

議論の整理（事業再編研究会）

令和 2 年 3 月 17 日
経済産業省産業組織課

目次

- 1. 背景・問題意識..... 2
- 2. 経営陣における課題と対応の方向性..... 5
- 3. 取締役会・社外取締役における課題と対応の方向性..... 13
- 4. 投資家とのエンゲージメントにおける課題と対応の方向性..... 14
- 5. 実行段階における実務上の工夫..... 18
- . 事業再編促進のための制度整備の在り方..... 18

1～5はガイドラインの構成イメージ

- 研究会での委員のご発言あるいは意見書の要旨
- 研究会では特に議論にならなかった点について、事務局資料をベースとして記載
- 実務指針を編集する際に掲載する事例、イメージ図等
- ➔ 研究会で議論があった論点に関するとりまとめの方向性案

項目	議論の整理
<p>1-1. 背景・問題意識</p> <p>※実務指針では「はじめに」に記載する想定。</p>	<p>1. 事業ポートフォリオの組換えや事業再編の必要性</p> <ul style="list-style-type: none"> ● グローバル競争とデジタル革命により、経営環境が非連続に変化する中、持続的成長を実現するためには、事業ポートフォリオの不断の見直しによる事業再編の必要性が増している。 ● しかしながら、日本企業の現状は、事業の買収に対して事業の切出しが少ないアンバランスな状況になっている。 ● こうした現状を踏まえ、「新たな成長戦略実行計画策定に関する中間報告」においても、「スピンオフを含めた事業再編の促進」が課題として盛り込まれたところ。 <p>2. 事業切出しの意義</p> <ul style="list-style-type: none"> ● スピンオフ等による事業切出しの経済的意義については、切出す側（親会社）にとっては、コングロマリットディスカウントの解消に加え、経営のフォーカスが強化されることとなる一方、切出される側にとっても、「主役」となって直接リソース調達を行う道が拓かれる等、両社にとって成長の実現、企業価値の向上が図られるといった点が挙げられる。 <p>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</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 日本企業においては、不振な事業が優良事業の生み出すキャッシュに依存している場合や、再投資先（成長事業）の見通しが立っていない場合、事業の切出しに踏み切れない傾向があるとの指摘があった。 <p>→ その背景には、企業としての規模の維持・拡大を前提とする経営者の意識があるのではないか。</p> <ul style="list-style-type: none"> ● メインバンクによるデット（債権者）ガバナンスの下で多角化による規模拡大が善とされていた時代から、経営者の意識が変革できておらず、過度な安定志向につながっているのではないかと指摘があった。 ● PL（損益）的な発想が強いことが問題であり、資本効率やBS（貸借対照表）に基づく経営が重要である。 ● 実証研究によれば、株式持合いや銀行の保有が多い企業では事業再編が進んでいない一方、アクティブ機関投資家や社外取締役比率が高い企業では事業再編もR&D投資も積極的に行う傾向が見られることが紹介され、モニタリングが十分に働いていないことが事業再編の阻害要因と考えられる。 ● 欧米企業においても、事業切出しのニーズ・効果と意思決定上の阻害要因（ディスインセンティブ）の間にジレンマが存在することは共通（日本企業における特殊な問題ではない）であるが、独立取締役を中心としたボードによるガバナンス、経営陣に対する中長期のインセンティブ報酬、資本市場からの規律付け（情報開示、取締役の責任、経営陣に対する支持率、株価パフォーマンス等）によりこうしたジレンマの解消を図っている。

項目	議論の整理
1-1. 背景・問題意識	<ul style="list-style-type: none"> ● 日本において事業切出しが進まない「文化的側面」として、「買収ありき」の価値観や、OB（顧問・相談役）に対する現役陣による忖度の問題や、「経済的側面」として企業価値向上を図ることが経営者のインセンティブに結びついていない（事業再編の実行に対する対価が小さい）という点も挙げられている。 ● 終身雇用（メンバーシップ型）を軸とした日本型雇用制度が、グローバル企業としての経営とは整合しなくなっていることが構造要因であり、外部労働市場を意識して人材のスキルを標準化していく等の変革が必要であるとの指摘があった。 <p>→ 経営者の役割の明確化（事業ポートフォリオマネジメントの仕組みの構築を含む）と適切なインセンティブ設計、取締役会の監督機能の強化、投資家とのエンゲージメント等を通じてコーポレートガバナンスを有効に機能させることが求められる。（2～4へ）</p> <p>4. 株主利益と多様なステークホルダーの利益の関係</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 株主利益と他のステークホルダー利益の関係については、相対立するものではなく、長期的には、各事業が成長し、パイ（付加価値）が拡大すれば、多様なステークホルダーの利益も実現され、ひいては「企業価値」あるいは「株主価値」の実現にもつながっていくとの考え方が示された。 ➢ 事務局説明資料 p8（HBS の equity/non-equity stakeholders の「4 象限」イメージ） ● 上記に加え、機関投資家の背後には年金基金等を通じて最終受益者として一般国民の利益につながっているという視点も重要ではないか。 <p>※ガイドラインのまとめ方について</p> <ul style="list-style-type: none"> ● ガイドラインの策定に当たっては、特に経営者に対してポジティブなメッセージとなるよう、ワーディングには留意すべき、株主総会での賛否に影響を与えるようなものになるとよい、組織論について整理すると役立つものになる等の指摘があった。 <p>→ ガイドラインの実効性確保の観点からは、機関投資家に周知普及を図り、エンゲージメント活動や議決権行使において参照・活用されるよう促していくことも有効ではないか。</p>

