

事業再編研究会報告書

2020 年 7 月 31 日

事業再編研究会

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	5
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	5
1.1.2	事業の切出しの意義	7
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	8
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	11
1.2	ガイドラインの位置づけ	14
1.3	ガイドラインの目的と主な対象	16
1.3.1	目的	16
1.3.2	主な対象企業	17
1.3.3	対象事業についての考え方	18
1.3.4	用語定義等	18
2	経営陣における課題と対応の方向性	24
2.1	経営者の役割	24
2.1.1	現状と課題	24
2.1.2	経営資源の最適配分	27
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	29
2.2	事業ポートフォリオマネジメントの在り方	32
2.2.1	現状と課題	32
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	33
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	36
2.2.4	事業評価の仕組みの構築と運用	39
2.3	経営目標や業績評価指標の設定等の在り方	54
2.3.1	現状と課題	54
2.3.2	経営目標や業績評価指標の設定に関する基本的な考え方	56
2.3.3	経営目標等の設定の在り方	58
2.3.4	経営陣の報酬設計	60

3	取締役会・社外取締役における課題と対応の方向性	62
3.1	取締役会の役割	62
3.1.1	会社法上の位置づけ	62
3.1.2	現状と課題	64
3.1.3	取締役会における事業ポートフォリオに関する基本方針の見直し	65
3.2	社外取締役の役割	68
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	68
3.2.2	社外取締役による投資家との対話	69
3.3	取締役会の構成	71
3.4	CEO の指名や経営陣の報酬設計を通じた監督機能の発揮	73
3.5	取締役会の実効性評価	74
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	76
4.1	投資家との対話や情報開示の充実	76
4.1.1	投資家との対話や情報開示を充実させる意義	76
4.1.2	投資家への期待	77
4.2	情報開示の充実	80
4.2.1	現状と課題	80
4.2.2	情報開示の在り方	81
4.2.3	事業セグメントごとの情報開示の在り方	83
4.2.4	情報開示の媒体	84
4.3	事業ポートフォリオに関する株主提案・株主意見への対応	86
5	実行段階における実務上の工夫	89
5.1	経営陣の姿勢	89
5.2	労働組合や従業員の理解と協力	90
5.3	適切な切出し手法（スキーム）の選択	92
5.4	企業等の取組例	98

添付 1：事業再編研究会 委員等名簿

添付 2：事業再編研究会 審議経過

※本ガイドラインに掲載のない参考資料については、以下 URL（参考資料集）参照。

URL：<https://www.meti.go.jp/press/2020/07/20200731003/20200731003-3.pdf>

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（COVID-19）の世界的な感染拡大により、一時的な需要の減退や国境を超えたサプライチェーンの分断等による資金繰りの急激な悪化等、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、対症療法に終始するか、中長期的な視点から、このようなグローバル規模のショックに耐え得る強靱な企業体となるための事業ポートフォリオの組替えを含めた構造改革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、オンライン授業も広がる等、社会全体のデジタルシフトが一気に進みつつある¹。こうした変化は、従来のデジタル化の流れを加速させるものであり、かつ不可逆的なものであると考えられ、「ポストコロナ」は、「コロナ前」とは異なる新しい時代となることが見込まれる。
- 長期化も見込まれる「ウィズコロナ」を生き抜き、その先の「ポストコロナ」に向けて持続的な成長の軌道を確保するためには、業種を問わず、ビジネスモデルの前提が変わることを直視して「デジタルトランスフォーメーション（DX）²」に正面から取り組み、これを成し遂げることが至上命題となっている。

¹ コロナショックを契機として、従来、営業等の対面（フェイス・トゥ・フェイス）を基本としたビジネスの手法自体が急速にオンライン化の方向で変革されるだろうとの指摘があった。

² デジタルトランスフォーメーションに向けた研究会「DX レポート～IT システム『2025 年の崖』の克服と DX の本格的な展開～」(2018 年 9 月 7 日)においては、「あらゆる産業において、新たなデジタル技術を利用してこれまでにないビジネスモデルを展開する新規参加者が登場し、ゲームチェンジが起きつつある。各企業は、競争力維持・強化のために、デジタルトランスフォーメーション（DX：Digital Transformation）をスピーディーに進めていくことが求められている。」として DX の重要性が説明され、また、DX の定義として IT 専門調査会社の IDC Japan 株式会社による定義が引用されている。具体的には、DX とは、「企業が外部エコシステム（顧客、市場）の破壊的な変化に対応しつつ、内部エコシステム（組織、文化、従業員）の変革を牽引しながら、第 3 のプラットフォーム（クラウド、モビリティ、ビッグデータ／アナリティクス、ソーシャル技術）を利用して、新しい製品やサービス、新しいビジネス・モデルを通して、ネットとリアルの両面での顧客エクスペリエンスの変革を図ることで価値を創出し、競争上の優位性を確立すること」であるとされている。

URL：

https://www.meti.go.jp/shingikai/mono_info_service/digital_transformation/pdf/20180907_03.pdf

- デジタルトランスフォーメーションの実現は、事業レベルのポートフォリオの組替えにとどまらず、デジタル技術を活用できる人材の育成・確保を含め、新たな事業ポートフォリオに適応し、これをキャッシュ創出につなげるための組織能力（ケイパビリティ）の変革を必然的に伴うものでもある³。
- 経営者としては、こうした経済社会の構造変化を意識しつつ、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、組織面も含めた中長期的な経営戦略を練って（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⁴。
- 更に、今般の新型コロナウイルス感染症の問題により、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こと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、例えば 10 年に一度といった一定の頻度で生じ得ることが想定される。こうした中で、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新規分野への成長投資を継続する必要がある、そのためには、リスクに耐えられる内部調達資金を確保するための収益力を改善するための構造改革を行うことは不可避であるといわざるを得ない。

³ 事業レベルの変革にとどまらず、組織レベルの変革まで踏み込む必要があるかという点については、「経営環境の激変により組織の在り方がより重要になっている。」「今後も 10 年に 1 度というようなペースでパンデミックや激甚な天災等が想定される中で、従来の平時モードでの事業組換えだけでは企業の持続可能性が維持できない時代が到来した。したがって、『事業論』の段階においても、社会のメガトレンドを考察して事業の本質的な持続可能性を見極める知性と感性が一層求められ、そういった知性と感性を担保し、更にコロナ自体がもたらす“断絶的な DX”を実装可能にするのも企業文化やガバナンス体制といった組織の在り方そのものである以上、『組織論』への踏み込みも避けられない。」「事業の組換えという議論は、事業に持続性があるという前提で議論されることが多いが、コロナショックにより世界規模で、かつほぼ全産業で DX が加速する中では、事業ポートフォリオだけでなく（より奥深くで高度な問題として）組織能力のポートフォリオを考えることが極めて重要になってくる。企業として『ポストコロナ』を見据えれば、事業プラス組織能力のトランスフォーメーションをどのように進めていくのか、これをどう後押ししていくのか、機関投資家がこれにどう対峙していくのか、といったことが重要になってくる。」との指摘があった。

⁴ 新型コロナウイルス感染症による危機的状況の中で、事業ポートフォリオの変革、そのための事業再編に関する議論・意思決定と実行はどのタイミングで行うべきかという点については、「新型コロナウイルス感染症による危機が収束するまでに実行まで求めることは難しいが、収束した際に出遅れずに必要な対応ができるよう、ポストコロナを見据えた中長期的な視点からの議論や検討は今から行っておく必要がある。」との意見が大勢を占めた。特に企業経営者の委員からは、「『コロナショック→ウィズコロナ→ポストコロナ』までの推移が長期化することが予想され、コロナショックが沈静化した後に以前の社会がそのまま戻ってくることはあり得ないため、荒れた市場が小康状態を取り戻すまで一時的に案件の実行を留保することに一定の合理性はあるものの、『議論や意思決定も事態が落ち着くのを待つ』という姿勢は思考停止でありむしろ危険である。」との指摘があった。

- 今回のコロナショックを受けて、「リスク分散のための事業の多角化（リスク特性の異なる事業を有すること）」の意義を見直したという声も聞かれるが、このことは、シナジー創出を通じた成長戦略が描けないような多角化を正当化するものではない⁵。また、今回のような「有事」においては、手元資金の厚さがリスク耐性（バッファ）として極めて重要な要素となるが、手元資金の確保の前提となるキャッシュ創出力は、企業の競争優位性に基づくビジネスモデルとして戦略的な事業ポートフォリオを構築することにより強化されるものであるということを認識しておく必要がある。
- 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。
- 本ガイドラインは、主に日本企業における事業ポートフォリオの変革を後押しするためのベストプラクティスを整理したものであるが、これを企業価値の向上につなげるためには、新たな事業ポートフォリオに応じた人材確保や育成を含めた組織レベルの変革まで踏み込む必要があるということを付言する。

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

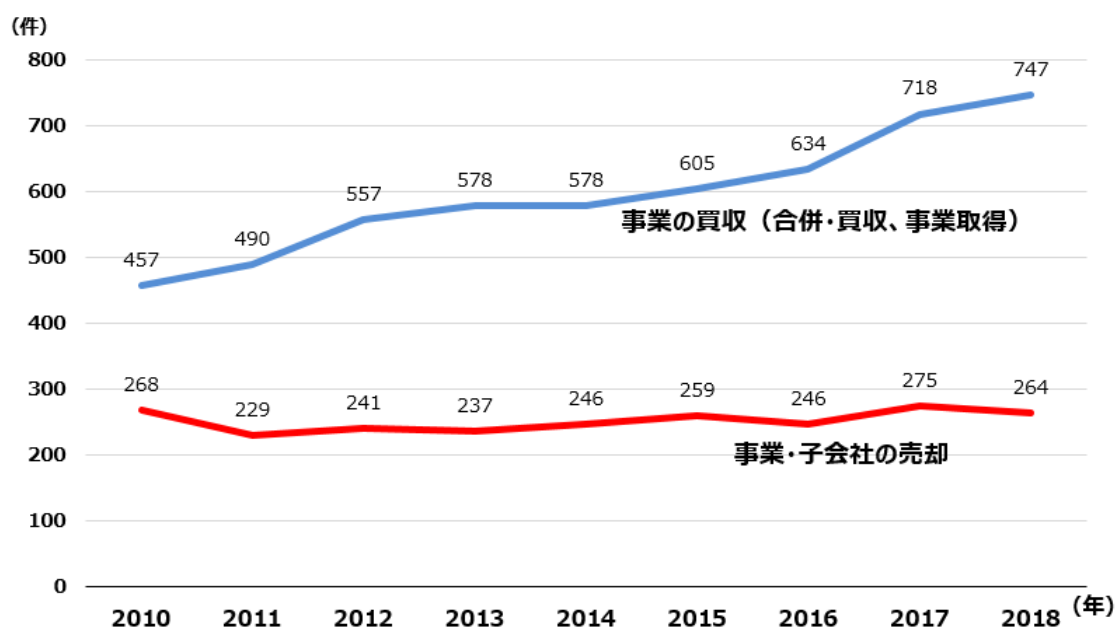
- グローバル化の進展やデジタル革命により経営環境が急激に変化する中、企業がイノベーションによる付加価値の創出や生産性の向上を通じた持続的な成長を実現していくためには、「両利きの経営」⁶を目指し、貴重な経営資源をコア事業の強化や将来の成長事業への投資に集中させることが必要とされている。

⁵ 「グローバルに企業分析を行ったところ、いわゆるコングロマリット企業よりも、強靱なコア事業を有している企業の方が、潤沢な手元現預金や営業キャッシュフローの創出力を有することが確認された。」との指摘があった。

⁶ チャールズ・A・オライリー＝マイケル・L・タッシュマン（入山章栄監訳、富山和彦解説、渡部典子訳）『両利きの経営「二兎を追う」戦略が未来を切り拓く』（東洋経済新報社、2019）においては、企業活動における両利きとは、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活動）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行われていることを指すとされており、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を行う場合には、通常、不確実性が高く、大きなリスクを伴うため、新規分野への投資資金を確保する観点からも、事業ポートフォリオの継続的な見直しを通じて資本効率が高い事業ポートフォリオへの転換を実現し、キャッシュフローの充実を図る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、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、グローバル比較においても複数の事業セグメントを有する企業の比率が高くなっており⁷、必ずしも十分に事業ポートフォリオの組替えが行われていない状況となっている。

【参考資料 1.1.1：上場企業の事業再編の推移】



（注）「事業の買収」及び「事業・子会社の売却」の件数については、案件ごとの公表日を基準にカウントしている。

（出典）レコフデータベースを基に経済産業省において作成。

⁷ CREDIT SUISSE の Webex Series 2020 HOLT Segment Analysis によると、主な上場企業のうち、日本は 2 つ以上の事業セグメントを保有する企業の比率（66%）が他地域（北米 33%、欧州 61%）と比較して最も高いとされている。

- こうした現状を踏まえ、「新たな成長戦略実行計画策定に関する中間報告」（2019年12月19日未来投資会議）において、「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。スピンオ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。」と指摘した上で、次期成長戦略に向けた課題として、「企業価値向上のためのスピンオ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⁸。
- これを受け、本年2月の構造改革徹底推進会合や4月の未来投資会議での議論を経て、7月17日に閣議決定された「成長戦略実行計画」において、「スピンオフを含む事業再編を促進するための実務指針を策定し、企業に対応を促す」旨が盛り込まれた。

1.1.2 事業の切出しの意義

- 事業環境の変化に対応し、持続的な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な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

⁸ 未来投資会議構造改革徹底推進会合「企業関連制度・産業構造改革・イノベーション」会合（産業構造改革・コーポレート・ガバナンス）第5回（2020年2月25日）においては、日本企業の事業再編について、(i)スピンオフ等を含めた事業再編が日本では十分に促進されておらず、日本企業が事業売却というものをより進めやすくするために、外国の資本がよりコミットしやすくする、それを通じて日本企業、産業、そして経済が便益を得るというような構造をつくっていくという視点が重要であるとの意見や、(ii)日本企業に共通して見られる課題は事業ポートフォリオの入替えが得意ではないという点にあり、その背景には文化的側面のみならず、株式価値の向上を図ることが経営者のインセンティブに結びついていないという経済的側面があるとの意見等があった。

また、未来投資会議（2020年4月3日）においては、「経営者として最適なポートフォリオの構築と、それによる企業の成長は本務であり、責任であるけれども、このたびのパンデミックにより、世界には恐らく産業的にも社会的にも不可逆的な大変化が起こると予想している。事業再編の議論は、したがって、本質的な企業バリューを高めるために平時においても常に見直しを行うべきという観点だけでなく、この大きな変化を迎えて、さらに大胆でスピーディーな事業再編がこれまで以上に重要になると考えるべきである。日本の大企業は、積極的に取り組んでいる企業もあるが、多くは事業再編・改変に消極的に見える。事業再編のテクニックや方法論ではなく、やはりマインドの問題ではないか。現状では、事件等の外圧によって大規模な事業再編を余儀なくされるという場面が多いように見られる。より能動的な事業再編を進めるためには、マインドをどうやって変えるかということを考えなければいけないと思う。」との意見があった。

ることが不可避と考えられ、事業ポートフォリオ上の価値創出への貢献が明らかではない事業については、自社が「ベストオーナー」⁹かどうかを早期に見極め、スピンオフによる分離・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。

- スピンオ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、経営のフォーカスが強化されることに加え、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¹⁰の解消につながる一方、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にリソースを調達する道が拓かれる、「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のための投資資金が得られやすくなる等、両者にとって成長の実現や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

