

事業再編研究会

第1回 議事要旨

1. 日時：令和2年1月31日（金）13時30分～16時00分
2. 場所：経済産業省別館9階944会議室
3. 出席者：神田座長、青委員、石綿委員、井上委員、牛島委員、江良委員、大湾委員、翁委員、片山委員、加来委員、加藤委員、志賀様（河村委員代理）、小林委員、三瓶委員、武井委員、田中委員、田村委員、佃委員、日戸委員、林委員、別所委員、松田委員、柳川委員、井上課長
（欠席：神作委員、富山委員、濱田委員、竹林参事官）
4. 議題：本研究会の検討の方向性、経営陣における課題と対応の方向性等
5. 議事概要：

はじめに、本研究会の進め方等について、資料3記載のとおりとすることについて委員の了解を得た。次に事務局より資料4、資料5について説明を行った後、討議を行った。討議の概要は以下のとおり。

【牛島委員】

私は主に多角化やコングロマリットディスカウント等を、研究の見地から検討しており、その分野でどういう知見が一般的に共有されているかについて資料6にまとめている。

「事業の切離し」は、企業が複数の事業をもっている、いわゆる多角化をしているということが前提になるが、そもそも多角化の合理性がどこに求められるかといえば、シナジーということになる。恐らく一番基本的なシナジーは、企業の利益に直接働く「事業シナジー」と呼ばれるものであり、これは資源であったり、組織能力というものを事業間で共有していくことで売上が増えたり、費用が相対的に節約されるという形で、事業の利益を高めるものであると思う。その他、もう少しバックグラウンド的に働くものとして、「財務シナジー」もあり、これは、事務局資料66ページにもあるように、成熟事業から成長事業に資金を循環させていくことで、企業の成長力を高めたり、あるいはいざというときに事業間で資金を融通し合う（コインシュランス）、保険を掛け合うような効果がある。

筋論としては、こうしたシナジーが事業間で働いているから、企業は多角化しているのだということになるが、実態としては、いわゆるコングロマリットディスカウント、多角

化ディスカウントと呼ばれるものが広く観察される。日本企業の場合、私どもの推計によると、平均的に5%~10%程度、同じ分野の専門の企業に比べて株価、企業価値が安くなる傾向がみられる。なぜこういうことになるのかというのは、様々な議論があるが、一つの有力な要因として、シナジーがプラスではなくてマイナスに働いてしまっている、1+1が2以上になるのではなく2以下になるような、負の相互作用が企業の中で事業間に働いてしまっていることが考えられる。負のシナジーがあるのであれば、それを解消することによって企業価値あるいはトータルの価値が高まることになるので、何らかの形で事業の切離し等を実施することが選択肢になると思う。

ここで、事業の切離しというときに、通常イメージされるのは、何らかの意味での「問題児」と呼ばれるような事業を外に出すことだが、実は、「優等生」の事業を外に出すことも1つの選択肢としてある。ここでいう優等生というのは、その事業として自立できるだけの収益があるが、企業の戦略的な方向性と必ずしもフィットしないという意味で、自社がベストオーナーではないというような事業である。恐らくここが、企業の経営者の感覚からすると、なぜ不採算でもないのに外へ出すのかというところで、なかなか実現しにくいところかと思う。

そういう意味で、対象となる事業はいろいろあり得るが、なぜそれが難しいのかということに関しては、資料6に列挙してあるような要因があり、事務局資料でも紹介があったように、規模が過度に重視され過ぎるようなことや、コインシュランスというものが過度に強調され、リスクをとらないこと挙げられる。財務政策の中の文脈でも、借金を積極的にしないなど、非難されることがあるが、同じような形で保険や安定性というものを過度に重視して、ポートフォリオの幅を大きく維持したがる傾向がある。

それから、構造的に非常に厄介なのは、「企業社会主義」と呼ばれるような状況が企業内で起きていて、不振な事業が、そうでない優良な事業の生み出すキャッシュに構造的に依存している場合、優等生であっても、あえて出すというような判断は非常にしにくい。それをした途端に他の部分が崩壊するというような依存構造ができてしまう。これは非常に厄介な状況ではないかと思う。

こういったところが、研究の分野で、日本企業だけではなく米国企業、欧州企業なども対象にして、主に議論されている。

【三瓶委員】

私は、実務家の立場から、気づいたこと等を共有させていただくが、牛島委員からご説明いただいたことと、結論的には全く一緒である。

資料7に記載しているとおりに、主なポイントとしては、企業経営の執行陣側の間で、事業開発時に、まず新しい事業の柱を建て、それが一定程度育った後、ノンコアを撤退するというような考え方が非常に広く行き渡っている。資料7の3ページ～5ページ、特に4ページにそれを図示している。左側が、投資家の考え方、右側が、私が何年かにわたって様々な企業経営者の方と対話した中で、やはりそういう考えなのかと見えてきたことを整理したものである。結果をみると、新しい事業が柱として育たないので撤退もできないという、先ほどの牛島委員のお話でいうと、新規事業の依存構造が残され、それが悪化していくと、ますます撤退できないようなことがあると思う。

次に、意思決定に関して、「空気」が、合理的な意思決定に優先しているという部分である。そもそもその空気がどこから来ているか。例えば、事業撤退、事業売却は悪いことであるとか、何となく後ろめたいという空気がある。それがどこから来ているかというのをさんざん調べ、これかなと思ったものを、資料7の7ページに挙げているが、それはそもそも日本人の根底にある心理である。どの経営者の方も、今まで私がお会いして、なぜだ、どこに根拠が、と聞いても答えは明確にされず、そういう雰囲気だ、通常そうだろうとおっしゃる。その空気の正体が分からなければ、なかなか解決しないのだと思う。なので、空気の正体を明らかにして、合理的な意思決定に戻していくのが、まずは大事だと思う。

そして、3つ目のポイントとして、売却や事業撤退するに当たって、後ろめたさを感じるということについて、先ほども優等生の事業の切出しについて牛島委員が触れられていたが、ベストオーナー・ベターペアレントという観点が非常に大事だと思う。この考え方は、日本ではまだ十分に浸透していないと思うが、考え方としては資料7の10ページに記載している。ビジネスそのものの価値と、そのビジネスをオーナーとしてもっているペアレント企業がマッチしているかどうかという点について、ミスマッチが多い。資料7の11ページ、12ページには、実際に私が企業との対話を通じて、最終的に不採算のリゾートホテルを売却していただいた事例を記載している。最終的にそのリゾートホテル事業は専門的なベターペアレントのもとに譲渡されてからは、とても元気よく育っている。なので、事業そのものが悪いのではなく、ただ、オーナーが合っていなかった。この場合には、従業員は不幸になるどころか、むしろ幸福になっていく。こういったことの理解がもっと進

む必要がある。

最後に、再度「空気」の問題になるが、もう少し科学的に経営をしていただきたいというのが1つの思いである。「行動経済学の罫」というのは、十分に本も出ているし、いろいろなところに書かれているが、それがどうも見過ごされている。ボードの中で、何となくみんながいいといえとか、抵抗感があれば一步を踏み出さないとか、いろいろな問題があるが、そういった意思決定の仕方は合理的ではなく、こういったことをもっと冷静に、科学的に理解していただいて、意思決定をしていただきたい。

【田村委員】

資料8の2ページに記載しているが、アメリカでもヨーロッパでもデュポン、ハネウェル、ユナイテッドテクノロジーズ、フィリップス、ティッセンクルップ、シーメンスなど、スピンオフないし子会社上場+売却といったような形で、大変大胆に事業ポートフォリオを組み換えている。例えば、資料8の3ページのユナイテッドテクノロジーズは、スピンオフによって会社を3分割すると発表した。分割予定事業の売上は、全体の4割以上であり、かつ、どれも非常に高収益の優良事業である。

資料8の13ページについて、事業本位制、企業本位制ということだが、なぜ対価もなく健全な部門を分離して、売上や利益を減らすスピンオフを行うのか。事業を分けると、専門の経営者がそれぞれの事業にフォーカスするので、それぞれの事業の価値は高まるが、会社という枠組みでみると規模が縮んでしまう。しかし、社会全体でみると、価値が生み出されているのである。

日本企業において事業の切出しが進まないのはなぜか、それは「経営陣の問題」である。要は、事業の切出しというのは、取締役会の監督下で経営者が決断するわけなので、事業の切出しが進まないのは、「経営者が決断しないから」である。なぜ決断をしないかという点について、それは、経営者の評価軸の問題である。要は、どういう経営者が評価されるのかという点について、売上の大きな企業の経営者か、それとも価値を創造する経営者かということであり、欧米では価値を創造する経営者が評価される。それに伴い、報酬体系もそのようになっており、こういった大胆なことが行われる。価値創造は何かというと、別に株主が偉いということではなくて、将来に向かってパイを大きくして公正に分配することである。この公正さというのにESG等も入っている。全体のパイが大きくなって、公正に分配すれば、必ず企業価値、株主価値も大きくなる。ジェンセンが論文で書いているが、株

