

事業再編研究会

第3回 議事要旨

1. 日時：令和2年3月4日（水）14時00分～16時30分
2. 場所：Skype開催
3. 出席者：神田座長、青委員、石綿委員、井上委員、牛島委員、仲田様（江良委員代理）、大湾委員、翁委員、加来委員、加藤委員、河村委員、神作委員、小林委員、三瓶委員、武井委員、田中委員、田村委員、佃委員、富山委員、日戸委員、濱田委員、林委員、別所委員
（欠席：片山委員、松田委員、柳川委員、井上課長、竹林参事官）
4. 議題：事業ポートフォリオマネジメントのための基盤整備と情報開示等
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、河村委員より資料4、日戸委員より資料5について説明が行われ、その後討議を行った。河村委員及び日戸委員の説明、その後の討議の概要は以下のとおり。

【河村委員プレゼンテーション】

日立の経営改革について簡単に申し上げる。日立の経営改革も自然発生的に始まったものではなく、10年前の当時、製造業においては史上最高の赤字を出したというところから、どうにかしなければいけないということで始まった経営戦略である。3ページについて、日立の概要を記載しているが、創業は約100年前の1910年である。グローバル連結ベースで売上げが大体9～10兆円、営業利益が約7,000～8,000億円、従業員は約30万名、連結子会社が800強である。5ページについて、日立は1910年の創業時はモーターから始まり、その後ハードウェアを中心に新幹線、原発、スパコン等々をやってきたが、ここに来てハードウェア単体で勝負するのが大変難しくなったので、テレビ等の家電を縮小し、インフラとIoT、インフラとデジタルをからめて社会イノベーション事業へ完全に方向を移してきている。7ページについて、我が社の業績の推移を記載しているが、先ほど申し上げたように、2010年に7,873億円の赤字を出し、会社存亡の危機に陥った。これから10年かけて抜本的な経営改革をしようということで、ポートフォリオの入替えやガバナンスの変更等々を経

団連の中西会長が中心になって実行してきた。8ページについて、アメリカではあまりやっていないと聞いているが、日本の特に大きい会社は3年ごとの中期経営計画を策定しており、日立も3年間の中計を策定している。2012中計では、危機からの脱却ということで2010～2012年の3カ年をリカバリーと称してやってきた。その後の3年間は成長のための基盤づくりということで、3年間の新しい中計を策定し、その後、もう1つの2018年までの中計では、これはデジタル技術、IoTを中心としていた。このように、それぞれ3年間を区切り、その時々を経営課題を追っかけてきている。

9ページ以降、具体的に会社の構造をどう変えたかについて説明する。9ページのとおり、2015年までは非常に分散的な組織で、10ページの左側に記載しているとおり、情報・通信システム、電力、社会・産業、デジタルメディア・民生機器、オートモティブ、電子装置、建設機械、高機能材料、金融、コンポーネント・デバイスというような組織でもって、それぞれの勘定科目をもってやっていたが、これがどうも時代に合わなくなり、9ページのとおり、2016年以降、全体を3つに再編をした。下からプロダクト、ハードウェア、それからプラットフォームで、ここに生産を集中して、ハードウェアに付加価値をつけて売っていくということをやっているが、それからフロント、これはお客さんとのリレーションをやるところで、この3層構造に組織を変えて対応している。10ページの右側について、これが現在の組織であり、IT、エネルギー、インダストリー、モビリティ、ライフの5つのセクターに分けて対応している。上場子会社はその下に4つついている。これが組織の面の変革である。

11ページについて、資本コストを意識した経営を行うということでROICを導入している。デットとエクイティを両方勘案して、WACCにぶつけてROICスプレッドをみながら経営を行っている。

12ページについて、資本市場との対話を強化するということで、これも関係者に責任分担をしてやっているが、一つはIRイベントをやっており、中計に沿って投資家に事業の概要を説明している。それから、去年初めてやったが、ESGに絞っての説明会も実施している。また、機関投資家、アナリストについては個別のミーティングも開催しており、非常にきめ細かく会社の内容をコミュニケーションしているという状況である。

13ページについて、取締役会の構成であるが、これも大きく変えている。2011年6月時点の状況では、社外取が4名、社内取が7名、社内の執行役が兼務で2名と、圧倒的に社外取が少なかったが、現在は、社外取8名、社内取が1名、執行役兼務が2名としている。こ

の執行役の2名は社長と会長である。社外取締役8名の内訳について、青で囲った白い人形が男性の外国人、赤で囲った白い人形が女性の外国人、ブルーで埋めてある人形が日本人の男性である。日本人の男性のうち、1名の方は、アメリカ人と結婚なさって生活の拠点はアメリカにあるので、パスポートは日本であるが、外国人とみなすこともできるので、実質的に社外取の過半が外国人になっている。取締役会では重要事項を審議して決めており、中期経営計画の策定、進捗、予算、決算、セクター別の事業戦略、重要な個別案件等は全て取締役会で審議して決めております。例えば、2021中期計画の策定に関しては、執行役の提案に対して相当様々な議論があったということを記載している。1年間にわたり5回の議論を行った。重要案件についても取締役会で議論をしており、6月にABBのパワーグリッド事業を1兆円で買収するが、この決定や英国における原子力発電所からの撤退についても取締役会で議論して決定している。

15ページについて、従来は経済価値一辺倒の中期計画であったが、今年新しく決まった中計では、我が社も社会価値と環境価値を加えており、ROEとROESGは両立できるという前提で、社内の投資においても、ESG、コンポーネントをリターンにどうやってはね返すかという検討を並行的に行っている。

16ページについて、これから3年間、どこへお金を張るかというキャピタルアロケーションについても議論を行っている。基本的な投資方針はM&A、研究開発投資、人財投資の3つある。設備投資については、償却の範囲内で行っていくということで、固定資産を大きく増やすことは考えていない。Lumadaというのは社内の称号で、enlightenment data、啓蒙されたデータという意味だが、ハードウェアのデータをプラットフォームに上げて付加価値をつけていくということである。ABBのグリッドに1兆円の投資を行うエナジーと、工場の周辺のオートメーション、ロボット等のインダストリーに重点投資をすると決めている。地域は北米とAPACで、中国は既に1兆円強の商売をしているので、当面大きく資産を積むことは考えていない。ファンディングについて、投資の過半は社内の営業キャッシュフローでファイナンスをするが、銀行からの借入れ、社債の発行等でレバレッジをかけて対応していくことを考えている。

17ページについて、10年間でどれだけの資産を入替えたかを示している。左側が事業の売却・撤退であり、半導体等々から始まり、合計3兆3,500億円のダイベストをしている。右側で、ほぼ同じ金額でもってコンソリをやっており、売上げの約3割を入替えた。私どもの認識では、まだやらなければいけない部分もあるので、これが3年程度続くと、従来