項目	議論の整理
1-2. ガイドラインの位置づけ	<ul style="list-style-type: none"> ○ 「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）の「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」にフォーカスして、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。 ○ 「コーポレート・ガバナンス・システムに関する実務指針」（CGS ガイドライン）及び「グループ・ガバナンス・システムに関する実務指針」と並び、「コーポレートガバナンス・コード」と整合性を保ちつつ、企業価値向上に向けた実践のためにこれを補完するもの。 ➤ 事務局説明資料 p10
1-3. ガイドラインの目的と主な対象	<ol style="list-style-type: none"> 1. 目的 <ul style="list-style-type: none"> ○ 事業再編の意思決定・実行の当事者（主役）は経営陣（マネジメント）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の指摘を踏まえ、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を有効に機能させるための具体的な方策（ベストプラクティス）を整理。 ➤ 第1回目研究会趣旨紙、事務局説明資料 p12 2. 主な対象企業 <ul style="list-style-type: none"> ○ 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」、特に「市場や資金調達面でグローバル化を図り、成長志向の強い企業」を中心とする。 ➤ 事務局説明資料 p13 3. 主な対象取引 <ul style="list-style-type: none"> ○ 最終的には資本関係の解消を含め完全分離させる方向での事業の切出しを主な対象とし、スキームとしては事業売却やスピンオフ等を想定。 ➤ 事務局説明資料 p14 4. 対象事業についての考え方

項目	議論の整理
1-3. ガイドラインの目的と主な対象	<ul style="list-style-type: none"> ● 対象事業の位置づけ・状況により、対応の在り方も異なってくるので、カテゴリズして整理する必要があるとの意見があった（優良のノンコア事業／構造的に低収益の本業、コモディティ化した事業／トランスフォーメーション可能な事業等）。 → 「(業界全体として)構造的に低収益の本業」については、業界再編（企業単位の再編）につながりうる話であり、一企業における事業ポートフォリオの組換え（事業単位の再編）とは性格や考慮要素が異なるところがあるため、本研究会では、まずは、後者、つまり自社及び当該事業の持続的成長を図る観点から、自社がベストオーナーではない事業（優良事業や祖業(かつての本業)等を含む。）（※）を迅速に切り出すことを主眼としてはどうか。 ※ 「ノンコア事業」のようにネガティブイメージのない適切な呼称はあるか。
1-4. ガイドラインの用語定義等	<p>「事業の切出し」</p> <p>「スピンオフ」</p> <p>「企業アンケート結果」</p> <p>「社外取締役アンケート結果」</p> <p>「ストラテジックレビュー」</p>
2-1. 経営者の役割（経営陣における課題と対応の方向性）	<p>1. 経営者の役割</p> <p>① 事業ポートフォリオの見直し</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 事業ポートフォリオの見直し（そのための基準設定や体制整備等）は、経営者の重要な役割であり、株主からの指摘を待たずに、平時からしっかり考えておくことが基本であり、こうした自律的・主体的な取組を後押しすることが重要。 ● 事業ポートフォリオの変革（の成否）は、トップの本気度による。 ● 企業経営は、経済合理性・効率性、テクノロジー・知財（時間軸の長いR&Dによるイノベーション）、ESG・SDGsといったサステナビリティの3つの軸で考えられ、企業理念・価値基準（何をするための会社か）を明確にした上で、一定のクライテリアの下で「4象限管理」（後述2-2）を行っていく（早く回す）ことが重要である。 ● 資本コストを踏まえつつ企業としての持続的成長を実現する観点から、コーポレートレベルで(全体最適として)の経営資源の配分や、自社が「ベストオーナー」かどうかという視点を入れることが必要。

項目	議論の整理
<p>2-1. 経営者の役割（経営陣における課題と対応の方向性）</p>	<p>② シナジーの発揮</p> <ul style="list-style-type: none"> ● グループ CEO の本務はシナジーの発揮であり、そのために事業ポートフォリオの組換え、（それを実行するために）自ら R&D を行うか、他社を買収するか、リスクリターンを見ながら様々な選択肢の中から相対比較により意思決定することであるとの指摘があった。 ● また、経営陣には、事業再編とシナジーの創出を両輪として取り組む責任があり、シナジー創出のためには、個々の事業部門との提携的なレビュー、ファンクショナルマネジャーの設置とファンクションごとの統合と集権化、等データインフラの整備により、事業部門横断的なコミュニケーションの活性化等の取組が有効との指摘があった。 ● これに対し、コングロマリットにおいて一定のシナジーが存在するのは当然であるが、それに伴うコスト（経営者のキャパシティがそがれる、間接費用の増大等）も生じるため、事業間シナジーと経営のフォーカスの価値を比較検討すべきではないかとの意見もあった。 <p>→ 複数の事業部門を有する企業においては、その合理的理由（一つのビジネスモデルで貫かれており、事業シナジーの発揮等のメリットが、マネジメントの複雑化や経営フォーカスが鈍る、等のコストを上回ること）について、取締役会で明示的に議論を行い、投資家に対して説明責任を果たす必要があるのではないか。</p>
<p>2-2. 事業ポートフォリオマネジメントの在り方（経営陣における課題と対応の方向性）</p>	<p>2. 事業ポートフォリオマネジメントの在り方</p> <p>①現状と課題</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 執行役員が特定の事業部門を代表する立場で、全社的なマネジメントの目線になり切れていないこと、CFO が機能していないこと、経営陣（CXO 等）の各々の役割と責任が明確になっていないこと等が課題、との指摘があった。 ● CSO(Chief Strategy Officer)・CFO と言った責任者を明確にした上で推進体制を整備し、定期的なレビューを行っていく仕組みを作ることが基本である。 ● 特に CFO については、その機能強化を図る（※）とともに、経営企画部門と一体的に動けるようにする必要があり、市場環境や競合との比較等も踏まえ、経営戦略や事業ポートフォリオの議論に主体的に関与し、財務的規律・統制を働かせていくという積極的な役割が期待される。 <p>※ 「事業評価の制度化や事業ポートフォリオマネジメントにおいては CFO が重要な役割を果たすことが期待されるが、海外と日本では、CFO が実際に果たしている役割が相当異なるのではないかとの指摘や、その背景には、CFO の</p>

