

4/24 第 6 回未来投資会議構造改革徹底推進会合

「企業関連制度改革・産業構造改革—長期投資と大胆な再編の 促進」会合

(開催要領)

1. 開催日時：2017 年 4 月 24 日（月） 13:30～14:20
2. 場 所：合同庁舎第 4 号館 12 階共用 1208 特別会議室
3. 出席者：
越智 隆雄 内閣府副大臣

小林 喜光 公益社団法人経済同友会代表幹事
青 克美 株式会社東京証券取引所執行役員
伊藤 邦雄 一橋大学大学院商学研究科教授
江良 明嗣 ブラックロック・ジャパン株式会社運用部門インベストメント・スチュワードシップ部長

大場 昭義 東京海上アセットマネジメント株式会社取締役会長
佐久間 総一郎 一般社団法人日本経済団体連合会経済法規委員会企画部会長
原 丈人 内閣府参与、アライアンス・フォーラム財団代表
堀江 貞之 株式会社野村総合研究所上席研究員

平野 博文 株式会社 KKR ジャパン代表取締役社長

(議事次第)

- 開 会
1. 株式会社 KKR ジャパン 平野代表取締役社長による説明
 2. 経済産業省による説明
 3. 自由討議
- 閉 会

(配布資料)

- 第 6 回会合の議論参加者
平野代表取締役社長提出資料
経済産業省提出資料
-

(広瀬日本経済再生総合事務局次長)

ただいまから第6回「未来投資会議構造改革徹底推進会合「企業関連制度改革・産業構造改革—長期投資と大胆な再編の促進」会合」を開催いたします。

本日は、越智副大臣に御出席いただいております。

また、事業者として、株式会社KKRジャパン平野代表取締役社長に御参加いただいております。

まず初めに、越智副大臣から御挨拶をいただきます。

(越智副大臣)

本日も御多忙の中、お集まりいただきまして、ありがとうございます。

今日は、事業再編の分野に御知見を有します株式会社KKRジャパンの平野社長からプレゼンをいただく予定です。また、経済産業省から関連の取引についてヒアリングを行った上で、日本企業の事業再編を後押しするための施策について議論を行っていくこととなります。

日本企業が持続的な成長を実現するためには、事業ポートフォリオを不断に検証して事業再編を果敢に断行していくとともに、研究開発投資など、無形資産投資を含め、稼ぐ力の向上に向けた投資を積極的に行っていくことが重要です。これまで皆様方と議論してきたとおりでございます。

今日も、引き続き有識者の皆様にはぜひとも活発な御議論をいただきたいと思います。また、プレゼンの準備をしていただいた平野様には特に心から感謝を申し上げて、冒頭の御挨拶とさせていただきます。

(広瀬日本経済再生総合事務局次長)

それでは、プレスの方はここで御退室をお願いいたします。

(報道関係者退室)

(広瀬日本経済再生総合事務局次長)

時間も限られておりますので、失礼ながら、その他の出席者の御紹介は、お手元にお配りさせていただいております参加者の名簿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までが配付されております。

なお、会議中、御発言をされる場合には、お手元のパネル上でマイクのスイッチをオンにし、また、発言が終わりましたら、マイクのスイッチをお切りいただければと思います。

ここからは、当会合の会長でいらっしゃる小林様に、司会進行をお願いいたします。

(小林会長)

それでは、議事に入ります。

本日は、中長期的な企業価値の向上を実現する観点から、事業再編を中心に議論を行います。

まず、KKRジャパンの平野代表取締役社長より、事業再編につきましてプレゼンテーションいただいた後、経済産業省より関連の取組について御説明いただきます。その後、御出席の皆様で議論を行う予定であります。

最初に、株式会社KKRジャパン平野代表取締役社長より御説明をいただきます。15分程度でお願いいたします。

(平野代表取締役社長)

KKRの平野でございます。今日は、本当に貴重な時間を皆様にあいただきまして、ありがとうございます。

本日は、「プライベートエクイティファンドから見た日本事業再編の課題」というテーマでお話しさせていただければと思います。

大きく分けて、ポイントは4つございます。1つは、事業再編は親会社だけでなく子会社からしても非常に有意義ではないか。それから、私どもは欧州で幾つか事業再編に携わりましたので、いわゆる第4次産業革命が進む中で欧州でどういうことをしてきたのかということ。3点目に、なぜ日本では事業再編が進まないのか。4点目に、御提案という形の4部構成でプレゼンさせていただければと思います。

まず、第5回会合までの共通認識としまして、確認させていただきます。今までの中で、3点御議論がされたかと思えます。

まず、本邦企業は欧米の同業大手に比較して収益性が低いということ。

2点目に、その理由として事業再編が進んでいないということ。

3点目に、積極的に事業再編を推進していかなくてはならないということ。

この3点を今まで確認されてきたかと認識しております。

「1. 事業再編は親会社のみならず当該子会社にとっても有益」という形で御説明させていただきますので、スクリーンをご覧ください。

私どもの1つの事例としまして、今日は、パナソニックヘルスケアという会社のカーブアウトの事例をお持ちさせていただきました。この会社は、2013年に1,650億円でパナソニックからカーブアウトいたしました。その後、同社に私どもが80%、親会社のパナソニックが20%再投資するという形にしまして、右側にある「投資後」にございますように、パナソニックが2割、KKRが8割株式を持たせていただいております。

