

# ガバナンス・サミット 2025 開催報告書

2026 年 2 月

ガバナンス・サミット 2025 実行委員会

## 目次

ガバナンス・サミット 2025 開催概要 .....	3
実行委員長挨拶 .....	4
経団連会長挨拶 .....	6
基調講演 .....	8
ビデオ・メッセージ .....	16
講演 .....	34
「変化の時代に挑戦し続ける経営」	
パネルディスカッション .....	42
「混迷と分断の時代を乗り越えるコーポレートガバナンスの在り方」	

## ガバナンス・サミット 2025 開催概要

日時	2025年12月15日月曜日 13:00 開演 (12:30開場)			
会場	経団連会館 国際会議場(東京都千代田区大手町1-3-2)			
主催	経済産業省 一般社団法人日本経済団体連合会 ガバナンス・サミット 2025 実行委員会			
後援	金融庁 日本取引所グループ 東京証券取引所			
<p>実行委員長挨拶</p> <p>ガバナンス・サミット実行委員長 一般社団法人日本経済団体連合会名誉会長 榎原 定征 氏</p> <p>経団連会長挨拶</p> <p>一般社団法人日本経済団体連合会会長 筒井 義信 氏</p> <p>基調講演</p> <p>経済産業省 経済産業政策局長 畠山 陽二郎 氏</p> <p>ビデオ・メッセージ</p> <p>英オックスフォード大学 サイド経営大学院 教授 コリン・メイヤー 氏 (ビデオ・メッセージ)</p> <p>講演</p> <p>「変化の時代に挑戦し続ける経営」 ダイキン工業株式会社 代表取締役会長 兼 CEO 十河 政則 氏</p> <p>パネルディスカッション</p> <p>「混迷と分断の時代を乗り越えるコーポレートガバナンスの在り方」 TDK 株式会社 代表取締役 社長執行役員 CEO 齋藤 昇 氏</p> <p>株式会社野村総合研究所 代表取締役社長 柳澤 花芽 氏</p> <p>インベスコ・アセット・マネジメント株式会社 元 取締役運用本部長 兼 CIO 小澤 大二 氏</p> <p>経済産業省 経済産業政策局 産業組織課長 鯫島 大幸 氏</p> <p>東京都立大学大学院 経営学研究科 教授 松田 千恵子氏</p> <p>日比谷パーク法律事務所 パートナー弁護士 松山 邑氏</p> <p>(司会) 株式会社プロネッド 代表取締役社長 酒井 功 氏</p>				

## 実行委員長挨拶

ガバナンス・サミット実行委員長  
一般社団法人日本経済団体連合会名誉会長  
榎原 定征

皆さん、こんにちは。ご紹介いただきましたガバナンス・サミット 2025 実行委員会委員長の榎原でございます。皆様にはご多忙の中、このサミットにご参加いただきまして誠にありがとうございます。このガバナンス・サミットでございますが、先ほどご紹介いただきましたように、経済産業省、経団連、そしてガバナンス・サミット実行委員会が主催しております、金融庁、日本取引所グループ、そして東京証券取引所に後援をいただいている会合でございます。今回で6回目ということになります。会を重ねるごとに議論の内容が深まってまいりまして、我が国におけるコーポレートガバナンスの進展を示す場として定着してきているのではないかと思っております。皆様方のこれまでのご支援、ご協力に改めて感謝申し上げたいと思います。

日本のガバナンス改革でございますけれども、ご案内のとおり、2014年当時の安倍内閣の日本再興戦略で成長戦略の柱として位置づけられたことを起点とします。以降、企業の成長力強化、あるいはグローバル競争力の向上、あるいは攻めの経営への転換を目指して、官民が連携して制度改革を進めてまいりました。この10年余り、官民一体の取組みによりまして、改革の成果は着実に形となってきているのではないかと思います。一例を挙げますと、独立社外取締役が全取締役の3分の1以上という会社は、プライム市場上場企業ではほぼ100%がこの基準を満たしております。また、そのうちの100社超の企業では、社外取締役が取締役会の議長を務めているということで、取締役会の独立性とか監督機能が一段と高まっているということが言えると思います。改めまして、この改革の推進に尽力されてきた関係省庁、並びに企業経営者の皆さま方に敬意を表したいと思います。

前回のサミットから1年が経過したわけでございますけれども、日本企業を取り巻く環境は一段と不透明さを増しています。世界では地政学的な緊張の高まり、あるいは保護主義の台頭などによって、これまで国や地域を超えて共有されてきた価値規範、価値観が揺らぎ、まさに今回のテーマに掲げております、混迷と分断の時代を迎えているのではないかと思います。国内におきましても、金利や物価、あるいは人件費の上昇といった前提の変化に対応し、企業はビジネスモデルの再構築を迫られているのではないかと思います。不確実性が高まる時代においては、変化への感度を高めて、多様なリスクに臆することなく、リスクテイクとリスクヘッジを適切に組み合わせる経営が重要であろうと思います。その上で、自社のポートフォリオを柔軟かつ大胆に見直す、積極的に次の一手を打ち出す必要が求められると思います。そして、これらの取組みを強力に後押しするのが、迅速で質の高い意思決定を可能とする、いわゆる実効性のあるガバナンスということだと思います。

今日のサミットでは、これらのガバナンスを考える上で、特に重要と考える二つの視点を申し上げたいと思います。一つ目は、強い取締役会をつくるということあります。そして、その実

現に向けた経営陣の意識改革を実施するということあります。多くの企業がガバナンス体制の準備・整備を進めておりますけれども、仕組みを整えるだけでは経営の実効性、あるいは意思決定の質を高めることはできません。経営トップ自らが強いリーダーシップを發揮して、形だけにとどまらない改革を推し進めることが重要であろうと思います。そのためには、まず自社の取締役会に不足する資質、あるいはスキルを見極めて、それを補う社外の人材を積極的に迎え入れるということが必要だと思います。また、経営陣は取締役会を単なる報告、あるいは単なる承認の場に留めずに、会社の将来を左右する重要テーマについて徹底的に議論する、そういう場とすることが重要であろうと思います。むしろ成長戦略等の重要テーマこそが、社外取締役ならではの視点、異質な発想、あるいは異質な知恵・知見を引き出しながら、取締役会で徹底的に磨き上げるべきではないかと思います。経営に携わる皆様には、真に強い取締役会の実現に向けて率先して行動されることを期待したいと思います。

二つ目の視点は、ステークホルダーとの信頼関係の一層の強化です。企業が持続的な成長を果たす上で何よりも重要なのは、株主だけではなくて、従業員、顧客、あるいは取引先、地域社会など多様なステークホルダーとの間に信頼関係を築くということではないかと思います。そのためには意思決定プロセスの明確化、あるいは適切な情報開示によって、経営の透明性、あるいは説明責任を高めていくことが重要であろうと思います。特に経営者がステークホルダー目線で自社の成長戦略をわかりやすく、具体的に情報を発信する、ステークホルダーと真摯に対話をするということが極めて重要であろうと思います。また、社外取締役もステークホルダーと直接対話するということで、企業経営の透明性を高めることができるのでないかと考えております。各企業が多様なステークホルダーとの強い信頼関係に支えられて力強い成長を遂げられることを大いに期待したいと思います。また、このサミットがその一助となることを期待しているところでございます。

今日のガバナンス・サミットは、ご案内の通り、この後、経産省の畠山局長から基調講演をいただきます。その後、経団連の筒井会長からのご挨拶、オックスフォード大学のコリン・メイヤー教授からのビデオメッセージも頂戴します。その後、先進企業の事例として、積極的なグローバル展開と事業構造改革で大きな成長を遂げておられるダイキン工業の十河会長にもご講演をいただく予定をしております。その後、TDKの齋藤社長、野村総研の柳澤社長、他の方々にもご登壇いただきまして、パネルディスカッションを実施いたします。企業がこの混迷と分断の時代にどう対峙するか、いかに経営の舵取りとガバナンス改革を進めていくべきか、貴重なご示唆をいただけるものと思っております。このサミットが皆様にとって有意義なものとなることを、心から祈念いたしまして、開会のご挨拶とさせていただきます。ありがとうございました。

以上。

## 経団連会長挨拶

一般社団法人日本経済団体連合会会長  
筒井 義信氏

みなさんこんにちは。経団連会長の筒井でございます。ガバナンス・サミット 2025 の開催にあたり、主催者の一人としてご挨拶を申し上げます。

経団連は近年、成長と分配の好循環を掲げまして、企業に対して国内投資と構造的な賃金引上げを呼び掛けてまいりました。その結果、これは企業の皆様の多大なるご尽力のおかげをもって、民間設備投資は 100 兆円を超えるました。そして月例賃金は 2 年連続で、大手企業で 5%台、中小企業でも 4%台の引上げが実現をしております。

一方で、この米国の関税措置の影響、地政学リスクの高まり、資源の制約、環境社会課題の複雑化、こういった企業を取り巻く不確実性は一段と高まっております。リスクに対してレジリエントな経済構造を構築することが重要となっております。その中で企業自らがマインドセットを転換する、そして積極的に設備投資、研究開発投資、人的投資の拡大を通じて、自律的に価値創造に向けた取り組みを進め、中長期的な成長につなげていけるかどうか、今まさに極めて重要な局面を迎えております。経済の底力を示す潜在成長力は現在 0.6%程度にとどまっています。

経団連はこの潜在成長力を引き上げて、科学技術立国、貿易・投資立国による持続的な経済成長を実現して、2040 年に GDP1000 兆円を目指すことを打ち出しております。とりわけ、科学技術立国の実現を通じた競争力強化、これは我が国の最重要課題の一つであります。企業による設備投資、研究開発投資といった成長投資を強力に後押しをすべく、政府には大胆な税制措置等を求めております。

この成長投資を活性化する上で、実は今こそ企業のガバナンスの在り方が問われているといつても過言ではございません。ご案内のとおり、約 10 年前にコーポレートガバナンス改革は成長戦略の一環として始まりました。2014 年のスチュワードシップ・コード、翌 15 年のコーポレートガバナンス・コードの策定、それ以降、社外取締役の増加、政策保有株式の縮減、情報開示の充実、こういった様々な面で企業のガバナンス取組は大きく前進をしました。株価上昇をはじめ、日本市場の地位向上にも寄与する等、改革がもたらした成果については、私どもも評価しております。さらに、2023 年の東京証券取引所による資本コストや株価を意識した経営の要請を契機にして、ROE、ROIC、PBR、こういった指標を踏まえた経営が浸透しつつあり、企業の意識改革も進んでおります。

しかし、こうした形式面の整備が着実に進んだ一方で、依然として実質が伴っていない、あるいは企業利益が株主還元に偏重し、成長投資が十分に拡大していない、との指摘があります。また、短期的な利益の確保を求める一部のアクティビストや、形式的判断に依存するパッシブ投資家や議決権行使助言会社といった存在を背景にして、中長期の企業価値向上や稼ぐ力の強化に資する経営資源の配分が行われてこなかったとの指摘も寄せられております。

こうした課題認識を踏まえて、経団連は今月8日、持続的な成長に向けたコーポレートガバナンスの在り方に関する意見書を取りまとめて公表しました。本来あるべきコーポレートガバナンス改革は、規範の遵守を目的とするものではありません。あくまで健全で、持続的な経済成長を支える、自立的で主体的な企業行動を定着させるためのものであります。前方のスクリーンで概念図を投影しております。企業が設備、研究開発、人的資本、新規事業、こういった成長投資から生み出された付加価値やリターンを、株主投資家だけでなく、従業員や地域社会といった多様なステークホルダーに適切に還元し、これをさらに新たな投資へとつなげていく好循環を実現すること、これが極めて重要であります。このいわば投資牽引型循環構造がより確かなものとなれば、構造的な賃金引上げの定着や国内投資の拡大等が実現し、我が国経済全体の持続的成長につながると確信をしております。これからのガバナンス改革は、企業の果敢な成長投資への主体的、自立的な取り組みとともに、そうした企業の中長期の価値創造への挑戦を投資家が後押しするために必要な環境整備を基本とすべきと考えます。

コーポレートガバナンスの本質は、持続的な成長と中長期的な企業価値向上を実現することにあります。このことを踏まえて、本意見書では、企業と株主投資家、それぞれが直面する課題と果たすべき役割について、経団連の考え方を整理し、政府への要望と併せて提言をいたしました。まず、企業について最も重要なことは、経営者自らが目先の資本効率に偏りがちなマインドセットを転換し、積極的な成長投資へと本格的に舵を切る必要があるという点であります。そのために、経営者には、自社のパーカスと中長期的な成長の方向性を、経済的価値と社会的価値、この両面から価値創造ストーリーとして明示をすることが求められます。加えて経営者は、機会とリスクを踏まえながら、成長に向けて経営資源をどのように配分していくのか、その基本方針と優先順位を明確にし、株主投資家をはじめ、多様なステークホルダーに丁寧に説明することが必要です。すなわち、形式面を整えるだけの機械的なコンプライを超えて、企業自らの経営戦略や事業特性に基づき積極的にエクスプレインを行っていく。そういう姿勢が不可欠であります。こうした企業の説明能力を高めていくための環境整備の一環として、経団連は来年夏に予定されているコーポレートガバナンス・コードの改訂に向けて、コンプライ・オア・エクスプレインの対象となる補充原則の数を半減させる大胆なスリム化・プリンシピル化を要望しております。

また、取締役会には監督機能の強化に加えて、経営戦略や価値創造の遂行を支援する役割が期待されます。経営経験者を含む多様な知見を取り入れ、事業特性に応じた取締役会の構築を進めていくことが求められます。

株主・投資家には、経営側の方針を最大限尊重した上で、価値創造を共に創る、共創者としての役割を果たすことを大いに期待しております。投資判断においては、企業のパーカス、経営理念、ミッションや価値創造ストーリー、そして事業や業態の特性を踏まえた資本配分戦略への理解が求められます。また、議決権行使についても、短期的な指標や外部指標のみを機械的に用いるのではなく、継続的、建設的な対話の下で、企業の成長に向けた活動を汲み取った上で、自社の投資方針に基づいた主体的な行動が欠かせないということであります。議

決権行使助言会社や ESG 評価機関には、透明性、中立性、説明責任の強化を通じて、企業の実情や戦略を適切に理解した評価が行われる環境整備が求められます。

さらに、企業と投資家の対話の質を高め、真に価値創造を促す仕組みへと再構築する観点から、関連する法制度や政府の施策を見直していく必要があります。例えば、株主総会や情報開示の在り方をめぐっては、ハードローとソフトローを一体的に検討することが重要です。有価証券報告書の総会前開示については、形式的な前倒しではなく、議決権行使に必要な情報を柔軟に提供する形が望ましいと考えております。株主提案権については、議決権 300 個要件の廃止に加えまして、行使期限の見直しや業務執行事項に関する提案の制限などについても検討すべきであります。今後、企業、株主、投資家、政府がそれぞれの役割を全うし、中長期的な価値創造に腰を据えて取り組むことで、ガバナンス改革のさらなる進展が期待されます。

経団連としても、企業主導のガバナンス改革の推進に、精力的に取り組んでまいる所存でございます。最後に、本日のサミットの成功を祈念いたしまして、私からのご挨拶とさせていただきます。ご清聴ありがとうございました。

以上。

### 基調講演

経済産業省 経済産業政策局長  
畠山 陽二郎氏

皆さんこんにちは。ご紹介をいただきました経済産業省、経済産業政策局長の畠山でございます。本日はこの第6回のガバナンス・サミット 2025 に、このように多くの方にご参加をいただきまして誠にありがとうございます。今日させていただくお話、冒頭の榊原実行委員長と重なるところもあるかと思いますが、経済産業省として目指している経済産業政策の方向性のところから紐解きまして、お話をさせていただければというふうに思います。全体でございますけれども、まずどういう経済を目指していくのかということで、投資と賃上げが牽引する成長型経済、これをを目指していくということを明らかにしたいと思います。その上で今後の経済産業政策の方向性、やはり成長投資、これをより増やしていく必要があるということだと思っておりまして、この取組の方向性、そしてこのサミットのテーマでもありますコーポレートガバナンスをめぐる取組について紹介をするという順番でいきたいと思います。

まず日本経済の状況でございますけれども、ご承知のように 2000 年代以降、日本の GDP 成長率は、年平均で 0.6%しか成長していないということで、各国に比べて大幅に見劣りをしている状況でございます。1人当たり GDP を見ましても諸外国と比較して、日本だけが横ばい、ないし、時期を見ますと低下をしているというような状況になってございます。

4ページでは、その要因を載せておりますが、分解をいたしますと、まず、潜在成長率自体が各国に比べて低位になっております。左側のグラフは、黒いひし形が潜在成長率でございますけれども、2000 年代も 2010 年代も 0.5%程度ということで、各国に大きく見劣りをしております。潜在成長率を各項目の寄与度で分解をいたしますと、資本投入量と労働投入量と全要素生産性に分けられますけれども、緑の全要素生産性、これは他国と比べましても実はそれほど遜色はない、こういう状況でございます。それで青色の労働投入量、これは 2000 年代のところはマイナスが大きく出ておりまして、これは明らかに一つの問題ではあります、他方で他国も労働投入量はこれから大きく増えるということは、それほど想定されませんので、最大の違いは何かというと、この赤いところ、資本投入量だというふうに思っております。特に金融危機以降、多くの日本企業は投資をむしろ海外で拡大をさせておりまして、国内での投資は横ばいだということで、右側のグラフは、日本はこの 30 年間資本ストックが 1%未満でしか増えていないということを示しております、3%以上毎年毎年増やしている韓国あるいはカナダに比べると大きな差がついているということでございます。この間リーマンショック、あるいはコロナ危機などがありました、そういうところでも伸ばす国はしっかりと伸ばしているということが見て取れます。

5ページでは、研究開発投資あるいは人材投資といった無形資産投資も停滞をしていることを示すグラフを載せており、左側が研究開発投資に関するグラフでございます。研究開発投資を行っている上位 1000 社のデータでございますけれども、売上高に対する研究開発費の割合をとってみると、2004 年ですから 20 年前と 5 年前でビタッ 5%ぐらいで横ばいになっています。各企業のCTO の皆さんに、研究開発費をどうやって決めているのかということを聞くと、やはり売上高に対する比率で決めていることが多いということも伺っており、このような数字にもそれが如実に現れているというふうに見て取れると思います。各国をご覧いただきますと、この間研究開発の比率を伸ばしている、あるいは売上に対して比率的には下がっているところもありますが、それでも日本よりもだいぶ比率が高い状況にございます。しかも日本はこの間売上が、ここ数年は結構伸びておりますけれども、2020 年ぐらいまでは売上もあまり伸びていませんでしたので、結果として研究開発費自体があまり伸びていない、こういう状況になってしまっていました。さらに研究開発費 1 単位あたりの効率、それがその後付加価値にどれくらい結びついていくのかという、研究開発効率という指標がありますが、これも日本は、1990 年代は先進国トップだったのが、今やビリのほうになっているという状況でございまして、金額は増えていない、質は各国に負けているという状況が見て取れます。それから右側のグラフは人材投資でございます。これはOJT を除いておりますので、その分を加味すると、という議論はあろうかと思いますけれども、それでも人材投資の金額を売上高に対する比率で見ますと、やはり各国には相当見劣りをしております。この設備投資と研究開発投資と人材投資を我々は成長投資というふうに言っておりますけれども、各国に比べると見劣りをしているという状況でございまして、将来成長していくにあたって、必要な投資がきちんとできているのかというところに懸念を持たざるを得ない状況になってございます。

そうした中で賃金の状況はどうなっているかというのが、次の 6 ページでございます。左のグ

ラフが労働生産性、右のグラフが実質賃金の国際比較についてですが、実は労働生産性自身は毎年1%ずつ伸びているという状況でございます。一方で、実質賃金はずっと横ばいであり、賃金がなかなか上がっていないというのが見て取れると思います。

その要因ですが、労働生産性は、確かに1%ずつぐらいいは上がっておりますが、先ほどご覧いただいたようにレベル自体は各国に比べて低いということに加え、どうしても実質賃金が上がらないのは、交易条件が悪化しているからと、要は輸出の価格が上がらない一方で輸入価格が上がっているので、その分のマイナスで打ち消してしまって実質賃金が上がらないという状況になっております。これを克服するには輸出価格を上げることが一つであり、そのためには高付加価値化をしていく。そのためにも研究開発投資も増やしていくかなければいけない。こういうことだと思います。それからもう一つは輸入価格を下げていくということで、どうしてもその輸入の価格上昇の大きな要因として、エネルギーと食料がございます。食料はなかなか難しいかもしませんけれども、エネルギーの方は例えば省エネをもっと進める、あるいは別途取り組んでおりますGXの対応を進めることで、エネルギーの輸入価格は下げていける可能性があるので、こうした取組も進めていく必要があろうかというふうに考えております。

そうした中で国内投資を増やし、そして賃金を上げていくということで、成長型の経済をつくりていきたいということでございます。足元を見ますと、投資も賃上げも良い状況になってきております。これを我々は潮目の変化が起きているということで申し上げたりしておりますけれども、実は2021年から経済産業省でも経済産業政策の新規軸と銘打ちまして、民間事業活動の環境整備というところに留まっていた政策対応から、成長分野に民間事業者が投資をする取組を積極的にサポートしていくという政策転換をしております。政策的に言うと、研究開発と中小企業対策が主になりつつあった、大きな政府という議論の中で、そのような政策をどちらかといふと狭めてきたわけですが、それを転換し、むしろ積極的に生産設備に対する投資をサポートし始めており、特に予算面で言えば、大規模化、長期間化するということで政策も転換をしております。そのおかげもあり、8ページの左側のグラフの投資額で見ますと、2023年に、30年ぶりに100兆円の大台を超えるました。それで去年、それから今年もおそらく超えると思いますが、3年連続で100兆円を超えているという状況にございます。右側のグラフは賃上げの状況でございまして、春闘の結果ですが、これも2年連続で、これまた30年ぶりに5%の大台を2年連続で超えていると、こういう状況にございます。こうした潮目の変化、これをいかに継続していくのかというのが、今後の経済政策の大きなポイントになろうかと思っております。

