

事業再編研究会

第2回 議事要旨

1. 日時：令和2年2月14日（金）14時00分～16時30分
2. 場所：経済産業省本館17階第2共用会議室
3. 出席者：神田座長、青委員、石綿委員、井上委員、江良委員、大湾委員、翁委員、片山委員、加来委員、加藤委員、河村委員、小林委員、三瓶委員、武井委員、田中委員、田村委員、日戸委員、林委員、別所委員、松田委員
（欠席：牛島委員、神作委員、佃委員、富山委員、濱田委員、柳川委員、井上課長、竹林参事官）
4. 議題：取締役会/社外取締役及び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等
5. 議事概要：
はじめに、事務局より資料3について説明を行った後、小林委員より資料4について説明が行われ、その後討議を行った。討議の概要は以下のとおり。

【小林委員プレゼンテーション】

三菱ケミカルホールディングスは、医薬品事業を拡大するため三菱ウェルファーマと三菱化学が2005年に共同持株会社を設立したところから始まっており、ちょうど私が社長を退任して会長に就任した2015年に指名委員会等設置会社へ移行した。総合化学で指名委員会等設置会社であるのは日本でまだ当社1社だけである。現在の取締役会は、社内取締役7名・社外取締役5名、非業務執行取締役が私も含み9名・執行役兼任の取締役が3名で構成されている。

売上収益約3兆6,000億円のうちほぼ半分を、今後CO₂排出抑制を強く求められる素材系の事業（三菱ケミカルの化学品と大陽日酸の産業ガス）が占めており、残りを三菱ケミカルの機能商品事業と、田辺三菱製薬と生命科学インスティテュートによるヘルスケア事業が占めている。

2007年に田辺製薬と三菱ウェルファーマが合併してできた田辺三菱製薬は、これまで当社持株比率56.4%の上場子会社であったが、誕生から10年以上たって目下TOBで100%子会社化する過程にある。当社の進路として、大量のCO₂排出をリスクとして抱える従

来型の素材産業をポートフォリオの中心に据え続けるのか、それとも医薬品に加えデータヘルスや再生医療も含むヘルスケアソリューションによりウェートをかけた方がよいのかと考えると、時代の趨勢からして当然ヘルスケアとなり、そちらもしっかりやっという意志で100%子会社化を決めたものである。

現在、関係会社は754社に及び、売上同様そのうち約半分が日本という構成だが、伸びているのはやはり海外である。（以上p2）

我々は「KAITEKI経営」と称しているが、企業経営は三次元で解析するのが分かりやすいのではないと思う。Management of Economics (MOE)、Management of EfficiencyがX軸である。これはPL、BS、キャッシュフローという極めて古典的で定量的なフォーマットで四半期ごとに評価されるもので、従来一般的にマーケット価値と見なされてきた。10年、20年というスパンで実現、評価すべき、知財やインタンジブルな技術力を含むManagement of Technology (MOT) がY軸である。Z軸は100年単位の環境や社会性の軸で、Management of Sustainability (MOS) と呼んでいる。最近ではまさにESG投資やSDGsと直接に関連している軸である。当社は3軸のベクトルの総和を真の企業価値と理解して「KAITEK価値」と呼んでいる。（以上p3）

XX自動車株式会社やYYビール株式会社のように、何をつくるために、何のために集まっているのか一目でよく分かる会社と違って、当社は化学という学問の名を冠しているため、従業員が企業活動における共通の価値判断基準、クライテリアを持ち得ていないことが非常に悩ましいところであった。そこで当社は、社会にwell-being、KAITEKIを提供する会社であると自己を定義づけ、「KAITEKI Value for Tomorrow」というコーポレートメッセージもつくった。Sustainability（環境・資源）、Health（健康）、Comfort（快適）というクライテリアも定めて、新規事業はこれらの役に立つものでなければならないとした。（以上p4）

次に当社のポートフォリオマネジメントの事例を示す。事業の4象限管理を行っており、研究開発すべき次世代事業、積極投資すべき成長事業、キャッシュカウの基盤事業、エグジットすべき再編・再構築事業という形で4分類している。債務超過や赤字の続く事業は当然撤退するが、更に、機能商品やヘルスケアであればROIC8%未満、素材であればROIC5%未満の事業はエグジットするという基準も設けている。単なるMOEの経済性だけでなく、MOTの観点からの技術トレンドや、MOSの観点からの社会動向や環境負荷も併せて考慮する必要がある。

ポートフォリオマネジメントにおいてはM&Aも重要である。特に持株会社制度の場合は「この指とまれ」方式で機動的なM&Aを実行できる。例えば、三菱レイヨンを2010年に経営統合した際も、「三菱化学と三菱レイヨンの合併」ということであればおそらくうまくいかなかっただろう。三菱レイヨンがホールディングの下に入り、社名も社長も残すという形だからこそスムーズだった。ただし、そこから7年という長い時間をかけて、柿が熟して落ちるのを待つように、三菱レイヨンと三菱樹脂と三菱化学を三菱ケミカル1社に統合したわけである。日本の風土に合ったそういう手法も現実的には必要だと思う。

私の感覚では、M&Aをしっかりやらなければエグジットもできない。両方を組み合わせることが鍵である。当社のようにR&D志向の会社はR&Dに多額の投資をするが、はっきり言ってほとんど結果が出ていない。それに比べ、M&Aは非常に結果が出やすく効率がよいという実感をもっている。M&Aをかませてエグジットを進めながら必要なR&Dもやり、とにかく4象限を早く回していくことが重要である。（以上p5）

ジェネリック医薬品事業の譲渡、米国PMMAシート事業の売却、ABS事業の統合と、ここ数年でも多くのエグジットを行ってきた。記録メディア事業の売却先はCMC Magnetic s Corporation社という台湾の会社で、私が同事業の子会社の社長を9年やっているときから長いつき合いのあるOEM先であるが、当社では先輩がやった事業はエグジットしにくいという風潮はない。そういう中で、トータル1兆5,000億円M&Aで取り入れて、9,000億円エグジットするというポートフォリオマネジメントをやってきたわけである。（以上p6）

ただ、具体的なやり方はケースバイケースで千差万別である。ここに実務上の手法として例示しているが、一口にポートフォリオマネジメントと言っても、ひとつひとつのディールについて全てやり方が違うということを忘れるべきではない。前回の研究会でもお話があった、パナソニック、KKR、三井物産と、当社傘下の生命科学インスティテュートが関わったヘルスケアソリューション事業のカープアウトも、ひとつの典型例である。（以上p7-p8）

話が戻るが、我々にとってそもそも企業価値というのは、「ROEマイナスCost of Equity」すなわちX軸要素の二乗と、インタンジブルなテクノロジーであるY軸要素の二乗と、ESG投資・SDGs的なZ軸要素の二乗を、軸ごとの時間差を現在価値に引き直しながら足し合わせた数字の平方根、すなわち合成されたベクトルの絶対値である。したがって我々は、ポートフォリオマネジメントもX軸的な視点のみから行っているのではなく、Y軸のイノ

ペーショ ン視点に加え、「KAITEKI Value for Tomorrow」や「Sustainability、Health、Comfort」として表現されたZ軸の視点も踏まえながら実行していることを強調しておきたい。
(以上p9)

もちろん一定の例外はあるが、当社のポートフォリオマネジメントは、成長性指標あるいはROS、ROIC指標をクライテリアとしてモニターしながら、執行役会議で年に2回、取締役会で年1回、定期的に議論している。取締役会では具体的なエグジット手法といった個々の執行の話ではなくて、10年、20年先を見越して中長期的に当社がどういう方向に進むべきか、夏休み前後に一日かけて基本的な戦略をじっくり議論している。(以上p13)

経営目標や報酬制度についてもX、Y、Zの3軸を基軸としている。Management of Economicsベースの業績のみならず、テクノロジーとイノベーションのY軸、および、CO₂排出削減あるいは海洋プラスチックデブリ削減といったZ軸ベースの経営目標に対して、どれだけ実績を上げられたかも含めて業績評価を行っている。(以上p14)

ポートフォリオ・トランスフォーメーションの過程では、労働組合との間で当然いろいろなことが起こり得るが、経営が決断した以上は整々粛々と断行するというのが当社の基本的なスタンスである。(以上p15)