パナソニックヘルスケアという会社は、売上約1,100億の3つの事業から成り立っております。1つ目に、糖尿病の患者の血糖値を測定する診断薬事業、2つ目に、いわゆるレセコンとか電子カルテを製造販売するメディコム事業、3つ目に、いわゆるライフサイエンス事業におけるCO₂インキュベータ、超低温フリーザーなどを製品販売するバイオメディカ事業から成り立っている会社でございます。

同社の事業再編にはどういう背景があったのかということでございますが、大きく申し上げて3点あります。1点目は、パナソニックヘルスケアは収益をあげていましたが、パナソニックから見ると決してコアではないし、パナソニックには医療の専門性はない。2点目は、今後事業を大きくしていくためにはノウハウと資金のリソースが必要だけれども、パナソニックからすると、必ずしも重点分野ではないので優先的にはそのようなリソースは振り向けられない。3点目として、パナソニックが、一定の出資比率を保つ理由としては、パナソニックブランドを継続して使用させていただくためと、会社の社員も安心させたいという3点がございました。

その結果は、親にとっても子にとってもウイン・ウインだったと認識しております。

パナソニックにとっては、1点目は、コミットしてきた構造改革を実行できた。2点目は、1,500億のキャッシュが入り、特別利益も計上できた。3点目は、20%継続保有することで、将来のアップサイドも享受可能であった。結果として、パナソニックの株価もこの発表後、3割ほど上昇いたしました。

一方、子会社にとっては、外部資本を導入することで、今まで制約のあった意思決定をより迅速に行うことができるようになりました。2つ目は、資金が入ってきたことで、バイエルの子会社を買収することもでき、非連続的な成長も可能になった。3点目は、1年

間でオペレーションの改善等ができて、この右下のグラフにございますように、2013の独立前に比べますと、2015年、その先のバイエルの子会社を統合して以降は、かなり飛躍的に数字を伸ばすことができた。

6ページにございますように、結果として、170億円程度であったEBITDAが、自己の成長によって270億円まで増えた後、バイエルの子会社を買収することで430億円まで増えました。その後、580億円を目指して成長させているという状況でございます。

この結果、人事・報酬制度も刷新したこともあって、業績の向上が個人の収入増にもつながりまして、左側にございますような主な指標を約2倍近く、売上でいうと80%、EBITDAでも73%程度伸ばすことができました。

従業員の方のコメントとしましては、これはパナソニックヘルスケアの労働組合の委員長の大谷さんのコメントでございますけれども、ここにございますように、最初は色々不安があったけれども、結果として人事制度改革などを実現することができて、「自己実現」や「継続的な成長」に向けて実現ができて前進していると実感しているというコメントをいただくことができました。

結局、我々が今回議論している文脈で言えば、「優良なノンコア事業はかなり多くある。スポットライトを当てることで、事業と人は今まで以上に成長していく。」ということではないかと思えます。

大きな会社にある子会社の経営陣と話をするとよく言われることとして、1つ目は、「自分は他の会社を買収したいのだけれども、中々親会社から資源配分がうまく行われぬ。」2つ目には、「自分たちの業績は好調でも、親会社の業績とのバランスをとることを要求されることがある。」3つ目は、「意思決定機関が非常に多重構造になっている。」4つ目には、「親会社との人事連携もあるので、自分のところでの採用や人事計画が立てにくい。」そして、「親会社の経営陣と議論する回数が非常に少ない。業績の評価基準なども親会社主導で統一されるので、中々自分たちの規模に合わせるの難しい。」

そういう中で、ファンドをパートナーとして潜在成長力を顕在化し、加速的な事業成長を実現することができるのではないかと考えております。

もう一つは、親会社からのカーブアウトは人材を育てるチャンスとなるのではないかと考えております。

経営者としてポテンシャルを秘めた人材も、これらのようないくつかの壁を越えて、最終的に経営者としての能力を備えていくわけですがけれども、例えば、子会社ですと、洞察力を持った幹部候補であったとしても、ここに書いてある、戦略立案のフレームワークや知識を実践・練習する場が少ないことに加え、戦略立案への関心、大きな戦略を立案する責任や権限が無かったり、独自の戦略立案を期待され、それを構想できる環境にはなかなか恵まれないので、人材が育ちにくい傾向があるかと思えます。育ちにくいから、また親会社から人が来るという悪循環が起きているということではないかと思えます。

ここで、KKRが欧州で手がけたカーブアウトの事例を若干御報告させていただきます。

KKRは世界でも特に欧州の企業と、40社ほど、こういったカーブアウトの案件を手掛けさせていただいてまして、欧州企業の第4次産業革命の下地を築くということをしていただいたのではないかと僭越ながら自負しております。

左側の表をご覧くださいますと、シーメンスとか、ボッシュとか、ダイムラーとか、そういう名前が出ております。この中でも、例えば、下から3番目のアバゴという会社ですがけれども、この会社はその後買収を繰り返していきまして、ブロードコムという会社を買収しました。最近言われているように、このブロードコムという会社はどんどん大きくなって、今、東芝メモリーの子会社買収に名乗りを上げております。

フィリップスがノンコア事業として切り出しましたNXPという半導体の会社は、その後、リースケールという会社を買収しまして、いわゆる自動車向け半導体企業としてはトップで、日本でいうところのルネサスエレクトロニクスを凌駕する大きさになってきております。子会社はノンコア事業として切り出された後、出世魚ではないですけれども、どんどん大きくなっていくことが可能だという事例であります。

