

第1回事業再編研究会

(事務局説明資料)

2020年1月31日

經濟部

目次

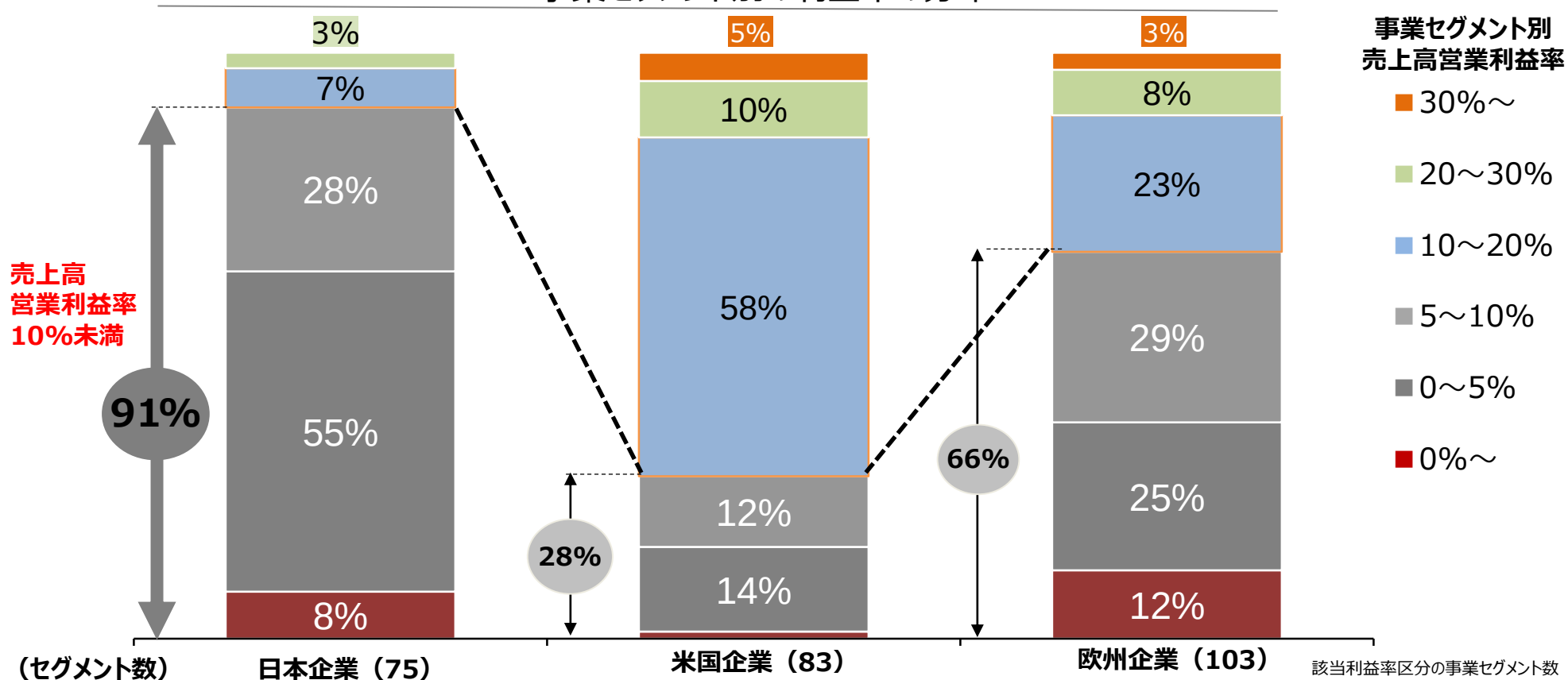
1	事業再編に係る現状と課題	2
2	国内外の取組事例	26
3	これまでの取組	40
4	本研究会の検討の方向性	47
5	参考資料	59

1.事業再編に係る現状と課題 (データ分析の結果)

日本企業の低収益性の要因

- 主な多角化企業における低収益セグメント（※）の割合を比較すると、米国企業が3割、欧州企業が7割であるのに対して、日本企業では9割に上る。※売上高営業利益率（ROS）10%未満のセグメント。
- こうした現状について、日本企業は低収益セグメントを抱え込む傾向があり、そのことが全体の収益性が低い一因になっているという指摘あり。

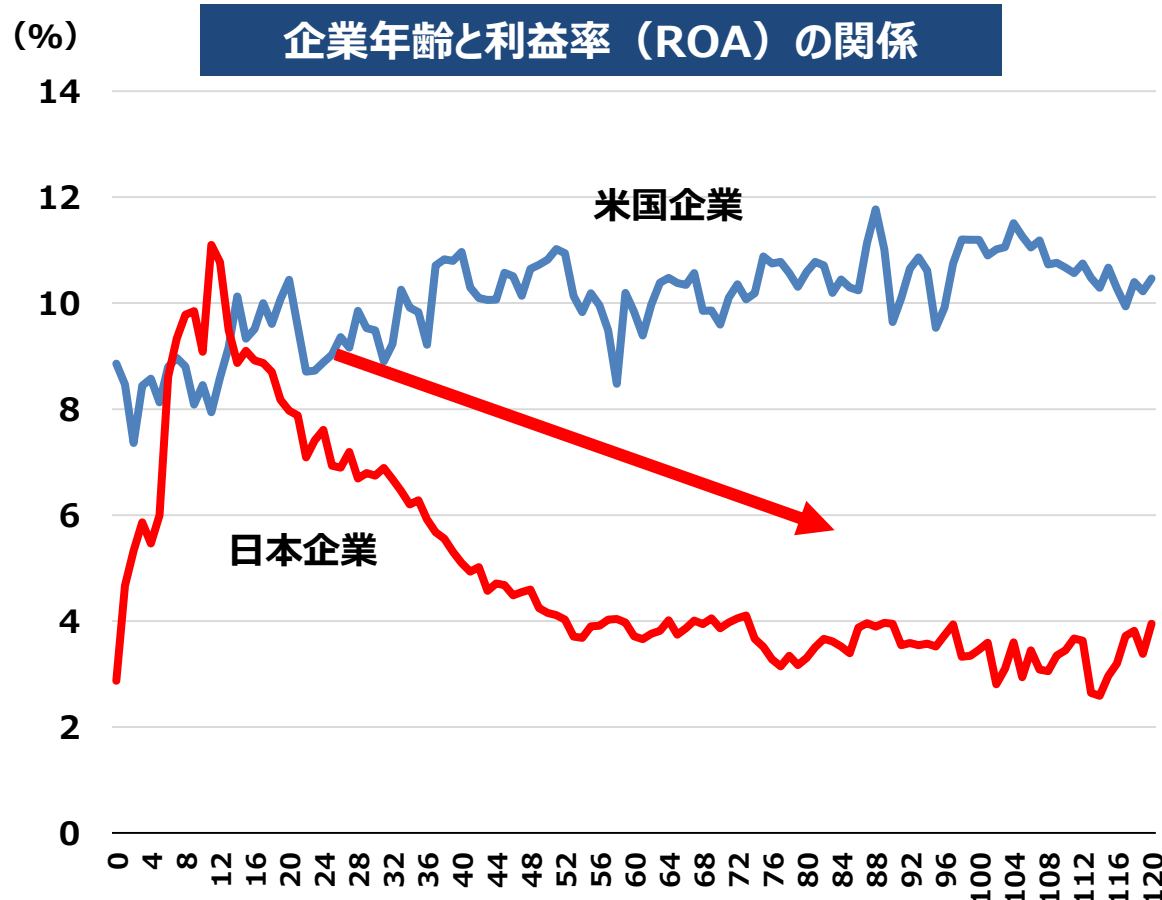
事業セグメント別の利益率の分布



出典：Bloombergデータベースを元に、デロイト トーマツ コンサルティング作成した資料を経済産業省にて加工。事業セグメント別売上高・営業利益の両方を、06-13年度の8期連続で調査対象企業の全事業セグメント総数取得可能な世界連結売上TOP500の中から、各国別多角化度（ハーフィンダール指数）上位50%、海外売上高比率20%以上の企業を対象に分析。

（参考）日本企業は企業年齢が古いと利益率が低下

- 米国企業は、企業年齢にかかわらず、利益率（ROA）は一定水準を維持。
- これに対し、日本企業は、約10年でピークを迎え、その後は企業年齢が古くなるほど、利益率（ROA）が低下。既存企業の構造改革に課題があるとの指摘あり。



実証研究に基づく指摘のポイント

- ROAを収益性と効率性に分解すると、日本企業は加齢とともに収益性が低下する一方、米国企業は低下しない。
 - 米国企業は高収益性を求める株主からの圧力にさらされていることが大胆な事業転換にもつながっている。
 - 日本企業は「長期的な視点」という名のもとに、**大胆な事業転換への重要な意思決定を後回しにしてきた可能性**。
 - 日本では経営資源（特にコア人材）の流動性が低いため、イノベーションも既存企業の社内に閉じ込められ、破壊的なイノベーションが起きにくかった。
 - スピンアウトは、既存の組織では追求できなかったビジネスチャンス求めて飛び立つ「野生化するイノベーション」の典型。
- （2019年、早稲田大学商学学術院教授 清水洋「野生化するイノベーション」）

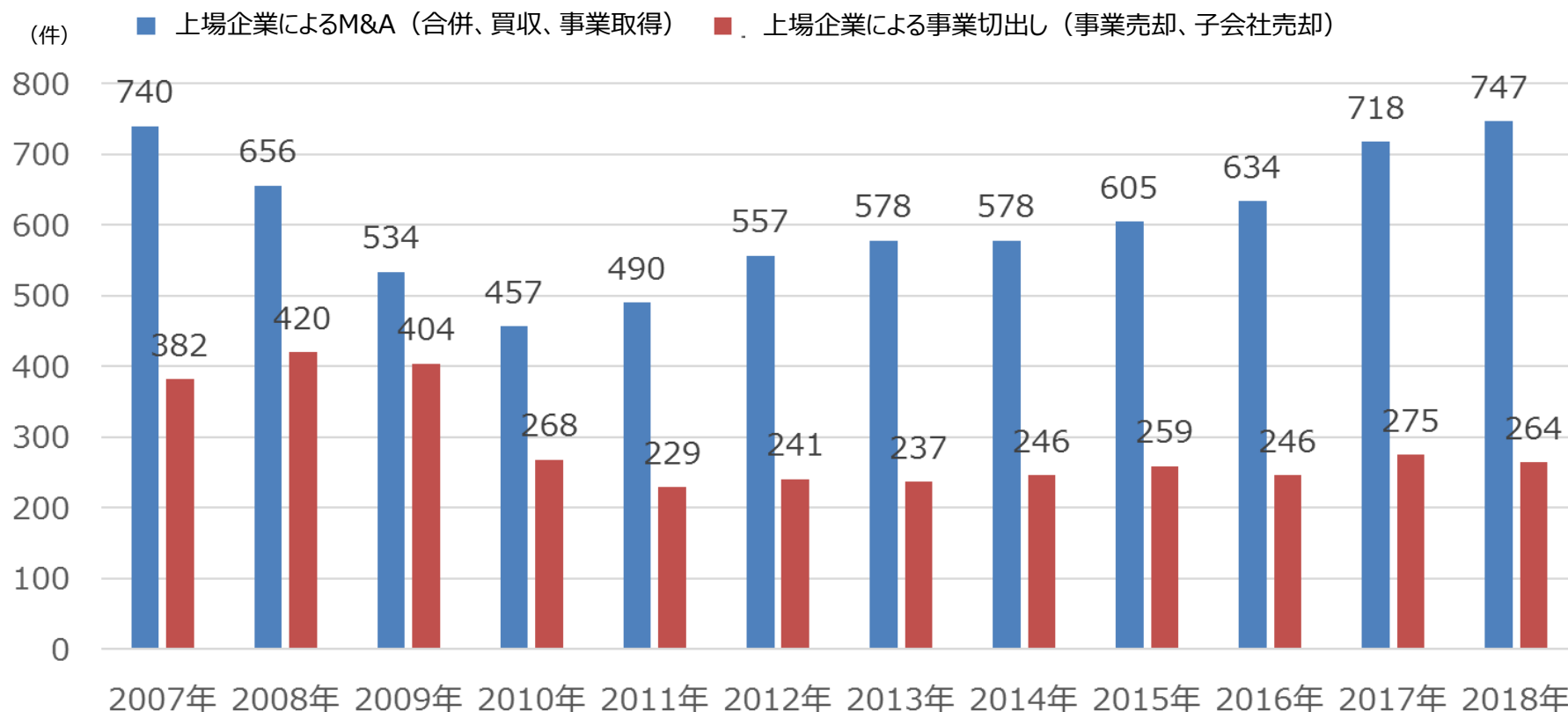
（注） 1978年－2015年までの上場企業（金融・保険・不動産業を除く。）のROA（総資本利益率：利益は営業利益）を集計したもの。

（出典） YAMAGUCHI, NITTA, HARA, SHIMIZU (2018) 「Staying Young at Heart or Wisdom of Age: Longitudinal Analysis of Age and Performance in US and Japanese Firms」

国内上場企業における事業再編の動向

- 国内上場企業によるM&A（合併、買収、事業取得）は近年増加傾向。
- これに対し、事業の切出し（事業売却、子会社の売却）は、2008年の420件をピークに、その後減少し、ここ数年は250件前後で推移しており、「買い」と「売り」でアンバランスな状態。

国内上場企業の事業再編（クロスボーダーを含む）の類型別の推移



(注) 公表日ベース。

日本企業とは日本資本が原則として50%超の法人をいう（レコフデータベースより）。

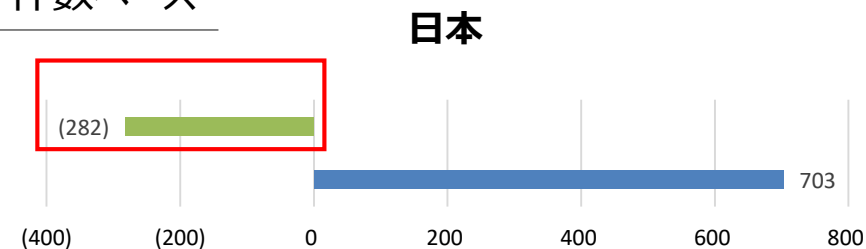
(出典) レコフデータベースより経済産業省が作成。

クロスボーダーM&Aの国際比較（2018年）

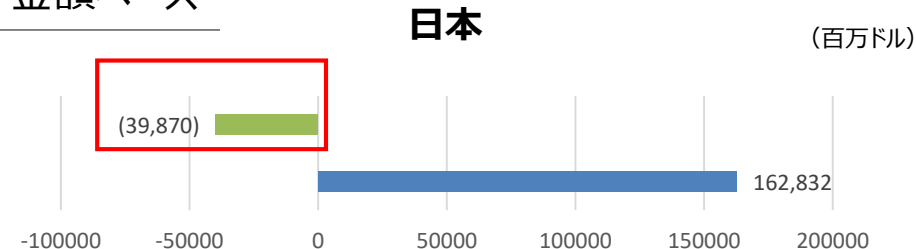
- 欧米では、インバウンド取引とアウトバウンド取引がほぼ均衡しているのに対し、日本は、アウトバウンド取引に比べ、インバウンド取引が件数、金額ともに小さく、「買い」に偏重する傾向。

■ インバウンド取引（外国企業が国内企業を買収） ■ アウトバウンド取引（国内企業が外国企業を買収）

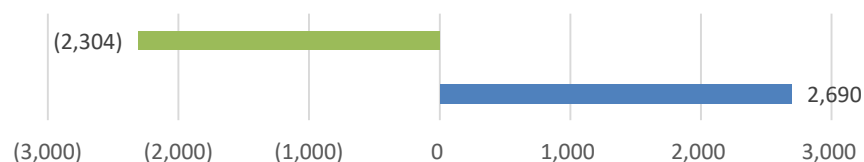
件数ベース



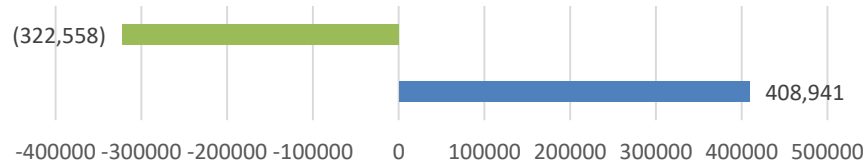
金額ベース



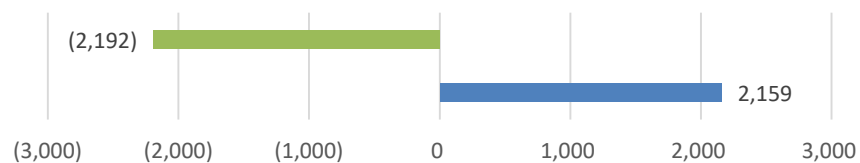
米国



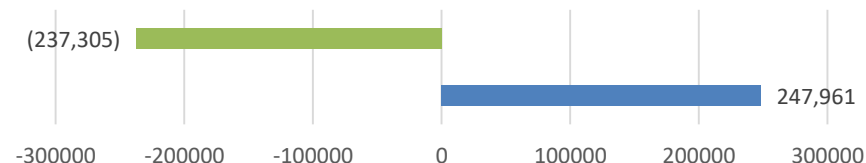
米国



欧州（英・独・仏）



欧州（英・独・仏）



(注) 公表日ベース。

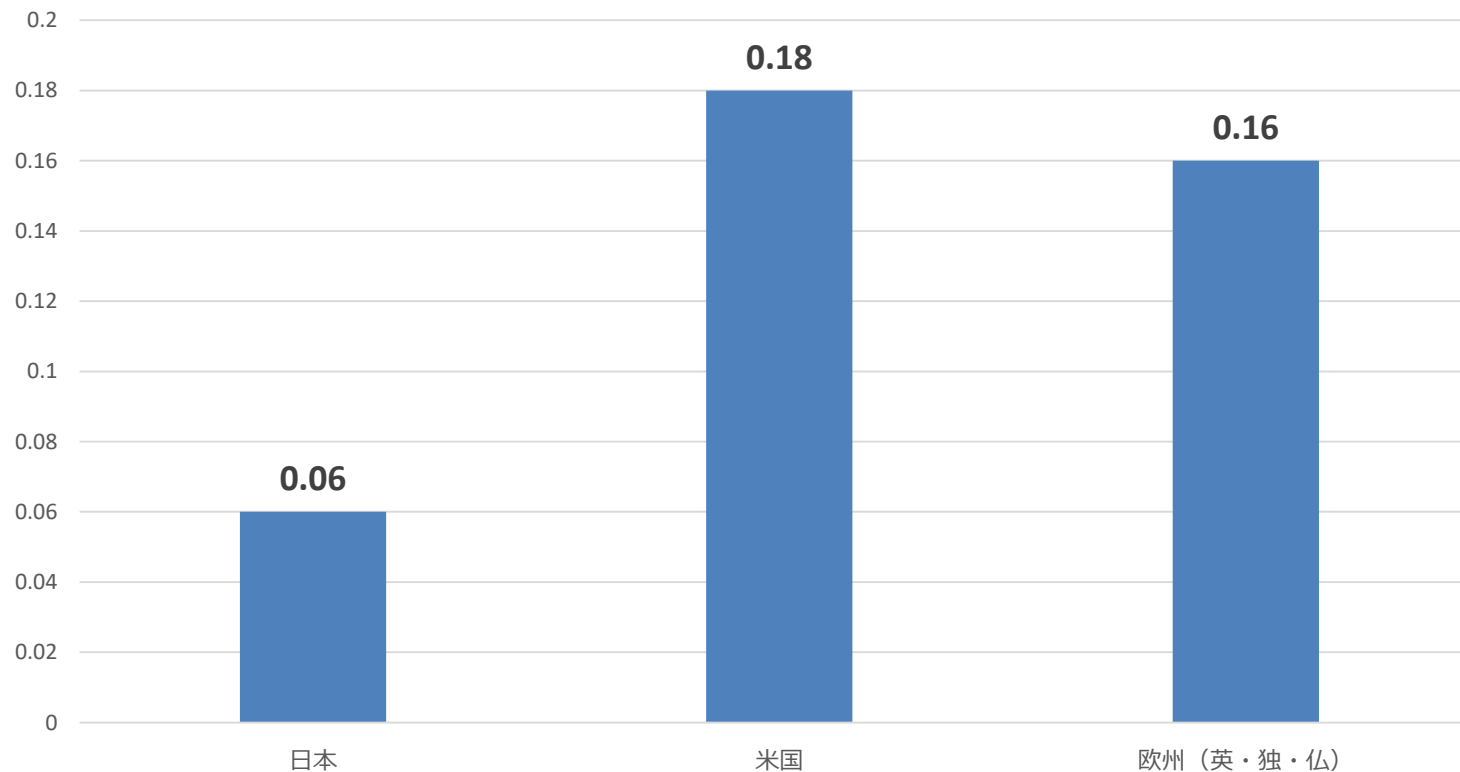
(出典) リフィニティブデータベースをもとに経済産業省作成。

上場企業1社あたりの事業切出し件数（2018年）

- 欧米と比較すると、日本の上場企業1社あたりの「事業切出し」の件数は低水準。

日欧米の事業切出し件数（上場企業1社あたり）

（件）



（注）公表日ベース。

日欧米は本社所在地により分類。

事業切出し：上場企業による子会社及び事業の売却、スピンオフ、スプリットオフの件数を集計。

（出典）リフィニティブデータベースより経済産業省が作成。

「コングロマリットディスカウント」について

- コングロマリットディスカウントとは、複数の産業分野で活動する企業（多角化企業）が同じ産業で活動する専門企業に比べて市場から低く評価される傾向を指しており、多角化により企業価値の低下が生じていることを示唆するもの。
- この傾向は、コーポレートファイナンス分野の多くの研究において繰り返し確認されている。
※Berger and Ofek(1995), Lang and Stulz(1994)が最初に見出した。
- **多角化の経済合理性は、いわゆるシナジー**（複数の事業を同じ企業の中に束ねることで、それら事業が独立に活動した時に生み出す価値よりも大きな価値を、企業全体が生み出すこと）にあるが、コングロマリットディスカウントは、**実際にはシナジーが本来期待されるプラスの発揮ではなく、マイナスに働きがち**であることを示唆している。
- こうした現象を踏まえれば、「選択と集中（事業分野の絞り込み）」により企業価値を高めることができる」とされ、日本でも1990年代末から事業再編の増加の中でその必要性が叫ばれてきた。

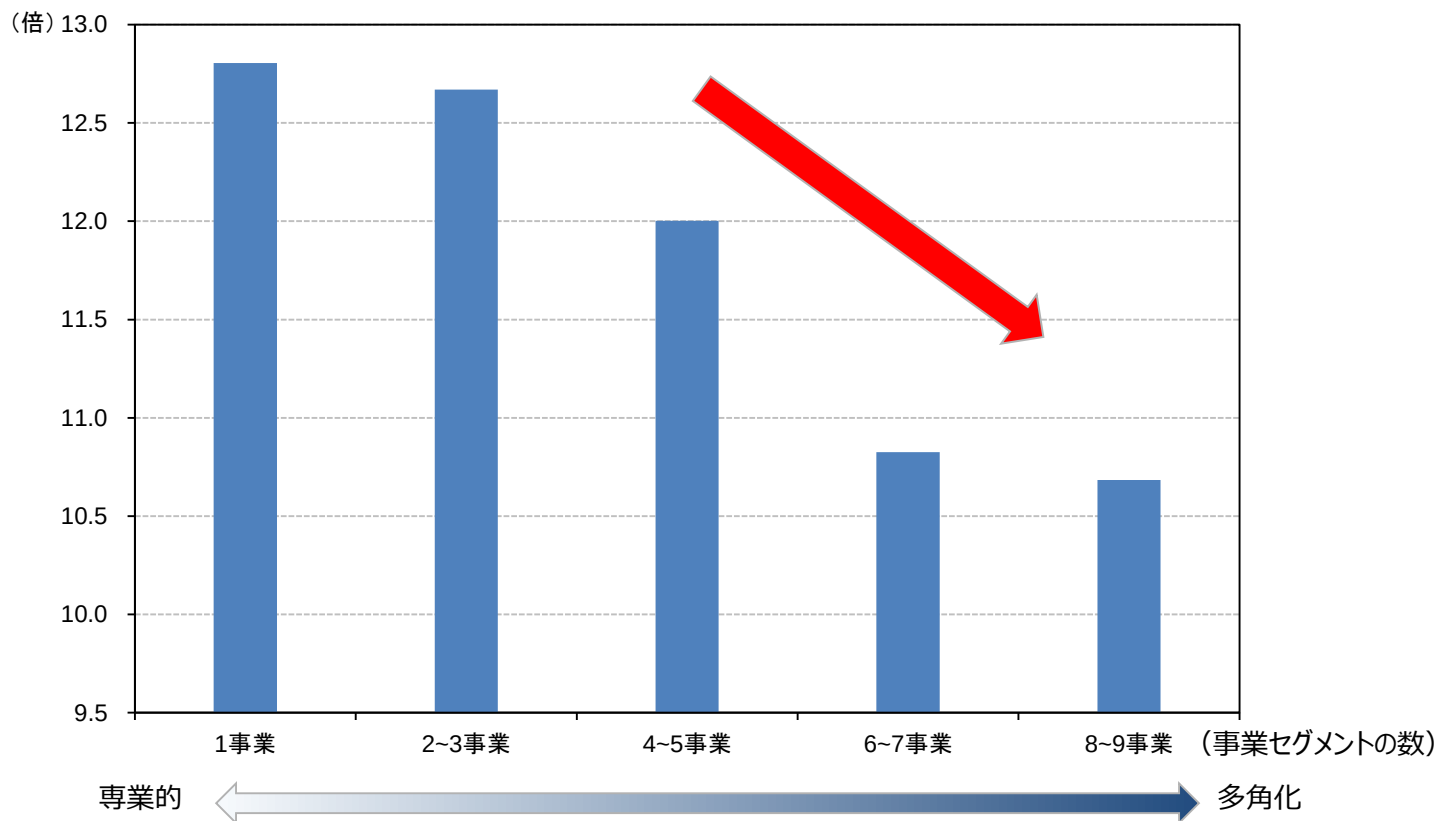
「グループ・ガバナンス・システムに関する実務指針」より抜粋

- （中略）①財務的シナジーの創出に関しては、**当該グループ内部情報へのアクセスやその経営・事業に精通しているなどの点**において、一般の投資家よりも優位性が存在することに加え、②**事業的シナジーの創出**に関しては、一般投資家にはない企業の多角化経営固有のメリットと考えられる。
- なお、**投資家は、一般的に専門型あるいは単純なポートフォリオを志向する傾向がある**と言われており、アクティビスト活動が活発になる中、こうした投資家の見方に対して多角化経営の意義を説明するためにも、こうしたシナジー創出の機能を高めていくことが重要であるとの指摘がある。

事業セグメント数とPER（株価収益率）の関係

- 東証1部の主要企業では、事業セグメントの数が多いほどPER（株価収益率）が低くなる傾向。
- 「不採算事業を切り離し、中核事業に経営資源を集中することが企業価値向上につながる」との指摘あり。※SMBC日興証券チーフ株式ストラテジスト。

