

事業再編研究会

第4回 議事要旨

1. 日時：令和2年3月17日（火）9時00分～11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、江良委員、大湾委員、
翁委員、加来委員、片山委員、加藤委員、志賀様（河村委員代理）、神作委員、
小林委員、三瓶委員、武井委員、田村委員、佃委員、高田様（日戸委員代理）、
林委員、別所委員、松田委員、井上課長
（欠席：田中委員、富山委員、濱田委員、柳川委員、竹林参事官）
4. 議題：議論の整理等
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、討議を行った。討議の概要は以下のとおり。

【松田委員】

3点意見を申し上げる。1点目、資料3の6ページに記載されているシナジーについて、事業会社でシナジーが出るコングロマリットプレミアムを目指すということが掲げられるが、具体的にそのシナジーやコングロマリットプレミアムを定量化しないという傾向がある。シナジーやコングロマリットプレミアムは、定性的なものとして取り扱われてしまうことが多いので、こういったものは定量化できるものであると言及できると、事業会社としては役に立つ。

2点目、資料3の13ページについて、ここに記載されている内容に全く異論はないが、取締役会の意思決定の最重要事項の一つである事業ポートフォリオマネジメント、経営資源配分を行っていく上で、社内の業務執行取締役の方がいる場合、どうしても事業部門の利益代表になってしまうというような傾向が多くみられる。そうなってくると、その利益代表である業務執行取締役の事業を再編する、売却することに対して、非常に議論しにくくなってしまいます。したがって、業務執行を兼ねる取締役の存在をどう考えていくべきかという問題提起もあると思う。もう少し実務的にいうと、そういった方々が利益代表として

ふるまわないためのマネジメントのトレーニングや、財務的知見の持ち方等につながっていくのかと思う。業務執行取締役の存在が全社的な経営資源配分、事業ポートフォリオマネジメントを妨げる大きな要因になっているということである。

3点目、4象限管理について、A事業、つまり成長性はあるが、まだ収益が出ていない事業には、新規事業が当てはまるかと思うが、事業会社からみた場合、新規事業に対する寛容度が非常に厳しいように思う。当然、事業会社側も、その新規事業を本当にこの会社でやるべきなのかについて厳しくみるべき一方、全員とは言わないが、投資家側も非常に狭い業界の担当、セクターアナリシスになってしまっている場合に、このセクターから少しでも出るような新規事業を非常にネガティブに捉えるといったような傾向があるように思う。先ほど投資家側としてもスチュワードシップに基づいた行動、あるいは企業の理解が必要であるという一節があったが、セクター自体の分け方も変わっているということもあり、非常に狭い業界のセクターアナリシスは、見直されてもよいのではないかと思う。

【加来委員】

資料3で記載されている内容はもっともだが、実際に様々な経営陣と話すと、この事業ポートフォリオの再編を促していくことは非常に難しい。結局、何がネックになっているかということ、どういう事業を会社として運営していくのかという議論が定まっていない、つまり、どこがコアなのかという話や、どういうポートフォリオをもつかという話がなかなかない。ここが決まってくると、その事業ポートフォリオの中でのお金の回し方や、ノウハウ、技術、人材等の回し方が決まってくる。この会社の根本となる部分が決まっていないということが問題である。今の全体の議論が、事業ポートフォリオの見直しを目的化するような形にみえないようにできればと考えている。要は、きちんとした戦略があって、事業ポートフォリオの見直しは、それを実現させる一つの手段であるということ冒頭、何らか記載できればと思う。

また、社外役員にグローバルな人が入ったほうがよい等、様々なことが議論されているが、現実的には、グローバルの中で企業が本当に戦えるのかという議論がなかなか起きておらず、そこを踏まえたときにクリアな方針が決まらない、ないしは、現状の危機感が醸成されないというところがあるので、ここにもなんらかアドレスできればよい。

【井上委員】

3点コメントさせていただく。1点目、資料3の2ページ目に事業の切出しの意義が記載されているが、事業の切出しには、子会社の売却が大きな部分を占めるので、その意味では、事業の切出しの中に子会社の売却も入っているということはどこかで触れておいたほうがよいと思う。

2点目、資料3の10ページ、4ポツ目について、おそらく、委員の発言部分だと思うが、資本の収益性は、様々な意味で捉えられると思う。やはり資本コストは、あくまで市場の取引の中で決定されてくるもので、それがCAPMであるとか、様々なモデルを使って、資本コストが推定される。したがって、後ほどの投資家とのエンゲージメントにつながっていくので、やはり投資家の期待収益率との比較可能性という点をもう少し打ち出したほうがよいと思う。少なくとも資本コストについては、経営陣が自発的に決定できるものではない。市場の均衡の中で決定されるものとして資本コストがあるので、その点を指針の中でも強く出したほうがよい。ここが、投資家との目線合わせの非常に重要な部分であると考えており、そのような観点からは、資本コストという言葉は出てくるが、これを積極的に把握しましょうという記載が文章としてあまりないと思う。もちろん、現実的には資本コストの開示を要求するというのは難しいと思うのだが、少なくとも経営意思決定のための基本情報として、取締役会における資本コストの共有化はすべきである。なお、ここでいう資本コストは、今回のコンテキストからいうと、事業セグメントごとの資本コストということになると思う。事業リスクの高いビジネスもあれば、事業リスクの低いビジネスもあるし、また、海外の新興市場でやっているビジネスもあれば、国内のビジネスもある。リスクによって資本コストは変わってくるので、その意味でいうと、事業セグメントごとの資本コストを取締役会において共有化されなければ事業ポートフォリオの評価・再編につながらないので、そこは指針の中に明記すべきであると思う。さらに、繰り返しになるが、投資家との対話促進の観点からは、そうしたものを自発的に開示することも考えられるということを記載してはどうかと思う。第1に経営意思決定のための基本情報として、少なくとも取締役会において事業セグメントごとの資本コストというものを算定し、それを共有化しておく、第2にそれらを自発的に開示するという二段構えがよいと思う。

最後に、エンゲージメントの部分について、全てのエンゲージメントを開示しろというようなことは当然いえないが、一つのポイントとして、投資家と経営者の間でエンゲージメントがうまく結ばれたことが発表されると株価上昇につながるというところはある。エ

ンゲージメントの見える化には、株価の上昇を通じて、企業、経営者、投資家の三者の利益に資するという面があるので、機関投資家と企業の相互の合意に基づいて、エンゲージメントの内容を積極的に開示することが考えられるというような形で記載してはどうかと思う。資料3の18ページに、いわゆる投資家の濫用的行動に対する懸念という記載がある。ここでいう濫用的とは、企業価値、株主価値を毀損するような、一部投資家による行動ということだと思うが、エンゲージメント内容の開示は、この一部の株主の濫用的行動に対する対抗エンゲージメントである。より大きな機関投資家と結んでいくというところで、対抗エンゲージメントの発表というのも非常に重要な対抗手段になってくると思う。そうしたものも含めて、エンゲージメントの積極的な活用、場合によってはパブリックに対する開示により、投資家、経営者、企業の三者の利益に資するものになっていくと思うので、その点が指針の中に入るとよいと思う。

