

**事業再編実務指針**

**(〇〇)**

**2020年〇月〇日策定**

**経済産業省**

# 目次

1	はじめに	3
1.0	なぜ今、事業再編について考えるべきなのか	3
1.1	背景・問題意識	3
1.1.1	事業ポートフォリオの組替えや事業再編の必要性	3
1.1.2	事業の切出しの意義	5
1.1.3	日本企業において事業の切出しが進みにくい背景・要因	5
1.1.4	株主利益と多様なステークホルダーの利益との関係	8
1.2	ガイドラインの位置づけ	10
1.3	ガイドラインの目的と主な対象	11
1.3.1	目的	11
1.3.2	主な対象企業	11
1.3.3	対象事業についての考え方	12
1.3.4	用語定義等	13
2	経営陣における課題と対応の方向性	16
2.1	経営者の役割	16
2.1.1	現状と課題	16
2.1.2	経営資源の最適配分	18
2.1.3	従業員利益の確保の観点から、事業再編をどう考えるか	20
2.2	事業ポートフォリオマネジメントの在り方	21
2.2.1	現状と課題	21
2.2.2	事業ポートフォリオマネジメントの基本的考え方	22
2.2.3	事業ポートフォリオマネジメントを実施するための体制整備	24
2.2.4	事業評価の仕組みの構築と運用	27
2.3	経営目標や業績評価指標の設定及び報酬設計の在り方	35
2.3.1	現状と課題	35
2.3.2	経営目標等の設定及び報酬設計に関する基本的な考え方	37
2.3.3	経営目標等の設定の在り方について	38
2.3.4	役員報酬の設計について	39
3	取締役会・社外取締役における課題と対応の方向性	40
3.1	取締役会の役割	40
3.1.1	会社法上の位置づけ	40
3.1.2	現状と課題	41
3.1.3	取締役会における年1回以上の定期的な見直し等	42
3.2	社外取締役の役割	45

3.2.1	事業ポートフォリオに関する検討への積極的な関与	45
3.2.2	社外取締役による投資家との対話	45
3.3	取締役会の構成、多様性等	47
3.4	経営者の指名・再任や報酬設計を通じた監督機能の発揮	48
3.5	取締役会の実効性評価	49
4	投資家との対話や情報開示における課題と対応の方向性	50
4.1	投資家との対話や情報開示の充実	50
4.1.1	投資家との対話や情報開示を充実させる意義	50
4.1.2	投資家への期待	50
4.2	情報開示の充実	53
4.2.1	現状と課題	53
4.2.2	情報開示の在り方について	54
4.2.3	事業セグメントごとの情報開示の在り方	54
4.2.4	情報開示の媒体について	55
4.3	事業ポートフォリオに関する株主提案及び株主意見への対応	57
5	実行段階における実務上の工夫	59
5.1	経営陣の姿勢	59
5.2	労働組合や従業員との調整	60
5.3	最適な切出し手法（スキーム）の選択	61
5.4	企業等の取組例	65
	事業再編研究会報告書「今後の検討課題」（案）	72
	事業再編促進のための制度整備の在り方	72
	スピントフ税制の拡充	72
	スピントフの上場審査に関する課題等の整理・周知	73
	株式対価 M&A の税制	74

## 1 はじめに

### 1.0 なぜ今、事業再編について考えるべきなのか

- 足下では、新型コロナウイルス感染症の世界的な広がりにより、一時的な需要の減退による資金繰りの急激な悪化など、日本企業は極めて厳しい状況に置かれている。こうした「有事」において、対処療法に終始するか、中長期の視点から、このようなグローバル規模のショックに耐えうる強靱な企業体となるための事業構造改革（トランスフォーメーション）まで踏み込んでいけるかが、その後の成否を分けるということは、歴史の教訓である。
- 緊急事態宣言の下、かつてない規模でテレワークが行われる等、人々は強烈な体験を経て、社会全体のデジタルシフトが一気に進みつつある。こうした変化は、従来のデジタル化を加速させるものであり、「ポストコロナ」は、「コロナ前」とは異なる新たな時代となる可能性もある。
- 経営者としては、足下の危機をいかに乗り切るか、と同時に、「ポストコロナ」を見据え、時が来たら必要な手が打てるよう、中長期の経営戦略を練って（練り直して）おくという「遠近両用」の思考が求められている。
- さらに、今般の新型コロナウイルスの問題により、グローバル化がリスクの瞬時の連鎖と被害の拡大をもたらすという負の側面が明らかにされたところであるが、このような大規模ショックは今後も一定の頻度で生じることが想定される中、企業として生き残りを図ろうとすれば、現状維持あるいは既存事業の改善・改良では足りず、競争優位を築くための成長投資を継続する必要がある、これを支える収益力を確保するための構造改革を行うことは不可避であると言わざるを得ない。
- こうした強靱な企業体を作っていくことは、企業の持続可能性と付加価値創出力を高め、従業員を含む全てのステークホルダーに配分される原資（パイ）を拡大することに他ならず、少子高齢化社会における最重要課題ともいえる労働生産性の向上にもつながるものである。

### 1.1 背景・問題意識

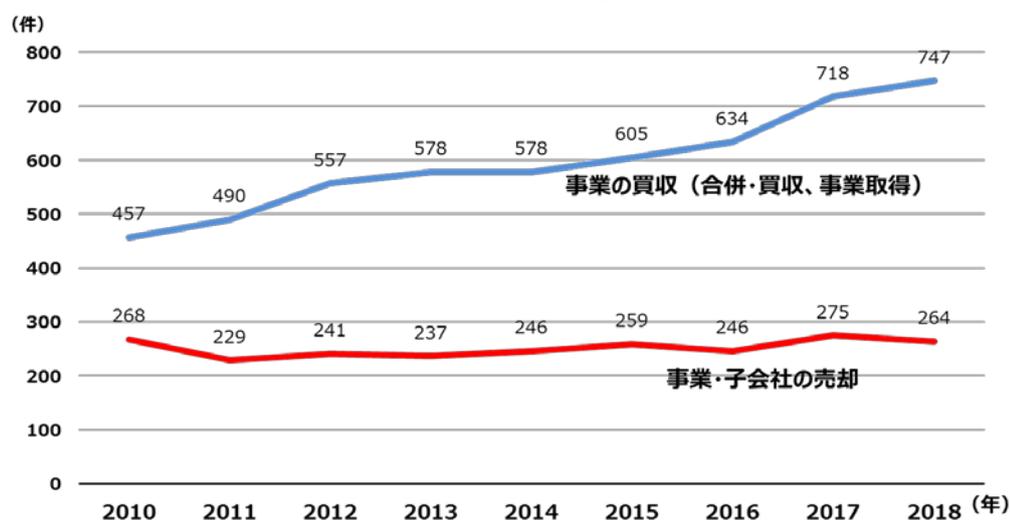
#### 1.1.1 事業ポートフォリオの組替えや事業再編の必要性

- グローバル化の進展やデジタル革命により経営環境が急激に変化する中、企業がイノベーションによる付加価値の創出や生産性の向上を通じた持

持続的な成長を実現していくためには、「両利きの経営」<sup>1</sup>を目指し、貴重な経営資源をコア事業の強化や将来の成長事業への投資に集中させることが必要とされている。

- 特に、既存の事業分野とは異なる新規分野への投資は、通常、不確実性が高く、大きなリスクを伴うため、事業ポートフォリオを不断に見直し、必要な事業再編を行い、資金効率を高めていくことがこれまで以上に重要になっている。
- こうした中で、日本企業においても、事業ポートフォリオの組替えについて、必要性の認識は広がりつつあるものの、事業の合併・買収（M&A）に比べて事業の「切出し」に対しては消極的な企業も多く、必ずしも十分に行われていない状況となっている。

### 【参考資料 1：上場企業の事業再編の推移】



(出典) レコフデータベースをもとに経済産業省において作成。

(注) 公表日ベース。

- 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」（令和元年12月19日未来投資会議）において、「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、「企業価値向上のための

<sup>1</sup> オライリー, チャールズ・A、タッシュマン, マイケル・L 『両利きの経営』（東洋経済新報社）では、企業活動における両利きは、主に「探索」（自社の既存の認知の範囲を超えて、遠くに認知を広げていこうという行為）と「深化」（探索を通じて試したことの中から成功しそうなものを見極めて、磨き込んでいく活動）という活動が、バランスよく高い次元で取れていることを指すとしており、不確実性の高い探索を行いながらも、深化によって安定した収益を確保しつつ、そのバランスを取って二兎を追いながら両者を高いレベルで行う必要があるとしている。

スピノフを含めた事業再編を促進するため、取締役会の監督機能の強化等の在り方について指針をとりまとめる。」との方向性が提示された<sup>2</sup>。

- (本年の「成長戦略実行計画」の関係部分を記載予定。)

### 1.1.2 事業の切出しの意義

- 事業環境の変化に対応し、持続的成長を実現するためには、事業のライフサイクルを踏まえた事業ポートフォリオの組替えを機動的に行うことが求められる。厳しい競争環境において、経営資源の制約がある中で持続的成長の土台を築くためには、自社の競争優位性が発揮される成長分野に経営資源を集中することが不可避と考えられ、自社が「ベストオーナー」ではない事業については、早期に見極め、スピノフによる分離・独立や他社への事業売却等による切出しを決断、実行していくことが重要となる。
- スピノフ等による事業の切出しの経済的意義については、切り出す側(親会社)にとっては、経営資源の非効率な配分に対する株式市場の懸念を払しょくすることを通じたコングロマリット・ディスカウント<sup>3</sup>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、切出しの対象となる側にとっても、独立することで自らが「主役」となることによる従業員のモチベーションの向上や、独自の成長戦略を実現するために直接リソースを調達する道が拓かれる、あるいは、「ベストオーナー」の下に移ることでコア事業に位置づけられ成長投資が得られやすくなる等、両者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。

### 1.1.3 日本企業において事業の切出しが進みにくい背景・要因

- 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等において、事業の切出しに踏み切れない傾向があると指摘されている

---

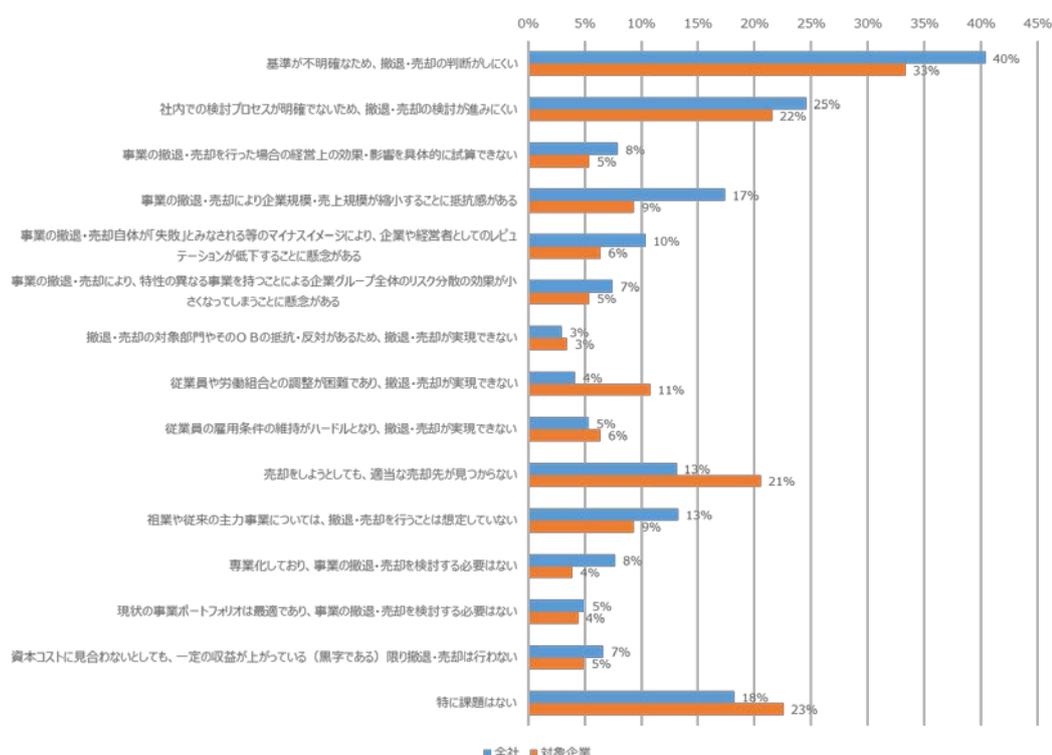
<sup>2</sup> 「スピノフを含めた事業再編促進のための環境整備」が求められる背景として、「日本企業の1社当たり事業部門数は、1990年代以降、横ばいで推移しており、事業再編は進んでいない。スピノフを活用した分離件数は、2010年から2018年の間で、米国では273件あるのに対し、日本では実績はゼロである。」と記載されている(「新たな成長戦略実行計画策定に関する中間報告」(令和元年12月19日未来投資会議))。

<sup>3</sup> コングロマリット・ディスカウントとは、複数の産業分野で活動する企業(多角化企業)が同じ産業で活動する専業企業に比べて市場から低く評価される傾向を指しており、多角化により企業価値の低下が生じていることを示唆するもの。

が、その背景には、事業ポートフォリオマネジメントを行う仕組みや基準が十分に整備されていないことに加え、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と考えられる。

- 経済産業省が実施した企業アンケート調査においても、事業撤退・売却を進める上での課題として、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。

### 【参考資料 2：事業撤退・売却を進める上での課題認識（企業アンケート調査）】



- 事業の切出しが進みにくい背景・要因としては、以下のような指摘もなされている。
  - ・ 歴史的には、メインバンクによるデット（債権者）ガバナンスの下で、債務返済の安全性を担保するとの観点から、業態・業容の維持や多角化による規模拡大とリスク分散化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、過度な企業規模拡大志向と安定志向につながっているのではないかと。
  - ・ 経営者の意識の問題としては、売上高や利益額などの PL（損益計算書）上の指標を重視する発想が強い一方、BS（貸借対照表）に基づく資本効率を重視する発想が希薄であり、「資本コスト」に対す

る意識が全体的に低いことや、「買収ありき」の価値観、OB（顧問・相談役等）が開始した事業や祖業から撤退することについて現経営陣のOBに対する忖度が働くのではないか。

- ・ 経済的側面としては、経営者がなぜ事業の切出しを決断しないかは、経営者の評価軸の問題との関連性が高く、欧米企業では、企業規模の拡大ではなく、企業価値を向上させたかどうかで測るという評価軸が明確にされており、報酬体系とも連動しているため、事業再編が進みやすいのに対し、日本企業では、企業価値向上を図るために必要な事業再編の実行（あるいは実行しないこと）に対する評価と、それが報酬へ反映される仕組みが不十分であるため、経営者のインセンティブに結びついていないのではないか。
- ・ より構造的な問題としては、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必ずしも整合しなくなっており、事業再編の際の人材の移動が円滑に行われるようにするためには、外部労働市場も視野に入れ、社内人材のスキルを可視化・標準化していく等の変革が必要である。
- このように、事業切出しは企業の持続的成長のために必要となるものであるにもかかわらず、経営者の意思決定が阻害されやすいというジレンマ（ディスインセンティブ）は、日本企業における特殊な問題ではなく、欧米企業の経営者においても共通に見られるものであるが、欧米企業では、独立取締役を中心とした取締役会によるガバナンス、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（そのための情報開示の充実等）によりこうしたジレンマの解消を図ってきているということに注目すべきである。
- 日本企業に関する実証研究においても、株式の持合いや銀行による株式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中長期の R&D 投資も積極的に行う傾向が確認されており、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になっていることが示唆されている<sup>4</sup>。
- これらを踏まえれば、日本企業においても持続的成長の実現に向けた事業ポートフォリオの組替えが積極的に行われるよう、①事業ポートフォリオマネジメントに関する経営者の役割の明確化と適切なインセンティブ設計、②取締役会の監督機能の強化、③投資家とのエンゲージメント