事業セグメント数ごとの平均PER（12ヵ月先予想）



（注）対象はTOPIX1000、予想はQUICK コンセンサス（無い場合は東洋経済予想）。

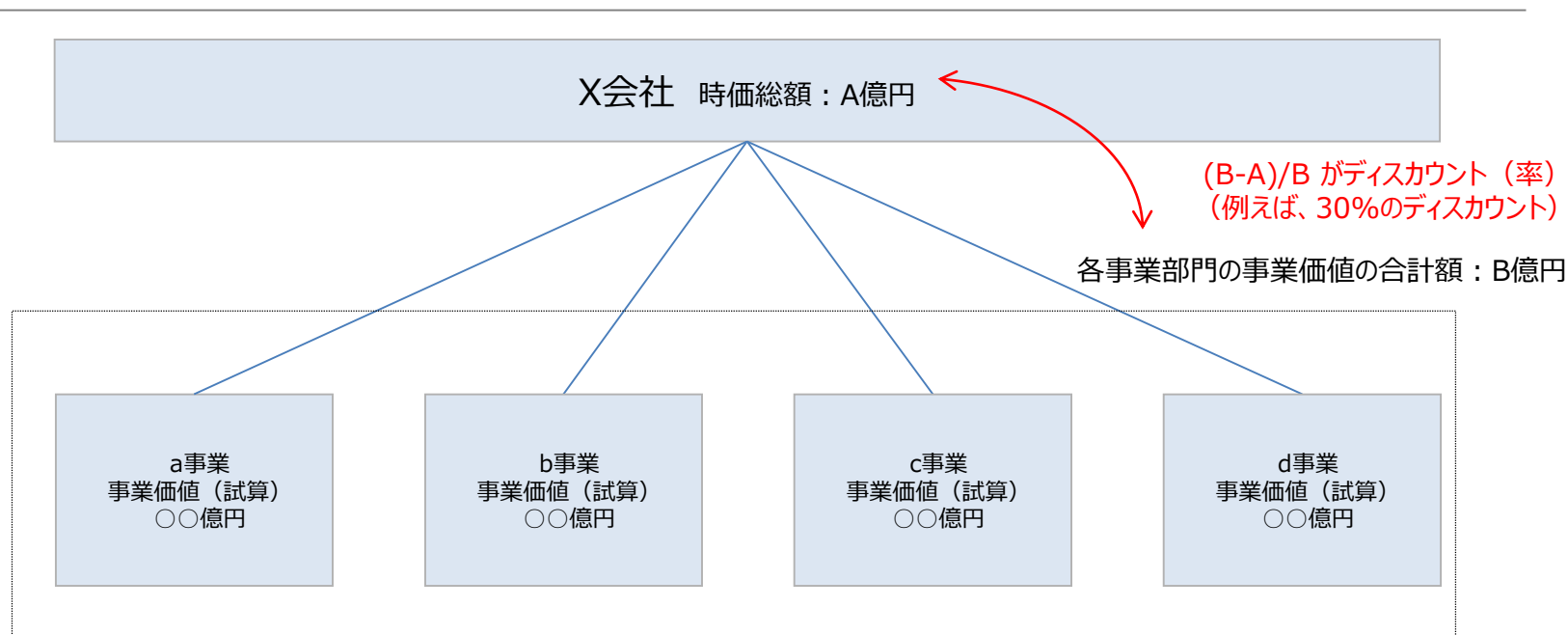
PER：株価/1株当たり当期純利益

（出所）S M B C日興証券作成。

コングロマリットディスカウントの試算イメージ

- 多角化企業については、各事業部門の事業価値の合計額と、親会社（HD等）株式の時価総額との差分がコングロマリットディスカウントに相当。
- いくつかのサンプルで試算したところ、日本の多角化企業は、資本市場において一定程度ディスカウントされていることが示唆。
- ディスカウントの要因としては、一般に、「経営の質」の問題と、投資家からみた事業構造のわかりにくさの問題があると言われている。

試算イメージ（例）



（注）各事業部門の事業価値は、例えば、各事業部門のEBITDAに業種全体のEV/EBITDA倍率の平均を乗じたもの。
実際の試算においては、各事業部門の事業価値の合計額から純負債額を控除したものと親会社株式の時価総額を比較している。

1.事業再編に係る現状と課題 （企業アンケートの結果）

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、企業の取組状況を把握する。
- 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。

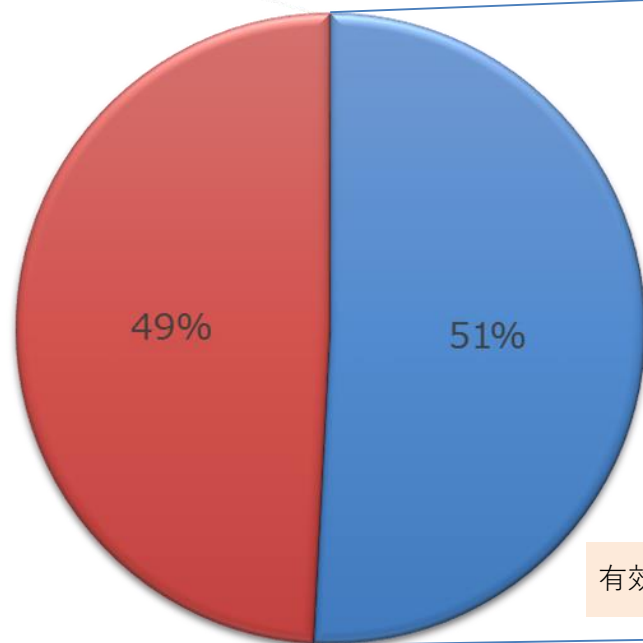
調査の概要

	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～2019年12月27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	・ 784社（回収率29.8%） ※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り、今後、回答数は増加する見込み	・ 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

事業ポートフォリオ戦略・方針の公表（2019年度アンケート調査速報ベース）

- 事業ポートフォリオ戦略・方針について公表している企業が半数。
- 公表の媒体としては、中期経営計画資料(66%)や決算説明会資料(64%)が多く、有価証券報告書やウェブサイトで公開する企業も半数程度を占めた。

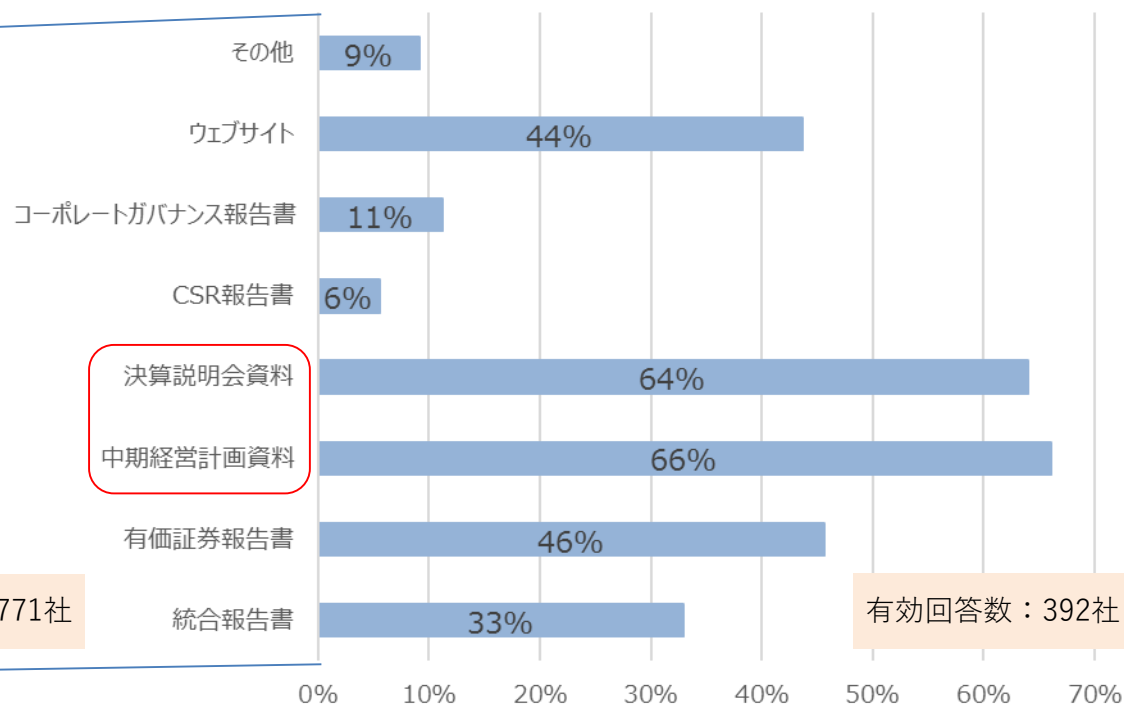
問40．貴社の事業ポートフォリオ戦略や方針に関する公表の有無について、お答えください。（1つ選択）



有効回答数：771社

■ 公表している ■ 公表していない

問41．事業ポートフォリオ戦略や方針を公表している場合、公表形態について、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）

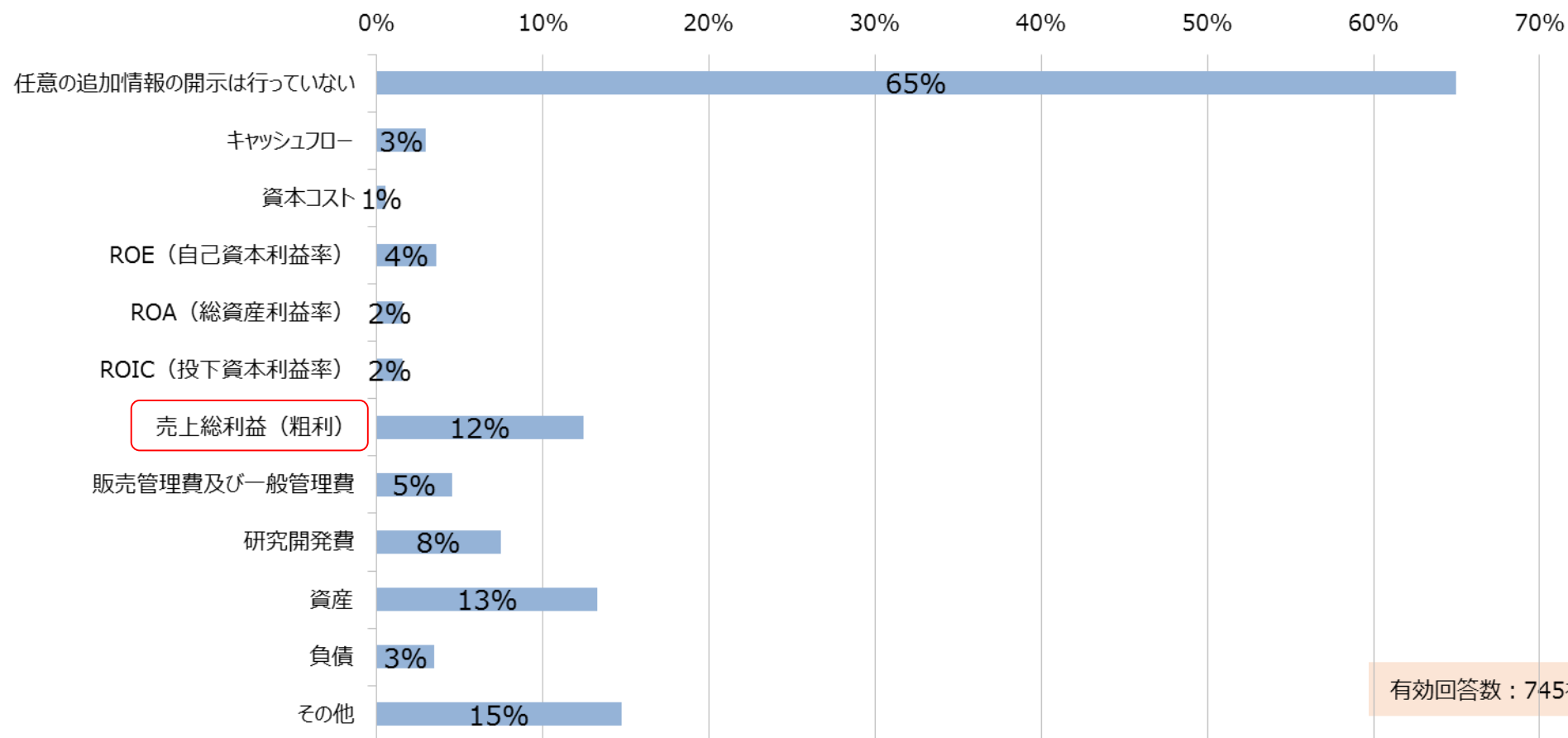


有効回答数：392社

事業セグメント情報の開示（2019年度アンケート調査速報ベース）

- 事業セグメント情報の任意開示(※)を実施している企業では、売上総利益などの開示を行う企業が比較的多い。※有価証券報告書における記載事項とは別途、任意で開示するものを想定。

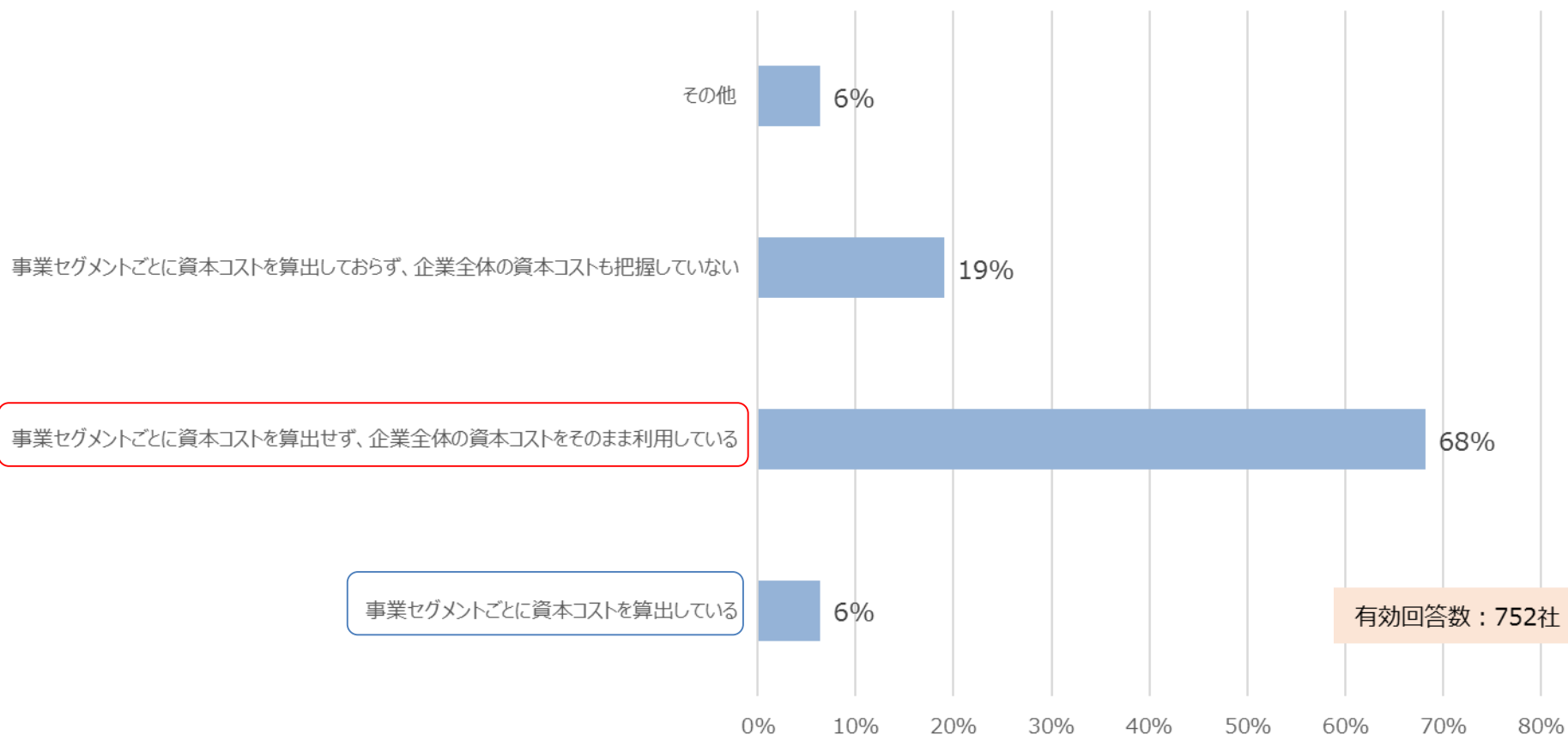
問4 2. 事業セグメントごとの情報に関する任意による追加開示について、その内容をお答えください。（複数選択可。「その他」の場合は、下記コメント欄に具体的に記入してください）



事業セグメントごとの資本コストの算出状況（2019年度アンケート調査速報ベース）

- 事業セグメントごとに資本コストを算出している企業は6%にとどまり、企業全体の資本コストをそのまま活用している企業が7割を占めた。
- なお、企業全体の資本コストも把握していない企業も2割。

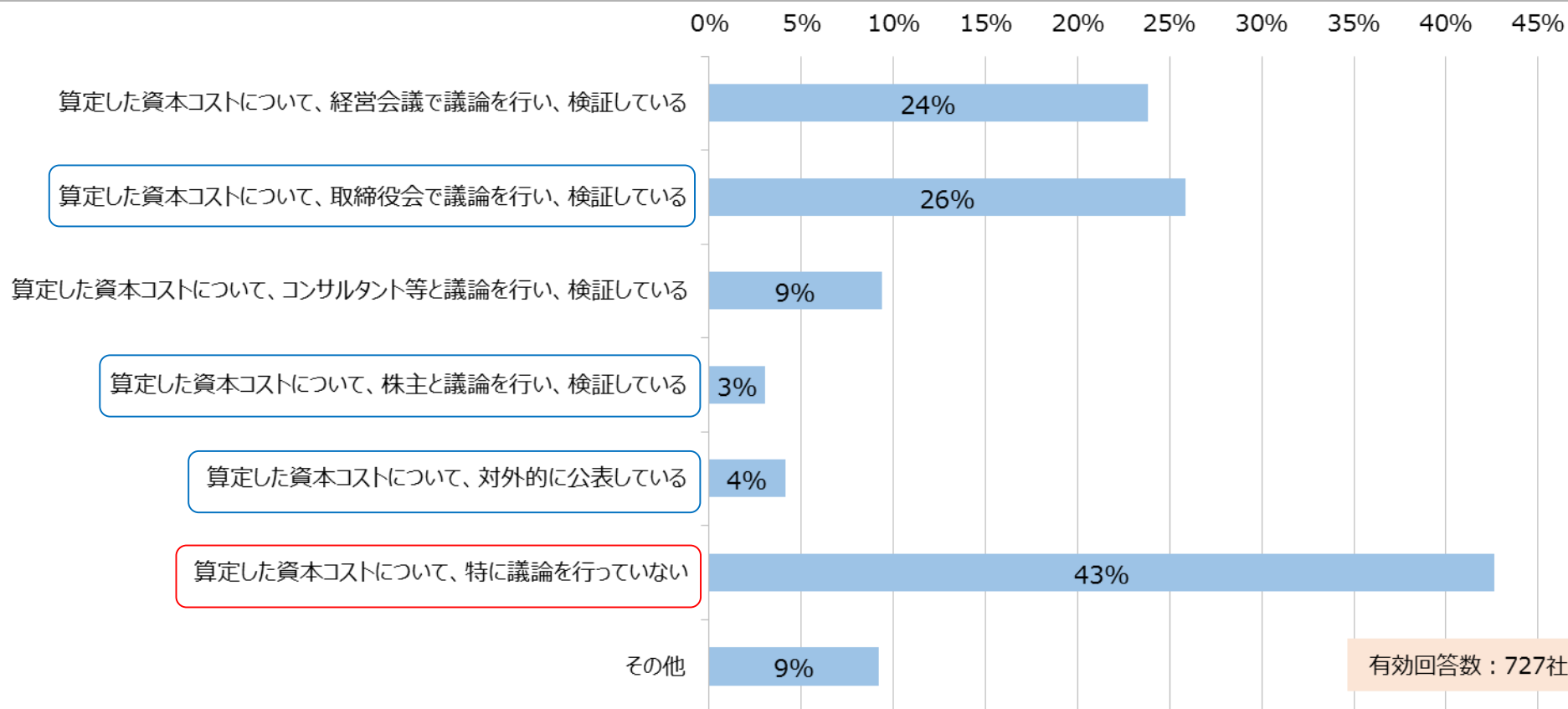
問45-1. 貴社の事業セグメントごとの資本コストの算出状況について、お答えください。（1つ選択。「その他」の場合は、下記コメント欄に具体的に記入してください）



資本コストの検証状況（2019年度アンケート調査速報ベース）

- 算定した資本コストについて、「取締役会で議論を行い、検証している」企業が26%、「特に議論を行っていない」企業が43%を占めた。
- 他方、「株主と議論を行い、検証している」企業は3%、「対外的に公表している」企業は4%にとどまった。

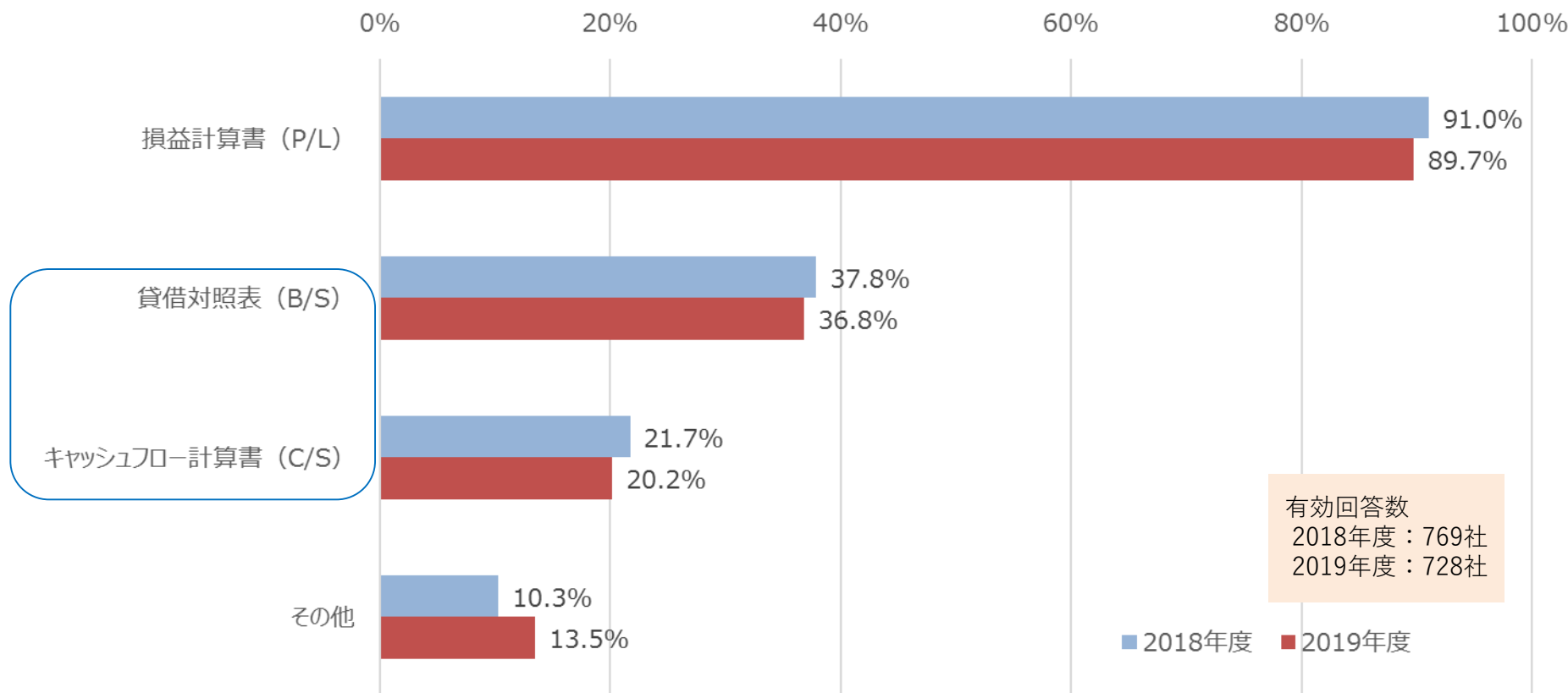
問47. 資本コストの検証方法等について、お答えください。（複数選択可。「その他」の場合は、下記コメント欄に具体的に記入してください）



事業部門・セグメントごとに整備しているデータ（2019年度アンケート調査速報ベース）

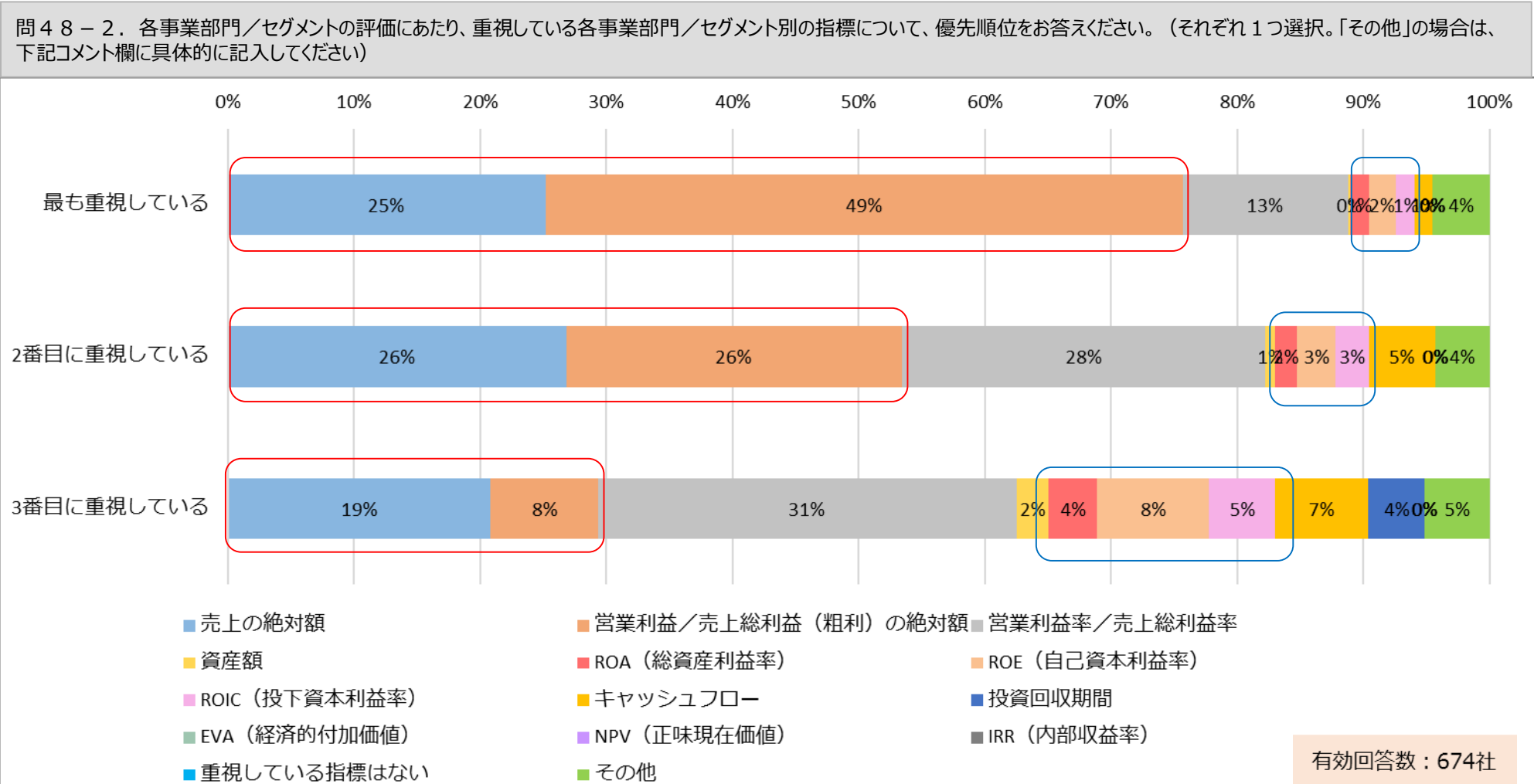
- 事業部門・セグメントごとの財務データの整備については、昨年とほぼ同様の状況。
- 損益計算書を作成する企業は90%に上る一方、貸借対照表、キャッシュフロー計算書まで整備している企業はそれぞれ37%、20%にとどまっている。

問48-1. 事業部門／セグメントごとに整備しているデータをお答えください。（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）