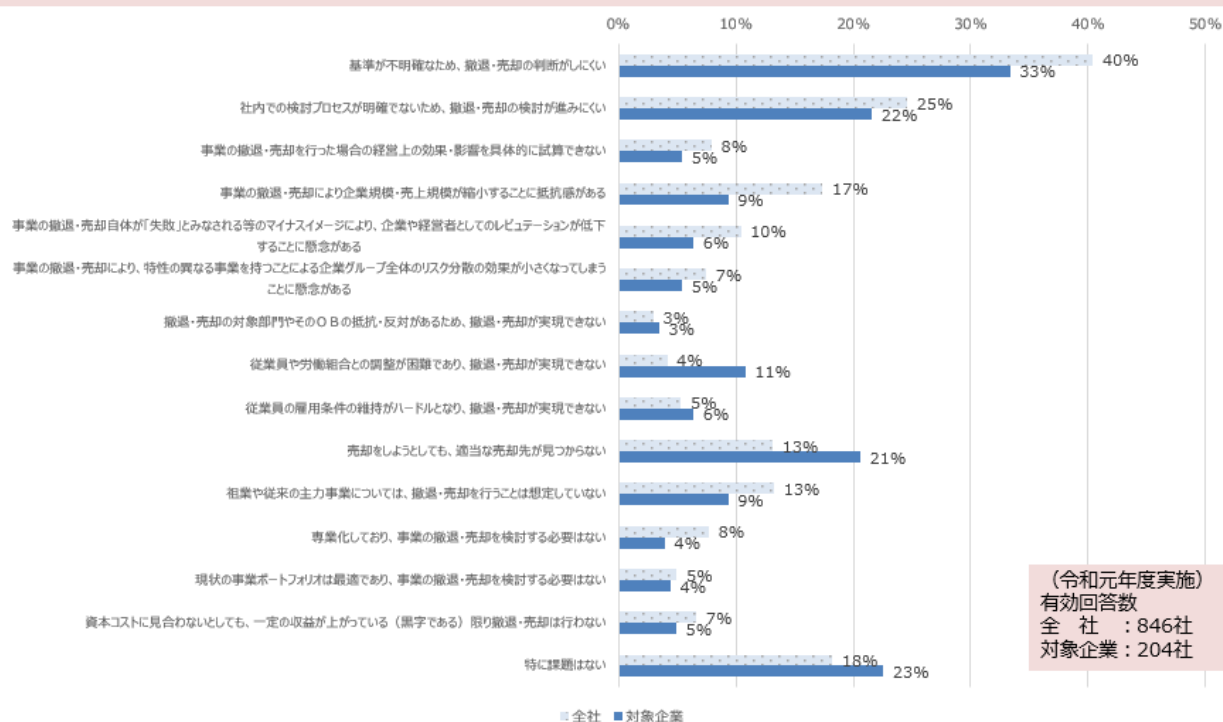
- 日本企業においては、不振事業が優良事業の生み出すキャッシュに依存している場合や、再投資先（成長事業）の見通しが立っていない場合等において、事業の切出しに踏み切れない傾向があると指摘されているが、その背景には、事業ポートフォリオマネジメントを行う仕組みや基準が十分に整備されていないことに加え、企業としての規模の維持・拡大を当然の目標とする経営者の意識があるのではないかと考えられる。
- 経済産業省が実施した企業アンケート結果においても、事業撤退・売却を進める上での課題として、事業撤退・売却の基準がない、検討プロセスが明確になっていない、規模が縮小することへの抵抗感等が挙げられている。

⁹ 後述 1.3.4 参照。

¹⁰ 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ことを指しており、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。

【参考資料 1.1.3：事業撤退・売却を進める上での課題認識（企業アンケート結果）】

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



（注）「全社」…東証の市場第一部・市場第二部の上場企業

「対象企業」…JPX 日経インデックス 400 の構成銘柄企業のうち、複数の報告セグメントを有する企業

- 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、売上高や利益額等の損益計算書（以下「PL」という。）上の指標を重視する発想が強い一方、貸借対照表（以下「BS」という。）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」の価値観が

根付いていること、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に対する遠慮が働いていること等が考えられる。

- ・ 経済的側面としては、経営者が事業の切出しを決断しない要因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、企業価値の向上を図るために必要な事業再編の実行（又は実行しないこと）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と考えられる。
 - ・ 特に、事業の切出しの一手法であるスピノフについては、コングロマリット・ディスカウントを解消し、「ベストオーナー」の下であれば成長ポテンシャルが高まる可能性のある事業を既存企業のマネジメント能力の制約から解放して成長戦略を実現させる上で有力な手法であるにもかかわらず、企業に対価（キャッシュ）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ジレンマ¹¹を抱えており、企業価値の向上に向けた株主目線とのアラインメントが課題である。
 - ・ 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¹²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¹³。
- このように、事業の切出しは企業の持続的な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

¹¹ 経済学的には、エージェント（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とるという意味で、両者の間のエージェンシー問題の表れともいえる。

¹² 日本型雇用制度については、長期の人材育成や人材の定着の観点から、積極的に評価すべき面もあるとの指摘があった。

¹³ コロナショックを契機にデジタルトランスフォーメーション（DX）が進めば、業務（job）の標準化・可視化が進み、属人的な仕事の仕方が薄れ、日本企業における企業特殊な人的資本の重要性が低下することにより、人材の流動性が増し、事業再編のコストの一つとなっていたものがなくなっていくことが見込まれるとの指摘があった。

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的な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、アクティブ運用の機関投資家や社外取締役比率が高い企業の方が事業再編も中長期的な R&D（研究開発）投資も積極的に行う傾向が確認されており、機関投資家や社外取締役による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¹⁴。
- これらを踏まえれば、日本企業においても持続的な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

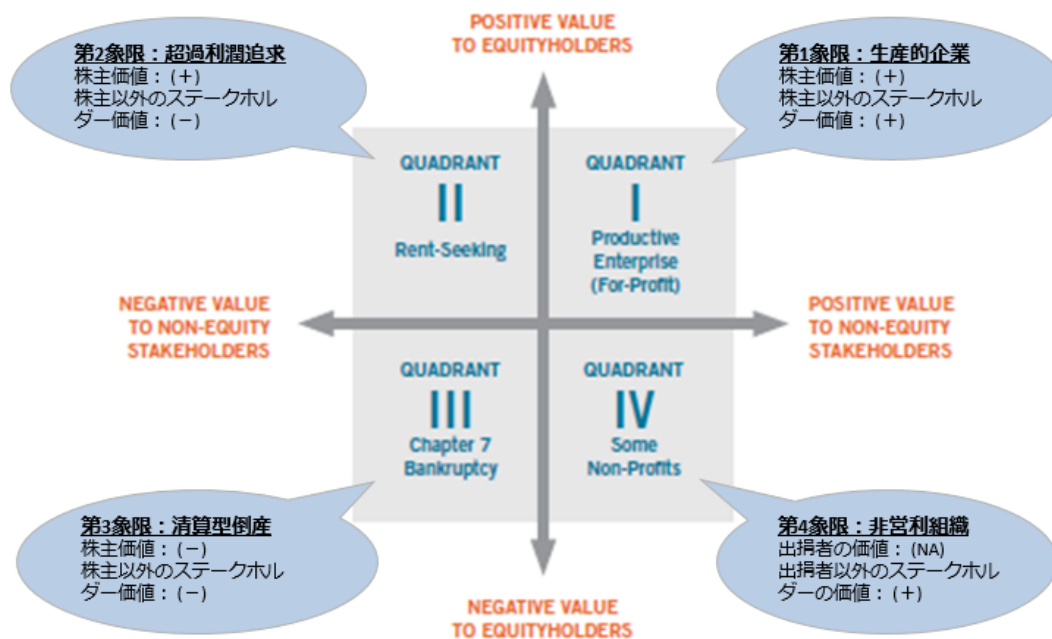
- 株主利益と他のステークホルダーの利益の関係については、本来、必ずしも相対立するものではない。株式市場が機能していることを前提にすれば、株主は会社の中長期的な利益を考慮できる主体であり、中長期的に各事業の事業価値を高めることで、公正な分配¹⁵を通じて多様なステークホルダーの利益が実現され、ひいては「企業価値」の向上を通じた「株主価値」の実現にもつながっていくものと考えられる。
- ただし、取締役や経営陣が株主以外のステークホルダーの利益を考慮するに当たっては、中長期的には企業価値の向上に資するものである必要がある点には十分な留意が必要である。

【参考資料 1.1.4：株主価値と株主以外のステークホルダー価値】

¹⁴ 本研究会第 2 回資料 5 井上委員意見書。

URL：https://www.meti.go.jp/shingikai/economy/jigyo_saihen/pdf/002_05_00.pdf

¹⁵ 昨今の ESG 投資の広がり、こうした公正な分配を担保するものとも考えられる。



(注) 本図では、縦軸において、「Value to Equityholders」との評価軸が採用されているが、右下のIV象限については、Non-profitsの大半においては Equityholders は存在しないが、原典では、非営利組織において、出捐者よりもその他のステークホルダーに重点を置いた運営を行うことにより、出捐者から見た当該組織の価値の低下を招く可能性がある点を捉えてこの位置づけとしている。このような原典の趣旨を踏まえ、「出捐者の価値」は、他の象限における「株主価値の+/-」と同様の評価はできないため、「NA」とした。

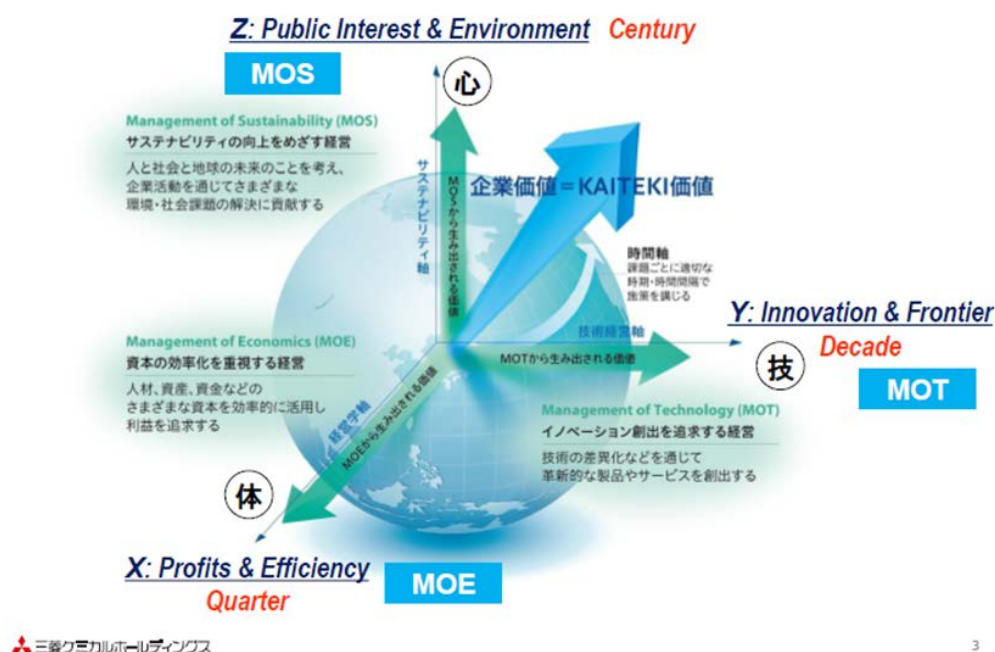
(出典) George Serafeim et al., "Impact-Weighted Financial Accounts: The Missing Piece for an Impact Economy" Harvard Business School, 12 (2019)を基に経済産業省において作成。

- 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。
- 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の向上を意識した機関投資家との対話（エンゲージメント）が進みつつあるが、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、中長期的な視点で見れば、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があった。

<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。



「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「KAITEKI 価値」と呼んでいる。」¹⁶

1.2 ガイドラインの位置づけ

- 本ガイドラインは、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¹⁷」（2019年6月28日策定。以下「グループガイドライン」という。）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、経済産業省「コーポレート・ガバナンス・システムに関する実務指針¹⁸」（2017年3月31日策定、2018年9月28日改訂。以下「CGSガイドライン」という。）、グループガイドライン及び経済産業省「社外取締役の在り方に関する実務指針¹⁹」（2020年7月31日策定。以下「社外取締役ガイドライン」という。）と並び、株式会社東京証券取引所²⁰「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～」(2015年6月1日適用開始、2018年6月1日改訂。以下「コーポレートガバナンス・コード」という。)と整合性を保ちつつ、会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に資する形でコーポレートガバナンスを実践するためにこれを補完するものである。

¹⁶ 本研究会第2回における小林委員発言（一部抜粋）。

¹⁷ URL：https://www.meti.go.jp/press/2019/06/20190628003/20190628003_01.pdf

¹⁸ URL：<https://www.meti.go.jp/press/2018/09/20180928008/20180928008-1.pdf>

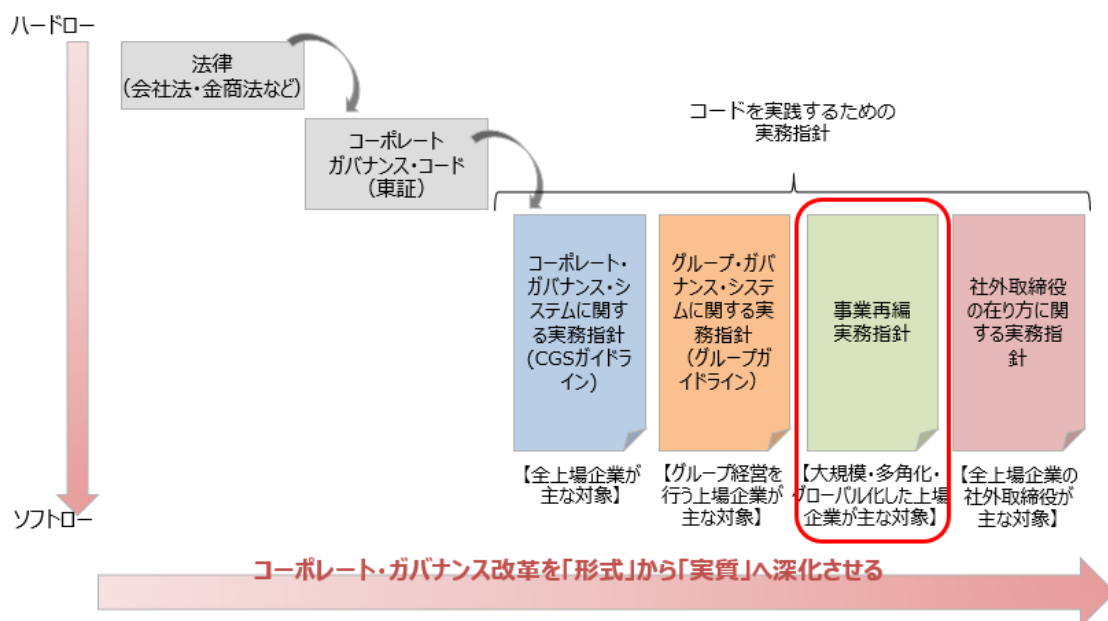
¹⁹ コーポレート・ガバナンス・システム（CGS）研究会（第2期）における議論に基づき策定。詳細については、以下参照。

URL：<https://www.meti.go.jp/press/2020/07/20200731004/20200731004-1.pdf>

²⁰ 以下「東証」という。

- 本ガイドラインの活用にあたっては、各社の状況や重点課題に応じて、これらの実務指針や「デジタルガバナンス・コード」^{21,22}等と合わせて、御参照いただければ幸いである。

【参考資料 1.2：本ガイドラインの位置づけ】



²¹ デジタルガバナンスとは、デジタルトランスフォーメーションを継続的かつ柔軟に実現することができるよう、経営者自身が、明確な経営理念・ビジョンや基本方針を示し、その下で、組織・仕組み・プロセスを確立（必要に応じて抜本的・根本的変革も含め）し、常にその実態を掌握し評価をすることを指すとされている（デジタルガバナンスに関する有識者検討会「デジタルガバナンス・コードの策定に向けた検討」（2019年9月））。

URL：

https://www.meti.go.jp/shingikai/mono_info_service/digital_governance/pdf/report_001.pdf

²² デジタルガバナンス・コードは、顧客や投資家等の視点にも留意しつつ、各企業が目指すべきデジタルガバナンスのあるべき姿を示し、それに向けた達成状況を可視化し、各企業の状況を客観的に評価することによってDXの推進を図ることを目的として策定される予定のものであり、「Society5.0時代でのデジタル・ガバナンス検討会」において議論が行われている。デジタルガバナンス・コード案の詳細については、同検討会の中間取りまとめ参照。

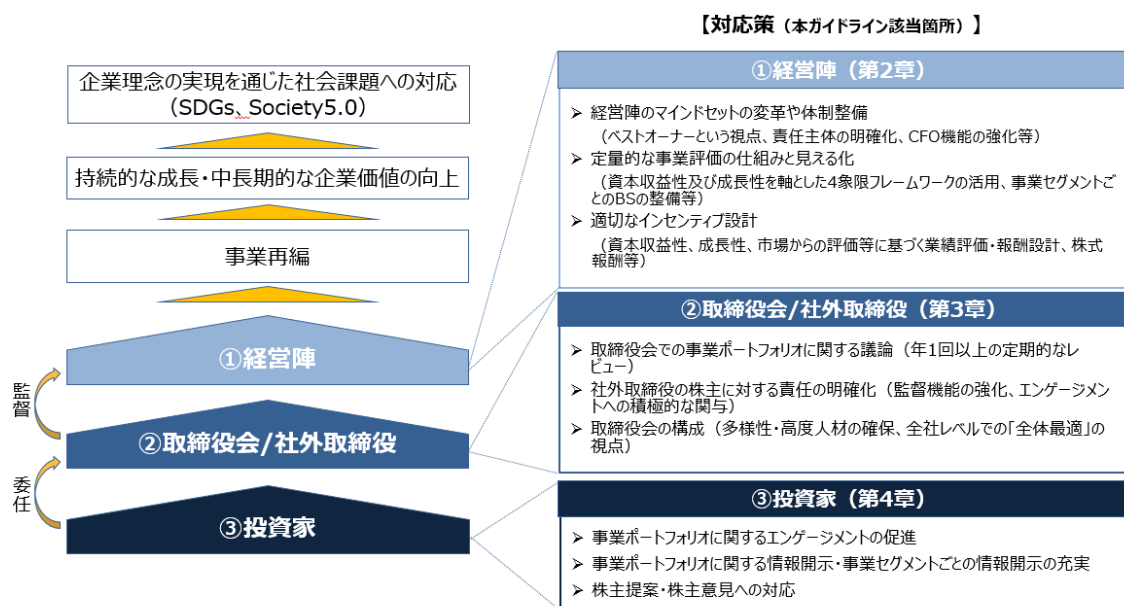
URL：https://www.meti.go.jp/shingikai/mono_info_service/dgs5/pdf/20200518_01.pdf