主価値、企業価値というのは、株主が一番偉いからではなく、全体のパイを大きくしている目安になるため重要なのである。その企業価値の高め方について、バリュエーション理論的には極めて明快であり、成長性と収益性を両立させることである。ROICなりROEを上げて、かつ成長性を上げる。これは両立しなければならず、ROEを上げてばかりで成長投資を全然しなければ、持続的な価値創造はできない。ところが、この2つは二律背反の関係にあり、もうかる事業だけやっていると、あまり投資ができない。逆にたくさん投資をやっていると、ROEやROICが下がってしまう。この2つを両立させるためには、ブレイクスルーして、生産関数を上方シフトしないといけない。シュンペーターは、イノベーションを「新しい生産関数の形成」と定義しているが、まさにその通りである。欧米企業における経営者報酬も含めた業績評価指標としては、株価指標である相対TSRと財務指標が用いられるが、このうち財務指標については成長性とROIC、ないしそれらの代替指標のコンビネーションに必ずなっている。たとえばフィリップスなどもそうである。ROICは、マージンと資本効率の指標に分解することもあるが、必ず成長性と資本収益性の両立が求められているのである。ここで成長性については、どの会社もオーガニックグロースを採用している。つまり、自分でマネージして売上を伸ばした分しかカウントされず、M&Aで増えた分の成長はノーカウントとなる。逆にいえば、スピノフで売上が減っても、それは業績評価上マイナスにならないので、スピノフが実行されやすい。

どの経営者も口をそろえて言うが、いろいろある中でスピノフの一番のメリットは、「フォーカス」である。事務局資料67ページにもあったが、事業の数が多過ぎると事業管理の能力を超えてしまう。そんな事業管理の能力を超えた段階で、専業で一生懸命やっている会社と競争をしたら、それは劣後してしまうに決まっている。攻めるためにフォーカスするのである。ROICを高めて、自分で投資して成長していく機会を必死になってみつけるために縮む、伸びるために縮むというのがフォーカスの価値である。したがって、切出された、スピノフされた企業が自由になって価値が増えるのはもちろんだが、重要なのは、切出した方の企業も付加価値を高めていくというところにある。ユナイテッドテクノロジーズのCEOも正直に言っているが、おそらく欧米の企業においても、経営者は、やはり自分の会社が小さくなるというのは嫌なものであるが、それでもやる。それはなぜかというと、やはり取締役会に対するアカウンタビリティがあるからである。さらに取締役会は、投資家からのプレッシャーがある。ということで、やりたくなくても正しいと思ったらやらざるを得ない。もし自分が、率先してやらないと、逆にアクティビスト等の投

資家がやってきてしまう。ティッセングループの場合には、どうもそうだったようだが、シーメンスやユニテッドテクノロジーズは、プロアクティブにやっていったということだと理解している。

【田中委員】

スピンオフに関して、会社法の改正によって、会社分割制度を創設し、また現物配当の制度も整えたので、制度上は十分行うことができる形になっていると思う。それが、我が国で十分に実現していないとすれば、ガバナンスに種々な課題があるのだと思うので、この研究会で解決の方向性を図っていくことが望ましいと思う。

事務局資料で、「株主資本主義」という言葉が出てきた。これは、アメリカのシェアホルダー・プライマシーの訳語だとは思いますが、私の会社法学者としての理解では、米国の主要な州であるデラウェア州の会社法は、確かにシェアホルダー・プライマシーをとっているが、これは、その言葉から連想されるよりも慎ましいというか、もっと穏健な原理だと思っている。まず、株主利益を図るといっても、それは当然長期的利益を図るということを含んでおり、長期的な株主利益にかなうのであれば、従業員その他のステークホルダー利益を図ることも許されるという原理である。また、どのように図るかということも、経営陣の経営判断をかなり広く認めている。そのような穏健なシェアホルダー・プライマシーは、経営陣は、ステークホルダーの利益を図るとき、それは、株主に帰属するキャッシュフローの割引現在価値である株主価値に資することを説明できなければならないという原理であると理解している。そのようなことができるためには、そのステークホルダーの利益を図る行動は、余剰、富を生み出していれば、その中から株主に富の幾らかを分配できるので、株主の利益にかなうはずであり、そのように説明できたときに初めてステークホルダーの利益を考慮できるという原理だと理解している。これは、経済学でいう「負の外部性」のような、環境問題等を考えると、本当にこの原理だけでよいのかという問題もあるかと思うが、今回の研究会の射程である事業再編であれば、この考え方は貫徹できてよいと思う。要は事業再編をするかどうかの判断は、余剰を生むかどうかというところにあり、余剰を生むのであれば、その余剰の幾らかを株主に分配することは可能なので、そういったことをするのが株主利益にかなうし、もし余剰を生まないのであれば再編はしないことになるということかと思う。したがって、事業再編の基準として、余剰を生むかどうかというところに意味を見出すとすれば、当然スピンオフする事業が問題事業に限られるとい

うことにはならず、優良事業であっても、経営陣を代えればより価値を生むのであれば、当然スピノフはすべきだということになる。つまり、部門側の問題があるかどうかというよりも、スピノフによって価値が生まれるか、という部分で評価されるべきことになると思う。

それから、もう1つ事務局からの説明の中であったこととして、スピノフの場合、企業にキャッシュが入ってこず、そこが、経営陣がスピノフをためらう原因になっているという点について、これは、他の委員もご指摘になったように、経営陣のインセンティブ構造に原因があり、企業のコントロール下にある資産を増やすという方向にインセンティブが働いており生じている問題であると思う。この点に関して、経営陣のインセンティブを株主の利益に近づけていくということかと思う。これは、株価に着目した報酬制度、あるいはROICなどに注目した報酬体系ということかと思う。

最後に、株価というものは、時に非効率に上下し、ゆがみを生じさせることもあるかもしれないが、基本的に株式市場は、企業の将来キャッシュフローを予想して株価に反映させており、まだ企業がキャッシュを獲得していない場合でも、株主に富を生むことを可能にする優れた制度であると考えている。このような株式市場が上手く機能するには、もちろん投資家その他の関係者の努力が必要だが、機能する株式市場を前提にした場合には、経営陣のインセンティブを株主価値と結びつけることには、十分な合理性があると思っている。

スピノフの問題は、今申しあげた経営陣のインセンティブや株式市場の機能というような様々な問題と関係しており、だからこそ解決が難しいのかもしれないが、この研究会などを通じた関係者の努力によって、経済的によい方向が実現してほしいと願っている。

【柳川委員】

私も含めて、恐らくこの研究会のほとんどの委員は、今回の大きなテーマである、積極的な事業再編を進めていくべきであることや、ノンコア事業の積極的な切出しをしてダイナミックな事業活動をやっていくべきであるということに関して賛成だと思う。なので、研究会でのポイントは、これをどこまで進めていくか、どうやって進めていくかということなのかと思う。これまでにご指摘があったように、これは政府が法律を変えれば、すぐ何か動くということではなく、ガバメント・リーチが案外効かないので、間接的な話を使いながら、経営者のインセンティブをどうやって変えていくかが重要になる。また、事業

再編をダイナミックにとっても、どの程度のノンコア事業を出すかに関しては、恐らく委員の中でも温度差があるのだと思う。なので、どういう基準で線を引くか、その基準をどのように上手くつくれるかということだと思っている。

1つは、牛島委員からお話があったように、経済学的には、シナジーがあるところは、同じ事業であるということだが、資料9に記載されているとおり、このシナジーの構造が技術の変化によって大きく変わってきているので、結局くっついたり離れたりということが頻繁に起こらざるを得ないということだと思う。ただ、シナジーがあるからといってただだと、結局、これもシナジーがありそうだ、あれもシナジーがありそうだということで、M&Aを積極的にやって、抱え込むほうに走ることになる。シナジーがありそうなので、できるだけ多くのものを抱えて、ポテンシャルなシナジーを生かそうというマインドになってしまうということなので、ある種シナジーがあるというだけではだめで、経済学でいうところの機会費用、その事業を仮に外に出したときにどれだけのリターンが得られるのか、あるいは従業員も含めて企業の価値が、あるいは従業員の幸福感がどれだけ高まるのかという、そこの失われた価値のようなものを考えなければいけない。株式市場や株主の判断を活用することで、機会費用の概念がどこまで入れられるかというところが、今回の一つポイントかと思っている。