項目	議論の整理
<p>2-2. 事業ポートフォリオマネジメントの在り方（経営陣における課題と対応の方向性）</p>	<p>専門性に対する認識の差に起因する企業内における決定権限の差があるのではないかと指摘があった。」（「グループガイドライン」注50）</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 社内の体制、特に本社（グループ CEO 始め経営陣及び経営企画部門等コーポレート部門）及び事業部門幹部の財務リテラシーの向上や、データインフラの整備・向上が必要であり、まずは、連結ベースの事業別のバランスシートを整備することが事業再編を促す第一歩。 <p>【アンケート調査の結果】</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 事業撤退・売却が進める上での課題としては、事業撤退・売却の基準がない、検討プロセスが明確になっていない、規模が縮小されることへの抵抗感等が挙げられている。 <p>②事業ポートフォリオマネジメントの基本的考え方</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 会社法の規定を踏まえても、機関設計を問わず、事業ポートフォリオに関する検討と方針決定は、会社の経営の基本方針であり、取締役会の重要な役割であることが確認された。 <p>→ 「事業ポートフォリオに関する基本方針」（そのマネジメントの仕組みの構築と運用を含む）については、取締役会において、単に執行を監督するというのではなく、主体的に決定すべき事項である。</p> <p>※ 会社法上、監査等委員会設置会社及び指名委員会等設置会社においては、取締役会の必要的決定事項として「経営の基本方針」が定められており、「事業ポートフォリオに関する基本方針」も含まれると解される。監査役会設置会社についても、「重要な業務執行」が取締役会の専決事項として定められていることを踏まえれば、「事業ポートフォリオに関する基本方針」についても取締役会において決定すべきものと解される。</p> <p>i. 企業理念(Purpose)・価値基準： まずは、自社の企業理念や価値基準として、どんな事業を通じて価値創造や社会貢献を目指すのか、という考え方（コンセプト）を明確化し、事業部門の現場も含め、共有・浸透を図る（ESG やSDGs の観点を含む）</p> <p>ii. ビジネスモデル： 「コングロマリット（・ディスカウント）」の問題も踏まえ、複数事業を持つ理由・合理性（事業シナジー発揮のメカニズム等、価値創造ストーリー）について、投資家等に対して説明できるよう、明確化する。</p>

項目	議論の整理
<p>2-2. 事業ポートフォリオマネジメントの在り方（経営陣における課題と対応の方向性）</p>	<p>iii. 仕組みの構築と運用 ※下記③、④参照</p> <p>i) ii)を踏まえつつ、企業価値向上・持続的成長を実現する観点から、主として財務的な規律づけを目的とした事業評価とそれに基づく事業再編の決定・実行の仕組み(体制整備と定量的な事業評価の仕組み)を構築する。</p> <p>③定期的なレビューと確実な実行のための体制整備「Who&When」</p> <ul style="list-style-type: none"> ・事業ポートフォリオの基本方針については、取締役会において決定すべき（上述）。 ・執行における推進責任者の明確化 <p>→ 事業ポートフォリオマネジメントは、経営戦略の重要な要素であり、全社的（全体最適）な観点から経営資源の適切な配分（キャッシュを創出し成長投資に回す）を通じて企業価値向上・持続的成長を図るため、財務的な規律付けを行っていくことが重要。</p> <p>このため、まずは「CF0」の機能強化を図りつつ、「経営戦略の策定」や予算等の「経営資源の配分」（「経営企画部門」が担うことが多い。）と「財務規律」（経理・財務部門が担う。「CF0」が統括責任者。）の両機能を統合していくことが求められる。こうした機能統合を図るため、例えば、経営企画部門（を所掌するCS0等のライン）と財務部門（を所掌するCF0ライン）の連携を進め、特に事業ポートフォリオに関しては一体的に議論できるような関係を構築することが望ましい。（その実践として、例えば、担当役員を兼任とする等、両ラインを一元化することも有効な方策ではないか）。</p> <ul style="list-style-type: none"> ➤ 事務局説明資料 p23 及び OMRON の組織体制（CF0 がグローバル戦略本部長を兼任） <ul style="list-style-type: none"> ・取締役会や経営会議（コーポレート部門が主導）における検討の定例化： <ul style="list-style-type: none"> 特に、取締役会では少なくとも年に一度、十分な時間を取って議論することが重要。 ➤ 事務局説明資料 p24～26（三菱ケミカル HD（第2回プレゼン）、三井物産、Jフロント等の事例） <p>④事業セグメント評価の仕組み「How」</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 上記②i)企業理念等及び ii)ビジネスモデルを踏まえ（前提にしつつ（※））、上場企業として持続的成長を実現するため、事業ポートフォリオの見直し（最適化）を図ることが重要。

