合には、お手元に御用意しておりますマイクを使用してお話しいただきますようお願いいたします。御発言が終わりましたら、その都度マイクのスイッチをお切りいただきますよう、よろしくお願いいたします。

それでは、早速、議事のほうに入ります。

最初に経済産業省より、事業再編、スピンオフの円滑化のための環境整備に向けた研究会や実務指針の検討の状況等について御説明をいただきます。

10分程度で、どうぞ、よろしくお願いいたします。

○経済産業省中原審議官 経産省の審議官の中原でございます。どうぞ、よろしくお願い申し上げます。

資料1をお開きいただければと存じます。

2ページを御覧ください。私どもにおきましては、コーポレート・ガバナンスに関する実態調査ということで、企業あるいは社外取締役の方に現在の課題認識や取組状況に関してアンケートを実施しております。例年、同様の調査をやっておりますが、2019年度の実

態調査の結果を御紹介させていただければと存じます。

3 ページを御覧ください。本アンケート調査は経営陣、取締役会、投資家の三層、それから、事業評価の仕組みとセグメント開示の在り方に関して実施しております。

4 ページを御覧ください。事業ポートフォリオの検討状況について、少なくとも年に1回以上、定期的に検討していると回答した企業は45%、そして、ほとんど検討していないと回答した企業も18%ございます。5 ページを御覧ください。事業ポートフォリオを検討する機関について、取締役会と回答した企業が60%である一方、議論する組織はない、もしくは決まっていないと回答した企業も15%ほどございました。6 ページを御覧ください。事業撤退・売却の際の課題として、基準が明確でない、検討プロセスが明確でない、あるいは、今回の指針等にも通有することですけれども、規模が縮小することに抵抗感があるといった点を挙げる企業が多くございます。7 ページを御覧ください。事業撤退売却のための基準については、依然として、明確な基準が定められていないと回答している企業が8割ございまして、過去3年間、この点についてはあまり向上がみられない状況でございます。8 ページを御覧ください。事業売却・撤退のための定量基準としては、依然としてトップライン主義が残っているのかと思われまして、経常利益を採用する企業が46%と多いのですが、資本効率、例えばROICなどを採用する企業は10%にとどまっているということでございます。9 ページを御覧ください。中計におけます経営指標としましては、大半の企業が売上高や営業利益といった事業規模に関するものを挙げる一方で、ROE、ROAといった資本効率に関する指標を挙げる企業は、大体全体で4割から5割程度にとどまっているということでございます。こうした経営指標の設定が、企業規模を小さくする事業の切り出しといったものへの消極姿勢につながっている可能性があるのではないかと考えられます。10 ページを御覧ください。任意のものを含め、指名委員会におきましても、社長・CEOの業績評価指標としては、売上高が40%、営業利益が57%といった形で、企業規模に連動するものを重視する傾向がございます。こうした経営陣の評価の在り方も、事業の切り出しへの消極姿勢につながっている可能性があるのではないかと考えられます。

11 ページ以降は、取締役会、ボードにおける状況についてです。12 ページを御覧ください。社外取締役へのアンケート調査ですが、取締役会における事業ポートフォリオに関する議論について、具体的な取組や成果につながっていないとの回答が24%、十分に議論できていないとの回答がおおよそ3割強ございます。あるいは議論が行われていないといったところが11%で、約3分の2が何らかの問題意識を有しているとの回答でした。13 ページを御覧ください。ノンコア事業の整理に関する課題について、特に課題はないとの回答は、全体の半数にとどまりまして、残りの半数は、ノンコア事業の整理について、社内での議論が不足している、取締役会での議論が不足している、あるいは社内のプロセス・基準が不明確等、何らかの課題があるとの認識でございます。14 ページ、15 ページは、社外取締役のエンゲージメントへの関与ということでございます。まず、14 ページを御覧ください。社外取締役による機関投資家とのエンゲージメントについては、年間1件以上実施

しているという企業は3%にとどまりまして、現状では普及していないということがございます。次に15ページを御覧ください。社外取締役の76%は、求められれば行ってよいと回答されておりますが、企業側については、社外取締役の負担を考慮し、社外取締役に対してエンゲージメントの対応を依頼することを躊躇しているとの回答が6割強を占めております。

16ページ以降は、投資家についてです。17ページを御覧ください。エンゲージメントにおける議題については、経営戦略、業績評価、中長期の業績予想、短期の業績予想が多くを占めまして、事業ポートフォリオ戦略という回答は15%にとどまっております。18ページを御覧ください。企業に対するアクティビストファンドからの具体的な提案は、自社株買いや配当増に関するものが4割程度で最も多く、事業売却あるいは事業戦略の見直しに関する提案は大体2割程度ということがございます。19ページを御覧ください。具体的な提案を受けた際の企業側の対応については、取締役会で共有して対応について検討したという回答は、大体半分ぐらいにとどまっております、IR部門の中にとどめて特段社内でも共有や検討を行っていないという回答が約8%ございます。

20ページ以降は、事業評価の仕組みとセグメント開示についてです。21ページを御覧ください。事業セグメントの評価指標としては、ここも売上げの絶対額あるいは営業利益、売上総利益率、営業利益率等を重視する企業が大半を占めまして、資本効率に関する指標を重視する企業は少数にとどまっております。22ページを御覧ください。事業部門・セグメントごとの財務データの整備については、昨年と同様の状況でございます、PLを作成する企業は90%に上る一方で、BSやキャッシュフロー計算書まで整備している企業は、それぞれ37%、20%ということがございます。23ページを御覧ください。事業ポートフォリオ戦略について公表している企業は半数ということがございます。24ページを御覧ください。コーポレートガバナンス・コードにおきましても、株主との対話の中で、事業ポートフォリオの見直し等に関しまして具体的に何を実行するのか、株主に分かりやすい言葉で明確に説明を行うべきであるとされております。

26ページ、27ページを御覧ください。こうした状況の中で、企業価値向上のためのスピンオフを含めた事業再編を促進するために、取締役会の監督機能の強化等の在り方について検討をまとめるということで、27ページのとおり、研究会を開催させていただいております。28ページを御覧ください。これまで、コーポレートガバナンス・コードのプリンシプルをより実効あらしめるものとしまして、コーポレート・ガバナンス・システムに関する実務指針（CGSガイドライン）、グループ・ガバナンス・システムに関する実務指針（グループガイドライン）というものを策定してまいりましたが、今回、事業再編に関する実務指針というものを策定しようと考えているところでございます。29ページを御覧ください。本研究会の主な議論の対象は、上場企業の中でも、多様な事業分野への展開を進め、多数の子会社を保有してグループ経営を行う大規模・多角化企業としまして、特に競争範囲や資金調達面で、グローバル化を図り、成長志向の強い企業を中心としているところ

でございます。30ページは、本研究会が対象とする事業の切り出しのイメージをお示ししております。31ページを御覧ください。今回の検討では、経営陣、取締役会、投資家といったそれぞれの3つのレイヤーを通じてコーポレート・ガバナンスの仕組み、いわゆる事業再編に資するような仕組みが有効に機能することが重要だと考えておりました、それぞれについて検討をして参るということでございます。32ページを御覧ください。X軸に収益率、Y軸に成長率というものをとって、分析をする手法でございますけれども、いわばDに位置づけられる事業をいかに早いタイミングで売っていくか、そして、当該売却で得た資金というのをA、すなわちプロブレムチャイルドという新規の成長事業へどう回していくか、あるいは、Cに位置づけられるキャッシュカウ事業で生まれた資金を、どういうふうプロブレムチャイルドといったところに回していくかが重要でございます。この仕組みを誤りますと、例えば、Dをずるずると持っていて、売れなくなったところで、さあ、どうしましょうかというような形になってしまい、そこで何らか清算するのですけれども、雇用を十分に維持することができず、そこにいた従業員がC、B、Aに位置づけられる事業に配置転換され、それらの事業の生産性が落ちてしまう。そういった点について、どのように仕組みを確保していくかということがポイントではないかと存じております。

これまで2回ほど研究会を開催しております、34ページ以降、これまで出た議論の対応をまとめております。時間が限られておりますので、ポイントとなるところを幾つか御説明申し上げます。1の「本研究会の検討の方向性」の最後に記載しているとおり、株主利益と他のステークホルダーの利益の関係というところについては、相対立するものではなくて、長期的にはステークホルダーの利益を実現することが株主の実現にもつながるといようなスコープで検討すべきとの御指摘がございます。そして、いわゆるイノベーションのジレンマや、両利きの経営でいわれているような、これまでの経営の成功体験といったものが、サクセスシンドロームといいますか、オーガニゼーショナル・イナーシャとなり、それが組織を蔓延しているのではないかとということについては、これまでのアンケート結果等で説明しましたとおり、コーポレートガバナンス・コードが策定され、ガバナンス改革が進んでも、いまだにトップライン主義、シェア重視であり、デットガバナンスの意識が残っているのではないかとこの御指摘もでございます。メインバンク制のもとでできた、改良していく、一步一步進んでいくのだという意味での経営スタイルが、まだ根強く残っており、こういうオーガニゼーショナル・イナーシャをいかにカットしていくかということが、1つのポイントでありまして、その意味で資本効率とか、それからBSに基づく経営が重要であるということでございます。35ページを御覧ください。2つ目のポツにありますように、グループCEOの本務は、シナジーの発揮でありまして、そのために事業ポートフォリオの組替えを行うことであると、ファンクショナルマネジャーの設置や、データインフラの整備によって事業横断的な横の連携を進めることが重要だという御指摘がございます。よくコーポレート・ガバナンスの議論をする際に、必ずしも社外取締役は、会社の内容の全てを知っているわけではないというようなことや、会社で起きていることを知