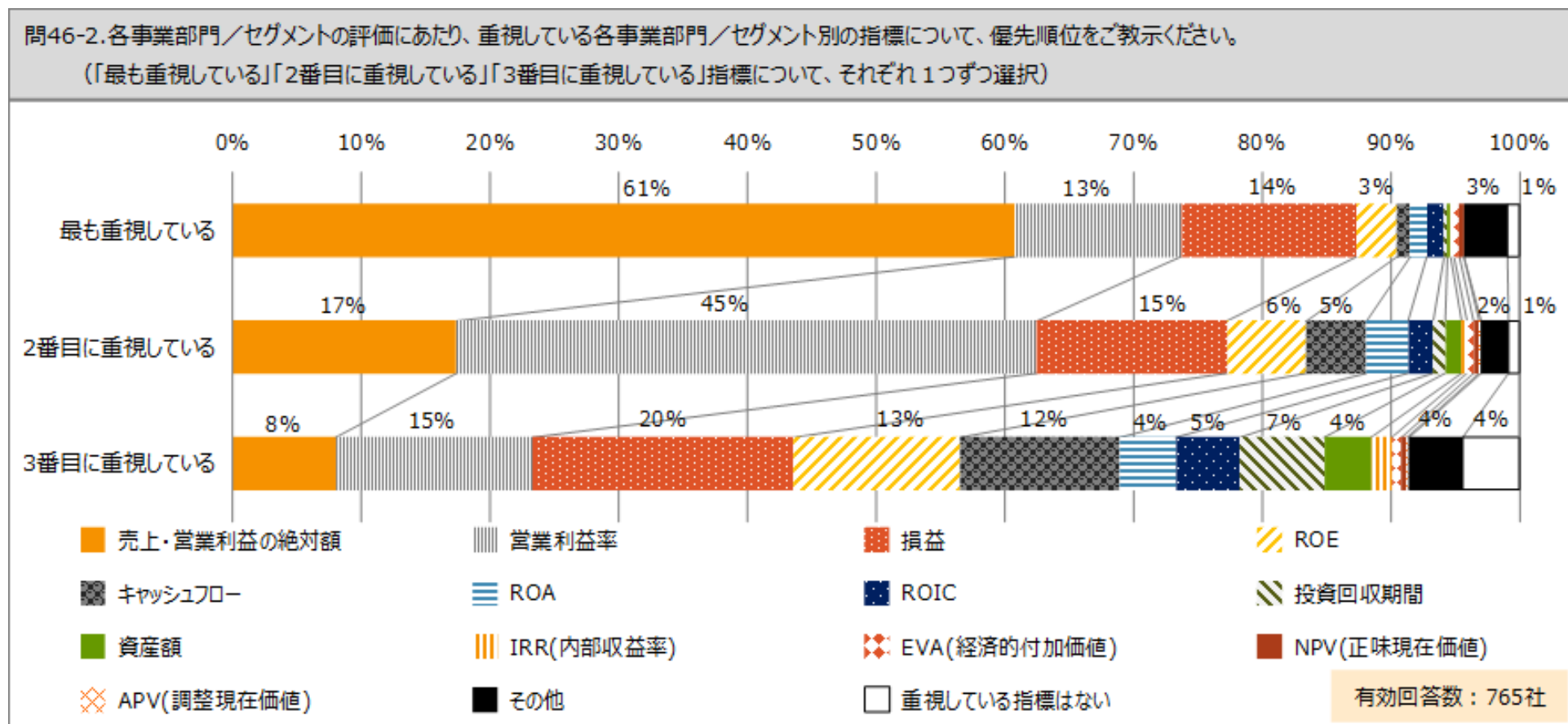
事業ポートフォリオ評価に関する経営指標（2019年度アンケート調査速報ベース）

● 「売上の絶対額」、「営業利益/売上総利益の絶対額」、「営業利益率」を重視する企業が大半を占める一方、資本効率性に関する指標(ROA等)を重視する企業は少数にとどまっている。



(参考) 事業ポートフォリオ評価に関する経営指標 (2018年度調査)

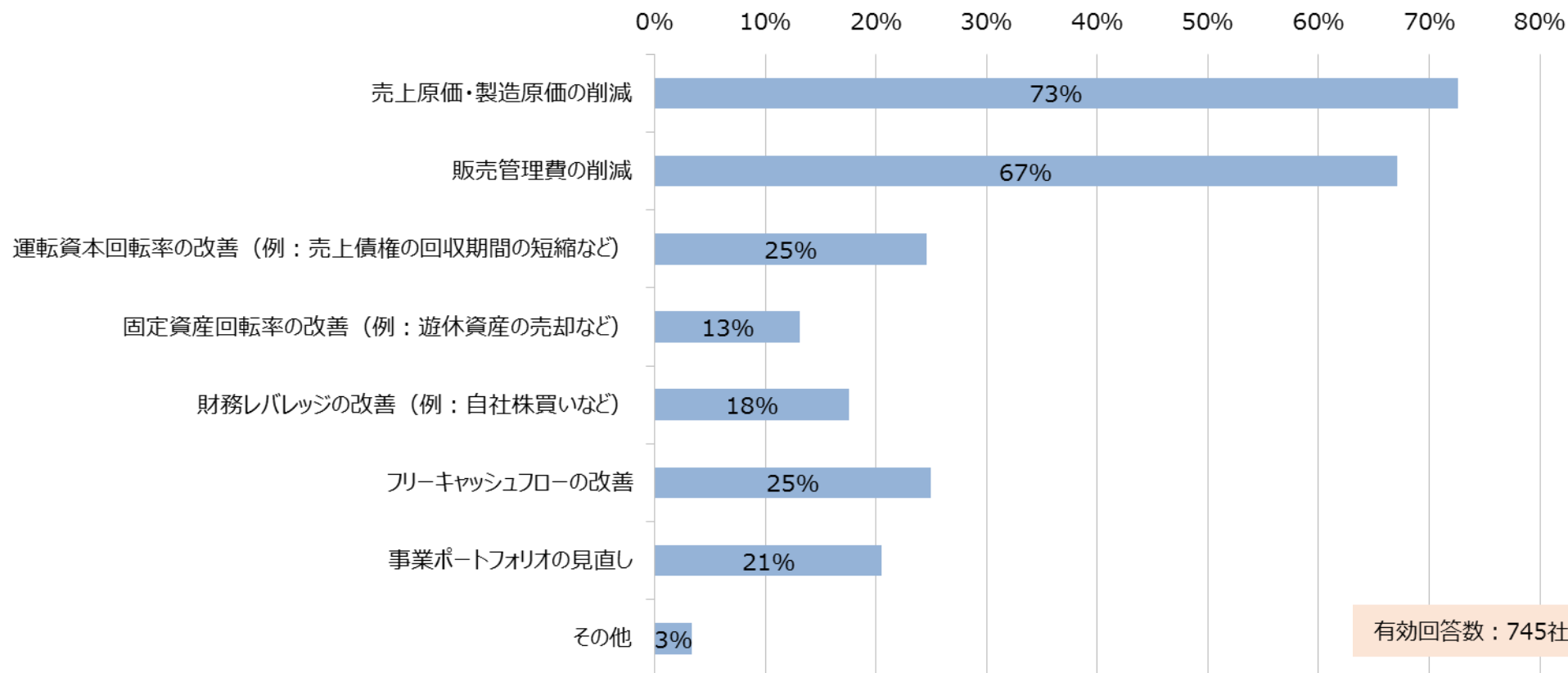
- 事業ポートフォリオ評価において重視している指標については、「売上・営業利益の絶対額」「営業利益率」「損益」を重視している企業が大半を占め、セグメントごとの資本コストを勘案した「ROE」「ROA」「ROIC」を重視している企業は少数にとどまっている。



資本効率性の向上に向けた取組（2019年度アンケート調査速報ベース）

- 資本効率性の向上に向けた取組として、「売上原価・製造原価の削減」や「販売管理費の削減」等コスト削減を挙げる企業が大半を占めたのに対し、「事業ポートフォリオの見直し」を挙げる企業は2割にとどまった。

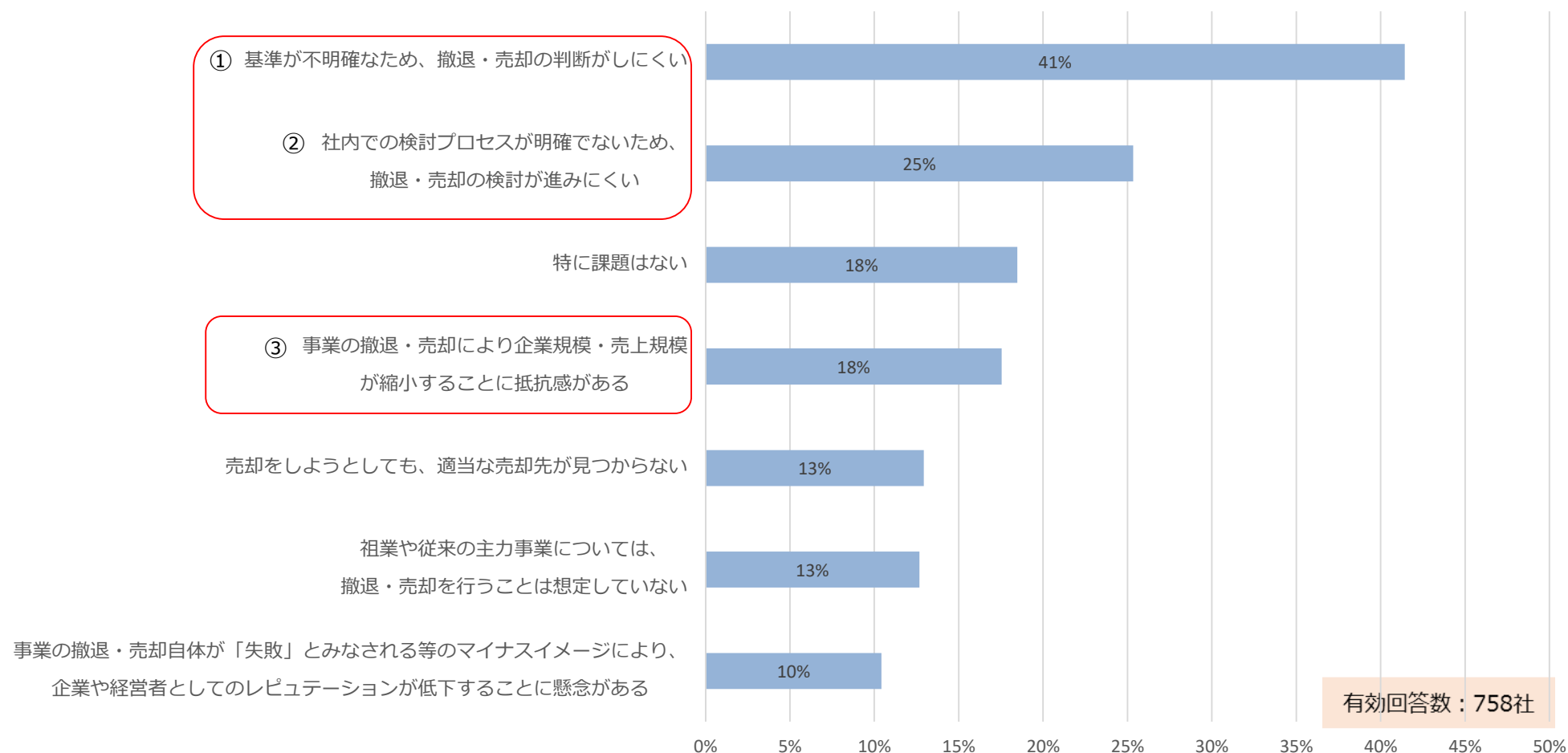
問49. 資本効率性の向上に向けて優先度の高い取組について、お答えください。（主なものを3つまで選択可。「その他」の場合は、下記コメント欄に具体的に記入してください）



事業撤退・売却を行う際の課題（2019年度アンケート調査速報ベース）（1/2）

- 事業撤退・売却を行う際の課題としては、主に下記①、②、③を挙げる企業が多かった。

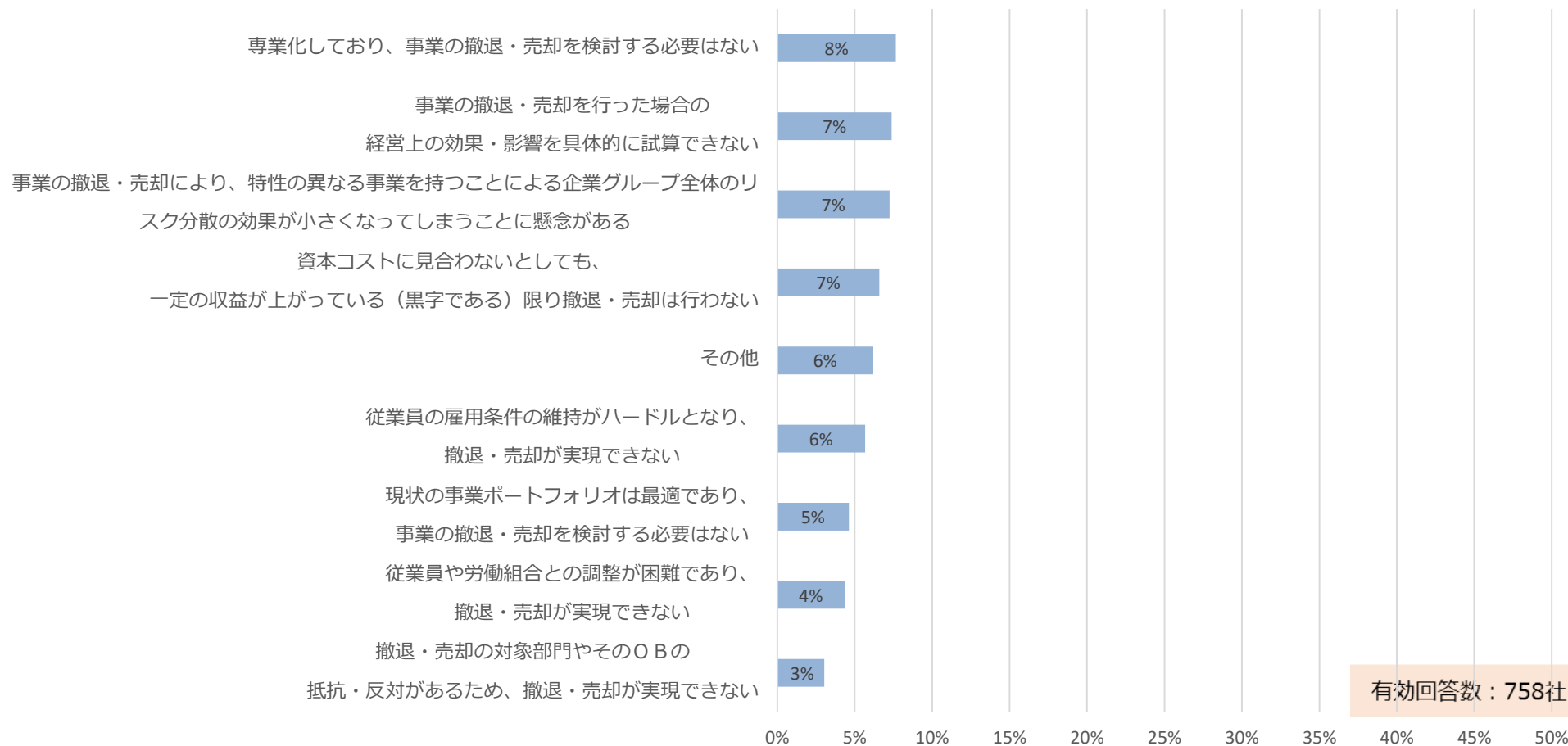
問50．事業の撤退・売却を行う上で、課題となる事項をお答えください。（複数選択可。「その他」の場合は、下記コメント欄に具体的に記入してください）



事業撤退・売却を行う際の課題（2019年度アンケート調査速報ベース）（2/2）

- 事業撤退・売却を行う際の課題としては、「従業員や労働組合との調整」(4%)や「従業員の雇用条件の維持」(6%)を挙げる企業は少数であった。

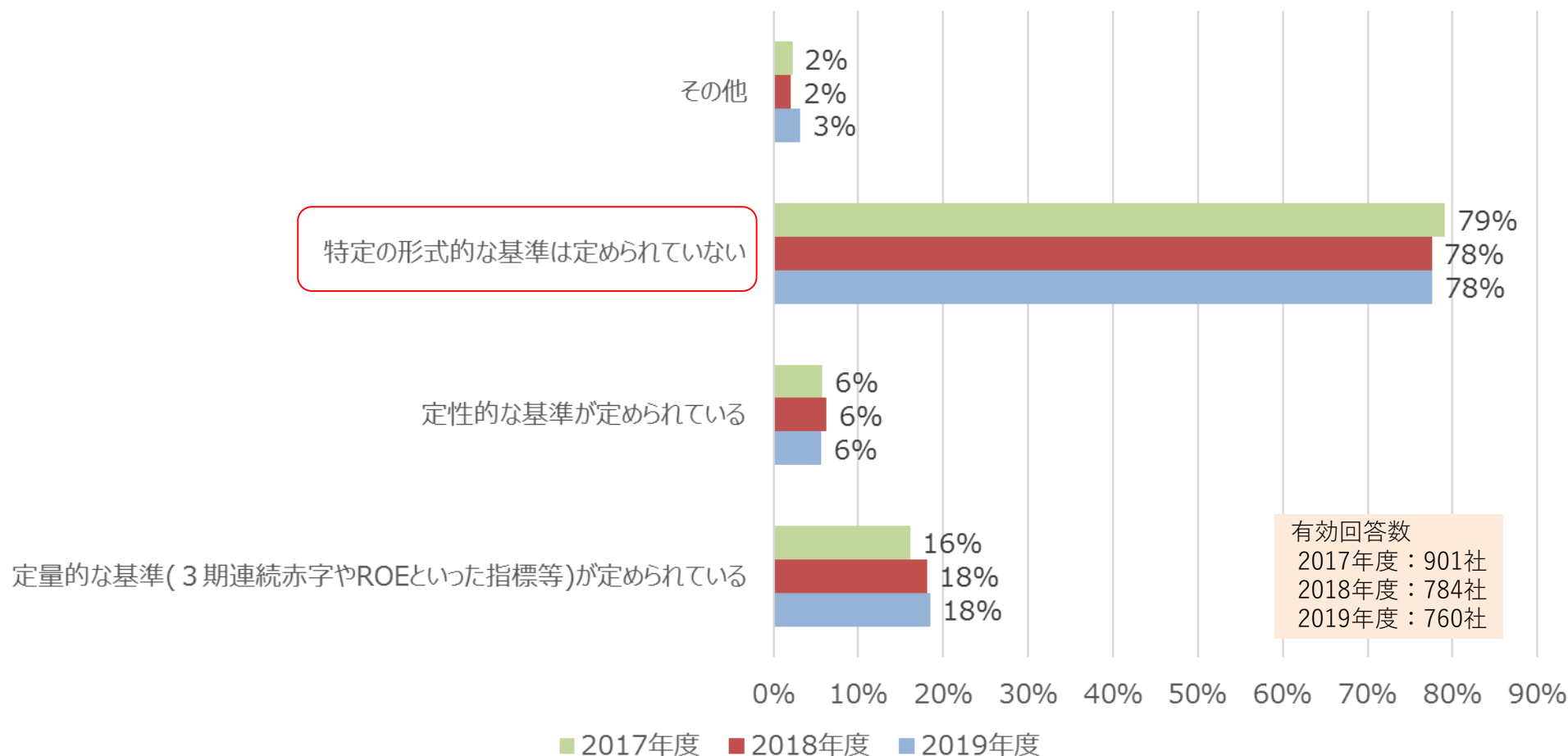
問50. 事業の撤退・売却を行う上で、課題となる事項をお答えください。（複数選択可。「その他」の場合は、下記コメント欄に具体的に記入してください）



事業撤退・売却のための基準（2019年度アンケート調査速報ベース）

- 事業撤退・売却のための基準については、依然として明確な基準が定められていないと回答する企業が8割に上り、3年間、ほぼ同水準であった。

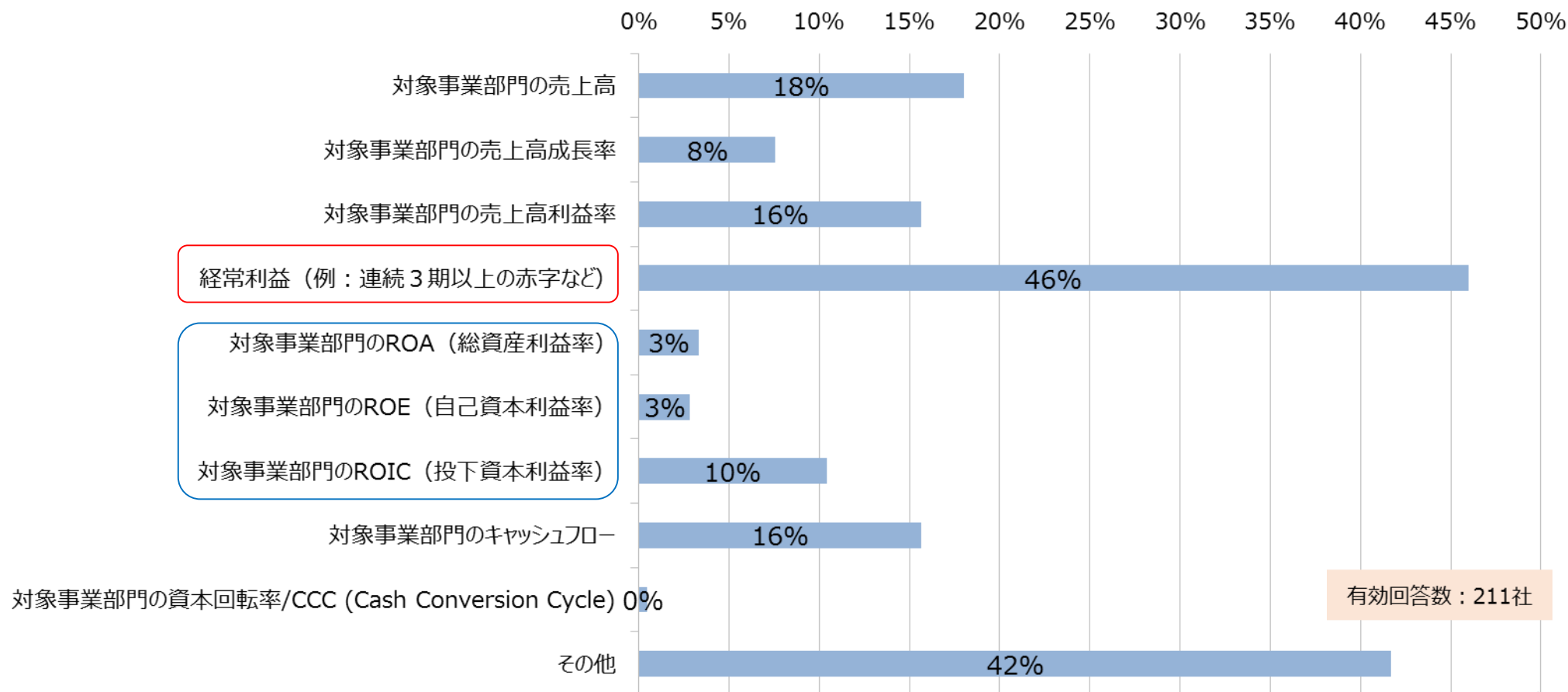
問5 1. 事業の撤退・売却について、検討の俎上に載せるための基準をお答えください。（複数選択可。「その他」の場合は、下記コメント欄に具体的に記入してください）



事業撤退・売却のための定量基準（2019年度アンケート調査速報ベース）

- 事業撤退・売却のための定量基準としては、経常利益を採用する企業(46%)が多く、その他には、売上高(18%)、売上高利益率(16%)、キャッシュフロー(16%)などが続いた。

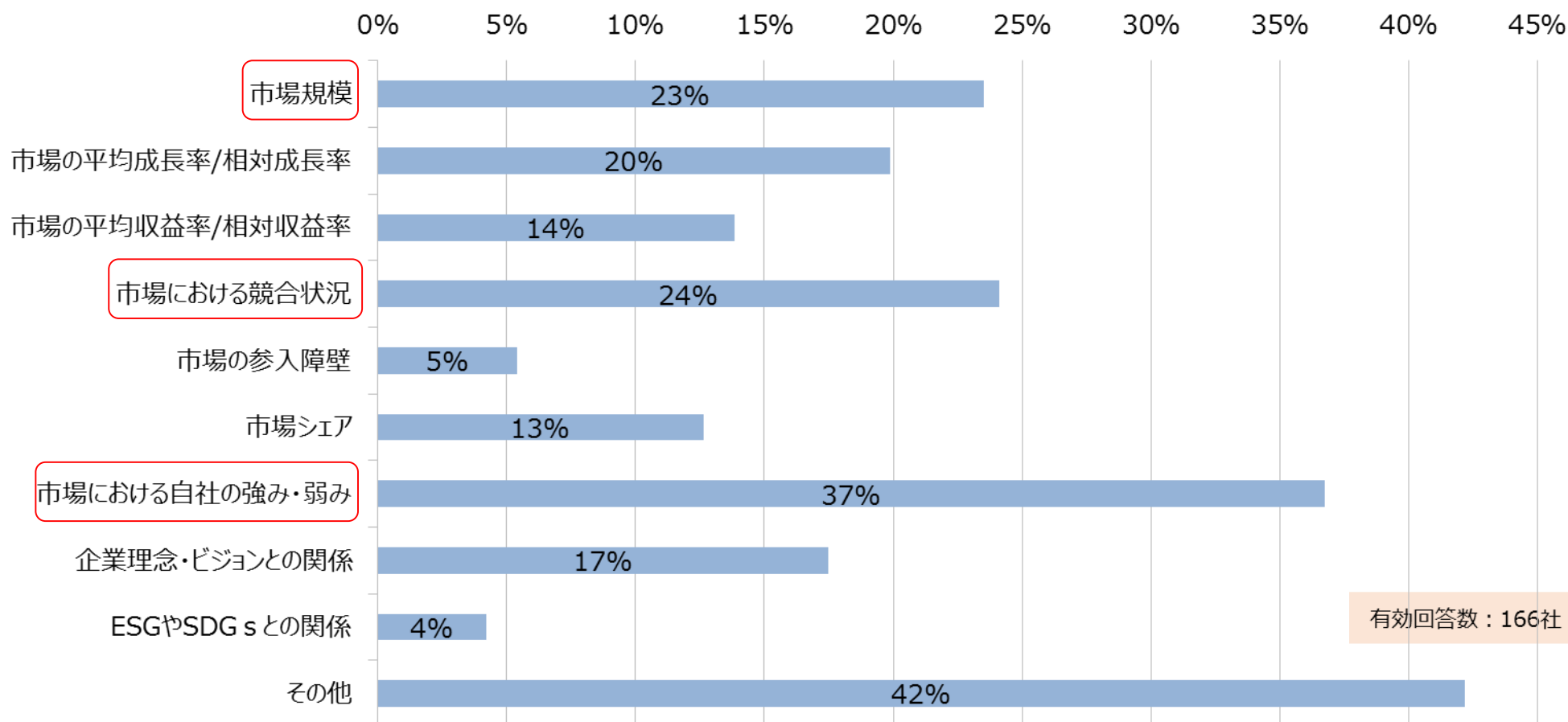
問52. 事業の撤退・売却について、定量的な基準を定めている場合、採用している指標についてお答えください。（複数選択可。「その他」の場合は、下記コメント欄に具体的に記入してください）



事業撤退・売却のための定性基準（2019年度アンケート調査速報ベース）

- 事業撤退・売却のための定性基準としては、自社の強み・弱み(37%)、市場の競合状況(24%)、市場規模(23%)等が挙げられた。

問53. 事業の撤退・売却について、定性的な基準を定めている場合、採用している指標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）