9ページは国内投資について示しており、100兆円を3年連続超えて、すごく調子のいい状況になってきておりますが、他方で中身を見てみると、実際の製造業でいうと、生産力のプラスになっているかというと、必ずしもそうではないという状況で、生産量、生産能力はまだ緩やかに低下しているという状況です。何が起きているのかと言いますと、国内投資は増えている一方で、工事費、あるいは設備費の値段が上がっております。また、投資の内容を示したのが右側のグラフですが、維持補修目的の投資の比率が増えているということで、生産力の増加にはまだ至っていないということでございます。その生産力の増加を促し、それを成長につなげ

ていくためには、さらなる国内投資の増加が必要だという状況かと思っております。賃金の方も2年連続で春闘の回答は5%を超えるという状況で、いい状況になってきているわけですが、それでも昨年と今年を比べてみると、賃上げの状況が鈍化をしているという状況でございまして、これを続けていけるのかどうかという瀬戸際になっているという状況かと思っております。

そうした中で、トランプ関税の影響もあるのか、全産業で売上高の伸びが鈍化をしているというのが足元の状況でございますし、経常利益も増えたり減ったりということではあります、全体的な傾向で言いますと、やや低下をしているというところが見て取れるかと思いますので、しつかりこの国内投資と賃上げを継続し、増やしていく政策を打ついかなければいけないということだと思っております。12 ページの設備投資の状況を見ますと、足元では低下、鈍化をしているというのが見て取れます。

世界ではどうなっているかというと、13 ページにあるように、産業政策、通商政策が競争状態になっているという状況でございます。アメリカはトランプ政権になりまして、各国に関税を課しました。したがって各国からすると、特に製造業は自国でやるよりもアメリカに行って製造した方が有利になっていると、こういう状況でございますけれども、そのアメリカに投資した事業者、投資する事業者には、ものすごい税制優遇をするというのがトランプ政権でございまして、これはOBBBという法律が成立をしましたが、その中には設備投資につきまして、建物も含めて100%即時償却できるという税制措置が講じられております。したがって放っておくと、アメリカにどんどん投資が逃げていってしまう状況になっているので、日本でも即時償却の税制を要求しており、今大詰めに来ておりますが、何とか実現しそうな状況になってきております。ヨーロッパをご覧いただきますと、もともとは財政規律を重視して、むしろ財政で産業政策を打つということはやってこなかったところですが、近年その方針を変え、昨年出たドラギレポートが一つのきっかけになりましたが、その後クリーン産業ディールのような、要すればCO2あるいは環境対応をベースに自国、自エリアの競争力を高めていくという政策を矢継ぎ早に打っているという状況でございます。例えば、ドイツは、実は日本と並んで法人税率の高い国であり、G7の中でも実効税率が30%ぐらいあるのは日本とドイツだけ、他の国は大抵20から25%ぐらいでございますが、そうした中で、ドイツは2028年から5年間で1%ずつ法人税を下げ、実効税率は25%になるということになりますので、日本だけが法人税、独歩高という状況になってしまふことをどう見るかということが問われていると思います。中国はご承知のように、中国製造2025で、製造業で覇権を握るということでやってきている状況でございます。

そうした中で政策の方向性でございますが、投資あるいは賃上げを手控えするリスクがある中で、経済対策、あるいは補正予算、あるいは投資予算税制で、しっかりと投資と賃上げを活性化していく、増やしていくというメッセージを出していくことが大事だという状況になっています。16 ページでは、11月末に取りまとめた経済対策を紹介してございます。一般会計で17.7兆円、補正予算で18.3兆円になりますが、そういう大規模な経済政策、総合対策を講ずることになります。その主な柱は足元の物価対策、そして少し中長期的なところも睨んだ危機管理投資、成長投資、それによる強い経済をつくっていく、そして防衛力、外交力の強化ということで

ございます。詳細は 17 ページにございます。18 ページはその中の経済産業省の予算でございます。

19 ページは、成長投資と株主還元の状況を示したものでございます。冒頭申し上げたように、成長投資を増やしていかなければいけない、そして、それが増えてないという状況の中で、一方で企業の業績はそれなりに好調でございまして、そうすると、その好調な業績による収益、稼いだお金は一体どこへ行ってしまっているのかというところでございます。左側の欄のとおり、2024 年の株価は 39,894 円と高く、今は5万円前後で行き来をしている状況でございます。当然経常利益も膨らんでおり、現預金も増えている状況でございます。その一方で、真ん中の欄のとおり、欧米と比べて成長投資が少ないということで、研究開発、設備投資、賃金を含む人的投資をそれぞれ見ると、設備投資は売上高に対して横ばいなし減っており、研究開発費も横ばい。賃金は1割程度増えていますが、これは名目でございますので、実質はほとんど増えてないという状況でございます。それでは一体何が増えているのかというと、右側の欄のとおり、株主還元が相当増えているというのが数字として見て取れます。10 年前に比べますと、配当は8兆円から 25 兆円、自社株買いは3兆円から 17 兆円に増えております。もちろん株主還元をするというのは会社本来の目的でもございますので、悪いことではございませんが、成長投資をすべきときにも株主還元に回してしまってないか、こういったことはよく中身を見ていく必要があろうかと思っております。

20 ページでは、欧米に比べて低いというところの実際の数値の比較を示しておりますが、欧米は売上高に対して約3割の成長投資をしているのに対して、日本は2割を切って 17.7%しかないという状況にございます。ROEを見てみると、15 年間上昇しているという状況ではありますが、それでも足元アメリカの半分以下の水準ということになります。ROEを増やしていくためにはいくつか方策がありますが、当然これは自己資本が分母にあって、当期純利益が分子でございますので、分子を増やすという意味では、付加価値を高めて売上を増やし、その中で利益も拡大していくという方法もあれば、コストカットして利益を膨らませるという方法もあります。また、短期的にROEを良くするためには分母を減らす、自己資本を減らすという方法もあり、自社株買いなどはそのような方法のための手段として使われているという面も否定できません。むしろ、分子を増やしていく、しかもコストカットだけではなくて、投資を伸ばして付加価値を増やすことで利益を拡大させていくというところを積極的に進めていく必要があるのではないかと考えております。

そのためには、これまでROEだけで見ていた成長性の指標を、中長期でキャピタルゲインなども勘案できるようにTSRのような指標を入れてもいいのではないか、あるいは、成長投資を増やすような段階では欧米の企業もほとんど株主還元をしていないので、そういうときには成長投資のほうが株主還元よりも優先されるのではないかといったところのメッセージをしっかりと出していくことも含めて、経済産業省でしっかり政策対応を進めていきたいと思います。また、投資をしっかりとやっていくときに、ファイナンスがネックになることも結構ございます。日本はファイナンスで銀行融資の占める割合がすごく多くあり、リスクのある成長投資との相性がい

いかというと必ずしもそうではなく、各国を見てみると、そういうところは社債が引き受けているということもありますので、この社債市場の活性化もやっていく必要があろうかと考えております。それから、金融庁とも連携して、コーポレートガバナンス・コードの見直しを今行っていますが、やはり成長投資が大事だというメッセージは出していきたいと思いますし、スチュワードシップ・コードなども、中長期目線でエンゲージメントを行う、そういう行為を推奨するような見直しというのも考えていけたらというふうに思っております。足元では会社法の改正の議論も動いております。株主提案権の要件の見直しも含めて、この辺りもしっかりと中長期目線で企業が成長投資をしやすいような環境整備を進めていきたいと考えております。

最後に、コーポレートガバナンスをめぐる取組についてご紹介いたします。まず、日本企業の現状とコーポレートガバナンスの位置づけでございます。今年のガバナンス・サミットのテーマは、「混迷と分断の時代を乗り越えるコーポレートガバナンスの在り方」でございます。ここで掲げられたとおり、コーポレートガバナンスはまさに日本企業が自社の競争優位性を伴った中長期目線での成長戦略を構築した上で、事業ポートフォリオの変革、あるいは成長投資などのリスクテイクを果敢に実行するための「攻めの経営」の基盤であると考えております。コーポレートガバナンス・コードの策定などにより、社外取締役の人数や、指名・報酬委員会を設置した企業数は相当増えています。その意味で取組は着実に進んでおりますが、このような形式的な体制の整備にとどまっている企業も多いとの指摘もあるところでございます。また、欧米企業と比較しますと、日本企業全体のROEは低水準でございまして、企業の成長の源泉となる設備や無形資産への投資も、ここ 10 年間は横ばいという状況でございます。日本企業の「稼ぐ力」の強化、すなわち中長期かつ持続的な収益性、資本効率の向上につながるコーポレートガバナンスの取組を、一層進めていくことが肝要と考えております。

25 ページでは、取締役会において、独立社外取締役を3分の1以上選任している会社の割合を示しております。今年は 98.8%まで達しまして、ほぼ全ての東証プライムの上場企業が、独立社外取締役が3分の1以上を占めているという状況でございます。26 ページでは、指名委員会・報酬委員会を設置しているプライム市場上場会社の割合をそれぞれ示しております。設置割合はいずれも9割を超えてございます。ほとんどのプライム市場上場企業におきまして、指名及び報酬委員会が設置されているということが見て取れるかと思います。

27 ページでは、独立社外取締役、あるいは指名・報酬委員会の設置も含め、プライム市場の上場会社の 93%はコードの原則の 90%以上を遵守、コンプライしているという現状を示しております。中でも全ての原則にコンプライしているという企業は、3分の1程度ございます。その一方で、先ほどご説明したとおり、日本企業の設備投資、研究開発、及び人的投資は伸び悩んでいるという状況でございます。日本企業全体のROEも、先ほどご覧いただきましたように、2024 年は米国の半分以下という低水準に留まっておりまして、コーポレートガバナンスの実質化、つまり究極の目的である日本企業の「稼ぐ力」の強化はまだまだ道半ば、こういう状況かと思っております。コーポレートガバナンス・コードの各原則は、コンプライ・オア・エクスプレインが求められているところでございます。各企業が原則の内容を遵守するか、あるいは各社の経

営環境や経営戦略などの個別事情に照らして、遵守が適切でないという判断をするならば、それを実施しない理由を説明するということも想定をしているわけでございます。ところが実際には、このようなコードの趣旨を踏まえた検討を十分にせず、コンプライすること自体が目的化している企業も見られるという指摘もございます。積極的なエクスプレインは、形だけのコンプライよりも評価に値するケースも少なくない、こういう指摘もございますので、その意味では、こういったところについてもしっかりと検討した上で、各企業がご判断をいただくということが大事かと思っております。

中長期的な企業価値の向上に向けては、経営者が迅速果断な意思決定を行い、成長投資を実行し、グローバルな市場で売れるモノ・サービスを作るための環境づくり、すなわち、「稼ぐ力」の強化に向けたコーポレートガバナンスの実現に軸足を移していく必要があると考えております。この観点からは、企業は自社にとって最適なガバナンスの実現に向けて、ガバナンスの在り方を自ら議論し、取締役会とCEOをはじめ経営陣との役割分担を明確化した上で、それぞれの役割に応じた体制・仕組みを構築していくことが重要だというふうに考えております。そこで経済産業省は、昨年9月に、会社法の有識者に加えまして、経営者の方、それから投資家・株主の方にもご参画をいただき、「稼ぐ力」の強化に向けたコーポレートガバナンス研究会を立ち上げ、その成果として、今年4月に「稼ぐ力」のCGガイドラインを策定いたしました。このガイドラインでは、企業の「稼ぐ力」の強化に向けたガバナンスの取組を支援するため、ガバナンスの考え方や取組の進め方、検討のポイント、具体的な取組例を取りまとめております。

29 ページの図は、コーポレートガバナンスに関する法規制と、今回策定した「稼ぐ力」のCGガイドラインとの関係をわかりやすく示したものでございます。ハードローとして、一部には罰則もある会社法や金融商品取引法などがございまして、その下にソフトローながらコンプライ・オア・エクスプレインの対応が必要な上場ルールでありますコーポレートガバナンス・コードがございます。このコードは、抽象的な原則を記載したものでございまして、コードの内容を企業が実際に実践をしていただくための実務指針、例えばCGSガイドラインなどいくつかの実務指針を経済産業省で策定、公表してきているところでございます。今回の「稼ぐ力」のCGガイドラインも、こうした会社法やコードの内容を踏まえたものであり、これらの実務指針の一つとの位置付けでございます。すなわち、各企業が「稼ぐ力」強化のためのコーポレートガバナンスの取組や体制はどうあるべきか、それを検討し実践する際にご参考いただき、参考にしていただくものとの位置付けでございます。

また、このガイドラインの主要メッセージを抜粋したものとして、「稼ぐ力」を強化する取締役会5原則を併せて公表しております。その中身でございますけれども、この取締役会5原則は、「稼ぐ力」の強化に向けた経営を行う上で、取締役会が踏まえるべき内容をまとめたものでございます。原則の一つ目でございますけれども、これは自社の競争優位性を伴った価値創造ストーリーを構築することでございます。一般に、価値創造ストーリーの原案は、経営陣が策定するものでございますけれども、これをもとに取締役会でも議論を重ねていただき、株主や投資家との対話も行っていただき、これを磨き上げ、経営環境の変化に応じて価値創造ストーリー

を隨時アップデートしていただくことが重要だと考えております。原則の2から4では、原則1で構築した価値創造ストーリーの実現に向けて、成長投資などの具体的なアクションを進めいくために、経営陣が適切なリスクテイクを行うよう後押しすること、短期志向に陥らないように留意し、経営陣が中長期の目線で成長志向の経営を行うよう後押しすること、そしてマイクロマネジメントに陥らないよう、経営陣の意思決定過程や体制を見て迅速果断な意思決定を促すこととしております。これらを取締役会の重要な役割として示しているわけでございます。最後の原則5では、取締役会がCEOの指名や報酬を通じて、業績の評価を行っていただき、再任するか、不再任とするか判断することとしております。これらはあくまでもエッセンスを示したものでございまして、各企業におかれまして、議論を重ねて、具体的な形に落とし込んでいただくことが何よりも重要だというふうに考えているところでございます。

そして、31 ページでは、取締役会5原則に対応する形で、経営陣が取るべき行動もお示しをしているところでございます。CEOをはじめとした経営陣は、価値創造ストーリーの案を策定し、取締役会全体で議論して決定をしていただき、その実現に向けて事業ポートフォリオの組替えや成長投資などを実行していくことが重要だと考えております。その際、PLの視点だけではなくBSの視点、あるいはキャッシュフローの視点でも議論することが求められると考えております。原則3に対しては、短期的な成果を上げることに過度に意識せず、中長期目線で業務を遂行すること、あるいは株主還元につきましても、中長期的な成長による株主利益も考慮すべきことを掲げてございます。原則4に対しては、価値創造ストーリーの実行に向けて強靭な経営チームを組成すること、そして経営環境の変化も踏まえつつ、社内ののみの議論にとどまらず、多角的な視点で議論し、意思決定できる仕組みを構築することを掲げてございます。また、原則5に対しては、経営トップとして適切な人材を次のCEOとするための候補者の選定や、育成の仕組みを構築すること、あるいは取締役会から経営陣に対する評価結果を踏まえて、翌年度以降の業務を改善し、執行することも大事だということを掲げてございます。こうして掲げられた原則を現実に実行する際には、なかなか難しい面もあるとは承知しており、企業の皆様からもご指摘をいただいております。いくつか紹介しますと、社外も含めた取締役が会社法上の賠償責任を恐れて、大胆な設備投資に際して過度にリスクを指摘してしまう。こうした指摘もございますし、また、取締役が個別の業務執行の報告事項に忙殺されて、事業ポートフォリオの変革やM&A戦略などの大局的な経営戦略を取締役会でじっくり議論する時間が不十分である。こうした指摘もございます。また、長年続いた事業を撤退するのは実際には難しいという声も聞いております。それから社長やCEO、社外も含めた取締役について、個別にパフォーマンスを評価し、人事や報酬に反映させるのは、すぐには難しいという声もお聞きしているところでございます。経済産業省といたしましても、ガイダンスを作るだけではなく、実際に実行されるように、何がネックになっているかをつぶさに把握した上で、例えばですけれども、賠償責任の制限などが、会社法の改正などにも反映されるよう主張し、調整してまいりますので、何とぞ現場の声を寄せていただければというふうに考えているところでございます。

本日のテーマであります、この混迷と分断の時代を乗り越える。そのために求められるのは、

日本企業一社一社の成長戦略の構築と実行であります。そしてそのための中長期視点での成長投資が必要だと考えております。リスクに直面する日本企業の果敢な経営判断を支えるのは、「稼ぐ力」を高めるために一貫した考え方でのコーポレートガバナンスの体制、そしてその運用だと考えております。具体的には取締役会と経営陣がそれぞれの機能を十分に発揮できるよう、取締役会の議長や運営の在り方、あるいは社長、CEOを支える執行役員等の体制や経営会議の在り方などについて、「稼ぐ力」を高めるという目的に沿う形で構築し、実践し、不斷に見直しをすることが大事だというふうに考えております。「稼ぐ力」のCGガイダンス、取締役会5原則は、その実践を支えるものでございますので、社内の議論だけではなく、株主、投資家へのご説明の際にも、政府のガイダンスとして存分にご活用いただければと考えております。つい先日、このガバナンス・サミットの共同主催者の経団連からも、コーポレートガバナンスに関して、政府や企業に対する意見書が公表されたところでございます。多くの経営者の最新の知見が盛り込まれた意見書であり、経済産業省といたしましてもしっかりと受け止め、適切に対応していきたいと考えてございます。

結びになりますが、改めて経済産業省といたしましては、今後とも日本企業の成長投資を促進するため、コーポレートガバナンスの強化を含め、さまざまな政策を立案し実施することで、日本経済全体の持続的な成長のために、尽力していきたいと考えております。今日お集まりの方々にもぜひご協力をいただきまして、良い成果に結びつけていければと考えているところでございます。ご清聴誠にありがとうございました。

以上。

#### ビデオ・メッセージ

英オックスフォード大学 サイド経営大学院 教授  
コリン・メイヤー氏

Hello, my name's Colin Mayor.

It's my very great pleasure to be able to give this talk to you today.

こんにちは。私の名前はコリン・メイヤーです。

本日は皆さんにこの講演をお届けできることを大変うれしく思います。

Business is going through a profound change, the sort of change that occurs every 60 years,

現在、ビジネスの世界ではおよそ 60 年に一度訪れるような、大きな変化が起きています。

and the reason for this change is a growing recognition that while business is a source of

その背景には、企業活動が繁栄の源泉であり、国家の富の形成や世界的な貧困の解消に寄与し

prosperity, the wealth of nations, and the alleviation  
of poverty around the world,

it's also been associated with growing environmental  
degradation, biodiversity loss, inequality, social  
exclusion, and mistrust.

This slide here shows the level of trust in 28  
countries around the world,  
and you can see from it that levels of trust in Japan  
are comparatively low in relation to the other 28  
countries shown in this Edelman Trust Barometer.

And if one looks at the level of trust in employers in  
different countries as against business in general,  
then again there seems to be a rather low level of  
trust by people in Japan of business.

On the other hand, if you look at the trust that other  
people in other countries have of business in Japan,  
then you can see that actually Japan features  
extremely well in terms of the level of trust that  
other people in other countries have of Japanese  
business.

This is very important in thinking about the nature  
of the reforms that are currently under discussion in  
relation to corporate governance in Japan.

The issue that those reforms are designed to  
address concerns the low levels of growth,  
productivity, and international competitiveness of  
the Japanese economy.

And the governance reforms are seeking to help  
alleviate those problems

てきた一方で、

同時に 環境破壊、生物多様性の喪失、格差の拡大、社会的排除、そして不信の増大をもたらしてきたという認識が広がっています。

このスライドは、世界28か国における「信頼度」の水準を示したものです。

ご覧の通り、日本における信頼のレベルは、他の28ヶ国と比べて相対的に低いことが分かります。(エデルマン・トラスト・バロメーターによる)

さらに、「企業全般」に対する信頼度と「自分の勤め先(雇用主)」に対する信頼度を比べると、やはり日本では「企業全般」に対する信頼が低い傾向が見られます。

一方で、興味深いことに、海外の人々が日本企業に寄せる信頼のレベルを見ると、日本企業は非常に高い評価を受けていることがわかります。

このことは、現在日本で議論されている  
コーポレート・ガバナンス改革の方向性を考える上  
で非常に重要です。

これらの改革が意図しているのは、日本経済が抱える 低成長・低生産性・国際競争力の低下 という課題の解消です。

そのために、ガバナンス改革は以下のようないくつかの施策を通じて進められています：

through unwinding cross-shareholdings, and more active institutional investors and takeover markets, as illustrated for example by the Couche-Tard bid for 7i and Elliott's activist engagement with companies such as Kansai Electric and Tokyo Gas.

持ち合い株式の解消、より積極的に経営に関与する機関投資家の増加、そしてM&A市場の活性化、たとえば、クチュタールによるセブン&アイへの買収提案や、エリオットによる関西電力・東京ガスへのアクティビスト活動などが挙げられます。

The question that arises from these reforms is, can they be sustained together with the level of social harmony that exists within Japanese society? Can environmental interests be protected in the process?

しかしここで問われるのは、こうした改革が日本社会の持つ「調和」や「環境保全」といった価値観と両立できるのか、ということです。

Can these issues about social harmony and environmental interests be sustained in the face of populist agendas elsewhere?

他国で見られるポピュリスト的な社会の流れを前にしても、社会的調和や環境的利益を維持することができるのか？

And can the sorts of political and social divisions that are observed in other countries be avoided in Japan?

そして、他の国々で目にするような政治的・社会的分断を、日本は避けることができるのか？

This raises a question as to whether or not there may be another way of progressing in terms of balancing efficiency and social harmony.

こうした問いは、次の問題提起につながります。すなわち、効率性と社会的調和のバランスをとりながら進展する、別の道があり得るのではないか。また、そのようなバランスを実現するのに資するコーポレート・ガバナンスの仕組みは存在するのか。

It raises questions about whether there's a corporate governance system that can help to achieve this balance between efficiency and harmony.