項目	議論の整理
<p>2-2. 事業ポートフォリオマネジメントの在り方（経営陣における課題と対応の方向性）</p>	<p>※ 仮に資本コストを上回る利益を上げていても、各事業を抱えておくことが自社の中長期的な経営戦略に合致するかという観点から、事業ポートフォリオについて検討を行うことも必要。</p> <ul style="list-style-type: none"> ● CEOとCFOが中心となって、各事業部門をROIC等の指標で評価する仕組みを入れることが重要。 ● 成長性を測る指標としては、自社でマネージして伸ばした「オーガニックグロース」（M&A等による増加分、スピンオフ等による減少分は除外）をベースとしたものを採用すべき。 <p>→ 三菱ケミカルHD、日立製作所及びオムロンにおける取組を参考に、各社が検討を進める際に役立つ指針となるよう、標準的なベストプラクティスとして具体的な指標設定も含め、仕組みの在り方を示すことを目指してはどうか。</p> <p>その際、資本コストを踏まえつつ、企業としての持続的成長を実現するための事業評価と事業ポートフォリオマネジメントのツールとして、「4象限管理」をベースに説明してはどうか。事務局説明資料 p15)</p> <p>「4象限管理」は、「企業理念や価値基準（それを踏まえたコアドメイン）、ESG・SDGs的な観点、ビジネスモデル等、企業としての基本的な方向性」は前提としたうえで、主に財務的な観点から各事業セグメントの位置づけを確認し、事業ポートフォリオマネジメントを行うためのツールの一つであり、これをベースとしつつ、セグメントを超えた事業シナジーの創出等についても加味してマネジメントが行われるものと考えられるのではないかと。</p> <p>→ 企業（グループ）として、資本コストを上回る利益を上げながら持続的成長を実現するうえで、各事業（セグメント）を抱えておくことが経済合理的か、つまり、自社が「ベストオーナー」か（他社との比較及び独立させた場合との比較）という観点が基本。</p> <p>こうした考え方に立てば、「4象限」のDに属する事業（成長性も資本収益性も低い）だけでなく、B事業やC事業も、自社に抱えておくことが必ずしもベストでない可能性はあり、その場合には早めに切り出し、売却益を自社が強みを有する分野への成長投資に回すのが合理的選択となる。</p> <p>ただし、事業の切り出しを検討すべき対象事業のうち、特に緊急を要するのがD事業（※）であるが、事業ポートフォリオの見直しは、より幅広く積極的に取り組むべきものであることに留意。</p> <p>※ 資本コスト割れ（ROIC<WACC）がスクリーニング基準となる（複数年度連続赤字で回復の見込みがない事業を含むが、これに限られない）。ただし、「両利き経営」を目指す観点からは、特に新規の成長事業については、単年度ではなく、事業のライフサイクルを踏まえた中長期の時間軸（例えば、IRR（内部収益率））で評価することが重要。</p>

項目	議論の整理
<p>2-2. 事業ポートフォリオマネジメントの在り方（経営陣における課題と対応の方向性）</p>	<ul style="list-style-type: none"> ● 事業評価の指標としては、企業価値向上の観点から、①成長性と②資本収益性の二つの要素を含むものとし、両者を統合的に把握しつつ、②資本効率性を維持しつつ①付加価値を拡大させていくことが必要。 ● こうした観点から、定量的指標の設定については、成長性と資本収益性の両立を目指し、以下のような基本を押さえたうえで、各社の業種・業態やビジネスモデル等を踏まえ、創意工夫すべきではないか。 ● 成長性＝売上高や利益の伸び率（市場の成長見通しと、市場における自社のポジション・強みを踏まえたシェア確保・拡大の見通し等を踏まえて評価・決定） ● 資本収益性＝資本コスト（WACC）との比較可能性や事業部門レベルへのブレイクダウンのしやすさ等の観点から、一般にROICが最適と言われるが、マージン（対売上利益率）と資本回転率（売上高／投下資本）（※）に分解して測定することもできる。 ● 「ベストオーナー度」を測る観点からは、絶対評価のみならず、同業（競合）他社（ベンチマーク）との比較による相対評価も重要。営業CFあるいはFCFを測定指標として用いることも可能。 <p>→ まず、事業評価の指標としてROICを導入し、資本コスト（WACC）と比較できるようにするためには、事業セグメントごとにBSを整備することが前提となる。</p> <p style="padding-left: 2em;">資本効率を高めれば、成長投資の原資となる資金（営業キャッシュフロー）が創出され（るのみならず、投下資本の効率的な使用により将来の予測キャッシュフローの増加が見込まれることから）、不確実性の高い新規分野に対する攻めの投資が促進され、成長の加速にもつながるといふ好循環がもたらされることが期待されるのではないか。</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 定性指標（定量的指標以外の考慮要素）としては、例えば、以下のような視点が考えられる。 <ul style="list-style-type: none"> ・ ①企業理念やESG・SDGsの観点及び②ビジネスモデルとの整合性 ・ 自社がベストオーナーかどうかという視点 <p style="padding-left: 2em;">※ 上記の定量的指標による評価をベースとしつつ、個別の事情を考慮する際もできる限り定量的に検証したうえで判断すべきではないか。</p> <p>→ 他の事業セグメントとの事業シナジー発揮（技術面や顧客ネットワークの共通性や新規事業創出の可能性等）によるベネフィットと、当該事業を抱えることによるコスト（事業ポートフォリオが複雑化することによるマネジメントコストの増大や、経営陣の意識が異質な事業に分散して経営のフォーカスが弱まる（経営の質が低下する）こと）や当該事業を他者に売却した場合のリターン（機会損失の問題）との比較分析を行う視点が重要。その際、ベネフィットについて</p>

