

# 第4回事業再編研究会

(事務局説明資料)

2020年3月17日

經濟産業省

# 目次

1 未来投資会議 構造改革徹底推進会合	.....2
2 今後のスケジュール	.....5
3 「議論の整理」に関する参考資料	.....7
4 事務局ヒアリング (事業の切出しの実行段階における実務上の工夫)	.....40
5 アンケート調査結果	.....50

# **1 未来投資会議 構造改革徹底推進会合 (令和2年2月25日)**

# 未来投資会議 構造改革徹底推進会合（令和2年2月25日）における事業再編に関する主な発言 1/2

## （神戸氏：ソニー株式会社 執行役常務）

- 各事業ユニットを、①グループの成長を牽引する事業、②キャッシュカウ事業（大きな投資は必要としないけれども安定的に収益貢献を期待する事業）、③事業変動リスクをコントロールする必要がある事業に分けて運営していく考え方を導入した。
- 売上げ、利益、投下資本についての基本的な考え方を明確にして、これらを対外的にも公表している。グループ連結として最重要のKPIは、ROEとして10%以上ということ掲げると同時に、各事業に対しては、ROICをKPIとして設定して管理している。
- 従来、グループ本社のCEOかCFOが投資家に対して、全事業の状況を説明して、投資家のQAに答えるということがほとんどだったが、最近では、毎年1回、各事業の主要事業のセグメントトップが、直接投資家の前に出て、自らの事業について語り、投資家からの質問に対応するイベントをもうけている。
- 経営数値目標として、単年度目標ではなくて、3年間でどのように営業キャッシュフローを作っていくかという点に焦点をあてている。営業利益ではなく、事業から生み出される営業キャッシュフローに焦点をあてているのは、営業利益だと一時的な要因でかさ上げされる場合もあるため。
- 事業の多様性がもたらす価値として、①様々な環境変化を踏まえた人材育成上の利点、②新事業・イノベーション創出の利点、③経営の安定・リスクヘッジとしての利点の3点があると考えている。

## （牛島氏：慶應義塾大学商学部教授）

- スピンオフの1つの大きなボトルネックと考えられるのは、スピンオフはそれによって企業自身には何ももたらさないという根本的な問題があるということ。事業売却であれば、売却収入が入るので、それを何か別の領域に投資する等もできるが、スピンオフで切り離す企業自身が得るものはないということ。このため、エクイティカーブアウトを見直してもいいのではないかと。少数株主等の保護等は着実に進めつつ、企業が将来の売却や、段階的な非子会社化にコミットできるのであれば、それをうまく使ってみるというのも1つの手段としてはあり得るのではないかと。
- 事業売却については、事業として少し傷んでいる問題事業の売却は、業績悪化がかなり進行してからではないと売却が検討の俎上にのらないという問題がある。また、問題事業が売却しにくいもう一つの構造的な理由は、ある事業が傷んでしまっているときには、通常、有力な買収先である同業他社も同様に傷んでいることが多いということ。買い手の層がやや多様性に欠けるといところが、日本企業が事業再編を進める上で1つ大きな環境面での制約になっているのではないかと。

## （加来氏：ボストン コンサルティング グループ マネージング ディレクター & パートナー）

- 事業部がそれぞれ事業戦略を作ると、各部門が一様に資金を要求するが、事業ポートフォリオ全体を俯瞰して、どのように資本アロケーションを行うかという議論を行わないと、常に売上げや利益額をどう上げるかの議論となり、事業売却はなかなか促進されない。TSRをどのような水準にするべきかを決めた上で、単純に売上高や利益額を伸ばすのではなく、マルチプルそのものをどういうふうに上げていくかどうかというところの議論をしっかりとしない。
- TSRの目標値をどうするか決めた上で、コスト削減シナリオを取るのか、ノンコア事業を売却するのか、事業ポートフォリオを再構築していくのか、という具体的な戦略を考える必要がある。

## 未来投資会議 構造改革徹底推進会合（令和2年2月25日）における事業再編に関する主な発言 2 / 2

### （平野氏：KKRアジアプライベートエクイティ共同代表、KKRジャパン代表取締役社長）

- シェフラーという会社は、自動車の部品メーカーで、売上げが約1兆5000億円程度、EBITDAマージンが15%であるが、時価総額はEBITDAに対する3.6倍。他方、ほぼ同じ売上げの会社の日本電産は、ほぼ同じ売上げにもかかわらず、時価総額はEBITDAに対するマルチプルが20倍と、シェフラーと比較して約6倍の市場価格の差がついている。このため、売上げや営業利益だけを見ては、市場からどう評価されているかという点で大きな差があるものの、社長の視点としてはあまりそういう関心がないのではないかと思う。
- 本邦企業に共通して見られる課題は、事業ポートフォリオの入替えが得意でない点がある。これは、1つは、親会社がグループ会社の各社の人事制度、経営報酬をコントロールする、ないしは、しなければいけないという責任感とも言えるし、既得権みたいなものというのがあるのではないかと思う。実際に多いのは、先輩OB、経営幹部が興した事業を自分の代でやめるとか、売却するというのもってのほかだと（いう感覚）。もう一つは、経済的側面において、株式価値の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。親会社からすれば、選択と集中をしても、怒られることはあっても、あまり評価されない。子会社はわざわざ独立するよりも、リスクを回避して、大過なく勤め上げたことのほうが、自分にとって得になる。

### （志賀議員）

- 小林会長が経済同友会の代表幹事時代に、資本効率最適化委員会の委員長を2年務めており、事業ポートフォリオマネジメントを実行して、事業ごとに当該事業の資本コストを上回る利益をあげるべきであるという提言書を作成した。経済同友会で比較的リベラルな人が多い中でも、この議論は・・・相当な抵抗を受け、とりまとめるのが大変であった。
- 10兆円の売上げの日産自動車の中で、フォークリフト部門の売上げが400億ある。このフォークリフト部門をカーブアウトして、子会社化し、それをINCJに売却するというのを、日産自動車側で実行したが、400人程度の従業員全員の同意が必要であり、異常なほどのエネルギーが必要であった。9回程度、組合を含めての団交に経営者トップが入り、細かく転籍後の調整手当等を決めていき、やっと全員の合意が出て、カーブアウトが実行できる。このような面倒くさい作業を、景気がよいつきには行わない。景気が悪くなってきてどうしようもなくなったタイミングで、事業売却しか選択肢がなくなったときに始まってしまう。経済同友会の提言書も、結果的にはガバナンスを使い、社外取締役の力で、内なる形でカーブアウト、事業売却、業界再編を進める必要があるとしているが、現実的には非常に難しい。
- とにかく1つの領域にプレイヤーが多過ぎて、過当競争を繰り返して賃金が上がらないという状態がデフレの原因だと思う。ものすごく難しい課題をやらなくてはいけない状況、よほどの規制、気合い、あるいは国家としてこれをやるのだという方向性等、現状を脱皮する何かを真剣にやらなければ、議論だけをしていても前に進まない。

### （小林会長）

- 国際的な競争が極めて厳しくなる中で、我が国の企業が企業価値を持続的に向上し続けていくためには、・・・事業の成長性、収益性や事業間の関係等、できる限り正確に把握して、事業の投資、撤退あるいは買収、事業再編、スピンオフとかカーブアウト等の最適な戦略的判断を下し、スピード感を持って実施していくことが当然重要となる。
- こうした戦略的判断の実施を促すべく、取締役会の監督機能の強化等を定める指針の策定を行うことなど、環境を整えていくことが、当然極めて重要であるが、その際には実効性を高める上でもコーポレート・ガバナンス・コードとの連携が重要と考える。
- 日本の風土そのものにかなり立脚する部分もあるが、本日の議論を踏まえ、各省庁においては、この夏に予定される新たな成長戦略の策定に向けて、政策の具体的進捗をぜひお願いを申し上げる。

## 2 今後のスケジュール

# 本研究会のスケジュール

## ➤ 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
  - ・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）
- ✓ 実行段階での実務上の工夫
- ✓ 事業再編促進のための制度整備の在り方（税制措置等）

## ➤ 第4回（3月17日）

- ✓ 第1回～第3回の議論の整理を踏まえた検討

## ➤ 第5回（4月20日）

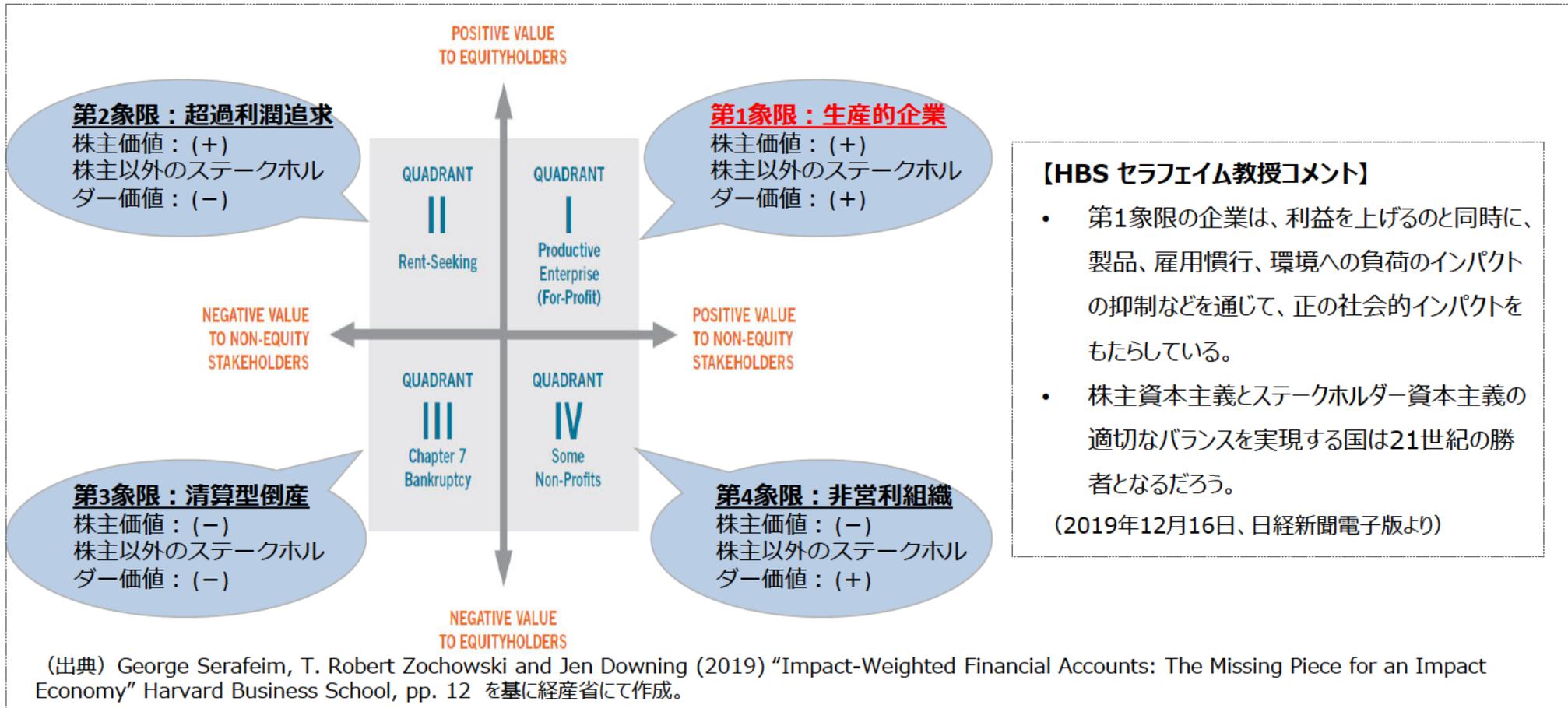
- ✓ 報告書（実務指針案 + 制度整備に関する提言）の骨子案

## ➤ 第6回（5月下旬）

- ✓ 報告書案

## ➤ 予備：第7回（6月上旬）

### **3 「議論の整理」に関する参考資料**



- 「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))

- 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

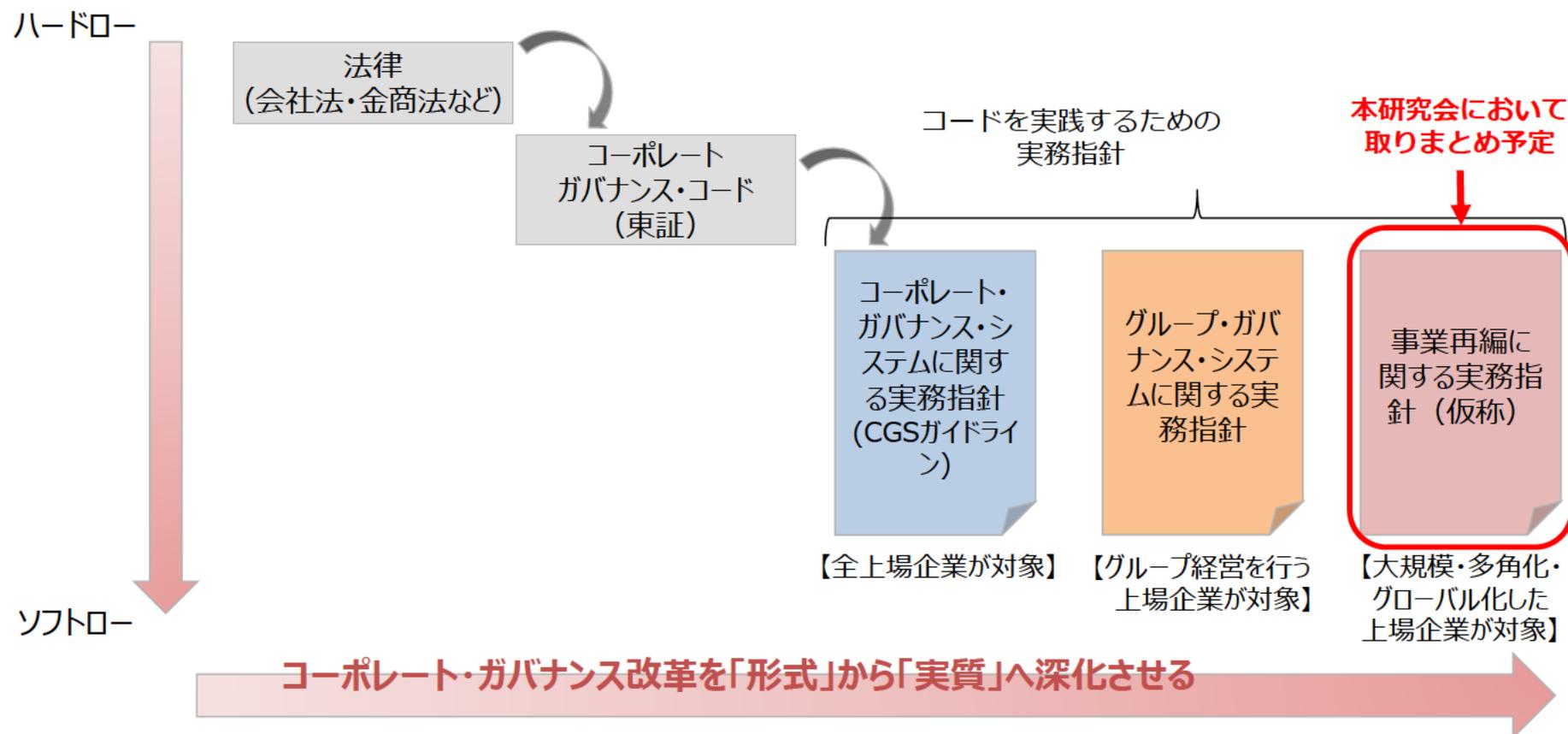
7. おわりに

## 本指針の位置づけ（2/2）

再掲：第1回事業再編研究会

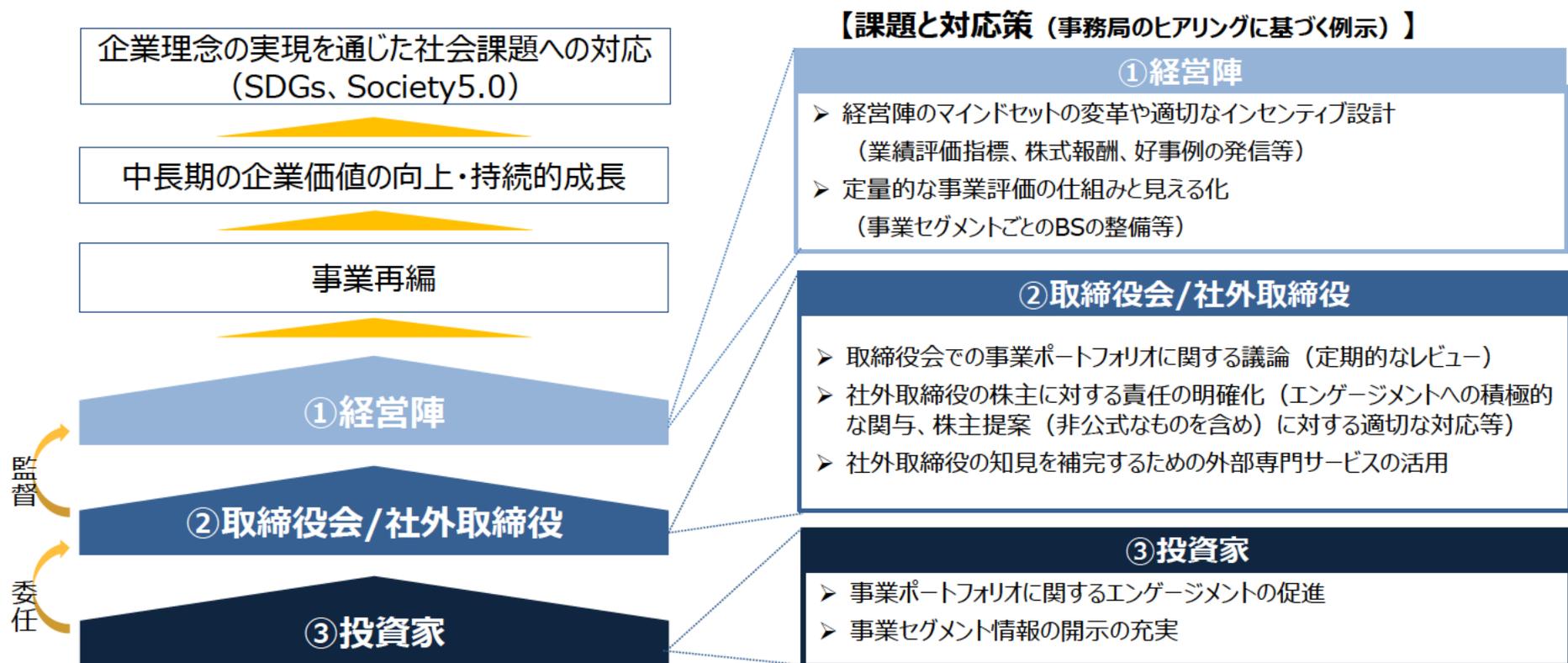
- 本指針は、「コーポレート・ガバナンス・システムに関する実務指針」、「グループ・ガバナンス・システムに関する実務指針」（※）と並列の関係に位置づけることを想定。