のポートフォリオの過半を入替えるという計画で行っている。

18ページについて、具体的に入替えたうの特に上場子会社について記載しているが、上場子会社は、非常にガバナンスが難しく株価の形成を歪めているという議論があるので、そういった資本市場の意見には真摯に対応しており、元々上場子会社が22社あったが、この10年間で、現在4社まで減少させている。4社とは日立金属、日立建機、日立ハイテク、日立化成であるが、日立ハイテクは、この1月に完全子会社化するということを発表している。また、日立化成は昭和電工に売却ということで、まだクロージングしていないが、日立ハイテクと日立化成は対応が決まっているので、残っている上場子会社は日立金属と日立建機ということになっており、これらにもきちんと対応しようと検討している。

19ページについて、5つのセクターでどういうことを重点的にやるかについて記載しているが、重点地域をご覧いただきたい。日本は成熟国家で、発電所も新幹線も大体終わっているので、国内はなく、インフラをやると全部海外となる。したがって、ITからモビリティまで、北米・APAC、全世界、北米、APAC、欧州・北米・APACということで、ほとんどの事業についてこれから伸ばすのは海外ということになっている。

【日戸委員プレゼンテーション】

2ページについて、本日のプレゼンテーションの前提として、特に今回対象となる企業の経営者は、事業ポートフォリオの入替えの重要性や意義を頭では十分理解をしている一方、ここに記載しているような様々な理由があり実行に踏み切れない、実行が阻害されており、そこへの対応を考える必要があるのではないかと考えている。オムロンにおいても、個々の事業で様々な対応を実施しているが、阻害する理由や要因は千差万別であり、一件一件、どう対応するか検討して行っている。

3ページ以降、Who is オムロンについて簡単に説明する。オムロンは86年前に、立石一真によって創業された、今でもベンチャー企業でありたいと思っている会社である。4ページについて、制御機器事業が創業事業だが、社会システム事業等、事業ポートフォリオを広げてきている。ただ、これは企業理念をベースに事業を展開し、世界初となるイノベーションを創出しており、逆にいうと、企業理念に合わない事業はやらないということがベースになる。5ページについて、我々の企業理念は、1959年に創業者が設定した、ここに記載している社憲・ミッションをベースにしている。「われわれの働きで われわれの生活を向上し よりよい社会をつくりましょう」という社憲のもと、特に「Our Values」に記

載しているソーシャルニーズの創造、新しい価値を社会に向けて創造していき、よりよい社会をつくっていくということが企業理念であり、全ての事業がそこに立ち返ることができるマネジメントをしている。6ページについて、事業のコアとして技術を置いている。具体的には、センシング&コントロール+Thinkをコア技術とし、独自のアルゴリズムで情報を価値に変換していく。全ての事業がこれを実行している。したがって、ドメインを定義しているというよりは、結果として記載したドメインになっていると考えていただければよいと思う。7ページについて、この企業理念に基づいて考えると、社会的課題はどんどん加速・深刻化しているが、その解決手段としての技術もどんどん革新をしており、この掛け算で事業が拡大する、新たな事業を創造するということで、オムロンにとってはチャンスなのではないかと考えている。8ページについて、現在はここに記載しているファクトリーオートメーション、ヘルスケア、ソーシャルソリューションという3つをドメインとし、さらに、それを支えるデバイス・モジュール事業の3+1の事業を行っており、この4つについて情報開示、セグメントの開示を行っている。

9ページについて、オムロンでは、ROICを軸にしたROIC経営をやっており、それぞれ今やっている事業の最大化、事業価値の最大化を図った上で、そこで再投資等の投資の拡大をし、それを原資に技術経営としてソーシャルニーズを創造、事業を拡大し、またさらに、そこで生まれた事業を入れ替えていっている。このように、企業理念に基づき社会課題を解決し続けるということを置きながら、収益性の向上を中心に、ROIC経営、技術経営の両輪で企業価値の最大化を図っている。その中で、ROIC経営については大きくは2つの取組を行っている。左が逆ツリー展開、右がポートフォリオマネジメントである。逆ツリー展開とは、個別の事業のROICの向上の施策を現場のアクションまでつなぎきって、一つ一つ丁寧に上げていくという、上から下までつなぐ取組である。ポートフォリオマネジメントは、経済価値の評価及び市場価値の評価に基づき判断するセグメントをつくっている。各事業に対して、ROICのハードルレート10%を課しており、これに基づいて様々な事業の入替の議論をするが、個別の事業のROICが6%を継続して割り込むと、各事業に対し、1-2年かけてどう改善していくのかというリカバリープランを要求し、マイルストーンを設けてきちんとレビューしていく。各事業にはリカバリーするチャンスを与えるが、だめならば売却・撤退するということを前提に、議論し、共有し、進めている。各事業に対して、なぜ6%、10%かというところをきちんと理解いただくことが重要。要は資本コストであるが、投資家といっても単なる資産家ではなく、その先には主に年金基金等があり、

そこには我々の両親や家族等のお金が入っており、彼らが生活をしていくためにも、資本コストを上回るということは絶対的に必要だと説明する。つまり、資本コストを下回っているということは社会の価値を毀損する、我々の企業理念であるよりよい社会づくりに貢献をしていない事業であり、自分たちでやる意義の低い事業であると、あえて言い切っている。なぜポートフォリオマネジメントを行うかについては、お金の面だけではなく、企業理念、我々の存在意義というところまで戻って議論をし、共有をしているというのが一つのポイントである。

10ページについて、ポートフォリオマネジメントの管理単位は、先ほどの3+1のドメインではなく、それをブレイクダウンした約80のセグメントの一つ一つとしている。この80の事業の業績を個別開示はしていないが、ハードルレート10%に基づき復活、入替えといった議論を行っている。その実行主体者、責任者はCFOである日戸であると、投資家とのエンゲージメントでは説明している。この80の事業について、PLは個別に分類をしているが、BSはいたずらに切り刻んでも意味がないので、先ほどの大きい事業、つまりカンパニー単位でのBSを、そのカンパニー内の事業に共通に当てはめるというように、簡易的に行っている。あまりここで精緻なBSを求めても意味がないと思っている。

11ページについて、右側に、12年以降に譲渡・終息してきたものをリストで示している。車載事業（AEC）は今年度、日本電産様に譲渡をしたが、実はROICは単独の事業で10%を超えていたところ、将来のCASE時代まで考えると、自分たちだけでは十分な投資はできずに単独では生き残れないと考え譲渡した。これまでに説明してきたROIC経営、ポートフォリオマネジメントの一步進化版のような取組である。他方、切出すだけでは当然縮小均衡になるので、戦略に基づいて特にIABと呼んでいるファクトリーオートメーション事業、HCBと呼んでいるヘルスケア事業を中心に買収を行い、事業の入替えを図りながら成長していくマネジメントを行っている。12ページにある通り、これらの取組の結果として、成長性・収益性のポジショニングが向上している。