項目	議論の整理
2-2. 事業ポートフォリオマネジメントの在り方（経営陣における課題と対応の方向性）	<p>は、期待する事業シナジーを発揮させるため、事業提携契約等では足りず、資本関係を維持することが必要かを客観的に検証することも重要である。</p> <p>➤ 事務局説明資料 p22</p>
2-3. 従業員利益の確保の観点から、事業再編をどう考えるか（経営陣における課題と対応の方向性）	<p>3. 従業員利益の確保の観点から、事業再編をどう考えるか</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 「ベストオーナー」に事業をマッチング（売却）させることは、事業の成長及び従業員利益の確保につながるものであり、そのためにも早期の決断が重要である。 ● 事業切出し（を検討する）基準はPL上の赤字ではなく、資本コストを上回る収益を慢性的、構造的に上げられなくなったら、持続可能性を失っているということであり、その事業が傷む前、例えば ROIC ハードルは下回っているが、PL的には黒字のうちに、高い価格でリストラもなしに売却する方が、その事業に従事する従業員の長期的な幸福に資することになる。（財務指標至上主義に見える ROIC 経営の本旨は「人本主義経営」にある）。 ● 事業ポートフォリオの再編は、従業員の技能の価値や人材の採用対象に変容をもたらすものであり、事業再編に備えて能力の可視化等の人事制度の修正も必要となる、との指摘があった。 ● （実行段階でスムーズに進めるためにも）組合を含め、従業員との普段からのコミュニケーション（経営方針への理解）が重要。（後述5）
2-4. 経営者に対する適切なインセンティブ（経営陣における課題と対応の方向性）	<p>4. 経営者に対する適切なインセンティブ</p> <p>※ 「⑤取締役会・社外取締役における課題と対応の方向性」にまたがるテーマ。</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 会社の規模の縮小に対して経営者が消極的なのは、欧米でも共通であり、企業価値の向上に対する適切なインセンティブとなるよう、（資本効率を踏まえて）経営目標や役員報酬における業績評価指標を設定することが重要である。 ● 経営目標や経営者の業績評価指標については、 <ul style="list-style-type: none"> ・ 売上高や利益額等の売上規模に連動するものではなく、TSR（Total Shareholder Return：株主総利回り）、成長性、資本効率に関するものを採用することが考えられる。 ・ 売上「高」・利益「額」などの「額」による評価が、事業ポートフォリオマネジメントの阻害要因になっているのではないか、また、経営環境の変化が激しい中、中計等で「額」にコミットすることは困難でないかとの問題意識から、「額」（絶対指標）から「率」（相対指標）へとプラクティスの修正を促すべき。

項目	議論の整理
<p>2-4. 経営者に対する適切なインセンティブ（経営陣における課題と対応の方向性）</p>	<ul style="list-style-type: none"> ● 株価指標については、市場が機能していれば、未実現の将来価値を反映するものであり、短期的志向をもたらす指標ではないとの指摘があった。 ● 役員報酬によるインセンティブについては、 <ul style="list-style-type: none"> ・ 欧米企業の例を見ても、事業再編については経営陣のインセンティブが重要であり、役員報酬においてLTI(Long term incentive)（中長期のパフォーマンスに連動させた株式報酬）の割合を高め、売上の増大でなく（コングロマリットディスカウント解消等による）企業価値の増大と経営陣の目線がアラインするように設計されることが重要であるとの指摘があったのに対し、 ・ 日本企業の経営者の場合、幅広いステークホルダーからの評価等、報酬以外の要素も大きいため、報酬について強調しすぎない方が良く、との意見もあった。 ● 欧米では、株主総会で決定したスピノフについて、その成立を条件とした株式報酬が付与されるプラクティスも存在。 <p>→ 企業理念・経営戦略＞中計等における経営目標＞報酬制度（役員報酬における業績評価指標）の体系化・一貫性が必要（事務局説明資料 p27）。</p> <p>この際、成長性と資本収益性が重要な要素となる（売上規模を重視しすぎることが事業再編へのディスインセンティブになっているのではないかという指摘を踏まえ、規模連動のKPIについては資本収益性に関するKPIとの組合せにより相対化する等の見直しを行い、規模の成長は資本コストを上回る前提（付加価値ベース）で考えるべきではないか）。</p> <p>→ 経営目標・評価指標の設定については、各指標の特徴を踏まえれば、例えば、事業部門の役員の業績評価指標としてはROIC、グループ本社の役員については（ROICに加えて）ROEやTSR（中長期）も組み合わせることが考えられるのではないか（事務局説明資料 p28）。</p> <ul style="list-style-type: none"> ① ROIC（事業レベルの資本収益性）→現場レベルのオペレーション指標に分解しやすい（「逆ツリー展開」） ② ROE（①事業レベルの資本収益性に、全社レベルでの資本政策（財務レバレッジ）の要素が加味されるもの） ③ TSR（中長期・同業他社との相対評価）（②全社レベルの資本収益性（実績値）に、情報開示・情報発信を通じて形成される将来CFへの成長期待を踏まえた市場評価が反映されるもの。①②が過去の実績値であるのに対し、長期の将来期待が加味されるものである点に特徴。） <p>→ 株式報酬の比率を高めていくことも重要ではないか。</p>