※いずれもCGS研究会における検討をとりまとめたもの。



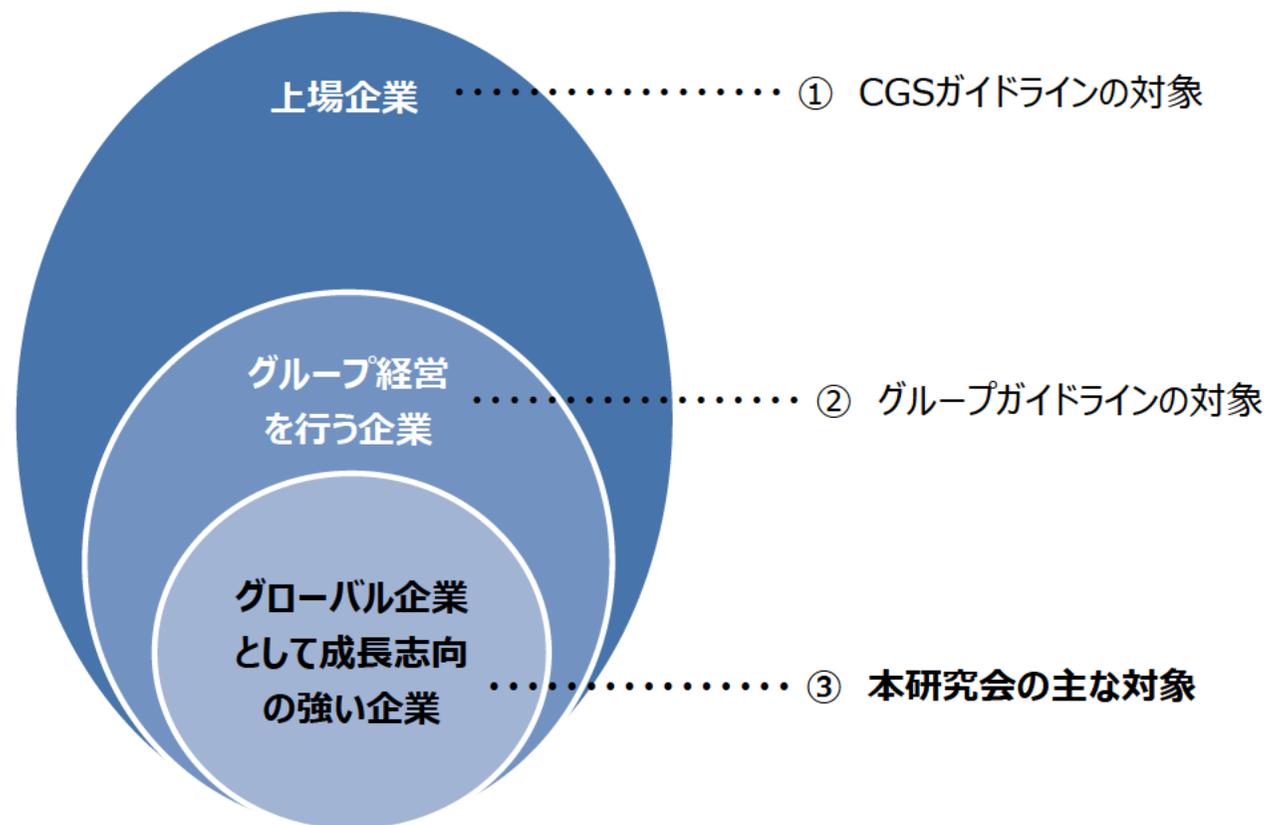
	項目	主なポイント
3.2	事業ポートフォリオ管理の基本的な考え方  基本的な考え方  取締役会や社外取締役によるガバナンスの重要性	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 自社にとってのコア事業を見極め、その強化のための<b>M&amp;Aとノンコア事業の整理</b>（売却・独立・撤退）を戦略的に行うことが重要。</li> <li>• その際には、各事業の潜在力を発揮させる「<b>ベストオーナー</b>」が誰かという視点が重要。</li> </ul> <p>※ 「ノンコア事業」とは、必ずしも事業そのものの収益力や成長性が低いというわけではないが、自社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。</p> <p>※ 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。</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• 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<b>主導的な役割</b>を果たすとともに、その<b>運用の監督</b>を行うことが期待される。</li> <li>• 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、<b>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</b>。</li> </ul>
3.3	事業ポートフォリオ管理の仕組みの構築	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 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、<b>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</b>を行うことが重要。</li> </ul>
3.3	事業評価のための基盤整備	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>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</b>することが重要。</li> <li>• その上で、資本コストを設定するなど、<b>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</b>ことが検討されるべき。</li> <li>• こうした仕組みの構築・運用においては、<b>CFOが主導的な役割</b>を果たすことが期待される。</li> </ul> <p>※ 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。</p> <p>※ CFOは、「スーパー経理部長」ではなく、「CEOのパートナー」へ</p>

- 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

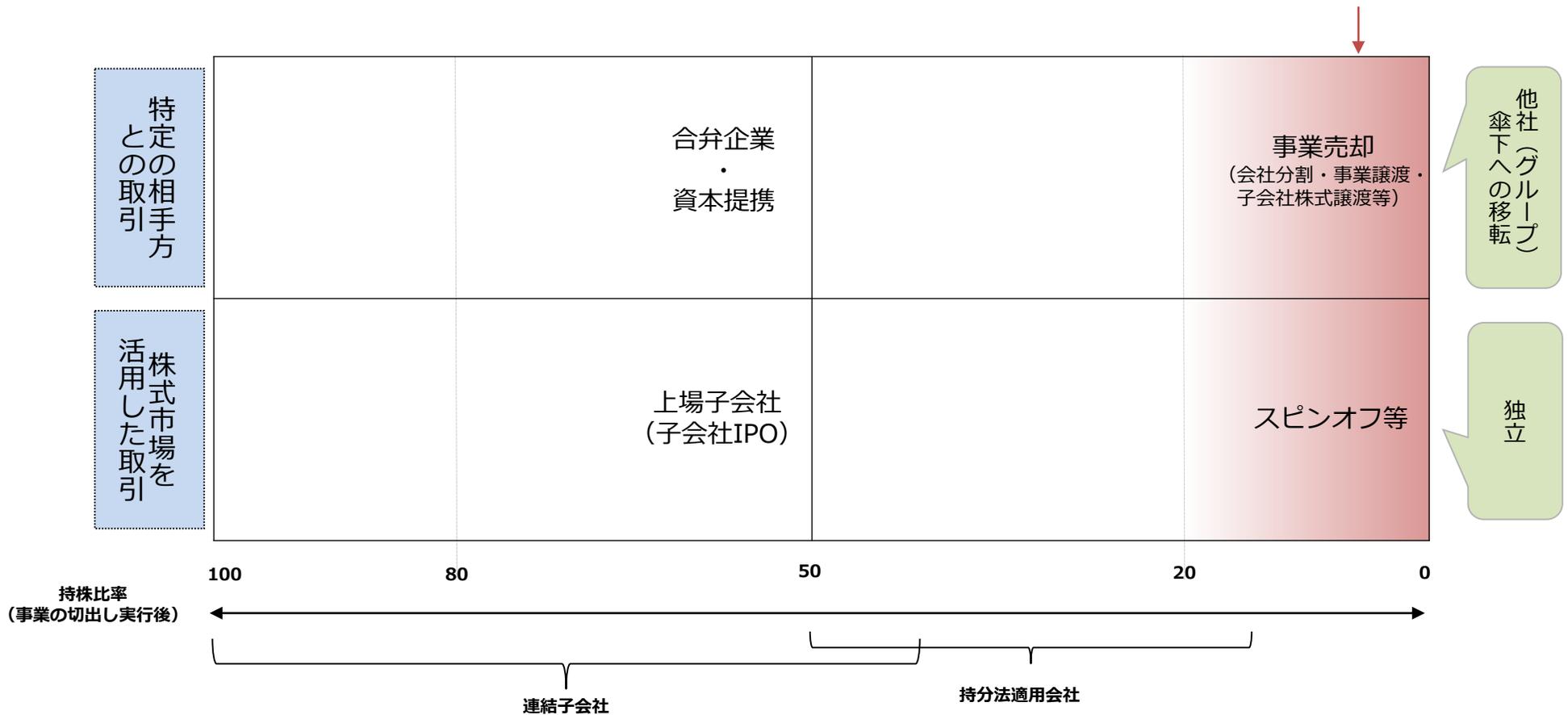


# 本研究会の対象とする主な事業再編の類型イメージ

再掲：第1回事業再編研究会

- 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。

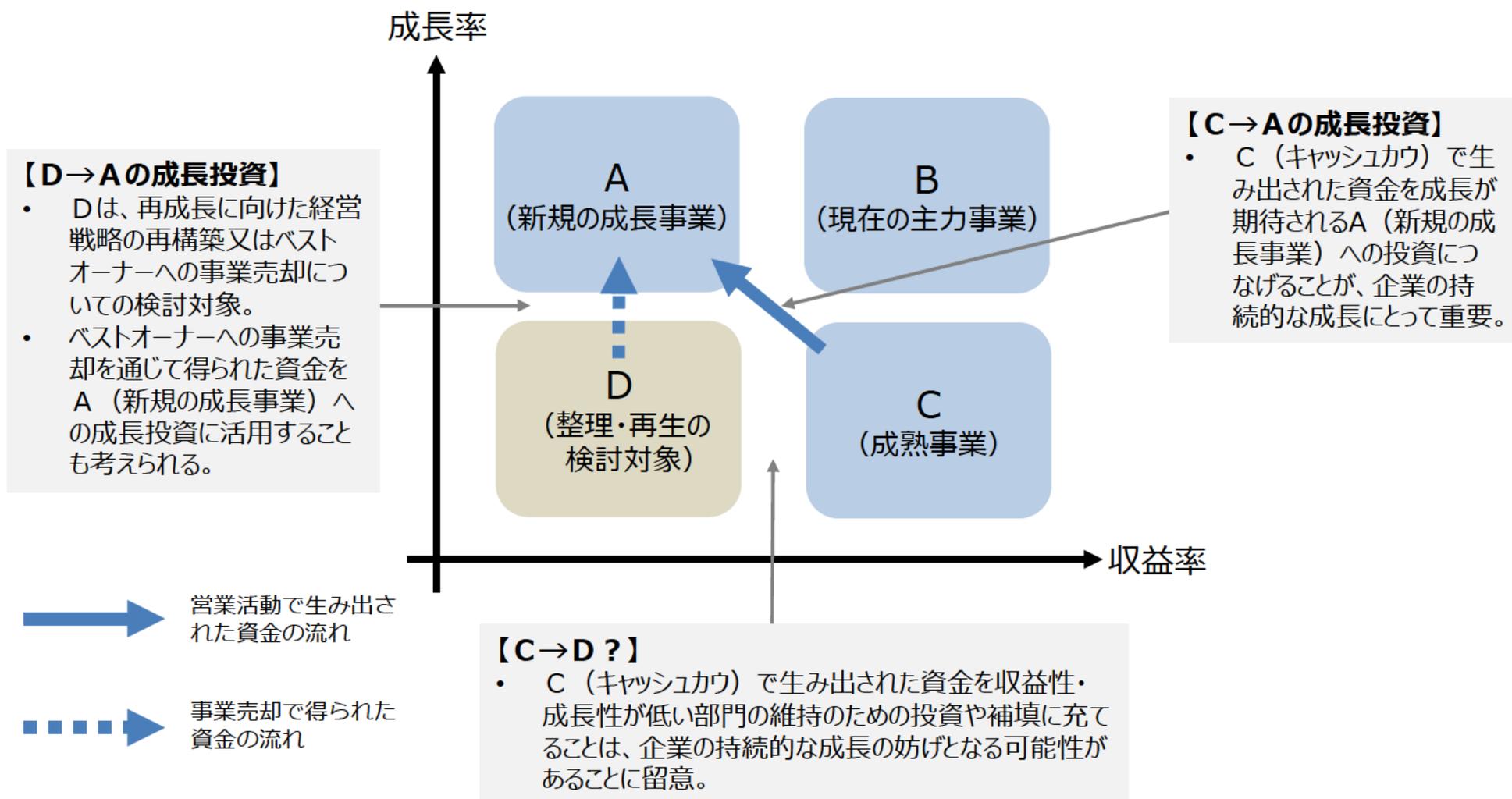
本研究会が想定する事業の切出し



# 事業ポートフォリオ検討の視点（資金の流れのイメージ）

再掲：第1回事業再編研究会

- 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。



# 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）

再掲：第1回事業再編研究会

はじめに—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）

再掲：第1回事業再編研究会

## 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ぬ最大の理由は、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德とする。**
- ✓ 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）

再掲：第1回事業再編研究会

## 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）

再掲：第1回事業再編研究会

## 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。

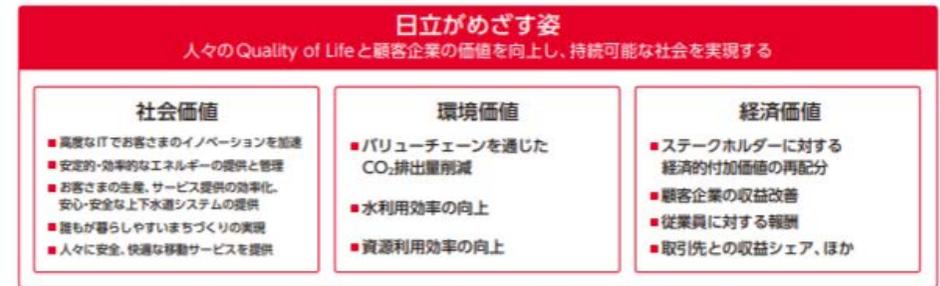
**企業の根源的な社会的責任は、本業を通じて多岐にわたる社会的課題の解決に貢献し、より広く社会全般に対する価値を生み出すこと、及びそれにより得られた利益を多様なステークホルダーに還元していくことにある。**そのためには、財務資本のみならず、人的資本、知的資本等の広範な資本を最適に活用することが必要である。

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。

- 日立製作所は、CEOメッセージとして平時における事業ポートフォリオの組換えの重要性を述べている。また、中期経営計画について、自社が「めざす姿」を示した上で、「資本効率向上のためにROICを導入」し、連結及びセクター別に、実績・見通し及び目標値を開示している。

## CEOメッセージ

・・・109年にわたる歴史の中で、**大きな転換となったのが、2008年度の経営危機**です。当時、日本の製造業で最大の赤字を計上し、2～3兆円規模の株主資本が1兆円程度まで大きく毀損しました。「不沈の巨艦」といわれた日立が、なぜ「沈む巨艦」と揶揄されるほどの激しい難局に陥ったのか。危機感の欠如が原因でした。巨額の赤字を計上した後、経営陣は事業の大幅な入れ替えやコーポレート・ガバナンス改革などを断行し、経営の立て直しと収益回復に努めました。この苦しい経験を目の当たりにしながら、私は、**事業経営には「平時の構造改革」と「持続的成長戦略」を同時並行で実行していくことが大事だ**という教訓を得ました。有事になってから対策を講じる有事斬然ではなく、平時にあっても、近い将来「世界で戦える事業」になれる見込みが低いのであれば、事業の縮小や撤退など、次なる手を打っていく。迅速かつ果敢に判断しなければ、この不確実性に満ちた時代を生き抜いていけない。私の心の中には今もこの教訓が強く根づいています。



5つのソリューションでお客さまの3つの価値を同時に向上



### Lumadaによるソリューション提供モデル

#### 5つの事業領域に注力

3つの価値を同時に向上させることができる「IT」「エネルギー」「インダストリー」「モビリティ」「ライフ」の5つの分野を注力事業領域として設定。

#### ソリューションコアの提供と蓄積

日立が長年蓄積してきたOT、IT、プロダクトの豊富な実績を活用し、デジタルとリアルをつなぐサイバーフィジカルシステムとしてLumadaがソリューションを提供します。蓄積したユースケースから、全社で活用可能なソリューションコアを開発・蓄積します。

#### ソリューションコアの世界展開

お客さまとの協創を通じて明確化された課題・ニーズに応じたソリューションコアを組み合わせ、迅速にソリューションを構築・提供することで、お客さまの社会価値・環境価値・経済価値を向上します。