---

<sup>4</sup> 第2回 事業再編研究会（2020年2月14日）資料5 井上委員意見書

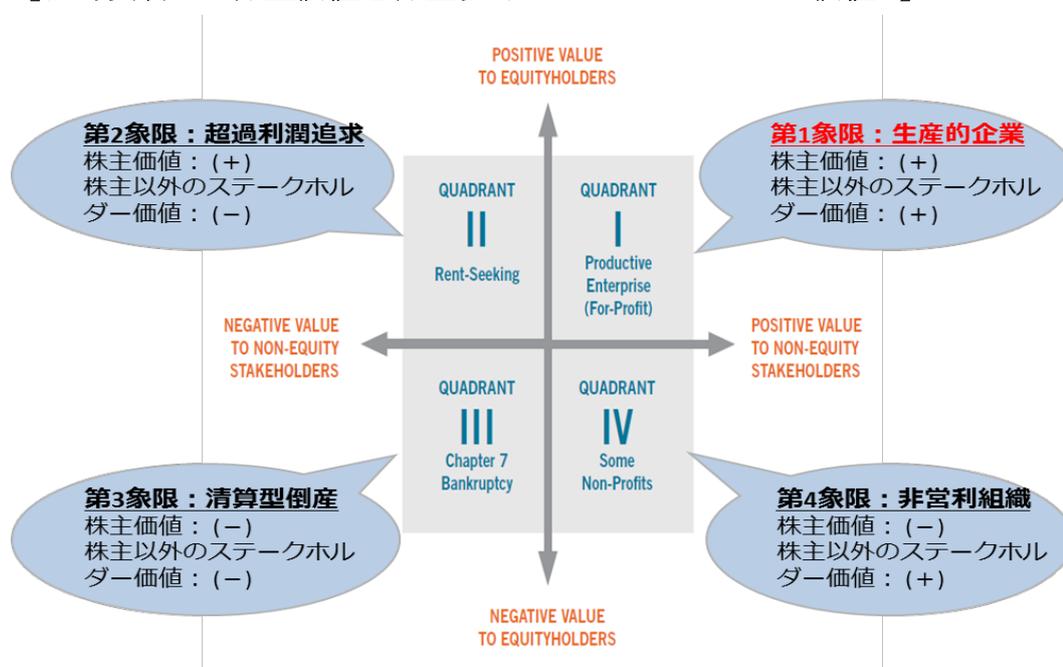
URL:[https://www.meti.go.jp/shingikai/economy/jigyo\\_saihen/pdf/002\\_05\\_00.pdf](https://www.meti.go.jp/shingikai/economy/jigyo_saihen/pdf/002_05_00.pdf)

の充実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。

#### 1.1.4 株主利益と多様なステークホルダーの利益との関係

- 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、必ずしも相対立するものではなく、少なくとも長期的には、各事業が成長し、パイ（付加価値）が拡大すれば、公正な分配<sup>5</sup>を通じて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ものと考えられる。

#### 【参考資料 3：株主価値と株主以外のステークホルダー価値<sup>6</sup>】



(出典) George Serafeim, T. Robert Zochowski and Jen Downing (2019) "Impact-Weighted Financial Accounts: The Missing Piece for an Impact Economy" Harvard Business School, pp. 12 をもとに経済産業省において作成。

(注) ○○。

- また、「株主利益」についても、機関投資家の多くは、年金基金等の資産運用を受託しているものであり、企業価値を向上させ、株主に利益を還元することは最終受益者である一般国民の利益につながるものであるということも踏まえて理解することが重要である。

<sup>5</sup> 昨今の ESG 投資の広がりとは、こうした公正な分配を担保するものとも考えられる。

<sup>6</sup> 第 4 象限に非営利組織がプロットされているのは、equity-holder（出資者。株式会社の場合は株主）以外の利害関係者に対して利益をもたらす一方、equity-holder に対しては（利益の還元を行わないという意味で）利益をもたらさない事業主体のイメージを簡潔に示す趣旨であると解される。

- この点に関して、最近では、一連のコーポレートガバナンス改革の下で、中長期的な企業価値を意識した機関投資家との対話（エンゲージメント）が進み、このような建設的な対話を通じて企業価値を向上させ、多様なステークホルダーへの利益還元等を通じて、ひいては社会全体に利益を還元していくという考え方も重要である。
- また、企業価値について、社会価値（株主以外のステークホルダー価値）と経済価値（主に株主価値）に分けて議論されることがあるが、真に社会価値が高いのであれば、中長期で見れば、社会ニーズの充足に対する適正な対価の取得を通じて経済価値もついてくる（逆も然り）はずであり、経営者には、事業のライフサイクルを考えながら、社会価値が高いと考える事業を効率的に運営することで事業の持続性を支える経済価値を高める努力が必要であるとの指摘もあった。

<参考：三菱ケミカルホールディングス株式会社における「3軸経営」>  
 企業経営を①経済合理性・効率性、②技術・知財、③サステナビリティの3軸（三次元）で解析し、これら3軸を統合したものを「企業価値」としている。



【小林委員発言（一部抜粋）】

我々は「KAITEKI 経営」と称しているが、企業経営は三次元で解析するのが分かりやすいのではないかと思う。Management of Economics (MOE)、Management of Efficiency が X 軸である。これは PL、BS、キャッシュフロー

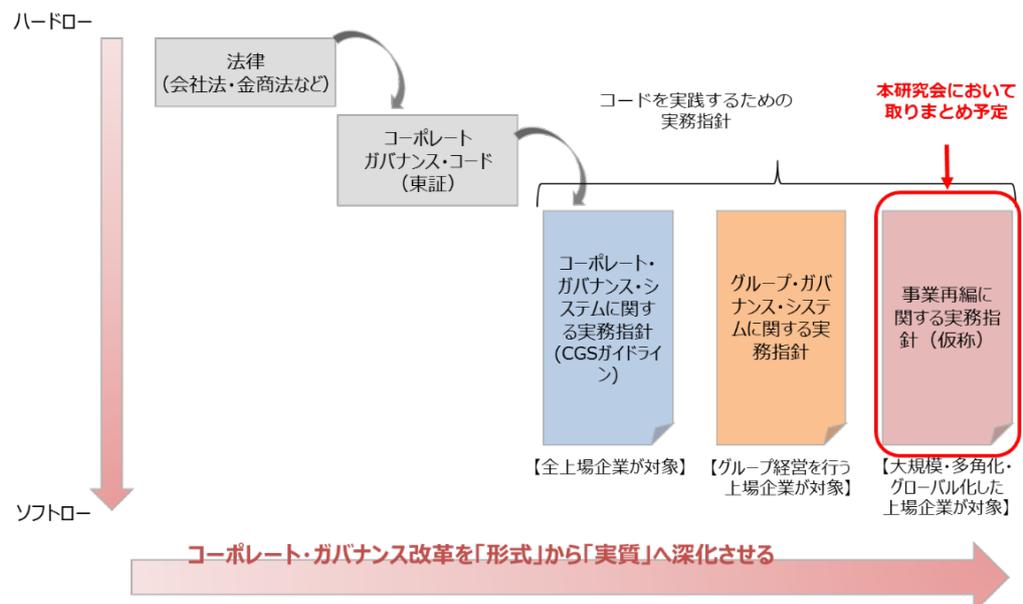
という極めて古典的で定量的なフォーマットで四半期ごとに評価されるもので、従来一般的にマーケット価値と見なされてきた。

10年、20年というスパンで実現、評価すべき、知財やインタンジブルな技術力を含む Management of Technology (MOT) が Y 軸である。Z 軸は 100 年単位の環境や社会性の軸で、Management of Sustainability (MOS) と呼んでいる。最近ではまさに ESG 投資や SDGs と直接に関連している軸である。当社は 3 軸のベクトルの総和を真の企業価値と理解して「KAITEK 価値」と呼んでいる。

## 1.2 ガイドラインの位置づけ

- 本ガイドラインは、「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）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について深掘りするものである。
- また、「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である。

### 【参考資料 4：ガイドラインの位置づけ】

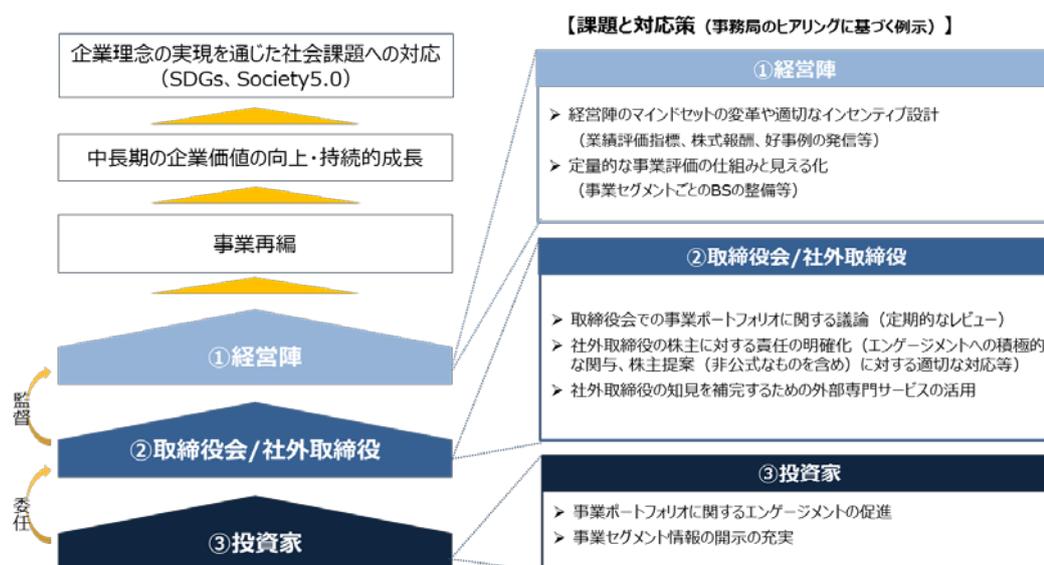


## 1.3 ガイドラインの目的と主な対象

### 1.3.1 目的

- 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見られるという現状を踏まえ、本ガイドラインでは、持続的成長の実現に向け、事業再編を促進するため、①経営陣（第2章）、②取締役会（特に社外取締役）（第3章）、③投資家（エンゲージメント）（第4章）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を整理するとともに、事業の切出しを円滑に実行するための実務上の工夫（第5章）について、ベストプラクティスとして示したものである。

#### 【参考資料5：ガイドラインの概要】



- 主な対象企業（下記 1.3.2）において、適切な事業ポートフォリオマネジメントを実践する際の指針となるとともに、機関投資家のエンゲージメント活動や、取締役の選任議案等に対する議決権行使において参照・活用されることも期待される。

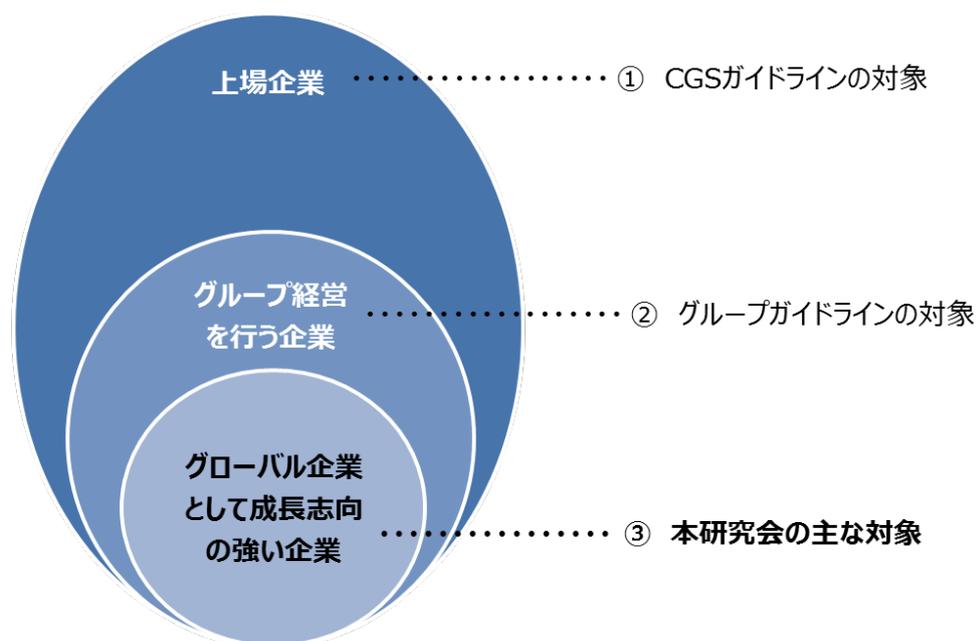
### 1.3.2 主な対象企業

- 上記の目的を踏まえ、本ガイドラインの主な対象としては、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」を想定しており、その中でも特に「市場や資金調達面でグローバル化を図り、グローバル競争の中で持続的な成長を目指す企業」を主な対象としている。

- しかしながら、非上場企業や中堅上場企業を含め、必ずしもこうした類型に該当しない企業についても、各社の置かれた状況や目指す方向性に応じて、本ガイドラインを参照し、社内の検討に活かしていくことが期待される。
- 例えば、事業分野が単一の専門企業においても、グローバル競争の中で持続的成長を目指す限り、例えばブランドやプロダクトレベルでのポートフォリオの新陳代謝は求められるものであり、さらに長期で見れば、産業分野レベルでの再編も視野に入れることは有意義であり、本ガイドラインの基本的な趣旨は妥当しうるものとも考えられる。

#### 【参考資料 6：ガイドラインの主たる対象】



#### 1.3.3 対象事業についての考え方

- 対象事業の位置づけや状況により、最適な切出し手法（スキーム）の選択等、対応の在り方も異なりうる。例えば、優良なノンコア事業であればスピンオフの対象となりやすいのに対し、業界全体として構造的に低収益の本業であれば、ジョイントベンチャー方式や企業単位の再編も選択肢となり得る。

- 従来は、低収益事業を抱え込むことが日本企業の収益性を引き下げていることが問題とされ、不採算部門の整理により収益力向上を図るという方向で議論されること<sup>7</sup>が多かったが、本ガイドラインでは、一步進め、現時点では収益性の高い事業であっても、自社の下で成長戦略の実現が難しい場合には、切り出す側と切出しの対象となる側の双方にとって、早期に切り出すことで持続的成長の実現を図ることが重要であるとの考え方を基本としている。
- このような事業の位置づけや状況に応じた対応の在り方の多様性を踏まえつつ、事業ポートフォリオの見直しにおいては、長期の時間軸と企業経営のダイナミズムを意識して、企業としての持続的成長を実現し、それぞれの事業のポテンシャルを最大限発揮させるため、祖業やかつての本業も含めて聖域を設けずに、常に将来志向で、自社がベストオーナーかどうかという観点から、柔軟かつ大胆に取り組むことが重要である。

#### 1.3.4 用語定義等

- 本ガイドラインにおける次に掲げる用語の意味は、主として以下の意味で用いることとする。

用語	定義
グループ	「株式会社、その親会社・子会社から成る企業集団」を指す（会社法施行規則 100 条 1 項参照）。
子会社	会社法上の「子会社」、すなわち、「会社はその総株主の議決権の過半数を有する株式会社その他の当該会社がその経営を支配している法人として法務省令で定めるもの」を指す（会社法 2 条 3 号）。
親会社	会社法上の「親会社」、すなわち、「株式会社を子会社とする会社その他の当該株式会社の経営を支配してい

<sup>7</sup> 事業再編の円滑化に向けた「残された課題」として、「企業において、大胆な経営判断が必ずしも十分になされておらず、変革よりも現状維持に力点がおかれている。その結果、収益性が低い事業を抱え込み続けており、事業ポートフォリオの機動的な見直しや、経営資源を成長性・収益性を見込める事業に振り向けていくための取組が進んでいない。」としている（『未来投資戦略 2017 -Society 5.0 の実現に向けた改革-』（平成 29 年 6 月 9 日））。

	る法人として法務省令で定めるもの」を指す（会社法2条4号）。
企業価値	会社の財産、収益力、安定性、効率性、成長力等株主の利益に資する会社の属性またはその程度をいい <sup>8</sup> 、概念的には、企業が生み出すキャッシュフローの割引現在価値の総和を想定するもの <sup>9</sup> である <sup>10</sup> 。
事業の切出し	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行うものであって、スキームとしては事業売却（会社分割、事業譲渡、子会社株式売却）やスピンオフ等を想定。（なお、事業ポートフォリオの整理の方法としては、事業の撤退・縮小ということも考えられる。）
スピンオフ	既存の子会社の株式又は切り出した事業を承継させた子会社の株式を、親会社の株主に対して、その保有株式数に応じて交付することにより、当該子会社または事業を切り離し、経営を独立させる仕組みを指す。
ベストオーナー	当該事業の企業価値を中長期的に最大化することが期待される経営主体を指す。具体的には、当該事業を重要で優先すべき分野として位置づけ、当該事業から付加価値を創出するオペレーション能力が他社に比べて高い、経営戦略上当該事業をコア事業と位置づけて成長投資を行う意思とそのための経営資源を保有している等、その組織能力（capability）や資本力を活かし

<sup>8</sup> 経済産業省・法務省「企業価値・株主共同の利益の確保又は向上のための買収防衛策に関する指針」2頁（2005年5月27日）参照。

<sup>9</sup> 企業価値研究会「近時の諸環境の変化を踏まえた買収防衛策の在り方」1頁（2008年6月30日）参照。

<sup>10</sup> この点については、経済産業省「企業価値報告書～公正な企業社会のルール形成に向けた提案～」（2005年5月27日）においては、企業価値は、株主に帰属する株主価値と幅広いステークホルダーに帰属する価値の合計であり、ステークホルダーの会社に対する貢献の向上は長期的な企業価値の向上につながり得るとの整理がされている。また、経済産業省「「持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～」プロジェクト（伊藤レポート）」（2014年8月）においては、企業価値についての異なる複数の考え方が紹介された上で、企業価値のうち株主にもたらされる付加価値（株主価値）に焦点を当てつつも、株主価値を独立に捉えるのではなく、顧客、従業員、取引先等の株主以外のステークホルダーに対する付加価値の創造が、ひいては株主価値の創造につながることを意識すべきとの提言がされている。