【高田様（日戸委員代理）】

資料3の6ページ、CFOの役割、機能強化等及び8ページ、CFOと経営企画部門の担当役員兼任について、意見を申し上げる。

我々の会社では、現在、CFOとCSOがたまたま兼任者となっているが、兼任するようになったのは、実は人材面からの偶然であり、今後、例えば現任者がCFO専任になって、CSOに他の者が就任することは当然あり得る。結論からいえば、記載いただいている通り、それが同じ人間であろうがなかろうが、CFO業務を果たすためには、CSOとの良好な協力関係が必須であると考えている。当社のCFOは少し特殊かとも思うので、まず当社のCFOについて説明する。当社のCFOの役割は、組織としての長ではなく、組織を横断して本社のスタッフをコントロールすることであり、事案によっては経理、財務、戦略、法務等をプロジェクト化してコントロールする役割を担っている。そのためかどうかは不明であるが、どのような人間が任命されてきたかという意味でいうと、経理畑、財務畑といったスーパー経理・財務部門長のような経歴というよりは、事業経営や、その他多様な経験を有する者がCFOに任命されている。一方、戦略本部長は、会社の事業の戦略、長期戦略、中期戦略、短期戦略等の策定に当たり、人材も含め、リソースをどのように配分していくかということに強いかわりを有する。そういう意味で、少し特殊かと思うが、組織長である戦略部長と、横断的にマネジメントができるCFOという位置づけにより強力な関係を築きやすいのかもしれない。他方、各会社で定められるCFOの役割や人材によってケース・バイ・

ケースであり、いずれにしても、良好な関係が重要であるのだと思う。

【三瓶委員】

資料4の8ページと15ページの4象限は、お互い重なる部分もあるが、実は縦軸と横軸が違っていて、人によっては分かりにくいと思う。その辺は注意書きか何かで説明したほうがよいと思う。平たくいうと、8ページの図は単なるマトリックスで、15ページの図は関数である。15ページの図は、横軸が独立変数になって、従属変数として縦軸の成長率が示されており、これはキャピタルアロケーションをXとYの関係で表している。それぞれ出所と、もともとの着眼点異なるので、縦横が違うことで若干分かりにくいいため、その点の説明が必要かと思う。

次に、資料3の5ページ「指針の目的と主な対象」について、ここは本業とノンコアで分けているが、実際は本業自体を切り出す、または撤退する必要がある、新規事業が新しい事業の柱になっていかなければいけないような会社はたくさんあると思う。したがって、本業は温存して、ノンコアだから切り離すということで本当によいのかは疑問に思っている。これは根本的な部分かもしれないが、特に規模が大きい場合においてはそういった会社が見受けられるので、本業なら温存してもよいということではないと思う。

次に、資料3の8ページについて、先ほど高田様からご説明があった通り、組織の在り方、担当役員の兼任の状況等は、各社それぞれの考え方があり、兼任すればよいというわけではない。そういう方向性を示すというよりは、むしろどういう場合に上手くいかず、失敗に陥りやすいのかということに記載すればよいのではないか。それを避けるために、どういう組織づくりをするか、人事の配置をするかというのは、各社がそれぞれ考えることではないのかと思う。

次に、資料3の9ページの「例えば、IRR（内部収益率）」について、やや唐突感があるが、この表現は大事だと思う。IRRを使うことによって、時間軸ということを取り入れることができる。また、もう1つ大事なものは、会計上、損益計算書上、赤字でなくても、回収する収益が非常に低ければ、計算上、IRRのリターンがマイナスになるということが理解されるかどうかである。IRRのリターンがマイナスになるということは、当然、資本コストに対してリターンが大きく下回っているということになる。こういった把握をきちんとできるかが大事で、その辺の補足説明もあったほうがよいと思う。

次に、資料3の17ページ、開示の媒体について、前回も有価証券報告書へ記載するのが

重要であるということ述べた。また、第3回研究会の後に意見書を追加で出させていただいた。そこで申し上げたかったことは主に以下の3点ある。1点目、ここで議論していることを何でもかんでも有価証券報告書に記載すべきということではなく、主に取締役会で決定する事業ポートフォリオの基本方針や、それをどのようにモニターしていくのかという基本的な方針について、有価証券報告書の経営方針、経営環境及び対処すべき課題等に記載すべきということで、細かい、例えば実質の数値や、進捗状況等は任意開示で開示するというは大いにあると思う。ただ、基本方針等については有価証券報告書に書くべきではないかということである。2点目、任意開示においては、自由な表現で具体的な数値等を書くことが重要である。3点目、最近、セグメントのROICや、ROICの逆ツリー、企業価値向上のロジックツリー等が統合報告書等に記載されているが、そういったことを本当に実践しているのであれば、有価証券報告書のMD&Aに、ROICの逆ツリー等をどのように検証し、またはどのように企業価値向上のロジックツリーを使って分析したのかということに記載しなければならない。そうでなければ、言葉で逆ツリーやロジックツリーを実践していると言っても、表面的にすぎず、実効的でないのではないかという市場が持っている不信を払拭できないと思う。そういった意味で、何でもかんでも有価証券報告書に記載するというのではなく、そういった限られた、非常に重要なポイントだけは有価証券報告書に記載することが重要である。

最後に、2014年ぐらいから始まっている一連の改革の中で、各省庁から様々な指針等が出されているが、細分化して数多くのもので出てきており、投資家や、それを活用する企業にとっても、どこに何があるのか分からなくなっているという状況だと思う。様々な指針等が、お互いにきちんとかみ合っているということを示す意味でも、統合化の方向で、今回の経産省からの指針も、金融庁で進めている開示の改善ときちんと寄り添って、重なっているのだということを示すのがよいと思う。

【牛島委員】

コメントと補足説明をそれぞれ1点ずつ申し上げる。まずコメントについて、資料3の5～6ページについて、①事業ポートフォリオの見直し、②シナジーの発揮となっているが、本来の経営者の役割という点からみると、順番はむしろ逆にした方が、より分かりやすいのではないかと思う。そもそも多角化企業における経営者の役割は、事業の集合として、企業がいかに関値を創造していくのかということを考えることである。その目指す姿と実

際の自社の姿というものを照らし合わせたときに、ギャップがあるからこそ、事業ポートフォリオの見直しが必要になってくるのだということだと思う。そこにギャップがなければ、ポートフォリオの見直しは必要ないわけで、そういう意味でいうと、そもそもなぜ事業ポートフォリオの見直しが重要なのかということを立て論するために、②に記載されている内容が最初に来て、それを実現していく一つの手段として、事業ポートフォリオの見直しが必要になってくるという流れの方が、より自然なのではないかと思う。