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。このような現状を踏まえ、本ガイドラインでは、持続的な成長の実現に向け、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ている。

【参考資料 1.3.1：本ガイドラインの概要】

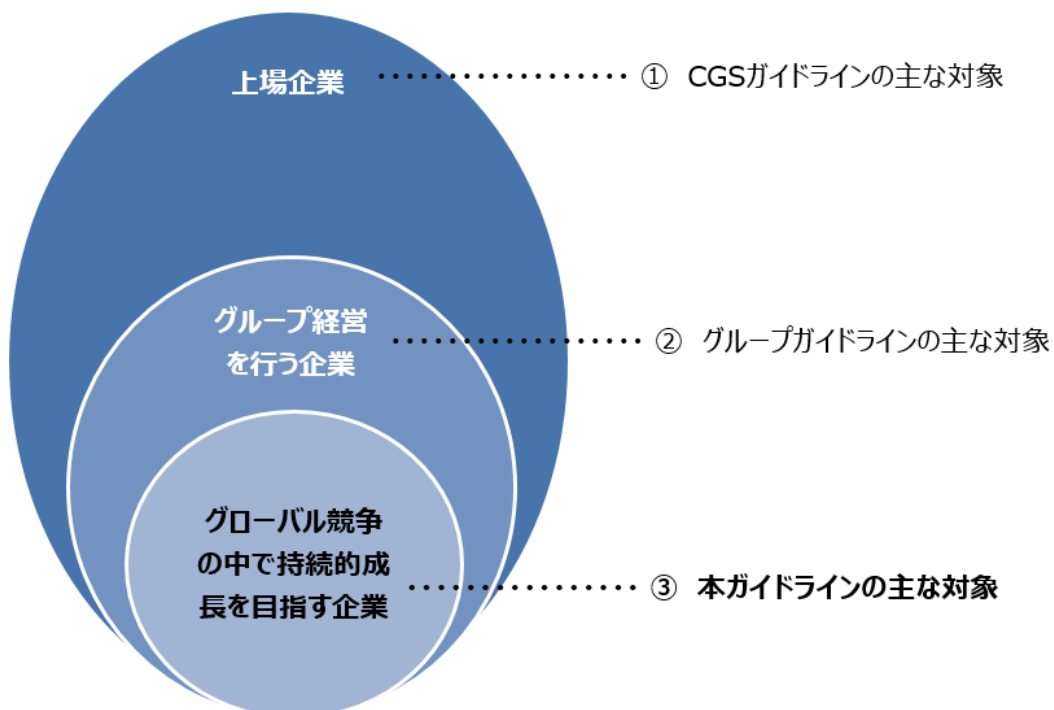


- 本ガイドラインは、主な対象企業（後述 1.3.2）において適切な事業ポートフォリオマネジメントを実践する際の指針となるとともに、機関投資家によるエンゲージメント活動や、取締役の選任議案等に対する議決権行使において参照、活用されることも期待される。

1.3.2 主な対象企業

- 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「市場や資金調達の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」を想定している。
- しかしながら、上記以外の上場企業や非上場企業を含め、必ずしもこうした類型に該当しない企業においても、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な成長を目指す限り、例えばブランドやプロダクトの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、更に長期で見れば、産業分野レベルでの再編を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得るものと考えられる。

【参考資料 1.3.2：本ガイドラインの主な対象】



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、対応の在り方は異なり得る。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業界再編も選択肢となり得る。
- 従来は、日本企業が低収益事業を抱え込むことにより自ら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²³が多かったが、本ガイドラインでは、こうした議論を一步進め、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な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。
- 事業ポートフォリオの見直しにおいては、各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、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な成長を実現し、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は、主として以下の意味で用いている。

²³ 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・収益性の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-」（2017 年 6 月 9 日））。

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、「会社が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 ²⁴	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又はその程度をいい ²⁵ 、概念的に

²⁴ 企業価値とは、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又はその程度をいい、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である（グループガイドラインの脚注 3、①経済産業省「公正な M&A の在り方に関する指針」（2019 年 6 月 28 日策定）の 1.5 e）。

なお、②企業価値研究会「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 日策定）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、③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）最終報告書』（2014 年 8 月。以下「伊藤レポート」という。）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。

上記①URL：https://www.meti.go.jp/press/2019/06/20190628004/20190628004_01.pdf

上記②URL：

https://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei_innovation/keizaihousei/pdf/3-houkokusho-honntai-set.pdf

上記③URL：

https://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei_innovation/kigyokaikei/pdf/itoreport.pdf

²⁵ 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」（2005 年 5 月 27 日策定）2 頁参照。

URL：https://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei_innovation/keizaihousei/pdf/3-shishinn-honntai-set.pdf

用語	定義
	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 ²⁶ である。
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（事業譲渡、会社分割（吸収分割）、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。）
経営陣	企業の経営判断を担う社長・CEO、業務執行取締役、執行役、執行役員その他重要な使用人を指す。
経営者	経営陣の中でも特に他の業務執行取締役・執行役に対して指揮・命令権限を有し、会社の経営（業務執行）や重要な意思決定について最終的な責任を負う者（主に社長・CEOを想定）を指す。
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、当該子会社又は事業を切り離し、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、当該事業を経営戦略上重要で優先すべき分野（コア事業）として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ことや、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こと等、その組織能力 ²⁷ （ケイパビリティ）

²⁶ 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」（2008年6月30日策定）1頁参照。

URL：<https://www.meti.go.jp/report/downloadfiles/g80630a01j.pdf>

²⁷ クレイトン・クリステンセン（玉田俊平太監訳、伊豆原弓訳）『イノベーションのジレンマ（増補改訂版）』（翔泳社、2001）においては、「企業にできることとできないこと」（組織能力）は、「資源、プロセス、価値基準の三つの要因によって決まる」と説明している。具体的には、当該企業にできることを決める際の「資源」として、人材、設備、技術、商品デザイン、ブランド力、資金、情報等が考慮されるとされている。また、「プロセス」とは、このような企業の保有する資源を価値の高い商品やサービスに変換する際の相互作用、調整、コミュニケーション、意思決定などのパターンを指すとされ、「価値基準」とは、仕事の優先順位を決めるときの基準であるとされている。

用語	定義
	ティ) や資本力を活かして競争優位を築き、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 (つまり、当該事業を有することが企業の経営戦略及び組織能力に適合している) 企業が該当する ^{28,29} 。
事業ポートフォリオ	企業が有する事業の組合せを指す ³⁰ 。
資本コスト	自社の事業リスクや財務リスク等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リターン (期待収益率又は割引率) を指す。資本コストは株主資本コストと有利子負債コストから構成され、有利子負債コストは主として金利がこれに当たる。資本コストは、期待収益率又は割引率の把握の仕方により様々な算定方法があるが、本文中、特に断りのない限り、株主資本コストと有利子負債コストをその資本構成に基づき加重平均した加重平均資本

²⁸ 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。

²⁹ マッキンゼー・アンド・カンパニー＝ティム・コラー＝リチャード・ドップス＝ビル・ヒューイット (本田桂子＝鈴木一功訳) 『企業価値経営 コーポレート・ファイナンスの 4 つの原則』 (ダイヤモンド社、2012) においては、コーポレート・ファイナンスの本質となる 4 つの原則の 1 つとして「ベスト・オーナーの原則」が挙げられている。また、「事業の価値は、誰が事業を所有するか、もしくは誰が経営するかによって決まる」との考え方の下、「企業に求められるベストオーナーとしての要件」として、「1. 事業ポートフォリオにある他の事業との連携、2. 全ての (もしくはほとんどの) 事業部に適用できる、差別化されたスキル、3. 市場環境に対する優れた洞察・先見性、4. 優れた企業ガバナンス、5. 人材、資本、政府、納入業者、顧客への特別なアクセス」の 5 つの要素が説明されている。

また、ベスト・オーナー原則を実施するためには、「取締役会と経営陣が自社のポートフォリオ内の事業の価値を最大化しようと思うのであれば、自社が各事業 (および、ポートフォリオに追加される可能性のある事業) にどう付加価値を与えるのかを明確にしなければならない。自社の事業ポートフォリオを見直す際には、少なくとも自社がベスト・オーナーとして生み出す価値の源泉を、具体的に理解しなければならない。また、他社がより優れたオーナーとなる可能性も考慮する。そしてベスト・オーナーとしての源泉は、静的なものではない。自社がベスト・オーナーとしてもつ価値の源泉を進化させていくためにはどのような意思決定が可能か、絶え間なく問い続けていく必要がある。」としている。

³⁰ 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、本ガイドラインでは、「事業ポートフォリオ」について「分散 (すべきもの)」という趣旨で用いているものではない。

用語	定義
	コスト（WACC：Weighted Average Cost of Capital） ³¹ のことを指す。
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、東証の市場第一部・市場第二部の上場企業を対象に実施した「令和元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 ³² を指す。なお、当該結果における「対象企業」とは、本ガイドラインの主な対象（前述1.3.2参照）を踏まえ、JPX日経インデックス400の構成銘柄企業のうち、複数の報告セグメントを有する企業を指す。
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、東証の市場第一部・市場第二部の上場企業の社外取締役を対象に実施した「令和元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 ³³ を指す。なお、当該結果における「対象企業」とは、本ガイドラインの主な対象（前述1.3.2参照）を踏まえ、JPX日経イ

³¹ 具体的には、以下の算定式により計算される。

$$\begin{aligned}
 \text{WACC} = & \text{有利子負債コスト} \times (1 - \text{実効税率}) \times \frac{\text{有利子負債}}{\text{有利子負債} + \text{株主資本}} + \text{株主資本コスト} \\
 & \times \frac{\text{株主資本}}{\text{有利子負債} + \text{株主資本}}
 \end{aligned}$$

※「株主資本」については、主として株式時価総額が用いられる。

³² 「令和元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…33.0%、回答企業数…868 社

本調査の実施要領及び詳細結果については、以下参照。

URL：

https://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei_innovation/keizaihousei/corporategovernance.html

³³ 「令和元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…19.1%、回答企業数…1350 名

本調査の実施要領及び詳細結果については、以下参照。

URL：

https://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei_innovation/keizaihousei/corporategovernance.html

用語	定義
	ンデックス 400 の構成銘柄企業のうち、複数の報告セグメントを有する企業を指す。

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

経営者の第一の使命は、企業の持続的な成長のために経営資源の最適配分を行うこと、そのために事業ポートフォリオの最適化とシナジーの創出を図ることである。

- 経営者³⁴の第一の使命（本務）は、企業（事業）の持続的な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³⁵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

- 上記のとおり、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、社長・CEO向けのアンケート結果³⁶では、事業の売却等の基準や検討プロセスが明確でない、といった仕組みに関する課題に加え、「自社グループ内では将来の成長が見込めないとしても、対象事業が赤字でない限り、売上げには貢献しているため（事業売却等を）決断しにくい」といった意識面の課題も挙げられており、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を裏付けているとも考えられる。

³⁴ 本章においては、主に複数の事業を有する企業グループの本社のCEOを想定している。

³⁵ ここで「最適化」とは、単にその時点での最適化を図ることではなく、将来に向けて、戦略としての妥当性を確保するという趣旨で用いている。以下同じ。

³⁶ 経済産業省において、2018年11月から12月にかけて、東証市場第一部・市場第二部の上場企業の社長・CEOを対象に実施した「平成30年度コーポレートガバナンスに関するアンケート調査（社長・CEO向け）」の結果を指す。

本調査の実施要領及び詳細結果については、以下参照。

URL：

https://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei_innovation/keizaihousei/pdf/ggs/itakuhouk-okusyo2018.pdf

【参考資料 2.1.1：事業売却・撤退等を検討・実施する際の課題（社長・CEO アンケート結果）】

- また、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な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提言されている。

＜参考：公益社団法人経済同友会「資本効率最適化による豊かな社会への第1次提言 収益力を強化する事業組換えの実践」³⁷⁾＞

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。

1：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

³⁷⁾ 公益社団法人経済同友会「資本効率最適化による豊かな社会への第1次提言 収益力を強化する事業組換えの実践」（2016年6月）

URL：https://www.doyukai.or.jp/policyproposals/articles/2016/pdf/160624a_01.pdf

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――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

既存企業の持続的な成長の実現に向けて「両利きの経営」を実践するためには、事業ポートフォリオの不断の見直しと最適化が不可欠であり、経営者（グループ本社の CEO）が本気で取り組む必要がある。

事業ポートフォリオの最適化（そのための不断の見直し）を図る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。また、シナジー創出のためには、事業部門横断的な「ファンクショナルマネジャー」の設置等の「横串」を通す方向での取組が有効である。

また、複数の事業を有する合理的理由について、シナジー創出等のメリットがコストを上回っているかどうかという視点から、投資家等に対して説明責任を果たすことが求められる。

（持続的な成長のための意義）

- 上記のとおり、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）複数の事業を有するグループ企業の本社の CEO³⁸であれば、事業間の経営資源の配分を見直し、必要に応じて事業ポートフォリオの組替えを行うことは常時なされるべきことといえるが、こうした見直しは、長期の時間軸で考えれば、専業の企業にとっても、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、競争優位性の確保と収益力の強化を通じて持続的な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

³⁸ 本ガイドラインにおいて、「CEO」という場合には、社長も含まれるものとして用いている。

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³⁹。

- 「両利きの経営」を実践するためには、過去に経験のない中で、自社が競争優位性を獲得し得る新規分野・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、内部調達資金である営業キャッシュフローを充てることが一般的であるため、既存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キャッシュが消費されないよう、事業ポートフォリオを不断に見直し、経営環境の変化に合わせてその最適化を図っていくことが欠かせない⁴⁰。
- 特にグローバル化とデジタル化により経営環境の変化のスピードが増す昨今では、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、これらは経営者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)

- このように、経営環境の変化が激しい中、事業ポートフォリオの最適化を図るためには、資本コストを意識しつつ、自律的・主体的に事業ポートフォリオの不断の見直しを行うことが必要であり、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、その成否は経営者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 2.1.2-1：取組事例（株式会社日立製作所）】

【参考資料 2.1.2-2：取組事例（ソニー株式会社）】

(シナジーの創出)

³⁹ 複数の事業を有する成熟企業の経営者の役割としては、事業ポートフォリオの最適化と既存事業からのシナジー創出は最低条件として、これに加えて、新規事業を生み出す力を投資家等に対して示していくことが特に重要であるとの指摘があった。

⁴⁰ 通常は、社内外での情報の非対称性が存在するため、リスクの高い成長投資については内部調達資金を充てる方が機動的な投資が可能となると考えられる。

- 事業ポートフォリオの最適化を図りつつ、現状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、グループ本社の経営陣による個々の事業部門に対する定期的なレビュー、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⁴¹」の設置、ファンクションごとの統合と集権化等による事業間の比較分析や経営の効率化、事業部門横断的なコミュニケーションの活性化等、「横串」を通す方向での取組が有効と考えられる⁴²。

（複数の事業を有することについての説明責任）

- 複数の事業を有する企業においては、事業間に何らかのシナジーが存在するのが通常ではあるが、こうしたシナジーの存在は、複数の事業を有する理由としては、必ずしも十分ではない。複数の事業を束ねて経営する合理的理由について、それらの事業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、経営のフォーカスの鈍化等、複数の事業を有することにより発生するコストを上回っているかという比較衡量の視点から、取締役会で議論を行い、投資家等に対して説明責任を果たすことが求められる（後述 2.2.2 及び後述 2.2.4 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

自社が「ベストオーナー」ではない事業を抱えていても当該事業の成長戦略の実現は難しいため、従業員利益の確保という観点からも、黒字であっても、例えば（その事業における）資本収益性が資本コストを下回り、回復が難しいと見込