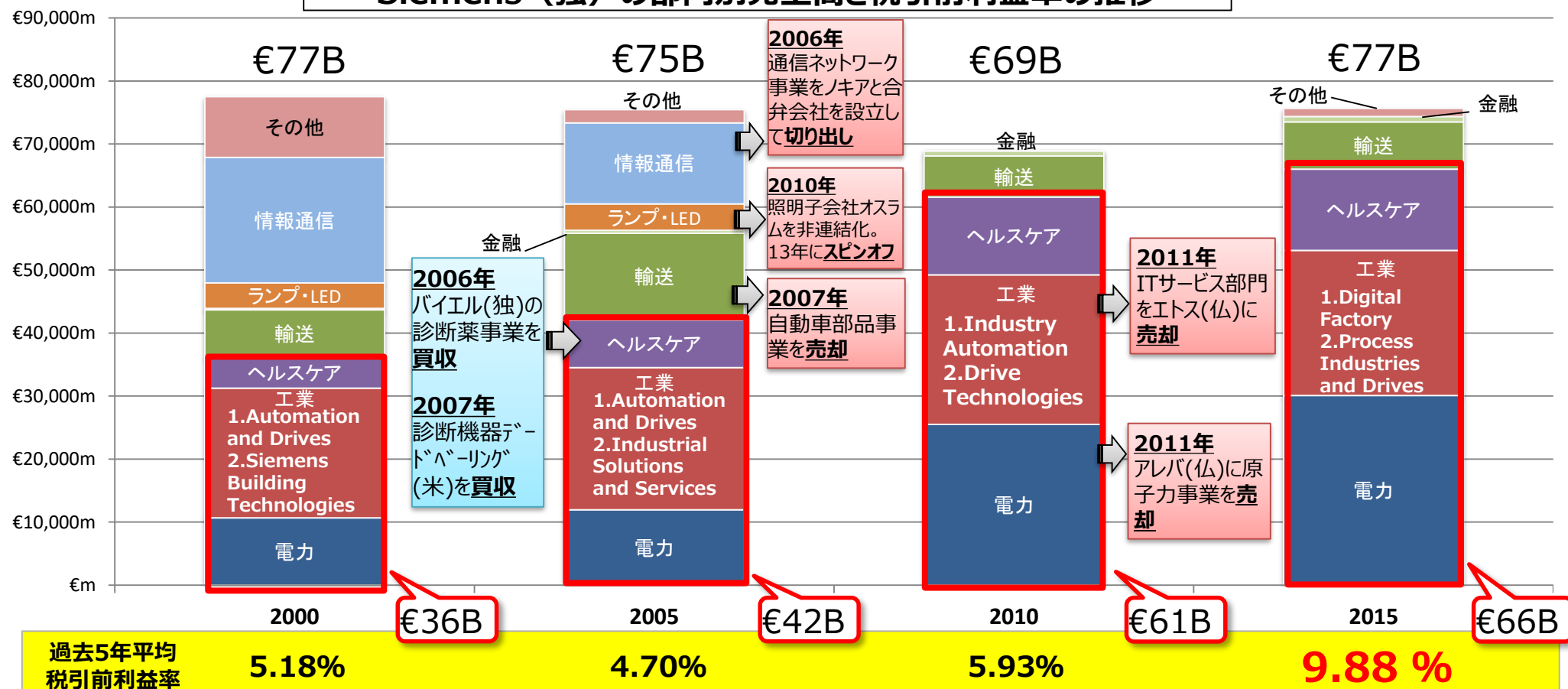


2.国内外の取組事例

積極的な事業ポートフォリオマネジメントの例

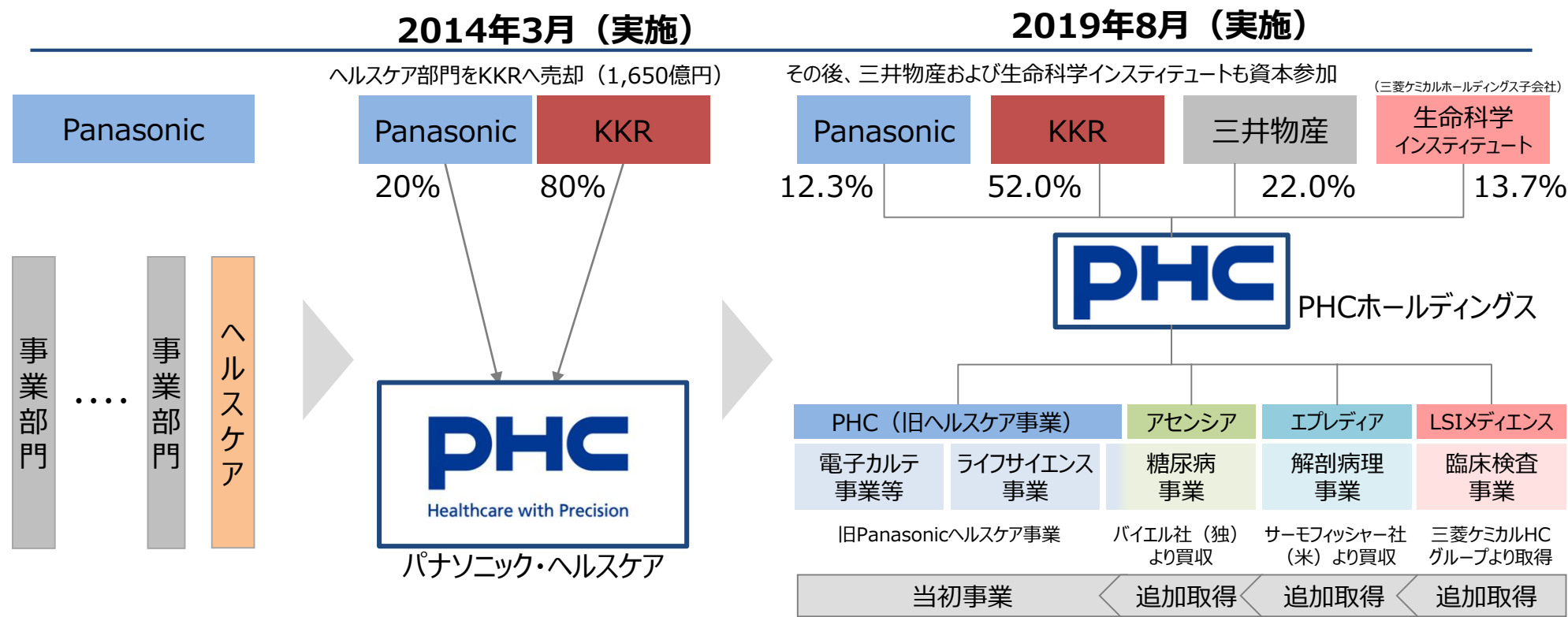
- 欧米では、主力部門とのシナジーが小さいノンコア事業を大胆に整理し、コア事業を強化することにより、グループ全体での収益力を高めることに成功している企業が多い。
- 例えば、独シーメンスは、業界内で1位、2位のポジションを獲得する見込みのない事業から撤退することをポートフォリオ方針として定め、厳密な経営判断指標に基づく運用を通じて、収益力の向上につなげている。

Siemens (独) の部門別売上高と税引前利益率の推移



国内のカーブアウト事例（パナソニックヘルスケア）

- 2014年、パナソニックは、子会社パナソニックヘルスケアの株式を1650億円でKKRへ売却。
- 独立の目的として、「KKRが保有する医療業界への知見、非連続な成長に向けた資金及びノウハウを活かし、グローバルな医療業界での成長を目指す。」と発表。
- その後、独バイエル社の糖尿病ケア事業や三菱ケミカルホールディングスグループの臨床検査事業を買収する等、成長路線を進み、カーブアウト後1年間でEBITDA（※）は50%以上増加し、2017年時点で2倍以上に上昇。 ※税引前利益に支払利息、減価償却費を加えて算出される利益。



（出典）開示資料等をもとに経済産業省が作成。

国内のカーブアウト事例（ソニーのPC事業）

- 2014年、ソニーは、モバイル領域ではスマートフォンとタブレットに集中してエレクトロニクス事業を回復させるため、業績が悪化していたPC事業を日本産業パートナーズへ譲渡。
- 新会社は「VAIO」ブランドを承継しながらPCの企画・開発から製造・販売まで行っている。

※ ソニーや製造子会社でパソコン事業に携わっていた約1100人のうち、約240人程度を新会社に転籍している。（日本産業新聞より）

ソニーによるPC事業の譲渡



国内のカーブアウト事例（オムロンのOAE社）

- 2019年10月、制御機器事業やヘルスケア事業を成長分野に位置づけるオムロンは、経営資源の集中を図るべく、車載モーター事業を行うオムロンオートモーティブエレクトロニクス社(OAE社)（100%子会社）の株式を、同事業を成長分野と位置づける日本電産へ売却。
- 今後は、オムロンが成長分野に位置づける「制御機器事業」や「ヘルスケア事業」へ重点的に投資することを表明している。

オムロンオートモーティブエレクトロニクス社(OAE)の売却

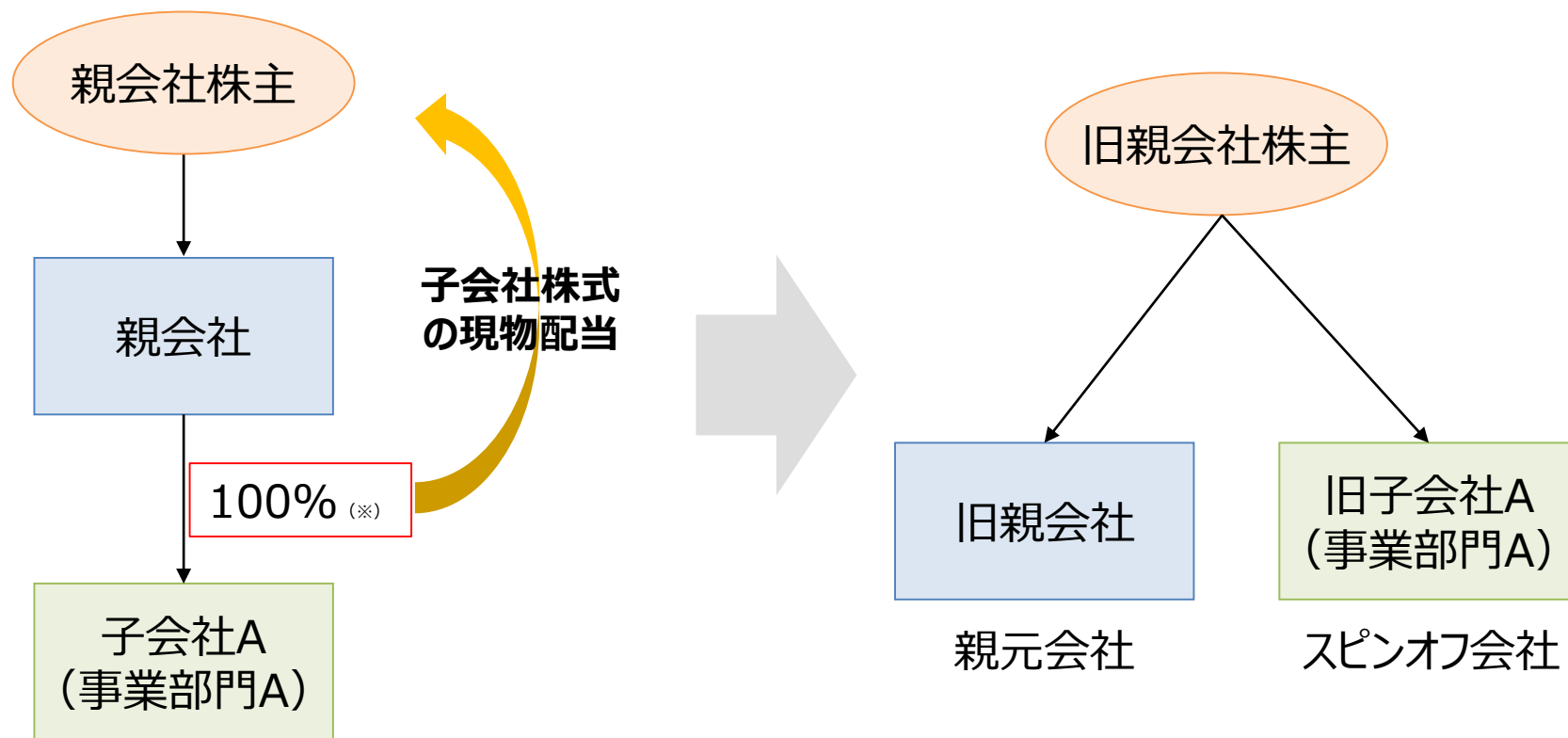


（出典）開示資料等をもとに経済産業省が作成。

スピンオフについて

- スピンオフとは、既存の子会社の株式又は切り出した事業を承継させた子会社の株式を、株主に対して、その保有株式数に応じて交付することにより、当該子会社または事業を切り離し、経営を独立させる仕組み。

スピンオフ取引



(※) 日本において税制適格となるのは100%⇒0%の場合に限られる。

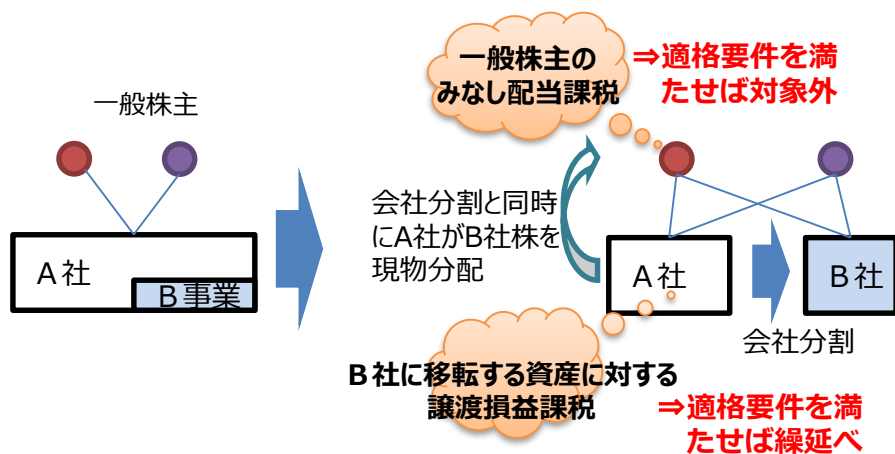
(出典) 田村俊夫「成長戦略としてのスピンオフ税制改革～コーポレートガバナンスの試金石～」(みずほ証券「資本市場リサーチ2015年冬季 vol.34」)を参考に作成。

スピノフ円滑化のための組織再編税制の改正

- H29年度税制改正で、スピノフを行う際に、譲渡損益や配当についての課税を繰り延べる組織再編税制の改正を実現。
- 更に、H30年度税制改正では、スピノフの準備段階で行う組織再編（スピノフの対象事業を準備会社へ吸収分割で移すこと等）が税制上非適格とならないよう、適格要件が見直された。
- これらの税制改正により、法人・株主双方にとって課税負担のないスピノフが可能になったところ。

H29年度税制改正の概要

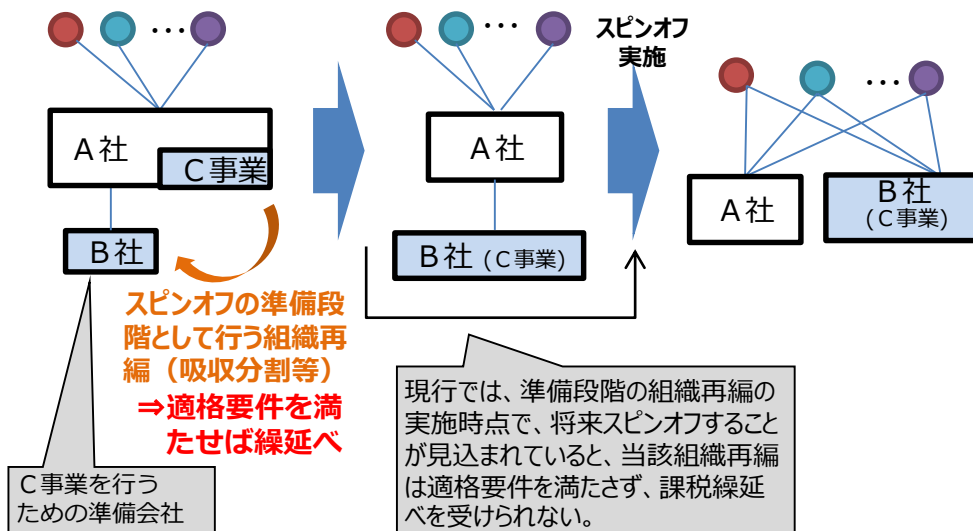
税制適格要件（事業継続など）を満たす場合の、分割型分割や現物分配によるスピノフについては、スピノフを行う会社への譲渡損益や株主への配当についての課税を繰り延べる。



※上記のように事業部門をスピノフする場合の他、子会社をスピノフする場合も、適格要件を満たせば同様に課税繰延べを受けられる。

H30年度税制改正の概要

スピノフの前に準備段階として完全支配関係のあるグループ内で組織再編（吸収分割等）を行う場合において、この組織再編について課税繰延べが受けられるよう、組織再編税制の適格要件が見直された。



スピノフの効果

- 一般に、スピノフによる効果として、経営の独立、資本の独立、上場の独立による企業価値の向上が期待される。

スピノフの効果

経営の独立による効果

- 両社とも、経営者は各々の**中核事業に専念**することが可能に（フォーカス強化）。
- これにより、投資戦略や資金調達等について**迅速、柔軟な意思決定**が可能に。経営者や従業員の**モチベーションも向上**。

資本の独立による効果

- スピノフされた会社は、**独自の資金調達の途**が拓かれ、大規模M&A等の**成長投資が実施可能**に。
- スピノフされた会社は、独禁法や系列等の制約から解放され、**元の会社の競合相手との取引も可能**に。他社とのアライアンスや経営統合の自由度も高まる。

上場の独立による効果

- 両社とも、事業構成がシンプルになることで、**コングロマリット・ディスカウントの克服**。
- 各事業のみに関心のある**投資家を引きつけ**、各々の事業特性に応じた最適資本構成が可能に。
- 株式報酬のインセンティブ効果も高まる。

（出典）田村俊夫「成長戦略としてのスピノフ税制改革～コーポレートガバナンスの試金石～」（みずほ証券「資本市場リサーチ2015年冬季 vol.34」）
をもとに経済産業省が作成。

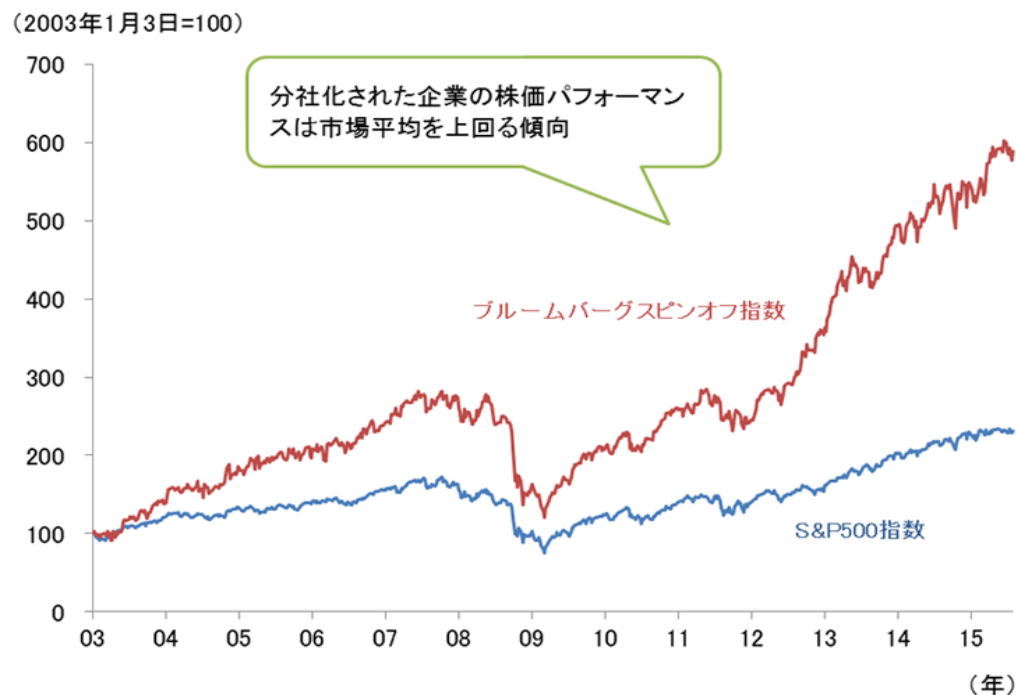
スピンオフ実施に伴う企業価値の推移

- 米国では、スピンオフは企業価値の向上をもたらす効果が高いと考えられており、実際に、スピンオフした企業（分離・独立した企業）を対象に株価を集計した指数は、市場平均を大きく上回る。

【スピンオフ企業の株価パフォーマンスと市場平均】

下図は、ブルームバーグスピンオフ指数とS&P500指数を指数化して比べたもの。2003年初を100として、S&P500が2.3倍になっているのに対して、スピンオフ指数は5.9倍に達しており、市場平均を大きく上回る。

図: ブルームバーグスピンオフ指数とS&P500指数



(備考) ブルームバーグスピンオフ指数。

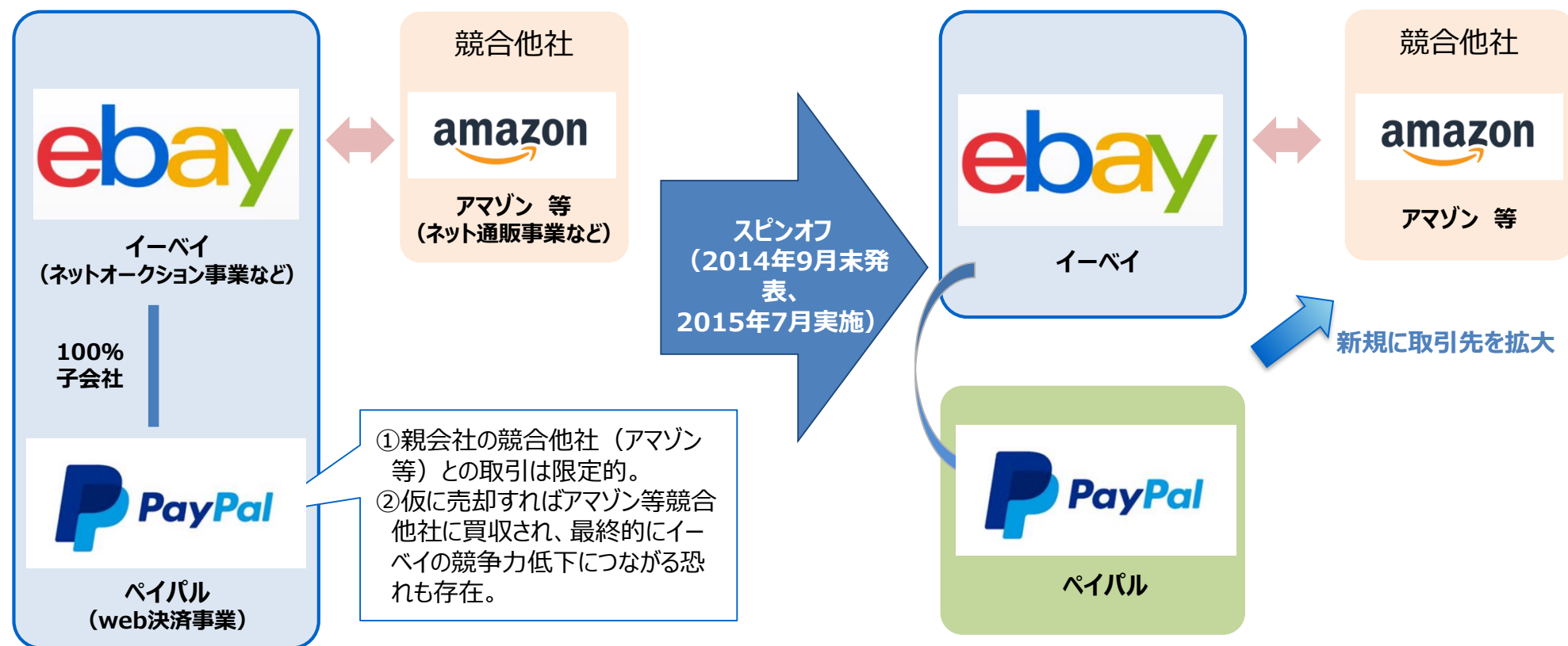
米国の上位企業から分離・独立した銘柄で構成され、取引初日から3年間を期限に組み入れることをルールに計算されるもの。

指数の組み入れ銘柄は随時変化。

(出典) SBI証券 “スピンオフ（分社化）で価値を引き出す！！” 2015/8/12

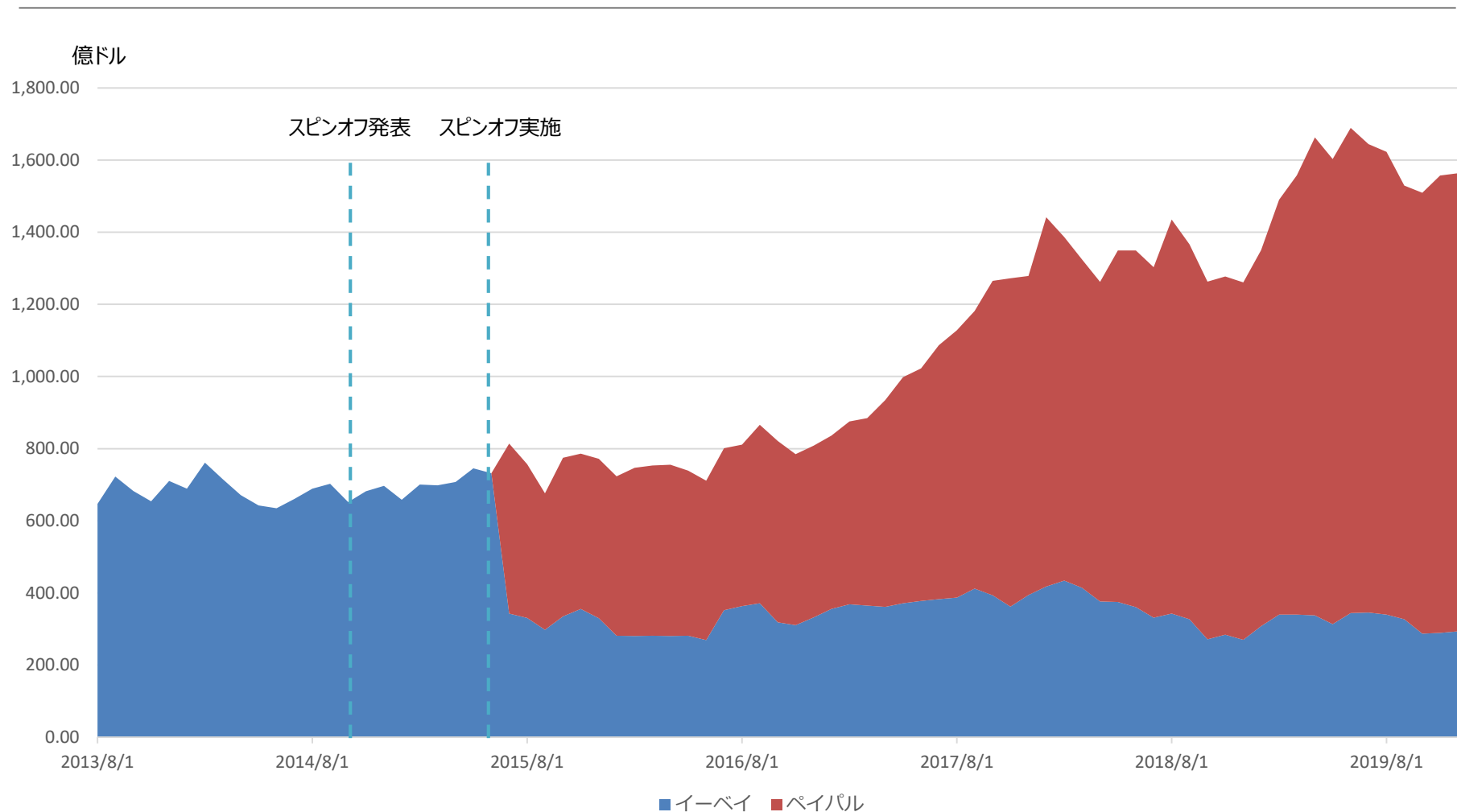
海外のスピンオフ事例（米イーベイからのペイパルの分離）

- 2015年、米ネットオークション大手イーベイは、web決済事業を営むペイパルをスピンオフ。スピンオフ後、ペイパルの企業価値（時価総額）は大きく上昇。
- ペイパルは有望事業だが、イーベイ傘下に留まれば取引先が限定されるなど、互いの事業への利点が少ないと見込まれた。



(参考) イーベイとペイパルの時価総額の推移

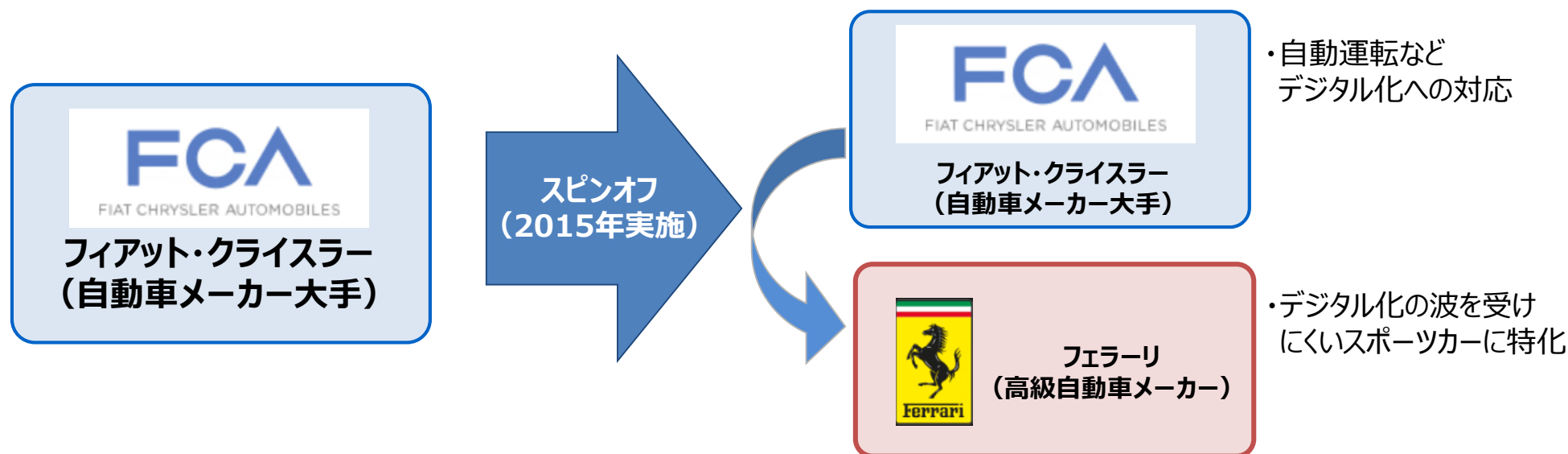
時価総額の推移



(出典) SPEEDAをもとに経済産業省が作成。

海外のスピンオフ事例（蘭FCAからの伊フェラーリの分離）

- 2015年、蘭フィアット・クライスラー・オートモービルズ（税務上の本社は英）は伊フェラーリをスピンオフ。その後、両社の時価総額合計は、スピンオフ実施前の3倍近くに成長。