- ソニーは、CEOメッセージとして、企業としての存在意義(Purpose)、アイデンティティ、経営の方向性を示した上で、それらを踏まえた一つのビジネスモデル（価値創造モデル）の一環として事業ポートフォリオに関する考えを開示している。

## CEOメッセージ

- ソニーのPurposeはその名のとおり、我々ソニーが何のために存在するか、を表したものです。そして、ソニーのアイデンティティは、「テクノロジーに裏打ちされたクリエイティブエンタテインメントカンパニー」です。そのうえでソニーはどこに向かうのかを示す経営の方向性が「人に近づく」です。それらとソニーの事業ポートフォリオ、そしてテクノロジーと人材の関係性を示したものをソニーの価値創造モデルとしました。
- ……ソニーの事業ポートフォリオは、「エンタテインメント」「エレクトロニクス」「DTCサービス」の3つの領域に大別されます。……そして、これらの事業は、いずれもテクノロジーと不可分であり、事業間シナジー創出に向けた取り組みを加速する重要な要素です。ここでのポイントは、まず多様な事業に力を与えるテクノロジーを活用することです。私は、テクノロジーの領域において「得意技の周りに仲間を集める」ことが重要と考えていますが、オーディオ・ビジュアルやイメージセンサー、ロボティクス、AIといったソニーが強みを有するテクノロジーを基軸に、エレクトロニクス事業とゲーム・音楽・映画・金融の各事業との連携が進んでいます。また、クリエイターやユーザーにさらに近づくことでシナジー創出を図る取り組みも進んでいます。クリエイターの獲得をめぐる競争は激化していますが、音楽、映像、ゲームというクリエイターにとっての多様な事業機会とソニーの強みであるテクノロジーは、トップレベルのクリエイターとの協業の可能性を広げるものと考えています。

# SONY

テクノロジーに裏打ちされたクリエイティブエンタテインメントカンパニー

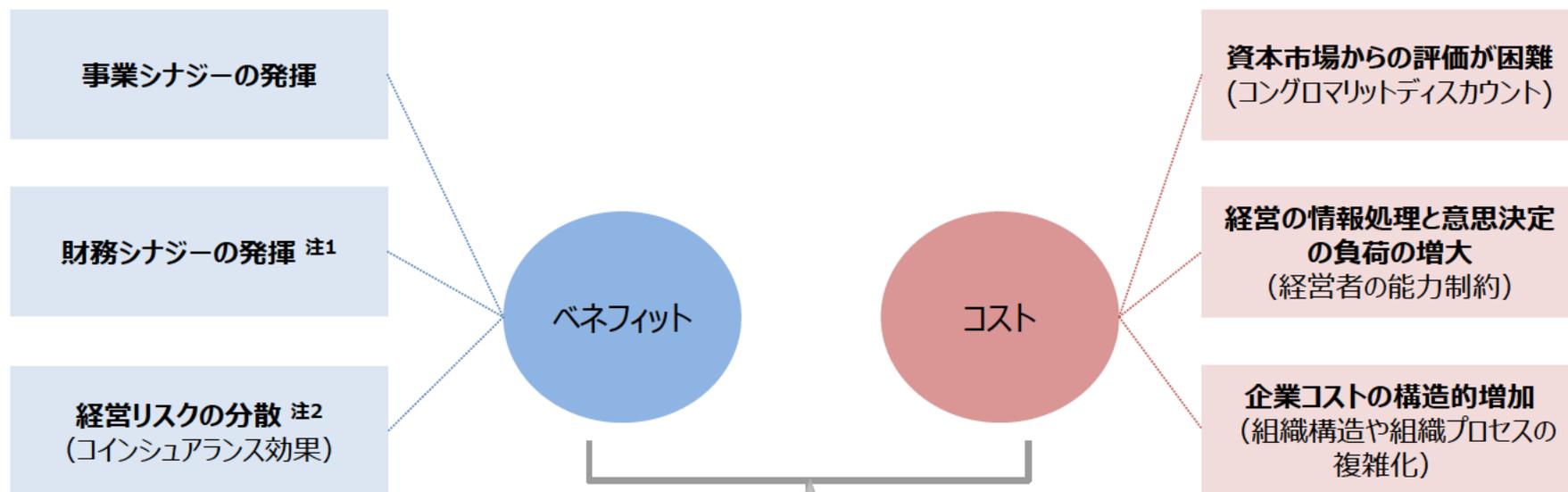
Purpose (存在意義) クリエイティビティとテクノロジーの力で、世界を感動で満たす。



# 複数事業を有する多角化経営のベネフィット&コスト

- 複数事業を有する多角化経営には、事業シナジーの発揮などのベネフィット（効用）とともに、限られた経営資源（特に経営者のマネジメント能力）の下で複数事業を抱えることによるコスト（機会損失を含む）を生じさせるものであるため、取締役会及び経営陣は、両者の比較分析を行い、事業ポートフォリオの合理性を客観的に検証することが求められるのではないかと。

## 複数セグメントを保有することのベネフィット&コスト



注1 資本市場の成熟により財務シナジー（内部資本市場の優位性）は相対的に低下していると考えられる。

注2 キャッシュフローの変動パターンが異なる事業を組み合わせることにより、企業全体としてのキャッシュフローの変動が小さくなるため、デフォルトリスクが低減され借入余力がこうじょうするもの。

両者の比較分析を行い、  
事業ポートフォリオの合理性を検証

## (参考) CFOとCSOの連携事例

- 財務戦略と事業戦略は一体不可分であるという認識のもと、両者の視点を統合しつつスピーディに戦略立案するため、CFOとCSOの兼任体制をとる企業も存在。

### CFOメッセージ

株主還元強化と成長投資に  
フォーカスした資本政策を実行するとともに、  
双方向・建設的な対話を通じた  
積極的な情報開示に努めていきます。

取締役 執行役専務  
グループCFO  
中島 達



2019年4月にグループCFO兼CSOに就任しました。

当社ではこれまでもCFOとCSOの兼任体制をとってきましたが、

これは、「企業経営において財務戦略と事業戦略は一体不可分であり、どちらの視点が欠けても経営は成り立たない」という考えに基づくものです。ひとりの人間が統括することで、常に両方の視点から課題を認識して戦略を立てることができるだけでなく、意思決定もスピーディーに行えると考えています。

## (参考) CFOとCSOの連携事例

### 事業ポートフォリオマネジメントに関する検討プロセス: 当社の体制 (一部再掲)

#### 事業モニタリングのための執行役員会議

- 年2回開催
- 指標未達事業に改善シナリオ要求
- 改善: 象限維持 / 未達: 象限格下げ
- 事務局と責任者

経営企画室 (CSO) ・ 経営管理室 (CFO)

#### ポートフォリオ議論のための取締役会

- 年1回開催
- 他議題を入れずに半日議論
- 中長期的な戦略策定につなげる
- 事務局と責任者

経営企画室 (CSO) ・ 法務室 (CCO)

「事業モニタリングのための執行役員会議」における責任者として、CFOとCSOを配置。

#### ● 現行中期経営計画 (2016-20) における当面の判断基準

- ① ROICが指標 (機能商品・ヘルスケア分野8%、ケミカルズ分野5%) を下回っている事業は、モニタリングの対象として事業への (追加) 施策を議論

(本来は事業分野にかかわらず同一のROIC基準が正しいが、中計開始前にはROE10%達成自体が危ぶまれる状況だったので、ROE10%を充たすための「当面の」指標とした。次期中計で修正予定)

- ② 事業モニタリングにおいては、上記ROIC基準だけでなく、中計からの乖離を重視し、対象SBUを選択。アクションプラン・投資計画の進捗を確認しEXIT検討の要否まで議論。EXIT勧告含めた事業戦略の見直しを指示して事業会社にて実行

- CFOだけでなく、CCO・CSOにも事業買収・売却経験者を選任し、また、M&A室に社外出身のプロフェッショナルを起用するなどして、トランスフォーメーションを推進

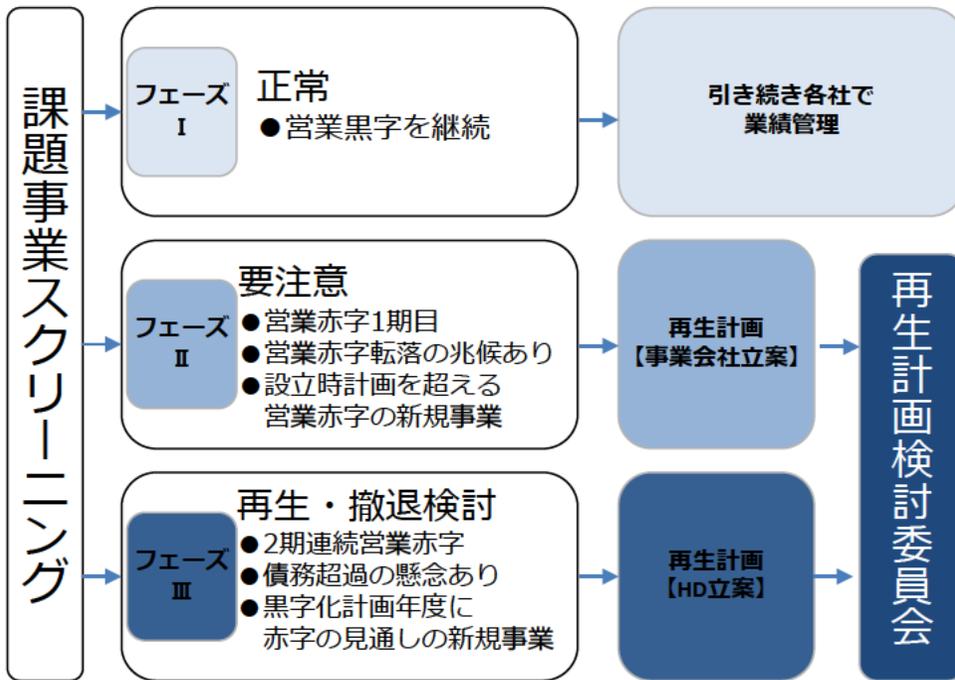
- CFOには、投資銀行を起用して資本市場の利用を図る案件等を主導させる (分離上場等)

CSOにM&A等の知見を有する者を配置することで、CFOとCSOの連携を強化。

- J.フロント リテイリングは、事業ポートフォリオについて定期的に見直しを行う体制や検討プロセス、事業評価における定量基準・定性基準等を具体的に開示している。

## 課題事業スクリーニング（フェーズ管理）

- グループの各事業を3フェーズに分類し、定期的に見直し
- 委員会で事業検証・対応策の妥当性を審査



## 再生計画検討委員会

- 赤字事業について、定量面・定性面を検証したうえで、「再生もしくは撤退」対応策の妥当性を審査
- グループ経営会議、取締役会における経営判断を早期に実現するために情報提供
- 経営戦略統括部経営企画部長を委員長、財務戦略統括部主計・経営助成部長を副委員長とし、財務戦略統括部長、主計・経営助成担当等で構成

## 総合的に判断

### 定量基準

- 再生計画の蓋然性
- 3年以内の営業利益黒字化
- 5年ROIC > WACC

### 定性基準

- 再生意義
- グループ戦略上の必要性

財務・法務・その他リスク

- 三井物産では、事業ポートフォリオに関する戦略策定やモニタリングを行う体制（諮問委員会や取締役会への定期的な報告）・年間スケジュールについて具体的に開示している。

## ポートフォリオ管理委員会の役割

当社では、経営会議の諮問機関の一つとして、ポートフォリオ管理委員会を設置し、ポートフォリオ戦略・投融資計画の策定、ポートフォリオのモニタリングにあっています。また、その内容は定期的に取り締役会にも報告しています。

### ■ 全社ポートフォリオ戦略の策定

当社全体戦略、営業本部の個別戦略、市場動向・マクロ分析、当社の限りある経営資本を踏まえて、重点・注力分野、新規取り組み分野、見直し分野を特定します。

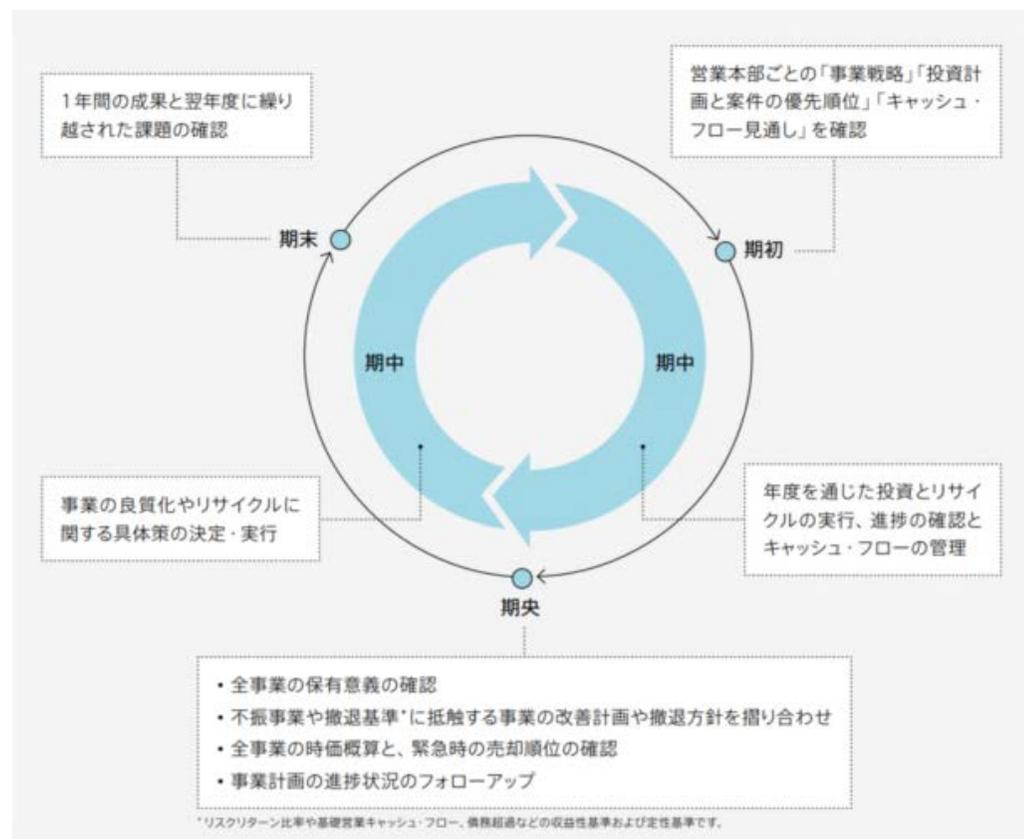
### ■ 投融資方針の策定

投融資基準、連結資本コスト制度設計など、全社ポートフォリオ管理に係る重要方針を策定します。

### ■ 全社ポートフォリオの定期的モニタリング

上場株式を含む全事業の保有意義の確認だけでなく、事業分野別・国別のアセットサイズが適切なレベルかどうかなど、定期的にレビューしています。

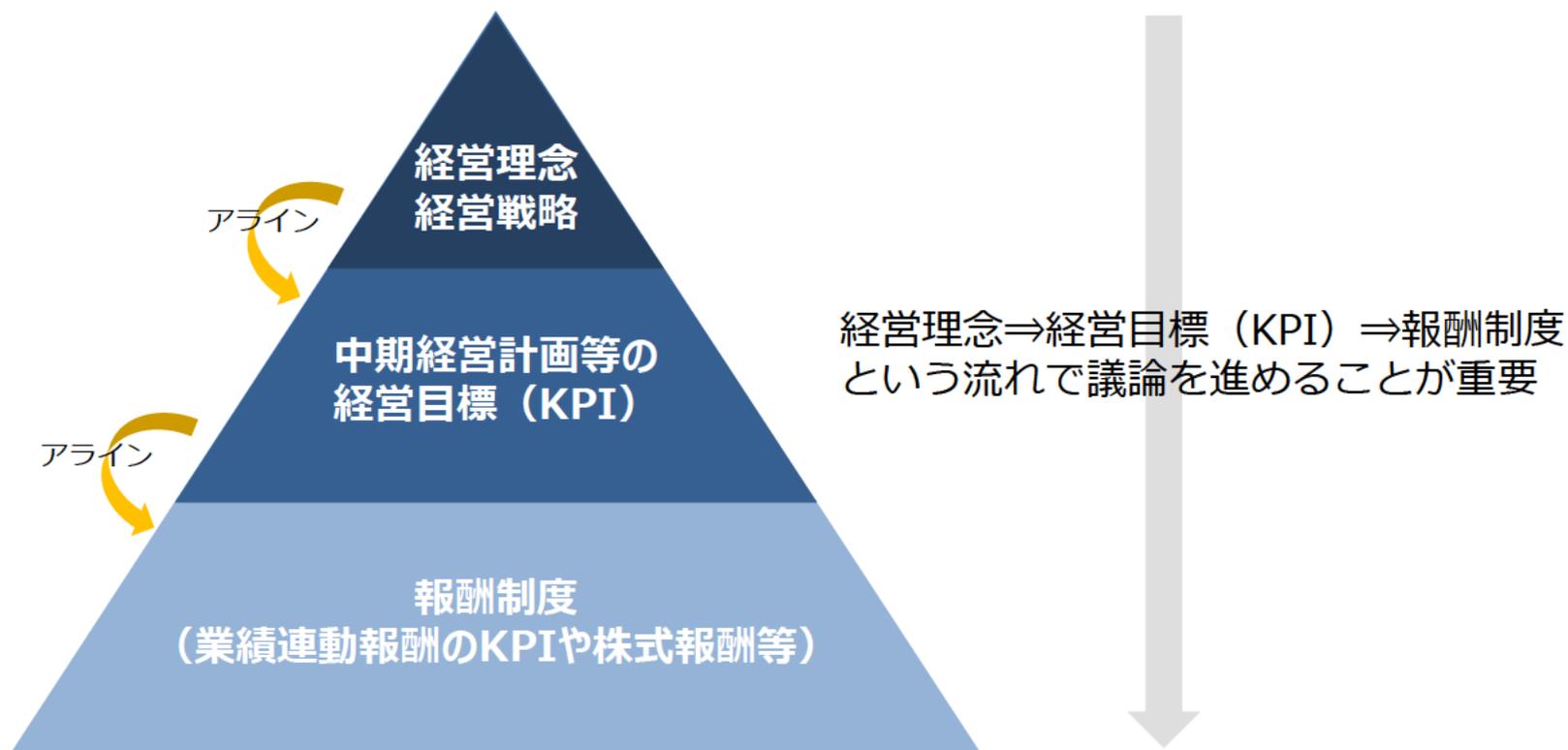
## ポートフォリオ管理の年間サイクル



## (参考) 経営目標、報酬制度等の設定

- 企業の経営理念を踏まえた上で、中期経営計画等の経営目標（KPI）が設定されるべきであり、それを実現するため、報酬制度における事業評価のKPIも経営目標にアラインするよう設定されるべきではないか。