先ほどM&Aに比べてR&Dは極めて効率が悪いという趣旨のことを申し上げた。例えば当社は、2007年に「Sustainability、Health、Comfort」を満たす新規事業に取り組むことを決めた。しかし、今これらの中で儲かっているのは車載用リチウムイオン電池向けの電解液だけである。炭素繊維ですら常に黒字というわけではない。このように、X軸の資本効率の観点から見れば、そもそもY軸のイノベーション、R&Dというのはあまりに効率が悪い。しかし、Z軸の環境、社会性の観点から、投資家に当社の考え方を必死に説明しながら、赤字の研究開発投資に耐えてきているわけである。(以上p21)

儲けのX軸とサステナビリティのZ軸について、例えばCO₂排出削減のためには大々的な設備投資が必要だからその分利益が減るというように、普通は負の相関を推定しがちである。しかし、当社の8年間にわたるデータによれば、実はX軸とZ軸の間には、一定程度正の相関がありそうに見える。これは、Management of Sustainabilityの意識が高い組織は収益力も高いということなのか、あるいは儲かっていて余裕のある組織は環境周りにもお金を出していけるだけなのか。この辺の判定は難しいが、結果として、少なくとも負の相関はなかったということがいえる。(以上p22)

現在、世界のESG投資残高は3,300兆円に達しているといわれている。そのうち約半分

の1,700兆円が公開株式に向けられているから、世界の株式時価総額を9,500兆円程度だと見ると、そのうち約20%がESG投資から来ているものと思われる。つまり、社会的投資家や環境投資家のウェイトは20%程度にも及ぶわけである。この辺を意識しながら経営していけないといけないという議論は、当社社内でもしっかり共有化できつつあると思っている。（以上p25）

【江良委員】

資料6をもとに、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コメントする。

我々ブラックロックは、パッシブの運用が比較的高い運用会社である。通常、パッシブ運用は、株の売買をする際に投資判断を行わない、調査をしないような投資である。ただ、その代わりに分散投資をする。その分リサーチコストをかけないで分散投資が可能となるので、低コストで提供できるということで、現在のリターンがとりにくいような運用環境の中では、お客様から非常に高い評価をいただいております、急速に拡大している運用である。それとある意味少し対局にあるものが、アクティビズム、アクティビストの活動と考えている。これは集中投資をした上で、その会社についてバリューアップや改革を促す提案を行う、あるいは、働きかけをしていく。最近のアクティビストは大量保有をする、非常に集中投資をして支配権をとりにいくようなパターンもあるが、それよりは数%の持ち分をとり、少数株主の立場から他の投資家の賛同を得ることで自分の提案を通していく手法が主流になっている。パッシブ投資家は、当社も含めて保有率が上がっている状況なので、そういった提案が長期的な企業価値にポジティブなものであるのかどうかについて、ある意味ゲートキーパー的に実質的に判断していく役割が非常に増えている。ただ、その判断もそんなに簡単な話ではない。当然、判断に当たっては将来的な長期戦略の方向性や、それが不確実性を伴う中でビジネスモデルとして成立するのか等、様々な調査や様々な方々からのヒアリングが必要である。したがって、株主総会のシーズン中だけではなく、シーズン前の、いわゆる平時、閑散期においても企業と長期的な対話をして、企業理念なり経営戦略を理解する。そして同時に、提案者とも対話をしながらこういった問題意識をもっているのか、あるいは、どのような提案をしているのか等を調査している。それに加えて、近年、総会シーズンは特に、社外役員との面談も増えている。

4ページ目について、議決権行使をするに当たって対話を非常に重視している。左側の

円グラフのとおり、1年間に複数回対話をする会社の割合が4分の1以上になっている。中には3度以上、最高記録は30回程度というのがあったが、我々として踏み込んで判断すべき場合であれば、その会社の経営陣、提案している株主、社外取締役、あるいは現場の方も含めて話を伺って経営の状況を把握し、どちらの提案が妥当なのか判断している。その結果、右側にあるように、総会シーズン以外での対話も、割合としては非常に増えてきている状況である。パッシブにおいても、通年で対話をするのが非常に重要になってきている。

5ページ目、実際にどういった方々と対話をしているのかについて、左側のとおり、経営陣とのミーティングが非常に増えている。経営陣という定義は執行役員以上、取締役会のメンバーを含むということだが、直近だと67%以上になっている状況であり、経営陣の方々から、その企業の歴史や沿革等についてお伺いすることで、その企業に対する経営の多面的な評価、ガバナンスの状況、課題意識等について理解できる。その中で、さらに我々として重視しているのが、社外役員とのミーティングである。2019年1月から12月の間で、22ミーティングもっているが、これは前年度と比較するとかなり飛躍的に増えている。実際に我々が社外役員の方に面談をお願いした場合、今のところは一度も拒否されたことはなく、むしろ積極的にお会いしていただける状況になっている。お伺いする内容も非常に有益なことが多いので、この比率については今後も増やしていこうと考えている。

最後に、6ページ目について、2点だけ強調させていただきたい。1点目は、パッシブにおいても、議決権行使については実質的な判断を求められる割合が増えているのではないかと問題提起である。特に株主提案があるような場合や、事業再編、長期的な経営戦略に関する議題が上げられた場合には、残念ながら議決権行使ガイドラインだけで処理できる世界ではなく、形式的に議決権を行使してしまうと、むしろ判断を誤ってしまうというリスクが非常に高いと考えている。この点について、当社は自戒の念も含めてということだが、パッシブは保有銘柄の数が多いこともあり、どうしても形式的な判断をしたがる傾向がある。その中で非常にセレクトティブな形になるのかもしれないが、特に経営の評価が分かれている、対案があるようなものについては慎重な議決権行使、実質的な議決権行使をするところについて、コミットする必要があるのではないかと考えている。もう1つは、その際に、やはり社外役員との面談が非常に参考になるということである。社外役員の方々は当然取締役会の中に入っていないながら、一方である意味独立した客観的な立場にある。したがって、外部の株主よりは情報がある内部者というような位置づけなので、

そういった方々が経営についてどう考えているのか、あるいは対案があるような場合については、対案についてどう考えているのか等、社外役員の方々の見識、見解をもっと尊重すべきではないかと考えている。独立社外役員の方々の見解がより信頼される、重きを置かれるような環境整備も非常に重要である。

【松田委員】

今までの議論及び意見書等に同意するが、その上でいくつか補足する。1つは、取締役会が徐々にモニタリングベースになってきている。そのモニタリングに対して執行側も、徐々に執行と監督を意識してきているというのは事実だと思うが、では執行とは誰なのかということは少し気をつけておくべきテーマだと思っている。具体的にいうと、そこに執行役員が入っていないという問題である。委員会設置会社の場合には執行役の方が受けとめて、まさに経営陣として責任をもってその事業なり、全社戦略なりを考えていただけると期待するが、実際には執行役の下に執行役員がいる。この方々の目線がどうかというのは、かなり会社によって差があり、多くの場合にはまだガバナンス目線になっていない。マネジメント目線になっていないという場合が多い。加えて、立場が不安定であり、上からみても下からみても、一番コンサバティブな事業のボスのような立場になっている場合がある。この方々は、利益代表ということでは事業ポートフォリオに参加できるかもしれないが、ここで求められているような議論をする目線で経営陣として全社戦略について関わることはできない。このように多くの場合、まだ低いレベルにとどまってしまっており、これは1つの課題である。

2つ目は、CFOという存在があまりワークしていないことである。CFOというとファイナンスという方向になるが、CFOにやっていただきたいのはビジネスやストラテジーに対する物言いであると思う。特に事業部門のトップがみられないようなメガトレンドからしてどうなのか、市場からしてどうなのか、競合と比べるとROEが少ないではないかといったことである。きちんとストラテジーやメガトレンド等が分かった上で、そういったところを発言するCFOの存在が必要である。また、そのCFOを助ける様々な武器も必要である。そういった意味で前回の研究会でも少し話したが、本社のデータインフラやマネジメントサイクル等の仕組みや仕掛けの充実も必要である。CFO協会でおこなったサーベイで、会社の本社で一番足りないものについて、断トツの1位は投資モニタリングのサイクルであり、2位は、事業別のポートフォリオの価値を判断できるようなデータインフラがないと