⁴¹ ファンクショナルマネジャーとは、一般に、CEO や COO（Chief Operating Officer）等のジェネラルマネジャー以外のコーポレート担当の経営陣（CXO）のことを指すが、ここでは特に、CMO（Chief Marketing Officer）、CTO（Chief Technology Officer）、CIO（Chief Innovation Officer）等のプロダクトに関連する特定の機能を全社的（事業部門横断的）に統括（所掌）する役職（CFO 等の Administrative Functional Managers と区別して Product Functional Managers ともいう。）を想定している。

⁴² CEO に直接報告を行うファンクショナルマネジャーが増加していること、シナジーの創出とファンクションにおける集権化との間には相関関係が存在していることを示す研究結果がある（Maria Guadalupe et al., *Who Lives in the C-Suite? Organizational Structure and the Division of Labor in Top Management*, Management Science, Vol. 60, No. 4, 824–844. (2013)）。これに加えて、イタリアとインドの企業を対象とした研究結果によれば、社外よりも部下・社員との定期ミーティングの時間が長い CEO の経営する企業ほど業績が高い傾向が見られる（以下参照）。

URL：<http://sticerd.lse.ac.uk/ExecutiveTimeUse/research/default.asp>

まれる段階で早期に切出しの決断を行うことが重要である。

また、事業の切出しをスムーズに実行するためにも、普段から、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。

- 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が難しい場合には、長期的に見れば従業員の利益とはならないといわざるを得ない。
- 他方、そうした事業を切り出すこと（売却等）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⁴³。
- 事業の切出しを検討する基準については、現状、「3 期連続赤字」等を基準とする例も少なからず見られるが、通常、PL 上の赤字となってから検討を始めるということでは遅く、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あり、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 2.1.3：事業撤退・売却のための基準（企業アンケート結果）】

- そのため、ある事業において、少なくとも資本コスト⁴⁴を上回る収益を継続的、構造的に上げられなくなった場合には、自社で抱えた状態では当該事業は持続

⁴³ 欧米企業（特に日本に近い雇用責任を有するドイツ及びフランス等）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、グループガイドラインの 3.2（54-55 頁）参照。

⁴⁴ 事業セグメントごとの資本コストの考え方については、後述 2.2.4「（評価指標の設定の在り方）」の「①資本収益性の指標」参照。以下同じ。

可能性を失っているということであるため、当該事業が傷む前に、例えば PL 上は黒字であっても資本収益性（ROIC 等）が当該事業の資本コスト（ハードルレート）を下回り、回復が難しいと見込まれる段階（又はハードルレートに対して優位性を持続するのが難しいと判断した段階）で売却する決断を行うことが望ましい。この場合、通常は、対象事業にとって「ベストオーナー」といえる売却先を見つけられる可能性も高まると考えられ、価格交渉のみならず従業員の雇用・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⁴⁵。

- 更にいえば、仮に一定以上の利益を上げ、資本収益性が資本コストを上回っているとしても、同業他社との比較において、又は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⁴⁶には、早期の売却によりキャッシュ化して、自社が競争優位性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。
- 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等の対応が必要である⁴⁷。この際、各従業員の職種・業種や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、事業の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、中長期的な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（後述 5.2 参照）。

⁴⁵ 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指摘があった。

⁴⁶ 一般に、潜在的な事業の買い手から、雇用維持を前提にしても、自社の認識する事業価値よりも高い買収価格が提示される場合は、その買い手が当該事業の「ベストオーナー」と位置づけられ、当該事業の従業員にとっても将来の配分価値が大きいといえるとの指摘があった。

⁴⁷ 事業ポートフォリオの変化を見据えた、経営戦略と適合的な人材戦略の構築に向けた方策等については、経済産業省「持続的な企業価値の向上と人的資本に関する研究会」において議論が行われている。詳細については、以下参照。

URL：https://www.meti.go.jp/shingikai/economy/kigyo_kachi_kojo/index.html

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、複数の事業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に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。
 - ・ 各事業部門（特に中核事業部門）の権限が強い⁴⁸、あるいは事業部門に対する権限と責任の所在が複雑に事業部門と本社にまたがり一元化されていないため、グループ本社（コーポレート部門）の横串機能による事業ポートフォリオの見直しや変更が行われにくいこと
 - ・ 取締役の多くが内部昇格者で特定の事業部門の利益を代表する立場になっており、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経営陣（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⁴⁹ごとの 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
- 企業アンケート結果でも、「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、「基準が不明確なため、撤退・売却の判断がしにくい」、「社内での検討プロセスが明確でないため、撤退・売却の検討が進みにくい」、「事業

⁴⁸ グループガイドラインの 2.1 においては、「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。

⁴⁹ 「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、「リスク・リターン・プロファイル」（リスクとリターンの組合せ）が一定程度共通する事業をまとめたものを想定している（後述 2.2.4「（評価指標の設定の在り方）」の「①資本収益性の指標」参照）。

の撤退・売却により企業規模・売上規模が縮小することに抵抗感がある」ということであった⁵⁰。

- こうした現状を踏まえ、以下、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整理している。

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

経営者は、事業ポートフォリオに関する基本方針の立案（取締役会への付議）、その執行、見直しの立案を行う等、事業ポートフォリオマネジメントの一義的な責任者として主導的な役割を果たすことが期待される。

事業ポートフォリオマネジメントの基本は、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。

- 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、現状をどのように評価し、持続的な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に関する基本方針」は、取締役会において、単に執行を監督するというにとどまらず、主体的に決定すべき事項である⁵¹。
- 経営者においては、こうした法的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。経営者は、まず執行責任者として事業ポートフォリオに関する基本方針の原案を立案して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っており、事業ポートフォリオマネジメントの一義的な責任者として主導的な役割を果たすことが期待される。

⁵⁰ 日本企業において事業の切出しが進みにくい背景・要因に関する指摘については、前述 1.1.3 参照。

⁵¹ 会社法上の位置づけについては後述 3.1.1 参照、取締役会における事業ポートフォリオに関する基本方針の見直しについては後述 3.1.3 参照。

- 事業ポートフォリオマネジメントの基本は、以下のとおり、①企業理念・価値基準に基づき、②ビジネスモデルとして複数の事業を営む戦略の妥当性を明確化し、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）（サステナビリティ（ESG 要素⁵²を含む中長期的な持続可能性）^{53,54,55}の観点を含む。）を明確化し、事業部門の現場も含め、共有・浸透を図る。

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⁵⁶を明確化した上で、グローバルな競争環境を踏まえ、企業価値の向上に向け、経営戦略を策定する。

⁵² ガバナンス及び社会・環境に関する事項を指す。

⁵³ 2015 年 9 月の国連サミットにおいて 17 の目標等から構成される「持続可能な開発目標」（SDGs）が採択されている。

⁵⁴ 「サステナビリティ」の定義については、スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会（令和元年度版）『『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～」』（2014 年 2 月 26 日策定、2017 年 5 月 26 日改訂、2020 年 3 月 24 日再改訂。以下「スチュワードシップ・コード」という。）の指針 1-1 より引用。

⁵⁵ コーポレートガバナンス・コードの原則 2-3 において、「上場会社は、社会・環境問題をはじめとするサステナビリティ（持続可能性）を巡る課題について、適切な対応を行うべきである。」とされ、また、補充原則 2-3①において、「取締役会は、サステナビリティ（持続可能性）を巡る課題への対応は重要なリスク管理の一部であると認識し、適確に対処するとともに、近時、こうした課題に対する要請・関心が大きく高まりつつあることを勘案し、これらの課題に積極的・能動的に取り組むよう検討すべきである。」とされている。

⁵⁶ 経済産業省「価値協創のための統合的開示・対話ガイダンス -ESG・非財務情報と無形資産投資-」（2017 年 5 月 29 日策定。以下「価値協創ガイダンス」という。）においては、「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。」「『ビジネスモデルがある』とは、中長期で見たときに成長率、利益率、資本生産性等が比較対象企業よりも高い水準であることである。」「企業は、情報開示や投資家との対話において、以下で示す項目を含め自らのビジネスモデルにとって重要な要素を最も端的に示すように関連付け、価値創造ストーリーとして伝えるべきである。特に、企業が複数の異なる事業を営む場合は、主な事業のビジネスモデルとともに、それらの事業選択の判断及び全体としてどのようなビジネスモデルと捉えているのか考え方を示すことが重要である。」とされている。

- その上で、仮に資本コストを上回る資本収益性が確保されている場合であっても、各事業を有する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。
- 特に複数の事業を有する場合、「コングロマリット・ディスカウント」の問題も意識して、複数の事業を有する合理的理由について、事業シナジーの創出のメカニズムや価値創造ストーリーも踏まえつつ、ビジネスモデル・経営戦略と整合的なものになっているかという観点から、投資家等に対しても説明できるよう、明確化しておくことが求められる。

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得るため、上記①、②を踏まえつつ、中長期的に企業価値を向上させ、持続的な成長を実現する観点から、資本コストを踏まえた定期的な見直し（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。）（後述 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事業評価の仕組み（評価指標の設定を含む。）の構築と運用（後述 2.2.4 参照）が行われるべきである。
- その際に、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」、特に「株主資本コスト」の把握である。
- 株主資本コストについては、CAPM（Capital Asset Pricing Model：資本資産評価モデル）⁵⁷等の一定の方法により理論値を算定することはできる

URL：

https://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei_innovation/kigyoukaikei/Guidance.pdf

⁵⁷ 具体的には、以下の算定式により計算される。

株主資本コスト＝リスクフリーレート＋ β ×マーケットリスクプレミアム

リスクフリーレート：実質的にリスクのない投資に対する期待利回り（国債利回り）

β ：企業のリスクが株式市場全体のリスクと比べてどれだけ高いかを表した値

マーケットリスクプレミアム：株式市場が安全資産（国債）と比べてどれだけ高い利回りが期待できるかを表した値

（田中慎一＝保田隆明『コーポレートファイナンス 戦略と実践』130-131 頁（ダイヤモンド社、2019）参照）

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⁵⁸であることから、投資家との対話を通じて、おおよその目安（相場観）を共有することが重要となる。

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

事業ポートフォリオマネジメントを適切に実施するため、責任部署を明確にした上で推進体制の整備が重要である。

事業ポートフォリオマネジメントの主体はグループ本社のコーポレート部門であるが、各事業部門の幹部等において、その事業の成長戦略を主体的に検討することも重要である。

- 前述 2.2.2 のとおり、事業ポートフォリオに関する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 1 回は定期的に、十分な時間を取って議論すべきである⁵⁹。
- 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基本方針の案については、経営陣が作成することとなるが、こうした役割を含め、事業ポートフォリオマネジメントを適切に実施するため、責任部署を明確にした上で推進体制を整備することが重要である。
- 取締役会での議論に先立ち経営会議等で検討する際も、特定の事業部門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経営陣が主導して行うことが望ましい。
- このように、事業ポートフォリオマネジメントはグループ本社のコーポレート部門が主体となることが基本であるが、これに加えて、各事業部門の幹部等において、自身が所掌する事業部門の持続的な成長の実現にとって、現在のグループに身を置くことが最適な状態なのか、他に「ベストオーナー」はいないの

⁵⁸ 伊藤レポートにおいては、「本プロジェクトでは、グローバルな機関投資家が日本企業に期待する資本コストの平均が 7%超との調査結果が示された。これによれば、ROE が 8%を超える水準で約 9 割のグローバル投資家が想定する資本コストを上回ることになる。」とされ、一般的に機関投資家の期待する株主資本コストの水準は 7%超程度であるとされている。

⁵⁹ 会社法上の位置づけについては後述 3.1.1 参照、取締役会における事業ポートフォリオに関する基本方針の見直しについては後述 3.1.3 参照。

か、という問題意識を持って、当該事業部門の独立も含めた成長戦略を主体的に考えることも重要である⁶⁰。

【参考資料 2.2.3-1：取組事例（株式会社三菱ケミカルホールディングス）】

【参考資料 2.2.3-2：取組事例（三井物産株式会社）】

【参考資料 2.2.3-3：取組事例（J.フロント リテイリング株式会社）】

事業ポートフォリオマネジメントにおいては全社的な観点からの財務的な規律付けが重要であり、CFO がその担い手になるべきであるが、日本企業においても、その機能強化を図り、積極的な役割が期待される。

そのためにも、経営企画（CSO）のラインと CFO のラインとの連携を進め、特に事業ポートフォリオに関しては一体的に議論できるような関係を構築することが望ましい。

また、サステナビリティやイノベーションの観点から、CTO や CIO の役割や連携強化も重要である。

（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（再配分）により、資本効率を上げてキャッシュを創出し、創出したキャッシュを成長投資に回すことで企業の持続的な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⁶¹とともに、②企業財務の観点、

⁶⁰ 実際に事業の切出しに成功する事例を見ると、対象事業部門の幹部等がこうした問題意識を持って、当該事業の成長戦略を考えていた場合が多いとの指摘があった。

⁶¹ 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。

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⁶²。

- 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⁶³。
- こうした CFO の本来の役割を踏まえ、日本企業においても、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を果たす役職としていくことが期待される。
- そのため、CFO の人材育成や登用については、経理・財務部門出身者ということを保ずしも前提とせず、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も期待される⁶⁴。
- また、CFO が期待される役割を果たすための前提として、本社のコーポレート部門には、全社レベルの資本コストの把握にとどまらず、事業ごとの資本収益性と資本コストとの比較も踏まえた適切なリスク・リターン分析を行うため、事業セグメントごとの 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（後述 1.2.4 参照）や、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）や事業部門の幹部等の財務リテラシーの向上が期待される。

⁶² 一般社団法人日本 CFO 協会のウェブページ、及び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～』（日本能率協会マネジメントセンター、2018）参照。

⁶³ グループガイドラインの脚注 50 においては、「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。」とされている。

⁶⁴ 経理・財務部門の経験がない場合には、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、必要な財務的知見を習得することが重要である。

(経営企画部門との機能連携)

- 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ていくことが求められる。
- このためには、経営企画部門を所掌する CSO (Chief Strategy Officer) 等のラインと経理・財務部門を所掌する CFO の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 (Task Force on Climate-related Financial Disclosures : 気候関連財務情報開示タスクフォース) の取組の進展等も踏まえた ESG 投資やデジタルトランスフォーメーション (DX) への対応が経営課題として重要性を増している。
- こうした中、事業ポートフォリオの議論において、サステナビリティや技術革新・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

事業ポートフォリオを見直し、最適化を図る際の出発点となるのが既存の事業 (又は事業セグメント) の評価分析であり、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」かどうかということである。

事業評価においては、可能な限り、具体的なデータに基づく定量評価を踏まえた検討により、適切な事業評価とそれに基づく判断を行うことが重要である。

- 資本コストを上回る利益を上げながら持続的な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事業（又は事業セグメント）⁶⁵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、その事業の持続的な成長（そのための成長戦略）を実現する上で、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。
- 従来、多くの日本企業においては、事業ポートフォリオに関し、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、「リスク分散」や「シナジーがある」という抽象論に終始する傾向が見られたとの指摘がある。
- こうした指摘も踏まえ、その性格上、現状維持バイアスがかかりやすい事業ポートフォリオの見直しの議論を有意義なものとするため、恣意性が入り込みやすい感情論や感覚論ではなく、可能な限り、具体的なデータに基づく定量評価を踏まえた検討により、適切な事業評価とそれに基づく判断を行うことが重要である。
- なお、事業ポートフォリオマネジメントのための事業評価においては、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、可能な限り定量評価を踏まえた検討を心掛けることで、適切な評価・判断が行われるようにすることが重要である⁶⁶。
- 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。

⁶⁵ 事業ポートフォリオマネジメントにおいて、事業の評価分析を「事業」ごとに行うか、「事業セグメント」ごとに行うかについては、各社における事業の数・各事業の規模や性質、企業の規模等を勘案して、適切な括り方で行うことが求められる。以下、本 2.2.4 において「事業」という場合には、明示的に「事業セグメント」と区別して記載している箇所を除き、各社において評価分析の対象（単位）とする「事業」又は「事業セグメント」を指す。また、「事業」又は「事業セグメント」はいずれも、法人単位の単体ベースではなく、連結ベースで区分することを想定している。

⁶⁶ 成長性や「ベストオーナー」かどうかについての判断・評価については、「将来予測の部分が大きく、（過去の実績に基づく）定量評価には限界がある。」「定量評価を重視すべきであるが、これに尽きるものではない。」との指摘があったが、ここでは、定量化できる要素はできる限り定量化する努力が重要であるとの趣旨で記載している。また、適切な事業評価を行うため、外部の専門家（財務アドバイザー等）を活用して「ストラテジックレビュー」を行うことも有益である（後述 4.3「（株主提案等に対する企業の対応の在り方）」参照）。