Is there a better system of corporate ownership and what should be the role of government and regulation in this?

より良い企業所有の仕組みは存在するのか。そして、その中で政府と規制の役割はどうあるべきか。

Now to understand these issues it's important to appreciate the nature of fuel that drives business and government.

これらの問題を理解するためには、ビジネスと政府を動かす「燃料(原動力)」の性質を理解することが重要です。

Profit is the fuel that resources the activities of

利益は、継続的な企業活動の源(燃料)であり、

business and the incentive that mobilises both people in business and investors to invest in it.

また、企業活動に関わる人々や投資家を動かすインセンティブ(動機)でもあります。

Without profit there's no capital in capitalism. But we're misspecifying the nature of profit.

利益がなければ、資本主義に資本は存在しません。しかし、私たちはその「利益」というものの本質を誤って定義してしまっています。

It derives from the word the latin proficere perfectus to advance and progress and that's precisely where it should come from.

「profit」という言葉は、前進と進歩を意味するラテン語の proficere あるいは perfectus に由来します。

It should come from advancement and progress not from advantage or regress.

つまり本来、利益とは「前進と発展」から生まれるものであり、「他者を犠牲にする優位性」や「退歩」から得られるものではありません。

The obvious issue that this raises is to what extent is it then possible to ensure that there's an alignment between the profit that a company makes and the impact that it has on its customers, employees, societies and environment.

ここで明らかになる問題は—企業が得る利益と、その企業が顧客・従業員・社会・環境に及ぼす影響との間に、どの程度の整合性を確保できるのか、という点です。

And to appreciate this it's useful to look at the nature of the profit of a business.

このことを理解するためには、企業の利益の本質を見ることが有用です。

As we currently measure profit as shown in yellow here,

私たちちは現在、ここに黄色で示しているように、

we simply refer to it as the difference between the revenue or the income that a company generates and its measured costs, its labour costs, its supply costs and its capital costs.

利益を、企業が生み出す収入または所得と、それを生み出すために必要なコスト—すなわち労働コスト、調達コスト、資本コスト—との差として計上しています。

And the difference between the two are its measured profit.

つまり、この単純な収入(所得)と必要コストの両者の差が「会計上の利益」とされています。

But that doesn't account for the extent to which companies are employing people at below living

しかし、この利益の計上方法では、企業が生活賃金を下回る水準で人々を雇用している程度や、

wages, the extent to which it's employing people in the supply chain at below a fair trade price or the extent to which it is polluting the environment and emitting global warming gases.

And in particular it doesn't account for the costs of avoiding those detriments or where they occur, occurring the costs of cleaning up the mess.

In other words it doesn't reflect the true cost of a business.

As you can see from this if we account for the true cost then the just or fair profit that a company earns is less than the measured profit.

It's not just however a problem of an overstatement of companies profit.

it's also an understatement because the good that company does in terms of improving society, improving the environment and, for example, training and educating its workforce are not things that it can always earn revenues on

and therefore, capitalise in terms of greater value of the business.

Now we understand these as being what we term externalities.

They're external to the firm. They're due to market failures like competition policy and regulation

but I'd argue that in fact they're very internal.

サプライチェーン上で公正な取引価格を下回る条件で労働者を雇用している程度、さらには環境を汚染したり、温室効果ガスを排出したりしている程度を考慮されていません。

特に、こうした悪影響を回避するためのコストや、それらが発生した場合の社会コストも、計算に含まれていないのです。

言い換えると、現在の利益の定義は、企業活動の「真のコスト」を反映していないということです。

ここから分かるように、もし私たちが真のコストを考慮に入れるならば、企業が得る「公正で公平な利益(just or fair profit)」は、現在計上されている利益よりも小さくなるのです。

つまり、現在の利益概念は「過大評価」と「過小評価」の両方の問題を抱えているのです。

なぜなら、企業が社会を改善し、環境を改善し、そして例えば、従業員を訓練・教育することも、企業が常に収益を得られる活動とは限りません。

したがって、これらの活動は必ずしも企業価値の上昇に結び付くとも限らないのです。

私たちはこのようなものを、一般に「外部性」と呼びます。

それらは企業にとって「外部のもの」とされ、市場の失敗—たとえば競争政策や規制の限界—によって生じるものと理解されています。

しかし私は、実際にはそれらは非常に「内部的」なものだと主張したいのです。

They're intrinsic to the very drive of the fuel that motivates business namely profit

それは、企業を動かす燃料(原動力)一すなわち利益—そのものの本質に内在しているからです。

and so long as we misdiagnose the nature of the problem we fail to prescribe the right solution.

そして、もし私たちが問題の本質を誤って判断しているならば、当然、正しい解決策を導き出すことはできないのです。

So for example, competition encourages not a run to the top of good firms being driven out by better firms

たとえば、競争は本来、「優れた企業が、より優れた企業によって打ち負かされる」という、上方への競争を促すべきものです。

but good firms being driven out by bad firms as shown here,

ところが現実にはそうではなく、ここで示しているように、「良い企業」が「悪い企業」によって市場から打ち負かされる」という事態が起きています。

because the firms that do incur their true costs and earn a just or fair profit simply cannot compete.

なぜなら、真のコストを負担し、正当な利益を得ようとする企業は、それをしていない企業とは競争にならないからです。

against those that do not and this is something that leaders of business complain about all the time.

そしてこれは、経営者たちが常に口にしている不満でもあります。

They'd like to do the right thing but they simply cannot afford to do so because their competitors are not.

「正しいことをしたいが、そうする余裕がない。なぜなら競合他社がそうしていないからだ」と。

Now it's not just a problem about a failure of competition.

つまり、これは単に競争の失敗の問題だけではありません。

It's also about a failure of regulation because regulation simply raises the cost of business and stops it from doing things and this is highly controversial.

また、これは規制の失敗の問題でもあります。というのも、規制は単純に企業のコストを引き上げ、企業の行動を制限してしまうからです。そして、これは非常に議論を呼ぶ問題です。

People on the political left argue we need more regulation, better enforced regulation.

政治的に左派の人々は、より多くの規制や、より厳格に施行される規制が必要だと主張します。

People on the right say no no no that's an infringement of liberty and freedom. It undermines investment jobs and growth.

and that has been a source of much of the polarisation of both politics and societies around the world.

And I'd suggest to address this we really need to think beyond just regarding the failures as being market and policy in nature and external to the firm and recognise that what is required is to elevate the aspirations and ambitions of companies

From as I put it here, wading in the weeds of entanglement, exploitation and unjust enrichment from earning profits, from imposing detriments on others, to surfing the waves of initiative, innovation and inspiration, of earning even higher profits, this just profit increment,

from being able to capitalise on the benefits that they confer on others.

Now if one does that two remarkable things happen. First of all that competition instead of being a run to the bottom of bad firms driving out good firms does exactly what it's supposed to do

and good firms find that they're out-competed by even better firms  
that can earn that just profit increment by finding out how to capitalise on the improvements that they create

一方、右派の人々は、いやいや、規制は投資、雇用、成長を阻害し、自由や権利の侵害だと反論します。

この対立こそが、世界中の社会や政治の分断を生んでいます。

私は、これに対処するためには、単に失敗を市場や政策上の問題として、企業外部のものと捉えるだけでは不十分であり、必要なのは、企業の将来に対する熱い思いや志を高めることだと考えます。

ここで言うのは、企業を利害のもつれや不当な搾取、不当な利得の泥沼に留めるのではなく、「他者に害を与えることで利益を得る段階」から脱し、イニシアティブ、イノベーション、インスピレーションの波に乗り、さらに高い利益を得ること、

つまり、自らが他者にもたらす利益を見る化し「他者に価値をもたらすことで利益を得る」段階へと進化することです。

こうすることで、二つの顕著な変化が起こります。第一に、競争は「悪い企業が良い企業を淘汰する」構図から、「より良い企業が良い企業を超える」健全なものへ変わります。

つまり、良い企業はさらに優れた企業に競争で打ち負かされることを経験するのです。その優れた企業は、自らが生み出す改善をいかに活かすかを見出することで正当な利益を蓄積することができます。

and even more significantly the interests of governments in promoting social and environmental well-being are aligned with those of business in earning profits

so there's a natural partnership that arises between the public sector and government on the one hand and the private sector and business on the other and that is the source of how in practise companies are helped to be able to capitalise on these just profit increments

through government supporting business in the form of public procurement, licencing, charters and subsidies

and that these partnerships between business and government are essential to really successfully addressing the issues and the problems that we currently confront.

Now underpinning this of course is the notion of why we create businesses,  
why they exist, their reason for being, namely their purpose,

and what I'm arguing here is that profit is of course a critical element of what a firm does but it's not the purpose of business.

It derives from the purpose of the business and it should come from solving problems for others not creating problems from others.

さらに重要なことは、社会的・環境的な豊かさを追い求める政府の利益と、事業を通して得る企業の利益が一致する点です。

それは、一方では公共部門と政府、他方では民間部門と企業との間に生まれる協働関係であり、実際のところ、企業がこうした『公正な利益の増分』を活かすことを可能にする仕組みの源泉となっています。

具体的には、政府がモノやサービスの調達、免許や許認可、補助金などの形で企業を支援することによって実現されます。

こうした企業と政府のパートナーシップは、私たちが現在直面している諸課題や問題に真に効果的に取り組むために不可欠な要素となるのです。

もちろん、これを支えているのは、私たちがなぜ企業を創るのかという考え方です。  
つまり、企業が存在する理由、すなわちパーカスです。

ここで私が申し上げたいのは、利益はもちろん企業活動において極めて重要な要素ではあるものの、それ自体が企業のパーカスではないということです。

利益は、企業のパーカス追求の過程で生まれるものであり、他者に問題を引き起こして生み出されではなく、他者の問題を解決することから生まれるべきです。

as I say here the purpose of a business is then to produce profitable solutions not profiting from producing problems for others

and if that's the case then a profit automatically drives from solving not creating problems for others. The fundamental issue that this raises is that the purpose of a business is not something that is just associated with ESG.

It's not simply about raising the costs of a business it's about the fundamental driver of creating financial value for companies

but recognising that financial value comes from being able to seize the opportunities of solving environmental social problems of employer, problems of employees and customers

in a way that generates more value not less value for companies

so this is something that's increasingly appealing to business leaders and business owners for two reasons

first one it's about problem solving

and problem solving is at the heart of what a business does it's about what the strategy of the business is it's the basis of the board meetings of companies to address problems faced by their customers and their employees and their supply chains etc,

and secondly this is about how to create value from solving those problems

つまり、企業のパーカスとは、利益を上げるために問題を生み出すことではなく、利益を生む解決策を提供することです。

もしこの考え方が正しければ、利益は自動的に他の問題を解決することから生じることになります。ここで提起される根本的な問題は、企業のパーカスは単に ESG に関連するにかではないということです。

その問題は単に企業の ESG などに関するコストを上げることではなく、企業の財務価値を創出する根本的な原動力に関わる問題です。

財務的価値とは、環境的・社会的な課題—雇用主や従業員、顧客が抱える問題—を解決する機会を捉えることによって生み出されるものであり、

その活動を通じて企業の価値を減らすのではなく、むしろより大きな価値を創出することができる、という考え方です。

この考え方、いま多くの経営者や企業オーナーに支持されているのには、二つの理由があります。

第一に、問題解決に関わることです。

問題解決は、企業が行う活動の中心であり、企業戦略の核であり、取締役会で議論されるのも顧客、従業員、サプライチェーンなどが直面する問題に対処するためです。

第二に、それらの問題解決をいかにして企業の価値創造につなげて行くかという方法に関わることで

す。

so it appeals to chief financial officers and CEOs because it also appeals to investors as being a way of understanding what drives sustained long-term value creation in firms

これにより、企業の CFO や CEO だけでなく、投資家に対しても、企業の長期にわたる持続的な価値創造を生み出すものは何かを理解する手助けとなると考えられます。

and that then is a very powerful notion of saying that the purpose of business is not just something they do on the side something that looks good a form of corporate social responsibility

この考え方は、企業のパーカスは単なる片手間の企業活動や、見栄えの良い CSR のようなものではなく、

no it's absolutely core and fundamental to the heart of what a business does on a daily basis

日々の企業活動の核心であり、根本的に重要であることを示しています。

now I want to illustrate this in relation to a particular example the example comes from Danish pharmaceutical company called Novo Nordisk which makes insulin used in the treatment of diabetes.

これを具体例で説明します  
デンマークの製薬会社 ノボ・ノルディスク (Novo Nordisk) ですが、  
この会社は糖尿病治療に用いるインスリンを製造しています。

Novo Nordisk used to think that its purpose was simply to produce insulin and sell it at a higher profit as it could

かつてノボ・ノルディスクは、自社のパーカスは単にインスリンを生産し、できるだけ高い利益で販売することだと考えていました。

but then he realised that there was a problem with that purpose

しかし、その後ノボ・ノルディスクは、そのパーカスには問題があることに気づきました。

because 80 percent of type 2 diabetes is found in middle-income countries which could not afford to purchase this insulin

なぜなら、2 型糖尿病の患者の 80% は中所得国におり、その国々ではこのインスリンを購入できないからです。

So, it began to rethink what its purpose was and it concluded that its purpose was actually to help people treat type 2 diabetes

そこで同社は、自社のパーカスを再考し、本当の目的は 2 型糖尿病の治療を支援すること、

or even better to avoid getting it in the first place

あるいはさらに一歩進んで、そもそも発症を防ぐことだと結論づけました。

So, it started working with doctors and hospitals and universities with governments with local authorities and health workers to identify ways of being able to treat type 2 diabetes

そのため、同社は医師、病院、大学、政府、地方自治体、保健従事者と協力し、2型糖尿病のより効果的な予防と治療方法を見つける取り組みを始めました。

which might involve taking insulin but frequently did not.

場合によってはインスリンを使用することもありますが、多くの場合は使用しません。

And you might say well this is all very well and noble but didn't it fundamentally undermine the basic business model of Novo Nordisk of producing insulin and selling it as a higher profit as it could

「それは立派だが、インスリンを生産して最大限の利益で販売するというノボ・ノルディスクの基本的なビジネスモデルを根本的に損なうのでは？」と思うかもしれません。

and the answer is no its business has actually boomed on the back of discovering what its real purpose is

しかし答えはノーです。実際には、同社の本当のパスを発見したことでビジネスは大きく成長しました。

and it's boomed because in the process of establishing these relationships with governments and health workers with universities and doctors around the world

その成長の理由は、世界中の政府、医療従事者、大学、医師たちとの間に強固な信頼関係を築いたことにあります。

it became a trusted supplier of not just insulin but other pharmaceutical products and of advice to those parties

単にインスリンの供給者としてだけでなく、他の医薬品や医療アドバイスを提供する「信頼されるパートナー」として認められるようになったのです。

now I think there are three lessons that come from this

さて、ここから私は3つの教訓を導き出しています。

the first one is the importance of bringing real clarity to what the company that what the purpose of a company is

第一の教訓は、会社のパスが何であるかを明確にすることの重要性です。

the second is to understand that no company can solve major world problems on their own

第二の教訓は、どの企業も単独ではグローバルな大きな問題を解決することはできないということです。

they have to work in partnership with other companies with other not-for-profit organisations with the public sector in solving those problems

そのため、他の企業、非営利団体、公共セクターと協力して問題解決に取り組む必要があるということです。

and the third lesson is that if a company can do that and bring real clarity to its purpose and commit to the delivery on that purpose

第三の教訓は、もし企業がこれを実行し、自社のパーカスを明確にし、その達成にコミットできれば、企業にとって最も価値のある資産、すなわち顧客、従業員、サプライヤー、事業を行うコミュニティ、さらには政府や投資家からも「信頼に値する存在」として認められるということです。

then it creates the most valuable asset that a company can have and that is to be trusted to be regarded as being trustworthy by its customers its employees by its suppliers and by the communities in which it operates as well as its governments and investors

Now in Oxford we've been working with the boards of companies around the world and institutional investors to identify ways in which we can assist companies with implementing these problem-solving purposes

現在、オックスフォード大学では、世界中の企業の取締役会や機関投資家と協力して、企業がこうした問題解決型のパーカスをどう実現できるかを研究しています。

and we've come up with a framework which we call the SCORE framework  
where the five letters of the word SCORE stand for the key components

そして私たちは、SCORE フレームワークと呼ぶ枠組みを作りました。  
SCORE の 5 文字それぞれが重要な構成要素を表しています。

The first letter S is about simplify to simplify the company's purpose in the way in which Novo Nordisk did

最初の S は「Simplify(簡素化)」です。  
ノボ・ノルディスクのように、企業のパーカスを簡素化することを意味します。

and that involves going on precisely the sort of journey of discovery what the true problem-solving purpose of a business is

これは、企業自ら「本当の問題解決型のパーカス」を見つける探索の旅を意味します。

The second letter C is about connect, to connect that corporate purpose to the strategy of the business so that it's really core to the

次の C は「Connect(接続)」です。  
企業のパーカスを事業戦略に結びつけ、戦略が実行される包括的な枠組みの中の核心となるようにし

business and the overarching framework within  
which the strategy is implemented  
but it's also seeing the sense of connect to the other  
parties that the company has to work with in solving  
problems such as universities and doctors and  
governments and health workers in the case of Novo  
Nordisk

The third letter O is about ownership.  
The formal ownership of the company who are the  
main shareholders in the business  
but it's not just about the formal ownership of the  
company but it's about the notion of ownership of  
that corporate purpose by everyone in the  
organization

So, everyone in the organisation really understands  
the significance of that problem-solving purpose  
believes that it's a core driver of the business

and recognises their part in delivering on that  
profitably problem-solving purpose.

Everyone from the board to the shop floor should  
appreciate their role and that depends heavily on  
the values and the principles and the culture in the  
organisation

but it also depends on the fourth element and that  
is the financial incentives

the reward structure of people in the business their  
incomes their salaries their bonuses their promotion  
etc, they all have to be tied to the problem-solving  
nature of the business

ます。  
また、問題解決のために企業が協働する必要のある他者—ノボ・ノルディスクの事例においての大学や医師、政府、医療従事者など、とのつながりの重要性を認識することを意味します。

三番目のOは「Ownership(所有権)」です。  
企業の正式な所有者、つまり主要株主を指すだけでなく、  
むしろ、組織全体の一人ひとりが企業のパーカスを自分事として理解し、それを実現する責任と誇りを持つことを意味します。

つまり、組織内のすべての人が、この問題解決型のパーカスの重要性を本当に理解し、それがビジネスの中核的な原動力であると信じることが求められる、ということです。

利益を伴う問題解決を目指すというパーカス遂行における自分の役割を認識することが重要です。

取締役会から現場まで、誰もが自分の役割を理解する必要があります。  
これは組織の価値観、指針、文化に大きく依存します

さらに重要なのが四番目の文字「Reward(報酬)」、すなわち財務的インセンティブです。

つまり、社員の報酬構造(給与、ボーナス、昇進など)が、企業の問題解決型のパーカスに連動していく必要があります。

in the way in which Novo Nordisk tied incentives within its organisation to the extent to which the business was really succeeding in alleviating diabetes around the world

And the final letter E is for exemplify to bring that purpose to life through narratives and stories which demonstrate the success of the company and delivering on its problem-solving purpose but not only its successes but also its failures and the challenges it encounters in terms of achieving that because the problem-solving purpose has to be seen by everyone as being truly authentic something to that to which the whole of the business is truly committed if it's really to have an impact on the way in which the business behaves

Now a key element in terms of the delivery of the purpose is not only about these governance questions of how the operations within the business operates but also about this issue of the formal ownership of the company

In Japan, ownership has changed dramatically over the last 30 or 40 years

from being essentially an insider dominated economy which initially banks had a controlling shareholder in companies

to a period after the banking crisis in the 1990s where in place of the bank shareholdings there were cross shareholdings between companies

ノボ・ノルディスクでは、世界中の糖尿病患者の改善にどれだけ貢献できたかに応じて、組織内のインセンティブを結びつけていました。

最後の文字 E は「Exemplify(体現する)」を表しており、そのペーパスを実例として外部に積極的に公表することを意味します。

成功事例だけでなく、失敗や課題も含め、企業がどのようにしてペーパス達成に取り組んでいるかを物語(ストーリー)として発信することが重要です。

こうした物語を通じてこそ、企業のペーパスは本物として受け止められ、誰もが「このペーパスの実現に本気で取り組んでいる」と感じられるようになります。

それが企業行動に本当の変化をもたらすのです。

さて、ペーパスを実現するうえでの重要な要素は、企業内部の業務運営に関するガバナンスの問題だけでなく、企業の正式な所有構造の問題にも関わります。

日本では、この 30~40 年の間に所有権は大きく変化しました。

当初は銀行が企業の支配株主として関与する、ほぼ内部者主導の経済でした。

その後、1990 年代の銀行危機後の時期には、銀行保有株の代わりに企業間の持ち合い株式(クロスシエアホールディング)が広がりました。

and then over the last 20 or so years there's been a growing belief that those cross shareholdings have operated to the detriment of the performance of Japanese businesses by entrenching management in them and so the cross shareholdings have been gradually unwound

but in their place has come something that is instead of value destroying value creating and that is that the types of shareholdings by business in each other

Over the last few years have been much more strategic in nature designed to improve the performance of Japanese businesses and to promote the types of joint ventures that are needed to solve the types of problems that I've been describing here.

Alongside the emergence of these strategic investments there have been growing institutional and in particular foreign institutional shareholdings so that now the approximate distribution of ownership is 60 percent foreign institutional shareholdings in total and 30 percent insider ownership and in particular these strategic investments.

Now the significance of this type of shareholding can be seen in the context of the nature of the ownership of Novo Nordisk.