その中でも特筆すべきものは、シーメンスがマンネスマンという会社を買収したときに、不要となった会社が7つございました。それらをディマージという持ち株会社の名前にしまして、KKRがシーメンスより8対2の割合で譲り受けました。シーメンスは、この7つを同時に売却することで思い切った事業転換を図ることができましたし、一方で20%株主として継続保有することで、これらの会社の成長を取り込むことができるようになったということでもあります。

ここにありますように、投資先企業のM&A追加買収は非常に数多くなされるケースがございます。

これは、ファンド、私どもだけでなく、切り出された子会社が徐々に買収をしながら大きくなっていくというケースでございます。

観点を変えまして、3点目でございますが、日本では、事業再編は以前よりも認識され、事例も多く散見されるようになってきましたけれども、まだスローペースなのはなぜだろうかという点であります。

私どもとしては、大きく分けて2つの理由があると思っております。

1つは、文化的な側面であります。親会社がグループ各社の人事・制度・経営方針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、ある意味、言いは悪いですが、既得権というものがあるのではないかと考えております。

2つ目には、事業の買収をするのはいいのだけれども、売却するというのは、何となく経営者として無策だと見られがちであったり、ないしは、そのお金があったら、自社株買いや配当をしろというアクティビストの声もあって、そうすることには躊躇がある。

一方、経営者のエコノミクスの側面から申し上げますと、株式価値の向上を図ることが必ずしも経営者のインセンティブにつながっていない。これは親会社にとっても子会社の経営陣にとってもそういうことが言えるのではないかと考えております。

このスライドをご覧くださいますと、これはアメリカ、イギリス、日本の上位100社のCEOの報酬の分布図でございます。ご覧のように、アメリカのCEOは非常に多額の報酬を得ているのですが、アメリカ等の経営者の報酬の多い部分は、いわゆる中長期インセンティブ、株式報酬やストックオプションなどでございまして、いわゆる固定報酬という部分で見ると、英・米・日の経営者はそれほど大きな差がない。一番差が出てくるのは業績連動報酬、もっと大きいのは中長期インセンティブです。このあたりは、もう少し日本の経営陣も声を大にして主張すべきでないかと考えております。

再編を促進する案として、「選択と集中」のメリットを株主と経営陣の両方が享受できるようにするという事です。

3つほど御提案がございます。

1つは、税制上のメリットをより現実的にすることができないかということです。

事業ポートフォリオ転換に伴う売却益を、例えば、一定期間繰り延べて、その後、一定期間に新たな事業買収あるいは設備投資を行った場合は、何らかの税メリットがあるような制度設計はできないでしょうか。

現在、「スピンオフ税制」のメリットが享受できる事業再編が日本で活発化していくには、日本企業の意識がまだまだ変わっていく必要があります。スピンオフの活用を後押

しするとともに、ノンコア事業の売却を促進できる制度を更に導入できないかということでもあります。

そのためには、「コア」と「ノンコア」の定義は非常に主観的なものでありますし、不動産のような資産も出てきますので、そういったものを判定するという意味では、産活法（産業活力の再生及び産業活動の革新に関する特別措置法）ですとか、生産性向上設備投資促進税制などのように、経済産業省に申請して、そこで判定をしてもらうというやり方もあるのではないかと考えております。

2点目は、報酬開示のあり方です。

先ほど日本のCEOの報酬をご覧いただきましたけれども、現在は全ての形態の報酬を含めて1億円以上の報酬を得ている役員の報酬を個別に開示する制度になっておりますが、例えば、固定報酬と現金報酬のみを合算した金額が1億円以上の役員の報酬を個別開示することとしてはどうか。いわゆるストックオプションはその合算の圏外とすれば、より多くの経営者が長期ストックオプションを持つように促すことができ、株主利益との整合性がとれるし、逆に日本企業の役員報酬を余り開示されたくないというカルチャーにも合うと考えております。

これは平成28年、平成29年の税制改正で損金算入の範囲が拡大したことで、今後、中長期インセンティブの方向に変化するという可能性も大きいと思いますので、それとあわせて御検討いただければいいのではないかと。

3点目でございますが、事業ポートフォリオマネジメントに関する情報開示の充実ということでございます。

投資家や株主にとって経営者の戦略がより可視化され、かつ、それが定量的に見られるような方法はないだろうか。キャピタルアロケーションの適切さや、事業の売却、撤退戦略等についてももう少し踏み込んで情報開示ができる方法はないだろうかということでございます。

これは中長期の企業価値向上に資する統合報告ガイドラインの整備という形になると思うのです。

例えば、左側にあるのは、これはマースクという海運会社のROICを事業部門ごとに定量化したものでございます。この赤い部分に何と書いてあるかというと、今後、どういう事業をダイベストする、要するに売却していこうと思っているということが書かれてございます。

これは、同業の会社で言うと、例えば、日本企業ですと日本郵船等になりますが、日本郵船もこのように、大きな経営方針を示したうえで、その中でどの部門のアセットを削減しようと思っているといった情報を出しております。

これは商船三井さんのケースですけれども、自分たちの事業を強くしていきたい部分を示したうえで、それをこのようにグラフでプロットしてございます。これをより一層数値化して、先ほどのマースクのように、ROICとの比較の中でそういった情報を見せていく。日本の企業の中でも、オムロンとか、かなり積極的にROICを出されているところもありますけれども、より一層こういうことを定量化されてはどうかということでございます。