いうことであった。CFOをいくらつくっても竹やりで戦えというようなものなので、非常につらいのではないかと思う。

事業ポートフォリオについて、コングロマリットディスカウントの話が非常に盛り上がっている。コングロマリットディスカウントではないというためには、せいぜい3つ程度しか方法はない。1つ目はシナジーがあるという説明、2つ目は組織でやっているポートフォリオマネジメントのほうが市場でやっているポートフォリオマネジメントよりも有効で、かつ高い業績を上げているのだという説明である。この2つについては、やはり数字でみせていかなければおそらく納得しない。社外取締役は、そういうものを数字で載せる、遡上にのせていくような役割を果たすべきだと思うし、会社の中でもそういったものを取締役会の議題にしていかなければならない。他方、ポートフォリオマネジメントの推進体制がどうなっているかというのを、1枚紙でぱっと書ける会社はなかなか少ないのではないかと思う。3つ目は、そういった定量的なものとは別に、なぜその事業をやっていくことができるのか、事業の源流からどのようにつながってここまで来たのかといったような歴史や企業理念である。これらはやはり企業にとっても重要なものであるし、投資家にもきちんとみてもらいたいところである。小林委員からお話いただいた企業理念の話と、シナジーやマネジメント等きちんとやっているということを前提とした上でのポートフォリオマネジメントの主な履歴は非常に重要な示唆をもっているのではないかと思う。

【加藤委員】

取締役会／社外取締役における課題と対応の方向性に関連して、そもそも取締役会が何をする機関なのかということを、少し明らかにして共有した方がよいと思う。

気になったのは事務局資料の36ページで、事業ポートフォリオを検討する機関で取締役会と回答した企業が60%で、40%の企業において取締役会が事業ポートフォリオの検討にどう関与していたのかということが、よく分からない。松田委員からご指摘があったとおり、自分たちは監督する機関であるから事業ポートフォリオの決定にはあまり関与する必要はない等の意識があるのであれば少し危惧がある。なぜかという、これも少し形式的な話ではあるが、会社法上は監査役会設置会社であっても、取締役会は重要な業務執行については最終的な決定権限を有する。指名委員会等設置会社であっても、経営の基本方針は取締役会が決定する。監査等委員会設置会社は両方のパターンがあるわけで、そうすると、事業ポートフォリオの決定はまさにその会社の経営の基本方針なので、取締役会

は監督というよりは積極的に関与して、大枠は決めるというのがあるべき姿のような気もする。もちろん取締役会と執行との関係は相当多種多様であると思うが、そこで多種多様であるといってしまうのか、もしくはここまでは取締役会がやらなければいけないということまでいうかについては、少し検討する必要がある。

【加来委員】

昨年、アクティブの動きが活発化してきたことを受けて、機関投資家に対してアンケートを実施した。事務局資料に記載されているアンケート調査と少し異なるが、一番の関心事はガバナンスや経営体制であり、その次が組織のケーパビリティであった。要は戦略の議論をしようとする大体みんなきれいなことを言うが、それよりは実際に経営陣できちんとできるのか、ガバナンスの体制はきちんとしているのか、エグゼキューションケーパビリティがきちんとあるのかといったことである。ポートフォリオや配当は上位にこなかったが、アンケート調査の結果や様々な企業の経営者と話をして感じることは、様々な意味でロール・アンド・レスポンシビリティが決まっていないうことであり、いわゆる社外役員、取締役会、経営陣そのものが何をするのか、何を期待しているのかが決まっていないう。例えば、社外役員が入っている全ての企業に関連するが、現在の企業のステージや状態、経営陣の状態を踏まえ、どのような社外役員に入ってもらいたいのかがきちんとリファインされていない。それが原因で議論が上手くいかない場合もある。また、こういった人が欲しいといったときに、どこから探してくるかについてもきちんとしたプロセスがなかったり、入ってきた後にきちんとオンボードさせる仕組みがなかったりするるので、ここはきちんと整理した方がよいと思う。また、CFOの役割の強化について、松田委員ご指摘のとおりだと思うが、恐らく他にも様々な問題があり、CXOの役割分担はどうなっているのか、CFOの役割を強化するのはよいが、日本企業には経営企画部があり、ここのすみ分けもどのようにするか等、実はきちんと決めていかなければ難しい部分がある。

事務局資料に記載されているアンケート調査の中で、アクティビストは短期的な利益を求めてくるといった声が出ているが、おそらく、企業側も中長期の話をできていない部分もあると思う。要は経営陣としての、マーケットに対するビューはどうか、その中でどういった戦略を今後5年、10年、20年ととっていくのか等についてきちんと説明できれば、いわゆる利益だけで判断されるのではなく、マルチプルで企業価値が上がってくる。こういった議論をすらすらとできるような経営陣はごく一部ではないかと思う。実はこういっ

たところについても、社外役員や取締役会がきちんと経営陣を指導するような形にもって
いけるとよいと思う。

【別所委員】

いくつかの事例や、自社の同僚との会話の中での発言を共有する。

まず1点目の経営陣について、やはりインセンティブは大きいのではないかと考えており、例えば、ジョンソン・エンド・ジョンソンでは、エグゼクティブオフィサーが7人おり、7人のうちCEOのみがボードメンバーであるが、この7人の報酬は、総額の7割がロングタームのインセンティブである。インセンティブ報酬は主に株式であり、残りの3割がベースのサラリーや、業績連動のキャッシュボーナスになっている。ロングターム・インセンティブは最終的には普通株式を付与されるが、付与の基準というのが大きく3つある。売上の成長、EPS、TSRの3つで、利益やTSRだけではないところで、バランスがみられている。前回の研究会で田村委員等からもご指摘があったとおり、売上の増大ではなく、企業価値の増大に経営陣の目線がアラインしている。実際どうアラインしているかという、普通株式を受領するので、受領した自社の株式がその後スピノフすると、スピノフされた株をまた株主としてもらうことで自身も株主の目線で、スピノフ後の企業双方の価値の増大とある意味自分の利益のベクトルが一致している。こういったメカニズムで報酬が設計され、企業価値の増大に向けて何をすればよいかを考える構造になっている。

2点目、特に日本企業においては、報酬体系に関係なくできることもあるのではないかと考えている。例えば、非常に複雑な事業を整理して透明性の高い事業ポートフォリオを組んでいくことや、戦略的フォーカスの高いところに投資やM&Aのための資金を割いていくといった判断は報酬に関係なくできるわけであるが、それを後押しするものとして社外取締役の客観的なご意見が重要になる。その中で、業務執行取締役と社外取締役の健全なパワーバランスというものがあり、人数の構成が重要になるのではないと思う。

最後に、エンゲージメントという意味でいうと、私どものニューヨークの同僚に話を聞くと、アメリカのCEOやCFOは投資家との対話を非常に重視しており、株主の視点を学びながら、それを経営に生かしているとのことである。そういう中で、アクティビストのことをどう思っているのか率直に聞いたことがあるが、彼らとしても、アクティビストが好きなわけではないということは正直に言っている。ただ、彼らの考え方としては、アクテ

イビストだけが言っているのではなく、それらは多くの一般株主の声なき声であり、アクティビストはその代弁者かもしれないというように、ある意味頭を切替えて対応しているとのことで、これは示唆に富んでいると思う。ただ一方で、アメリカは株主資本主義で非常に進んでいる、行き過ぎているような部分もあり、人によっては、それは日本とは大分違うというご意見もあろうかと思う。例えば、英国などはTSRに代表されるような株主利益の重視も大事であるが、従業員や地域社会への貢献も企業のスチュワードシップ責任であるとする等、バランスを重視されているので、日本はアメリカとタイプが異なるからできないということでもないと思う。次回の研究会に向け、もう少しその辺りの調査を進めて、海外事例の紹介だけでなく、それをもとに日本でどのように有効に活用できるのかというようなご報告を差し上げられるようにしたいと思っている。

【日戸委員】

私はオムロンの取締役でもあり、CFOでもあり、また経営戦略部の責任者でもある立場のため、実務においてどのような形で意識し運営しているのか等についてコメントする。

まず執行側と取締役会との関係について、弊社の元取締役の富山委員は、CEOとCFOとCTOの3名の業務執行取締役に対して、あなたたちは被告席にいる立場で、あなたたちがきちんとやっているかをモニタリングしていくというようなことをおっしゃっていた。モニタリングする重要アジェンダには重要戦略があり、そしてその中の1つが事業ポートフォリオマネジメントと思う。その他、IT戦略や中期の経営戦略等、取締役会側から取締役会で議論をする様々なアジェンダが示される。それに応じて、執行側からは当然考えている 이슈もあるし、新たに考えなければいけない 이슈もあるということを提示し、社外から様々な建設的な意見をもらいながら、さらに戦略をブラッシュアップしてよりよいものにしていく。モニタリングと執行という対立の関係ではなく、取締役という一段高い視点で事業戦略等が回っていく仕組みづくり、環境づくり、関係性の構築が非常に大事であると思う。