経営者の意識やインセンティブにゆがみがあったりするが、とにかく規模だけ大きくしたいと思っているような経営者の方の意識をどうやって変えるかというよりは、ある程度積極的な意識があるが、諸般の制約からなかなかできないというような、ある程度意識のある経営者の後押しをするというのが、事務局の整理だったかと思う。私もその方向でよいのではないかと思う。その観点からすると、実は切出したいと思っているが、切出すと従業員や株式市場から批判が出る、あるいはレピュテーションでかなりネガティブな評価を受けるという点をどのように考えていくかということについて、経営者が適切な切出しを実行した場合に、外側から、「これは真っ当な切出しの事業である」、「経営者として正しい判断である」と正当に評価される仕掛けをつくる必要がある。それをガイドラインと呼ぶのか、成功事例と呼ぶのか分からないが、切出すということはある種の経営者の役割であり、経営者の重要な意思判断であると合理化できるような仕掛けを本研究会で出せばよいかと思う。そういう意味での意識づくりが重要なのだと思う。

その意味では、セグメント情報の開示というのは、一つの手段だと思っているが、少しステップが必要だと思っており、そもそもセグメントごとにきれいに財務会計ができるの

であれば、その中間系のシナジーのようなものは、全てきれいに深くセグメントに落とせるということになるが、シナジーがポテンシャルにあると思っているのは、きれいに部門ごとに落ちない財務処理上の価値のようなものがあると思っているからであり、そういう意味では、細かいセグメント情報を出していただきますといわれると、多くの経営者は、少し躊躇するのではないかと思う。もちろん、そこをできるようにしていく方向は大事であるが、そこは、少しステップを踏む必要があるのだと思う。

事務局資料66ページについて、C～Aのあまり先進的でない事業になったところを切出すという発想だと思うが、私は、この発想が、むしろ積極的な切出しを阻害しているのではないかと思っており、ノンコアだと認定することが実は相当難しいので、その認定をしたものしか出してはいけない、あるいはそこだけが出せるという話になると、結局のところ、実は何も切出せなくなるということなのではないかと思う。ある意味で、黒字であったり、非常に生産性が高い事業であっても、他の企業とくつつくことで、よりよくなるのであれば、それは事業にもプラスであるし、企業側にもプラスであるという発想でなければいけない。活躍できていない部門かどうかということを見るとなかなか切出せないのので、他でもっと活躍できる事業があるかという方向で整理をしていく必要があると思う。

最後に、少し難しいが、スピノフをする場合に、株主が持ち株会社の場合と一般株主の場合とでは、かなり構造が違うのではないかという点について、本当は細かく詰めておいたほうがよいのではないかと思う。孫会社が持ち株会社の子会社になっているケースと、完全に親会社から独立した一般株主に買われている場合とでは、構造が少し違うのではないかと思う。本研究会の中で、そこをどこまで詰めるべきかどうかは少し疑問があるが、法制度上、法人格が分かれていることと、経済学、経営学的に同じ組織と考えられるエリアとは少し違うと思うので、本当は、外に切出すということは一体どういうことを意味するのかということを経済学、経営学には少し考える余地があるのかと思う。

【青委員】

事業の切出しに関して、一番重要なのは経営者自身が自ら主体的な姿勢で取り組むことである。経営者の評価制度やガバナンスの観点も大切だと思うが、その背中を上手く押すことができればよいという位置づけではないかと思う。本研究会を通じて、本来経営者に必要となる考え方の基本をしっかりと打ち立てることができれば、経営者も事業の切り出しに取り組みやすくなるのではないかと思う。

現状は、PL型の売上や利益の拡大を目指す経営が多いので、BS型の資本効率を意識した経営を行うことは非常に大事である。また、事業ポートフォリオの見直しに取り組むタイミングが遅れがちになっているという印象があるので、できる限り早く、業績が悪くなる前に着手することが肝要であり、常日頃から十分に自社の事業ポートフォリオを考えていく癖をつける必要がある。こうしたことをしっかりと強調しておくのがよいのではないかと思う。

最後に、事業ポートフォリオの見直しは、株主の利益だけを重視するような取り組みであると理解する向きも一部にあるが、本質的には、各事業が成長すれば、従業員の方も含めた、様々なステークホルダーにとってプラスになり、それが結果として株主の利益にもつながるというものであることから、そういった面を強調することが大事なのではないかと思う。

【石綿委員】

スピノフが活発に行われるようになることは基本的に有意義なことであると思っている。先ほど、日本で1件しか行われていないというご説明があったが、将来的には、知名度の高い会社がスピノフをして、そのスピノフについて積極的な社会的評価が行われれば、多くの経営者にとって経営の選択肢の一つとなり、スピノフについて前向きに考えるようになっていくと思う。現時点では、そのような流れをどのように作り出すかというのが、まずは重要であると思う。

その方策として、経営者にスピノフをするインセンティブを付与していくということがまず挙げられる。経営者の報酬の指標の設定の仕方など、経営者がスピノフをしていくインセンティブをどのようにつくっていくことができるかというのも、重要なテーマになると思う。一方で、経営者においてスピノフ等を考えざるを得ないような状況を作り出していく必要もあると思う。そういう意味で、セグメント開示などは有効な選択肢であると思う。

【井上委員】

私はデータを使った実証研究を専門としているので、実証研究の視点から2点お話ししたい。

1つ目は、事務局から多角化企業ほど低収益という説明があったが、これは、若干気を

つける必要があり、多角化していった対象が低収益であったり、株価が低い会社であるケースと、もう1つは、本業がそもそも低収益で、そこを拡大していこうと企業を変革している過程で非常に低収益になっているという2つのパターンがある。米国では、多角化のM&Aが非常に負の評価を受けていたり、低収益事業を買うケースが結構多く、経営者が低収益企業を自分で立て直すというようなケースが典型的な多角化M&Aで、これが低い評価を受けているという側面があるが、実証研究をみていると、日本はそういうものはあまり見当たらない。そうすると、半分程度は、少なくとも本業が低収益で、その変革の過程で多角化となり、それから本業がなかなか立て直っていくというケースがあり、これは、今後どのように事業再編を進めいくかというときに重要となる。指針等で例えば事業ポートフォリオの見直しを定期的にすべきといったとしても、自社の中だけで相対的に事業をみていると、本業自体が低収益であり、なかなか再編につながっていく恐れがある。事務局の説明で、スピノフやカーブアウトという完全分離型にフォーカスしてはという話があったが、低収益の本業の規模が圧倒的に大きい場合は、むしろ本業そのものの再編というか、産業再編等が必要になる。したがって、事業ポートフォリオの見直しの際には、自社の中での相対的な各事業の評価だけではなく、属している産業の中での位置づけをみた上で、自分たちがどのような位置づけになっていくのがよいのかというレビューを含めてやっていくべきではないかと思う。

2つ目について、日本企業の株主構造は大きく変わってきており、メインバンクや安定株主構成がだんだん解体されてきて、機関投資家の保有比率が東証でも過半数になっているということで、ここを、今後の日本のコーポレートガバナンス、または日本の成長戦略の中でどのように生かすかということで、現在、株主構造の変化がどのように企業構造に影響するかというのを実証している。事務局とも話しながら、2010年～2018年の間の400～450程度の事業売却のケースに関して、どういう企業がやってきたのかについて実証を行った。2つあるが、1つは、割と一貫した阻害要因として、メインバンクの保有比率が高い企業は、事業売却をしないという傾向がはっきりしており、親会社のほうにメインバンクがいるとむしろ子会社を吸収買収、親子合併する傾向が非常に高い。これは、牛島委員がおっしゃっていたような、過度な安定志向であり、銀行からすると、貸金の返済というのは何よりも重要なので、やはりリスクをとるよりは安定を求めるとのことだと思う。それから質権の設計などもあるので、むやみに事業売却をできないという意味でいうと、メインバンク構造は、日本の事業のフォーカスがなかなか進まない一つの原因であったの

だと思う。ただ、これは別の要因で、銀行の苦しさもあり、売却がかなり進んできたので、今後そうした負の要因、阻害要因というのは大分取り除かれるのではないかと思う。ポジティブな要因として、機関投資家の保有比率が見つかった。機関投資家は、2015年以前では、あまり事業売却の発生確率というものに働いていないが、2016年以降は、統計上も有意に機関投資家比率が高いと事業売却が進むようになっている。エンゲージメントが行われているかどうかについては疑問ではあるが、少なくともそうした外からの目、対話の促進というのは非常に重要なのではないかと思う。投資家と企業の対話ガイドライン等にもあるが、社内のみならず機関投資家との間でも、そうしたビジネスポートフォリオのレビューというものが効率的に行われるような環境整備が重要で、やはり開示の充実や指針等で促していくことが必要となると思う。対話のトピックや株主総会の議案にあまり事業ポートフォリオというものがあがらず、企業側としては、積極的にそのようなことを会話したがるというところはあるかもしれないが、柳川委員がおっしゃったようにこういった間接的な環境整備は重要であると思う。