次に、資料3の19ページ、エクイティカーブアウトについて、補足説明を申し上げる。ポートフォリオストラクチャリングがあまり得意でない日本企業にとって、スピノフはかなり高度な手法である。実際、まだ1件しか起きていないわけなので、やはりかなりアドバンスな方法であると思う。スピノフは、その対象事業が、それ自体、一つの上場企業として成立し得るだけの規模と収益的な基盤というものを持っており、それをあえて切り離していくということである。にもかかわらず、企業サイドからみると対価が分かりやすい形ではない。もちろん株主にとっては、利益が株価の向上という形で期待できるわけだが、企業サイドからみるとないわけであり、これが非常に大きなネックとしてあるのではないかと思う。そういう意味でいうと、そういった事業ですらベストオーナーでなければ切り離していくということを促していくのであれば、企業が使える手段はなるべく広く考えるべきである。その際、一つの可能性としてあるのは、例えば、富士電機から富士通が生まれ、富士通からファナックが生まれてきように、子会社IPOという形で子会社を一旦上場会社にした後、株式を段階的に市場で第三者に売却する形で非子会社化していくという、既に実務において行われている手法も一概に否定されるべきものではないと考えている。他方、今までのやり方だと大分時間がかかったり、少数株主保護の問題等もあるので、それらの留意は必要だが、過渡的なものとして上場子会社という形にし、その後、段階的に自社の持ち分を減らしていくというようなことも考えられる。あるいは前回研究会でも挙げられたスプリットオフのようなものも含めて、政府としては、ツールを広く用意してあげることが企業を後押しするという意味でも重要であると思う。

【小林委員】

まずエクイティカーブアウトに関連して発言したい。当社の場合、田辺三菱製薬の保有株式比率を56%と決めたときに、これを10年間は動かさないという契約を結んだ。その期間が過ぎたこともあり、今般TOBにより完全子会社化した。また、2015年、大陽日酸とい

う産業ガス会社にもグループに入ってもらい、今の保有株式比率は50%超になっている。これについても、やはり100%子会社化するか、あるいは売却するか、という判断が求められるわけだが、一定程度お互いに共同作業をして、結果として認識の共有を進めつつ、今後も考えることにしている。先ほどの牛島委員のご指摘の通り、特にコンソリデーションに時間がかかりがちな日本においては、経営の一つのオプションとしてエクイティカーブアウトの必要性があるのではないかと思う。

2点目。今回の新型コロナウイルスのような事態については、いわゆるMD&A、経営者による財務、キャッシュフロー、経営等の検討と分析において、事実上、誰も先行きが予想できない。こういう事象が10年、あるいは数十年に一度は起こるということが明確になった中では、このような問題に対しても何らかの指針を示すことを考えるべきではないかと思う。

3点目、資料3の6ページからの事業ポートフォリオマネジメントの在り方について。とりわけ今、TCFD等を含めたESG投資への対応が重要になっており、地球そのものがステークホルダーと見なされるようになってきている。そういう中で、CFOやCSOのみならず、CTO（チーフ・テクノロジー・オフィサー）の存在が非常に重要となる。やはりテクノロジーに関して相当深く議論できなければ、ポートフォリオマネジメントもかなり軽薄な傾向が出てくるので、CTOあるいはCIO（チーフ・イノベーション・オフィサー）等についても言及が必要である。

【石綿委員】

今とりまとめたものをどのように指針にしていくかというのは、よく考えたほうがよい。特に強弱をしっかりとつけたほうがよいのではないかと思っている。現在、ここに記載されている内容は、通常の企業であればとてもできそうもない、非常にハイレベルなことから、普通の企業でも少しその気になればできるものまで、多岐にわたる。多くの企業によって共有されて、少しでも日本の企業に大きな影響を与えていく指針にするためには、どの企業でも導入してもらいたいレベルのものと、かなり先進的な企業により価値を高めていくために検討していったほしいものの組み立てをきちんと検討すべきである。現状、様々なレベル感のものが平面的に並んでいるが、それらをどのように組み立てて説明するかによって、段階的に企業が参照していけるようなものになるかが変わってくると思う。

2点目、資料3の19ページについて、当初、本研究会において、米国と比較して日本で

はスピノフの活用件数が非常に少ないということが問題になっていた。スピノフが行われない理由として、スピノフの場合には事業を処分した対価が会社に入っていないので、経営者にとっての魅力が低いという指摘がされている。私も、そういう意味で、事業譲渡やエクイティカーブアウトの方が、経営者にとっては魅力的な選択肢になりやすいというのが、スピノフが活用されない大きな理由だと思っている。他方、事業譲渡等の手法が上手くはまらないような場合に備え、スピノフが実際に活用できるような環境を整備しておくことも大事だと思っている。その中で、今回、日本では上場申請の際に2期分の監査済み財務諸表が必要とされており、そのため、遡及監査が行われない限りは、上場申請までに2~3年間かけて、監査済み財務諸表をしっかりと用意してから臨まなければいけないという点が指摘されている。そういう意味では、スピノフを実行する際には、かなりの時間を要してしまうという問題点がある。米国においては、スピノフを行うに当たって、一般に、申請までには4~6カ月程度で行われており、ディール全体を通じても1年以内に行われることがままあるようで、日本でもそのくらいのスピード感で行われるよう、整備がされていなければ、なかなか日本の経営者にとっての選択肢にはなりにくいのではないかと思う。3年待っている間に経営者が変わってしまうかもしれないので、そんなにのんびりやっているわけにもいかないという話になるのだと思う。その遡及監査が日本ではほとんど行われていないということだが、海外においては行われているわけであるし、日本においても遡求監査が行われるように環境整備を行ったほうがよいと思う。既に上場している企業の子会社であったり、一事業部門の場合には、既にしっかりした監査法人がついて、適正意見が出ており、かつそれに応じて内部統制も構築されていることが一般であり、そのような形で全体として監査が行われていた子会社や一事業部門をスピノフする場合には、遡及監査を行う余地は当然あるはずなので、それができるような配慮が行われていくとよい。資料の中では新興企業についての記載があるが、恐らく新興企業と比較しても、内部統制が既に構築されている等を考慮すると、スピノフの場合に遡求監査ができないはずはない。公認会計士協会でもご検討いただく必要があるかもしれないし、証券取引所としても、スピノフが行われる場合の処理について、もう少し予見可能性を高めるようなガイダンスをすれば実務的にはスピノフを行いやすい。

最後に、証券取引所の規定などで実務的に問題となり得るようなものがあるかという観点でいうと、例えば、新設分割によって事業を切り出してスピノフを行う場合、株主総会決議後でなければ分割会社で上場申請ができないという規定もあり、このような規定を