っているわけではないといった議論がされるわけですが、細かな部分を含め会社のこと全てを知っている必要はないわけではないですし、日本の経営システムで、例えば、ある事業の事業部門長がグループCEOになったとしても、ほかの部門のことは分からないという中でやっているということでございます。実際、グループCEOの役割は、資本と事業の接点に立って、いかに資本効率性の高いポートフォリオを作っていくかというようなことがポイントであるということでもあります。そして、経営者に対するインセンティブについて、売上高や利益額等の売上規模に連動するものではなく、TSR、成長性、資本効率性等に関するものが考えられるのではないかと御指摘がございました。36ページを御覧ください。従業員利益の確保ということでありまして、これまで事業の切出しという話になりますと、従業員を路頭に迷わせるというようなお話があったわけでありまして、事業をベストオーナーにマッチングさせることは、逆に事業の成長、従業員の利益の確保につながるものでありまして、その意味でも早期の決断が重要だという御指摘がございました。事業切り出しの基準について、PL上の赤字ではなくて、資本コストを上回る収益を慢性的、構造的に上げられなくなったら、持続可能性を失っているということでありまして、その事業が傷む前、例えば、ROICがハードルを下回っているが、PL的には黒字のうちに、高い価格でリストラもなしに売却するほうが、かえって、その事業に従事する従業員にとって、長期的な幸福に資するのだというような御指摘がございました。その他、執行役員が全社的なマネジメントの目線になり切れていない、CFOが機能していない、あるいは最近ですとCDO、CLO、CHROといったCXO問題というような点も御指摘されてございます。37ページを御覧ください。取締役会の役割について、各事業部門の視点ではなくて全社的な視点から議論すること、それから執行陣とモニタリングが協力して事業戦略を構築していくこと等が重要であるとの御指摘がございます。コーポレートガバナンス・コードでも監督機能プラスアルファのにじみ出しのところで、重要な経営戦略を決定していくことが重要であるとうたわれているわけでありまして、そうしたことをどのように実効化していくかということでございます。そして、社外取締役の役割につきましても、事業評価の仕組みの構築を促すこと。そして、しがらみの少ない客観的な立場から事業再編について執行陣の背中を押すことといった役割や、最近では投資家との対話を自ら行い、投資家の期待を理解して経営に参画していくことが期待されている等の御指摘もございました。取締役会全体としては、鳥の目と財務的な知見が重要で、スキルマトリクスといったものの重要性を強調していくべきだというような御指摘がございます。38ページ、39ページは、投資家とのエンゲージメントと事業評価の仕組み等についての御指摘でございますが、具体的には、CFOの機能の強化やセグメント情報の充実といった御指摘がございました。

これらの視点を指針に取りまとめて、実効ある後押しができるように努めてまいりたいと考えてございます。

○風木次長 ありがとうございます。

続きまして、ソニー株式会社常務、神戸様より、企業価値向上に向けた同社の事業ポ一

トフォリオ戦略、事業再編の事例や、あるべき事業再編等について御説明をいただきます。
20分程度でお願いいたします。

○ソニー株式会社神戸執行役常務 ありがとうございます。

改めましてソニーの神戸でございます。本日は、このような機会をいただき、ありがとうございます。

それでは、お手元の資料に沿って、私からソニーの中期的な戦略と、そのベースになっているものをお話しさせていただきます。今回、お題が事業ポートフォリオ戦略ということなのですが、必ずしもそこにミートしているかどうかというのは、分かりませんが、後で、必要であれば質疑応答でできる限り御回答させていただきたいと思います。

まず、お手元の資料の2ページ目、ここにソニーグループの概要を一覧させていただきました。弊社は1946年に設立されて、今年で74年経ちます。そういう意味では、既にかんりの間生きてきた企業になっています。

弊社の事業あるいは弊社の特徴の一つとしては、多様性ということが挙げられます。

これは、事業そのものもエレクトロニクスからスタートをして、映画、音楽、ゲーム、そして金融という事業そのものが多様であるということ。

それから、左下にありますように、売上げも日本だけではなくて、米国、欧州、アジア、その他。社員も現在11万人強いますけれども、その分布もかなりグローバルに多岐にわたっています。

もう一つ、左の中央にありますとおり、弊社の株主のうち約56%が、外国人株主であるというのも1つの特徴かと思っています。

そういう意味で、この多様性というものが、弊社のチャレンジでもあり、かつ、弊社の事業あるいは成長力の源泉にもなってきたという両方の側面があると思っています。

次のページは、過去七十数年間、どういう事業を弊社の中で拡大してきたかを示しています。エレクトロニクス事業としてスタートをして、当初は、エレクトロニクスの周りに、いろいろ新しい事業を追加してきました。それが、半導体であり、音楽であり、映画であり、あるいは金融でありというような形でやってきましたけれども、一番右の上にあるとおり、今、売上げが、昨年度末で8兆6000億円ぐらいです。

各事業の割合、売上げという意味では、ほぼ均等になっているというのが、最近の特徴で、そういう意味では、必ずしもエレクトロニクス事業が、エンタテインメントとか金融事業を運営しているというよりは、かなりポートフォリオ経営に近い形に数字の上ではなっているということが挙げられると思います。

次に、過去10年間の弊社の連結の売上げと営業利益、それから、最終損益のチャートを掲げています。この数年間ようやく復活はしてきましたけれども、過去10年程を振り返ると、2007年に、それなりの利益を上げて以降は、かなり低空飛行が続いていました。

それが2012年以降の改革の中で、ようやく安定的に収益を出せるような形に今なっているというのが実態です。この辺りを少し詳しく見ていきたいと思っています。

5 ページ目に、2012年から、今まで続く3年ごとの中期計画を示しています。2012年に、前社長の平井が社長に就任しました。

2018年に平井が退任をして、今の社長の吉田が社長に就任しています。

経営のフォーカスとかテーマというの、その時々を経営の状況に応じて、KPIも含めて変えてきています。

まず、12年の時は、経営としてどん底の状況であったので、この時はソニーの変革をテーマに掲げました。

その後、次の3年間の中期計画では、利益の創出と成長への投資。そして今、2年目を迎えている現在の中期計画では、持続的な社会価値と高収益の創出をテーマとして取り組んでおります。

この中期計画をもう少し詳しく見ていくと、6 ページ目、これが第一次中期計画の骨子です。

ただ残念ながら、この第一次中期計画は、結果としては、未達成に終わっています。

右下に、これを12年に発表した時の経営数値目標として、売上げ、営業利益率、ROEというのがありましたけれども、中期計画の最終年度である14年のタイミングでは、全てのKPIが残念ながら未達成だったというのが、このときの反省です。

やはり、我々が想定していた以上に、事業環境変化、特に、これはエレクトロニクス事業と映画を中心としたエンタテインメント事業、これらの領域への対応が不十分だったという反省に立って、その次のページの第二次中期計画、2015年から2017年の中期計画を作りました。こちらは中期計画の経営目標に対して、中期最終年度での達成は大幅に超えることができました。

先ほども申し上げましたように、この時の中期計画の基本方針は、利益創出と成長への投資。

特に、具体的に取り組んだこととしては、規模を追わない収益性重視の経営。それから各事業ユニットの自立と、株主価値の重視でした。

これは、自立と自律、自ら立つということと、自ら律するという言葉を使いましたけれども、それらを基本として各事業ユニットに徹底させるということを行いました。

もう一つが、各事業ユニットの位置づけの明確化です。

これは左下に少し書かれているように、各事業ユニットを基本的に3つの領域に区分けをして、いわゆるソニーグループの成長を牽引する、あるいはこれを目指す事業、それからいわゆるキャッシュカウ、大きな投資は必要としないけれども、安定的に収益貢献を期待する事業、もう一つが、むしろ事業リスクあるいは、その事業変動のリスクをコントロールすることを中心とする領域。

それぞれの事業領域につき、売上げ、利益、投下資本についての基本的な考え方を社内でも明確にして、対外にも公表しました。

グループ連結として最重要のKPIは、ROEとして10%以上ということに掲げましたけれど

も、同時に各事業に対しては、ROICを基本的なKPIとして設定して、これで管理していくというやりとりをしました。

また、従来は、ほとんどのケースにおいて、グループ本社のCEOとかCFOが投資家に対して、ソニーの事業状況を説明して、投資家からの質問に答えていましたが、この頃から、毎年1回IRデーというものを開催して、主要事業のセグメントトップに、直接投資家の前に出て、自らの事業について語り、投資家からの質問ですとか、批判に応えるというようなことに取り組みました。

もう一つは、この当時、ソニーがやっている事業は、ボラティリティが高く、業績変動が大きな事業も多かったので、ある程度安定的に収益貢献ということで、リカーリング型事業というのを全社で強化するというのをやってきました。

それで、今やっているのが2018年、現在の社長の吉田が社長に就任して、ここから第三次中期計画となります。これはあえて第三次と我々は名づけました。今までやってきた6年間の中期計画のある部分を継続していく、それから事業のステージが変わってきているので、それも反映させるということ。そして、短期ではなくて、長期視点の経営にきちんと取り組もうと。それから高収益の継続。やはり長期視点で経営を考えるという意味では、社会に対して新しい価値を作っていくということが大事になってくるだろうということで、その価値創造モデル、これは小林さんの前で恐縮ですけども、そういうものにも、ソニーも後ればせながら取り組んでいくということをやりました。

改めてソニーの存在意義と、いわゆる価値観というのを、社長の吉田が自ら筆を使って起草しました。すなわち「クリエイティビティとテクノロジーの力で、世界を感動で満たす」というのが、改めてソニーの存在意義だと、これに基づいて経営をやっていくということです。

この時点で掲げた経営数値目標は、単年度の目標ではなくて、あるいは、3年後にここに行くぞという目標ではなくて、3年間の中でどういう営業キャッシュフローを作っていくかでした。営業利益ではなくて、営業キャッシュフローとしたのは、営業利益の場合は、一時的な要因でかさ上げされる場合もあるので、あくまでもオペレーションからくる利益を3年間でこれだけ作っていくというのを対外的に発表し、かつ、ROEも10%以上を継続するということです。

次の9ページに、もう少し詳しく書いています。第二次中期計画は、15~17年で3年目は大幅に中期の経営数値目標を超えて、ソニーグループでは、これまでの最高益を達成できたのですけれども、3年間合わせてみると、1年目、2年目というのは、やはり、その時点の事業計画を、正直言って未達で終わっていて、3年目だけ、実は大幅に上回っていたという、その反省もあり、この新しい中期計画では、3年間で2兆2000億円以上の営業キャッシュフローを作っていこうと。

経営は、これはステージが変わってきているということもあると思いますが、短期の目線ではなくて長期の目線で見えていったときには、こういう考え方もあるのではないかという