【江良委員】

1つ目が、やはり正しい判断をした経営者については、正しく評価をした上で応援をしてあげる、背中を押してあげるというのは非常に重要だと思っている。したがって、ある意味悪者になってもいいというくらい、投資家が、英断を下すことで社内的に非常に苦しい立場に立つ可能性のある経営者の背中を押してあげることが重要である。それについて、一番手っ取り早いのは株価における反映であると思うし、あとは、当然議決権行使についてもきちんと支持をするというところではないかと思う。そのためには、やはり適切な開示というのが非常に重要になってくると思うので、セグメント情報の開示等々も含めて検討していくということは、非常に重要ではないかと思う。

2つ目として、コングロマリットの経緯というのが非常に重要だと思っており、我々も企業の方々にお会いすると、その企業の歴史についてお伺いすることがある。歴史をお伺いするのは、結果としてコングロマリットである場合、やはりそれなりの歴史を経て、現在の形があるわけであり、過去から続く経営の意思決定の軸について知ることが非常に重要だと考えているからである。ここが企業によって明確に分かれるところかと思っており、きちんと考えられている企業の方々は、事業ごとにどういった事業の位置づけをされていて、少し長い時間軸で、この事業はさらにいけるかもしれないし、本当は、この事業自体

はだめになってしまうかもしれないということを整理した上で、比較的早めに動いている。一方で、何も考えていない企業の方々もおり、ある意味、手を広げた結果としてコングロマリットになっているということである。戦略としてのコングロマリットについては評価すべきだとは思うが、結果としてのコングロマリットについてはどうかということ、我々も日々申し上げている。ただ、一方で経営者というのは、自分自身、過去からずっと経営をされている方であれば、それは自分の責任でもあると思うが、やはり経営を引き継いだタイミングの制約というのも十分あると思うので、そういった中でどのようにして背中を押していくのかという観点も非常に重要であると思っている。その中で、様々な事業を持っていると、非常に管理コストがかかるという話に加えて、リスクも高くなるという話をよく申し上げているが、これが一番効果的だと思う。これが一番響いたタイミングが、さまざまな企業において品質不正問題等の課題が出てきたころである。基本的には、コアビジネスにおいては、あといった問題はあまりなく、周辺ビジネス、子会社、孫会社でもあったケースがあると思うが、ほとんど収益、利益に貢献していない事業が、逆にいうと、そこに投資ができていなかったのも、おそらくあといった問題が出てきたのだと思う。そういう意味で、親会社や全社のレピュテーションリスク、あるいは事業上のリスクが非常に影響を受けた、負のリスクが拡大してしまったということについて、リスク管理の観点からもどうなのかということをお願いすると、目の色が変わる経営者が比較的多い。先ほどのやることを応援するということと、やらないことについてのリスクを気づかせるということもあると思う。

やらないことのリスクということで、もう1つだけつけ加えると、米国に限らず日本においてもアクティビストが非常に増えてきている。私個人としても、アクティビストが主張していることは、ほとんど正しくないような気もするが、一理あることも非常に多いと思っている。どこまで外に出すのか、行動理論の関係で程度問題というところについては、議論の余地があることがあって、これを全部売ってしまったらまずいといいながらも、これはよいのではないですかというような程度問題の議論をするに当たっては、いいきっかけになるということもある。そういったアクティビストの提案全てを採用することについて、全く肯定的ではないが、ただ、それがいいきっかけになって議論になるということについては、一定の評価はすべきではないかと思う。

【大湾委員】

私は労働経済学、組織経済学が専門なので、その観点から4点ほど発言させていただく。

まず1点目、スピノフが進まないことの1つの背景として、規模と報酬は強い相関があるということが挙げられると思う。労働経済学、あるいはコーポレートガバナンスでよく知られた法則としてロバートの法則というものがある。企業規模が10倍になると、CEOの報酬が3倍になる。これは国や産業によらず、非常に安定した実証的な法則として観測されている。こういったものがあるために、規模への執着というのが生まれているのだと思う。したがって、全く新しく人事コンサルタントを雇って、CEOの適正な報酬を計算させると、どうしてもその規模に見合った報酬になってしまう。これを覆すためには、きちんと報酬委員会をつくって、企業価値向上に報いるようなインセンティブ設計を積極的に進めていくことが必要ではないかと思う。

2点目は、事業再編に従業員が抵抗するのではないかという懸念があるということだが、これは、その会社でどういう関係的契約が形成されているかということに大きく依存すると思う。長い時間をかけて形成された会社の義務、あるいは従業員の義務に対する双方の期待を関係的契約と呼ぶ。先ほど出てきた、空気という言葉と同じようなことではないかと思う。多くの経営者が、過去に形成された関係的契約に縛られている。ただ、関係的契約は、経営者の強いリーダーシップで書き換えられるものであり、環境が変わってきたときに、正しい期待を従業員に与えることが非常に大事になってくる。したがって、経営者が、企業価値と従業員の効用の総和を最大化するような事業再編を行うと明言して、その価値を高める事業再編は、例えば切出された従業員にとってもプラスになることを従業員に理解してもらい、そういった努力を積み重ねることによって新しい関係的契約の中で、双方がハッピーになるような事業再編が行われるのではないかと考えている。

3点目は、先行研究によると、過去数10年、日本企業の人的資本投資は傾向として低下してきている。また、大人の学力調査と呼ばれているPIAACのデータなどをみると、日本企業の中間管理職の社員育成力はとても弱いということが分かる。また、企業のスキル評価と、その活用ができていないという問題もあるかと思う。最近、人事の方々がタレントマネジメントということをよくいうが、そのタレントマネジメントシステムの中にどういったタレント情報が入っているのかと聞くと、実際に入れる情報がない、つまり、個々の従業員がどういった経験をしてきたか、どういったスキルを研修等で身につけてきたということがデータベース化されていないという問題がある。こういったことは、全て従業員のエンプロイアビリティを高めるような人的資本投資がなされないということになって

いて、それが事業再編への抵抗を生んでいる1つの要因ではないかと思う。なので、本研究会の範囲を逸脱するかもしれないが、そういった人的資本投資をきっちりさせることも非常に重要であると思う。

4点目は、それと関連して経営者の能力の評価も、実はきちんとできていないのではないかと考えている。日本企業の特徴として、遅い昇進があるが、一般的に大企業だと40歳で管理職になる。50代で海外現地法人の社長などの大きな組織の長をやる。その後、例えば55歳から60歳近辺で社長になるとすると、多角化した事業組織、あるいは多国籍組織を運営するという経験をあまり積まないうちに社長になってしまい、自分はどのぐらいの事業をみることができるか、どのぐらいの事業のシナジーをつくり出せるかということについての正しい評価、理解がないままに経営者になる場合が多い。それが、どのぐらいの事業が適正であるかについての意思決定ができない一つの背景になっているのではないかと思う。したがって、先ほどの人的資本投資と関連させていうと、人事面で、日本企業の分権化を図っていく、要するに事業レベルにもっと人事上の権限を移譲していくこと、それから、遅い昇進を改めて、優秀な人たちに早いうちから管理職、あるいは組織や部下を育てる、組織をつくっていくという経験をさせることが、事業再編を進めるという意味でも重要なことではないかと思う。

【翁委員】

私は金融関係を中心に研究をしているエコノミストで、社外取締役も幾つかやっている。また、以前、産業再生機構の中でこういった多角化企業で窮境に陥った企業を幾つも見つけており、この問題は、日本企業にとって非常に根深い問題だと感じている。

全体としては、まず、デジタルイゼーションの中、環境が激変してきているので、企業価値を向上していこうと考えた場合には、自社のポートフォリオを見直していくということとは避けられず、事業再編を積極的に検討することが求められていると思う。

事務局資料66ページのポートフォリオの視点を経営者が頭に入れておいて、特に低収益が続いているノンコア事業はどうしていくのかということについて定期的に見極め、そして早期にどういうふうに対応していくかを考えていく体制をつくっていくことが重要だと思う。特に事業売却に関して、どういう売却先がよいのか等を考えていく上では、やはり日ごろから事業のデューディリジェンス等を行い、将来の見極めができていないことが非常に大事になるし、そういう体制をつくっていることも大事であると思う。こういった、