	て競争優位を築き、当該事業の成長戦略を実現する可能性が他社より高いと見込まれる企業が該当する <sup>11</sup> 。
事業ポートフォリオ	企業が手掛けている事業の組合せを指す <sup>12</sup> 。
資本コスト	自社の事業リスクなどを反映した資金調達に伴うコストであり、資金の提供者が期待する収益率をいう。負債の資本コストは金利がこれに当たる。本文中、特記のない場合は株主資本コストと有利子負債の金利を加重平均した加重平均資本コスト（WACC：Weighted Average Cost of Capital）を想定している。
企業アンケート結果	経済産業省において、2019年11月から2020年1月にかけて、東証1部・2部の上場企業を対象に実施した「平成31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）」の結果 <sup>13</sup> に基づくものである。
社外取締役アンケート結果	経済産業省において、2019年11月から2020年1月にかけて、東証1部・2部の上場企業の全社外取締役を対象に実施した「平成31年度コーポレートガバナンスに関するアンケート調査（社外取締役向け）」の結果 <sup>14</sup> に基づくものである。

<sup>11</sup> 一般に、自社の認識する当該事業の価値よりも高い買収価格を提示する買い手は、それだけのシナジーの創出を見込んでいるということであり、当該事業のベストオーナーである可能性が高い。

<sup>12</sup> 金融用語としては、「リスクコントロールのための分散投資」という意味で使われることが多いが、「事業ポートフォリオ」については、「分散（すべき）」という趣旨で用いているものではない。

<sup>13</sup> 「平成31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）」は、経済産業省がPwCあらた有限責任監査法人に委託して実施した。

・回答率……東証1部：〇〇.〇%、東証2部：〇〇.〇%

・回答企業数…東証1部：〇〇〇社、東証2部：〇〇〇社

本調査の実施要領及び詳細結果については、以下を参照。

URL:

<sup>14</sup> 「平成31年度コーポレートガバナンスに関するアンケート調査（社外取締役向け）」は、経済産業省がPwCあらた有限責任監査法人に委託して実施した。

・回答率……東証1部：〇〇.〇%、東証2部：〇〇.〇%

・回答企業数…東証1部：〇〇〇社、東証2部：〇〇〇社

本調査の実施要領及び詳細結果については、以下を参照。

URL:

## 2 経営陣における課題と対応の方向性

### 2.1 経営者の役割

経営者<sup>15</sup>の第一の使命（本務）は、企業（事業）の持続的成長を実現する観点から、ステークホルダーから託された経営資源（資金、人材、技術等）の最適配分（投資）を行うことであり、そのために、事業ポートフォリオの最適化を図りつつ、既存の事業ポートフォリオによる価値創造を最大化すべく、事業部門を超えるシナジーの創出を図ることである。

#### 2.1.1 現状と課題

- 上記の通り、経営資源の最適配分を行うことは経営者の重要な使命であり、そのために必要な事業再編を決断・実行することが期待されるが、現状、事業の切出しを含めた事業再編に対する経営者の意識は必ずしも積極的なものではないとの指摘もある。

#### 【参考資料7：社長・CEO向けアンケート結果】

- 近年、経営者や経済団体からも、企業の収益力の向上を通じた持続的成長を実現するために、事業ポートフォリオの組替えに対する意識改革の必要性が指摘されている。

（上記 1.1.3 参照）

<参考：公益社団法人経済同友会「収益力を強化する事業組換えの実践」<sup>16</sup>>

公益社団法人経済同友会は、2016年6月に「収益力を強化する事業組換えの実践」を公表。この中で、「事業の新陳代謝を阻害する経営者の「心の内なる岩盤」として具体的に以下の内容を指摘している。

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  
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

<sup>15</sup> ここでは主に、複数事業部門を有する企業グループの本社のCEOを想定している。

<sup>16</sup> 公益社団法人経済同友会「収益力を強化する事業組換えの実践」（2016年6月）  
URL:[https://www.doyukai.or.jp/policyproposals/articles/2016/pdf/160624a\\_01.pdf](https://www.doyukai.or.jp/policyproposals/articles/2016/pdf/160624a_01.pdf)

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。

## I：資本効率に関する日本企業の課題

### 2. 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ない最大の理由は、以下のような経営者の心の内なる岩盤にこそある。

#### 【経営者の内なる岩盤】

- ・ 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。

## II：収益力の高い企業への変革をー新陳代謝を阻害する岩盤の打破

### 1. 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。

## 2.1.2 経営資源の最適配分

### (持続的成長のための意義)

- 上記の通り、経営者には、事業ポートフォリオの最適化とシナジーの創出を両輪として取り組む責任があり、(本ガイドラインの主な対象である)複数事業部門を有するグループ企業の本社 CEO であれば、事業部門間の経営資源の配分を見直し、必要な調整を行うことは常時なされるべきことといえるが、こうした事業ポートフォリオの見直しや組替えは、より長期の時間軸で考えれば、専門の企業にとっても、重要な経営課題といえる。
- 既存企業が経営環境の変化を乗り越え、持続的成長を実現するためには、①既存事業の効率化と漸進型改善(知の「深化」)と②新規事業の実験と行動(知の「探索」)の両者を同時に行うことで、イノベーションを起こしていく「両利きの経営」を目指すことが求められる。
- 過去に経験のない中で、自社が競争優位を獲得しうる新規分野・方向性を見極めた上で、戦略的な投資を行っていく必要があるが、こうしたリスクの高い成長投資については、自前のエクイティ性の資金である営業キャッシュフローを充てるのが適切であるため、既存の事業におけるキャッシュ創出力を高めつつ、成長が見込まれず、自社の経営戦略に合致しない事業の温存のために費消されないよう、事業ポートフォリオの最適化が欠かせない。
- そのため、経営資源の配分について大きな変革を決断、実行していくことが求められ、経営トップが本気で取り組まなければ成し遂げられないものである。

## (事業ポートフォリオの最適化)

- 事業ポートフォリオの最適化を図るためには、自律的・主体的に不断の見直しを行うことが必要であり、資本コストも意識しつつ、そのための体制整備や仕組みの構築を行うことが重要である。
- 事業ポートフォリオの変革は、時に痛みを伴うものであるため、その成否は経営トップの本気度によるということを意識すべきである。

### 【参考資料 8：取組事例（株式会社日立製作所）】

(出典) 統合報告書 2019 をもとに経済産業省において作成。  
(注) 〇〇。

### 【参考資料 9：取組事例（ソニー株式会社）】

(出典) Corporate Report 2019 統合報告書をもとに経済産業省において作成。  
(注) 〇〇。

## (シナジーの創出)

- 事業ポートフォリオの最適化を図りつつ、既存の事業ポートフォリオにおけるシナジーを最大限創出するためには、個々の事業部門との提携的なレビュー、事業部門横断的な機能を担う「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考えられる。

### (事業ポートフォリオとシナジーの関係)

- 複数の事業部門を有する企業においては、事業部門間に一定のシナジーが存在するのが通常であるが、こうしたシナジーの存在は、複数の事業部門を有する理由としては、必ずしも十分ではない。複数事業部門を束ねて経営する合理的理由について、それらの事業部門が一つのビジネスモデルで貫かれており、事業シナジーの創出等のメリットが、マネジメントの複雑化やそれに伴う管理コストの増大、経営のフォーカスが鈍る等、複数事業部門を抱えることのコストを上回っているかどうかという比較衡量の視点から、取締役会で議論を行い、投資家に対して説明責任を果たすことが求められる。(下記 2.2.4 (定性評価の指標・視点の在り方) 参照)

### 2.1.3 従業員利益の確保の観点から、事業再編をどう考えるか

- 日本企業において事業の切出しが行いにくい構造要因として、新卒一括採用・年功賃金・終身雇用を核とする労働慣行（それを前提とした従業員の「就社」意識や期待感）や労働市場の流動性の低さ、これらを踏まえた経営者の雇用維持に対する責任感（従業員をグループの外に出すことに対する抵抗感）が挙げられることが多い。
- しかしながら、自社がベストオーナーではない事業を抱え続けていても、十分な成長投資が行われず、事業としての成長戦略を描くことは難しく、長期的に見れば従業員の利益とはならないと言わざるを得ない。
- 他方、そうした事業の切出し（売却）により「ベストオーナー」に託すことは、事業の成長、ひいては従業員利益の確保につながるものであり、経営者の重要な役割である従業員利益の確保を図るためにも、早期の決断が重要である<sup>17</sup>。
- 事業切出しを検討する基準・タイミングについては、現状、「3年度連続赤字」等を基準とする例も少なからず見られるが、PL上の赤字となつてからでは遅く、そのような状態になってからでは、売却先を見つけることも困難で、大きな痛みを伴う事業の撤退や大幅縮小（リストラ）を余儀なくされるおそれもある。

#### 【参考資料 10：事業撤退・売却のための基準（企業アンケート調査）】

- そのため、少なくとも、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、自社で抱えた状態では持続可能性を失っているということであるため、その事業が傷む前に、例えば PL 上は黒字であっても資本収益性（ROIC 等）がハードルレートを下回った段階で売却する決断ができれば、通常は売却先（ベストオーナー）を見つける可能性

---

<sup>17</sup> 欧米企業（特に日本に近い雇用責任を有する独・仏等）においても、ノンコア事業の切出しに当たって、従業員の雇用・処遇の問題は意識されているが、売却せざるを得ない状況になるまで売却を先延ばしにすることは、従業員にとっても不幸な結果を招くため、従業員のためにも早期の事業売却が重要と考えられている。詳細については、経済産業省『グループ・ガバナンス・システムに関する実務指針』（2019年6月28日公表）の54-55頁を参照。

URL:[https://www.meti.go.jp/press/2019/06/20190628003/20190628003\\_01.pdf](https://www.meti.go.jp/press/2019/06/20190628003/20190628003_01.pdf)

も高まると考えられ、価格交渉のみならず雇用・処遇の維持や調整も行いやすく、結果としてその事業に従事する従業員の長期的な利益に資することになる<sup>18</sup>。

- 更にいえば、仮に一定以上の売上や利益を上げていても、同業他社との比較において、自社の今後の経営戦略に照らして、自社がベストオーナーとはいえなくなった場合には、早期にキャッシュ化して、自社が競争優位を有する分野への成長投資に振り向けていくという発想が望まれる。このように、将来想定される事業環境の変化を見据えたうえで、先行して手を打つ必要がある場合において、事業切出しの適切なタイミングを判断する上で、過去の財務指標は必ずしも有効な判断材料にならない可能性があることにも留意すべきである。
- 事業ポートフォリオの組替えは、従業員の技能の価値や必要な人材の対象にも変容をもたらすものであり、人材マネジメントにおいても、事業再編に備えて普段から個々の従業員の能力の可視化や標準化等の対応が必要であり、そのためには各従業員の職種、業種あるいは過去の業務内容までを含んだデータの蓄積が重要になると考えられる。
- また、事業切出しの実行段階でプロセスをスムーズに進めるためにも、普段から、組合を含めた従業員とのコミュニケーションを充実させ、中長期の経営方針や、自社の成長戦略を実現するために事業ポートフォリオを見直すことの意義について従業員の理解を深めておくことが重要である。（下記 5.2 参照）

## 2.2 事業ポートフォリオマネジメントの在り方

### 2.2.1 現状と課題

- 現状、複数事業部門を有する日本企業において事業ポートフォリオの見直しが十分行われていないことの主な要因として、以下のような点が指摘されている。

---

<sup>18</sup> 事業の切出しを行う時点では様々な利害関係者からの反発もあるが、中長期的な視点で見れば従業員の利益にも資するという意味で、財務指標を重視する ROIC 経営の本旨は「人本主義経営」にあるともいえる、との意見があった。

- ・ 各事業部門の権限が強く、グループ本社（コーポレート部門）の横串機能が相対的に弱いこと<sup>19</sup>
  - ・ 執行役員や取締役が特定の事業部門の利益を代表する立場で、全社的なマネジメントの目線になり切れていないこと
  - ・ コーポレート担当の役員（いわゆる「CXO」）の各々の役割と責任が明確になっていないこと
  - ・ 特に、企業財務の責任者であるべき CFO の機能発揮が不十分であり、中期経営計画の策定等、事業ポートフォリオ戦略を検討するプロセスにおいて財務的な規律が働きにくいこと
  - ・ 事業（セグメント）別のバランスシート（以下「BS」）が整備されておらず、資本収益性を勘案した定量的な事業評価が困難であること
- アンケート調査結果でも、「事業の撤退・売却を行う際の課題」として多く挙げられたのが、「基準が不明確で判断しにくい」、「検討プロセスが明確でないため、検討が進みにくい」、「企業規模が縮小することへの抵抗感」であった。（上記 1.1.3 参照）
  - こうした現状を踏まえ、事業の切出しを含めた事業ポートフォリオマネジメントを適切に行うため、その基本的な考え方を示した上で、実施の基盤となる社内の体制整備と事業評価の仕組みについて、以下、整理する。

## 2.2.2 事業ポートフォリオマネジメントの基本的考え方

- 複数の事業を有する企業においては、事業ポートフォリオについて、現状をどう評価し、持続的成長のためにどのような在り方を目指し、その実現に向けてどのようにマネジメントを行っていくのか、ということは、「経営の基本方針」の重要な要素であると考えられることから、「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、単に執行を監督するということにとどまらず、主体的に決定すべき事項である。（下記 3.1.1 参照）

---

<sup>19</sup> グループガイドラインでは、「日本の多角化企業においては、伝統的に各事業部門（いわば縦のラインであり、特に中核事業部門が該当）の権限・影響力が強く、各部門の「部分最適」が優先される傾向があり、グループ本社（コーポレート部門）において、グループ全体の司令塔として各事業部門に対して「横串」を通して、経営資源の最適配分や、事業評価や実効的な経営管理のための共通プラットフォームを構築するといった機能が必ずしも十分発揮されていないのではないか」という組織上の問題が指摘されている。

- 経営者においては、こうした位置づけを踏まえつつ、経営の最重要課題として事業ポートフォリオマネジメントに取り組むことが求められる。まず、執行責任者として事業ポートフォリオの基本方針の原案を立案し、取締役会に付議するとともに、取締役会において決定された基本方針に基づく執行と、その状況に応じて見直しの立案・付議を行う役割を担い、事業ポートフォリオマネジメントの主役であることに変わりはない。
- 事業ポートフォリオマネジメントの基本は、以下の通り、①企業理念・価値基準に基づき、②ビジネスモデルを明確化し、経営戦略を策定した上で、③事業ポートフォリオを定期的に見直す仕組みを構築し、これを適切に運用することである。

#### ① 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、どのよう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）。

#### ② ビジネスモデル・経営戦略：

- ①の企業理念・価値基準に基づき、自社のビジネスモデル<sup>20</sup>を明確化した上で、グローバルな競争環境を踏まえ、企業価値向上に向け、経営戦略を策定する。
- 特に複数の異なる事業を保有する場合、「コングロマリット・ディスカウント」の問題も意識して、複数事業を持つ合理的理由（事業シナジーの創出のメカニズム等、価値創造ストーリーや経営戦略との整合性）について、投資家等に対しても説明できるよう、明確化することが求められる。
- 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が必要である。

<sup>20</sup> 経済産業省『企業と投資家の対話のための「価値協創ガイドランス」（価値協創のための統合的開示・対話ガイドランス ― ESG・非財務情報と無形資産投資 ― ）』（2017年5月公表）では、「ビジネスモデルとは、企業が事業を行うことで、顧客や社会に価値を提供し、それを持続的な企業価値向上につなげていく仕組みである。具体的には、有形・無形の経営資源を投入して製品やサービスをつくり、その付加価値に見合った価格で顧客に提供する一連の流れを指す。」とされている。

### ③ 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と運用

- 事業ポートフォリオについては、事業のライフサイクルや経営環境の変化により、その最適な在り方は常に変化しうるため、①、②を踏まえつつ、中長期の企業価値を向上させ、持続的成長を実現する観点から、定期的な見直し（レビュー）を行い、その最適化のために変革（組替え）が必要な場合には、適時に事業再編を決定・実行するための仕組みを構築し、着実に運用することが求められる。
- こうした事業ポートフォリオマネジメントの仕組みとして、社内の実施体制の整備（検討プロセスの明確化を含む）（下記 2.2.3 参照）と、事業ポートフォリオの見直しのベースとなる各事業の評価基準の明確化（定量・定性両面の指標の設定を含む）（下記 2.2.4 参照）が行われるべきである。
- その際、財務的な規律づけを行うことが重要となるが、その前提の一つとなるのが「資本コスト」の把握である。
- （「資本コスト」のうち）株主資本コストについては、一定の方法により理論値を算定することはできるものの、実務においては、具体的な数値として一義的に定まるもの（あるいは定めるべきもの）ではなく、様々な投資家の期待収益率の均衡値として市場において決定される性質のものであることを踏まえ、投資家との対話を通じて、おおよその目安（相場観）を共有すること<sup>21</sup>が重要である。