13ページは、事業ポートフォリオマネジメントを実行する中で、どのような観点で取組んでいるかを記載している。まず、対象事業の競争優位・持続的成長をどうするかというところが大事である。要は、短期的にその事業が赤字になった、黒字になったということではなく、より中期的にみて、対象会社がグループ内にとどまることが、会社、社員、社会にとってベストの選択であるかというようなことを議論する。それを踏まえた上で、まず、社長がCEOとして強い腹固めをする。スタッフでいえば、社長に対して腹固めを迫る。

後続プロセスで様々な抵抗が出てくるが、進めていく上では、ぶれないことが何よりも大事である。その上で譲渡先の選定を行うが、会社、事業、社員、譲渡先にとってできる限りウィン・ウィンになる選択をする必要がある。当然、コンフリクトは出るが、保有し続けるよりも譲渡先が保有することがベターであれば、これで進めようという腹決めが必要である。譲渡先を選んだ上で交渉していくが、交渉においては、何の目的でこの事業を譲渡するのかを明確にすることが大事である。当然、交渉なので、そこが合わなければ交渉から撤退するという事も考える必要がある。意思決定の途中段階から、対象会社のキーマンをプロセスに参加をさせることが極めて大事になってくる。意思決定の理由や、その決定がベストであるということを当事者とも徹底的に議論をして共有をする。逆にいうと、これができないと、結果として、その事業価値を毀損することにつながると考えている。なぜなら、事業は最終的には人が行っており、対象役職員のモチベーションが伴わない場合、譲渡したあとに対象事業の事業価値を毀損してしまうということになりかねず、そもそもの案件目的に沿わなくなってしまうと考えているからである。よって、案件開示のタイミングを踏まえ、役職員及び組合に対しても非常に丁寧なコミュニケーションを行うことが大事であると考えている。プロセスを実行する上で組合の協力は不可欠である。組合が理解できず反対となると、結局、会社の求心力をなくしてしまうので、押し切るということは大変難しい。したがって、日ごろから組合とコミュニケーションをしながら、個別案件についても理解を得ることが重要である。組合は、組合員、社員の雇用、処遇、活躍のイメージということを徹底して求められるので、そこを共有して、これであれば組合員が譲渡先に転籍しても幸せになる、活躍できるだろうというところまで双方で議論を徹底して行う。また、役職員へのコミュニケーションも徹底して行うが、日本企業だからといって日本だけでやればよいというものではない。グローバルでやっている事業においては、それぞれの拠点に会社があるので、その役職員とも徹底してコミュニケーションし、共有しなければいけない。国によっては、たとえ株式売却であるため雇用主に変更がない場合であったとしても、労働争議、ストライキ、サボタージュ等に発展する場合もある。したがって、日ごろから信頼できる現地メンバーを明確に見きわめながら、ともに事前準備を徹底して行うことが非常に大事である。中国においては地方政府の協力が不可欠であることから、場合によっては事前に相談をし、理解と協力を得ることが必須となる。また、グループの全役職員と書いているとおり、対象会社以外の社員とも徹底してコミュニケーションを行う。なぜなら、事業の入替えが明日は我が身になることを想起するからである。

経営陣が、社員のことを考えずに行動する、あるいは周りからそのように思われると、そこで経営に対する求心力が一気に低下してしまう。また、リーク等による事前のすっぱ抜きはディープブレイクにつながるので、情報管理を徹底して注意するとともに、開示後のステークホルダーとのコミュニケーションも当然大事なので、社外の専門家の適切な活用も行う。特に対象会社の役職員が意思決定を理解、納得し、売却先で活躍して、さらに事業価値を伸ばす意欲を醸成することが、全てのウィン・ウィン・ウィンにつながる最も大事なことであり、丁寧に進めている。

最後に14ページについて、結局これを進める上で、最終的にはCEOのビジョンと覚悟が重要であると考えている。CEOがぶれると何もできない。また、様々な抵抗や困難が立ち上がるので、CEOが意思を固めるためにも、取締役会の役割は大変重要である。指名にかかる役割が重要であるのは当然として、継続的にCEOの覚悟を迫り続けるようなダイアログや、定期的に事業ポートフォリオマネジメントのディスカッションや投資家との意見交換を行い、ある意味投資家と同じ目線で土俵をつくり続ける努力を執行側及び取締役側双方が行い続けることが大事であると思う。その目線がずれると、両方にとって上手くいかない。事業の入替えや構造改革を常にやり続ける、それが当たり前になるという風土を醸成し、その仕組みを回し続けるということが重要である。また、今は入替えや構造改革の対象とはならない事業であっても、執行側で常に我が事としてコミュニケーションできる風土やカルチャーを醸成しておくことが重要であると思う。

【三瓶委員】

本研究会の焦点が事業再編の促進であることは明らかであるが、事業再編自体が目的ではなく、もっと大局的な見地からすれば、持続的な経済・社会、それを牽引する継続的な企業価値向上が目的であり、事業再編はその手段であると考えている。そういう意味で、企業価値向上という目的を見失わずに、手段としての事業再編を合理的に進めていくための見える化、共通言語化ということが重要だと思っており、そういった点を意見書に盛り込んでいる。

企業価値評価におけるビジネスモデルの重要性や、本来あるべきMD&A開示の意義について説明する。論点の中で挙げられている定量指標や定性指標、一定の基準、いわゆる撤退基準を押しつけるという考え方には反対であり、まず自己規律ありきではないかと考えている。その上で、結果責任を問うということが重要だと思う。機械的な指標で決定でき

るのだったら、CEOもCFOも要らなくなってしまう。

3ページについて、これは2016年の10月に、英国のFRCのLABプロジェクトで、あるべきビジネスモデルの開示について議論を行い、それをまとめたものである。ご存じのとおり、英国ではアニュアルレポートが法定開示書類となっている。その中の開示項目であるビジネスモデルについて、開示改善を目的とした指針という位置づけのものである。私も海外投資家メンバーとして同プロジェクトに参加したので、紹介をさせていただく。4ページについて、同プロジェクトに参加した27名の投資家メンバーは、全員一致でここに記載していることに賛同している。別の言い方で、business model at the heart of the annual report といって、分析する上で、また会社そのもの、業績、立ち位置、将来性などを理解する上での基本となる重要な情報であると言っている。5ページについて、ここではビジネスモデルと企業価値評価の結合の例をお示ししている。投資家がよく使用するこのような分析、評価手法は、企業にも有用ではないかと思う。特徴は、企業価値評価の手法としてDCFがよく知られているが、そのDCFの分子の流列であるキャッシュフローを、ここに記載しているように資本生産性と投下資本に分解する点である。この分析によって、ビジネスモデルに必要な資産が何か、キャッシュフローの創出の再現性の関係等が理解でき、将来のイメージ、特に成長余地、飽和感、市場変化によるリスク等についても改めて考えることができる。また、キャッシュフローをPLから予想するよりも、保有している必要なアセットと、そこから将来キャッシュフローがどう出てくるかということで予見可能性も高まる。事務局資料の論点の中に、ブランドや知財の継承についての問いかけがあるが、見えない資産についても、この方法を使うと考慮することができる。

