

第2回事業再編研究会

(事務局説明資料)

2020年2月14日

経済産業省

目次

1	前回の議論の整理	2
2	現状と課題（②取締役会、③投資家）	8
3	本日は議論いただきたい論点	41

参考

1.前回の議論の整理

前回の議論の整理（まとめ）

1. 本研究会の検討の方向性

- 競争環境の変化の中、企業価値向上のために事業再編の必要性が増していることについては共通認識。
- 事業ポートフォリオマネジメントの在り方については、
 - ・ コーポレートレベルでの「経営資源の配分」、自社が「ベストオーナー」という視点を入れる必要、
 - ・ ESGや時間軸の長いイノベーション（R&D）の観点も入れつつ、「4象限管理」を早く回すことが必要、との意見があった。
- スピンオフ等による事業切出しの経済的意義については、「主役」となってリソース調達の道が拓かれることにより、成長の実現、事業価値の最大化が図られるといった点が挙げられた。
- 対象事業の位置づけ・状況により、対応の在り方も異なってくるので、カテゴライズして整理する必要があるとの意見があった（優良のノンコア事業／構造的に低収益の本業、コモディティ化した事業／トランスフォーメーション可能な事業 等）。
- 株主利益と他のステークホルダー利益の関係については、相対立するものではなく、長期的には、ステークホルダーの利益を実現することが株主の実現にもつながるとの考え方が示された。

前回の議論の整理（まとめ）

2. 進め方・各回のテーマ

- ガイドラインの策定に当たっては、特に経営者に対してポジティブなメッセージとなるよう、ワーディングには留意すべき、株主総会での賛否に影響を与えるようなものになるとよい等の指摘があった。

3. 日本企業において、事業の切出しが進みにくい背景・要因

- 不振な事業が優良事業の生み出すキャッシュに依存している場合や、再投資先（成長事業）の見通しが立っていない場合、切出しに踏み切れない傾向があるとの指摘があった。
- メインバンクによるデット（債権者）ガバナンスの名残から、過度な安定志向につながっているとの指摘があった。

前回の議論の整理（まとめ）

4. ①経営陣における課題と対応の方向性

- 事業ポートフォリオの見直し（そのための基準設定や体制整備等）は、経営者の重要な役割であり、主体的な取組を後押しすることが重要との意見があった。
- 会社の規模の縮小に対して経営者が消極的なのは、欧米でも共通であり、企業価値の向上に対する適切なインセンティブとなるよう、経営目標や役員報酬における業績評価指標を設定することが重要であるとの考え方が示された。具体的には、売上規模に連動するものではなく、TSR、成長性、資本効率に関するものが考えられる。
- 企業価値重視や事業ポートフォリオ組替えの思考・能力を有する者を経営トップに選任・育成していくことが重要であるとの指摘があった。
- 「ベストオーナー」に事業をマッチング（売却）させることは、事業の成長及び従業員利益の確保につながるものであり、そのためにも早期の決断が重要との指摘があった。

前回の議論の整理（まとめ）

5. その他

1. ～ 4. のほか、以下の事項についても、ご意見があった。

②取締役会・社外取締役における課題と対応の方向性
（独立社外取締役の役割、取締役会の多様性等）

③投資家とのエンゲージメントにおける課題と対応の方向性
（資本市場における経営者評価、情報開示の重要性、アクティビストの関与に対する評価等）

○ 事業評価の仕組みの構築とセグメント情報の開示
（管理会計、CFOのサポートの重要性等）

○ 事業切出しの実行段階における実務上の工夫
（従業員の理解や納得感を得るための条件、売却先の選定やタイミング等）

本研究会のスケジュール

➤ 第1回（1月31日）

- ✓ 本研究会の開催趣旨、全体の進め方
- ✓ 事業再編（特に切出し）に関する現状と課題（論点整理）
- ✓ ①経営陣のインセンティブ（経営者の意識、従業員の問題等）

➤ 第2回（2月14日）

- ✓ ①経営陣のインセンティブ（続き）
- ✓ ②取締役会（特に社外取締役）の役割と責任
 - ・事業ポートフォリオ戦略に関する議論の在り方
 - ・事業評価等の仕組みに関する監督の在り方
- ✓ ③投資家とのエンゲージメント
 - ・投資家側の対応の在り方（SSコードを踏まえた中長期視点でのエンゲージメントの在り方）
 - ・企業側の対応の在り方（平時と有事（株主提案を受けた場合等））

➤ 第3回（3月4日）

- ✓ 事業再編促進のための環境整備
 - ・社内における事業評価の仕組みの構築
 - ・事業セグメント開示の在り方（ベストプラクティスの例示等）
 - ・必要な制度整備の在り方（税制措置等）

➤ 第4回（3月17日）

- ✓ 第1回～第3回の議論の整理を踏まえた検討

➤ 第5回（4月20日）

- ✓ 報告書（実務指針案＋制度整備に関する提言）の骨子案

➤ 第6回（5月下旬）

- ✓ 報告書案

➤ 予備：第7回（6月上旬）

2.現状と課題

(②取締役会／社外取締役と③投資家（エンゲージメント）について)

【企業アンケート】事業ポートフォリオの検討状況

経営陣
の課題

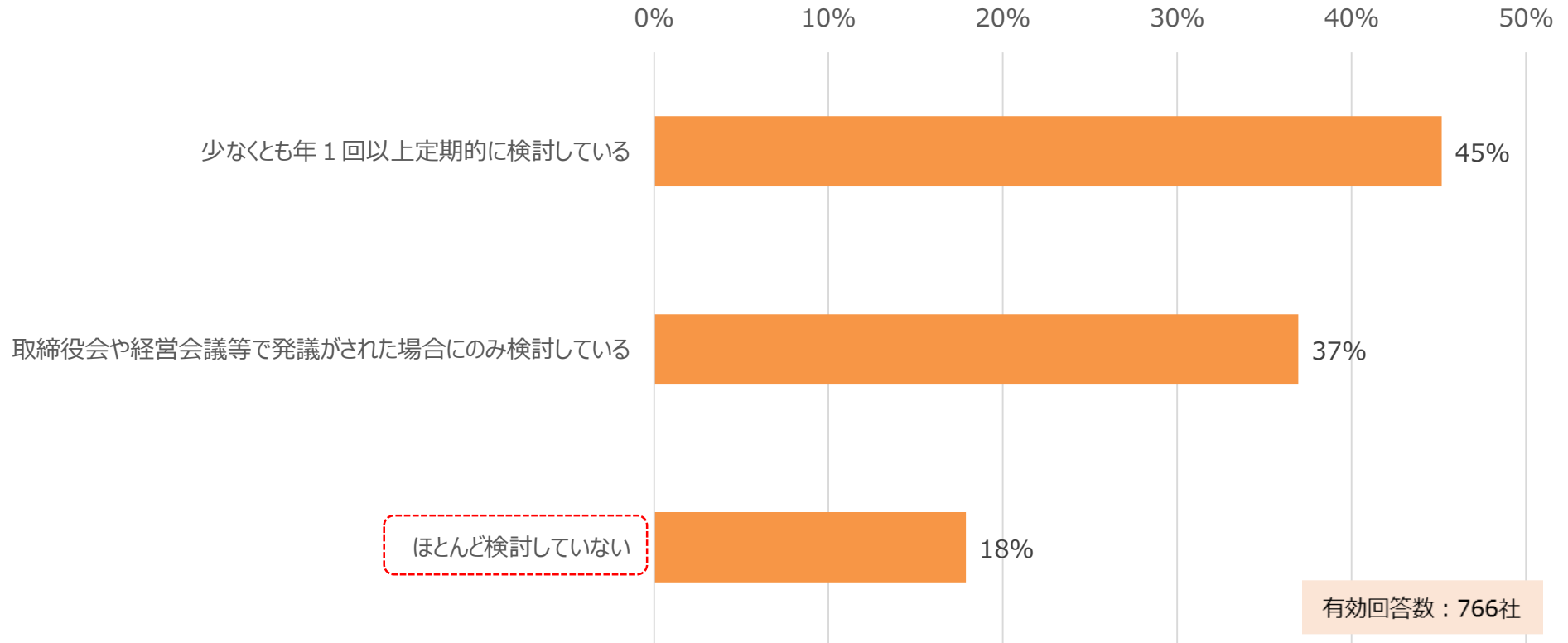
取締役の
役割・責任

投資家
との対話

事業評価
の仕組み

- 事業ポートフォリオの検討状況については、「少なくとも年 1 回以上定期的に検討している」企業は 45%、「ほとんど検討していない」企業も 18%。

問 3 8 . 事業ポートフォリオの検討状況について、お答えください。（1 つ選択）



【企業アンケート】事業ポートフォリオを検討する機関

経営陣
の課題

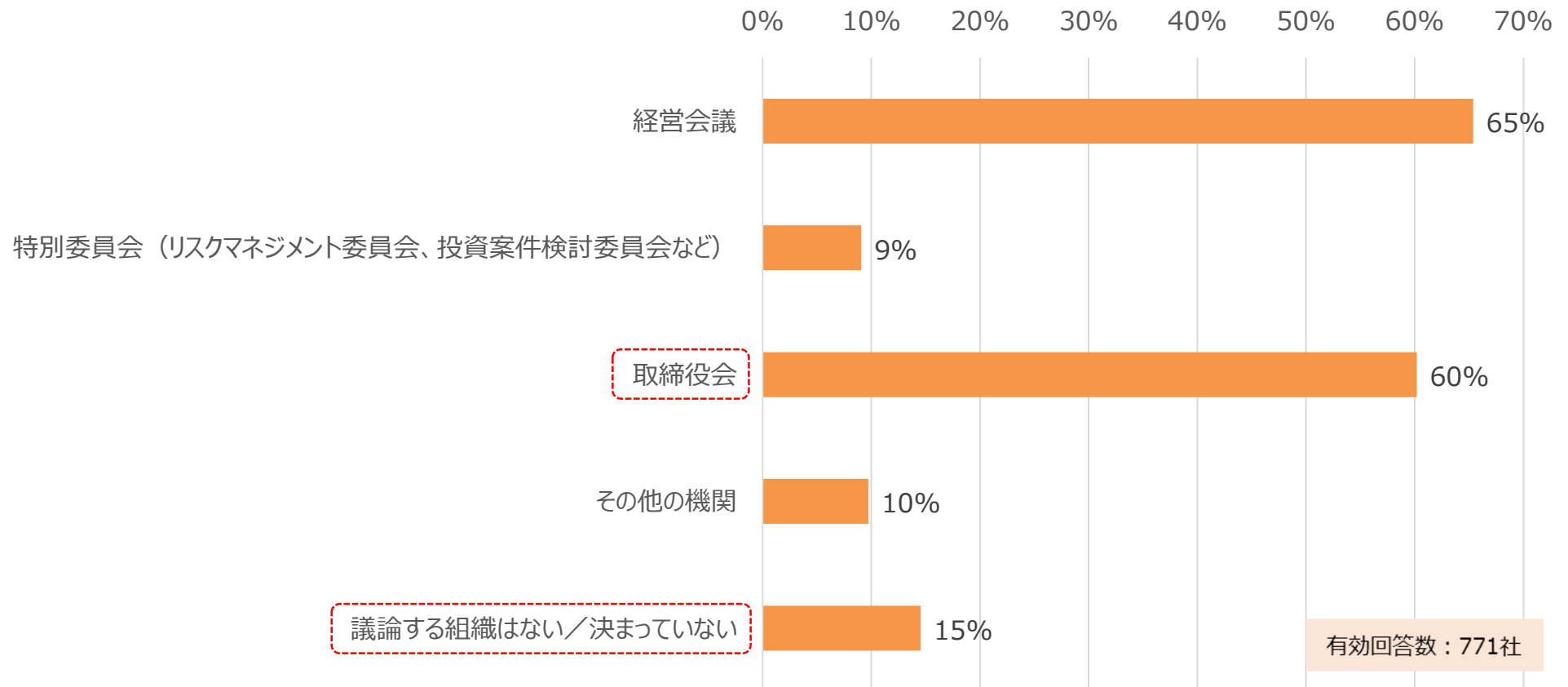
取締役の
役割・責任

投資家
との対話

事業評価
の仕組み

- 事業ポートフォリオを検討する機関については、「取締役会」と回答した企業は60%。
- 「議論する組織はない／決まっていない」企業も15%。

問 3 9 . 事業ポートフォリオを検討する機関について、お答えください。（複数選択可）



【企業アンケート調査】経営者の評価指標

経営陣
の課題

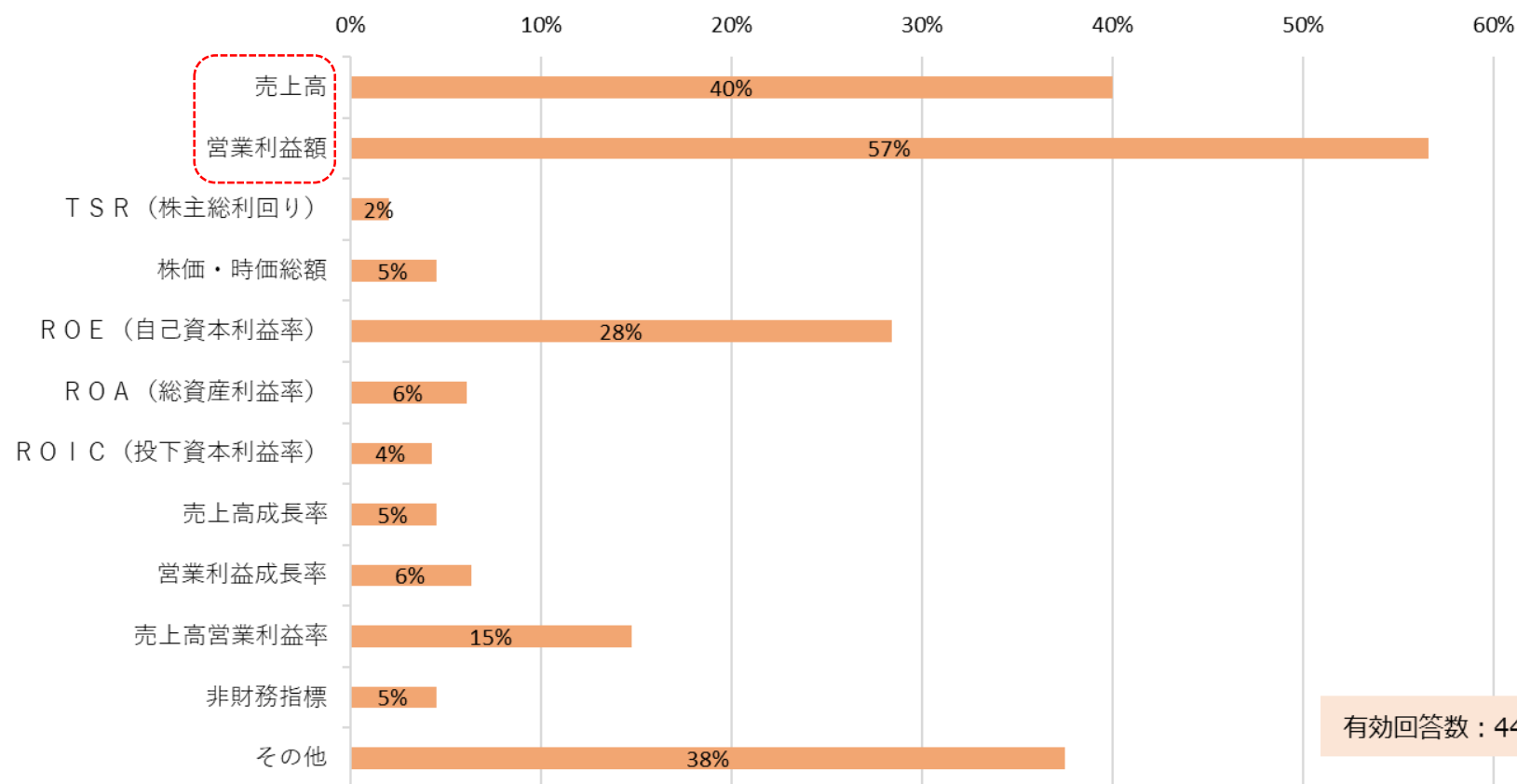
取締役の
役割・責任

投資家
との対話

事業評価
の仕組み

- 指名委員会では、社長・CEOの業績評価指標について、「売上高」（40%）、「営業利益額」（57%）といった企業規模に連動するものを重視する傾向。
- こうした評価の在り方が、企業規模の縮小につながる事業の切出しへの消極姿勢につながっているのではないか。

問13. 指名委員会（※任意の委員会を含む）において、社長・CEOの業績評価を行う際に重視している指標は何ですか。（主なものを3つまで選択。「その他」の場合は、下記コメント欄に具体的に記入してください）



有効回答数：440社

(参考) 経営指標として重視する項目 (企業と投資家の比較)

経営陣
の課題

取締役の
役割・責任

投資家
との対話

事業評価
の仕組み

- ROE重視は共通しているものの、その他では、企業が利益額や売上高を重視しているのに対し、投資家はROICや総還元性向等、資本効率に関連する指標を重視する傾向。

経営指標として重視する項目	企業	投資家	ランキングの乖離(絶対値)
ROE	2位	1位	1
ROA	7位	9位	2
売上高利益率	4位	8位	4
売上高/売上高の伸び率	3位	12位	9
利益額/利益額の伸び率	1位	7位	6
市場シェア	14位	14位	0
経済付加価値 (EVA)	17位	10位	7
ROIC	12位	2位	10
FCF (フリーキャッシュフロー)	11位	5位	6
配当性向	5位	6位	1
DOE (株主資本配当率)	13位	11位	2
配当総額/1株あたりの配当額	10位	17位	7
総還元性向	9位	3位	6
配当利回り	16位	16位	0
自己資本比率	6位	14位	8
DE ratio	8位	12位	4
資本コスト	15位	4位	11