特にノンコアの事業については、早期に決断をすることが極めて重要だと思っており、特に事業売却の場合、それだけ高いプライシングがつくし、キャッシュも入ってくるので、そういった早期の決断が重要だということをメッセージとして出していく必要があると思う。CGS研究会の委員として、グループガバナンスについてともに検討していたが、特に経営者と取締役会の役割について明確に規定していく必要があるのではないかと思う。事業ポートフォリオの見直しに関して、経営者の役割としては特に、こういった基準、ルールをつくり、体制を整備するのか、そして、それを幅広く検討し、選択肢の中から執行の責任者として思い切って決断することが求められると思う。また、取締役会は、そういった攻めのガバナンスの中でポートフォリオを見直して、経営者がしっかりやっているかということについて、監督の役割を果たすことを明確に位置づけていく必要があると思う。特に社外取締役は、やはり社内の取締役と異なり、既存のビジネスについてしがらみも少なく、客観的にそういったことを促していく、議論を働きかける、そういった重要な役割を果たすべきではないかと思う。また、スピノフや事業売却によって生じ得るさまざまな摩擦の緩和に向けて、議論を深めて経営者をサポートしていくということも、社外取締役の非常に重要な役割ではないかと思う。

以前、私が経験した中では、カネボウがセーレンに繊維事業を売却したが、セーレンでは繊維の一貫生産ができるようになり、それが新しいビジネスモデルにつながった。従業員の方々もカネボウにいるときよりはるかに活性化し、新しい職場で新しい事業ができた好事例であると思う。他の委員からも、従業員の方々の幸せということが指摘されていたが、そういう視点も非常に重要な役割ではないかと思う。

事務局資料の中で一番驚いたのは、経営者の方の意識として依然として売上高をとっても重視しているという点である。環境整備として、経営者のインセンティブ付けの在り方も検討する必要があることをメッセージとして出していくことも大事であると思う。

【片山委員】

事務局資料の58ページの「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」ということについて、売上規模という話が出てきているが、我々の場合、正直そういうことは全くない。事業売却について、我々が判断する軸は、その売却した事業が、その後、圧倒的によくなるという確信がもてるかどうかにかき着く。

売却する事業についても2種類あり、優良事業、例えばご紹介いただいたヘルスケアの

ような事業は、収益性が高い事業であった。ただ、我々の保有している事業の領域とは重なる部分が少なく、今後必要とされる投資金額が非常に大きい。したがって、相手も見つかりやすいということで、事業自体は決して問題事業ではないが、決断ができた。

問題は、低収益の課題事業についてどうするかだが、これは何が一番問題であるかという点、そういう事業は、我々だけではなく業界全体の問題であるということが大きく、そもそも相手が見つからない。無理やり相手を見つけても、統合して、その姿が圧倒的に悪くなるのが想像される場合、やはり我々は決断できない。仮に一緒になった相手が悪くなることを経営陣が想像できるようであれば、その道のプロである社員の人たちは、当然同じように思うわけであり、まず、発表した段階で大半の社員が転籍をしないという問題が起きる。結果として、ほとんどの社員が我々の会社に残る決断をする可能性が高いので、それを無理やり執行することの意味が薄く、この点が課題事業について難しいということである。

したがって、あくまで我々の会社の場合であるが、事業売却について申し上げると、特に経営陣のインセンティブがどうのこうのということはない。あえて申し上げると、それでも課題事業を無理やり切離すということだけに目線を置いて切離した場合、その意味でのレピュテーションや社員の獲得能力が将来にわたって落ちる。それは、ひいては投資家のためにもならない。そういった点を気にすることはあるが、一個人としての経営陣が自分のレピュテーションリスクを考えてやらないというケースは、想定はしていない。本日のもう一つのテーマであるスピンオフについても、我々は極めて有効な手段だと思っているので、しっかり研究をしているというのが現状である。

【加来委員】

ポストンコンサルティンググループでは、コーポレートファイナンス&ストラテジーとプライベート・エクイティをやっているが、それらの観点で事業戦略の策定や事業の売買のお手伝いをしている。その観点で2つ、本研究会で論点として挙げさせていただく。少し難しいかもしれないが、企業の事業戦略のつくり方に関して、上手く高度化できないかという点と、TSR (Total Shareholder Return) をどうやって上げるかという観点を、どのように企業に入れ込んでいくかという点の2つを論点として議論できればと思う。

1点目について、通常我々が経営者と事業戦略、ポートフォリオの議論をしていると、自分でやった方がよくできそうな事業なのかどうか、シナジーがあるのかどうかという話

が出てくるが、普通、事業部に事業戦略をつくらせたら、みんな頑張るので、もっとできますというに決まっている。ここで経営者やコーポレートが、ポートフォリオアロケーション的はどうするのかという観点をもっと入っていかなければ、企業的にホッチキス止めの戦略になってしまい、この事業は売却して誰かにお預けした方が上手くいくという観点はなかなか生じにくい。例えば、社外役員がそういった観点でアドバイスをする、もしくは、経営者が企業価値全体をどうやって向上させていくかという観点がもう少し入るとよいのではないかと思う。

もう1つのTSRについて、私どもの会社は10年程度前から、TSRを向上するためにはどのようなことをすべきかという議論をCEO、CFO、CSOにしかけているが、最初に、TSRとはBCGのプロダクトですかという質問をよくされる。そうではなく、企業価値をどのようにして高めるかという話で、TSRとは、利益とマルチプルとキャッシュフローの話であると説明すると、その時点で理解が追いつかない方もいる。この概念が分かっていないと、そもそも基本的に売上や利益をどうやって伸ばすかというところに頭がいて、マルチプルというような観点で考えない。そうすると、自分でできないのであれば、どうやって売却するか、配当や自社株買いしていくか等の議論につながっていかないため、この議論ができるようになればよいのではないかと思う。

最後に、本研究会の主たる目的ではないと思うが、既存事業でイノベーションを起こしていこうという話をよく聞くが、下手をすると、イノベーションではなく、オペレーション改ざんという方向に走ることがある。どのようにしてクリエイティブに違うドメインを探しに行くか、違う事業モデルにするかという話が必要な中で、イノベーションという言葉が先行し、クリエイティブに何を考えるかというような発想がない。こういった観点が入ってくると、もう少し既存のポートフォリオの活性化の仕方というのも変わってくるのではないかと思う。

【加藤委員】

私は会社法などを研究しているので、その点から申し上げたいのだが、事業ポートフォリオの再構築は、いわゆる経営判断の問題、いわば経営者の裁量に委ねるべきことであり、法律は介入すべからずという領域であった。しかし、それだけでは、やはり上手くいっていないということが、事務局資料に示されていると思う。ただ、上手くいっていない理由が、例えば報酬設計や、指名・選解任のルールといった、コーポレートガバナンスの基本

的なルールにも問題があるのかという話とも関連すると思う。この点に加えて、事業ポートフォリオの再設計や事業売却の判断に、何か特有の障害のようなものがあるのであれば、それに対応して何か特別な法制度とはいわないが、恐らくガイドライン等でそういったことを明確な形で示すことは、非常に意義があると思う。

もう1点、事業売却の意思決定をする際に、会社内部から売却しようという話が出てくる場合と、外部からの指摘によって出てくる場合があると思う。今回の検証では、やはり経営者の段階だけではなくて、株主との関係や、さらにいえば、例えば外部からあなたの事業を買いたいという提案があった場合に、果たしてどういう対応をすることがベストプラクティスとして望ましいのかといったことも、ガイドラインの中に書けると意味があると思う。

【志賀様（河村委員代理）】

弊社もコングロマリットディスカウントや、事業再編、ポートフォリオマネジメントについて、20年以上前から大きな経営課題として認識しており、様々な施策をずっと昔からやってきており、上手くいった事例、あるいはなかなか上手くいかなかった事例、様々ある。個人的に様々なケースを見ていて思うこととして、例えば20年前と比べて最近大きく変わったことは、まず1つは、会社のガバナンスである。今は、取締役の過半は社外取締役、そのうち半分が外国人となっており、そういう意味で、今の経営陣に対して適切なプレッシャーが働いており、そもそもそういったことが当然実行できる人しか経営陣に入らないということで、ガバナンスが変わってきた。それから、それに見合うように、役員の報酬体系も大分変わってきている。

また、20年前と比べて、事業再編を実行する上で、重要なことが3つある。1つはきちんとしたシナリオのもとで、当事者、特に相手にとって公平性及び納得性があるということである。今でも当事会社、あるいは事業の幹部の方とは必ずそういった議論を実施し、相手方が望むような方向で最終的にはやっていくことにしている。そもそも再編ありきではなく、その事業を安定して成長させるためにはどうしたらよいかという議論をした結論として、再編という形に落ち着くことになるので、そういったきちんとしたプロセスを踏むことが重要である。2つ目はプロセスを進める上で必要となるスキルである。弊社も、20年前から、そういった事業再編等を進めるための専門の知識を持ったチーム、部署がコーポレート部にあり、今でもそのチームが、案件ごとに当事者を支援したり、あるいは