項目	議論の整理
<p>3. 取締役会・社外取締役における課題と対応の方向性</p>	<p>1. 取締役会の役割</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 会社法の規定を踏まえても、機関設計を問わず、事業ポートフォリオに関する検討と方針決定は、会社の経営の基本方針であり、取締役会の重要な役割であることが確認された。（再掲） ● 取締役会の役割として、以下の点が挙げられる。 <ul style="list-style-type: none"> ・ 各事業部門の視点ではなく、全社的な視点から議論することが重要であること、 ・ 執行側はモニタリングされる側（被告側）であり、経営陣とモニタリング（監督側）が協力して事業戦略を構築すべき ・ 株主から付託された受託者（スチュワード）として、（開示できない機密情報も含め十分な情報収集を行った上で）適切に事業ポートフォリオ・キャピタルアロケーションを行うことが最重要任務であり、事業ポートフォリオの組換え（事業の入替え）を「当たり前化」する仕組みの構築だけではなく、その仕組みに基づいて実体的判断を行う際にも取締役会が中心的役割を果たすこと ・ 投資家とのコミュニケーション（IR・対話・開示）の在り方について、社外の視点も入れて吟味すること ・ 事業ポートフォリオの組換え（構造改革）を決断・実行できるトップの指名とモニタリング（後述） <p>→ 取締役は、会社法上、会社に対する善管注意義務を負っており、同義務に基づく行為規範として、適切なポートフォリオマネジメントを行うため最善を尽くすことが求められると解されるのではないか。（ただし、基本的には、経営判断原則が広く適用されることが想定される。）</p> <p>2. 社外取締役の役割</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 社外取締役の役割として、以下のようなものが挙げられた。 <ul style="list-style-type: none"> ・ 執行に対する監督の手段として、事業評価の仕組みの構築を促すこと（経営陣に対して「株主目線」で迫ること） ・ 既存事業についてしがらみの少ない、執行から独立した客観的な立場から事業再編について議論を働きかけ、経営陣の背中を押すこと ・ （グループ CEO が事業側からのシナジー発揮を目指すのに対し、）資本（市場）の側から事業のシナジー発揮に貢献すること、そのために、投資家との対話を行い、その期待を理解して経営を行うこと ・ 特に開示の促進については、社外取締役が投資家と直接対話をすることでその期待とのギャップについて取締役会にフィードバックし、開示の質を上げていくこと ・ 現状では、「全社戦略」「全社資源配分」の議論が不十分であり、これら議案を取締役に付議するよう、経営陣に促す

項目	議論の整理
<p>3. 取締役会・社外取締役における課題と対応の方向性</p>	<p>ことも重要</p> <ul style="list-style-type: none"> ● これに対し、社外取締役の役割の重要性は肯定しつつ、社外取締役は万能ではなく、過大な期待はすべきでないとの意見もあった。 <p>3. 取締役会の構成、多様性等</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 取締役会が、組織内部の同質性・固定性に抗い、ポートフォリオ入替えに関わる意思決定を行い、それを推進する経営陣を支えるためには、取締役会の構成メンバーの多様性と高度人材の確保が重要である。 ● 社外取締役には、「鳥の目」と財務的な知見が重要で、スキルマトリクスを作成して最適な組合せを実現していくこと、開示によりその構成が適切であることを示していくことが重要。 ● （事業ポートフォリオに関し）同じようなスキルセットを持ったメンバーにより、事業間のシナジー発揮ができるマネジメントとすべきとの意見があった。 ● 業務執行（取締役）と独立社外取締役の関係については、両者間の健全なパワーバランスや、執行とモニタリングという対立関係ではなく、「取締役」という一段高い視点で事業戦略を議論できるような関係性の構築が重要である。 <p>4. 経営トップの選任</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 企業価値重視や事業ポートフォリオ組替えの思考・能力を有する者を経営トップに選任・育成していくことが重要であり、指名委員会において、候補者に対して事業再編に関する基本姿勢や戦略構想力等について問うことも重要である。 ● 事業再編は、(難しいと言われるが)「やればできる」ことであり、短期的・心理的障害を乗り越え、企業価値の観点から適切に判断・実行できる経営者を選任すべきという問題。
<p>4-1. エンゲージメントの充実(投資家とのエンゲージメントにおける課題と対応の方向性)</p>	<p>1. エンゲージメントの充実</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 経済価値と社会価値は中長期で見れば一致するはずであり、時間軸としてはずれることがあるため事業のライフサイクルを通して考えていくことが重要である。 ● 経営陣として、市場に対して、長期のビジョンや経営戦略をしっかりと説明することで、短期の利益だけでなく(将来期待から)マルチプルが上昇し、企業価値(への市場評価)が向上することになる。