Novo Nordisk is listed on the New York Stock Exchange and the Danish stock markets and actively traded and some 70 percent of the capital of the company is in the hands of institutional and private

ところが過去 20 年ほどの間で、こうした持ち合いが企業経営を硬直化させ、業績を損ねているとの見方が広まり、その多くが解消されていきました。

その代わりに登場したのが、価値を破壊するのではなく、価値を生み出すタイプの企業間株式保有です。

ここ数年において、企業間株式保有はより戦略的な性質を帯びるようになり、日本企業の業績向上や、私が先ほど述べたような問題解決に必要なジョイントベンチャーの促進を目的とする形になっています。

それと並行して、特に外国機関投資家の保有比率が増加しており、現在の所有構造はおおよそ外国人を含む機関投資家が 60%、戦略的株式保有者を含む内部関係者が 30%を占める形になっています。

このような株式構造の意義は、デンマークの製薬会社ノボ・ノルディスク(Novo Nordisk)の所有構造と比較すると分かりやすいです。

ノボ・ノルディスクはニューヨーク証券取引所およびデンマーク株式市場に上場しており、活発に取引されています。会社資本の約 70%が機関投資家や個人投資家の手にあります。

investors.

However, there is also a large dominant shareholder in the form of the Novo Nordisk Foundation, a foundation that holds some 30 percent, the remaining 30 percent of the capital of Novo Nordisk.

However, although Novo Nordisk holds 30 percent of the capital it actually has nearly 80 percent of the votes in the company and the outside institutional and private investors only have 23 percent of the votes.

In other words, it's got a dual class structure which confers the voting control on Novo Nordisk.

The reason that this is very important in understanding the success of this business

and let me say for a period a few years ago Novo Nordisk was one of the most valuable companies by stock market capitalisation in Europe

When in the process of trying to treat two diabetes around the world it realised that weight was a critical factor and it stumbled across a weight losing drug called WegaV or semaglutide

which became a blockbuster that propelled Novo Nordisk into being one of the most valuable companies in the world.

This controlling shareholder by the foundation allows the company to keep focused on its long term problem solving purpose to ensure that that remains

しかし、ノボ・ノルディスクには大株主としてノボ・ノルディスク財団も存在しており、この財団が会社資本の残りの約 30%を保有しています。

しかし、ノボ・ノルディスク財団は資本の 30%しか保有していないものの、会社の議決権のほぼ 80%を実際に握っており、外部の機関投資家や個人投資家はわずか 23%の議決権しか持っていないません。

言い換えれば、デュアルクラス構造を採用しており、議決権のコントロールをノボ・ノルディスク財団に付与しているのです。

この点が、この企業の成功を理解する上で非常に重要です。

数年前の話ですが、ノボ・ノルディスクはヨーロッパで時価総額が最も高い企業のひとつでした。

世界中で 2 型糖尿病の治療に取り組む過程で、体重が重要な要素であることに気づき、偶然にも減量薬である WegaV(セマグルチド)を発見しました。

この薬は大ヒットとなり、ノボ・ノルディスクを世界で最も価値のある企業のひとつに押し上げました。

この財団による支配株主体制により、会社は長期的な問題解決型のペーパスに集中し続けることができ、これが企業の「北極星(羅針盤、揺るがない指

as the north star of the business

針)」として機能するのです。

and just to illustrate this although it was two years ago one of the most valuable companies in Europe

たとえば、2年前であっても、同社はヨーロッパで最も価値のある企業のひとつでした。

its share price then subsequently dropped by more than 50 percent as other competitors moved into the weight losing drug business.

その後、株価は他の競合が減量薬市場に参入したことで50%以上下落しました。

Now any company whose share price declines by 50 percent would normally be highly exposed to the engagement of hedge fund activists and hostile takers

通常、株価が50%下落した企業は、ヘッジファンドによるアクティビストや敵対的買収者の関与を強く受けやすいのですが、

but because of its long-term strategic shareholding, Novo Nordisk has been able to remain focused on its problem solving purpose

しかしノボ・ノルディスクは長期的な戦略的株主構成のおかげで、問題解決型のペーパスに集中し続けることができました。

and to then return to how does it really establish its ability to compete in what it's there to do and that is to solve problems of diabetes and weight around the world.

そして、改めて自社の競争力を確立する方法、すなわち世界の糖尿病や体重の問題を解決するという本来のペーパスに立ち返ることができたのです。

So this illustrates the importance of having at least some long-term committed controlling shareholdings

これは、少なくとも一部の長期的にコミットした支配株主の存在が重要であることを示しています。

and I would suggest that what is emerging as the 30 percent shareholding by corporate holding other corporates in the form of strategic investments can play this role of ensuring a commitment to long-term problem solving purposes in Japan as well.

さらに、日本でも、企業が他の企業に対して持つ30%の戦略的投資株式が、長期的なペーパスにコミットする役割を果たす可能性があると私は考えます。

But these outside institutional investors still play a critical role in terms of ensuring the success of Novo Nordisk

ただし、多数を保有する外部機関投資家も、ノボ・ノルディスクの成功を確実にする上で依然として重要な役割を果たしています。

because they exert pressure on the company to ensure that not only does it remain focused on its long-term problem solving purpose but that it is really financial value creating for them as well

and that sort of institutional engagement means that the presence of institutional investors should be critically important in Japan going forward as well

and there is a lot of evidence that for example the government pension investment fund has found in an analysis that covers some 27 000 engagements by 21 funds of GPIF external asset managers from 2017 to 2022 in which it found that engagement by outside investors had very significant effects on the performance of companies

in which they were engaging in virtually every area in terms of climate change in terms of board structure capital efficiency cross shareholdings diversity etc,

and that was true in large companies mid-cap companies and small companies and that furthermore the impact that those engagements were having were very positive in virtually every area significantly positive in terms of the performance of companies with which they were engaging

So what I want to conclude by suggesting is that there is a form of ownership and engagement that is emerging in Japan that could really provide the basis of that balance between efficiency and social and environmental harmony that I was discussing at the beginning

なぜなら、外部機関投資家は、企業が長期的な問題解決の目的に集中し続けるだけでなく、自身にとっても実際に財務的価値を生み出すよう圧力をかけるからです。

このような機関投資家の関与は、今後の日本においても非常に重要であるべきです。

実際、年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)の分析では、2017 年から 2022 年にかけて、GPIF が委託する 21 の外部資産運用機関による約 27,000 件のエンゲージメント調査で、外部投資家の関与は、企業の業績に極めて大きな影響を与えることが確認されました。

影響の対象は、気候変動対応、取締役会構成、資本効率、株式相互保有、多様性など、ほぼすべての領域に及びました。

これは、大企業、中型企業、小規模企業のすべてに当てはまり、さらにその効果はほぼすべての領域で非常にポジティブであったと報告されています。彼らが関与する企業の業績に対して、極めてポジティブな影響を与えていることが確認されています。

結論として私が強調したいのは、日本で新たに現れつつある企業の所有と経営関与(エンゲージメント)の形態が、冒頭で述べた効率性と社会・環境の調和のバランスを実現する基盤になり得る、ということです。

which comes from the coexistence of long-term committed investors such as the foundations in Denmark and the strategic investors in Japan who can ensure the problem-solving purposes of business together with the engagement that comes from outside institutional investors

that combination is a very powerful way of ensuring that the presence of the long-term objectives of companies is not lost at the same time as they pursue real financial benefit for their investors as well.

Thank you very much.

以上。

それは、デンマークの財団型投資家のように長期的に企業のパーカスを支える投資家と、日本の戦略的投資家、そして外部の機関投資家との共存によって成り立つモデルです。

この組み合わせは、企業が長期的なパーカスを失うことなく、同時に投資家に対して実際の財務的利益を追求することを確実にする非常に強力な手段です。

ありがとうございました。

## 講演

### 「変化の時代に挑戦し続ける経営」

ダイキン工業株式会社  
代表取締役会長 兼 CEO  
十河 政則氏

皆さん、はじめて。ダイキン工業の十河です。ガバナンス・サミット 2025、今年のタイトルは混迷と分断の時代を乗り越えるということで、榎原実行委員長の期待に沿えるお話ができるかどうかわかりませんが、この 14 年間経営トップを務め、その中で考え、学び、そして大切にしてきたこと、あるべき論というよりはむしろ実践してきたことを中心に、今からお話をさせていただきたいと思います。

大きく3つの章立てでお話しさせていただきます。まず、ダイキングループの概要について簡単にご紹介させていただき、次に、当社は昨年、お陰様で創業 100 周年を迎えて、この間、成長し続けてぐことができた、その原動力とは何か、そのポイントについてお話し、最後に、これから変化の時代にいかに立ち向かうか、僭越ではありますが、経営者としての心構えについて触れさせていただければ、と思います。

では、まず初めに、ダイキングループの概要について、簡単にお話しします。現在、当社グループは、空調と冷媒の両方を併せ持つ唯一のメーカーとして、地球環境対応と事業拡大の

両立を柱として、国や地域により多種多様なお客様の「次のほしい」を先取りし、「空気で答えを出す会社」として、人と空間を健康で快適にする製品・サービスの提供に取り組んでいます。しかし、もともとは、飛行機のエンジンを冷却する「ラジエーターチューブ」の製造会社として、1924年(大正13年)10月25日に大阪で創業いたしました。その後、冷媒用フロンやフロン式の冷凍機、そして業務用空調機を日本で初めて開発・販売し、1950年代から70年代にかけて、家庭用やビル用の空調機事業にも進出することで今の総合空調メーカーの礎を築きました。

続いて、現名誉会長の井上が社長に就任した1990年代の後半から一気にグローバル化を加速しました。それまでの輸出主体から、欧州、中国、アジアと各地域に自前の製造・販売拠点を広げていきました。同時に、買収による事業拡大も進めました。自前では不足している事業要素、例えば専門人材や技術、販売網などを補強するだけでなく、相手の持つノウハウと当社のノウハウを掛け算して新たなシナジー創出も狙い、世界中で展開しました。結果として、今では総合空調の域を超え、暖房、低温など業容の拡大も進めて、現在のグローバルグループを形成しています。

2025年3月末時点での連結会社数は約350社、グループ従業員は約10万人であり、事業売上の84%が海外事業です。そして、この20年間、増収増益基調を堅持していました。前年比で減益となったのは2000年後半のリーマンショック、2020年はじめのコロナ禍のみであります。2024年度の売上高は4兆7,523億円、営業利益は4,017億円と過去最高業績を更新、本年もさらなる増収増益をめざしています。

昨年の創業100年では、その節目にあたり、我々経営陣は1つの命題を自らに問いかけ、世界の社員に投げかけました。それは、『当社グループがこの100年間、どうして成長し続けてこられたのか』、『第二次大戦・オイルショック・リーマンショックなど多くの苦難を乗り越えて、今日の姿に発展してきた原動力とは何だったのか』、という問い合わせであり、そしてその解とは、諸先輩方が築き、脈々と受け継がれてきた「良き企業文化」や「ビジネスモデル・ノウハウ」ではないか、それらを競争力の源泉ともいるべき独自の強みとして活かし続けてきたからではないか、ということであります。

では、つぎに、こうした当社の独自の強みとは何かについて、少し触れたいと思います。

企業経営の基本は『自社の強みを活かして戦うこと』だと思います。したがって、折に触れ、独自の強みを見つめ直し、次の成長にどのように活かしていくかが重要だと思い、経営のかじ取りをしています。そして、経済や社会の構造が大きく変化していく中で、いかに進化させて、次の世代へ繋いでいくかが、我々経営幹部の使命であり、会社全体で取り組んでいく課題だと私自身は強く思っています。

ダイキンの強みとして、グローバルで展開している「事業モデル」と、企业文化としての当社独自の「組織・人材マネジメント」の2つの観点からお話ししたいと思います。

ダイキンの事業モデルの特徴は大きく3つ挙げられます。1つ目は専門的かつ幅広い商品力です。空調事業ではルームエアコンからアプライドと呼ばれる大型設備空調まで空調総合メ

一ヵとしての幅広い商品ラインナップであり、地域に根差したきめ細かく専門的な独自の販売・サービス網が特徴です。また、フッ素化学事業でも、ガス・化成品、樹脂、ゴムなど、顧客ニーズにきめ細やかに対応した品揃えが当社の強みです。2つ目は空調製品に代表される「開発」から「生産」「販売・サービス」までのバリューチェーンを自社グループ内で完結する「垂直統合型」の事業モデルです。3つ目は「地産地消」を柱とした国・地域毎の「自律分散型」の開発・生産・販売・サービス体制です。当社グループは世界を5つの地域軸に分けて、それぞれの国・地域内で自律的にオペレーションが完結できる開発・生産・販売・サービス体制を構築してきました。コロナ禍で世界的なサプライチェーンの分断が起こった際には、当社の海外拠点が自律的に連携して動き、いわゆる「供給切れ」を起こさずに済むという効果も発揮できました。

グローバル各地域で、現地の市場やお客様のニーズに対して、スピーディかつ的確に対応していく中で、相乗的に築き上げられたものだと認識しています。そして、こうした事業展開を可能にしているのが、当社独自の組織・人材マネジメントではないかと思います。

「企业文化は戦略に勝る」と言われますが、100年を超える長寿企業に共通するのは、プレない強い企业文化が組織のDNAとして刷り込まれていることです。創業以来の長い歴史の中で醸成されてきた価値観や行動規範などです。そうしたダイキンの企业文化に根付いた独自の人材・組織マネジメントについて、簡単にお話したいと思います。

1つ目は「人を基軸におく経営」であり、「性善説のマネジメント」です。「人を基軸におく経営」とは、「人の持つ無限の可能性」を信じ、「企業の競争力の源泉はそこで働く『人』の力である」、「従業員一人ひとりの成長の総和が企業の発展の基盤である」という信念のもと、働く人の意欲と納得性を引き出し、一人ひとりが自らの個性を磨き高め、能力を最大限に発揮して、成長することによって、組織としての力を徹底して高めていこうとする考え方です。

これは、一人ひとりの持つ多様な個性・強みを組織の力に活かす「ダイバーシティ・マネジメント」そのものです。経営が「人の営み」である限り、そこで働く人の意欲や納得性をいかに向上させるかを最重点におかない企業経営は成り立たないと私は理解しています。理屈では人は動きません。経営者の力量とは、どれだけ多くの人の共感を得られるか、それぞれの意欲を高めて一緒に戦ってもらえるか。そして最後は人間力ではないかと思います。

また、「性善説のマネジメント」も重視しています。一般論で言えば、人間であるかぎりミスを犯すものだという点で「性悪説」で監視するガバナンスを否定するものではありません。しかし、人の意欲を高めるとか、働きがいを与えるといった「攻めの経営」における組織・人材マネジメントに関しては、人の能力や可能性を信じる「性善説」に立つことが、個人のモチベーションを高め、能力発揮につながると考えています。そもそも、管理主義や性悪説では人は育たないのでないでしょうか。大事なことは、失敗をとがめず、「数を擊って失敗から学ぶ組織文化」を育むことではないか。社是に「進取の経営」と謳っており、昔から社員の自主性やチャレンジ精神を大事にしてきました。

2つ目は、オープンで柔軟な組織運営です。一般的に「組織から言葉を奪う」と、その組織は衰退に向かうと言われていますが、当社では、言いたいことが言える、自由闊達な風通しの良い組織風土を大事にしてきました。社是にも「明朗な人の和」と謳っています。ダイキンはそんなに優れた人材の集団でもなく、ブランド力に秀でているわけでもありません。しかし、「現場力」は強い企業だと思います。現場の社員が言いたいことを言い合い、主体的に課題解決に取り組む「現場力」が強みの1つではないかと思います。

これまでの成長発展の原動力は、現場主義が生み出すチームワーク、明るく挑戦的な組織風土にあると考えています。こうした組織風土を土台にした独自の組織運営の1つに、「フラット&スピード」と呼んでいる意思決定スタイルがあります。解決すべき課題があった時に、関係者全員が集まり、幹部・リーダーが現場第一線に入り込んで、社員の声をフラットに聞き、皆で侃々諤々の議論をした上で意思決定する。決まったことは議論に参加した全員が参画し、スピードに実行する。そして、役職や年齢にこだわらず、最もふさわしい人を「コアパーソン」としてチームリーダーを任せ、周囲の上司や同僚、部下が「サポーター」として支援していく。こうした「フラット&スピード」「コアパーソンとサポーター」といった当社独自の組織運営がメンバーの納得性を高め、課題に逞しく挑戦し続ける「現場力」の強さにも繋がっているように思います。

3つ目は、「決断力と実行力」です。世の中の変化を見据え、そこにチャンスを見出し、他より半歩・一歩先んじた新たな挑戦テーマを決める経営陣の決断力と、これを次々とスピードに実行し続ける現場の実行力のことです。まず、他より半歩・一歩先んじて新たな挑戦テーマを決める経営陣の決断力です。いかに、時代の変化、ライバルの動き、市場の変化、これらを読み取り、変化の先手、ライバルの半歩・一歩先をいく手を打ち続けられるかどうか。そのためにはアンテナを高く張っておくこと。さまざまな情報を掴み、そこから何をすべきかを想定し続けないといけません。その上でいかに勝てるシナリオをつくり、具体的に施策に落とし込むか。抽象論ではなく、仮説を明確にし、実行するためのアクションプランを具体的に描かなければ意味がありません。しかし、先手を打つ決断力だけでは成果は得られません。成長戦略を徹底的に実行し続ける現場の実行力がもう1つのキーポイントです。

もし「一流の戦略と二流の実行力」と、「一流の実行力と二流の戦略」のどちらかを選べ、と言われれば、間違いなく後者を選びます。戦略の検討と精査に多くの時間をかけても、まとった時には世の中が変化して戦略が古びているのではないか。むしろ戦略の大筋を皆で合意したら、まずそれが取り組む具体的なアクションプランを早急にまとめて、すぐに実行してみる、そして、市場・現場の反応を見て、柔軟にアクションを変えていく。あえてトライしてみる「挑戦」テーマも含めて、「前向きな失敗は咎めない」マネジメントによる、実行に次ぐ実行をしてきました。

以上のような、「現場密着の意思決定・実行」「性善説のマネジメント」などの当社独自時の経営の考え方、独自の強みを、コーポレートガバナンス運営にも活かしています。

ここで、当社のコーポレートガバナンスについて簡単にご説明します。当社のガバナンス機

関設計は、監査役会設置型です。取締役は全部で9名、うち社外は4名。社外取比率は44%。また、女性は2名、外国人は1名です。監査役は5名、うち社外は3名。過半数が社外です。また、女性が2名です。

当社のガバナンスにおいては、意思決定と業務実行のスピードを最重視しており、取締役が経営責任と業務執行責任の両面に責任を担う「一体型」運営を志向してきました。「一体型」において、取締役が担う「経営責任」とは、意思決定すると共に監督し、また執行を指導する責任のことです。同時に、「業務執行責任」とは、自ら現場・執行の第一線に入り込み、現実を直視した状況判断の上に立って、基本戦略を自ら立案・決定し、徹底実行する責任のことであり、社内取締役が執行役員を兼務しています。

一方、経営経験が豊富である社外取締役を複数配置し、独立の立場で業務執行をモニタリングし、意思決定に際して監督・助言することで、透明性・健全性の観点から「一体型運営」を支えています。また、社外が過半数である監査役による監査役会の監査を通じて、透明性・健全性の担保を図っています。「取締役」が、経営の基本方針を意思決定・監督する一方、執行を担う「執行役員」・「専任役員」が、CEOの指揮の下、この基本方針を踏まえて業務を遂行します。

ちなみに当社では、業務執行全体に責任を持つ「執行役員」とは別に、高度な専門性を要する特定領域のみでの責任と権限を有し業務のさらなる高度化を担う役員「専任役員」を配しています。近年、事業の規模や領域が広がる中にあって、執行体制を年々強化しています。まず、グループ経営全般における意思決定に責任を担うCEO(最高経営責任者)と、業務執行に責任を担うCOO(業務執行責任者)を置き、昨年から私十河がCEO、竹中がCOOを拝命しました。両者の役割分担を通じて、経営責任と業務執行責任の両面を意識しながら、経営判断・実行のさらなるスピードアップを図っています。

そして、取り組むべき各経営テーマを推進する幹部・リーダーとして、現在、執行役員34名、専任役員30名を配置しています。他社に比べて総数は多い方かと思いますが、取り組むべきテーマが多く、現場でスピーディに物事を決めて実行していくには必要な数だと認識しています。

「一体型運営」の一例としましては「合同役員会」があります。取締役会の運営にあたり、議題に応じて、執行テーマの責任者である執行役員や専任役員も全員同席し、本部と現場のフラットかつ侃々諤々の議論を通じて、衆知を結集してスピーディな意思決定を実施しています。執行役員・専任役員から、取締役・監査役に対して、執行現場の実態を踏まえた報告を直接行うことから、意思決定・監督の実効性を担保しています。一方、各執行役員・専任役員は、意思決定された内容だけでなく、議論過程で得た全社状況や他事業・他地域のノウハウなど、その場で聞いたことを自らの担当業務に迅速に反映し、執行の幅やスピードを高めて、成果の加速に結びつけています。

こうした経営の考え方、組織運営の取り組みについては、海外展開においても実践してきました。急速に拡大した海外グループ企業の運営においても、現地拠点の商習慣や文化を認

め、地域に密着したビジネスを展開できるよう積極的に権限移譲しています。現地化で「遠心力」を強め、海外事業のスピード展開を図りつつ、一方で現地に任せきりだとグループがバラバラになってしまふ恐れがあり、各拠点が同じ方向性をもって事業展開できるよう、「求心力」として、経営理念・経営の考え方や時々の経営方針も浸透させています。

一例を挙げますと、我々経営陣が、欧州、中国、北米、アジアなど主な海外主要拠点に出向き、現地幹部と対話する「地域マネージャーズ・ミーティング」を、毎年、夏から冬にかけて、世界10か所で開催しています。経営トップが各地域に実際に行って、現場を見て、現地から、事業報告に留まらず、展開上の悩み、決裁してほしいことについて直接話してもらい、その場で意思決定をして、現地事業の方向付けを行っています。

また、特に海外事業においてM&Aも進めてきました。この時も重要視したのは、相手との徹底的な対話を軸とした信頼関係の醸成です。全く組織文化が違う相手に対して、一方的な押し付けはせず、相手の要望や課題を聞き取り、できるだけ支援し、双方のWIN-WINの関係を築く努力を怠らないようにしています。お互いのどちらかを選択するのではなく、第3の道をあえて作ることも重要です。相互理解のもと、「遠心力」と「求心力」のバランスを図りながら、方向性を一つにした上で、結果的には、現地のさらなる成長を期待して、現地に任せてきたのが、今の姿ではないかと思います。