維持する合理性があるのかも含めて、一度検討するべきであると思う。

【田村委員】

本研究会の目的は、実際に行動を促すことであるので、行動を促すための強力なコアメッセージがきちんと浮かび出るような形でまとめる必要がある。本研究会設置の基盤になっている、昨年12月19日の未来投資会議でまとめられた「新たな成長戦略実行計画策定に関する中間報告」では、企業価値向上のためのスピノフを含めた事業再編を促進するため、取締役会の監査機能の強化等のあり方について指針をとりまとめると記載されている。また、本研究会の主たる対象は、グローバル企業として成長指向の強い企業とされており、要は、トップ企業ということなので、かなり高いバーを設定してもよいと思う。「新たな成長戦略実行計画策定に関する中間報告」の中にあるのは、1つは成長戦略であり、企業価値を向上していくということである。そして、もう1つは取締役会のモニタリング強化である。この2つのポイントが最も重要なことであると思う。本研究会の根本となるメッセージは、事業ポートフォリオ戦略として戦力の分散を避けるということだろう。この場合の戦力とは主に経営者のキャパシティのことであるが、この戦力の分散を避けて、フォーカスして、成長を加速させる。事業ポートフォリオマネジメントの一環としての事業分離は、成長を加速するための分離であり、その目的は事業ポートフォリオの質を高めて攻めの投資を促進することである。といったように、日本経済の発展に資するようなポジティブなメッセージを強く打ち出していければよいと思う。

それに関連して数点ほど申し上げる。まず、評価指標についてである。私の意見書（第3回研究会資料12）の2ページ目に記載しているが、まず根本として、評価指標は事業ポートフォリオ見直しの基準であり、事業撤退基準ではない。単にROICが低いからダイベストするというのではなくて、事業ポートフォリオの質を高めるという観点から評価すべきである。また、ダイベストされるほうの事業についても、成長、収益性を加速させられるかということが重要なのであって、必ずしもROICの低い事業のみをダイベストするべきとは限らない。定量指標について、ROICは非常に重要であるが、ROICを単独で取り出すと、実はあまり成長戦略には適さないため、ぜひ、成長性の指標も強調してもらいたい。雑駁にいうと、利益というのは投下資本とROICの積であるため、将来の利益、キャッシュフローを増やすためには、ROICを高めるだけでは不十分で、投下資本を成長させていかなければならない。投下資本の成長とは、大雑把にいうと、売上を成長させていくということと

パラレルになる。ここで重要なのは、ROICは、50%、100%と、どこまでも上げることはできないので、サステナブルな企業価値を創造するためには、成長性が絶対に必要になるということである。より詳細なバリュエーションの理論は、第3回研究会資料12の補論で説明しているのので、ご覧になっていただければと思う。結論だけ申し上げますと、第一に、ROICが高いほど企業価値が高まる、第二に、資本コストが低いほど企業価値は高まる、第三に、成長性を高めると企業価値は高まるということである。ただ、この3つ目だけは、「将来投資のROICがWACCを上回っている限り」という条件が付いている。WACCを下回るような価値破壊的な投資をして成長しても、企業価値は高まらない。ROICを高く保ちながら、どんどん攻めの投資を行っていくというのが企業価値を高めていく王道である。実際、欧米の企業の経営指標は、必ず実質的には資本収益性と成長性のマトリックスになっている。フィリップスの例が分かりやすいが、横軸はROIC、縦軸は売上成長率となっている。ここで非常に重要なのは、成長性を、買収、売却、スピノフ等による増減分の影響を除いたオーガニックな成長率で測ることであり、欧米企業の経営目標等ではそのように測定している。なぜなら、オーガニックに成長しなければ、実際の企業価値は高まらないからである。武井委員の意見書に記載されていたとおり、売上高や利益の「額」ではなく「率」が重要であり、その「率」についても、単にROIC等の利益率だけではなく、成長率も考えるべきである。さらに、ROICについて付言すると、ROICは非常によい指標ではあるが、分母になる投下資本の計測の仕方が様々である等、現実に適用しようとする、悩ましい点もある。例えば、投下資本にのれんを入れるか入れないかで、同じROICでも意味が違ってくる。それから、減損すると投下資本が減るので、見た目上はROICが高まるし、大きな投資を行うと、当初はROICが低く出てしまう。このようなことから、欧州の大手企業はROICをそのまま使っている企業も多いものの、アメリカの大手企業は、経営指標としてはマージンと資本効率に分解している企業が多い。そして、資本効率については、投下資本ベースの指標よりも、キャッシュフロー、フリーキャッシュフロー、フリーキャッシュフローコンバージョン等を用いている。これはテクニカルなポイントではあるが、経営において非常に重要なので、補足説明があった方がよいと思う。それから、この成長性と資本収益性は、独立していないため、統合的に把握するべきである。先ほど申し上げたように、ROICがWACCを下回ると、成長しても価値を損なってしまうため、まずROICを上げ、その後、ROICがWACCを上回るような成長投資の機会をどんどん見つけていくということが重要である。実際、あるコンサルティングファームの調査でも、ROICの低い会社は、ROICを上げ

ることが企業価値の向上に非常に資するが、ROICがある一定以上の会社については、ROICを上げることよりも成長率を上げていく方が企業価値向上に資するという結果がでている。資本効率がよいということは、売上や利益を伸ばしていく際、そのために必要な投資額、キャッシュフローが少ないということなので、資本効率を高めていくと、フリーキャッシュフローの予測値が上がる。そうすると、今までできなかった投資も、IRRが資本コストを上回りできるようになるということで、成長性と資本収益性は密接に絡みついている。したがって、企業には資本収益性を一定程度以上に保ちながら価値創造的な成長性を要求するという一方で、成長性についても強調する必要があると思う。

次に開示について2点申し上げる。1点目はバランスシートの重要性についてであるが、ここでいうバランスシートとは、連結バランスシートでないといけないうことを強調してもらいたい。私も企業内部の管理会計指標等を見る機会がしばしばあったが、単体ベースでは事業別のバランスシートをつくっていても、連結ではできていないという会社がかかりあった。連結ベースでみなければ、事業部門のキャッシュフローも把握できないので、是非、連結ベースのバランスシートが重要だということを強調すべきである。それから、情報開示については、これまでの議論に同感で、有価証券報告書の記載を充実すべきであると思う。開示府令が変更され、そこには非常によいことが書いてあるが、実際にはほとんど実行されていない。これを実質化していくことが肝要である。従来、日本では、開示に関して、虚偽表示のリスクにばかり焦点が当たっていたが、むしろ開示しないことのコストを上げていくことが非常に重要であると思う。日本よりも訴訟リスクがはるかに高いアメリカの10Kにおいても、MD&Aにおいて非常に踏み込んだ開示が要請されており、実際に実施されているので、日本でできないはずはない。事例をみても、例えば、丸井グループの有価証券報告書では、かなり踏み込んだMD&Aの記述がされている。それから、有価証券報告書に限らず、EBITDAや投下資本等、いわゆるNon-GAAP指標を用いる場合、欧米企業は必ず定義式を示しており、かつ、GAAP指標とのリコンシリエーションも記載しているが、日本企業はあまりこれらを行っていない。企業がROICを開示しても、どのように計算したのかという根拠が示されていなければ、検証のしようがない。欧米企業の例をみても、各社によってROICの定義式は全く異なる。したがって、定義式とリコンシリエーションの記載は必須とするべきであると思う。

