

第 4 回研究会における発言による提言とその補足（下記 1、4、5）  
および追加的に提言する点（下記 2、3）

東京工業大学 井上光太郎

以下、項目および頁は第 4 回研究会資料「議論の整理」参照

1. 1-1 P2

事業の切り出しの定義：事業切出しに加え、子会社売却が対象となることを明記してはどうか。特に上場子会社が事業ポートフォリオの検討の対象となることを明記した方が良い。

2. 1-3 P5

今回の指針の位置づけは記載の通りが良いが、事業ポートフォリオの中で業界再編の可能性の検討は当然行うべきことであることはここに記載しておくべき。これは日本企業の低収益性の議論では特に重要な点であり、議論から除外すべきではない。

3. 2-2 P6

定期的レビューの意義について明確化が必要。

過去、世界の M&A は規制緩和、大きな技術発展、海外の競争により影響の受ける産業で短期間に大きく増加する傾向が確認できる。これは経済学者の R・コースが指摘するように経営環境により会社の取引コストが変動し、最適な事業範囲が変動することに機動的に対応していることを示す。したがって、

- ・ 事業環境の大きな変動の中で、自社の経営資源や産業内の位置づけに基づく最適な事業範囲は急激に変動する可能性があり、その変動に対する迅速な対応を実現するために実質的かつ定期的レビューが重要である。

4. 2-2 P10

資本収益性＝資本コストの表現は、「資本収益性」の意味が様々に取られて曖昧になることを懸念。

資本コストは経営者が自主的に決めるものでなく、株式市場の均衡の中で決定される（リスクプレミアムは市場の取引の中で均衡値として決定される）。したがって、株式市場の取引結果の均衡値として決定される資本コストであることを明記すべき。この点は、その 4-1 の投資家との対話（エンゲージメント）において、投資家と経営者が共通言語で対話し相互理解を深めるという点で重要である。

ROE、ROIC 等の指標との比較、または長期的成長性を考慮した事業の経済付加価値を確認する上でも事業セグメントごとの資本コストが不可欠な情報であり、事業ポー

トフォリオの客観的検討につながる点から、以下のような記述が必要ではないか。

- ・ 資本コストは株式市場における均衡値として算出されるが、事業セグメントごとのリスクの違いに伴い資本コストは異なることが自然であり、外部専門家の意見なども取り入れながらその客観的把握を行うことは、最適な事業ポートフォリオの検討を行う上で重要である。
- ・ 事業ポートフォリオ検討の基本情報として、事業セグメントごとの資本コストを算定し、その上で事業ポートフォリオの長期的視野に立った経済付加価値を取締役会において共有、議論することが重要である。
- ・ 自社で使用する事業セグメントごとの資本コストの開示は、投資家との建設的対話を実現する上で重要な情報であることを踏まえ、積極的な自発的開示も検討することが望ましい。

#### 5. 4-1 P15 および 4-3 P18

- ・ 経営者と投資家の事業ポートフォリオ戦略に関する建設的エンゲージメントの開示は、経営者の株主との対話姿勢のシグナルとなり、株価上昇を通して企業（経営者）と投資家の両社の利益に通じるものである。したがって、企業と機関投資家の相互の合意に基づくエンゲージメントの積極的開示が望ましい。また、投資家との建設的エンゲージメントの開示は、株価へのポジティブな効果の他に、企業と投資家にとってそれぞれ下記のメリットがある。
- ・ 企業にとっては、年金基金やパッシブファンドなど長期機関投資家との事業ポートフォリオ戦略に関する建設的エンゲージメント内容の開示は、一部投資家の濫用的行動（長期的株主価値を毀損する行動）への事前の予防措置または事後の対抗措置になる。
- ・ 機関投資家にとっては、事業ポートフォリオ戦略に関する建設的エンゲージメント内容の開示はスチュワードシップコードへの積極的対応である共に、アセットマネージャー（運用受託機関）が支出するエンゲージメントコストの経済合理性をアセットオーナー（運用委託機関）に対して示す有効な手段となる。

以上