6ページについて、これは4象限分析に関係する図であるが、先ほどのキャッシュフローを2つに分けたものを横軸と縦軸に分けて表示している。したがって、これらを掛け合わせると企業価値を示す。例えば、財務諸表にあらわれている表面的な情報だけでプロットすると青い点のようになるが、財務諸表に表れていないが、本来のビジネスモデルを踏まえ、例えば人材や、ブランド、知財等の価値がどれだけコンペティティブなキャッシュフローをはじき出しているかということを考えていくと、本来は資産の分母が大きくなり、この座標では左側に寄っていく。そういう意味では、財務諸表に表れない価値に対して再投資を行い、成長性や持続可能性を高めるということもこの図の上で評価ができる。

8ページについて、日本ではよく、ビジネスプロセスやサプライチェーン、業務内容と混同しているケースを散見するが、ビジネスモデルがあるというのは、中長期でみたとき

に成長率、利益率、資本生産性等が比較的对象企業よりも高い水準であるということを意味する。ビジネスモデルという言葉がきちんと共通言語として使われることが必要である。12ページについて、先ほどの英国のFRCのLABプロジェクトの引用であるが、LABで複数の事業をもつ企業のビジネスモデルについて、どのような開示が望ましいか議論を行ったところ、そもそも、なぜ複数の事業を行うのかについてのビジネスモデルを示すべきだという結論となった。14ページについて、一つの好事例としてBPが取り上げられている。一見するとBPは複数の事業を行っているように見えるが、下線部のとおり、全体を通して垂直統合モデルによる価値創造の利点があると述べており、そういった説明が必要である。15ページについて、こうした複数の異なる事業を営む場合に、ビジネスモデルとして説明することが投資家の理解につながるということは、価値協創ガイダンスにも記載してある。16ページも価値協創ガイダンスからの抜粋があるが、ここでも事業ポートフォリオマネジメントの考え方について記載がある。

17ページについて、オムロンの象限管理の図が記載されているが、これは2014年12月号の「証券アナリストジャーナル」に寄稿した論考から抜粋したもので、この4象限を投資家がどのようにみているのかを示している。撤退基準に関係すると思うが、一般的に、一定のハードルレートを下回っている場合、この図でいうとB事業やC事業について、見直しが必要ということが言われがちであるが、B事業とC事業の状況は全く異なる点を理解する必要がある。ここでは、どこがどう異なるのか、大事なのかを記載している。B事業だけでは資本生産性が低いために自己のキャッシュフローでは再投資ができず、それどころか資金繰りが上手いかなくなるかもしれない。したがって、B事業において一番大事なことは、投資の回収の目的を考えていくことであり、資本生産性、採算性が上がってくるといのはいつごろなのか、3年なのか、5年なのか、それ以上に時間がかかるのであれば、その間どうするのか等、時間的な管理も非常に大事になる。ただ、ここは成長性があると見込まれている分野であり、それをいかにして軌道に乗せるかということが大事になり、すぐ撤退するという事ではないのだと思うので、そういったことの見極めが大事になってくると思う。

19ページについて、これは有価証券報告書の開示府令の記載上の注意事項であるが、投資家が必要としている開示の内容が事細かく記載してある。そして、それは本来あるべきMD&Aに求められていることであり、投資家が行うドライバー分析に関連するキャピタルアロケーションの考え方が盛り込まれている。一方、なぜかそれが上手く開示されてい

いというのが現状である。21ページについて、本来あるべきMD&Aが会社側から示されないで、私たちが分析した結果を、例えば価値創造の結果と要因というページを用意して企業側に提示している。これがエンゲージメントするときの準備資料である。22ページについて、ここでは重要な情報開示であるMD&Aの課題について説明する。先ほど申し上げたとおり、有価証券報告書は経営者による経営成績等であるが、それが行われていない。特にそこでは企業価値向上の検証・分析・達成度評価が記載されるべきであるが、それらは記載されておらず、予算の遂行状況または計画との差異分析が開示してある程度である。企業戦略が企業価値向上にどのように貢献しているのか、課題は何なのか等が示されておらず、今の開示では、何のために何をすべきかが曖昧で、全体最適や合理的判断の軸が定まっていないとみてとれる。そういう意味で果敢な経営判断をできない状況が続いている会社が多くあると思う。改めて、本来あるべきMD&Aの開示を求めていくことが重要であると思う。2つ目の四角について、投資家は企業価値向上の検証・自己評価を求めており、この自己評価が非常に大事であり、本来の求めているようなMD&Aの開示、つまり事業ポートフォリオのビジネスモデルやビジネスモデルの観点からの説明、ビジネスモデルと企業価値評価の結合等の見える化、共通言語化が、事業再編促進の基盤整備や情報開示の核となるのではないかと思う。開示が目的ではないが、有価証券報告書という責任を持たなければいけない開示資料の記載項目となっているので、そこでしっかり記載してもらうことが必要であると思う。そうすることによって、機関としての取締役会等できちんとレビューする必要性が生じ、どういう項目をレビューするのか、どうやって意思決定するのか等、様々なことが会社の中で変わっていくと思う。細かいことを押しつけるのではなく、ある種の開示というアウトプットを定めることによって、自己規律を上手く作用させるように、そして、やるべきことはやるという方向で検討すべきである。事務局の説明では任意開示が基本ということだったが、法定開示書類の中の項目にこういうふうに記載してはどうか、というような形で促進することもできるのではないのかと思う。