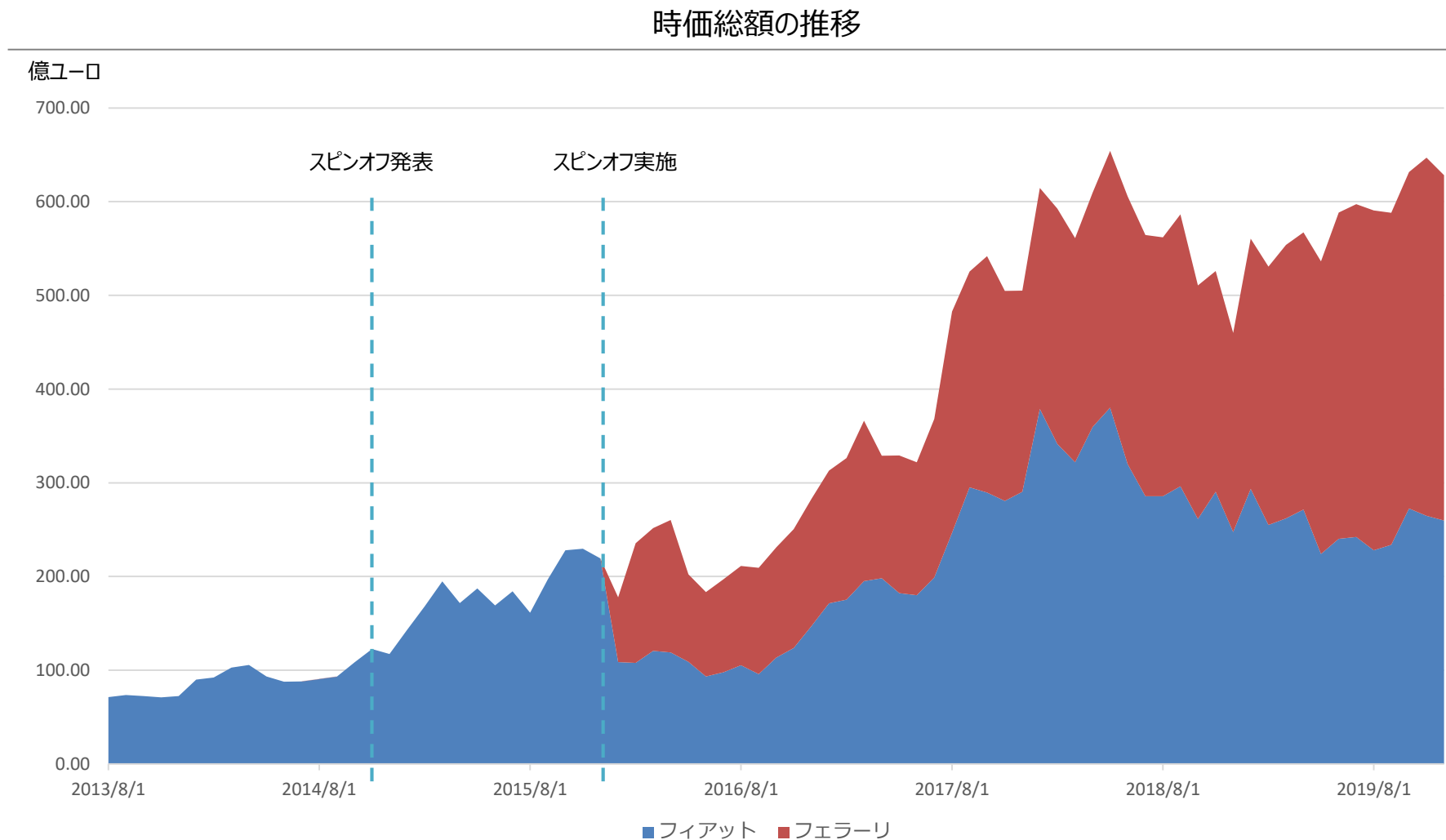
イタリアの高級自動車会社、フェラーリが親会社のフィアット・クライスラー・オートモービルズ（FCA）から分離・独立し、米株式市場に上場したのは2015年秋。これに際してFCAは保有するフェラーリ株をFCA株主に無償で与え、FCAの株主がFCAとフェラーリの両方の株主になった。両社の資本関係はなくなった。

そのフェラーリ株が米市場で「快走」を続けている。自動運転などデジタル化の波を受けにくいスポーツカーの価値が評価され、16日に上場来高値を更新した。

優良事業を手放した側のFCAの株価も上昇している。自動運転技術で独BMW・米インテル連合に参加するなど、デジタル化への対応にカジを切った点が評価されている。**両社の時価総額合計は分離・独立前の3倍近い。**FCA株主は大きな利益を手にした。

（出典）日本経済新聞 2018年2月20日

(参考) フィアットとフェラーリの時価総額の推移



(出典) SPEEDAをもとに経済産業省が作成。

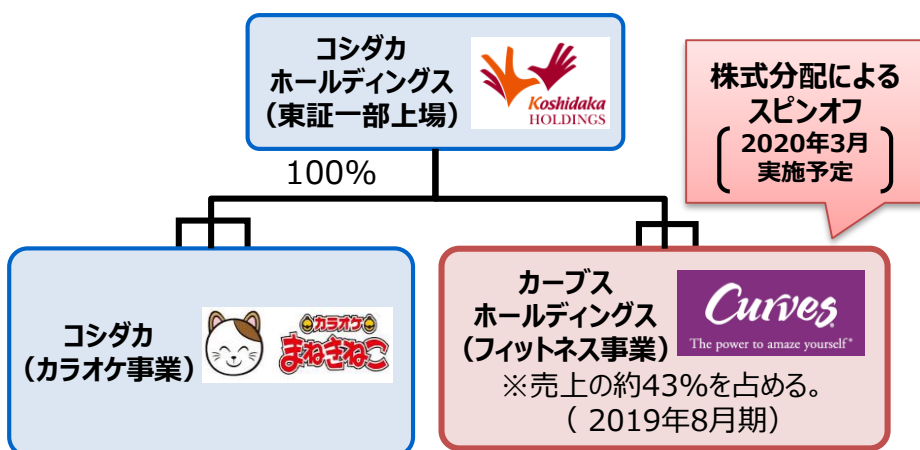
国内のスピンオフ事例（コシダカHD（2020年3月予定））

- コシダカHD（カラオケ事業等）は、2020年3月に子会社カーブスHD（フィットネス事業等）のスピンオフを行う予定。※ 産業競争力強化法に基づく事業再編計画の認定を受けている。
- 本スピンオフを通じて、両社が成長戦略や中期経営ビジョンの異なる各々の中核事業に経営資源を集中し、各事業の更なる拡大及び付加価値創出を図り、企業価値の一層の向上を目指す。

【スピンオフを実施する狙い】

「コシダカHDの株主は、弊社とカーブスホールディングスの株式を直接保有できる。経営をカーブスHDの経営陣に任せることでさらなる成長になると考えた。経営に集中できるカラオケ事業も成長を加速化できる。」（腰高社長）

【組織図】



【スピンオフによる両事業のメリット、成長戦略への効果・影響】

	メリット	効果・影響
コシダカ (カラオケ事業) 	- 分散されていた経営資源をカラオケ事業に集中することが可能 - カラオケ事業の成長戦略遂行に向け健全な危機意識が醸成	- 東南アジア各国への出店及び新事業展開をより強力に推進 - 首都圏出店の加速により店舗数・ルーム数の拡大、収益性の向上が図られる。 - 独自の人事制度導入により、人材育成の強化
	メリット	効果・影響
カーブス ホールディングス (フィットネス事業) 	- 更なるガバナンスの強化、構築 - 役職員の責任感が増すとともに、モチベーションの向上 - 単独の上場企業として知名度・ブランド価値が一層向上し、人材確保や事業運営への前向きな効果が期待される	- 欧州先進国での事業強化に注力可能 - 地方自治体との連携や産学官連携の拡大を後押し - 会員数の継続的拡大や店舗網の拡充をより強力に推進 「メンズ・カーブス」の多店舗展開や新業態開発の推進を加速

3.これまでの取組

「日本再興戦略」改訂 2014（2014年6月24日閣議決定）

第一 総論

I. 日本再興戦略改訂の基本的な考え方（一部抜粋）

この1年間の変化を一過性のものに終わらせず、経済の好循環を引き続き回転させていくためには、日本人や日本企業が本来有している潜在力を覚醒し、日本経済全体としての生産性を向上させ、「稼ぐ力（＝収益力）」を強化していくことが不可欠である。経済が長く続いてきたデフレ状況からようやく脱却しつつある今こそ、成長戦略のギアを一段階シフトアップし、日本企業の体質や制度・慣行を一変させる気概で、日本の「稼ぐ力」を取り戻すための大胆な施策を講ずる好機であり、またラストチャンスでもあることを覚悟すべきである。

最大のポイントは、企業経営者や国民の一人一人が自信を取り戻し、未来を信じ、イノベーションに挑戦する具体的な行動をおこせるかどうかにかかっている。岩盤規制に穴を空け、どんなに企業や個人が活動しやすい環境を整えても、**経営者が「稼ぐ力」の向上を目指して、大胆な事業再編や新規事業に挑戦しなければ、いつまでも新陳代謝が進まず、単なるコスト抑制を超えた、日本経済の真の生産性の向上にはつながらない**のである。

未来投資戦略2017（2017年6月9日閣議決定）

第2 具体的施策 / II. Society5.0に向けた横割課題 / B. 価値の最大化を後押しする仕組み 3. 「形式」から「実質」へのコーポレートガバナンス・産業の新陳代謝（一部抜粋）

3. 「形式」から「実質」へのコーポレートガバナンス・産業の新陳代謝

これまでの継続的な取組により、企業取締役会の構成の変化や投資家の企業との対話に臨む姿勢の積極化、また、政策保有株式の縮減に向けた動きなど、コーポレートガバナンス改革には着実な進展が見られる。他方で、我が国企業は、欧米企業と比較すると、事業ポートフォリオの転換等が十分に進まず、収益力の面でいまだ改善の余地がある。第4次産業革命の急速な進展など、企業を取り巻く経営環境が変化する中で、企業が「稼ぐ力」を改善し、持続的な成長を実現するためには、取締役会等の適切な監督の下、中長期的な視点に立った投資家との「建設的な対話」を通じて、経営陣が果敢にリスクテイクを行い、中長期的な企業価値の向上に向けて、人材力、研究開発力、ブランド力などの向上に向けた投資や事業再編などの取組を進める必要がある。このため、引き続き、実効的なコーポレートガバナンス改革に向けた取組を深化させるとともに、大胆な事業再編を後押しする制度改革など、中長期的な企業価値の向上を促すための取組を進める。

④ 事業再編の円滑化

第4次産業革命の進展というグローバルな環境変化の中、「稼ぐ力」を高めるためには、コーポレートガバナンス改革の取組の深化と併せ、事業ポートフォリオを機動的に見直し、経営資源を成長性・収益性の見込める事業に振り向けていくことが必要である。このため、株式を活用した再編の促進策も含め、事業ポートフォリオの迅速な転換など大胆な事業再編を促進するための方策について広く関係制度の検討を行い、来年度を目途に必要な制度的対応を講じる。

未来投資戦略2018（2018年6月15日閣議決定）

第2 具体的施策 / II. 経済構造革新への基盤づくり [2]大胆な規制・制度改革 / 2. 投資促進・コーポレートガバナンス（一部抜粋）

7. 投資促進・コーポレートガバナンス改革

昨年5月のスチュワードシップ・コードの改訂に続き、本年6月に、コーポレートガバナンス・コードを改訂した。また、合わせて、両コードの附属文書として、機関投資家と企業と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をとりまとめた「投資家と企業の対話ガイドライン」（対話ガイドライン）を策定した。

これらの取組を受け、コーポレートガバナンスの強化や、果敢な経営判断、**大胆な事業再編等を促進すべく、以下の取組を進める。**

- 企業グループ全体の価値向上を図る観点から、グループ経営において「守り」と「攻め」両面でいかにガバナンスを働かせるか、**事業ポートフォリオをどのように最適化するか**等、グループガバナンスの在り方に関する実務指針を来年春頃を目途に策定する。



■ グループ・ガバナンス・システムに関する実務指針の策定（2019年6月）

- 事業ポートフォリオ管理における日本企業の課題として、以下のような点が挙げられていた。

項目	課題（具体例）
経営レベルの意思決定	中長期戦略（ポートフォリオ方針、コア事業の見極め）の策定
	「選択と集中」を行うべき事業（コア事業）について明確な方針がない、取締役会で議論が行われていない。 「ポートフォリオ」の将来ビジョンが描けていない。
	各事業部門に対する評価・投資判断
	PLベースの短期収益に寄っており、BSベースのリスク・リターンを織り込んだ評価基準が設定されていない。
	意思決定プロセスの明確化
適切な意思決定のための基盤（インフラ）整備	事業の撤退・売却に関する基準や検討プロセスが定められておらず、適切な時期に事業再編が検討されない。
	コア事業に対する経営資源の集中的配分（投資、M&A、再建等）
	本社が子会社への資金や人材の配分権限を有しておらず、事業部門を超えた経営資源の再配分が困難。
	成長性の低い事業のエグジット（売却、撤退等）
	- 一応の基準があっても、本社と事業部門の調整がつかない。 - 主要事業（祖業）をやめるという選択肢はない。
適切な意思決定のための基盤（インフラ）整備	事業セグメント別のリスクと業績評価に必要なデータ整備
	- 子会社におけるデータ（財務会計、人事、決裁等）が本社において一元的に把握されていない。 事業セグメント別の管理会計（BS）が整備されておらず、事業部門別の資本コストが把握できていない。

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

社外取締役の実質化に向けた取組（今年度の委託調査）

- コーポレートガバナンス改革の進展に伴い、社外取締役の人数・割合が増加しているが、社外取締役が形式的に導入されただけではないか、社外取締役が企業価値向上に必ずしも貢献できていないのではないかなどの指摘もある。
- こうした指摘を踏まえ、社外取締役の実質化に向けて、社外取締役向けのアンケート調査により、その意識や活動実態を把握するとともに、インタビューを通じて社外取締役のモデル事例を収集・整理し、期待される役割認識・心構えや活動の在り方について指針をとりまとめて公表する予定（本年6月末を目途）。

目的	・ コーポレートガバナンスの中核的な担い手である社外取締役の実質的な機能発揮に向け、現状についての実態把握と、その望ましい在り方についての普及啓発
調査方法	・ 社外取締役向けアンケート調査（東証一部二部上場企業の全社外取締役を対象） ・ 社外取締役へのインタビュー（40名程度） ※ 委託先はPwCあらた有限責任監査法人
内容	・ 社外取締役としての役割認識・心構え ・ 企業価値向上に向けた社外取締役としての企業への関与の在り方 ・ 社外取締役が実質的な役割を果たすために必要な会社側のサポート体制・環境 等
成果イメージ	・ アンケート調査結果の公表 ・ 社外取締役のモデル事例を指針等の形で公表

4 .本研究会の検討の方向性

未来投資会議 構造改革徹底推進会合におけるご指摘（1/2）

- 昨年11月の未来投資会議 構造改革徹底推進会合「企業関連制度・産業構造改革・イノベーション」会合（第4回）において、事業再編の促進に関して、以下のご指摘があった。

事業ポートフォリオ 見直しの意義

- ・ **成長投資をしていくための原資を捻出するためには、既存の事業ポートフォリオの見直しが一体となって考えられるべき。**・・・ただ、力の弱くなってきた公開市場を起点とするガバナンスのチェーンを取締役会、経営陣へとつなげていくのは結構難しいので、コーポレートガバナンス・コードがそれを補完するツールとして使える余地が非常にあるのではないかと思います。・・・例えば「撤退基準」という後ろ向きな呼び方ではなく、「事業ポートフォリオの評価基準」と捉え直して、**企業の経営者が市場に対して継続的に事業ポートフォリオ評価の現状と方針を開示していくべきだ**というスタンスをとっても余り無茶ではないと思う。（ユニゾン・キャピタル株式会社林氏）

事業評価の仕組みの構築・事業セグメント開示

- ・ **セグメントのバランスシートは、・・・資本アロケーションの妥当性を確認する上で非常に重要なので、こういった開示が進むとよい。**ちなみに、IFRSだと開示がされていないケースが多いが、もともとIFRS導入国ではそんなことは常識として別のディスクロージャーでやっているの、ミニマムなリクワイアメントとしていない。（フィデリティ投信株式会社三瓶氏）

従業員の問題

- ・ **ノンコアで何の追加投資もしてくれないところで働いている従業員というのは大変不幸である。**一方で、その事業が本業であるところに譲渡されれば、その事業はノンコアだったものがコアになる。そうすると、その従業員はもっと幸せなのではないか。・・・従業員がもっと幸せになれる母体企業というものがあるのだということをもう少し広く経営者の方に分かっていたきたい。そのときに、株主だけを見ているわけではなくて、多くのステークホルダーの利害を同時に満たすという改善策になっている。（フィデリティ投信株式会社三瓶氏）

未来投資会議 構造改革徹底推進会合におけるご指摘（2/2）

従業員の問題

- 「スピンオフをしたら従業員がかわいそうだ」という話は実際にはない。本当にかわいそうな状況があり得るとすると、それ単体としてはたとえ切り出したとしても到底存続できないような状況にまで放置しておいた後に、やむを得ず売却をするようなケースで、そうなれば当然従業員の雇用の継続は危くなる。だからこそ、そうならないうちに、**日頃から評価基準に基づいて事業ポートフォリオを見直し、先手を打って新たなオーナーの手に移していくことが求められている。**（ユニゾン・キャピタル株式会社林氏）

エンゲージメント への対応

- 社外取締役が何名という形式基準を見たいしたところで、それだけでは実効性がないが、例えば、**社外取締役が何らかの形で市場とのエンゲージメントの場に直接出ていって対話ができるような形での活用を会社の側としては考える、ないしは、そういう役割に適した人物を社外取締役として積極的に活用していくようなことがあると、物事が一つ前に進むきっかけになると思う。**（ユニゾン・キャピタル株式会社林氏）
- 現在、実際の対話の中身は、ESGのエンゲージメントというところでお茶を濁している。ESGは機関投資家にとっても楽で、企業にとっても聞きやすい。逆に事業再編を持ちかけると、それアクティビストが来たと言われかねない。そのため、いま一度スチュワードシップ・コード等の、実際にコードに書き込むかどうかは別にしても、こういった**対話の目的が稼ぐ力にあるといったことはしっかりと議論して共有したい**と思っている。（株式会社日本投資環境研究所上田氏）

「新たな成長戦略実行計画策定に関する中間報告」（令和元年12月19日未来投資会議）

- 2020年度の成長戦略実行計画の策定に向け、日本企業の内部資金を新たな分野への投資に振り向けていくための促進策として、「スピノフを含めた事業再編促進のための環境整備」が掲げられている。

第2章 新たな分野への投資促進

1. 企業 ～内部資金の新たな分野への投資の促進（一部抜粋）

（3）スピノフを含めた事業再編促進のための環境整備

日本企業の1社当たり事業部門数は、1990年代以降、横ばいで推移しており、事業再編は進んでいない。スピノフ（注）を活用した分離件数は、2010年から2018年の間で、米国では273件あるのに対し、日本では実績はゼロである。

企業価値向上のためのスピノフを含めた事業再編を促進するため、取締役会の監督機能の強化等の在り方について指針をとりまとめる。

（注）子会社の株式を株主に譲渡することにより会社を分離する方式

安倍内閣総理大臣ご発言（議事要旨より一部抜粋）

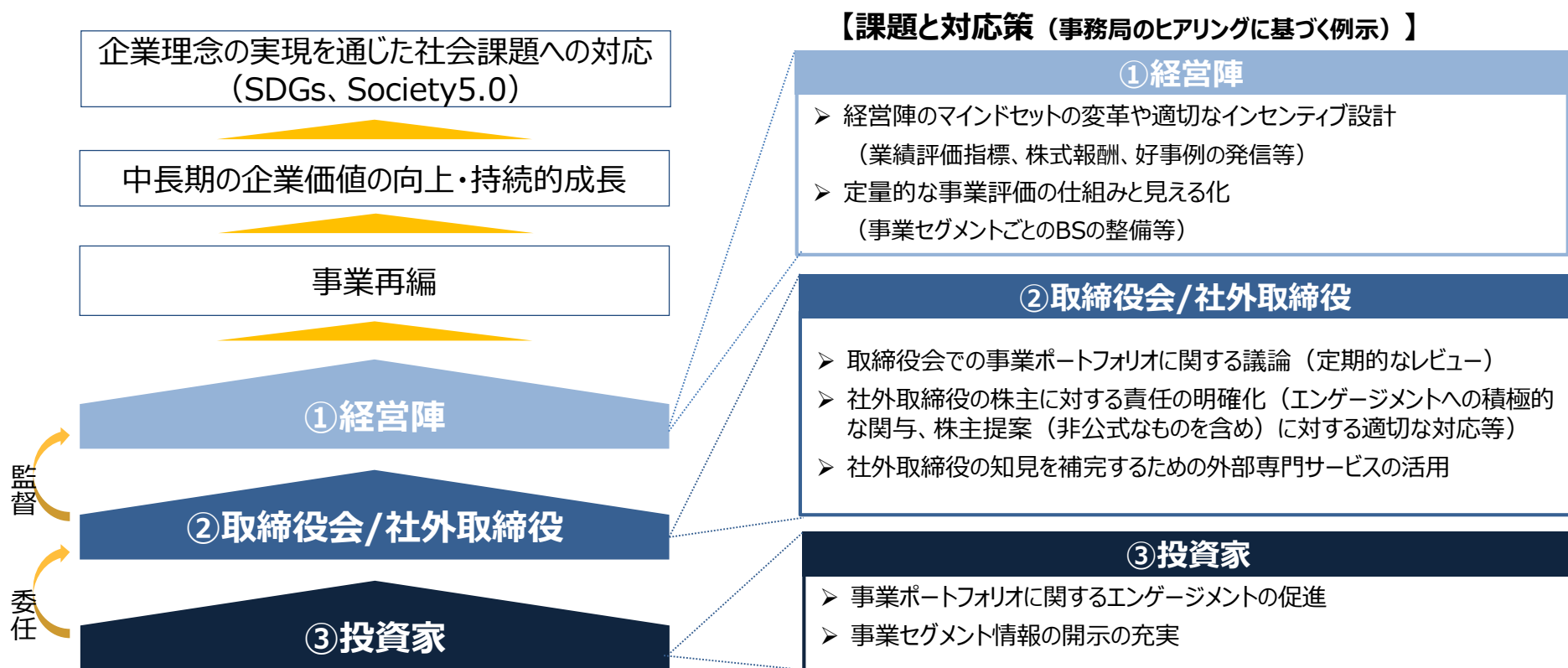
本日は、成長戦略の中間報告を取りまとめた。

（中略）

例年夏の新たな成長戦略実行計画の策定に向けて、与党の意見を聞きつつ、さらに検討を深めていくので、西村経済再生担当大臣をはじめ関係大臣におかれては、具体的な検討を進めていただくようお願いしたい。

本研究会の検討の方向性

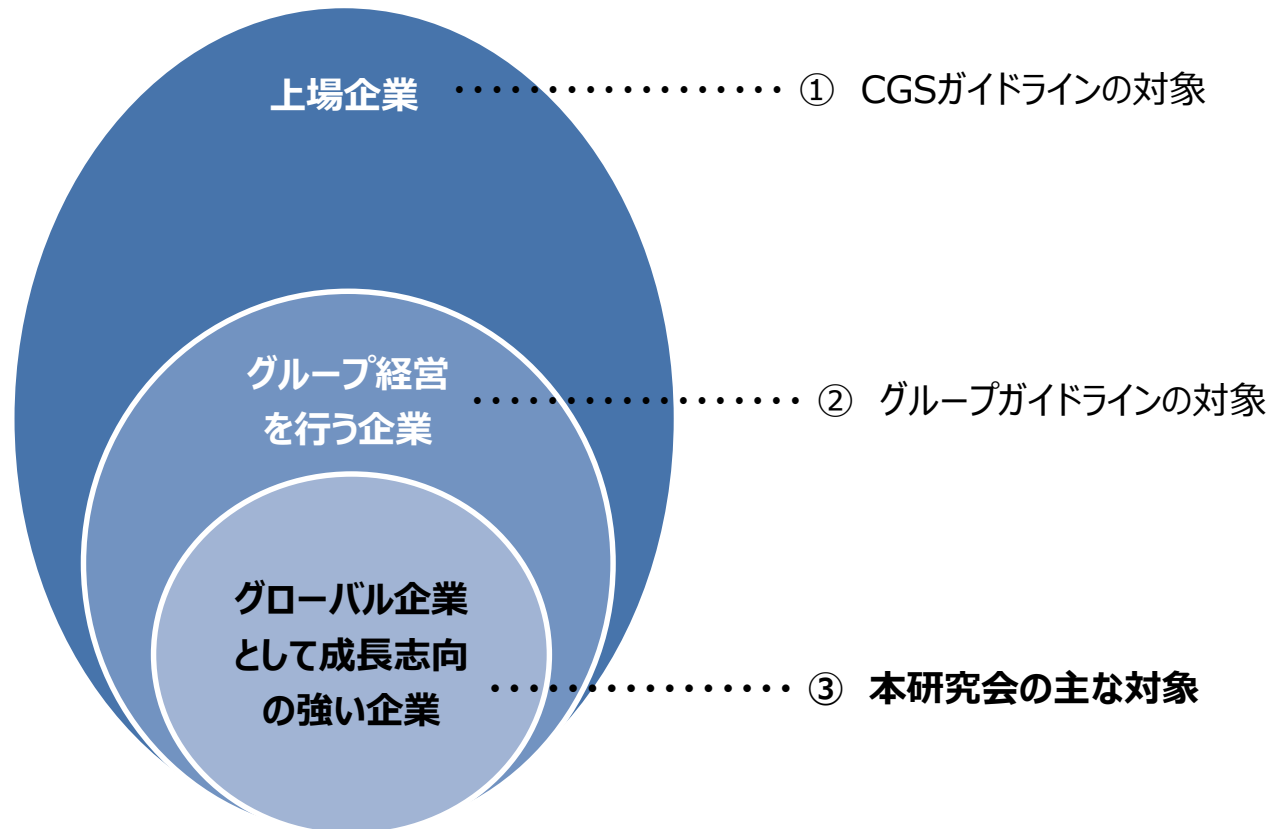
- 第四次産業革命の進展により産業構造・競争環境が急激に変化する中、中長期の企業価値向上と持続的成長を図っていくためには、自社の強みを活かし、経営資源を成長分野に集中的に投資することが重要。
- 事業再編の意思決定・実行の当事者（主役）は経営陣であるが、特に事業の切出しについては、様々な事情から消極的になる傾向があると指摘されている。
- 企業価値を高める事業再編（※）を促進するため、①経営陣、②取締役会（特に社外取締役）、③投資家（エンゲージメント）の3つのレイヤーを通じて、コーポレートガバナンスの仕組みが有効に機能することが重要ではないか。 ※事業ポートフォリオの新陳代謝による経営資源の成長分野への集中投資を図るもの。