CFOの役割について、私は経営戦略部の担当もしており、財務出身のCFOではないことから、財務系をずっとやっていた人と比べると財務リテラシーがある意味あまり高くはない。しかし、事業部門や経営戦略を経験してきたので、かような観点にCFOとしての財務的視点及び規律的な視点等を加味し、様々な場面でどのように各事業をコントロールしていくか、統制していくかということは非常に大事であると思ってCFOの責務を果たしてい

る。私自身、機関投資家向けIRを年間に何十件もこなすが、そこで質問されることは多種多様である。その中で、各個別の事業の事業戦略や、戦略の進捗状況、事業ポートフォリオマネジメントの状況も当然聞かれるし、キャッシュマネジメントについて、どのように株主還元を行っていく方針かというポリシーも聞かれる。それらについて全てきちんと自分のポリシーや見識として答え切らない限り、投資家からは全く信用されないような状況であると常を感じている。したがって、CFOの役割は、CEOの右腕となり、そのようなところまできちんと目配せしてやっていくことであり、規律をきかすということであると、事業ポートフォリオマネジメントにおいても非常に重要であると認識している。

【井上委員】

私は実証研究を専門にしており、その観点から発言する。一部社外取締役に関する課題というところに関わるが、大部分は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お話しする。

資料5の1ページ目のとおり、私の意見のスタート地点となる前提として、日本企業の事業再編は過小状態にあり、それが低収益の原因で、コングロマリットディスカウントも存在しているという前回の研究会での指摘がある。実際本当に過小かどうかは難しい問題であるが、それを前提として考えたときにもう少し事業再編を促進すべであるということが、本研究会の論点であると思っている。1ページ目の下部のとおり、私自身の以前の研究で、2004年から2014年まで日本の全上場企業を分析したが、株式持合いで守られた企業や経営者は事業再編による選択と集中といった行動をとる確率が低いという結果が出ている。それでは、そのような企業は長期投資をしているかという、実はR&D投資も同様にしていない傾向が強いという結果が出た。一方で、そういった企業においても、社外取締役比率が高い企業ではそうした状況は改善され、事業再編もR&D投資も行う確率が上昇するという結果が出ており、そこから事業再編の阻害要因は、いわばモニタリングが十分に働いていない部分にあるのではないかと、したがってモニタリング強化が事業再編の促進に有効ではないかという視点はもっている。なお、この分析では、機関投資家保有比率は、特に事業再編の促進要因になっていないという結果が出ていた。ただ、この研究は分析期間が2004年から2014年の期間で少しデータが古い。そこで、その後のコーポレートガバナンス改革によってどのように変化があったのかということについて新たに分析を実施したので、その結果を本日紹介する。

資料2ページ目だが、2014年から2015年、特にスチュワードシップ・コードやコーポレートガバナンス・コードが導入され、これらによって機関投資家と経営者の間の対話関係の環境が整備されたと考えている。この前後を含め、2011年から2018年の期間、東証の全上場企業を対象に、事業再編をしたのはどのような企業であるかを再度分析した。この期間、規模の大きい事業売却、子会社売却は約500件あった。結果だけ先にご紹介すると、ガバナンス改革以降の時期に機関投資家は多角化企業の事業再編行動に正の効果をもつ、つまり、促進する効果をもっている。海外機関投資家というのは分析期間に一貫して事業売却を促進する効果をもっていたが、コーポレートガバナンス改革後の2016年以降の時期、自分で銘柄選択をしているアクティブファンドがより強い促進効果をもつという結果が出た。一方で、インデックスを投資対象として自らは銘柄選択をしないパッシブファンドについては、促進効果が確認できない。昨今、パッシブファンドの投資比率は非常に上がっているが、基本的にインデックス運用を行っているので、個々の企業のモニタリングには実際には強い関心をもたないということが示唆される。もう1つは、コーポレートガバナンス改革以降、社外取締役比率が事業再編に正の効果をもつという結果も出ている。

3ページ目について、事業再編実施企業の性格を示している。表の上の行が事業再編を実施した企業群であり、実施した年でみている。比較していくと、例えば事業売却している企業の平均事業セグメント数は7.7、していない企業は4.3ということで、事業セグメントが多い、多角化している企業のほうがより売却は行うという結果が出ている。また、機関投資家比率、外国人投資家比率、アクティブ投資家比率、ヘッジファンド比率のいずれも、事業売却している企業群のほうが平均値が高いという結果が出ている。安定株主比率と銀行保有比率については、機関投資家と逆に事業売却を実施している企業のほうが低い。もちろん株主構成は全部足せば100%になるので、当然どこかが増えればどこかが減るが、前回の研究会でも議論になったように、銀行保有が多いとどうも事業の多角化が温存され、再編が進んでいないのではないかという指摘がこの辺にデータとして出ている。社外取締役比率について、数字を丸め過ぎて上も下も20%になっているが、ここも実施企業の方が高いという結果になっており、社外取締役比率の高い企業の方が事業再編を実施している。ROAと株価と簿価の比率（いわゆるRBR）が出ているが、これをみると、必ずしも低収益企業がやっているわけではない。ROAは変わらず、株価水準が高い企業が事業再編を行っており、追い込まれて事業売却をしているわけではなく、むしろ積極的に事業再編をしている傾向がある。

4ページ目について、可能な限りのことをコントロールし、事業再編を行っている企業とそうではない企業を比較して、回帰分析で事業売却をしている会社を特定しようとした結果である。全期間とは2011年から2018年の期間で、コーポレートガバナンス改革以降というタグがついている2016年以降の結果と2つに分けてお示ししている。改革以前、実は海外機関投資家比率が高いと確かに事業再編をする傾向があるが、機関投資家比率そのものは効かない傾向にある。ところが、コーポレートガバナンス改革以降になると、機関投資家比率全体が高いほど事業売却を行うという結果が出ている。特に、機関投資家をアクティブファンドとパッシブファンドに分けてみると、アクティブファンド比率が高いと事業再編を行う。一方で、パッシブファンドは特にそういう効果をもたないという結果になっており、モニタリングの動機をもつアクティブ投資家の方が、企業に事業再編を促進する効果があるのではないかという結果になっている。また、特に2016年以降において社外取締役比率が高い企業の方が事業売却を行う。まとめると、コーポレートガバナンス改革以降、機関投資家、特にアクティブファンドの持分比率の高い企業及び社外取締役比率の高い企業が、より積極的に事業再編を行っているという結果になる。

アクティブファンドと社外取締役の効果は大きく、アクティブファンドと企業との対話を促進するような環境を提供することがよいのではないかという感じになるが、アクティブ投資家の影響が強まると、企業が短期的視野の経営に陥るのではないかという指摘もあるので、アクティブ投資家がイノベーションにどのような影響をもたらすのかについて、2004年から2015年の期間、全企業で検証している。アクティブファンドとパッシブファンドに分け、各投資家の保有比率を各年で出して、その翌年の特許出願数、翌年に出した特許に対するそれ以降の時期における引用数、翌年に出願された特許が5年後にどのような特許価値をもっていたのかについて検証している。特許価値は、IP Business Informationという国際的な特許評価機関のバリエーションを使っている。ここでもアクティブ投資家が企業の特許行動に対して正の効果をもっており、この意味でいうと、決してアクティブファンドが増えることが、企業を短期的経営に陥らせていないのではないと考えている。一方、外国人機関投資家比率、メインバンク比率、創業家比率は、いずれも、特にこうしたR&D、研究開発をより促進する効果をもっていないので、アクティブ投資家は、それなりにモニタリングを発揮して企業の再編を促進するとともに、イノベーションに対して正の影響を与えていると考えている。