(注釈) 「ランキングの差異(絶対値)」は、「|投資家の順位-企業の順位|」により算出。

(出典) 一般社団法人生命保険協会の「企業価値向上に向けた取り組みに関するアンケート集計結果(2018年度版)」を基に経済産業省にて作成。

【社外取締役アンケート調査】事業ポートフォリオの検討状況

経営陣
の課題

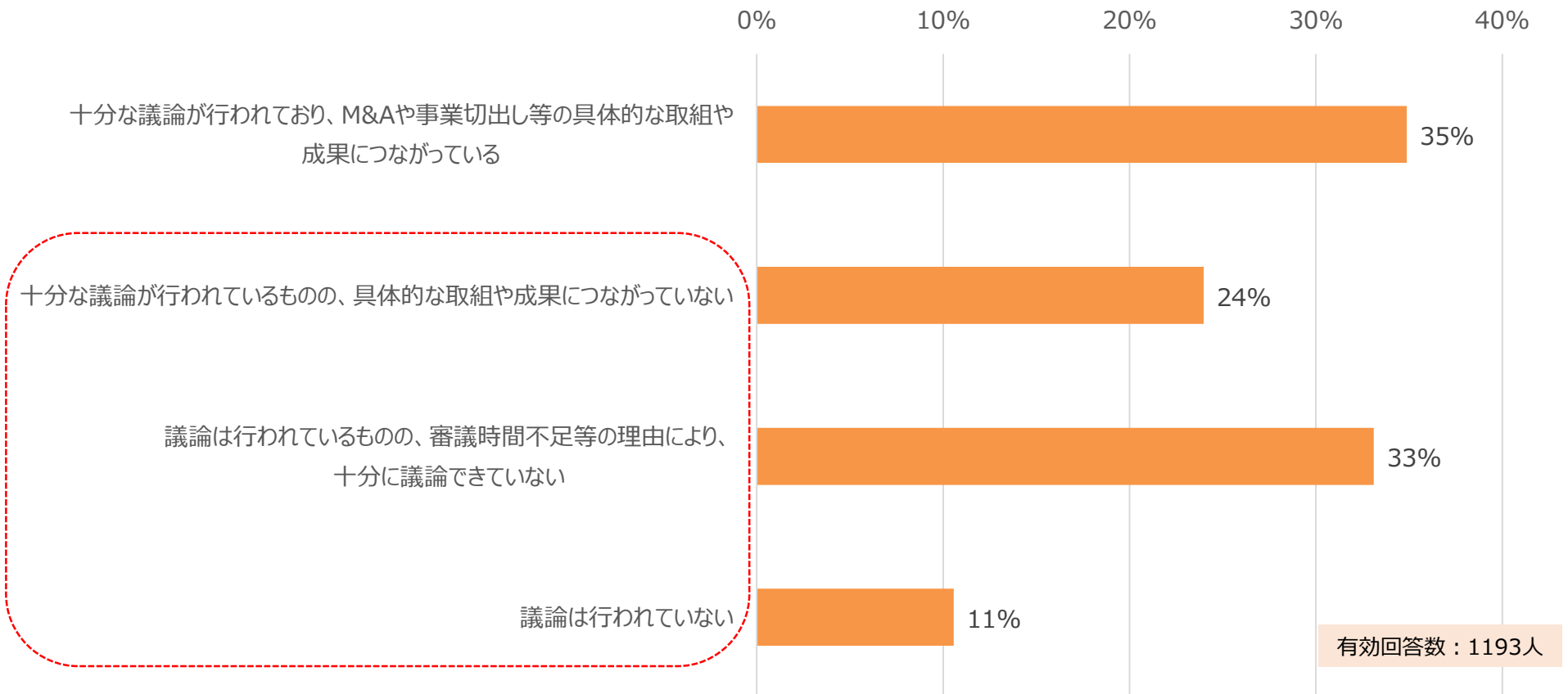
取締役の
役割・責任

投資家
との対話

事業評価
の仕組み

- 社外取締役は、取締役会における事業ポートフォリオに関する議論について、「具体的な取組や成果につながっていない」（24%）、「十分な議論ができていない」（33%）、「議論が行われていない」（11%）等、約2/3がなんらかの問題意識を有している。

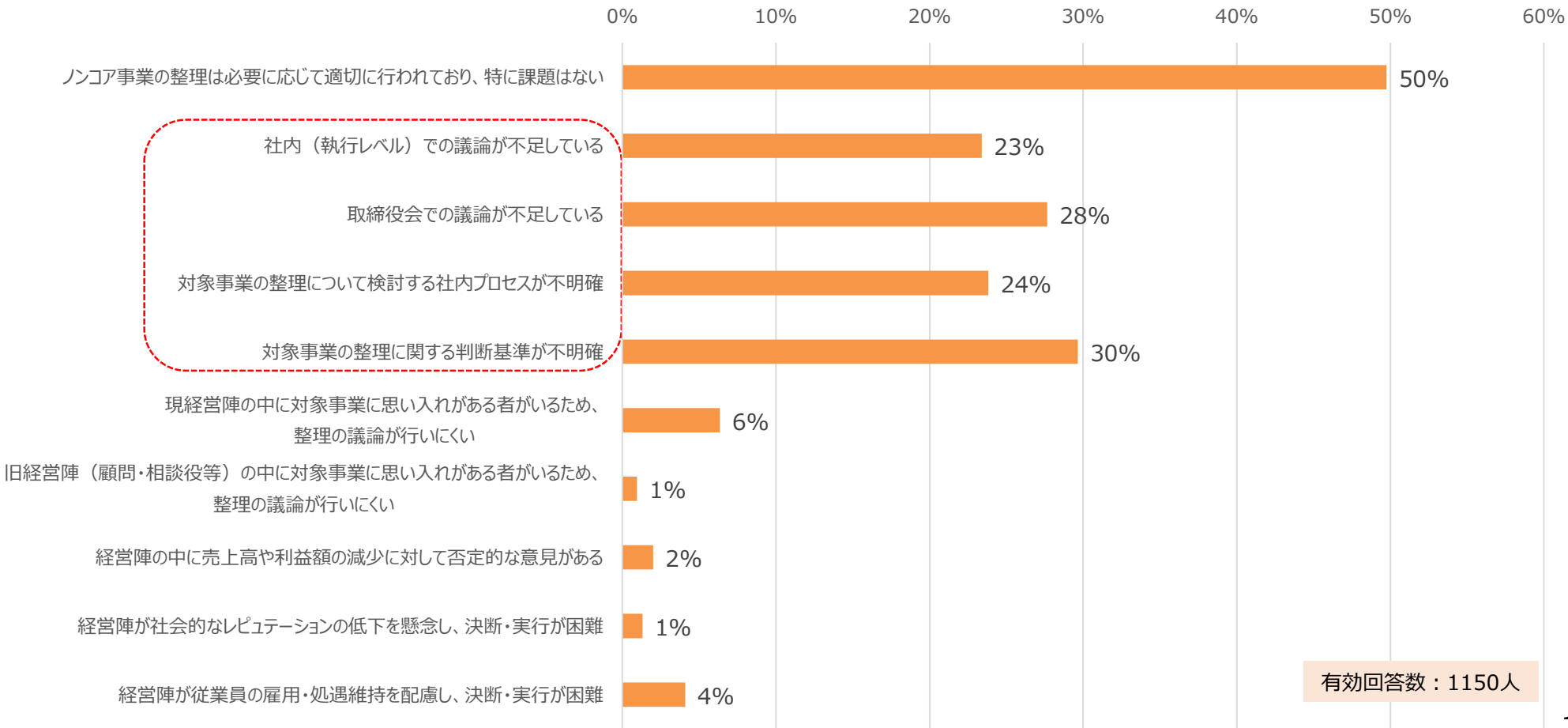
（社外取締役向け）問25．当該企業の取締役会では、事業ポートフォリオについて、経営理念、事業戦略、資本コスト等との関係に基づいて、現状分析や見直しのための議論が十分に行われていますか。貴方の認識をお答えください。（複数選択可）



【社外取締役アンケート】ノンコア事業の整理に関する課題認識

- ノンコアの事業の整理について「特に課題はない」とする社外取締役は全体の半数にとどまり、残りの半数は、ノンコア事業の整理について、「社内（執行レベル）での議論が不足」「取締役会での議論が不足」、「社内プロセスが不明確」、「判断基準が不明確」等、何らかの課題があると認識。

（社外取締役向け）問 2 6．当該企業においてノンコア事業の整理（売却・スピンオフ・撤退・縮小等）が十分行われていると思いますか。貴方の課題認識をお答えください。（複数選択可）



【企業アンケート調査】社外取締役のエンゲージメントへの関与

経営陣
の課題

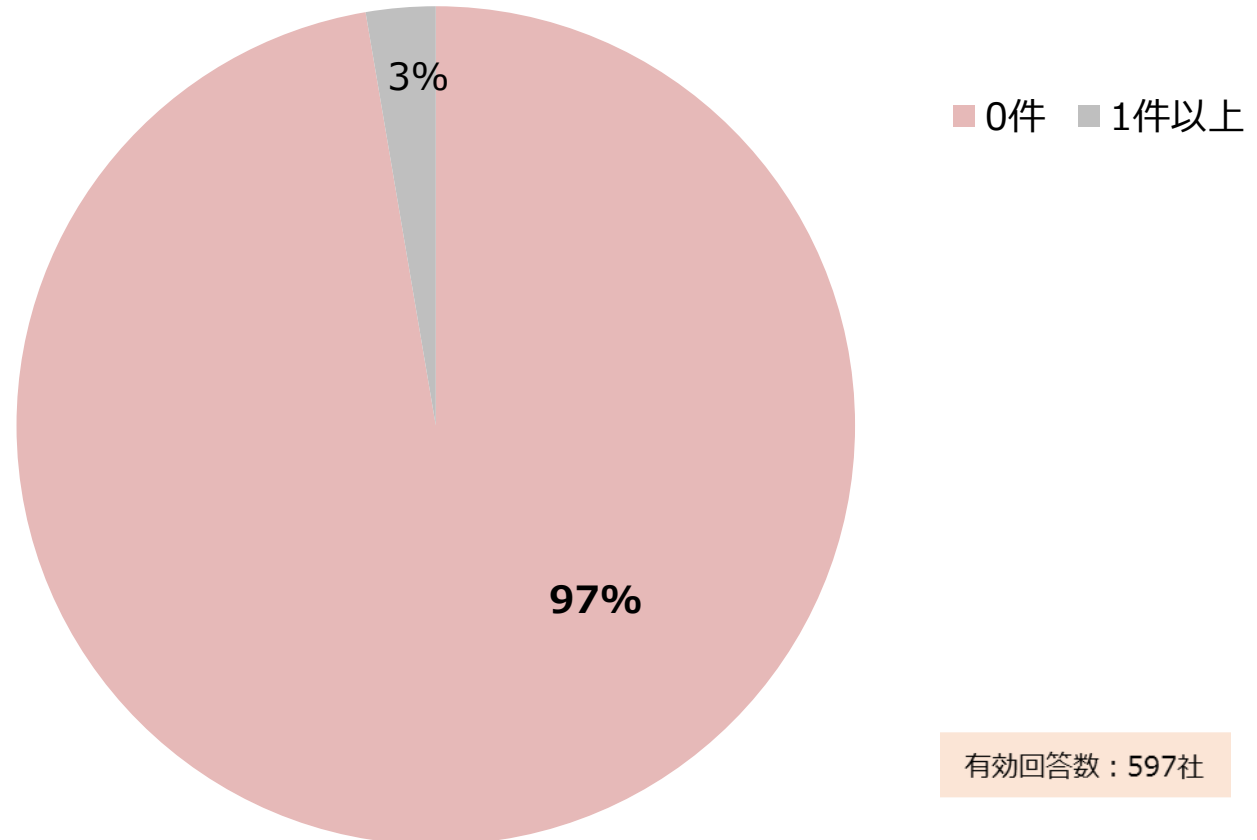
取締役の
役割・責任

投資家
との対話

事業評価
の仕組み

- 社外取締役による機関投資家とのエンゲージメントについて、年間 1 件以上実施している企業は 3%にとどまり、現状では普及していない。

問 5 4 . 年間の機関投資家との個別のエンゲージメント及び投資家説明会の件数（総数）と主な対応者レベルについて、お答えください。



【社外取締役アンケート調査】社外取締役と投資家との対話

経営陣
の課題

取締役の
役割・責任

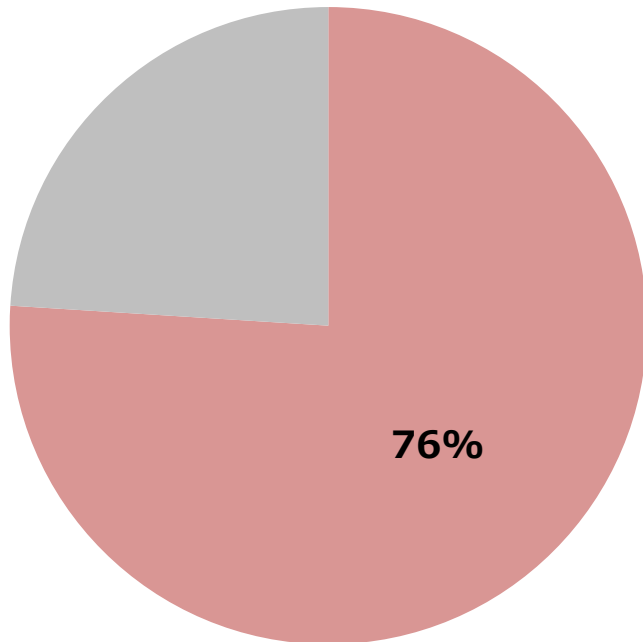
投資家
との対話

事業評価
の仕組み

- 社外取締役の76%は「現在、株主との対話は行っていないが、求められれば対話を行ってもよい」と回答したのに対し、企業の61%が「社外取締役の負担を考慮し、会社として社外取締役に対してエンゲージメントの対応を依頼することを躊躇する」と回答。
- 社外取締役と企業間の認識のずれが垣間見える結果となった（詳細は次の2頁参照）。

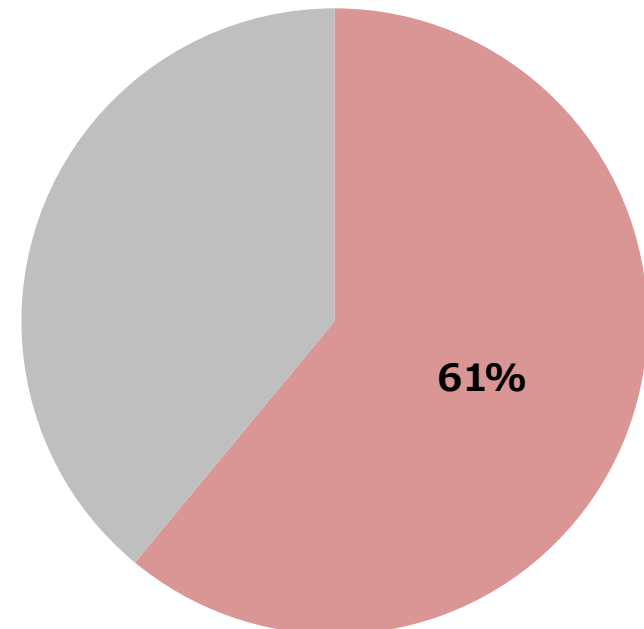
社外取締役向けアンケート結果

社外取締役と株主・機関投資家との対話に関して、「現在、株主との対話を行っていないが、求められれば対話を行ってもよい」と回答した企業の割合。



企業向けアンケート結果

社外取締役と株主・機関投資家との対話に関して、「社外取締役の負担を考慮し、会社として社外取締役に対してエンゲージメントの対応を依頼することを躊躇する」と回答した企業の割合。