いくつか、当社の強みについてお話ししました。最後に、変化の激しいこれからの時代に、こうした強みをいかに進化させ、いかに経営のかじ取りをするか、私なりの時代認識と、思いについて、お話させていただきます。昨今、世の中の変化のスピードが速く、振れ幅也非常に大きいものがあり、まさに「変化の時代」であります。世界の政治・経済・社会のありようが大きく変化し、しかも「脱炭素」「グリーンテクノロジー」「環境経営」「ESG経営」などの言葉に象徴されるように、社会通念自体が以前とは様変わりしています。

そうした中で、例えば、投資家がESGの観点で投資先を選別する、消費者が環境に配慮した商品を購入する、若い世代が就職の際に企業の社会的責任を重視する、といったように、人々の企業に対する価値観が大きく変化しています。企業に求められるのは、収益を上げるという経済価値の向上だけではなく、環境価値や社会価値の向上であります。

そうした時代の潮流の変化を前に、当社グループは次の100年に向けて「何を生業にして稼いでいくのか」「世の中にどんな価値を提供していくのか」を決断し、実行していかなければなりません。

私なりの時代認識、今、当社が考えるべき視点をいくつか挙げたいと思います。1つ目は、当社のターゲットとなる消費者の価値観やニーズの変化です。消費者は、商品を「所有」することではなく、商品やサービスの購入によって得られる「体験・経験」に価値を見出すようになっています。こうした価値転換の時代には、例えば空調で言えば、市場に空調機器を提供するだけではなく、住宅やオフィス、病院や工場など用途毎・市場毎のお客様の課題やニーズに合わせて、例えば、エネルギー・マネジメントやデマンドレスポンスなど、環境・省エネへの対応、あるいは、快適かつ安全・安心な空気価値の提供なども含めて、様々なサービスを付加したソ

リューションを提供していくことが必要です。言い換えれば、消費者との接点をもっと広げることで、我々の持つ様々な価値を市場に提供し、社会価値を高めるチャンスを広げていかなければならぬと考えています。

2つ目は、企業を取り巻くメガリスクへの対応です。ご承知のように、昨今の企業は、様々なステークホルダーの動向に大きく影響を受け、自らだけでビジネスを開拓することができない時代であります。そして、自社だけでコントロールできない大きなリスクにも取り囲まれています。例えば、地球の温暖化対応リスク、サプライチェーンリスク、地政学リスクなどです。以前は特定的な地域の企業が、その地理的要因によって政治的・社会的・軍事的な緊張を受けるリスクでした。しかし、ウクライナ紛争や、イスラエルを中心とした中東諸国の連鎖的な抗争など、世界情勢は更に不安定さを増しており、地政学リスクも多様化する中にあって、世界で事業を開拓している企業の多くがこの影響下にあります。これから企業経営としては、常にいくつかのリスクシナリオを持ちながら、柔軟に行動を変化させる構えを用意しなければならないと感じていますが、当社ではこうした構えがまだまだ不足していると認識しています。

以上のような変化の激しい時代、先行きも不透明。先行きが分からぬ時に判断をするのは難しい。世の中の流れをどう見ていくか。その時にどう決断するか。新たな時代の経営のかじ取りにあたり、私自身の思いを述べたいと思います。

1つ目は、「解くべき問い合わせ」を立てる力を養うこと。企業経営において大事なことは「解くべき問い合わせが何か」を見極めることだと思います。そのためには常識的な分析や解説を鵜呑みにすることなく、自分の頭で考えて、考え抜くことが必要だと思います。凡庸な「問い合わせ」を立てても凡庸な「答え」しか生まれません。「解くべき問い合わせ」を立てるためには、時代の潮流の変化を読む大局観が求められます。経営幹部には「虫の目」、「鳥の目」、「魚(さかな)の目」という3つの目が必要です。「虫の目」というのは、近いところで複眼をつかって様々な角度から注意深く見る目のこと。具体的に言えば、現場に出向いて顧客や商品に直に接して、実態を掴むこと。「現場・現物・現実」を見据えた「三現主義」の実践に必要な視点です。

次に、全社的な観点から自社はどんな状況に置かれていて、何が最も重要な経営課題なのかを見定めるのが「鳥の目」に相当します。さらに、業界における自社の立ち位置や産業構造がどう変容していくのか。そうした潮流の変化(時流の変化)を掴むのに必要なのが「魚の目」です。これには時代認識や歴史観に裏打ちされた高い視座が求められます。「3つの目」を駆使して、顧客の変化、市場の変化、ライバルの動き、技術の変化、社会の変化などを鋭く察知していくなければ、企業が永続的に成長発展していくことは難しいと思います。なかでも、私自身は「魚の目」で時代の変化を敏感に察知する感性や直感力を磨き続けなければならないと考えています。先行きが不透明な時代には「枝葉」ではなく「幹」を描く大きな構想力を持って、組織の目的と目標を示すことが私自身の大きな役割の1つだと肝に銘じています。

2点目は「正解」のないことに答えを出す決断力です。企業経営を取り巻く環境変化が激しく、その先行きはきわめて不透明です。過去の知識や経験則はほとんど役に立たない。ビジネスモデルがすぐに陳腐化するうえ、目標そのものが刻々と変化する。これまでの延長線上に生

き残りの「正解」がない時代です。既存のビジネスモデルに安住しているうちに、環境が変化し、いつのまにか負け組になっていたという事例は、枚挙にいとまがありません。「変われない組織」は淘汰されていきます。戦略が有効かどうかを検証する唯一の方法は、実行してみることです。進むべき方向の検討や戦略の策定に時間をかけすぎるとタイミングを逃します。ある程度の方向性が見えれば、まずは走り出してみる。変化の激しい時代に最初から 100 点満点の答えはありません。まずは最初の一歩を踏み出し、走りながら変化に応じて柔軟に軌道修正していく柔構造の組織運営が重要です。最初の一歩を踏み出すリーダーシップは「正解」がないときこそ、求められます。タイミングを失わないように決断すべきということです。

3点目は過去の成功体験を否定することです。「失敗の本質は過去の成功体験」にあるとは、よく言われるところです。環境変化の激しい時代に、過去の成功体験に縛られて従来延長線上の発想をしているようでは、未来は拓けません。なぜ過去の成功体験が、時として仇になるのか。その理由は「競争の土俵」が変わっていくからです。これまで「競合」といえば、自社と同じ業界の他社のことでした。しかし、テスラの空調事業への参入をはじめとして、異業種の企業が突然「競合」として現れるケースが増えています。テスラのような異業種からの市場参入は、従来の市場競争のルールが根底から破壊され、既存企業のプレゼンスが急激に低下するような「革新的、破壊的なイノベーション」です。経済学では、衰退する産業に代わり新しい成長産業が登場するダイナミズムのことを「創造的破壊」と呼びます。経済学者のシュンペーターが 83 年前(1942 年)に唱えた経済学の概念です。「創造的破壊」という経済学の概念は、企業経営における組織改革の文脈でも使われます。ダイキンにおいても「創造的破壊」の精神で、長期的な成長戦略を描き、組織を変革していかなければなりません。もともと、創造的破壊は「言うは易く、行うは難し」です。創造的破壊とは自己否定を伴います。新しいことを始めるには、旧弊的な仕事のやり方や慣習を切り捨てざるを得ません。歴史もあり、慣れ親しんだものを捨て去るのは難しいもの。しかし、日々のルーチン業務に埋没していると、いずれ新陳代謝の機能が低下して組織の老化が始まります。これまでにない新しい考え方や手法を生かそうとすれば、それに応じた新しい戦略や組織の変革が求められます。私自身がこれまでの成功体験に縛られることなく、「創造的破壊」の精神でダイキンの未来の成長に向けての「解くべき問い合わせ」を立てるべく、考えて考へてと努めているところです。

最後になりますが、私も経営トップとなって今年で 15 年目を迎えます。こちらは「日本企業の経営者が 10 年前に考えた次世代経営者の条件」です。13 の資質と 13 の経営技能を備え、かつ企業を大きく成長・発展に導いた経営者は、あまり見たことがありません。むしろ、一般的な「カタ」にはまらない強い個性を持った経営者に成功者が多いのでは、とも思います。そこにはいらっしゃる榎原実行委員長も、まさに一般的な型にはまらない、強烈な個性を持った経営者ではないかと日々尊敬している次第であります。これまでの経験を踏まえて、経営者として私自身が大事にしたいと思っていることを何点か申し上げて終わりにしたいと思います。

・イノベーションを生み出そうとしたら、理論・理屈ではなく人間の野性味から出る創造性が必要。

・経営は闘いであり、課題に真正面から挑んでいく野心的な意欲・意志の強さを持ったアニマルスピリットと、修羅場の中で磨かれた動物的勘が重要。

・実践的闘いの知恵

・知識も必要だが、実践的闘いの知恵こそが重要であり、更に最も必要なのは胆力ではないかということ。

・変化の激しい今の時代、全身全霊で日々「真剣」勝負に挑み、365日会社のために闘うという気迫・気概がなければ負ける。経営は負けたら終わり。

・経営は一人ではできない。どれだけ多くの人を動かしていくかどうかが要。

・理屈で人は動かない。人の心を動かすリーダーシップが必要。

・求められるのは人を動かす「人間力」であり、経営者に最後に問われるのは生き様ではないかと思って、日々精進を重ねているところです。

この12日に、京都清水寺で選ばれた今年の漢字は「熊」という字であります。アニマルスピリット、動物的観が重要だと申し上げましたけども、来年は馬年でありまして、天馬千里を駆けると。そういう勢いで、皆さんますます明るく元気で来年活躍されることを願って私の話とさせていただきます。ご清聴ありがとうございました。

以上。

#### パネルディスカッション

「混迷と分断の時代を乗り越えるコーポレートガバナンスの在り方」

(パネリスト)

TDK 株式会社

代表取締役 社長執行役員 CEO

齋藤 昇氏

株式会社野村総合研究所

代表取締役社長

柳澤 花芽氏

インベスコ・アセット・マネジメント株式会社

元 取締役運用本部長 兼 CIO

小澤 大二氏

経済産業省

経済産業政策局 産業組織課長  
鮫島 大幸氏

東京都立大学大学院  
経営学研究科 教授  
松田 千恵子氏

日比谷パーク法律事務所  
パートナー弁護士  
松山 邳氏

(司会)  
株式会社プロネッド  
代表取締役社長  
酒井 功氏

**司会:**パネルディスカッションに入らせていただく前に、企業経営者のお二人から、それぞれのお会社のお取り組みにつきまして、まずはご紹介いただきたいと思います。それでは、TDK 斎藤社長、どうぞよろしくお願ひいたします。

**斎藤氏:**改めまして、皆さんこんにちは。TDK の斎藤でございます。本日は、ご覧のようなアジェンダですね。まず、当社について、それから当社の長期ビジョン、および中期経営計画、それから 3 番目にコーポレートガバナンスということで、ご説明をさせていただきたいと思います。まず、当社についてなんですかけれども、まず当社の紹介としまして、短い動画をご覧いただきたいと思います。

はい、いかがでしたでしょうか。当社 TDK は、いまだにカセットテープのイメージが強いのですが、創業時の磁性材料、フェライトといいますけれども、その材料、そしてプロセス技術をベースに、現在の主な事業は、各種の電子部品やリチウムイオン電池と、トランスフォームを遂げてきているのです。また当社の対象マーケットですが、EV などの自動車、スマートフォンなどの ICT、産業機器、エネルギーとほぼすべてのマーケット、先ほどありましたけれども、In Everything ということで広がっております、グローバルに事業展開を行っております。

先ほど少し触れましたけれども、当社、TDK の起源というのは、東京工業大学、今は東京科学大学ということですけれども、発明されましたフェライトという材料を工業化するために設立されたベンチャー企業でした。新たなことに挑戦をし続ける、失敗からも学び続ける、このベンチャースピリットは、社是、社訓とともに グローバル企業となった現在でも TDK グループのメンバーに受け継がれている企业文化となっております。数字で見てみると、当社 TDK はこのような

会社ということあります。左上の方にトリプル 90 みたいな感じで数字が並んでおりますけれども、おかげさまで今月 7 日に創立 90 周年を迎えることができました。当社はもちろん日本の企業ではありますが、海外売上が 90%、海外従業員が 90%、M&A で入ってきたメンバーが 80%、執行役員、今私含めて 18 人おりますけれども、半数が外国人と非常に多様性にあふれたチームメンバーがグローバルに活躍をしている企業であります。現在の TDK のビジネスを事業別の売上で見ますと、ご覧のとおりとなっております。小型二次電池等のエナジー応用製品が 50%以上、受動部品が 4 分の 1、センサ応用製品、それからハードディスクドライブ用キーパーツを中心とした磁気応用製品と言われるものがそれぞれ約 10%となっております。先ほど当社の現状のビジネスをご説明したわけですけれども、当社 TDK は時代の変化に応じて事業ポートフォリオを大胆に変化、すなわちトランスフォームさせてきました。この図のように、エレクトロニクス産業の基盤であり続けております電子部品を継続して成長させ続ける一方で、時代の変化に応じて事業の買収や入れ替えを大胆に進めております。TDK はオーガニック及びインオーガニックなトランスフォーメーションを通して成長を続けてきております。先ほどのトランスフォーメーションを通じた事業の成長を未財務資本と融合させて表現したのが、こちらにありますフェライトツリーであります。祖業のフェライト、この木の一番下のところにありますけれども、すなわち材料にプロセス技術を加えて、様々な事業が枝葉として派生、進化し成長をしてきました。今後はソフトウェアを新たなコア技術に加え、新たな事業の枝を育てる計画をしております。このツリーの成長を支える根の部分は、これらのコア技術、また人的資本、企业文化などの未財務資本であります。当社では一般的に言われている非財務資本と言われていると思いますけれども、当社では将来の企業価値、すなわち財務資本を生み出すものとして、あえて未財務資本と呼んでおります。多様性にあふれた人材が新たなことに挑戦し続けるベンチャースピリットを共有し、社会のトランスフォーメーション、また自分たち、自己のトランスフォーメーションに取り組んでおります。続きまして、当社の長期ビジョン、中期経営計画についてご説明させていただきます。

当社は昨年度に長期ビジョンとして、TDK Transformation を掲げました。すでに何度かトランスフォーメーションという言葉を言及しておりますけれども、このトランスフォーメーションには 2 つの思いを込めております。1 つはグリーントランスフォーメーション、GX、またデジタルトランスフォーメーション、DX などの社会のトランスフォーメーションへ貢献し続けるということと、もう 1 つはその貢献のためには、私も含めて自分たち自身も変わり続けるんだと、こういう思いを込めております。今回の長期ビジョンの策定のタイミングで、未来の社会像を描き、そこで TDK が、自分たちが、どのように貢献をし続けるかということを再定義してみました。具体的には上段の方ですね。上段に描きましたように、サーキュラーエコノミーの進展、EV や自動運転、ウェアラブルデバイスやロボティックスの進化と、グリーントランスフォーメーション、デジタルトランスフォーメーションの進化が加速していきます。そのような社会のトランスフォーメーションに対して、自分たちがどう貢献し続けるかを、TDK Transformation としてのビジネスモデルを構築し、価値創造に邁進しております。そして、これから社会の変革及び成長のキーとなるのが、や

はり AI。そして、AI がドライブする AI エコシステムです。AI の普及に伴い、AI サーバーやデータセンターのみならず、社会の様々な領域で新たな技術革新や成長機会が生じます。ご覧のとおり、TDK のコア技術、二次電池、センサ、受動部品などの主要事業は、今後の AI エコシステムに多大な貢献をし、さらなる成長を目指していきます。先ほどご説明した長期ビジョンからバックキャストする形で、現在の中期経営計画を策定しましたが、その骨子がこの図のようになります。上段にあります企業価値向上のための算定式に基づきまして、キャッシュ・フロー経営の強化、事業ポートフォリオマネジメントの強化、先ほどお話ししましたフェライトツリー、未財務資本の強化を三つの柱としております。その骨子の一つとして、先手の事業ポートフォリオマネジメントを進めております。2022 年 3 月期から、4 つのセグメントの中には約 80 の CBU といっておりますが、キャッシュフロービジネスユニットを、投下資本収益性と事業将来性の 2 つの軸で 6 つに階層化をして、投資配分の強弱を明確化し、ポートフォリオの転換と最適化を進めてきております。投下資本収益性につきましては、ミニマムハードルレートとして 10% を設定し、これをクリアし、かつ将来性も高い事業には優先的に投資をしております。現中計からは、投資配分の二軸マップから事業ポートフォリオの二軸マップへと進化させ、ミニマムハードルレートを下回る事業に対しては、営業利益が黒字であったとしても先手を打って適切にモニタリングを行い、ターンアラウンドに向けた施策を早急に行っているところであります。その上で、ベストオーナーの観点からも、事業の競争優位性・持続性を検討し、先手の事業ポートフォリオマネジメントへと強化しております。すなわち、事業が図の左下側の象限に入る前に、各事業の競争優位性・将来性を吟味し、先手で施策を実行していくことが、この先手というところに込めた意味になります。このような施策を行うことで、資本収益性を改善し、成長領域への資源配分を優先させ、成長事業をより強化していくこととしております。なお、この事業ポートフォリオマネジメントについては、対外的な開示もトランスフォームさせてきました。2022 年においては、投資配分のマトリックスを開示しました。23 年からは、この 6 象限の中にどのビジネスがあるのか、右上の成長事業、左下の課題事業についても、事業名を個別に改定するようにしました。24 年からは、売上高に対する比率を開示するとともに、中期経営計画のキーポイントの一つとして、先手の事業ポートフォリオマネジメントにトランスフォームしてきました。そして今年の 5 月には、重点モニタリング CBU、キャッシュフロービジネスユニットですね、こちらの数も開示し、進捗を解像度高く開示することで、投資家の皆様と進捗、課題感等につきまして、より具体的に議論できるようにしてきております。このような事業ポートフォリオマネジメントの推進等の財務資本戦略のみならず、サステイビリティに代表される未財務資本、フェライトツリーということになりますけれども、こちらの強化についても積極的な取り組みを継続しております。その結果としまして、外部機関からもご覧いただいているような評価もいただいております。

3 番目、当社のコーポレートガバナンスにつきまして、これからご説明いたします。TDK は現在、機関設計としましては一般的な監査役会設置会社の形態をとっておりますが、その中でガバナンスの改革・進化を進めてきました。当社は左側にあるような変遷で、コーポレートガバナンスを進化させてきました。ご覧のとおり、比較的早い時期から任意の指名及び報酬諮問委員

会を設置するとともに、2012 年からは社外取締役が取締役会議長を務めるようにしております。また、右側のようにグループガバナンス方針は、エンパワーメント&トランスペアリンシー、すなわち権限委譲と透明性の確保という考え方のもと、地域本社や中核子会社への権限委譲を積極的に進めております。ビジネスカンパニーをはじめ執行側への権限委譲を進める一方で、取締役会と執行側は徹底した議論を行っております。また、当社は取締役会の特徴としまして、TDK ボードカルチャーを 2023 年に明文化しました。当社においては、社外取締役が代々議長を務めているため、非常に活発な議論が行われております。取締役会の文化としては、社内と社外の隔てなく、また、取締役・監査役が対等に議論をする文化が昔から脈々と流れております。侃侃諤諤の議論の歴史の中から、深い信頼関係と健全な緊張関係が醸成され、企業価値向上という共通の目的に取り組む取締役会となりました。取締役の構成が変わっても、その文化を継承するために、ボードカルチャーとして 2023 年に明文化をいたしました。企業価値向上に資する本質的な議論を優先し、全社視点の議論を中心に、報告よりも議論・質疑の時間を優先して設定し、議論をしております。現在の取締役会の構成は、ご覧のとおりとなっております。社外取締役の方は、グローバルビジネスの経験を持ち、企業経営や技術やマーケティングなどの専門的視点から積極的な議論を行っております。また、取締役会では、ステークホルダーエンゲージメントの取り組みにも力を入れており、いわゆる「開かれたボード」と呼んでいる活動を実施しております。従業員とのエンゲージメントにおいては、事業拠点で取締役会を開催し、同日に現地の従業員と取締役会メンバーとのタウンホールミーティングを行っております。また、投資家とのエンゲージメントにおいては、社外取締役が未財務資本説明会やインベスターデイに登壇しまして、投資家と直接対話などを行っております。加えて、当社が注力しているガバナンスの取組として、取締役会の実効性評価があります。ご覧のとおり、毎年かなりの時間をかけて実施をしておりまして、そこで抽出された課題に基づき、取締役会の重点議案を設定し、毎年改善を図るサイクルを回しております。このような取組によって、常にガバナンスの向上に取り組んでおります。以上が本日の私からのご説明となります。冒頭の動画でもご紹介しましたけれども、今回、TDK Transformation の一環として、TDK のプランディングもトランスフォームしました。そのタグラインがこちらにもありますけれども、In Everything, Better であります。人々の生活を支えるあらゆるものに組み込まれ、技術とベンチャースピリットで、インですね、うちから社会にインパクトを与えるイノベーションや、進化のドライバーである存在でありたい。トランスフォームするということは、社会も私たちもベターになっていくということだと思います。ベストというのは永遠に来ない。だから、常にベター。永遠のベターを目指していくじゃないか。この思いを、TDK United の 10 万人のチームメンバーに私は常に語りかけています。TDK United で社会のトランスフォーメーションに貢献し、私たち TDK もトランスフォームし続けていきたいというふうに思っております。以上、私からのご説明となります。ご清聴ありがとうございました。