移っていったりしながらやっている。そういった、従業員の問題、契約上の問題等にきちんと対応できるスキルを組織として持つことが重要である。3つ目は一度決めたらぶれないことである。誰もが必ず幸せになるかどうかは分からないので、途中で迷いが生ずると思うが、会社としての方針を決める、あるいは合意したら最後までぶれずにやることが重要である。

【小林委員】

私が自分自身で三菱ケミカルホールディングスの執行に当たっていたのは2015年までで、それ以降は指名委員会等設置会社の体制の下で取締役会長を務めている。東電、ジャパンディスプレイ、東芝の社外取締役も務めてきたが、会社によってガバナンスの様相が全く違うというのが実感である。例えば東芝だと、12人の取締役のうち、執行はCEOとCOOの2人だけが社内取締役で、残り10人が社外取締役である。また、社外取締役のうち半分は国際系、いわばアクティビスト系で、取締役会の議論の中心はポートフォリオマネジメント、まさに事業の切出しが焦点になっている。例えば、ROS何パーセント以下は全て売却しろというようなプレッシャーがあって、キャピタルアロケーションそのものが一番議論になっているとあってよい。ROICやROEは当然として、そもそも現在のように金利が下がった場合、エクイティをどの程度に設定したらよいのか等を含めて議論している。典型的な日本企業と違うのは、先ほど話の出たTSRをベースにしたロングターム、ショートタームの報酬制度についても議論していることで、やはりニンジンをぶら下げなければ経営者は働かないだろうという指摘もされている。一方では、私自身日本企業の人間として、1億円以上も報酬をもらってどうするのかという感覚も一部ある。

そういう中で、基本的な企業価値は何なのかということ常々考えているが、やはり「心・技・体」の三次元で把握すべきだろうと思う。全ての組織は、儲けと効率性の「体」、技術とイノベーションの「技」、環境や社会性といった「心」をバランスよく兼ね備えなければならない。今、「心」すなわち持続可能性についていえば、TCFDやESGがかなり注目されている。正確な数字が分からないが、特にここ数年の傾向として世界のESG投資残高が非常に増えていて、トータルで3,300兆円程度に達していると承知している。うち1,700兆円程度が株式投資に向けられているから、世界の株式市場の時価総額の合計が9,900兆円程度だとすると、そのうちの18%~20%程度がESG投資からの資金だと見られるわけである。そうすると、例えば我々三菱ケミカルホールディングスでも、CO2

排出の多い石炭周りの事業は、どのみち数年か数十年しかもたないことになるかもしれない。それはスピノフやカーブアウトといった手法論以前の話で、そもそもどうハンドルするかという問題である。結局、いわゆるコモディティケミカル、CO2排出が多い石油化学や石炭化学はかなりシュリンクしていき、今後はヘルスケアや機能性、環境性の部分で勝ち抜くしかないのだと思う。シュリンクしていく事業をどのように構造的に縮小させていき、どのようにトランスフォームさせるかが重要であることは、経営者はみんな分かっているはずだ。したがって、ROIC、ROE等、資本効率を上げる「体」の経営が、恐らく8割方重要なのだろうが、ESG的な「心」の部分をもどのようにハンドルするかも併せて考えなければいけない。

もう1つは「技」、イノベーションの問題である。ROIC、ROE向上を志向した事業の切出し等は、数年オーダーで実行できるが、それに対してイノベーションの時間軸は非常に長い。特にネット系ではない、リアルな物にかかわる技術開発は、最低10年～30年かかる。例えば、省エネ用の軽量化部材である炭素繊維だと、開発から30年～40年たってもまだ収益化しない時期もあるし、究極の環境系技術である人工光合成等も、実用化にはまだ20年～30年かかるであろうが、そういうところにも当然投資をしていかなければいけない。最終的には投資の配分をどうするかが企業価値を決めるわけだから、想定する時間軸が全く異なるそれぞれの投資を、現在価値にどうひき直すかという観点も非常に重要だと思う。

一方では、事業を4象限管理して、今あるポートフォリオをいかに早く回すかが、基本的な経営だと思うが、今は研究開発を自社だけでやるという時代ではない。事業ポートフォリオを早く回すためには、研究開発をオープンイノベティブにやること、さらに外部から自分にはないものをM&Aで取り込むことが重要である。データも示しているが、M&Aは、ある意味では非常にやりやすいと同時に、R&Dに比べ効率が良い。経営者は、やはり売上が増えることをよしとするので、M&Aに走りがちだが、M&Aがあるからこそexitもできる。exitすることによって売上は減るが、新たに入ってくるから出しやすいという、そのようなダイナミズムの中で経営者は会社を動かしていくべきではないかと思う。

非常に共同体的、社会的な日本型企业組織を打破して、欧米流の極めてサイエンティフィックでロジカルな経営へ移行するためには、必ずしもスピノフだけではなく、外部からへびを取り入れることも日本の資本主義には必要であると思う。そういう意味で、改正外為法の運用をぜひ誤解なきようにやってもらい、外資導入をもう少し活性化することも

必要ではないかと思う。

CEOが一番怖いのは結局、機関投資家の声であり、株主総会での賛否である。例えば、社外取締役を2人以上選任している上場企業の割合があんなに早く90%超へ上昇したのは、やはり総会での賛否が大きな影響を与えている。今回取りまとめようとしているガイドラインも、そのような影響を市場に与えることができれば、あっという間に経営者の行動は変わるのではないかと思う。

個人的には、今年の景気は相当悪くなるかもしれないと見立てている。仮にイランや新型コロナウイルス等の問題がなくても、かなり悪化するのではないか。どうも日本人は、状況がよいときに変革するということができない人種で、ついつい遠慮して何もしないまままでいがちだ。そういう意味では、今こそ構造改革のチャンスなのではないかと思う。

こういう事業再編の議論をするとき、コモディティ系で、かなり縦の再編も必要なような事業と、端的なトランスフォーメーションで生き残っていける事業では全く体質が異なるので、きれいにカテゴライズ分けして定量的に議論できるようなデータを集めることも必要である。例えば、事業再編で1つの事業をなくすとドミノ倒しが起こる、全ての事業がアウトになるというケースもあり得る。そういうことを避けるためにも、投資家との質疑応答も含めて、経営者はカテゴライズを明確に認識しながらやっていかなければならない。

経営者の心の岩盤を打破する方向性、要するに社長・CEOにとって何が一番怖いのかということをよく見極めながら、政府としての制度設計を進めていけばよいと思う。

【武井委員】

本研究会の論点は非常に大事で、まさにガバナンス改革、成長戦略の1丁目1番地であり、最後に残っている岩盤なのだと思う。いろいろ厳しいものになるのかもしれないが、経営者周りでボトルネックになっていることを、きちんとブレークダウンして、それに対してどのようにやるべきなのかということについて整理すること。それと同時に、きちんと経営現場で内容が読まれるための工夫もあったほうがよいかと思う。

その工夫の観点から第一に、スピンオフ等によってよくなるということを示すという意味で、例えば事務局資料34ページに記載されている「スピンオフ指数」という概念・データはおもしろいと思う。

第二に、日本において狭義のスピンオフは1件しか例がないので、狭義のスピンオフだ

けでない他の手法による切出し等を含めて、広義での事業再編を実施している企業及び切出された事業の業績が良くなっているということを客観的に示せるものがあればとよいかと思う。事例としては、三瓶委員の資料7に記載されているリゾートホテルの事例のように、切出された事業がその後上手くいっていて、その関係者が喜んでいる事例や人的資本に投資が行われるようになった事例とかが示されるとよいと思う。

第三に、江良委員がおっしゃったように、ノンコア事業を抱えていることのリスク、例えば不祥事などの温床になってしまう可能性があること、事業が悪くなってからだと売れなくなりまさに倒産してしまうおそれがあるといったことも、例として記載されるとよいと思う。