#### 2.2.3 事業ポートフォリオマネジメントを実施するための体制整備

- 上記の通り、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ものであり、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望ましい。（特定の事業部門を所掌する経営陣が取締役として検討に参画する場合の留意点については、下記 3.1.3 参照）
- 取締役会での議論のベースとなる事業ポートフォリオの現状分析や方針案については、経営陣が作成することとなるが、責任者を明確にした上で推進体制を整備することが重要となる。

---

<sup>21</sup> その際の一つの参考情報として、例えば東証の業種別のデータベースを参照することも有意義である。

<sup>22</sup> その際、事業リスクを十分カバーしつつ、資本コストを最小化するための最適な負債と自己資本の比率を考えることも重要となる。

- 取締役会で議論するのに先立ち、経営会議等で検討する際も、特定の事業を所掌する経営陣ではなく、事業部門横断的なコーポレート部門の取締役が主導して行うことが望ましい。

### 【参考資料 11：取組事例（株式会社三菱ケミカルホールディングス）】

（出典）第 2 回事業再編研究会 小林委員提出資料をもとに経済産業省において作成。  
（注）〇〇。

### 【参考資料 12：取組事例（三井物産株式会社）】

（出典）三井物産株式会社 HP、統合報告書 2019 をもとに経済産業省において作成。  
（注）〇〇。

### 【参考資料 13：取組事例（J.フロント リテイリング株式会社）】

（出典）J.フロント リテイリング株式会社 HP、統合報告書 2019、IR 事業戦略説明会資料（2019 年 7 月 23 日）をもとに経済産業省において作成。  
（注）〇〇。

## （CFO の機能強化）

- 事業ポートフォリオマネジメントにおいては、全社的（グループの全体最適）な観点から経営資源の適切な配分（あるいは再配分）により、キャッシュを創出して成長投資に回すことで、企業の持続的成長を実現するため、市場環境や競合他社との比較等も踏まえた財務的な規律付けを行っていくことが極めて重要であり、その担い手となるべき役職が CFO である。
- CFO とは、本来、単なる経理・財務の部門長ということにとどまらず、①事業ポートフォリオを踏まえた事業リスクの評価・分析を行った上で、事業リスクに見合った最適な資本政策を立案・遂行する<sup>22</sup>とともに、②企業財務の観点、つまり、いかに適切な資金の配分（投資）により将来キャッシュフローの最大化を図るかという観点から、CEO のパートナーとして、経営戦略の策定・実行に主体的に関与し、③企業財務の責任

<sup>22</sup> その際、事業リスクを十分カバーしつつ、資本コストを最小化するための最適な負債と自己資本の比率を考えることも重要となる。

者として、投資家に対する説明責任を果たすことを職責とする役職である<sup>23</sup>。

- 欧米企業においては、こうした機能を発揮する CFO が多く、CEO と並びそのステータスが確立されているのに対し、現状、日本企業では、「CFO」が制度会計を主な職責とする経理部門や資金調達を主な職責とする財務部門の長として位置づけられることが多く、経営企画部門を中心とした中期経営計画の策定や経営資源の配分のプロセスに必ずしも十分な関与ができておらず、CFO 本来の機能と権限を有するものになっていないのではないかとの指摘がある<sup>24</sup>。
- 日本企業においても、CFO が本来の役割を果たせるよう、その機能強化を図り、事業ポートフォリオに関する議論に主体的に関与し、こうした財務的規律・統制を働かせていくという積極的な役割が期待される。
- そのため、CFO の人材育成や登用については、財務・経理部門出身者ということを経験とせず、事業部門等での幅広い経験を有する人材を積極的に登用することが期待される<sup>25</sup>。
- また、CFO の機能発揮を支える環境整備として、本社（CEO を始めとする経営陣及び経営企画部門等のコーポレート部門）や事業部門幹部等の財務リテラシーの向上や、事業部門別の BS やキャッシュフローの把握のためのデータインフラの整備・向上を行うことも期待される。（下記 2.4 参照）

### （経営企画部門等との機能連携）

- 現状、日本企業では、経営戦略の策定や、予算等の経営資源の配分は、「経営企画部門」が担うことが多いが、これらのプロセスにおいて、経理・財務部門との連携が必ずしも十分ではないとの指摘があることを踏まえ、CFO が企業財務の統括責任者として、財務的な規律付けを行っ

---

<sup>23</sup> デロイト トーマツ グループ「実践 CFO 経営 これからの経理財務部門における役割と実務」（2018年4月）を参照。

<sup>24</sup> 「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の指摘があった。」（「グループガイドライン」注 50 参照）

<sup>25</sup> 財務・経理部門の経験がない場合でも、ビジネススクール等による企業財務に関する実務家向け研修を受講する等により、必要な財務の知見を習得することは必須である。

ていくことが求められる。

- このため、経営企画部門を所掌する CSO 等のラインと財務部門を所掌する CFO ラインとの意思疎通をよくして連携を進め、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。こうした観点から、両ラインの担当役員を兼任させ、両ラインの一元化を図っている事例もあり、こうした対応も一つの方法として有効であると考えられる。

(CTO 等の役割の重要性)

- 近年、TCFD（気候変動関連財務情報開示タスクフォース（Task Force on Climate-related Financial Disclosures））の取組の進展等も踏まえた ESG 投資への対応が重要となっている中で、事業ポートフォリオの議論に技術革新やイノベーションに関する視点を入れることがより一層求められるようになっており、CTO（Chief Technology Officer）や CIO（Chief Innovation Officer）の役割や連携強化も重要であると考えられる。

#### 2.2.4 事業評価の仕組みの構築と運用

- 資本コストを上回る利益を上げながら持続的成長のための攻めの投資を続けていくために、事業のライフサイクルや経営環境の変化に合わせて事業ポートフォリオを不断に見直し、最適化を図っていくことが不可欠であり、その出発点となるのが既存の各事業についての評価分析である。
- その際、最も重要な視点が、その事業にとって自社が「ベストオーナー」か、つまり、その事業の成長戦略を実現するうえで、他社への売却や独立をさせた場合と比較しても、自社（グループ）で抱えておくことが最良の選択肢といえるか、ということである。
- 事業ポートフォリオマネジメントにおいては、多様な考慮要素があり、一定の定量基準を一律・機械的に当てはめて判断すべきものではないことは当然であるが、従来、多くの日本企業においては、財務的観点からの定量的な事業評価が十分に行われない（あるいは対外的に説明がされない）まま、「シナジーがあるから」という抽象論に終始する傾向が見られたという指摘も踏まえ、事業ポートフォリオの合理性について、可能な限り定量評価に基づく検討を行うことは重要である。

- 以下は、こうした観点から、事業ポートフォリオマネジメントにおける事業評価の仕組みについて、先進企業における取組を参考に、各社で検討する際に基本形として参照されるべきベストプラクティスを示すものである。

#### 【参考資料 14：取組事例（株式会社三菱ケミカルホールディングス）】

（出典）第 2 回事業再編研究会 小林委員提出資料をもとに経済産業省において作成。  
（注）〇〇。

#### 【参考資料 15：取組事例（株式会社日立製作所）】

（出典）統合報告書 2019 をもとに経済産業省において作成。  
（注）〇〇。

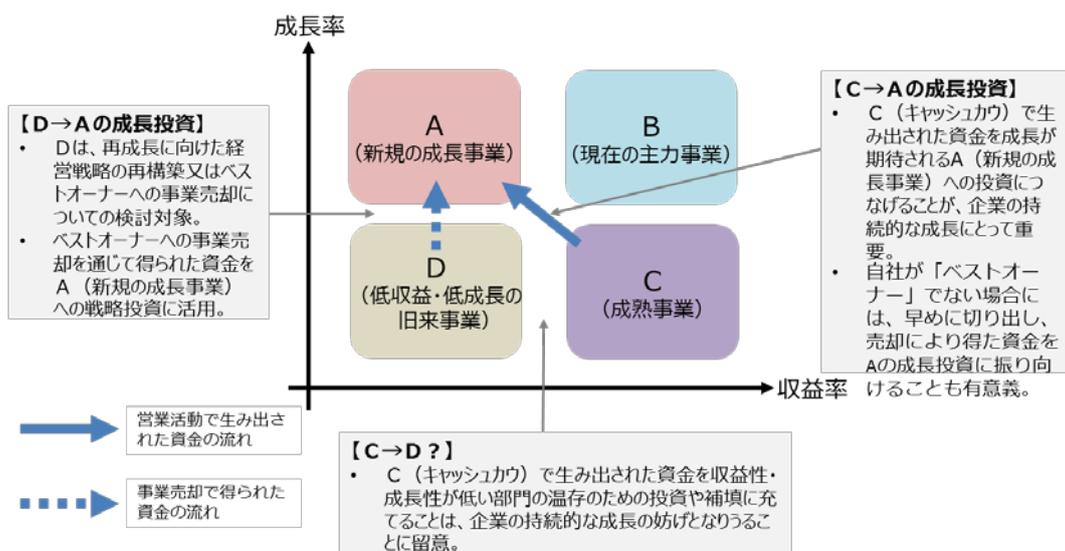
#### （「4 象限フレームワーク」について）

- 持続的成長の実現に向け、事業ポートフォリオマネジメントを適切に行うためには、事業ごとに資本収益性と成長性を共通のベースとして統合的に把握することで、資本コストを踏まえつつ、成長投資により付加価値（資本コストを上回る将来収益の現在価値の総和（EVA：Economic Value Added））の拡大を図っていくことが求められる。
- ここで、資本収益性と成長性を事業評価の基本軸とし、これら 2 つの評価指標を「統合的に把握」する趣旨は、企業の創出する付加価値(利益)は投下資本と資本収益性を掛け合わせたものであり、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う好循環がもたらされることが期待されるためである。
- こうした観点から、資本収益性と成長性を軸として事業評価を行う標準的な仕組みとして、例えば、以下のような「4 象限フレームワーク」を活用することが有効である。
- 「4 象限フレームワーク」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、ビジネスモデルや中長期の経営戦略等、企業としての基本的な方向性を前提としたうえで、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の在り方について取締役会等で検討する際に共有しておくべき枠組み

（「ものの考え方」）であり、基本的なマネジメントツールとしても活用が期待されるものである。

- 言い換えれば、資本収益性と成長性の両軸の下で各事業をプロットすることで、その位置づけやグループ全体での資金の流れを確認するものであり、企業理念等との整合性や事業部門を超えたシナジーの存在等の要素を網羅的に示すものではない。
- こうした性格を踏まえれば、切り出すべき対象事業について、この「4象限フレームワーク」により一義的に特定されるものではないが、事業ポートフォリオマネジメントを実効的に行うためには、こうした定量評価を含む客観的な事業評価の枠組みをベースとしつつ、企業理念との整合性やセグメントを超えた事業シナジーの創出等の定性評価についても加味して検討されることが望ましい。

#### 【参考資料 16：4象限フレームワーク（イメージ）】



（出典）経済産業省において作成。

（注）○○。

#### （「4象限フレームワーク」における対象事業の考え方）

- 各事業の持続的成長を実現するため、そのポテンシャルを最も発揮させられる「ベストオーナー」の下に置くことが望ましいとの考え方に立てば、「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、例えば、現時点でC（資本収益性は高いが成長性は低い）に位置づけられる事業であっても、中長期の視点からは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、その場合には黒字であっても早

めに切り出し、（事業売却の場合には）売却で得た資金を自社が強みを有する分野（A に属する事業）への成長投資に回すのが合理的選択となる<sup>26</sup>。

- 事業の切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 に属する事業（複数年度連続赤字で回復の見込みがない事業が含まれるが、これに限られない）である。一般に資本コスト割れが基本的な目安となると考えられるが、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すべきである。
- また、「両利き経営」を目指す観点からは、A（足下の資本収益性は低いが成長性は高い）に属する新規の成長事業の資本収益性については、過去の実績や単年度で評価するのではなく、事業のライフサイクルを踏まえた中長期の時間軸で評価することが重要である<sup>27,28</sup>。
- こうした新規事業への成長投資については、不確実性が高く、投資回収までの時間軸も長期に及ぶことが想定されるが、事業分野としての成長見通しに加え、自社としての優位性、特に競争環境（競合他社における投資規模等）を踏まえた対応可能性（同規模の投資を行えるか等）について、投資家等に説明していくことが期待される。
- さらに、A 領域に属する新規事業を B 領域へ成長させるべく、適切なリスク評価を行いながら、A 領域の事業に対して営業キャッシュフローをできる限り注ぐことも重要となる。

### （定量評価指標の設定の在り方）

- 定量評価の指標の設定については、成長性と資本収益性のそれぞれについて、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に応じた創意工夫を図ることが望ましい。

---

<sup>26</sup> 例えば、オムロンは、車載電装部品事業を行うオムロンオートモーティブエレクトロニクス社を日本電産へ売却しているが（2019年10月）、単独での ROIC はハードルレートである 10%を超えてはいたものの、オムロンだけでは十分な投資が行えず、単独では存続できないと判断したことが理由である。

<sup>27</sup> 新規の成長事業については、例えば、長期の正味現在価値（NPV：Net Profit Value）や内部収益率（IRR：Internal Rate of Return）等による投資評価により、中長期の時間軸で事業の資本収益性を検証することが考えられる。

<sup>28</sup> 新規事業への投資の資本コストは、収益化実現に伴うリスクから自社の既存事業の資本コストより高いことを認識し、その将来の成長性が相対的に高い事業の資本コストを上回るものであることを継続的に確認する必要がある。このことについては、海外への地域的多角化においても同様の考慮を要する。

## 【参考資料 17：事業撤退・売却のための定量基準（企業アンケート調査）】

### ① 資本収益性の指標

- ・ 資本収益性を測る指標としては、資本コストとの比較可能性や事業部門レベルへのブレークダウンのしやすさ等の観点から、一般に ROIC（Return On Invested Capital：投下資本収益性）が優れていると言われる
- ・ ROIC は、経営上の指標<sup>29</sup>となると同時に、売上高利益率と投下資本回転率に分解し、その後、売上利益率や販売管理費率、運転資本回転率などの現場レベルの具体的な指標まで細分化することで、従業員の階層に応じて具体的に意識可能な指標として活用している実務における取組も見られる。

<参考：オムロン株式会社の取組事例（ROIC の逆ツリー展開）>

- ・ ROIC の分解方法は業種や事業の置かれた状況等によって異なり得るが、例えば、下記のオムロン株式会社の例では、まず、ROIC を ROS と投下資本回転率に分解している。そして、ROS を売上総利益率、付加価値率、製造固定比率、販管費率、R&D 率に、投下資本回転率を運転資本回転率、固定資産回転率に分解し、これらをさらに各部門の KPI に落とし込んでいる。
- ・ このような ROIC の構成要素・ドライバーの分解を行うことについて、「ROIC を単純に分解した「ROS」、「投下資本回転率」といった指標では、現場レベルの業務に直接関係しないことから、部門の担当者は ROIC を向上させるための取り組みをイメージすることができません。例えば、ROIC を自動化率や設備回転率といった製造部門の KPI にまで分解していくことで、初めて部門の担当者の目標と ROIC 向上の取り組みが直接つながります。」説明している。

### 【参考資料 18：オムロン株式会社の ROIC 逆ツリー展開】

（出典）オムロン株式会社 統合レポート 2019 より抜粋。

（注）〇〇。

<sup>29</sup> 資本収益性を測る際、ROIC の場合には一般的に NOPAT（税引後営業利益）が用いられるが、その代わりに営業キャッシュフローを用いることも可能とされている。

- ・ 資本収益性の評価に当たっては、資本コストを上回るか否かに限られず、自社がベストオーナーであるか否かを測る観点から、当該事業を専業とする「競合他社」との比較（ベンチマーク）を行う相対評価も重要となる。
- ・ ここで、資本収益性の比較対象とする「資本コスト」の把握が課題となるが、同じ自社内の事業であっても、各事業の性質、置かれた環境等により資本コストは異なるため、事業セグメントごとの資本コストを把握することが望ましい。（簡易的に全社ベースの資本コストを用いる方法については下記（事業セグメントごとの連結BSの整備）を参照。）
- ・ 各事業の資本コストは、市場におけるその事業を主要事業とする他の上場企業の資本コストを参考に算出することが一般的である。

### 【参考資料 19・20：資本収益性に関する主な指標の整理】

（出典）グループ経営入門-グローバルな成長のための本社の仕事-（松田千恵子著）「コーポレートファイナンス戦略と実践」（田中慎一、保田隆明著）、「ROIC 経営」（KPMG FAS、あずさ監査法人著）、「ROE 最貧国日本を変える」（「山を動かす」研究会編）をもとに経済産業省において作成。

（注）〇〇。

## ② 成長性の指標

- ・ 成長性の指標としては、売上高や利益の伸び率を採用することが一般的であり、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・決定することが考えられる。
- ・ その際、自社において成長させた「オーガニックグロース」（買収による直接の増加分、事業の切出し等による減少分は含まない。）をベースとして算定することが望ましい<sup>30</sup>。

### （事業セグメントごとの連結BSの整備）

- 上記①の通り、事業評価の指標として ROIC を導入し、資本コスト

<sup>30</sup> 基本的には、自社の内部資源を活用して成長させることにより企業価値の向上が図られるため、欧米企業においては、成長性は「オーガニックグロース」（買収や事業売却等の影響を除いた売上高成長率等）によって計測することが一般的であると言われる。

