

第2部

企業変革委員会 講演録 (2023 年度～2024 年度)

第2部 企業変革委員会(2023年度～2024年度)講演録

- 企業変革委員会では、提言作成にあたり、多くのステークホルダーの方々と意見交換などを実施してきた。
- ここでは、過去のご講演の一部をサマリーした形で「講演録」として掲載している。
- なお、役職等は、講演当時のものである。また、一部表現は講演時のものを採用している。

第2部目次

経営者の視点

志賀俊之(INCJ 取締役会長 CEO).....	3
松本大(マネックスグループ 取締役議長兼代表執行役会長).....	7
吉田憲一郎(ソニーグループ 取締役代表執行役会長 CEO).....	10
浅見正男(荏原製作所 取締役 代表執行役社長 CEO&COO).....	14
柴田英利(ルネサスエレクトロニクス 取締役 代表執行役社長兼 CEO).....	18

投資家・その他の視点

菊川人吾(経済産業省 大臣官房審議官 経済産業政策局担当).....	23
神崎清志(クレジットプライシングコーポレーション プリンシパル 経営学博士).....	27
山道裕己(日本取引所グループ 取締役兼代表執行役グループ CEO).....	31
中神康議(みさき投資 代表取締役社長).....	35
柳良平(早稲田大学大学院 会計研究科客員教授).....	38
岩永守幸(東京証券取引所 代表取締役社長).....	42
佃秀昭(ボードアドバイザーズ 代表取締役社長).....	46

特別セミナーなど

シンポジウム(パネルディスカッション).....	51
KKR 特別セミナー.....	59

経営者の視点

志賀俊之(INCJ 取締役会長 CEO).....	3
松本大(マネックスグループ 取締役議長兼代表執行役会長).....	7
吉田憲一郎(ソニーグループ 取締役代表執行役会長 CEO).....	10
浅見正男(荏原製作所 取締役 代表執行役社長 CEO&COO)	14
柴田英利(ルネサスエレクトロニクス 取締役 代表執行役社長兼 CEO)	18

「企業価値を高めるための事業再編とリーダーシップ」

志賀 俊之 氏

(INCJ 取締役会長(CEO))

～ポイント～

- INCJ の取締役会長として、また日産自動車での事業再編経験から、日本企業の競争力低下の実態と業界再編の必要性について提言した。
- 日本の国際競争力は 30 年間で大幅に低下し、同一業界に多数のプレーヤーが存在する過当競争と、自前主義・横並び主義・平均主義という企業文化が主因である。
- 事業再編の最適タイミングは成長期であるが、私の経験上、日本企業の多くは業績悪化後の有事でしか決断できず、競争力強化の機会を逸している。
- グローバル競争で勝ち抜くには、経営者が平時において大胆な事業再編を決断し、取締役会と補完関係を築いて戦略的議論を深めることが不可欠である。
- 武田薬品や三菱ケミカルなどの事例から、外国人経営者の登用や経営者の流動化による多様性確保が、大胆な経営変革には有効である。

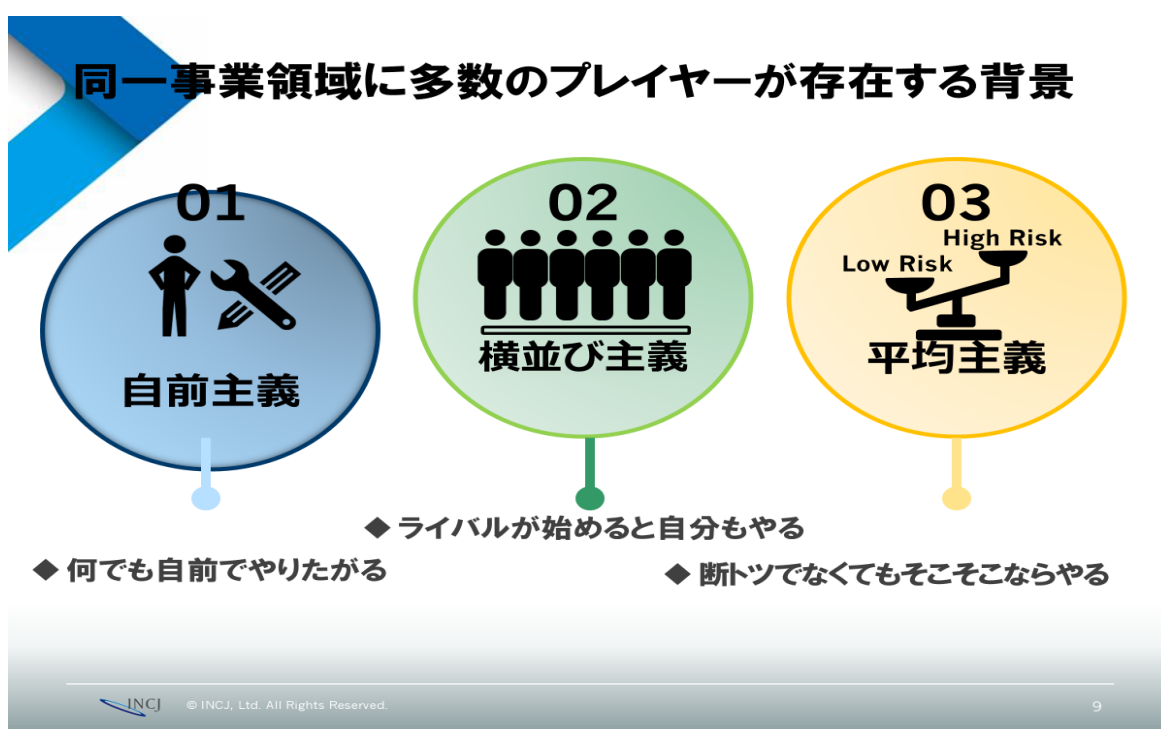
○日本企業の競争力低下の現実と私の問題意識

- 私は経済同友会で 2016 年から約 3 年間資本効率の最適化委員会を立ち上げ、企業価値向上に関する提言を行ってきた。その経験も踏まえ、事業再編とリーダーシップについて述べたい。
- IMD の国際競争力ランキングで日本は平成初期に世界トップであったが、2022 年には 34 位まで低下した。時価総額ランキングでも、平成元年にはトップ 50 に日本企業 32 社が名を連ねていたが、平成 30 年ではトヨタ 1 社のみという衝撃的な状況である。日本はかつて優れた製品を世界中に展開していたが、今や世界が注目するイノベティブな製品・サービスを創出できていない。
- 私が特に問題視しているのは、同一業界に多数のプレーヤーが存在する日本特有の産業構造である。DRAM 業界では三菱電機、NEC、日立など多くの日本企業が競い合い、結果として競争力を失った。液晶パネル業界でもジャパンディスプレイをはじめ多くの日本企業が苦戦している。半導体市場においても、かつて日本企業が 50% のシェアを持っていたが、それは 6 社の合計であり、現在は 6% まで低下している。
- 海外企業が数千億円規模の巨額投資を行う中、同一業界に多くの企業が存在する日本では、各企業ごとに数百億円程度の投資しかできない。さらに、自前主義、横並び主義、平均主義といった日本企業のカルチャーも競争力低下の要因となっている。これらの日本企業特有の考え方では、非常に競争が激しい世界市場における成功は難しい。

○私が推進してきた事業再編の取り組みと実体験

- INCJ では新たなグローバルプレーヤーを創出するという狙いで、さまざまな事業再編の取り組みを行っている。私が関わった事業再編の事例として、ジャパンディスプレイ(東芝、日立、ソニーの液晶部門統合)、JOLED(ソニーとパナソニックの有機 EL 部門統合)、ルネサス(NEC と三菱電機の半導体部門統合)などがある。

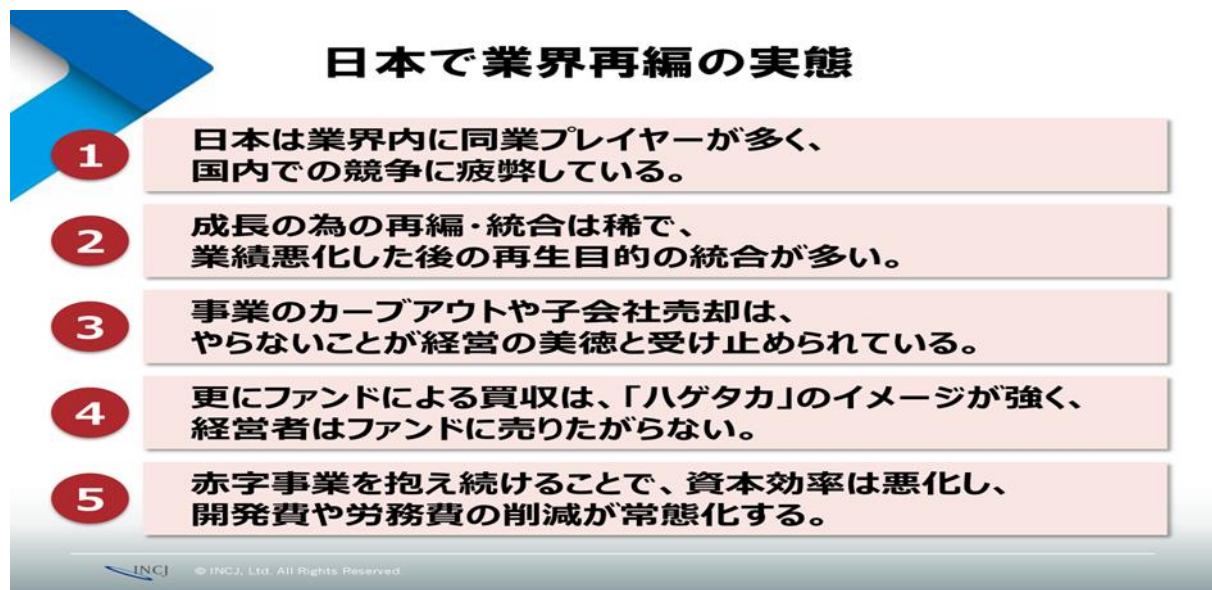
- 特に印象深いのは、ユニキャリア・ホールディングスの事例である。当時日産自動車ではカルロス・ゴーン氏がノンコア事業を売却する方針を決め、私は執行側の責任者としてフォークリフト事業の売却を担当した。フォークリフト業界では、当時国内に8社もの企業が存在し競合していたが、日産フォークリフトと日立建機傘下の TCM が経営統合し、ユニキャリアが誕生した。その後、さらに2社と統合し、三菱ロジネクトが設立された。8社のうちの4社が統合することにより、世界 3 位のフォークリフト企業が誕生したのである。
- しかし、この過程は非常に煩雑なものであった。日産自動車は 10 兆円規模の大企業であったが、売却対象の事業の売上はわずか 400 億円程度、従業員は 400 人だった。事業売却を進めるためには、企業トップとして組合との交渉を行って全員の合意を取得する必要があり、給与保障なども含め長期間の協議を行わなければならなかった。当時の日産自動車の業績は好調で、株主総会では事業売却に反発する意見もあり、投げ出したい気持ちにもなった。これが事業売却の実態であり、経営者の心の内なる岩盤である。



○成長期における事業再編の重要性と日本企業の課題

- 私の経験から言えることは、事業再編のタイミングとしては成長期に再編を行えるかが鍵であり、成熟期での再編ではグローバル競争で打ち勝つことが難しいということである。2007 年頃、ソニーは有機 EL 技術をリードしていたが、その後の競争で優位性を失った。この事例は、技術的優位性がある成長期に事業再編や提携を進めるべきであったことを示している。
- 業績悪化後の売却は、整理解雇などの制度もあり比較的進めやすい。業績悪化後の有事の際には、日本の経営者はリーダーシップを発揮することができる。しかし、業績が好調な状況での事業売却については、欧米の経営者は決断できるが、日本の経営者には難しく、これが根底にある課題である。
- 日本では、業績不振の事業や子会社を売却せずに抱え込んでおくことが経営者の美德であるという考えが根強く、ファンドによる買収は「ハゲタカ」のイメージから敬遠される傾向

がある。事業再編を進めずに低収益事業を抱え続けることは、資本効率の低下につながり、開発費や労務費の削減も常態化してデフレの要因となっている。



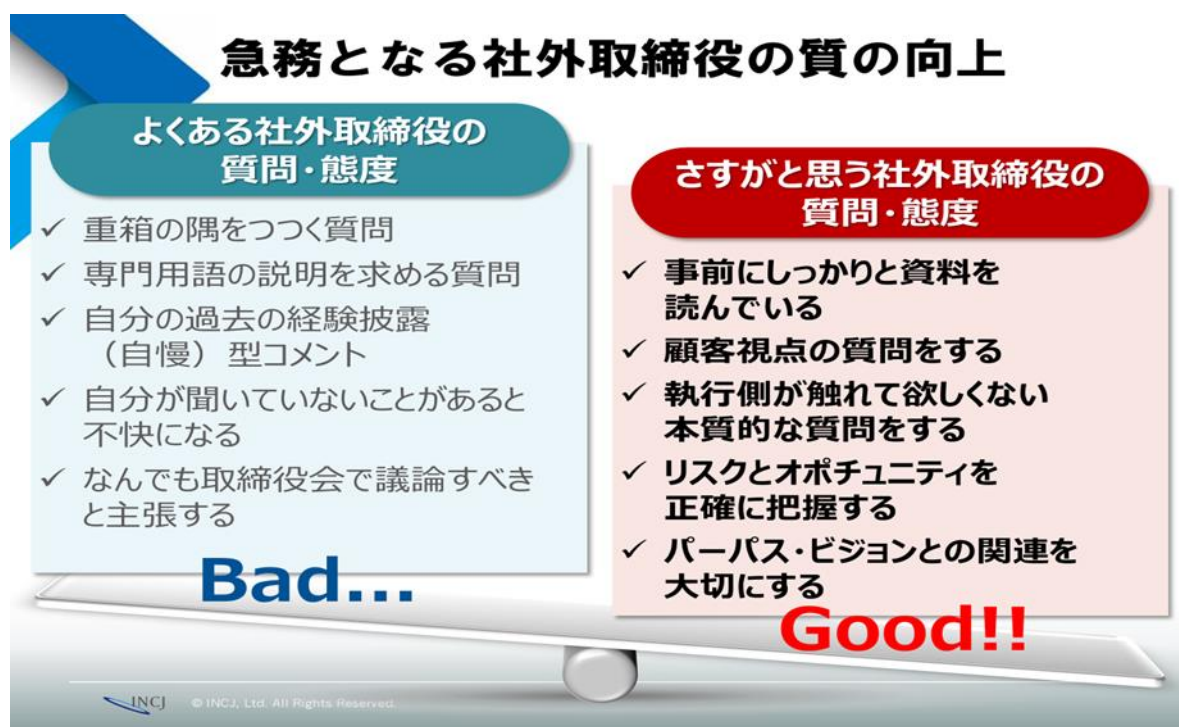
○脱炭素時代の業態転換と外国人経営者の活用

- 脱炭素の取り組みにおいて、企業は業態転換を急がなければならない。日本政府は2035年までにガソリン車の新車販売を禁止することを目指しており、企業は迅速な対応が求められている。しかし、自動車の内燃機関の部品製造事業から業態転換した日本の部品メーカーは、私が知る限りわずか三社のみである。
- INCJも関与した業態転換の例として、英国のSeajacks社は、石炭ばら積み船をコア事業にしていたが、それらの船舶をすべて売却し、洋上風力発電設備を設置する事業を始めた。このようなダイナミックな業態転換が脱炭素時代においては求められるが、日本ではあまり見られない。
- 私が注目しているのは、武田薬品、三菱ケミカル、JSRなどが取り組んでいる大胆な事業再編に外国人経営者が関与しているケースが多いことである。外部から招かれた外国籍の経営者は、企業でのしがらみに囚われずに大胆な改革を行うことができる。武田薬品では外国籍の取締役が過半を超えたが、私は企業が成し遂げたい目的に対して、国籍ではなく必要なスキルによって最適な人選を行うべきだと考えている。

○ガバナンスとリーダーシップの補完関係による企業価値向上

- 私は取締役を長く務めた経験から、リーダーシップの強さとガバナンスの強さが相互に補完し合うことが重要であり、そのバランスを維持することで企業の成功に寄与できると考えている。
- 事業再編に関しては、経営者による判断だけでなく取締役会でのガバナンスが重要となる。社外取締役は戦略の策定に積極的に関与すべきであり、資本効率性や事業の新陳代謝、M&Aなどについて取締役会で徹底的に議論すべきである。
- 経済同友会は2018年に「社外取締役の3つの心構え・5つの行動」という提言を公表した。経営者が全てを自分で行うのではなく、取締役会にて戦略に関する議論を交わし、執行側と取締役会とで協力して企業価値を高める変革を推進することが重要である。

- 日本の経営者任期は短すぎると私は考えている。社外取締役は、企業が持つ中長期のビジョンを理解し、実現するために共に進む伴走者であるべきである。執行側と取締役側とで補完関係を築き、共通のビジョンに向かって議論を行うことが肝要である。



○日本企業の変革に向けた私の提言

- 企業は株主から預かった資金をもとに、資本効率性を高め企業価値を向上するだけでなく、非財務資本である従業員、顧客、技術などに投資を行い、最終的に社会価値を高めることが重要である。人生も同様であり、経済的成功だけでなく、無形資産である家族や友人との時間、趣味など、心の豊かさを追求することも大切である。
- 日本にも多くの素晴らしい経営者は存在するが、過去のしがらみでその能力を十分に発揮できないことが多い。日本の経営者の流動化による経営者の多様性の確保が非常に重要であり、これにより企業の変革が加速される可能性がある。
- 日本企業も、具体的な目標や強い願望を持つことが必要である。資源や人材が豊富であるにもかかわらず、日本企業は積極的にアクションを起こす姿勢が不足している。どのような企業になりたいのか、どのようなビジョンやパーパスを持つのか、それをどのような従業員構成で実現するのかということが重要である。
- 最終的に私が伝えたいのは、経営者が意識を変えることが最も重要だということである。企業を成長させるために、自社の事業を他社に売却するという難しい意思決定が必要な場合もある。執行側だけで意識を変えることは容易ではないため、取締役会が企業の戦略策定に関与し、その役割を果たすべきである。投資家、政府、社外取締役、経営者が一体となって、日本経済の活性化のために行動することが求められている。

以上

「マネックスグループにおける変革」

松本 大 氏

(マネックスグループ株式会社 取締役会議長 兼 代表執行役会長)

～ポイント～

- マネックスグループ取締役会議長兼代表執行役会長として、創業から25年間で大胆な事業変革を実行し、米国事業や暗号資産事業への展開を実現した。
- 東日本大震災直後に米国証券会社を買収、仮想通貨盗難事件直後にコインチェックを買収するなど、リスクテイクを恐れない変革を推進してきた。
- 祖業であるマネックス証券の49%をNTTドコモに売却し、ドコモの9,000万人の顧客基盤を活用した新たな成長戦略を展開している。
- 「過去に引きずられない」という特性と、社内外の「うるさい人」の存在が変革を可能にし、CEOサクセッションも15歳若い清明祐子氏に成功裏に実行した。
- マネックス・アクティビスト・ファンドを設立し、日本企業の変革を促進する「うるさい人」として資本市場の役割を自ら実践している。

○マネックスグループの創業と事業展開

- マネックスは、25年前に3名で創業した会社で、現在ではマネックスグループ全体で1,500名ほどの社員がおり、米国の社員の方が多い。私は、米国マスターカード社の社外取締役を務め、東京証券取引所の社外取締役を5年間務めたこともある。
- マネックスグループは1999年4月5日に創業し、2000年8月4日に東証マザーズに上場した。16カ月で上場というのは、オペレーティングカンパニーとしては、今でもその記録は破られていないと思う。
- 日本で個人向けのオンライン証券として事業を開始し、その後香港の企業を買収して、2011年には米国の上場企業の証券会社であるトレードステーションをテンダーオファーで100%の株式を取得して買収した。日本の金融機関が、米国のリテール向け金融機関を買収したのは初めてだったと思う。

○リスクテイクによる大胆な事業変革

- 2011年当時、トレードステーション社買収の最終デューデリジェンスを終えて日本に帰国し、成田空港を出ようとした際に東日本大震災が発生した。その後、2週間ほどで、それまで14年かけて蓄積した内部留保のほぼ全てを使い切り、米国の証券会社を買収したのである。震災が発生すると、金融業界ではリパトリエーションといって、資金を自国内に戻す力学が働くのであるが、逆に海外企業を買収に費やし、結果として1ドル80円の水準で買収することができた。
- 2018年には、仮想通貨や暗号資産を扱う取引所のコインチェックを買収した。2018年1月にハッキング攻撃を受け580億円相当の仮想通貨が盗難されたが、事件発生から2カ月半後に買収した。通常では考えられない行動であり、他の複数のポテンシャルバイヤーはリスクテイクできなかった。
- 買収までの2カ月間で、臨時の取締役会を8回ほど開催した。指名委員会設置会社であり社外取締役も7名ほどいるが、取締役会にて何度も議論を重ね、最終的な買収の判断