次に、取締役会によるモニタリングについて1点申し上げる。先ほど松田委員がおっしゃったとおり、事業ポートフォリオ戦略は全社戦略なので、独立社外取締役やCFOの果た

す役割が重要である。そのためにも、特に本研究会の対象になっているような成長志向の強いグローバル企業については、是非、株主総会の招集通知等に取締役会のスキルマトリックスを載せていただきたい。また、経営的な財務リテラシーを有する独立社外取締役を複数人選任するべきであると思う。

最後に、環境整備について、上場子会社のスピノフをタックスフリーで行えるようにすべきであると思う。別所委員が第3回研究会でおっしゃられたスピノフも一つの手段として非常によいと思うが、それとともに、上場子会社についても、スピノフをタックスフリーで行えるようにしてもらいたい。牛島委員がおっしゃったとおり、やはり対価の入ってこないスピノフだけだと、なかなか踏み切れない会社もあるので、まず上場してからダイベストするという2ステップスピノフという手法もあった方がよいと思う。ただ、かつての日本の子会社上場は、上場したままずっと何十年も続くというようなこともあったので、アメリカ等にもあるように、子会社上場は、あくまで完全ダイベストへの過渡的な状態であることをはっきりさせてもらいたい。そのためには、上場子会社のままで放置しておくことの維持コストを上げていくということも重要であると思う。具体的には、独立取締役の割合を過半数にする、あるいは親子間でコンフリクトのある事項については独立取締役だけで決める等の厳格なガバナンス体制を要請することなどが考えられる。実際にアメリカでは、上場子会社のままで放置する維持コストが非常に高いため、最終的にはダイベストされる。そのときに、カーブアウトした後は売却しかできないということだと、なかなか難しいところがあるので、カーブアウトした後、残りをスピノフできるような環境を整備するべきである。

【林委員】

はじめに、売却対象は利益指標だけでは決められないということは念頭においたほうがよい。事業ポートフォリオの中に何を組み入れて、何を維持して、何を外していくのかということは事業戦略に沿って選択されるべきものなので、単に現在の利益指標だけで決まるものではないと思う。したがって、戦略の方向性とセットで常に判断されるべきであるし、市場とのコミュニケーションにおいても、そういう形で発信がされていく必要があると思う。それから、事業売却に対して、とかく否定的なイメージを持たれがちなので、そういう観点からも、儲かっていないから売却するというのではなく、事業戦略に沿って

検討した結果、このタイミングでこの事業を外に出すことが合理的判断であると説明していく必要があるのだと思う。

2点目、取締役会のリソースについて申し上げる。事業ポートフォリオの継続的な見直しについては、業務執行から離れた立場の取締役会が主体となり、積極的な役割を果たすべきであると申し上げた。取締役会は、適切なCEOを選定した上で、主要なミッションとして事業ポートフォリオの継続的な見直しを課し、それと整合した評価基準と報酬制度を設計することが重要である。そして、それができる人材として、資本市場との対話ができる人材を取締役に加えることが望ましいと申し上げた。また、株主だけではなく、より広く、企業を取り巻く多様なステークホルダーをバランスよく代表した構成とすることが望ましいという指摘も多々あった。田村委員がおっしゃったとおり、スキルマトリックスに沿って、取締役会全体として、バランスのとれたスキルセットをもつ構成とすることも重要であると思う。他方、取締役会に期待をよせていったときに、その重い役割を果たすために、取締役会が独自のリソースを有しているかということも問われてくると思う。バランスのとれた構成で取締役会ができたとしても、そこでの議題の設定、検討の準備作業等が、完全に執行側に委ねられている場合、取締役会が実質的に執行側から離れた議論の材料を揃えて、意味のある議論を行うことができるのか。取締役会を実効たらしめるためには、執行から離れた取締役会の事務局等が設置され、そこが株主との対話を含む独自の情報収集も行い、またそれを補完、検討するために外部のコンサルタント等を活用していくという形もあり得ると思う。予算化も含め、取締役会の議論に、執行から離れた独自の実質を備えていく方向性を示せばよいと思う。また、それに関連して、執行から離れた取締役会の会長や議長を置くということも望ましいと思う。実際、幾つかの先進的な事例として、そういうケースがあり、グローバルに成長を志向する企業への指針という性格上、できるだけベストプラクティス的なイメージを具体的に示せばよいと思う。取締役会は、昨今、執行から離れた立場で株主との利益相反を裁く主体として、マネジメントバイアウト等に際して、突然、非常に大きな役割を担わされるということになりがちであるが、そういった有事だけではなくて、平時から、そういった立場を意識して運営されるべきである。有事の際の演習にもなるし、ひいては取締役会の機能向上や日本企業の一般的なコーポレートガバナンスレベルの向上にもつながっていくことになると思う。

【翁委員】

3点申し上げる。1点目、事業ポートフォリオマネジメントと事業ポートフォリオの見直しを使い分けた方がよいと思う。事業ポートフォリオマネジメントについては、三瓶委員がおっしゃったとおり、事業ポートフォリオ全体の見直しが必要で、構造的に低収益の本業も含めてとにかく全体を見直していくことが重要であり、ビジネスモデルをどう変えていくかという観点に立てば、単にスピノフや切出しだけでなく、どのようにして両利き経営を行っていくか、企業価値を上げていくかという、トータルなポートフォリオマネジメントについて取締役会でしっかりと議論することが重要である。その上で、その一つである事業ポートフォリオの見直しについてはどうしていくのかという整理をした方がよいと思う。ポートフォリオマネジメントとポートフォリオの見直しという文言が様々な部分で出てくるので、その辺をしっかりと整理する必要がある。

2点目、社外取締役についてだが、取締役会で、事業ポートフォリオの基本方針を決めていく、主体的に決定していくということを考えると、社外取締役の人材要件をしっかりと定義して、バランスよく取締役会を構成していくことが、長期的な企業価値の向上の一つの鍵になっていくと思う。ここでは特に記載されていないが、ボードのサクセッションに関しても相当意を払って、やっていかなければならないと思う。また、松田委員がおっしゃったとおり、やはり社内取締役の監督責任についてどのように示せるのかということも含めて、取締役会の在り方をしっかりと考えていくことを企業に促すことが重要であると思う。