【企業アンケート調査】社外取締役と投資家との対話

経営陣
の課題

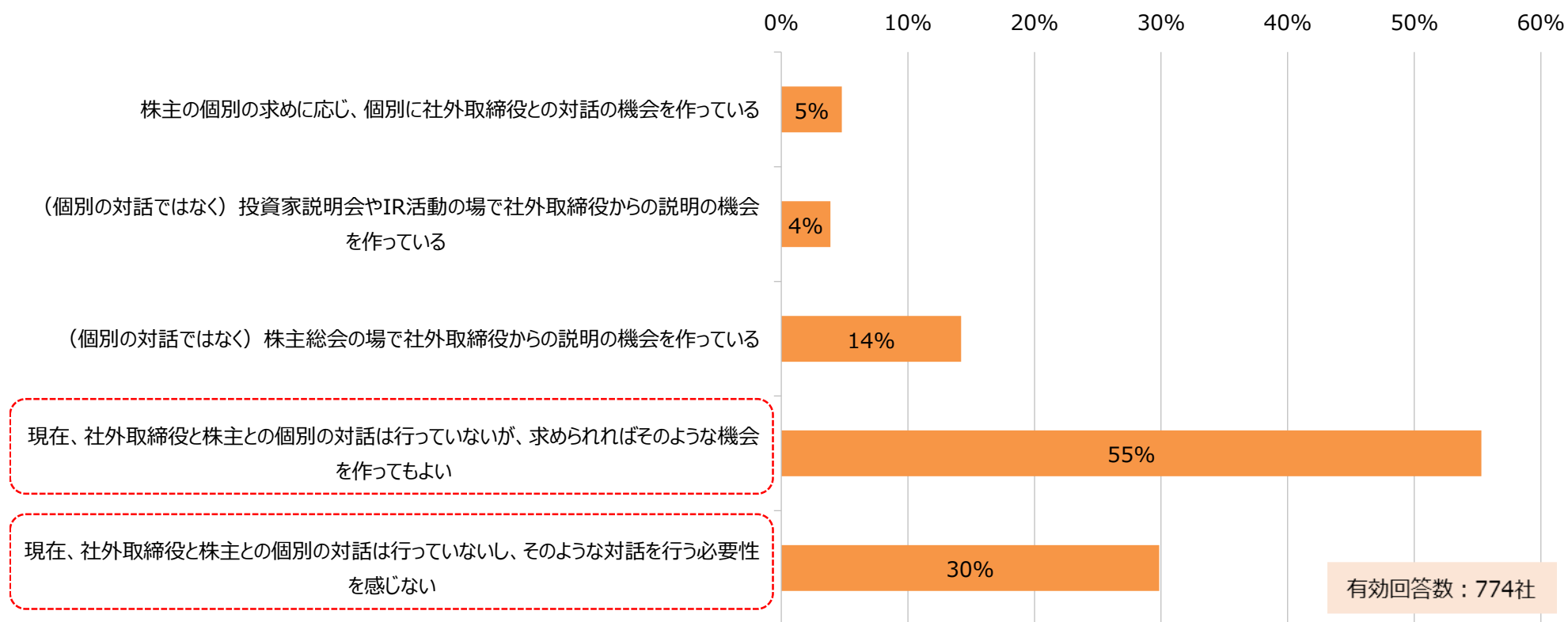
取締役の
役割・責任

投資家
との対話

事業評価
の仕組み

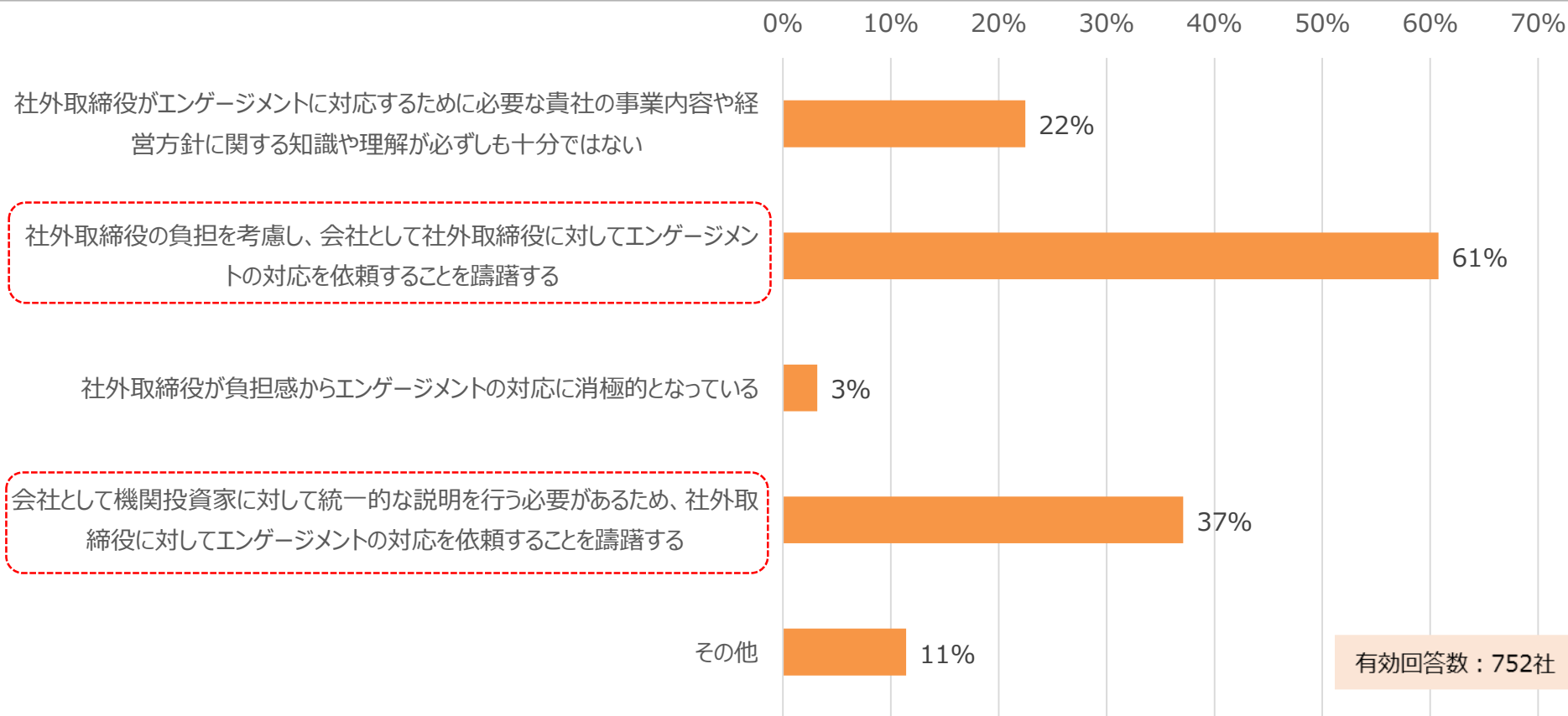
- 社外取締役と株主・機関投資家との対話について、「求められればそのような機会を作ってもよい」と回答した企業が55%に上った一方、「そのような対話を行う必要性を感じない」と回答した企業も30%存在するなど、企業により社外取締役と投資家との対話に対して温度差が見られた。

問 2 7. 社外取締役と株主・機関投資家との対話（エンゲージメント）について、最も当てはまる選択肢をお答えください。（複数選択可）



- 社外取締役と株主・機関投資家との対話に関して、「社外取締役の負担を考慮し、会社として社外取締役に対して依頼することを躊躇する」（61%）、「会社として統一的な説明を行う必要があるため、依頼することを躊躇する」（37%）といった回答が多く、こうした意識が企業側の消極姿勢につながっていると考えられる。

問 2 8 . 社外取締役がエンゲージメントを行うことに関する課題について、お答えください。（複数選択可）



【社外取締役アンケート調査】社外取締役と投資家との対話

経営陣
の課題

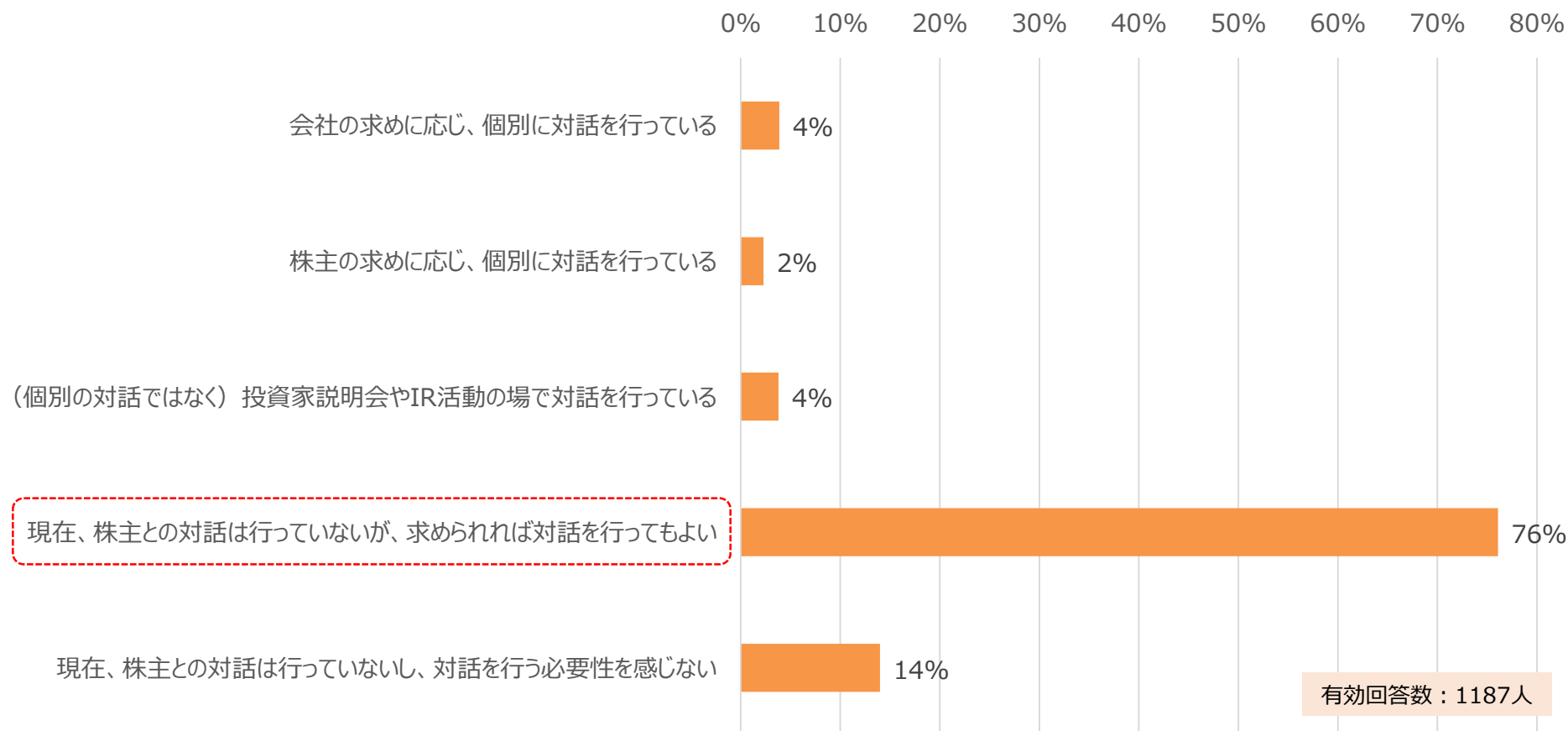
取締役の
役割・責任

投資家
との対話

事業評価
の仕組み

- 社外取締役と株主・機関投資家との対話について、社外取締役側では、「対話を行う必要性を感じない」との回答は14%にとどまり、大半は積極的であることが確認された。

（社外取締役向け）問 3 2. 当該企業において、貴方は社外取締役として株主・機関投資家との対話を行っているか。



(参考) 投資家が社外取締役に期待する役割

経営陣
の課題

取締役の
役割・責任

投資家
との対話

事業評価
の仕組み

- 社外取締役に期待する役割について、企業と投資家の間の期待値のズレが最も大きかったのは「投資家との対話」となっている。

社外取締役に期待する役割	企業	投資家	期待値のズレ
経営陣の評価への関与	39.2%	61.0%	1.6
経営執行に対する助言	72.2%	35.0%	0.5
経営戦略等に対する監督	76.5%	71.0%	0.9
不祥事の未然防止に向けた監督	21.2%	41.0%	1.9
投資家との対話	1.7%	13.0%	7.6
利益相反行為の抑止	5.8%	26.0%	4.5
ステイクホルダーの意見の反映	14.3%	21.0%	1.5
会計・法律等の専門家としての助言	32.5%	5.0%	0.2

(注釈) 「期待値のズレ」は、「投資家の回答比率/企業の回答比率」により算出。

(出典) 一般社団法人生命保険協会の「企業価値向上に向けた取り組みに関するアンケート集計結果（2018年度版）」を基に経済産業省にて作成。

【企業アンケート調査】エンゲージメントにおける議題

経営陣
の課題

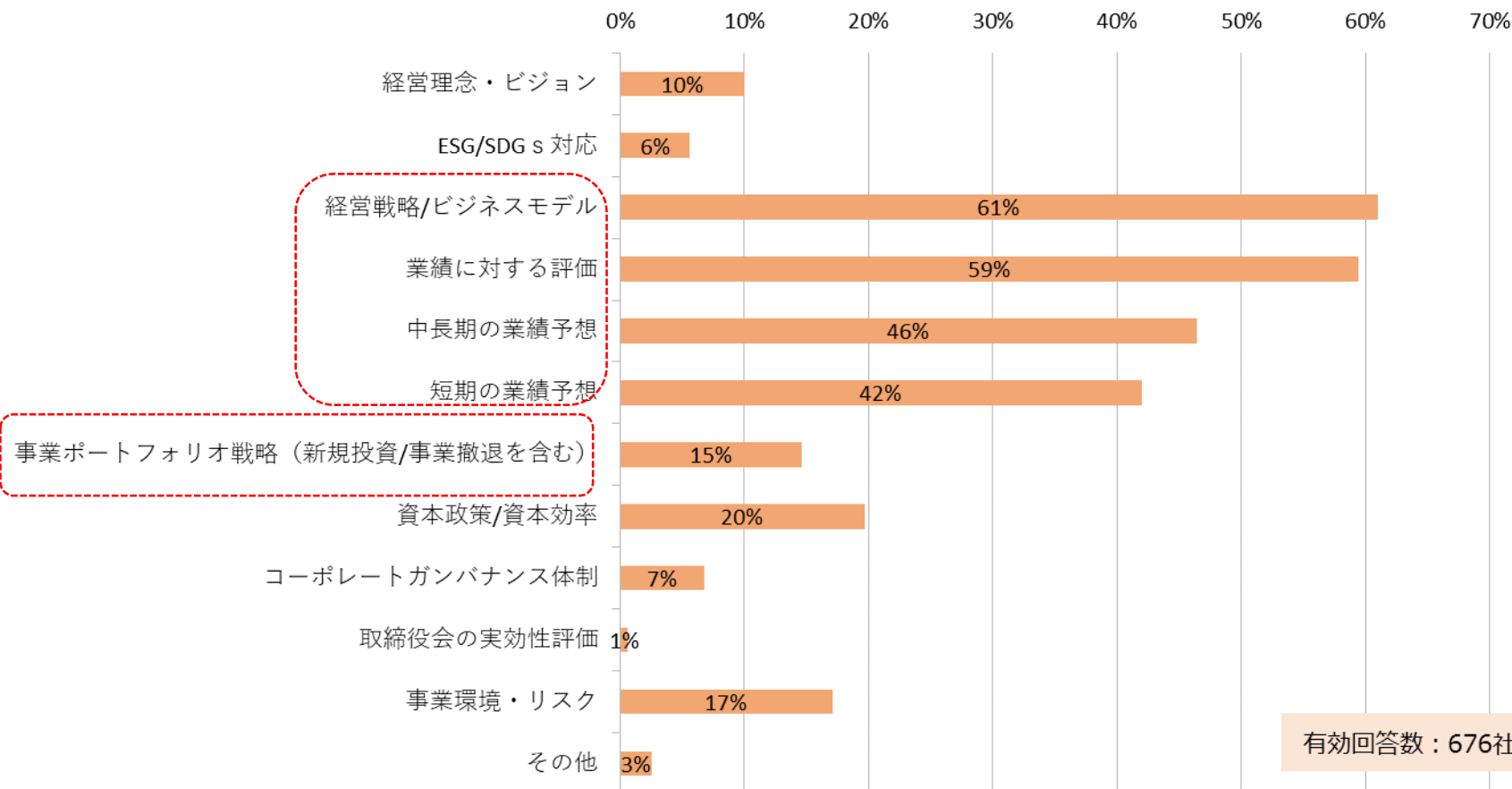
取締役の
役割・責任

投資家
との対話

事業評価
の仕組み

- エンゲージメントにおける議題については、「経営戦略／ビジネスモデル」「業績評価」「中長期の業績予想」「短期の業績予想」が多くを占め、「事業ポートフォリオ戦略（新規投資/事業撤退を含む）」は15%にとどまっている。

問 5 6 . エンゲージメントにおける主な議題について、お答えください。（主なものを3つまで選択可。「その他」の場合は、下記コメント欄に具体的に記入してください）



【企業アンケート調査】エンゲージメントにおける課題

経営陣
の課題

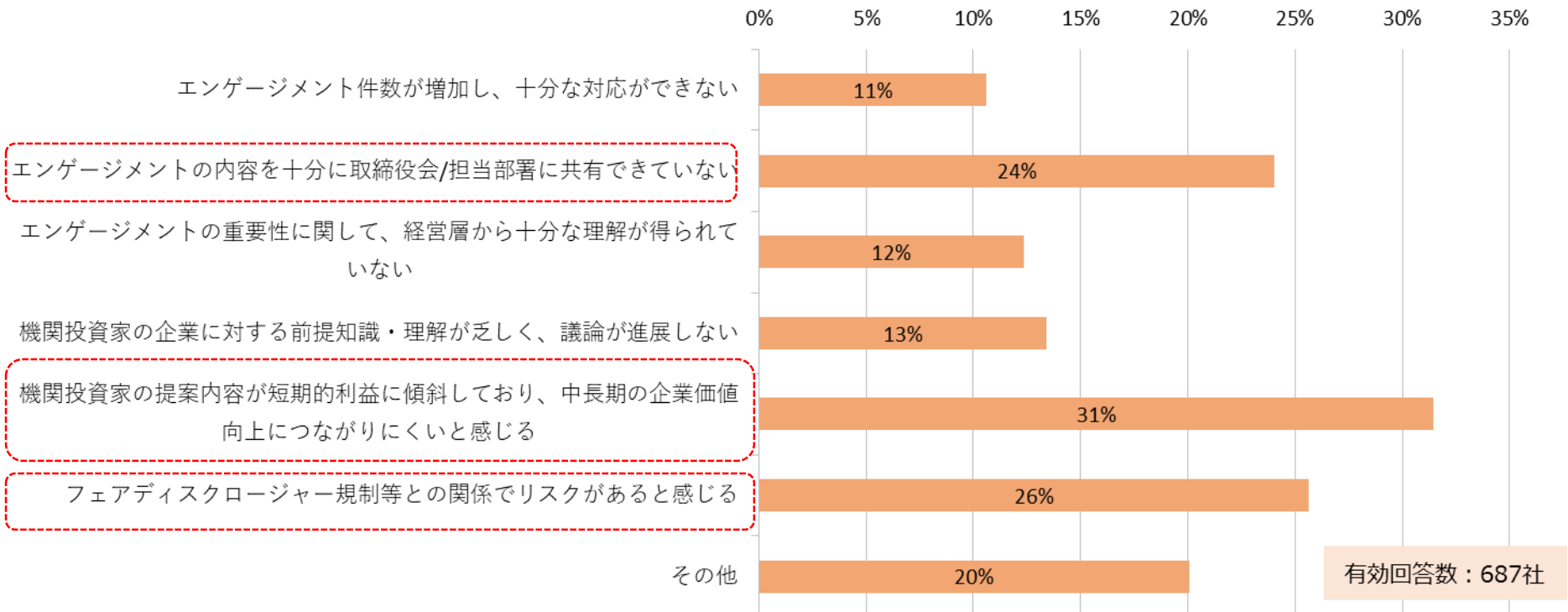
取締役の
役割・責任

投資家
との対話

事業評価
の仕組み

- エンゲージメントにおける課題として、「機関投資家の提案内容が短期的利益に傾斜しており、中長期の企業価値向上につながりにくい」点を挙げる企業が3割。
- その他、「フェアディスクロージャールール規制等との関係でリスクがある」、「エンゲージメントの内容を十分に取締役会／担当部署と共有できていない」といった点が挙げられた。