第四に、外部株主からの圧力云々の前に、経営者の方には、社会のパイがこれで大きくなるということの話の方がより腹落ちしやすいのではないかと思う。志賀委員がおっしゃったことにも繋がるが、要は事業自体を成長させることが事業再編の目的であり、社会のパイをいかに大きくして、いかに社会に分配するかということが大事なのだという社会目線で進めたほうが腹落ちしやすいかと思う。先ほど事務局資料で経営現場が資本効率性を向上させるに当たって、コスト削減をやろうとしていることが多いとの指摘もあったが、コスト削減だけで資本効率性を高めることは社会全体のパイから見ると本来ゆゆしき話の面がある。コスト削減は結局のところ、取引先や働き手等のステークホルダーからパイを奪っているわけで、社会的パイが増えているわけではない。地位的弱者など誰かのパイを奪っていることが進むと、優越的地位の濫用や、先ほど話が出た品質偽装等の不祥事の温床にもなって、経済を成長させずに単に社会的問題を生じさせている。心ある日本の経営者は本来社会のために企業経営をしているわけであり、収益性を高めるのも、社会にくみしていなければいけない。その観点から、事業分離等がいかに有効であるかということ説得することは大事であると思う。

事務局資料37、38ページに記載されているフィアットの事例のように、もし1+1が3になっているような事例があるとそれも紹介したほうがよいと思う。それに加えて人的資本を含めたリソース配分等が分かり、社会のためにこうした分離が必要なのだと説明すると、そういう社会目線からのロジックがあった方が経営者の方を動機づけるかと思う。

第五に、成果物についてワーディングは気をつけた方がよいと思っていて、たとえば先ほどもあった「ノンコアだから切出す」というような、経営者の方にやらない言い訳に使われやすいワーディングは使用しないように注意が必要である。なるべくポジティブな印

象を持たれるような言葉遣いが必要だと思う。先ほどの資料7では、「撤退基準」を「事業ポートフォリオの評価基準」と言い換えているが、これも配慮した言換えになっている工夫で、こういったワーディングの工夫は大事だと思う。経営者の方が読んで、よいことをやっているのだと後押しできるように、ワーディングを含め細かい工夫を凝らすことで、経営者の方の周りのボトルネックを解消していく指針等の成果物が作ればよいと思う。

第六に、事業の切出しは最終的にボードの中での議論になると思うが、中身の説得力があれば、事業の切出しがボードを通る、もしくは正当な切り出しなら経営者がやらなければボードもやらせようとする。今回出される指針がそうした経営者の方なりボードが思考をまとめる理論武装できるような成果物になると、この話は前に進んでいくと思う。

その観点で、ガバナンスの領域でも前から議論されている各論にもなるが、企業の経営計画の作り方等にも踏み込んだほうがよいかと思う。たとえば今の日本の経営計画のように3年ごとの固定値を示す計画ではなく、本来オーガニックグロースでどうなるかということを示すべきとかである。様々な機関投資家の方が、日本企業の経営計画を批判しているが、オーガニックグロースに資する経営計画を作成するというところまで、各論としては踏み込んだ方が、この話はより前に進むと思う。経営計画は経営者報酬のKPIにも話がリンクするし、小林委員がおっしゃった4象限をいかに早く回すか等についてもデータイノベーションやDXと関連づけるとより前に進んでいくと思う。

第七に、経営者以外にも人の面でのボトルネックがある。1つは井上委員がおっしゃった債権者周りのボトルネックであり、メインバンクが案外反対するのではないかという点について、経営者の方のやらない言い訳という観点から触れざるを得ないのかなと思われる。さらには、過去に日本には多角化していった企業が相当数あるが、その歴史を見ると実は親がボトルネックという例もある。今までこれだけ育てたのだから多額の金銭等を置いていけ、ライセンス料を払えなど、実は親がボトルネックになることがある。親との関係は難しい論点だが、そこも考え方の指針を示せるとこの話は本当に前に進むと思う。

第八に、そういった意味で読んでもらいやすい成果物であることが重要だと思う。報告書自体はやや長めになっても、指針自体は短めにしてなるべく広く読んでもらうことが重要だと思う。

【佃委員】

いわゆる日本企業の企業価値向上の支援にかかわるコンサルティングをやっており、特

に取締役会の機能の強化、社長・CEOの選任、後継者計画の支援等に取り組んでいる。そういった観点で、かつ次回は、あいにく出席はかなわないので、若干先取りも含めて3点コメントする。

1点目は、そもそも事業再編に関する課題を考える上で、経営者のインセンティブの観点でよく指摘される、「日本企業はキャッシュを有効活用せずに貯め込んでいる」という批判について考える必要があると思う。もちろんこの批判が妥当であるかどうかは議論の余地があると思うが、実際、経営者の方々と議論をする中で、仮にノンコア事業を切出してキャッシュ化しても、十分なリターンを得られるような投資機会や成長機会がなかなか見つからないという声を聞くことが多い。特に成熟産業では顕著であり、いわゆる祖業といわれるようなものも含めたコア事業の収益性が低迷している場合には、ノンコア事業を切離してコア事業の周辺に成長機会を見つけるのは、極めて難しい。こういう現実があるので、この部分は念頭に入れておくべきだと思う。したがって、事業再編の問題は、スピノフや事業売却等によるノンコア事業の切出しを考えるだけでは不十分であり、切出して得たキャッシュ等を有効活用する能力、つまり新規事業の創出能力や、あるいはM&A戦略におけるPMI等の能力も向上していかなければ必要十分に条件を満たせない。

2点目、資料9でも指摘されている、いわゆる日本型雇用のメンバーシップ型からジョブ型への転換についてである。日本全体でジョブ型への転換が必要だと思うし、今後ますますジョブ型でやっていかないと世の中の変化に対して柔軟に対応できない。これは、会社も個人も社会もみんながそうだと思う。ジョブ型への転換を考える上で、やはり隗より始めよ、率先垂範ということで、まず社長からジョブ型に移行していただくことが大変重要であると思う。事務局資料51ページに「経営陣のマインドセットの変革」とあるが、経営陣のマインドセットを変革することは無理だと思う。正しくは、やはり正しいマインドセットを持つ経営陣を選ぶしかない。そういった意味で、昨日、コーポレートガバナンス・オブ・ザ・イヤーで、経済産業大臣賞を受賞した資生堂がよい例だと思う。経済産業省のニュースリリースにも、選定理由が明確に書かれている。社長の選任をジョブ型で実施していく、すなわち内外問わず最も適任の人をアポイントしていく、要は企業価値向上に資する人を選んでいくということは大事だと思う。したがって、社長・CEOの選任というコーポレートガバナンスの1丁目1番地の実施状況を金融庁、経済産業省、東京証券取引所が連携しながらしっかりとモニタリングしていくことが重要であると思う。

3点目、若干次回以降の先取りになるが、事業再編における独立社外取締役の役割につ

いて、やはり経営者の背中を押せるのは取締役会の中では独立社外取締役だけであると思う。これは、ジャストアイデアだが、例えば独立社外取締役の果たすべき役割等を今一度明確化して、その中に事業再編やエンゲージメントへの積極的関与等を盛り込みながら、強制ではなく任意の形で独立社外取締役の皆様にサインアップしてもらおうというのはいかがでしょうか。すなわち、責任ある機関投資家の諸原則（スチュワードシップ・コード）の独立社外取締役版のようなものを検討するのはどうか。独立社外取締役の皆様に、その責務、期待する役割を今一度認識していただき、署名をしていただき、その結果を公表すること等を検討するのも有益ではないかと思う。

【日戸委員】

オムロンの経営陣という立場からは、外部からのプレッシャーやインセンティブ設計等の外的要因に支配されて経営の意思決定をするのではなく、もともとの企業のミッションや企業理念等の内発的要因によって、常にプロアクティブに信じられる価値観に基づいて自らの意思で経営をすることが大事であると思う。オムロンの例だと、ミッションは事業を通じてよりよい社会をつくることであり、逆に言えば、事業を通じてよりよい社会をつくれていない事業は、うちがやるべき事業ではないということになる。そうすると、収益性という面でも、常に全事業が資本コストを意識してそれを上回ろうとする。経営もそのように言っているし、事業トップ含め全社員に示す中で、全社員も理解・実践している。これは、別に株主資本主義であるから資本コストを超えなければいけないということではない。機関投資家の投資先元の多くは年金であり、その年金の出し手は一般市民であったり、我々の両親であったり家族である。結局、資本コストを上回っていない事業、企業は、要は、事業を通じてよりよい社会づくりに貢献できていないということがベースの認識である。これを経営陣として理解するだけではなく、事業部門のトップや全社員まできちんと浸透させることが、我々の経営にとって極めて大事であると思う。そうすると、単年度で資本コストを上回ればよいということではなく、継続的に資本コストを上回り続けるためには、その市場の成長性や参入障壁、そこでの強み等が明確でなければいけない。事務局資料30ページで、我々が車載電装部品事業を日本電産様に譲渡したケースが紹介されている。まさに当該事業は、単年度では資本コストを上回っていたし、短中期的には大丈夫であるとみていたが、将来的・長期的に見たときに、成長、参入障壁、特に強み等を我々だけでは築けないという判断のもと、経営者として意思決定をした。