を行った。暗号資産のトレーディングというよりは、ブロックチェーンや NFT に価値を感じており、マネックスグループ全体の事業価値において、米国での事業と暗号資産の事業が、3 分の 1 ずつ程度の価値を持っている。

○CEO サクセションと祖業の戦略的売却

- 2023 年には、CEO のサクセションを行った。清明祐子氏は、15 年前にマネックスグループの子会社に入社したのだが、入社 1 年後から注目しており、継続的に引っ張り上げて 2 年ほど前に co-CEO にアサインし昨年マネックスグループの CEO にした。私は、創業者であり大株主でもあり、長らく CEO を担ってきたが、その CEO 職を 15 歳若い清明氏に移した。
- 2023 年 10 月 4 日に発表したのは、祖業であるマネックス証券の 49%の株式を NTT ドコモへ売却することである。マネックスグループの配下に中間持株会社を設置し、ここがマネックス証券の株式を 100%保持している。この中間持株会社の株式を、マネックスグループが 51%持ち NTT ドコモが 49%持つが、取締役の指名権を NTT ドコモが 60%持つ形にしている。結果として、マネックス証券は NTT ドコモの連結子会社となった。
- 日本最大のプラットフォームの一つである NTT ドコモから見て、マネックス証券は連結子会社となる。「d 払い」アプリでは、トップ画面の「資産運用 NISA」をクリックすると、マネックス証券にアクセスできるようになっている。将来を考慮し、マネックス証券単体ではなく、「d 払い」アプリの 9,000 万人の顧客を持つ NTT ドコモと共に大規模なマーケットを目指すという構想である。

○変革を可能にした「うるさい人」の存在

- 私は、ほとんど過去のことは考えていない。前ばかり見ているという特性があり変革を起こしやすいのだと思っている。創業時のメンターの一人であるソロス・ファンドのシニアな方から、「君の会社の最大の問題は何だか分かるか。君を首にできる人がいないことだ」と言われた。
- アドバイザリーボードメンバーから始められ、いずれ社外取締役になった出井伸之氏から「CEO の仕事とはとにかく将来の事業ポートフォリオを考えることだ」とかなりプレッシャーをかけられた。色々な方に話を聞いた上で未来を描き、その中にブロックチェーン等があり、コインチェック買収につながっていったのである。
- 資本市場の役割は非常に重要である。日本企業には経営に対して「うるさい人」がいたと思う。大正時代では個人投資家、次は財閥、その次は通産省、その後は銀行が「うるさい人」役を担ってきた。しかし、それぞれの時代背景により弱体化していった。最近では、コーポレート・ガバナンスやスチュワードシップ等が議論されるようになり、アクティビストの活動も活発になってきている。

○マネックス・アクティビスト・ファンドの設立と日本企業変革への取り組み

- 4 年ほど前に、エンゲージメント運用である「マネックス・アクティビスト・ファンド」を開始した。日本企業に投資し、その企業をエンゲージメントし変革に取り組み、運用するファンドである。私は、資本市場で 37 年間に渡り実績を積み上げてきたが、私自身で直接エンゲージメントに取り組んだ方が良いと判断し、表に立って運用している。
- 日本には過去に縛られている経営者がまだ多いと思う。経営者本人は変革に取り組みた

いと思っけていても、先代や先先代の社長の影響や昔から続いている祖業など、過去の歴史的な文脈に縛られていることがある。変革する意思があっても、過去に縛られて実行に移せていない経営者や企業と共に、変革を進めていきたいと考えている。

- 国内外からエンゲージメントファンドの方々を集め、2000 名ほどのセミナーを開催したところ、会場の熱気が凄かった。そこで、これは人に任せるのではなく、自分自身で取組むべきだと思ひ、ボードを説得し会社を設立した。アクティビストの活動は本来適切な行動だと思う。
- 日本の今のこの変化は、スーパースターによって起きているのではないと思う。経営者の世代交代が進み、普通に変えるべき事を変えていき、日本は本当に変わっていくであろう。別に、経営者に覚悟は必要なく、ピアプレッシャーが最も効果的で、周囲が変われば変わるはずである。今の株価の動きは良い兆候であり、このまま株価が上昇していくと、日本企業の買収力も向上し、かなり風景が変わってくると思う。

以上

「経営戦略の基礎としての Purpose」

吉田 憲一郎 氏

(ソニーグループ 取締役代表執行役会長 CEO)

～ポイント～

- ソニーグループは、6 つの主要事業セグメントを「感動」を軸に再編し、多様な事業間のシナジー創出による変革を推進している。
- 2019 年に新たなパーパスを策定し、「テクノロジーに裏打ちされたクリエイティブエンタテインメントカンパニー」としてのアイデンティティを確立、経営の方向性を「人に近づく」と定め事業戦略を刷新した。
- ガバナンス改革として、早期から社外取締役の導入や指名委員会等設置会社への移行を実施し、透明性の高い経営体制を構築している。
- 市場環境の変化に対応するため、金融事業のパーシャルスピンオフやモビリティなどの新規領域への進出を決断し、事業ポートフォリオの最適化を進めている。
- 従業員エンゲージメントの向上や投資家との積極的な対話を通じて、組織文化の変革と持続的な企業価値向上を目指している。

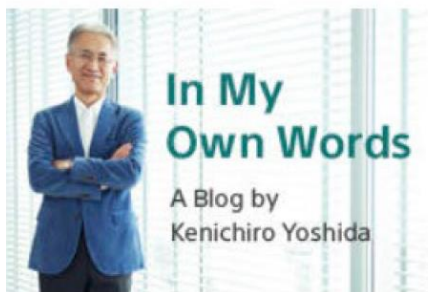
○ソニーの事業戦略:6 セグメントで描く未来像

- ソニーグループの事業セグメントは、G&NS(ゲーム&ネットワークサービス)、音楽、映画、ET&S(エンタテインメント・テクノロジー&サービス)、I&SS(イメージング&センシングソリューション)、金融の 6 つである。ゲーム事業の主体は、プレイステーションでありグループ最大の 4 兆円の売上有る。
- 音楽事業では、宇多田ヒカルやハリー・スタイルズ、ビヨンセなど、さまざまなアーティストがソニーミュージックに所属している。鬼滅の刃など、アニメのクリエイションも音楽セグメントに属している。
- 映画事業は、1989 年にコロンビア・ピクチャーズを買収してできたセグメントである。海外に向けた日本のアニメのディストリビューション(配信)も行っている。
- エレクトロニクス事業は祖業でもあり、大きく分けてクリエイションとディストリビューションの二つの領域がある。
- 半導体事業では、クリエイションとしては、イメージのキャプチャーに使われる CMOS イメージセンサーを提供しており、3 兆円弱の市場でトップシェアを握っている。
- 金融事業では、生命保険、損害保険、銀行を展開しており、お金の安心と便利さを提供する事業である。他の事業とは異なり、ほぼ全てが B to C 向けビジネスである。
- 売上の構成では G&NS 事業が最大だが、利益水準が最も高いのは音楽事業であり、企業価値のドライバーとも言える。地域別の売上は、米国が最も多いが為替の影響もある。社員数は約 11 万人で、金融事業と多くの半導体工場が日本にあり、日本在住の社員が半数を占める。

○ソニーからソネット、そして再びソニーへ：私のキャリアの軌跡

- 私は1983年にソニーに入社し、1998年に社長室長となった。2000年にソネットに出向して、2005年に同社の社長に就任し、東証マザーズに上場した。ソネットの社長就任時にソニーを退社し、その直後に、ソネットエンタテインメントに社名変更することを決めた。21世紀はエンタテインメントの時代であり、それを担うのはネットワークだという想いや、ソニーから独立したいという想いもあった。
- 本業であるインターネット接続以外に、韓国ドラマや任天堂向けゲーム、音楽配信、チケット販売、オンラインゲームなど、多くのエンタテインメント事業に挑戦した。しかし、これらの事業には失敗したものも多い。また、株価のピークはマザーズ上場時であり、その後のネットバブル崩壊もあり、株価が低迷したことは反省材料の一つである。そして、ソネットエンタテインメントは、上場から7年後の2012年にソニーに買収され、完全子会社となった。平井一夫氏(当時・ソニー代表執行役社長)から約7割のプレミアムでTOBをかけられ、私は第三者委員会を設置した上でステークホルダーにとって最善の道を模索したが、提示された条件等も考慮し最終的に賛同した。
- その後、2013年にソニーに復帰し、CSO 兼 Deputy CFO を4カ月務めた後、2014年にCFOに、2018年にCEOに就任した。平井氏がソニーの社長兼CEOに就任したのが2012年であり、「感動」というキーワードを打ち出してから約三年ごとに中期経営計画を策定している。次期中期経営計画は第5次となる。

○感動を軸に：ソニーグループのパーパス策定と経営戦略



ソニーのMission, Vision, Valuesを見つめ直す

July 3, 2018

さて、6月19日の株主総会を経て、いよいよ新しい経営チームがスタートしました。エレクトロニクス、エンタテインメント、金融のソニーの三つの事業ポートフォリオには、「人」とのつながりという一貫性、あるいは共通のDNAがあります。…

- ソニーグループのパーパスは、「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」である。これは私がCEOに就任した翌年の2019年1月に策定した。当時のMission / Vision / Values がやや覚えにくかったため、全社員に対して意見を求めたところ、国内外から約100件もの意見が寄せられた。
- 内容の策定過程で、ある女性スタッフから「Why から始めた方がいいのでは」という提案を受けた。これを契機に、我々は何のために存在するのかという根本的な問いについて何度も議論を重ねた。最終的には、トップダウンの決定により現在のパーパスに行き着いた。
- パーパスを軸に方向性や戦略を組み立てる中で、まず「感動」という概念を因数分解する作業を行った。感動には、感動をつくる人であるクリエイターと感動する主体であるユーザーがいて、どちらも人であることから、経営の方向性を「人に近づく」と定めた。
- また、ソニーグループのアイデンティティを「テクノロジーに裏打ちされたクリエイティブエンタテインメントカンパニー」と決定した。この定義は、我々の技術力とクリエイティブな側面を融合させたものである。



Purpose

存在意義

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。

○株主価値と企業価値の両立：ソニーの経営哲学とガバナンス改革

- ソニーは、1970 年に ADR をニューヨーク証券取引所に上場した。このときから社外取締役を導入し四半期決算も開始した。指名委員会等設置会社は、2003 年から採用している。
- 取締役会は、私と十時だけが社内取締役で、畑中好彦氏が取締役会議長である。指名委員会、報酬委員会、監査委員会は、社外取締役のみで構成し、社外取締役 8 名のうち、4 名が女性で 4 名が外国籍の方である。社外取締役の 8 名は、株主利益の代弁者として発言されていると考えている。

取締役会構成（2024年3月時点）



吉田 憲一郎



十時 裕樹



畑中 好彦



岡 俊子



秋山 咲恵



ウェンディ・ベッカー



岸上 恵子



ジョセフ・クラフト



ニール・ハント



ウィリアム・モロウ

- 取締役会は年に 10 回ほど実施しており、毎回冒頭 20 分ほどの時間を使い CEO コメン

トとしてその時々で大事だと思うポイントを共有している。また、年に1度、取締役宛てのレターを送付している。昨年のは80ページ程度のボリュームになった。私自身が捉えている課題を取締役に共有し、議論に資することが主な目的である。一方でもう1つの目的は将来のソニーグループの経営者のために自分の考えたことを残しておくことである。

- レターの中では、以下の文章を毎回記載するようにしている。「このレターの位置付けについて再度述べたいと思います。社外取締役の皆さまの問いは、突き詰めると、ソニーの経営が常に価値を創造しているかどうか確認したいということだと思います。経営に絶対解はありません。また、経営の打ち手は執行が決定し、責任を取るべきだと思います。同時に執行は、それが最善であることを取締役の皆さまに説明する義務があると認識しています。そうした対話に資するものとするのがこのレターの目的です。」
- 2019年4月に、米国のアクティビストファンドであるサード・ポイントが、ソニーに対して改革を要求しているという報道がされた。2019年3月にGoogleがクラウドゲームサービス「Stadia」を発表しソニーの株価が大きく下がり、その時期に株を大量に取得したのだと想像している。その後、半導体事業のスピンオフと、上場株式(特に金融子会社とエムスリー)の売却という二つの提案を受けた。
- 提案に対して、取締役会で4回にわたり相当な時間を使って議論した上で、いずれの提案も最終的には受け入れなかった。金融子会社については、むしろTOBを通じて100%子会社にした。
- 投資家は時間軸も提案内容もダイナミックレンジが広いと思っている。サード・ポイントから、2013年にエンタテインメント事業のカーブアウトの提案を受け、2019年には半導体事業のスピンオフの提案を受けたことがその一例。ただ、内容自体が合理性を欠くということはありません。そのため向き合うことが重要である。
- 金融事業については、2025年10月を目標にパーシャルスピンオフを実施する方向で準備を進めている。金融事業は、非常に重要な事業ではあるが、感動バリューチェーンとはやや距離があり、また、自ら資金を集め優秀な人材を確保するためのインセンティブもあった方がよいという観点から、パーシャルスピンオフを決めた。

以上

「荏原製作所における企業価値向上に向けての歩み」

浅見 正男 氏

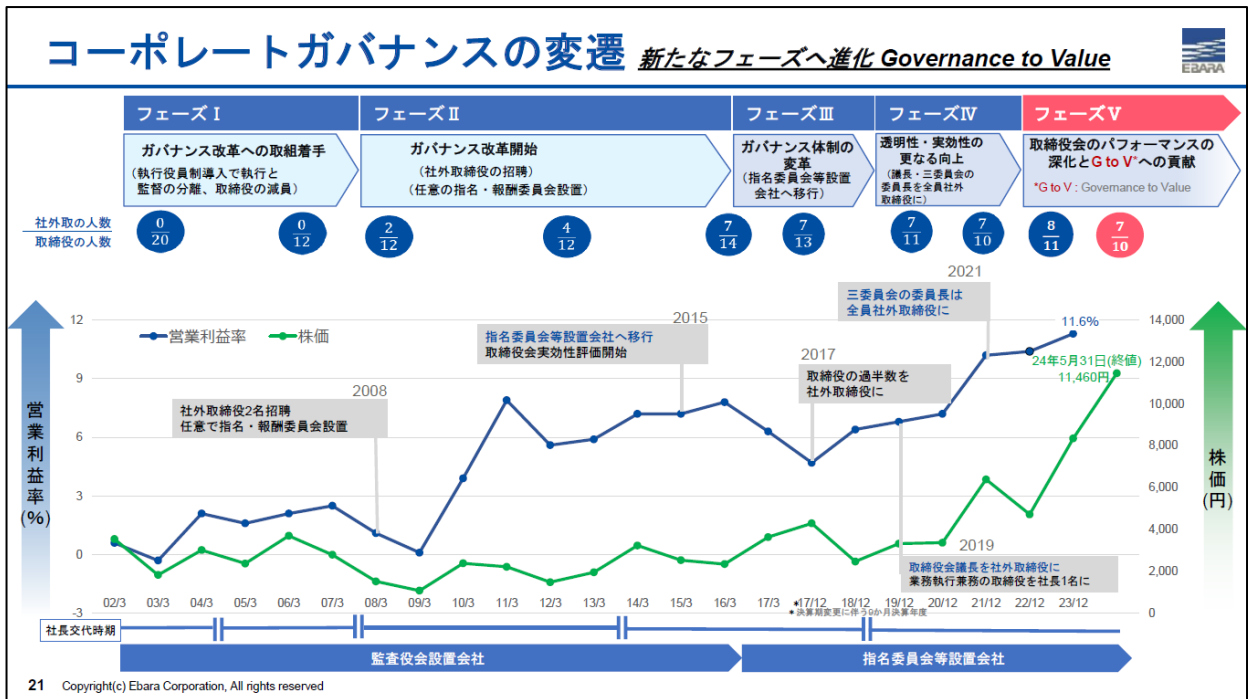
(荏原製作所 取締役 代表執行役社長 CEO & COO)

～ポイント～

- ・ 荏原製作所は、2008 年以降営業利益率の目標を達成できない状況が続いていたが、長期ビジョン「E-Vision2030」の策定と実行により、2021 年から目標を達成し続けている。
- ・ ガバナンス強化により社外取締役が過半数を占め、執行を兼務する取締役は社長 1 名のみとし、責任の明確化と執行のワンチーム化を実現した。
- ・ 指名委員会主導による計画的な社長承継プランを 6 年サイクルで実施し、社長の任期を原則 6 年とすることで健全な経営の世代交代を図っている。
- ・ 人材の活躍促進に向けてダイバーシティ・エクイティ&インクルージョン(DE&I)を推進し、グローバルな人材交流プログラムや技術・人材の可視化を進めている。
- ・ 2100 年を見据えた超長期視点から 2030 年の目標として「CO2 約 1 億トン削減」「世界 6 億人への水供給」「14Å への挑戦」を掲げ、事業を通してこれらの課題に取り組むことで、社会・環境価値と経済価値、両方の向上を目指している。
- ・ 2024 年にコーポレートガバナンス・オブ・ザ・イヤー大賞を受賞した。

○荏原製作所の歴史と経営危機からの再生

- ・ 私が小学校高学年だった 1970 年頃、公害問題が連日報道されていた。子供心に何とかしなければと思ったことが、環境に関わる仕事をしようと思決意するきっかけとなった。大学では横浜国立大学の安全工学科に進学し、卒業後、荏原製作所に入社、2019 年 3 月末に代表執行役社長に就任した。
- ・ 荏原製作所の歴史は、1912 年に創業した大学発のベンチャー企業に遡る。創業者の畠山一清は、恩師の井口先生の理論を実践し、日本で初めて国産ポンプを製造販売することを目指した。創業の精神は「熱と誠」であり、自ら創意工夫する熱意で取り組み、誠心誠意これをやり遂げる心をもって仕事をすれば、必ず良いものが実現できるという信念である。
- ・ 2000 年代初頭、ガバナンス不全による様々な問題が発生した。事業で大きな損失を出し、そこにコンプライアンスに関わる問題も重なり、経営的に困難な時期があった。再発防止を検討する中で外部有識者より「取締役会に社外の目をいれないと変わりませんよ」と強い示唆を受けた。それをきっかけに 2008 年に初めて社外取締役 2 名を迎え入れ、2015 年には指名委員会等設置会社に移行し、取締役 14 名の半数が社外となった。その後、段階的に業務執行を兼ねる取締役を減らしていき、私が社長に就任した 2019 年には 2 名減員して私だけとなり、社外取締役が取締役会議長を務める体制となった。2021 年には社外取締役が三委員会全ての委員長を務める体制となり、現在は、取締役 10 名中 7 名が社外で、業務執行を兼ねる取締役は社長だけという構成になっている。
- ・ こうしたガバナンス改革の結果、業績(営業利益率)は大きく改善し、市場からの評価である株価も上昇してきた。ガバナンス to バリュウ(G to V)を実践できている状態だと考えている。今後も引き続き、ガバナンスの強化を進めていく方針である。



○長期ビジョン「E-Vision2030」の策定と価値創造

- 中期経営計画を初めて策定した2008年以降、約12年間にわたり営業利益率が目標を達成できない状況が続いていた。2019年3月に社長就任後、2020年から始まる次の中期経営計画の策定方法と長期ビジョンの再検討を行い、2020年2月に発表した。その甲斐もあり、2021年からようやく目標を達成できるようになった。再検討にあたっては、これまでのように3年ごとに中期経営計画を考えるのではなく、より長期的な視点で物事を考えてみることにした。
- 当社は創業以来、事業を通じて、特に高度経済成長期に貢献してきたことを踏まえ、人口増加の中で発展してきている国々に対して荏原の技術を活用して社会に貢献しようと考えた。このように将来のありたい姿から考えて作成したのが、長期ビジョン「E-Vision2030」である。SDGsを始めとする社会課題の解決に事業を通じて貢献し、社会・環境価値を高める。そのためには経済価値も高め企業として持続可能でなければならない。スローガンとして、創業の精神「熱と誠」を原点に、技術を重視していこうという、「技術で、熱く、世界を支える」を社員に発信した。
- そのために大切にしたいことを5つのマテリアリティ(重要課題)としてまとめた。1)「持続可能な社会づくりへの貢献」として、安心・安全に過ごせる社会インフラを支える。2)「進化する豊かな生活づくりへの貢献」として、半導体の進化を支える製造装置の技術開発を通して貢献していくとした。3)「環境マネジメントの徹底」として、1)と2)の事業活動を行うために必要な取り組みとして2050年のカーボンニュートラルの達成を掲げた。4)「人材の活躍推進」として、1)～3)までを実行するのは人材であるため、社員が活躍できる会社を目指すとした。5)「ガバナンスの更なる革新」として、1)～4)を支えるのは取締役会主導の全社的な視点でのガバナンス体制のさらなる革新だと設定した。
- 2030年のありたい姿として具体的に考えたことは、「CO₂約1億トン相当の温室効果ガス」を削減するという目標である。売上は5,000億円から1兆円へ2倍になると想定し、その想定売上に対応する当社グループが出荷する全製品が寿命まで運転された際に発生するCO₂を約1億トン削減するとした。