【別所委員】※資料7は非公表

欧米で事業再編がどのように行われているのか、そこでの課題は何か、今後、日本で事業再編を促進させていく上でのインプリケーションについて申し上げる。

2ページについて、そもそも欧米企業においても、事業を切出すに当たって、当然その背景や目的があり、かつ、モルガン・スタンレーのニューヨーク、ロンドンの同僚とも議

論を重ねたが、欧米企業においても様々なジレンマがある。結論的には、欧米企業が直面するジレンマと日戸委員からご説明いただいた資料5で例示的に記載されているジレンマにはかなり共通点があると感じた次第である。事業切出しを行うに当たって、各社事情は異なるが、大きく分類すると4つの背景、目的があると思う。具体的には、1) 資金確保・バランスシートの改善、すなわち借金返済ニーズ等、2) 市場における株価の評価の改善、3) 事業のポートフォリオの選択と集中、4) 事業の成長性に対する制約の除去、が主な理由であると観察され、それぞれに対応する案件を例示的に記載している。その上で、想定される、ないしはそこで観察されたジレンマは、バランスシートのニーズの場合には、戦略的な理由でなく、財務的な理由だけで事業切出しをしてよいのか、キャッシュフローを失うことによって、中長期的な信用力にネガティブな影響が生じるのではないかなというようなものがあり、市場における株価の評価の改善のための切出しといっても、それを実行して本当に株価が上がるのかということは当然担保されない。さらには、事業を単純化するよりも分散化させたほうがよいのではないかなという安全志向が働くことも多々存在するようである。同じような話だが、ポートフォリオの選択・集中が「べき論」としては語られても、やはり一本足打法は危険なのではないかなという議論や、成長事業の切り出しについても、成長するのであればむしろ中に取込みたいという親会社の抵抗が働く等々のジレンマが、やはり欧米においても存在するのが現実のようである。

3ページ以降で、そういったジレンマを感じつつも、それをどのようにして乗り越えているのか、乗り越えられないケースもあるが、相対的に乗り越えるケースが多いのはなぜかについて記載している。1つは、社外取締役が取締役に占める人数の割合というものに加えて、社外取締役の方がその会社の取締役を長期で務めているケースが多く、社外取締役といえども事業についての知見も相応に有している点が考えられる。その知見に基づいて、株主の声の代弁者として、ボードでの発言権、影響力を相当有しており、業務執行の方の考えるビジネス上の制約等を健全な形で牽制するような機能が働いているのではないかなと思う。2点目は、取締役、業務執行メンバー双方に長期のインセンティブとしてエクイティ報酬の比重が大きいということと、その結果として自らの事業、さらには切出される事業の中長期的な価値向上が自らの報酬にもリンクしているという点で、やはり株主の利益と上手くアラインされているのではないかなと思う。下段の表にDowDupont、eBay/PayPal、Novartis、Sanofi等の認知度の高い欧米企業のスピンオフにおける報酬を記載しているが、改めての発見として、いずれもスピンオフを実行するとすると、株主総会

が行われるが、そこでスピノフが可決されると、取締役ないしはCEO等の業務執行経営陣に対して、スピノフの成功をインセンティブとした新たな株式報酬が付与されるという点がある。株主総会で株主の総意、ないしは多数決でスピノフを実施することが決定した場合に、業務執行ないしは取締役に対して、当該スピノフの実現に向けたインセンティブを付与するのは、かなり注目される仕組み、仕掛けであると思う。

4、5ページ（事業切り出しの手法類型）について、日本においては事業再編の手法が子会社のIPO、事業売却、新たに導入されたスピノフの3手法程度にとどまっているところ、欧米では、こちらに記載しているように7種類程度の手法があり、選択肢が豊富である。したがって、さまざまな手法を目的に応じて選択しているのが実態である。こういった多くの手法が編み出された背景は、まず手法を用意して、実務で使用されるようになったというより、様々なニーズに基づいて手法が編み出され、税制面での担保等が追いついてきているというのが歴史的な経緯ではないかと思う。

6ページ（欧米での事業切り出しの手法別の取引の内訳）について、左側が件数、右側が取引の金額であるが、欧米においても件数でみると、圧倒的に第三者への事業売却が多い。その中でスピノフ、スプリットオフ等々が活用されているということで、件数だけでみると、ほとんど第三者への売却である。一方、取引金額ベースでは、スピノフや子会社IPOの存在感が増している。さらに、案件規模が20億ドル以上の案件に限ってみると、事業売却とほぼ同等の取引ボリュームである。手法ごとの1件当たりの平均規模は、スピノフ、スプリットオフ、IPO等々は小さいものでも20億ドル、大きいものだと40、60億ドルになり、スピノフ、子会社IPO、スプリットオフ等は、大規模な案件において有力な選択肢として考えられている。20億ドルという一つの切り口でみると、第三者への売却、子会社IPO、スピノフ等々は、等しい割合で検討されているという見方もできると思う。欧米においても、規模感、インパクト、実効性等を踏まえた上で、目的に応じた手法が採用されている。

7ページについて、通常のマーケット全体のインデックスとスピノフのインデックスを記載しているが、やはりスピノフによって切出された企業のパフォーマンスが相対的に高いことがみとれるので、スピノフは企業価値の向上、資本市場からの評価の改善のための一つの有力なツールになると思う。

8ページ以降、3枚のスライドでこれらの分析に基づくインプリケーションと今後に向けた提言を記載している。まず、インプリケーションということで、8ページに3点記載して

いるが、事業の切出しを行うに当たってのジレンマをどのように乗り越えていくのかという意味でいうと、A)ガバナンス、B)報酬体系、C)株主との建設的な緊張関係の3つに尽きるのではないと思う。A)ガバナンス、すなわち株主を代弁する立場としての独立社外取締役が適切に機能することである。ロンドンのバンカーのコメントが印象的であるが、重要な経営判断は、業務執行のマネジメントチームではなくて取締役会（ボード）が行うのがガバナンスの枠組みであるとのことであった。それから、米国に比べて企業価値の増大、株主とのエンゲージメントが遅れていたヨーロッパにおいては欧州委員会がコーポレートガバナンス改革を積極的に進めてきたということは、日本において大きなインプリケーションではないかと思う。B)報酬体制は、先ほど申し上げた株主の利益、企業価値の増大と、経営者、取締役の報酬をリンクさせるということである。C)株主との建設的な緊張関係とは、資本市場との健全な対話を意味する。三瓶委員のプレゼンテーション（資料6）にもあったが、コア・ノンコアの選別やキャピタルアロケーション等の議論が恒常的に要求され、そのツールとして、セグメントごとの様々な指標の開示が強く求められる。その結果、それらに能動的に取り組む企業と、受動的に対応する企業では、最終的には経営陣、取締役の支持率、ひいては株価のパフォーマンスに差異が発生するということだと思う。9ページに残り3点のインプリケーションを記載している。先ほど申し上げたとおり、件数ベースでいうと第三者への売却が多数を占めているが、大規模なものについては、市場の流動性の確保等々の問題をクリアできるということで、スピンオフ、IPOなども活用されている。また、手法を選択するときの判断基準には、財務的な制約の有無が現実的な問題として存在し、負債削減等の資金ニーズがある場合には、非常に大規模な案件であっても事業売却が選択される。最近発表されたドイツのティッセンクルップのエレベーター事業の売却のケースでは、債務削減のニーズに迫られているということもあり、第三者への売却という決断をしている。一方で、そういうニーズ、制約がない場合には、ある意味スピンオフは、相手のいるM&Aと異なり、かなりの部分を自分でコントロールできるという利点もある。シーメンスのエネルギー事業等は、今申し上げたような理由から、売却ではなくてスピンオフが選択されているのではないかと思う。最後に、先ほど申し上げたように複数の手法がそろっており、選択可能性が多いということである。