と比較できるようにするためには、事業セグメントごと<sup>31</sup>に連結ベースでBSを整備することが前提となる。

- 企業アンケート結果によると、事業部門又は事業セグメントごとのBSを整備している企業は4割程度にとどまり、整備が進まない要因として、制度会計に則った精緻なBSを作成しようとして挫折することや、事業リスクに応じた資本構成（BSの右側の負債と純資産の割り付け）を決めることが難しいといったこと等が指摘されている。

### 【参考資料 21：事業部門／セグメント別に整備しているデータ（企業アンケート調査）】

（出典）経済産業省において作成。

（注）〇〇。

＜参考：BS整備に関する取組例（企業ヒアリングより）＞

- ・ （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ということにもなりかねない。
- ・ 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。
- ・ 元々、事業別のBS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BS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。BSを整備する上では、ある程度割り切って作ることが必要。他方、BS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。

- こうした現状を踏まえれば、最初から完璧な事業セグメントごとのBSを整備しようとして社内調整に時間がかかってしまうよりは、まずはROICを算出するために直接必要になるBSの左側（資産の部）から作り始め、BSの右側（負債の部と純資産の部）について、

<sup>31</sup> ここで「事業セグメント」は、一般に、経営管理の単位として複数の事業から構成されるものであり、そのうち一定割合以上のものが「報告セグメント」として有価証券報告書等に記載されている。費用対効果を考えれば、一般には、必ずしも細かな事業ごとではなく、事業セグメントごとにBSを整備すればよいと考えられる。

事業セグメントごとのリスク状況に応じて負債と資本を配分すること（D/E レシオの決定）が直ちには困難である場合は、全社レベルでの資本コストを各セグメントの資本コストにそのまま当てはめる簡略な方法をとることも考えられる。

- また、事業セグメントごとに BS を整備する趣旨は、事業評価のためのものであり、制度会計レベルの正確性を求めることは必ずしも必要ではなく、あくまでも管理会計として「ざっくり」捉えればよいという考え方で、まずは整備するという姿勢が重要である。

### （定性評価の指標・視点の在り方）

- 定性指標（定量的指標以外の考慮要素・視点）としては、例えば、以下のような視点が考えられる。

#### 【参考資料 22：事業撤退・売却のための定性基準（企業アンケート調査）】

（出典）経済産業省において作成。

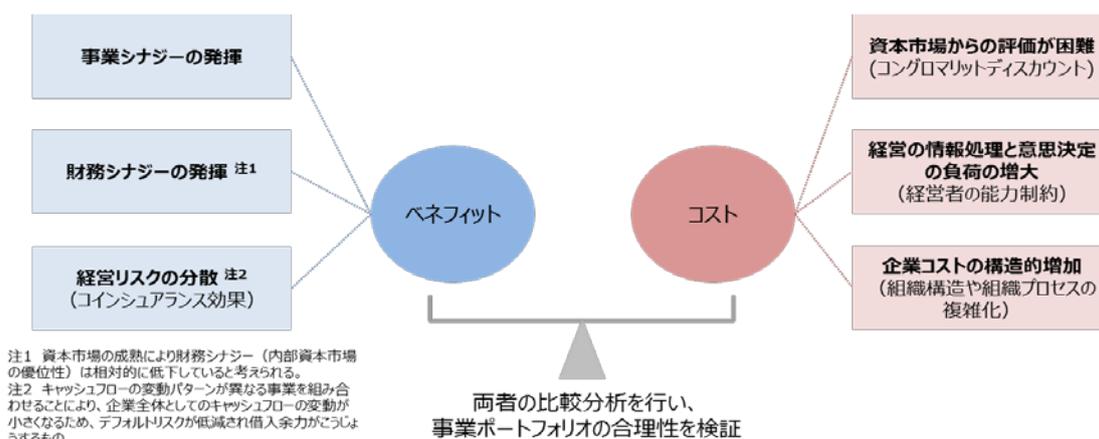
（注）〇〇。

- ・ 上記①企業理念や ESG・SDGs の観点や、②ビジネスモデルや経営戦略との整合性
- ・ 自社がベストオーナーかどうかという視点
  - ◇ 上記の通り、「競合他社」との比較も含めた定量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ることが望ましい。
- ・ 他の事業とのシナジー
  - ◇ 事業シナジー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である。
  - ◇ 「事業シナジー」については、単に「一定の事業シナジーがある」ということだけでは不十分であり、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、期待する事業シナジーを発揮させるためには、業務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という点も含め、できる限り定量化して具体的に検証することが重要である。
  - ◇ なお、「財務シナジー」については、内部資本市場の活用という意味では定量評価の中である程度加味されているとも考えられ、

過大評価にならないよう、留意すべきであると考えられる<sup>32</sup>。

- ◇ 当該事業を抱えておくことの「コスト」については、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り、経営の質が低下しうるといった観点も勘案すべきである。

### 【参考資料 23：複数事業を有する多角化経営のベネフィット&コスト】



(出典) 牛島辰男「多角化ディスカウントと企業ガバナンス」(財務省財務総合政策研究所「フィナンシャル・レビュー」平成27年第1号(通巻第121号)2015年3月)をもとに経済産業省において作成。  
 (注) ○○。

## 2.3 経営目標や業績評価指標の設定及び報酬設計の在り方

- ※ 経営者に対する適切なインセンティブ設計という観点からは、「3. 取締役会・社外取締役における課題と対応の方向性」にまたがる論点でもある。

### 2.3.1 現状と課題

- 上記1.1.3のとおり、企業アンケート結果によると、事業の売却等を実行する上での課題として、「基準が明確でない」「検討プロセスが明確でない」に加え、事業売却等により「企業規模・売上規模が縮小することに抵抗感がある」ことを挙げる企業が多い。
- 現状、日本の上場企業における中期経営計画上の経営目標や役員報酬における業績評価指標においては、売上高や利益の絶対額等、企業規模に

<sup>32</sup> 情報開示の充実により、内部資本市場の優位性は相対的に小さくなってきているとの指摘もある。

連動するものが重視されており、規模縮小につながる事業の切出しに対して負のインセンティブとなり、継続的に赤字の状況に陥るまで判断を遅らせているのではないかと指摘されている。

### 【参考資料 24：中期経営計画における経営指標】

(出典) 2016 年度「IR 活動の実態調査」(一般社団法人日本 IR 協議会) をもとに経済産業省において作成。  
(注) 〇〇。

### 【参考資料 25：役員報酬の業績評価指標 (2019 年 3 月期)】

(出典) 「EDINET を活用した役員報酬の分析」(みずほインサイト (2019 年 9 月 9 日)、みずほ総合研究所) をもとに経済産業省において作成。  
(注) 〇〇。

### 【参考資料 26：役員報酬の業績評価指標 (国際比較)】

(出典) 米国・英国の情報については、各社開示資料をもとにウイリス・タワーズワトソン Global Executive Compensation Analysis Team が分析したものをもとに経済産業省において作成。日本の情報については、デロイトトーマツ『役員報酬サーベイ 2019 年度』をもとに経済産業省が作成。  
(注) 〇〇。

- また、役員報酬について、欧米企業と比べ、その水準は低い状況にあるとともに、昨今、株式報酬の導入も進みつつあるが、欧米企業と比べると、依然として固定報酬(現金)の割合が高く、株式報酬の割合は低水準にとどまっている。こうした報酬構造も、経営陣において企業価値向上(そのための果敢なリスクテイク)への長期インセンティブが働きにくい要因の一つになっているのではないかと考えられる<sup>33</sup>。

### 【参考資料 27：グローバル企業の報酬水準 (各国比較)】

(出典) ウイリス・タワーズワトソン「2019 年度 日米欧 CEO 報酬比較」より抜粋。  
(注) 〇〇。

---

<sup>33</sup> 研究会では、一般的に、企業規模と基本報酬との間に強い相関関係が見られ、スピンオフにより会社規模を小さくすることは報酬の低下を招く蓋然性があるため、経営者に規模を維持することへの執着が生まれているのではないかと指摘があった。こうした相関関係は、企業規模に応じて経営の難易度が上がるという観点から、報酬のベンチマーキングが行われることにより生じているものと考えられ、欧米企業においても見られるものであるが、欧米企業においては、インセンティブ報酬の比率を高めることにより、事業再編に対する負のインセンティブを解消しているものと考えられる。

- 会社の規模の縮小を伴う事業再編に対して経営者が消極的なのは、欧米でも共通であり<sup>34</sup>、日本企業においても欧米企業と同様に、経営者において企業価値の向上に資する事業再編に対して適切なインセンティブが働くよう、経営目標や役員報酬における業績評価指標の設定の在り方や、役員報酬の設計を見直すことが課題である。

### 2.3.2 経営目標等の設定及び報酬設計に関する基本的な考え方

- 中期経営計画等における経営目標や役員等の報酬における業績評価指標（以下「経営目標等」）の設定の在り方については、企業理念・経営戦略を頂点として、体系的で一貫したものとすることが重要である。

#### 【参考資料 28：経営目標、報酬制度等の設定】

（出典）経済産業省において作成。

（注）〇〇。

- 上記の通り、売上高や利益額など企業の「規模」に連動する指標を重視しすぎることが事業再編への阻害要因になっているのではないかという指摘を踏まえ、経営目標等の主軸を「規模」（絶対額）から「率」（成長性・資本収益性等）へと軸足を移していくことが重要である<sup>35</sup>。
- 上記 2.2.4 事業ポートフォリオマネジメントにおける評価指標と同様、成長性と資本収益性を基本的な評価軸とし、資本コストを上回る前提で付加価値ベースでの成長を目指していくことが求められる。
- スピンオフについては、コングロマリット・ディスカウントを解消し、成長ポテンシャルの高い事業を既存企業のマネジメント能力等の制約から解放して成長戦略を実現させるうえで有力な手法であるにもかかわらず、企業に対価が入らないために経営者がメリットを感じにくいという

<sup>34</sup> 経済的な利得（報酬）に加え、より大きな企業を経営することで得られる満足感などの心理的利得や社会的名声の存在が、経営者が私的便益を享受するために株主利益の低下をもたらす非効率的な多角化を進めている可能性があるとの指摘もある（牛島辰男「多角化ディスカウントと企業ガバナンス」（財務省財務総合政策研究所「フィナンシャル・レビュー」平成 27 年第 1 号（通巻第 121 号）2015 年 3 月）参照）。

<sup>35</sup> 経営環境の変化が激しい中、中期経営計画等で「絶対額」にコミットすることができるのか、という意見があった。

ジレンマ<sup>36</sup>を抱えていると指摘されているところ、これを解消する観点からも、株主目線とのアラインメントは重要な課題であると考えられる。

- 株価については、十分な情報開示がなされている限り、基本的に、未実現の将来価値（将来キャッシュフローに対する市場評価）を反映するものであるため、特に長期視点からの成長へのインセンティブや株主利益とのアラインメントを図る方法としては、株価に連動する指標（TSR：Total Shareholder Return（株主総利回り）等）や株式報酬の活用が有効であると考えられる。

### 2.3.3 経営目標等の設定の在り方について

- 経営目標や業績評価指標については、上記2.3.2の考え方に基づき、売上高や利益額等の「規模」に連動する指標から、資本収益性や成長性といった「率」に関するものにシフトしていくことが望ましい。
- 具体的な指標の設定については、いずれの指標も、適切なインセンティブを付与するという観点から、1つで完璧なものではなく、各社の置かれた状況や経営課題の優先順位に応じて、いくつかを組み合わせ、その比重も随時見直していくことが基本であるが、上記の方向で見直しを行う際には、例えば、各指標の特徴を踏まえ、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）等を組み合わせることが考えられる。

- ①ROIC：事業レベルの資本収益性を端的に表すものであり、現場レベルのオペレーション指標に分解しやすい。
- ②ROE：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<sup>37</sup>。
- ③TSR：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キャッシュフローへの成長期待を踏まえた市場評価が反映されるもの。例えば3～5年程度の中長期で見ることや、同業他社との相対評価に用いることが適切である。①②が過去の

<sup>36</sup> 経済学的には、エージェンシー（代理人）である企業経営者が、プリンシパル（本人）である株主の利益に必ずしも沿わない行動を取るという意味で、株主と企業経営者の間のエージェンシー問題の表れともいえる。

<sup>37</sup> 事業ごとのROICが各事業に投下されている資本に対する利益率で算定されるのに対し、全社ベースのROEは、いずれの事業にも割り振られずに本社に留保されている資本分も加味される点で、ROICよりも包含的な指標といえる。

(単年度の)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がある。

- また、事業ポートフォリオの変革（トランスフォーメーション）を集中的に行う時期においては、上記のような経営指標（アウトカム指標）に加え、変革のための具体的な取組（事業の整理・売却や新規事業の開拓等）の達成状況を測る指標（アウトプット指標）を組み合わせることも考えられる。

### 【参考資料 29：主な経営指標・KPI の関係性（イメージ）】

(出典) 経済産業省において作成。

(注) ○○。

#### 2.3.4 役員報酬の設計について

- 上記のような経営目標等の設定と合わせ、役員報酬についても、長期インセンティブ報酬（LTI：Long term incentive）（中長期のパフォーマンスに連動させた報酬）の割合を高め、単なる企業規模の拡大ではなく、企業価値の向上に資する事業再編に対して経営陣に適切なインセンティブが働くように設計されることが重要である<sup>38</sup>。
- 企業価値の向上に資する事業再編に向け、経営陣において十分なインセンティブが働くよう、その一つの手段として、LTI、特に株式報酬の比率を高めていくことが重要である。例えば、当面の目標として、独・仏<sup>39</sup>の報酬構成を一つのモデルとして、固定報酬の額を減らすのではなく、長期インセンティブ報酬の割合を増やす方向で、固定：短期インセンティブ（STI）：長期インセンティブ（LTI）の割合を「1：1：1」とすることを目指すことが考えられる<sup>40</sup>。
- なお、欧米では、株主総会で決定したスピンオフについて、その成立を条件とした株式報酬を追加的に付与するという実務慣行も存在しており、こうした工夫も参考となる。

<sup>38</sup> 日本企業の経営者は、幅広いステークホルダーをからの評価を意識して行動していることが多く、それがインセンティブになっている場合もあるところ、このような観点も踏まえることが必要である、との意見があった。

<sup>39</sup> 両国は、従業員との関係や雇用慣行についても、日本に比較的近いと考えられる。

<sup>40</sup> 日本取締役協会「経営者報酬ガイドライン（第四版）-経営者報酬ガバナンスのいっその進展を-」（2016年10月）によれば、「短期的（2～3年以内）には、基本報酬の水準が極端に高い場合を除き基本報酬の現行水準は維持したうえで、基本報酬：年次インセンティブ（業績連動賞与）：長期インセンティブ＝1：1：1程度の比率をめざし、中長期的（10年後）には、1：2～3：2～3程度の比率を目指す。」とされている。

### 3 取締役会・社外取締役における課題と対応の方向性

#### 3.1 取締役会の役割

##### 3.1.1 会社法上の位置づけ

###### (事業ポートフォリオに関する基本方針の決定と監督)

- 複数の事業を有する会社において、事業ポートフォリオに関する基本方針<sup>41</sup>は、「経営の基本方針」の重要な要素であると考えられることから、会社法上、以下のとおり、会社の機関設計に関わらず、事業ポートフォリオに関する基本方針の決定は、取締役会の重要な役割であると解される。
- また、取締役会で決定された事業ポートフォリオに関する基本方針に基づき、経営陣が行う職務の執行に対する監督<sup>42</sup>についても、取締役会の重要な役割であると解される。

###### ① 指名委員会等設置会社及び監査等委員会設置会社について

- ・ 会社法上、「経営の基本方針」が取締役会の必要的決議事項とされている<sup>43</sup>ところ、複数の事業を有する会社において、事業ポートフォリオに関する基本方針は、会社にとっての基本的な経営戦略であることから、「経営の基本方針」に含まれ、取締役会の必要的決議事項であると解される。

###### ② 監査役会設置会社について

- ・ 会社法上、「重要な業務執行の決定」が取締役会の法定決議事項<sup>44</sup>とされている<sup>45</sup>ところ、複数の事業を有する会社において、事業ポートフォリオに関する基本方針の決定は、会社にとっての基本的な経営戦略の決定であり、「経営の基本方針の決定」の重要な要素であるとともに、「重要な業務執行の決定」の具体的な場面の例示と

---

41 経営資源の最適配分のために、どのような事業を有し、各事業にどのように経営資源の配分を行うかに関する基本方針をいう。

42 会社法第 416 条第 1 項第 2 号、同法第 399 条の 13 第 1 項第 2 号及び第 362 条第 2 項第 2 号。

43 会社法第 416 条第 2 項及び同条第 1 項イ、並びに同法第 399 条の 13 第 2 項及び同条第 1 項イ。

44 取締役会が、その決定を各取締役に委任することができず、自ら決定しなければならない事項を指す。

45 会社法第 362 条第 4 項柱書。

して列挙されている「重要な財産の処分及び譲受け」や「多額の借財」等<sup>46</sup>の一回的な行為の決定以上に、会社の利益に重要な影響を及ぼし得る事項の決定であることから、「重要な業務執行の決定」に含まれ、取締役会の法定決議事項であると解される。