### 経営目標、報酬制度等の設定（イメージ）

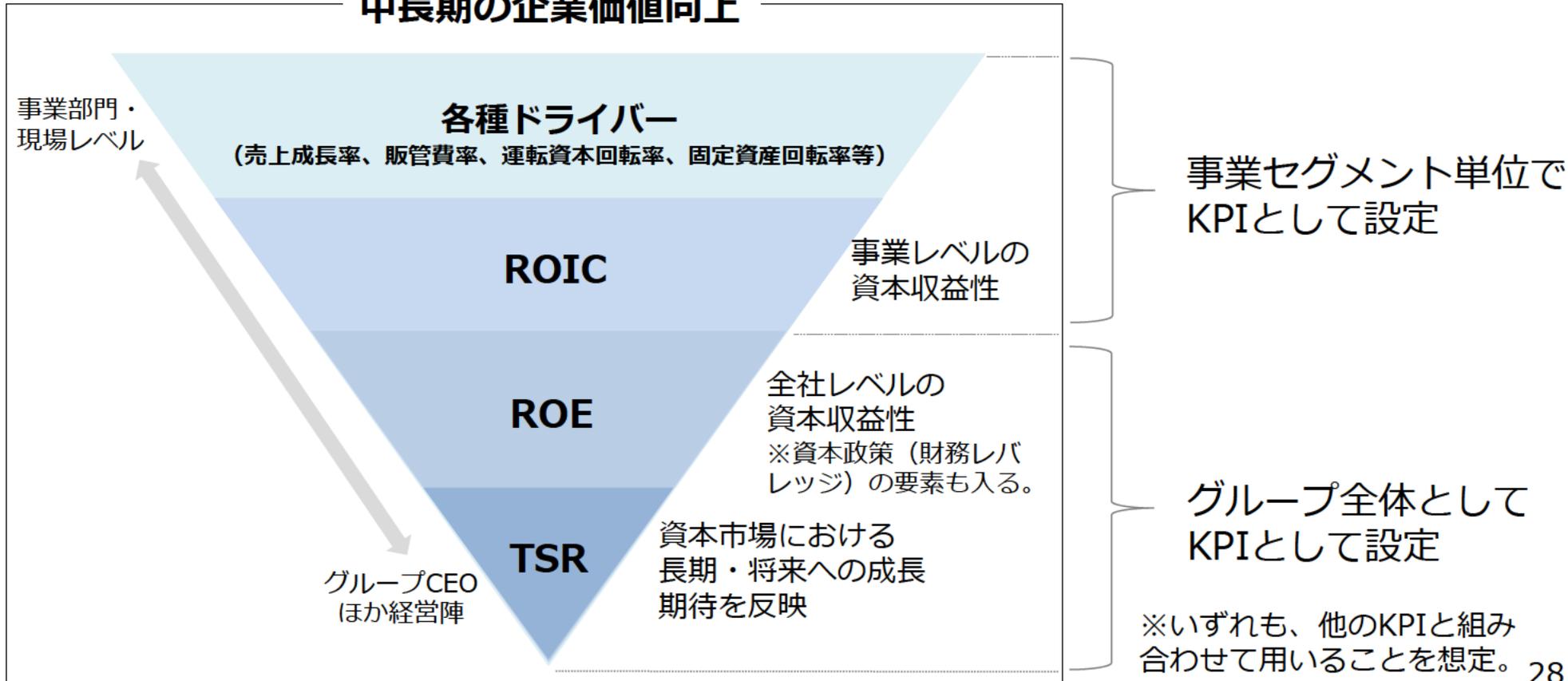


# 主な経営指標・KPIの関係性（イメージ）

- 経営理念の実現を目指し、中長期の企業価値を高める観点から、現場レベルから経営トップまで各レベルに応じて適切なインセンティブ付与のための経営目標・業績評価指標（KPI）を設定することが望ましいのではないかと。

## 企業理念の実現を通じた社会課題への対応 (SDGs, ESG, Society5.0)

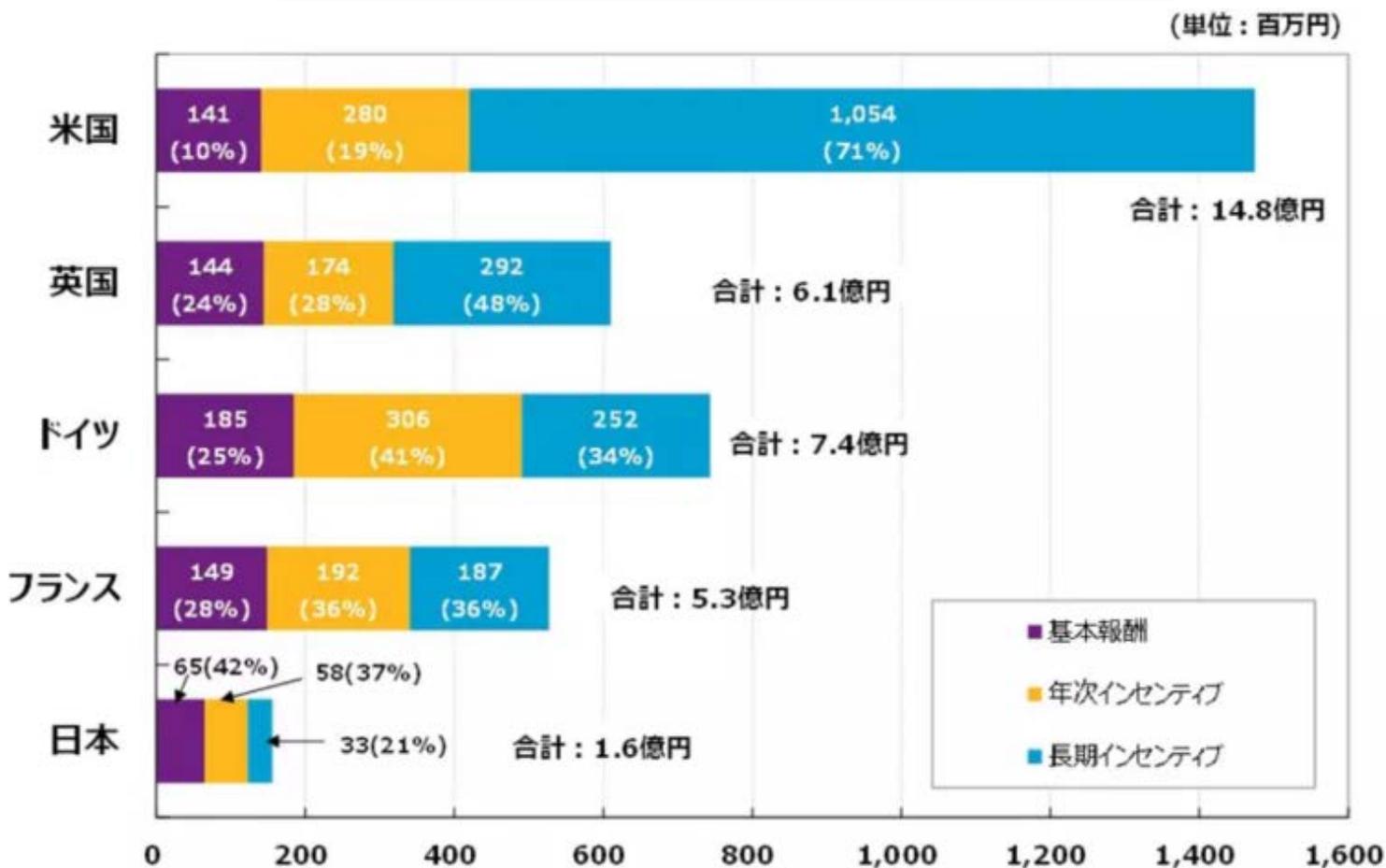
### 中長期の企業価値向上



## (参考) グローバル報酬の水準

- 売上高等1兆円以上の企業におけるCEOの報酬を比較すると、報酬水準は地域ごとに大きく異なっており、日本は米国・欧州の水準と比較すると報酬水準が低い。

売上高等1兆円以上の企業におけるCEO報酬比較 (2018年度)

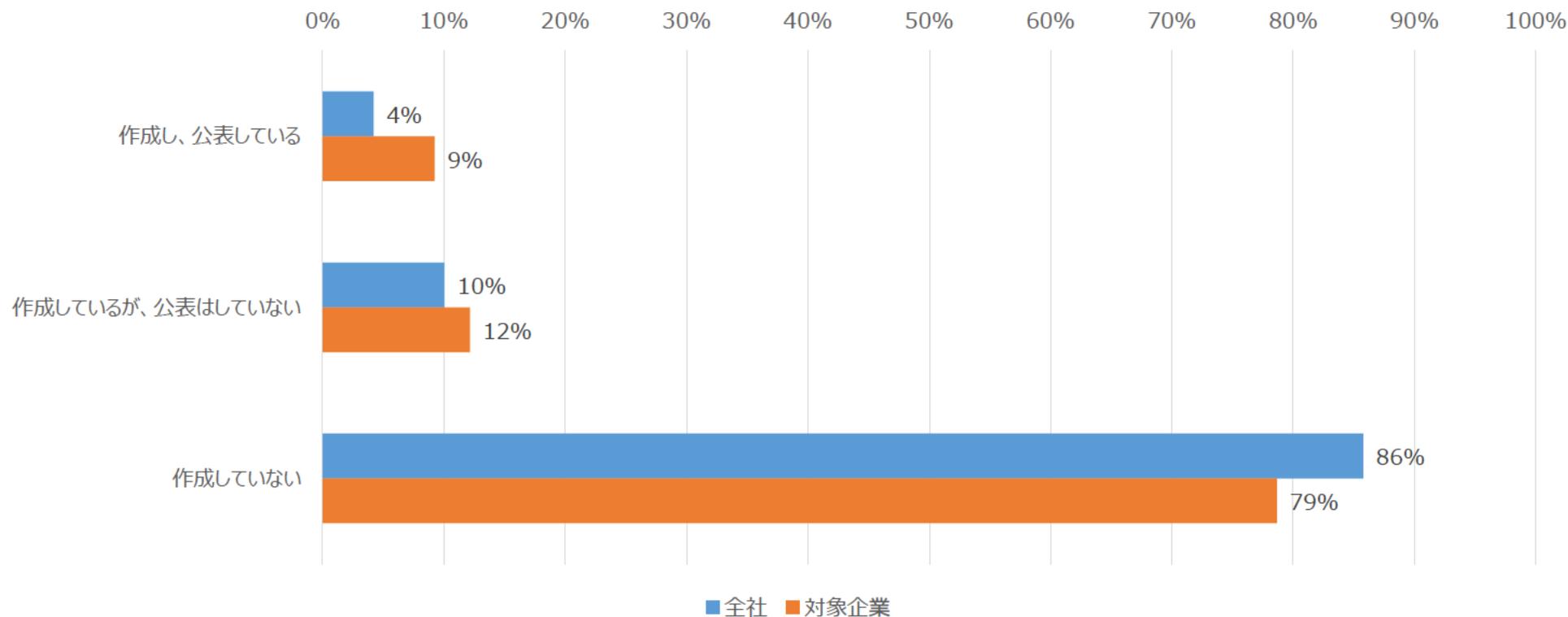


## 【企業アンケート】スキルマトリックスの作成・公表状況

- スキルマトリックスの作成・公表状況については、全社及び対象企業のいずれにおいても「作成していない」と回答した企業が80%。

問8. 取締役の選任を行う際、スキルマトリックスを作成・公表していますか。(1つ選択)

(※「スキルマトリックス」とは、取締役会に必要なスキルを分野ごとに表にまとめ、どの取締役がどの分野について知見や専門性を備えているかを示した表をいう)



# (参考) スキルマトリックスの開示例 - 三菱ケミカルホールディングス -

候補者 番号	氏名	現在の当社における地位及び担当	取締役候補者に特に期待する分野*						
			経	財	技	リ	戦	法	国
1	小林 喜光	取締役会長 指名委員 再任	●		●				●
2	越智 仁	取締役兼執行役社長 指名委員 再任	●		●		●		
3	藤原 謙	取締役兼執行役常務 報酬委員 再任				●		●	●
4	Glenn H. Fredrickson グレン・フレデリクソン	取締役 再任			●		●		●
5	浦田 尚男	取締役 監査委員 再任			●	●	●		
6	伊達 英文	執行役常務 新任		●		●			●
7	小林 茂	新任	●			●	●		
8	伊藤 大義	取締役 監査委員、報酬委員 再任 社外 独立役員		●		●			
9	國井 秀子	取締役 指名委員、監査委員 再任 社外 独立役員				●		●	●
10	橋本 孝之	取締役 指名委員 再任 社外 独立役員	●					●	●
11	程 近智	新任 社外 独立役員	●		●				●
12	菊池 きよみ	新任 社外 独立役員							●

\*ご参考までに、各取締役候補者に特に期待する分野を3つまで記載しております。



経営経験  
事業戦略・マーケティング



財務・会計  
法務・法規制等



科学技術・IT・生産  
国際性・多様性



リスクマネジメント

# (参考) スキルマトリックスの開示例 – ヤマハ発動機株式会社 –

取締役		管掌分野	企業経営・ 専門的知見	製造・技術・ 研究開発	営業・ マーケティング	財務・ ファイナンス・ M&A	IT・ デジタル	人事・労務・ 人材開発	法務・ リスクマネ ジメント	グローバル 経験
柳 弘之			●	●				●		●
日高 祥博		人事・マリン	●			●		●		●
波部 克明		品質保証・二輪車	●	●						●
加藤 敏純		ソリューション			●	●				●
山地 勝仁		生産・調達		●						●
島本 誠		デザイン・車両開発 先進技術		●						●
大川 達夫		企画・財務・IT			●	●	●			●
中田 卓也	社外		●		●		●	●		●
上釜 健宏	社外		●	●		●		●		●
田代 祐子	社外		●		●	●		●		●
大橋 敬二	社外(新任)		●	●			●	●		●
廣永 賢二								●	●	
齋藤 順三								●	●	●
伊香賀 正彦	社外		●			●			●	●
米 正剛	社外		●			●			●	●

## (参考) スキルマトリックスの開示例 – Intel社 –

### BOARD MATRIX

Listed below are the skills and experience that we consider important for our director nominees in light of our current business strategy and structure. The directors' biographies note each director's relevant experience, qualifications, and skills relative to this list.