問 5 7. エンゲージメントを行う際の課題について、お答えください。（複数選択可。「その他」の場合は、下記コメント欄に具体的に記入してください）



【企業アンケート調査】株主からの具体的な提案内容

経営陣
の課題

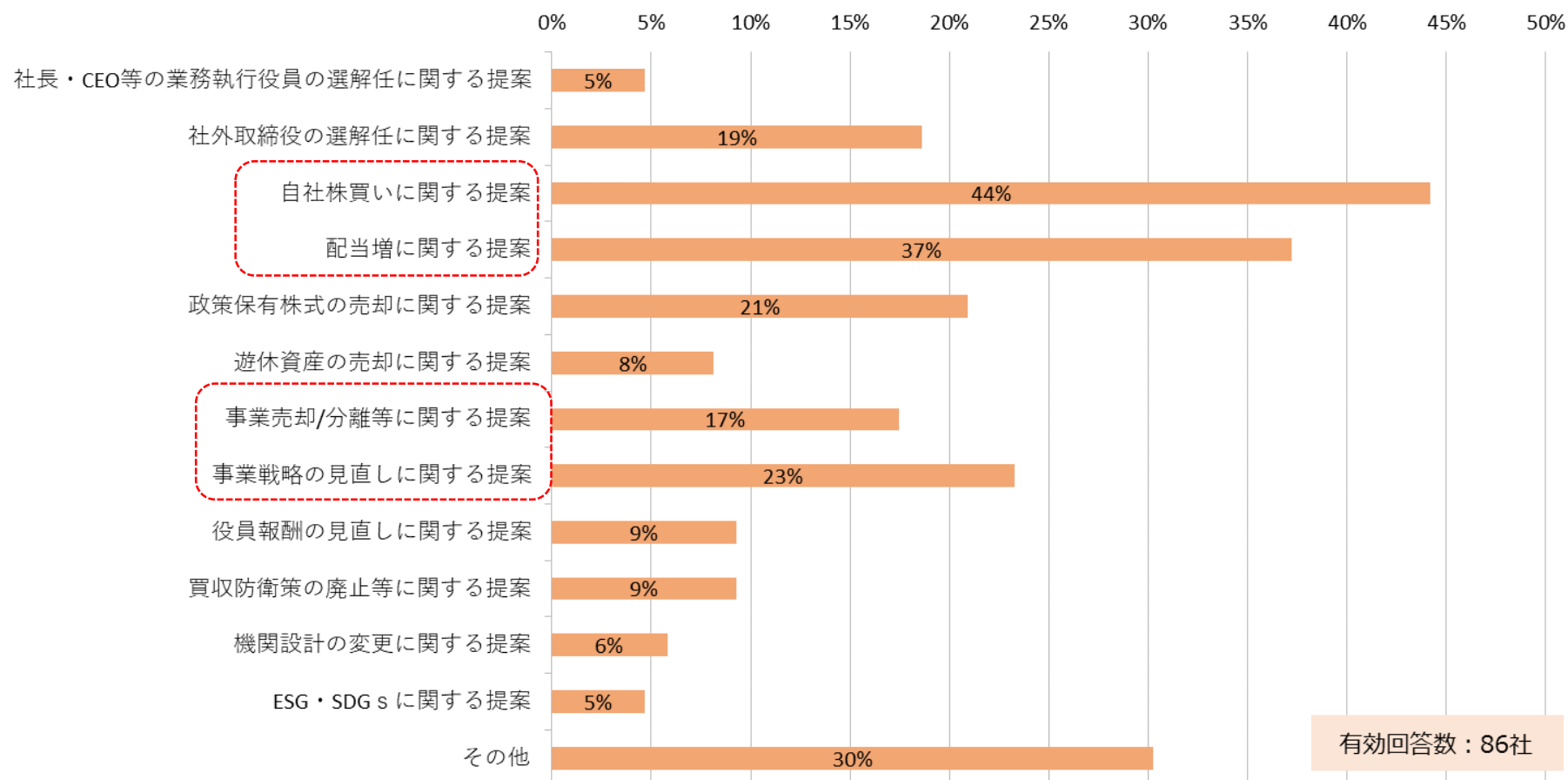
取締役の
役割・責任

投資家
との対話

事業評価
の仕組み

- 現状、日本企業に対するアクティビストファンドからの具体的な提案は、「自社株買い」や「配当増」に関するものが4割程度で最も多く、「事業売却/分離等」や「事業戦略の見直し」に関する提案は2割程度。

問60. アクティビストファンドからの具体的な提案の内容について、ご教示ください。（複数選択可。「その他」の場合は、下記コメント欄に具体的に記入してください）



【企業アンケート調査】株主提案を受けた際の企業側の対応

経営陣
の課題

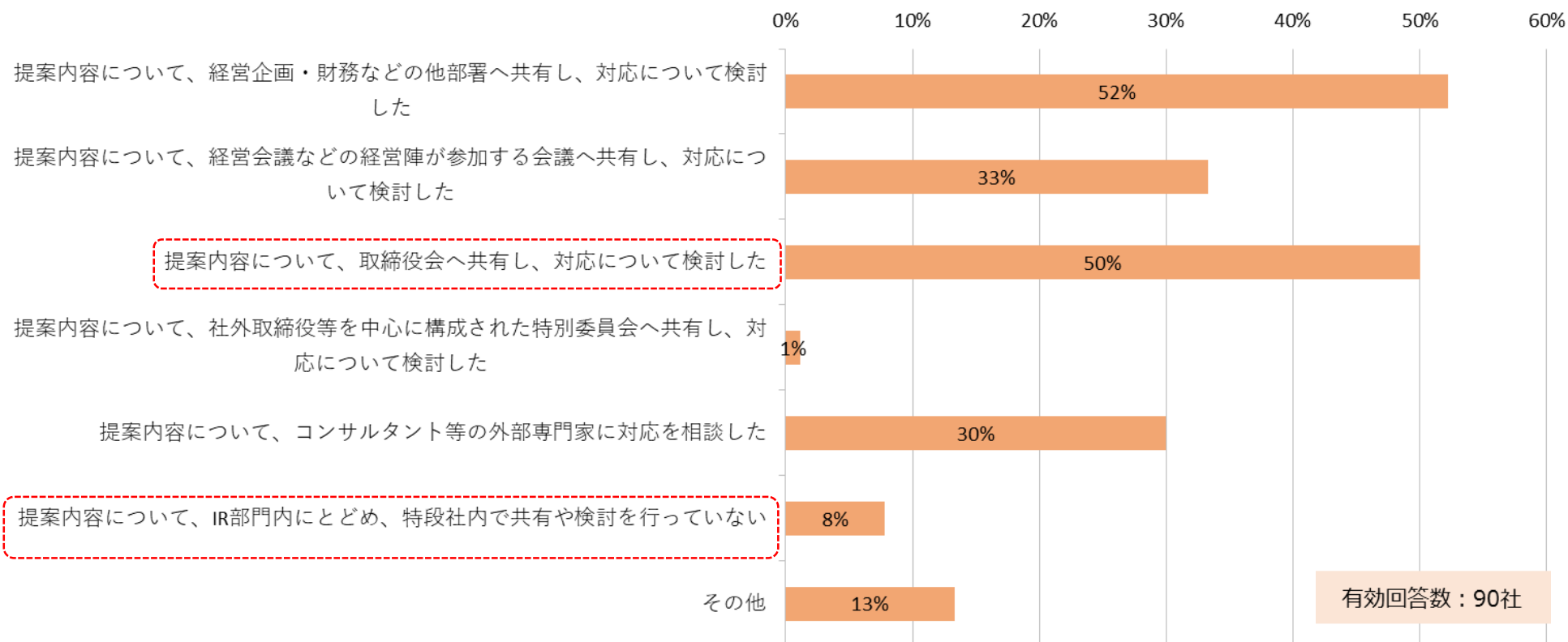
取締役の
役割・責任

投資家
との対話

事業評価
の仕組み

- 株主から具体的な提案を受けた際の企業側の対応については、「提案内容について、取締役会へ共有し、対応について検討した」と回答した企業は半数にとどまる。
- 「IR部門内にとどめ、特段社内でも共有や検討を行っていない」企業も8%存在。

問 5 9 . アクティビストファンドより具体的な提案を受けた後の対応について、お答えください。（複数選択可。「その他」の場合は、下記コメント欄に具体的に記入してください）



事業ポートフォリオの見直し等に関する対話（コーポレートガバナンス・コード）

- コーポレートガバナンス・コードにおいて、企業は、事業ポートフォリオの見直し等に関し具体的に何を実行するのかについて、株主に分かりやすい言葉・論理で明確に説明を行うべきであるとされている。

コーポレートガバナンス・コード（抜粋）

第5章 株主との対話

【原則5－2．経営戦略や経営計画の策定・公表】

経営戦略や経営計画の策定・公表に当たっては、自社の資本コストを的確に把握した上で、収益計画や資本政策の基本的な方針を示すとともに、収益力・資本効率等に関する目標を提示し、その実現のために、**事業ポートフォリオの見直し**や、設備投資・研究開発投資・人材投資等を含む経営資源の配分等に関し具体的に何を実行するのかについて、**株主に分かりやすい言葉・論理で明確に説明を行うべきである。**

事業ポートフォリオの見直し等に関する対話（投資家と企業の対話ガイドライン）

- 投資家と企業の対話ガイドラインにおいても、①既存事業からの撤退・売却を含む事業ポートフォリオの組替え等が行われているか、②事業ポートフォリオの見直しの方針やプロセス等については、投資家と企業の対話において重点的に議論することが期待される事項として挙げられている。

投資家と企業の対話ガイドライン（金融庁／2018年6月1日）

1. 経営環境の変化に対応した経営判断

- 1－3. 経営戦略・経営計画等の下、事業を取り巻く経営環境や事業等のリスクを的確に把握し、新規事業への投資や既存事業からの撤退・売却を含む事業ポートフォリオの組替えなど、果断な経営判断が行われているか。その際、事業ポートフォリオの見直しについて、その方針が明確に定められ、見直しのプロセスが実効的なものとして機能しているか。

社外取締役による株主との対話（コーポレートガバナンス・コード）

- コーポレートガバナンス・コードにおいて、株主との対話を行うべき主体として、社外取締役も明示的に挙げられている。

コーポレートガバナンス・コード（抜粋）

第5章 株主との対話

【基本原則5】

上場会社は、その持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に資するため、株主総会の場以外においても、株主との間で建設的な対話を行うべきである。

経営陣幹部・取締役（社外取締役を含む）は、こうした対話を通じて株主の声に耳を傾け、その関心・懸念に正当な関心を払うとともに、自らの経営方針を株主に分かりやすい形で明確に説明しその理解を得る努力を行い、株主を含むステークホルダーの立場に関するバランスのとれた理解と、そうした理解を踏まえた適切な対応に努めるべきである。

補充原則5－1①

株主との実際の対話（面談）の対応者については、株主の希望と面談の主な関心事項も踏まえた上で、合理的な範囲で、経営陣幹部または取締役（社外取締役を含む）が面談に臨むことを基本とすべきである。

社外取締役による株主との対話（ガイドライン等）

- CGSガイドラインや価値協創ガイダンスにおいても、社外取締役による株主との対話が期待されている。

コーポレート・ガバナンス・システムに関する実務指針（CGSガイドライン）

【別紙2：社外取締役活用の視点】

2.2.4. 株主等のステークホルダーの意見の反映

- 社外取締役は、ステークホルダーの意見を取締役会に適切に反映させることが期待されている。ステークホルダーとの対話の主体となることが有効な場面もあると考えられる。
- ステークホルダーには様々な者が含まれるが、とりわけ我が国企業においては、株主を意識することが重要であると考えられる。我が国企業は伝統的に、従業員や顧客、取引先等を重視した経営を行っており、相対的に株主をあまり意識してこなかったとされてきた状況の中では、ステークホルダーのうち、株主にも焦点を当てて、その意見を取締役会に適切に反映させるという役割が社外取締役に期待されているという点を意識しておく必要がある。

価値協創のための統合的開示・対話ガイダンス- ESG・非財務情報と無形資産投資 - （価値協創ガイダンス）

6.3. 社外役員のスキルおよび多様性

08. 企業には、社外役員の経歴や属性、実際に果たした役割等に関する情報を示すとともに、必要に応じて社外取締役等が投資家への情報発信や対話を行うなど積極的な対応が求められる。

事業ポートフォリオの見直し等に関する対話（スチュワードシップ・コード改訂案）

- スチュワードシップ・コードの改訂案においても、事業ポートフォリオの見直し等について、投資家が独立社外取締役等との間で対話を行うことの有益性が言及されている。

「責任ある機関投資家」の諸原則«日本版スチュワードシップ・コード» ～投資と対話を通じて企業の持続的成長を促すために～（案）

※2019年12月20日公表、下線部分は、改訂案の追記部分。

原則 4

機関投資家は、投資先企業との建設的な「目的を持った対話」を通じて、投資先企業と認識の共有を図るとともに、問題の改善に努めるべきである。

4－1．

機関投資家は、中長期的視点から投資先企業の企業価値及び資本効率を高め、その持続的成長を促すことを目的とした対話¹³を、投資先企業との間で建設的に行うこと^{14,15}を通じて、当該企業と認識の共有^{16,17}を図るよう努めるべきである。なお、投資先企業の状況や当該企業との対話の内容等を踏まえ、当該企業の企業価値が毀損されるおそれがあると考えられる場合には、より十分な説明を求めるなど、投資先企業と更なる認識の共有を図るとともに、問題の改善に努めるべきである¹⁸。

脚注

17 例えばガバナンス体制構築状況（独立役員の活用を含む）や事業ポートフォリオの見直し等の経営上の優先課題について投資先企業との認識の共有を図るために、業務の執行には携わらない役員（独立社外取締役・監査役等）との間で対話を行うことも有益であると考えられる。

(参考) 米ユナイテッドテクノロジーズにおける取締役会での事業ポートフォリオに関する検討

- 米ユナイテッドテクノロジーズ（航空機エンジン等）は、取締役会やマネジメントにおいて事業の切出しに関して主体的に検討し、空調設備事業（Carrier社）とエレベーター事業（OTIS社）のスピノフを発表。

Greg Hayes会長兼CEOインタビュー（2018/11/27）

- Sikorskyの売却（当初はスピノフ予定）に際して、**過去のスピノフ事例74件を検討した。特に、スピノフを行っても各々の事業が成長投資のためのキャッシュフローを確保できるかに注目した。**また、過去事例検討と並行して**自社の事業ポートフォリオの再検討**も行った。
【検討結果】
 - 航空機エンジンの長期間にわたる巨額な投資のためには、空調設備事業（Carrier社）、エレベーター事業（OTIS社）からのキャッシュフローが必要であると考え、コングロマリット化していたが、その前提が覆された。すなわち、**専業であっても研究開発や設備投資、さらには配当まで賄うのに十分なキャッシュフローを生み出せている事実が判明した。**
 - スピノフ事例74件の**8割以上において、スピノフされた会社はその後3-5年において、スピノフ前よりも経営状況がよくなっていることが判明した。**その最も重要な要因は「フォーカス」であると判断している。
- 投資家も10年前にはユナイテッドテクノロジーズの多角化による収益安定性を評価していたが、今では独立したフォーカスされた事業として経営した方がパフォーマンスが良くなるというコンセンサスがある。
- **フォーカスが価値を生み出し、他方で多角化によるキャッシュフロー融通のメリットが幻想であった以上、空調設備事業やエレベーター事業を航空・防衛事業と分離することが正しいことだと判断した。**

(参考) 事業売却等の意思決定における社外取締役の役割 (ヤマハ 取締役代表執行役社長インタビュー)

- 社外取締役に対する合理的な説明が求められることで、事業売却等の経営改革が促されている。

- **中田社長** (ヤマハ株式会社取締役代表執行役社長) : 「・・・指名委員会等設置会社に移行する前から、**半数が社外取締役**でしたから、その方たちのプレッシャーがあって、いろんな改革を推進できました。例えば、**長年懸念だった半導体の自社工場があったのですが、本当は早く売却した方がいいとみんなわかっている、やはりなかなかできなかった。**また、一番端的なものだと『つま恋』というブランドのリゾート施設を持っていて、かつてはヤマハらしさのひとつでもあったのですが、・・・**社外取締役に対して事業を継続する合理的な説明がつかないのです。その時にやめましょと、腹を括ることができました。**」
- **芳賀准教授** (名古屋商科大学マネジメント研究科NUCBビジネススクール准教授) : 「多くの企業で、撤退の意思決定は、社内だけだとなかなかできていないと思います。社外の方が加わると、やりやすい、合理的な意思決定ができるということでしょうか。」
- **中田社長** : 「**内々だと、そうはいっても先輩のこの人が言うから、というような情緒的な話が出てくるのですが、そういうのは一切通用しません。**ですから、**私としては合理的な仕事を進める上においては、強力なサポーターになっていただけていると思っています。**」
- **芳賀准教授** : 「そうすると、成長の部分と、撤退だとか整理する部分と両方で社外取締役の方の発想というか機能が働いていることになりますね。」
- **中田社長** : 「**社外取締役は極めて常識的なことをおっしゃっていると思うのです。深く事情はわからないけれど、普通に考えたらこうですねという筋が通った指摘を私は正しいと思っています。**これが何か同じ集団だけで決めると、みんなわかっているながら内輪だけの都合の良い判断をしてしまう。このようなところを排除できるという部分では、第三者というのは大事だと思います。」