6ページ目について、これらの実証結果から政策的示唆を考えるとすると、日本企業の

事業再編の促進に関して、機関投資家と企業経営者の間の事業ポートフォリオ戦略に関する対話を促進する環境整備が有効ではないかと考えている。企業に対して、自社内、産業内の両面からみた事業ポートフォリオ戦略の定期的かつ客観的評価と、そうしたものに関する長期的方針の開示を要請すること等が有効ではないかと思う。それらによって投資家が対話する環境ができる、または、企業内でしっかりした議論ができるのではないかと思う。機関投資家に対しては、エンゲージメント活動内容の開示を要請することが有効ではないかと思う。アクティブファンドはモニタリングする動機をもっているので、コーポレートガバナンス改革後の環境下では、すでに自然にモニタリングやエンゲージメントを行っている。一方で、パッシブファンドはそもそもあまりモニタリングやエンゲージメントへの経済的動機をもっていないので、彼らをモチベートしていくのが重要であると思う。世界的にパッシブファンドの持分比率は上がっており、アメリカでは大手3社のパッシブファンドは20%あまりの持分比率になってきており、上記のモチベーション付与は重要だと考えている。国連PRIのもとで既に有力機関投資家は2018年から対話相手先の企業名と対話の内容を開示し始めている。ファンドによっては詳しく開示するところもあるが、対話の内容はかなり大ざっぱなものでガバナンスやESG程度の分類ではある。実は開示対象企業として既に日本企業もリストに出てきている。そういう意味では、いずれ日本の機関投資家も開示を迫られるので、こうしたことを少し早めてもよいのではないかと思う。こういうエンゲージメント活動を「見える化」すると、パッシブ投資家も含め、機関投資家のモニタリングしないコストを引き上げ、アセットオーナーからの資金フロー獲得上も、アセットマネージャーであるパッシブ機関投資家がモニタリングをより積極的にやろうというモチベーションを与えるのでよいのではないかと思う。もちろん、いわゆるモニタリング活動というのは自分たちのファンドの投資パフォーマンスのために実施するもので、開示のためにやるわけではないので、あまり何でもかんでも開示すればよいというわけではなく、開示の仕方は様々な議論があると思う。いずれにしても、そうした企業とファンドとの対話環境の促進、及びファンドにこうした活動を行うモチベーションをつくっていくことが必要であるということが実証結果の示唆である。

【大湾委員】

本研究会の目的は事業再編ということで、事業再編を行うインセンティブをどのようにして経営者に与えるかということだと思うが、インセンティブさえ与えれば事業再編は進

むかという、そうではなく、並んで重要なのは、経営陣がシナジーをつくる努力を積極的に行うことだと思う。この2つは車の両輪みたいなもので、シナジーをつくる努力をしていなければ事業再編も自信をもってできない。事業再編を進めれば残っている事業、あるいはくっつけた事業の間のシナジーをつくっていくことは、当然、経営陣の責任として発生する。ただ、シナジーをつくるのはどういうことかというところで、3点ほど例を挙げる。

1つ目は経営陣と個々の事業部との定期的なレビューである。事務局資料の中にもストラテジックレビューについての記載があるが、定期的なレビューは非常に大事である。ロンドン・スクール・オブ・エコノミクスと、コロンビアとハーバードの研究グループのエグゼクティブ・タイム・ユース・プロジェクトというものがある。これは世界主要6ヵ国の2,000人のCEOに対して、どのように時間を使っているかというデータを集めて分析したもので、この中では社内の定期的なレビューの時間をつくることが業績を高めるCEOの1つの特徴として抽出されている。これは非常に腹落ちする結果であり、例えばGEのジャック・ウェルチの自伝などを読むと、GEもかつて個々の事業部との対話、経営陣との対話を非常に頻繁にやっていた。それから、以前アメリカで教鞭をとっていたときに、エマソン・エレクトリックの経営陣に対してインタビューを実施したことがあるが、そこでも経営陣が約80の事業部に対してストラテジックレビュー、ファイナンスレビュー、オーガニゼーションレビューと、3つのタイプのレビューをやるとのことで、1年のうち3分の2程度の日数を事業部との定期的なミーティングに費やしているとのことだった。どうしてそんなに時間をかけるのか質問をしたところ、経営陣の最大の役割はシナジーをつくっていくことであるからとの回答であった。

2つ目は、ファンクションごとの集権化を図っていくことである。アメリカ企業で過去30年間の間にファンクショナルマネジャーの割合が増加してきていることがペンシルバニア大学の研究チームの研究成果として表れている。ファンクショナルマネジャーとは、ジェネラリストではなくて、例えばCMO（チーム・マーケティング・オフィサー）や、CTO（チーフ・テクノロジー・オフィサー）、CIO等の特定のファンクションを全社的にみていく人であり、ファンクショナルマネジャーの比率が増えてきている。最近だとチーフ・データ・オフィサーや、チーフ・アナリティクス・オフィサー等、いわゆるデータを収集し、管理し、それを生かしていくことに責任をもつマネジャーも出てきているが、これは日本の企業でほとんどないと思う。先ほど松田委員からもデータインフラがないとい

うご指摘があったけれども、私も人事データを使って経営課題を解決する活動を企業相手にやっているが、データインフラが整備されていないのは非常に大きな問題であり、こういったファンクショナルマネジャーズが未発達ということが要因の1つではないかと考えている。同じ研究グループの中で出てきた成果として、ICT投資、情報通信投資が高い企業ほど、ファンクショナルマネジャーの増加がみられる。また、多角化している企業について、関連のある多角化の場合には同じような現象が起きているが、関連のない多角化の場合にはこうした現象はみられない。各ファンクションの業務フロー、業務プロセスの標準化を通じて事業間の比較ができることがファンクションごとの集権化のメリットである。事業間の比較をすることによって収益性の違いを把握できることや、それぞれのシナジーをつくっていくことがよい要因になるが、米国企業でも、関連性の薄い多角化の場合には同じ標準化ができない。個々の事業ごとに特殊的な違いが非常に大きく、比較が可能な形で標準化できないことがこういった現象の阻害になっていることがわかっている。したがって、世界的に国際競争が激しくなり、かつICT投資が増え、ファンクションごとの統合を進めることによって経営を効率化していく方法がある中で、やはり日本企業は出遅れているのではないかと感じている。

3つ目は、近年、組織が縦割りになっており、横の知識のスピルオーバーが非常に少ないことに悩んでいる企業が増えていることである。横串を刺す取組を各社やっているが、ある企業では全ての管理職に対してコーチング研修を行い、彼らが自分とは違う部門、外の人たちに対してコーチングするセッションをもっている。それを通じて部門の壁を越えたコミュニケーションを活性化させる取組であり、その効果を私たちの研究グループが測定した。その中で出てきた1つの結果として、特許生産性の向上が挙げられる。要するに横串を刺したコミュニケーションを活発化することで特許の生産性が上がっている。そういった特許の生産性が上がっている人たちに対してヒアリングすると、様々な理由があがってきたが、全社的な視点で研究開発をするようになったという回答があった。例えば、今までであれば研究開発をするときに、この素材は強みと弱みがあり、自分たちは何とか弱みをなくそうと思って頑張ってきたが、少し視点を変えると、この弱みは実は他の事業からみると強みなのではないかという視点で、他の事業とコミュニケーションを増やすことで実際に自分たちが弱みだと思っていたものが、他の事業だと強みに変えて事業化できる、商品化できることが分かったので、商品化したという事例もあった。そういう形で、経営陣は、様々な方法でシナジーをつくるための努力を行わなければいけない。それをや

っている企業ほど自信をもって事業再編を進めることができる。

したがって、投資家とのエンゲージメントにおいても、経営陣がどういう形でシナジーをつくっているかというところまで踏み込んで、投資家は様々な情報収集を行っていく、あるいは経営陣の努力を促すことが大事であると思う。

【石綿委員】

1点、事務局に対する確認と、本日の論点についてコメントする。

先ほどの加藤委員からのご質問等にも関係するが、前回の研究会の事務局説明に、本研究会の主たる対象企業についての記述があったと思う。どの企業を対象として議論しているのかを明確に意識しなければ、なかなか議論が整理されないと思う。本研究会の対象企業は、「多様な事業分野への展開やグローバル化を進め、多数の子会社を保有して大規模なグループ経営を行う大規模多角化企業」であると前回の研究会の事務局資料に記載されており、これをどの程度意識して議論すべきかお伺いしたい。例えば、本日の研究会で出ている様々な統計資料も、本研究会の検討対象企業となっている企業についてのアンケートなのか、それとももっと幅広い上場会社についてのアンケートなのかによっても、この統計の捉え方は変わってくると思う。それぞれ議論をするときに全ての情報があるわけではないので、もちろんあるものを使うしかないが、どの対象企業についてのものかを明確化していただけるとよいと思う。

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、社外取締役に自らの役割を認識していただき、その機能をもっと発揮していただかなければいけないということに異論はない。また、社外取締役と機関投資家とのエンゲージメントの重要性についても賛成である。そういう形で社外取締役が投資家の期待や株主の考えを認識することによって、取締役会における議論が活性化すると思うし、そういうものを進めること自体はよいことだと思う。一方で、社外取締役も万能ではなく、社外取締役ができることも限られているという現実もある。事業のことを最もよく理解し、経営を担っているのは経営陣である。社外取締役の役割の重要性やエンゲージメントの重要性を説くのは大いに賛成だが、社外取締役に過大な期待を寄せれば、結局その役割を果たすことができる社外取締役がいらないという問題に直面することになる。従って、社外取締役に過大な期待をしないよう注意をする必要もある。