- また、世界で 6 億人に水を届けるという目標も設定した。当社の日本での標準ポンプシェアは 30%前後なので、当社グループのポンプによって水を届けられる人数を「人口×シェア」と捉えると約 4,000 万人に水を届けている。一方、世界シェアを 5%上げれば 2030 年には 6 億人へ水を届けることに貢献できる。
- 最後が、14Å(オングストローム、100 億分の 1m)への挑戦である。現在、半導体の最先端の微細化が約 3 ナノメートルや 2 ナノメートル(20 オングストローム)であるのに対し、2030 年頃にはさらに小さい 14Å に挑戦し、半導体の進化を支えることとした。

○社長承継プランと人材育成システム

- 当社では社長の任期に関しては原則 6 年を上限としている。指名委員会主導で後継者の育成を計画的に行っている。将来の経営人材を発掘し、6 年かけて育成するプログラムを実施している。当社の特徴的な点は、現役の社長を指名委員会のメンバーに含めないことである。
- 新社長が就任した年を 1 年目として次世代経営者育成プログラムを開始する。その次世代経営者育成プログラムに参加するための原石探しとして、リーダー「創出」研修や部長候補を育成するための「A」研修、それから統括部長等の経営者層候補を育成する「B」研修を実施する。そこから参加者を選び、1 年目の次世代経営者育成プログラムを行う。そこから選別した人材を対象に 2 年目の経営課題解決プログラムを行う。
- 3 年目には異なるグループから次世代経営者育成プログラムへの参加者を選抜し、第 2 グループの次世代経営者育成プログラムを実施する。第 1 グループと第 2 グループから再度人材を選定し、4 年目に経営課題解決プログラム等を実施する。指名委員会は進捗の確認や発表を聞いた上で候補者を絞り込んでコーチングを行い、5 年目から 6 年目にかけてその結果等をもって社長を決定する。
- 海外売上収益比率が 6 割を超える現状を踏まえ、海外人材の登用も必要だという認識から、同様なビジネス研修を外国籍の社員に対しても行うことを昨年から開始した。それが E-LEAD である。

○人材活躍促進とイノベーション創出の取り組み

- ダイバーシティを社長直轄のプロジェクトとして立ち上げ、継続的に推進してきた。ダイバーシティに加えて、エクイティとインクルージョンを取り入れ、しっかりと人材の活躍促進を図っていきこうと取り組んでいる。2023 年 9 月からは専門部署として、ダイバーシティ・エクイティ&インクルージョン推進部を立ち上げた。
- 2030 年のありたい姿に向けて当社の持っている技術、それを担っている人材を可視化することを考え、「技術元素表」と「人材マップ」を 2022 年に打ち出した。「技術元素表」に紐づけた「人材マップ」を社内外に公表したことで、開発部門などがカンパニー内だけではなく、荏原グループの中で知見のある人を見つけることが容易となり、開発のスピードアップを図れるようになったり、社外からの問い合わせが増えたり、活性化した。
- 新しい事業への取り組みも推進している。具体的には、陸上養殖の分野や、構造タンパク質の分野ではスパイバー社とも協力している。また、水素関連に関しては、「つくる」、「はこぶ」、「つかう」それぞれの段階で当社の強みを活かそうと取り組んでいる。「つかう」の部分の事例として、ロケットエンジン用ターボポンプの開発がある。インターステラテクノロジズ社と室蘭工業大学が共同で研究開発している ZERO という超小型人工衛星打上げロケットのエンジン用ターボポンプを共同で開発している。

The diagram illustrates the corporate governance structure, divided into two main sections: **株主総会** (Shareholders' Meeting) and **業務執行** (Business Execution).

株主総会 (Shareholders' Meeting):

- 株主総会 (Shareholders' Meeting) leads to the **取締役会** (Board of Directors) via **選任** (Appointment).
- The **取締役会** consists of **議長** (Chairman), **社外** (Outside) directors, **社内(非業務執行)** (Internal/Non-executive), and **社内(執行役兼務)** (Internal/Executive Officer duties).
- The **取締役会** oversees the **経営会議** (Management Meeting) via **選任** (Appointment) and **取締役会 支援組織** (Board Support Organization).
- The **取締役会** also oversees the **執行役** (Executive Officers) via **監督** (Supervision).
- The **取締役会** reports to the **株主総会** via **報告** (Reporting).
- The **取締役会** oversees the **指名委員会** (Nomination Committee), **報酬委員会** (Remuneration Committee), and **監査委員会** (Audit Committee).
- The **監査委員会** oversees the **監査部** (Audit Department).
- The **監査部** oversees the **経営監査部** (Management Audit Department).

業務執行 (Business Execution):

- The **経営会議** (Management Meeting) leads to the **代表執行役社長** (Representative Executive Officer) via **選任** (Appointment).
- The **代表執行役社長** oversees the **執行役** (Executive Officers).
- The **執行役** oversees the **サステナビリティ委員会** (Sustainability Committee) and **リスクマネジメントパネル** (Risk Management Panel).
- The **サステナビリティ委員会** and **リスクマネジメントパネル** oversee the **ディスクロージャー委員会** (Disclosure Committee) and **経営計画委員会** (Business Plan Committee).
- The **経営計画委員会** oversees the **経営監査部** (Management Audit Department).
- The **経営監査部** oversees the **内部監査** (Internal Audit).

Annotations and Roles:

- 社外取締役が議長** (Outside Director as Chairman): Indicated by a red dot on the Chairman of the Board of Directors.
- 過半数が社外取締役** (Over半数 as Outside Directors): Indicated by a red dot on the Board of Directors.
- 執行は代表執行役社長1名** (Execution by Representative Executive Officer 1 person): Indicated by a red dot on the Representative Executive Officer.
- 社外取締役としての「課題認識」** (Issue Recognition as Outside Director): Indicated by a red dot on the Board of Directors.
- 社外取締役が委員長 過半数が社外取締役** (Outside Director as Committee Chairman, Over半数 as Outside Directors): Indicated by a red dot on the Nomination Committee.
- 社長・取締役のサクセッションプランの策定・実行** (Formulation and Implementation of CEO and Board Succession Plan): Indicated by a red dot on the Board of Directors.
- 取締役は陪席(実効性向上)** (Director as Observer (Improving Effectiveness)): Indicated by a red dot on the Sustainability Committee and Risk Management Panel.
- 内部監査に対する指導・要請** (Guidance and Request to Internal Audit): Indicated by a red dot on the Management Audit Department.

Legend:

- 独立社外取締役 (Independent Outside Director)
- 社内取締役(非業務執行) (Internal Director (Non-executive))
- 社内取締役(執行役兼務) (Internal Director (Executive Officer duties))
- 執行役 (Executive Officer)

17

「ルネサスエレクトロニクスでの実践」

柴田 英利 氏

(取締役 代表執行役社長兼 CEO)

○ルネサスの位置づけと事業変革の始まり

- 私は 2013 年にルネサスに CFO として来て、2019 年から CEO をやっているが、やってみて強く感じるのは、物事はやはり時間がかかるということだ。最近よくユニクロや NVIDIA を思い浮かべたりする。ユニクロで言うとざっくり 40 年、NVIDIA で言うと 35 年かけて、いろんなことをトライして失敗をして乗り越えて、そして強いチームを作ったということをやって初めて彼らの今がある。私はまだ 5 年であり、まだまだよちよち歩きの学んでいる最中というのが実感である。
- 半導体業界において、ルネサスは NVIDIA やキオクシア、サムスンと正面から競合する領域ではなく、マイコン、アナログ・パワー半導体といった、人間の感覚や反射、筋肉に相当する半導体分野を主力としている。

WHO DOES WHAT?		
Function	Semiconductor	Key players
 Memorize	Memory	 
 Think	MPU & GPU	 
 Sense / Transmit / Connect	Analog	 
 Reflex	MCU	 
 Actuate	Power	 
		

© 2024 Renesas Electronics Corporation. All rights reserved. Page 2 

- 現在、30 カ国以上でオペレーションを展開し、2023 年の売上は 1 兆 5000 億円強※、時価総額は約 3 兆 5000 億円に達している。製品の売り先としては、自動車産業が約半分を占め、産業用、インフラ、IoT と続く。 ※2024 年 11 月末時点。
- 過去の M&A の一つのテーマは、マイコン依存からの脱却である。パワーやアナログ分野の比率を増やすことで、製品ポートフォリオを拡充してきた。2017 年のインターシル買収を皮切りにグローバル化を進め、2019 年の CEO 就任以降、売上と営業利益率は着実に伸びてきた。売上は年率 20% 弱の成長を続け、営業利益率もおよそ 20 ポイント拡大した。時価総額は就任時から約 5.6 倍に成長した。 ※2023 年 12 月末時点。

○グローバル M&A とハードウェアから「Software Defined」企業への変革

- 2017 年の米インターシル社の買収が、ルネサスのグローバル化の始まりだった。当時、ルネサスはクロスボーダーで規模のある M&A に慣れていなかった。アナログとパワー半導体を充実化させるため、10 社ほどの候補リストを作成し、CEO や取締役会議長に直接話を持ちかけた。
- インターシルは、パワーマネジメント製品に強く、技術的な親和性だけでなく、企業カルチャーの親和性が高かった。最初の提案は断られたが、その後も対話と調査を続け、数カ月後に再提案した。インターシルの経営陣に提案内容を説明し、議論を重ねた結果、具体的な話へと進んだ。
- インターシル買収以降、M & A のプロセスを確立し、PMI (Post-merger integration)を含め一定の型を作り上げることができたが、今年 8 月に完了した Altium の買収では、その型を大きく逸脱する挑戦を行った。クラウドベースのソフトウェア企業を買収したものであり、これを契機にルネサスをハードウェア中心の会社から「Software Defined」の会社へ変えたいと考えている。
- これは、従来のハードウェア企業のビジネスモデルを、クラウドソフトウェアのモデルに置き換えることであり、例えば、投資銀行からアセットマネージャーへの転換に似たものと捉えている。つまり、日本の多くのメーカーは投資銀行モデルであり、投資銀行もハードウェアの会社もプロジェクトベースである。投資銀行では、ディールの契約締結、ハードウェアの会社では製品リリースでもってプロジェクトがほぼ完結する。一方で、アセットマネージャーは株購入後、プロジェクトという発想がなく、継続的にモニターする。クラウドソフトウェアも、製品リリース後、その先どんどん進化が行われ、製品を出した段階がスタート地点であり、アップデートや改善を繰り返していくプロセスが続く。両社はパラダイムが大きく異なり、人のマインド・動き方、社内の規定も、組織の在り方まで全然違う。よって、ソフトウェアファーストと言っても全部変えなければ、ハードウェアのやり方でソフトウェアを作っても意味がない。しかし、これを成し遂げなければ、多くの業界が中国に攻められて終わってしまう。よって、Cloud enablement すなわち、Digitalization を本当にできるかどうか、多くの製造業の生きるか死ぬかを左右する課題だろうと考えている。ルネサスの今回の Altium 社買収も一つのきっかけでしかないが、ここから相当な生みの苦しみを伴いながら、ハードウェアの会社からクラウドソフトウェアの会社へ変えていく。したがって、これまでの変革は Chapter One でもなく、Chapter0.1 くらい。

○企業文化変革と人材戦略

- ルネサスはパーパスとして「To Make Our Lives Easier」を掲げ、Cloud Enablement を通じて、あらゆるものをラクにすることを目指している。Mobility や、ヘルスケアの診断・治療の機械や、ロボット掃除機など、私たちの日常をラクにすることにフォーカスした事業展開を行っている。
- 会社のパーパスやカルチャーについては様々な議論があるが、現在の方針は基本的に私が 1 人で決めた。過去には「ビジョン・ミッション・バリュー」として、グローバルに参加者を募り、30~40 人が 1~2 年かけて策定したが、多数決に基づいた結果、当たり障りがなく複雑な内容のものとなった。誰もその内容を覚えておらず、魂が込められていなかったため、実践されなかった。これでは意味がないと考え、私自身の信念を基に魂の入ったパーパスを作ることを決断した。

- 現在、ルネサスが掲げるカルチャーは「TAGIE」というものである。これは五つの項目から構成されており、社員の多くがこれを認識・実践している。
- 事業経営では「人・物・金」が重要とよく言われるが、私の見方では「金」は何とかなる。「物」も同様に、お金があれば何とかなると思っている。最も難しいのは「人」である。特にヘッドカウントではなくタレントの確保が課題である。ルネサスのリーダーシップチームは現在、国籍も地域も多様化している。インドや米国、イラン、フランスなどさまざまな国籍のメンバーが意思決定に参加している。また、リーダーシップチームのみならず、全社において以前の日本主導の運営を一変し、グローバルな一体運営を行っている。

PURPOSE

To Make Our Lives Easier

by complementing human capabilities



© 2024 Renesas Electronics Corporation. All rights reserved.

Page 5

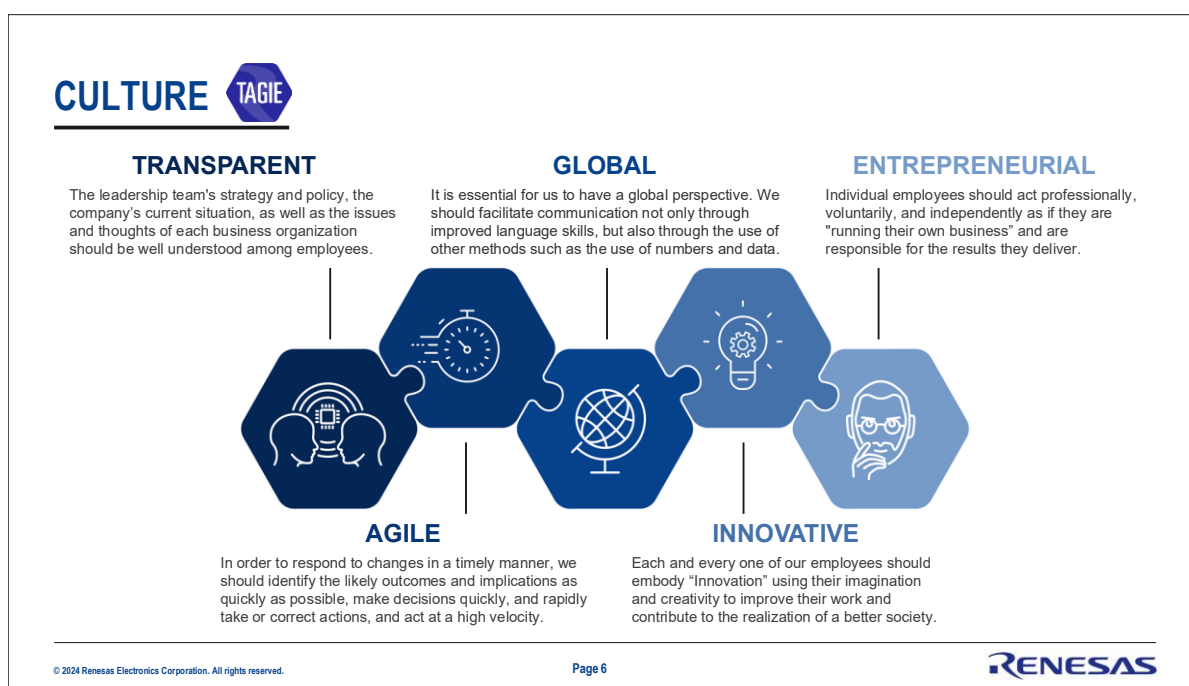
RENESAS

○グローバル人材獲得への転換点

- 4～5 年前までは、良い人材を採用するのが非常に難しかった。簡単に言えば、会社の本質を見抜いてもらえず、「日本の会社でしょ」と敬遠されることが多かった。採用が難しかったからこそ、買収という手段を取った。買収を通じて優秀な人材を獲得し、その人たちが活躍する姿を見せることで、ようやく興味を持ってもらえるようになったのが、2018 年から 2020 年ごろの話だ。
- 2022 年ごろから業績が良くなり始め、会社への注目が高まった。グローバルの競合やサプライヤーの CEO から「ルネサス、ついに戻ってきた」と言われるようになり、興味を持つ人が増えた。それ以降、インテルやクアルコム、TI といった競合他社からもレジュメが届くようになった。
- 現在のリクルートの売り文句はシンプルで、「すでに整った会社で働きたいならルネサスには来ないでほしい。ただ、混沌とした状況を変革したい、あなた自身が大きなインパクトを与えたいなら、ぜひ来てほしい」としている。

○取締役会改革とガバナンスの強化

- 取締役会については、相当に人選および構成に気を配っている。現在 6 人で構成している。内訳は、US ベースの取締役が 2 人、日本が 4 人、社内からは私 1 人である。四半期に一度、2～3 日間かけて集まり、主にディスカッションを行っている。定例の決算承認などはエレクトロニックで済ませ、集まった際には高いレベルの議論に集中している。
- 取締役会を中身のあるものにするには、チェアの役割が非常に重要である。重要なのは重箱の隅をつつくような議論ではなく、本当に方向性が正しいのか、業界で競争力を持つのか、執行側に確固たる意思があるのかといったストレステストを行うことである。議論の焦点を上流に絞り、下流は執行に責任を委ねる形にしている。



○本質的な課題への挑戦と今後の展望

- 今日の時点で言えることは、「できること」や「知っていること」ではなく、「本当にやらなければならないこと」に取り組む必要があるという点だ。最も難しいことから手を付ける。本質的な課題に向き合うということだと思う。
- 現在、ルネサスの社員数は約 2 万 4000 人であり、そのうち半数弱が私がルネサスに来た時点で在籍していた従業員である。残りの半数以上は、買収や新卒・中途採用を通じて新たに加わった人材である。このようなタレントミックスは非常に重要であり、人を入れ替えるだけでは解決しないと考えている。会社の強みや大切な文化は維持しつつ、変革を進めるためには新しい人材が影響力を持つ環境を作る必要がある。
- 目標として非常にアグレッシブなアスピレーションを掲げているが、その達成は未知数である。やってみなければわからないというのが正直なところである。

以上

投資家・その他の視点

菊川人吾(経済産業省 大臣官房審議官 経済産業政策局担当).....	23
神崎清志(クレジットプライシングコーポレーション プリンシパル 経営学博士).....	27
山道裕己(日本取引所グループ 取締役兼代表執行役グループ CEO)	31
中神康議(みさき投資 代表取締役社長)	35
柳良平(早稲田大学大学院 会計研究科客員教授)	38
岩永守幸(東京証券取引所 代表取締役社長)	42
佃秀昭(ボードアドバイザーズ 代表取締役社長)	46

「経済産業政策の新機軸と企業変革について」

菊川 人吾 氏

(経済産業省 大臣官房審議官 経済産業政策局担当)

～ポイント～

- 日本経済は大きな潮目の変化を迎えており、政府が市場創造に積極的に関わることで予見可能性を高め、企業からの投資を引き出す新たな産業政策「新機軸」を推進している。
- PBR1 倍割れ問題の解決には、事業ポートフォリオの見直しと将来ビジョンの明確化が重要であり、日本企業の 4 割が PBR1 倍割れという現状を改善する必要がある。
- 価値創造経営の推進において、企業価値は将来キャッシュフローの割引現在価値として定義され、株主価値のみならず多様なステークホルダーへの持続的価値提供が求められる。
- 2023 年度の民間投資は過去最高の 103 兆 5000 億円に達する見込みだが、実質賃金の向上が重要課題であり、国内投資拡大、賃金上昇、マインドセット変革の三要素が鍵となる。
- 将来の予見可能性を高めるため、GX 経済移行債 20 兆円やスタートアップ育成 5 か年計画 10 兆円など、大規模・長期・計画的な予算措置を実施している。

○新たな産業政策「新機軸」の背景と理念

- 私は今日、経済産業政策の新機軸について説明したい。最近のスポーツ界の日本代表選手の活躍を見ると、世界を舞台に活動することが当たり前の感覚となっており、企業経営においても同様の視点が重要である。
- 新しい産業政策の重要性について、アカデミアでは 2010 年後半から議論が活発化した。経済産業省としても世界的な潮流を踏まえた産業政策の転換を行い、それを新機軸と位置づけている。これまでの特定産業を保護育成するアプローチではなく、ミッション志向により政府も市場創造に取り組んでいく方針を 2021 年より打ち出している。
- 予算に関しても予見可能性が高まるよう大規模かつ計画的に予算措置を行っている。例えば、地政学リスクの観点から半導体の重要性が更に高まると早くから認識し、TSMC の誘致を成功させ大きく流れを変えてきた。
-