(参考) 社外取締役によるエンゲージメント（エーザイにおける取組事例）

- 例えば、エーザイでは、社外取締役による投資家との対話を積極的に推進しており、対話で得た知見を取締役会等における議論に生かしており、その旨の開示を行っている。

エーザイにおける社外取締役によるエンゲージメント

対話の実績	個別面談	・ 2018年に機関投資家12社と、2019年に機関投資家17社と実施 ・ 社外取締役3-4名、社内者数名（社内出身取締役や執行役は同席しない）が機関投資家を個別に訪問 ・ 面談時間は1-1.5時間程度 ・ 基本的にはエーザイから面談を要請しているが、機関投資家からの要望を受けて実施しているものも存在
	意見交換会	・ 2018年、2019年にそれぞれ1度実施 ・ 社外取締役7名全員出席（IR担当執行役を除き、社内出身取締役や他の執行役は同席しない） ・ 社外取締役との質疑応答をメインとして約50名の機関投資家とミーティング形式で実施
対話の フィードバック	・ 対話の内容については、出席した社外取締役及び取締役会事務局から、機関投資家の視点として他の取締役や関係する執行役にも情報共有し、検討すべき事項は適宜対応 （例） ✓ 社外取締役の就任年数が短いのではないかとの問題提起があったことを受け、指名委員会においてこれを伸長する方向での見直しを検討しており、その旨開示 ✓ 役員報酬に関する業績基準との比較検証状況についての開示の要望を受け、2019年から開示を拡充	
対話に 関する開示	・ 社外取締役による対話の実施について、定時株主総会招集通知、統合報告書、コーポレート・ガバナンス報告書等で開示 ・ 対話の内容そのものは開示していないが、対話のフィードバックを受けた事項については必要に応じて開示	

（参考）社外取締役による株主等への説明（武田薬品工業の取組事例）

- 例えば、武田薬品工業は、アイルランドの製薬企業（シャイアー社）の買収（約6兆円）に関する記者説明会の際、CEOと並び社外取締役（取締役会議長他）が株主等に対して説明を行った。

シャイアー社買収の申出に関する記者説明会



注：2018年5月9日。右からクリストフ・ウェバー氏（社長・CEO）、坂根正弘氏（社外取締役、取締役会議長）、東恵美子氏（社外取締役）、コスタ・サルウコス氏（CFO）

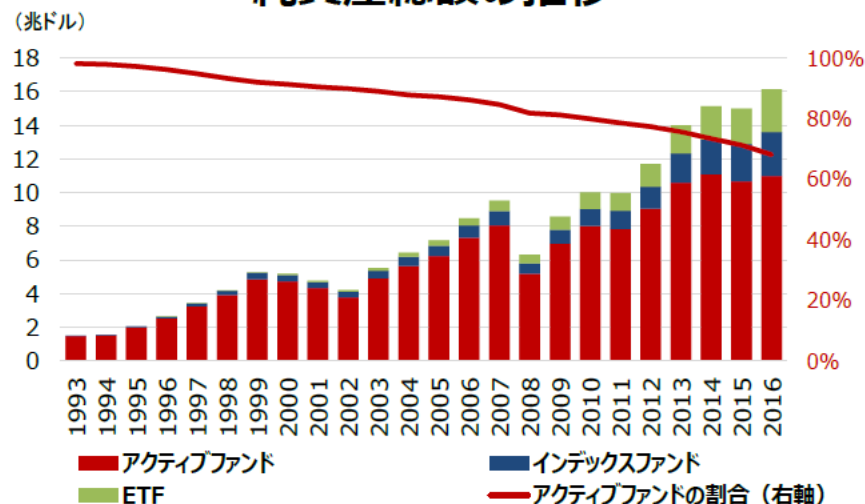
出典：武田薬品工業HP

(参考) 米国におけるパッシブ化の進展

サステナブルな企業価値創造に向けた対話の実質化検討会
第1回資料より抜粋（一部修正）

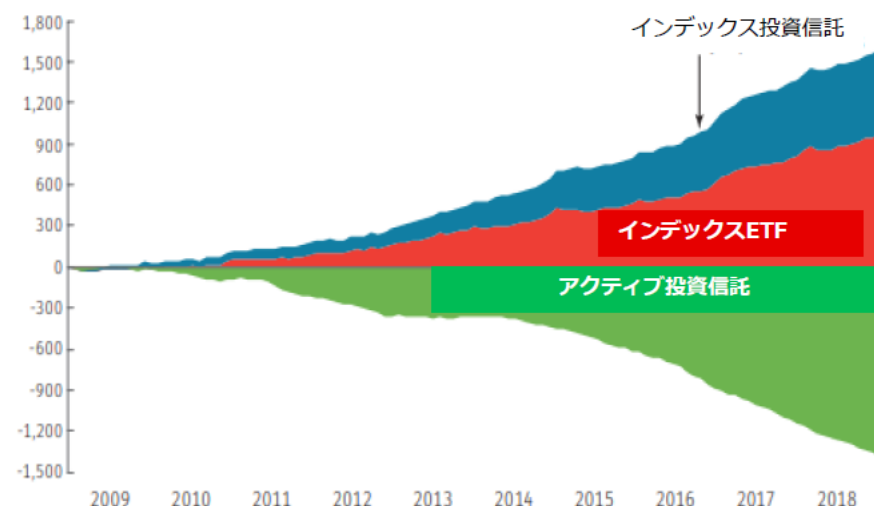
- 米国をはじめとして、世界的にパッシブ・インデックス運用の割合が増加傾向にある。
- その構造的要因としては、①アクティブ運用の成績不振と高コスト、②アクティブ運用手法の不透明性等が指摘されている。

米国におけるアクティブ/インデックスファンド・ETF 純資産総額の推移



出所：Investment Company Institute

米国籍の米国株投資信託とETFの 累積資金流入



出所：Investment Company Institute「2019 Investment Company Fact Book」

出典：S&Pダウジョーンズインデックス社調査（“SPIVA® U.S. Scorecard”, Year-End 2016、“SPIVA® Japan Scorecard”, Year-End 2016）

John C.Bogle, 2014, “The Arithmetic of ‘All-in’ Investment Expenses”, Financial Analysts Journal 70, Number 1 (January/February)

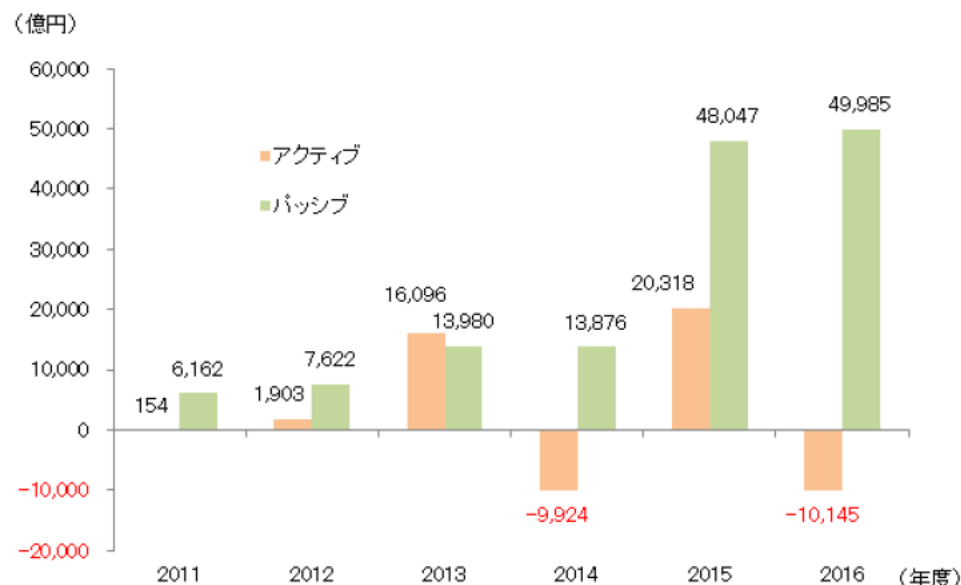
国際金融シンポジウム「資産運用の将来」－ロバート・マートン博士（ノーベル経済学賞受賞者）を招いて－

(参考) 日本におけるパッシブ運用の増加傾向

サステナブルな企業価値創造に向けた対話の実質化検討会
第1回資料より抜粋（一部修正）

- 日本においても、ここ数年、パッシブ運用の増加・アクティブ運用の減少が進んでいる。
- こうした中で、事業ポートフォリオに関する建設的な対話の機会をどのように確保していくかが課題。

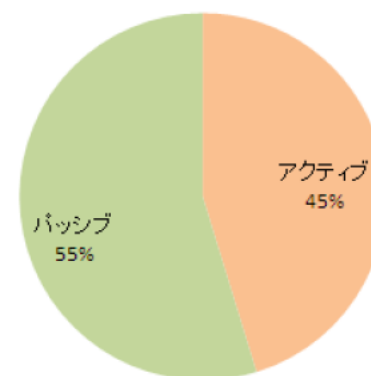
図表2：過去5年間ににおける国内株式型ファンドのアクティブ・パッシブ別流出入動向



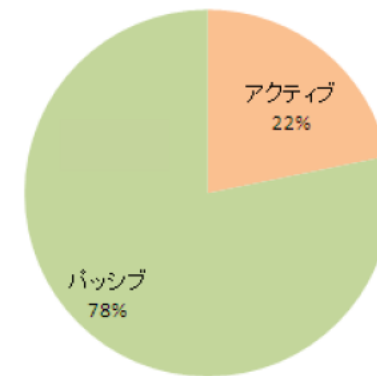
※ 2011年3月末～2017年3月末、各年度末における過去1年間の流出入動向
※ モーニングスター大分類において国内株式型ファンドが対象
※ アクティブ、パッシブの定義は投信協会の定義に則る
出所：モーニングスター作成

図表3：国内株式型ファンドに占める純資産額の割合

2011年3月末



2017年3月末



※ 2011年3月末と2017年3月末における純資産額
※ モーニングスター大分類において国内株式型ファンドが対象
※ アクティブ、パッシブの定義は投信協会の定義に則る
出所：モーニングスター作成

注：アクティブ運用とは、「あらかじめ決められた指数を上回る運用成果をめざす運用スタイルのこと。ファンドマネージャーが積極的・戦略的に投資対象、組入れ比率、売買のタイミング等の投資判断を行い運用する」ことをいう。
パッシブ運用とは、「あらかじめ決められた目標であるTOPIXや日経平均株価といった各種指数と同じ運用成果をめざしてシステムの保守的な運用を行うこと」をいう。

株主から事業ポートフォリオの見直しに関する提案を受けた場合の対応

- 事業ポートフォリオに関し、株主から合理的根拠に基づく真摯な提案を受けた場合、企業は、企業価値を最大化するという観点から適切な検討・対応を行うことが望ましい。
- 特に、事業の切出しに関しては、様々な事情から経営陣には現状維持バイアスが働きやすいことも踏まえ、適切な検討・対応を確保する観点から、どのような実務的な対応が考えられるか。

【欧米における実務的対応（例）】

実務的対応	内容
ストラテジックレビューの実施	【概要】 ・ 「ストラテジックレビュー」とは、企業価値最大化を目的とした事業の戦略的見直しを実施するもの（新たな事業戦略の策定ではなく、既存の事業戦略の見直しや既存事業の切出しを意図している場合が多い）。 【位置付け】 ・ 欧米では、投資家から事業の切出しに関する提案を受けた際の対応として一般的なプラクティスとなっている。 【実施主体】 ・ 株主から事業の切出しに関する提案を受けた場合、取締役会により、「Strategic Review Committee」が設置されることが多い。 ・ 「Strategic Review Committee」は、CEO、取締役会議長、社外取締役数名の計3-6名程度で構成されることが多い。
外部アドバイザーの活用	【概要】 ・ 株主からの提案についての検討やストラテジックレビューの実施に際して、フィナンシャルアドバイザー等の外部アドバイザーの専門的助言を受けること。 【位置付け】 ・ 米国においてストラテジックレビューを実施する場合、通常フィナンシャルアドバイザー等が選任されることが多い。

出典：令和元年度産業経済研究委託事業 日本企業における機関投資家のエンゲージメント活動の実態に関する調査
アイ・アールジャパン報告書をもとに経済産業省が作成

(参考) 米国における株主提案への対応状況

- 近年、米国では、一部株主からの提案であっても、機関投資家の意向を反映したものであれば、適切に対応しなければならないという資本市場からのプレッシャーが高まっていると言われる。
- また、会社及び株主に対する取締役の信認義務（Fiduciary duty）としても、合理的な範囲で重要な情報を得た上で経営判断を行うことが求められており、株主から意味のある提案があった場合には何らかの検討を行うことが求められると考えられている。

項目	内容
資本市場のプレッシャーが高まっている背景	・ 機関投資家による株式保有の拡大や議決権行使における影響力の増大 ・ 定時株主総会で取締役を選任する際の投票ルールの変更（最多数⇒過半数） ・ 役員報酬について賛否を投票するSay-on-payルールの導入 ・ 議決権行使助言会社の影響力の増大
取締役の法的義務・責任	・ 取締役は、全ての事実を知っている必要はないが、合理的な範囲で重要な情報を得た上で経営判断を行うことが求められている ・ 合理的な範囲で重要な情報を得ていたか否かは、情報の質、取締役会が考慮した専門家等のアドバイス及び取締役会が行動する前に情報収集する機会が十分にあったか等によって判断される
裁判所における審査基準	・ 義務違反については、「gross negligence standard of review」に従って判断される ・ デラウェア州裁判所は、「gross negligence standard of review」を「reckless indifference to or a deliberate disregard of the whole body of stockholders or actions which are without the bounds of reason」と定義している

(参考) 株主からの提案に対する対応事例（ネスレの場合）

- 2017年以降、アクティビストファンドから「事業の選択と集中」等の要求を受けていたネスレは、自主的なものも含め戦略的レビューを積極的に実施し、事業の切出しを含む事業ポートフォリオ変革を実行。その後、株価も上昇。

	サードポイント	ネスレ	
		戦略的レビューの実施	結果
2017年	2017/6/25 レターの公表 - ネスレ株式の保有を公表 - 事業ポートフォリオについて、将来の成長の柱となる事業を決め、戦略的な選択と集中の必要性を指摘	2017/6/15 米国菓子事業 2016年度において、同事業は、売上高全体の約1%を占める規模	2018/3 売却完了 - Ferrero社（伊食品関連会社）に約28億ドルで売却 - CEOコメント：「この売却によって冷凍食品やペッパーフードなど成長が見込める分野に投資できるようになる。」
2018年	2018/1 レターの公表 ネスレの取組は正しい方向性にあるが、①事業戦略の明確化、②事業ポートフォリオの入替えの更なる加速が必要と指摘	2018/2 保険事業 2017年において、同事業は、売上高全体の約1%弱を占める規模	2019/1 売却完了 - Western&Southern（米保険会社）に約15.5億ドルで売却 - CEOコメント：「この売却によって中核となる食品・飲料事業や消費者向けヘルスケアに対する投資をさらに進めることが可能になる。」
	2018/7 レター・プレゼンテーション資料の公表 - 米国菓子事業の売却や保険事業のレビューの発表を行っているが、各々ネスレ全体の売上高1%に過ぎず事業の選択と集中が不十分 - 具体的には、冷凍食品、食肉加工品、パスタ、スキンヘルス等、売上高の最大15%程度の事業を切出し、その収益をコア事業のM&Aや株主還元を使用するべきと指摘	2018/9 スキンヘルス事業 同事業は、米国の売上高全体の3%を占める規模	2019/10 売却完了 スウェーデンの投資会社EQTおよびUAEのアブダビ投資庁率いるコンソーシアムに約102億スイスフラン（約102億6600万ドル）で売却
2019年		2019/2 食肉加工品事業 - 対象地域はフランス、ドイツ、ベルギー、ルクセンブルク、英国、アイルランド 2018年において、同事業は、売上高の約0.75%を占める規模	2019/12 売却発表（2020年上半期完了予定） スペインの食品会社Casa Tarradellasと合併会社（ネスレとCasa Tarradellasがそれぞれ40%、60%出資）を設立し、共同で経営していく方針

出典：公表資料をもとに経済産業省が作成

(参考) ネスレ概要

会社概要：

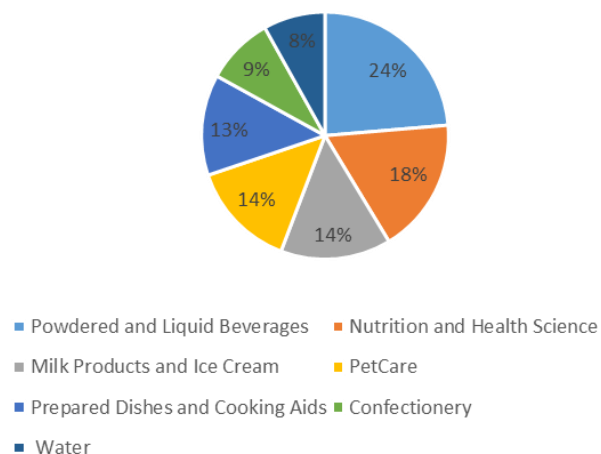
スイスに本社を置く、世界最大の食品・飲料会社。ミネラルウォーターやベビーフード、コーヒー、乳製品、アイスクリームなど多くの製品を取り扱う。1867年、スイスでヨーロッパ初の煉乳生産工場を開業。1905年にはアングロ・スイスと合併、現在のネスレグループとなる。

■ 基礎的財務データ

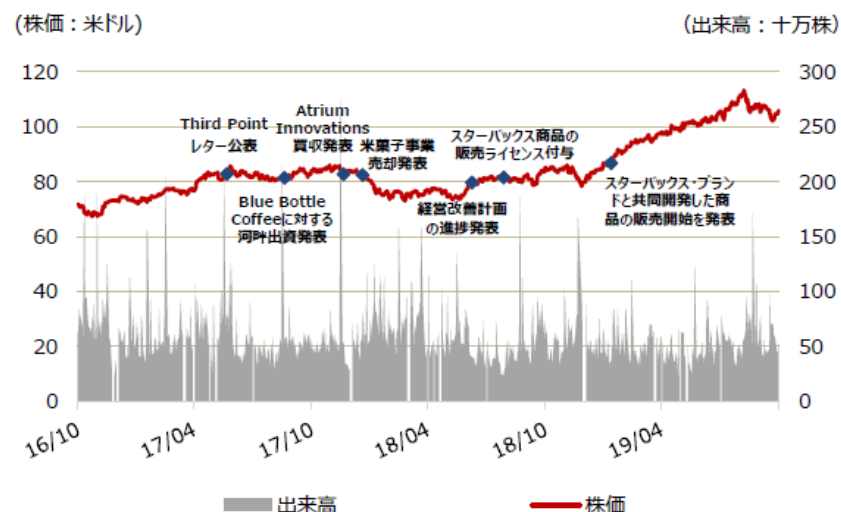
単位：百万米ドル

項目	2015/12	2016/12	2017/12	2018/12
売上	92,600	91,158	91,340	93,809
営業利益	14,364	14,433	15,055	15,770
当期純利益	12,249	12,717	9,609	13,283
ROE	13.69	13.44	11.40	17.13
ROA	7.04	6.67	5.40	7.50
D/Eレシオ	0.34	0.36	0.49	0.70