【参考資料 2.2.4-1：取組事例（株式会社三菱ケミカルホールディングス）⁶⁷⁾】

【参考資料 2.2.4-2：取組事例（株式会社日立製作所）】

【参考資料 2.2.4-3：取組事例（SIEMENS）】

（「4 象限フレームワーク」⁶⁸⁾）

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、資本収益性と成長性を軸として事業評価を行うための標準的な仕組みである「4 象限フレームワーク」を活用することが有効である。

- 持続的な成長の実現に向け、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、事業ごとの資本収益性と成長性を統合的に把握した上で、資本コストを踏まえつつ、成長投資により付加価値⁶⁹⁾の創出を図っていく⁷⁰⁾ことが求められる。
- 資本収益性と成長性を事業評価の基本軸とし、これら 2 つの軸により「統合的に把握」する趣旨は、企業の創出する付加価値は投下資本に資本収益性を掛け合わせたものであり、資本収益性を高めれば、リスクの高い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⁷¹⁾ことにより、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

⁶⁷⁾ 後述参考資料 2.2.4-5 と同じ図。

⁶⁸⁾ 「4 象限」は、本来、X 軸と Y 軸の上下左右を表すものであるが、ここでは、X 軸と Y 軸のプラスマイナスは特定せずに、フレームワークの呼称として用いている。

⁶⁹⁾ ここで「付加価値」とは、資本コストを上回る将来収益の現在価値の総和（エコノミック・プロフィット）を想定している。なお、「付加価値」は単年度ごとに評価するのではなく、投資先行期間・投資回収期間を考慮の上、相応の期間（複数年度）で評価すべきである。

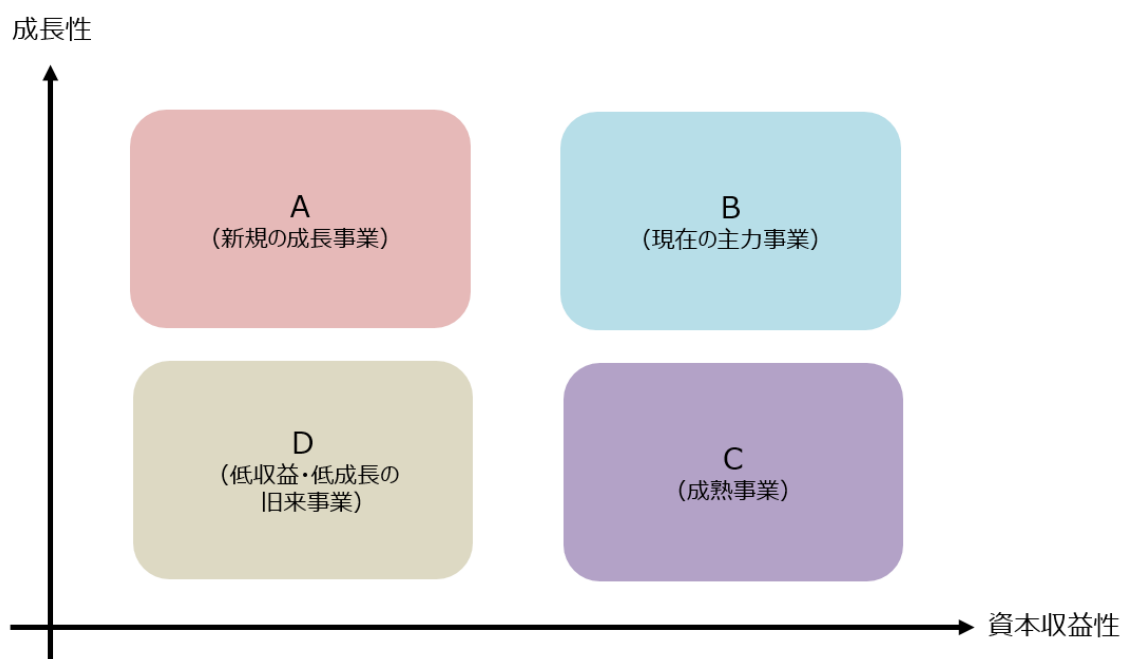
⁷⁰⁾ 成長投資の意思決定においては、DCF（Discounted Cash Flow）法により投資の正味現在価値（NPV：Net Profit Value）が正である（つまり、DCF 法で算出された事業価値が、同事業への投下資本と比較して大きい）か等、付加価値を創出させる投資であるか確認することが求められる。

⁷¹⁾ 投下資本を減らして資本収益性を高めることに主眼があるのではなく、足下での資金創出のみならず、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への投資が行いやすくなるという好循環が生まれると考えられる。

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ことが重要であり、そのための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）、サステナビリティの観点、ビジネスモデルや中長期的な経営戦略等、企業としての基本的な方向性を前提とし、資本収益性と成長性の観点からできる限り定量評価を行った上で、各事業の位置づけや課題を確認するためのツールであり、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関係者において共有しておくべき基本的な枠組み（考え方）としても活用が期待されるものである。

【参考資料 2.2.4-4：4 象限フレームワーク（イメージ）】



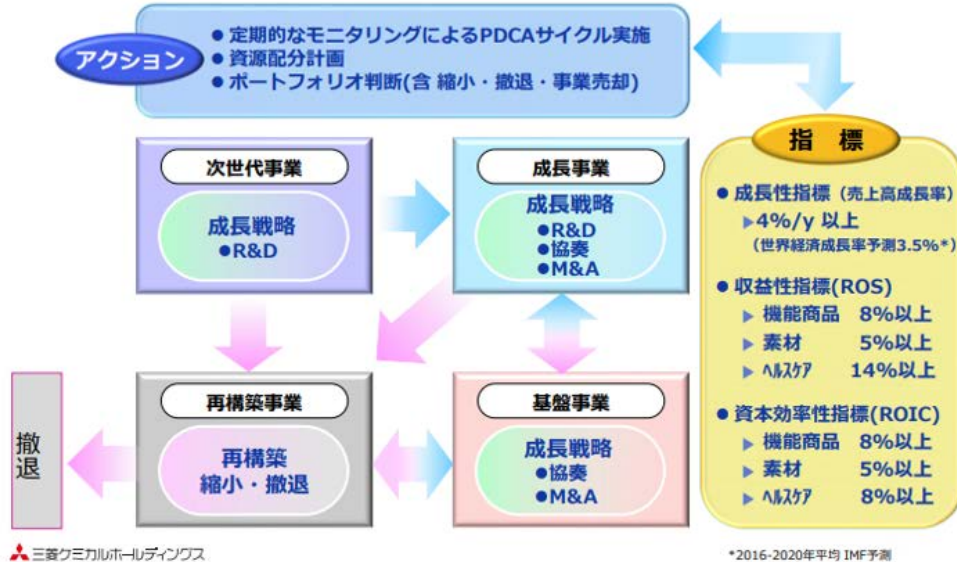
（出典）本研究会第1回資料7三瓶委員意見書3-4頁を基に経済産業省において作成。

【参考資料 2.2.4-5：取組事例（株式会社三菱ケミカルホールディングス）⁷²】

⁷² 前述参考資料 2.2.4-1 と同じ図。

事業ポートフォリオマネジメントに関する基準：当社現行中計（2016-20）の指標

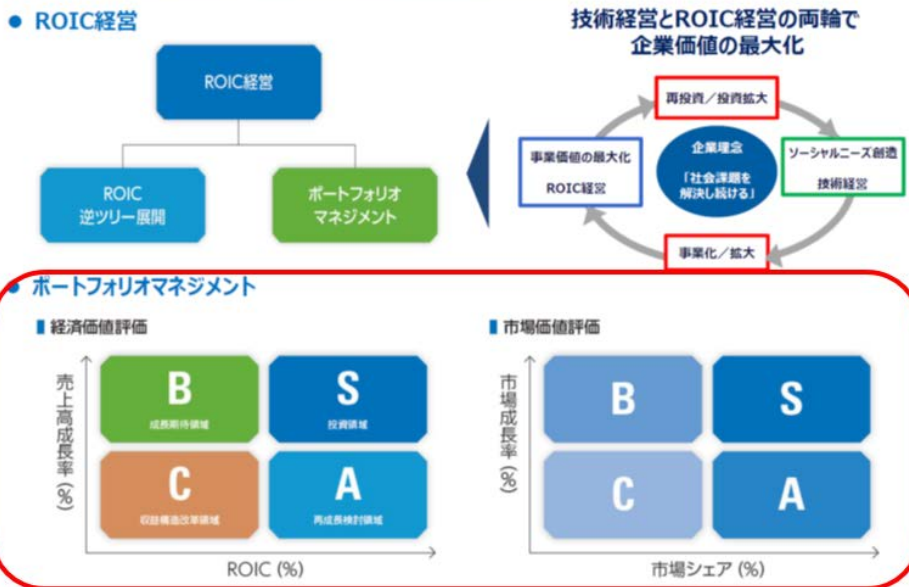
- 各事業・関係会社を分野別の基準指標でポジショニング
- 定期的なモニタリングをしながら、資源配分とポートフォリオ最適化を加速



（出典）本研究会第2回資料4 小林委員提出資料12頁より抜粋。

【参考資料 2.2.4-6：取組事例（オムロン株式会社）⁷³】

オムロンのROIC経営



（出典）本研究会第3回資料5 日戸委員提出資料9頁より抜粋。

⁷³ 後述参考資料 2.2.4-15 と同じ図。

（評価指標の設定の在り方）

事業ごとの資本収益性を測る指標として ROIC（投下資本利益率）を導入し、資本コストとの比較や競合他社との比較（ベンチマーク）を行うことが重要である。また、事業ごとに ROIC と資本コストを比較するためには、(i)まずは、ROIC の算出のために、事業ごとに資産等の割付けを行い、(ii)その上で、資本コストの把握のために、事業セグメントごとの BS（連結ベース）を「ざっくり」でよいので整備することが求められる。

成長性を測る指標としては、市場全体の成長率等に加え、自社が当該事業を成長させられるかという観点から評価することが考えられる。

これらの指標による評価に加えて、自社が「ベストオーナー」かどうかという視点や、他の事業とのシナジー等についても考慮することが考えられる。ただし、シナジーを考慮する際は、コスト等との比較分析も重要である。

- 「資本収益性」と「成長性」を測る具体的な指標については、様々なものが考えられるが、以下のような基本を踏まえた上で、業種・業態やビジネスモデル等に応じて各社にて検討すべきである。

【参考資料 2.2.4-7：事業撤退・売却のための定量基準（企業アンケート結果）】

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イクダウンのしやすさ等の観点から、一般に ROIC（Return On Invested Capital：投下資本利益率）が優れていると考えられる⁷⁴。
- ・ ROIC は、資本収益性に関する経営指標⁷⁵となると同時に、実務では、売上高利益率（ROS）と投下資本回転率に分解し、その後、売上総利益率や

⁷⁴ 『山を動かす』研究会編『ROE 最貧国 日本を変える』（日本経済新聞出版社、2014）、田中慎一＝保田隆明『コーポレートファイナンス 戦略と実践』（ダイヤモンド社、2019）参照。

⁷⁵ 資本収益性を測る際、ROIC を算定する際に分子に置く利益として、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ある。

販売管理費率、運転資本回転率等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しやすい指標として活用している取組も見られる。

<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、これらを更に各部門の 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。」と説明している。

【参考資料 2.2.4-8：オムロン株式会社の ROIC 逆ツリー展開】

- ・ 事業の資本収益性の評価に当たっては、自社の資本コストを上回るか否かに限らず、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、事業の資本収益性の比較対象となる「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、市場や競合企業（属する業界）等の競争環境やビジネスモデルが異なる等、「リスク・リターン・プロファイル」が異なる場合には、適切な資本構成（特に有利子負債と株主資本

の配分)の在り方も、それに応じた資本コストも異なる⁷⁶ため、「リスク・リターン・プロファイル」が共通する事業を一つの「事業セグメント」として括った上で、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⁷⁷。

【参考資料 2.2.4-9：資本収益性に関する主な指標の整理①】

【参考資料 2.2.4-10：資本収益性に関する主な指標の整理②】

(事業セグメントごとの BS⁷⁸の整備)

- 事業評価の指標として ROIC を導入し、事業ごとに ROIC⁷⁹と資本コストを比較するためには、まずは、ROIC の算出のために、事業ごとに資産等の割付け(事業ごとの BS の左側の作成⁸⁰)を行うことが必要となる⁸¹。

⁷⁶ 「リスク・リターン・プロファイル」が異なれば、株主資本コストに加えて、適切な資本構成(キャピタルアロケーション)の在り方も異なり、それに応じて資本コストも異なる。例えば、軌道に乗るかまだ不確かな新規事業の場合には、その資本のほとんどが株主資本であることが合理的であると考えられるが、安定したキャッシュフローを創出する事業の場合には、株主資本の配分を多くする必要はないものと考えられる。

⁷⁷ 「事業セグメント」ごとの資本コストを把握した上で、それぞれの事業セグメントに属する事業ごとの資本収益性と比較することが想定される。

⁷⁸ 前述脚注 65 のとおり、本 2.2.4 において、「事業」又は「事業セグメント」はいずれも、法人単位の単体ベースではなく、連結ベースで区分することを想定しており、単に「事業ごとの BS」、「事業セグメントごとの BS」という場合であっても、それぞれ連結ベースの BS を想定している。

⁷⁹ ROIC の分母(投下資本)について、理論的には事業ごとの有利子負債と株主資本の合計額を用いることとなるが、事業ごとに有利子負債と株主資本の割付けが行われていない場合にはそれができないため、資金運用サイドに着目して運転資本(売上債権、棚卸資産及び仕入債務)や固定資産等の合計額を用いることが多いとされる(KPMG FAS=あずさ監査法人編『ROIC 経営』71-72 頁(日本経済新聞出版社、2017))。

⁸⁰ ROIC の分母(投下資本)の算定に当たっては、BS のうち、①左側の「資産の部」の額に加えて、②右側のうち事業負債の額も必要となるため、ここでは、①「資産の部」と②事業負債の両者を含めて作成することを想定している。以下同じ。

⁸¹ さらに進んで、事業ごとの有利子負債と株主資本の合計額が算出できる場合には、それにより ROIC を算出することも考えられる。ただし、ここでは、事業ごとの資本構成の決定(特に有利子負債と株主資本の割付け)について社内調整に時間が掛かる場合もあることから、初めから精緻な事業ごとの BS を整備しようとして行き詰ってしまわないように、まずは ROIC の算出のために最低限必要となる BS の左側の作成(資産等の割付け)から始めることを想定している。

- また、上記のとおり、「リスク・リターン・プロファイル」が異なる複数の事業を有する企業においては、「事業セグメント」ごとの「リスク・リターン・プロファイル」に応じた資本コストを適切に把握することが望ましく、そのためにも、「事業セグメント」ごとに資本構成の決定（特に有利子負債と株主資本の割付け）を行い、「事業セグメント」ごとのBSの右側の作成⁸²を行うことも必要となる。こうした対応は、投資家等に対する説明責任を果たす観点からも求められるものであると考えられる。
- しかしながら、企業アンケート結果によると、現状では、「事業部門／事業セグメントごと」のBSを整備している企業は4割程度にとどまっており、事業セグメントごとのBSの整備が進まない要因としては、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、事業セグメントごとの「リスク・リターン・プロファイル」に応じた資本構成（BSの右側）を決めることが難しい⁸³といったこと等が指摘されている。

【参考資料 2.2.4-11：事業部門／セグメント別に整備しているデータ（企業アンケート結果）】

<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る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。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

⁸² BSのうち「負債の部」と「純資産の部」の作成を想定している。以下同じ。

⁸³ 事業セグメントごとに有利子負債と株主資本を割り付ける作業については、経営資源の獲得競争として社内政治化しやすく、経営者の全面的なコミットメントと強いリーダーシップがなければ実行することが困難であるとの指摘があった。

付けまではできていない。

- こうした現状を踏まえれば、事業セグメントごとの BS を整備する趣旨として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」で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。
- 特に、事業セグメントごとの資本構成（特に有利子負債と株主資本の割付け）の決定について社内調整に時間が掛かる場合には、初めから精緻な事業セグメントごとの BS を整備しようとして行き詰ってしまわないように、まずは ROIC の算出のために最低限必要となる BS の左側の作成（資産等の割付け）から始めることも考えられる。
- この際、事業セグメントごとの資本コストについては、(i) 全社レベルでの資本コストを各事業セグメントの資本コストにそのまま当てはめる方法や、(ii) 当該事業セグメントと同様の事業を主要事業とする他の上場企業の資本コストや β 値、当該事業セグメントの業種に係る業種別平均値の活用等により推計する方法⁸⁴が考えられる。