私どもからしますと、大企業のノンコア事業売却というのは、色々な意味で日本経済を活性化させるのではないかと考えております。

（小林会長）

続きまして、経済産業省より御説明を10分程度でお願いいたします。

(中石経済産業省経済産業政策局審議官(経済社会政策担当))

本日は、まず最初に、事業再編、産業構造の転換についての取組状況と今後の課題について御説明した後に、企業と投資家の対話促進について御説明したいと思います。

2ページをお願いいたします。

企業の積極的な事業再編を促すためには、私どもは、1点目に、迅速・果敢な意思決定とこれを可能にするガバナンス体制の構築が必要と考えております。このため、ガバナンス改革のための具体的な取組を実行するべく、この会合でも何度か御議論いただいた内容を踏まえまして、先月、コーポレート・ガバナンス・システムに関する実務指針を策定・公表しております。また、企業・投資家の長期投資、質の高い対話・エンゲージメントを後押しすることが重要と考えておりまして、このための新ガイドラインを現在策定中でございます。この点につきましては、次のページ以降、改めて御説明いたします。

2点目としましては、迅速かつ柔軟な事業再編を可能とする制度の整備も重要と考えています。ヒト・モノ、技術、カネ、データ、色々な側面があるわけですが、例えば、事業ポートフォリオの迅速な転換や円滑な雇用構造の転換、過剰な供給構造にある事業分野等の事業再編等といった取組を促進するための制度整備の検討も必要と考えておりますし、さらには、データ、人材、技術などの無形資産に対する投資の促進や、これを推進するための官民ファンドのあり方を含めて、多角的に検討を行っているところであります。

次のページをお願いいたします。企業や投資家による長期的な投資を促進するためには、改めてインベストメントチェーンという概念について、関係者で認識を合わせていくことが重要と考えています。すなわち、この図の中央にありますけれども、研究開発などの知的資本や、人材開発への人的資本といったものは、会計上は一括で費用処理されてしましまして、会計上は利益の圧迫要因になってしまします。しかし、御案内のとおり、これら無形資産は企業の中長期的な成長を促すものでありますから、長期を見据えて各資本への投資の最適化を行っていくことが重要であります。そういうことを考えることによって、稼ぐ力が向上し、持続的な企業価値を創造して、中長期的な投資リターンを実現するというのではないかと思います。これらのことを機関投資家、金融市場の方々とも共有していくことが重要と考えています。こういった認識に基づきまして、5ページをご覧ください。

現在、持続的な価値創造に向けた企業と投資の対話・開示に向けて、私どもは2つのアプローチを進めているところであります。1つ目は、図の左下にありますけれども、この会合でも御説明し、色々と御指示をいただいているところでございますが、開示制度の見直しであります。現在、有価証券報告書と事業報告書等の類似の項目を特定、共通化しておりますし、開示項目の廃止・集約・統合を行って、開示の自由度を高め、有価証券報告書と事業報告等を一つの書類でも対応可能にする。これにあわせて、長期投資家が重視する非財務情報の開示充実を図るべく作業を行っているところであります。

この非財務情報について、2つ目のアプローチとして、先ほど御説明しました無形資産の形成、それによる長期的な価値の向上に向けた、対話・エンゲージメントを後押しするガイダンスを策定するべく、まさに金融庁さんを初めとして、色々な方に御協力いただきながら作業を進めているところであります。

このガイダンスについて、どのような使い方を想定しているかといいますと、企業におかれては、こういったガイダンスに基づいて、こういう考えでこういう流れがあるというベストプラクティスを御理解いただきつつ、ESGや非財務情報について、実効的・効率的な開示をしていただきたいと思います。現状は、開示をされている企業は多いのですが、なかなか投資家に理解・評価されなかったり、企業価値の向上につながっていないというケースもございますので、開示の実効性を高めていきたいと思っております。

投資家の方々におかれましては、このガイダンスに基づいて、さらに企業の評価や企業との対話を進めていただきたいと思います。機関投資家のガバナンス体制整備、アセットオーナーによるスチュワードシップ責任を考慮した運用機関評価をお願いしたいと思いますし、さらに持続的な企業価値向上と中長期的な投資リターン向上を両立する投資手法の検討や策定、その普及を切にお願いしております。

今、ガイダンスと申し上げましたけれども、そのガイダンスの具体的なイメージは、次のページになります。

ご覧いただければ、一番左側の上に「価値観」とございますけれども、企業理念と経営のビジョンを踏まえまして、いかに稼ぐかというビジネスモデルをつくっていく。そして、このビジネスモデルをいかに持続していくかを考えていく。この3つを踏まえて、具体的な戦略に落とし込むという流れでございます。これらの4つの段階を踏まえるものとして、右側にありますように、KPIを設定して、進捗を管理していくということと、その積極的な意思決定を行うためのガバナンスの構築を行っていくべきと考えているところであります。

先ほど御説明もありましたように、コアかノンコアかという判断基準も出てまいりますし、ある人にとってはノンコア事業であっても、ほかの人にとってはコアとして非常に大事な事業はどれかということもわかってくるでしょうし、あるいは、無形資産を含めた企業のどこにどのような価値があってどのような状況なのかということが明確になるかと思えます。先ほどKKRさんからお話がありました統合報告ガイドラインも、こういったものに資するかと思えます。

繰り返しになりますが、このガイドラインと、先ほど申し上げました開示制度の見直し、この2つをもって、まさに中長期投資を促して、対話を進めていくことで事業再編や産業構造の転換を促していきたいと思えます。