- ・ なお、本ガイドラインが対象とする上場企業においては、組織として「経営の基本方針の決定」を行うことは一般的な実務であると考えられるため、こうした実務を勘案すれば、実質的には上記①と同様に考えられる。

#### (取締役の善管注意義務<sup>47</sup>)

- 取締役は、会社に対して善管注意義務を負っている<sup>48</sup>ところ、複数の事業を有する会社の取締役については、同義務に基づき、上記の事業ポートフォリオに関する基本方針の決定と監督に関しても、中長期の企業価値を向上させるべく、最善を尽くすことが求められる。
- また、少なくとも本指針が対象とする上場企業の取締役会において、事業ポートフォリオに関する基本方針の決定が何ら行われていない場合には、各取締役の善管注意義務が適切に果たされていないのではないかという疑義が生じうると考えられる。

#### 3.1.2 現状と課題

- 現状において、対象企業のうち、事業ポートフォリオの検討状況について、年に1回以上定期的に検討している企業は63%にとどまり、ほとんど検討していない企業も8%ある。
- 事業ポートフォリオを検討する機関については、「取締役会」と回答した企業は61%にとどまっている<sup>49</sup>。
- 資本コストの検証方法については、取締役会で議論を行い、検証している企業は24%、株主と議論を行い、検証している企業は5%にとどまり、

---

<sup>46</sup> 会社法第362条第4項各号。

<sup>47</sup> ここでの記載は、一般的な考え方を示すものであり、実際の善管注意義務違反による損害賠償責任の追及の場面では、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。

<sup>48</sup> 会社法第330条、民法第644条。

<sup>49</sup> 上記の「事業ポートフォリオの検討状況」について「ほとんど検討していない」と回答した企業についても、本設問の回答者の母集団に含まれている。

また、資本コストについて特に議論を行っていない企業は29%にも上っている。

- こうした現状を踏まえ、社外取締役のうち、取締役会における事業ポートフォリオの議論について、「具体的な取組みや成果につながっている」と回答した社外取締役は48%にとどまり、多くの社外取締役は、「具体的な取組みや成果につながっていない」、「十分な議論ができていない」、「議論が行われていない」と回答している。

### 【参考資料 30～33：アンケート調査等】

(出典) 経済産業省において作成。

(注) ○○。

#### 3.1.3 取締役会における年1回以上の定期的な見直し等

- 上記1.1.1の会社法上の位置づけも踏まえ、本指針が対象とする上場企業の取締役会においては、少なくとも年に1回は、足元の経営環境の変化等を踏まえ、事業ポートフォリオに関する基本方針の見直しを行うべきである<sup>50</sup>。なお、取締役会における検討の結果、事業ポートフォリオに関する基本方針について、直近に決定した内容を維持すべきと判断した場合には、その旨の決定に代えその旨を確認することでも足りると考えられる。
- また、取締役会においては、当該基本方針に基づき、経営陣が行う職務の執行に対する監督として、経営陣に対して、事業ポートフォリオマネジメントの実施状況等に関して、必要に応じて説明・報告や資料の提供を求め、その適否を審議し、不適切又は不十分と認めた場合には是正や追加的な対応を求める等の監督を行うべきである。

(株主に対する受託者責任等)

---

<sup>50</sup> 例えば、事業ポートフォリオに関する基本方針の原案は、経営陣が作成のうえ、取締役会に提出し、それを受けた取締役会において、当該原案をたたき台にして、経営陣との問答を行う等して検討を進め、事業ポートフォリオに関する基本方針の決定を行うという方法が考えられる。

- 取締役会は、株主から資本を付託された受託者（スチュワード）<sup>51</sup>の観点から、事業ポートフォリオや経営資源の配分に関する検討を行うことが求められるが、その検討に当たっては、個々の事業部門での「部分最適」の視点ではなく、全社レベルでの「全体最適」の視点から検討することを特に意識すべきである。
- 事業ポートフォリオに関する検討を行うに当たっては、その前提として資本コストに関する認識の共有を図ること<sup>52</sup>や、対外的に開示されてない内部情報も含め、必要な情報収集を行うことが重要である。
- また、取締役会は、事業ポートフォリオに関して、適切な事業評価の仕組みの構築への関与にとどまらず、その仕組みに基づいて、事業ポートフォリオの組替えや事業再編の必要性について自ら実体的な判断を行うことも求められる。
- 取締役会においては、事業評価の仕組みの構築や運用を通じて、事業ポートフォリオの最適化が図られていることについて、株主に対して十分な説明責任を果たせるかといった視点で検討することも重要である。また、下記 4.3 のとおり、事業ポートフォリオに関する株主意見等を受けた場合には真摯な対応が求められるが、株主意見等を受けてから対応するという受け身の姿勢ではなく、常日頃から、株主の視点や期待も想定しながら、自律的に検討を行うことが重要である。

#### （経営陣との関係の在り方）

- 経営陣と社外取締役の関係については、両者の間の健全なパワーバランスを確保するため、対立関係ではなく、「取締役」という一段高い視点で事業ポートフォリオに関する検討等が行えるような関係の構築が重要である。
- 上記のとおり、取締役会における事業ポートフォリオに関する検討においては、各事業部門での「部分最適」の視点ではなく、全社レベルでの「全体最適」の視点から議論することが求められることから、取締役の中に特定の事業部門を所掌する経営陣がいる場合には、当該経営陣は、

<sup>51</sup> 「コーポレートガバナンス・コード～会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のために～」の基本原則 4 において、「上場会社の取締役会は、株主に対する受託者責任・説明責任を踏まえ、会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上を促し、収益力・資本効率等の改善を図るべく、(1)企業戦略等の大きな方向性を示すこと、(2)経営陣幹部による適切なリスクテイクを支える環境整備を行うこと…をはじめとする役割・責務を適切に果たすべきである。」とされている。

<sup>52</sup> 可能な限り、全社の資本コストに加えて、事業セグメントごとの資本コストについても認識の共有を図ることが望ましい（上記 2.2.2③参照）。

自らが所掌する事業部門の代表としてその利益を図る立場ではなく、あくまでグループ全体の利益を図る立場として、「全体最適」の視点から議論に参加するように留意すべきである。

#### (確認すべき事項)

- 取締役会において事業ポートフォリオの基本方針の見直しを行う際には、例えば以下のような事項を確認すべきである。

#### ① 事業ポートフォリオに関する体制・仕組み・情報開示

- ・ 事業ポートフォリオマネジメントのための体制が適切に整備されているか（上記 2.2.3）
- ・ 事業評価の仕組み（評価指標の設定を含む）の構築（上記 2.2.4）が適切に行われているか、事業ポートフォリオの組替えを「当たり前」に行う仕組みになっているか
- ・ 事業ポートフォリオについて、情報開示が適切に行われているか

#### ② 事業ポートフォリオの見直し

- ・ 現在の事業ポートフォリオが自社の経営理念と整合的なものになっているか、ビジネスモデル・経営戦略との関係で複数の事業を自社で抱える合理的理由が説明できるか
- ・ ESG や SDGs 等、社会課題も踏まえたサステナビリティの観点から適切なものになっているか
- ・ 各事業について、その成長戦略を実現する観点から、競合他社との関係で、自社がベストオーナーであるといえるか
- ・ 各事業について、資本コストを上回る収益性があるか（新規事業については、その見込みがあるか）
- ・ 「両利き経営」により持続的成長を実現するため、新規事業への成長投資が十分に行われているか、また、そのリスク管理やが適切に行われているか

## 3.2 社外取締役の役割

### 3.2.1 事業ポートフォリオに関する検討への積極的な関与

- 特に事業の切出しに関しては、対象となる事業部門やそれに関わるOB等からの抵抗等の社内のしがらみから、社内の取締役には「現状維持のバイアス」がかかりやすく、決断が遅れやすいとの指摘もあることから、特に社外取締役においては、事業ポートフォリオに関する検討への積極的な関与が期待される。
- 社外取締役は、社内の取締役から独立した立場から、事業ポートフォリオに関する検討を働きかけるとともに、必要に応じて、事業の切出しに関する経営陣の判断を後押しするとともに、事業評価の仕組みの構築等を促すことも重要である。
- 現状では、「全社戦略」や全社的観点からの経営資源の配分に関する議論が不十分であるとの指摘もあることから、取締役会における事業ポートフォリオに関する検討が不十分であると考えられる場合には、経営陣に対して、これを取締役会において取り上げることや検討の時間を増やすこと等を促すことも社外取締役の重要な役割である。
- 事業間のシナジーの創出については、グループ CEO が事業側からこれを目指すのに対し、社外取締役には、資本市場の側から事業のシナジーの創出に貢献すること、すなわち、投資家との対話を行い、資本市場を俯瞰する視点から事業ポートフォリオの組替えを含めてさらなるシナジーの創出への期待を理解して取締役会での議論に反映させることが期待される。

<参考資料 34：ヤマハ株式会社の事例>

### 3.2.2 社外取締役による投資家との対話

- 現状において、対象企業のうち、社外取締役による機関投資家との対話が年間1件以上実施されている企業は6%にとどまる。

【参考資料 35・36：社外取締役のエンゲージメントへの関与（企業アンケート調査）】

（出典）経済産業省において作成。

（注）〇〇。

- その背景には、対象企業のうち、社外取締役の負担への配慮や統一的な説明の必要性から、社外取締役に対して投資家との対話への対応を依頼することを躊躇する企業側の消極姿勢があると考えられるが、社外取締役との対話を重視している投資家も少なくないことや、社外取締役の多くは「現在、株主との対話は行っていないが、求められれば対話を行ってもよい」と考えていることも踏まえれば、より積極的に対応していくことが期待される。

### 【参考資料 37・38：社外取締役と投資家との対話（企業・社外取締役アンケート調査）】

（出典）経済産業省において作成。

（注）〇〇。

### 【参考資料 39：社外取締役に期待する役割】

（出典）一般社団法人生命保険協会の「企業価値向上に向けた取り組みに関するアンケート集計結果（2018年度版）」をもとに経済産業省において作成。

（注）「期待値のズレ」は、「投資家の回答比率/企業の回答比率」により算出。

- 下記 4.1 のとおり、事業ポートフォリオに関しては、投資家との対話や情報開示の充実も重要であるところ、社外取締役としても、自ら投資家との対話を積極的に行い、その中で、事業ポートフォリオに関する対話が行われることも期待される<sup>53</sup>。
- 社外取締役は、社内の取締役から独立した客観的な立場から、投資家と直接対話を行うとともに、対話の内容を取締役会にフィードバックすることも重要である。情報開示を充実させる観点からも、社外取締役が投資家との対話の中で汲み取った情報開示に関する投資家の期待について、取締役会にフィードバックすることで、情報開示の質を上げていくことが期待される。

＜参考資料 40：エーザイ株式会社の取組事例＞

<sup>53</sup> 『『責任ある機関投資家』の諸原則＜日本版スチュワードシップ・コード～投資と対話を通じて企業の持続的成長を促すために～』（2020年3月24日再改訂）の脚注17において、「例えばガバナンス体制構築状況（独立役員を活用を含む）や事業ポートフォリオの見直し等の経営上の優先課題について投資先企業との認識の共有を図るために、業務の執行には携わらない役員（独立社外取締役・監査役等）との間で対話を行うことも有益であると考えられる。」とされている。

(出典) 旬刊商事法務 No.2220 (2020) 「社外取締役と機関投資家との対話 -エーザイにおける取組み-」をもとに経済産業省において作成。

### 3.3 取締役会の構成、多様性等

- 取締役会が、組織内部の同質性・固定性に抗い、事業ポートフォリオに関する検討や事業ポートフォリオの組替えに関する意思決定を適切に行い、それら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。
- 特に、取締役会において、事業ポートフォリオに関する検討を含め、「全社戦略」に関する意思決定や監督を行う観点から、社外取締役の選任に当たっては、企業財務に関する知見を有する者や事業ポートフォリオに関してグループ CEO に求められるものと共通のスキルセットを有する者<sup>54</sup>を選任することが望ましい。
- また、取締役会において、必要に応じて、専門的知見を補完するとともに、客観的な立場からの助言等を得るために、外部の財務アドバイザー等の専門家の活用をすることも期待される。
- 社外取締役には、「鳥の目」や財務的な知見等の様々な視点や知見が重要であることから、(i)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とともに、スキルマトリクスを開示することによりその構成が適切であることを示していくこと、また、(ii)適切な構成が維持できるよう、取締役会としてのサクセッションプランを検討することが重要である。

#### 【参考資料 41：スキルマトリクスの作成・公表の状況（企業アンケート調査）】

(出典) 経済産業省において作成。

(注) 〇〇。

#### 【参考資料 42：スキルマトリクスの開示事例（ヤマハ発動機株式会社）】

(出典) ヤマハ発動機株式会社 第85回定時株主総会招集ご通知から抜粋。

(注) 〇〇。

---

<sup>54</sup> 例えば、グループ本社の CEO や CFO、PE ファンド等の経験者が考えられる。

## 【参考資料 43：スキルマトリクスの開示事例（Intel 社）】

（出典） Intel 2019 Proxy Statement から抜粋。

（注）〇〇。

- 取締役会において、事業ポートフォリオについて有意義な議論を行うためには、いずれの取締役も、個々の事業部門にとっての「部分最適」の視点ではなく、全社レベルでの「全体最適」の視点から、従来の事業ポートフォリオを所与とすることなく、虚心坦懐に議論することが重要であることから、取締役会は、原則として横割的な機能を担う役員（CEO や CFO 等）と社外取締役から構成されることが望ましい。
- 特定の事業部門を所掌する業務執行者が取締役として（説明者という立場を超えて）議論に加わる場合については、特定の部門の利益代表とならないように留意すべきである（上記 2.2.3 参照）。

### 3.4 経営者の指名・再任や報酬設計を通じた監督機能の発揮

- 事業ポートフォリオの変革や事業の切出しの決断・実行に際しては、痛みを伴うことも多く、様々な抵抗や反発にぶつかることも少なくないため、こうした困難や短期的・心理的障害も乗り越え、企業の持続的成長を実現するために、長期のビジョンとグローバルな視野をもって適切に判断し、実行できる経営者を選任し、その積極的な取組を後押しするよう、業績評価や報酬設計を通じて適切なインセンティブを付与することが極めて重要である。

#### （経営者の指名・再任）

- こうした観点から、取締役会及び指名委員会・報酬委員会においては、こうした決断・実行ができる資質や思考・能力・経験等を有する者が経営者として選任されるよう、こうした要素を、社長・CEO を指名する際の適格性要件や、就任後の業績を評価する際の評価基準、また、サクセッションプラン（後継者計画）における育成方針・育成計画等に組み込んでいくべきである。
- 例えば、指名委員会において、社長・CEO の候補者に対して、事業ポートフォリオ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。

### (経営者の報酬設計)

- 取締役会及び報酬委員会においては、経営者の報酬設計を検討する際には、中長期の企業価値を高める事業ポートフォリオの見直しや事業再編が積極的に行われるよう、経営陣に対して適切なインセンティブが働くよう留意するとともに、その実施状況を定期的にモニタリングし、評価につなげていくことが重要である。（業績評価指標及び報酬設計の内容については、上記 2.3 参照。）

### 3.5 取締役会の実効性評価

- 事業ポートフォリオに関し、取締役会及び指名・報酬委員会が上記のような役割を適切に果たしているかどうか、実効性評価の中で評価し、必要な改善措置を講じていくことが重要。
- その際、上記 3.1.3 を踏まえ、少なくとも年に 1 回は事業ポートフォリオの見直しについて付議され、十分な時間をとって議論されているかという点は、重要な確認事項となる。

## 4 投資家との対話や情報開示における課題と対応の方向性

### 4.1 投資家との対話や情報開示の充実

#### 4.1.1 投資家との対話や情報開示を充実させる意義

- 事業ポートフォリオマネジメントを適切に行うことは、企業の持続的成長に向け、中長期的に、投資家から付託された資本を効率的に活用するという他に他ならず、投資家にとっては、その実施状況を把握することは、スチュワードシップ責任に基づき、投資判断や議決権行使等を適切に行う上で重要である。
- このため、投資家に対して、企業理念やビジネスモデル・経営戦略、事業ポートフォリオに関する基本方針、取締役会における検討、経営陣における推進体制等について、可能な限り具体的に説明することが求められる。
- また、これらの事項について、投資家との対話や情報開示を充実させていくことで、情報の非対称性の解消（緩和）による資本コストの低減やコングロマリット・ディスカウントの解消、さらには、将来への成長期待も反映した適正な株価形成につながることも期待される。