SKILLS & EXPERTISE										
EXPERIENCE	Bhusvi	Bryant	Hundt	Isbrak	Lavizzo-Murphy	Liu	Smith	Swain	Wilson	Yeary
Senior Leadership	●	●	●	●	●		●	●	●	
Global/International		●	●	●		●	●	●	●	●
Industry and IT/Technical	●	●	●			●			●	
Financial Expertise		●					●	●		●
Human Capital	●	●		●	●		●	●	●	●
Operating and Manufacturing		●		●			●			
Sales, Marketing, and Brand Management				●					●	
Emerging Technologies and Business Models	●	●	●	●		●	●		●	●
Business Development and M&A	●		●	●		●	●	●		●
Government, Legal, and Regulatory			●		●					
Public Company Board	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●

# 有価証券報告書の記述情報に関する虚偽記載について

- 開示府令のパブリックコメントにおいて、有価証券報告書の記述情報（「事業等のリスク」）に関して、提出日現在において、一般的に合理的と考えられる範囲で具体的な説明がされていた場合には、提出後に事情が変化したことをもって、虚偽記載の責任を問われるものではないとされている。

「企業内容等の開示に関する内閣府令の一部を改正する内閣府令（案）」  
 に対するパブリックコメントの概要及びコメントに対する金融庁の考え方（2019年1月31日）（抜粋）

No.	コメントの概要	金融庁の考え方
16	<p>「事業等のリスク」について、発行者の提出時の認識に基づき以下のような記載をしたが、結果が以下のように異なった場合、虚偽記載、不完全な記載又は誤解を生じさせる記載があった場合にはならないという理解でよいか。仮に、以下の場合に、虚偽記載、不完全な記載又は誤解を生じさせる記載があった場合に該当し得るといふことだとすると、発行体としては、ある程度は保守的かつ抽象的な記載をしておかざるを得ないと思われる。</p> <p>(1) 当該リスクが顕在化する可能性の程度が低いと記載していたにもかかわらず当該リスクが顕在化した場合</p> <p>(2) 当該リスクが顕在化する時期として記載した時期と、実際に顕在化した時期が異なっていた場合</p> <p>(3) 当該リスクが顕在化した場合に与える影響として記載した影響と、実際に生じた影響が異なっていた場合</p>	<p>事業等のリスクの開示に当たっては、取締役会等において、そのリスクが企業の将来の経営成績等に与える影響の程度や発生の蓋然性に応じて、それぞれのリスクの重要性をどのように判断しているかについて、投資者が理解できるような説明をすることが期待されており、平成31年3月19日に公表した「記述情報の開示に関する原則」においても同様の考え方を示しています。</p> <p>このように、事業等のリスクの記載は、将来の不確実な全ての事象に関する正確な予想の提供を求めるものではなく、提出日現在において、経営者が企業の経営成績等の状況に重要な影響を与える可能性があるとして認識している主要なリスクについて、具体的な説明を求めるものです。事業等のリスクの記載が虚偽記載に該当するかどうかは個別に判断すべきと考えられますが、提出日現在において、経営者が企業の経営成績等の状況に重要な影響を与える可能性があるとして認識している主要なリスクについて、一般的に合理的と考えられる範囲で具体的な説明がされていた場合、提出後に事情が変化したことをもって、虚偽記載の責任を問われるものではないと考えられます。一方、提出日現在において、経営者が企業の経営成績等の状況に重要な影響を与える可能性があるとして認識している主要なリスクについて敢えて記載をしなかった場合、虚偽記載に該当することがあり得ると考えられます。</p>

## (参考) 遡及監査について (1/5)

- 遡及監査に関する指摘や各種ガイドブックの概要は、以下のとおり（詳細は次頁以降）。

### 指摘

「スピノフの場合も上場申請の際に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必要が  
あることから、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、これは、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。」

\* 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。

### 各種ガイドブック

- 東証の新規上場ガイドブック  
→遡及監査は可能とされ、スケジュール等が整理されている。
- 日本公認会計士協会の新規上場のための事前準備ガイドブック  
→会社側の監査受入体制等の環境が整っていれば遡及監査は可能とされ、スケジュールや事前  
準備事項等が整理されている。

なお、これらは、「新興市場等の信頼性回復・活性化策に係る協議会」による提言を踏まえたものだが、  
同協議会で想定されているのは、新興企業の上場であり、スピノフのような既存の上場企業の子会  
社や事業部門の上場に特化した議論はされていない。

## (参考) 遡及監査について (2/5)

- 東証の新規上場ガイドブックにおいて、遡及監査は可能とされ、スケジュール等が整理されている。

- 東証「2019 新規上場ガイドブック（市場第一部・第二部編）」P.40-41において、（注1）として、遡及監査の場合に直前々期について「限定付適正意見」が付されたときであっても申請が可能である旨が記載され、遡及監査の場合の具体的なケースにおけるスケジュールや監査報告書の記載例等が記載されている。
- 会社分割を伴う場合、新設会社の設立前の財務書類については、通常の監査報告書の代わりに、「部門財務情報（プロフォーム）に対する意見表明のための報告書」で足りるとされている。  
（東証有価証券上場規程施行規則別添4、新規上場ガイドブックP.156）

（表）監査意見に関する上場申請要件の概要

		監査報告書
最近2年間	最初の1年間	無限定適正意見 又は 限定付適正意見（注1）（注2）
	最近の1年間	無限定適正意見（注3）（注4）
	直前期	無限定適正意見

（注1）例えば、直前々期の期首後に監査契約を締結して監査を実施したために、期首残高の妥当性の検証が困難であることや、必要な監査時間が確保できないことなどにより、直前々期の監査報告書に「限定付適正意見」が付された場合であっても、申請が可能です。

（例）直前々期の監査報告書に「限定付適正意見」が付されて上場したケース



・ 監査契約は20X1年12月に締結しています。

・ 直前々期（20X2年3月期）の監査報告書には「限定付適正意見（※）」、直前期（20X3年3月期）の監査報告書には「無限定適正意見」が付されています。

（※）監査報告書の記載

当監査法人は、決算日後の20X1年12月××日に監査契約を締結したため、会社の20X1年3月31日現在に棚卸資産〇〇〇百万円に関する実地棚卸に立会うことができなかった。

当監査法人は、上記の財務諸表が、上記事項の財務諸表に与える影響を除き、我が国において一般に公正妥当と認められる企業会計の基準に準拠して、株式会社〇〇の20X2年3月31日現在の財政状況並びに同日をもって終了する事業年度の経営成績及びキャッシュ・フローの状況をすべての重要な点において適正に表示しているものと認める。

## (参考) 遡及監査について (3/5)

- 日本公認会計士協会の新規上場のための事前準備ガイドブックにおいて、会社側の監査受入体制等の環境が整っていれば遡及監査は可能とされ、スケジュールや事前準備事項等が整理されている。

- 日本公認会計士協会「新規上場のための事前準備ガイドブック」においては、会社側の監査受入体制等の環境が整っていれば、遡及監査が可能であるとされている。
- 同ガイドブックにおいては、他にも、標準的なスケジュールや事前準備事項等が整理されている。

### 1 直前々期 期首経過後の監査契約締結の可否

監査対象期間に入ってから監査契約の締結であっても、既述した監査受入体制などの環境が整っていれば実施可能です。一方、監査受入体制が整っておらず、監査の実施が困難と判断される場合などは、監査契約の締結が難しくなる場合があります。



## (参考) 遡及監査について (4/5)

- これらの東証の新規上場ガイドブックや日本公認会計士協会のガイドブックの記載については、「新興市場等の信頼性回復・活性化策に係る協議会」（座長：神田秀樹先生、事務局：日本証券業協会）による提言を踏まえたものである。同協議会の概要は以下のとおり。

### 新興市場等の信頼性回復・活性化策に係る協議会

- 金融庁「金融資本市場及び金融産業の活性化等のためのアクションプラン」\*（2010年12月24日）で掲げられた新興市場等の信頼性回復・活性化策について検討を行うため、2011年2月9日に設置。  
\*「新成長戦略～『元気な日本』復活のシナリオ～」(2010年6月18日)を受けて策定。
- 同協議会の下に、その具体化に向けた検討を進めるため、部会が設置され、遡及監査については第2部会のテーマの1つとされた。
- 遡及監査については、東証からも環境整備の要請がなされた。
- 同協議会で示された「今後の取組」や「進捗状況」は、「新興市場等の信頼性回復・活性化に向けた工程表」にまとめられた（次頁参照）。
- なお、同協議会で想定されているのは、新興企業の上場であり、スピンオフのような既存の上場企業の子会社・事業部門の上場に特化した議論はされていない。

## (参考) 遡及監査について (5/5)

- 「新興市場等の信頼性回復・活性化に向けた工程表」において、遡及監査に関して示された「今後の取組」と「進捗状況」は、以下のとおり。

金融庁「アクションプラン」(注1)	今後の取組	進捗状況
<p>・ 日本公認会計士協会、日本証券業協会及び取引所の間で、例えば監査法人等との間でアドバイザー契約を一定期間締結した実績がある等、一定水準の体制が整っていると認められる企業に対していわゆる遡及監査を行うことについての考え方を確認する。併せて、上場準備段階には至っていない企業に対して当該考え方の周知を行う。</p>	<p>・ 上場準備会社の初年度監査の「遡及的監査」に関して、次の環境整備に取組む。</p> <p>① 「遡及的監査」では、監査範囲の制約により「無限定適正意見」以外の意見が付される可能性があることから、上場準備会社において、事前に社内管理体制の整備が進められるよう、会計士協会・監査法人において、平成24年3月までを目途に、上場に向けた必要な準備事項(監査スケジュールの概要を含めた参考モデル)等を整理する。合わせて、会計士協会・監査法人、取引所及び証券会社等において、その周知を行う。</p>	<p>(日本公認会計士協会)</p> <p>・ 平成23年10月より、監査・保証実務委員会にて検討を開始し、検討の成果を、同24年4月に、「新規上場のための事前準備ガイドブック(ガイドブック)」として取りまとめ、公表した。ガイドブックは、ホームページ上にPDFファイルを掲載したほか、製本化も行い、当該冊子は無料で配布している。今後、関係者の協力を得て、会計・監査ジャーナルに掲載する座談会の記事や研修会等により周知を図る予定。</p> <p>(東京証券取引所)</p> <p>・ 平成24年4月13日に日本公認会計士協会から発刊された「新規上場準備のための事前準備ガイドブック」について、4月13日に東証ホームページで、4月17日に東証マザーズポータルサイトでそれぞれ周知を図ったほか、IPO関係者向けメールマガジン「IPOセンターメールマガジン」においても4月17日に紹介した。また、上場検討会社に対しては会社訪問などの営業の現場において冊子の配布を行っている。</p> <p>(省略)</p>
	<p>② 現状、直前々期が「限定付適正意見」での上場が非常に少なく、「無限定適正意見」でないと上場承認が得にくいといった誤解が多いと考えられることから、取引所において、平成23年12月までを目途に、直前々期の「限定付適正意見」が許容可能であることの周知を図る。</p> <p>③ 直前々期の意見不表明の可否については、遡及的監査の実施状況を踏まえつつ、いかにして投資者保護上の問題等を解決できるかについて、引き続き、金融庁及び市場関係者において意見交換を行う。</p>	<p>(東京証券取引所)</p> <p>・ 平成23年12月26日、本則市場(市場第一部、第二部)及びマザーズ向けに、「新規上場の手引き」及び「マザーズ上場の手引き」を改訂して、直前々期の「限定付適正意見」が許容可能であることの周知を図った。あわせて、上場準備会社向けのセミナー等で当該内容の周知を行っている。</p>

(省略)

## **4 事務局ヒアリング**

**(事業の切出しの実行段階における実務上の工夫)**

# 事業再編を行う際の取組・工夫（1/9）

## 1. 従業員とのコミュニケーションにおける工夫

- 事実とは異なる噂が流れていたことや情報管理が難しい等の理由から、売却先と意向確認書を締結した時点でリリースを発出した。また、このタイミングで、社長から全社員に対してメッセージを発出し、当該経営判断の理由や経緯等の説明をおこなった。この際、他にも不採算事業があったことから、なぜその事業はグループに残ったままなのかという反応が予想されたので、当該事業の構造改革についても丁寧に説明した。（企業）
- 日本企業では、通常売却決定前の段階では、売却対象の事業部門のマネジメントには情報を出すものの、それより下の従業員には情報を出さない。ある欧米企業では、売却決定前の段階で事業部長や製造部長等の従業員まで話を落とし、バリュークリエーションの検討・議論に参加させモチベーションを高めるようにしていた。（コンサル）
- 従業員との調整は、対象の事業部門の幹部がキーパーソンになる。幹部を納得させて、彼らから従業員に対してしっかり説明してもらうのが基本。（企業）
- これまでに、従業員との調整の問題がネックとなり、売却を断念したケースはないが、その問題があつて事業売却を躊躇しているケースはある。（企業）
- 従業員への説明のポイントとして、従業員としては自分の仕事が今後どうなるのかという点が気になる。切り出した先で事業が拡大するのか、縮小するのかという点に従業員は敏感である。その点を説明し、納得してもらう必要がある。その納得感がない場合、どれだけ良い条件であっても受け入れてもらえない。（企業）

# 事業再編を行う際の取組・工夫（2/9）

## 1. 従業員とのコミュニケーションにおける工夫

- 統合の相手が事業会社かファンドかという部分で異なってくるし、自社が他の会社からの事業を受ける場合でも異なってくる。案件に応じて最適な解決策を探している。ファンドに切り出す場合には従業員は嫌がる（イメージ先行）というケースもある。従業員に対しては、「どのような成長の絵を描くか」という将来像を常に丁寧に説明する必要がある。（企業）
- 従業員の説得の際に外部のコンサルを活用することは基本的にはない。一方、親会社トップマネジメントで方向性が決定された後、例えばなぜかような方向性がベターなのか、どういった相手先がベストか、といった議論には対象会社のマネジメントも巻き込む。対象会社マネジメント層が納得していないと、結局はその気持ちが確実に従業員に伝播していく。よって、最初に対象会社のマネジメントを巻き込み、彼らの口から売却の意義を説明してもらえるようになる必要がある。（企業）

# 事業再編を行う際の取組・工夫（3/9）

## 2. 従業員の同意の取得

- 従業員との関係では、「〇〇に入社したので、〇〇で最後までこの事業をやりたい」、「売却先には行きたくない」という声も出てくることもあるが、労働組合に対応してもらう場合もある。労働組合の協力を得るうえで、労働組合の理解が得られていることは重要。いずれにせよ、個人のいわゆる「ごね得」になることは避けなくてはならない。（企業）
- 法律上個別の同意が必要ない場合であっても、転籍対象社員の理解を得ることは、事業売却を成功させる重要な要素になるので、個別に面談を行い、施策の理解を深めていただく機会を確保している。法律上同意が必要となる場合、同意しない社員については配置転換を行うことになるが、この場合には、個人の特性を見ながら適切な部署への配置を検討する。同意しない社員を暫定的に出向させる選択肢もあるが、それをやってしまうと同意した社員からの不平・不満が生じ混乱を招くため原則的にはそのような対応は行わないことにしている。（企業）
- 従業員の同意が得られない場合には、様々な方法で説得する。例えば、管理職が説得するよりも、現場レベルで日々の接点があるリーダー的な存在の人物が説得をすることで納得してもらえるとする場合も多い。このような観点からも、「管理職⇒現場リーダー⇒従業員」の順番で、できる限りカスケードダウンして情報を伝え、誠実にコミュニケーションする努力が重要。管理職やリーダー的な存在の人物が納得していないとその流れは組織全体に確実に伝播する。ただし、役職の上下で労働条件などの伝える内容を変えることはしない。特定の人物や役職のみを優遇すると、その情報が社員内で伝わり、かえって合意がまとまらなくなる。（企業）
- 従前は、労働組合との関係で、会社分割や株式譲渡のように法律上は必ずしも従業員の個別同意が不要な場合であっても、個別同意を取るという不文律があったが、直近の事業売却案件では、個別同意を取らずに行うこととした。（企業）

# 事業再編を行う際の取組・工夫（4/9）

## 3. 労働組合との関係

- 事業売却は、相手方が存在することからも、機密性が高いプロセスになるが、労働組合との調整も平行して進めている。相手方も含めある程度、事業売却計画の概要が固まってから、非公式に労働組合の幹部には情報を提供し、内諾を得るまでは、2～3か月程度必要であり、対外公表は労働組合の内諾を得た後となる。（企業）
- 事業売却は、売却により当該事業の成長を描けるディールであることが重要。労働組合に対しては、当社では十分な投資が難しいが、事業売却に伴う売却先での成長投資を含めた事業計画など、できる限り具体的に説明を行う。この点を労働組合に理解してもらい、共通認識が醸成できれば、事業売却にあたって労働組合の協力が得られやすくなる。（企業）
- これまで様々な事業再編を対応してきたため、事業再編に際しての労働組合との協議のパターン化・標準化が進んでいる。社員や労働組合の関係は難しい部分もあるが、経験値が積み上がっていき、労働組合との調整もベースが共有できているため、スピードや質が向上している。具体的には、労働組合との関係で、労使協議の手順、スケジュール、何を協議、どれくらいの期間をかけるかなどの前提が共有できているため、案件の発生以降、スキーム別にどのような課題が発生しうるか、どういうオプションがあるか等についても共有しているので円滑に協議できている。（企業）

# 事業再編を行う際の取組・工夫（5/9）

## 4. 労働条件などへの配慮

- 事業売却に関しては、原則として売却後も当社における賃金水準が一定程度維持されるように配慮している。従業員の異動の仕方（労働契約上の取扱い）もケースバイケースではあるが、原則、労働組合員は、出向、非組合員の場合には売却先への移籍、となる。事業の売却先を探す際、従業員の処遇面によって売却先が選定されることは無い。（企業）
- 売却先の賃金水準の方が低いケースが多いため、その場合は、差額分を補填する形となる。売却先へ転籍の場合には、その時点で従業員には一定の年齢まで当社で勤務を継続した場合との賃金の差額分の補填を行う。旅費等の手当関係は、売却先企業のルールに基づいて支給されることになるが、この賃金水準の維持の担保がないと、労働組合の了解は得られない。（企業）
- 事業再編に関しては、基本的には従業員には転籍してもらう。従業員の出向については、問題を先延しにしているだけであり、一部の従業員に出向を認めると、多くの人が出向を選択しかねない。このため、仮に出向という形を取るのであっても、一定期間以降は転籍するという条件を付けて全員を出向とさせる。給与が低下する場合には給与補填を行う。補償期間は基本的には3年である。（企業）
- 複数の買い手候補がいる事業売却のケースにおいて、買収者を選ぶ際、従業員を引き取ってくれ、その従業員を大事にしてくれるか、その事業に熱意をもっているかどうか等を重視した。技術という意味では他の企業がよいのではないかという議論もあったが、従業員や事業への熱意等の観点から別の企業に売却することを決めた。このケースでは従業員全員を受け入れてもらった。一般的に、従業員の給与が低下する場合、一定期間の給与の補填等を行うことが多い。（企業）

# 事業再編を行う際の取組・工夫（6/9）

## 5. 従業員との関係（その他）

（売却先選定に当たっての考慮）

- 売却先を探す際には、従業員のことを非常に重視している。価値観が一致していることが前提で、従業員を幸せにしてくれるかどうかをみている。（企業）
- 価格面だけではなく、従業員の処遇などの諸条件から総合的に判断する。（企業）