■ 全体の売上高に占める各事業の割合（2018年）



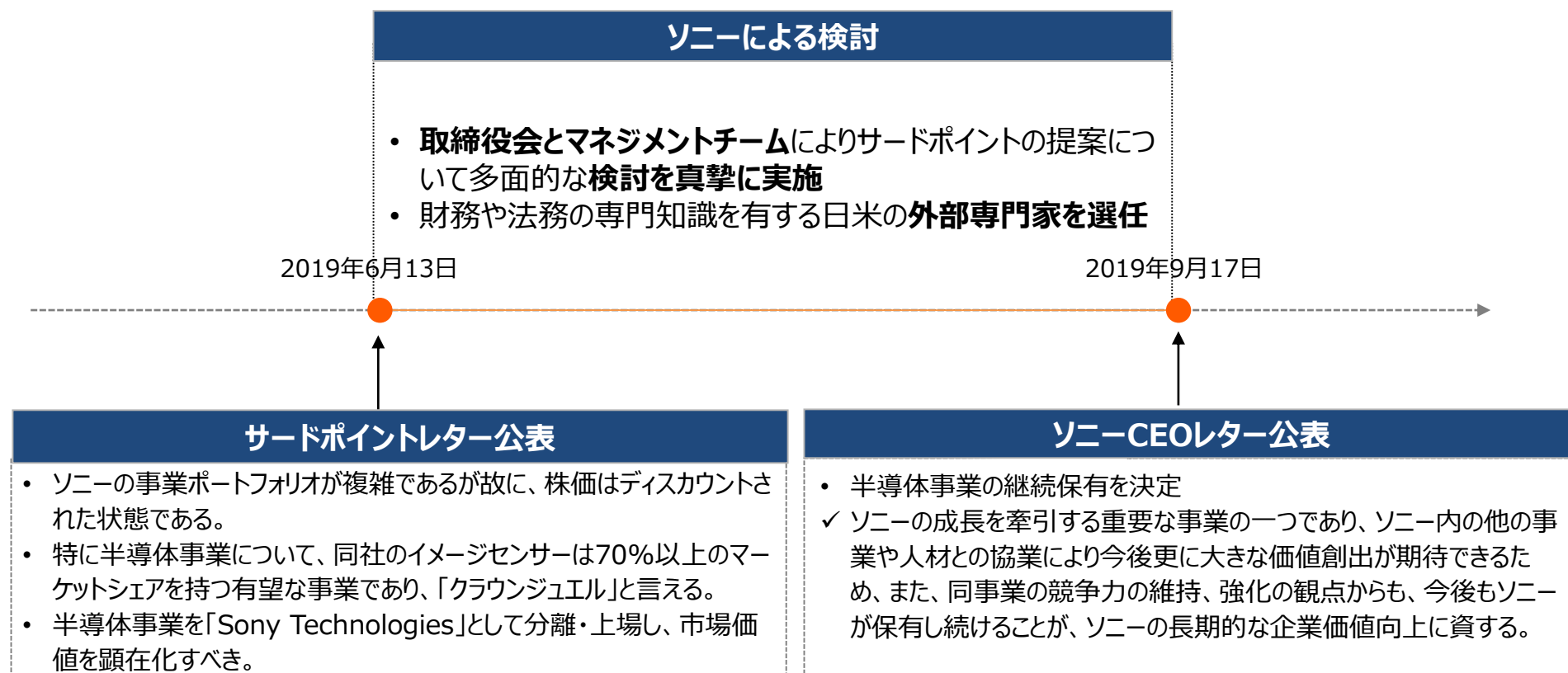
■ 株価の推移



出典：令和元年度産業経済研究委託事業 日本企業における機関投資家のエンゲージメント活動の実態に関する調査
アイ・アールジャパン報告書、SPEEDAをもとに経済産業省が作成

（参考）株主からの提案に対する対応事例（ソニーの場合）

- 2019年、アクティビストファンド（サードポイント）から半導体事業（I&SS事業）のスピンオフ等についての提案を受けたソニーは、外部専門家の助言を受けつつ、取締役会（13名のうち、10名が独立社外取締役）及びマネジメントチームにおいて当該提案について検討（※）した上で、長期的な企業価値向上の観点から、同事業を保有し続けることを決定（取締役会の全会一致）し、その旨を公表。※ストラテジックレビューに相当するものと考えられる。



出典：公表資料をもとに経済産業省が作成

ソニーCEOレター：https://www.sony.co.jp/SonyInfo/IR/news/20190917_J.pdf

サードポイントレター：<https://www.astrongersony.com/ja/ja-home/>

3.本⽇ご議論⼠ただきたい論点

本日は議論いただきたい論点

1. ①経営陣における課題と対応策について（「1. 前回の議論の整理」を踏まえ、補足すべきことがあれば）

2. ②取締役会/社外取締役における課題と対応の方向性について

（論点例）

- 事業ポートフォリオ戦略に関する議論の在り方
- 取締役会による監督の主眼はどこにあるか（個々の事業についての対応方針の決定か、事業評価の仕組みの構築か）
- 特に、独立社外取締役の役割（執行陣との役割分担の在り方、エンゲージメントへの関与 等）

3. ③投資家とのエンゲージメントにおける課題と対応の方向性について

（1）投資家側の対応の在り方

（論点例）

- スチュワードシップコードを踏まえた中長期視点でのエンゲージメントの在り方（パッシブ運用が増加する中で、事業ポートフォリオに関する建設的な対話の機会をどう確保するか 等）

（2）企業側の対応の在り方

（論点例）

- 事業ポートフォリオ戦略に関する投資家への説明の在り方（将来的な事業間シナジーの可能性や、不確実性の高い新規事業への投資等について、投資家に対してどのように説明すればよいか）
※セグメント情報の開示の在り方については第3回目で議論いただく予定。
- エンゲージメントの中で、株主提案（非公式なもの）を受けた場合の対応の在り方（取締役会への付議、「ストラテジックレビュー」（※）の実施 等）
※事業ポートフォリオ戦略の検証・見直し

参考資料

2019年度企業アンケート調査の概要（速報ベース）

アンケート調査の目的

- CGSガイドライン、グループガイドラインで提言されている主要項目について、企業の実行状況を把握する。
- コーポレートガバナンスに関する主要事項について、企業の課題認識を把握する。
- これまでのアンケート調査時からの変化を把握する。

調査の概要

	2019年度（今年度）	2018年度（昨年度）
名称	・ 2019年度 コーポレートガバナンスに関するアンケート調査	・ 平成30年度コーポレートガバナンスに関するアンケート調査
対象	・ 東証 1 部・ 2 部上場企業（計2,633社）	・ 東証 1 部・ 2 部上場企業（計2,609社）
期間	・ 2019年11月下旬～2020年1月31日	・ 2018年11月12日～2018年12月28日
方法	・ コーポレートガバナンス担当部署に調査票を郵送し、郵送又はメールで回答	・ コーポレートガバナンス担当部署に調査票を郵送し、郵送又はメールで回答
回答数	・ 870社（回収率約33%） ※本速報版は2020年1月24日時点において集計できたものに限られている。	・ 822社（回収率31.5%）
委託先	・ PwCあらた有限責任監査法人	・ デロイト トーマツ コンサルティング合同会社

(参考) 投資家が社外取締役に期待する役割

経営陣
の課題

取締役の
役割・責任

投資家
との対話

事業評価
の仕組み

- コーポレートガバナンスに関して今後取組の強化を期待する項目として、「独立社外役員」について、企業と投資家の間の齟齬が最も大きい。

コーポレートガバナンスに関して、 今後、取組の強化を期待する項目	企業	投資家	期待値のズレ
機関設計	8.6%	12.7%	1.5
取締役会の人数・構成	23.3%	20.6%	0.9
独立社外役員	14.1%	38.2%	2.7
経営幹部の指名手続	23.8%	33.3%	1.4
役員報酬の決定手続	24.0%	14.7%	0.6
投資家との対話方針	24.8%	28.4%	1.1
経営計画・経営戦略	48.8%	50.0%	1.0
情報開示	22.1%	34.3%	1.6
取締役会の実効性評価	33.0%	39.2%	1.2
株主総会運営	6.0%	2.0%	0.3

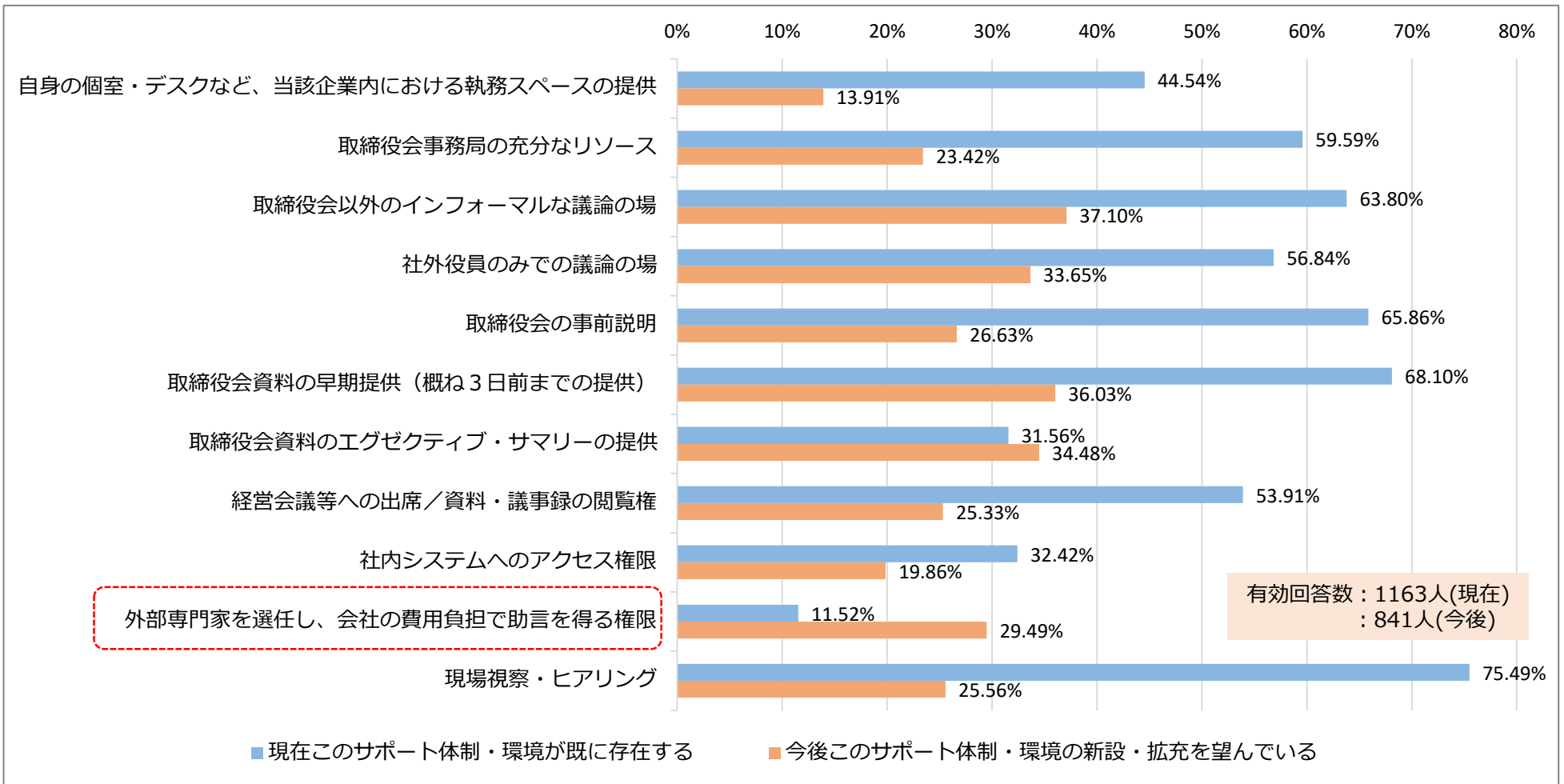
(注釈) 「期待値のズレ」は、「投資家の回答比率/企業の回答比率」により算出。

(出典) 一般社団法人生命保険協会の「企業価値向上に向けた取り組みに関するアンケート集計結果（2018年度版）」を基に経済産業省にて作成。

【社外取締役アンケート調査】社外取締役のサポート体制・環境

● 現状で実施率が低く、社外取締役から今後の新設・拡充の要望が多いサポート体制・環境として、「外部専門家を選任し、会社の費用負担で助言を得る権限」が挙げられた。

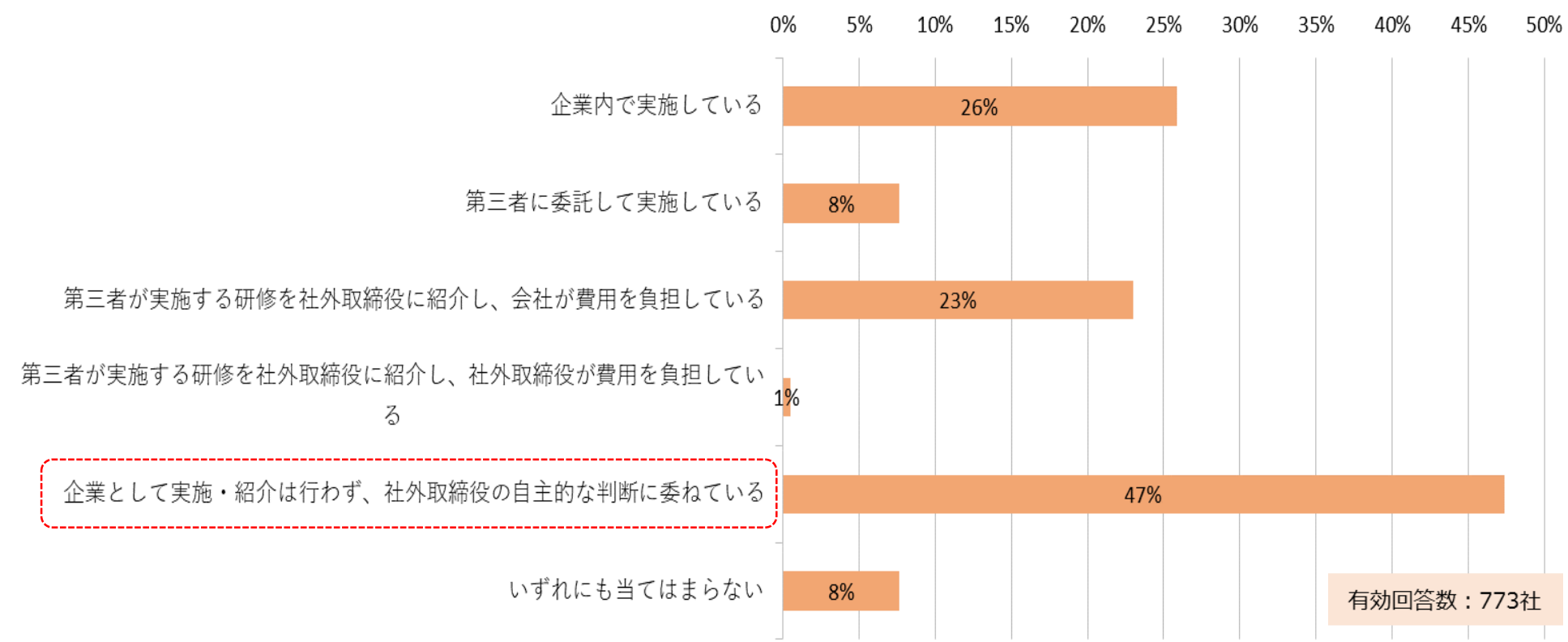
(社外取締役向け) 問 1 7. 当該企業における現在のサポート体制・環境／今後望むサポート体制・環境をお答えください。(複数選択可)



【企業アンケート調査】新任社外取締役役への研修の状況

- 新任社外取締役役への研修（資本コスト等）については、「企業として実施・紹介は行わず、社外取締役の自主的な判断に委ねている」企業が半数。

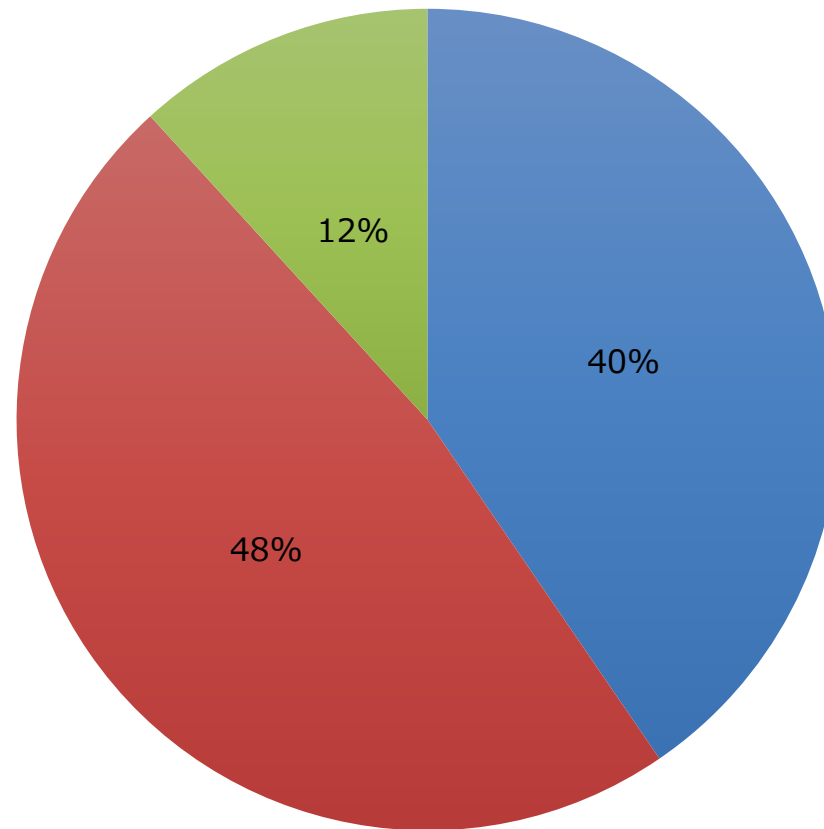
問 2 4 . 新任の社外取締役に対する、資本コストの内容を含むコーポレートガバナンスに関する研修（トレーニング）の実施・紹介状況をお答えください。（複数選択可）（※ここで言う「研修」には、当該企業の事業紹介や現場説明等は含みません）