#### 4.1.2 投資家への期待

- 投資家において、会社との対話や会社からの情報開示を通じて、企業価値向上に資する事業ポートフォリオの組替えや事業再編に積極的に取り組む経営者を適切に評価した上で、資本市場の側から投資判断や議決権行使等を通じて後押しすることは、企業の持続的成長を支え、企業と投資家双方にとっての利益につながり得るものと考えられる。
- 他方、現状では、「企業側からは、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」、「機関投資家の提案内容が短期的利益に傾斜しており、中長期の企業価値向上につながりにくいと感じる」といった声も上がっている<sup>55</sup>。
- 「『責任ある機関投資家』の諸原則」（日本版スチュワードシップ・コード）においても、「適切なガバナンス機能を発揮することにより、企業価値の向上を図る」企業側の責務と、「企業価値向上や持続的成長を

<sup>55</sup> 対象企業のうち、エンゲージメントを行う際の課題について、「機関投資家の企業に対する前提知識・理解が乏しく、議論が進展しない」と回答した企業が15%、「機関投資家の提案内容が短期的利益に傾斜しており、中長期の企業価値向上につながりにくいと感じる」と回答した企業が47%あった。

促すことにより、顧客・受益者の中長期的な投資リターンの拡大を図る」機関投資家の責務とは、「いわば「車の両輪」」であり（前文6）、「機関投資家は、中長期的視点から投資先企業の企業価値及び資本効率を高め、その持続的成長に向けてスチュワードシップ責任を適切に果たすため、当該企業の状況を的確に把握することが重要である」（指針3-1）とされていることも踏まえ、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、企業の中長期の成長戦略に対する理解を深める努力が期待される。

### （企業経営と投資家の時間軸の関係）

- 上記1.1.4のとおり、株主利益とその他ステークホルダーの利益は、少なくとも長期的には、基本的に一致するものであるが、投資家の運用方針は様々であり、企業経営の時間軸とずれることもあり得るということ意識しつつ、エンゲージメント（目的を持った対話）を通じて、事業の成長性等も加味した事業のライフサイクルを踏まえて評価する視点を共有することが重要である。
- 投資家・証券アナリストにおいて、従来の業界単位での縦割り担当となっていること等により、一部には担当領域を超える新規事業に対する寛容度が低くなる傾向があるとの指摘もあるが、「両利きの経営」<sup>56</sup>により企業の持続的成長を実現するために、従来の業種・事業分野にとらわれず、新規分野への成長投資を行っていくことは必要不可欠であり、機関投資家も、スチュワードシップ・コードの趣旨を踏まえ、こうした成長のためのリスクテイクに対しては、中長期の視点から理解に努めることが期待される。
- また、経営環境の複雑化に伴い、事業再編に関する意思決定の是非について、投資家が直接実体的な判断を行うのが難しくなってくることも想定される中、取締役会における検討や社外取締役の関与の状況等、プロセスの面から意思決定の妥当性を判断していくことも重要性を増すと考えられる。そのためにも、社外取締役との対話を行い、ガバナンスの実効性や執行から独立した監督者としての見解を直接把握することも有益である。

---

<sup>56</sup> 上記1.1.1注1参照。

## (機関投資家によるモニタリング機能の発揮)

- 実証研究により、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ることが示されていることから、事業再編を促すため、機関投資家によるモニタリング機能が有効に発揮されることが重要である。
- 他方、資本市場全体としては、アクティブ運用が減少し、パッシブ運用が増加しているが、パッシブ運用は、機械的運用による低コストを強みとするビジネスモデルであり、通常、投資先企業について個社ごとに多くの調査コストをかけてモニタリングを行うことは難しいとも言われる。

### 【参考資料 44：日本におけるパッシブ運用の増加】

(出典) モーニングスター作成。

(注) アクティブ運用とは、「あらかじめ決められた指数を上回る運用成果をめざす運用スタイルのこと。ファンドマネージャーが積極的・戦略的に投資対象、組入れ比率、売買のタイミング等の投資判断を行い運用する」ことをいう。パッシブ運用とは、「あらかじめ決められた目標である TOPIX や日経平均株価といった各種指数と同じ運用成果をめざして系統的に保守的な運用を行うこと」をいう。

- 様々な投資家の間での役割分担により資本市場全体として適切なモニタリングを図るという観点からは、エンゲージメントを積極的に行う投資家（いわゆる「アクティビストファンド」を含む。）が会社に対して株主意見等を提出し、それについて、パッシブ運用の投資家が、中長期の企業価値向上の観点からその是非を判断する、という相互補完関係も合理的であると考えられる。

### 【参考資料 45：パッシブ投資家とアクティビズムの関係性】

(出典) 第 2 回 事業再編研究会（2020 年 2 月 14 日）資料 6 江良委員意見書。

(注)

### 【参考資料 46：アクティビスト投資家と機関投資家の役割分担】

(出典) Ronald J. Gilson and Jeffrey N. Gordon, 2013, The Agency Costs of Agency Capitalism: Activist Investors and the Revaluation of Governance Rights, Columbia Law Review 113, pp. 863-927 をもとに経済産業省が作成。

(注)

- また、一般に、コストをかけてモニタリングを行う動機を持ちにくいと言われるパッシブ運用の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、例えば、アセットオーナーの評価や手数料の算定において適切に加味する等により、これを促していくことも重要である。

## 4.2 情報開示の充実

### 4.2.1 現状と課題

- 上記 4.1.2 の「投資家への期待」に記載の通り、企業の持続的成長に向け、企業と投資家が協働できるよう、事業ポートフォリオについて投資家の理解を深め、有意義な対話が行われることが重要であり、そのためにも、情報開示の充実を図ることが望まれる。
- 他方、現状では、有価証券報告書における記述情報<sup>57</sup>の記載については、「企業の中長期的なビジョンに関する具体的な記載が乏しい」、「諸外国における開示と比して、…ボイラープレート化した記載が多い」といった指摘<sup>58</sup>がされている。
- アンケート調査の結果によると、対象企業のうち、事業ポートフォリオに関する戦略や方針を公表している企業は、67%にとどまっており、また、そのうち、有価証券報告書において公表している企業は 43%にとどまる。

#### 【参考資料 47・48：事業ポートフォリオ戦略や方針に関する公表（企業アンケート調査）】

（出典）経済産業省において作成。  
（注）〇〇。

- こうした観点から、企業内容等の開示に関する内閣府令の平成 31 年 1 月の改正も踏まえ、有価証券報告書における記述情報のうち、「経営方針、経営環境及び対処すべき課題等」や「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」（「MD&A」）において、事業ポートフォリオに関する記載を充実させていくことが課題である。

<sup>57</sup> 記述情報については、開示書類において提供される情報のうち、財務情報（金融商品取引法第 193 条の 2）「財務計算に関する書類」において提供される情報）以外の情報を指すことが一般的であるとされている（金融審議会「ディスクロージャーワーキング・グループ報告—資本市場における好循環の実現に向けて—」2 頁）。

<sup>58</sup> 前掲脚注●の「ディスクロージャーワーキング・グループ報告—資本市場における好循環の実現に向けて—」3,4 頁。

- また、機関投資家において、事業ポートフォリオに関する調査分析が効率的に行われるような環境整備として、事業セグメントごとの情報についても、開示の充実を図っていくべきである。

#### 4.2.2 情報開示の在り方について

- 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 2.2.2①～③について具体的な情報開示を行うことが重要である。

##### ① 企業理念(Purpose)・価値基準

##### ② ビジネスモデル・経営戦略

- ・ 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や、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示すことが重要。

##### ③ 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と運用

- ・ 事業ポートフォリオマネジメントを実施するための体制整備
- ・ 事業評価の仕組みの構築と運用の状況（評価指標の設定状況を含む。）

#### 【参考資料 48~54：取組事例】

（出典）経済産業省において作成。

（注）〇〇。

#### 4.2.3 事業セグメントごとの情報開示の在り方

##### （事業セグメントの区分の在り方）

- 事業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であるが、現状の事業セグメント情報の開示に対しては、「事業セグメント区分が頻繁に変更されたり、性格の異なる事業が一まとめにされているため、時系列の変化や他社との比較など、事業ポートフォリオの分析がしにくい」といった指摘がなされている。
- 他社比較を可能にするためには、事業セグメントの区分について、マネジメントアプローチを基本としつつ、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(あるいは最も近い)を開示することも、一つの工夫として考えられる。

- 複数の事業が一つのセグメントにまとめられている場合には、それらの事業がどのような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である。

#### (事業セグメントごとに開示する事項)

- 現行の有価証券報告書では、主な事業セグメントを「報告セグメント」として、セグメントごとの売上高、利益、資産等について記載することが義務付けられている<sup>59</sup>。
- 現在の事業ポートフォリオの合理性について投資家の理解を促進するためにも、法定開示に加え、任意開示として、セグメントごとの資本収益性(ROIC等)について、具体的な算定方法を明示した上で、その実績値と資本コストを踏まえた目標値を開示することが望ましい<sup>60</sup>。

#### 4.2.4 情報開示の媒体について

- 事業ポートフォリオに関する基本方針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・中心であり、特に、有価証券報告書の記述情報の枠組みの中で記載を充実させていくべきである。
- 法定開示においては、虚偽記載に対して罰則が科されることによる委縮効果から、最低限の画一的な記述になりがちであるとの指摘がある。もっとも、(記述情報のうち「事業等のリスク」の記載について)「虚偽記載に該当するかどうかは個別に判断すべき」とされ、「(有価証券報告書の)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」と認識している主要なリスクについて、一般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、

---

<sup>59</sup> 連結財務諸表規則第15条の2、様式第一号。

<sup>60</sup> その他、セグメントごとの資本的支出やキャッシュ・フローを開示することや、セグメントごとの地域構成に係る情報を開示することも有意義であるとの意見があった。

(有価証券報告書の)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<sup>61</sup>。

- こうした見解も踏まえると、記述情報のうち「経営方針、経営環境及び対処すべき課題等」において、事業ポートフォリオに関する基本方針や事業評価の仕組み等について、会社の方針や考えを記載した場合についても、事後的な事情の変化により「虚偽」記載の責任を問われるということは想定されず、また、記述情報のうち「MD&A」において、事業評価の仕組みの運用状況について、経営者による評価や分析を記載した場合も同様であると解される。
- また、例えば事業評価の仕組みについて、事業セグメントごとの資本収益性等の目標値を記載した際に、その時点で一般に合理的な範囲で収集された情報に基づき、真摯な検討により設定されたものである場合には、結果的にそれが達成されなかったとしても、虚偽記載の責任を問われるものではないと考えられる。
- 有価証券報告書については、記載項目及び記載要領が法定、共通化され、企業が開示に消極的になりやすいネガティブ情報も含めて一律に開示されるため、他社との比較可能性が高く、また、虚偽記載に対する罰則により情報の正確性や信頼性が担保されている点がメリットであり、多くの投資家や証券アナリストにおいて最も重視される媒体であるといえる。
- 一方、決算説明会資料や統合報告書等の任意開示の媒体は、記載内容も様式も各社の自由であり、企業間比較には使いにくい面もあるが、経営陣や社外取締役等が自らの言葉によるメッセージや図や写真を使って分かりやすく伝えるための創意工夫の余地は大きく、戦略的な情報発信により資本市場における評価を高めようという意欲のある企業にとっては重要な手段となる。
- このように、法定開示と任意開示の媒体のそれぞれの特徴を踏まえつつ、取締役会で決定された事業ポートフォリオに関する基本方針や事業評価や資本収益性の目標達成のための仕組みの実効性評価等の基本的で重要な事項は有価証券報告書における記述情報に記載し、より詳細な情報については任意開示によりわかりやすく伝える工夫をするといった形で、総合的な情報開示の充実を図っていくことが望ましい。

---

<sup>61</sup> 『『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)のNo.16。なお、有価証券報告書における記述情報のうち、「事業等のリスク」についての記載である。

- なお、法定開示の重要性を踏まえれば、有価証券報告書の記載内容については、提出に先立ち、取締役会において検討・承認を行うことが望ましい。

#### 4.3 事業ポートフォリオに関する株主提案及び株主意見<sup>62</sup>への対応

##### (株主意見等に対する企業の対応の在り方)

- 事業ポートフォリオに関する株主意見等については、会社において、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等に関する真摯な検討を促す契機となり得るものであることから、会社としても、「真摯な提案には真摯に対応する」ことが基本となる。
- そもそも経営者は、平時から事業ポートフォリオの検討をしっかりと行っておくべきであり、この基本ができていれば、株主から問題提起された際にも説得力のある説明ができるはずである。
- また、上記3.1.1のとおり、取締役は、会社に対して善管注意義務を負っており、複数の事業を有する会社の取締役については、同義務に基づき、事業ポートフォリオに関する基本方針の決定と当該基本方針に基づく経営陣による職務の執行に対する監督に関しても最善を尽くすことが求められていることから、事業ポートフォリオに関する株主意見等が出された際には、こうした責務を果たすための情報収集の機会として前向きに捉え、真摯に耳を傾けることが期待される。
- これらを踏まえると、会社において、事業ポートフォリオに関して、株主から、一定の調査分析に基づく合理的根拠のある具体的な株主意見等の提出を受けた場合には<sup>63</sup>、原則として、取締役会において取り上げて、真摯な検討を行うことが望ましい<sup>64</sup>。
- また、そうした株主意見等に関する検討にあたっては、欧米における実務的対応も参考に、取締役会において、外部の財務アドバイザー等の専門家を活用したストラテジックレビューを実施することも有意義であると考えられる。

<sup>62</sup> 会社法上の株主提案の形ではなく、株主から会社に対して提出された意見のことをいい、以下、株主提案と総称して「株主意見等」という。

<sup>63</sup> 株主提案の場合には、別途、会社法上の所定の手続を行う必要がある。

<sup>64</sup> この点については、取締役会の運営状況等を踏まえて、株主意見等について合理的なスクリーニングを行うことや、複数の株主意見等を一定程度まとめて取り上げることも考えられるとの意見があった。

- 日本においてもいわゆるアクティビスト活動（株主アクティビズム）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」との指摘もある<sup>65</sup>。

#### 【参考資料 55：取組事例（ソニー株式会社）】

（出典）公表資料をもとに経済産業省において作成。

（注）〇〇。

#### （投資家への期待）

- 上記のとおり、事業ポートフォリオや事業再編に関する株主意見等については、企業としては「真摯な提案には真摯に対応する」ことが基本となるところ、投資家側も、株主意見等を提出する場合は、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を行ったうえで、合理的な根拠のあるものを提出し、会社側とも丁寧なコミュニケーションを行うことが期待される。
- また、一部の投資家による株主意見が契機となって株主総会の議案となった場合等においては、その他の機関投資家は、中長期の企業価値向上の観点から、取締役会等における検討経緯等も踏まえ、その是非を判断することが期待される。

---

<sup>65</sup>アクティビスト活動については、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、企業と投資家の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。

## 5 実行段階における実務上の工夫

- 事業の切出しについては、意思決定段階のみならず、実行段階においても様々な困難に直面するおそれがあり、それぞれの状況に応じて様々な対応が考え得るが、特に「経営陣の姿勢」、「組合や従業員との調整」、「適切なスキームの選択」がポイントとなる。

### 5.1 経営陣の姿勢

#### (トップの腹決め・覚悟)

- 自社における事業ポートフォリオの在り方や対象事業の成長戦略に関する徹底的な議論を踏まえ、トップ（CEO）自身が、グループ外に出ることが当該事業及びそれに携わる従業員等にとってベストな選択肢であるという確信を持つことが重要である。
- その上で、事業切出しを実行する過程で様々な抵抗や反発が出てくるとは必然ともいえるが、トップが一度腹決めをした後は、覚悟を持って、ぶれないことが重要である。

#### (win-win となるベストオーナーの選定・条件交渉)

- 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、ベストオーナーとなる売却先の選定、譲渡条件の交渉を行うことが重要である。
- 事案に応じて様々な工夫が考えられるため、一概にどういった対応が望ましいとは言えないものの、実務においては、例えば、切出しの対象事業の従業員の利益確保の観点から、売却時に、売却後一定期間<sup>66</sup>は現在の処遇を維持する旨の契約を結ぶといった対応が取られることもある。

#### (コミュニケーションプランの策定)

- 情報管理の徹底を図りつつ、公表に向けたすべてのステークホルダー（株主、従業員、顧客、取引先、地域社会等）へのコミュニケーションプランを策定することが重要である。

---

<sup>66</sup> 期間については、事業の置かれた状況等によって異なり得るが、実務では 1～3 年程度の場合が多い。

## 5.2 労働組合や従業員との調整

### (丁寧なコミュニケーション)

- 労働組合や従業員の理解と協力は、事業の切出しを実行するために不可欠であるため、普段からのコミュニケーションを図り、組合や従業員の経営方針への理解を深めることが重要である。
- また、実行段階においては、当該切出しの理由、意義、切出し後の従業員の地位等について、労働組合や従業員1人1人に対して誠実に丁寧な説明を行うことが望ましい。
- 実務においては、事業の切出しに際して処遇が下がってしまう場合、組合・従業員から理解・納得を得るため、一定期間の給与補償を行うことがある。処遇が下がる場合において、給与補償を行うことが一般的に望ましいとまではいえないが、円滑な事業再編を行うための実務上の工夫として、このような「激変緩和措置」を講じることが有効な場合もある。他方、より重要なことは、当該事業の持続的成長にとって、切り出すことがベストの選択肢であり、ひいては当該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）を一人一人の従業員との間でも共有し、その目的・意義等について理解・納得を得ることである。
- さらに、切出し後の会社の求心力を維持するという観点から、対象事業以外の従業員含め、すべての従業員に対して、トップからのメッセージ等によるケアも必要。こうした丁寧なコミュニケーションを図ることは、将来また事業の切出しを実行する際に円滑に進めるための従業員との信頼関係の構築にもつながるものでもある。
- これらの丁寧なコミュニケーションを可能とするためにも、事業売却であれば売却先（候補）との条件調整の余地と時間的余裕があることが望ましく、その意味でも、事業が傷む前に早期の決断を行うことが重要である。