取締役会における監督の主眼はどこにあるかについて、個々の事業の対応方針の決定か、

それとも事業評価の仕組みの構築かという問題提起がされているが、基本的には、事業評価の仕組みの構築にあると思う。勿論、重要な業務執行に該当する事項については取締役会決議事項になることもあるが、原則は、個々の事業の対応方針の判断ではなく、事業評価の仕組みの構築であると思う。社外取締役にも同様の議論が妥当し、基本的には、戦略、事業評価の仕組みや価値基準の設定等を判断していくのが社外取締役の役割である。但し、経営陣に構造的な利益相反があるような場合には、例外的に、社外取締役が一步踏み込んで公正性を担保するための措置を講じなければいけないことがある。その他、社外取締役は株主と経営陣の間に位置しているので、株主の意向を踏まえながら発言していくところも求められている。そういった社外取締役の役割から離れるような機能や役割を社外取締役に求める場合には、慎重になる必要があると思う。

次に、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の企業側の対応の在り方について申し上げたい。実務的には、アクティビスト株主から様々な提案が来たときに、それを完全に無視する企業もあれば、取締役会に上程して真剣に議論する企業もある。まともな提案が来ているのであれば、取締役会にあげてしっかり議論をするのが望ましいはずであり、そういう方向に大きく促していくこと自体はよいことではないかと思う。しかし、これだけ社外役員が増えてくると取締役会自体もそう簡単には開くことはできず、年に限られた回数の中で何とかやりくりをしながら取締役会を回しているという大企業の実態もあり、アクティビスト株主の提案を何でもかんでも取締役会にのせなければいけない話にもならないはずである。会社にとって重要な提案であれば、取締役会にあげて議論をする、ないしは、複数の株主からの提案をある程度とりまとめた形で議論をすることになっていくのだと思う。

その裏側として、株主・投資家側の対応の在り方についても論じる必要がある。実務的には、株主や投資家が企業に対して無理な要求をし、過大な負担をかけるケースもある。わが国の株主・投資家の中には、濫用的なアクティビスト等もあり、そういった方々が企業に対して過度な要請をしていることも見受けられる。株主・投資家が濫用的な動き方をすれば、企業の側もアクティビスト株主に対して防衛本能が働き、非常に閉鎖的になっていくことになる。企業が投資家に胸を開いて積極的にエンゲージメントしていくことを促していく上では、投資家側が濫用的な行動や不合理な要求をしないよう確保することも必要だと思う。したがって、最終的なエンゲージメント、真の意味でのエンゲージメントが活性化するという目的を達成する上では、企業と株主の両方に対する目配せ、濫用的な行

動、不合理な要請等への牽制をしていく必要がある。

【三瓶委員】

様々なエビデンスや論点が出てきているが、あまり広げて、複雑化していくと解決しにくくなるので、むしろ単純化することが大事であると思う。私なりにすごく単純化すると、方策としてMD&Aというものがある。MD&Aは有価証券報告書の項目であり、経営戦略、経営者による経営成績等の分析という項目だが、これを軸にして意識改革をする、経営者に責任を自覚していただく、それを取締役会に監督していただくことだと思う。

ちょうど昨年1月に改正があり、記述情報の記載の充実ということで、2020年3月期決算からMD&Aの記述の充実がされる。ただ、恐らく初年度はそんなに充実されないだろうと思うが、これについて何を求めているかという議論がこれからどんどん進んでいくのだと思う。たくさんの指針がこの数年間に出てきており、新たな指針がたくさんあり過ぎるとかえって船頭多くしてというような形になりかねないので、ここに1つ焦点を当てるとするのがよいと思う。

現状を申し上げますと、いわゆる今のMD&Aの項目に記載されていることは、ほとんどが予算の遂行状況や計画との差異分析等である。よくウォーターフォールチャートという、差異の要因・寄与度分析図が決算説明会資料にあるが、これは大体が対計画もしくは対前年である。読み手からすると、財務諸表をみれば分かることが文章で書いてある。本来、MD&Aの項目で欲しい情報は、企業価値向上にどのように寄与したのか、または経営戦略が企業価値向上に貢献しているのか、上手くいっていないのであれば、課題は何かに関する自己分析であると思う。したがって、MD&Aに企業価値向上の検証、分析、自己評価等が記載されれば、全く違ってくると思う。企業側の行動を変えれば、MD&Aに記載されている内容を投資家が読み、エンゲージメントする際、このように自己評価するのであればこう返すということにつながるのだと思う。そうすると恐らく、企業価値向上に責任をもたないといけなくなったときに、企業価値とは何だというよくある議論につながっていく。最近、企業価値について社会価値と経済価値に分けるという方がいらっしゃる。先ほどの小林委員のご説明では、そこを一体的なものとして捉えられているとのこと非常にありがたいが、分けてしまう場合、企業価値は低い、社会価値は高いといった説明されることがある。しかし、本当に社会価値が高いのであれば経済価値がついてくるはずである。そうでないのであれば、安く提供されるからありがたいと思っているだけで、安くな

いのであれば要らないということである。そういった場合、本当に社会価値があるかどうかは分からない。ただ、例えば、新しい社会課題を解決するための技術や物については、まだ事業化ができていないという場合もある。事業化するのには1つの経営の問題であり、知恵、工夫、実行力、遂行力ということが問題で、もっと踏み込んで考えていかなければいけないと思う。そのときに、海外のケースやビジネスモデルの構築等、様々な議論をするが、これらのきっかけも企業価値として捉えることができると思う。今現在、経済価値が発揮できていないような事業はだめなのかというご質問もよくあるが、これは初期投資や先行投資がある一定期間あり、その間採算が合わないことについて指摘しているのではないことは明確にしておきたい。経済価値がどの時点で出ればいいのかは、その事業のライフサイクルを通してということだと思う。一旦、企業価値とインセンティブの紐付けができると、今度はどのように紐付けるかということになるが、TSRだけというのは危険だと思っている。短期化、または操作可能性という面で弊害が起きる可能性がある。財務パフォーマンスの中で、会計にあまり頼り過ぎてないパフォーマンスの測り方として、キャッシュ・オン・キャッシュというものがあり、これがある種有効なものであると思う。こういった指標で結果が出せないトップは交代すべきで、これが取締役会や株主総会の規律であると思う。米国の例だが、会計に頼り過ぎない財務パフォーマンスというのは80年代終わりからどんどん出てきて、バリュース・ベースド・マネジメントという指標を87年ごろにはアメリカの上位5,000社中約100社が導入していた。そして、10年後の97年ごろには同じ5,000社中約1,000社が導入していたということである。このバリュース・ベースド・マネジメントは、会計方法に左右されないエコノミックプロフィットで事業の経営効率を測定するもので、事業から創出されるキャッシュフローを投下資本コストと比較して、その収益性を測る手法である。そうすると、資本コストを自ずと把握して、使いこなさなければいけなくなる。

結論を申し上げますと、1つ1つあまり細かいことについてあしおろし、こうしろとマイクロマネージをすべきではないということである。創意工夫のモチベーションを残しておかないと発展的に競争力のあるような状況で考えていかないため、そういうことができなくなってしまうようなマイクロマネージは行ってはいけない。ただし、企業価値向上の検証、分析、自己評価というのは有価証券報告書でしっかりと行う必要がある。本来、開示のタイミングを考えると、有価証券報告書のタイミングではなく、株主総会前に欲しいので、事業報告に入っている方がよいが、そういった情報開示があればエンゲージメントの内容

も自ずと高度化していくと思う。

【林委員】

プライベート・エクイティ投資をしている立場から、グループCEOと取締役会の機能について申し上げる。

プライベート・エクイティ投資はファンドの投資家の利益を代表して企業のポートフォリオをつくり、個別の企業の経営者との対話を通じて事業の内容を理解して価値を上げていき、超過収益をつくっていくことが期待されている。そういう意味では、機能としては、ここで議論の対象になっているグループCEOという立場にかなり似ている。大きな違いは、上場している大企業のグループCEOは、事業ポートフォリオ相互のシナジーを追求することで、ユニークな超過収益を達成していくことが期待されている点。我々のような投資のポートフォリオのマネジャーとはその点が随分異なる。事業のポートフォリオマネジメントと投資のポートフォリオマネジメントは、その点で大きく異なる。