【別紙：事業セグメントごとの貸借対照表の作成方法と資本コストの算定方法⁸⁵】

② 成長性の指標⁸⁶

- ・ 事業評価のもう一つの評価軸である「成長性」については、市場全体の成長率や自社の市場におけるシェア、自社における売上高成長率、利益成長

⁸⁴ 実務においても、各事業セグメントの資本コストについては、当該事業セグメントと同様の事業を主要事業とする他の上場企業の資本コストや β 値を基に推計することが行われている。また、「業種別平均値」としては、東証が提供するデータベースにおける業種別 β 値等を参照することも考えられる。

⁸⁵ URL：<https://www.meti.go.jp/press/2020/07/20200731003/20200731003-2.pdf>

⁸⁶ 多角化企業が複数の事業間で経営資源の再配分を行うための分析手法として、PPM 分析（Product Portfolio Management：プロダクト・ポートフォリオ・マネジメント）がある。この PPM 分析では、「市場成長率」と「相対的な市場シェア」の 2 軸で評価することが一般的とされ、別途、その他の分析結果も用いて、自社の組織能力やコアコンピテンシー、事業間シナジー等を考慮し、自社が「ベストオーナー」になれるかどうかを判断することが想定されているが、本ガイドラインにおける「4 象限フレームワーク」は、より包括的な分析ツールとして「成長性」を評価する際の考慮要素として、自社が「ベストオーナー」かどうか（自社で当該事業を抱えておいた場合の持続的な成長の実現可能性）という観点も勘案することを想定している。

率、投下資本の増加率等の定量的指標に加え、組織能力等も勘案して自社が将来的にも当該事業を成長させるのに相応しい主体であるかという観点から、評価することが考えられる。

- ・ なお、「成長性」については、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ものであるから、自社において当該事業を成長させたか（成長させられるか）という「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。）のベースで算出することが望ましい^{87,88}。

- このように、「4 象限フレームワーク」は、資本収益性と成長性の両軸で各事業を評価することで、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等の観点を網羅的に示すものではなく、切り出すべき対象事業が一義的に特定されるものでもないが、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踏まえた事業評価の枠組みをベースとしつつ、取締役会等における議論を通じて、企業理念等との整合性や特定の事業部門を超えた事業シナジーの創出等についても加味して検討されることが望ましい。
- 資本収益性と成長性の2軸以外に考慮すべき要素としては、例えば、以下のような視点が考えられる。
 - ・ 前述 2.2.2 の①企業理念やサステナビリティの観点、②ビジネスモデル・経営戦略との整合性の確認
 - ・ 自社が「ベストオーナー」かどうかという視点
 - ◇ 他社への売却や独立させた場合と比較して、自社において当該事業の持続的な成長が実現できるかという観点から、上記のとおり、競合他社との比較も含めた「成長性」の評価をベースとしつつ、個別の事情を考慮

⁸⁷ 欧米の主要企業においては、経営目標として成長性に関する指標を入れる際、「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）ベースとすることが一般的である（『山を動かす』研究会編『ROE 最貧国 日本を変える』208-209 頁（日本経済新聞出版社、2014）参照。）。

⁸⁸ 「オーガニックグロース」で評価することは、成長性に関する評価に限らず、資本収益性に関する評価においても重要であるとの指摘があった。

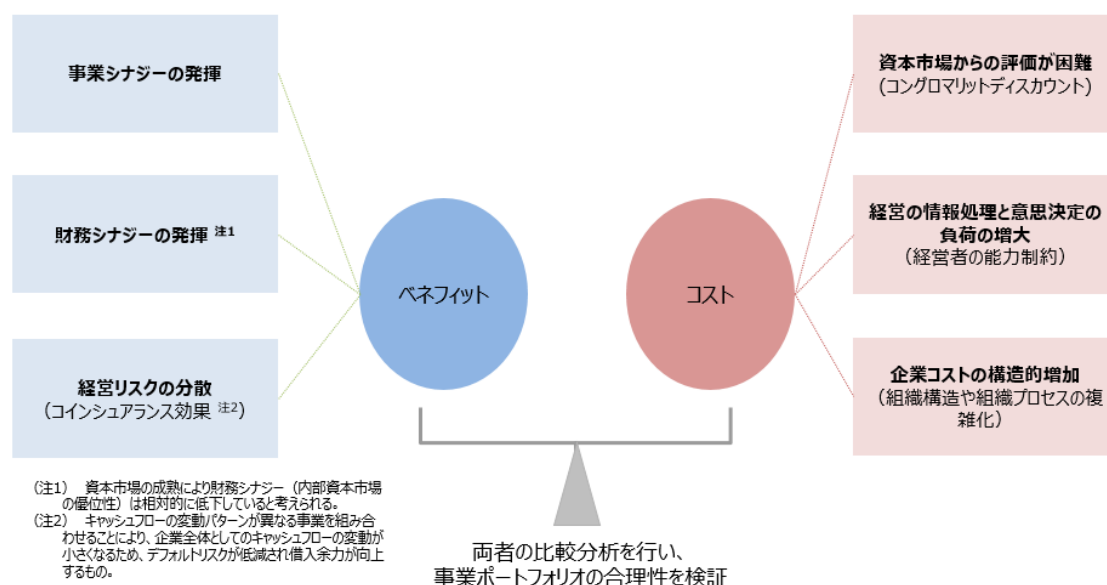
する際もできる限り定量的に検証した上で判断することが望ましい⁸⁹。

- ・ 他の事業とのシナジーの考慮

- ◇ 他の事業とのシナジーを考慮するに当たっては、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社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。
- ◇ 「シナジーによるベネフィット」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。
- ◇ 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、経営の質が低下し得るといった観点も勘案すべきである。

⁸⁹ 「ベストオーナー」の定義については、前述 1.3.4 参照。ただし、事業評価の実務においては、潜在的な全ての選択肢の中で「ベスト（最良）な選択」であるかを厳密に考えなければならない、ということではなく、自社において有し続けることが当該事業の持続的な成長にとって合理的な選択であるか、現実的にとり得る選択肢の中でより良い（ベター）ものであるか、という考え方が重要であるという趣旨である。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と考えられる（前述脚注 28 参照）が、取締役の善管注意義務という観点からは、取締役には一定の裁量が認められており、買収価格の多寡のみならず、従業員の雇用維持等も含めて様々な事情が総合的に判断されるものと考えられている。

【参考資料 2.2.4-12：複数の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がバナンス」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) 69 頁以下 (2015) を基に経済産業省において作成。

【参考資料 2.2.4-13：事業撤退・売却のための定性基準 (企業アンケート結果)】

(「4 象限フレームワーク」に基づく資金の流れ)

切出しを検討すべき対象事業としては、特に緊急を要するのが D (低収益・低成長の旧来事業) に属する事業と考えられるが、C (高収益・低成長の成熟事業) に属する事業であっても、中長期的には自社で抱えておくことがベストではない場合には早期に切り出し、自社が強みを有する A (低収益・高成長の新規の成長事業) に属する事業等への成長投資に資金を回すことが合理的である。

また、「両利きの経営」を目指す観点からは、新規事業への成長投資については、中長期的な時間軸で評価することが重要であり、投資家等に対して、自社の競争優位性について具体的な説明を行うことが期待される。

- 事業の切出しを検討すべき対象事業のうち、通常、特に緊急を要するのが D に

属する事業（成長性も資本収益性も低い旧来事業）⁹⁰であるが、一般に、成長が実現できる環境になく、継続的・構造的に資本コスト割れの状態となっていることが基本的な目安となると考えられる。

- 更に、各事業の持続的な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 に属する事業だけでなく、例えば、現時点では C（資本収益性は高いが成長性は低い成熟事業）に位置づけられる事業であっても、中長期的な視点や事業規模の観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場合もあり、その場合には黒字であっても早めに切り出し、（事業売却等の場合には）売却で得た資金を自社が強みを有する分野（特に A（足下の資本収益性は低いが成長性は高い新規の成長事業）に属する事業）への成長投資に回すのが合理的な選択となる⁹¹。
- このように、将来想定される事業環境の変化を見据えた上で、先行して手を持つ必要がある場合において、事業の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。
- また、「両利きの経営」を目指す観点からは、A 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的な時間軸で評価することが重要である^{92,93}。
- 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、投資回収までの期間の管理は重要であり、当初想定した回収期間の長期化は最も注意すべき課題である。このため、事業分野としての成長見通しに加え、自社の組織能力を踏まえた競争優位性、特に競争環境（競合他社における投資規模等）を踏まえ

⁹⁰ 複数年度連続赤字で回復の見込みがない事業は当然含まれるが、会計上赤字ではない事業であっても資本コストを上回る構造にない場合もこれに含まれる。

⁹¹ 例えば、オムロン株式会社は、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株式会社の株式を日本電産株式会社へ譲渡しているが（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。

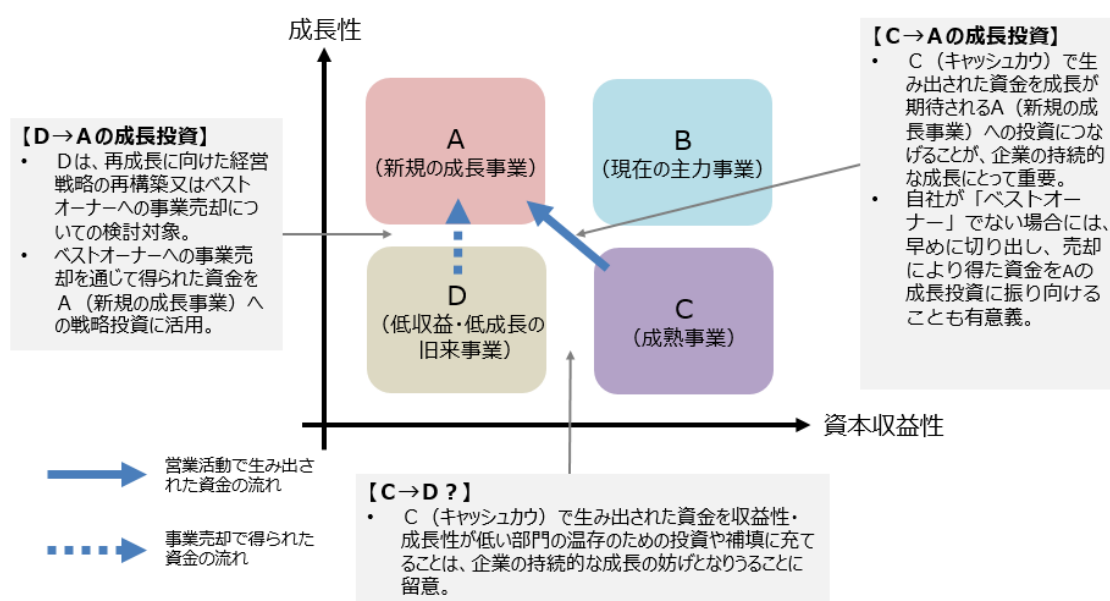
⁹² 新規の成長事業については、例えば、長期の正味現在価値（NPV）や内部収益率（IRR：Internal Rate of Return）等による投資評価により、中長期的な時間軸で事業の資本収益性を検証することが考えられる。

⁹³ 新規事業の資本コストは、高い事業リスクを反映し、既存事業の資本コストより高くなる傾向にあることを認識した上で、事業の成長性について継続的に確認する必要がある（海外への地域的多角化においても同様の考慮を要する）。

た対応可能性（同規模の投資を行えるか等）について、投資家等に具体的に説明していくことが期待される。

- 更に、A に属する新規の成長事業を B（成長性も資本収益性も高い現在の主力事業）へ成長させるべく、適切なリスク評価を行いながら、C に属する事業等から創出される営業キャッシュフローを A に属する事業に積極的に振り向けていくことも重要となる。
- なお、A に属する新規の成長事業について検討するに当たっては、デジタルトランスフォーメーションの潮流を踏まえ、ビジネスモデルが抜本的に変わりうる社会のデジタル化を前提として、将来的なビジネスモデルの在り方や、その下での事業ポートフォリオの在り方を考えることも重要である⁹⁴。

【参考資料 2.2.4-14：4 象限フレームワークに基づく資金の流れ（イメージ）】



（出典）本研究会第1回資料7三瓶委員意見書3-4頁を基に経済産業省において作成。

【参考資料 2.2.4-1：取組事例（株式会社三菱ケミカルホールディングス）】 （再掲）

⁹⁴ デジタルトランスフォーメーションに関する議論については、「Society5.0 時代のデジタル・ガバナンス検討会」参照。

URL：https://www.meti.go.jp/shingikai/mono_info_service/dgs5/index.html

【参考資料 2.2.4-15：取組事例（オムロン株式会社）⁹⁵】

2.3 経営目標や業績評価指標の設定等の在り方

※ 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、後述「3. 取締役会・社外取締役における課題と対応の方向性」にまたがる論点である。

2.3.1 現状と課題

- 前述 1.1.3 のとおり、企業アンケート結果によると、事業売却等を実行する上での課題として、「基準が不明確なため、撤退・売却の判断がしにくい」、「社内での検討プロセスが明確でないため、撤退・売却の検討が進みにくい」ことに加え、事業売却等により「事業の撤退・売却により企業規模・売上規模が縮小することに抵抗感がある」ことを挙げる企業が多い。
- 現状、日本の上場企業では、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として、売上高や利益の絶対額等、企業規模に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 2.3.1-1：中期経営計画における経営指標】

【参考資料 2.3.1-2：役員報酬の業績評価指標（2019 年 3 月期）】

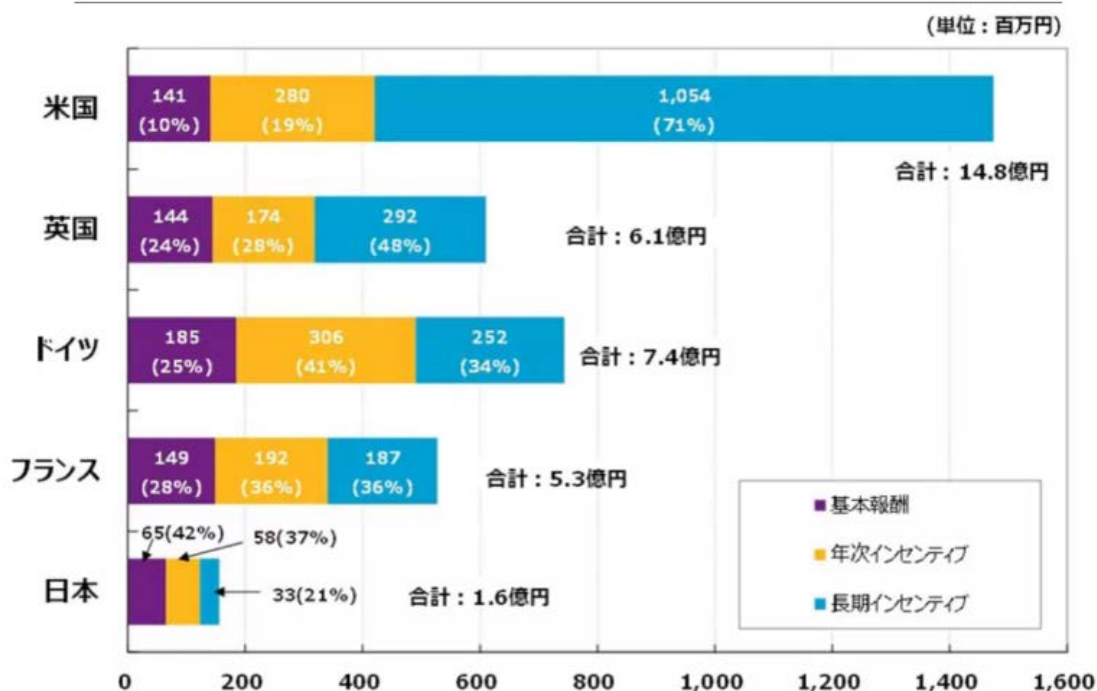
【参考資料 2.3.1-3：役員報酬の業績評価指標（国際比較）】

- また、経営陣の報酬について、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の向上（そのための果断なリスクテイク）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。

⁹⁵ 前述参考資料 2.2.4-6 と同じ図。

【参考資料 2.3.1-4：グローバル企業の報酬水準（各国比較）】

売上高等（全業種を対象）1兆円以上の企業におけるCEO報酬比較（2018年度）



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

- 会社の規模の縮小を伴う事業再編に対して経営者が元来消極的なのは、欧米でも共通であるといわれ⁹⁶、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

⁹⁶ 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等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）69 頁以下（2015）参照）。