のを社内で議論した結果、このような経営数値目標を掲げています。

それから、キャピタルアロケーションに関しても、これは取締役会の中でもかなり議論していますけれども、この2.2兆円の営業キャッシュフローを何に使っていくかという部分は、成長を期待している領域への投資という意味で、設備投資に関しては、ほぼ1.1兆円のうちのかなりの部分が、イメージセンサーへの設備投資で、これはほぼ国内で全て投資しております。

それから戦略投資に関しては、特にM&Aの領域では、いわゆるコンテンツIPの領域、プレイステーションのゲーム、それから映画、音楽を含めたコンテンツIPの領域と、技術を補完する領域で戦略的なM&Aをやっているということで、実際にこの2年間でもかなりの金額を、この領域に投資しています。

2018年度から自社株買いも始めておりますけれども、自社株買いの位置づけは、どちらかというと、株主還元というよりは、むしろ戦略投資の一つだという整理を、社内ではしていて、株価とそれからどこに投資するかという考え方の中で、自分の株に投資するというのも、戦略投資になるのではないかというような考え方でやっております。

それから、配当に関しては、ソニーの配当性向は実はかなり低いのですが、段階的ではありますが、しっかり毎年上げていくということで、この3年間ぐらいは着実に配当も上げていっております。

次のページに、この10年間における、いわゆる事業のダイベストメントと、それから、新しい事業にM&Aをした形で追加したものを示しています。

上が、いわゆる買収関連、下が売却とか切り出しに関するものです。

ブルーが、いわゆるエレクトロニクス領域、グリーンが半導体領域、そして、薄い赤がエンタテインメント領域です。

売却、切り出しに関しては、エレクトロニクス事業関連が多いというのが御覧いただけると思います。

一方で、M&Aをしたところは、赤もしくはグリーンのところが多いというのが御覧いただけると思います。

特に下のところだと、2014年のパソコン事業からの撤退、それから、2017年の電池事業の売却というのが、割と事業ポートフォリオの組替えとしては大きかったかなと思っています。

次のページに、先ほど申し上げたイメージセンサー事業、ソニーの成長を牽引する事業の一つですが、ここへの投資というのは、この3年間で7000億円ぐらいを投資していくという計画になっています。

12ページから、この中期計画の中で、多様な事業を抱えるソニーが一体どういう会社なのかというアイデンティティと、それから存在意義というのを改めて整理して、グローバルに11万人以上いる社員が、一つの価値観と目的に従って事業を遂行していく様子を整理しているというのが、13ページにかけて書かれています。

14ページは、我々の事業の多様性というのが一体どういう意味があるか。個々の事業の成長が期待できるか、収益がきちんと出せるかは非常に大事なファクターではあるのですが、加えて、我々の中では、多様性がもたらす価値として、三つのことが掲げられていると思います。

一つは、やはり多様な事業を抱えていると、そのグループ経営をやっていく上で、様々な環境変化とか競争力への気づきとか学びというものが、人材育成という観点においては、単一事業よりやりやすいという部分があると思います。

もう一つは、このチャートにもあるように、ソニーでこれまで新しい事業に取り組んできた、新しい事業を起こしてきたというのは、実は、結構異なった事業の組み合わせで、やってきたということ。

例えば、一番上にあるのは、ソニーとCBSレコードというところのジョイントベンチャーで国内のソニーミュージックというのを作りました。

ソニーがゲーム事業をやったのは、実は同じグループの中ですけれども、エレクトロニクスのソニーとコンテンツのソニーミュージック、これの掛け合わせでやりました。

ということで、新しい事業を起こすときに、結構多様性というのが生きている。

最後三点目は、ボラティリティが高いなり、事業のサイクルとかが結構違う事業があることで、グループ全体としての経営の安定とか経営の目利きというのがやりやすいという部分。これはいい部分と悪い部分両方あるとは思いますが、そういう部分がリスクヘッジ的な意味でのメリットがあると思います。

最後に、ガバナンスのところをちょっと紹介していますが、ソニーは、いろいろと取締役会改革を含めて、ガバナンス改革も過去50年ぐらいの間にやってきましたけれども、15ページの上側がある部分は、ソニーの事業領域の拡大とか、グローバル化というものと、資金調達が多様化になります。

それに合わせて、実はガバナンスというの、ソニーの中では変えてきています。

つまり、エレクトロニクス事業だったソニーが、エンタテインメントとか金融とか、あるいは米国の株主に対処するためにガバナンスも変えていかないと、これはどうしようもなくなってきたというのが、これまでの歴史です。やはり、エレクトロニクス事業の役員でエンタテインメントは見られないねというようなところで、取締役は相当人数を絞り込んだり、それから、いわゆるモニタリングボードという形を今とっておりますけれども、そういう形に変えてきております。

16ページにある現在のソニーのガバナンスモデルに関しては、13名の取締役のうち11名が社外もしくは非業務執行取締役で、CEOとCFOの2名だけが社内取締役でございます。

このモデルを設計する上では、健全なチェックアンドバランスをどう担保するか考えています。我々がやっている事業は非常に変化も激しいので、そういう意味で、ある部分執行に関しては、大幅なCEOへの権限移譲というのをやっていただいております。

一方で、取締役会の中では、先ほどもありましたけれども、長期の経営戦略、ポートフ

オリオイシュー、それから資本のアロケーションと、こういったものにかかなりの時間を使うということで、なかなか日本の法律の中で難しい部分もあるのですが、そういう工夫をやってきて、今、取り組んでいるというのが実態でございます。

取締役のスキルマトリックスみたいなものも、内部では用意をされていて、指名委員会で社外取締役候補を選任するときには、そういったスキルマトリックスみたいなものを見ながら検討しているというような状況でございます。

以上、私からの御説明です。

○風木次長 ありがとうございます。

続きまして、金融庁よりスチュワードシップ・コードの改訂と市場構造改革の状況につきまして御説明いただきます。合計10分をお願いいたします。

○金融庁油布審議官 金融庁でございます。

今日御説明させていただく事項は2つございますので、それぞれ担当から御説明いたします。

まず、今、改訂作業の大詰めに来ております、スチュワードシップ・コードの進捗状況について御説明申し上げます。

資料3の右下のページで、1ページ目でございます。

スチュワードシップ・コードは、有識者検討会において策定及び改訂を行ってきてございます。左側が現メンバーでございます。

右側のところに「開催公表文」とございますが、これは昨年9月に公表いたしましたものでございますけれども、今回の改訂作業に当たっての背景説明文でございます。

昨年の4月24日、文章の上から3行目ぐらいのところでございます、「コーポレート・ガバナンス改革の更なる推進に向けた検討の方向性」というフォローアップ会議の意見書を公表させていただいております。その中で、スチュワードシップ・コードの改訂に向けて、どういうポイントを見直していくかという御指示をいただいております。

それから、昨年6月の成長戦略フォローアップの中においても、企業、投資家との間の対話の実質化を通じてガバナンス改革の実効性を向上させるということで、2020年度内を目途にスチュワードシップ・コードの更なる改訂を行うということが記されているわけでございます。

これを踏まえまして、有識者検討会にお集まりいただきまして、三度御議論をいただいております。

2ページ目にお進みいただきまして、現在、スチュワードシップ・コードは、この有識者検討会の提言を踏まえて、改訂案を取りまとめておりまして、昨年末にパブリックコメントに付しました。

締め切り期間を設けておりまして、1月31日を締め切りということで、一般から御意見を募集しております。今、その御意見を分析しているところでございまして、その内容も踏まえて、最終的に確定させるという作業が残っているわけでございます。

このスチュワードシップ・コードの改訂でございますけれども、大きなポイントが、2ページ目のところがございますように、左側に①、②、③、④、⑤とございます。それぞれについて改訂を行う方向でパブリックコメントにかけております。

①が、全体に関わる論点ということでございまして、今日の御説明の中にもサステナビリティとか持続可能性という話が少しございましたけれども、やはりそれに関連する大きな改訂を予想しております。

(2)のところを御覧いただけますと、ESG要素を含むサステナビリティ、(3)のところは、これとリンクすることがございますけれども、必ずしも議決権行使を伴うような活動だけではなくて、サステナビリティというものを達成するためには、例えば、ボンドホルダーの方にも、そういう機関投資家にも何かできることがあるのではないかという意味での対象の拡大などがございます。

②は、運用機関でございます。いろいろな利益相反が疑われるような場合がありますとか、いろいろな重要な場合には、議決権行使の賛否の理由まで含めて公表していただく必要があるのではないかというようなことでございます。

③は、年金基金を含むアセットオーナーの活動についてでございます。

④は、議決権行使助言会社でございます。これは日本拠点の体制などを、ぜひ充実させて、できるだけ確な、事実誤認のない、そういう助言を行ってほしいと、そういうものも入っております。

次の3ページ目でございますけれども、今申し上げました中で、1つだけ、パブリックコメントにかけた改訂の主なポイントを御説明したいと思っております。サステナビリティに関する改訂になります。

スチュワードシップ・コードは、冒頭にボックスを設けておりまして、そもそも、スチュワードシップとは何かというお話があるものですから、それについての御説明をしております。いわば、スチュワードシップ・コードの一番根幹になる部分でございますけれども、今回の改訂では、ここを少し改訂するということがパブリックコメントにかけております。

赤文字のところがございますけれども、運用戦略に依拠するというものではありませんが、ESGを含むサステナビリティ課題の考慮ということ、スチュワードシップ・コードの中に位置づけてはどうか、そういう提案をさせていただいております。

スチュワードシップ・コードは、6年前に策定いたしまして、そのときもパブリックコメントにかけており、内外の機関投資家、50弱ぐらいの主体から御意見をいただきました。

3年前に一度改訂を行っておりまして、そのときにも、20ないし30の主体から御意見をいただきました。現在のパブリックコメントは、1月31日に締め切っておりますけれども、この前2回を上回る主体、内外の機関投資家から御意見をいただいております。

恐らくその原因の一端は、サステナビリティやESGに関する議論の高まりというのが背景にあるのではないかと考えております。

私からの説明は、以上でございます。

○金融庁井藤審議官 引き続きまして、金融庁の審議官、同じく井藤でございますけれども、市場構造改革の状況について御説明いたします。

資料の4ページ目をおめくりいただければと思います。

市場構造改革につきましては、東京証券取引所の懇談会において、市場構造の在り方について検討が行われてございましたけれども、我が国の市場の、そのものの在り方に直結いたしますことから、金融庁のほうで、金融審議会に市場構造専門グループを設置いたしまして、左にあるメンバーで、小林会長にも御参加いただいておりますけれども、6回にわたって議論を重ねてまいりまして、昨年末に報告書を取りまとめてございます。