司会：齊藤社長、大変ありがとうございました。 続きまして野村総合研究所柳澤社長、どうぞよろしくお願ひいたします。

**柳澤氏：**改めまして柳澤でございます。どうぞよろしくお願ひいたします。私の方からはもう少しシンプルになっちゃって あれですけど、すみません。2つお話をできればと思います。

私ども野村総合研究所の源流は 1965 年に設立されました我々旧野村総合研究所なんて言ったりしますけれども野村証券から調査部がスピンアウトした形でできた旧野村総合研究所、それから翌年にコンピュータ部門がスピンアウトして野村コンピュータシステムという会社ができたこの 2 社が源流となっております。65 年からですので先ほど TDK さん 90 周年というお話をありましたしダイキンさん 100 周年というお話をありましたけれども、私どももう少し若くてですね、今年 60 周年ということでようやく還暦を迎えたところでございます。この両社が 1988 年に合併をして今の野村総合研究所になりました。今となってはおそらくコンサルティングとそれから IT の両方のケーパビリティを持つ会社というのは全然珍しいことではなくなつたかなというふうには思いますけれども、当時はやはり何でこのリサーチですかとか、当時まだシンクタンクと呼ばれていたりしましたけれども、こういう経営に携わるさまざまな助言であつたり、調査をする会社と、それから IT という極めて実務に近い会社を一緒にするのかというところについては、なかなか理解がされなかつたというふうにも聞いておりまして、当時社員に語った、当時の経営者の言葉が我々ずっと語り継がれているんですけども、30 年後にわかるからというようなお話で本当に 30 年ぐらい経って、そういう経営から実際に IT までというところのつながる意味というのが、私どももわかつてきたかなというところでございます。

企業理念はずつと長らく我々社内で大切にしている特に使命というのがありますて、新しい社会のパラダイムを洞察し、その実現を担うと まさにこの社会のパラダイムを洞察するところがシンクタンクを源流とする旧野村総合研究所、それからその実現を担う IT を実装するというところで旧野村コンピューターシステムというところでございまして、これとそれからお客様に対して、お客様の信頼を得て、お客様と共に栄えるんだというこの 2 つは社員共々ずっと語り継がれながら大切にしている使命でございます。

こうした 2 つの会社が合併してできました今現在どんな状況かというところでございまして、私どもやはり無形のものをサービスとして提供しているものですからなかなか商品をお見せしたりとか、お客様のところに初めましてというふうに言つたりしたときに、どういう会社なのかとかどれぐらいのクオリティのものを提供する者たちなのかというのを、説明するのに非常に苦労をいたします。社員なんかはやっぱりお子さんに お父さんお母さんは何をしているんだというときに見せられるものがないものですから非常に苦労をします。これ自体は実は私が IR で特に海外の場合はなかなかコンサルティングと言つても定義がいろいろ違つたりとか、それから IT と言っても非常に幅広い IT サービスが世の中ありますて、ハードウェアを作る方々から本当に SaaS を提供する方々からいろいろいるものですから、それを分かりやすくという形で使っているシートでございまして、一番左側に私どもを源流とします旧野村総合研究所のシンクタンクがございまして、これが歴史下るとともにビジネスのコンサルティングですとか、IT コンサルティングこういった形で発展をしてきております。また旧野村コンピュータシステムであった、特に IT のソリューションの個別に受託をしてソフトウェアを開発するというところも、時代が下るに従つ

てお客様の様々な業務というのを、個別個別にお作りして提供するということだけでなく、もう少し共同利用でやれないかというようなこともあります、今ですと STAR というような証券業界のバックオフィスの業務を提供しているサービスですとか、様々なサービス型の事業というところも出てまいりました。これをやはりそれぞれの業界といいますか、それぞれの事業の中ではそれぞれの競合の皆さんが多いいらっしゃって、日々切磋琢磨しながら競争しているわけですけれども、私たちの強みといたしましてはやはりこれを一気通貫でご提供できるというところかなというふうに思っております、このバランスといいますか、例えばコンサルティングがただ IT の営業マンになってはいけない、それこそコンサルタントとしてしっかりと自立をし、コンサル業界の中でしっかりと光ってもらわなくてはいけない。ただ一方でお客様が望むあるいはお客様のためにそれが最適だということであれば我々が実装まで担い、あるいは運用まで担っていくというようなそこのバランスを多分私もそうなんですけれども、過去の経営者がずっと悩みながら試行錯誤しながらここまで来たのかなというふうに思っております。

今現在はこのような売上の配分になっております。源流だったコンサルティングというのは日本の中ですと割とコンサルファームとして知られたりするみたいなんですけれども、実はもう8%ぐらい。ここは特に規模を追うというよりはしっかりと強みを磨いていくというふうに思っていてそんなにいたずらに大きくしないというふうに思っております、当初の創業当時のコンピューターシステムの方は、やはり野村証券からスピンアウトしたということで、かなり金融に偏ったポートフォリオだったわけですけれども、15年20年ぐらい前からやはり金融以外でもということいろいろとお客様にご提案を申し上げ、だんだん比率も増えてきて、だいぶバランスよくなってきたかなというふうに思っております。私どものもう一つの特徴としては、安定的な収益源というところを非常に重視しております。どうしてもコンサルティングですかリサーチですか、あるいは何か新しくシステム開発をするIT投資をするということについては、かなり景気の循環といいますか、景気の変動に影響されるというところがございまして、私ども過去いろいろと苦労をしてきておりますが、この中でどうやって継続的な事業といいますか、安定的な事業をつくっていくのかというところは、かなり知恵を絞ってここまで来ております。今継続的な事業というのも定義いろいろなんですけれども、例えば運用のアウトソーシングですか、先ほど申し上げました金融を中心としましたビジネスプラットフォームのサービス、この辺りを含めて比較的継続的な事業、安定的な事業というふうに言えるのが、だいたい6割ぐらいというふうに思っております、このところでしっかりと収益を出し、次への投資をしていくというところを、今後も強めていきたいというふうに思っておりますが、では景気循環にどうしても連動してしまうようなところが、そんなに大事じゃないのかというと、決してそんなことはなく、やはりコンサルティングでしっかりとお客様の戦略というところを考えたり、場合によってはそのトランスポーメーションを伴走したり、その先にITをこういうふうに変えましょうというようなお話が出てきてという形で、やはり流れしていくものでございますので、この景気循環に連動するようなビジネスというところも、非常に大事にしながら、このバランスをしっかりとマネジメントをしているという状況です。

時代はAIということで、私どももAIに関する色々な調査研究ですか、実際の技術の

獲得、それから人材の育成というところは、非常に力を入れているところです。私が見ていますと、やはり AI が入ってくると、ますますこのコンサルティングから実装、それから運用マネジメントというところまで、全体をカバーしてケーパビリティがあるというところは、ますます重要になってくるかなというふうに思います。やはり今今ですとまだ黎明期ですから AI をそもそもどうやって使ったらいいいんだろうとか、色々使い手はありそうなんだけどどこから始めていったらいいいだろうとか、セキュリティも気になるねとかですね、どんなルール作りしたらいいんだろうとかという形で 色々お客様お悩みがあります。ここはしっかりとコンサルティングで、お答えをしていけるところですし、実際にこここの業務領域あるいはこのバリューチェーンというのに しっかりと AI を適用しながら、徹底的に例えば効率化をしていくとか、価値を上げていくといったときには、業務の設計から実際の実装、AI も AGI の話もありますけれども、万能の魔法の箱みたいのが ポコッとあって、それを入れればなんでも OK というわけではなく、色々な得意不得意のある LLM ですかエージェントを組み合わせながら、作っていくというところになりますので、やはりその技術を理解して、インテグレーションをどうやってやっていくのかというところにも、強みが発揮できるかなというふうにも思いますし、セキュリティのところについてもしっかりとお守りしながら、皆さんのご期待にお答えできるのではないか、というふうに思っております。

後半はガバナンスのお話もしてまいりたいと思いますが、こんな事業をしている私どもでございますけれども、2001 年に上場をいたしまして、上場以降ずっとコーポレートガバナンスを強化するということで取り組んでまいりました。2002 年には執行役員制度を導入するとともに、社外取締役にも来ていただきまして、そこから 2005 年には報酬諮問、それから 2017 年に指名諮問という形で委員会も設置し、社外の役員の皆様のご意見をしっかりと受け止めながら、ガバナンスをどう強化していくのかというところを、ずっと追求してきています。今年の 6 月に監査役会設置会社から監査等委員会設置会社に変えました。もともと割と監査役の皆さんも当然取締役会に出られている時にはいろいろとご意見を言っていただき、しっかりとディスカッションに入っていたらしくということではあったんですが よりしっかりと決議にも参加していただき、よりそこで活性化できるのではないかということをございまして、監査等委員会設置会社にしたということでございます。今の取締役会の構成なんですけれども、この左側のような形になっております。今 14 名取締役と監査等委員がいる中で、社外が 6 名ですね。ここは時期を見計らいながら、もう少し社外の比率を上げていけるといいかなというふうに、私自身思っておりましてここはオングーイングなお話になっています。また報酬の方につきましては 当然ながら短期で、資本効率を見る ROE なども、この賞与のところには入れておりますけれども、もう一つ中長期の目線を持ってもらうということで、株式での関連報酬を入れております。こちら記載はありませんけれども、後ほど出てきますサステナビリティ経営の中のマテリアリティを私ども KPI として定めておりまして、やはりこの達成度合いですとか取り組み状況というところも、この株式の関連報酬の中に入れながら、やはり中長期的に非財務のところも含めてですね、どれくらいきちんと達成取り組みができているのかというところも、しっかりと報酬に反映をさせていくという考え方でございます。今の独立役員の皆様 6 名ですね。多くがやはりグローバルの経営のご経験

がある方々ですか、それからトランスフォーメーションといいますか、経営改革をリードされてこられた方々を中心に、選んでさせていただいておりまして、非常に鋭いご意見を毎回いただきながら、活発に議論を進めているところでございます。

先ほど少し触れましたサステナビリティですね。ここにはマテリアリティを掲げていますけれども、やはり財務とともに私ども非財務、一番上の創出する価値というところは、社会に対してどういう価値を提供していきたいのかというところを定めておりまして、実はここそれぞれに KPI が紐づいています。考え方としましてはやはり我々デジタル社会資本、まさに IT を様々な形で社会に実装していきながら、活力のある未来社会をつくっていきたいと、だけれどもそれはやはりサステナブルでなくてはいけない、要は最適化されてないといけないということもありますし、何より安全安心でないといけないということで、この 3 つはしっかりと実現しながら、私どもの企業自体の成長も、こと一体で進めていきたいという考え方です。その下に価値を生み出す資本というのがございまして 私ども本当に資産とか資本そのタangibleなものというものがなかなかなくてソフトウェアはもちろんサービスを提供しているので、投資してちゃんと BS に乗っているんですけれども、たぶん製造業の皆さんとかに比べると非常にここが少ない。そういう意味では本当に人的な資本と知的な資本というのは BS に現れてこないものも含めて、ここにどれだけ投資をしていくのかというところが非常に鍵になっておりまして、さまざまな中期計画ですか事業計画を練るときには、この人的資本と知的資本のところは非常にクローズアップしながら検討をしているところでございます。一番下に経済基盤として当然ながら環境への貢献ですか、社会的な責任の遂行、それからガバナンスの高度化というところは、ここはもうベースとしてきちっとやっていきましょうということで、この 3 層構造のマテリアリティで私どものサステナビリティの基本方針という形にしております。先ほども TDK さんの方でもご紹介ありましたけれども外部の評価、これを取ること自体がもちろん目的ではありませんけれども、どちらかというとここでどこが評価されたのか、どこがむしろ課題なのかというところをしっかりと見ながら、より次に活かしていく、次の取り組みに活かしていくということで、活用をさせていただいているというところでございます。私からは以上でございます。ありがとうございます。

**酒井氏:**齋藤社長、柳澤社長ありがとうございました。大変網羅的に経営とガバナンスの両方について語っていただきました。ありがとうございます。本日でございますが「混迷と分断の時代を乗り越えるコーポレートガバナンスのあり方」というテーマになっております。パネルディスカッションにおきましては、これを大きく言って三つの柱に分けて皆様にご質問をさせていただきます。まず一つ目が混迷の時代における経営判断とガバナンスの役割といった柱になります。二つ目が稼ぐ力を高める戦略と投資家との対話といった柱。三つ目がマルチステイクホルダー時代のガバナンスのあり方というこの三つのテーマにつきまして、それぞれ質問をさせていただきます。まずは経営者のお二人からご回答をいただきまして、その後社外取締役としてのご経験の非常に豊富なパネリストの皆様、それから政策立案のお立場にある方、皆様から様々なご意見をいただければというふうに思っております。それでは第一の柱についてご質問させていただきたいと思いますけれども、混迷の時代における経営判断とガバナンスの役割と

といったテーマでございますが、先ほどからお話があります通り、経済安全保障やサプライチェーンの分断といった、地政学リスクが非常に顕在化している中で取締役会の中において、事業のレジリエンス、これを高めていくために、どのような情報に基づいて、どのような時間軸で議論して、意思決定戦略を決めてらっしゃるのかといったあたりについて、お話をさせていただければと思います。またそういった議論の中で取締役会の機能ですとか役割、これがもし変わってきたということがあれば それについても触れていただければと思います。それでは齋藤社長からお願ひいたします。

**齋藤氏:**ご質問ありがとうございます。いくつかの質問が散りばめられたご質問かというふうに思いましたけれども、可能な範囲でお答えさせていただきますと、まず取締役会の機能といいますか、私先ほどご説明しましたとおりですね、ガバナンスのポリシーとして、権限委譲と透明性の確保と、それからやはり混迷と分断というお題もありますけれども、やはり非常にダイナミックで、スピードに変化をしていってますですよね。したがいまして何か取締役会で事前に議題を決めて、それを議論して何とかというよりは、先ほど申し上げましたように 結構マネジメントボードというよりは、モニタリングボードという形に、実質はもう移行してきているわけですね。したがいまして取締役会においても、まずバッドニュースファーストといいますかね、議題は議題であるわけなんですけれども、その前に私から近況報告といったものも、一つ正式な議題の頭に設けておりまして、今のバッドニュースなのか、この激変激動の今の状況、この地政学とかを含めて、こういったものをタイムリーに、しっかりと取締役に報告をして、共有をするということをまずやっているということと、それからその情報の中身ということになりますと、先ほどダイキンの十河さんもおっしゃってましたけれども、いろんな意味で当社もグローバルにビジネス展開していますので、一言で言えばいろんな意味でのアンテナを高く張っておくと、各方面にということが一番大事だというふうに思っておりまして、まずその本社サイドのほうでは、経営企画部門に経済安全保障室を設けまして、そういうところからの情報を収集しております。それから当社は米国および中国、ヨーロッパもそうなんですけれども、地域本社を置いておりまして、そこに執行役員を現地のほうに置いており、日本から情報収集ということもありますけれども、やはり現地の情報、生の情報という重要性も鑑みまして、そういうところの情報収集もしております。それから定期的に、これは社外の取締役にも出ていただいてますけれども外部のいわゆる有識者といわれる方々からの、いろんなお話をいただきながらの情報収集といったところも含めて、多角的に多面的に情報収集をしていきながら、そうは言っても何か尺度定規な取締役の議題、戦略的な決断という意味ではなくて、やはりタイムリーにスピードに、この方向性について議論していくということが、重要だというふうに思っております。とはいえて社の中でも、いわゆるエンタープライズリスクマネジメント、ERM 委員会といったものは設けてはおりまして、その激変する中ではあるものの、定期的に企業のリスクといったものはしっかりと見直しながら、定期的に取締役の方でもその内容、リスクの度合いといったものは、ここはしっかりと時間をとつてということで、フレキシブルにやらなきゃいけないところと同時に、そうは言っても定期観測みたいな、こういったもののいわゆるバランスをとりながら、今この混迷というか分断の時

代を、なんとか乗り切ろうとしているというところですかね。

**酒井氏:**ありがとうございます。柳澤社長お願ひいたします。

**柳澤氏:**はい、ありがとうございます。とても共感すると言いますか。似てるなというふうに思いました。私どもも主にはやはり構築をしてお客様にお納めする、あるいは私どもで運用している情報システムの安全性ですか、安定性というところが実は一番気になるリスクでもございます。当然そこにサプライチェーンがついてきて、さまざまな調達先とかもあったりするんですけれども、ここ的情報というのはやはりそれぞれの担当部署が、日々収集をしておりますので、私も取締役会の最初に、社長から何でもいいから話す場というのがありますし、結構そこでそんなにまとめて何か議題にするほどのことではないんだけれども、ちょっとこういうことがどうもあったようで気になるとか、それはいいものも含めてなんですけれども、お話をしても皆様がそこでちょっと質問をしたりとか、じゃあこれはちょっとしっかり分析をして、まとめてどこかでもう一回報告をしようかというところに持っていったりという、そういうちょっとフレキシブルに使えるような、取締役会の冒頭の場がございまして 少し似てるかなというふうには思いましたが、体制としては統合リスク管理室という部署が全体を統括しております、こちらのほうと連携する形で、例えば我々が運用している金融システムですと金融リスクの管理部だったりとか、本当に技術的な意味でのシステムのリスクだとシステムリスク管理部とかですね、いろんな部署がリスクの情報を取っています。特に金融ですと金融庁さんのさまざまご指導ですとか、いろいろご質問いただいたりするところも非常に私どもにとっては重要な情報でございまして、連携をしながらそれからいろいろとやり取りをしながら、このリスクというところの軽減に対応しているというところでございます。統合リスク管理室自体は、リスクの担当役員というのも置いておりますので、仕組みとしては年に2回は必ず全体を通じて、統合リスクで今回どういう 重点項目というのがありますので、重点項目に沿ってどういう状況だったのか、どういう対応を打ったのかという説明をする取締役で説明をする場がありますけれども、それとやはりフレキシブルにやっていくところとの組み合わせかなというふうには思います。

**酒井氏:**ありがとうございます。次に社外取締役としてもご経験の豊富なパネルリストの方にお聞きしたいと思いますけれど、社外取締役をやっていらっしゃる会社でのいろいろな取り組みですか、あるいはいろいろご研究の中で、今お話ししましたリスクへの変化への対応というところについてのお話しいただければと思いますが。松山先生いかがですか。

**松山氏:**ご紹介ありがとうございます。リスクについては今お二方経営者の方からコメントありますし、私が社外をやっている会社でも経営トップからのそういった形での取締役会でのご報告というのは、大変参考にさせていただいております。ただもう一点あえて社外取締役の立場から申し上げると、全体像が見えないんですね。トピックのご報告をいただいたとしても、会社全体いわゆる子会社・孫会社を含めたグローバルでどこの場所にどのぐらいの大きさのリスクがあるのか、あるいはリスクの性質ごとにこれが我が社で起きたときに、どのぐらいのインパクトがあるのかという全体像の部分というのは、おそらく執行側の方は当然頭に入っているらしく、なかなかそれが分かるようになるまでに就任させていただいて

から 2 年 3 年経つて何周かしてようやく全体像が見えてくる というようなところが実はござります。なので取締役会の中で やはり今お二方からご報告がありましたように、それぞれ専門の部署を持ってこういった形で検討している、全体像をこういうふうに検討しているという検討状況のご報告をまずいただくというのは執行側でしっかりと全体を把握していただいているということを認識するということだけでもモニタリングサイドの我々としては、非常に有益な情報です。さらにプラスするならば、リスク委員会とか情報制御室とかいろいろな各部署あると思いますけれども、そこでやはりどういうふうにリスクを分析しているのかというリスクマップの概要説明があると助かります。以前に金融関係の会社で社外取をしていたときには、金融庁からかなりうるさくリスクマップについてのことを言われるので、かなり詳細に報告いただいたんですけども、近年は政治経済情勢や地政学リスクとか非常に大きいので、リスクマップのような全体像をご説明いただけだと、社外取の中できまざまなご経験のある方がいらっしゃるので、このリスクの見方については、やっぱりもっと大きく取ったほうがいいんじゃないとか、そういうような議論の活性化につながるのかなと思っております。

**齋藤氏:**まさしくおっしゃるとおりで、当社もリスクヒートマップみたいな形で、それを作って見直しをして、それを取締役会でもご説明をして、リスクの起こりうる可能性と、それから起こりうる大きさですね、これを二軸にした形で、リスクをマップにしているというようなところはやっておりまして。ただそれだけではちょっと十分じゃないということで、前回もそうだったんですけどもいわゆるもうちょっと深掘りですね。ヒートマップで数十あるリスクの、その後ろにどういったものがあるのかといったところまで見た上で、取締役会では私たち執行が見えないところなど、ここはどうなんだみたいなところを議論する、といった場も取締役会では設けているというのが、まだまだなんんですけど、といったところで可能な限り、マネージをしようとしているところです。すいません。ちょっと口をはさんで。

**松山氏:**ありがとうございます。私が社外役員をしているメーカーでも、本当に皆さんそういう形ですごく工夫して、見やすくリスクの大きさを丸の大きさで示すとか、いろいろご説明していく中で あれがすごく参考になるんですね。単なる報告事項という形で、さらっと流れてしまうかもしれないんですけど、あのリスクマップが頭にあって、社長のスポットのご報告を聞くと、やっぱりすごく理解が深まるので、ぜひ社外の立場からお願ひしたいと思っております。

**酒井氏:**ありがとうございます。松田先生もいろんな会社で社外取締役されてますけど、いかがですか。

**松田氏:**ありがとうございます。最初の論点について 3 つほど簡略に申し上げます。最初の論点が環境というのは非常にいい入りだなと思って聞いておりました。というのは申し上げるまでもなく、環境の激変というのは皆様お感じになられているかと思いますが、環境の激変があると何といっても重要なのは、先ほど十河様のお話でもありましたけれども鳥の目・魚の目を持つ経営者が強力でなければならず、そうした強力な経営者でなければ難しい意思決定ができません。ただし、強力なマネジメントが実現すれば実現するほどコーポレートガバナンスもまた強くなければいけないということなので、まさにコーポレートガバナンスの話をするのに、ふさわし