（従業員の承継）

- 日本企業では、事業売却に際して、売却対象の事業部門にいる優秀な従業員を本社に戻してしまうことがあるが、これでは、売却価格も下がってしまうし、また、買い手側としては対象会社の企業価値が担保されない。事業を高い価格で売却するには売却後の成功・成長を重視すべきであり、売却の際に優秀な人を付けて、その人にはそれなりのインセンティブ報酬を与えつつ事業売却のプロセスで対応してもらおうとともに、事業に付いて行ってもらうことが重要。就社意識が強い日本企業では、事業切り出しと共にキーパーソンが他社へ転籍してしまうことに、売り手企業と当該キーパーソン共に抵抗感が今だに根強い。（コンサル）
- 買い手が事業に価値を見出しているような場合、その価値は従業員が創出するので、従業員にその事業に継続して従事してもらうことに価値があるので、お互いにとってメリットのある取引となる。（企業）

（事業撤退の場合）

- （事業売却の場合は、当該事業部門の人員は売却先への異動となるのに対し、）事業から撤退する場合、基本的には、社内で他の事業に移ってもらうことになり、ここは出す側と受ける側のニーズのマッチングが重要ではあるが、そこで勤務していた従業員の技能を、どのように別の部署における技能に変えていくかという点は非常に難しい。よって、出向という形で、他でスキルを身に付けてもらう場合もある。（企業）

# 事業再編を行う際の取組・工夫（7/9）

## 6. ブランド・知的財産の承継など

- 事業売却を進めやすくする観点から、事業売却後に一切資本関係がなくなっても、ブランドの使用を認めることを可能とするルールを社内で整備した。（企業）
- 事業をファンドに売却した際、会社とブランドとの結びつきが強かったため、ブランドは売却せずにライセンス契約を結んだ。売却してから数年後、事業の収益等がしっかりした段階で、ブランドの買収の申し出があり、競業避止等、ある程度の条件をつけて売却した。ブランド以外でも特許を事業とともに移したり、そのまま自由に使用させたりということもある。（企業）

## 7. 事業ごとのBSの整備

- （事業部門ごとに）BSも合わせて管理しないと、事業の組み換えに意識が向かない。PLだけを重視するのでは利益を出せば許してもらえるとということにもなりかねない。（企業）
- PLだけでは投資家に対する説明が不十分という理解。各ビジネスユニットごとにBSを管理して、BSを意識した経営を行ってもらえなければ真のグローバル企業にはなれないという危機感があるので、ここまでできていると思う。（企業）
- 元々、事業別のB/Sは作成していなかったが、構造改革を実行する中で、事業別のB/Sを整備した。資本効率性をはかる以外にも、事業部門の責任を明確化することにも資する。B/Sを整備する上では、ある程度割切って作ることが必要。他方、B/Sの右側の負債とエクイティの割り付けまではできていない。（企業）

# 事業再編を行う際の取組・工夫（8/9）

## 8. ステークホルダーへの情報発信

- 規模の大きい事業を売却する際、売却の公表と同時または前後数日の間に多数のステークホルダーとの調整や様々な対応が必要になる。例えば、法定開示資料の提出、当該事業の社員向け会合、マネージャー会議、海外メンバー向けのタウンホール、関係省庁や地方行政への説明、メディア会見、アナリスト・投資家向け説明会、ハローワークや労働基準監督署等との調整等、予め詳細なプランを準備し実施した。（企業）

## 9. その他

- 全社的な構造改革の中、ある不採算事業の撤退を決定するとともに、プランB的に外部アドバイザーも使いながら売却先を探していた。プランBがある程度固まったところで、当該事業部門のヘッドに相談し、コミットをお願いした。その後正式に売却することとなったが、おおよそ3-4ヵ月程度で撤退の意思決定から売却先と意向確認書の締結までを行った。（企業）
- 日本企業がセルサイドの場合、これまではデューデリジェンス（DD）をあまり行わない傾向にあったが、欧米企業では、その事業をより高く売却するため、また取引・交渉を円滑に進めるために、多くのケースでセルサイドでもDDを行っている。これはベンダーDDと呼ばれており、特に英国ではベンダーDDの取り扱いにつき業界内の取り決めがあり、情報の非対称性を解消し、取引を円滑・効率化することに大きく貢献している。（コンサル）
- 欧米企業では、ディールプロセスの初期段階から、相手方との交渉の中で、ヒト、IT、資産等の売却対象の範囲設定をしっかりと行っている。また、必要に応じて、TSA（Transition Service Agreement）を結んで、売却後も対象事業が滞りなく運営できる様、一定期間売主に一部機能の業務委託をすることが一般的。（コンサル）

# 事業再編を行う際の取組・工夫（9/9）

## 9. その他

- 欧米企業では、各社で、（事業売却をする際の対応等について定めた）「事業売却ガイドライン」を作成しているが、日本企業では、買収する際の「M&Aガイドライン」は作成していても、「事業売却ガイドライン」を作成していることはあまりない。特に利益が出ていても自社がベストオーナーではない場合やノンコア事業である場合について「事業売却ガイドライン」を持つ事が望ましい。（コンサル）
- 事業会社なので、事業の置かれた状況、マーケットの状況、事業の望ましい成長の在り方を踏まえ、事業を起点にして考えている。例えば、事業の切出しの場合は、違うパートナーと組むことで当該事業がより成長できるよう必要な条件交渉を行う。（企業）
- 経営企画が中心となり、3年ごとに経営計画の策定のタイミングでPFの見直しをする。大きな投資戦略や計画の方向性は検討しているが、相手がいるので、意図したタイミングで実施できるわけではない。（企業）

## 5 アンケート調査結果

# 2019年度企業・社外取締役アンケート調査の概要（確定ベース）

## 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・社外取締役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・社外取締役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（企業向け）。

## 調査の概要

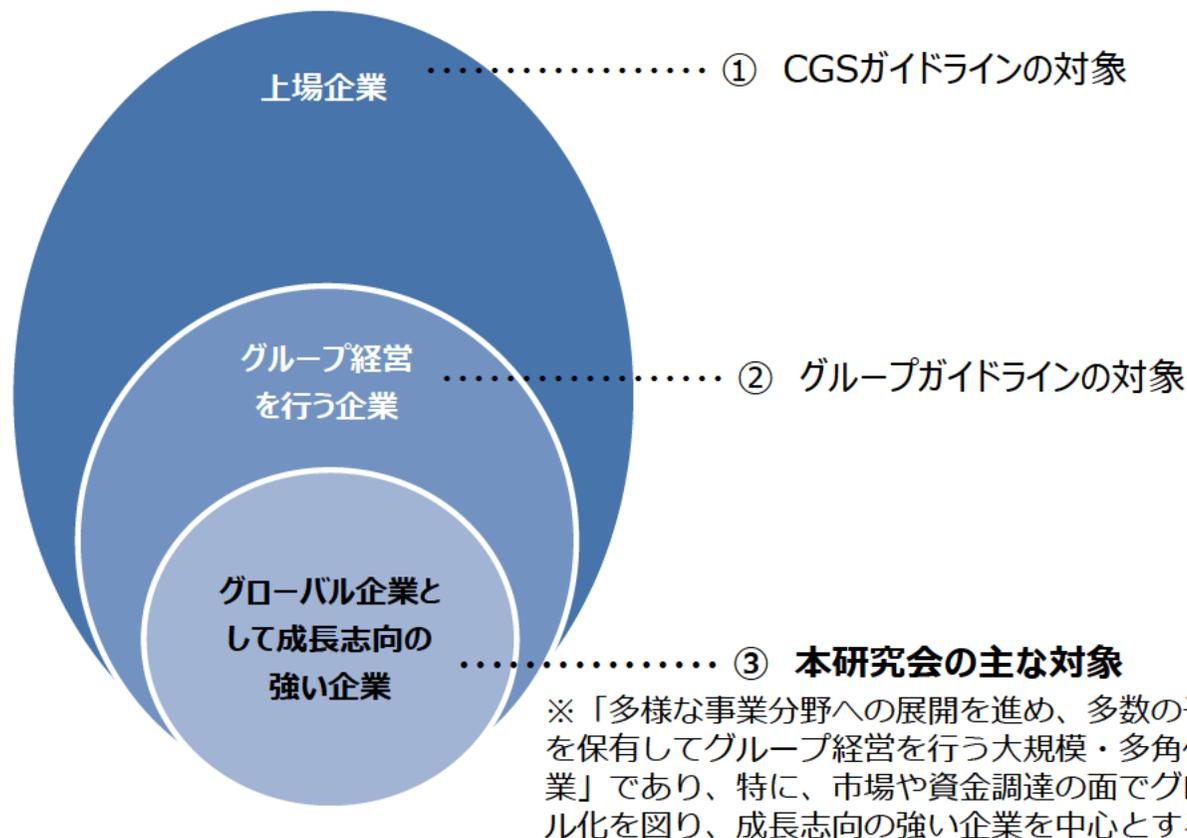
2019年度 コーポレートガバナンスに関するアンケート調査		
	企業向け	社外取締役向け
調査対象	東証一部・二部上場企業 (2,633社)	東証一部・二部上場企業の全社外取締役 (延べ7,062人)
調査期間	2019年11月25日～2020年1月31日	
実施方法	郵送又はメールで回答	
回答数	868社（回答率33.0%）	1,350件（回答率19.1%）
委託先	PwCあらた有限責任監査法人	

# 企業アンケート調査の分析対象について

- 企業アンケート調査の結果について、以下の頁では、本研究会の主な対象（下記の③）に近似する企業群として「JPX400企業のうち複数セグメントを保有する企業」（以下「対象企業」と東証1部・2部の全上場企業（以下「全社」）のそれぞれの集計結果を並列している。

本研究会の主たる対象企業

アンケート結果の集計対象



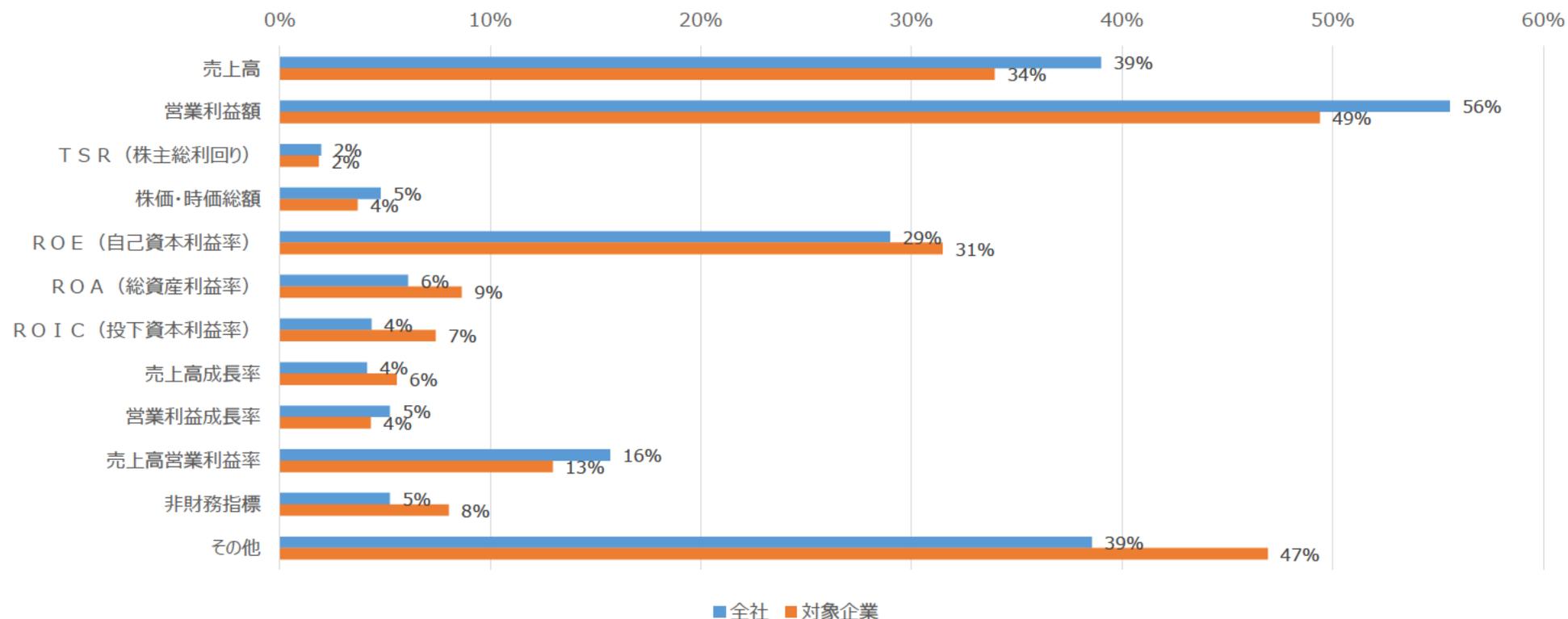
「全社」  
(東証1部・2部の全上場企業)

「対象企業」  
(JPX400×複数セグメント)

## 【企業アンケート】経営者の評価指標

- 経営者の評価指標については、全体としては、対象企業においても全社とほぼ同様に、売上高や営業利益額といった企業規模に連動するような指標を重視する傾向が見られた。
- 対象企業では、ROEを31%（全社は29%）、ROAを9%（全社は6%）、ROICを7%（全社は4%）が選択しており、全社に比べれば、資本効率を意識した指標をやや重視する傾向が見られた。

問13. 指名委員会（※任意の委員会を含む）において、社長・CEOの業績評価を行う際に重視している指標は何ですか。（主なものを3つまで選択。「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）



## 【企業アンケート】事業セグメントの評価指標

- 事業セグメントの評価において重視している指標については、対象企業と全社との間に大きな差異はなく、「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ており、資本効率性に関する指標を重視する企業は少数にとどまっている。

問48-2. 各事業部門/セグメントの評価にあたり、重視している各事業部門/セグメント別の指標について、優先順位をお答えください。(それぞれ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)

	1番重視している		2番目に重視している		3番目に重視している	
	全社	対象企業	全社	対象企業	全社	対象企業
売上の絶対額	2位 (24%)	2位 (17%)	3位 (26%)	3位 (17%)	2位 (19%)	2位 (16%)
営業利益/売上総利益(粗利)の絶対額	1位 (49%)	1位 (50%)	2位 (26%)	2位 (20%)	8%	5%
営業利益率/売上総利益率	3位 (13%)	3位 (12%)	1位 (27%)	1位 (30%)	1位 (31%)	1位 (23%)
資産額	0%	1%	1%	0%	3%	0%
ROA(総資産利益率)	2%	2%	2%	3%	4%	6%
ROE(自己資本利益率)	2%	3%	3%	3%	3位 (8%)	10%
ROIC(投下資本利益率)	1%	2%	3%	6%	5%	3位 (12%)
キャッシュフロー	1%	2%	5%	6%	7%	8%
投資回収期間	0%	0%	1%	1%	4%	3%
EVA(経済的付加価値)	1%	1%	0%	1%	1%	2%
NPV(正味現在価値)	0%	1%	0%	1%	1%	0%
IRR(内部収益率)	0%	1%	0%	1%	1%	4%
重視している指標はない	1%	0%	2%	1%	4%	3%
その他	5%	9%	5%	9%	5%	8%

## 【企業アンケート】事業撤退・売却を行う際の課題（1/2）

- 事業撤退・売却を行う際の課題として、対象企業と全社との間に差異が見られたのは以下の項目であった（アンケート結果は次頁参照）。

### 【対象企業＞全社】（全社と比較して課題と感じている割合が高い項目）

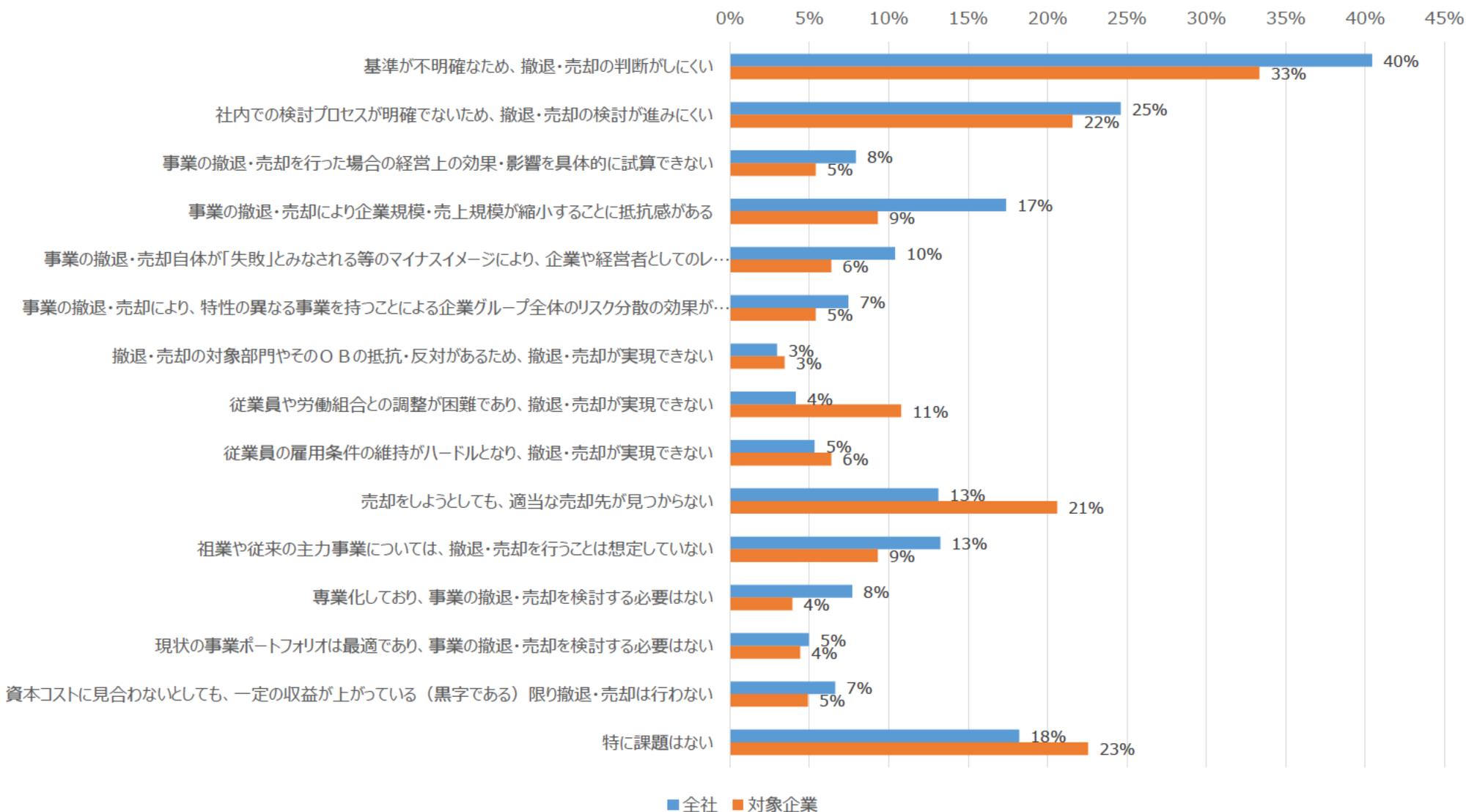
- 「従業員や労働組合との調整が困難であり、撤退・売却が実現できない」と回答した対象企業は11%であり、全社（4%）と比較して多い。
- 「売却をしようとしても、適当な売却先が見つからない」と回答した対象企業は21%であり、全社（13%）と比較して多い。