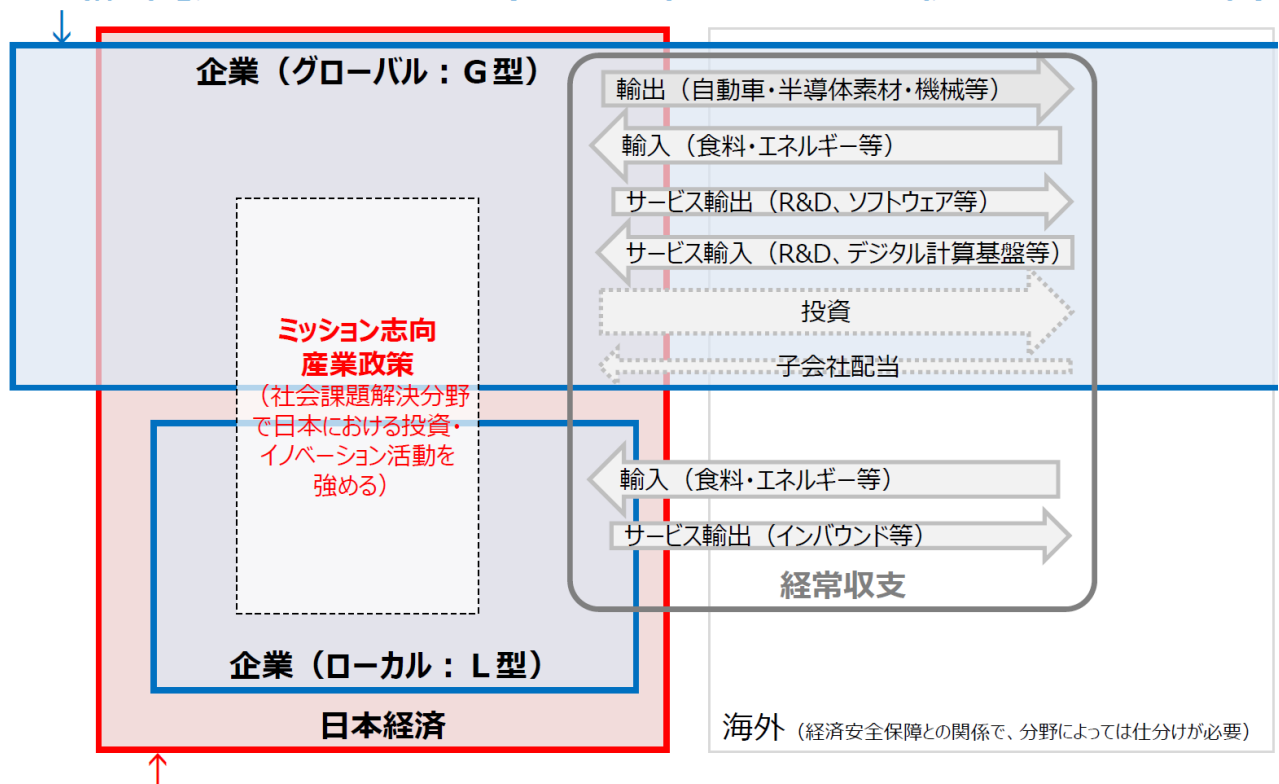
○日本経済の潮目変化と投資環境

- 今、地政学リスクの増大、世界的インフレ、日本国内の物価低迷と労働力不足などの要因が複雑に絡み合う中で、新たな戦略が求められている。経済安全保障の観点から 5000 億円規模の基金を設立し、10 年間で 20 兆円に相当する GX 経済移行債の発行計画を進行中である。

- 大きな潮目の変化として、国内への投資拡大、賃金上昇、マインドセットの変革の三つの重要な要素がある。2023年度の民間投資が過去最高の103兆5000億円に達する見込みである一方、実質賃金は低水準が続いている。インフレだけが進むと深刻な状況に陥る可能性があり、実質賃金を上げていくことが非常に重要である。
- 政府関係者は実現可能な目標しか立てない傾向があるが、GXやカーボンニュートラルに関する政策のように、失敗を恐れず挑戦しようというマインドにシフトしつつある。農産物輸出の例では、2013年頃に年間約5000億円から倍増するという計画を立案し、当初は実現不可能と考えられていたが、現在は1兆円を超え、2025年には2兆円という新たな目標を掲げている。

将来見通しのイメージ（企業・政府の目線）

「資本（株主）」が最大化したいもの（＝世界全体での企業収益（からの投資家へのリターン））



「政府」が最大化したいもの（＝日本国民の生活の豊かさ）

○価値創造経営と企業価値の定義

- 最近、企業価値に関する議論が増えており、「価値創造経営」は重要なテーマとなっている。企業買収における行動指針をガイドラインとして公表し、その中で「企業価値とは、概念的には企業が将来にわたって生み出すキャッシュフローの割引現在価値の総和である」と定義している。
- また、「企業価値を資本の調達源泉の側面から見れば、企業価値は株主価値（時価総額）と負債価値の合計として表される」と整理している。企業価値の捉え方は企業によって異なり、業界や業態によっても異なるため、最適な方法で企業価値を向上させる必要がある。

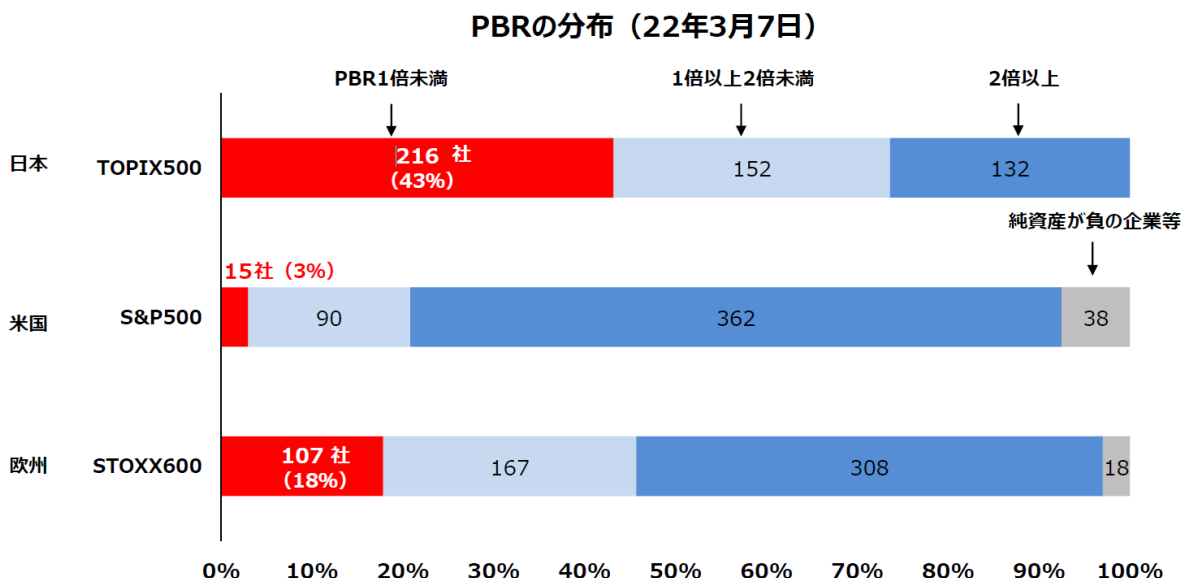
- グローバルな日本企業が最大化したい価値は世界全体での収益であり、政府が最大化したい価値は日本国民全体の生活の豊かさであり、両者で認識の違いがある。経済安全保障の観点を考慮すると、海外展開する日本企業も日本市場に再び投資する必要があるかもしれない。

○PBR1 倍割れ問題と事業ポートフォリオ戦略

- PBR1 倍割れ問題は、東証からの改善要請が出されて以来、非常に注目されている。日本企業の PBR が欧米企業と比べて低く、PBR1 倍割れの日本企業は 4 割にも達する。インド企業の平均 PBR は 3.3(日本の平均 PBR は 1.4)、インドの ROE は 13.8%(日本の ROE は 9.5%)と、成長期待のみならず収益率も高い。
- PBR が低い問題は事業セグメントの多様性にも関連しており、セグメント数が多いと PBR が低くなる傾向がある。事業セグメントの多さを解消し、将来のビジョンと全社戦略を明確にして将来の期待を高めることが、PBR の向上につながる。
- ROE に関しては、自社株買いや一時的な要因に頼るのではなく、事業ポートフォリオの見直しによる成長への取り組みが改善に繋がる。具体的な企業例では、2014 年に不採算事業の売却を発表し段階的に実行した企業は、まず市場からの期待が高まり PER が上昇し、その後 ROE も徐々に向上した。

日米欧の主要企業におけるPBRの比較

- **PBR 1 倍割れ企業の割合が、欧米に比べて非常に高い水準。**
- 足下、日本株の株価の大幅な上昇に伴い、**低PBR企業は**若干減少しているが、**依然として高い水準。**



(注) 日本：TOPIX500、米国：S&P500、欧州：STOXX600
PBR = 株価 / 1株当たり純資産 (図は2022年3月7日時点の情報)
(出所) Bloombergのデータを基に作成。

○持続的競争優位性と事業再編の必要性

- 持続的な競争優位性について、S&P500 の企業の平均寿命はかつて 90 年と言われていたが、2005 年時点で余命 15 年に短縮されていた。2022 年においてはこの数字はさらに短縮されている可能性が高く、企業は事業再編をせざるを得ない状況に置かれている。
- 企業は事業ポートフォリオを常に再編して変化し、持続的な成長を実現するために努力し続ける必要がある。この観点から、SX(サステナビリティ・トランスフォーメーション)は持続的な価値向上に向けたアプローチであると捉えている。持続的な企業価値向上に取り組む企業を SX 銘柄として選定し、発信していく予定である。

○投資環境整備と将来の予見可能性向上

- 日本国内での投資促進のため、グローバルな視点で環境を整備することが重要である。アメリカの IRA(Inflation Reduction Act)は非常に魅力的な投資減税制度であり、例えば蓄電池などで試算すると中国のコストに競り勝つための税制設計となっている。このようなインパクトのある税制を日本でも検討していきたい。
- 新陳代謝については、M&A 促進を支援する指針に加えて、パーシャルスピンオフ税制の恒久化など事業ポートフォリオの再編成を促進する取り組みを進めている。また、売上規模が数百億円程度で従業員数が数百名から千名程度の中堅企業への政策を強化し、地域経済の発展に貢献したいと考えている。
- 将来の予見可能性を高めるため、新機軸では大規模・長期・計画的という観点で策定している。現在の予算制度は年単位のプロセスであるが、基金であれば 5 年間等の期間で運用できる。米国インフレ抑制法は 20 年間にわたって税額控除繰越が可能な制度であり、同様の制度を日本でも検討したい。
- 潮目が変化している今が非常に重要なタイミングであると認識しており、危機感を持ち積極的に取り組んでいる。

以上

「PBR 向上への取組と事業ポートフォリオマネジメントの実践
～事業ポートフォリオマネジメントが株価に与える影響～」

神崎 清志 氏

(クレジット・プライシング・コーポレーション プリンシパル / 経営学博士)

～ポイント～

- クレジット・プライシング・コーポレーションのプリンシパル／経営学博士として、日本企業の PBR 向上と事業ポートフォリオマネジメントの重要性について言及。
- 日本は過去 30 年間で唯一の GDP マイナス成長国となり、上場企業の 47%が PBR1 倍未満という深刻な状況にある中で、多角化経営による「コングロマリット・ディスカウント」が原因と分析している。
- 部門別バランスシートの作成により部門毎の各事業の収益性を可視化し、低収益事業の見直しを通じて企業価値を向上させることが重要である。
- 東京証券取引所のコーポレートガバナンス・コード改訂で資本コストの重要性が追加されたが、多くの日本企業は依然として部門別の資本コストを把握しておらず、事業ポートフォリオ管理が不十分である。
- 経営者が構造的に自社を分析し、継続的にポートフォリオの見直しを行わなければ、善管注意義務違反とも言える状況にあり、実行しない理由は何もない。

○日本経済と企業の危機的状況

- 世界 235 カ国の 2000～2021 年の GDP 成長率を分析したところ、G7 は 20 年間で 50%以上成長しているが、日本は 235 位と最下位で唯一のマイナス成長である。また、米国 S&P500 は 30 年間で 10 倍以上成長しているが、日本は 1998 年の最高値を超えられていない。さらに、日銀が 50 兆円以上の上場投資信託(ETF)を保有しているという事実もある。
- IMD の「World Competitiveness Rank of Japan」では、日本は 1990 年には 64 カ国中 1 位だったが、2023 年では 35 位となった。要因の一つとして、IT スキルの低さが挙げられている。人材の観点では、IMD の「World Talent Ranking 2023」において、日本は G7 の中で最下位であり、ドイツや米国と大きな差がある。労働時間については、1988 年では日本は世界で 2 番目に労働時間が長かったが、この 30 年間で労働時間が大幅に縮小した。
- 一方で、日本が世界 1 位を維持している指標がある。それは、国家の多様度と輸出品目の偏在性を測る「Economic Complexity Index」であり、創意工夫により多品目の製品やサービスを器用に生み出すことが、日本は得意であることを示している。しかし、企業は制約条件の中でいかに稼ぐかが重要であり、器用さを競っているわけではない。

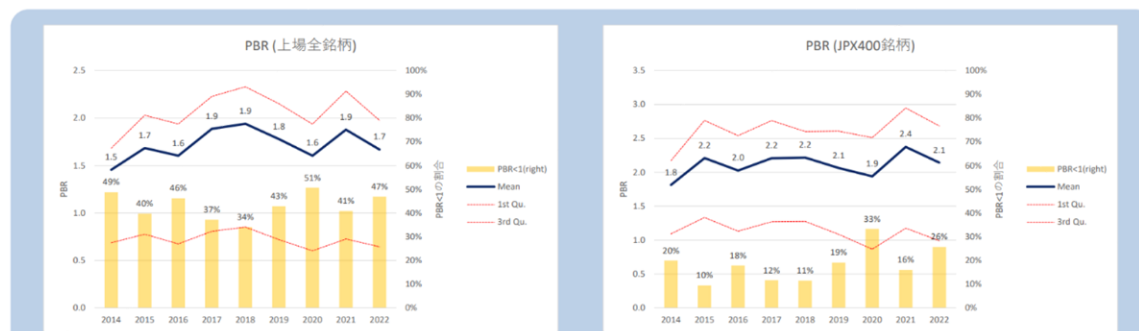
○日本企業の収益性の低さと PBR の実態

上場銘柄のPBR

• PBRの平均値

– 左図は全上場銘柄、右図はJPX400銘柄。

• 全銘柄の50%弱が、PBR<1になっている。



- 東京証券取引所は、日本企業の「経営環境の変化に応じた果敢な経営判断が不十分」「事業ポートフォリオの見直しが不十分」「経営陣の資本コストに対する意識が不十分」というポイントを踏まえ、2018 年のコーポレートガバナンス・コード改訂時に資本コストの重要性について追加した。さらに、2023 年 10 月 26 日に「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」に関する今後の取り組みを発表した。
- 日本の全上場銘柄の PBR 平均値は 1.7 倍で、全銘柄の 47% の企業が 1 倍未満である。JPX400 銘柄でも、PBR 平均値は 2.1 倍で、26% の企業が 1 未満であった。一方、米国の PBR 平均値は約 3 倍で、1 倍未満の企業は 5% ほどしかない。
- 米国の S&P500 と日本の JPX400 で比べると、売上高営業利益率について、米国が 14% で日本が 8% で倍近くの差がある。ROE についても、米国が 17% で日本が 10% と差があり、日本企業は収益性が低いため、PBR が低いのも必然と言える。PBR は収益性と相関が高く、特に ROIC との相関が高い。
- 日本の収益性がこれほど低い原因には、基本的なゼロ成長、メインバンク制の歴史的影響、出口戦略のない日銀の ETF 購入、長期的な企業の保護主義があると私は考えている。

○PBR の差異の要因分析と事業ポートフォリオの影響

- PBR と収益性は相関が高いが、その相関係数は高くても 0.6 であり、投資家は収益性以外にも何かを考慮している可能性がある。私が独自開発したスコアの分析によると、「組織文化」「働きがい」「働きやすさ」といった定性要因は PBR との因果関係が弱く、ESG スコアも PBR との因果関係が見られない。ただし、組織文化や ESG が重要でないということではない。
- 同業種である企業間で比較分析を行った結果、興味深い発見があった。壺番屋・フライングガーデン・A 社では、ROIC も売上規模も大差はないが、PBR については大きな差異が見られた。A 社は二つの事業を持っており、主要事業の売上シェアが約 80% を占め、

その営業利益率は約 7%であるが、もう一つの事業の営業利益率がマイナス 6%となっており、PBR 低下の要因になっている可能性が考えられる。

- また、同業種であるカシオ計算機と B 社との比較を行った。売上規模および ROIC は同等であるが、PBR は倍ほどの差があった。カシオ計算機では、主要事業の売上シェアが 60%で営業利益率は 18%と非常に高く、二番目の事業の営業利益率は 7%であった。B 社は、主要事業の営業利益率が 9%で、二番目の事業は 4%、三番目の事業はマイナス 8%、四番目の事業は 7%であった。ここから、主要事業の収益性の違いが、PBR の差異をもたらしているという仮説が立てられる。
- 仮説に対して、事業の分散度合いや収益性を含めた指数で検証したところ、PBR は有意に比例し仮説が立証された。事業部門が多い場合や収益の低い事業部を抱えている場合に、PBR は低下する傾向にある。
- 伊藤 邦雄氏(一橋大学名誉教授)の著書『企業価値経営』の中に、「とりわけ日本企業の多くは、他国に比べ多数の事業領域を手がけているものの、それが企業価値に必ずしも結び付いていない『コングロマリット・ディスカウント』を生じさせている」とある。

○部門別バランスシート作成の重要性と実践方法

部門別バランスシート作成の概要

1. 部門の売上・営業利益・総資産
 - 多くの場合既知。

2. 部門BS作成 (特に、負債・自己資本)
 - 借方は把握済みのところが多いが、貸方も必要。
 - 部門ROICがわかる。

このハードルが高い
意志さえあれば、
簡単に乗り越えられる！！

3. 部門資本コスト (株主資本コスト・WACC)
 - 負債・自己資本はいくらで調達しているかの部門ごとのコスト値。
 - 連結の資本コストを使ってはいけない！！
 - ROICをWACCと比較し、付加価値を上げているかを確認。

4. 部門事業価値
 - 部門ごとにFCFを引き、資本コストで割引く。いつも掴んでおく数値。(コングロマリット士がわかる)
 - 部門売買するときには必須。
 - 連結株価のフェアバリューも知っておく。

- 事業部門数が多いことが問題だとすると、事業ポートフォリオ管理が重要となるが、日本企業の多くは部門別のバランスシートを持っていない。
- 部門別バランスシートを作成するには、部門の売上・営業利益・総資産のデータが必要であるが、多くの上場企業でそのデータは既に保持している。次に、部門別バランスシート(特に負債と自己資本)を作成し、部門別の資本コスト(WACC など)を求め、部門毎の事業価値を算出する。
- 部門の事業価値を可視化することにより、企業価値を低下させている部門が明らかになり、適切なアクションを行えば PBR は何倍にもなる可能性がある。部門の事業価値の算出に一年近くかけて取り組む企業があるが、経営者は本来の役割である問題解消に注力していただきたい。
- 部門別バランスシートを作成した後は、できれば部門別の「将来時点」のバランスシートも作成していただきたい。投資や買収といった企業の実際のアクションや、事業規模拡大に

よる負債増加時の借り入れのシミュレーションなどを行う必要がある。

- 弊社の EV-Series というツールを使用すると、容易にバランスシートが作成できる。シナリオを入力すると、将来時点のバランスシートを作成し、資本コストや WACC、事業価値の計算を行うことができる。部門別バランスシートが作成できる Business Portfolio Manager というオプションもあり、部門別バランスシートがあれば、事業の売却・閉鎖の検討ができる。

○資本コストと事業ポートフォリオ管理の実践に向けて

- 資本コストについて、シャノン・P・プラット氏の『Cost of Capital』では、“Cost of capital is the expected rate of return that the market participants require”と定義されている。資本コストは投資家からの要求リターンであり、資本コストを下回ると要求を満たさず資金は引き上げられ、事業を継続できないことになる。市場から退出させられないように、収益性を上げて必ず資本コストを超えるという意識を持って、経営していただきたいというのが私の主張である。
- 事業ポートフォリオの見直しや再編においては、五つの重要な考慮点がある。一つ目は、事業ポートフォリオ管理へのトップのコミットである。二つ目は、各事業部門のトップを定めること。三つ目は、事業部のトップに権限と責任を与えること。四つ目は、事業部への社員の帰属意識の醸成。五つ目は、社員が他事業部でも活躍できる道筋をつくることである。まず、最初に取り組むべきことは、事業毎のバランスシートの作成であり、そこを起点に問題を把握していくことが重要である。
- 竹内康雄氏(オリンパス取締役代表執行役会長兼 ESG オフィサー)は、日本経済新聞の記事で「投資家はプロの社外取締役である。自分の経験だけに基づいて『あなたの会社はこうした方がいい』と言うのと、会社を構造的に分析し課題を認識した上でアドバイスすることは異なる」とコメントされており非常に印象に残っている。企業を構造的に分析し課題を認識した上で、事業ポートフォリオの見直しや再編を検討することが重要である。

○まとめと経営者へのメッセージ

- 過去 30 年間で日本企業は弱体化し、かつて世界一だった競争力は中位以下に落ち込んでいる。日本企業は多くの事業を持ち、儲けにつながっていないのが現状ではないか。自社の事業収益を構造的に理解し、継続的にポートフォリオの見直しを検討する必要がある。そのための道具は揃っており、実行しない理由は何もない。経営者が行動を起こさなければ、善管注意義務違反なのではないかとも考えている。
- 本来、東京証券取引所が指摘すべき内容ではないかもしれないが、PBR1 倍未満の企業が40%を超えるという深刻な状況を踏まえ、これだけ強いメッセージがガバナンス・コードに入ってきていることの重要性を、経営者の皆様には真摯に受け止めていただきたい。