い出だしかなと思っておりました。残りの 2 つを具体的に申し上げますと、まず 1 つめ、トップのメッセージ、私も様々な会社でやはり取締役会の最初にお伺いしますが、これは非常にありがとうございます。かつ悪いニュースであれば悪いニュースであるほど、ありがとうございます。日頃からまず取締役会で、会社の目指すところの議論をしていることが大前提で、その目指すところの議論に何か変化があった、乖離があったときにトップがスピードーに、注意を促していただくというのが、非常にありがたいと思います。それからもう 1 つ、リスクについては非常に大事だなと思っておりまして、今 ERM という名前が出てほっとしたのですけれども、今日もお話に出ていたコーポレートガバナンスコードは、基本的に「攻めのガバナンス」といったところに軸を置いて話されることが多いです。日本の経済状況から見ると当然そうなるわけで、非常に重要な「稼ぐ力」をつけていくというテーマがあるわけですが、もう 1 つの「守りのガバナンス」になりますと、何やらちょっとバラバラとしたリスク認識が多いように思います。今齋藤社長がおっしゃっていただいたような、本当に統合的なリスクのチェックができていればいいのですけれども、ともするとリスクマネジメントというと、すぐオペレーションにボトムアップでリスクを積み上げましたというような形になっている会社さんも、私が社外役員をお受けしているところではありませんが、お話を聞くところのお悩みとして結構お聞きすることが多いです。また、いわゆる戦略リスクの把握は結構事業部門に任されてしまって、統合リスクマネジメントの中できちんと把握されていないことが多いように思います。何か大きな投資をする、何か大きな M&A をする、戦略の変更をするといったときに、皆さんベースシナリオとともにリスクシナリオはお作りになるのですが、それが具現化したときにどのくらいの損害が降りかかってくるのか、それで会社は潰れないのかというところは、不斷に見ていく必要があるはずです。しかし、その部分がきちんとされているのだろうかということは、リスクマネジメントを考える、守りのガバナンスを考えるときに、もっと問われていいのではないかと思います。ただ一つだけ悩ましいのは、今「金融では」とお二方おっしゃられましたが、金融業界の場合にはこういったリスクを定量化して管理するのが非常に簡単なんですね。数字ですから。事業会社の場合にはここがとても難しい。したがって、個人的にはリスク委員会というようなところを作つて、そこで定期的にやるといったようなスタイルな取り組みでは間に合わないのではないかと思います。きちんと責任部署を持って重要な会社の命運を左右するといった取り組みをしていくべき分野ではないかなと思っています。

**酒井氏:**ありがとうございます。小澤さんに次お聞きしたいんですけども、機関投資家の立場として非常に長くお仕事をされてきたお立場からしてですね。レジリエンスのある企業をどう評価するのか。どんなところを見ているのかといったあたりについて、もし何かお考えがあれば。

**小澤氏:**そのお答えの前に少しお話ししたかったことがあります。経済安全保障の話が出てきたときに、私が最初に思い浮かんだのは実はコム規制なんですね。対共産圏への貿易の規制ですけれども、ご存知の方がどれぐらいいらっしゃるかなと思いますが、コムになるとすると完全に分断になるのかもしれないと思っていました。しかし、今起きていることを見ているともっとヌメツとしているなど、完全な分断じゃなくてですね、取れるものは取るんだというそんな流れかなとみえます。アメリカを見てて明らかにそうですよね。アメリカファーストなので、ロシアから取

れるものは取りたいとか、中国から取れるものは取りたいというふうになっている中で、じゃあ本当に日本企業は例えば中国が危険だからその市場を捨てができるのですか。しかし、現実的にはあの大きな市場を捨てることはできないじゃないですか。そうすると必要なことというのが、今のご質問のレジリエンスのところになると思うんですけれども、そういう状況下で日本企業はどうやって生きていくんだと、どういう体制を持って戦うんだということが問われている。ただ、これは外部からだとどのように対応しようとしているか分からないんですね。開示も限定的です。一方、私がこの何年か企業の方とこの点について対話すると、実は本当に深く考えられて対応してるケースも多くあります。ところが全然開示されないのでよ。先ほどの十河さんのお話では自律分散型というご説明がされてなるほどと思いました。開示できない内容もたくさんあると思うのですが、このヌメツとした状況の中で実はこういう体制を構築しているので、何があっても何とか対応できるんですという、ちょっと言い方して抽象論になりましたけれども、そういう体制を開示していただくと、投資家というのは安心するのかなと思います。例えばサプライチェーンについていえば、私は 3.11 で日本のサプライチェーンは相当壊れてしまったのをこの十何年かけて組み替えてやっと今スタートラインに立ったのかなと思っています。次は勝負だと思ってはいるんですけども、そのサプライチェーン自体をこう変えたことによって、実はレジリアントになっているんですというようなお話というのはできる範囲でしていただけるといいかなと思いました。一方で、今のヌメツとしたような状況だと、恐れて縮みこんでしまうケースが多いのではないかということを心配もあります。私はずっとアメリカの会社にいたので、アメリカの会社のいやらしい強さを感じていました。そのいやらしい強さをやっぱり身につけていないとの分断化された厳しい世界になかなか生きていけないのではと強く思います。その観点で言うとリスク委員会とかで調査をなさっていると思うんですけれども、調査分析で終わらせずに恐れずに実際に手を打つということが求められています。それこそがレジリエンスだと思います。たまにレジリアントになるためにキャッシュをたくさん多めに持りますというお話があつたりするのですが、違うような気がするんですね。ある程度キャッシュを持つことは確かに一定のレジリアンスに寄与するかもしれないけれども、恐れずに手を打つためにお金を使うことのほうが実はレジリアントになるんじゃないかなと思います。リスクマネジメントの観点から分析した上で恐れずに果断に投資を実行し、どうやってレジリアントになるのかということを示していただきたい。投資家としてはそのように思っていました。

**酒井氏:**ありがとうございます。最後になりますが、鮫島課長。政府の立場からこういった企業のレジリエンス、強靭力、これを高めるための何か施策ですか支援ですかガイダンス、そういったものがありましたらお話を伺いできればと思います。

**鮫島氏:**ありがとうございます。私は政府や政策の立場からこの 2 つの問題、レジリエンス、経済安保、加えてガバナンスについてお話をできればというふうに思っております。経産省はレジリエンス、経済安保、ガバナンス、さらには米国関税の問題など色々と担当しておりますが、大事なのは現場の企業に入って現場の情報をいただくということと、その道の有識者の方の知見をいただいて、それを世の中に示して現場の企業の方に活用いただく、そこまでが政府の役

割だというふうに考えてございます。どういうものを政府はお示しできるかということで2つ。まず経済安保につきましては経済安保の担当部署が今の安全保障環境を踏まえた経営に関する指針(経済安全保障経営ガイドライン(案))を作つてございます。もっと言えば具体的には経済安保のために投資を行う、短期的にはコストかもしれないんですけど、これは中長期的には企業のレジリエンスを高め、企業価値の向上にもつながるというそういう考え方を示させていただいてございまして、これを現場の企業の方は例えば投資家であるとか、海外のポテンシャルな投資家に対する説明、エンゲージメントに活用いただければというふうに考えてございます。先ほど小澤氏がおっしゃったようにアメリカの投資家等も政府の指針をよく活用してきます。政府の指針もこうなっているでしょうということですので、逆に日本企業も日本政府の指針やガイダンスを活用していただければというふうに考えてございます。ガイダンスにつきましても日本企業が使えるところがいくつかありますと、例えばガバナンスのあり方、先ほど局長のほうからお話しした「稼ぐ力」を強化する取締役会5原則等々がございます。その中には価値創造ストーリーは複数のシナリオを考慮しているかをちゃんとチェックすることと、望ましいやり方だけではなく、コンテンジエンシーもちゃんと考慮しているかというのを確認することということや、取締役会だけではなく、サステナ委員会であるとか戦略委員会とか、こういったところも活用してはどうかというのを掲げてございますので、これをガバナンスの構築であるとか、実行のためにご活用いただければ、より日本企業のレジリエンスやガバナンスの強化にもつながるかなどというふうに考えてございます。

**酒井氏:**ありがとうございます。激動の時代というと地政学もそうなんですけども、先ほどお話されました通りAIですね。生成型AIこれが非常に進化してきていると、今日柳澤さんいらっしゃるんですが、AIが普及することによって、プログラマーがいらなくなる時代が来るというようなことも言われておりますけれども、こういった生成型AIの急速な進化、これが企業の戦略に大きな影響を与えるのではないかということで、御社におかれましてはこういったAIがもたらす機会・脅威をどのように評価して、それに基づいてどういった決断、戦略の変更、こういったものをなされているかといったあたりについて、まずお2人からお話を聞きたいと思います。

柳澤様からお願いします。

**柳澤氏:**ありがとうございます。おっしゃるとおり、AIはものすごくインパクトがある技術だというふうに思っております。もうまさにプログラマーが全部いなくなるかはさておきですね、やはりITをはじめいわゆる人月で計算をしている、それによって価格を決め、お客様にお支払いいただいているという業界は、おそらくすべからく影響を受けるだろうなというふうに思います。短期的にはこれはものすごく追い風で、生産性も上がりますし、それからAIというのは労働代替とかをするだけではなくて、あらゆる意味で人間の知能を拡張するポテンシャルを持っているので、お客様を例えば潜在的によりよく理解をし、場合によっては潜在的なニーズまで予測をしてというような形で、パーソナライズをしたりとかですね、そういう意味で、例えば実際にお客さまに与える価値というのをどんどん増やしていく、そんなある種可能性も大いにある、簡単に考えると、いろいろAmazonで何か買ったときにレコメンデーションをしてもらいますけれども、そ

れがどんどん賢くなるとついで買いする人が増えていたりとかするということもあるかと思います。そういう発想で、実はビジネスにものすごくいいインパクトを与える。ただ一方で、先ほど申し上げましたように、人月で計算しているような私ども多くのビジネスがそれに頼っているんですけども、それは人の単価は例えば減らなかったとしても、かかる月数とか日数が減れば当然ながら小さくなっていますから、ビジネスを縮小していく、そういう中長期的なリスクというのは、ものすごい大きなインパクトで、持っているかなというふうには思います。私どもやはりこれは AI が登場して、いよいよこれは本格的になるなというふうに思えてきた 2 年 3 年ぐらい前ですね。本当に生成 AI が登場した頃から、かなり真剣にさまざまなレイヤーで議論をしておりまして、当然そこに対して、例えばそのプライシングの戦略を考えていこうであるとか、こともありますけれども、根本的にはやはりいろいろ我々としても投資をし、先ほど人的資本と知的資本というお話をしましたけれども、やはり知的資本でしっかりと我々資産を貯めていくことによって、それをお客さまにお使いいただく、お客さまも私どもやはり、顧客と共に栄えるが使命ですから、単純にお客さまに何か押し付けることではなく、お客さまにもメリットになるような形で、私どものサービスをお使いいただく。そういう形にやはり戦略を転換していく、そのトランスフォーメーションのスピードを、今どれぐらいの形で、どのぐらいのスピード感で進めていけるか、場合によってはものすごくあるときガツッと来るかもしれませんし、割とじわじわ来るかもしれない。その両方を見ながら、実は今まさに投資も含めて進めているところでございます。

**酒井氏:**ありがとうございます。齋藤社長、製造業の立場からして、トランスフォーメーションを進めていらっしゃいますが、この AI の影響をこれによってビジネスモデルが大きく変わっていく戦略が変わっていく、そういったあたりについていかがでしょうか。

**齋藤氏:**先ほど私からご説明させていただきましたとおり、非常に大きな機会だなというふうには考えています。当社なりにいわゆるこの AI といいますと、サーバー、データセンター、GPU 周りと、ともするとそういうことがすぐ言われるところですけれども、それのみならず AI スマートフォンであるとか、それからこれからどんどん AR グラス、スマートグラスですね。こういったものも出てくる。車の ADAS、自動運転ですか、それから半導体の 2.5D、3D といったところも含めて、当社としては AI エコシステムという言い方をしてきております。ここに対して当社の源流事業ですね。二次電池、センサ、それから電子部品、それからハードディスクドライブ用のキーパーツ、こういったところですね。ある意味結構ペーフェクトマッチで、しっかりと波に乗せていかなきやいけないというところではあるんですけども、そういった中で社会の課題は何なのかというふうにちょっと引いてみると、やはり電力消費ですよね。電力。データセンター一機でどれだけの電力を消費するのかといったところであるとか、あと熱対策ですよね。こういったいわゆる社会の課題といわれるものがあるわけなんですけれども、先ほど申し上げましたように、当社としてはそれは課題ではなくて機会だなど、オポチュニティだというふうに考えておりますので、この機会をしっかりと活かすことで、社会のトランスフォーメーションに貢献していくかなきやいけない、いけるというふうに踏んでいるということと、もう一つはですね、今のところ社外に向けたという、外部に向けたという話をしていますけれど、もう一つはやはり社内ですよね。社内で

の AI の活用、これもいろんなソリューションが出てきていますので、当社ではチーフデジタルトランسفォーメーションオフィサーとして、執行役員ですけれども CDXO という人間を置いておりまして、そのところで可能な限りまとめるというか、しっかりと把握をしていく、バラバラバラバラやると 後でまとめるのは大変なので、こういった部門も置いて、イニシアチブを取ってもらっているということと、もう一つはやはりセキュリティだと思いますね。この情報セキュリティというところも、ある意味これは機会というよりは、リスクだというふうに思っておりますので、当社ではいわゆるこのゼロトラストという考え方のもとで、いわゆる社内システムのレジリエンスを高めると、こういったことも並行して行っているというところです。

**酒井氏:**ありがとうございます。アメリカの会社では取締役会で議題というと 8 割が AI 絡みだというような話もありますけれども、社外取締役としてご活躍のお二人にお聞きしたいと思いますけれども、今やってらっしゃる会社さんで AI の関連の議題議論をどのくらいやってらっしゃるのか、あるいは社外取締役の立場からして AI に関するテーマで何を知りたいのか、どんな議論をしてほしいのか、そのあたりについてもちょっとお気づきの方がありましたら、お話をいただければと思いますけれども、松山先生いかがでしょうか。

**松山氏:**ありがとうございます。今の会社でどうかと言いますと、私の今社外役員を勤めている会社ではシステムをつなげて AI とかも活用しながらの新しいビジネスモデルみたいなものを検討してらっしゃる会社さんもあるので、そこはもう本当に事業としてこの議題は出てきます。ただ業種、事業によっては全然関係ないところもあるので、そういったところではあまり議案としてはさほど出てきてないというところもあります。私自身は生成 AI という分野についてそんなに知見がないのですけれども、社外取として企業経営について、こういったところの観点から考えると、AI に限らないんですけれども、いかに変化が激しくなった時代に柔軟に対応できるような準備をしておくかということが重要なんだろうな、というふうには思っております。歴史のある企業、長い歴史があつてビジネスがかちっと確立されている企業ほど、これまでのやり方というものがすごく確立されているがために、時代の変化への対応が遅れがちになるとか、あともう一つちょっと気になるのは、レガシーと言われるシステムとかビジネスのやり方みたいなものが構築されると、それに囚われて柔軟に変化することがしにくい。特にシステムの部分については、レガシーと言われているシステムを、継ぎ接ぎ継ぎ接ぎで使っていらっしゃる企業というのは、いつか追いつけない日が来るんじやないか、という気がしております、あとは従業員のマインドセットとかも同じですね。今従業員の方のリスクリングというのは、どの企業もすごくやつていらっしゃると思うんですけども、これまでの業務フローに固執してリスクリングにうまく対応できないという形になっていたりすると、いくら取締役会で経営戦略で次はこれですといったところで、それに追いつくだけの社内体制ができていなければ、結局キャッチアップできない。なのでどういう変化が来るかというのは、もう今予想ができない時代だと思いますけれども、その変化の中でやっぱり柔軟性を持って変化に対応できるようにしておかないといけないと思います。あと、システムについては本当にどこかのタイミングで、もう本当に覚悟を決めて抜本的な更新をやっていくしかないと思います。私の所属する弁護士事務所はシステム開発についてのトラブル

の訴訟をよく担当していますが、ご相談を受けて本当に思うのは、やっぱり会社のビジネスのあり方がこれですと、これに合うシステム開発してくださいという形でシステム開発していると、いずれ無理が来ると思うんですね。やっぱりシステムをシンプルにして、どんなビジネスにも対応できるようなシステムに変えていくためには、ビジネスのやり方の方をシステムに合わせて変えていかないと、多分キャッチアップできなくなるんだろうなと。時代の変化に応じられる、組織でありシステムであり従業員マインドであり、それを作っていくということが、経営としてはこれから時代必要なんじゃないかなというふうに感じています。

**酒井氏：**ありがとうございます。松田先生、いかがでしょうか。

**松田氏：**ありがとうございます。割と取締役会では普通にもう出ていますね。事業の方はとにかく AI がある環境というのを前提にしたときに、ビジネスがどう変わらのかというのを、頭の体操としてでもあるいは差し迫った現状としてでも、考へるということは割と皆さん自然にやっていらっしゃるよう思います。それから本社側の方はですね、それこそもう人手が不足しているということもあり、今お話に出たレガシーなシステムをどうにかしなければいけないということもあり、非連続的な変化を考える起爆剤としての AI というのを考えているように思います。真面目な話が続いたのでちょっとだけブレイクをかねてですが、私 AI はガバナンスでもどんどん使えばいいんじゃないかなと思っています。すでに AI 社長を導入されている会社の方は結構いらっしゃると思うんですよね。それから社長側が壁打ち相手として、例えば世界の英知を何百人と集めた AI に対して壁打ちができる というようなことも現実化しております。さらには、社長を含めた経営陣が集団志向に陥らないように、わざと役員会に違うことを言う、あるいは社外役員だったらこんなことを言うだろうというような AI を入れておくという会社もあります。私も興味を持ってちょっと聞いたんですけど、なかなかうまくいっているようでございます。さらに敷衍すると、今日お話が出るかどうか分かりませんが、私は今日本のガバナンスで一つ大きな問題は、社外取締役の評価だと思っています。とてもやりにくいですよね。ここにもAIを入れたらどうかなど。まずはそれほど仰々しく入れないで、今までの議事録とか、皆様が理想とする社外役員あるいは役員の姿とか、いろいろなものを入れて、まずは社外取締役一人一人にだけ、こっそりフィードバックしてくれるようなものが作れたら、まずそこからでもいいんじゃないかなと思います。もちろん相互評価とか実効性評価とか、あと一番いいのは第三者評価を入れることですけれども。皆さんこの社外取締役の評価というところになると、途端に口も手も重くなるので、こういうところにこそ工夫があってもいいのかなと、ブレイクタイムがてら、申し上げさせていただきました。

**酒井氏：**大変参考になるお話、ありがとうございました。小澤さん、次に機関投資家の立場からですね、この AI による脅威、それからオポチュニティ、その辺をどのようにご覧になっているかお話をいただけますでしょうか。

**小澤氏：**今、人がいらなくなるという話もありましたけれども、この AI の影響を外資系の大きなコンサルタントの方からお話を聞いたりすると、もうジュニアはいらないと言うのです。例えば企業の分析をするときに、だいたい 4 つか 5 つぐらいのセルサイドのレポートとかを集めて AI に放り込むと、今までジュニアがやってきた企業の分析は全部できるというお話をしました。それぐらい

AI というのは強力なわけですけれども、AI を使うとジュニアが育たないので、ジュニアが育たないということは、次のシニアがいなくなるということなんですね。そういう意味で言うと、AI を導入したときに、人手がいらなくなるメリットはあるけれども、その結果として人が育たなくなる。つまり AI を活用すると、実は次の世代がいなくなってしまうということですね。これも、考慮すべきある種の脅威かなとは思います。ちょっと余談になるかもしれません、非常に面白いなと僕は思っているのは、AI の話になったときに、急に日本人って色めき立ったなというような感じを思っています。IT とか DX って口では言っていたけど、実はそんなに色めき立ってなかった。それでアンダーインベストメントですよね。私はアメリカの会社にいたので、特に 20 年くらい前の米系金融機関大手は、すでに日本の会社に比較するとすごく進んでいたんですね。その当時から日本の会社は大丈夫かなとずっと思っていました。また投資判断のために日本の会社の分析をすると、IT 投資がこんなに少なくていいのかというの、ずっと思っていたんですね。これはどう言うのか難しい言い方かもしれないけど、やっぱり日本人ってアナログが好きな民族なのかなという思いがありました。これはまずいなというのは思っていたんですけども、AI になつたら急にちょっと景色違うなと感じています。ある業者の話では、金融では日本が一番 AI に熱心みたいな話もありました。とても面白いなと思いました。だから、これはある種のチャンスが来たというようにも言えるんじゃないかと思うんですね。この IT とか DX のアンダーインベントの結果として、生産性の向上というのが相対的に遅れてきた現状を、この AI を導入しようという機運が変える可能性がある。先ほどからずっと話がありましたが、全体のレガシーのシステムから入れ替えなければいけないということに皆さん気がついてきたということはすごく大きい話だと思うんです。ただ簡単にレガシーを変えられますかというの、とても難しい話だと思うのだけれども、だからこそ取締会でも、ビッグピクチャーの話をしてほしいと思っています。AI をどう活用するのか、そのためには IT とか DX、データベースはどうすればいいのか、セキュリティはどうすればいいのか。そのような大きいピクチャーを作り上げ、その実現に向けて資本を投下していく。その結果としてどのようなリワードが得られるのか、例えば人を減らすことができるのか、労働生産性がものすごく上がるのか、その上がり方はどれくらいなのか、それによってどのようなコストカットできるのか、そしてコストカットした分は再び投資に回して、さらに勝負するのかも含めてですね、そうするとポジティブなダイナミズムが生じてくると期待できると思うんですね。やっぱり中国って新種の気運に富んでいて、この間のロボット展でもとんでもないロボットが出てきました。日本は大丈夫かと思ったぐらいなのですけれども、一方で AI とロボットの組み合わせには日本人は親和性が比較的高い気がするんですね。やはりこれは大きなオポチュニティなんじゃないかな。日本人のマインドセットからすると、まさに AI とロボットっていいたら鉄腕アトムじゃないですか。つまり我々が好きなアニメの世界が来たので、何か色めき立ったんじゃないかなという気がしています。繰り返しですけれども、ビッグピクチャーと投資戦略を描いて、レガシーから転換して新しいビジネスオポチュニティーに挑戦していく。既存ビジネスにおいても労働生産性を一気に上げて、競争力を高めるチャンスではないかなというようになっています。