7ページ以降は、具体的な事例でございますので、お時間のあるときにご覧いただければと思えます。

(小林会長)

それでは、これまでの御説明を踏まえまして、20分程度の意見交換を行いたいと思えます。

まず私から一つ質問をさせていただきます。平野さんの資料の6ページで、「Organic growth」に対立する言葉として「In-organic growth」とありますけれども、これは一般的によく使うのでしょうか。私は化学屋だから、有機化学と無機化学を連想して、面白い使い方だと思ったのですが。

(平野代表取締役社長)

私どもからすると、いわゆる非連続な成長、要するに、買収等はインオーガニックな成長で、オーガニックな成長というのは、いわゆる事業上の売上を伸ばす、コストを下げるといったことで成長していくということです。そういう意味で、確かに化学的な用法ではないのですが、使い分けをさせていただいております。

(原内閣府参与)

平野さんの資料で「中長期インセンティブ」としてストックオプションが出ていますけれども、私も長年にわたって、アメリカ、イギリス、イスラエルの上場会社、非上場会社の経営に社外役員や会長として携わってきたのですが、ストックオプションを交付すると

CEOをはじめとして執行役の経営陣が短期志向になると、経営の立場から実感するのです。開発に10年以上を要するようなテーマのように自分が退任してから成果物が出てくるような事業には興味がなくなってしまう傾向が見られます。ストックオプションはCEOなど役職を退任すると通常は無効となるので、自分が在任中に株価が上がるような分野を重視するようになってしまふと感じます。ストックオプションは、中長期のインセンティブではなくて短期のインセンティブを与え経営を短期志向にさせるように思うのですが、その辺はどのようにお考えですか。

（平野代表取締役社長）

そこは今まで何度も議論がされてきたところだと思います。アメリカでもそうだと思います。一つ、その対応策としまして、権利は、現役の時にもらうわけですが、例えば、株式が売却できるのは退任後であるとか、5年経過した後とか、そのようにして、経営者自身も長期的に会社にコミットする仕組みを作ることで、短期志向を回避できるのではないかと考えております。

（原内閣府参与）

そういう仕組みができたらいいのだけれども、大体4年間で権利が付与されるのが一般的です。10年以上経過した後ですとか、退任してからでないとおプションを行使できないという例はアメリカに限って言えば知りません。

（平野代表取締役社長）

例えば、我々が投資させていただく会社の経営陣の方とは、そのような期間で権利を付与し、退任するとき以降に株式を売却するという契約を組ませていただいているので、色々工夫をしていけば、できなくはないとっております。

（原内閣府参与）

非上場の場合には、そのような契約を結ぶことも可能です。社中全体の利益を良く考える能力と度量があれば可能です。しかし、経験上、アメリカの上場会社はほとんどが短期志向になるような気がいたします。

（平野代表取締役社長）

そこはどのような設計をしていくのか、すなわち、株式売却は将来的に一定の期間経過後にするとか、短期的にはさせないような仕組みをつくれるか。ないしは、そういったことを宣誓してもらうということで対処していくのではないかとと思うのですが、仰せのとおり、そこは今後更に制度設計をしていく必要があると思いますが、決してできなくはないのではないかとはいえます。

（小林会長）

インセンティブの議論に関連して、CGS研究会が3月に発表した報告書と経済産業省の実務指針ではどういうまとめ方になっていたのかを、まず経済産業省から御紹介いただきたいと思います。それから、KKR平野さんの提案2では、報酬個別開示基準を固定と現金の合計で1億円とし、ストックオプションは含めないというやり方が示されましたが、この辺りについて皆様から御意見をお願いいたします。

(中石経済産業省経済産業政策局審議官(経済社会政策担当))

CGS研究会では、先ほど平野さんからお話がありましたように、これまでのCEO、役員の報酬について、固定報酬のウェイトが余りにも大きくて、業績連動報酬のウェイトが少なかつたために、経営陣にインセンティブがなかなか湧かなかつたということを議論しました。そこで、実務指針の中では、業績連動報酬のウェイトをもっと増やしていこうということと、もう一つは、業績連動報酬のインセンティブについて、その設計によっては、原参与からお話がありましたように、短期志向を助長するということもあり得るかもしれません。短期志向は常に良くないかという議論はさておき、少なくとも企業の成長とともに役員にインセンティブを与えるという意味においては、自社株報酬も有用ではないかということで、経営戦略等を踏まえて自社株報酬の導入を検討してはどうかという提言をしております。

また、平野さんのプレゼンの中で、1億円以上の報酬を得ている役員の報酬の個別開示というお話がございましたけれども、この点については色々な御議論がありますし、1億円というのがどうやって決まったかについても、色々な経緯があるのかもしれませんが、固定報酬プラス業績連動報酬で何らかの開示基準を定めることも一つの考え方かもしれませんし、私どもとしても、今後、更に議論が必要と思っています。

産業界からは、役員の給与を引き上げるためには、むしろ役員の報酬の個別開示の基準を1億円よりもう少し上げてほしいという声もあります。日本のメンタリティーからすると、報酬が開示されるとその分だけ働いているのかという外からのプレッシャーを感じるという声もあります。市場原理とは違うかもしれませんが、そういったメンタリティーについての御議論もあり、今後の検討課題だと思えます。

(古澤金融庁総務企画局審議官)