以上

「コーポレートガバナンス改革～資本コストや株価を意識した経営の実現～」

山道 裕己 氏

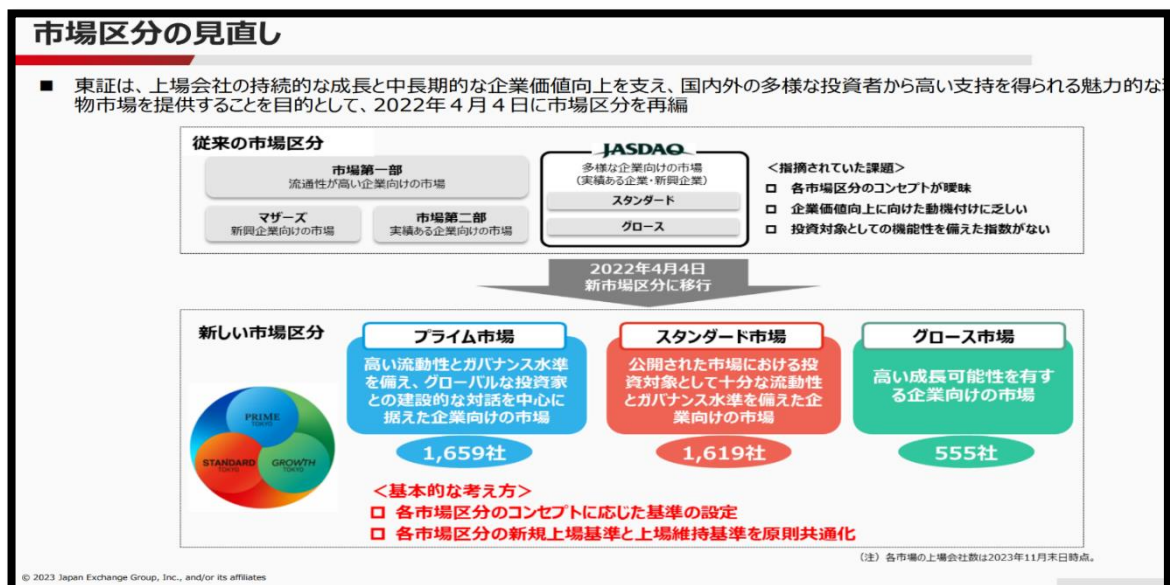
(日本取引所グループ 取締役兼代表執行役グループ CEO)

～ポイント～

- ・ 日本取引所グループ傘下の東京証券取引所では、2023 年 3 月に「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」を要請し、日本企業のコーポレートガバナンス改革を推進している。
- ・ 投資家と企業の意識に大きな乖離があり、中期経営計画の指標として資本コスト(WACC 等)を重視する企業はわずか 2.3%、3 割の企業が資本コストの算出さえ行っていない深刻な実態を明らかにした。
- ・ PBR1 倍未満の企業が TOPIX500 で 43%も存在し、米国の 5%と比較して著しく劣後しているが、投資家との目線の違いを解消することで企業の意識変革が進み始めている。
- ・ コーポレートガバナンス改革は守りから攻めのガバナンスへの転換を目指し、企業の持続的成長と中長期的な企業価値向上を実現することが本質的な目的である。
- ・ 2023 年は国内外投資家の日本への関心が極めて高まった年であり、この期待を実績に変えるため、実効性のある取り組みの推進と投資家との対話促進が不可欠である。

○日本市場への世界的関心の高まりと私たちの責務

- ・ 2023 年は、国内外の投資家の日本に対する関心が極めて高くなった年であった。年初から、世界中の多様な投資家、資産運用会社だけでなく、アセットオーナーも来日した。日本への関心が高まった理由の一つは、地政学リスクの高まりだ。ロシアによるウクライナ侵攻後の中国の対応や、米中の緊張感の高まり危機感から、世界中の投資家が中国へのエクスポージャーを縮小して、代替となる投資先を探し始めたと考えている。



- ・ 世界中の投資家の投資先候補のトップとして、経済や市場の規模も大きく、安定している日本が最有力となる状況であった。また、長年デフレに苦しんできた日本において、「賃金

と物価上昇の好循環」が実現される可能性も出てきたため、日本への投資意欲が高まってきたのではないかと考えている。

- この変化を期待だけに終わらせないために、日本取引所グループはマーケット全体の魅力を高めるため様々な施策に取り組んでいる。2022 年 4 月から新たな三つの市場区分を始動し、2023 年 3 月にはプライム市場とスタンダード市場の上場企業に対し「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」の要請を発出した。

○日本のコーポレートガバナンス改革の歴史と進展

- 東京証券取引所から発出した「資本コストや株価を意識した経営の実現にむけた対応」の要請には、国内外から高い関心が寄せられている。底流には、二十数年に及ぶ東京証券取引所のコーポレートガバナンス改革の取り組みがある。
- 東京証券取引所は、1999 年に「コーポレートガバナンスの充実」を上場企業に対して要請した。2002 年には「上場会社コーポレートガバナンス原則」も策定した。改革が大きく進展したのは第二次安倍政権で、政府主導によりコーポレートガバナンス改革は推進されている。2014 年に責任ある機関投資家の諸原則を定めたスチュワードシップ・コードが策定され、2015 年にはコーポレートガバナンス・コードを策定、2018 年、2021 年と 3 年ごとに改訂が加えられて現在に至っている。
- 私が強調したいのは、コーポレートガバナンス改革の流れは、当初から守りのガバナンスだけではなく攻めのガバナンスの実施を一貫して目指してきたということである。リスク回避や不祥事の防止だけでなく、健全な企業家精神の発揮を促し、会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上を目指すことを原点に置いている。

○市場区分見直しと継続的なフォローアップ

- 東京証券取引所では、2022 年 4 月に市場区分の見直しを行い、市場第一部、市場第二部、マザーズ、JASDAQ(スタンダード・グロース)の五つの市場を、プライム、スタンダード、グロースの三つに再編した。見直しのポイントは、各市場の明確なコンセプトを設定したことと、東京証券取引所が上場市場を指定するのではなく上場企業自らが市場選択を行ったことである。
- 現在、プライム市場に 1,659 社、スタンダード市場に 1,619 社が上場している。東証第一部の上場企業数と比較して、プライム市場では 500 社以上減少したことになる。プライム市場は「グローバルな投資家との対話を通じて成長を図っていく」という明確なコンセプトを掲げており、各企業が自社の成長戦略をもとに考え抜き最適な市場を選択した結果だと認識している。
- 市場区分の見直しを実施した当時、「市場区分見直しはスタートであってゴールではない」と繰り返し主張していた。そして、有識者会議「市場区分の見直しに関するフォローアップ会議」を設置し、学者、上場企業、投資家、アセットマネジメントからも有識者に参加いただき毎月議論を行っている。会合実施後に速やかに日英両言語で実名入りの議事録を公表している。

○日本企業の収益性と投資家との意識の乖離

- 2022 年 7 月時点で、TOPIX500(時価総額トップ 500 社)で、PBR1 倍未満の日本企業が 43%存在するが、米国では 5%しか存在せず、欧州でも 24%程度である。ROE に関しても同様の傾向であり、日本は 8%未満の企業が 40%、米国は 14%、欧州は 19%である。
- 企業と投資家との意識の違いに関して、2022 年 4 月公表の生保協会のアンケートでは衝撃的な結果が明らかになった。中期経営計画の指標に関して、投資家の 85.3%が ROE を重視しているのに対し、企業は 57.5%にとどまっている。ROIC についても、投資家は 46.3%が重視し企業は 12.8%のみである。WACC 等の資本コストに至っては、企業の 2.3%しか重視していない。企業と国内外の投資家との建設的な対話のためには、これらの目線の違いを揃える必要がある。
- 資本コストと株価を意識した経営というのは、コーポレートガバナンス・コードにて既に言及されている項目であり、プライム上場企業の 9 割がコンプライしていると回答している。しかし、実態としては 3 割の企業が資本コストの算出さえ行っていない。
- 上場企業の約 7 割は、自社の資本コストを 5~7%と捉えており、5 割程度の企業は ROE が資本コストを上回っていると考えている。しかし、ROE が資本コストを下回っていると考えている投資家は 9 割を超え、投資家と企業との意識の乖離が大きい。

○資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた要請の具体的内容

- 具体的な内容として、①資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応、②株主との対話の促進と開示、③建設的な対話に資するエクスプレイン、について通知・要請を発出した。その中で、特に「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた要請」については、取締役会での現状分析と議論、改善に向けた計画の開示、投資家との対話を通じたアップデート、という 3 つのステップを示している。
- PBR については、一例として提示することが意図であったが、PBR が 1 倍を下回るということは時価総額が会計上の企業価値を下回っていることである、ということが強調され過ぎて注目が集まった。私は、PBR が 1 倍を超えていれば合格ということではなく、PBR の水準に関係なく資本コストと資本効率性を意識した経営を推進していただきたいと考えている。
- 指標としては、PBR だけでなく ROIC など、各企業が投資家や株主との対話に最適な指標を使用すればよいと考えている。ただ、財務指標はあくまでも進むべき方向を示す道標でありゴールではない。数字に固執することなく、目指すべきは企業価値の向上であり成長である。
- また、自社株買いや増配をいたずらに助長しているのではないか、という批判もいただいている。しかし、要請の中では、増配や自社株買いなどの短期的な施策を要請するものではないと明記している。中長期的な成長に資する投資を十分検討した上で、余剰資本を投資家に還元することは適切だが、最初から増配や自社株買いを促すという狙いではない。

○要請への対応状況と投資家からのフィードバック

- 2023 年 7 月末時点で、プライム市場の 31%(379 社)の企業が対応状況について開示済みとしているが、11%は検討中であり実質的には 20%(242 社)である。興味深いことに、PBR が低く時価総額が高い(1,000 億円以上)企業の 45%が開示しており、PBR が

低い企業に、特に一定の影響があったと考えている。

- ・ 投資家からのフィードバックでは、「成熟した議論がより多く見られるようになっている。日本企業の姿勢に明らかな変化が生じている」「課題はまだあるが、劇的な進歩。典型的な日本の低収益企業である大手メーカーでも取り組みが進められていることは、日本が変わる真のサインになる」などのポジティブな意見をいただいている。
- ・ 一方で、「経営者が十分に腹落ちしていないと感じるケースや、意識を持っているか疑問に感じるケースがある」「時価総額が小さい企業は、取り組みを検討するための金融リテラシーやリソースが足りない印象」という意見もあり、上場企業が要請に対していかに対応できるかが課題になると考えている。

資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応の要請内容

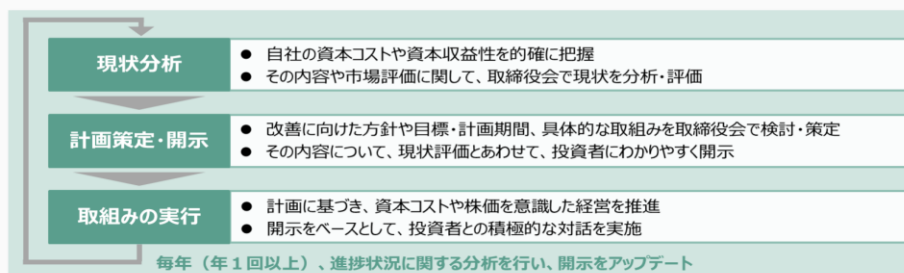
- 2023年3月31日、「市場区分の見直しに関するフォローアップ会議」の論点整理（1月30日公表）を踏まえ、①資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応、②株主との対話の推進と開示、③建設的な対話に資する「エクスプレイン」のポイント・事例について、東証から上場会社に対して通知・要請
- 同時に当該内容を公表し、上場会社との対話の担い手となる機関投資家にも、建設的な対話の実施を期待

対象

- プライム市場・スタンダード市場の全上場会社が対象です。

対応

- 資本コストや株価を意識した経営の実現に向けて、以下の一連の対応について、継続的な実施をお願いいたします。



○今後の取り組みと市場運営者としての役割

- ・ 要請への対応状況について開示いただいた企業の一覧表を、2024年1月15日に公表し、毎月更新する。この一覧表の公表と合わせ、要請の趣旨・留意点についてあらためて上場企業に周知したいと考えている。投資家の視点を含めた対応のポイントや、投資家から高い支持を得られた取組事例についても公表したいと考えている。
- ・ 市場運営者は、あくまでもインフラの提供者であり、キャピタル・マーケットの主役は、投資家と企業であると考えている。特に、企業に自律的かつ積極的に変革に取り組んでいただくことが、日本経済あるいは日本社会のダイナミズムを取り戻す糧になると考えている。
- ・ 市場運営者として行う全ての施策は、中長期的な企業価値の向上を目指しているが、マーケットは短期的なリターンを要求するため、このギャップの解消に向けて、明確な方向性を継続的に開示していきたいと考えている。今後も魅力的なマーケットづくりに挑戦していきたいと考えているので、ご支援のほどよろしくお願いする。

以上

「投資家から経営者に向けたエール」

中神 康議 氏

(みさき投資株式会社 代表取締役)

～ポイント～

- ・ みさき投資の代表取締役として「働く株主」のコンセプトで 20 年間エンゲージメント投資を実践し、日本企業の経営課題と解決策について提言した。
- ・ 日本企業の最大の課題は「みんなが貧しくなっている」ことであり、金融資本と人的資本に問題が集中しており、ROE は欧米企業の半分という低収益性が根源である。
- ・ 強力な「障壁」を築くためには、競合が顎を外すほどのリスクテイクが必要であるが、日本企業は世界で最もリスクを取らずに、設備投資も研究開発投資も削減してきた。
- ・ 日本企業の「従業員主権パラダイム」と人間関係への偏重が、大胆な決断や変曲点創出を阻害しており、経営者・従業員・投資家の三位一体経営への転換が必要である。
- ・ 企業変革には、コーポレート・ガバナンス、組閣、パーパス・ビジョン、KPI、FP&A(フィナンシャル・プランニング&アナリシス)、インセンティブなど複層的・複合的な改革が必要であり、実行フェーズにある現在が重要な転換点である。

○日本企業の現状と根本的課題

- ・ 私は「働く株主」というコンセプトを掲げて 20 年間投資業を続けており、2013 年にはみさき投資を設立し、エンゲージメント投資に取り組んできている。その中で、「自分は定年になるが、持株会購入の株が 2,000 万円にも増えており驚いた」「持株も上がったが給料も賞与も上がった。家も買えたし、老後の不安がなくなった」といった話を聞くようになった。
- ・ 一方で、実質賃金は、30 年間で世界各国は 1.3 倍から 1.6 倍程度になっているが、日本の賃金は上昇しなかった。企業の利益率が 2.5～3.5%という状況に加えて、労働分配率も低下しており豊かになるはずがない。精神面でも、社員の熱意も職場への誇りも主要国の中で最低水準である。
- ・ 日本企業のサステナビリティについて、六つの資本を比較すると、物的資本・知的資本・社会資本・自然資本の問題は相対的に少なく、金融資本と人的資本の二つに問題が集中している。我々の最大の課題は、「みんなが貧しくなっている」という点ではないか。

○日本企業の低収益性の構造的問題(表層レベル)

- ・ 日本企業の PBR が低い問題は、10～20 年前から続いている。過去 10 年の上場企業の資本生産性分布では、4 分の 3 の上場企業において、ROE が株主資本コストを下回っている。ROE に関して比較すると、日本企業は欧米企業の半分程度の水準だが、日本企業の資産回転率が大幅に低いわけではない。また、日本企業の財務レバレッジは多少低いが、欧米企業と極端な差はない。問題の核心は、日本企業の事業利益が欧米企業の半分であるから、ROE も半分という極めて単純な話なのである。
- ・ 私が投資家として事業を見る時、「機会事業」と「障壁事業」の二つに分ける。「障壁事業」とは、自社の持続的な利益の確保のため、競合に対する絶対的な障壁を設けている事業である。「機会事業」とは、単に折々に発生する事業機会を捉えて稼いでいる事業のことである。事業に「障壁」がなければ、「機会」があっても競合と熾烈な争いで低収益化してしま

う。

- ・ ブルース C. グリーンウォルド氏(コロンビア大学教授)は、「差別化」など「障壁」ではないと喝破している。「差別化」によって高価格を設定できたとしても、そのためには様々な投資が必要であり、利益率が低下し並のレベルに陥ってしまう。
- ・ 強力な「障壁」を築くためには、例えば、腰を抜かすほどコストをかけるとか、競合が顎を外すほどのリスクを取るなどのアプローチが必要である。例えば、飯田 亮氏(セコム創業者)は、民間の警備網を作り上げ、莫大な投資が必要で多大なリスクを伴う事業仮説を遂行し、いまだに圧倒的な「障壁事業」を築いている。
- ・ 50 年前に「炎のコンサルタント」と呼ばれた一倉定は、社長とは「経済に関する危険を伴う意思決定をする人」と定義している。日本企業は、設備投資も研究開発投資も世界で最も削減してきた。これは、リスクを取っていないということであり、リターンが生まれるわけがない。日本のリスクテイクは世界最低水準であり、それに見合うリターンすら上げられていない。

○日本企業経営の深層的問題と人間集団の課題

- ・ 株価には、個社固有の動き(α)と、市場全体の動き(β)がある。リスクを取らない経営では、産業動向によって株価が上下するのみで、これは“経営”とは呼べず“運行”である。真の経営とは α を生み出す経営であり、そのために重要になるのは決断である。「この企業は変曲点を作れるのか」が「障壁」の次に大事な問いである。
- ・ 企業における人間集団の資質・文化・メカニズム、これらに問題があると重大な決断はできない。小城 武彦氏(カネボウ元代表執行役社長)の著書『衰退の法則』には、「日本の会社には予定調和的な意思決定があるのではないか。人間関係に偏重しすぎていないか。本当に合理的に意思決定されているのか」という鋭い指摘がある。
- ・ 伊丹 敬之氏(一橋大学名誉教授)は、「企業とは金の集まりである一方、人の集まりでもあり、日本は少し従業員に寄り過ぎではないか。人の原理は大事だが、それだけで経営すると組織が窒息する。人間関係が固着していると、ダイナミックな意思決定などにはできない」と述べている。
- ・ 日本は「従業員主権パラダイム」であるが、ヒトの原理だけで経営をすると大胆な決断をする、変曲点を作る、リスクテイクをする、ということができない人間集団になりかねない。新卒で一括採用し、管理職になり、執行役員になり、ようやく代表取締役になっても、その上には会長が存在しており、実際の権力は限定されてしまっている。
- ・ 日本企業において、思いどおりに組閣でき権限が付与され重い責任を全うできる経営者はどれだけいるのだろうか。ガバナンスとは、CEO がリスクテイクをするためにこそある。リスクテイクを行うために CEO が経営陣を組閣し、それを指名委員長・報酬委員長・監査委員長がモニタリングし、エンパワーする必要がある。

○企業変革への複合的アプローチ

- ・ 意思決定のために KPI は重要ではあるが、日本企業は FP&A の機能が弱く、管理会計として製品別・顧客別・地域別・事業別の収益を明確に把握できている企業はそれほど多くない。
- ・ 人事の取組みについて、石黒 成直氏(TDK 取締役会長)から 5 年ほど前に「人事部長をドイツ人にした」と教えていただいた。TDK は「適所適材」という考え方で、必要な人材を社内外から採用している。日本の“適材適所”の考え方は、企業内にいる人材を前提にし

ており、これが大きな制約となっている。

- インセンティブについて、株式報酬制度を採用している日本企業は少なく、社内人材が株を持たないのが当たり前になっている。企業価値が上がり株価が上がっても、それを享受できないことは本当にもったいない。
- コーポレート・ガバナンス、組閣、パーパス・ビジョン、KPI、FP&A、ICT、インセンティブなどに関する好事例が増えてきているが、かなり複層的・複合的なことをしないと、日本に固着している習慣を塗り替えることはできない。

○三位一体経営への転換提言

- 現状は、上場企業の 7 割がマイナスの超過利潤で株主価値を破壊しており、今年もアクティビストの猛攻があることを前提にしなければならない。これを変革するには従来型の思考から“奇想天外なほどの”経営転回をしなければならない。
- 経営者と投資家は異物だと思われがちであるが、経営者も投資家も企業を丸ごと扱っておりリスクテイクをしなければならず、突き詰めれば投資が仕事であり、本質的には同質のものである。
- Board3.0 とは、長期投資家が経営に参画する考えであり、投資家が経営に携わることの意味合いは大きい。松下 幸之助氏は、「株主は主人ではなく主人公で、アクターで、プレーヤーだから、株主たる権威・見識を持って叱咤激励すれば、経営者も真剣に業績を上げ、利益を上げ、株主にも豊かになってもらおうと考えるのではないか」と説いた。
- 奇想天外なほどの経営転回というのは、これまでの経営者と従業員の二人三脚での経営にパートナーとして投資家も入れて、三位一体で経営すること。そのために、まずは経営者や従業員が自社株を持って経営の参画意欲を高め、投資家の思考と技術を組み合わせて企業価値を上げていくことだ。そして成果を経営者・従業員・投資家の三者で享受し、みなで経済的・精神的豊かさを実現しようというものだ。
- 3～4 年前に『三位一体の経営』という本を書いた。経済同友会は実は「三位一体」について、かなり前から言及していた。1947 年当時、大塚万丈氏が、経済同友会の企業民主化研究会の委員長として、経営・労働・資本の三者からなる経営協議会を中心に、企業活動の民主化を進めるという主張をしていた。