最後に、事業ポートフォリオの見直しに関する開示も非常に重要だと思う。資料3の17ページに記載されているとおり、まずMD&Aで、有価証券報告書の枠組みの中でしっかり充実させていくということが重要だと思うが、どのようにやり方を工夫しているか、どういう仕組みを入れているのか、どういう指標でやっているのか、そういったことを自ら開示していくことにより、エンゲージメントの充実にも繋がり、さらなる改善にもつながっていくと思うので、法定開示を充実させるとともに、経営を改革していく上で工夫した開示を促進する方向で情報開示を位置づけるべきであると思う。

【青委員】

翁委員がおっしゃったとおり、まずは事業ポートフォリオマネジメントをしっかりと強調することが重要と考える。日ごろからしっかりと事業ポートフォリオについて点検することが出発点で、日本企業はこの点が十分になされていないのが実態だと思うので、この点

をしっかりと指針に記載して、促していくことが一番重要と考える。その上で、必要な事業再編については早期に着手し、適時に実行していくことが重要と考える。こうしたことができれば、個々の事業が一層成長していき、株主利益の実現だけでなく、国際競争力の確保に必要な成長投資やステークホルダーに対する分配の原資等の確保もできるようになる。したがって、「事業の切出しの意義」においても、事業再編がステークホルダーの利益の確保に必要であると社会に受けとめてもらえるような形で指針をまとめるのがよいのではないかと考える。

次に、「指針の目的と主な対象」についてである。基本的には、グローバルで成長志向の強い大企業や多角的企業を対象とすることに異論はない。他方、現状をみると、それ以外の企業においても、資本コストに見合わない事業が相当温存されており、我が国産業界の競争力の低下の要因となっていると思うので、そうした企業においても、事業ポートフォリオについて真剣に考えていくことは非常に重要と考える。指針に記載される内容はかなりハイレベルになるかもしれないが、そうした目線を持つこと自体はどのような企業においても重要と思うので、指針の主な対象ではない企業にも考えてもらうきっかけになるようなメッセージを上手く盛り込められればよいと思う。

次に、セグメント情報についてである。事業ポートフォリオマネジメントや事業ポートフォリオの見直しをしっかりと行っていくことと、個々の事業を十分に見直して経営管理を行うことが重要と考えているが、その際、事業セグメントを適切に切り分け、事業をみていくことが非常に重要である。そうしたことをしっかりとやっているということであれば、その内容をセグメント情報として開示してもらうことが望ましいと考える。どこまできちんと事業セグメントを分けて、シナジーも含めてみているのかが極めて重要であるが、その点について経営の見方の慣行ができ、それがセグメント情報にあらわれるという流れができることが一番適切と考える。また、経営者と投資家が対話をするときにも、経営者の目線でセグメント情報が開示されていれば、対話も上手くかみ合っていくということになると思うので、そういった事業セグメントの切り分けが行われ、開示されることが望ましいと考える。

次に、資料3の17、18ページに記載されている遡及監査についてである。スピンオフで切り出された会社の新規上場に関しては、平成12年に会社分割法制が創設された際に上場制度の整備を行っており、その際、遡及的に監査をすることができるかについても考慮した上で制度整備を行っているところであり、現状、スピンオフを行うにあたって上場制度

がボトルネックになる点があるかどうかについては、慎重に考える必要があると考える。遡及監査については慎重なスタンスをとっている監査法人もあるという話が特にIPOの文脈で以前から指摘されており、リスク回避的な監査法人には難しいところもあるかもしれないが、IPOに関しては、多くの監査法人では大きく対応が改善されてきていると思う。一方で、スピノフに関しては、どこを切り出すかにもよるが、例えば上場会社から子会社を切り出すという形であれば、監査法人による上場会社のチェックに際して、その切り出される子会社についても実態を含めて監査法人が継続的にチェックをしているはずであり、切り出される子会社でも相応の体制が整備されているはずであることを踏まえると、遡及監査を行うにあたり、大きな問題は基本的にはないのではないかと考えている。問題があるとすれば、スピノフの実例が不足しているということ、あるいは遡及監査というキーワードが用いられることにより、過去分について後からみるということで、監査法人が慎重に考える要因となっているということではないかと思うが、別に何か要因があるのかもしれないので、その辺りについて、実際に監査を行っている方々のご意見等も十分に踏まえ整理していくべきと考える。また、スピノフは、株主総会でスピノフの承認が得られてから会社が新規上場の申請を行うという時系列になっているのは事実であるが、予備申請という形で、できる限り会社側のニーズを踏まえた対応もやっているつもりであるので、具体的にどういったことが問題になっているのかについて勉強していきたい。

最後に、段階的なカーブアウトについてである。事業を切り出すときの選択肢として、スピノフだけでなく、子会社の形で上場していくという方法も考えられるとは思うが、上場子会社の運営は、親会社との利益相反など、いろいろと気を遣うべき点が多く、しっかりやろうと思うとかなりコストがかかるものであり、また、子会社の形で上場する事業が親法人との間で上手く切り分けられていることが必須となるので、なかなか難しい面があるということは十分考える必要がある。仮に子会社上場するという選択肢がとられる場合でも、上場子会社はあくまで一時的、過渡的なものとして、その後、上場子会社でない形にすることも当然必要と考える。そもそも、事業ポートフォリオの見直しを行った結果、事業を切り出した方がよいという結論になった場合、できる限り早くスピーディに事業を切り出していくべきであることを考えれば、いったん上場子会社にするという段階的な手法ではなく、一回で全ての株を第三者に譲渡する手法がとられるべきと考えるので、その辺りの具体的な方法については、幅広い選択肢の中から現実的にできるだけスピーディに行うということを軸にしながら考えていくのがよいと考える。

【武井委員】

まず1点目ですが、資料3の2ページ目に「デジタル化等の対応を踏まえて」と記載されており、これはそのとおりだと思いますが、今回の一連のコロナウイルスの件で、様々な上場会社が、内部留保の備蓄を含めて、守りに走ってしまう懸念が相当程度あるのではないかと思います。ただ今回の指針に記載されている内容はそうしたことに関係なく、ウィズ・コロナとしてもアフター・コロナとしてもいかに重要であるかということ、現下の状況も踏まえて、きちんと説明しておいた方がよいと思います。コロナウイルスによる影響があろうとなかろうと、デジタルイノベーションに対して上場会社が対応することは喫緊の重要な課題になっており、日本政府も成長戦略その他各所でデジタルイノベーション、デジタルトランスフォーメーションを推進しているわけですので、そういった話を記載するべきであると思う。特にコロナウイルスはグローバル化のリスクでもあります。そういったことも踏まえて、まさに、労働生産性を含めた生産性を真に高めていかないと、持続可能な事業ができないということが顕著になってきていると思いますので、この機会に改めて自社の事業のサステナビリティを考えるべきであるということ強調した方がよいと思います。