開示のお話ございましたので、ファクトの御紹介だけさせていただきます。1億円以上の役員報酬の個別開示の本来の趣旨ですが、一定の報酬を得ている役員の方について、その業績に見合った報酬をもらっているかということと、インセンティブの構造として適切かといった点を可視化する観点から導入されたもので、今、経済産業省からもお話がありましたけれども、1億円というラインにつきましては、当時、経済界とも色々議論があった上でのことと承知しております。

その上で、網羅的ではないのですが、海外の状況を幾つか見ますと、むしろ役員報酬の個別開示は日本よりも進んでいると申しますか、広範になっております。例えば、米国ですが、レギュレーションS-Kという制度で、CEO及びCFO、並びに、その他エグゼクティブオフィサー、すなわち、CEOとCFO以外の経営幹部のうち上位3名の計5名について、報酬額の個別開示を義務づけている。それから、ディレクター、すなわち取締役については全員の報酬を個別開示するというところでございます。ちなみに、米国では全ての役員が1億円以上の報酬をもらっているのだろうという指摘もあるかと思えますけれども、実際にCEOの報酬だけ見ましても、1億円以下の金額でも個別開示している会社は500社程度ございまして、役員報酬の個別開示が相当に進んでいるというのが米国でございまして、

イギリスでは、会社法で全てのディレクターに報酬の個別開示を義務づけています。ドイツにつきましても、一部免除はございますけれども、基本的にはマネジメントボードメンバーについては報酬の個別開示を義務づけています。フランスにおいても、会社法で役員報酬の個別開示を義務づけているという状況になってございます。

若干悩ましいのは、日本再興戦略の中で、世界銀行のビジネス環境ランキングにおいて、日本が先進国で3位以内に入るというKPIがございますところ、当該ビジネス環境ランキ

ングのクライテリアの中に、役員報酬について「金額基準を設けることなく開示する」という項目がございまして、日本再興戦略との関係での整理が必要かと思っております。

(堀江上席研究員)

事業再編と情報開示について、一言述べさせていただきます。経済産業省の資料で書いてあることは正しいと思いますが、非財務情報に偏った形で、長期投資家がそういった情報を重視しているというトーンで書いてあるように思われます。そういった面もありますが、私は必ずしもそうではないと思います。

例えば、経済産業省の資料の3ページ目で、過去の費用処理がどのようにブランド価値につながっているかを分析しています。有価証券報告書に載っている費用処理を、過去10年にも20年にもわたってつまびらかに分析して、それがどういう形でブランド価値につながったかということ、長期投資家は企業価値を分析する上で重視しています。ですので、非財務情報も重要なのですが、財務情報についても、現状で十分かという、私はそのように思っておりません。費用計上についてもそうですし、販売管理費の明細などももう少し細かくセグメントごとに出てくれば、長期投資家も、今おっしゃったような事業再編についての知見も持て、企業経営者より深い議論ができるのではないかと思います。非財務情報も非常に重要ですが、これまでの財務情報が十分かという、長期投資家からはまだ十分ではないという意見もあります。働き方改革の観点で労務費も含めた財務情報もぜひ充実させていただきたいと思っています。

(佐久間経済法規委員会企画部会長)

KKRのプレゼンテーションと、経済産業省の方のお話、ありがとうございます。

今日の資料に書いてあることは、なるほどと思うようなことも概ね入っている一方で、この場に競争政策を担当している役所の方がおられないので仕方がないとは思いますが、再編の促進、産業構造の改革を進めるために重要なのは競争政策です。今の競争政策では、運用面での課題になるわけですが、事業再編や産業構造改革が中々進みにくい面がありますので、ぜひその点も考えていただきたいと思っています。これはまさに政府の問題だと思います。

(伊藤教授)

平野社長が今日おっしゃったことについては、提言も含めて、私もほとんど同感です。パナソニックヘルスケアの事例について、本会合の第3回目か4回目のときに、あるPEファンドが買って再生させたという、わが国における事業再編の成功事例として私からお話しましたが、その際には、関係者の実名などは紹介できなかったのですが、今日、パナソニックヘルスケアの労働組合の中央執行委員長の所感をご紹介いただきました。今、パナソニックヘルスケアの経営陣にいる方、つまり、パナソニックからパナソニックヘルスケアに移っている方も執行委員長とほとんど同じ趣旨のことを私に語ってくれました。

最初、KKRが大株主になるので、身構えた。ただ、彼らの話だと、半年程度経つと、PEファンド側、つまり、KKRの姿勢がよくわかって、同業他社の買収も含めて非常に事業の活性化、成長を実現できたということをおっしゃっていました。今日平野さんが紹介してくれたのはまさにそのとおりだと思います。

平野さんの提言の中では、コアとノンコアということだったので、私自身は、ノンコアではなくて、つまり、コアと一応位置づけられていても低収益な事業、これについて私は何度か申し上げましたが、赤字か低収益なのは当たり前ですが、資本コス

トを下回る利益しか上げられないにも関わらず、会社側が何となくその事業をノンコアと位置づけられずにコア的な位置づけをして、低収益だけれども、なかなか売却に踏み切れないという例がいっぱいあるのです。

それについては、これも昨年2月に自民党本部で申し上げましたけれども、平野さんが提言してくれた通り、税制面でよりインセンティブをつけると事業再編が促進できるのではないかと。私もそう思っております、低収益事業、不採算事業を売却して、そこで出た売却益については、その売却益を新規事業に投じた場合に、思い切った税制面でのインセンティブを与えることを検討してもいいのだろうと思っております。