【社外取締役アンケート調査】外部研修の費用負担

- 第三者が実施する研修については、48%の社外取締役が自らの費用負担で参加していると回答している。

（社外取締役向け）問 1 6． 第三者が実施する研修を紹介されて受講した際、または、自主的に第三者が実施する研修を受講した際に、その研修費用を誰が負担したかお答えください。

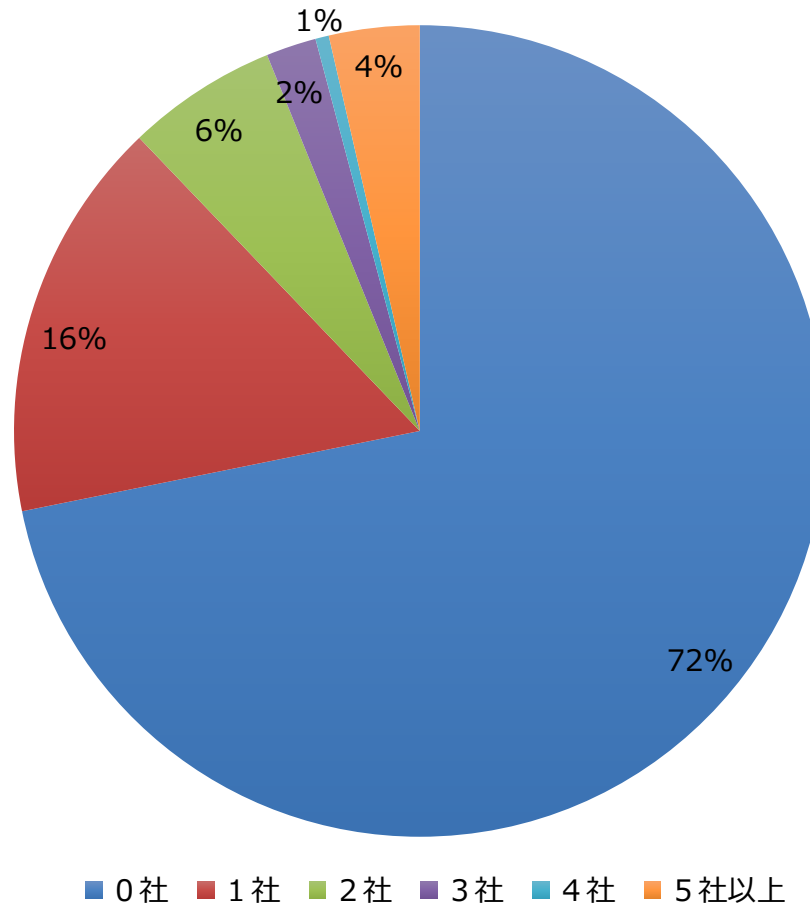


有効回答数：450人

■ 会社が費用を負担した ■ 自分で費用を負担した ■ その他

- 過去3年間に1社以上のアクティビストファンドからアプローチがあった企業は3割に上る。

問58-1. 過去3年間に、エンゲージメントの要請や書簡の送付等何らかのアプローチのあったアクティビストファンド数について、お答えください。



有効回答数：749社

項目

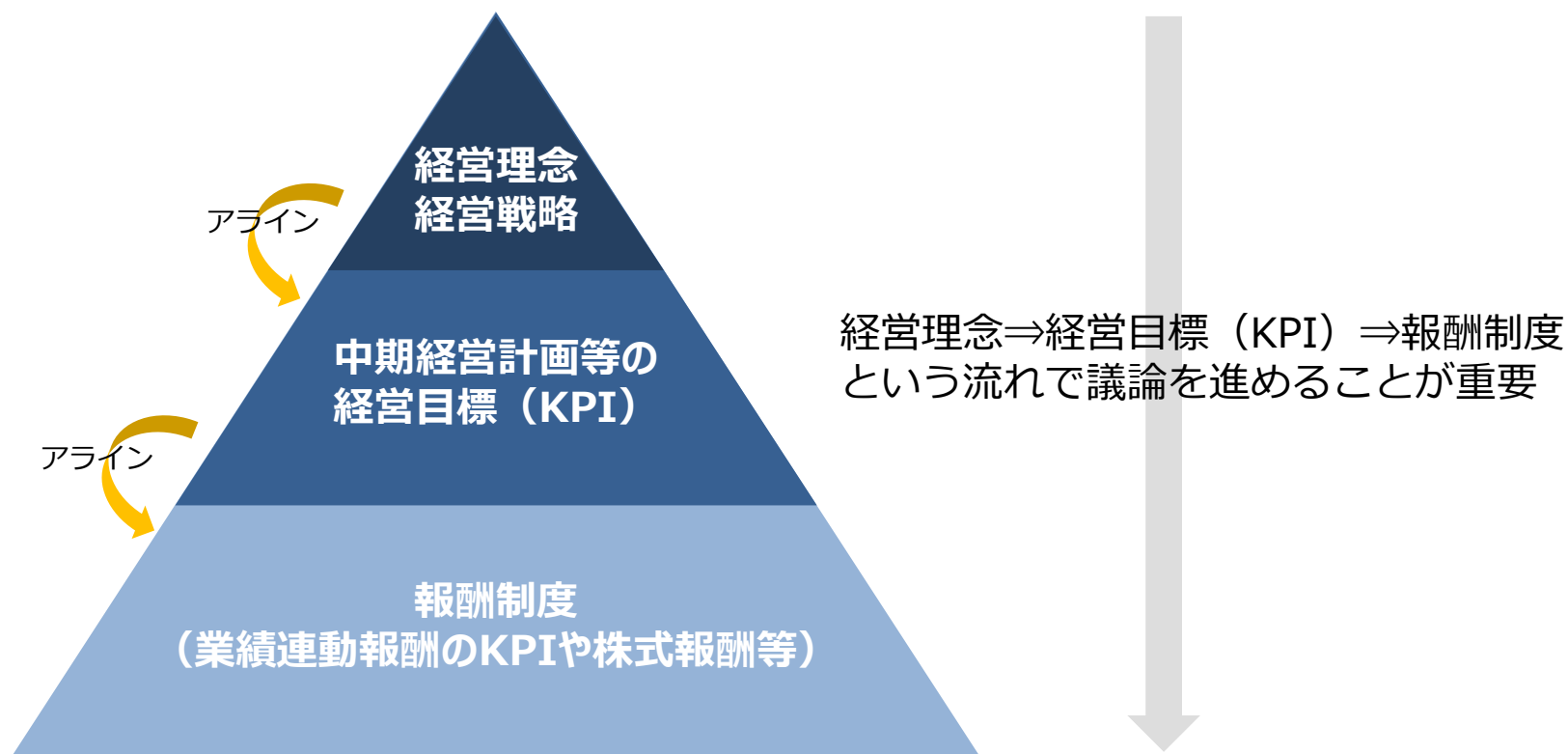
主なポイント

3.2	事業ポートフォリオ管理の基本的な考え方	基本的な考え方	・ 自社にとってのコア事業を見極め、その強化のためのM&Aとノンコア事業の整理（売却・独立・撤退）を戦略的に行うことが重要。 ・ その際には、各事業の潜在力を発揮させる「ベストオーナー」が誰かという視点が重要。 ※ 「ノンコア事業」とは、必ずしも事業そのものの収益力や成長性が低いというわけではないが、自社グループにとって競争優位性を有する分野でない等の理由で、十分なリソースが投入されにくいために、相対的に成長可能性が低くなっている事業分野。 ※ ノンコア事業の切出しの成功には、切出される側の経営陣の前向きさ、親会社の協力（ブランドの継続使用等）、従業員の気持ちのケア、長期の成長戦略に理解のあるファンドとの協働などが重要となる。
		取締役会や社外取締役によるガバナンスの重要性	・ グループ本社の取締役会は、事業ポートフォリオマネジメントのための仕組みの構築において主導的な役割を果たすとともに、その運用の監督を行うことが期待される。 ・ 特に、ノンコア事業の切出しなどは、過去のしがらみ等によりボトムアップでは言外があるため、経済合理性に基づく冷静な議論が行われるよう、社外取締役の主体的な関与が重要。
3.3	事業ポートフォリオ管理の仕組みの構築		・ 事業ポートフォリオマネジメントを継続的に実施するため、グループ本社の取締役会が中心となり、投資や事業切出し等に関する基準の設定や検討の主体・プロセス等の明確化を行うことが重要。
3.3	事業評価のための基盤整備		・ 事業セグメントごとに貸借対照表（BS）やキャッシュフロー計算書類を整備することが重要。 ・ その上で、資本コストを設定するなど、事業ポートフォリオマネジメントに向けた基盤整備として、客観的な評価指標を用いた一元的な事業評価の仕組みを作ることが検討されるべき。 ・ こうした仕組みの構築・運用においては、CFOが主導的な役割を果たすことが期待される。 ※ BSがないと、ROAやROIC等による資本コストを踏まえた事業評価ができない。 ※ CFOは、「スーパー経理部長」ではなく、「CEOのパートナー」へ

(参考) 経営目標、報酬制度等の設定

- 企業の経営理念を踏まえた上で、中期経営計画等の経営目標（KPI）が設定されるべきであり、それを実現するため、報酬制度における事業評価のKPIも経営目標にアラインするよう設定されるべきではないか。

経営目標、報酬制度等の設定（イメージ）



事務局ヒアリングの整理

1. 取締役会／社外取締役の役割

- **株主からすると、経営陣の判断は本当に企業価値に資するものなのか、株主の利益を守るためのものなのか、あるいは、建前として企業価値向上のためには事業売却をするべきではないと言いながら、本当は自分の利益の為にやっているのではないかという懸念があるので、経営陣がこのようなポートフォリオ戦略を立てるところではたしかに企業価値の向上を中心に考えているのか、これをチェックする機能が社外取締役の一番重要な役割ではないのだろうか。**（外国法事務弁護士）
- 中長期の戦略に係る部分は、社外取締役にちゃんと議論に参加してほしいという思いが強い。（マネジメントが出してきた案に）**必ずしも対案を出す必要はなくて、マネジメントが出してきた案について検討プロセスや考え方が客観的に見てあまりにおかしくないかとか、偏っていないかというレベルでもみることで十分以上だと思っている。**そういった議論が平時から取締役会で行われていることがすごく大事だと思う。そういった検討をしていること自体が対外的に戦略の客観性を高めることができ、また、そういったチャレンジや議論に慣れている経営者の方がプレゼンテーションが一般的には上手いので投資家受けも良くなる確率が高いと思う。マーケットとのギャップがあるのだとすれば、そこを埋めるような準備にはすごく貢献が出来ると思うし、期待したいと思っている。（機関投資家）
- （事業再編に関して）**社長や会長のリーダーシップと、社外取締役のセカンドオピニオンが重要。**（企業）
- **社外取締役が中長期的な観点で戦略や事業計画に関して積極的に発言して、それについて取締役会で審議すること自体は非常に有意義だ**と思っているので、その中で事業ポートフォリオの組み換えについてもテーマに含めるべきということをメッセージを出すことは賛成。（弁護士）

事務局ヒアリングの整理

1. 取締役会／社外取締役の役割

- **社外取締役には、過去の経営判断（認知的不協和）に縛られない、ゼロベースでの合理的な判断、意思決定を主導することを期待している。**認知的不協和は非常に強力によく現場で散見される。**社外取締役は、外部の独立した立場から、バイアスがかかりにくい存在だ**と思うので、過去の経営判断には縛られず、合理的な意思決定をしてほしい。また、声を出す場合も、**ある程度ロジックを含めて力をつけないと、社内の固まったロジックを崩せない。**
（機関投資家）
- （日本の）社外取締役は、株主のために雇われているという認識がなく、**社長に言われて入っているという意識が強い**と思う。（PEファンド）
- **社外取締役は経営陣が出した資料しか見られず、経営陣も見せたいものしか見せない。**また、社外取締役はクビになりたくないの、波風を立てたくない。（機関投資家）
- 事業ポートフォリオ最適化という観点でいうと、中計の戦略を考えるときにどういう分野にするかというのが中心になってくる。社外取締役を含め、早い段階から議論を重ねている。（企業）
- 事業計画の中で、ポートフォリオの評価などはされている。**毎年事業計画を作る際、ポリシーや方向性が毎年変わるわけではないが、「ちょっとこれは駄目だ」という事業は売ったりやめたりし、「もう少し時間をかければいけるのでは」というところなどは事業計画を策定する中で評価の検討をしている。**事業計画なので、こちらは経営計画や取締役会で議論する。（企業）
- 業務ポートフォリオや長期的な計画、将来性の観点は、中期経営計画を作るときに内容について取締役会で説明をする。それが3年に一回あって、あとの取締役会はそのフォローになる。（企業）

事務局ヒアリングの整理

1. 取締役会／社外取締役の役割

- 財務的な指標を使ってなど、特定KPIを継続的に用いてグループ全体の各事業を一律的に評価して事業性をどうかと論じたり、定期的あるいはシステムティックに決めたり、というのは意図的にやっていない。問題のある事業は中長期的な視点で事業構造改革を行い、基本的には再生させていくようにしている。事業ポートフォリオの入れ替えは、考え方としても具体的な制度としてもとっていない。（企業）
- この事業をやめるべきみたいなことは、取締役会では言われていないが、利益が上がっていないカンパニーについての厳しい意見は受けており、それを踏まえて中計を作っている。具体的にどうするかはそれぞれのカンパニーが考える。例えば、社外取から、事業ポートフォリオについて、事業の柱を増やした方がいいだろう、などというコメントは良く出ている。（企業）
- 社外取締役の理解度の問題がある。投資とか、どこに工場を作るかとかは関わっていただくが、これをやめるといった話はオペレーションに近いので、社内の執行で決めればよく、報告だけすればよい。それに対して社外取締役が物申せる知見があるかということ、現実問題として、ない。（企業）

事務局ヒアリングの整理

2. 企業と投資家との間のエンゲージメント

(企業側の対応)

- 株主がリサーチに相当なお金と時間を掛けて企業に提案を行うことがあるが、そうした提案を受けても放置する企業が多いのが現状。(コンサル)
- 株主からの提案に対する日本企業の対応は、4段階に分かれ、**第1段階は無視・拒絶、第2段階は現状の説明はするが改善しない、第3段階は限定的・表層的な改善、第4段階は真摯な向き合い・真の改善。**(機関投資家)
- 常に優秀な人がヘッジファンドに就職、創業する傾向が最近更に強まっている。そのような優秀な人たちがヘッジファンド業界に入って、外からエンゲージメントした場合の意見というのは、優秀な人たちなので無視するわけにはいかないかと思う。(外国法事務弁護士)
- 実際、アクティビストからアプローチされたクライアントをサポートしていて感じたことが3点ある。1つ目はお互い「もったいない」と思う事例が非常に多い。所謂アクティビストファンドで会社にとって**悪いファンドと、建設的な（パブリックなプレッシャーをかけない）エンゲージメント**をするファンドとの見極めをするという話が第一回であったが、**見極める前に躓いてしまっている前例が多い**。2つ目は、良い事例では日本の事業会社の中に、一人か二人でよいので、**1つ目に自分の会社の問題があることを認識して変えようという意識をもっている、2つ目に外の人意見を聞く耳を持っている、3つ目に（自分の会社の）市場での立ち位置などパブリックなマインドを持っているという3点を揃っている人がいて、信頼関係を築けることができれば非常に上手いく**。3点目は、同じファンドであっても最初は建設的に対話をしようとしてもどんどん変質していく場合が多々あるので**最初のコンタクトの対応が重要**である。(外国法事務弁護士)

事務局ヒアリングの整理

2. 企業と投資家との間のエンゲージメント

(企業側の対応)

- **我々が投資先に面談に行こうとしても門前払いの企業や書簡にも回答してもらえない企業がまだまだ多くあり、ある程度保有比率がないとそもそも、真面目に受け取ってもらえないというケースが多い。最大のハードルは、持ち合い構造であり、合理的な内容であれば（保有比率が低くても）株主提案が通る米国と違い、日本では面談要請や提案は無視していればそれで終わりなので、企業はなかなか向き合ってくれない。（機関投資家）**
- **株主が不採算の工場閉鎖を提案する事例では、確かに工場閉鎖により雇用が失われるのは事実だが、雇用ばかりを気にして資本生産性を下げたままで工場を存続させる方がいいかは疑問。（弁護士）**
- （米国においては）White Paperが出されてアクティビスト側から戦略レビュー、Strategic Reviewをせよというような提案が行われる。**会社側は場合によってはそれに応えて、Strategic Review Committee、委員会を立ち上げるということが非常に多く散見される。**日本でも、水面下でこうした要求を受理している弊社クライアントがあるが、発生頻度としては海外では圧倒的にはこれが多い。**この趣旨は、例えば会社の大きな分割とか、身売りとか、基幹事業から撤退をせよとか、非常に大きな戦略の見直しを指していることが多い。**それから、Committeeを作るという意味合いも案件によって異なっており、単にファイナンス面の専門性にある場合もあるが、そうではなく、身売りや分割などになると、現経営陣が判断を客観的にしづらい（潜在的なコンフリクト）ようなケースも見受けられる。もともとレビューするのは取締役会の責任のはずだが、敢えてCommitteeを立ち上げるのはそういう側面がある。**メンバーは社外取締役が中心の場合が基本で、それ以外にアクティビストファンドがCommitteeのメンバーに自ら参加をするというケースもあるが、ただし、その場合には一番下にあるとおり、スタンドスティルアグリーメント、つまりトレーディングはその間は停止して、インサイダーに自ら入っていくよという、そちらのメリットを取りに行くという側面がある。（FA）**