○成功事例と今後の展望

- 味の素では西井 孝明氏(味の素代表取締役社長)が組閣をやり直し、リスクを取って改革し、時価総額は 1 兆円から今は 3 兆円に近い。業績は好調の際に、大勢の幹部に対して希望退職を募り、変革を実行するためにリーダーシップチームの組閣をやり直した。
- PBR1 倍割れ企業は、三つに分類される。大企業においては、一つはバランスシートを管理しておらず財務レバレッジに問題があるグループである。もう一つは、資産回転率の問題であり業界での需給のバランスが取れていないグループである。その典型的な業界は地銀であり、業界再編が進んでおらず、個社の努力で資産回転率を上げるのはほぼ無理であり、経済産業省なども含めどう集約を促進するかを検討する必要がある。
- 企業変革の事例は増えつつあり、こういった企業をいかに増やせるかが重要である。人間が変わる動機として“恐れ”や“欲”や“恥”が挙げられるが、どれも一時的な動機であり、経営者の内的動機・使命感・責任感・フィデューシャリーデューティーなど、内面で常に燃える動機が重要である。

以上

「非財務資本と企業価値を繋ぐ柳モデルとインパクト会計」

柳 良平 氏

(早稲田大学大学院 会計研究科 客員教授)

～ポイント～

- 早稲田大学大学院会計研究科客員教授として、非財務資本の定量化による企業価値向上の新戦略「柳モデル」とインパクト会計を開発し、日本企業のPBR向上を目指している。
- PBRは「 $1 + \text{エクイティスプレッド}$ 」の方程式で表現でき、日本企業のPBR低迷は投資家がエクイティスプレッドの中長期的改善を期待していないことが原因と分析している。
- エーザイ(当時CFO)での実証研究により、人件費や研究開発費などの非財務投資が5-10年の遅延浸透効果でPBRを向上させることを証明し、現在11社が柳モデルを公式採択している(2025年3月末現在)。
- エーザイのリンパ系フィリア症治療薬無償提供について、ハーバード・ビジネス・スクール(HBS)と共同でインパクト加重会計により算出した結果、ライフタイムで7兆円、年間1600億円の社会的価値を創出していることを定量化した。
- パーパスと企業価値の一体化により、社会的価値と経済的価値の両立を実現し、短期利益至上主義に対抗する理論的基盤を構築している。

○企業価値向上の新戦略と柳モデルの開発

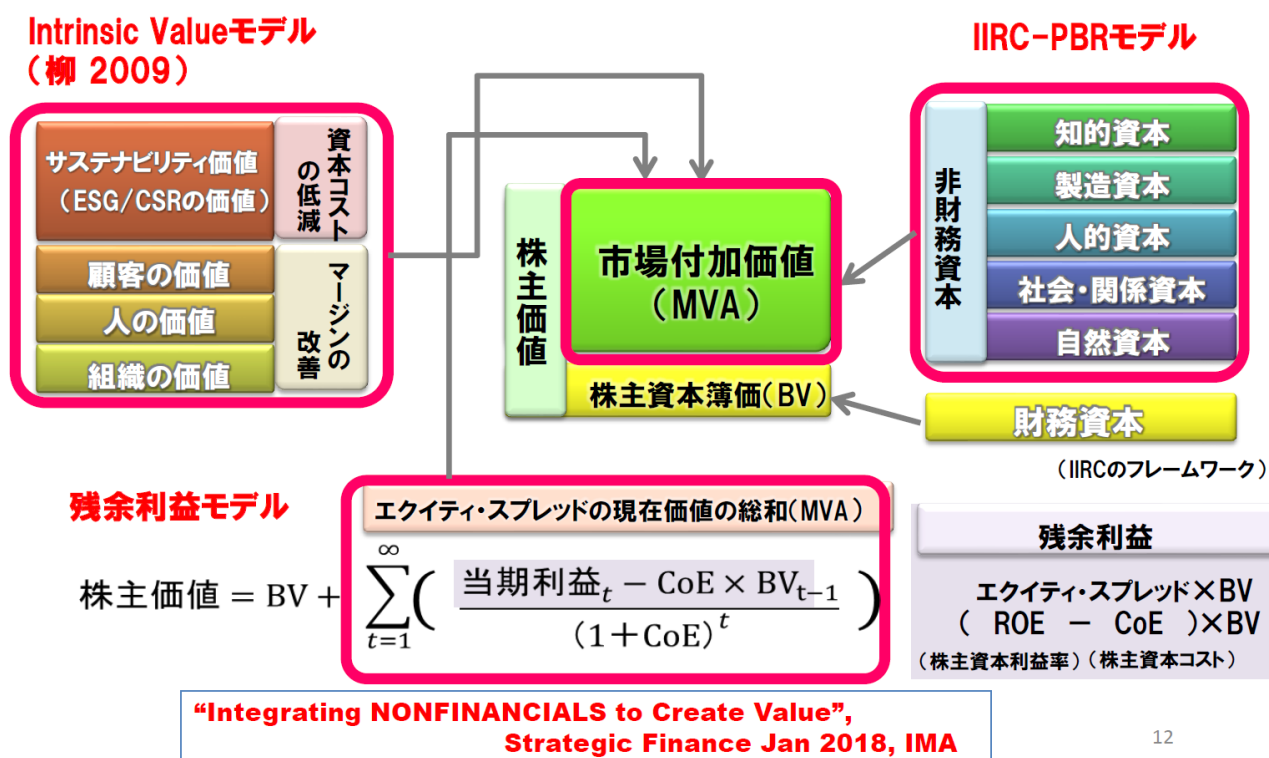
- 現在、早稲田大学をはじめ複数の職務を週1日程度のコミットメントで遂行している。本日は非財務資本の定量化に関する試行錯誤について説明する。
- 企業価値の持続的向上と企業成長を通じて、社会貢献と経済的価値の両立を図り、日本の発展に寄与することが本日のアジェンダである。東京証券取引所の上場制度整備懇談会委員として、PBR1倍割れ問題についても一部議論を重ねてきた。企業価値向上の処方箋として、成長戦略を前提とした上で、財務戦略としてのエクイティスプレッド、非財務戦略としての柳モデルとインパクト会計による見えない価値の可視化を提唱している。
- 残余利益モデルを用いた分析により、PBRは「 $1 + \text{エクイティスプレッド}(\text{ROE} - \text{株主資本コスト})$ 」の方程式として表現できる。投資家アンケートや面談の結果、株主資本コストは概ね8%程度がコンセンサスであると考えられる。
- 世界のPBRを比較すると、日本は1.5倍前後、世界平均が2倍程度、アメリカは4倍前後である。これは、日本企業のエクイティスプレッドが中長期的に大きくプラスにならないと投資家が見ていると解釈できる。
- PBR1倍までは会計上の簿価純資産であり、見える価値である。それを上回る部分は市場がつけた付加価値、自己創設のれんであり、見えない価値と定義する。これをPBR仮説として提唱し、柳モデルを開発した。

○エーザイでの実証研究と柳モデルの検証

- 柳モデルは、「エクイティスプレッドと非財務資本の同期化モデル」として発信してきた。このモデルは、日本の経営者が主張する人材重視や社会貢献と、投資家が要求する資本効率向上が、長期的には両立可能であることを示している。

- ・ エーザイ株式会社の事例では、88 種類の ESG の KPI を集め、重回帰分析を行った結果、人件費や環境対策、女性の登用、顧客数などが 5 年から 10 年で PBR を高めるという遅延浸透効果が確認された。
- ・ TOPIX 全体に柳モデルを適用した研究でも、人件費や研究開発費が 6 年から 10 年遅れて PBR と正の関係があることが証明された。アビームコンサルティング経由で100社近くが柳モデルを採択し、うち11社(2025年3月末現在)社が柳モデルを公式に開示している。
- ・ CFO としての経験から、人件費や研究開発費の先行投資の重要性を強調する。エーザイでは、柳モデルの結果を基に、人件費や研究開発費を、企業価値を生むための投資と位置付け、人件費・R&D 控除前利益(ESG EBIT)という新しい会計指標を作成した。

非財務資本とエクイティ・スプレッドの 同期化モデルの提案(柳モデル)



12

○インパクト加重会計の実践と世界初の製品価値計算

- ・ インパクト加重会計については、HBS と共同で実施してきた。従来の会計上の利益に加え、環境・製品・雇用それぞれのプラスマイナスのインパクトを加算して、インパクト利益を算出するフォーマットとなる。
- ・ エーザイの雇用インパクト会計では、2019 年度の日本単体のみを対象とした計算で、約 360 億円を投資して約 270 億円の社会的インパクトを創出したと算出された。これにより、EBITDA は 4 割増しになるというインパクト会計となる。

- 今後、複数の企業がこのフォーマットで雇用のインパクトを公表する予定である。非財務資本の定量化と企業価値向上の関連性について、理論的背景と実践的な取り組みを継続することで、日本企業の評価向上と持続的成長が期待される。
- 次のステップとして、製品の価値計算が求められている。エーザイはリンパ系フィラリア症という顧みられない熱帯病の薬を WHO と連携して無償で配布している。この価値について、寄付や赤字プロジェクトではなく、長期的な価値創造プロジェクトであると主張してきたが、定量的に示す必要があった。
- そこで、HBS インパクト加重会計イニシアティブ(IWAI)創設メンバーのデビッド・フリーバーグと共に論文を発表した。2014 年から 2018 年の 5 年間で、25 カ国の発展途上国においてエーザイは 16 億錠の薬(DEC 錠)を無償提供した。この価値を論文のターゲットとして絞り、計算を行った。
- 結果として、ライフタイムで 7 兆円、年間 1600 億円の社会的インパクトの創出という計算結果となった。この計算には、ターナーモデルを使用し、医学論文から得たデータを基に、感染回避、発症回避、回復の 3 パターンで患者数を集計した。
- この結果、エーザイの EBITDA は倍増できると発表した。これを、複数の企業等も参加するグローバルヘルスの研究会で共有し、当時の岸田総理にも提案した。

○パーパス経営と企業価値の一体化

- これらの取り組みの原点は、パーパスにあると考えられる。一例として、エーザイのパーパスを示すと、30 数年前に作られた企業理念がある。2005 年の株主総会の特別決議で、世界で初めて定款に企業理念を入れたのがエーザイである。
- エーザイの企業理念は、簡潔に言えば、「使命」は患者様と顧客を第一に考え、人の命や健康を守ることであり、これは SDGs の 3 番目の目標に合致する。しかし、通常の企業と異なり、社会貢献だけでなく、その「結果」として 5 年後、10 年後の売上・利益・経済的価値の向上も企業理念と定款でうたっている。つまり、社会的価値と経済的価値の両立、いわゆる「論語と算盤」の精神を体現している。
- ただし、その「使命と結果」の順序を重視しており、まず患者様を救うことに全力を尽くし、その結果として後から利益、ROE、PBR、経済的価値が付いてくるという考え方である。この理念を定款に入れていることは、短期主義者やアクティビストに対する強力な防御策となっている。過度な人件費削減による EPS 向上を求める投資家に対しては、現在の投資が 5 年、10 年後の PBR 向上につながるというエビデンスを示すとともに、使命より経済的価値を優先することは定款違反であると反論することができる。

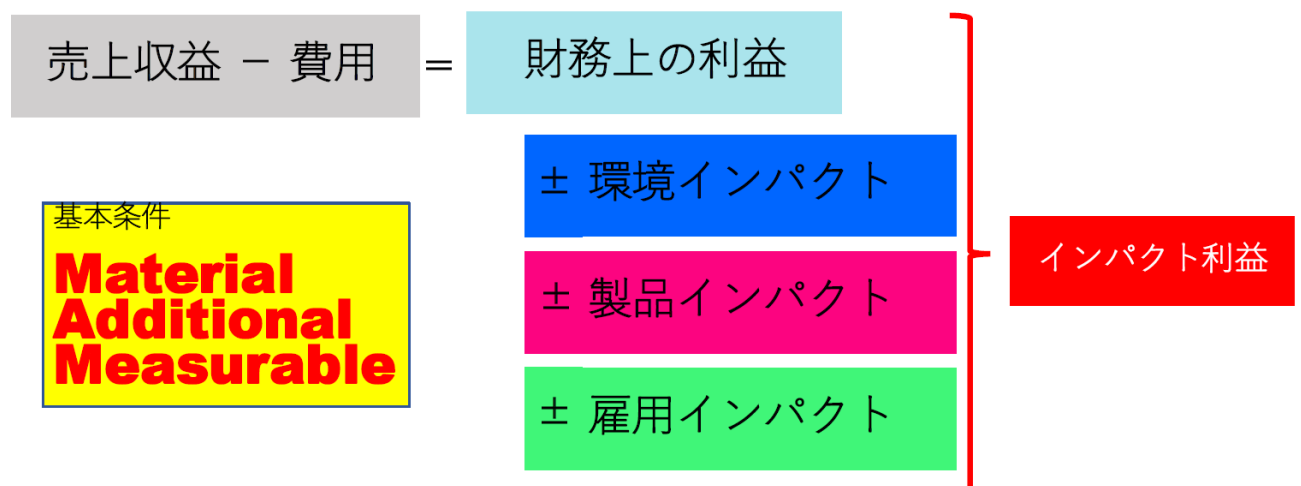
○インパクト会計の世界的展開と今後の展望

- 2024年大きな進展があったのは、5 月の KDDI のプレスリリースである。KDDI が製品インパクト会計を発表した。これはアビームが支援し、私が監修して出したものだが、KDDI の IoT ビジネスの製品の社会貢献の価値を計算し、年間 5000 億円の価値があるというプレスリリースが出ている。
- その結果として、先月末に IWAI から国際的組織へ発展した IFVI(International Foundation for Valuing Impact)が世界のベストプラクティスのインパクト会計を 12 社程度発表しているが、その中に日本の大企業として、前述のエーザイと KDDI の事例が採択されている。
- IFVI は日本に非常に期待しており、日本人は社会貢献の意識が非常に高く、インパクト会

計に非常に適した国であると評価している。そのため、より多くの日本企業からインパクト会計と相互補完性のある柳モデルを世界に向けて発信することを望んでいる。

- 企業価値向上の鍵は資本効率の改善という財務理論と非財務の理論である柳モデル、そしてインパクト会計である。これらをツールとして見えない価値を可視化することで説得力が増し、多くの投資家から支持を得る蓋然性がある。もちろん市場参加者の過半数はそれを見ないかもしれないが、長期投資家に訴求していく、ターゲティングしていく際には、曖昧な綺麗事ではなく、数字やエビデンスを持って長期投資家や ESG 投資家、インパクト投資家に説明していくことが極めて重要である。

インパクト加重会計



以上

「株主・投資家の目線を踏まえた経営の実現に向けて」

岩永 守幸 氏

(東京証券取引所 代表取締役社長)

～ポイント～

- 日本株式市場は 2023 年 4 月から上昇を開始し、1 年半で 51% 上昇。2024 年に 34 年ぶりに最高値を更新した。こうした相場動向は、企業の好業績に裏付けされたものであり、国内外の投資家が成長の機運に気づいてポジティブな評価をし始めている。
- 東証は 2023 年 3 月にプライム・スタンダード市場の上場会社に対して「資本コストと株価を意識した経営」を要請。これは 25 年間にわたるコーポレート・ガバナンス向上の取り組みの延長線上にある施策である。
- PBR1 倍割れ問題が注目されたのは、市場区分見直しのフォローアップ会議での議論がきっかけであり、わかりやすいアイコンとして機能し、経営者のマインド変化を促した。
- プライム市場の 9 割近くの企業が対応済みとなったが、内容面で改善が期待される企業も多く、投資家目線での具体的な改善事例を 2024 年 11 月に公表予定である。

○日本株式市場の現状と健全な成長

- 私から本日は、昨年 3 月に東証が上場会社さんに対してお願いした「資本コストと株価を意識した経営の実現」について、その要請の狙いと背景、上場会社さんの対応状況、そして今後の施策についてご説明したい。
- 株式市場は 2023 年 4 月から上昇を開始し、2024 年に日経平均と TOPIX は 34 年ぶりに最高値を更新した。2024 年 7 月までのピークで日経平均は 51% 上昇。ただし、中小型株の中には年初から 3 割程度下がっている会社さんもあり、全部が一様に上がっているわけではない。一方、市場全体の規模としては、上場会社数や市場全体の時価総額などは、既にバブル期を上回る水準で推移している。
- では、いま状況をどう捉えるか。長年苦しんできたデフレの呪縛から解放され、新しい成長のフェーズに入っていると考えている。現在の相場動向は企業の好業績に裏付けされたものである。バブル期とは異なり、現在は企業業績の伸びを株価が追いかけるという形で最高値を更新している。
- 現在の日本企業の PER は 15～16 倍程度で、アメリカの S&P500 の 23 倍と比較しても過熱感はない。企業業績は今期も好調で過去最高の更新が予想されており、上昇の余地がまだあるという見方もある。

○25 年間のガバナンス向上への取り組み

- 今回の「資本コストと株価を意識した経営」の要請は、25 年間にわたるコーポレートガバナンス向上という金融庁との協働の取り組みの延長線上にある。
- 1999 年には、コーポレート・ガバナンスの充実を要請し、2004 年に行動原則を設定、

2015 年には金融庁とともにコーポレート・ガバナンスコードを策定した。このコードには、2015 年当時から資本効率についても記載されている。10 年前から資本効率等の改善に向けた要請は行ってきたとも言える。

- 上場会社さんの 9 割以上がこの原則を遵守しているとお答えになっていたが、実態は多くの海外投資家から十分ではないという声が寄せられていた。コードの趣旨があまり理解に届くものではなく、とりあえずコンプライしているという対応もあったのではないかと考えている。

コーポレート・ガバナンスに係る東証取組みの足跡



1999	コーポレート・ガバナンスの充実について上場企業に要請
2004	「上場会社コーポレート・ガバナンス原則」の公表 ✓ 上場会社全社に共通するガバナンスの基本機能を整理（株主の権利の保護 等）
2006	「コーポレート・ガバナンスに関する報告書」の提出義務化 ✓ 自社のガバナンスの取組状況の公表を義務化（年 1 回以上） ✓ 東証は、隔年で総合的な集計・分析を実施（「コーポレート・ガバナンス白書」）
2007	「企業行動規範」の導入 ✓ 上場会社全社に共通する基本ガバナンス体制整備を義務化（取締役会・監査役会の設置 等）
2014	「スチュワードシップ・コード」の策定（金融庁） ✓ 機関投資家が投資先企業に持続的成長を促すことを求める ※2017年、2020年に改訂
2015	「コーポレートガバナンス・コード」の策定（独立社外取締役 2 名（必要な場合は 3 分の 1）以上等） ✓ 上場会社の自律的な対応により実効的なガバナンスを実現することを求める
2018	「コーポレートガバナンス・コード」の改訂 ✓ 策定後のフォローアップ会議での議論を踏まえ、改訂（政策保有株式、アセットオーナー等）
2021	「コーポレートガバナンス・コード」の再改訂 ✓ プライム市場の上場会社を対象としてより高い水準の内容（【プライム市場】独立社外取締役 3 分の 1 以上（必要な場合は過半数）、英文開示の促進、【全市場】中核人材の多様性（女性など））

© 2024 Japan Exchange Group, Inc. and/or its affiliates

○PBR1 倍割れ問題への注目とその背景

- なぜ今回、日本の上場会社さんが資本コストや資本効率に対する意識を高めることになったのか。直接には、別のことをきっかけとしているのではないかと考えている。
- 東証では、2022 年 4 月に 60 年ぶりに市場区分を見直し、一部二部・新興市場からプライム・スタンダード・グロースという三つに再編した。背景には、東証・大証の統合という取引所都合もあり、経過措置を導入した。たとえば、プライム市場の新しい上場維持基準を満たしていなくても、適合に向けた計画を作り開示すれば上場し続けることができるとした。
- この経過措置については厳しい意見が多く、「看板の架け替えではないか」というご批判も頂戴した。2022 年 7 月には市場区分見直しの実効性向上のため、有識者会議のフォローアップ会議を立ち上げて、さらなる取組みを議論し始めた。

- 第 1 回目で様々なデータをご提示したところ、ある委員の方から、プライム市場上場会社の半分以上が PBR1 倍割れしている実態について問題提起があった。1 年間の議論の結果として、「資本コストや株価を意識した経営の実現」の要請を発出することになった。
- PBR というフレーズが非常にわかりやすく、マスコミにも多く取り上げられた。「PBR1 倍割れ」を切り口に、企業価値向上に向けた取組みを促す報道が続いた。わかりやすいアイコンに象徴される報道が世論を形成し、経営者のマインドにも届いた。