最後に10ページで、インプリケーションを踏まえて2点申し上げる。1点目、いわゆる現状の日本における税制適格スピンオフは、いわゆる持ち分を100%から0%にすることが要請されているが、例えば、一旦IPOを行いマーケットで値付けをした上でスピンオフを行

うパーシャルのスピンオフが税制適格となると、取引の安定性ないしは取組みやすさが高まるのではないかと思います。2点目、上場子会社の株式に注目をして、上場子会社の解消の一つのソリューションとしてスプリットオフを税制適格の形でできるようにしてはどうかと考える。スプリットオフとは、端的にいうと、親会社が自身の自社株買いを行うときの対価として、子会社の株式を分配するという手法であり、これが税制適格となり、タックスフリーでできるようになると事業再編が促進されるのではないかと思います。見方によっては、一石三鳥になるのではないかと考えている。本研究会でも議論されているコングロメリットディスカウントの解消を1つの手法としてスピンオフが位置付けられているが、企業にとっては売上げが低下する、キャッシュが入らない等々、スピンオフに対してメリットが感じられないという受け止め方があるが、上場子会社株式を用いたスプリットオフの実施によって、親会社におかれては2点のメリットがあり得る。すなわち、自社株買いという形態をとることによって、自身の株主還元、EPSの向上につながることで、もう一つは、昨今、ハイライトを浴びている上場子会社の問題を解決できるということである。また、対象会社側において、独立した上場企業であり続けたいという思いがあるところ、親会社に取り込まれることに対する抵抗や、全くの第三者に売却されることに対する抵抗があるとすれば、スプリットオフによって、まさに上場企業として存続し、独立した経営が継続できるという考え方もあるかと思う。こういう手法を加えることが、事業再編の活性化につながるのではないかと考える。

【富山委員】

河村委員や日戸委員の話にもあったように、要はやればできるわけで、現状の制度でも実行できるわけである。したがって、大事なことは、やれることをなぜやらないのかということである。日立、オムロンも、いわゆる株主原理主義的な観点でやっているわけではなく、企業体なり事業体なりの長い未来を考えたときに、どうすべきか考え、真面目に真摯に取り組んだ結果として実行している。一部の議論として、社外取締役が株主の代弁者として機能していれば上手くいくというようなロジックもあるが、はっきりいって私は、自分が社外取やっているときに、別に株主の代弁者であると思ってやっているわけではなく、要は長い目で当該企業体、事業体あるいは組織能力というものをこの産業社会、経済社会で生かしていくためには何が大事なのかということ一点を真面目に考えていくと、結果的に本来の資本の理論と同じか、かなり近い結論になる。日戸委員ご指摘の事業を譲渡する

には様々な障害があるが、それも考えてみると、ある種短期的な心理的障害、短期的な文化的障害であり、ある種の勘違いであり実際オムロンはそれを乗り越えている。逆にそこに引っ張られた経営判断しかできない、あるいはそういう人たちをなぜ取締役会や株主が経営者にしておくのか、改めてそこが一番根本的な問題であると思う。

私自身、多分日本で一番多く撤退等もやってきたが、日本型の終身雇用・一括採用の世界で、その会社にしかいなかった人は、事業を売却されて別の新しいオーナーが来るということに対して非常に恐怖を感じる。その心理的ハードルを下げるためには、今いる従業員のスキルセットや、ジョブディスクリプション、その市場ベースの評価を、外部労働市場を意識して標準化する必要がある。それが行われないと、結局、抵抗感は拭えず、事業売却の度にものすごいエネルギーを使うことになる。結局、突き詰めていくと、経団連の中西会長がおっしゃるとおり、日本型メンバーシップ雇用の仕組み、あるいは曖昧なディスクリプションで働いているという状況自体が、今やグローバルな競争世界にとっては百害あって一利ないということである。様々な開示を要求しても、実際にその間に挟まる企業経営者あるいは社外取締役も、本気で抵抗されてしまうとそこで動かなくなるということが続いていると思うので、本研究会の議論がそこまで深まるとすばらしいと思う。

【大湾委員】

事業評価の定性的指標という観点でいくつか申し上げる。これまで資本効率や経営資源、経理能力といった観点での議論が中心にあったかと思うが、事業に必要なものが技術を含む資産、資金、人材と3つあるとすれば、必要な人材の獲得という視点も非常に重要で、経営会議や取締役会で話し合われるべき事項であると思う。例えば、必要な人材を採用できるかどうかは、その会社が採用市場でブランド価値をもっているか、あるいは個々の候補者がその会社でコア人材になれるかどうかの見通しをもっているかということが重要であると思う。例えば、自動車業界は、かつて優秀なソフトウェアエンジニアを採用することに苦労してきた時期、つまりハードウェアエンジニアの力が非常に強くて、ソフトウェアエンジニアの貢献が評価されにくいということがあったと思う。それが自動運転、シェアエコノミー等の重要性が増し、自動車メーカーでなくてモビリティカンパニーであるというように事業ドメインを再定義することで、必要とされる技能が大きく変わってきている。このように事業ポートフォリオを変えるということは、今いる社員の技能の価値、あるいは新たに採用できる人材の変化を引き起こすことにもなるので、経営者がそういっ

たことを考慮に入れて、単に事業サイドの価値評価だけではなく、自社が必要な人材を採用あるいは育成できるだけの能力をもっているかということまで含めて検討することが重要であると思う。

もう一点、従業員の理解、納得感をどう得たらよいか、あるいは従業員とのコミュニケーションをどうすればよいかという点について、富山委員のご発言にもあったが、今まで終身雇用でやっていた会社が、急にこれから事業再編やるということではなかなか上手くいかない。従業員の理解、納得感は、自分の技能や知識が新しい会社で必要とされているかどうかにかかなり依存している。したがって、一つの方向性としては、会社が普段から各社員の能力を可視化する努力をすることが重要である。昨今、タレントマネジメントの整備が進んできているが、ただ箱を置いておくだけで中身のデータがなかなかそろわないというのが各社の状況かと思う。理想をいうと、各社員の職種、業種、あるいは過去の業務内容まで含んだデータの蓄積があり、それを可視化するということが、本人の自分の強みを意識する機会にもなるし、それが新しい環境の中でどういった人材を使っていくかという経営サイドの判断にも非常に役立つので、こういったタレントマネジメントの整備を急ぐということも大事であると思う。