その報告書でございますが、1枚おめくりいただきまして5ページでございます。

市場構造改革の目的ですけれども、一番上にありますとおり、上場会社やベンチャー企業の持続的な成長と企業価値の向上を促して、内外の投資家にとって魅力あふれる市場となるよう見直しを行うというものでございます。

左上に、現状の市場構造をめぐる課題ということで、3つほど大きな課題が指摘されてございましたが、1つは、市場統合等で大きくなってきた経緯から、東京証券取引所に5つある各市場のコンセプトが、やや曖昧になっているということ。

2つ目といたしまして、上場企業の持続的な企業価値向上に向けた動機づけに乏しいのではないかと。

それから、3番目なのですが、投資家の目から見て、近年、パッシブ投資というものが主流になってきておりまして、特にTOPIXに連動した投資という手法が盛んになる中で、TOPIXというのは、東証一部上場企業、全企業対象としておりますものですから、東証一部に入っていれば、全社自動的にTOPIXに入ることになっておりまして、投資対象としての機能性を、実は備えていないのではないかと、こうした問題が指摘されてきたところでございます。

今回の報告書の報告におきましては、右側でございますが、まず、各市場のコンセプトを明確化しようということで、5つある市場を、これから申します3つに再編すると。

そうした上で、2番目の○ですけれども、上場企業やベンチャー企業の持続的な成長と企業価値の向上を促すメカニズムをより強化していこうということでございます。

主に一部市場は、左側の上の黄色のところですが、プライム市場というものに再編されていくということでございますが、プライム市場につきましては、高い時価総額・流動性、より高いガバナンスを備えた、投資家と建設的な対話を企業価値向上の中心に据える企業が上場していただきたいということでございまして、矢羽が2つありますけれども、新たに上場する企業につきましては、流通時価総額等の上場・退出基準を厳格化すると。

例えば、現在におきましては、マザーズから上場する場合には、低い時価総額でも上場できた。こういったことはやめますし、退出時についても、上場時と同様のものとして

基準を厳格化するということが提言されてございます。

他方、基準の緩和的な部分でございますと、ネット企業等につきまして、ビジネスモデルによっては、直近赤字でも、上場基準等の加重した条件をクリアした場合には、上場を可能としてはどうだろうかということでございます。

それから、企業の持続的な成長と企業価値の向上につきましては、一段高いコーポレートガバナンス・コードを適用するべきだということでございまして、これにつきましては、来事務年度におきましては、コーポレートガバナンス・コードの改訂が視野に入っております。プライム市場に適用されるコーポレートガバナンス・コードの在り方について検討が行われるということになってございます。

それで、※印ですけれども、ただ、既存の一部上場企業については、これまでの上場企業の中で、様々な採用面あるいはその企業の信用力の面で、実態上の価値を有しているということで、引き続き、当面の間は、選択により上場が可能であるということとすべきだということになってございます。

ただし、この場合においても、新たに厳格化される上場基準の達成に向けて、行動計画等を作っていたらどうかということが提言されてございます。

スタンダード市場につきましては、現行の市場第二部、JASDAQスタンダードの部分が中心になろうかと思えますけれども、一定の時価総額・流動性、基本的なガバナンス型企業が上場していただきたいということでございまして、この場合もコーポレートガバナンス・コード全原則を適用すべきであるということが提言されてございます。

グロース市場なのですけれども、これは、引き続き、高い成長可能性を有する一方、相対的にリスクが高い企業が上場すべきだということでございまして、時価総額に係る上場基準については、同程度のものを引き続き実施すべきだというような提言になってございます。

それから、TOPIXの見直しということでございますが、左上の3番目の問題意識に対応いたしまして、そのための解法として、市場区分とTOPIXの範囲を切り離すべきであると。現在のTOPIXとの連続性も考慮しつつ、より流動性を重視した基準とすべきだという提言になってございます。

現在のこの提言を受けまして、東証のほうで、具体的な上場基準の策定作業に入っております。具体的な上場基準の策定、また、コーポレートガバナンス・コードの改訂を経て、東証のほうでは、先般、2022年4月1日を目指すと公表されてございますが、そうしたロードマップのもとで、なるべく早期に改革を実現していただきたいと考えてございます。

私の方からは、以上でございます。

○風木次長 ありがとうございます。

続きまして、有識者からの意見ということに移りたいと思います。

本日、特に事業ポートフォリオ戦略や事業再編、スピンオフに見識のある有識者の方々

3名に御出席いただいておりますので、これからの討議のセッションでございますが、それぞれ、まず10分御意見をいただくという形でお願いできればと思います。

最初に、慶應義塾大学商学部教授の牛島様、御意見をお願いいたします。

○牛島辰男氏 慶應大学の牛島と申します。よろしく申し上げます。

私は、企業の多角化ですとか、あと事業再編といったものを研究として行っていますので、今日は研究者として個人的に幾つか所見を述べさせていただきます。

最初に、これは大前提なのですが、そもそも事業再編というのは、個別の企業の経営の問題であって、それをこういう公共政策の場で議論することの意義はどこにあるのかというところを確認してから始めたいのですが、企業の役割として、GDPの構成要素である付加価値であったり、雇用であったり、所得を生み出すという重要な機能があるわけですが、その実際の担い手は、実は企業そのものというよりは、企業の中に入っている事業であるということだと思います。

企業というのは、基本的には事業をしまっておく組織的な箱と捉えたほうがいいと思います。

この捉え方が重要なのは、どの箱に入るかによって、付加価値であったり、雇用を生む事業の力というのは変わってくる場合があるということだと思うのです。事業と企業との間にミスフィットがある場合には、事業を今の箱から別の箱に移し替えるということによって、事業が付加価値を生んだり、生産性を高めたり、雇用を生むという機能をより強く発揮できるということがある。ゆえに、経済全体の視点から見たときにも、事業再編が成長を促進する1つの手段として、重要な意味を持つということです。

それを踏まえた上で、では、事業再編というものをどういうふうに経済の中に促していくかということなのですが、これは、経産省さんの、今日御用意いただきました資料の30ページにもありますように、一言で事業再編と申しましても、一体どういう方法で事業を今の企業の外に切り出すのか、あるいは、どういったタイプの事業を対象とすることになるかによって、かなり事情が変わってくるのです。

ここを全部まとめて議論しようと思っても、なかなか難しいと思いますので、今日は代表的なところで、経産省さんの研究会でも、1つフィーチャーされておりますスピノフと、それから事業売却というところに関して、特に申し上げさせていただきます。

スピノフというのは、今までの日本の企業社会の中でいうと、かなり特殊な切り出し方です。実際にこのスピノフというのが日本でなされたのは、まだ1件しかないわけなのですけれども、特殊です。

それでは、対象がスピノフの場合には、問題事業というよりは、それ自体1つの企業として自立できる事業に、基本的に限定されるという意味で、企業の中ではかなりいい部分を、あえて切り出していくという方法になるからです。

そういったことが意味を持つのは、先ほど申し上げましたように、企業というものが基本的には箱なわけなのですが、箱というよりは事業の檻のような形になってしまってい

て、今の企業の中にいるよりは、外に1つの独立した箱として置いたほうが、その事業自体が伸びるといえることが見込まれる。その結果として、株主をはじめとするステークホルダーの利益というものが促進される、そういう場合に、このスピンオフというのは、合理性を持ってくるのだということでもあります。

ところが、これが実際にうまく促進されていくだろうかという点、なかなか難しい部分も多く予想されます。

特に企業サイドから見たときに、1つの大きなボトルネックと考えられるのは、税制上の問題というのが、今まで議論されてきたのですけれども、恐らく、それ以上に大きいのは、スピンオフはそれをするによって企業自身には何ももたらさないという根本的な問題です。事業売却であれば、売却収入が入りますので、それを何か別の領域に投資するなり、何らかのことができるわけですが、基本的にはスピンオフでは、切り離す企業自身が得るものはないということです。

そういう意味で言うと、現実的に税制上の問題が解決されたから、これからどんどん普及するだろうかという点、なかなか個人的にはそう思えない部分もあります。

そういう視点で言いますと、スピンオフを促進するために、コーポレート・ガバナンスを強化することによって、経営者の株主利益に対する意識を高めていくという、この正論を着実にやっていくというのは1つあるのですけれども、現状、よりなじんだ方法で同じような効果を持つものとして、エクイティカーブアウトをもう少し見直してもいいのではないかと思います。つまり、子会社上場です。

これは、もちろんガバナンスの文脈で言いますと、少数株主と、それから支配株主である親会社との利害対立の問題もありますので、いろいろと問題をはらんでいるということは、昨今、いろいろ議論されているところです。ただ、日本企業の歴史を振り返ってみますと、例えばファナックという優良企業が富士通さんの中から生まれ、富士通さんは富士電機さんから生まれというような形で、カーブアウトを通じた段階的な売却で子会社が分離されていったということは、歴史の中で、既に実績としてあるわけです。

そういう意味で言いますと、より日本企業にとってなじみのある方法でもあり、なおかつ、それをするによって、企業としては将来の成長資金を得るという意味では、はるかに敷居の低いものなのではないかなと思うので、ここは、少数株主の保護等は着実に進めつつ、もし、企業が将来の売却、段階的な非子会社化ということにコミットできるのであれば、それをうまく使ってみるというのも1つの手段としてはあり得るのではないかと、そういうことも検討していいのではないかと思います。これが1点です。

もう一つは、事業売却のほうです。

事業売却のほうは、対象となる事業がかなり多岐にわたってまいります。スピンオフと同様に、かなり優良な部類の事業が対象となることにもなりますけれども、これは状況としては、箱である企業がかなり財務的に傷んでしまっていて、キャッシュを早急に得ないといけないというような事情があるときに、それを実現する手段として、されることが多いで