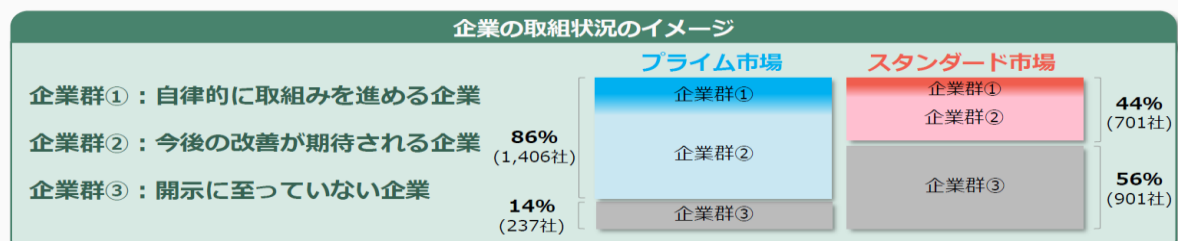
○上場会社の対応状況と今後の支援

- 2024 年 7 月末の対応状況では、プライム市場で 9 割近くの会社さんにご対応いただいた。スタンダード市場でも 44% の会社さんにご対応いただいている。
- 足元では、プライム市場では「検討中」だった会社さんが実際に中身を開示するという動きが進んでいる。一方、スタンダード市場では「検討」に着手する動きがみられる。
- 上場会社さんの対応を見ると三つに大別できる。実効的な取組みを自律的に進めている段階、開示は行っているがその内容にもう少しの改善が期待される段階、そして未だに開示に至っていない段階である。
- 特に、今後の改善が期待される会社さんへの取組みをサポートしていくことが大事だと思っている。国内外の投資家からは、例えば目標は設定されているがその後の進捗状況が見えない、取組み内容として事業ポートフォリオの再編にまで踏み込むことが必要である、といった様々なご意見をいただいている。
- 投資家から評判の良かった事例を今年 2 月に 29 社ほど公表したが、事例の拡充を予定している。さらに、改善が期待される事例とあわせて 11 月をめどに発表できるよう準備を行っている。

今後の東証の対応（8 月 30 日公表）



- 企業の開示状況や、機関投資家を始めとする市場関係者からのフィードバックを踏まえると、**企業の対応状況は大きく 3 つのグループに分かれる**



- 企業群①：取組みを後押し
- 企業群②：以下のサポート策の導入
 - 投資者との目線の「ズレ」を解消するための検討材料の提供：ポイント・事例集のアップデート、全国の上場会社経営者や担当者に対する啓発（セミナー・個別訪問）など
 - 投資者との円滑なコミュニケーションの促進：開示企業リスト（積極的な取組み支援ツール）改良 など
- 企業群③：市場と向き合う姿勢・体制の構築や、少数株主保護の取組みを推進

○構造的課題への対応と実践的サポート

- その他、海外投資家からよく指摘されることの一つに、親子上場の多さがある。東証の3900社のうち、3分の1ほどが親会社もしくは支配的な株主がいる会社である。投資家からは、こうした支配的な株主との構造的な利益相反の可能性の懸念の声を聞く。2020年には少数株主保護の枠組みに関する研究会を設置し、昨年12月に開示すべきポイントを整理して公表している。
- 私たちは上場会社さんに対して様々な要請をしてきているが、最も重要なことは、会社さんと一緒に汗を流して取組みを支えることである。今年1月には、社長直轄の上場会社サポートグループを設置した。たとえば、私が全国に出向いて、上場会社の社長さん方に直接、資本効率についてお話をしたり、ご相談をうかがっている。
- しかし、一番大事だと思っていることは、上場会社さんのIRの支援である。企業価値向上に向けて、投資家との対話は重要だが、規模が小さい場合には、社内に十分なIR担当のスタッフがいらないということもある。「IRのスタッフは経理総務兼務で人間を張るしかない」「今まで機関投資家と会ったことがない」というご意見をいただくこともある。
- このようにIRに関する悩みや困りごとをお持ちの会社が、機関投資家との建設的な対話を実現できるようサポートをしている。IR担当者のスキルを高めるプログラムのオンライン配信や、IRの専門家による集合セミナーを開催している。さらには、上場会社と機関投資家がお会いできるような場を、証券会社のアナリストの力をお借りしながら設定している。
- 実際に講演を聞かれたある社長さんから「東証の要請の背景や趣旨を聞いて感動した。若手社員5人を集めて事例を読み込ませ、現状分析をし、将来の成長プランを作って公表する」との報告を受けたこともある。
- 私たちはこれからも地道ではあるが、日本経済を支える会社さんと一緒に伴走して企業価値向上に向けた取組みを推進していきたい。日本経済はやっとデフレ脱却の入口が見えてきており、日本企業が元気を取り戻している状況で、グローバルな投資家が大きく注目している。日本の成長と魅力を大いに訴え続けてまいりたいと思っている。

以上

「取締役会改革の実践」

佃 秀昭 氏

(ボードアドバイザーズ 代表取締役社長)

～ポイント～

- ボードアドバイザーズ代表取締役社長として、過去 10 年間日本企業のガバナンス改革に関わってきた。約8割の企業が形式主義的対応に留まるが、上位 2 割の企業は良い方向に向かっている。
- 取締役会改革の 4 つの柱は、取締役会の構成改革、議案・運営の改革、社長選任プロセスの改革、実効性評価の確立であり、企業価値向上には適切な経営者の選定が最も重要である。
- 優秀な管理職が必ずしも優秀な経営者にはなれず、経営者には戦略構想力、課題設定能力、胆力が求められ、海外経験を含む多様な経験も重視される。
- 監督機能と執行機能は車の両輪であり、両者の同時改革が重要で、ソニーや日立等の成功事例は両改革を同時に進めた結果である。
- 形式的な改革を超えた実効性のある取締役会改革と経営改革が必要であり、企業価値向上のためには「誰が経営するか」という経営者選任により注力すべきである。

○コーポレートガバナンス改革の 10 年と日本企業の変化

- 私は銀行出身で、その後外資系企業で 19 年近く勤務した。その後、経済産業省からの要請で産業革新投資機構に移った。その後、現在のボードアドバイザーズを設立し、当初は 1 人で小さな部屋からスタートしたが、現在は 25 人程度の規模となっている。
- 2014 年にスチュワードシップ・コードが導入され、翌 2015 年にコーポレートガバナンス・コードが導入されてから約 10 年が経過した。ガバナンス改革で大きく変化した点が二つある。一つは経営者の報酬で、以前はほとんど見られなかった 10 億円を超える報酬が、サラリーマン経営者でも珍しくなくなっている。もう一つの変化は、プライム上場企業だけでも 7,000 人を超える独立社外取締役が増加したことである。
- 日本の伝統的な経営構造には、同じ組織で成長してきた人材による一枚岩の経営という利点があった。私が 1990 年代半ばに銀行の人事部で経験したように、経営会議が 3-4 時間に及ぶ一方で、取締役会は短時間で終わるというのが一般的であった。1990 年代半ばには、日立もソニーも 30 人以上の取締役を擁していたが、これだけの人数で実質的な議論を行うことは困難であった。

○取締役会改革の 4 つの柱と実効性向上への道筋

- 取締役会改革の主要なポイントとして四つの要素がある。
- 第一に、取締役会の構成の見直しである。これには社内と社外のバランスの見直し、多様性の確保、そして重要事項のモニタリングが可能な人材の登用が含まれる。1990 年代には多数の取締役を擁していたソニーや日立は、現在ではそれぞれ 10 人、12 人に削減している。ソニーは 10 人中 8 人が社外取締役という明確なモニタリングボード体制を採用している。
- 第二に、取締役会の議案の見直しである。従来は小規模な投資案件など執行に関する案

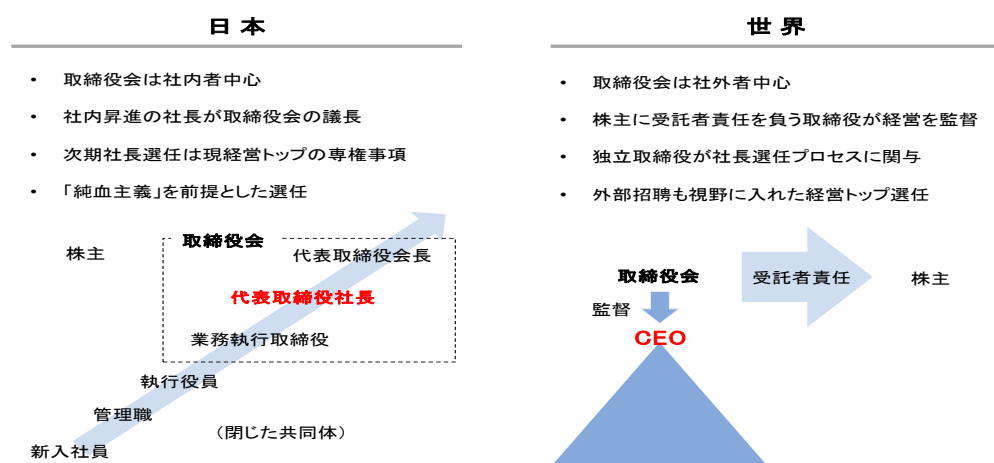
件も多く決議事項としていたが、モニタリングモデルへの移行に伴い、戦略的重要性の高い議案にフォーカスし、その他は報告事項として扱うようになっている。特筆すべき例として、ある売上 5 兆円規模の企業では、2,000 億円弱の設備投資が社長決裁事項となっており、取締役会では報告事項として扱われている。

- 第三に、社長選任プロセスの改革である。これはガバナンス改革の「1 丁目 1 番地」と言われており、取締役会や指名委員会がどの程度関与するかについて、日本企業の間で様々なアプローチが見られる。2018 年のコーポレートガバナンス・コード改訂では、「CEO を解任するための客観性・適時性・透明性ある手続きを確立すべきである」という文言が加わり、多くの人に衝撃を与えた。
- 第四に、取締役会実効性評価の活用である。取締役会の自己評価を通じて機能強化を図る必要があり、取締役会の実効性を高めるための不断の努力が求められる。

○経営者選任の重要性と必要な資質

- アメリカの経営学者による ROA と様々な要因の分析によると、誰が経営をするかが最も大きな影響を与えることが示されている。日立などの具体例でも、経営者の交代により業績が劇的に変化することが確認されている。企業が属する業界や業界内での地位も重要だが、経営者の影響力の方が大きく、しかも業界や業界内地位と比べて経営者は比較的容易に変更できる要因である。
- 経済同友会でも、数十年前から次世代経営者の育成は重要な課題とされてきた。重要なのは、「優秀な管理職必ずしも優秀な経営者ならず」という考え方である。優秀な経営者として思い浮かべる人物、例えば孫正義氏、ユニクロの柳井氏、NIDEC の永守氏などの特徴として、「人に深く触れることを恐れない」「衝突を恐れない」「明言する」「変化の推進者である」といった特性が挙げられる。
- 一方、優秀な管理職は「人の感情には踏み込まない」「衝突を回避する」「明言を避ける」といった特性を持つ。かつての日本における社長の選任では「みんなの評判が良い」「調整型でバランスが良い」ということが重視されていた。しかし、現代の環境では、自分の信念を曲げずに、時には非情な決断ができる事も必要である。

経営構造の違い(日本 vs. 世界)



○指名委員会の実効性と経営者育成の課題

- 日本企業における指名委員会の本格的な運用は、ソニーや日立などガバナンス改革が進んでいる企業でも、長くても 10 年程度の取り組みである。ただし、この 4-5 年で指名委員会の機能が定着してきた企業もあり、そこでは主に五つの重要なポイントが見られる。特に重要なのは、経営と経営人材に対する知見、精神の独立性、謙虚さ、責任感などの質を備え、CEO 選解任の議論ができる指名委員の確保である。
- 素晴らしい取り組みをしている企業もある。ある会社では、1 年以上かけて指名委員会の委員が候補者のメンタリングを実施していた。年に 4 回程度、一対一で食事をしながら、その人の価値観や人格形成過程まで含めて話を聞き、本当にその会社を任せられるかどうかを見極めていた。
- 欧米との比較では、興味深い点がある。よく「欧米では CEO を外部から採用する」と言われるが、これは誤りである。日本企業の社長の 97%が生え抜きで 3%が外部からの採用であるのに対し、北米でも 80%は内部昇格である。大きな違いは、複数の企業での職務経験を持っているかどうかである。欧米の経営者は、複数の異なる企業文化を経験することで、個人として多様性を獲得している。

マネジメントボードとモニタリングボード

コーポレートガバナンス改革は、マネジメントボードからモニタリングボードへの移行を要請

	マネジメントボード	モニタリングボード
重点	意思決定機能	監督機能
執行への権限移譲	少ない	多い
意思決定速度	遅い	速い
付議議案の種類	決議事項が多い	報告事項が多い
取締役数	多い	少ない
社内・社外比	社内が多い	社外が多い

©2024 Board Advisors Japan, Inc. | 9

○監督と執行の両輪改革による企業価値向上

- 企業価値の向上は基本的に経営者次第であり、それゆえに経営者を監督する取締役会の強化が必要である。監督機能と執行機能は車の両輪であり、両者の同時改革が重要である。ソニー・日立や、荏原製作所などは、ガバナンス改革と執行の改革を同時に進めており、3 社ともガバナンス関連の受賞実績がある。
- 経営者がリスペクトしない独立社外取締役は無力であり、監督と執行の相互信頼関係が

極めて重要である。監督側が「我々は監督している」という上から目線の傲慢さを少しでも見せれば、執行との信頼関係には揺らぎが生じる。

- 全体としては約8割が形式主義的な対応に留まっているが、上位 2 割程度の企業は良い方向に向かっている。重要なのは、現在の取締役が次の社長として適切な人材を選べるかどうかである。正しいリーダーを選ぶことに今後 10 年間フォーカスすれば、日本企業の状況は改善する可能性がある。

以上

特別セミナーなど

シンポジウム(パネルディスカッション)	51
KKR 特別セミナー	59

企業変革委員会シンポジウム：パネル討議 「企業パーパスをプロフィットにつなぐ」

モデレーター：

- 川崎 達生氏(ユニゾン・キャピタル 取締役会長 パートナー/企業変革委員会 委員長)

パネリスト：

- 徳成 旨亮氏(ニコン 代表取締役社長執行役員 COO CFO CRO)
- 南 昌宏氏(りそなホールディングス 取締役兼代表執行役社長)
- 三瓶 裕喜氏(アストナリング・アドバイザー 代表)

～ポイント～

- 経営者・投資家がお互いの時間軸のズレを理解し、対話していくことが必要である。
- 企業パーパスの実質化には、パーパスから利益への「接続不良」の解決が重要課題であり、投資家と企業の双方向からのアプローチにより、パーパスと成果を結びつける必要がある。
- 資本効率向上においては、事業ポートフォリオの見直しで内輪の論理に陥りがちであり、ファクトベースでの収益性分析と競合他社との比較による真の競争優位性を見極めが求められる。
- 企業価値向上のガバナンスでは、財務・ファイナンス系のスキルを持つ社内外取締役の不足が課題であり、将来志向のスキルマトリックス設計と投資家との直接対話が実効性向上の鍵となる。
- 経営者と投資家の時間軸の違いや資本主義観の相違を認識した上で、長期的なパッションを持って事業戦略を説明し続けることが、真の価値創造に向けた相互理解を深める。



○パネリスト自己紹介と問題提起

(川崎委員長)

- 本日は「企業パーパスの実質化」、「資本効率の向上と非財務への投資」、「企業価値向上のガバナンス」という三つのポイントに論点を絞り、経営者と投資家双方の視点を踏まえたディスカッションを行いたい。まずは各パネリストから自己紹介をお願いしたい。

(徳成氏)

- 私は三菱 UFJ 信託銀行に入り、投資家サイドにいた。その後三菱 UFJ 銀行の CFO を 5 年間、ニコンの CFO を 4 年間務め、今年 4 月から社長に就任した。2 社とも PBR1 倍割れの期間が長く、PBR1 倍割れ企業の CFO としてこの 9 年間何に悩んでチャレンジしてきたかについてお話できればと思う。

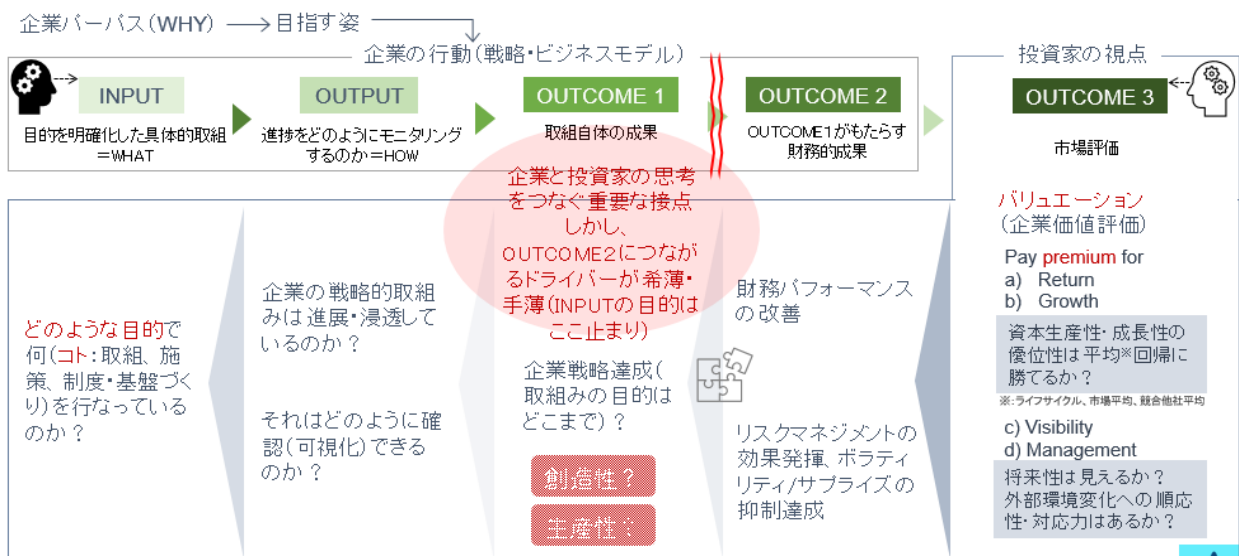
(南氏)

- りそなグループは、地域とリテールに軸足を置く、信託・不動産併営のリテール金融グループです。2003 年以降、新生りそなグループとして、様々な改革を断行してきたが、昨年 20 年の節目を迎え、改めて、第 2 の創業という思いをもってリテールのフロントランナーを目指す。

(三瓶氏)

- キャリアの前半は日本の金融機関で海外企業への投資、後半は外資系で日本企業への投資を行ってきた。今日の課題三つについて投資家の視点から問題意識を披露したい。
- まずパーパスとプロフィットを繋ぐことが非常に難しい。企業は左から右へパーパスから投資、アウトプット、アウトカムと進むが、大体真ん中で止まっている。一方投資家は右から左に財務

パーパス(Why we exist)と企業価値の接続不良



結果から要因・再現可能性を探っていくが、やはり真ん中でわからなくなる。本来はトンネルを両方から掘って繋げるべきだが、現状は接続不良が起きている。

- 資本効率については、多くの日本企業で 4 象限の事業ポートフォリオ分析を行っているが、ファクトベースではなく希望でプロットしているケースがある。また、社内で規定したハードルレートを超えれば合格という発想が多いが、投資家からすると競合他社との比較で競争優位性があるかが重要である。

○企業パーパスの実質化への取り組み

(川崎委員長)

- 接続不良というキーワードがあったが、これが起きないようにするにはどうすべきであろうか企業側の視点からご意見をいただきたい。

(徳成氏)

- 日本企業の問題は、グローバル投資家のレーダーに捉えられていないことにある。低成長国の企業である、という自己認識を持ち、投資家の目に止まる方策を考えねばならない。ROE×PER の積である PBR を高めるためには、将来性・PER を訴求することが重要。
- 三菱 UFJ の場合、利益のうち 3 分の 2 を海外で稼ぐ「グローバル金融機関である」と自己アピールした。また、ビジネスの面でも、子会社であるアメリカのユニオンバンク、タイやインドネシアの銀行のような商業銀行業だけでなく、モルガン・スタンレーなどへの投資により、資産運用業や投資銀行業にシフトしていることをアピールしてきた。
- 現在のパーパス「世界が進む力になる」は、お客様の成長のために金融業を営むという考えからきている。例えば、日本企業の海外 M&A を一流のサービスで支援したいという強い思いがあり、それをモルガン・スタンレーの出資で実現した。
- 東南アジアの銀行買収は、顧客である日本の中堅中小企業にとって東南アジアが生産基地や販売先であることから、地場通貨での顧客支援を目指したものだ。これらの例のようにパーパスと実利の接続のストーリーが重要だと考えている。

(川崎委員長)

- パーパスを内部に浸透させ、中堅の方々もそれに合わせて活動していくという点はいかがか。

(徳成氏)