それから2つ目の観点として、これまでの慣行的契約は、会社が一生雇用を保障するかわりに、配置や異動について会社が絶対的な決定権限を持つということが期待としてあったかと思う。今後、事業ポートフォリオマネジメントをやっていくということは、会社が今の形では一生雇用を保障できなくなるということなので、これまでの絶対的な人事権限を持つという考えも改めていく必要があると思う。制度としては昔からあるが、様々な会社で社内公募制の活用が進んでいる。公募も応募も少なかったが、これをより活用していこうという動きが出てきている。自分が働く事業や職種を選ぶ自由を一部認めることで、こういった事業再編についての従業員の理解も得られやすくなるのではないかと思う。要は事業再編をいつでも行えるようにするためには、人事制度自体をそれに合ったものに修正していくことが必要であると思う。

【林委員】

投資家とのコミュニケーション、開示について申し上げる。有価証券報告書での開示が中心的なメディアとして挙げられているが、有価証券報告書は法的な義務であるから、開示の結果生じる法的な責任への意識が必然的に出てくる。そうすると、ビジネス的にポジ

ションをとった不確実な記述内容をできるだけ避けて、最低限で画一的な記述で法的義務を果たすことが目的になりがちになる。一方で、投資家の投資判断にとって有用な情報とは、定量面のみならず定性面からも経営者の考えや息づかい等が聞こえてくるようなものであるが、そこから乖離してくるのは制度的に仕方のない面もある。本来、情報開示の在り方が株式市場における評価に反映されることで、企業が比較されて競争にさらされる構造がはっきりしていれば、充実した開示が進むはずだが、これは法的義務を果たすこととは反対方向のドライバーである。これを踏まえて、企業の事業ポートフォリオの見直しに関する方針や現状についての開示を促す方向性について考えてみると、現実的には有価証券報告書とは別に、決算説明会等の企業の投資家向けプレゼンテーションの場やホームページ等で、純粋に聞き手にとって分かりやすく説明する工夫がされている。これらも含めて企業の情報開示であると捉え、投資家とのコミュニケーションの内容を設計していくことを促す方向性が考えられる。有価証券報告書の開示内容は引き続き最も中心的な位置付けであるとしても、投資家とのコミュニケーションをより広く捉え、これを取締役会において吟味することが重要である。今後、より広く社会の多様なステークホルダーを代表しているボードが求められていくのだとすると、それは「外の目」が企業のガバナンスを担うことを意味する。そこで、特に社外取締役が「外の目」で、細かい内容というよりは、一貫した説明の枠組みなどについて吟味し、開示内容を充実させていくような実務を促すことが有効ではないか。

【仲田様（江良委員代理）】

先ほどの林委員と被るが、開示にあらわれない経営陣のコミットメント、胆力等が非常に重要な情報であると思っており、有価証券報告書での開示に加えて中期経営計画や統合報告書でのコミュニケーション、対話の場で投資家に対して発信していただきたい。

また、開示をどう押し進めていくか、その推進力となるのはこういったものかを考えたときに、ベストプラクティスを提示することは企業側に役に立つと思う。それに加えて、社外取締役を中心とした取締役の方々が直接投資家と対話をして、投資家の期待値を感じ取った上で、自社の開示、あるいは自社の対外説明がその期待値に達していないということを取締役会・執行陣にフィードバックしていただくことも有効である。そのためにも、社外取締役が投資家と直接対話をするという意味はあると思う。例えば、アメリカやイギリスでは、企業の取締役会の大半が社外取締役ということもあり、スチュワードシップを担

当するチームが社外取締役と事業ポートフォリオに関するディスカッションを行う機会が多い。ご紹介あったように、恐らく米英で事業ポートフォリオに関する開示がより進んでいる、充実している背景には、取締役会に直接投資家の声が届いていて、社外取締役が会社側の情報発信の質をチェックしていることも関係しているのではないかと思いますので、そういった観点からも、開示を進めるためのドライバーとして社外取締役を中心とした取締役の活用も有効であると思う。

また、投資家の観点から事業ポートフォリオを見るときに、全社戦略の中で事業ポートフォリオをどのように捉えているか、その中で各事業戦略はどのように描いているか、その事業戦略のもとに各事業のKPIをどう設定しているか、そしてそれが各役員のインセンティブにどう連動しているかという点を見ている。それらに一貫したストーリーがある開示や説明に説得力を感じることが多い。その反面、報酬をあまり強調し過ぎてはいけないと思っている。初回に片山委員からご指摘があり、本日の日戸委員提出資料にもそのような趣旨に読める内容が記載されているが、我々が日本で200～300社程度の経営者の方々と対話させていただく中で、経営者の方々は必ずしも報酬のみにドライブされているわけではないと感じる。あまり米英との違いを強調するつもりはないが、日本の経営者の方が気にしているのは金銭報酬だけではないと感じるので、そこをあまり強調し過ぎると、事業ポートフォリオの最適化という目標は達成できないのではないかと思います。役員報酬は、ステークホルダーのうち、投資家からの評価と位置づけられると思うが、日本企業の経営者の場合、OBや社内の職員、社外からの評価を含めた、幅広いステークホルダーからの評価を気にして動いていることが多くそれがインセンティブになっているような印象なので、そういった観点も踏まえてアプローチしなければいけないと思う。

【濱田委員】

まず、日立、オムロンは我々と桁違いなところまでいかれており、金融機関は、ある意味、まだまだガラパゴスの状態にある。もちろんROESG経営を企業文化にまで昇華させているダイナミズムもそうだが、何といても時間軸、スピード感が、同じ事業会社として非常に感銘を受けた。当社も、金融機関の中ではそれなりに事業のポートフォリオの変革を実行しており、例えば、この10年間でグローバル部門の利益が20倍になり、あるいは金融機関でありながら、介護事業や、住宅リフォーム、サイバーセキュリティ等、様々な事業展開を始めている。この5～10年でやってきたことを振り返ったときに2つあり、まず

1つは、皆さんと全く共通しているが、トップの本気度であると思う。我が社のトップも10年前から、いつか日本の保険ではもうからなくなる、サステナブルではない、10年たって振り返ったときに、できれば、「あっ、あなたの会社は保険会社だったんだね」と言われるような会社になりたいと従業員に言い続けてきた。これが我々の企業のポートフォリオ変革のトリガーになっている。もう一つは、経営陣の問題であるが、我々経営陣は何十年とこの保険会社で働いてきた日本の雇用、日本の文化、日本の金融機関の経験しかもっていないような人間が大半である。金融機関には資本規制があり、財務の健全性が求められているので、分厚い資本体質で何十年も働いてきており、基本的には他業は禁止されている。ビジネスが厳しくなると、同業の中での合従連衡によって効率を求めてきた。最近でいけば、自然災害の激甚化についても規模が大切で、なかなか理屈では分かっていても、資本効率には向かわない。それに対して、ここ数年で起こってきたことを振り返ったときに、例えば、イギリスの保険会社を切出したことがあった。そのトリガーとなったのは、M&Aを担当している外国人の役員であった。それから、従来から当社グループはリターン・オン・リスクという保険会社に特有の指標で各事業の評価を行っていたが、グループ全体でROEを求めるのであれば、事業別のROEを何としても評価指標にも入れ、開示もすべきであるということで、現在検討を進めている。その背中を押したのは、これまたやはり外国人であった。また、海外の事業部の責任者をグループ全体の経営の議論の中に参画させているが、我々とは違う目線を持っており、かなり背中を押されている気がしている。もちろん取締役会に外国人の社外取もおり、様々なサポートを受けているが、取締役会のみならず執行サイドにも、ある意味、欧米の切った張ったを知っている外国人の役員が入ることにより、相当の影響があるのではないと思う。