### 【対象企業＜全社】（全社と比較して課題と感じている割合が低い項目）

- 「事業の撤退・売却により企業規模・売上規模が縮小することに抵抗感がある」と回答した対象企業は9%であり、全社（17%）と比較して半分程度にとどまる。
- 「基準が不明確なため、撤退・売却の判断がしにくい」と回答した対象企業は33%であり、全社（40%）と比較して少ない。

## 【企業アンケート】事業撤退・売却を行う際の課題（2/2）

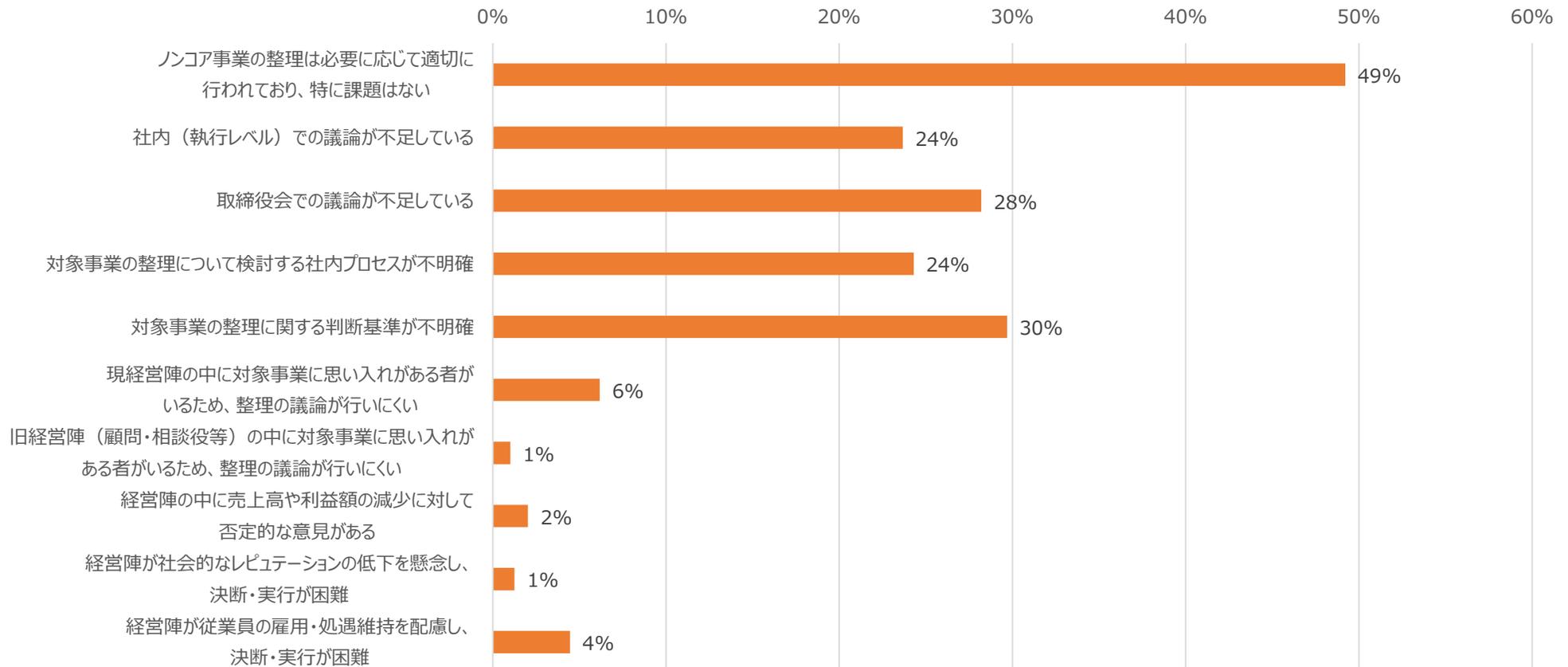
問50. 事業の撤退・売却を行う上で、課題となる事項をお答えください。（複数選択可。「その他」の場合は、下記コメント欄に具体的に記入してください）



## 【社外取締役アンケート】ノンコア事業の整理に関する課題認識

- ノンコアの事業の整理について「特に課題はない」とする社外取締役は全体の半数にとどまり、残りの半数は、ノンコア事業の整理について、「社内（執行レベル）での議論が不足」「取締役会での議論が不足」、「社内プロセスが不明確」、「判断基準が不明確」等、何らかの課題があると認識。

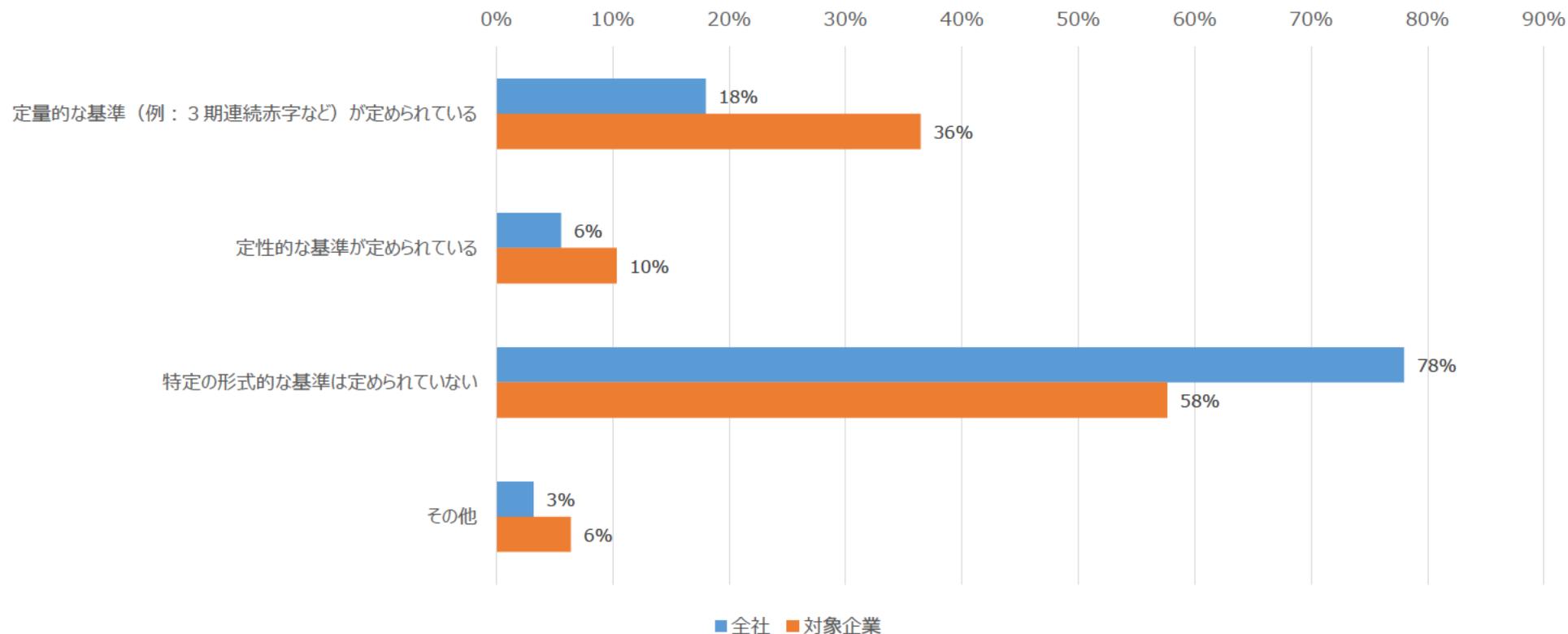
（社外取締役向け）問 26. 当該企業においてノンコア事業の整理（売却・スピンオフ・撤退・縮小等）が十分行われていると思いますか。貴方の課題認識をお答えください。（複数選択可）



## 【企業アンケート】事業撤退・売却のための基準

- 事業撤退・売却のための基準については、「定量的な基準が定められている」対象企業は36%と全社（18%）よりは多いものの、対象企業においても2 / 3は基準が未整備であることが確認された。

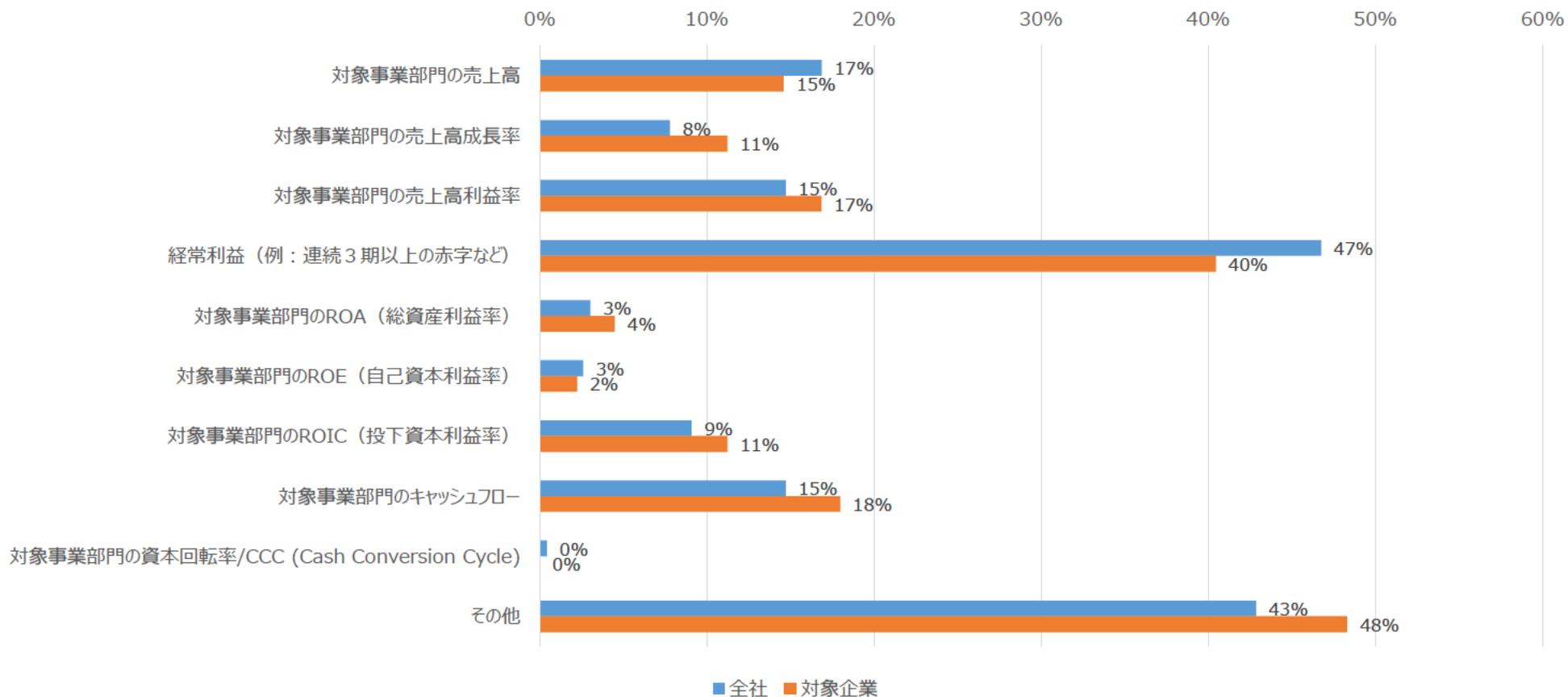
問 5 1. 事業の撤退・売却について、検討の俎上に載せるための基準をお答えください。（複数選択可。「その他」の場合は、下記コメント欄に具体的に記入してください）



## 【企業アンケート】事業撤退・売却のための定量基準

- 事業撤退・売却のための定量基準について、全体の傾向としては対象企業と全社との間に大きな差異はなく、対象企業においても経常利益を指標としている企業が4割と最多であった。

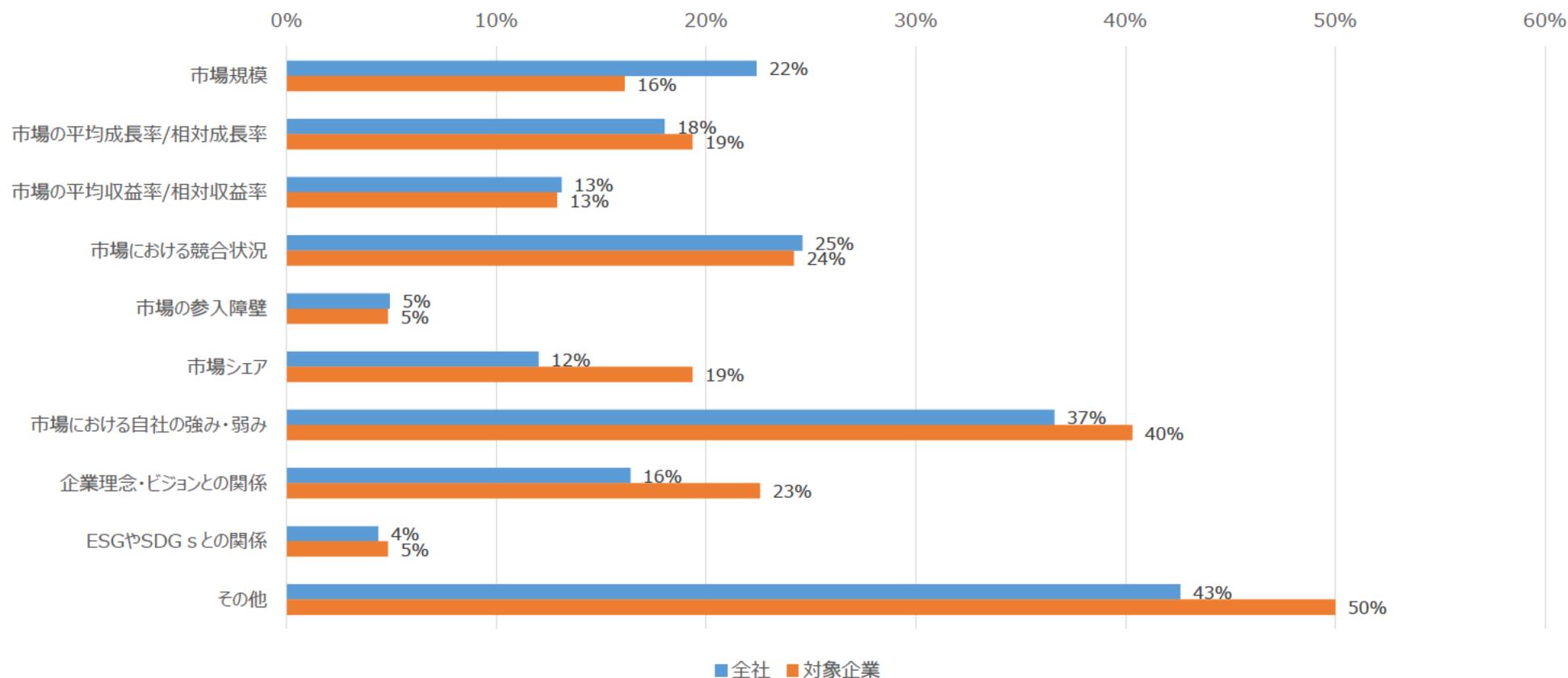
問5 2. 事業の撤退・売却について、定量的な基準を定めている場合、採用している指標についてお答えください。（複数選択可。「その他」の場合は、下記コメント欄に具体的に記入してください）



## 【企業アンケート】事業撤退・売却のための定性基準

- 事業撤退・売却のための定性基準について、対象企業では「市場における自社の強み・弱み」、「市場における競合状況」、「企業理念・ビジョンとの関係」を採用する企業が多かった。