す。

こういった事業売却は、売っている事業が非常に優良なので、買い手を見つけることも簡単ですし、比較的实现しやすいということでもあります。

問題は、むしろ、ちょっと事業として傷んでいる問題児事業をどうするかということです。

問題児事業の売却は、優良の事業に比べると、当然ながら、かなり難しくなりますが、さらに、よく指摘されますように、業績悪化がかなり進行してからではないと売却というものが検討の俎上にのらないという問題があります。それが、また事業を売りにくくさせているという問題があって、それをどうするかということを考えないといけないということが1つあります。

事業売却、特に問題児事業の売却がやりにくい、もう一つの構造的な理由は、ある企業のある事業が傷んでしまっているときに、有力な買い手は誰なのだと考えると、通常、同業他社が、自分の事業を強化するために買うというのが、1つ有力な選択肢になるのですが、ある企業のある事業が傷んでいるとき、同じ産業の他の企業も同様に傷んでいることが多いということです。つまり、買う力を持っていないということです。

そうすると、過去に、日本企業の中で、どういうことがたくさんされてきたかという、買う力はないのだけれども切り離しのニーズを抱えている企業同士がジョイントベンチャー方式で事業を切り離して、いわゆる事業統合という形で、1つの企業に、外にまとめるということがたくさんされてきました。

これ自体は、決して否定されるべきものではないのですが、しかしながら、船頭が多くなって、なかなか経営の焦点が見えにくくなったり等の問題もないわけではないということです。

そういう意味でいうと、いかにストレートな売却というものを問題児事業に関して、もっとしやすくするかということが1つ重要な課題としてあると思います。

そのときに考えないといけないのは、事業売却というのはM&Aですので、売却する売り手側も必要ですけれども、買い手の厚みというのも非常に重要だということです。市場の流動性といいますか、買い手がないところで、幾ら売り手の意欲ばかり高まっても、それは売れませんということです。

そういう面を言いますと、買い手の層が、やや多様性に欠けるというところが、日本企業が、事業再編を進める上で1つ大きな環境面での制約になっているのではないかと思います。

もう少し海外の事業会社であったり、あるいは再生ノウハウを持ったファンドといったものも含めて、海外の買い手というものが、積極的に国内の事業再編の受け手になれるような環境というものを少し積極的に考えてもいいのではないかなと思います。

日本企業のM&Aで、インアウト型ですね、海外への投資というのが増えているという話はすごく知られているのですけれども、裏返しとして見たときのアウトイン型のM&Aという

のは、額がまだまだ少ないわけです。これはもっと大きな文脈でいうと、対外直接投資に比べて対内直接投資が限られているということです。

対内直接投資というのは、それが起きることによって、受け手である産業であったり、経済の競争が刺激されて生産性が高まるという、非常に強いエビデンスが研究サイドではありますので、そういった海外からの資本の流入が少ないのは、大きな損失なのではないかと思えます。

そういう意味で、日本企業が事業売却というものをより進めやすくするために、外国の資本がよりコミットしやすくする、それを通じて日本企業、産業、そして経済が便益を得るというような構造をつくっていくという視点が重要ではないかと思えます。

以上です。

○風木次長 ありがとうございます。

続きまして、ボストンコンサルティンググループのマネージング・ディレクター&パートナーの加来様より、御意見をいただきます。

○加来一郎氏 お時間をいただきありがとうございます。資料に沿って説明させていただきます。今日は、今回のテーマそのものについてというよりは、皆様の議論を刺激するための材料をお持ちしています。最初のページの図表は、昨年アメリカで行ったアンケート調査の結果です。この調査では日本に投資している投資家80名に対し、日本企業にとって最も大きな価値創出の機会について質問しました。

こういった場合、ポートフォリオ再編が挙げられることが多いと思うのですが、ここではガバナンスが第一に挙げられており、投資家がここを強化しない限りは日本の会社は抜本的によくなれないと考えていることが明確になりました。逆を言えば、ここに何とかメスを入れれば、日本の企業は、まだ、改善する余地があるのではないかと。

もう一つは組織効率化です。日本企業では中間層が現場の意思決定権限を持っているケースが多いので、ガバナンスやマネジメントを変えるだけでなく組織全体を変えなければ動かないという話がございました。

我々の経験の中でも、アクティビストが問うのは戦略そのものというよりは、誰が主導するのか、主導者はどう責任を取るのか、取れるのかというようなポイントが多いです。あとは、組織の中間層を巻き込んで一緒に進めるにはどういう施策が必要かを質問されることも多い。これは、普通に考えたら事業会社でもふだんから自問していてもよいようなことなのですけれども、案外これがされていません。アクティビストが代わりに聞くことでこういったことが明確化されていくと、事業再編、事業売却とか、買収が積極的に行われるのではないかと考えております。

また、欧米企業と日本企業はカルチャーが大きく異なるので、ガバナンスやマネジメント、現場のインセンティブを変えることとあわせて、カルチャーそのものを変える仕組みを入れていかないと、望む行動を促すことができないという議論を実はよくします。4ページは、海外の会社が日本の会社と仕事をするときを紹介する図です。左側が、北米や欧

州の会社で、右側が日本の会社なのですからけれども、日本の企業は、まずは聞くことが大切です、話している人を攻撃することはよしとされない。要は、みんな行儀よくして、コンセンサス重視でやりなさいと。あとは、誰が何かを決めたというよりは、何となく暗黙の了解で物事を決める、こういった形で日本が企業は経営されていると。一方で、左側が、いわゆる欧米の典型的な例となるのですけれども、まず、ディスカッションをしようと、そこで建設的な意見を言いなさいというカルチャーが根付いています。

どちらが正しいということはないですが、戦略を実現できるカルチャーにシフトしたいときにはどうするか。日本の会社でよく議論されるのが、5ページにあるような、行動指針などを変えろというものです。しかし、人の行動は、指針を変えただけは変わらないので、左側に示したように、背景にあるコンテキストや行動から変えていかなければいけないと考えています。リーダーシップのあり方を変える、人材育成の方法を変える、望ましい行動に対しては十分報酬で報いるなど、こういったことをやっていかない限りは、行動は変わらないということです。

どれほど優れた戦略を策定しても、国として望ましい方向性を示しても、ベースとなる人の行動を変えない限りは、実行は難しいでしょう。

この、カルチャーを変えるための方策には、人事政策や、稟議など意思決定の仕組みの変更を含めいろいろな方法論がありますが、そこまで切り込んでやっていらっしゃる日本の企業は少ないので、今回のメインのテーマではないですが、ご紹介させていただきました。経営陣の報酬についての議論は、いろいろなところでされていますが、実務をやっている立場からは、中間層や組織全体のカルチャーを変えるということをしなない限りは、企業というのはなかなか変わらないと感じています。

では、マインドセットやカルチャーが変わったときに、組織を実際に事業再編や事業構造の再構築、イノベーションに向かわせるためには、さらにどういったものが必要となるでしょうか。我々が提言しているのが、経営指標としてTSR（Total Shareholder Return、株主総利回り）を組み込むということです、10ページを見ていただければと思います。

日本企業の経営者の皆様は、高い競争優位性を有する業界のリーダー企業、つまりグレートカンパニーになるにはどうしたらいいかどうかという議論はされると思うのですけれども、当然のことながら、上場企業である以上株主の視点でグレートストックになるということも考えていかなければなりません。また、社会にどのように貢献していくかということも重要なポイントであり、この3つの輪が重なったところにある企業が、真の意味で素晴らしい会社といえるのではないのでしょうか。

では、グレートストックをめざすとき、何をよりどころにして企業経営すればいいか。11ページでご紹介しているTSRは、経産省様の議論でもよく出てくる言葉ではないかと思いますが、株主価値の向上を総合的に表す指標で、我々は、CEOは中長期的な目標としてこれを念頭に置くべきだと考えています

TSRは株主に対してどう報いたかを示す指標で、単純化すると、株価の上昇などのキャピ

タルゲインと、配当や自社株買いといったインカムゲインを合計したものです。キャピタルゲインはさらに利益成長とバリュエーションマルチプルの変化に分解できます。

利益成長については、事業ポートフォリオをどう成長するポートフォリオに持っていかという議論を突き詰めない限りは、なかなか解が出てこないところです。マルチプルは、PERがその一例ですが、事業の安定性と成長性の両面からの事業戦略に対する投資家の評価を表すものです。

自社の事業戦略や財務戦略、配当や自社株買いに関する政策は投資家に伝え、理解を深められるようなIR活動を行う必要があります。先ほどIRデーを設けられて1日かけてコミュニケーションされているというお話がありましたが、ああいったことをしっかりやっていくことが重要です。配当性向も過去の例から30%にするという話ではなくて、全体のキャピタルアロケーションの中で、どういう理由でこの配分にするのか、きちんとコミュニケーションしなければなりません。間違っても成長しない事業に設備投資がいつ、それが配当に回らないというようなことがあってはいけません。

最終的にTSRをどう上げるかをしっかり考えていかなければならないのですけれども、日本企業の場合は、そもそも利益の拡大の議論のなかでポートフォリオ全体として成長するために資本をどう配分するかという議論になかなかありません。現状の体制で売上や、利益をどう上げるかという議論が中心になり、事業売却など思い切った施策にはなかなかつながらないのです。

経営はTSRをどういう水準に持って行きたいかを明確にし、そのために、トップラインと利益額を伸ばすことだけではなくて、マルチプルをどう上げていくかの議論もしっかりすべきなのですが、ここがなかなか議論できていないというのがあります。経営におけるガバナンス体制の整備、従業員がインセンティブを持って事業運営にあたれるようにすること、それに合わせて、TSRという羅針盤を取り入れることで、非常によくなってくるのかなと思います。

17ページ目は、TSRの目標を決めた上で、取りうる戦略のシナリオが多数あることを表した図です。例えばコスト削減シナリオを取るのか、ノンコア事業を売却するのか、事業ポートフォリオを再構築していくのか、こういった施策を総合的に検討して、望むTSRをあげるために最終的に何を選ぶのかを考えなければいけないのですが、そもそも個別の事業ごとに戦略を積み上げで議論するなかでは、なかなかこういった議論にはならないという状況があります。

ポイントは、TSRという概念を組織に根付かせることによって、事業の再構築をしっかり考えていただかなければいけないということです。長くなりましたが、ありがとうございました。