日本企業の経営者には、経営能力がないと思われるのが嫌だという中で、何となく売却は恥みたいと思うマインドがあります。税制面でちゃんと事業再編が後押しされているという、理屈というか、大義名分を与えてあげて、事業再編を加速化することも必要ではないかと思えます。

(原内閣府参与)

税制面で事業再編を支援するという案には、私も賛成です。

ただ、事業再編で捻出した資金を新規事業に使うということが重要で、それを株主分配のために使ったら元も子もないわけです。

また、稼ぐ力の向上というテーマについて、今日はこの「政策ロードマップ」を一部使うので配付しておきましたけれども、稼ぐ力とは一体何かということ定義する必要があると思えます。

ページ数は振っていませんけれども、2ページ目、会社は誰のものかというチャートがあって、会社の周りに、社員（従業員）、地域社会、地球、顧客、仕入れ先、株主と書いてありますね。これらを英語ではStakeholderと呼び、その日本語訳は多くの場合「利害関係者」とされているのですが、用語の使い方が間違っています。利害関係というの是对立概念なのです。従業員が経営者と対立しているという概念を持って会社の経営などではできないわけがないのです。アメリカでは、現代の経営学者の中でも、このマルクスの資本論における、労働者と資本家は対立するという概念をそのまま持ち込んで、ステークホルダーという考え方に依拠している人たちが多いのですが、このような考え方では経営陣と社員が協力して物事をやり遂げるといった思想がないのでいつまでたってもぎくしゃくした関係の会社しか語れません。本来はこれらの要素は、会社を支え成功させるための仲間、英語で言うとCompanyと捉えればいいのです。すなわち仲間が複数あると社中と呼びますので、正しい定義はStakeholder「利害関係者」ではなくCompany「社中」とすべきなのです。

稼ぐ力とは何かというと、会社を成功させる仲間である従業員、株主、仕入れ先、地域社会、顧客など社中全体に対していかに多くのリターンを提供できるか、その総和であるのです。したがって会社は思い切り儲けて、社中全体に還元していく使命を持っているといっても過言ではないでしょう。これは「公益資本主義」という未未来志向の資本主義から来る考え方の重要な要素の一つです。今までアメリカで私などもよく経験しているように従前の「株主資本主義」の考え方では、稼いだ分を株主に優先的に配分するのですが、このような思想のもとで会社がいくら利益を出して稼ぐ力を誇示しても稼いだ分はすべて株主に渡すのですから社員の給与が上がることにはなりません。実際に日本で「投資家による企業統治」の考え方が導入されてから、配当金の増額や自社株買いによる株主への利益配分ばかりが増え、給与の上昇率と比較しても社員、非正規社員への還元率は低いということが統計上でも示されていますが、このような考え方は20世紀で終わり、今世紀に

なってもこのような考えをする人たちは最後の悪あがきをしているということは20年後の世界から今を振り返れば明らかになると思います。

ですから、稼ぐ力のあり方を世界に示す上では、株主のみならず、社員、地域社会、仕入れ先などCompany、社中全体に対する利益を追求していく。この総和を稼ぐ力と定義して、それを大きくしていくという考え方のもとに理論構成をしていかないといけません。配布資料の表にあるようにヒューレットパカード社の例は、総利益が100億円であるとした場合に、68億円の資金を借り入れか手持ち現金の取り崩しなどの方法で調達してきて配当金または自社株買いの形で還元します。この還元の受益者は株主だけであって他の社中には一切還元されませんから極端な株主優先の利益配分であるといえます。ヒューレットパカードの場合は168%が株主への総還元率ですが、ファイザー137%、IBM113%、マイクロソフト119%、プロクター・ギャンブル118%です。タイムワナーに至っては280%という異常な数値です。アメリカの上場会社の多くが純利益の100%以上を株主だけに総還元率という形でもって分配して株主にのみ偏重した利益分配をしているのです。にもかかわらずコーポレートガバナンスの番人である社外取締役には異議を唱える人もなくガバナンスは全く機能していないとも言えます。このことが株主とストックオプションをもらった経営陣だけが富を独占する傾向を助長し、富の二極分化が見られる社会を作ってしまった原因の一つにもなっています。現代のように民間セクターが経済社会に占める役割がこれほどまでに大きくグローバル化している中で、株主配分を特に偏重するような考え方はコーポレートガバナンス上もおかしいという考え方が、今世紀には一般的になっていくと考えられます。会社は社会の公器あり、企業活動によって社会全体をよくしていくために存在しているのだということを21世紀の経営者は益々自覚する必要があるのです。

ですから、小林会長にも、稼ぐ力の定義をどうするのかという議論をする場を、作っていただきたい。

同時に、先ほど中石さんがおっしゃった企業価値というのは、株価に基づく時価総額なのか、それともほかのものか。この定義も明確にしておかないと、欧米のファンド大株主のなかには、株価を上げて時価総額を上げろ、配当金を上げろということだけに注力するのが多いのです、企業価値とは一体何なのかということを定義する必要があります。まずは企業価値とは時価総額を指すのではないということをはっきり合意する必要があります。そのうえで、株主にのみ還元する総還元率の高さだけを評価するのではなく、社員、仕入れ先、地域社会など社中全体に対する還元の総和の大きさを評価しこれを株価に反映させるような仕組みを実現することが必要になります。配布資料の1ページ目に書かれているROC（リターン・オン・カンパニー）という考え方が未来の企業価値を測る方法として重要になってきます。ROCこそは、ROEに代わる未来の企業価値を測る評価方法なのです。ROA（リターン・オン・アセット）を基軸にし未来志向の係数をいくつも組み合わせたROCが企業価値を測る将来の物差しとなるでしょうが、完成するまでは少なくともROEではなくROAを基準の物差しにすべきでしょう。それくらいROEは問題がある指標です。