2点目ですが、日本に例があればそれでもよいのですが、今回の整理を踏まえ、欧米海外の事例で、成功例と失敗例をきちんと説明した方が日本企業には分かりやすいと思います。特に、スリム化していくことで、コダックのように潰れるのではないかと誤解している経営者もいるような気がしている。コダックはそれで潰れたのではないと思っていますが、こういった事業ポートフォリオの見直しを行うことによってコダックのような失敗をするわけではないという説明を、具体例とともに記載した方がよいと思います。特に今回のコロナウイルスの件もあり、スリム化するリスクを懸念する経営者は相当多いと思いますので、事業ポートフォリオの見直しがどのような観点からどういう場合に必要なのかの説明が必要だと思います。

3点目ですが、資料3の8ページ目について、経営企画部とCFOとありますが、やはり法務も早い時期から関与した方がよいと思います。「それはできません」的な守りの法務としての関与ではなく、どうすればエグゼキューションができるのかという攻めの法務、リスクを適正にいか把握して前に進めるのかという攻めの法務の機能は、本来、早い時点で関与すべきです。高田様が、CFOは横断的な機能だと述べられた点とも絡みますが、法務

機能も早い段階で入り、どうすれば事業ポートフォリオの見直しを実現できるのかという観点で、様々な関係者との利害調整を行うことが重要となると思います。

4点目ですが、資料3の10ページ目について、記載内容に違和感はありませんが、お金の話だけではなく、人への投資についての記載もあった方が良いと思います。先ほど小林委員からCTOの話がありましたが、田中委員の意見書にも記載されていますが、サステナブルな事業とするためには人への投資を行わなければならないということですね。人への投資ができていない事業が本当にサステナブルなのかという視点も最近とても重要視されてきているので、人への投資ができていのかに関する記載もあった方がよいと思います。最近の政府の成長戦略でも「人への投資が足りない」という大きな問題意識が述べられており、しかも昨今のESG等の流れもあるので、人への投資という視点についてもう少し記載した方がよいと思います。

5点目ですが、資料3の11ページについて、基本的には「額から率」へ、特に日本企業の3年の中期経営計画の作り方が、積み上げで、結局できなかったとしても、責任がとられないという流れで本当によいのかという話です。田村委員が先ほどおっしゃったとおり、オーガニックグロースを示す指標を外に出せていない企業がまだまだ多いので、オーガニックグロースを示すような目標を立てて、外に出さなければ、それを踏まえたアクションプランも企業から出てこないわけです。そういった意味で「額から率へ」と分かりやすく単純化しているが、日本企業がそういった根本的な思考回路の転換を行うことが重要であると思う。

最後に、資料3の18～19ページについて、別所委員や田村委員がおっしゃったとおり、上場子会社のスピンオフ、親会社株と交換するスプリットオフ、非適格株式交換の場合の時価評価課税、あと私が従前から何度か申し上げている株対価M&Aに対する課税繰延措置、現金対価が混ざることに対するBoot税制等について、政策手段として税が全くついてきていない状態であり、これはきわめて深刻な課題だと思います。これほどグローバルな競争環境なのに、少なくとも海外と比較した場合に日本企業に競争で闘うツールが与えられていない。本報告書は一種の日本政府としての成長戦略であると思うので、税についてもきちんと整理を行い、抜本的な見直しを行うべきという提言まで明確に行うべきだと思います。特に、日本では株と株との交換に対する税制が厳し過ぎます。株対価M&A、スプリットオフ含め、株と株との交換について、欧米並みの税制措置を設ける。およそ今の法人税制が事業レベル、法人レベルでの税制にしてしまっており、株主レベルの税制でみてい

ないという根本的な問題があります。この話は新型コロナへの経済対策としての効果もある話ですので、政府の成長戦略として、本報告書を取りまとめ、それに対して税制もワンチームで支えていただく必要があると思います。これはもう本当に待ったなしの状況ですので、是非税へのメッセージも出して、日本企業が欧米企業並みに事業再編を行うことができる環境を政府がワンチームで整備することが何より重要であると思います。以上です。

【神作委員】

まず問題意識は非常に重要だと思っており、この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は、これまで各委員がおっしゃったとおりだと思う。その上で、多くの日本企業の現状に鑑みると、スピンオフ等により事業を切り出すことがとりわけ重要であるということだが、事業の切出しが非常に重要な課題だとすると、スピンオフにスポットを当てるというよりも、事業譲渡等も含めた事業の切出しを考えることが重要ではないかと思う。特に、資料3の15ページに、例えばD象限からA象限に移行する場合、ベストオーナーへの事業売却を通じて得られた資金をA事業の成長投資に活用するということも考えられるという記載があり、事業売却も非常に有力な手段であると思うので、事業ポートフォリオの見直しに焦点を当てるのであれば、スピンオフとともに、事業譲渡や分社型の会社分割等も視野に入れて整理をする方がよいと思う。

それから、質問にかかわる部分であるが、一番シンプルに考えたときは、事業譲渡すらしないで、例えば事業を廃止するという選択肢があり得ると思うが、事業の廃止については触れられていないように思ったので、それはなぜなのかということをお聞きしたい。株主以外のステークホルダーの価値というものも考慮しなければいけないということが暗黙のうちに働いて、事業の廃止のようなことというのは触れられていないのか。いずれにしても、資料3の8ページに記載されているステークホルダーの利益との関係をどこかで整理する必要があるのではないかと思う。それに関連して、資料3の8ページについて、第4象限が非営利組織と整理されていて、株主価値がマイナスとなっているが、私の理解では、非営利組織の場合にはそもそも持ち分がないので、株主価値がマイナスというよりも、そもそも対象がないということで、ここの表現は少し修正する必要があると思う。いずれにしても、ステークホルダーの利益を考えるという点で非常に意味があると思うし、資料3の15ページで、持続的な成長に向け、サステナビリティについても触れられているので、何らかの形でステークホルダーについての議論も組み込んで、本報告書をまとめていける

とよいと思う。

【大湾委員】

本報告書に記載した方がよい点を3点ほど申し上げる。1点目、事業セグメントごとの収益性、特にROIC等を算出するという話をこれまでしてきたが、今までは資本コストとの比較が話の大半だったと思う。他方、田村委員がおっしゃったとおり、競合他社との比較を可能にするという点でも、この事業セグメントごとの収益性の算出は非常に重要で、それが投資家とのコミュニケーションを促進することにも繋がると思う。実際には、ROICだけではなく、田村委員がおっしゃったとおり、成長性の観点もあるし、補完性も非常に重要であると思う。例えば、自社が事業を持つことにより、顧客に対して高いサービスを提供できる、あるいは共通のコンピテンスとなるような資産や技術を共有するといった利点も考え得る。したがって、たとえ収益性が低くても、それを切り出すことによって、他の事業部門の収益性に影響を与えるという場合が存在する。競合他社との比較を可能にすることにより、コア事業として社内に維持する理由について経営陣が説明を求められると、こういう点も含めコミュニケーションが促進されると思う。