○風木次長 ありがとうございました。

続きまして、KKRジャパン代表取締役社長の平野様、御意見をお願いいたします。

○平野博文氏 ありがとうございます。今日は、貴重な機会をどうもありがとうございます。

す。

当初は、資料をお持ちする予定はなかったのでございますが、経産省さんの「コーポレート・ガバナンスに関する実態調査アンケート」は、非常に示唆に富んでいると思ひまして、にわか作りではあるのですが、スライドを投影させていただきます。

それでは、早速、説明させていただきます。

今日のアンケートの中で、非常に意外でもあり、「やはりな」という印象を持った点として、回答されている社長のコメントの中に、例えば、「株価」であるとか、「他社比がどうである」ということについてのコメントが全くなかったという点であります。

日本の企業の利益率というのは、94年以降を見ていると、GDPを上回って成長はしてきているということではありますが、その一方で、時価総額という意味で見ると、これも皆さんよくお聞きになっていらっしゃるのだと思いますが、欧米企業に比べると、見劣りがしているというのが現状です。

よく言われるようなGAFAsだけではなくて、欧米の中ではいわゆる伝統的な事業である銀行とか、エクソンモービル、ネスレ、ロシュなど、必ずしも、いわゆるIT企業だけでない業種まで、時価総額を伸ばしてきている企業が多く見られます。

先ほどのソニーさんのように、2011年から2020年までに株価が約10倍になっているような事例も、本邦企業の中にもあるわけではありますが、それほど多くはありません。

投影しておりますのはある事例のご紹介です。左側はシェフラーという会社で、これは志賀さんは御存じと思いますが、欧州の自動車部品メーカーで、いわゆる内燃機関系のエグゾーストとか、コモディティ的商品を作っている会社です。売上が約1兆5000億円、EBITDAマージンも15%というように、非常に業績の良い会社なのです。

ただし、市場において時価総額はEBITDAに対する3.6倍にとどまっております。

一方、ほぼ同じ売上規模の会社で、日本電産があります。売上約1兆5000億円、EBITDAマージンも約16%と同程度なのですが、時価総額におきましてはEBITDAに対するマルチプルが20倍ということで、シェフラーと比較しますと、約6倍の市場における評価の差がついております。

ですから、売上とか営業利益だけを見ていると、実際に「市場での評価」という意味において、これだけの開きがあるというのがわからないということです。先ほどの経産省さんのアンケートの中では、回答者の社長さんの視点には、そのような関心がきわめて低いと思った次第です。

エコノミックプロフィットという尺度で、企業が今、上位、中位、下位というセグメントにそれぞれいるときに、それが例えば、中位から上位に上がっていくということが、どれぐらいの確率で起こるかというのを、マッキンゼーが世界で約2,400社を15年間の軌跡を調べた結果、わずか8%しか、実際には上がらなかったという、ある意味で冷酷なデータが出ております。

この図をもう少し詳しく見てみると、ここにありますように、例えば、中位に位置付け

られた企業の78%は15年後も中位にとどまるといことがわかります。逆に、上位にある会社59%は上位のまま維持しているし、下位の43%はそのまま下位に低迷しているということです。いかに自社が今いるポジションから上に上がっていくということが簡単ではないということが、これは客観的なデータとして示していると思われま。

一方で、我々がよく見る色々な会社が策定する中期経営計画というのは、この本の題名のとおりホッケー・スティックのように、短期的には少し下がるのだけれども、中長期的には角度のついたカーブで成長していく計画になっていることが多いです。

それが、実際に成功するために10個の要因をマッキンゼーは挙げておられますが、その中で一番重要な要因は「業界メガトレンドをとらまえること」だと言っています。要するに、「これから先、業界トレンドがどう変わるのかを理解し、事業ポートフォリオをトレンドに即して変えていく」ことが極めて大事ということです。

従って、アゲインストの業界のトップでいるよりも、フォローウィンドの業界の中位程度にいるほうが、会社としては成功確率が高いということを、いみじくも言っているわけです。

本邦企業に共通して見られる課題は何かということなのですが、事業ポートフォリオの入れ替えというのが得意ではないという点だと思います。これができないとパワーカーブを上げられないわけですね。

なぜポートフォリオの入れ替えが進まないのかというと、2つの側面があると考えます。一つ目には、文化的側面として、親会社がグループ会社の各社の人事制度、経営報酬をコントロールする、ないしは、しなければいけないという責任感でもあり既得権のようなものを強く有しているのではないかと。

また、日本の企業においては、「買収するというのはいいのだけれども、売却から入るといのは、無策とも見られる」といことの一般的な抵抗感。

それから、これは「いや、そんなことないだろう」とおっしゃる方も多いかもしれませんが、先輩OBの元経営幹部が、かつて彼らがてがけた事業を現職の代で「やめるとか、売却するといのはもってのほかだと、まして非公開化などといのは、あり得ない」と。これは、我々が日々お話しさせていただいている企業の中には多いと思っております。

もう一つは、経済的側面といこと、株式価値の向上を図るといことが経営者のインセンティブに結びついていないといこと、です。

親会社の経営幹部の立場からすれば、「選択と集中」をすることをやって怒られることはあっても、あまり自分の報酬にプラスにはならない。子会社の幹部からすると、わざわざ独立して、先ほどの牛島先生の話ではないですけども、カーブアウトして、上場しようとするよりも、「リスクを最小限にして、大過なく勤め上げたほうが、合理である」とい判断になってしまうことになりま。

先ほどの加来さんの資料と同じで、多分、出所が同じなのだと思いますけれども、CEOの報酬体系といのは、このように欧米の経営者に比べて単に低いだけではなくて、報酬

の中身をよくよく見ると、長期的なインセンティブというのが日本の経営者の場合には、極めて少ないという傾向があるのではないかと思います。

日本での課題としては合理的に説明できない要因が障害となっているケースが圧倒的に多いというのが現実かと思います。先ほど申し上げましたように、「祖業であるところのA事業をやめる、売却するというのはもってのほかだと、まして非公開化はあり得ない」といったような、先代に対する遠慮とか、ないしは先代の経営陣たちの有形無形の経営への関与というのも、実際にいろいろなカーブアウトのお話をしていると多く見られるケースがございます。

(動画再生)

ダイムラー・ベンツの会長のZetsche氏が、昨年勇退しました。その勇退を、実はライバルのBMWがパロディのコマーシャルとして作成した動画です。Zetsche氏が会長を辞めて、ついに自由を得て、彼が最初にやったことが、BMWの車に乗ったという、そういうユーモアに富んだコマーシャルなのですけれども、これは、日本人から見て、示唆に富んでいる点が二つあります。一つは、Zetsche氏は退職の日に入館証を返しました。

これは、実は、日本のトップで会社を辞められても、実は入館証とか、セキュリティカードをお持ちになられている方というのは、結構おられるとうかがったことがあります。

要するに、いつ、何があっても会社には来られると、要するに、会社は自分が職位からはずれても受け入れるものだという一つの固定概念が出来上がっているということです。

もう一つ、Zetsche氏は、会社を辞めて本当にやりたいことをやったということになっていますが、ところが、先日の「私の履歴書」にもあったように、日本のトップには会社を辞めると、やることがないから、会社の周りをぐるぐる回ったというお話もあって、それはそれで、日本では美談なのでしょうけれども、要するに、ほかにやることがないと、どうしても関与したくなる。そうすると、また、それが結果として重石になってしまうというケースというのもあると思っております。

それで、一つの提案として、今、働き方改革というのがよく言われるのですけれども、20代とか若い人に対する働き方改革ではなく、むしろシニアマネジメントにこそ、働き方改革というのは必要ではないかと考えます。

言うならば、会社組織、地位に連綿とせず、別の課題に挑戦する。

そのために、では、何が必要かということ、先立つものも必要であります。先ほどの報酬制度もありますけれども、やはりグローバルな競争相手に匹敵する報酬制度というのが導入されていないと、彼らが、明日から辞めてもやりたいことができないという現実に遭遇してしまいます。

したがって、堂々と報酬制度をグローバルな競争相手がいるのであれば、その水準にまで、私は上げる必要があるのではないかと考えています。

本日は3つ提案させていただいております。一つは、東証一部に上場している大手企業の中でグローバルトップ企業と競争している会社は、社長から会長に昇格というような形

ではなく、例えば、社長はガバナンス側に回って、取締役会議長になられるとか、本当のグローバルを目指す企業の中ではあってもいいのかもしれないと考えます。

二つ目の提案としては、グローバルタレントになり得るトップの方々というのは、やはり、それに応じたファイナンシャルなウェルスが形成される、自分で好きなことができるような報酬制度を堂々ともらえる仕組みを設けるべきではないかと考えます。

3つ目、これはやや本論ではないところもあるのですが、先日のワールドカップ・ラグビーにしても、サッカーにしましても、外国の選手、リーダーが入ったことでチームは多様化され、強化されました。

一方、御存じの方も多いかもかもしれませんが、日本では今、海外の人で5年以上居住していますと、いわゆる居住者扱いとなって、日本国外の所得も全て日本の税率でもって課税されるということになっています。

したがって、日本で長く業務に従事してきたある程度シニアの人間は、今、5年目を目前にしたところで、日本から出ようとしています。

一方、ヨーロッパのある国では、今、逆の動きがあって、むしろグローバルタレントを呼び込むために、外国人に対しては、税率を下げてでも、優秀な経営者を取ろうという動きがあります。その点も併せて御検討いただければと思っております。

以上、3点を申し上げました。

どうも失礼いたしました。

○風木次長 ありがとうございます。

それでは、これまでの御説明、御意見を踏まえまして、あと30分弱ありますので、意見交換、質疑を行いたいと思います。

特に今日は、事業ポートフォリオの入替え、戦略や、それからコーポレート・ガバナンス改革について様々なコメントございましたので、まずは、小林会長のほうから御質問等をいただきまして、あと、未来投資会議のほうから、志賀委員にも来ていただいておりますので、その後、質疑応答という形を考えておりますので、では、小林会長のほうから、よろしく願いいたします。