**酒井氏:**ありがとうございます。最後ですが、鮫島課長。日本企業に AI がもたらすオポチュニティと脅威ですね。こういったものに対応していくために、それを支援する、サポートする、そういった何か政府のお考えっていうのはあるんでしょうか。

**鮫島氏:**やはり今小澤氏がおっしゃったように、政府でも AI は活用しています。英訳であるとか大量の資料の要約であるとか、あとは法令のチェックとか、こういうのはまさに AI に向いていて、それによって政府のほうも、時間を短縮でき、生産性が上がるということになると思っております。ただそれが完璧じゃなくて、最後はやっぱり人間の目でチェックをするのですが、今後若手が将来シニアになった時にきちんとチェックができるのかというのは、これは非常にリスクに感じているところであります。あと政府のユニークさというのは、やっぱり学習データが限られており、何でも学習させられるわけにはいかないので、その精度があまり高くないということと、また、これは政府自身ではなく、日本経済全体ですが、AIを使うためのリソースがこのまま大丈夫かなど、先ほどおっしゃったように電力も必要ですし、データも必要ですし、あとは水も必要ですし、そういったところのリソースを補充していく。そのためにも今回の経済対策でも、開発、社会実装を支えるための半導体であるとか、データセンターの活用、投資を促進するような経済対策であるとか、予算を組んでサポートしているところでございます。

**酒井氏:**ありがとうございます。ちょっと時間を押してきましたが、2 つ目の柱のほうに移りたいと思います。2 つ目の柱としましては、活力を高めるための戦略と投資家との対話といったテーマで話をさせていただきたいと思います。皆さんご存知の通り、資本コストと株価を意識した経営というのは、非常に今政府からの要請ということも含めて、多くの企業の課題になっていらっしゃいます。そんな中でアクティビストも含めた形で、機関投資家からの短期的な資本効率改善、これに対する圧力は非常に強くなっています。一方で今日、経産省さんのお話でもありましたが、中長期的な価値創造、こういったものが非常に重要だといった話もありますが その 2 つの間にやっぱりジレンマがあります。そのジレンマをどう調整していくのか、どうやってバランスをとっていくのか、実際の先ほどのトランسفォーメーション、事業のポートフォリオ見直しや投資判断において、その 2 つの要素をどのように考慮されているのか、そのあたりの実態について、お話をまず経営者の方からお聞きできればと思いますが、斎藤社長いかがでしょうか。

**斎藤氏:**はい、承知しました。まず事業ポートフォリオマネジメント 今日少し時間を長めにご説明させていただきましたけれども、ちょっと言い忘れたと思うんですけれども、この事業ポートフォリオマネジメントの第一義は、成長戦略の推進なんですね。私もちよと説明の仕方で何かりストラというか、よく対話でも聞かれるんですけど、これはリストラですかと言われるんですけども、いやいやこれは成長戦略の推進ですと。その中においていくつかの事業については、そういった事業の譲渡であると、EXIT であるとか。そういうことはしますということを、投資家の皆さんとはいいろいろ対話をていきながら、この事業ポートフォリオマネジメントを進めているというところであります。成長戦略というのは先ほど申し上げた AI エコシステム、ここに成長戦略が非常に詰まっているというところなんですね。ただこの事業ポートフォリオマネジメントを、先ほど言いました 80 ぐらいあるビジネスユニット、当社はいわゆる 4 つのビジネスカンパニー、バ

一チャルで、その下にビジネスグループ、その下にビジネスユニットというのがあるんですね。このビジネスユニットごとに 1 つの会社かのごとく、しっかりとミニマムハードルレートを、長期視点から達成できるのかどうかと、そういった観点から、そのビジネスユニット長も含めて議論をしています。これをやることで、もちろん成長戦略を推進していくんですが、一方で、人的資本への投資にもつながっていると思います。すなわちこのビジネスユニットの長が、いずれビジネスグループの長になり、いずれビジネスカンパニーの長になっていく、こういった修羅場もあるんでしょうけれども、こういった議論をその段階から経験をさせることによる いわゆる人的資本への投資というか、こういったところも絡めて、今事業ポートフォリオマネジメントは、この一丁目一番地として、私を含めて全社として推進をしているところであります。それから、未財務資本という言い方をしましたけれども、やはりこれはもちろん人的資本、技術力、こういったところが中心になるわけですけれども、こちらもいずれこれは財務資本につながるものだと。振り返しになりますけれども、したがってこれは非じゃなくて未だと言っているんですけども、こういったところに対しても、中長期の目線から、やはり R&D 投資ですね。当社は 10%以上、売上げの 10%以上を R&D に回しております。やはりこれはですね、短中期のみならず長期から こういったものに投資することによって どういったアウトカムがあるのかというのを、これは投資家の皆様と しっかりと議論を詰めていかなきゃいけない、というところでもありますし、R&D 投資の一部でもあるんですけども、いわゆるコーポレートベンチャーキャピタルですね、こういったところでも約 500 億円ほど投資をしておりまして、先ほどのアンテナですか、ビジネスディベロップメントのアンテナ という意味で高く押して、そこから R&D の部門と コーポレートマーケティングの部門で、価値創造のチェーンを回していく。こういったことにも 今注力をしておりますので、なかなかこのバランスといいますかね、難しいところではあるんですけども、ここはやはりしっかりとシナリオというかコミュニケーションというか、そこをしっかりと深めていくことが重要ではないかなというふうに思っておりますし、いろんな意味でいろいろ申し上げましたけれども、やはり人なんですね、人がすべてなので、このやる気というかエンゲージメントというか、ここをしっかりと上げていくための短中長期の投資を引き続きしっかりとやっていきたい。ここを投資家の皆様にもご理解をいただきたいなというふうに思って、コミュニケーションを継続しているところです。

**酒井氏:**ありがとうございます。柳澤社長お願いします。

**柳澤氏:**常々投資家の皆様には、当社のキャッシュの使い方として 3 分の 1 は既存の事業、特にソフトウェア資産を持っておりますので、これの更新ですとか、既存の事業に使いますと、投資をしますと。もう 1 つ 3 分の 1 は成長投資、いわゆる新しい事業を生み出したりとか、買収したりとかということに使いますと。残りの 3 分の 1 は株主還元ですという。年々によって当然アップダウントラブルはありますけれども、そういう説明をしています。社内もそういう意味では、株主還元のところはちょっと置いておくと、成長投資、特に当社の場合は 3 年で中計を回しているんですけども、それを何期かまとめた長期といいますか、ビジョンを持っておりまして、この 3 年間ではもしかすると成果が出ないんだけれども、中長期に向けてやっておくべきこと、仕込みとしてやっておくべきことということを、必ずその事業計画の中に入れてもらいながら、その中長期の

ところの PDCA を回す、そういう会議のアジェンダを設定する場合と、本当に足元業績、どんな調子でっていうのを回すときと、ちょっとここは分けて、どうしてもごちゃっとやると、今短期で調子良いですか、このお客様がとかっていう話に どうしても終始するので そういう時ではない もうちょっと中長期に見て こういう事業を生み出そうとか、こういう投資をしようと思ったことがどれくらいちゃんと進んでいるのかというところを、あえてちゃんとアジェンダに載せながらマネジメントをするというのをなんとかバランスを取りながらやっています。もう一つは社員の目線の時でして、社員もなかなか自分の目の前の仕事が どういうところに将来つながっているのかというのが分かりにくい。これはモチベーションとかエンゲージメントにも効くことですので、私どももかれこれ 10 年ぐらい価値共創活動というのをやっていまして、先ほどサステナビリティのマテリアリティの一番上に 3 つの社会価値というのがありましたけれども、自分が日々やっているこの事業なり、このお客様への貢献は お客様のさらに先にあるお客様だったり、社会に対してどういう価値を提供していく、それは将来どういいことがあるのかというのを、まずは考えてもらうというようなそんな活動から始めました。それを今度少しこなれると逆流させて、こういう価値を生みたいよねとか、こういう世の中を作りたいよねって考えると、自分が持っているケーパビリティと逆算した時にどんなことができるだろう、そこでもちろんすごく有望な新規事業が生まれてくれればいいんですけども、必ずしもそうではないんですが、やはり頭の体操とか姿勢といいますか、マインドの持ち方として、やっぱり遠い将来だったり、もうちょっと自分からは遠いかもしれない、社会全体とのこのコネクションといいますか、それを毎回毎回毎年毎年、いろんなグループで対話をしてもらったりとか。自分で考えてもらったり、そんな取り組みをしながら社員のレイヤーでもそれから経営マネジメントのレイヤーでも、短期と中長期のバランスを取ることを、なかなか大変ですけれども、取り組みとしてはしております。

**酒井氏:**ありがとうございます。次に社外取締役の立場からのお話を聞いていければと思いますけれども、松山先生いかがでしょうか。

**松山氏:**ありがとうございます。これはもう本当に難しい、私自身、社外として取締役会に参加させていただくようになって本当に難しい判断だなというのを感じているテーマかなと思います。今すごく資本効率ということがすごく言われていて、本当に私がやっている会社さんでもビジネスユニットとかいろいろな事業部門ごとに資本効率を計算して比較したりとかしながらやっているんですけども、かといって資本効率のいいところだけに集中していくことが、先ほどのテーマにもありましたけれども、変化の激しい時代のリスクヘッジみたいな観点からしたときに、そこにばかり集中してしまうことが本当にいいのかどうか、例えば長期的に花開くであるかもしれないビジネスへの投資の在り方、そういったところを考えていくと非常に難しいなと。今現在の資本効率だけで事業を見るということだけではなくて、5 年後 10 年後、社会が変化していくときにどうなっていくのか、今まさに事業ポートフォリオの議論の前提に成長戦略があるというお話をいただきましたけれども、10 年後どの事業で我が社は勝負していくのか、というところを意識しながら、今は苦しくてもといったところを我慢しなきやいけないとか、そういったところを理解しながら、この資本効率の議論ってしていかなきやいけないよねっていうのを日々、経営

判断って本当に難しいんだなっていうのを感じながら、取締役会の議論に参加しています。あともう一点、どうしても気になるのは、やっぱり資本効率で比較してしまうと、どんなに頑張ってもそんなに高い利益率出ないんだよねっていう事業が、どうしてももう潜在的にありますよねと。ただ、その事業がすごい社会貢献というか、我が社の存在意義としてこれすごく重要な理由ですねという存在だったりすることもあると思うんですよね。社会インフラに関わる部分とか、利益率的にはやっぱりどんなに頑張ってもそんなにいかないんだけれども、すごく我が社の存在意義としてはすごく重要な理由ですね。これ我が社が辞めてしまったら本当に日本のビジネスというか、社会にすごく大きな影響がありますよねというようなところとか、そういう事業というのは、ある意味このステナビリティじゃないんですけども、やっぱり社会への意義みたいなところと、資本効率みたいなところっていうところのバランスを、ある程度リンクさせて考えてもいいんじゃないのかなと。取締役会で見ていて利益率だけでワーッと比較してしまうと、本当にいつも低くてかわいそうなんだけれども、これは我が社にとっての社会に認知されるために、すごく重要なビジネスですよね、みたいなところをどう考慮していったらいいのか。そういうところも結構悩ましいなと思いながら、日々の取締役会の議論に参加させていただいているというのが実情でございます。

**酒井氏：**ありがとうございます。松田先生、よろしくお願ひいたします。

**松田氏：**私も取締役会で非常に多く事業ポートフォリオマネジメントの議論はいたしております。ほぼ毎回やっていると言っていいかなと思います。それは私自身が研究の主眼が全社戦略であるから、そういう会社さんに好んでお世話になっていることもありますし、ただそれ以上にやはりどこの会社にとってもですね、事業会社さんの作る事業ポートフォリオと投資家さんの作る投資ポートフォリオは必ずバッティングするので、株主にとっては事業ポートフォリオを作るのであればちゃんと説明せよと、ひときわ厳しい目が当然ながら向けられるわけですね。それに対してやっぱり事業会社の側は説明していかなきやいけないと、これちょっと学術研究的になってしまふんですけれども、このときに説明して正当性のある理由というのは、少なくともアカデミアで 2 つしかないと言われております。1 つがシナジー。ただこれ出すのが非常に難しいですね。もう 1 つは言い方としてはちょっとまどろっこしくなるんですけども、市場による統治よりも階層的な組織統治の方が、結果が良いと思われる場合、何を言っているのかよく分かりませんが、要は市場にいる巷の投資家に任せるよりは、本社の事業ポートフォリオを司っている内部投資家の方が、投資家として少なくともその持っている事業ポートフォリオについては、優秀なリターンが出来る場合、つまりもっと簡単に言うと本社の投資家能力が強くなきやいけないということなんですね。ただこれを四角四面にとって、では WACC を ROIC をみたいなことだけやっていると、今松山先生がおっしゃったように、非常に四角四面な短期的な話になってしまう。せっかく事業ポートフォリオを持っているのでありますから、より長期を見据えたダイナミックな中長期の投資家的な目線を持っている経営力を持った本社の人材というのが、非常に必要なではないかなと思います。そこはまだまだ皆さんご苦労されているのではないかと思いますし、将来のマネジメント育成のためにも、もっともっとここを強化してもいいところではないか

など考えています。あともう一つは、齋藤社長がおっしゃっていただいた事業ポートフォリオは成長戦略であるということです。まさにその通りで、多分今フェーズ1というのがおそらくノンコア事業の売却というようなことで、皆さん盛んに行われてこられたと思うんですけれども、数年前からちょっとフェーズ2、すなわちコア事業をどうするか、コア事業をどう成長させるかというようなフェーズに入ってきたのかなと、個人的には感じております。そうすると当然フェーズ3を作りたくなるわけなんですけれども、おそらくフェーズ3はコア事業に目を向けて改めて成長戦略を考えると、何でこんなに国内には同じ業種、同じような事業をやっているプレーヤーが多いのであろうかと、やっぱりそういう問題に行き着くんだと思うんですね。ですのでおそらくここでさらなる成長のための非連続な変化ということも含めて、かなりダイナミックな議論を続けていかなければいけないのかなと思います。加えて先ほど私はガバナンスレイヤーを使ったらしいんじゃないのという話も申し上げたんですけれども、これは決してコミュニケーションを任せようという話ではございません。コミュニケーションは最後まで残る。そうすると取締役会での議論もそうですし、より大事なのは企業と投資家との対話ですね。説明して分かってもらわないといけないですから、そこでの説明の内容、方法というのが、より考証がくつきりしていく。そんな時代に来るのではないかなと思っています。

**酒井氏：**ありがとうございます。次に小澤さんにお聞きしますけれども、先ほどの短期と中期のバランス、投資家から見てどうかといったあたりについてお話をいただければと思います。

**小澤氏：**事業ポートフォリオの話を先にやってからでよろしいでしょうか。私は80年代から投資しており、80年代のバブル期を知っています。当時は大量のファイナンスが行われて、それを原資にむちゃくちゃな投資が行われたのを目の前で見ていました。そのとき何が起きたかというと、いわゆる多角化なんですね。実は事業ポートフォリオマネジメントという言葉がまだなかった時代でした。当時の企業の状況はコアである本業が伸びなくなったので他のことをやろうといろいろな事業に手を出して、そして本業とは異なる新規事業を多角化という名のもと作っていました。今日いらしていただけたら申し訳ありませんが、鉄鋼会社さんが半導体作ったり、養殖やったりもしました。これは極端な例ですが、なぜこの話をしたかというと 今事業ポートファイールを見直してほしいという投資家が言っていることの大きいポイントって実はこの時代の多角化の動きからきていることもあると思うんです。当時は日本企業全体が本業が伸びないから多角化だといって、今松田先生がおっしゃっているように、隣の企業がやっていることを儲かりそうだからこれもやろうということもたくさんありました。そのような事業を整理してきたものの、実は依然としてシナジーに乏しく収益率も低い事業が事業ポートフォリオの中に残っているのもあります。事業ポートフォリオの収益の関係を分析すると、収益率の高い事業と収益率の低いもしくは赤字の事業を持っているケースでは、収益率の高い事業から生まれるキャッシュが収益率の低い事業のところにまわり、ダイリューションが起きてしまって全体として儲からない状況がうまれている。ここで問題になるのは、全体の収益率がダイリューションで低くなるだけでなく、儲かっている事業に十分な投資ができなくなってしまうことです。本来は儲かっているのだからもっと投資をして、競争力を維持強化し、競合に負けないようにしなければならないの

に、十分な投資ができないということが実は何十年も継続してきたのではないでしょうか。その結果、企業全体の競争力が弱体化してきた歴史のように思います。だから投資家が事業ごとの ROIC をまず見てほしいというのはまずそこがあります。もし個々の事業において長期的にみて ROIC が資本コストを上回らない状況が継続するなら考えてもらわなきやいけない。一方で、齋藤社長が今日お話しただいたようなわゆる四象限での分析をして、事業の成長性があるところに投資していく、それは将来の成長戦略だから、それはキャッシュカウの事業から高成長がみこまれる事業へ投資していくこともあります。これは非常にポジティブな動きだと思います。それは将来の成長を作るためにやるからです。以前は収益性も低く将来性がない事業であってもただ維持するためにお金を突っ込んでいた。だから投資家はそこはやめてほしいと言っているだけで、成長分野に資金を投入することはやめてほしいなんて誰も言っていないわけなんです。そこが多分投資家と企業との間に、ギャップが生じている部分だと思うんですけど、それは大きい間違いだということですね。そこがまず事業ポートフォリオマネジメントに関して僕が言いたかったポイントです。

先日の経団連からのレポートも、基本は時間軸の話だったと思います。要は短期と長期という今のお話だと思うのですけれども、これもちょっとギャップがあります。かつては企業が株主を向いた経営をしていないことと、開示姿勢が悪いことも重なって、足元の業績にフォーカスした話になってしまったことが多い。特にマクロ環境が悪かった 10 年ぐらい前までは多くの投資家がそんなことを言っていたような気がします。それが企業の短期主義に少し拍車をかけてしまったんじゃないかという反省はあります。一方、日本市場におけるアクティビストの多くは短期主義のようにみえます。米国市場のアクティビストはもっと長期的な分析にもとづいた提案や対話をすることで、ある意味正当だと思うんですね。こんな話も言っちゃっていいのかわからないんですけど、今の日本市場における一部アクティビストの短期志向は目に余るように思います。これはお金を掠め取るためにやっているのではという人たちが多いように感じます。つまり簡単なんですよ。多くの日本企業は多額のキャッシュをバランスシートに持っています。多分、爪に火を灯すような気持ちでコストを削って、キャッシュを積み上げたのではないかと思います。でもそのお金を成長戦略に十分に投資してこなかったから、キャッシュがバランスシートに貯まってしまった。一部のアクティビストは、バランスシートにたまたま多額のキャッシュを簡単に取れると思っている。そして、企業サイドはちょっと脅かすとすぐ自社株買いをしてしまう。こんな楽なことはないってことが起きているんじゃないかなと思っています。そんな脅かしなんかにびびってしまう前に、成長戦略をきちんと作ってキャッシュを使うべきだと思うんですね。コストをかけるべきだと。経産省からも人的資本を含む無形資産への投資をもつとすべきというのも、随分前に出ましたが、本当にそれが足りていないと思う。その結果が従業員エンゲージメントスコアの低さに出ているわけで、そういうものをきちんとやってこないと次の成長はないと思うんですね。そういう意味では本当に自社株買いは最後の最後に考えるようなものです。つまり最適バランスシートを考え、その必要な資本量に対して現在の資本が多すぎたときにそれは調整するというものだと思います。十分にコストを使って成長戦略をやって、それで余ったものを返

すという判断であって、今あるから返せって言われて返すなんて、ちょっとナイーブすぎるなと正直思っています。ただそれをやるにはきちんとした、今日齋藤社長も柳澤社長も成長戦略を話してくれましたけれども、そういう成長戦略をきちんと語ることと、同時に長期的観点から投資をする投資家を味方につけるってことだと思います。長期的に資本コストを上回るリターンをだせるキャッシュの使い方を含む成長戦略を出せば、長期の投資家はきちんとそれを受け止めてくれると思います。そしてそういう長期の投資家と話せば、話を受け止めてくれた上で、同時に多分いろいろな質問をされると思います。そこから企業サイドも気づきを得ることもたくさんあると思う。一方、長期の投資家サイドも成長戦略に納得すればサポーターになってくれます。そして、投資家がどう考えているかをきちんとお話してくれると思います。それがあれば、多分短期の投資家と戦うことができるんではないかなと思っています。ちょっと話が長くなってしましましたけれども、短期の投資家が暗躍するような素地が今ちょっとあるので、そこと戦うためには長期の投資家を味方にすることと、ボードの中に資本市場と対話できるような人もきちんと入れることが重要だと思います。資本市場からのメッセージを読み解くことができないと、やはりナイーブな対応になりがちなので そこはきちんと考えていただく必要があると思います。

**酒井氏:**ありがとうございます。先ほど畠山局長から稼ぐ力についてかなり詳しいお話をいただきましたけれども。鮫島課長から何かさらに付け加えることがありましたらお話ししていただければと思います。

**鮫島氏:**事業ポートフォリオは稼ぐ力の根本で、仮に事業をベストオーナーに移す、もしくは再編する際に、経産省、政府としてはその支障を取るということをやっております。例えば一つは税制ですが、スピンオフをしたときに株主にも事業主にも課税が生じ得るので、これについてはペーシャルスピノフ税制の拡充をやっておりまし、あとは人の話、労働組合との関係だと思っております。やはりオーナーが変わる際に、労働組合に対してどこまで説明するかと、配慮規定については非常に難しい問題ですけど、これは厚労省のほうで時間をかけて検討しておりまして、この人の問題、税の問題で環境整備していければというふうに考えております。

**酒井氏:**ありがとうございました。本日三つの柱と申し上げたんですが、ちょっと時間が来てしましましたので、今日は二つ目の柱で終わらせていただきたいと思います。皆様大変幅広い内容について深い考察いただきました。ありがとうございました。

以上。