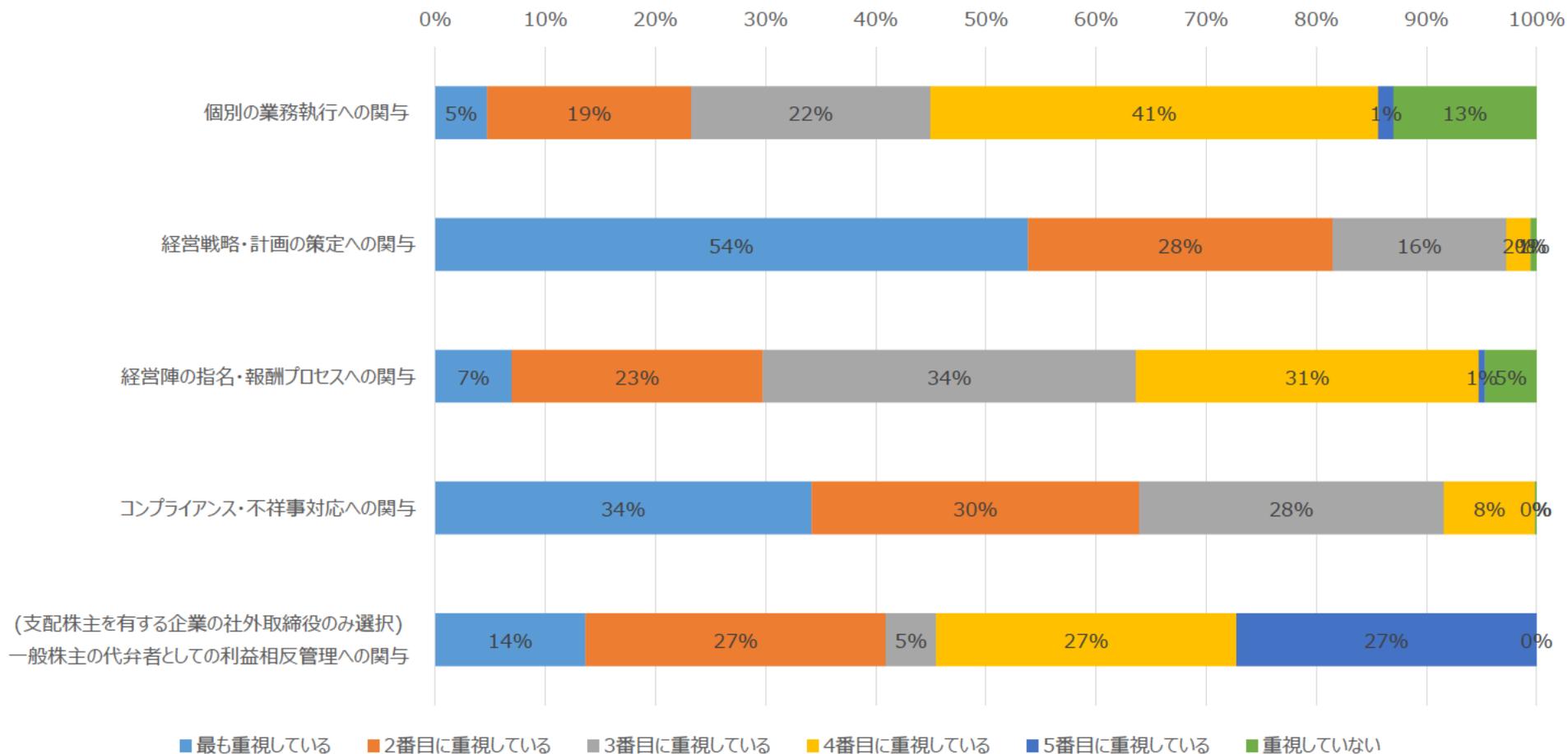
問53. 事業の撤退・売却について、定性的な基準を定めている場合、採用している指標についてお答えください。（複数選択可。「その他」の場合は、下記コメント欄に具体的に記入してください）



# 【社外取締役アンケート】社外取締役が重視している役割

- 社外取締役は「経営戦略・計画の策定への関与」(54%)を最も重視する傾向が見られた。

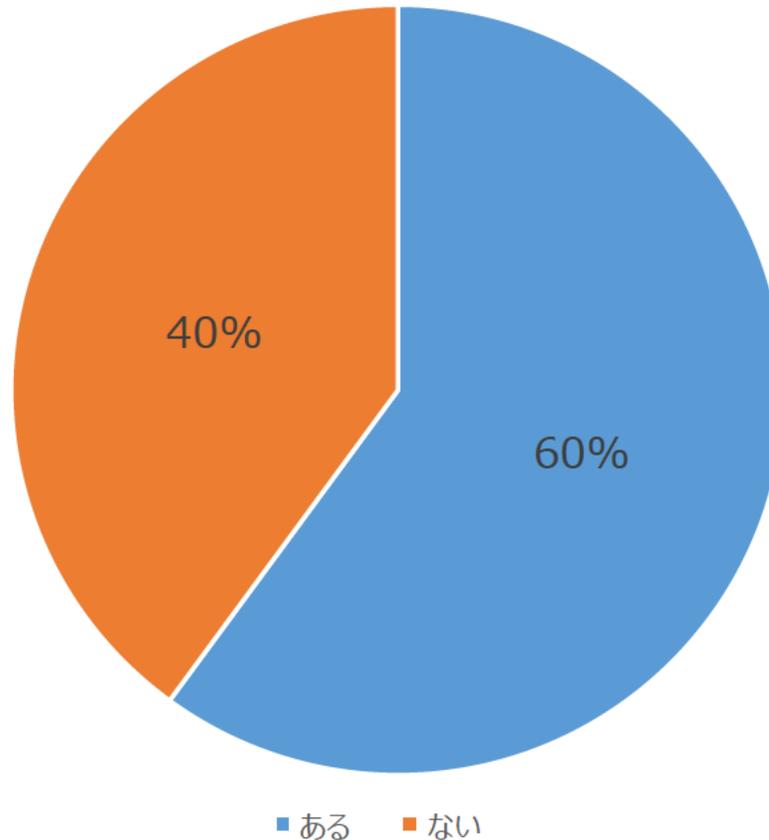
(社外取締役向け) 問 1 2. 当該企業において社外取締役として活動する上で、貴方が重視している役割をお選びください。(重視している順に、それぞれ1つずつ選択)



## 【社外取締役アンケート】取締役会への関与状況

- 社外取締役の発言や質問により、決議案兼が再検討・修正されたことがあるとする回答が全体の60%を占めており、取締役会における社外取締役の発言・質問が取締役会における議論に相当程度影響力を持っていることが確認された。

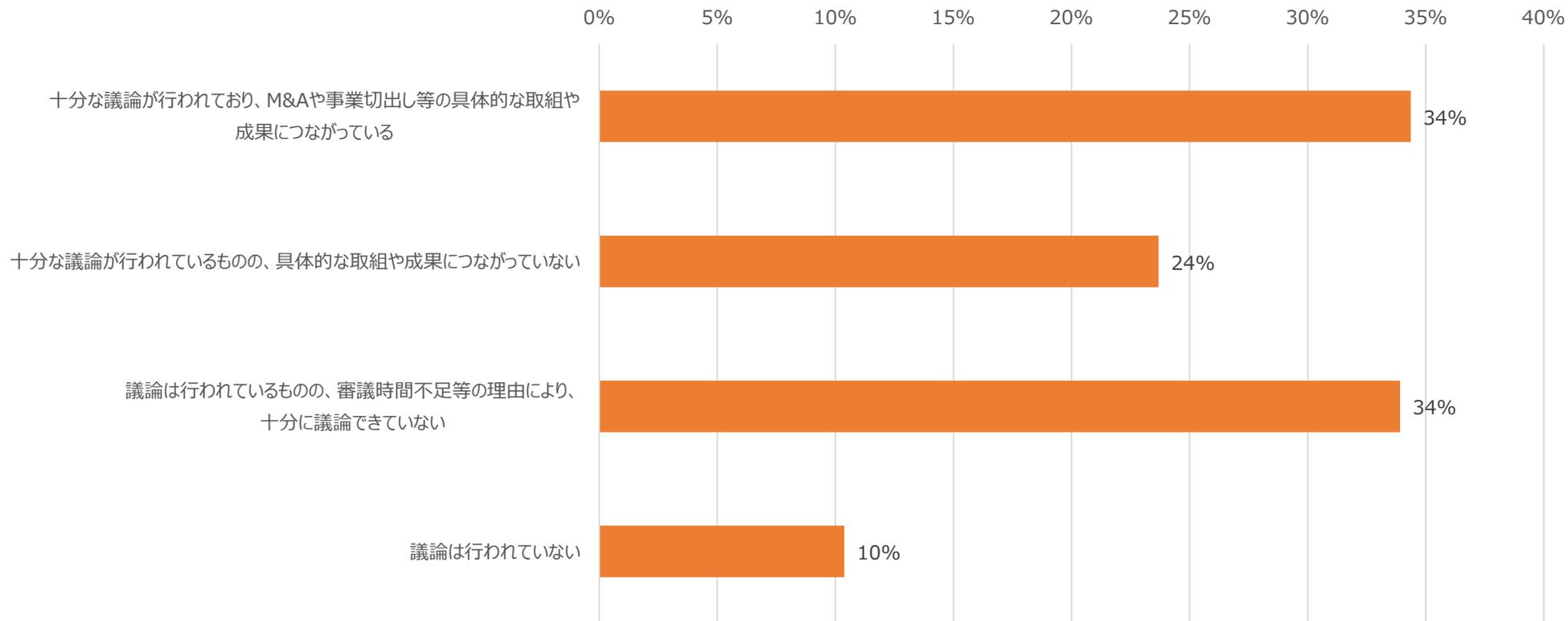
(社外取締役向け) 問23. 当該企業の取締役会において、社外取締役の発言や質問により、決議案件が再検討・修正されたことがありますか。(1つ選択)



## 【社外取締役アンケート】事業ポートフォリオの検討状況

- 社外取締役は、取締役会における事業ポートフォリオに関する議論について、「具体的な取組や成果につながっていない」（24%）、「十分な議論ができていない」（34%）、「議論が行われていない」（10%）等、約2/3がなんらかの問題意識を有している。

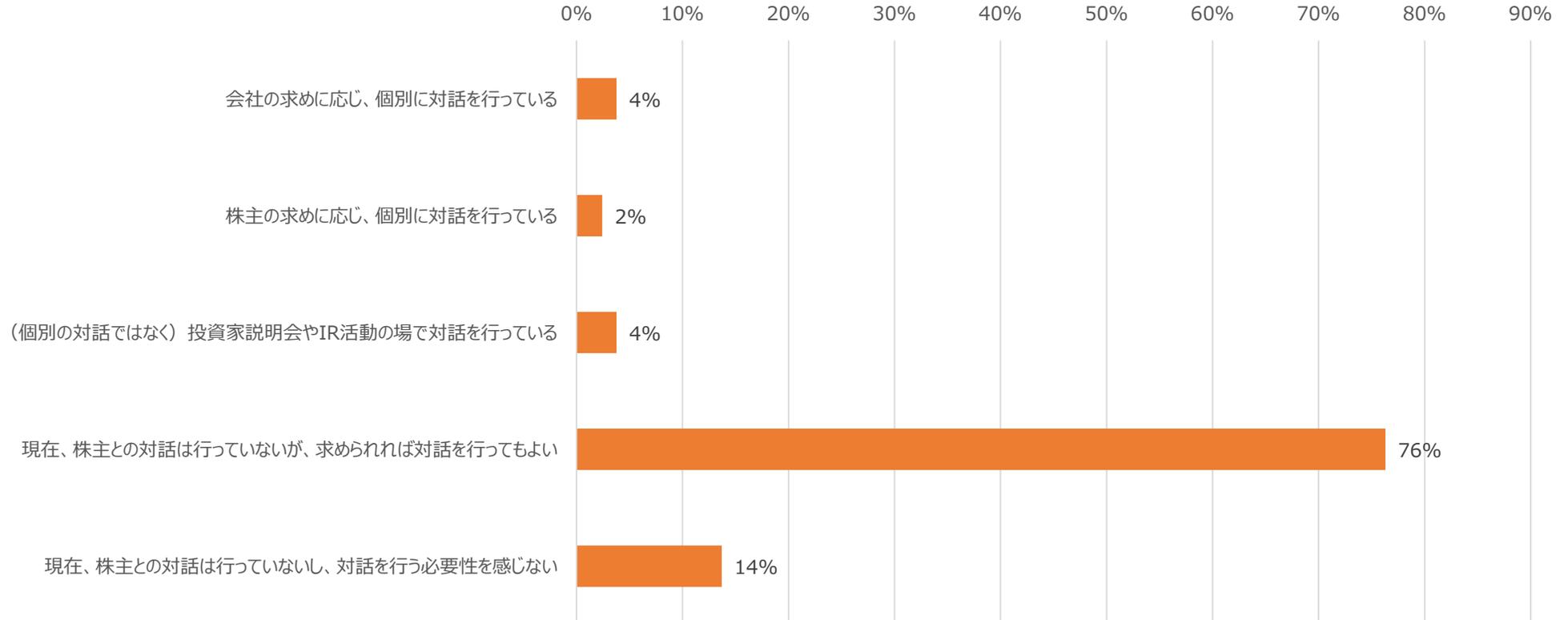
（社外取締役向け）問25. 当該企業の取締役会では、事業ポートフォリオについて、経営理念、事業戦略、資本コスト等との関係に基づいて、現状分析や見直しのための議論が十分に行われていますか。貴方の認識をお答えください。（複数選択可）



## 【社外取締役アンケート】社外取締役と投資家との対話

- 社外取締役と株主・機関投資家との対話について、社外取締役側では、「対話を行う必要性を感じない」との回答は14%にとどまり、大半は積極的であることが確認された。

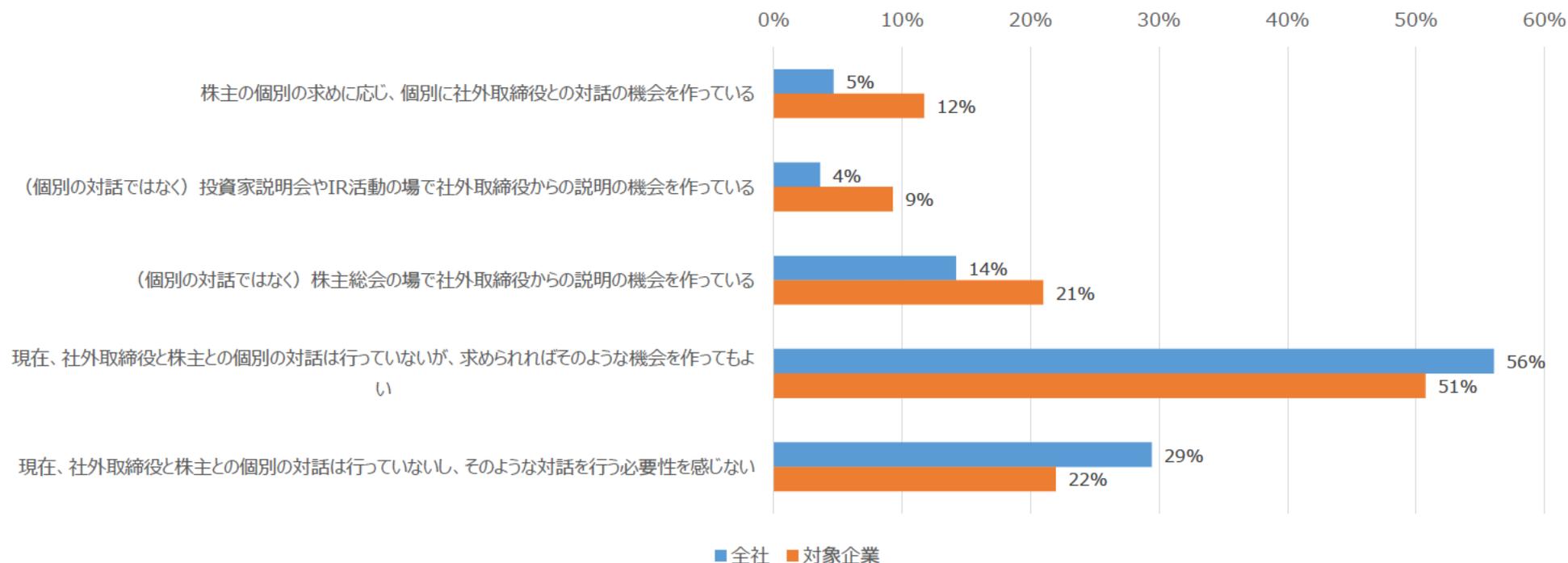
(社外取締役向け) 問 3 2. 当該企業において、貴方は社外取締役として株主・機関投資家との対話を行っているか。



## 【企業アンケート】社外取締役と投資家との対話

- 社外取締役と投資家との対話については、対象企業は全社と比較して全般的にやや積極的な姿勢が見られた。
- 具体的には、対象企業の12%が「個別に社外取締役との対話の機会を作っている」（全社は5%）、9%が「投資家説明会やIR活動の場で社外取締役から説明の機会を作っている」（全社は4%）、21%が「株主総会の場で社外取締役から説明の機会を作っている」（全社は14%）と回答している。

問 2 7. 社外取締役と株主・機関投資家との対話（エンゲージメント）について、最も当てはまる選択肢をお答えください。（複数選択可）



## 【企業アンケート】社外取締役によるエンゲージメントの課題

- 社外取締役によるエンゲージメントの課題について、対象企業は社外取締役の知識や理解不足を理由にあげる割合は13%と低い（全社は23%）。
- 他方、社外取締役の負担を考慮してエンゲージメントの対応を依頼することを躊躇すると回答した対象企業の割合は全社よりもやや高く、この点が課題となっている。

問28. 社外取締役がエンゲージメントを行うことに関する課題について、お答えください。（複数選択可）