本研究会の主たる対象企業

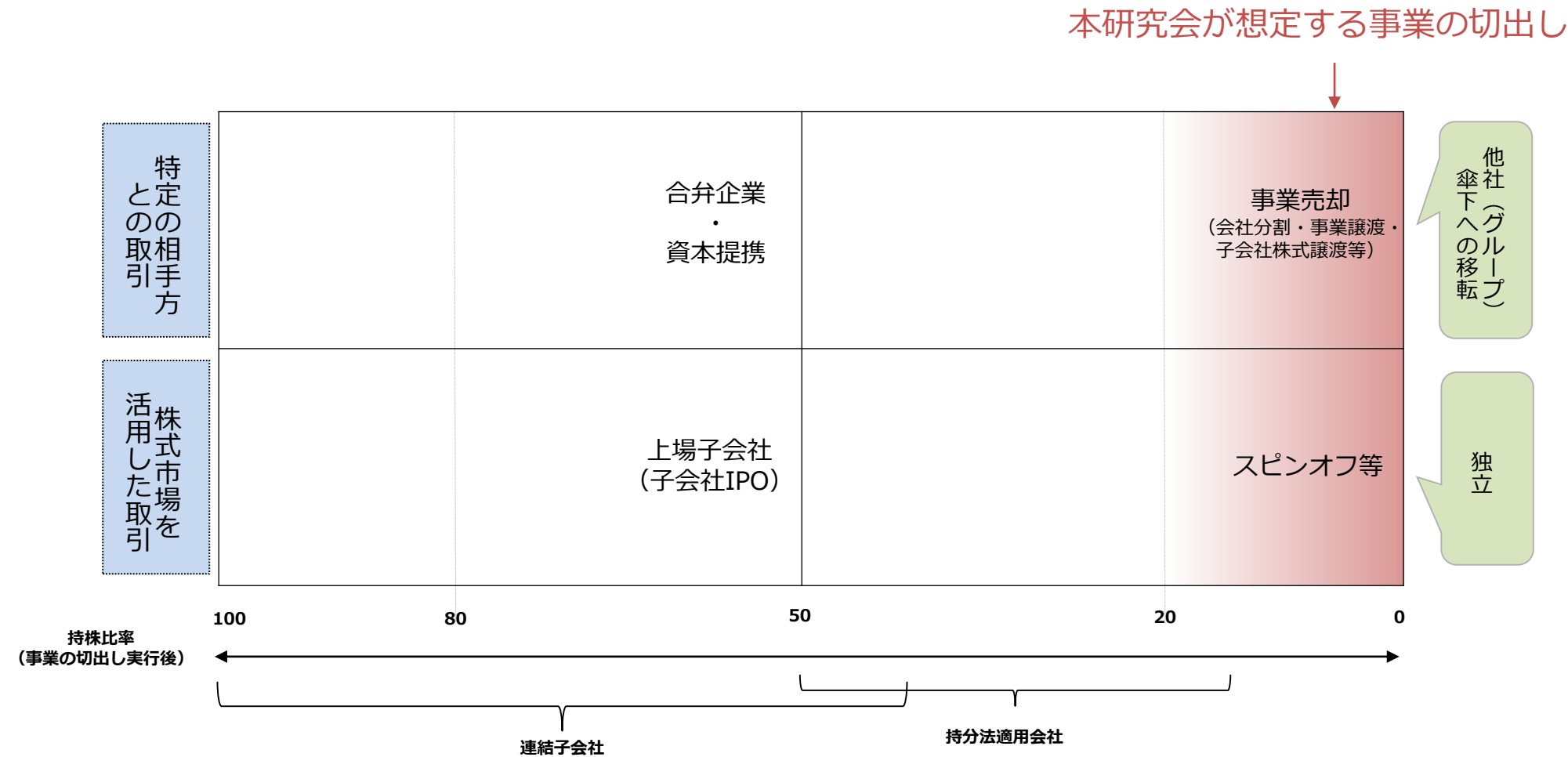
- 本研究会の主な議論の対象企業は、上場企業の中でも「多様な事業分野への展開を進め、多数の子会社を保有してグループ経営を行う大規模・多角化企業」とし、特に、市場（競争範囲）や資金調達の面でグローバル化を図り、成長志向の強い企業を中心としてはどうか。

本研究会の主たる対象企業



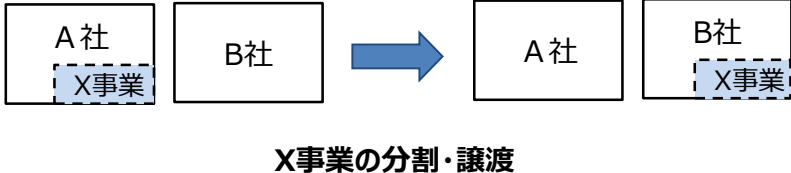
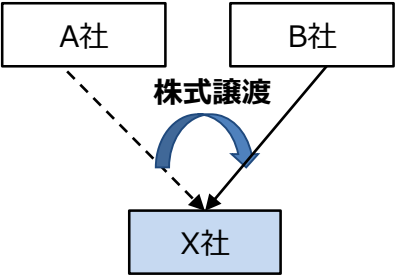
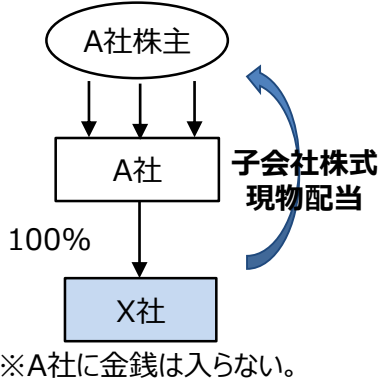
本研究会の対象とする主な事業再編の類型イメージ

- 事業の切出しには様々な手法・段階があるが、本研究会では主として、最終的には資本関係の解消も含め完全分離させる方向での事業の切出しを対象としてはどうか。



(参考) 事業の切出しの主な手法

- 事業の切出しの主な手法については、以下のように整理することができる。

	会社分割（吸収分割）	事業譲渡	子会社株式譲渡	スピノフ（現物配当）
スキーム	 X事業の分割・譲渡			 ※A社に金銭は入らない。
事業に係る 権利義務の承継 の法的性質 （根拠法）	包括承継 （会社法）	特定承継 （民法）	— ※株主に変更が生じるのみで、 権利義務に変更なし	— ※株主に変更が生じるのみで、 権利義務に変更なし
債権者の 個別承諾の要否	不要	必要	— ※同上	— ※同上
労働者保護 ※P92,93参照	会社分割に伴う労働契約の承継 等に関する法律	厚労省「事業譲渡又は合併を行 うに当たって会社等が留意すべき 事項に関する指針」	— ※同上	— ※同上
特定の売却先の 要否	必要	必要	必要	不要
対価の受領	あり	あり	あり	なし

本指針の位置づけ（1/2）

- 本研究会における検討に基づき、本年6月末を目途に「事業再編に関する実務指針（仮称）」（以下、「本指針」）を作成することを目指す。
- 本指針は、「グループ・ガバナンス・システムに関する実務指針」（グループガイドライン）「第3章 事業ポートフォリオマネジメントの在り方」の内容を踏まえつつ、特に「事業の切出し」にフォーカスし、その促進のための具体的な方策やベストプラクティスを示すものと位置づけてはどうか。

グループガイドラインの構成

1. はじめに（背景・問題意識、実務指針の位置づけ・目的等）

2. グループ設計の在り方

3. 事業ポートフォリオマネジメントの在り方

「事業の切出し」にフォーカスして深掘り

4. 内部統制システムの在り方

5. 子会社経営陣の指名・報酬の在り方 ※完全子会社のみを対象

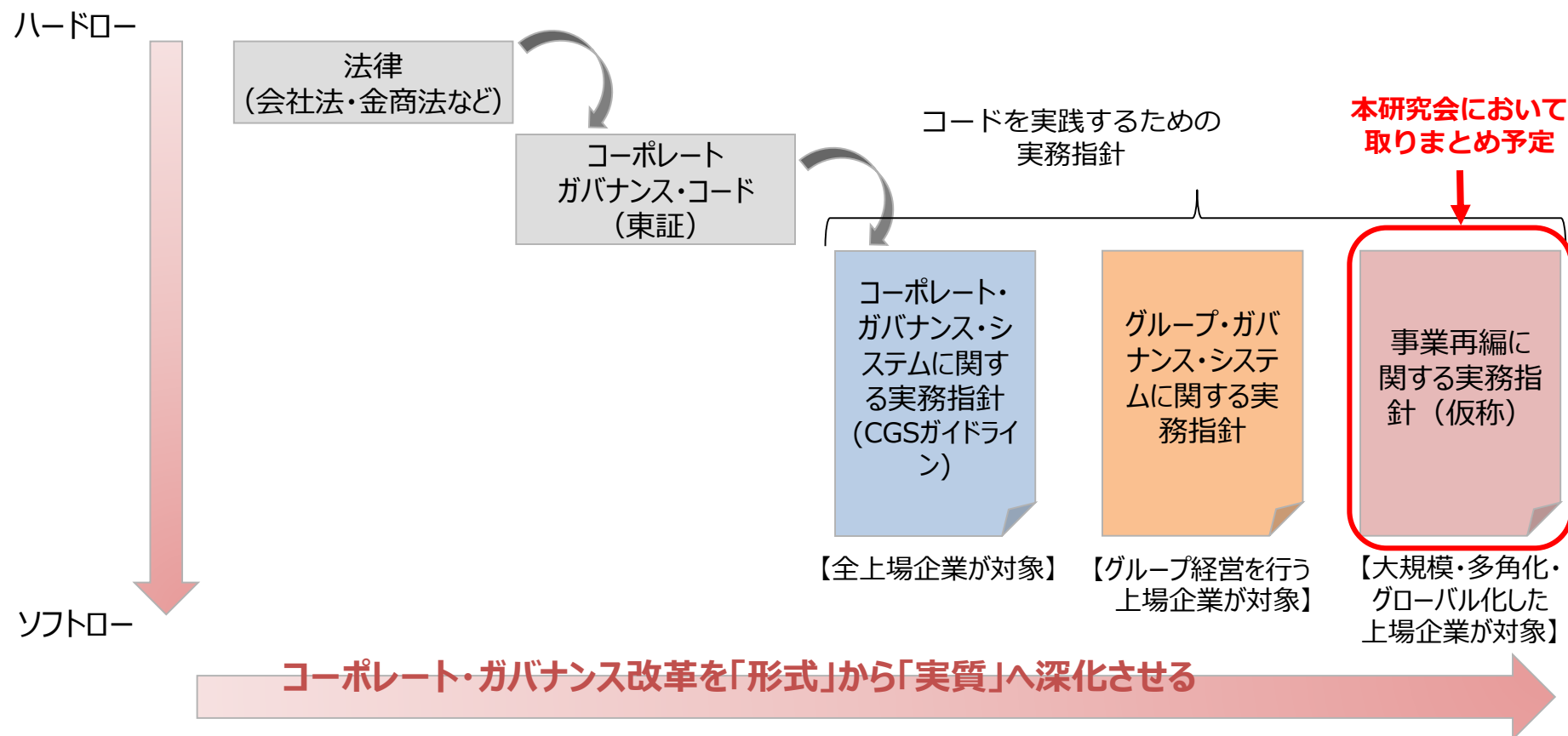
6. 上場子会社に関するガバナンスの在り方

7. おわりに

本指針の位置づけ（2/2）

- 本指針は、「コーポレート・ガバナンス・システムに関する実務指針」、「グループ・ガバナンス・システムに関する実務指針」（※）と並列の関係に位置づけることを想定。

※いずれもCGS研究会における検討をとりまとめたもの。



今後のスケジュール

- 今後のスケジュールと主な議論内容は以下の内容としてはどうか。

➤ 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月下旬）

- ✓ 第1回～第3回の議論の整理を踏まえた検討

➤ 第5回（4月中下旬）

- ✓ 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）

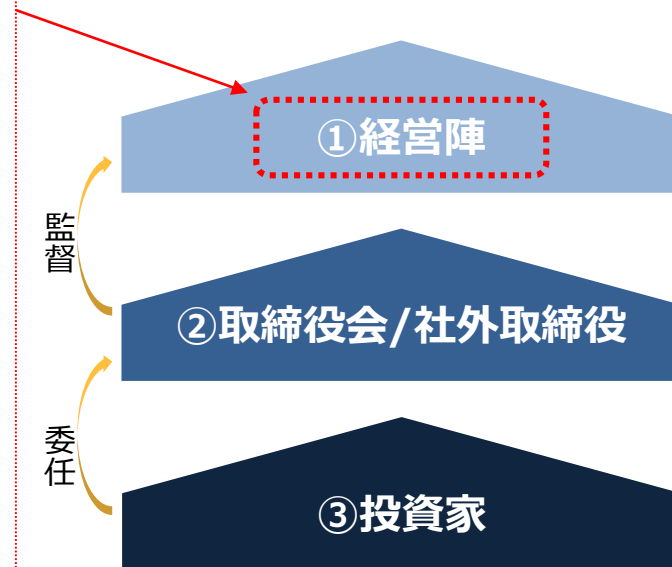
本日ご議論いただきたい論点

1. 本研究会の検討の方向性について（p51参照）
2. 進め方・各回のテーマについて（p57参照）
3. 日本企業において、事業の切出しが進みにくい背景・要因は何か

4. 3. のうち、①経営陣における課題と対応の方向性について

（論点例）

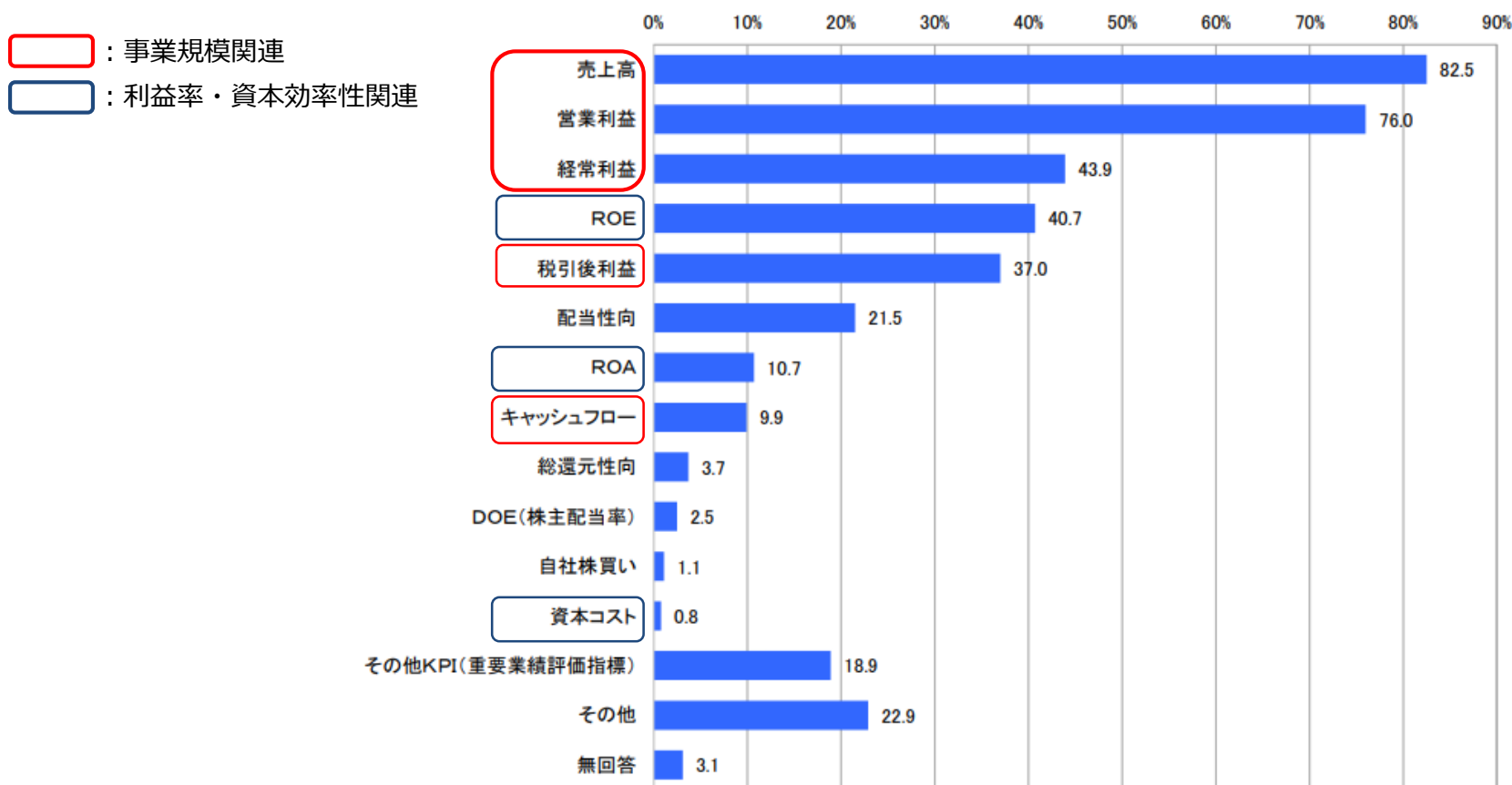
- グループCEOのミッション・役割は何か（事業部門のヘッドとの比較）
- 経営陣にとって、事業切出しの意思決定に対する阻害要因は何か
- 経営陣に対する適切なインセンティブ設計の在り方について
 - ✓ 中期経営計画における業績評価指標や経営陣の指名・報酬決定における業績評価指標として、どのようなものが考えられるか
 - ✓ 株式報酬の活用など、報酬設計の在り方について、どう考えるか
 - ✓ 特に、切出しによって、企業規模（売上高・営業利益額・従業員数）が小さくなることへのデイスインセンティブをどのように解消するか
- 従業員の問題をどう考えるか
 - ✓ 労働法制上の課題はあるか（法律的な問題か、従来の労働慣行との関係の問題か）
 - ✓ 従業員利益の観点から、事業再編はどのように捉えるべきか（意思決定における留意点）
 - ✓ 従業員利益・満足度を確保するために、事業の切出しの実行に当たってはどのような点に留意すべきか（実務上の工夫）
- 経営陣のレピュテーション問題をどう考えるか
 - ✓ 事業の切出しに対するネガティブイメージ（「不採算部門の切り捨て」等）をどう払しょくするか



5. 參考資料

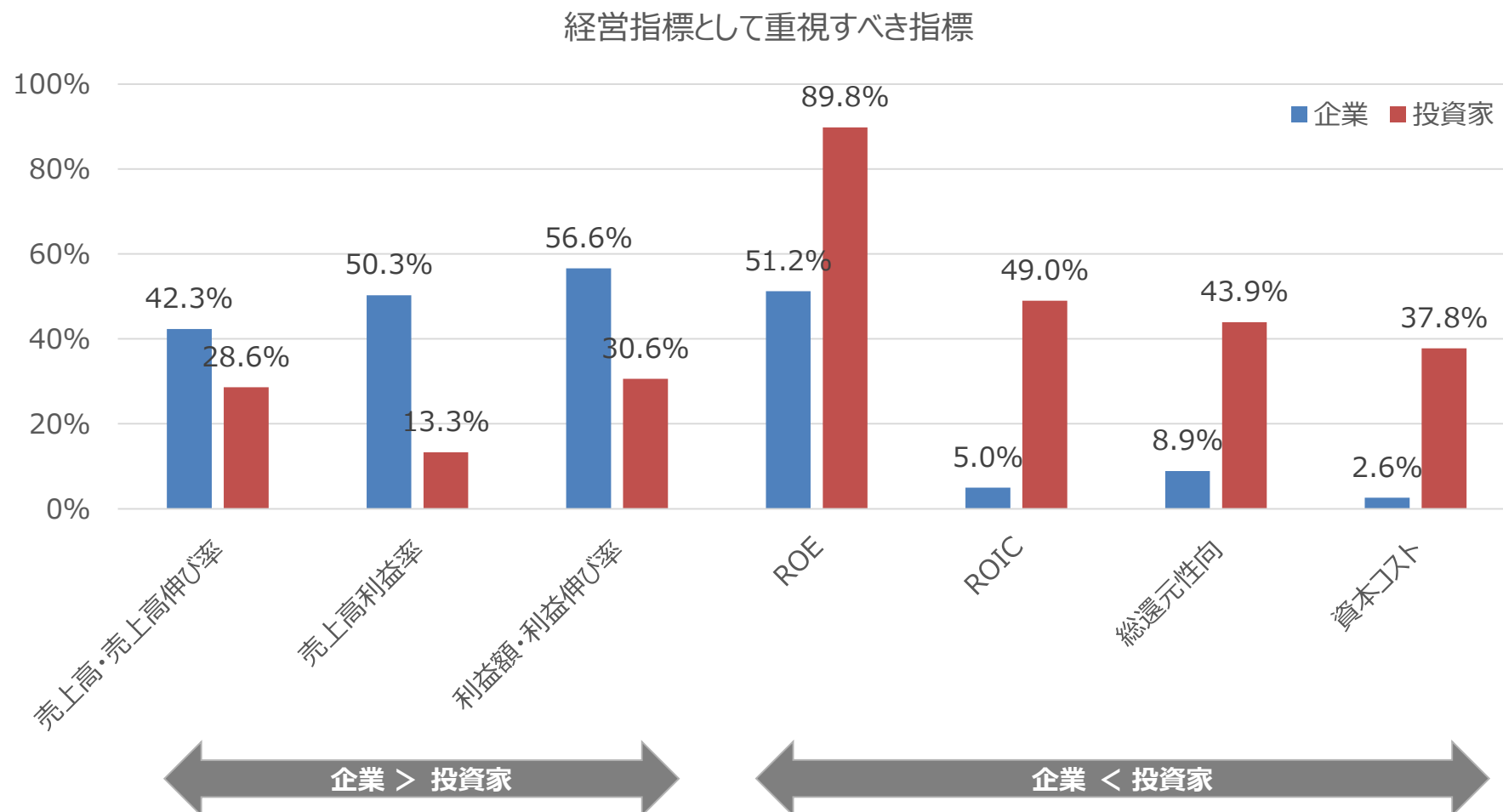
中期経営計画における経営指標

- 日本の上場企業の中期経営計画において、経営指標（目標）として、大半の企業が「売上高」、「営業利益」等の事業規模に関するものを掲げる一方、「ROE」をあげる企業は4割にとどまる。
- こうした経営指標の設定が事業規模を小さくする「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。



経営指標として重視すべき指標（企業・投資家）

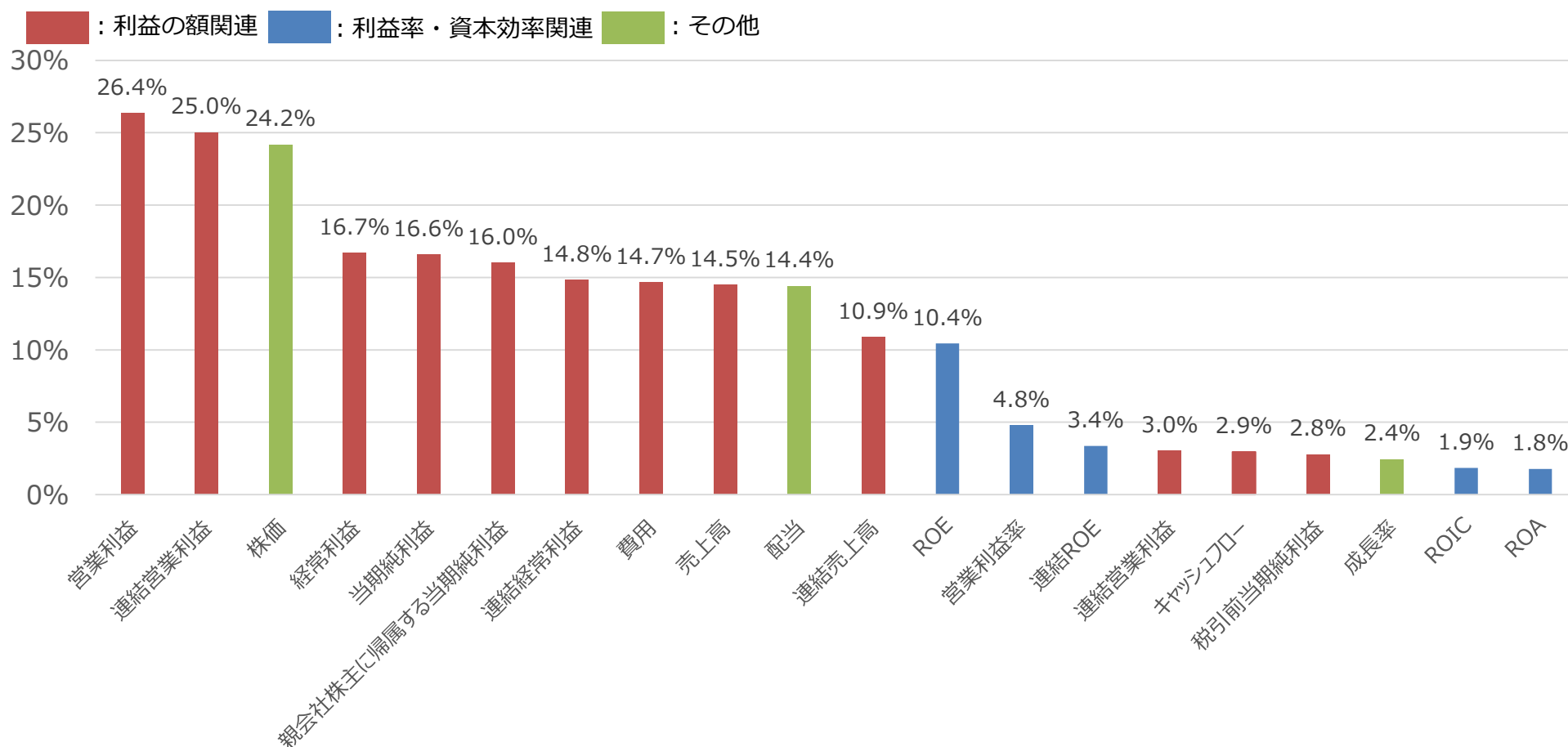
- 経営において重視すべき指標について、企業は利益額・売上高・売上高利益率などの指標を重視するのに対し、投資家はROE・ROIC・総還元性向・資本コストなどの指標を重視しており、両者の間には資本効率や資本コストへの意識において乖離があると考えられる。



（出典）一般社団法人生命保険協会「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）」を基に経済産業省が作成。

役員報酬の業績評価指標（2019年3月期）

- 有価証券報告書の「役員の報酬等」において、1つ以上の業績評価指標を記載している企業（金融を除く）は約半分。
- 全体としては利益の額（営業利益、経常利益、純利益等）を重視する企業が多く、資本効率に関する指標（ROE、ROA、ROIC、営業利益率等）を重視する企業は少ない。



役員報酬の業績評価指標（国際比較）

- 役員報酬の算定において用いられる業績指標を国際比較すると、特にLTI（中長期インセンティブ）において差が見られた。米・英ではTSRや効率性指標を重視するのに対し、日本では営業利益額や売上高などの事業規模に連動する指標を重視する傾向が見られる。

		日本	英国	米国
LTI (中長期インセンティブ)	1 番	営業利益(35%)	株主総利回り (TSR) (75%)	株主総利回り (TSR) (58%)
	2 番	売上高(22%)	利益指標(74%)	一株あたり利益 (EPS) (31%)
	3 番	当期純利益(22%)	効率性指標 (ROE等) (29%)	効率性指標 (ROE等) (21%)
	4 番	ROE(15%)	業種固有の指標(12%)	営業利益等(19%)
	5 番	株価・時価総額(15%)	キャッシュフロー指標(10%)	売上高(16%)
STI (短期インセンティブ)	1 番	営業利益(40%)	利益指標(84%)	営業利益等(46%)
	2 番	当期純利益(34%)	個人評価/非財務評価(55%)	個人評価(43%)
	3 番	経常利益(25%)	戦略的目標達成度(32%)	一株あたり利益 (EPS) (38%)
	4 番	売上高(22%)	業種固有の指標(28%)	戦略的目標達成度(35%)
	5 番	ROE(7%)	キャッシュフロー指標(24%)	売上高(28%)

(出典) 米国・英国の情報については、各社開示資料をもとにウリス・タワーズワトソン Global Executive Compensation Analysis Teamが分析したものを基に経済産業省が加工。