う、経営目標や経営陣の報酬における業績評価指標の設定の在り方や経営陣の報酬設計を見直すことが課題である⁹⁷。

2.3.2 経営目標や業績評価指標の設定に関する基本的な考え方

経営目標や経営陣の業績評価指標については、経営戦略等も踏まえて体系的で一貫したものとなるように設定するとともに、「規模」（絶対額）から「率」（資本収益性や成長性を基本としたもの）へ移行させていくことが重要である。

また、長期的な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や株式報酬の活用が有効である。

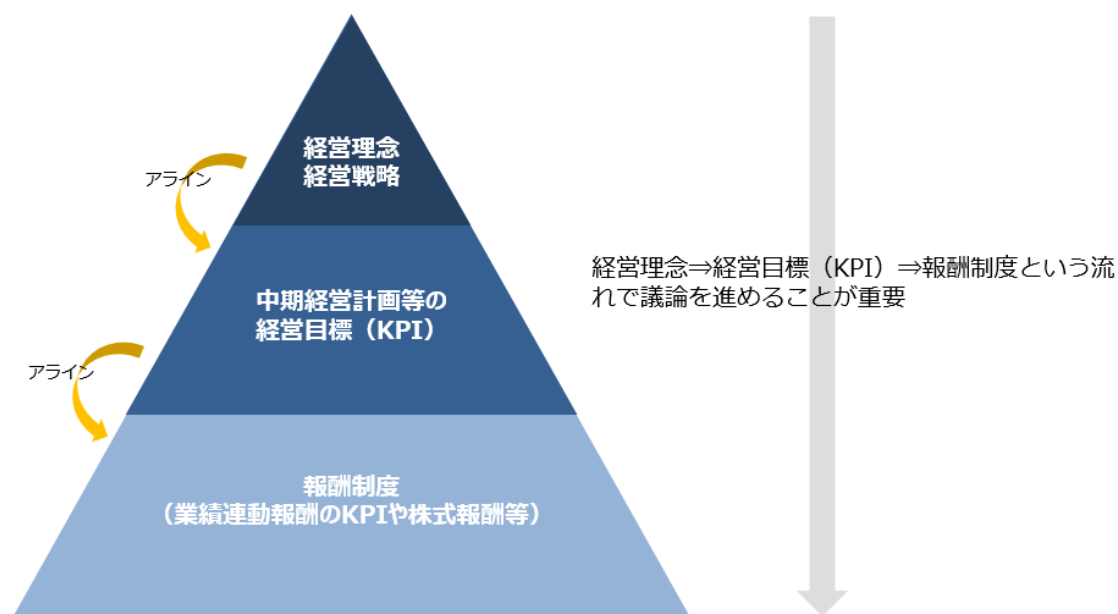
- 企業の持続的な成長を実現するためには、資本コストを上回る前提で付加価値ベースでの成長・拡大を図っていくことが求められる。
- こうした方向性を踏まえ、中期経営計画等における経営目標や経営陣の報酬における業績評価指標（以下「経営目標等」という。）の設定については、企業理念や経営戦略を頂点として、体系的で一貫したものとすることが重要である

⁹⁸。

⁹⁷ 「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。」との指摘があった。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、①経営者のインセンティブ報酬（株式報酬）の比率を高めることや、②スピンオフの実施を条件とした株式報酬を追加的に付与すること（後述 2.3.4 参照）等により、スピンオフ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。①については、親元会社の株式を保有する経営者が、スピンオフを通して分離会社の一定数の株式を受け取ることになり、（スピンオフ後の分離会社の経営に関与せずとも）株主としてスピンオフ後の分離会社の企業価値の向上（株価の上昇）に係る利益を享受することができるため、それにより負のインセンティブが解消されるものと考えられる。

⁹⁸ CGS ガイドラインの 4.2.においては、「報酬政策（業績連動報酬・自社株報酬を導入するか否かを含む）」を検討するに際しては、まず経営戦略が存在する必要がある。その上で、経営戦略を踏まえて具体的な目標となる経営指標（KPI）を設定し、それを実現するためにどのような報酬体系がよいのか、という順番で検討していくことが重要である。経営戦略なくして、報酬政策だけを検討しても、経営陣に対して適切なインセンティブを付与することに繋がらない。」とされている。

【参考資料 2.3.2：経営目標、報酬制度等の設定】



- 前述 2.3.1 のとおり、現状では、売上高や利益額（絶対額）等の企業の「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指摘を踏まえ、経営目標等の主軸を「規模」（絶対額）から「率」へ、すなわち、前述 2.2.4 の事業ポートフォリオマネジメントにおける事業評価と同様に、資本収益性と成長性を基本軸とした評価指標へと軸足を移していくことが重要である⁹⁹。
- また、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¹⁰⁰方法としては、株価に連動する指標（TSR：Total

⁹⁹ 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指摘があった。

¹⁰⁰ 特に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上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ジレンマ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。

Shareholder Return（株主総利回り）^{101,102}等）や株式報酬の活用（割合を高めていくこと）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

経営目標等としての具体的な指標の設定については、各社の経営戦略等に応じ
て行われるべきものであるが、①資本収益性に関する指標として ROIC（主に事
業部門）や ROE（グループ本社）、②成長性に関する指標としては売上高成長率
等（オーガニックグロースベース）、更に、企業価値に対する市場評価を表す指
標である TSR（中長期・相対評価）等を組み合わせることが考えられる。

- 経営目標等については、前述 2.3.2 の考え方にに基づき、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、持続的な成長を実現する観点から、各社の置かれた状況や経営戦略等に応じて、各指標の特徴を踏まえて適切な指標を選択（組み合わせ）し、随時見直していくべきものであるが、上記の方向で見直しを行う際、例えば、①資本収益性に関する指標としては、各事業部門の経営目標等としては ROIC、グループ全体の経営目標等としては ROE、②成長性に関する指標としては、自社における売上高成長率、利益成長率、投下資本の増加率¹⁰³（いずれもオーガニックグロースベース¹⁰⁴）等を組み合わせることが考えられる¹⁰⁵。

¹⁰¹ TSR は、キャピタルゲイン（株価上昇）とインカムゲイン（配当）の 2 つの要素に分解でき、更にキャピタルゲインは収益力（例えば、営業利益、EBITDA（Earnings Before Interest Taxes Depreciation and Amortization）等）とマルチプル（1 株当たりの収益力に対する株価の倍率を示す指標）の 2 つの要素に分解することができる。「マルチプル」において、将来の成長への期待（市場の評価）等が勘案されることになる。

¹⁰² なお、有価証券報告書においては、最近 5 年間の株主総利回りの推移について、会社が選択する株価指数における最近 5 年間の総利回りと比較して記載することとされている（企業内容等の開示に関する内閣府令第三号様式記載上の注意(5)）。

¹⁰³ 売上高成長率や利益成長率は需要側から捉えた成長指標であり、他方で、投下資本の増加率は供給側から捉えた成長指標である。投下資本の増加率は、成長投資という発想により整合的であり、BS 的な発想にもなじむものであるとの指摘があった。

¹⁰⁴ 前述 2.2.4 「(評価指標の設定の在り方)」の「②成長性の指標」参照。

¹⁰⁵ ①資本収益性と②成長性の関係については、一般に、ROIC が低い企業は ROIC の向上が企業価値の向上に資するが、ROIC がある程度達成されている企業においては、ROIC を更に引き上げるよりも成長性を上げていくほうが、持続的な企業価値の向上に資すると考えられる。

- 更に、これらの指標がそれぞれ①資本収益性及び②成長性の観点から内在的な企業価値（ファンダメンタルバリュー）の向上を実績ベースで測るものであるのに対し、将来に向けた中長期的な成長への期待や資本市場と適切なコミュニケーションが行われているかという点も含め、企業価値に対する市場評価を表す指標として、TSR をこれらの指標と組み合わせて用いることも有効である¹⁰⁶。
- 株式市場は様々な要因により変動するものであり、短期的には株価が企業価値を反映しないことや、経営努力を超えた外的要因（マクロ経済の動向等）により左右されることもあるため、TSR を活用する際には、例えば3年から5年といった中長期で見ることや、市場平均や業界平均（競合他社とのベンチマーク）との比較による相対評価を行うことが適切であると考えられる。
- また、TSR は、①資本収益性及び②成長性に関する指標と並列に位置づけられるものではなく、これら①②による内在的な企業価値を高めることにより、企業価値に対する市場評価が高まり、その結果として高められるべきものであり、市場において適切に評価されているかという観点から①資本収益性及び②成長性についての達成度を評価する指標として意義があるという点に留意すべきである。
- また、事業ポートフォリオの組替え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。
- このように、企業の持続的な成長を実現する観点から経営目標等が適切に設定され、そのことが投資家等に具体的に説明されることは、中長期目線の機関投資家からの理解を得ることにもつながるものと考えられる。

【参考資料 2.3.3-1：経営目標等における具体的な指標の関係性（イメージ）】

【参考資料 2.3.3-2：国内企業における経営目標等の設定事例（株式会社日立製作所）①】

¹⁰⁶ ただし、株式報酬等の業績連動報酬の支給率を決める KPI に TSR 等を採用することについては、過程を伴わない TSR を目的にする経営行動を誘発する危険性を孕むことにも注意が必要であるとの意見もある。

【参考資料 2.3.3-3：国内企業における経営目標等の設定事例（株式会社日立製作所）②】

【参考資料 2.3.3-4：欧米企業における経営目標等の設定事例（Bayer）】

2.3.4 経営陣の報酬設計

経営陣の報酬設計については、中長期的な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、長期インセンティブ報酬、特に株式報酬の比率を高めていくことが課題となる。

また、中長期的なインセンティブとしての報酬設計の考え方を投資家等に対して説明できるように明確化しておくことも重要である。

- 前述 2.3.2 のような経営目標等の設定と合わせ、経営陣の報酬設計についても、単なる企業規模の拡大ではなく、中長期的な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、中長期的な企業価値、企業業績、収益力に対する感応度（センシティブティ）を高めるとともに、競合他社の業績との比較による相対評価の要素を入れていく等、適切に設計されることが重要である¹⁰⁷。
- 前述 2.3.1 のとおり、現状、日本の上場企業の報酬設計は、欧米に比べ、水準が低く、固定報酬の割合が高い構造となっていることも踏まえれば、長期インセンティブ報酬（LTI：Long Term Incentive）（中長期的なパフォーマンスに連動させた報酬）、特に株式報酬の比率を高めていくことが課題となる。
- 報酬設計（固定報酬：短期インセンティブ報酬（STI：Short Term Incentive）：長期インセンティブ（LTI）の割合等）の具体的な在り方は、各社の状況により様々であり、報酬委員会を中心として中長期的な企業価値の向上の観点から適切に設計されることが基本であるが、現状で固定報酬の割合が大きい企業において、中長期的なインセンティブを高める必要があると考えた場合、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、例えば、当面の目標として、固定報酬：短期インセンティブ報酬

¹⁰⁷ 日本企業の経営者は、幅広いステークホルダー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指摘があった。

（STI）：長期インセンティブ報酬（LTI）の割合を「1：1：1」とすることを
目指すことも考えられる¹⁰⁸。

- また、中長期的な企業価値の向上に向けた適切なインセンティブを付与する手段として、経営陣の報酬設計が合理的なものになっているかという観点から、その設計の理由や考え方を投資家等に対しても説明できるよう、明確化しておくことも重要である¹⁰⁹。
- なお、欧米企業においては、株主総会等で決定したスピンオフについて、その実施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。

¹⁰⁸ 日本取締役協会 投資家との対話委員会「2016 年度 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うの進展を—」（2016 年 10 月）においては、「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。」とされており、ドイツ及びフランスにおける大企業の報酬構成に近いものである。

URL：<https://disclosure.jp/topics/20161028%20director.pdf>

¹⁰⁹ 経営陣の報酬設計については、個別性が高くなるほど複雑性を増し、投資家にとって、その構造が分かりにくくなっていることが課題であるとの指摘があった。

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

会社法上、会社の機関設計にかかわらず、事業ポートフォリオに関する基本方針の決定、及びその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は、取締役会の重要な役割である。

また、取締役は、善管注意義務に基づき、事業ポートフォリオに関する基本方針の決定及び監督に関して、中長期的に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。

(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¹¹⁰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、会社の機関設計にかかわらず、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¹¹¹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¹¹²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

¹¹⁰ 会社の経営には、子会社の株式を保有し子会社の経営管理を行うことも含まれることから、「事業ポートフォリオに関する基本方針」とは、子会社を含めた企業集団（グループ）の事業ポートフォリオに関する基本方針を指す。具体的には、企業集団（グループ）として、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い、事業ポートフォリオ（具体的な構成）の在り方に限らず、事業ポートフォリオマネジメントのための社内の実施体制の整備や事業評価の仕組みの在り方も含む。

¹¹¹ 会社法第 416 条第 1 項第 2 号、第 399 条の 13 第 1 項第 2 号及び第 362 条第 2 項第 2 号。

¹¹² 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。

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¹¹³とされている¹¹⁴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¹¹⁵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、本ガイドラインの主な対象となる上場企業¹¹⁶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¹¹⁷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。

¹¹³ 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。

¹¹⁴ 会社法第 362 条第 4 項柱書。

¹¹⁵ 会社法第 362 条第 4 項各号。

¹¹⁶ 本ガイドラインの主な対象については、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「市場や資金調達の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」を想定している（前述 1.3.2 参照）。

¹¹⁷ コーポレートガバナンス・コードの基本原則 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。こうした役割・責務は、監査役会設置会社（その役割・責務の一部は監査役及び監査役会が担うこととなる）、指名委員会等設置会社、監査等委員会設置会社など、いずれの機関設計を採用する場合にも、等しく適切に果たされるべきである。」とされ、また、同原則 4-1 において、「取締役会は、会社の目指すところ（経営理念等）を確立し、戦略的な方向付けを行うことを主要な役割・責務の一つと捉え、具体的な経営戦略や経営計画等について建設的な議論を行うべきであり、重要な業務執行の決定を行う場合には、上記の戦略的な方向付けを踏まえるべきである。」とされている。

(取締役の善管注意義務¹¹⁸⁾)

- 取締役は、会社に対して善管注意義務を負っている¹¹⁹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及び監督に関しても、中長期的に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。
- 少なくとも本ガイドラインの主な対象となる上場企業¹²⁰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（適切な頻度での見直しを含む。）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得ると考えられる。

3.1.2 現状と課題

- 現状は、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6割にとどまり、また、事業ポートフォリオを検討する機関について、「取締役会」と回答した企業も6割にとどまっている¹²¹。
- また、取締役会において、資本コストについて議論を行い、検証している企業はごく少数にとどまっている。
- 社外取締役の認識として、取締役会における事業ポートフォリオに関する議論が「具体的な取組や成果につながっている」との回答は半数を割っており、事業ポートフォリオに対するガバナンスを適切に働かせるため、取締役会における議論を実質化させていくことが第一歩となる。

【参考資料 3.1.2-1：事業ポートフォリオの検討状況（企業アンケート結果）】

【参考資料 3.1.2-2：事業ポートフォリオを検討する機関（企業アンケート結果）】

¹¹⁸ 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、経営判断原則も適用されることが考えられる。

¹¹⁹ 会社法第330条、民法第644条。

¹²⁰ 本ガイドラインの主な対象については、前述1.3.2参照。

¹²¹ なお、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。

【参考資料 3.1.2-3：事業ポートフォリオの検討状況（社外取締役アンケート結果）】

【参考資料 3.1.2-4：資本コストの検証状況（企業アンケート結果）】

3.1.3 取締役会における事業ポートフォリオに関する基本方針の見直し

取締役会においては、(i)少なくとも年に1回は定期的に事業ポートフォリオに関する基本方針の見直しを行うとともに、(ii)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監督を行うべきである。

取締役会において上記の見直しや監督を行う際には、株主に対する受託者責任を踏まえ、中長期的な企業価値の向上に向けて、全社レベルの視点から検討するとともに、①事業ポートフォリオマネジメントに関する実施体制・事業評価の仕組み・情報開示及び②事業ポートフォリオの内容について具体的に確認すべきである。

- 前述 3.1.1 の会社法上の位置づけも踏まえ、本ガイドラインの主な対象となる上場企業¹²²の取締役会においては、少なくとも年に1回は定期的に、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^{123,124}。なお、取締役会における検討の結果、直近に決定した事業ポートフォリオに関する基本方針について、変更すべきと判断した場合には、新たな事業ポートフォリオに関する基本方針の決定を行うべきであるが、維持すべきと判断した場合には、その旨の決定に代えてその旨の確認を行うことも考えられる。
- 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