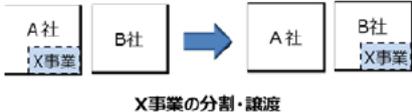
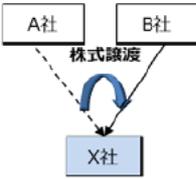
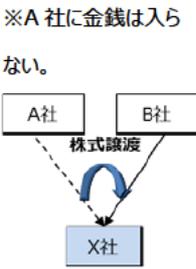
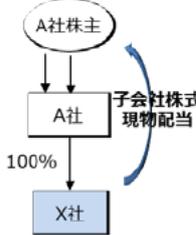
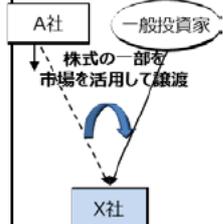
### (キーパーソンの参画（インボルブ）)

- 従業員との調整を含め、事業の切出しを実行する上では、対象事業の幹部がキーパーソンとなる。対象事業の幹部に当該事業の切出しの目的や意義を十分に理解・納得してもらうため、情報管理には留意しつつ、切出しの意思決定途中段階から、当該幹部を議論に参画（インボルブ）させることが重要である。

- 対象事業の切出しの意思決定後には、情報管理には留意しつつ、丁寧で率直なコミュニケーションを通じて対象事業の管理職～現場のリーダーを順次プロセスに参画させ、「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や意義を共有し、現場に浸透させることが重要である。

### 5.3 最適な切出し手法（スキーム）の選択

- 事業の切出しには様々な手法が存在し、手法ごとに権利義務の承継の法的根拠、債権者の個別承諾の要否、求められる労働者保護、特定の売却先の要否、対価の受領の有無等が異なる。切出す事業、グループ会社、債権者等の状況を踏まえ、適切な手法を選択することが求められる。

	会社分割 (吸収分割)	事業譲渡	子会社株式譲渡	スピノフ (現物配当)	子会社上場
スキーム					
事業に係る 権利義務の承継の 法的性質 (根拠法)	包括承継 (会社法)	特定承継 (民法)	— ※株主に変更が生じるのみで、権利義務に変更なし	— ※株主に変更が生じるのみで、権利義務に変更なし	— ※株主に変更が生じるのみで、権利義務に変更なし
債権者の 個別承諾の要否	不要	必要	— ※同上	— ※同上	— ※同上
特定の売却先の 要否	必要	必要	必要	不要	不要
対価の受領	あり	あり	あり	なし	あり

	会社分割 (吸収分割)	事業譲渡	子会社株式譲渡	スピノフ (現物配当)	子会社上場
事業に係る権利義務の承継の法的性質	包括承継	特定承継	— ※株主に変更が生じるのみで、権利義務に変更なし	— ※株主に変更が生じるのみで、権利義務に変更なし	— ※株主に変更が生じるのみで、権利義務に変更なし
労働者の個別承諾の可否	不要	必要	— ※同上	— ※同上	— ※同上
労働者保護に関する関係法令等	会社分割に伴う労働契約の承継等に関する法律	「事業譲渡又は合併を行うに当たって会社等が留意すべき事項に関する指針」 (厚労省)	— ※同上	— ※同上	— ※同上

(出典) 経済産業省において作成。  
(注) ○○。

- 以下では、我が国においてこれまで活用されてこなかったスピノフと、従来新規事業の分離の手段として活用されてきた子会社上場（エクイティカーブアウト）について、それぞれの意義、留意点等を取り上げる。

### (スピノフ)

- 平成 29 年度税制改正及び平成 30 年度税制改正により、法人・株主双方にとって課税負担なくスピノフを実施することが可能となった<sup>67</sup>が、これまでの活用実績は 1 件（令和 2 年 6 月時点）のみであり、事業の切出し手法の選択肢として、必ずしもその意義に対する認知が進んでいるとは言えない。
- 日本においてスピノフが活用されない理由として、事業売却と異なり、会社にキャッシュが入ってこないため、経営者にとってメリットが

<sup>67</sup> 詳細については、経済産業省『「スピノフ」の活用に関する手引』（2018 年 3 月策定、同年 8 月改訂）を参照。

URL : <https://www.meti.go.jp/press/2018/08/20180831001/20180831001-1.pdf>

感じられないとの指摘があるが、海外（特に米国）では、スピノフには経営の独立、資本の独立、上場の独立等によるメリットがあり、企業価値を向上させる手法として、積極的に活用されている<sup>68,69</sup>。

- 様々なメリットの中でも経営の独立による「フォーカスの強化」が特に重要であるとの指摘があった。つまり、事業数が多過ぎると経営者の事業管理の能力を超えてしまい、専業企業とのグローバル競争に劣後してしまうため、スピノフにより経営能力をそれぞれの中核事業にフォーカスさせ、企業価値を向上させていくことが重要である。

### 【参考資料 56：スピノフの効果】

経営の独立による効果	<ul style="list-style-type: none"> <li>□ 両社とも、経営者は各々の中核事業に専念することが可能に（フォーカス強化）。</li> <li>□ これにより、投資戦略や資金調達等について迅速、柔軟な意思決定が可能に。経営者や従業員のモチベーションも向上。</li> </ul>
資本の独立による効果	<ul style="list-style-type: none"> <li>□ スピノフされた会社は、独自の資金調達の途が拓かれ、大規模M&amp;A等の成長投資が実施可能に。</li> <li>□ スピノフされた会社は、独禁法や系列等の制約から解放され、元の会社の競合相手との取引も可能に。他社とのアライアンスや経営統合の自由度も高まる。</li> </ul>
上場の独立による効果	<ul style="list-style-type: none"> <li>□ 両社とも、事業構成がシンプルになることで、コングロマリット・ディスカウントの克服。</li> <li>□ 各事業のみに関心のある投資家を引きつけ、各々の事業特性に応じた最適資本構成が可能に。</li> <li>□ 株式報酬のインセンティブ効果も高まる。</li> </ul>

（出典）田村俊夫「成長戦略としてのスピノフ税制改革～コーポレートガバナンスの試金石～」(みずほ証券「資本市場リサーチ 2015 年冬季 vol.34」)をもとに経済産業省において作成。

（注）〇〇。

- スピノフにおいては、売却先をみつけることや、相手方と雇用や処遇の条件等について調整することが不要であり、特に、切り出す事業の規模が大きく、売却先を見出すことが困難な場合や、その従業員等が独立を志向する場合等に適した手法として、日本企業においても積極的な活用を検討することが期待される。

68 スピノフを活用した分離件数は、米国では 2010 年～2018 年で累計 270 件存在する（リフィニティブデータベース）。

69 企業にキャッシュが入ってこないにも関わらず、欧米企業がスピノフを実行するのは、経営陣が価値創造を意識できているからであるとの指摘があった。つまり、企業本位で考えるとスピノフにより規模が縮んでしまうが、事業本位で考えるとそれぞれの価値は高まり、社会全体で価値が創造されるとの考えが共有され、かつ経営陣の報酬が個社の規模拡大のみならず、企業価値の総和の増大にリンクした報酬設計になっていること等を通じて、欧米企業ではスピノフが実施されるのである。

## (子会社上場 (エクイティカーブアウト))

- 完全子会社を上場して、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。
- 子会社上場は、米国等でも主要なスキームの一つ<sup>70</sup>であり、我が国においても、分離独立の手法として歴史的にもよく用いられてきたものであり<sup>71</sup>、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という観点からも、重要な切出しの手法の一つとして位置づけることが妥当である。
- ただし、上場子会社の形態は、構造的に少数株主との利益相反リスクを生じさせるものであり、従来、日本企業の一部で見られたように漫然と上場子会社を維持することは必ずしも望ましくない<sup>72</sup>。こうした観点から整理された「グループ・ガバナンス・システムに関する実務指針」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」と位置づけた上で<sup>73</sup>、その間は、親会社と上場子会社の一般株主との間の利益相反リスクに対応するため厳重なガバナンス体制を整えることが必要<sup>74</sup>。

---

<sup>70</sup> 2017 年以降に完了した欧米における切出しに関する取引について、スピンオフや子会社上場などの第三者への売却以外の手法による案件は、件数ベースでは約 4%にとどまる一方、取引金額ベースでは約 30%を占める。さらに、20 億ドル相当以上の切り出しで見ると件数ベースで約 30%、金額ベースで約 45%を占めるに至っている。すなわち、切り出す事業の規模が大きくなるにつれ、買い手を見出すことが困難となる場合が多い、または独立上場企業としてのサステナビリティが高まるといった理由で、特に大規模な事業の切出しに際し、スピンオフや子会社上場が活用されていると考えられる（第3回別所委員意見書）。

<sup>71</sup> 代表例を追記。

<sup>72</sup> こうした考え方から、米国等では、子会社上場は非子会社化の経過措置と位置づけられることが多いと言われている。

<sup>73</sup> 我が国資本市場に対する信頼確保の観点から、どの程度の期間で非子会社化するのか等の方針を示すことが望ましい。なお、米国における実務に鑑みれば、長くとも5年程度で非子会社化する必要があるとの意見があった。

<sup>74</sup> 経済産業省『グループ・ガバナンス・システムに関する実務指針』（2019年6月28日公表）の「6 上場子会社に関するガバナンスの在り方」を参照。

URL : [https://www.meti.go.jp/press/2019/06/20190628003/20190628003\\_01.pdf](https://www.meti.go.jp/press/2019/06/20190628003/20190628003_01.pdf)

## 5.4 企業等の取組例

- 以下では、事業の切出しに積極的に取り組んでいる先進的な企業等の実務上の工夫を紹介する。
- なお、実務上の工夫は、事案により異なり得るため、これらの取組例は、事業の切出しを検討及び実行する際に、多様な実例として参照していただくことを想定している。

### <参考：企業等の取組例>

#### (従業員とのコミュニケーション)

- ・ 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。  
(C社)
- ・ 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。(A社)
- ・ 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。(D社)
- ・ 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。(D社)
- ・ 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。(B社)

(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場合もある。労働組合の協力を得る上で、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。(F社)
- 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。(A社)
- 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という場合も多い。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。(A社)
- 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。(C社)

(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。(F社)
- 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。(F社)

- 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、スキーム別にどういった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。(A社)

(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。(F社)
- 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。(F社)
- 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おう。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。(A社)
- 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、その事業に熱意を持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。(B社)

(従業員との関係)

- 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。(C社)
- 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。(D社)
- 就社意識が強い日本企業では、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うとともに、事業に付いて行ってもらうことが重要。(E社)
- 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ものであり、事業の切出し後も従業員にその事業に継続して従事してもらうことがお互いにとってメリットのある取引となる前提条件である。(D社)
- (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。(F社)

(ブランド・知的財産の承継)

- 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。(C社)
- 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、ブランドの買取りの申し出があり、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。(B社)

(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。(B社)

(欧米における実務)

- ・ 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。(E社)
- ・ 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。(E社)
- ・ 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。(E社)
- ・ 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」は作成しているが、「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。(E社)

(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。(B社)
- 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。(D社)
- 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事業ポートフォリオの見直しをする。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。(D社)

(A社)

- 業種：電気機器
- 主要取引市場：東京証券取引所1部
- 規模（連結ベース）：売上1000億円以上、従業員1万人以上
- 機関設計：監査役設置会社
- 社外取締役比率：1/3以上

(B社)

- 業種：電気機器
- 主要取引市場：東京証券取引所1部
- 規模（連結ベース）：売上1兆円以上、従業員数10万人以上
- 機関設計：指名委員会等設置会社
- 社外取締役比率：過半数

(C社)

- 業種：電気機器
- 主要取引市場：東京証券取引所1部
- 規模（連結ベース）：売上1兆円以上、従業員数10万人以上
- 機関設計：監査役設置会社
- 社外取締役比率：1/3以上

(D 社)

- 業種：電気機器
- 主要取引市場：東京証券取引所 1 部
- 規模（連結ベース）：売上 1 兆円以上、従業員数 10 万人以上
- 機関設計：指名委員会等設置会社
- 社外取締役比率：過半数

(E 社)

- 業種：サービス業（コンサルティング）
- 主要取引市場：非上場
- 規模（連結ベース）：不明
- 機関設計：不明
- 社外取締役比率：不明

(F 社)

- 業種：機械
- 主要取引市場：東京証券取引所 1 部
- 規模（連結ベース）：売上 1 兆円以上、従業員数 1 万人以上
- 機関設計：監査等委員会設置会社
- 社外取締役比率：1/3 以上

## 事業再編研究会報告書「今後の検討課題」(案)

(実務指針案と並び、事業再編研究会報告書に盛り込むことを想定)

### 事業再編促進のための制度整備の在り方

#### スピノフ税制の拡充

- 現状の税制適格スピノフの対象は、100%子会社（又は自社の事業部門）のスピノフに限られるが、この点については、「スピノフを促進するのであれば、例えば、上場子会社のスピノフについての税制整備もあり得る。」、「米国では、最初に子会社の上場を行い、親会社が一部の持ち分を売却して現金を受け取った後に、残りの持ち分をスピノフした場合でも課税繰延が認められている。」といった意見がある。
- そのため、100%未満の子会社のスピノフについても税制適格スピノフの対象とすることが考えられ、その場合には、以下のような活用方法が考えられる<sup>75</sup>。
  - ・（上場子会社の場合には）親子上場を解消する際の選択肢の1つとなる。
  - ・（非上場の子会社の場合には）子会社 IPO 後にスピノフを行うこと（2ステップスピノフ）で、親会社にとっては投資回収の機会を得つつスピノフを行うという選択肢も出てくる。
  - ・（ジョイントベンチャーの場合には）ジョイントベンチャーを解消する際の選択肢の1つとなる。
  - ・ その他、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。
- そのほか、スプリットオフ（切出し対象となる子会社の株式を対価として、親会社が自社株 TOB を通じて、既存株主から自社株式を取得する取引）についても、税制適格の対象とすることも考えられるとの意見があった。

#### 【参考資料 57：活用イメージ】

【親子上場解消と2ステップスピノフへの活用のスライド挿入予定。】

---

<sup>75</sup> また、事業再編の促進のため、欧米におけるスプリットオフ（切出し対象となる子会社の株式を対価として、親会社が自社株 TOB を通じて、既存株主から自社株式を取得する取引）に相当する取引を税制適格取引の対象とすることも有用であるとの指摘がある。

## スピノフの上場審査に関する課題等の整理・周知

- 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<sup>76</sup>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、スピノフの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）。
- この点については、新興企業の上場促進に関して、金融庁のアクションプラン<sup>77</sup>や東京証券取引所の要請<sup>78</sup>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京証券取引所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・周知等がなされていた<sup>79</sup>。
- スピノフはこれまで日本における実例が少ない状況ではあったが、そもそもスピノフの対象となるのは、既存の上場会社の子会社や事業部門であるため、例えば、元々、既存の上場会社（グループ）の「重要な構成単位」<sup>80</sup>として一定の監査手続を受けていた場合等のように、新興企業の上場と比較して遡及監査が行いやすい場合があるのではないかの指摘もある（事務局ヒアリング）。
- こうしたことも踏まえ、スピノフの上場監査に関して、事業再編を促進する観点から、現状の課題や特に遡及監査が行いやすいと考えられる場合等について整理し、関係者に周知を図っていくことが期待される。

---

<sup>76</sup> 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のことをいう。

<sup>77</sup> 「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）

<https://www.fsa.go.jp/news/22/sonota/20101224-5/01.pdf>

<sup>78</sup> 「監査の品質に係る信頼性向上及び遡及監査に関するご検討のお願い」（2010年12月27日）

<https://jicpa.or.jp/news/information/files/news-20100107-1.pdf>

<sup>79</sup> 同協議会の詳細については、以下を参照。

[http://www.jsda.or.jp/about/kaigi/chousa/shinko\\_kyoudi/index.html](http://www.jsda.or.jp/about/kaigi/chousa/shinko_kyoudi/index.html)

<sup>80</sup> 監査基準委員会報告書600「グループ監査」A5参照。

## 株式対価 M&A の税制

- 企業の持続的成長のため、事業ポートフォリオを積極的に組替え、新規事業への成長投資を行っていくためには、手元の現金制約を超えて、エクイティ資金による大胆な M&A を行っていくことが重要である。こうした観点から、自社株式を対価とした M&A は、欧米では積極的に活用されている有効な手法であり、その活用を促すため、対象会社株主の譲渡益等に対する課税繰延措置を創設することが期待される。