【井上委員】

1点目、先ほど別所委員からご指摘があったとおり、海外のスピンオフは、大型の案件で活用される傾向がある。本研究会の対象企業である大企業においては、別所委員ご指摘のとおり、100%未満の持ち分の場合のスピンオフが税制適格になると、当該スピンオフは非常に有用であると思う。

2点目、事業セグメントの開示について、これから申し上げることは有価証券報告書の充実というより、コーポレートガバナンス・コードの5-2で既に要請している内容の具体化なので、むしろこの指針でのベストプラクティスとしての位置づけであると考えてる。株

主によるモニタリングや株主との対話に資するような開示は、当然要請されるが、これには限界があるので、企業が事前に主体的に自社の事業ポートフォリオの課題を踏まえ、企業価値に結びつく事業ポートフォリオの再検討のきっかけになる開示が望ましいと考える。その上で、2点あり、1つは、時系列で比較可能なものを開示していただきたいという点である。企業セグメントが頻繁に変わると時系列で比較ができないため、継続性をもってもらいたい。もう1つは、他社との比較可能性である。要は産業内での位置づけ、相対的位置づけを見える化することが重要であると考えているので、経営目線でどのようなセグメントに分けているとしても、他者との比較可能性が維持される必要があると思う。例えば、セグメントの名前が変わっていてもある程度継続的にみられるという意味で、せめて事業セグメントは東証の業種分類でどこに属するかを開示するのがよいのではないかなと思う。

3点目、ROICは非常に資本コストの整合性が高いので、ベストプラクティスとしては、これを開示していくことは非常に重要であると思う。使用総資本というと非常に分かりにくい、当該事業の総資産からその他負債を引いたものと考えれば、バランスシートをつくり直さなくてもある程度算出可能なので、ROICが算出できる情報、またはROICそのものを開示することは重要である。ROICが分かれば、WACC（加重平均資本コスト）との差として、セグメントごとの経済付加価値の算出が外部からでもある程度計算できるようになる。他方、企業側がなかなか資本コスト検討できていないとなると、これは主体的な事業ポートフォリオの見直しの材料に欠けていると思われるため、そのきっかけとして、ベストプラクティスとしては事業セグメントごとの資本コストを開示するということを示してもよいのではないかなと思う。難しいのではないかなというご意見もあると思うが、J.フロントは非常によく開示しており、こうした情報があると、各事業部門のROICと資本コストの比較で各事業部門がどの程度の経済価値を創出しているのかについて計算できるようになるので、取締役会内部等でも事業ポートフォリオの検討を行う際、非常に有用な情報になるのではないかなと思う。

最後に、本研究会の対象は基本的にグローバル企業なので、セグメント情報の開示において、事業セグメントの中で地域の構成が非常に重要となる。同じ事業セグメントでも、日本国内のみで営業している場合と、中国で営業している場合、また欧州で営業している場合で、実は資本コストが全く異なる。実際、外貨調達をしている企業の負債資本コストは、国内企業に比べてかなり高くなっている。したがって、セグメントごとの地域の売上構成程度でもよいので、地域に関する情報を開示することは、事業ポートフォリオの取締

役会内部における検討、投資家からのモニタリングや対話の促進という意味で非常に意味があると思う。

【青委員】

実務指針をとりまとめていくに際しては、事業再編の促進に向けて根幹となるポイントと付随的なポイントとをうまく切り分けたうえで、前者について経営者の方々に的確に理解いただけるよう、うまく強調していくことが重要である。

事業再編などの果敢な経営判断を行っていく上では、収益性が資本コストを下回る事業の継続は社会的な損失につながるという意識を持つことや、企業価値、収益力等の持続的な向上を追求するという姿勢を貫き、常に全社的な目線で議論していくことが肝要である。報酬により経営者のインセンティブを高めるというのも一つのやり方ではあると思うが、我が国の実情を踏まえると、報酬をあまり強調しすぎず、事業再編も含めどのような形で企業価値の向上を実現していくかについて、平時から取締役会において議論が行われるような環境の整備や雰囲気醸成を行っていくことが一番大事である。その際には、取締役会の構成から考えていくことが必要となる。

セグメントの区分の在り方については、的確な経営判断を行うには十分な情報が必要となるため、取締役会において企業価値の向上について十分な議論がなされるようになれば自ずと適切に区分されるようになるのではないかと考える。また、情報開示が十分でないということは、翻って鑑みれば、取締役会で十分な議論がされていないということだと思えるので、十分な議論がされるように突き詰めていくことが重要な点であると考えている。なお、情報開示や事業計画等を検討するときに、細かい数字の精度を追求するのではなく、方向性や方針・考え方など幹となる部分についてしっかりと議論していくということが大事であり、まずはきちんとそれぞれの事業の重要性等を把握しながら、十分議論を尽くしていくことを優先すべきであると思う。

情報開示の媒体に関しては、有価証券報告書における記載の充実が図られることが望ましい。これまでは刑事罰を恐れ、積極的な記載は避け、保守的に対応する面が強かったが、近年は金融庁も有価証券報告書の記載の充実を図るという方針を明確に示していることから、刑事罰を過度に恐れるのではなく、有価証券報告書の記載を充実させたうえで、投資家との対話の中での情報発信も充実させるという形を目指すべきではないかと思う。

事業再編の実行段階での実務上の工夫の観点のうち、従業員の理解を得るという点につい

では、取締役会で議論するような経営の方針や事業に関する考え方等の大枠について、日頃から従業員との間でもコミュニケーションを図って理解を求めていくことが重要であり、それがうまくできていれば実際に事業再編を実行する局面においても理解が得やすくなるのではないかと。

最後に、制度面の課題について申し上げますと、現在、組織再編税制の対象となるスピノフは100%子会社に限られているが、より多様なニーズに応えられるよう、例えば75%や80%などを保有する子会社についても対象を拡大していくことが望ましい。組織再編を促進していくには税制も非常に重要な要素であることから、この点はしっかり提言していきたいとよい。

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