2点目、取締役会の構成の最適化について、松田委員から、特定事業領域の執行役が入ることで調整が難しくなるケースがあるというご指摘があったが、特定事業領域の執行役は取締役に入るべきではないと思う。CFO、CTO、CMOといったファンクショナルマネージャーが取締役会に入ることによって事業間の多面的な比較を、特に全社的な視点で行えるという点があると思う。また、取締役会のスキルマトリックスの提示も、取締役会の構成の最適化を図る上でも役立つので、非常に重要であり、強調するべきだと思う。

最後に、事業再編を容易にする組織や人事制度が考えられる。幾つかの例を申し上げてきたが、例えば、サクセッションプランを整備していくことも重要であると思う。日本企業の場合、出向が多いが、出向者であってもコアな役割を担っている場合もある。そうすると、事業を切り出す際、誰を出すか、誰を原籍会社に戻すかというような議論も出てくる。日本企業では、経営陣のサクセッションプランを整備することが多いが、事業ポートフォリオを判断する上でも、レポートラインのシニアマネジメントやできればジュニアマネジメントのレベルまで段階的にサクセッションプランを整備していくことも考えられる。それによって、事業を切り分けるときに、サクセッションプランに入っているからということで、非常に納得感のある形で売却することができる。また、買収側も事業を買う際に

必要な人材が伴っているかについて確認する上でもサクセッションプランの整備は重要であると思う。本来、サクセッションプランは、人材育成のために整備するものであるが、事業再編を可能にする人事制度の一つとしても位置づけられると思う。

【佃委員】

2点コメントをさせていただく。まず1点目、スキルマトリックスの重要性が再三指摘されているが、もちろんないよりもあった方が断然よいと思う。一方で、スキルマトリックスには限界がある点にも留意が必要であると思う。別の観点で申し上げると、財務リテラシーについて、具体的に、どのようなレベルの財務リテラシーが必要かというようなことが曖昧であるという問題もある。例えば、財務リテラシーがあると丸がついている社外取締役について、どのレベルの財務リテラシーがあるのかは全く明示されていない。今回の指針では、事業再編を企業価値向上につなげるために求められる財務リテラシーについて、具体的なレベル感や、内容等を例示していく必要があると考えている。

2点目、取締役会の監督機能の強化についてである。先ほど田村委員がおっしゃったとおり、コングロマリット企業の取締役会においては、事業戦略ではなく、全社戦略の議論を徹底すべきだと考えている。したがって、全社戦略の議論を行うにふさわしい取締役会構成になっているかということは、非常にクリティカルであり、そういった点を見直してもらうことが、取締役会の監督機能強化の第一歩になると考えている。先ほどの財務リテラシーのある独立社外取締役に関していうと、最低でも1名、できれば複数名存在することが重要であるといったことを明示するべきである。

【片山委員】

まず今回、大規模、多角化、グローバル上場企業の事業再編、ポートフォリオマネジメントの実効性向上がテーマということで、我々はほぼ当事者であると認識している。その上で2点ほど申し上げたい。まず、非常にコストの高い資本である株主資本を調達させて頂いて事業を行っているわけなので、我々としては成長が大前提であり、そのアジェンダに対して業容拡大を図ってきた結果としてコングロマリットになっているという発生メカニズムだと思う。よく売上の拡大が目的になっているといわれるが、売上拡大を目的にしたことはない。自社の領域からの染み出しの新分野への参入に過去はチャンスが多くあり、そうした分野に売上成長、そして利益成長を成功させるドライバーがあった時期が相当長

かったということは歴史的事実である。事実、その期間は専門企業よりも我々は高い利益成長を実現してきたと思う。ただ、残念ながら、現在、複数領域への事業拡大が進んだことにより、突出した事業だけで会社を語れなくなったことが問題視されているのだと思っている。したがって、現在、我々にとっては、専門メーカーにいかにか勝つか、そのための戦略、人材、コストをどうするのが大きな問題になっている。コングロマリットのメリットとしても、共有コストのレバレッジ、現有事業のシナジー、掛け算による新規事業の創出の3つは今でも存在すると思っている。しかし、カーブアウトする際、現有シナジーがなくなることと、掛け算による新規事業創出の可能性が減退することを許容したとしても、共有コストのレバレッジが負担として本体に残ってしまうことが問題となる。事業売却の場合、従業員の流動性が問題となるため、子会社上場というのも一つの有効な手段となる。スピンオフが、もし子会社上場よりもさらに踏み込んだ形で、従業員の流動性に対してプラスの効果をもたらす、明確なメリットがある形になれば実務においてより活用させることになると思う。

2点目、我々が同業他社さんの事業運営からのテイクアウェー、学びということで、2つ事例を挙げさせていただきたい。1つはソニーさんのゲーム事業である。恐らく、当該事業は、1995年からの24年間で、ROICがWACCを上回った期間はわずかであると思う。ただ、現状、営業利益率14%、3,000億を超える営業利益を稼ぎ出しておられ、非常に立派な事業になっている。過去の巨額赤字の影響で24年間の累計の営業利益率は4%弱だが、長期間にわたって我慢を繰り返されて、立派な柱をつくられた。ソニーさんのゲーム事業に対する取り組み、姿勢からは、我々がポートフォリオマネジメントをする上で、非常に重要な示唆を頂いている。我々が小さい製品群で見た社内の成功事例で振り返っても、部品事業で一番利益の出ている利益率3割の事業は、黒字化までに10年近くかかり、ここまでの規模になるのに30年近くかかっている。時間軸の問題については、インサイダーとしての企業しか知らない目線がある。これをどのように考えてポートフォリオマネジメントを行うかは、大きなチャレンジであると思う。2つ目はフィリップスさんの事例である。ここもポートフォリオマネジメントでは我々より進んでいるお会社と思っているが、20年かけて、売り上げを半分、従業員数を28万人から8万人と、劇的に縮小均衡を実現されてきた。しかし、こうした経営判断が時価総額、企業価値に反映され、価値が反転するまでに10年以上かかっている。しかも、結果としてみた場合の現在の時価総額はピークの4分の1程度にとどまっている。ヘルスケアに賭けるという判断をされ、勇気をもってポートフォリオマ

ネジメントをされたわけであるが、こうした決断には相当な覚悟が必要であることを改めて感じさせられる。

以上、1点目のスピノフについて、より従業員目線で企業側が実行する上でメリットがあれば活用しやすいという点、2点目として、時間軸の問題についての我々の判断を丁寧に説明する必要がある点、以上を申し上げておきたい。短期の収益性を計算式の厳密な運用によってポートフォリオマネジメントを実行するという事は、当然、我々も日常的にやってはいる。しかし、そういう目線を越えた長期視点での事業ジャッジメントということでみた場合の時間軸と、企業の戦略性をどのように折り合わせながら空気をつくっていくかが重要である。当事者は長く、深いコミットメントがあるので、その辺も考慮して枠組みを作って頂きたく、事業会社側の視点としてコメントさせて頂いた。

以上