○小林会長 質問というより、感想といいますか、そのようなコメントをさせていただきます。まず、経産省の御説明なのですけれども、まさに「コーポレート・ガバナンス・システムに関する実務指針（CGSガイドライン）」から「グループ・ガバナンス・システムに関する実務指針」に進んで、それから、このたびの「事業再編に関する実務指針（仮称）」ということで、3段階的に、形式から実質へどんどん深化させてはおられるのですけれども、このアンケートを見る限り、あまりに企業側の意識が低くて全くどうにもならぬな、という結果だと思えます。こういう状況を急激に変革していくための今後のものであることを、基本的にどう考えていけばいいのかというのが1つ。

○風木次長 ちょっとすみません、中原審議官が国会の関係があるので、もし今の問いについて、先にお答えできれば、その後は、後に引き継ぐという形で、すみません。

では、中原審議官、お願いします。

○経済産業省中原審議官 非常に難しい問題ではございますけれども、まさに形式から実質への深化に向けて取り組んできておりまして、最後に御紹介のあった、会社を退任された後の取締役の方の働き方という点につきましても、以前、顧問相談役という形で会社に残るのではなくて、別の会社の取締役会に入っただき、これまでの御経験を活用いただくという整理を行いました。すなわち、資本市場と事業との接点のある方々に中心になって、ポートフォリオ管理や経営におけるリスクテイク等を後押ししていただきましょうというようなことを進めてまいりました。企業の方々等のご努力によって相応に進んできてはいると思っておりますけれども、まだまだ考えていく余地はあるかと思えます。いずれにせよ、現在検討を進めている指針の中で、これまでのメインバンクシステムの名残のような、デッドガバナンスのものを切っていく方針を示していきたいと考えております。また、今後、コーポレートガバナンス・コード等々の見直しもあると思えます。引き続き、政府一体となりガバナンス改革に取り組んで参ります。

○風木次長 ありがとうございます。

すみません、では、会長、続けてよろしくお願いします。

○小林会長 ソニーさんには非常にすばらしいパフォーマンスをきれいに解析いただきました。主に海外を中心としたアクティビストを相手に、バイバック、資本政策、ポートフォリオマネジメントなどの議論を盛んにやられていると思うのですが、一般的に日本企業の場合は、そういう資本政策に関して、例えば先ほどの自社株買いであれば、今年1000億、去年2000億というように、その上限を予め設定しているケースが多い。そのような日本の標準形に固執している会社が結構多いかと思うのですが、海外のアクティビストとのエンゲージメントに当たって、ソニーさんはその辺のクライテリアをどう設定されているのでしょうか。

アクティビストからは半導体を分離せよとか、いろいろお話があったみたいですが、それでも、「クリエイティビティとテクノロジーの力で、世界を感動で満たす」という非常に明確なコンセプトのもとに、事業間のシナジーもきちんと出しながら、自社の戦略を貫かれているなと感じました。それも、ある意味では短期間のうちに、10年前とは大分変わったなというステージまで持ってこられた。大きな不祥事が起きた会社であれば、ガバナンス体制含め、そういう大胆な転換もできると思うのですが、ソニーさんは、確かに業績がひととき悪化したとはいえ、特段の不祥事を起こされたわけでもないのに、その中でよくここまで転換されたなと思えます。その辺りの御事情をもう少しお聞きしたいなという気持ちがあります。

次に金融庁さんですが、市場構造改革の議論には僕自身も絡んでいたのですが、具体的な実施時期と、高い水準のガバナンスを要求するという点について、もう少し詳細な御説明を聞かせてもらいたいなと思えます。

牛島先生には、エクイティカーブアウト、子会社上場のほうが日本に向いているのでは

ないかという大変新鮮な御指摘をいただきました。一般的にはどちらかというところ、上場子会社は減らしてスピノフをもっと増やすべきだという流れが大勢の中で、むしろこういう方法が意外に日本人に合っているのではないかというお話で、非常に興味深く拝聴しました。もちろん、少数株主の権利を守るしっかりしたガバナンス体制があつてのことだとは思いますが、この辺をもう少し詳しくお聞きしたいと思います。

加来さんは、TSRについてきれいに解析してくださいました。まさにおっしゃるとおりで、僕は報酬委員会で、そういう中長期のTSRをどう設計するかという実際の議論にも参加していますが、やはり、ここが最初のポイントなのかなと思います。平野さんも同じことを言われていましたけれども、やはり、インセンティブとかコンペンセーションとか、この辺りのプランニングをしっかりやれば、徐々にではあるけれども、日本の経営者も動き出すのではないかなという気がしました。

平野さんには、極めて現実に即した、示唆的なお話をいただきました。例えば、鉄鋼とか石油とか原子力といった産業は今かなり苦勞していますが、国家的に見れば当然まだまだ重要なセクターなわけですね。しかも、鉄鋼のような基本的にワンプロダクトの産業だと、派生したシステム事業等で比較的大きな収益を上げているとはいえ、やはりポートフォリオマネジメントにも限界がある。止めるしかないという局面があり得るわけですね。当社自身も、CO₂排出を考慮すると、石油化学や石炭化学は30年スパンでフェードアウトしていかざるを得ない。それで、医薬品とか生命科学とか、そういう方向にシフトしようとしているわけですねけれども、当然たった数年ぐらいでは全部転換できるはずもありませんし、非常に単一の産業の場合、シナジー以前の問題として、ポートフォリオマネジメント自体が非常に困難である。こういう企業はどうしたらいいのだろうかかなと思います。

もう一つ御指摘のあつた先代の関与というファクターは、会社によってはあるのかも知れないけれども、それは相当古い会社なのではないかと感じます。少なくとも当社などでは、そういうことは許してもらえません。

大体コメントは以上ですが、グローバル成長企業で世界標準と同じコンペンセーションプランといつても、日本にはそもそも今それだけの経営者のタマがない、そういう人材が育っていない。実はここが一番重要な問題ではないかと思つています。

○風木次長 会長、どうもありがとうございます。

それでは、順番に、もし、コメントがありましたら、それから、これまでの議論をお聞きしてのコメントでも結構ですので、では、神戸さんからお願いします。その後は金融庁に。

○ソニー株式会社神戸執行役常務 弊社は、アクティビストも含め投資家との対話を大変重視しています。彼らとのやりとりというのは、ある部分、気づきはたくさんあつて、彼らが言ってくれたおかげで、ソニーの半導体事業のバリューが世の中に認識されました。数年前はエンタテインメント事業を、分離上場せよといつて、それで実はエンタテインメント事業は、こんなに価値があるのだというのが、世の中が認識をしてくれたという意味

はあります。

それに対して、ちゃんとしたダイアログをもって公明正大にコミュニケーションしていくというのがすごく大事なことではないかと思っております。

基本的には、最終的には長期で企業価値をどう上げていくかというこの1点で、取締役会では結構な議論はさせていただいています。

我々はやはりバリューをクリエイティブに上げていきたいと。バリューをアンロックするというだけでは、短期志向に陥るという発想もあります。自社株買いもどれぐらいやるべきか、キャピタルをどこに使うか、今のポートフォリオがいいのか、あるいはよくないのかというところは、これは常に、本当に議論していますし、例えば、VAIO事業は、売却と言われてはいますが、実質は事業撤退なのです。相当な撤退コストが会社として発生して、それで構造改革を、減損を含めてやって、日本の事業の一部だけが譲渡で、一部の社員の雇用は確保されましたけれども、大半の人たちは、ソニーグループの中の別のところに行ったり、あるいは、退職されたり、そういう意味では、打ち手としては、多分遅れたのだと思います。

バッテリー事業の場合は、実際に売却であり、それでも相当構造改革費用も使いましたし、その前に減損もあって、反省もあるのですが、村田製作所さんに引き継いでいただいて、ほぼ全員社員は転籍して、やはりこの事業で成長を目指すためには、ソニーの中でいるより、そこをちゃんと価値として認めてくれるところに合流したほうが良いという形で、アクションが取れたと思います。

このように、我々としてもポートフォリオの組替えのところはたくさん、これまでも反省はあります。

ただ、繰り返しになりますけれども、本当に長期視点で価値を創っていくこと、そして、投資家の意見はすごく大事なので、ダイアログもするし、耳も傾けるのだけれども、おもねるだけでは、経営というのは、きっとやっていけないということではあると思います。

○風木次長 ありがとうございます。

それでは、金融庁の方から、お願いします。

○金融庁井藤審議官 小林会長のほうから、しっかりやれとエールをいただいているものだと理解させていただいておりますけれども、まず、なるべく早めにやるというのは、これは当然ワーキングの議論でも出てきたことですが、実際に上場企業を作ると、あと、御説明もいたしましたけれども、プライム市場についてはより高いコーポレートガバナンス・コードを適用すべきであると。

このガバナンス・コードの議論自体は、来事務年度になると、それを受けた上で、既存の上場企業の方がどこに所属されるのかということを選択していただくということなので、そういった経過を踏まえて、しかしながら最速でということ、現在、東証のほうで2020年4月という日程感が出てきておりますが、ただ、それは大枠といたしまして、例えばマザーズのほうから一部に上がる基準が低いと、こうした点については、それよりも前に早

く基準をそろえていくということも適切な対応だと考えております。

また、コーポレート・ガバナンスについては、より高い基準に向かっての努力ということなので、1つは今申し上げましたように、新しいコーポレートガバナンス・コードということでもございますし、あと既存の上場企業がプライムに所属できるというのは、ちょっとおかしいではないかというような声もいろいろいただいておりますけれども、これは、いろいろな議論を踏まえて、当分の間はそういうことが必要だろうということですが、そうした企業も本当に自らプライムに所属するのが自社にとってベストなのかという点はよく考えていただいて、あと審議会の報告書にもありましたけれども、新しい基準に沿って、いきなり降格するということにはならないまでも、達成に向けた行動計画というものを示していただくということで、行動計画を示すということは、当然、社外からもそういうものとして注目を浴びるということでもございますので、そういったことも含めて、より高い基準に沿ったものとなるよう、企業努力をしていただければと考えているところでございます。

以上です。

○金融庁油布審議官 スチュワードシップ・コード改訂の時期ということですがけれども、速やかな実施に向けて、来月の3月中には、コードは確定をさせたいと思っております。

○風木次長 それでは、牛島先生、加来パートナー、平野社長の順でお願いします。

○牛島辰男氏 ありがとうございます。

小林会長のおっしゃるとおり、上場子会社は、カーブアウトをもっと活用するのはどうかというのは、今のガイドラインの潮流から見ると、完全に逆行しているというか、こいつは何を言うのだという話だと思うのですが、私が念頭においているのは、上場子会社がカーブアウトしてから、ずっと子会社であり続ける状況というのは、これは明らかに問題だと思うのです。