項目	議論の整理
4-1. エンゲージメントの充実 (投資家とのエンゲージメントにおける課題と対応の方向性)	<ul style="list-style-type: none"> ● 事業再編を促すためのモニタリング強化に向け、(これまでモニタリングを行う動機を持ちにくかった) パッシブ投資家においても積極的なエンゲージメント活動が行われるよう、活動内容の見える化(開示)を促していくことが重要。 ● 企業側においては、企業価値向上の観点から、投資家の企業に対する理解が必ずしも十分でないため、投資家との対話に手応えが感じられないことがあるとの指摘もある。こうした現状を踏まえ、投資家側においても、エンゲージメントの質を高めるため、企業への理解を深める努力が期待されるのではないかと。
4-2. 情報開示の充実 (投資家とのエンゲージメントにおける課題と対応の方向性)	<p>2. 情報開示の充実</p> <p>①現状と課題</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 企業内容等の開示に関する内閣府令の改正も踏まえ、経営方針・経営環境・課題やMD&A(※)の記載の充実、具体的には、企業価値向上にどのように寄与したのか、課題は何かといったことについての記述情報の記載の充実が課題。 ※ 有価証券報告書の項目の名称としては、「経営方針、経営環境及び対処すべき課題等」、「経営者による財務状態、経営成績及びキャッシュ・フローの状況の分析」。 ● 複数の事業を持つことについて、一つのビジネスモデルとの関係で、その合理性を説明することが求められる。 ● 全社的な経営戦略、経営計画のKPI、役職員のインセンティブをどう連動させ、一貫したストーリーとして開示していくことが重要。 ● 事業ポートフォリオに関して正しい判断をした経営者に対し、適切に評価した上で、資本市場の側から、株価への反映あるいは議決権行使を通じて、背中を押してあげることが重要であり、そのためにも情報開示が重要。 <p>②情報開示の在り方について</p> <p>○ 事業ポートフォリオに関する透明性を高め、中長期の企業価値向上に向けた投資家とのエンゲージメントの充実を図る観点から、上記2-2. ②のi)～iii)について具体的な情報開示を行うことが重要。</p> <ul style="list-style-type: none"> i. 企業理念(Purpose)・価値基準 ii. ビジネスモデル iii. 仕組みの構築と運用 <ul style="list-style-type: none"> ・定期的なレビューと確実な実行のための体制整備 ・事業セグメント評価の仕組み ※セグメントごとの情報開示については下記③参照。

項目	議論の整理
<p>4-2. 情報開示の充実（投資家とのエンゲージメントにおける課題と対応の方向性）</p>	<p>➤ 事務局説明資料 p20、21（日立製作所や SONY 等の開示事例）</p> <p>③セグメントごとの情報開示の充実</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 機関投資家比率が高い方が事業売却を積極的に行う傾向にあり、機関投資家との間で事業ポートフォリオに関するレビューが効率的に行われるような環境整備として、セグメントごとの情報の開示の充実を促していくべき。 ● 事業ごとの ROIC（投下資本利益率）の開示など、事業ポートフォリオの基本規律と運用状況に関する開示も重要であるとの指摘があった。 <p>i. セグメントの区分の在り方</p> <ul style="list-style-type: none"> ● セグメントごとの情報の開示については、投資家等にとって時系列での比較（区分変更の際の接続）と同業他社との比較ができることが重要。他社比較を可能にするためには、セグメントの区分についてマネジメントアプローチをとりつつも客観的な業種分類（東証の業種分類等）のいずれに属するかを開示することが望まれる。（2010年にインダストリーアプローチからマネジメントアプローチに変更。） ● 複数の事業を一つのセグメントにまとめる際には、何故それらの事業が（クラスターを形成する）関連性を持っているのかという考え方・ロジックを明確にすべき。 <p>ii. セグメントごとに開示すべき事項</p> <ul style="list-style-type: none"> ● ROIC:WACC との整合性が高く、その差分がセグメントの付加価値。 ● 資本コストの算出を促すべき。 ● その他、セグメントごとの「資本的支出」や地域構成等。 <p>④情報開示の媒体について</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 事業ポートフォリオやセグメントごとの情報を開示する媒体については、有価証券報告書が開示の基礎・中心である点では一致しつつ、 <ul style="list-style-type: none"> ・ 有価証券報告書（開示府令）の枠組みの中で、投資家にとって必要な開示事項（MD&A 等）は規定されているため、まずはこれら記載を充実させていくべき、法定開示における開示を促すことで、取締役会での検証や自己規律を促すことになるとの意見や、

項目	議論の整理
4-2. 情報開示の充実（投資家とのエンゲージメントにおける課題と対応の方向性）	<p>・ 法定開示においては最低限の画一的な記述になりがちなので、決算説明会資料等も含め、多様な（自由様式による）媒体（公表資料）による開示を促すことが有効ではないかとの意見があった。</p> <p>→ 有報における記述情報の記載の充実（※）を図りつつ、多様な媒体（公表資料＝HP掲載）のそれぞれの特徴（自由フォーマットによる表現のしやすさ等）を生かし、総合的な情報開示の充実を図るべき。</p> <p>※ 法定開示については、虚偽記載に対して罰則が科されることによる委縮効果に対し、MD&A等の積極的な記載を促すためにどのようなメッセージを出せばよいか。</p>
4-3. 株主意見に対する対応について（投資家とのエンゲージメントにおける課題と対応の方向性）	<p>3. 株主意見（非公式な株主提案）に対する対応について</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 会社法上は、企業経営は取締役の経営判断により行われるものであり、株主提案に応じなくても義務違反ということはないが、指針（ソフトロー）において、株主の意見を聞くことを推奨することはよい。 ● そもそも経営者は、平時から事業ポートフォリオ戦略についてしっかり考えておくべきであり、それができていれば株主から問題提起された際にも説得力のある対話ができるはずである。 ● まともな株主提案に対しては取締役会に上げて真剣に議論するのが望ましく、そうした方向で促していくことはよいが、その際には、取締役会の運営の実態も踏まえ、「何でもかんでも」ということではなく、合理的なスクリーニングをした上で、ということになるだろうとの指摘があった。 ● 日本においてもアクティビスト活動が活発化しつつあるが、アクティビストの提案が議論の契機となることについては一定の評価はすべき、日本的な共同体的な組織から欧米流のサイエンティフィックでロジカルな経営に移行するには、こうした外からの刺激も必要ではないか、欧米においても「株主の声なき声」の代弁者であると捉えられるようになってきている、といった見方が示された。 <p>※ 資本市場全体としては、パッシブ(インデックス)運用が増加。パッシブ運用は、機械的運用によるコスト削減を強みとするビジネスモデルであり、個社ごとに調査コストをかけることは通常は困難であるが、アクティブ投資家による具体的な提案に対して、中長期の企業価値向上の観点から、その合理性を判断するという役割を果たす（いわば相互補完関係）と考えられる。</p> <ul style="list-style-type: none"> ● ただし、企業側だけではなく、投資家側の濫用的な行動が企業側の態度を閉鎖的なものにさせてしまうこともあるため、こうした行動に対しては牽制する等、両方の側に目配せしていくことで、有意義な対話が促されるとの指摘もあった。