他方、経営者、取締役として意思決定したとしても、当事者である事業がその気にならなければ意味がない。切出す意味は、その事業を切出す、または他社に任せることで、我々がやるよりもその事業がよりよくなる、よりよい社会づくりに貢献をするということだと思う。オムロンの傘下を外れても、オムロンの企業理念が実践できると信じられさえすれば相手に託せると思う。そういう意味で考えると、相手の選定やタイミング等が極めて大事になる。例えば、切出した後、どんどんリストラされることが明確であれば、切出しはできない。甘いかもしれないが、切出して社員が不幸になるのが目にみえている場合、そういう意思決定は非常に難しくなると思う。したがって、買収価格が適切であり、買収後に大きなリストラ等が必要なく、対象事業がきちんと活用されるような場合において、プロアクティブに意思決定を行うためにどうするかということが非常に大事になると思う。こう言っているが、我々の中にも、買う相手がいない中で事業撤退に追い込まれ、従業員の再配置、リストラを余儀なくされたという例は枚挙にいとまがなく、これらの経験の反省としてもそのように考えている。

また、切出すに当たって、当然、切出した後も企業経営は続くので、残った事業からの求心力も大事である。切出す対象の事業の社員からだけでなく、残った社員への説明も非常に丁寧に行っている。さらに、お客様や地域を含め、様々なステークホルダー全体にきちんと目配りをしながら、様々なことをやっている。

このように、外的な要因を整備するだけでなく、各企業が内発的要因を明確に持つことが第1歩ではないかと思う。

【林委員】

プライベート・エクイティ・ファンドを運営しているので、スピノフの関係で言えば、受け手になる立場である。そういう意味では、一方向にスピノフに関して推進派だが、武井委員がおっしゃったとおり、言葉の遣い方は非常に重要だと思う。いまだに新聞では売却のことが「身売り」と書かれている。家族全体が本当に生存の危機に直面しており、やむを得ない場合に奉公に出されるというのが身売りなので、そのメンタリティと、ここで議論をしている大企業グループの事業ポートフォリオの再編は全く違う次元であるべき話だと思う。ノンコアという表現を使わないのも含めて非常に重要だと思う。逆に、これを前向きな価値を伴ったイニシアチブとして売り出していきたい。グループである限り、グループ戦略の中に個別の事業部門や子会社が位置づけられており、全てが等しく主役で

あり続けることはできない。またグループ戦略は時によって変わるので、あるとき主役級だったものが脇役になることはあり得る。売却する立場として、より主役になれる立場に変えてあげてことを躊躇すべきことなのか、むしろ前向きなことではないかと思う。

ファンドが買ってよいし、あるいは直接株式市場に出ていくという形でもよいと思うが、何かのグループの一員から出ていくということは、責任も伴い大変ではあるが、主役として様々なリソースが調達でき、成長を追求することができるようになるということでもある。これは完全にプラスの価値であるし、そこに従事する従業員やその家族も含め、そういった人たちの幸福の追求にも直接的につながる。昨今のステークホルダーキャピタリズムの文脈に照らせば、これは大いに推進すべきことであるという大変前向きなトーンで押していきたいと思う。

【別所委員】

経営者や取締役の方と話をしていると、自らを取り巻く環境として、バンク・オブ・ガバナンスからエクイティガバナンスに世の中が変わってきているということに対する認識の遅れを多少感じる。

それから、エクイティガバナンスに変わってきていることに加え、いわゆる機関投資家においても、昨今アクティブからパッシブへの移行というものが進んでいる中で、投資家の立場からすると、コングロマリットの企業は分析に非常に手間もかかるし評価がしにくい。そういう中で、ある部門から意図せざるリスクが出てくるのは、投資家としてはかなり厳しいという観点がある。そういった議論をすると、企業の方々のからは、自分たちは一本足打法にならないといけないのかという反論が出てくる。複数事業を持つこと自体は構わないが、重要なのは複数の事業を持つ積極的な理由をきちんと説明できるかということだと思う。また、複数事業を有する理由は、固定的に決めるのではなく、都度見直しをすることが重要であると思う。

最後に、私どもモルガン・スタンレーは、ご案内のとおりグローバルな企業で、ニューヨーク、ロンドン等の同僚の活動をみていると、日本に比べて海外では事業再編やスピンオフ等が非常に活発に行われている。実務的な観点から、その差は何なのか、彼らの動きを後押ししているものは何なのかということも今後報告したいと思う。

【松田委員】

経営陣のメンタリティに関して、事業再編を阻む要因を3つ申し上げる。

1つは、債権者的思考である。メインバンクガバナンスでは多角化は善であった。銀行としては、返済原資を分散させるために多角化を善としていた。メインバンクガバナンスが非常に長く続いたことによって、日本企業の経営者が債権者的思考になってしまっているということは他にもたくさんある。例えば、成長ストーリーを求められているのに中期経営計画を出してくることや、成長を求められているのに安定配当であることもそうである。それらをもって経営者ができない、知らないからだめなのだと言ってしまうと、恐らくなぜ今まで善だったものがだめなのだという話になるので、やはりエクイティガバナンスへのパラダイム転換が起こったのだということをきちんと意識して発信するべきだと思う。来年度の株主総会を前にして、恐らく日本でコングロマリットといわれる企業のほとんどがアクティビスト対応に追われている有事の状況にある。もちろん素晴らしい投資家の方との対話で様々な認識を高めている企業もあると思うが、中には、少しお行儀の悪いアクティビストに絡まれて困っている企業もある。このような状態で出し方を誤るとハイエナ資本主義のように受け止められてしまう。そうではなく、パラダイム転換が起こったけれども、エクイティガバナンスというものは無謀なものではなく、もっとこういった保守本流の話を中心にきちんと分かってくださいという報告書になると非常によいと思う。要は、ハイエナ資本主義とは区別した、まさにコーポレートガバナンス・コードがいうような中長期の企業価値向上を考える投資家は、どういったことを見ているのかを示し、そのコンテキストで事業再編を語れるようになってくださいというメッセージは、非常に重要であると思う。

2つ目は、アカウンティング的思考が非常に強いということである。ある会計の先行研究では、通常であれば、経営は意思決定という大事なものがまずあり、それを実行するためのツールとして管理会計を使い、その結果としての実績を制度会計で報告するが、日本企業では逆になっている。つまり、制度会計ルールが先にあり、それを合わせるように社内で管理会計をつくって意思決定に使用している。アカウンティングというマネジメントやファイナンスとは全く違うツールを使って、マネジメントやファイナンスを判断しているような仕組みになっている。なので、事業別のバランスシートはいつまでたってもできないし、資本コストはいつまでたっても入らない。一つ一つの事業の価値がいつまでたっても分からないので、これだと何か意思決定をするということも非常に難しい。開示をさせるのも非常に重要だが、アカウンティング側からの強制開示を拙速に求めると、かえって

アカウンティング思考をさらに後押しする結果になって、ハレーションが起こるのではないかと思う。開示はしなければいけないが、マネジメントやファイナンスの向上に資するよう上手くやる必要があると思う。社内の体制、特に本社のファイナンシャルリテラシーの向上、あるいはデータインフラの向上も必要である。経営企画はPL、財務はBS、経理はアカウンティングしかできないのに意思決定をしろといっても、恐らく無理だと思う。そうすると、やはりCFOが必要ということになる。日本でCFOを置いている企業はたくさんあるが、外資系企業と圧倒的に違うのは、財務と経理ばかりきれいにしてビジネスに踏み込んで発言しない点である。これでは全く事業ポートフォリオの議論にならないので、そういった企業のマネジメントプラットフォームの刷新に踏み込んでよいと思う。また、事業別のバランスシートをつくっている会社は38%しかないのに、事業再編をしろといっても無理なので、そこは提言として入れてもよいと思う。

3つ目は、オペレーショナルな思考が非常に強いということである。改善やプロセスをどうするかという思考だと、事業ポートフォリオマネジメントはできない。AもBもというすり合わせの発想ではなく、本当にAかBかを決めるという思考が非常に弱いことが、事業再編に関する意思決定を阻んでいると思う。オペレーション志向しかできないような経営者であればやめていただく以外にないので、ガバナンスについて敷衍することは非常に理にかなっていると思う。

最後に、好事例集は、企業が動くためのモチベーションとなる。グループガイドラインにも非常にたくさんの事例が入っており、それによって1つ前に進んだ企業は実際にたくさんある。そういったことも紹介できる報告書になると、社会に与えるインパクトが大きいと思う。

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