先ほど、ファナックさんとかの例を挙げて、今、ファナックの元親会社である富士通さんの間には、実質的な資本関係というのは消えているので、要は、短期的に上場子会社という状態になるかもしれないけれども、長い目で見ていくと、持ち分が親会社のほうから減って行って、最終的には、純粋な独立した上場会社になるというような形での位置づけというのが、もし、できるのであれば、これは、日本の中で、今までされてきたことですから、よりスピンオフよりもなじみやすく使いやすいということが、企業サイドから見たときに言えるかもしれないと。

現状、スピンオフというのは、客観的に言うと、かなり突飛な飛び道具というのが、企業サイドから見たときの印象ですね。これは、制度が整ったから、すぐ使えといっても、なかなか使うということには、印象としてはならないのではないかと思いますので、そこを現実的にツールボックスの中をどういうふうに充実させるかということを考えてもいいのではないかという問題提起です。

以上です。

○風木次長 加来パートナー、お願いします。

○加来一郎氏 ありがとうございます。

社外役員の役割が何かというところは、いろいろな意見があると思いますが、やはりきちんと経営者に対して議論を仕掛ける、そのための思想とかメソッドをしっかり社内に根付かせないと、経営の質は上がらないと考えています。取締役会の出席者が事業側からはCEOだけというような形になってくると、CEOにしかそれが伝播しません。準備は執行役員ということになるのですが、この層をどう育成して厚くしていくのかを考えないと、TSRと報酬がリンクしていても、株価というのはマーケットで決まるから何もできなくて、自動的に決まるのだ、というような議論がずっと続いてしまうのではないかと。

実際、報酬をTSRにリンクさせて開示している企業で、こういう向上策はありますね、これでアクティビストとちゃんと議論をしましょうという話をしても、ご納得いただけないことがあります。まずは売上高、利益、といったKPI、ROAとか、ROICなどのTSRのドライバーとなる定量的な指標を特定し、改善することが一つ重要な点です。ただ、TSRの議論はアナリスト、セルサイドのアナリストの間で浸透していないところがあって、TSRに照準をあわせてKPIを高度化しても、いただく質問が的を射ていないこともあります。

セグメントごとのKPIは大きく変える必要があります。成長ステージにある事業であれば、利益ではなくて、例えば売上とか顧客数、どういう投資を今後していくのかというところを見る必要があります。そうではない事業というのは、やはりROICとかROAとか、設備投資を抑える、といったポイントがカギとなります。この議論でアナリストと噛み合わない、IRを行う中で、やはり従来どおりの売上とか利益といったほうがいいのか、という方向に逆戻りする、ステークホルダーが変わっていかない限りは、なかなかTSRを重視する方向には行けない。

ただ、報酬からまずやるというのは大賛成なのですが、おそらくこういった議論を通じていろいろと宿題は出てくるのかなと考えております。

○風木次長 平野社長、お願いします。

○平野博文氏 ありがとうございます。

会長のおっしゃられた1点目のもの、確かに業種によっては、ここから事業を入れ替えるというのは、非常に難しい業種もあると思います。

したがって、逆に言えば、いかに旬の間に、それを変える努力をするかと、マイクロソフトにしても、アドビにしても、まず本業が、いい間に事業を変えてきたわけです。

一方、そうではないときに、もっと業界の再編であるとか、多少の痛みを伴う再編等が必要なのではないかと考えております。

2点目は、残念ながらおっしゃるように、社長になり得る人材というのは、日本やはり物づくりとしての先進国である一方で、いわゆる西洋のルールに則った、株式会社の経営というのは、必ずしも先進国ではないので、ラグビーと同じように、その間は外からの人材を持ってくると。

そのためにも、先ほど申し上げましたような税制の問題も含めて、日本に経験のある外国人が、海外に出ていかざるを得ないという状態でもありますので、その点は、ぜひ御検討をいただきたいと思っております。

ありがとうございました。

○風木次長 ありがとうございます。

志賀議員のほうからも、お願いします。

○志賀議員 質問というよりも、実はコメントなのですが、私は、小林会長が経済同友会の代表幹事時代に、資本効率最適化委員会の委員長を2年務めて、それぞれの企業が持っている事業、ポートフォリオをマネジメントして、事業ごとに投資家の期待する利回りを上回る、資本コストを上回る、ROE、ROICを取りましようという提言書を書いたのです。

経済同友会で比較的にリベラルな人が多い中でも、この議論が相当荒れまして、要は、どうということかという、そういう事業ごとに、赤字だからとか、資本効率が悪いからといって事業を手放すなど、日本の経営ではないと。

要するに、我慢して、20年、30年やっているから花開くのだと、こんなアメリカ的な経営スタイルを日本に持ち込むようなことを何でやるのだと、結構抵抗を受けまして、結構大変だったのです。

実は、私は、今、INCJで、産業革新機構なのですが、2009年にできたときには、産業競争力強化法という法律に基づいて、この官民ファンドは生まれているのですが、産業競争力強化法の中には、日本には、1つの業種にプレイヤーが多過ぎて、それが過当競争を繰り返している、業界再編をやらなければいけないと。そのツールとして、官民ファンドを使いましょうということで、10年経ったのですが、実は何が起こったかという、この10年間振り返ってきて、143件の投資をやっているのですが、実は、業界再編は3つしかできていないです。

3つのうちの1つは、有名なものはルネサス半導体、もう一つがジャパンディスプレイ、世間を騒がしているものです。

もう一つは、ユニキャリアというフォークリフト、これは、私がCEO時代に、実はカーブアウトして、それで、日立建機さんのフォークリフトと一緒にして、ユニキャリアという会社にして、そこにINCJが成長資金を入れて、最後、三菱重工さんに買っていただくと。

それで、おかげさまで、世界第3位のフォークリフトメーカーが、それまで、日本にフォークリフトメーカー8社あったのが、4社が1つになって、世界第3位になるというビューティフルストーリーですが、実は、私はその当事者として日産側でカーブアウトをやっていたのですが、10兆円の売上げの日産自動車の中で、フォークリフト部門の売上げが400億。この400億の売上げをカーブアウトして、子会社化して、それをINCJに売却するのに使ったエネルギーが異常なのです。400人ぐらいの従業員全員の同意が必要ですから。

したがって、9回ぐらい組合を含めての団交に経営者トップが入って、そして細かく転

籍後の調整手当だ、何だかんだを決めていって、やっと全員の合意が出て、それでカーブアウトをして売却です。

こんな面倒くさい作業を、要するに、景気がいいときにはやらないですね。要は、何が問題かという、景気が悪くなってきてどうしようもなくなったので、事業売却しかないぞとなったときに始まってしまうと。これがジャパンディスプレイですね。それでゾンビ救済といって、INCJは怒られているわけなのですが、私は、今回、すごく大事だし、私の小林さんに頼まれた資本効率最適化委員の提言書も、結果的にはガバナンスを使って、社外取締役の力で、内なる形でカーブアウト、事業売却、業界再編を進める必要があるというのが、提言の中身なのですが、実は、実際問題、非常に難しい。

現実的に例えば、話が長くなって恐縮なのですが、私は自動車業界出身なので、自動車部品メーカーが、今このCASEの時代で、今の系列ごとに分かれている状態では生き残れませんよというのを、100社ぐらいに言って歩いています。

これは、CASEの時代に、もうなくなりますよ。どうするのですか、あるいは、単品では無理ですよ、ソフトウェアをつけてモジュール化、システム化に行かないと無理ですよとか、系列を離れないとだめですよと言うのですが、全く動かない、やっとKKRさんが、カルソニックカンセイを買っていただいて、大きなグローバルプレイヤーに、KKRさんの力でやっていただきました。

正直言って、それぐらいですね。

要は、何を言いたいかという、ものすごく難しい課題をやらなくてはいけないと、よほどの規制か、気合いか、国家として、これをやるのだと、とにかく1つの領域にプレイヤーが多過ぎて、過当競争を繰り返して賃金が上がらないという状態がデフレの原因だと私は思い込んでいますので、そこを脱皮する何かを真剣にやらないと、これは議論だけをしていても前に進まないなというのが、今日の感想です。

○風木次長 志賀議員、どうもありがとうございました。

我々にとっても非常に励ましになるお言葉をいただきました。

このほか特段のコメント等あるでしょうか。もし、よろしければ、小林会長のほうからコメントあるいは取りまとめをお願いいたします。

○小林会長 本日は活発な御議論をいただきまして本当にありがとうございました。

国際的な競争が極めて厳しくなる中で、我が国の企業が企業価値を持続的に向上し続けていくためには、先ほど来議論がありましたように、事業の成長性、収益性や事業間の関係等をできる限り正確に把握して、事業への投資、買収あるいは撤退、事業再編、スピンオフやカーブアウト等、最適な戦略的判断をくだして、スピード感を持って実施していくことが当然重要となります。

こうした戦略的判断の実施を促すべく、取締役会の監督機能の強化等を定める指針の策定を行うことなど、環境を整えていくことが極めて重要でございますが、その際には、実効性を高める上でも、コーポレートガバナンス・コードとの連携が重要だと考えます。

また、スチュワードシップ・コードの改訂につきましては、昨年末にパブリックコメントにかけたということでございますが、先ほどのお話では3月にまとめていただくということでしたので、本年の株主総会時期に何とか間に合うように、ぜひ早期に実施いただくようよろしくお願いいたします。

さらに、東証の市場改革につきましては、企業の持続的成長と企業価値の向上を促し、内外の投資家にとって魅力あふれる市場を構築するために、2022年に東証としてファイナライズできるということですので、具体的な制度設計を進めていってほしいと思います。

先ほどの志賀さんの御指摘にもありましたが、日本の風土そのものにもかなり起因する部分もありますので、そう簡単なことではありませんけれども、本日の議論を踏まえまして、各省庁におかれましては、この夏に予定される新たな成長戦略の策定に向けて、政策の具体的な進捗をぜひお願い申し上げたいと思います。

今日はどうもありがとうございました。

○風木次長 小林会長、どうもありがとうございました。

以上をもちまして、本日の議事を終了させていただきます。