項目	議論の整理
4-3. 株主意見に対する対応について(投資家とのエンゲージメントにおける課題と対応の方向性)	<p>→ 株主意見(株主総会におけるものではなく、非公式な株主提案)については、パッシブ運用が増加する中、企業価値向上・持続的成長を図るための事業ポートフォリオの在り方に関する真剣な検討を促す契機となり得るものであり、「真摯な提案には真摯に対応する」(取締役会において議論する)ことが基本。他方、投資家側も、株主提案を行う場合は、スチュワードシップコードの趣旨を踏まえ、「中長期」の企業価値向上の観点から当該企業の事業ポートフォリオに関する十分な調査分析に基づく真摯な提案と丁寧なコミュニケーションを行うことが期待される。</p> <p>○ 欧米における実務的対応を踏まえれば、ストラテジックレビューの実施や外部アドバイザーの活用等も考えられる。</p>
5. 実行段階における実務上の工夫	<p>1. 経営陣の姿勢</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 徹底的な議論を踏まえ、トップが当該事業にとってベストな選択肢であるという確信と腹決めをし、抵抗勢力が出てくることは当然であるが、ぶれないことが大事。 ● 会社・対象事業・従業員・売却先といったすべての関係者にとってwin-winとなることを目指し、売却先の選定、譲渡条件の交渉を行う。 ● 情報管理の徹底と社外ステークホルダーへのコミュニケーションプランが重要。 <p>2. 従業員との関係</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 対象事業が切り出された後に情報管理には留意しつつ、対象事業のキーマン(管理職～現場のリーダー)を順次プロセスに参画させ(インボルブ)、「事業の成長のために(グループにとどまるよりも)よい選択肢であり、そのために行うものである」という切出しの目的を共有し、現場に浸透させる。 ● 組合の理解と協力は、会社の求心力を維持するためにも不可欠。 ● 組合を含め、従業員との普段からのコミュニケーション(経営方針への理解)が重要。 ● 事業の切出しが、対象事業に属する従業員の幸せにつながるという見通し(ゴール)を共有することが重要。 ● 対象事業以外の従業員に対してもトップからのメッセージ等によるケアが必要。
○事業再編促進のための制度整備の在り方	<ul style="list-style-type: none"> ● 100%未満の子会社についてのスピノフについての税制適格とすれば、 <ul style="list-style-type: none"> ・ 上場子会社の独立を維持しつつ親子上場関係を解消する選択肢となる。

項目	議論の整理
<p>○事業再編促進のための制度整備の在り方 ※研究会報告書の政策提言部分に入れる想定。</p>	<ul style="list-style-type: none"> ・ 子会社 IPO との組み合わせが可能となり、親会社にとっては投資回収の機会が得られるというメリットも享受できるため、スピノフの活用が促進される。 ・ JV を解消する選択肢となる。 ・ 経営陣や創業家等が少数株主として存在するために 100%未満となっている子会社でも活用が可能となる。 <p>○ 上場申請の際に 2 期分の監査意見付の財務諸表が必要とされているが、遡及監査*が実務上あまり行われておらず、監査契約締結後に 2 期分の監査対象期間を確保することから、スピノフ準備開始から実際の上場までに丸 2 年以上を要することになり、最短半年程度で実行可能な事業売却と比較するとスピード感に欠け、迅速なスピノフ実施に対するボトルネックになっているとの指摘がある（事務局ヒアリング）。</p> <p>* 監査対象期間の期首より後に監査契約を締結して実施する監査。</p> <p>→ 新興企業の IPO 促進に関して、金融庁のアクションプランや東証の要請に基づき、2011 年に「新興市場等の信頼性回復・活性化策に係る協議会」（事務局：日本証券業協会）において、遡及監査のための環境整備に関する取組みが示され、それを受け、日本公認会計士協会や東証等の関係者において、遡及監査を想定した上場の事前準備事項やスケジュールの整理・周知等がなされた。こうしたことも踏まえ、元々上場会社（グループ）の一部である事業・子会社がスピノフする場合の監査の在り方について、事業再編促進の観点からどのように考えるべきか。</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 子会社上場（エクイティカーブアウト）（一旦、上場子会社に）した後、段階的に当該子会社株式を市場で売却していくことで分離（非子会社化）していくという手法は、歴史的に日本企業が積極的に活用してきたものであり、なじみがあるため使いやすいのではないかと。ただし、上場子会社におけるガバナンスの確保は大前提（2/25 造改革徹底推進会合における牛島委員発言）。 <p>→ 米国等でも主要なスキームの一つであり、我が国においても事業再編を促進する上で切出し手法の選択肢を広げていくことは重要。ただし、グループガイドラインで示された「上場子会社のガバナンス強化」を踏まえ、最終ゴールは非子会社化であることを明確にしつつ、上場子会社化はあくまでも「過渡的形態」と位置づけることが適切ではないかと。</p>