事務局ヒアリングの整理

2. 企業と投資家との間のエンゲージメント

(社外取締役による対応)

- 企業と株主との間に情報の非対称性が存在する中で、株主が適切に判断を下すのは構造的には難しい。こうした**情報の非対称性を解消する手立てとして、社外取締役の人たちに期待したい。彼らは会社の情報を持っているので、客観的にフェアな観点で見解を述べてほしい。**(機関投資家)
- **米国では、CEO以外の取締役は基本的には社外取締役なので、個別面談、IRミーティングにおいて、社外取締役が積極的に、顔が見える状態で対話に参加しており、投資家との対話に社外取締役が関与することが期待されている。**特に、ガバナンス面については、社外取締役の発信及び対話が非常に期待されているという傾向にある。**日本国内でも社外取締役の対話や参加を求めるという声が少なからず上がっていると思う反面、現状、商事法務の株主総会アンケート2019年版によると社外取締役が対話に参加していると回答をした上場企業がいまだ2.1%ということで、実質的な対話に参加していない。**(外国法事務弁護士)
- 社外取締役に面談をオファーした際にあった反応として、「会社の一員なので勝手に株主と会うことはできない。」というものがあつた。(機関投資家)
- **現状では、株主が社外取締役に会いたいと言っても会ってもらえなかったり、書面对応を求められたりする会社が多い。**(機関投資家)
- (社外取締役による投資家とのエンゲージメントについて) 現状、社外取締役にそこまでの覚悟や知識のレベルがないと思う。また、社内としては、社外取締役にそこまでお願いするのは申し訳ないし、仮に社外取締役が変なことを言っ
て株価が落ちてしまったら大変であり、それなりの信頼関係がないとできないことだと思う。ただ、**海外ではやるようになってきているので、徐々に日本でもマインドセットが変わってくるということはあると思う。**(経営学者)

事務局ヒアリングの整理

2. 企業と投資家との間のエンゲージメント

(社外取締役による対応)

- **株主から提案があったような有事の際には、基本的には取締役会が中心となって、外の知見も必要に応じて借りるというアプローチが正しいと思う。**これを使うメリットとしては、「こういったプロセスを踏んで客観的に検討したので我々の方が正しい」と説明できることが一番の効果だと思う。**ただし、スモールキャップの会社がこういったことを全部やったら、守るべき価値よりもコストが上回るのではないかという素朴な懸念があるので、そのバランスが大事だと思う。**社外取締役においてこういった有事の取りまとめが出来る方というのなかなか現実問題としては、お誘いしても受けてもらえないということがある。小さい会社だと社外取締役の方が断るというケースも少しあったりするようである。
(機関投資家)
- **社外取締役は株主の代表であり、株主との対話に前面に出て対応していくのがあるべき姿。**定量的に社外取締役を何名以上置く、というよりも、社外取締役が実際にどう考えているのか、どう対応しているのかについて株主に対して説明させる（例えば株主総会における答弁等）というような対応を求めることもあり得る。(PEファンド)
- **アメリカでは、アクティビスト含め投資家との対話に社外取締役が関与することが期待されている。**・・・アメリカでは一人を除いて基本的に社外取締役なので、個別面談、IRミーティングにおいて社外取締役の人が積極的に顔が見える状態、対話に参加しているという状態になっている。したがって、**アメリカの現状と日本の現状で非常に違うが、今後、社外取締役が対話の機会を増やしていくべきだと思う。**他方、それはやはり資質、経験、人材不足という面が非常に大きく、トレーニングの面もあると思う反面、**社外取締役の声を期待するという面で、リテール株主の責任も割と大きい**と思っている。(外国法事務弁護士)

事務局ヒアリングの整理

2. 企業と投資家との間のエンゲージメント

(投資家側の対応)

- 機関投資家やアナリストは、経営者に事業再編について言いたいことがあっても、遠慮があったり、事例をあまりみてもらず自信がなかったり、言ってもやってくれないだろうということで、言えていないことが多い。(アナリスト)
- **アクティビストは・・・その他の大きな機関投資家の支持が得られないと成功にならない。**最近、アメリカでは大きな機関投資家（特にパッシブ）の米国の資本市場の持分がどんどん上昇していて、議決権への影響度で考えると、保有割合以上の影響力を会社に与えている点が指摘されている。(外国法事務弁護士)
- 議決権を投じる側の機関投資家という立場でみると適切に判断するためには、リサーチが必要であり、相当のコストも労力もかかる。・・・パッシブの場合、低運用コスト、分散投資、すなわち、**保有銘柄数が非常に多く、現実問題としてどこまで個々の会社に調査をするためのリサーチコストをかけるインセンティブは運用戦略の観点からは乏しい。**
(機関投資家)

事務局ヒアリング（社外取締役インタビュー）の整理

1. 事業ポートフォリオの見直しに関する社外取締役の役割

- **10年後にどの事業から収益を得ているべきで、そのために今何をすべきなのかを考える上では、社外取の役割は重要。事業ポートフォリオマネジメントや事業再編も同様。**少し調子が悪い事業に対して社内の人が思い切った手を打てないときに、一定の時間を区切ってハードルを決め、ダメだったときには真剣に議論するということは取締役会として大いにできることだと思う。
- 社外取にとって一番重要なことは、個別の議論をすることではなく、取締役会の議題に何をあげるか。各セグメントの会計基準など明快なエグジットルールを作り、例外はあるにせよ、そのルールをしっかりモニターする。ROSで可でも、ROEではどうか等も考慮する。個別の事業に関するエグジットルールも明快にし、ROS5%以下は全部切る等、厳しい提案をして、整理させるのも一つ。「健全な赤字」などというものは無いのだが、ロングタームで考えてまだ育てるから置いておこう、といつまでも切らないのは往々にしてありがち。**しがらみがないからこそ社外取は、一定のクライテリアを明確に持って経営を行うよう指導ができる**と思う。事業執行出身者は事業に思い入れがあり自ら切るとは言いづらいから、データをベースにして議論していく。
- **不採算部門の対処方針等を見る。「不採算部門については、3年間でだめな場合はもうたたむ」といったルールを作り、基本的にはそれに則っている。**大きな投資をしている事業は整理が進みにくい、もっと抜本的にやったほうが良いのではないかという議論をしいる。不採算事業の抜本改革が必要ではないかという議論が常に出ており、**執行がその意識を持っていれば、社外から言わないとだめ**ということはない。

事務局ヒアリング（社外取締役インタビュー）の整理

1. 事業ポートフォリオの見直しに関する社外取締役の役割

- **ポートフォリオマネジメントは執行の問題だが、中長期の課題。社外取からも結構意見は言う。事業を棄てることには非常に勇気が要る。引き継いだものを潰すのかという意見が出てくるので、あえて、何年も非常に低いリターンで動いている事業をなぜ続けるのか、と指摘することは、社外取としての役割を果たしやすい分野。なかなか社内では決断できない。具体的な数字が出ていない、将来成長性がない、他社と一緒にやったほうが従業員のためになるので話し合ったらどうか、といった発言は業界知識に関わらず可能だし、行っている。**
- **一つの事業について検討しながらも、全体のポートフォリオの議論につなげていく癖をつけること。一つの事業の成長・持続性の議論には、同時にキャッシュがどう配分されるか、要するにヒト・モノ・カネをどう配分していくかという議論が当然ついて回る。そうすると、早いうちに売って、キャッシュを回収した方が次の投資ができるから売ろう、という判断ができる。**
- **事業ごとに、現状がどうなのか、現状が目指すべき姿とどのような関係があるのか、という議論をしている。他にも事業ポートフォリオマネジメント、事業再編への関与等では、リスク・リターンを鑑みながら、低収益事業についてはなぜ行っているのか、という議論も行う。結果としてやめた事業も結構ある。会社の目指すべき姿という共通認識を持ち、そのためにグローバルでシナジーを最大化できるようなポートフォリオとは何なのか、というような議論を進めている。**

事務局ヒアリング（社外取締役インタビュー）の整理

1. 事業ポートフォリオの見直しに関する社外取締役の役割

- 人、物、金、情報の4つの資源をどう社内で配分するかが執行の仕事。**社内で使えなくなった資源は放り出すしかない。それをCEOがきちんと行っているかを取締役会は見ている。**
- **本来やるべき事業ポートフォリオの転換・見直しの議論をやっていない、または進みが遅い場合、社外役員会議で議論をし、こういう点が欠けているので取締役会で説明してほしい、もっと推進すべきだという具合に、執行のトップに意見する。**
- 取締役会で言っても一向に事が進まないということであれば、**当然社外取締役として、見直しが全然進捗していないではないかと言う必要がある。**また、中期計画における会社の収益力の目標に向けて本当に進んでいるかという視点で見なければいけない。社内側の対応が十分でなければ社外が言わなければならない。
- **ポートフォリオの選択や事業の切り出しの議論は、理想形から言うと、中身を全部知らない社外取がやることではないと思っている。社外取ができることは、このセグメントで勝負をするのは正しいのか、と尋ねること。**その際の気付きで、やめた方がいいと思うこともあるが、執行が「リスクは承知の上でやらせてください」と言うなら、それ以上「こう変えろ」と言うのは社外取の役目ではないと思う。リスクマネジメントとしてはどうかという判定はするが。ポートフォリオ的におかしいと思えば言い続けるが、執行領域には絶対に口を出さないようにしている。

事務局ヒアリング（社外取締役インタビュー）の整理

1. 事業ポートフォリオの見直しに関する社外取締役の役割

- **社外取**は細かい数字よりむしろ、全体像としてどういったポートフォリオを持っているかと、それが3年5年の計画の中でどのように変わってきているかと、それに対する外部要因や外の世界の変化等を一緒に合体して考え、**執行のリスクを後押し**するのが役割である。
- 株主からの要求に対して、自社のポートフォリオを説明して対応した。その際には、**取締役会で企業のポートフォリオについて議論の上、合意形成をし、対応する執行の後押しをした。**
- ボードで社外取が発言をして1ヵ月後に当該事業をやめるわけではないが、1年後に振り返ると、当時の発言が効いてやめたんだな、ということはある。事業には人が張り付いているから、**社内だとCFOによほど力がある場合を除き、やめようとは言い出せない。言えるとしたら社外取。社長が、社外取の発言に背中を押してもらい、事業整理にかかわる自分の意見を社内で通しやすくしたいと思っている場合もある。**
- 事業のバラエティが豊富で、常に不採算なところがあるため、常に整理の議論がある。CFO等財務の人達は、同じ問題意識を持っているので意見交換をしている。**日本のCFOはリスク管理や会計等、経理部長的側面が強いが、リスクマネジメント、例えば資本コストの観点から今後の投資について考えるといったことも相当意識しており、社外取に後押しをしてほしいと思っている人も多い。CFOからは言いづらいことを社外取から言うこともできる。**

事務局ヒアリング（社外取締役インタビュー）の整理

1. 事業ポートフォリオの見直しに関する社外取締役の役割

- **社外取として、事業ポートフォリオという視点で今後の方向性の議論をするときは、企業のコンピテンシーが何なのかを考えなければならない。**いくつかの子会社や部門があるときに、どれを伸ばしどれを縮小するかという議論は当然出るはずだが、日本の取締役会ではそのような議論を殆どせず、いきあたりばったりの案件ベースの話を、特に買う案件の話をする。本当に当該分野に参入したいのかどうか、その議論がされていないと感じることは結構ある。
- **事業ポートフォリオの見直しの議論は中期経営計画策定時点が好機。**或いは、ある事業の扱いを決めざるを得ない状況に置かれている際に、その意思決定をする前に、何年か先の会社の事業構成をどう持っていくかを聞かせて欲しいと伝える。
- **中期計画や年度計画作成の中で、各事業部ごとに社外取を含めたワークショップを2日間朝から晩まで実施し、今後の方向性を検討する。そのなかでポートフォリオの議論も行う。**
- 決議事項かどうかは別として、**中期経営計画がボードに上がってくるようになり、事業ポートフォリオも含め議論がしやすくなっている**と思う。3年後どのような事業をやるのか、3年後の事業ポートフォリオはどうなっているのか、或いは3年間でどのような新規事業をどれくらいのスピード感でやっていったらいいのか、KPIをESGも含めてどういうものを設けたらいいのか、財務と非財務の割合をどうしたらいいのか等、それぞれについて発言する。

事務局ヒアリング（社外取締役インタビュー）の整理

2. 社外取締役と株主・機関投資家との対話

- **ここ数年、社外取締役が機関投資家とのスモールミーティングに出席し、社外取締役が会社をどのように見ているかについて率直に答えている。**また、発言の機会はないものの、社外取締役はIR説明会を傍聴している。**株主総会では、会社によっては社外取締役には答えさせないが、私が取締役会議長に就任して以降は、社外取締役にも答えてもらっている。**指名委員会委員長として取締役候補者の選任についての考えを聞かせてくださいという質問はよくある。また、別の社外取締役に株価低迷の原因を問う質問もあった。
- （社外取締役としてガバナンスに関する役割を期待されている企業において）**社長から求められ、毎四半期の決算IRに登壇し、ガバナンスに関する質問があった場合には答えている。**
- **社外取締役がIRの場に出て行き、社外取締役の目から見るとこうだと、執行側の説明よりは少し厳しい説明をすることがある。**また、**株主総会の場で、社長の交代について、指名委員長としてこのような考えで行ったという説明をしたことがある。**
- 機関投資家からの要請を受けて対話したことはないが、**株主総会の場で、先手を打って、社外取締役として指名委員会・報酬委員会の運営について、プレゼンテーションを行ったことがある。**
- **会社側に、対話の申し入れがあれば是非対応したいという意向は伝えているものの、実際に行ったことはない。**会社がオープンになっているという姿勢を示すためにも、**会社の代表として喜んで対話の場に出たいと思っている。**
- **社外取締役はあまり機能しておらず、聞いても仕方がないと思われるので、機関投資家も社外取締役との対話を求めてきていない。**

事務局ヒアリング（社外取締役インタビュー）の整理

2. 社外取締役と株主・機関投資家との対話

- 投資家側から社外取締役との対話の申し入れはあっても、会社側が会わせてくれないことが多いというのが今の実情。会社側に、何を言われるかわからないと言う警戒心があるのだと思う。しかし、社外取締役の役割の中には、株主やステークホルダーの意見をしっかりと受け止めるという役割もあるため、私は、機会があれば積極的に会い、彼らの意見や提案を受け止め、答えるようにしている。株主・機関投資家からは会社に対して色々な提案があるが、いわゆるアクティビストを含め、私が関知する限りは、悪い提案はない。株主にとっても、会社が発展し、利益を上げてくれないと困る。なお、当然、会う場合については事前に会社側と取り決めておく必要があり、私は、社外取締役に就任する段階で、株主や機関投資家とも積極的に会い、窓口になると伝えている。
- 例えばある意思決定がなされ、投資家がこれは良くないと思っていた時、CEOの説明に加えて、関与した社外取締役がこれはこういう理由で良いと思ったと説明すれば、それで安心する面もあるかもしれない。結論が同じであっても、社外取締役が説明することで透明性が増すという役割はあると思う。また、同じことを説明するとしても、実際に自分の言葉で説明すると少しずつ変わってくるので、社外取締役と会いたい投資家は、そのようなところを期待しているのではないか。
- 機関投資家から社外取締役と対話したいという申し入れがあれば、社外取締役としても、投資家が何を見ているかが分かるので良い機会だと捉え、受けている。対話の申し入れは外国人投資家からが多く、例えば、報酬制度や社内の人材活用についてなど、テーマを絞って聞いてくることが多い。
- 個人的に海外投資家と接点を持つことを心掛けている。海外投資家と話すと、彼らが何を大事にしているか、どのように見ているか等を知ることができ、すごく良い勉強になる。日本の経営者や社外取締役は、そのような場にもっと積極的に出て行くべきだ。

事務局ヒアリング（社外取締役インタビュー）の整理

2. 社外取締役と株主・機関投資家との対話

- 投資家と会うと全部自分で答えないといけないため、投資家との対話に臨むに際し、それなりに時間を使って勉強し直して結構大変だった。私は経験上、投資家に馴染みがあるが、そうでない方もいるし、色々なことを兼務するなど多忙な社外取締役も沢山いる。そのような中で、社外取締役と株主・機関投資家との対話を推進するというのは、方向性としてはすごく良いと思うのだが、直ちにどんどんやるべきだというのはあまり現実的ではないのではないかと。逆に、事務局が想定問答集を作ることになってますます大変になるということもあり得る。また、会社側は、社外取締役に時間を使ってもらうのは申し訳ないと思っているので、社外取締役がもっとコミットし、会社側ももっとやって欲しいというように、執行側と社外取締役側の役割期待の認識が変わらないと難しいのではないかと。
- バックグラウンドが非ビジネスの人はアナリストとどのように話して良いのかわからないと思うので、機関投資家との対話の際には、アナリストと話した経験があるかどうかとか、余計なことを言わないとか、不必要な情報を出さないとか、もっと次元の低い話で言えばきちんと英語で説明できるかどうか、そのような要素が社外取締役に求められる。
- 会社のガバナンスに関して、取締役会議長として100人程度のアナリストとの対話の場を設けたことがある。その際、執行に関する話はしないという線引きをしたが、日本では米国とは異なり、執行と取締役が近くなってしまっているため、線引きが難しい。執行との線引きをきちんと認識しなければならない。