会社は株主のものだという考え方はもう古い考え方で、これから会社は社会の公器であるという考え方でもって、社中に対する還元、利益の在り方、企業価値のあり方、稼ぐ力のあり方を定義するといったことが重要になっていくと私は考えます。

（江良インベストメント・スチュワードシップ部長）

平野さんのプレゼンを非常に関心深く伺っておりまして、御指摘された課題、特に事業ポートフォリオマネジメントが日本企業の課題であるという点は、そのとおりだと思います。

実際にこの点について、企業と対話を通じて議論もしておりまして、どのような考え方でポートフォリオマネジメントを行っているのか、あるいはこういった指標を重視して事業ポートフォリオを管理しているのかということもよく伺います。

このような個別対話の場では、具体的に何パーセントといった話はともかく、重視される指標や考え方については明確に御説明いただけることも多いのですが、非常に悩ましいのが、これを公表することとなると躊躇される経営者がいらっしゃるようです。その理由として、自社の従業員への影響を非常に気にされている印象を受けておりまして、このような躊躇というのでも十分に理解できるところであります。

一方で、経営者の方々が、よりフリーハンドでその事業ポートフォリオマネジメントを立案し、遂行し、それについて情報提供できるような環境づくりを進めていくことが非常に重要であるということ、本日のプレゼンをお伺いして、改めて思ったところがございます。

開示の点について、先ほどの案2というところについて1点だけコメントさせていただきたいのですが、資料の17ページで、各国の報酬水準の比較を見ると、報酬水準を上げるために、開示要件を少し緩めるという趣旨は理解できますが、先ほど金融庁のお話にもあったとおり、海外の状況としては、株式報酬やストックオプションが報酬の大半を占めており、そして報酬について高い透明性が期待される方向にあります。このような状況を念頭に置くと、御提案いただいた内容は理解しにくい制度設計にも見えてしまうリスクもあるのではないかと思いますので、慎重に議論する必要があるように思います。

(小林会長)

それでは、お時間もまいりましたので、本日の議論はこれまでとさせていただきます。

今回、平野社長より、これまでの国内外での御経験を踏まえながら、日本での事業再編はなぜこれほどスローペースなのかというお話をいただきました。わが国企業には優秀なノンコア事業が多数あって、同時に伊藤先生からは、「優秀なノンコア」に必ずしも限定すべきではなく、ノンコアと明確には結論付けられていない低収益事業も含めて、という御指摘もありましたが、子会社事業のカーブアウトは、親会社にとっても構造改革へのコミットメントにつながり得るものであり、他方、子会社にとってもそのポテンシャルティを顕在化して加速的に事業成長を実現する機会になり得るということでありました。特に、中長期的に見て、ノンコア事業に係る従業員のモチベーション向上や雇用確保につながり得るという事例について、非常に有益な御紹介をいただいたと思います。今後は、事業の売却を行う側にとっても、買収する側にとっても、ウイン・ウインの関係を建設的に構築できるような、事業再編を積極的に後押しする制度設計、制度環境を整備すべきと思われます。具体的には、事業転換、ポートフォリオ転換を適切に促進するような、税制などの必要な措置、さらには、積極的な事業ポートフォリオ転換が活性化すればするほど、一つの会社が従業員の雇用を丸抱えするというやり方に無理が出てくるわけですが、会社の枠を超えて人材移動を可能にする労働法制改革、労働市場改革、こういった総合的な取組も喫緊の課題であると考えます。

佐久間さんからは、事業再編、構造改革を阻害しない競争政策を、政府の当然の責任として御提起いただきました。

また、堀江さんからは、非財務情報だけでなく、財務情報についても一層充実させる必要性があることを御指摘いただきましたが、投資家と企業の建設的な対話を促進するためには、売却や撤退を含む事業ポートフォリオマネジメント戦略に関する開示を当然充実させなくてはならないわけで、中長期的な企業価値向上に資する情報開示充実の手だてを、

引き続き具体的に追求していただきたいと思います。

これは本日の総括とは少し離れますが、だいたい企業は社長が改革を始めてから5年、10年経たないと実際の結果が出て来ないものです。そうすると、先代か先々代の社長の功罪が表面化してくるのが今の社長の代でありますので、短期でなく、4、5年程度でストックオプションを使えるようにするというのは、案外真っ当な時間軸ではないかと思いません。ストックオプションを含めた経営者の報酬のあり方、この辺はまだ大いに議論の余地が残っていると思います。また、原さんの問題提起における、稼ぐ力とは株主に対するものなのか、社中に対する公益的なものなのかという点は、いわばイデオロギーの問題なので、きちんとした議論をどういう場ですべきなのかという宿題は残ったような気がします。最後に、事務局より連絡事項をお願いいたします。

(広瀬日本経済再生総合事務局次長)

本日も、活発な議論をいただきまして、ありがとうございました。

特に、平野社長におかれましては、本会合においてプレゼンを頂きましたこと、重ねて感謝申し上げます。

この後、15時半から、本日の会議の中身につきまして、事務局からプレスにブリーフィングをさせていただきます。

後日、発言者の確認を経た上で議事要旨を公開したいと思しますので、皆様の御協力をよろしくお願いいたします。

本日は、どうもありがとうございました。