日本の情報については、デロイトトーマツ『役員報酬サーベイ2019年度』を基に経済産業省が加工。

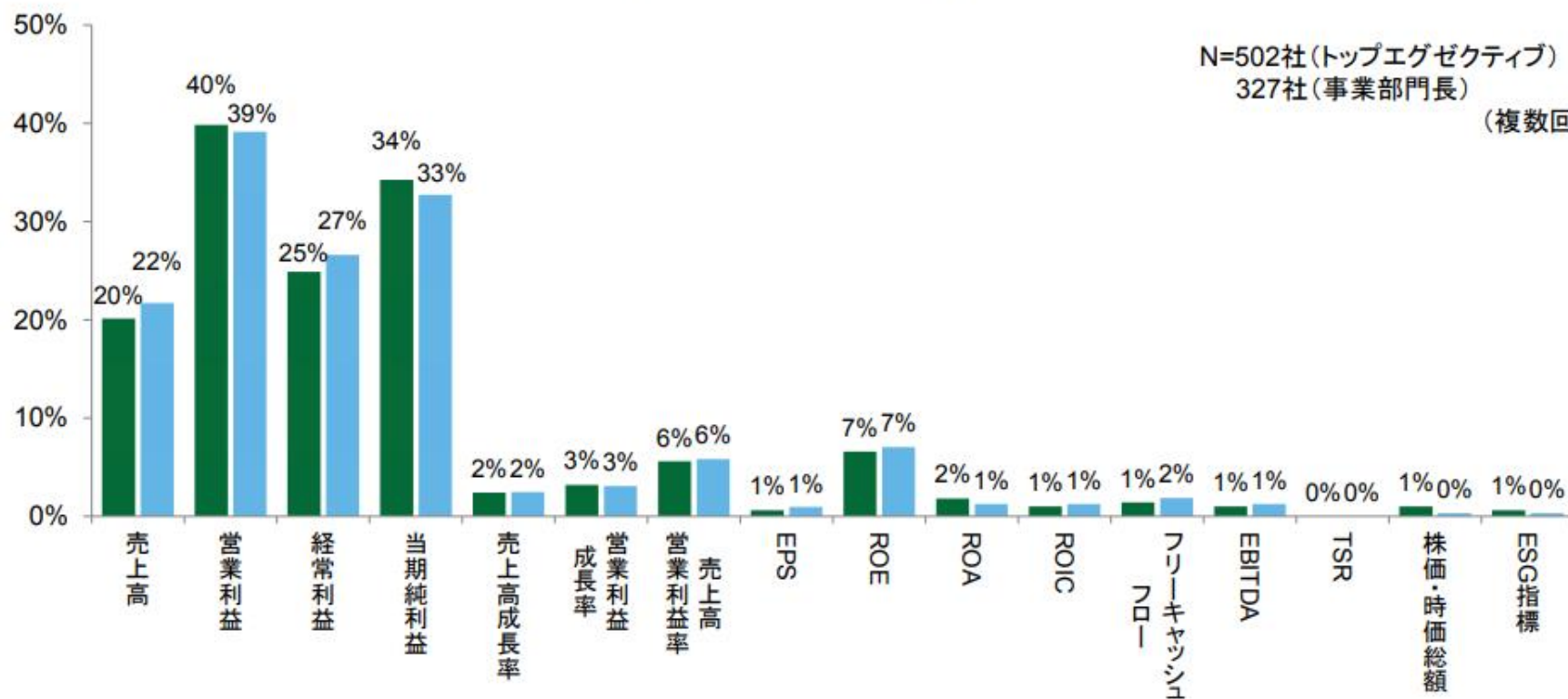
役員報酬の業績指標（短期インセンティブ・日本）

- 日本では、営業利益、純利益、売上高などの利益額を重視する傾向が顕著。

短期インセンティブに関連付けられる全社業績指標

■ トップエグゼクティブ *1 ■ 事業部門長 *2

N=502社(トップエグゼクティブ)
327社(事業部門長)
(複数回答)



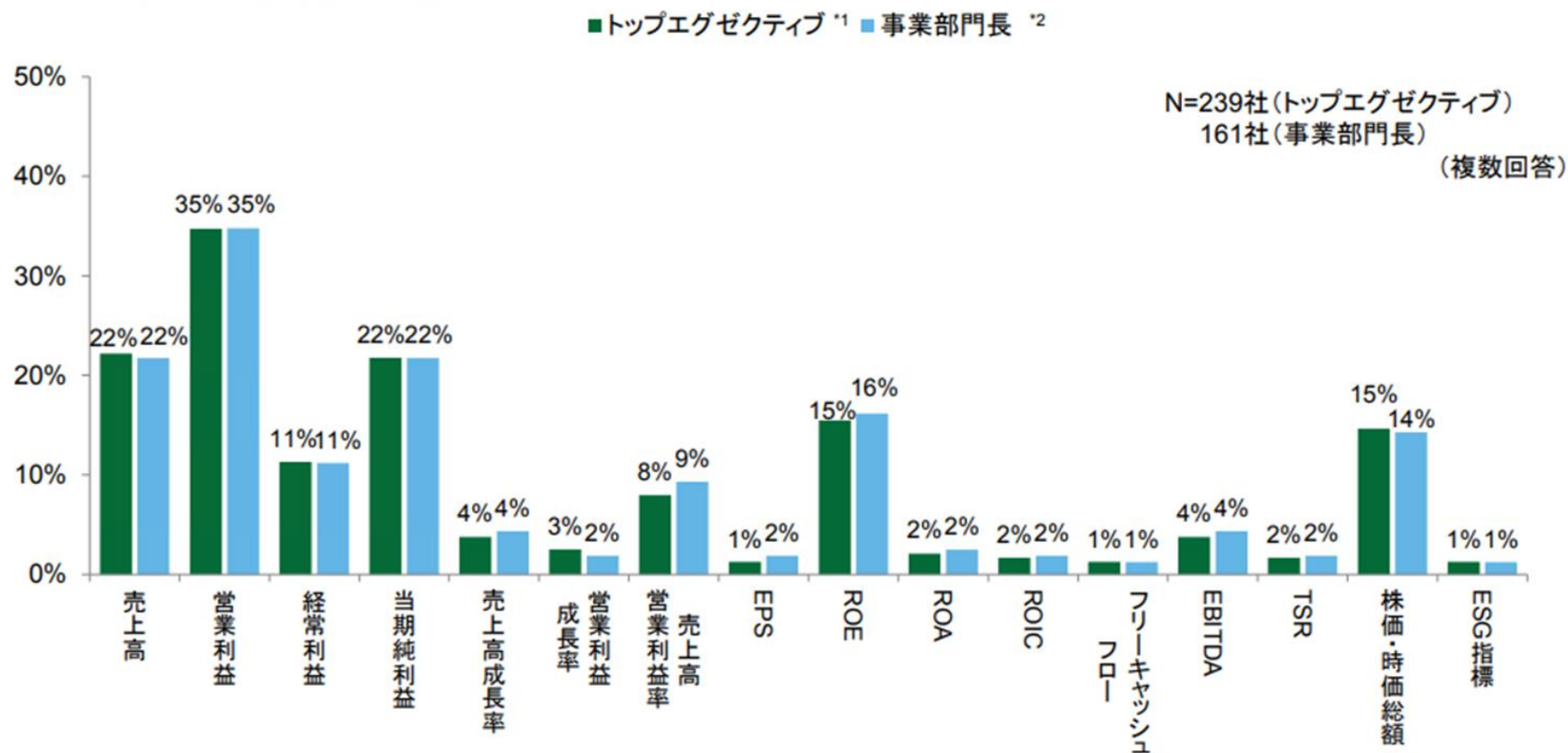
*1 トップエグゼクティブ: CEOまたはCOOの職位に就いている役員の業績指標の集計結果

*2 事業部門長: 企業における1つ以上の事業の収益性や成長性の確保に責任を負う職位に就いている役員の業績指標の集計結果

役員報酬の業績指標（中長期インセンティブ・日本）

- 日本では、営業利益、純利益、売上高などの売上・利益額を重視する傾向が顕著であり、株価・時価総額を指標にする企業の割合を上回っている。

長期インセンティブに関連付けられる業績全社指標

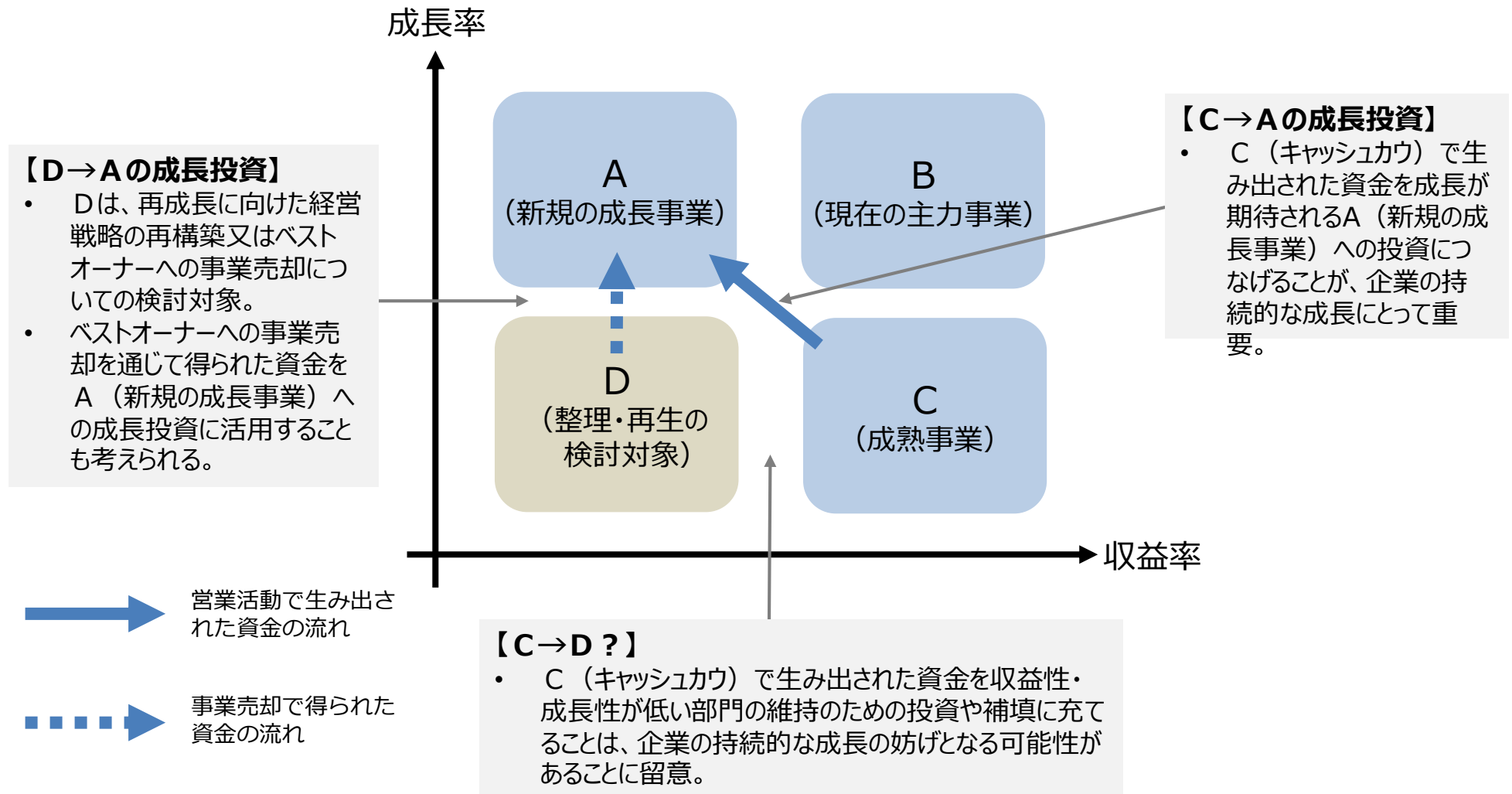


*1 トップエグゼクティブ: CEOまたはCOOの職位についている役員の業績指標の集計結果

*2 事業部門長: 企業における1つ以上の事業の収益性や成長性の確保に責任を負う職位についている役員の業績指標の集計結果

事業ポートフォリオ検討の視点（資金の流れのイメージ）

- 多角化企業においては、内部資本市場の効率性が重要。持続的な成長に向け、成熟事業が生み出す資金をハイリスクな成長事業の投資に回すなど、事業のライフサイクルを踏まえた戦略的な資金配分を行うことが重要ではないか。



事務局ヒアリングの整理

1-1. 多角化の意義

- **事業の数が多すぎると、事業管理の能力を超えてしまう。**事業の数と事業特性の分散のバランスから、最適ポイントがある。（経営者）
- （コングロマリットには）見えにくさは宿命にあるので、本来は、それを上回る**メリットを企業サイドから発信していく必要がある**。また、多角化企業について、すべてのポートフォリオが分かるCEOはまずいない。**マネージできる範囲に切っていくという方向性がよい**。（経済学者）
- **コングロマリットディスカウントの要因は投資家側の問題と経営者の経営力**によるものの2つがある。研究上、**経営者のキャパシティのディスカウントが一番大きい**。アメリカでもスピノフに反対する経営者が主張するのは「事業シナジーがある」ということだが、問題はそのシナジーを相殺して余りあるくらいディスカウントがあるということ。また、マクロで見ると、ICTのおかげで取引コストが激減しているので、どうしても社内化しないといけない場合以外は取り込む必要はないという方向に進んでいく。（経営学者）
- **コングロマリット経営は、10年、20年前の経営スタイル。良いところもあると思うが、コングロマリットで平準化する経営では、資本市場からの期待に応えられない**。儲かるところに徹底的に集中して、リターンを出して、株価をあげていく、というプレッシャーがある。（企業）
- 資本市場の観点からは、**各社の事業を集約した方が、競争力が出てくるが、日本企業はそれができなかったので、競争力が落ちてしまった**。（経営学者）

事務局ヒアリングの整理

1-1. 多角化の意義

- 投資家による多角化の評価は厳しい。経営者は基本的に売上や企業規模に関して強いインセンティブを有しているので、多角化に向かいがちだが、投資家のインセンティブは効率性にアラインしているので、選択と集中に向かいがちである。…企業が多角化する場合、相当な勝算がともなっていなければ、株主としては損をするだけである。投資家選好、アセットアロケーション、資本構成という3つの観点から基本的にコングロマリットディスカウントは発生しやすい。ディスカウントを上回ってプレミアムにするのは難しく、それが出来なければマーケットは評価しない。（機関投資家）
- 多角化、選択と集中に関して、経営者には以下の視点（資本市場・投資家の視点）がない。
 - ① 長期的に業界の平均以上の収益性を出せない事業を行う合理性はほぼない。
 - ② シェアNo.1かNo.2の事業を行うのは必要条件である。
 - ③ 自社が実現可能な事業価値に比べて、他社に売却可能な価格が高い場合は、事業売却を行うべき。
 - ④ リスク特性の大きく違う事業が混在することは、資本構成や投資家選好の観点から、コングロマリットディスカウントの原因になりやすく、避けるべき。
 - ⑤ 経営リソースの集中により、事業価値の向上が期待される場合は、①～④にかかわらず、事業の切り出しを検討するべき。
（機関投資家）
- 日本企業の経営陣はコングロマリット化を図ることで企業が安定すると考えているように思うが、このようなスタンスはかえってアクティビストなどに目をつけられやすくなっている。例えば、ネスレなどはアクティビストから投資を受けているが、近年ではアクティビストファンドに対しても豊富に資金が供給されており、コングロマリット企業に対しても投資が可能となるため、コングロマリット化はもはや防衛機能を果たさない。（米国のFA）

事務局ヒアリングの整理

1-1. 多角化の意義

- 企業は内部資本市場の有効活用を理由にコングロマリット化を進める傾向にあるが、本当にそうかは疑問。例えば、世界の優れた半導体企業は、ピュアプレイであることが多いが、これらの企業がファイナンスでハンディキャップを負っているかという、負っていないと思う。財務シナジーがプラスになっているということが説明できればいいが日本企業は難しいと思う。**キャッシュカウから新規事業にキャッシュが流れ、新規事業を成長させていくというサイクルが大事。日本企業では、成熟事業にキャッシュが流れて行ってしまう。**（経済学者）
- ROIC上のハードルは、資本コストに対して、赤字か黒字かみる。**ROICのハードルレートを割ったものの、PL上は黒字（赤字になるまで）の間が、一番納得感の得られる売却のチャンス**だと思う。PL上赤字になってしまうと、リストラしないとその事業を引き取ってもらえない。（経営者）
- **ROICハードルを下回ったら、赤字になる前に、その業界の勝ち組や勝ち組になろうとしている会社への売却を考える必要がある。**もし、その事業領域が成長領域で、勝ち組になれるということなら、逆に買収をすればよい。どちらかしかない。一番悲惨なのは、だらだら続けること。（経営者）
- 我々が普段接する大企業の子会社等の事業部門長の中には、**リソースを投入されずに生殺しにあい、相当不満を抱えている方々もいるが、その部下達も含め不満が極限まで達し、自らファンドを連れてきてというところまでいかな**いと**事業ポートフォリオの組換えが起きないのが現状。**（PEファンド）
- 1つの企業体として、一定のリスクヘッジをしておくことの価値は大きい。**投資家側は、必ず逃げ出せると思っている。そこに期待の非対称性がある。**（経営者）
- **コアでない事業だとしても事業同士が上手くシナジーを発揮してイノベーションを生むことがある。**なんでもかんでも切り出せば良いということではない。（企業）

事務局ヒアリングの整理

1-1. 多角化の意義

- **企業を永続させるにはリスクヘッジのためにポートフォリオをある程度多様にする必要がある。**今は調子がいい事業も一時期業績が悪かった。このとき、その他の事業を持っていなかったら企業としては終わっていた可能性がある。（企業）
- シナジーについては、最低限の基幹的な技術程度だが、我々の会社はそれぞれの事業部門が独立採算で、運営方法もお客さんも地域的なエクスポージャーもビジネスの段階も異なる。そういった**異なったものをいろいろと入れることにより安定した経営が可能**となっている。（企業）
- **海外投資家**と話しても、スピノフという言葉は、全く出てこない。**日本企業は、海外企業を買収するばかりで、国内再編が進まないことについて不思議がっている。**次のリセッションがくるまで、日本は変わらないと思っているので、そこまで待つと言われている状況。（アナリスト）

事務局ヒアリングの整理

1-2. 多角化に関する欧米の状況

- **米国や英国では過去のmanagement crisisが契機となって経営者のマインドに変化が発生している。**Crisisから分かったことは、企業をコングロマリット化することが必ずしもいいことではないということ。**コングロマリット化することにより、経営環境の変化に対してより脆弱になる。**このため、**近年では株主からの圧力もあり、経営者は事業ポートフォリオ管理を行い、企業を巨大化させることよりも、得意分野に経営資源を集中させて効率的に経営することに注力している。**(米国のFA)
- 数十年前の米国にもGEなどコングロマリット企業が存在した。コングロマリットのメリットは、スケールメリットを利用して研究開発などに大胆な投資ができる点にある。しかしながら、**近年では比較的小規模な会社でも大企業と同じように効率的な投資ができるようになっており、コングロマリット企業を維持するインセンティブが失われている。**具体的には、小規模な企業は負債を活用することで資本コストをかなり低く押さえていることに加え、GEなどの過去の成功結果を分析して効率的な投資を学んでいる。(米国のFA)
- 複数の事業部門を持っている場合、capital allocationに対して株主から厳しい視線が注がれており、株主の影響力が強い。**企業の経営陣は株主利益のために働くため、内部資本市場でcapital allocationを行うより、事業部門を分割した方が株主利益に資すると考える場合には、spin-offなどにより事業分割を積極的に行う傾向がある。**(米国のFA)

事務局ヒアリングの整理

2. 経営者の意識

- 上場企業の上位数十社についてはポートフォリオの転換についても認識しているが、**下の方の企業については認識すらまだ不十分**（なぜROEなのか、資本コストとは何なのかなど）。（FA）
- 日本では今までお金をつぎ込んできた今後成長する事業を切り出す等のドライな判断はなかなか厳しい。**株主目線になりきれていない**のだと思う。（企業）
- 経営陣に「**株主のエージェントとして株式価値向上のためにやるんだ**」という意識が足りていない。また、多角化企業は、存続や安定のために複数の事業を行うということもあるかもしれないが、それで気付かないうちに企業全体が下がっている。（PEファンド）
- 欧米企業の経営陣はFiduciary Dutyを強く意識しており、株主のために動く意思があるが、**日本企業の経営陣はFiduciary Dutyの意識が低く、代わりに「自分の会社」との認識が強い**ため、企業をどのように守るかという点に焦点をあてている。（米国のFA）
- **米国では、経営陣は時価総額を重視しているが、日本では売上高を重視している。**（機関投資家）
- やはり**日本企業の社長は、利益率が高い企業の社長より、大企業の社長でありたい**という話になる（エージェンシー問題）。（FA）
- （米国で切り出しが行われている理由として、）経営陣の意識の違い。**日本だと時価総額、売上、当期純利益の規模を意識しているが、米国ではEPSが意識**されており、EPSを上げる取引であれば切り出しもする。EPSを意識すると今後成長していく事業にフォーカスしようという行動になるのだと思う。他方、**従業員の目線に立つとEPSという観点はなく、規模なども重要**になるのだと思う。（FA）

事務局ヒアリングの整理

2. 経営者の意識

- **日本企業では、キャッシュを生んでいる事業は、もったいなくて売れないという面がある。**日本企業には、成長しておらずスケールも取れていない事業がたくさんあって、本当は売却していくことが必要だと思うが、**経営者としては事業が悪化した際のバッファーを持っておくことも考えてしまっている。**経営者は、少なくとも次の事業についてめどがたっていないと売ろうとはしない。（コンサル）
- **日本企業は、事業売却の話を持ち掛けられても、「資金も十分あるし、売却の必要はない。従業員を内部に抱えている方が平和である。」**と言っている。また、日本企業は、食べることが良いことだと言って食べ過ぎて糖尿病になってしまっている。本当に健康な体型はどれくらいなのかを考える必要があり、そうでないと老後が大変であり、太りすぎたらエクササイズが必要になる。（弁護士）
- **カーブアウトは、必要性があっても実行しないという状況はあると思う。**経営者は**ストックオプションも持っておらず、会社を大きくしてなんぼという意識があり、OBの関係もある**ので、売却の決断は経営者にとってハードルが高い。（PEファンド）
- **スピノフが進まないのは、経営陣の感情的な問題**であって、タックスやフィナンシャルの問題ではないと思う。家族や子供を他に売るという感情的なイメージをどう変えられるかが大事。（機関投資家）
- **気にしているのは売上高ではなく、成長率**で、2桁成長程度が望ましいと考えている。そして、**成長するためにはある程度の規模のほうがよい**という考えがある。ある意味、自分の経営が楽（経営力の強化）になるという面もある。これらは経営していれば自然に出てくる発想。その上で、本業とは事業の方向性が異なり、当該事業の今後の発展のためには海外展開や新事業の展開を必要としている事業であったので、事業を切り出すことを決定した。**切り出された経営者のモチベーションや当事者意識の向上、適切な後継者の育成、投資家から見たときの分かり易さ等の観点からも切り出すことが望ましい**と思う。（経営者）

事務局ヒアリングの整理

2. 経営者の意識

- **OB、会社の歴史、従業員等、事業売却をしない理由は色々あるので、決断自体が難しい。また、やはり利益が出ている間の売却は難しい。売却のタイミングについては、資本コストを上回る収益が上げられなくなってからではなく、自らの下で事業を続けた場合の価値と、売却した場合の価格のどちらが高いのかという観点を大事にした。（企業）**
- マクロ要因としては、①企業系列が残る（株式持合は相当に解消されているが人的ネットワークで系列は引き続き存在する）、②資本市場の機能不全がある（間接金融によるガバナンスはほぼ消滅、直接金融はフラグメントでけん制機能が不十分である）、③労働市場の問題がある（従業員が事業再編で外へ出された場合の再就職が容易でない）、ミクロ要因としては、①**企業一家主義が強い（子会社と言えども仲間を売れないという意識がある）、②PEへ売却することへの抵抗感が強い（切り刻まれることへの不安、「一緒にいたい症候群」がある）、③人事への配慮がある（典型的な社内政治問題である）、④自前主義が強い（儲からない事業でもワンセットで内部に抱えるという意識（経済成長時代の残滓）が強い）、その他の要因としては、①良質なリーダーシップが不足（「マクロよりミクロ」、「将来より現在」を重視する傾向が強い）、②経営者の国際性が足りない（国際的な場数を踏んでいる経営者が少ない）**がある。（企業）
- 子会社を売る、売らないというのは、本社で基本的に検討するのが当然だが、売れというものについても、まずは**子会社の社長に自分がどうしたいか、本社から離れることも視野に入れて自分で考えさせる。（企業）**
- **投資家の目線もあり、選択と集中については気を使っている。目に見える形では、ある業務の収益性が高く、他は少ないというのはあるが、だから他の事業部を切り捨てたほうがグループとして効率性が高いのかということそうではない。なかなか数値になりにくいシナジー効果はある。数値の世界と、目に見えない部分を考えながら最適化を考えている。（企業）**

事務局ヒアリングの整理

2. 経営者の意識

- 我々は会社を潰してしまうわけではないので、事業そのものをやめてしまうことは多くはない。赤字会社の比率が高かったというより自分たちがコントロールできない事業。我々の子会社なら、そこに物を売るなどか、在庫を減らせとかその経費をカットしろとか経費管理も極めて厳しくすることによって粗利に対する経費率を常に事業会社を見ているので、そういうところまで手を入れ黒字化する。（企業）
- **効率化すべき領域だからといって、グループ全体としてのお客様との関係を考えると、簡単に撤退というわけにはいかない。例えば住宅ローン事業を辞めたくても、お客様に借り換えてくれというわけにもいかない。また、各事業が独立しているとは限らないので、品揃えとして一部だけ撤退というわけにはいかないという事情もある。（企業）**
- **昔から、3年間一定の財務基準（ミニマムレート）を満たさなかったら事業をやめる（撤退or売却）というルールはあるが、コーポレート部門と事業部門との調整もあり、なかなか判断できなかった。その会社だけ売って終わりというわけではないという言い訳がついてしまう。しかし世界レベルで、コングロマリットは成功しないと言われているので、昔以上に、売却や統合をやっているところではある。本当は売らなくていい事業だけ持っていればこんなことは考えなくていいのだろうが。（企業）**
- **基準を達成できなかったからといって直ちに撤退というわけではなく、それだけではない違った判断基準が入ってくる。ゴーイングコンサーンでいくか、すぐに損切りするかどうかは、色々な要素を比較して決める。（企業）**
- **90年代は多角化を進める戦略。多角化したうえで一部の企業は上場化しようという雰囲気があり、遠心力が働く政策だった。しかし90年代後半から00年代の始め、発想を変えて、コアではない企業については売却していく方向になった。具体的には、本業に貢献するものだけ継続し、そうでないものはやめさせることにした。（企業）**

事務局ヒアリングの整理

2. 経営者の意識

- 仮にグループ価値の最大化という目標に合わない企業があるとする、検討の対象となる。「採算性があるので、特別なことをしなくてもいいではないか」となることもあれば、「不要だ」ということになるかもしれない。（企業）
- **特定の撤退基準はない。**執行役レベルが総合的に判断する。**赤字続きなどであれば撤退を決めるが、今後成長性が見込めない時に買いたいというところがあれば外に売ってしまう。**（企業）
- **事業の撤退等においては他事業とのつながりがなければ撤退基準をシンプルに読み取って判断もできるだろうが、背景（コンテキスト）や他事業との繋がりが裏ではあったので、そこは経営者も時間をかけて話をして撤退を行った。基準に該当するからすぐ撤退というわけではない。**撤退当時は何度も取締役会にかけられた。当時は売り上げも上がっていたので、「本当に今売するのか」という声もあった。（企業）
- **ノンコアの部分であれば、切り出しの対象となる。収益をあげていれば、機を待つことが多い。**（企業）
- **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）
- **事業ポートフォリオをシステムティックにやるというのは、少なくともこれまでの他の日本企業と話していても、結局うまくいっていない印象である。他社との話し合いなどで必ず具体的な撤退数を質問しているが、結局 1 つ 2 つ程度である。できていないのにそこに手間をかける必要はあるのか、というのが個人的な考えである。できない理由の本質を考えるべきで、やるのがベストプラクティスとは思えない。**（企業）

事務局ヒアリングの整理

3. 業績評価指標

- アメリカではValue Based Managementという手法が90年代に広く浸透した。例えば、よく**管理指標に使われるEVA**というものがあるが、これが導入されたときの最初の初版で書いてある説明を載せている。あくまでも**投資家が使うというより、コーポレートエグゼクティブの仕事はどうやって評価するのかということが目的で作られている**。(機関投資家)
- **経営ガバナンスマネジメント組織全体がTSRを目標にして経営するとよいのではないかと考えている**。ROE、EPS、EBITDAだけを見た場合には企業経営の方向性を間違える可能性があって、それらよりはトータルで企業価値そのものを全体としてどうしていくのかということが大事である。例えば、当期利益だけ見ていると、やはり単年度をどう作るかという話が中心になってきて、あまりリスクテイクしないという状況になると思う。現在の、経営者を単年度利益で評価するような形だとそこらへんがやりづらいので、**より中長期的なところまで反映したような指標を使うとよいのではないかと考えている**。(コンサル)
- TSRについて、**キャピタルゲインは単純化すると、利益がどれだけかという話とそれに対するマルチプルに分かれる**。当期利益、営業利益、単年度をメインに考えていた場合には利益はよく議論には出てくるが、**実はマルチプルというのがかなり影響している**。大きくは事業の安定性と成長性によってこのマルチプルが高いか低いかが決まっていく・・・が、成長領域が会社の中にないと、個々の数字（マルチプル）が低いことになるし、あれば高くなっていく。**海外企業は利益だけではなく、マルチプルとキャッシュフローをどう株主還元していくかを意識した経営をしており、その結果として、TSRが高くなる**。・・・伝統的な企業だとTSRが低くなる傾向があるわけではなく、経営を上手くやっていけば、TSRは高い水準になる。(コンサル)