そのように定義すると、グループCEOの本業はシナジーの追求なので、既存の事業ポートフォリオから最大のシナジーを追求するべきであるし、それがかなわない、最適な状態でない場合、事業ポートフォリオを組替えていくことは、グループCEOの本業と定義できる。例えば、小林委員からご指摘があったが、場合によっては損を出しながらでも、自社でR&Dを進めていくことは必要だと思うが、これとて自社でリソースをかけて進めていく対極には他から買ってくるという選択肢や、あるいは他社と共同することで何らか中間的なアプローチ、リスクリターンの割に合うR&Dを進めるような選択肢もある。常にグループCEOの判断の中ではリスクリターンをみながら、様々な選択肢の中から相対的に比較して意思決定をしていくものであると思う。したがって、事業再編は是か非かというような話はそもそもおかしい話であると考えている。

アンケート調査の中で、社外取締役はあまり事業内容を理解していないので困るというような例もあったが、そもそもグループCEOですら、必ずしもグループの全ての事業を熟知することは無理であるし、その必要もない。本業は事業ポートフォリオマネジメントである。そうでなければ、世の中でプロ経営者といわれて違う業種のグループ企業のCEOに請われ、そして立派に企業価値を上げている例があることが説明できないし、仮に社内である事業部門の長から全体のグループのCEOを選ぶべきだという論があるのであれば、それとてご自身が育った以外の事業についてはよく知らないはずなので、これも全て相対的

な話である。対話によって事業の内容を理解し、対話を通じて投資家に理解を求めていく能力というのが、グループCEOに求められるものであると思う。

次に取締役会について、資本と事業のインターフェースのマネジメントを担っており、それを事業側から資本に対してスタンスをとっているというのがグループCEOの立場であり、グループCEOを支えている、ないしは一緒に仕事をしているグループの取締役会の社外取締役は、資本側に立って資本と事業のインターフェースをマネージしている。そういう意味では少しだけ立場が異なるが、基本的には求められるスキルセットは同じであるはずであるし、だからこそ取締役会で、まさにサウンディングボードとしてグループCEOが社外取締役を含む取締役に対して説明をし、対話を通じて理解を求めていき、理解が得られた意思決定についてはその正当性が株主の立場からも認められるということであると思う。そうすると、基本的に取締役会では、同じようなスキルセットをもった人たちが、日常的にグループの最適なシナジーが実現できるような事業ポートフォリオはどういったものか議論するのがあるべき姿だと思うし、そういう取締役の一番の本業は、最適なCEOの選任であり、CEOの役割を定義し、それに沿ってCEOの評価基準を定め、実際に評価をしていくことであると思う。

社外取締役の必要性が叫ばれていた当初には、ガバナンスとはコンプライアンスというような理解のもとに、不祥事が防止できるような観点の人選が多少みられたが、今私が申し上げたような理解に基づけば、むしろ社外取締役の適性は資本と事業のインターフェースを担ったことのある、もしくは現在担っている人たちが望ましい。であれば、業種が別でも構わないが、現役ないしは退役のグループCEOや、場合によっては我々のようなプライベート・エクイティ投資をしているような立場の人間も役に立つ余地はあると思うし、最近ではいくつかの企業でそのような例も出てきている。だとすれば、先ほどの投資家とのエンゲージメントの場に、そういった適性をもった社外取締役が積極的に出ていき、対話を通じて投資家の理解を得ていくことは非常に自然な流れだと思うし、むしろそういった社外取締役の人からしても、自分が積極的に投資家との対話を通じて彼らの期待が何であるのかということを理解して、グループCEOとの仕事に臨んでいくのは非常に自然な流れであると思う。

【青委員】

三瓶委員と同じく、まずは情報開示を充実させていくことが重要であると考えている。

有価証券報告書における開示については、特に「経営方針、経営環境及び対処すべき課題等」及び「経営者による財政状態、経営成績及びキャッシュ・フローの状況の分析」（MD&A）において、相互の関連性や整合性を意識しながら的確に説明するという意識が大事だと思う。具体的な記載内容としては、現時点ではPLを意識した売上や利益をベースとした記載となっているものが多いが、資本コストを踏まえた十分に高い水準の収益力を確保していくという観点から、BSを意識した資本効率や資産効率を踏まえた記載となっていくことが望ましい。なお、開示に加えて、BS型の資本効率を踏まえた経営を会社全体に浸透させ、経営戦略、事業戦略等の検討に活用するとともに、株主との対話も積極的に行っていくことが重要であると考えている。

経営戦略、事業戦略等を取締役会や社内で議論するに際しては、各事業部門の置かれている状況や事情だけでなく、資本効率を意識しながら、グループ全体として企業価値を中長期的に向上させていくという全社的な観点から議論を行える環境を整備していくことが重要であり、そのような環境が整っていればCEOも事業ポートフォリオの見直しなど果敢な経営判断を行いやすくなると思う。また、CFOと経営企画部門の責任者が分離している会社も相当数あるということだが、本来それらは一緒であるか、一体的に動ける状況でなければ、的確な経営判断やプランニングはできないと思うので、分離している会社においては、円滑な連携を行えるような社内の風通しのよさを確保することも大事であるし、社外取締役、社内取締役問わず、取締役会の中においても議論しやすい環境を上手く作っていければよいと思う。

なお、事業ポートフォリオの見直しや資本効率の向上に関する議論は、株主からの指摘を契機に始めるのではなく、常日頃から十分に行っておくべきであり、そうすればアクティビスト等から、エンゲージメントの局面で指摘された場合においても、十分に説得力のある対話ができると思うので、資本コストを踏まえた十分に高い水準の収益力を確保していくという意識が重要であるという点と、その実現に向けた方策について日頃から議論しておくことの重要性を強調できればよいと考える。

本研究会における議論において想定する会社の対象範囲について、事業ポートフォリオの見直しが重要となる、多様な事業分野に展開している多角化企業とする点に異論はないものの、グローバル企業として成長志向の強いた大規模企業を中心としている点については、あまり範囲を限定することなく、資本効率が高くない多角化企業を全体として幅広く対象とし、現時点においてあまり事業ポートフォリオの見直しに取り組めていないような企業

にも考えてもらうきっかけとなればより良いのではないか。

【翁委員】

事業評価の仕組みと情報開示について申し上げる。資料4の5、6ページには、ポートフォリオマネジメントの仕組みに関する様々なヒントが散らばっており、非常に参考になる。1つは、定期的なレビューを行い、ポートフォリオを見直しているということである。それから、中期経営計画等もきちんと結びつけて戦略的にやっているということ、ROICなどの判断基準をしっかりと入れているということ、CFOとかCSOという形で、推進体制として責任者をしっかりと位置づけていること、取締役会が、それをしっかりと機能させるようにモニタリングしていること等、やはりどの会社もこういった仕組みを入れていくことが大事である。

特に社外取締役についてはこういった仕組みづくりを促してモニターしていくとともに、こうした仕組みに基づいて行われた経営者の決断をしっかりとサポートする役割もあるのではないかと思う。

事業ポートフォリオマネジメントの開示に関して、ポートフォリオマネジメントの仕組みや考え方等が開示されることで、投資家との関係ではエンゲージメントを促す方向に向かうとともに、企業内のカルチャーも、常に変革を求める形に変わっていくよう機能するとよいと思う。

ここで議論しているポートフォリオマネジメントとは、スピンオフや事業再編のことを指していると思うが、現在、経営環境は急速に変化しており、今まで思いもつかないような形でのプラットフォーム化でシナジーが出てくるといったこともあると思うので、そういった意味で多角化をしているのであれば、そのシナジーを説明するような形でポートフォリオ全体を説明できるようになっていくと変わっていくのではないかと思う。

【田中委員】

投資家とのエンゲージメントの中で企業側の対応の在り方について、法的には企業をどのように経営するかは取締役の経営判断であり、株主の意見をどの程度聞くかも裁量の問題なので、意見を聞いても聞かなくてもよい。義務としてはどちらでもよい。聞かなかったことで義務違反の責任追及をされることは、まずないということは確認する必要があると思う。この報告書の中で、実際には真摯な提案であれば聞くのがよい等の文言が盛り込

まれる可能性があると思うが、それはあくまでもベストプラクティスである。委員の中に法律家や法学者も入っているので、何か法的な基準を打ち出したかのように誤解されるおそれがあり、そうすると非常に萎縮効果をもつ可能性もあるので、あくまでもプラクティスの問題としての勧告であるということを明らかにすることが重要であると思う。