- ニコンでは、「光の技術と精密技術で、環境課題・社会課題の解決に貢献しよう」と社内に言っている。例えば、半導体露光装置等で用いている光を操る技術で、飛行機の表面をサメ肌加工にすると空気抵抗が 2%減り、ジェット燃料代節約と CO2 削減が可能だ。ANA や JAL と実証実験に取り組んでいる。
- また、少子化への対応としてニーズが高まっている顕微授精に特化した顕微鏡を開発した。各事業部に自分たちの技術で世の中に貢献できることを考えさせ、中期経営計画に組み込

んでいる。社会のサステナビリティに貢献するビジネスは持続可能性が高く自社のサステナビリティに繋がる。サステナビリティと成長戦略と同期させ、一体のものとして展開している。

(南氏)

- 昨年、「金融+で、未来をプラスに。」という新しいパーパスを掲げた。これは、再生から成長へのギアチェンジを図るタイミングで、改めて、りそなグループの根底に流れる想いを再認識し、次世代に向けて言語化を行うプロセスでもあった。
- その原点は、「企業は、お客様や市場に価値を提供するのが存在理由であり、常に、社会に何をもたらすために存在するのかという基本命題をいつも正面に見据えながら、経営の原点に立ち返る必要がある」という、りそな改革を支えてきた想いにあるものと考えている。
- 今後、パーパスドリブンでの経営を軌道に乗せるために、まずは、パーパスの社内での深い認知と共鳴、そして実装の段階へと、着実にステップアップを図っていきたい。
- その第一弾として、まず、3 万人の役職員一人ひとりが、ワークショップ等を通じて、これまでの歩みや自らの価値観を改めて見つめ直し、グループのパーパスと個人のパーパスが共鳴する部分を見つけるための「3 万人のマイパーパス」運動を展開している。これは、一人ひとりが、「お客さまの未来を少しでも豊かなものにするために」一体何ができるのか、そして、自分自身が最も素晴らしいと思える仕事は何なのかを見つけるためのプロジェクトだ。
- そして、こうした先に、社員の意識の変化、行動変化はあるものと考えている。そして、自ら考え行動する。答えのないところに、自ら答えを探し続ける。そんな企業文化を育んでいきたい。

○資本効率向上への課題と対応

(川崎委員長)

- 内輪の論理という指摘があったが、改めて資本効率向上について投資家からの課題を伺いたい。

(三瓶氏)

- 経産省の事業再編実務指針で提案された 4 象限による事業分類が多くの会社の中期計画に載っているが、セグメント別のデータを見ると問題が見えてくる。各セグメント別の ROA を計算すると、セグメント合計では高いが連結になると半分程度に下がるケースが少なくない。これは消去項目や配賦されていない資産が大きいためで、セグメント別データを見ても実態が見えない。
- 4 象限で右上は良好、左下は課題があるとしているが、「この右上の事業は本当にそんなに高収益なのか」と疑問に思うケースがある。「この事業は 4 象限のここにあるべき」または「ここにあってほしい」という希望であって、現実の課題直視ではない考え方で図を使っているのがわかる。
- また、事業見直しで「細かく丁寧に見て、だめなものはやめた」と言われても、ニュースリリースを見てみると固定資産の 0.1% 程度の撤退で、全体への影響は少ない。社内で決め

たハードルレートを超えれば合格という発想だが、投資家は競合他社よりも強いかを見ている。

(川崎委員長)

- 世界中の投資家との対話を通じて、この資本効率向上をどう進め、どう説明するかについていかがか。

(徳成氏)

- 最近のキーワードは「ベストオーナーシップ」。自社がその事業を持っているのが本当にベストなのか、他にもっと適切な持ち主がいたら譲渡した方が、従業員にとっても世の中にとってもいいのではないか、と言うのが論点だ。一方で、日本企業は一般に事業譲渡には慎重だ。
- これは日本と欧米の資本主義や会社の定義が違うからだと思う。アメリカの投資家は、日本企業に対して、「なぜそんなに多くのビジネスを持つのか。企業は1つか2つのビジネスをやるのが望ましい。ポートフォリオを組むのは俺たちファンドマネージャーの仕事だ」と言う。一方、日本企業は、複数の事業を行い、事業ポートフォリオを組むことが、会社の安定に繋がる、という考えだ。
- 日本企業は、衰退ビジネスをやっている社員をリスクリングし業態転換や新規事業を行い、雇用を確保しようとする。一方、米国の投資家は、「不採算な事業は売却し、売却益で自社株買いして、資本や人材を市場に放出しろ」と言う。「そうすれば、流動化された資本や人材を活用して、新たな産業やスタートアップが勃興し、それで経済が発展する」という論法だ。
- こうした欧米の資本主義観や企業像を認識した上で、IR に臨まないと、すれ違いのまま終わってしまう。複数の事業を持っていることの合理性や、特定事業について自社がベストオーナーである理由を説明できる準備をすることが重要だ。
- 時間軸の違いも論点になる。ニコンで言えば、半導体露光装置もデジタルカメラも開発着手から事業として黒字になるまで 20 年かかっている。株主に対しては、研究開発型の企業として、世の中にないものを生み出すというミッションを果たすには一定時間がかかることを理解してもらう努力をする一方で、社内には「投資家の時間軸はもっと短く、そんなに忍耐強くはない」と早期ビジネス化を促進することが、CFOの役割だと考えている。

(川崎委員長)

- 銀行は資本の塊のような業態だが、資本効率と収益向上についていかがか。

(南氏)

- マイナス金利下において、銀行の PBR や ROE は大きく低下した。長期にわたる「金利のない世界」は、間接金融業にとって、想定以上に厳しい期間だった。過剰流動性のなかで

銀行のバランスシートは拡大する一方、運用サイドの金利が潰れたことで ROA も大幅に低下した。

- 今年 3 月、マイナス金利が解除され、国内にも、ようやく金利が戻るなかで、緩やかなインフレを前提とする新しい世界がゆっくりと動き始めている。
- こうしたなかで、国内預貸金利益を中心とする資金利益の拡大と、お客さまの困りごとを起点とするフィー収益の拡充という2つのエンジンを本格稼働させることで、もう一度稼ぐ力を取り戻したい。そして、同時に、次世代のリテール金融を支える構造改革を急ぎたいと思っている。

(三瓶氏)

- 時間軸について補足したい。投資家はスチュワードシップ責任を負って長期投資を促されており、イノベーションを支えるために長期投資をする責任がある。先ほどの 20 年かけて成就したお話を例にすると、「いずれ結果を出せばいい、20 年後に結果が出た」では市場で評価されないが、20 年かかることでも「こういうことを目的としてこれをやるぞ」とパッションを持って言い続けていると、本当に 20 年後にそうになったら「よくぞ実現した、先見の明があった」と非常に評価される。結果が出るまで黙っているのではなく、なぜ・何に取組むのかパッションを持って説明していただきたい。

○企業価値向上のためのガバナンス改革

(川崎委員長)

- 三つ目の企業価値向上のガバナンスについて、社外取締役の役割や課題について三瓶氏から問題提起をお願いしたい。

(三瓶氏)

- 最近スキルマトリックスの開示が進んでいるが、現状をジャスティファイするようなマトリックスが多い。本来は長期戦略があって、この戦略を見届けるためにはこういう社内外の布陣が必要だというので項目を決める。項目を将来志向で決めて、今埋まっていない部分を認識し、次の人選で変えていくべきだ。
- 一番チェックが少ないのが財務・ファイナンス系で、社内取締役 1 人と監査役 1 人程度しかない。サステナビリティやグローバルは全員に丸がついているが、財務となると極端に少ない。パーパスとプロフィットが繋がらないのもこういうところが原因かもしれない。

(徳成氏)

- その点は同意見である。投資家からの指摘を理解できるだけの資本市場に関する知見のある社外取締役が少なく、その結果、資本効率を意識した経営に至っていない日本企業が多いのではないかな。
- この点について、三菱 UFJ では、CFO 経験者を社外取締役に入れる工夫をしていた。日本企業の取締役会において、アナリストやファンドマネージャーの経験者や他社の元 CFO な

ど、資本市場や投資家の考えが理解できる人材がいることが重要だと思う。

- 日本では会社側がスキルマトリックスを作っているが、アメリカのユニオンバンクの取締役会では、社外取締役が自ら、取締役会の構成員に不足している知見を議論し、それを踏まえて自分たちの後任に求められる人物要件を定め、サーチ会社を使って候補者を選定し、面接していた。取締役会が「自立」し「自走」していることが、日本の取締役会との最大の違いだ。

(川崎委員長)

- 南氏の場合、2003 年から指名委員会等設置会社として様々な工夫をされていると思うがいかがか。

(南氏)

- 2003 年、邦銀初の指名委員会等設置会社に移行した。現在の取締役会の構成は、社内 4 人、社外 8 人で、取締役会の議長も社外取締役が務めている。また、指名・報酬委員会は、全員社外取締役で構成されており、社外取締役が極めて重要な役割を担うガバナンス体制を継続している。特に、指名委員会は、有事の際には、躊躇なく CEO を退任させることができる。それが最大のミッションだと考える。
- 重要なことは、機関設計や外形的な整理よりも、日常の運営のなかで実効性をどう引き上げていくかということ。そのうえで、人選と、人材の組み合わせが重要だと考えている。運営は大変だが、執行側と社外取締役との緊張感のある対話の中で、20 年をかけて地道に作り上げてきたガバナンス体制だ。
- また、サクセッションプランは、その選定や育成プロセス、運営に至るまで、負荷と労力を惜しまないものだ。社外取締役の方の関与も相当ある。最初に着手したのは、りそなグループの役員に求められる人材像の定義であり、これも社外取締役とも意見交換しながら一緒に作ってきた。
- 取締役会議長や3委員会の委員長による投資家等との直接対話など、オープンな運営も心掛けている。取締役会は、基本的に1時から始まるが、指名委員会や報酬委員会があるときには6時や7時まで、深い議論が続くこともしばしばある。

(川崎委員長)

- 取締役会の頻度について、毎月開催は大変ではないか。

(南氏)

- 取締役会は8月を除いて年11回やっているが、正式な議題はあまり大きくなく、フリーディスカッションという名のテーマ別ディスカッションが非常に多い。社外取締役の視点や知見を入れることに軸足が置かれている。

(徳成氏)

- 三菱 UFJ は、私が取締役の頃は、タイ人やアメリカ人の取締役がいたこともあり、原則として 3 ヶ月に 1 回で、モニタリングボードに徹していた。頻度が少ない代わりに日程は 1 日半に及んでいたし、監査委員会は頻繁に開かれていた。

(三瓶氏)

- 南氏がおっしゃった社外取締役の方が投資家と直接対話されているという話は非常に良いと思う。株主から負託されている社外取締役に何を期待しているのかを投資家がはっきりと直接伝えることによって、あっという間に会社のパフォーマンスが変わる。投資家はもっと準備をして社外取締役との面談を考えるべきだし、企業は投資家からの依頼があった場合には社外取締役との面談を OK していただきたい。

○総括：企業価値向上に向けて

(川崎委員長)

- 今日は極めてガバナンスが進んでいて、様々な事業展開をダイナミックに進められている両社の社長から多くの示唆をいただいた。やはり様々なズレが投資家と企業側であることは避けられないが、企業としてパーパスを持ってしっかりと運営することが大切であることは間違いないと確信した。
- 同時に株主を含む様々なステークホルダーに対して、メッセージを発し溝を埋めることも大事だと改めて感じた。経営者と投資家の時間軸の違いや資本主義観の相違を認識した上で、長期的なパッションを持って事業戦略を説明し続けることが、真の価値創造に向けた相互理解を深める鍵となることが明らかになったと思っている。

以上

特別対談:「助け合う」精神による経営からの教訓
～日本経営者は「コンフォートゾーン」から踏み出せるか～

モデレーター:

- 平野 博文氏(KKR ジャパン代表取締役社長/経済同友会企業変革委員会 委員長)

パネリスト:

- ヘンリー・クラビス氏(KKR 共同執行会長)
- 新浪 剛史氏(経済同友会代表幹事)

～ポイント～

- KKR は 1976 年に資本金 12 万ドルで創業し、現在は 4,100 名の従業員、628 ビリオンドルの運用残高を持つグローバル企業に成長。約束の遂行と相互尊重を重視する企業文化を確立し、全従業員参加型のオーナーシップ・プログラムを展開している。
- 日本は現在、米国外で最も投資したい市場として位置づけており、1970-80 年代の米国と類似する状況にあり、ガバナンス改革や経営陣の意識変化により大きな投資機会が存在する。
- コンフォートゾーンからの脱却が企業成長の鍵であり、年齢や経験に関係なく若手への機会提供と失敗を恐れない文化の醸成が重要である。日本企業も安住の地から抜け出す必要性を強調している。
- 企業文化の確立には適切な人材採用と継続的な価値観の共有が不可欠であり、ビジネス面での貢献に加えて企業文化への適合性を重視した人事評価システムを構築している。
- 人生における三つの「バケツ」(家族、ビジネス、慈善活動)のバランスが重要であり、80 歳でも現役を続ける秘訣として仕事を楽しみとして捉える姿勢と長期的視点を持つことが大切である。



○KKR の創業と企業文化の確立

(平野委員長)

- なぜKKRを設立したのか。当時、プライベートエクイティ業界は存在せず、どのような経緯で創業に至ったのか。

(ヘンリー・クラビス氏)

- 1976 年の創業時、ジョージ・ロバーツと私はベアスターンズでコーポレートファイナンスに携わっていた。当時は「プライベートエクイティ」ではなく「ブートストラップ・アクイジション」と呼ばれていた。
- 独自の道を歩むため起業を決意し、資本金 12 万ドルでスタートした。私とジョージは各 1 万ドル、ジェローム・コールバーグが 10 万ドルを出資した。当時 32 歳で 3 人の子供がおり、収入源がない状況だった。
- 8 人の個人投資家から各 5 万ドル、計 40 万ドルを調達し、残り 10 万ドルは案件手数料で賄う計画を立てた。資金不足から、利益配分は 20% を選択せざるを得なかったが、これが今日の業界標準となっている。
- 現在の日本企業は 1970-80 年代のアメリカの状況と類似点が多い。ガバナンスや株式持ち合い、人間関係の面で似た課題がある。私たちは企業価値の向上と改善を重視し、5-10 年の長期的視点で投資を行う。
- KKR はチームワークと協働を重視し、全従業員がキャリアインカムに参加できる仕組みを構築した。創業以来、3 名から 4,100 名の組織に成長し、25 のオフィスと約 628 ビリオンドルの運用残高を持つまでになった。企業文化の確立とその実践、従業員の理解を得ることが極めて重要である。

○日本市場への投資戦略と機会

(平野委員長)

- 現在 KKR が日本に注目している理由は何か。

(ヘンリー・クラビス氏)

- 日本は現在、米国外で最も投資したい国であり、次いでインドが続く。1978 年から日本を訪れ、様々な変化を目の当たりにしてきた。
- ある大手企業の CEO との会話が印象的だった。2,000 社の子会社があると誇らしげに語り、全てが中核的な事業会社だと主張した。この会話から大きなチャンスを感じ取り、日本のガバナンス体制の改善と経営陣の意識変化を確信した。
- 2005 年の東京オフィス開設時、10 年は大きな動きがないかもしれないと説明したが、5 年ほどでインテリジェンス社を買収し、その後日産、パナソニック、日立などの子会社を数多く買収してきた。
- 現在の日本は 1980 年代の米国を想起させ、これはチャンス进行意味する。ガバナンスの整備と長期的視点の経営、従業員への利益還元が確立されれば、理想的な投資先となる。
- 11 年前から「オーナーシップ・ワークス」プログラムを開始した。現在は全従業員の所有者意識を重視している。例えば、ガレージドア製造会社を 7 年間保有し売却した際、全従業

員に一人当たり 2 万ドルを還元した。これまでに約 12 万人が企業所有者となり、総額約 20 億ドルの価値を共有している。

○コンフォートゾーンからの脱却

(平野委員長)

- 「コンフォートゾーンを飛び出せ」という言葉にはどのような思いがあるのか。

(ヘンリー・クラビス氏)

- マサキ将軍は「安住の地から抜け出し、常に進化を続けなければいけない」と説いていた。アメリカでは失敗を恐れず、恥とも考えない。この文化は日本でも根付くと信じている。
- 私は常にチームメンバーに「コンフォートゾーンから踏み出せ」と言っている。投資家やマネージャーには好奇心が不可欠だからだ。若者からよく「どの学部に行くべきか」と聞かれるが、「歴史や文学を学び、思考力と文章力を養いなさい」とアドバイスしている。
- KKR では、ジョージ・ロバーツと共に「挑戦することの重要性」を説いてきた。全ての挑戦が成功するわけではないが、行動を起こさなければ何も分からない。KKR は 48 年経った今でもスタートアップの気持ちを持ち続け、毎日新しいアイデアを探している。
- 印象的だったのは、ロイ・ディズニーとの面会で、私の年齢や立場を一度も聞かれなかったことだ。純粋に関心を持っていることだけを評価してくれた。この経験から、KKR の社員たちにも同様の機会を与えている。「まだ若すぎる」という言い方は大嫌いで、重要なのは挑戦することだ。

○新浪代表幹事の体験談

(平野委員長)

- 新浪代表幹事もコンフォートゾーンから何度も出ざるを得なかったと思うが、ご自身の経験はいかがだったか。

(新浪代表幹事)

- 初職の三菱商事は最高のコンフォートゾーンだった。多くの人々にとって心地よい場所だったが、「これは私の人生ではない」と違和感を覚え、米国のビジネススクールへ進学し、自らのキャリアを切り拓こうと邁進した。
- その後、ベンチャー企業の経営に携わり、最終的に上場を果たし、株価が大きく下落していたローソンの経営を任された。13 年間ローソンに携わり、価値創造に注力してきた。
- その後、三菱商事復帰、政界進出、サントリー転身という三つの選択肢が考えられた。飲料食品業界について、全く知識がなかったが、最もコンフォートゾーンから離れた選択肢だと感じ、特に総額 160 億ドルのベーム社買収に関心を持った。自分でキャリアを決めることで、結果に後悔はないと考えた。

○日本の変化と投資環境

(平野委員長)

- 1976 年頃からほぼ毎年日本に来ているが、日本はどのように変化してきているか。

(ヘンリー・クラビス氏)

- 企業文化に重要な変化が起きている。2,000 社もの子会社を持つような状況から変化を起こせるようになり、ガバナンスが大きく向上した。まだ改善の余地はあるが、大きな進展があった。
- 資本市場も著しく発展した。インドや日本では銀行中心の経済システムだったが、現在では保険会社が多様な投資を行い、年金基金も代替投資を始めている。高齢化で労働人口が減少する中、投資からより高いリターンを得る必要性が高まってきたためだ。
- ビジネスに対する姿勢や行動が大きく変化し、新しいことに挑戦したい人々が増え、アイデアに対してもより開放的になっている。アジアで住みたい場所を聞かれれば、迷わず日本と答える。ビジネスチャンスが豊富なだけでなく、日本人の真摯さと誠実さが他に類を見ないからだ。

○ワークライフバランスと人生の優先順位

(新浪代表幹事)

- どうやってプライベートライフと仕事の両立をしているのか。80 歳でも現役の経営者を続ける秘訣は何か。

(ヘンリー・クラビス氏)

- 人生には三つの重要な「バケツ」がある。一つ目は家族で、妻、子供たち、6 人の孫たちである。ビジネスを始めた当時から、たとえ車の中での 10 分間でも、家族との時間を大切にしていた。
- 二つ目はビジネスである。生活は明確に区分けし、しっかりと休息を取ることを重視している。80 歳でもジムに通うのは、年齢は単なる数字だと考えているからだ。私にとって仕事は単なる仕事ではなく楽しみである。毎日が異なるチャレンジで、様々な分野や企業への投資が新鮮な刺激となっている。
- 三つ目のバケツは慈善活動である。妻とともに特に芸術と教育分野に力を入れており、「Sponsors for Educational Opportunity」を通じてマイノリティの学生支援を行っている。教育こそが気候変動などの問題解決にも繋がると考えているからだ。
- 長期的な視点で物事を考えることを心がけている。私は常にコップが半分入っているという考え方をする。自分がコントロールできることに焦点を当て、様々なノイズに振り回されないことが重要である。

○企業文化の醸成と人材育成

(ヘンリー・クラビス氏)

- 約 15 年前、全社ミーティングで企業カルチャーと価値観について初めて明確に説明した。私たちの価値観は単純で、約束は必ず実行し、自分が望むような扱いを他者にもする。
- 人事評価では四つのカテゴリーで評価を行っている。まずはビジネス面での利益貢献を見る。次に経営とリーダーシップの能力を評価し、そして企業文化と価値観をどれだけ理解し実践しているかを見る。最後に、ダイバーシティとインクルージョンへの取り組みを評価している。
- 企業文化を損なう人材は、たとえ大きな収益を上げていても去っていただいた。若手社員には「プールに投げ込んで泳がせる」ようにチャンスを与え、意見を述べられる環境を作ることが重要だ。失敗しても批判せず、再挑戦を促している。
- シニア職の採用には 25 回もの面接を行うこともある。これは企業文化への適合性を慎重に見極めるためである。パートナーとのディナーを通じて、ウェイターへの接し方や会話の様子、マナーなども観察している。些細に見えるこれらの点も、KKR の企業文化において重要な意味を持つ。

以上