事務局ヒアリングの整理

3. 業績評価指標

- **日本は報酬が低いとよく言われるが、構成比の方がより重要**で、基本報酬と年次インセンティブで当期利益（当期利益営業利益売上高ROE、M&Aを盛んに行っている企業はEPSを気にすると思うが、基本的にはこちら辺のセッ）にリンクしていて、所謂**中長期インセンティブが極めて少ない**。米国企業では、中長期とインセンティブがすごく繋がっている（TSRにリンク）。さまざまな制度を変えても、実際に実行する本人たちのインセンティブがあまりそこに繋がっていないとおそらく上手く中長期を考える経営にならないので、実はこういったところからも少しずつ直した方がよいと考えている。（コンサル）
- （経営者の評価指標について）財務的には重点を株主価値か企業価値のどちらにおくかだと思うが、前者の発想だとTSRだと思うが、**国の発展という意味では後者でもよいと思う**。そういう意味では**ROICが非常に重要な指標**。これと株式価値を繋げる論点は非事業資産をどれだけ持っておきたいかとレバレッジをどこまでかけるのか（安全性をどこまで求めるのか）というところ。日本企業は現預金などを不要に持っているのでROAで見ない方がよいと思う。（PEファン）
- （経営者の評価指標について）**指標としてはTSRや事業ごとのROIC等が望ましい**。（FA）
- **指標として株価を入れることは賛成**。ただ、**株価が全てというわけではなく、業績等も指標に組み入れることで短期・長期のミックスとすることがポイント**だが、実現できていない企業が多い。（機関投資家）
- 日本企業に対してTSRの開示が義務付けられたため、**TSRが経営成績の一部として捉えられてしまっている**。そうすると、経営陣は短期的な株価しか見なくなってしまう。TSRを上げるために設備投資を削ることにもなりかねず、そうなると本末転倒。**英米では、TSRは専ら役員報酬との関係で議論されている点に注意が必要**。リーマンショック後に株価が上がらなかったのに、役員報酬だけが高額化しており、それを抑制するためにTSRの開示を入れた経緯があるため、経緯を含めて理解する必要がある。（弁護士）

事務局ヒアリングの整理

3. 業績評価指標

- 最近株主側も株式報酬の割合を増やせと言っているが、**報酬については、そもそももらっている金額が少なすぎて株式報酬の割合を上げてても米国ほど効かない。**どこの企業もコンサル雇ってTSRをきちんと見ていると思う。**結局は報酬総額の水準が根本的な問題**だと思う。（FA）
- カーブアウトは、必要性があっても実行しないという状況はあると思う。**経営者はストックオプションも持っておらず、会社を大きくしてなんぼという意識があり、OBの関係もあるので、売却の決断は経営者にとってハードルが高い。**（PEファンド）
- 「近年の資本市場の変化としては、パッシブ投資家が増加したことに加え、一部のアクティブ投資家がよりshort-termになっており、企業の経営者にはステークホルダーの多種多様な利益をバランスさせる能力が求められている。**日本企業の経営者は株主のshort-termの弊害ばかりを指摘しており、ステークホルダーの利益をバランスさせるという視点が足りないのではないか。**」（米国FA）
- 「**英国の機関投資家は経営陣をESGなどで判断する**が、米国の機関投資家はTSRで経営陣を判断する。米国の機関投資家はTSRのみで経営陣の報酬水準を判断するため、もう少し英国の機関投資家のようにバランスを取る必要があると思う。」（英国FA）

事務局ヒアリングの整理

4. 組織マネジメント・組織文化

- **大企業ではある案件通すために数か月前から色々と準備していて、この委員会、この人に根回ししなければいけないなどさまざまなプロセスがある。M&Aで機動的に対応しなければならない場合でもそのプロセスが踏襲されるような形になっている。ここにはある程度メスを入れていかなければならないのではないかと考えている。（コンサル）**
- 事業会社も上の会社（三井物産や日立等）は海外M&A含め、事業再編を毎年のように行うので外からの人材の確保も行うが、やはり問題はそれをどのように数年に一度しか行わない下の会社に波及させていくか。（FA）
- **一部の大企業は組織再編を実行する際に専門のチームを立ち上げていると思うが、海外ではよりそれが進んでおり、人材がかなり流動化しているのと、外から人が入ってきて彼らがきちんとその中でパフォーマンスできる、キャリアがアップできるような形になっている。日本は形は整ってきているが、外部人材を入れたときに上手く融合して且つ中長期的に残ってもらうような形を作っていく必要がある。（コンサル）**
- **現場でかなり動いている組織の場合には、現場が動いてくれないと全く意味が無いので、このあたりも一緒に変えていきたいと考えている。日本企業は、カルチャーを変える時に行動指針やクレドみたいなものを作って財布に入れておいてくださいみたいな話がよくあるが、そうではなく、そもそもどういったcontext、どういった行動をして欲しいのかどうかというところを定義して、そこに向かうように組織のさまざまな制度を変えていくことによって組織を変えるということにより抜本的な変革が出来る**と考えている。ただ、それをやるためには人事戦略を作ってそれをいろいろと入り練りしなければならない。（コンサル）
- **これまで大きな事業転換を行った経験がないため、人材のミスマッチが生じている。マッチしない人が社内に留まるだけでなく、社外でも活躍できるような在り方に変えていかなければいけない。（企業）**

事務局ヒアリングの整理

5. 従業員・人事の問題

- 様々なマクロ的な要素もあり、その（撤退の）判断が遅かったのか、または早かったのか、その判断評価は今考えてみても難しい。当時苦心したこととしては「人」である。**事業員を引き取ってくれる企業を探す等、人の手立てをどうするかが難しかった。**（企業）
- 今までも何回か事業譲渡しているが、その時のポイントは、引き継いでくれる会社が事業を成長させてくれるか**の見極め、切り出した先で人の雇用が維持されるのか、雇用条件が下がらないか、ある期間保障してくれるかが**大きかった。そういったところも考えながら見て、どこにいくらか、となる。（企業）
- 仮に撤退や売却等、組換えとなった場合にも、働いている人材のモチベーションは意識してケアをしていかななくては**いけない**とは思っている。（企業）
- 買収する場合は今の企業の（雇用条件に係る）水準に合わせるなどこちらで意思決定できる部分が多いので**難しいが、売却する場合は買収企業との交渉が必要で、かつ、最後は従業員本人の同意が必要。**（企業）
- 日本株式への投資を始めて驚いたのは、会社は従業員のためのものという意識があったこと。**日本では、事業で失敗した場合の損切の判断が甘く、経営陣も従業員を切りたくないという意識がある。**（機関投資家）
- （多角化経営については）**グループ全体の人事制度と表裏一体で、例えば、自分のライバルでもあり先輩でもある人を子会社の社長に置く**といったことで、**グループの遠心力、求心力を維持する**ということが**トップに必要とされる力量とされてきた。**（PEファンド）

事務局ヒアリングの整理

5. 従業員・人事の問題

- マクロ要因としては、…③**労働市場の問題がある**（従業員が事業再編で外へ出された場合の再就職が容易でない）、ミクロ要因としては、①**企業一家主義が強い**（子会社と言えども仲間を売れないという意識がある）、②PEへ売却することへの抵抗感が強い（切り刻まれることへの不安、「一緒にいたい症候群」がある）、…③**人事への配慮がある**（典型的な社内政治問題である）…。（企業）
- その事業にいる従業員にとっては、プライオリティが低く、投資もされないまま持っておかれるより、もっと資源を投資してくれるようになった方が良いのであって、事業の切出しは、必ずしもネガティブなことばかりではない。**（経営学者）
- 従業員が企業の永続を望んでいるかは、世代によっても異なる**と思う。また、必ずしも、富士フイルムのように生き残って成長していける企業ばかりではないので、全ての企業を助けないといけないとなると、非効率になると思う。（法学者）
- 経営者が従業員の雇用を問題にして切り出しを躊躇するのは、自ら無駄があるということを認識しているということであり、本来おかしいこと。事業のみではなく人についても、十分な経営リソースを与えられておらず、有効に活用されていないことが多く非常にもったいない。**我々が中に入る際には、今まで有効活用されていなかった方々にどうやってより効果的に働いてもらうのかということを考えている。**ファンドもオーナーがいるので、人を切ってしまうということにもハードルがあり、いわゆるハゲタカファンドのようなことはできない。**（PEファンド）

事務局ヒアリングの整理

5. 従業員・人事の問題

- **日本は海外と比較すると子会社数が非常に多いが、その理由は雇用を守るためという側面もあり、実務においても40代半ばの人たちを本社にずっと置いていられないので、子会社へ送るということが行われているのだと思う。他方、米国ではいらなくなったらクビを切ればよく、雇用慣行が異なるので、日本でも単純に米国のようにスピノフを行えばいいということではないと思う。もちろんこのまま事業再編が行われなるとり貧になっていくと思うが、日本の大企業に就職した人のマインドセットと乖離しているし、人事の仕組みも変えていかなければいけない。**（労働経済学者）
- **事業再編も、特に大手は、従業員の問題がネックになっているのは間違いなく、また、社会的な評判や、先輩から言われたりもある。日本は、会社に包括的に雇われて、会社の一員になるので、この事業がなくなっても、他の事業に移せとなる。他方で、欧州は、職種の考え方で、産業別・職種別の組合が強いので、そちらに属しているというアイデンティティの意識の方が強い。欧州は、他の企業に移っても、そこで働いていられるのであれば、特に労組は反対しない。日本は、会社から切られることに対してすごく不安に思う。**（シンクタンク）
- **賃金制度は、実は大事で、事業が切り出されると、生活の水準が変わったりするので、そこまで整備していかないとスムーズにいかない。日本で、事業集約ができた産業は、製造業でいうと鉄鋼だが、同じ素材でも化学はほとんどできていない。この違いにはいろいろな理由があるが、1つの大きな要因は、賃金制度。鉄鋼は、各企業で賃金体系が似ている。到達点としては、企業ごとに賃金制度に差があってもよい、というのをやめていかないといけない。あとは、賃金を上げていくことが大事。**（シンクタンク）
- **雇用の流動性について、欧州でうまくいっているのは、労組があまり反対しないから。（特にスウェーデンでは）不採算部門があれば、人員整理が必要というのは、連合も理解していて、ただし、リストラになる人の生活をしっかりと保障してください、というスタンス。欧州は、企業側が使用者団体として団結していて、賃金交渉等の労使交渉は、一企業ごとではなく、産業別にやっている。日本は、調整役だけなので、やはり労働移動に関心はない。日本でも、もう少し使用者団体での調整があると良い。**（シンクタンク）

事務局ヒアリングの整理

5. 従業員・人事の問題

- 経営陣としては、リスクを取って事業が失敗した場合の処理に困るという意識があるから、その事業をクローズさせる仕組みを整えてあげるのが効果的であり、この点を突き詰めると解雇規制になる。**今の解雇規制では、事業がだめでも、会社として業績が悪くなければ、従業員を解雇できない。会社全体の業績悪化につながる前に、不採算部門を切り離せるようにするのが良い。**（経済学者）

経済同友会 資本効率最適化による豊かな社会への第1次提言 「収益力を強化する事業組換えの実践」（2016年6月）（一部抜粋）

はじめにー資本効率の向上と最適化を通じて、豊かさが連鎖していく社会を実現する

…より本質的な課題は、低収益事業を抱え込む企業経営のあり方そのものにあるのではないか。企業の事業群、あるいは単一事業であっても、地域毎、セグメント毎で分けると、十分な経営資源が配分されないまま低成長、低収益に甘んじている事業もある。これらを抱え込み続けることが企業全体の生産性向上を大きく阻害し、資本効率を悪化させている。

こうした事業では成長戦略を描くことが難しく、労務費や研究開発費等の削減によってその温存を図る傾向にある。そのため、新たな付加価値を創出するイノベーションが引き起こされず、価格引き下げと長時間労働に依存した過当競争が繰り広げられ、低収益化と労務費の抑制がさらに進むという悪循環に陥っているのである。

自社内では将来の成長が見込めない事業であっても、売却や再編により、再び輝きを取り戻すことは充分可能であり、従業員にとっても未来に希望の持てる経営判断と言える。しかしながら、多くの経営者の「心の内なる岩盤」がその決断を躊躇させている。

昨今、経営が行き詰まった結果、事業を売却する事例が増加しているが、追い込まれてからの再編は、望ましい結果を生むとは限らない。経営が順調な平時から、事業ポートフォリオを検証し、各事業の資本効率を引き上げるべきではないか。

経済同友会 資本効率最適化による豊かな社会への第1次提言 「収益力を強化する事業組換えの実践」（2016年6月）（一部抜粋）

日本企業の ROE が低い根本要因は低収益事業の抱え込み

日本企業の収益性の低さについて、・・・特に事業ポートフォリオの組換えに時間を要し、市場競争が激しく利幅が薄くなった事業も含めて、**低収益事業を抱え込んでいることが最大の問題**であることを自覚しなければならない。

事業の新陳代謝を阻害する経営者の「心の内なる岩盤」

企業が低収益事業の切り出し（カーブアウト）をせずに、温存する背景には、まず、事業毎の資本効率の分析、及びそれを可能にする事業の切り分けが十分にできていないことがある。こうした状況では、経営者にとってカーブアウトは、きわめて「面倒な」仕事であり、本体の経営が順調な時には優先順位が下がる。また、低収益事業が本体の業績を大きく揺るがさない限り、抱え込み続けることを経営者が「良し」とする面もある。

しかし、カーブアウトが行われない最大の理由は、以下のような経営者の心の内なる岩盤にこそある。

- ✓ 経営ビジョンや長期戦略、それらを踏まえた客観的基準に基づき、**コア事業とノンコア事業を見極めておらず、すべての事業をコア事業として考える。**
- ✓ **経営ビジョンとの合致や事業の成長性についての精査を行うことなく、研究開発投資が続けられる。**
- ✓ 「選択と集中」までは行うが、**選択から外れた事業も抱え込む。**
- ✓ 従業員を路頭に迷わすことは経営者としてすべきではなく、**雇用し続けることを美徳とする。**
- ✓ 十分な経営資源を投入できない事業は子会社化し、**赤字決算にならない限りグループ内に温存する。**ただし、こうした子会社には、親会社より**低い賃金水準の報酬制度が適用**される。
- ✓ 事業売却、子会社売却は悪しきことであり、**内外からの批判を恐れる。**

経済同友会 資本効率最適化による豊かな社会への第1次提言 「収益力を強化する事業組換えの実践」（2016年6月）（一部抜粋）

経営者の「心の内なる岩盤」の存在を許容する日本の企業観

こうした岩盤が存在する理由の一つに、日本における企業観がある（※）。わが国では、**企業を一つの共同体と捉え、共同体全体の維持を重視する意識が強い。**

※ 日本の企業観の一つに「企業は社会の公器」とする考え方がある。「企業は個々の利害関係者の存在とは別の、一つの人格として意識されるのである。とりわけ自らの生活・人生をコミットしている従業員にとっては、生活の糧を得る場であると同時に、社会生活の場でもあり、自らのアイデンティティの源泉として、実在するものとみなされる」（2006年『日米企業の利益率格差』（伊丹敬之編著、一橋大学日本企業研究センター研究叢書①）

事業の新陳代謝こそ生産性向上と賃上げの鍵

低収益事業を抱え込む経営者の「心の内なる岩盤」と、企業を共同体として捉え、その全体的な維持を第一に重視する企業観が、生産性向上を妨げ、逆に様々なステークホルダーに不利益をもたらす要因になっている。

低収益事業の温存により経営資源が分散され、本来十分な資源投入が必要な成長分野や中核的事業でさえも収益力強化が図れなくなる。また、過度な価格競争や過当競争は、現役世代の所得が伸び悩んでいる要因の一つとしても考えられる。したがって、**低収益事業のカーブアウトとイノベーション創出への経営資源の集中投入を行い、生産性向上と賃金の引き上げを達成することこそ、日本経済に好循環をつくり出す鍵である。**

経済同友会 資本効率最適化による豊かな社会への第1次提言 「収益力を強化する事業組換えの実践」（2016年6月）（一部抜粋）

社会の公器である「企業」の真の責任

我々経営者の「心の内なる岩盤」を打破するためには、まず従来の企業観を改めて見つめ直す必要がある。企業は「社会の公器」と言われる。しかし、それは共同体全体の維持を重視するあまり、低収益事業とそこで働く人材を抱え込み、企業としてのブランドを死守することではない。

企業の根源的な社会的責任は、本業を通じて多岐にわたる社会的課題の解決に貢献し、より広く社会全般に対する価値を生み出すこと、及びそれにより得られた利益を多様なステークホルダーに還元していくことにある。そのためには、財務資本のみならず、人的資本、知的資本等の広範な資本を最適に活用することが必要である。

企業とは、こうした価値創造のための「器」であり、その最大化をめざして器の中身である事業を柔軟に組み換え、責任を果たしていかなければならない。

企業価値の定義（1/2）

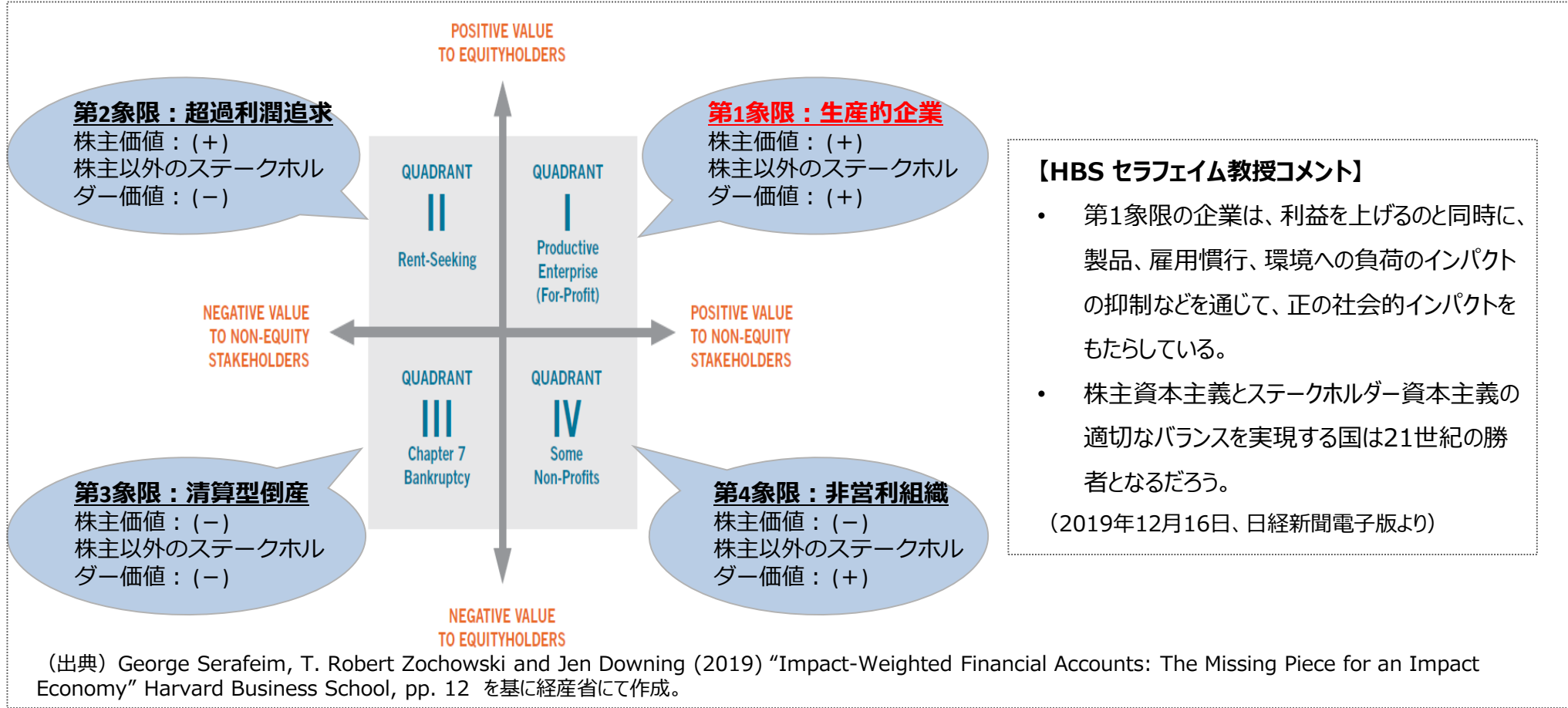
- 企業価値の定義については、様々な見解があるが、経済産業省における各種ガイドラインにおいては以下のように整理してきた。

名称	定義
企業価値報告書～公正な企業社会のルール形成に向けた提案～（2005年）	「企業価値とは 企業が利益を生み出す力に基づき決まる。企業が利益を生み出す力は、経営者の能力のみならず、従業員などの人的資本の質や企業へのコミットメント、取引先企業や債権者との良好な関係、顧客の信頼、地域社会との関係などが左右する。 株主はより高い企業価値を生み出す経営者を選択し、経営者はその期待に応じて 多様なステークホルダーとの良好な関係を築くことによって企業価値向上を実現する。 」
企業価値・株主共同の利益の確保又は向上のための買収防衛策に関する指針（2005年）	「会社の財産、収益力、安定性、効率性、成長力等 株主の利益に資する会社の属性又はその程度をいう。 」
企業価値研究会報告書（近時の諸環境の変化を踏まえた買収防衛策の在り方）（2008年）	「概念的には、「 企業が生み出すキャッシュフローの割引現在価値 」を想定するもの」
「持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～」プロジェクト最終報告書（伊藤レポート）（2014年）	「企業が生み出す価値をどのように考えるのか。一般には株主価値・経済価値として株式時価総額や企業が将来的に生み出すキャッシュフローの割引現在価値（DCF）等に焦点を当て、中長期的に資本コストを上回る利益を生む企業が価値創造企業として評価される。…一方、企業価値をもっと広く捉える見方もある。それはステークホルダーにとっての価値であり、株主価値、顧客価値、従業員価値、取引先価値、社会コミュニティ価値などから構成される。その総和が企業価値ともいえる。」 「企業価値を株主価値（株主にもたらされた付加価値）に焦点を当てて見る場合、それはマーケット（資本市場）メカニズムを通して、「時価総額」に反映される。時価総額は、株式交換という方法を通じて、通貨としての性格を有していることに留意すべきである。グローバル経営を行うためには、時価総額という通貨の活用を考えることが求められる。財務諸表に記載されている金額だけが企業の経済力、リアルマネーではない。しかも、その価値はコミュニケーションを通じて信頼、期待としての市場のパーセプション（理解・認識）に働き掛けることによって増幅も収縮もする。…ただ、株主価値だけを独立で捉えることも適切ではない。顧客価値、従業員価値、取引先価値、社会コミュニティ価値などの価値を創造することが株主価値の創造につながる。ステークホルダー全体の価値を高めることが株主価値の向上につながり、企業価値の長期的向上が成されることを意識すべきであろう。」

企業価値の定義（2/2）

名称	定義
グループ・ガバナンス・システムに関する実務指針（2019年）	「企業価値とは、会社の財産、収益力、安定性、効率性、成長力等株主の利益に資する会社の属性またはその程度をいい（経済産業省・法務省「企業価値・株主共同の利益の確保又は向上のための買収防衛策に関する指針」2 頁（2005 年 5 月 27 日））、概念的には、企業が生み出すキャッシュフローの割引現在価値の総和を想定するものである（企業価値研究会「近時の諸環境の変化を踏まえた買収防衛策の在り方」1 頁2008 年 6 月 30日））。 なお、経済産業省「企業価値報告書～公正な企業社会のルール形成に向けた提案～」（2005 年 5 月 27 日）においては、企業価値は、株主に帰属する株主価値と幅広いステークホルダーに帰属する価値の合計であり、ステークホルダーの会社に対する貢献の向上は長期的な企業価値の向上につながり得るとの整理がされている。 また、経済産業省「「持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～」プロジェクト（伊藤レポート）」（2014 年 8 月）においては、企業価値についての異なる複数の考え方が紹介された上で、企業価値のうち株主にもたらされる付加価値（株主価値）に焦点を当てつつも、株主価値を独立に捉えるのではなく、顧客、従業員、取引先等の株主以外のステークホルダーに対する付加価値の創造が、ひいては株主価値の創造につながることを意識すべきとの提言がされている。」
公正なM&Aの在り方に関する指針（2019年）	「企業価値とは、会社の財産、収益力、安定性、効率性、成長力等株主の利益に資する会社の属性またはその程度をいい、概念的には、企業が生み出すキャッシュフローの割引現在価値の総和を想定するものである。」

株主価値と株主以外のステークホルダー価値



- 「会社の存続のためには、・・・最初に損失を負担する役割を担う株主の存在は不可欠である。そのようなリスクマネーを提供している株主に満足を与えなければ会社は存続しえない。また逆に、株主以外のステークホルダーを軽視して、利益計上のみを考える経営は長期的には成り立たないことは言うまでもない。・・・企業の使命は株主よりも優先される立場にあるすべてのステークホルダーに相応の満足を与え、さらに、最劣後のステークホルダーである株主にも満足を与えることである。それが『会社は株主のものである』ということの真の意味である。」
(津森信也「第2章 企業価値向上経営の意義と実践に向けて」日本取引所グループ／東京証券取引所編『企業価値を高める経営投資家との協創が生む持続的成長』(2018年、日本経済新聞出版社))

労働者保護の主な内容（1/2）

- 事業の切出しの主な手法について、各種関係法令やガイドラインによる労働者保護の相違点は、以下のように整理することができる。

	会社分割（吸収分割）	事業譲渡	子会社株式譲渡	スピンオフ（現物配当）
事業に係る権利義務の承継の法的性質	包括承継	特定承継	— ※株主に変更が生じるのみで、権利義務に変更なし	— ※株主に変更が生じるのみで、権利義務に変更なし
労働者の個別承諾の要否	不要	必要	— ※同上	— ※同上
労働者保護に関する関係法令等	会社分割に伴う労働契約の承継等に関する法律	厚労省「事業譲渡又は合併を行うに当たって会社等が留意すべき事項に関する指針」	—	—
具体的手続	労働者・労働組合との協議 - 会社分割に当たり、労働者との間で協議することが必要(商法等の一部を改正する法律附則5条)。 - 会社分割に当たり、すべての事業場において、当該事業場に、労働者の過半数で組織する労働組合がある場合においてはその労働組合、労働者の過半数で組織する労働組合がない場合においては労働者の過半数を代表する者との協議その他これに準ずる方法で、労働者の理解と協力を得るよう努めるものとする（労働契約承継法7条、同法施行規則4条）。	労働者・労働組合との協議 - 労働者から承諾を取得するに当たっては、労働者に対して十分に説明を行い、承諾に向けた協議を行うことが適当であることが留意事項(事業譲渡等指針第2の1(2)イ)。 - 事業譲渡に当たり、労働者の過半数で組織する労働組合がある場合においてはその労働組合、労働者の過半数で組織する労働組合がない場合においては労働者の過半数を代表する者との協議その他これに準ずる方法によって、労働者の理解と協力を得るよう努めることが適当であることが留意事項（同指針第2の2(1)イ）。	—	—

労働者保護の主な内容（2/2）

	会社分割（吸収分割）	事業譲渡	子会社株式譲渡	スピノフ （現物配当）
具体的手続 （続き）	労働者・労働組合への通知 - 会社分割に当たり、承継事業に主として従事する労働者（①）及び分割契約等に労働契約を承継会社等が承継する旨の定めがある労働者（②）に対して、一定の事項を書面により通知することが必要(同法2条1項)。 - 労働組合との間で労働協約を締結している場合には、労働組合に対して、一定の事項を書面により通知することが必要(同法2条2項)。 異議手続 ①の労働者であって、分割契約等に労働契約を承継会社等に承継する旨の定めのない労働者は、承継されないことについて、書面で異議を述べることができる。異議を申し出たときは、労働契約は、承継会社等に承継される(同法4条1項、4項)。 ②の労働者は、労働契約が承継会社等に承継されることについて、書面で異議を述べるができる。異議を申し出たときは、労働契約は、承継会社等に承継されない(同法5条1項、3項)。	—	—	—