事務局資料38ページで企業と投資家が経営指標として何を重視しているかが記載されている。企業は規模、利益額、売上高といったものを重視している一方、投資家は資本効率を重視しているようにみえて、これは非常に象徴的な結果であると思うが、他方で、これも見せ方に留意する必要があるのではないかと思う。資本効率としてROE等が強調されると、これが当期の収益率だけを重視しているようにとられると困ると思う。当然、企業価値も将来キャッシュフローの現在価値なので、実際に見識ある投資家は、現在において利益が上げられていなくても、将来利益が上がる見込みがあれば当然肯定的に評価するし、実際に先ほど三瓶委員等がおっしゃったように重視されているのではないかと思う。このアンケート調査は、たくさんの指標を挙げて重視しているものを幾つでも挙げてくださいというような非常に簡単な聞き方をしているため、投資家はもっと洗練された評価基準をもっているが、そういう形で答えられていない可能性もあると思う。根本的に株式市場が短期志向になるのではないかという懸念が日本の経営者にはあると思う。それについては株式市場が従前に機能すれば将来の利益は、たとえ今現在、実現していなくても株価に反映されることによって投資家の利益に資するわけであり、株式市場は、そういった非常に長期的な思考ができるようなアドバンテージをもっていると思うので、その点も強調しつつ、重要なのは将来の利益ないしキャッシュフローを含めた企業価値であるというポイントが強調されればよいと思う。

【田村委員】

田中委員がご指摘されたように、法的な基準としてではないという観点で申し上げると、取締役会は株主に付託されたキャピタルのスチュワードであるというのが欧米の実務的な感覚であると思う。これはより広く言えば、社会の経営資源を付託されたスチュワードである。キャピタルのスチュワードということであれば、事業ポートフォリオの再編も含め、キャピタルアロケーションは、当然一丁目一番地の責務である。

取締役会の監督の主眼は、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とあるが、少し設問の仕方に違和感がある。個々の事業をマイクロマネージする

のはボードの役割ではないが、一方で仕組みをつくれればよいということでもない。単に事業ポートフォリオを評価する仕組みをつくるだけではなく、その仕組みに基づいて実態的判断をするところまでが取締役会のフィデューシャリーとしての責任である。

他方、大抵の日本企業においては、事業ポートフォリオ、あるいはキャピタルアロケーションの議論をする場がなかった。これは取締役が社内者ばかりであったことが一因である。ほとんどが事業部門や機能部門のヘッドでは、事業ポートフォリオやキャピタルアロケーションについて議論できるはずがない。唯一議論できそうなのはCEOとCFOであるが、実質的には多くの日本企業に欧米的な意味でのCFOはいない。CEOについても、スーパー事業部門長か事業部門連合のヘッドのような存在であることも多く、やはり事業ポートフォリオの議論をすることは難しい。こうして、今までは事業戦略があったとしても企業戦略、全社戦略というものはあまりなかった気がする。企業戦略、事業ポートフォリオの議論をするときには、やはり社外取締役が中心となるべきであろう。よく鳥の目、虫の目と言われるが、虫の目が現場であるとすれば、事業ポートフォリオについては、やはり鳥の目でなければいけない。社外取締役の役割はまさに鳥の目である。したがって、事業ポートフォリオについて実態的な議論ができる社外取締役を選任しているのかが問題となるが、多くの場合そうはなっていないし、人数という観点でも足りないと思う。社外取締役はビジネスがよく分かっていないため、エンゲージメントの場に出せないというご意見もあるが、問題はそういう人しか選んでいないことであり、要は本気で適格な社外取締役を探しているのかということである。事業ポートフォリオの議論を行うためには、取締役会の構成と実効性が非常に重要になる。欧米では、既に独立社外取締役過半数という状況になっているので、取締役会の構成と実効性がコーポレートガバナンスの実態的な議論の中心的な論点になっている。毎年、PwCが取締役会サーベイを行っているが、その中で、取締役としてのスキルの重要度を問う質問がある。2019年版の調査で「非常に重要」が89%に達したのが財務エクスペルティーズであり、これは突出して最も高い値である。これに事業の知見、業界の知見等が続くが、これらはおよそ50%前後である。つまり、株主価値、企業価値を高めるかどうか判断できない人には、経営判断はできるはずがないということである。米国では、ベストプラクティスとして取締役会のスキルマトリックスというものが広がっている。それぞれの取締役がもっているスキルを整理し、例えば株主総会における取締役選任の際にも、そういう情報を開示したりしている。CGSガイドラインにもベストプラクティスの例として、この取締役会スキルマトリックスが出てくる。せ

っかくそういったよいものを出しているのです、そこをもう少しアピールしてもよいと思う。

投資家とのエンゲージメントについて、投資家側から何を聞いたらよいかという話があるが、これに関してもすごくよいものが既に出ている。2017年12月に閣議決定された「新しい経済政策パッケージ」において、投資家と企業の対話を深めるため、投資家と企業の対話の焦点となるべき事項が列挙してある。その最初の項目として、「経営環境の変化に応じた事業からの撤退・売却を含む、事業ポートフォリオの機動的な組替え等の果断な経営判断（その際、例えば、事業ポートフォリオの見直しに関する方針や実効的な見直しプロセスの確立及びその説明を促進）」と記載されている。これを具体化したものが、2018年6月に策定された「投資家と企業の対話ガイドライン」であるが、その第1項にもこの内容が盛り込まれている。したがって、投資家はこれをしっかり聞けばよいのではないかと思っている。具体的には、まず、事業ポートフォリオの見直しをきちんとやっているかについて聞く。会社側からやっていると回答があれば、どこでやっているのか、取締役会は関与しているのか、関与しているのであれば取締役の構成はどうなっているのか等について聞いていき、本当に実効的なポートフォリオの見直しができているのかを確認していくということだと思う。

企業側の対応の在り方について、多角化企業に「もっとフォーカスすべきである」というと、企業側は必ずシナジーがあると反論をするが、シナジーはあるに決まっており、問題は、多角化によるシナジーには大きなコストが伴っているということである。要はフォーカスが弱まることによって、その事業だけではなく他の事業まで経営資源、具体的には経営者の全身全霊のキャパシティの投入が減ってしまっている。これは目にみえにくいが、数字でいえば間接費の増大、ROICの低下、あるいは成長性の低下というところに表れてくる。直接紐付いていないため見落としがちだが、このコストは非常に大きく、なんらかのシナジーがあるというだけでは、フォーカスしないことの十分な理由にはならない。例えばeBayがPayPalをスピンオフした際、最初はアクティビストによる分離提案に対して、シナジーがあることを理由に拒否して、結局アクティビストも諦めたが、その後もう一度取締役会でじっくり検討した結果、やはりフォーカスすべきだという結論に達し、自発的にスピンオフを行ったわけである。その際、記者がCEOに「シナジーがあるからといって提案を断っていたのではないか」と聞いたところ、CEOは「シナジーは事業提携契約等でも十分カバーできる、それよりもフォーカスの価値が大きい」と答えた。

最後に株主提案を受けた場合の対応の在り方について、これは株主提案を受けてからや

る話ではなく、株主提案を受けたつもりでプロアクティブに普段からやっておくべきことだと思う。小林委員のご説明にあったポートフォリオ業務のための取締役会を年1回開催するという取組は非常に素晴らしいと思う。要は言われてからやるのではなく、普段から自分でやるものであり、継続的な戦略的レビューを行うことが重要である。

【武井委員】

一点目ですが、組織論にかかわる話についても触れた方が良い。昨年策定されたグループガバナンスガイドラインに記載されており、企業の方々を中心に相当参考にされている。指針で組織論についても触れると企業の方々にもより活用されうるのではないかと思う。

二点目ですが、法的に監督の言葉の意味は非常に多義的である。事業ラインでの監督については経営者の方にもなじみがあり、上意下達、指揮命令関係を指す。こういった上司、部下のような監督の究極が社外役員も含んだ会議体からの監督である。そして、その中間に持株会社による事業会社に対する監督があり、論点は「監督」というときにこの3層の監督のいずれに近いのか。たとえば他の会社で経営出身者をされていた社外役員のかたが指揮命令関係のときにやっていた監督を取締役会で実施しようとする、何でもかんでも全部自分が知らないという意見もいえないという状況になるのはそれでよくない。あと、純粋持株会社の取締役会は監督する会社の監督機関になり、二重の監督となっていてその中で役割分担もある。このように、監督という言葉は非常に多義的なので、実務現場の感覚に即して何をどこまでするかある程度分かりやすく記載したほうがよい。そういった視点をもって、本日の貴重な議論について整理していただくと企業の方々にも腹落ちしやすいと思う。

三点目、ポートフォリオを組むというときに、自分でやる、他に売る、それらの中間で他と組む等、様々な方法が考えられる。ぜひ株対価M&Aの法制度整備も行っていただきたい。

以上

お問合せ先
経済産業政策局 産業組織課
電話：03-3501-6521
FAX：03-3501-6046