¹²² 本ガイドラインの主な対象については、前述 1.3.2 参照。

¹²³ 例えば、事業ポートフォリオに関する基本方針の見直しに係る原案は、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、事業ポートフォリオに関する基本方針の変更の要否及び変更の内容等について検討するという方法が考えられる。

¹²⁴ 前述 2.2.4 の「4 象限フレームワーク」における各事業の評価を含め、会社の経営環境が短期間のうちに大きく変化する可能性も高いこと等から、少なくとも年に1回は定期的に事業ポートフォリオに関する基本方針の見直しを行うことが必要であると考えられる。

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こと等を行うべきである。

（株主に対する受託者責任等）

- 上場会社の取締役会は、株主から資本を付託された受託者（スチュワード）としての責任¹²⁵を踏まえ、中長期的な企業価値の向上の観点から、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¹²⁶や、対外的に開示されてい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、前述 2.2 を踏まえ、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、後述 4.3 「（株主提案等に対する企業の対応の在り方）」のとおり、事業ポートフォリオに関する株主提案・株主意見¹²⁷を受けた場合には真摯な対応が求められるが、株主提案・株主意見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。

¹²⁵ コーポレートガバナンス・コードの基本原則 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。

¹²⁶ 可能な限り、全社レベル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（前述 2.2.4 「（評価指標の設定の在り方）」の「①資本収益性の指標」参照）。

¹²⁷ 「株主提案」及び「株主意見」については、後述脚注 170 参照。

- 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、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に関する基本方針の見直しや、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を行う際には、客観的な視点から、特に以下に掲げる事項を確認すべきである¹²⁸。

① 事業ポートフォリオマネジメントに関する実施体制・事業評価の仕組み・情報開示

- ・ 中期経営計画等における経営目標や経営陣の報酬における業績評価指標の設定が、中長期的な企業価値の向上に資する事業再編を促す観点から、適切なものになっているか（前述 2.3.3 参照）。
- ・ 事業ポートフォリオマネジメントが確実に行われるように、社内の実施体制（検討プロセスを含む。）が適切に整備されているか（前述 2.2.3）。
- ・ 事業評価の仕組み（評価指標の設定を含む。）が適切に構築されているか（前述 2.2.4 参照）。
- ・ 事業評価の仕組みが適切に運用され、切出しの検討の対象となる事業の抽出・特定が適時に行われているか。
- ・ 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（後述 4.2 参照）。

¹²⁸ 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を行う際に、以下に掲げる事項の全てに関して決定を行うことまで求めるものではないが、取締役会における検討に際して取締役会として当然に確認すべき事項となる。

② 事業ポートフォリオの内容¹²⁹

- ・ 事業ポートフォリオの在り方を考える上で前提となる自社のビジネスモデルや経営戦略について、企業理念・価値基準に基づき適切に策定されているか。
- ・ 自社で複数の事業を有する合理的理由について、事業シナジーの創出のメカニズムや価値創造ストーリーも踏まえつつ、ビジネスモデル・経営戦略と整合的なものになっているかという観点から説明できるか。
- ・ 事業ポートフォリオがサステナビリティ（ESG 要素を含む中長期的な持続可能性）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資本収益性があるか（新規事業については、その見込みがあるか）、成長性の評価が適切に行われているか。
- ・ 持続的な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、そのリスク管理が適切に行われているか。
- ・ デジタルトランスフォーメーション（DX）の必要性も踏まえ、事業ポートフォリオの変革を中長期的な企業価値の向上につなげるため、それに対応した人材の育成・確保を含む組織能力の変革（トランスフォーメーション）が進められているか。

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¹³⁰

事業の切出しに関しては、経営陣に「現状維持バイアス」がかかりやすいとの指摘もあり、社外取締役には、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。

社外取締役が、独立した立場から、その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ことや、事業評価の仕組みの構築や取締役会での議論を促すことも重要である。

¹²⁹ 前述 2.2.2 参照。

¹³⁰ 社外取締役ガイドラインの第 2 章 2.1.2 参照。

- 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、経営陣には「現状維持のバイアス」がかかりやすく、決断が遅れやすい（先送りされやすい）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。
- 社外取締役が、経営陣から独立した立場から、必要に応じて、事業ポートフォリオの見直しに関する検討を働きかけるとともに、事業の切出しに関する経営陣の判断を後押しすることや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、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貢献することも期待されている。この点を踏まえ、社外取締役は、自ら投資家との対話を行い、企業の枠を超えて資本市場を俯瞰する立場から、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を期待する投資家の視点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（後述 3.2.2 参照）。
- 社外取締役と経営陣との関係については、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が行えるような関係の構築が重要である。

【参考資料 3.2.1：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¹³¹

社外取締役が、自ら投資家との対話を積極的に行い、事業ポートフォリオに関する投資家の見方を学び、対話の内容を取締役会にフィードバックすることも有意義である。また、投資家との対話の中で、事業ポートフォリオについて取締役

¹³¹ 社外取締役ガイドラインの第 2 章 6 参照。

会で十分な議論がなされていることについて社外取締役が監督者として説明することは投資家の理解と納得を得ることにもつながる。

- 現状は、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ごく少数にとどまる。

【参考資料 3.2.2-1：社外取締役のエンゲージメントへの関与①（企業アンケート結果）】

【参考資料 3.2.2-2：社外取締役のエンゲージメントへの関与②（企業アンケート結果）】

- その背景には、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、社外取締役の多くが「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、社外取締役において投資家との対話により積極的に対応していくことが期待される

¹³²。

【参考資料 3.2.2-3：社外取締役と投資家との対話（企業アンケート結果）】

【参考資料 3.2.2-4：社外取締役と投資家との対話（社外取締役アンケート結果）】

【参考資料 3.2.2-5：社外取締役に期待する役割】

¹³² 投資家との対話を行うこと自体は、「業務執行」には該当しないため、社外取締役が投資家との対話を行ったとしても、それによって「社外」性（会社法第 2 条第 15 号イ参照）が否定されるものではないと解される。また、社外取締役が対話を行う場合に法令上必ずしも取締役会等による承認が必要となるものではないと解されるが、社外取締役が投資家との対話に関する積極的な役割を果たしやすくするために、投資家から社外取締役との対話の要請があった場合等の対応方針や手続（例えば、主として対応する社外取締役（取締役会議長や筆頭社外取締役等）、取締役会への事前や事後の情報共有、取締役間の意見交換）、情報管理方針（内部情報の取扱い等）等について、取締役会においてあらかじめ定めておくことも考えられる。詳細については、社外取締役ガイドラインの第 2 章 6.1 参照。

- 後述 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。このため、社外取締役が、経営陣から独立した客観的な立場から、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投資家の見方について傾聴し、社外取締役としての学びや気づきにつなげるとともに、対話の内容を取締役会にフィードバックすることも有意義である¹³³。
- また、社外取締役と投資家との対話は、投資家の視点を取締役会に取り入れるという方向のみならず、取締役会において事業ポートフォリオについて非公開情報も含めて精査され、社外取締役の客観的視点も入れて十分な議論と適切な見直しが行なわれていることについて、社外取締役が監督者として直接説明をすることで、投資家の理解と納得を得ることにもつながると考えられる。
- 情報開示を充実させる観点から、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も期待される。

【参考資料 3.2.2-6：エーザイ株式会社の取組事例】

3.3 取締役会の構成

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見直し等を適切に行い、それを推進する経営陣を支えるためには、その構成の多様性と高度人材の確保が重要である。

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、事業部門横断的な機能を担う取締役（CEO や CFO 等）と社外取締役から構成されることが望ましい。

¹³³ スチュワードシップ・コードの脚注 17 において、「例えばガバナンス体制構築状況（独立役員の活用を含む）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。

- 取締役会が、組織内部の同質性や固定性を乗り越え¹³⁴、事業ポートフォリオに関する基本方針の見直しやその組替えに関する意思決定を適切に行い、それを推進する経営陣を支えるためには、取締役会の構成メンバーの多様性と高度人材の確保が重要である。
- 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等、事業ポートフォリオに関して CEO に求められるものと共通のスキルセットを有する者¹³⁵も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有益であると考えられる。
- 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)スキルマトリックス¹³⁶を作成して最適な組合せを実現していくとともに、スキルマトリッ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（後継者計画）を検討することが望ましい

¹³⁷。

【参考資料 3.3-1：スキルマトリックスの作成・公表の状況（企業アンケート結果）】

【参考資料 3.3-2：スキルマトリックスの開示事例（ヤマハ発動機株式会社）】

【参考資料 3.3-3：スキルマトリックスの開示事例（Intel）】

¹³⁴ グローバル化とデジタル化が急速に進展し、産業構造やビジネスモデルが大きく変化していく中で、日本企業における同質性や固定性は、事業ポートフォリオを常態的に入れ替えていかなければならない経営環境との相性が悪いとの指摘があった。

¹³⁵ 例えば、グループ本社の CEO や CFO 等の経験者、プライベート・エクイティ・ファンドの出身者等が考えられる。

¹³⁶ 取締役会全体として必要と考えられる知識・経験・能力及び各取締役においてそれらをどのように具備するかについて、表形式にしてまとめたもの。

¹³⁷ 取締役の指名については、CGS ガイドラインの 2.4.参照。

- 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、事業部門横断的な機能を担う取締役（CEO や CFO 等）と社外取締役から構成されることが望ましい¹³⁸。
- 特定の事業部門を所掌する経営陣が取締役として、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、特定の事業部門の利益代表とならないように留意すべきである¹³⁹。

3.4 CEO の指名や経営陣の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組替えや事業の切出しの決断・実行ができる CEO を選任し、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重要である。

- 事業ポートフォリオの組替え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。こうした困難や心理的障害も乗り越え、企業の持続的な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持って適切に判断し、実行できる CEO を選任するとともに、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重要である。

（CEO の指名）

¹³⁸ 取締役会の監督機能の発揮を重視する場合には、特にこうした構成とすることが重要となる。

¹³⁹ 取締役会での議論に先立ち、経営会議等で検討する際に、特定の事業部門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経営陣が主導して行うことが望ましいことについては、前述 2.2.3 参照。

- 上記の観点から、取締役会及び指名委員会¹⁴⁰においては、事業ポートフォリオの組替えや事業の切出しの決断・実行ができる資質・思考・能力・経験等を有する者がCEOとして選任されるように、こうした要素を、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。
- CEOを指名する際の適格性要件については、特定の事業部門のトップとしての適格性要件とは異なる資質・思考・能力・経験が求められるものであり、例えば、胆力・ストレス耐性等の資質や、戦略企画部門や財務部門等の事業ポートフォリオを横断的に見るポジションを複数経験すること等を入れることを検討すべきである。
- 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・育成計画等の策定に際しては、CFOやCSO等のような、全社レベルの事業ポートフォリオマネジメント等を職務とする役職を計画的に経験させる等、CEOに求められる能力の涵養につながるような経験をさせることが重要になる。

（経営陣の報酬設計）

- 取締役会及び報酬委員会においては、経営陣の報酬設計を検討する際には、中長期的な企業価値の向上に資する事業ポートフォリオの組替えが積極的に行われるように、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、前述 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て、取締役会及び指名委員会・報酬委員会がその役割を適切に果たしているか、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である。

¹⁴⁰ 本ガイドラインにおける「指名委員会」及び「報酬委員会」については、指名委員会等設置会社における指名委員会・報酬委員会に加え、監査等委員会設置会社及び監査役会設置会社において任意に設置される指名・報酬に関する委員会（名称を問わない。また、指名と報酬で会議体を分けるか否かを問わない。）を含む。

- 事業ポートフォリオに関して、取締役会及び指名委員会・報酬委員会が前述 3.1～3.4 の役割を適切に果たしているかどうかについて、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である。
- 例えば、前述 3.1.3 を踏まえ、取締役会において、年に 1 回以上、事業ポートフォリオに関する基本方針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。
- また、前述 3.3 を踏まえ、事業ポートフォリオについて、実効性をもって議論し得るだけの知見やスキルを有する者で取締役会が構成されているかという点も、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

投資家にとって事業ポートフォリオマネジメントの実施状況を把握することは、スチュワードシップ責任を果たす上で重要であるため、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状況等について、具体的に説明することが求められる。

- 事業ポートフォリオマネジメントを適切に実施することは、企業の持続的な成長に向け、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¹⁴¹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、企業としては、投資家に対して、企業理念・価値基準やビジネスモデル・経営戦略¹⁴²、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状況等について、可能な限り具体的に説明することが求められる¹⁴³。特に、事業ポートフォリオに関する基本方針については、その見直しを行った結果、直近に決定した基本方針を維持すべきと判断した場合も含めて、決定内容や結論だけでなく、そのような決定に至った判断根拠についても説明することが望ましい。

¹⁴¹ スチュワードシップ・コードの冒頭において、『「スチュワードシップ責任」とは、機関投資家が、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解のほか運用戦略に応じたサステナビリティ（ESG 要素を含む中長期的な持続可能性）の考慮に基づく建設的な『目的を持った対話』（エンゲージメント）などを通じて、当該企業の企業価値の向上や持続的成長を促すことにより、『顧客・受益者』（最終受益者を含む。…）の中長期的な投資リターンの拡大を図る責任を意味する。』とされている。

¹⁴² 経営戦略が具体的にどのような経営指標の改善を通じて企業価値の向上につながっていくのかという道筋について、投資家等に対して情報発信をしていくことが重要であるとの指摘があった。

¹⁴³ 経済産業省においては、企業が投資家に対して価値創造ストーリーを説明するための具体的な対話のフレームワークとして、「価値観」、「ビジネスモデル」、「持続可能性・成長性」、「戦略」、「成果と重要な成果指標（KPI）」、「ガバナンス」という価値創造の流れを整理した「価値協創ガイダンス」の策定及び公表を行い、企業と投資家の対話の促進を図ってきた。

- その際、様々なタイプの投資家がいる中で、自社として、どのような投資家に訴求すべきかを明確にした上で¹⁴⁴、対象とする投資家の関心や視点を踏まえた戦略的な IR 活動を行うことも重要である。
- 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・緩和、更には、将来への成長期待も反映した適正な株価形成等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、事業ポートフォリオの組替え等に積極的に取り組む経営者を適切に評価し、後押しすることは、企業の持続的な成長を支え、企業と投資家双方の利益につながり得るものである。「スチュワードシップ・コード」の趣旨を踏まえ、投資家側においても、企業の中長期的な成長戦略やその実現のためのリスクテイクに対する理解を深める努力が期待される。

- 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、企業価値の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、企業の持続的な成長を支え、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」、「投資家には、財務の数字だけではなく、経営戦略をもう少し理解してほしい」、「機関投資家の提案内容が短期的利益に傾斜しており、中長期的な企業価値の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¹⁴⁵。

¹⁴⁴ 投資家については、長期保有か短期保有か、バリュー投資かグロース投資か等、様々な投資家がいる中で、企業として、どのような投資家に訴求すべきであることを考えることが重要であるとの指摘があった。

¹⁴⁵ 企業アンケート結果によれば、「対象企業」（JPX 日経インデックス 400 の構成銘柄企業のうち、複数の報告セグメントを有する企業を指す（前述 1.3.4 参照）。）においては、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。

- 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、対話の質を高めるため、企業の中長期的な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運用方針における時間軸の関係）

- 前述 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、投資家における運用方針及びそれに基づく時間軸は様々であり、企業経営における時間軸と投資家の運用方針における時間軸がずれることもあり得る。この点を意識しつつ、企業と投資家の間の対話を通じて、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。
- 投資家や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適切な評価ができず、寛容度が低くなる傾向があるとの指摘もあるが、企業にとって「両利きの経営」¹⁴⁶により企業の持続的な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る。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、中長期的視点から理解に努めることが期待される。

¹⁴⁶ 前述 1.1.1 参照。

- 特に、会社に対して自社株買いや増配、有利子負債比率の引上げ等を求めることにより、会社において中長期的な成長投資の機会があるにもかかわらず、それを困難にするようなことがないように留意すべきである¹⁴⁷。

（機関投資家によるモニタリング機能の発揮）

- 日本企業に関する実証研究において、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^{148,149}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。
- 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、エンゲージメント活動を積極的に行うアクティブ運用の機関投資家¹⁵⁰が会社に対して株主提案・株主意見¹⁵¹を提出し、それについて、パッシブ運用等の機関投資家が、中長期的な企業価値の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。
- また、経営環境の複雑化に伴い、個別の事業再編に関する意思決定の是非について、機関投資家が開示情報のみから直接実体的な判断を行うことが困難な場合も想定されるところ、こうした場合においては、実体的な判断を補完するものとして、取締役会における検討状況や社外取締役の関与の状況等のプロセスの面も併せて考慮して会社の意思決定の妥当性を判断していくことも、実効的

¹⁴⁷ (i)「中長期的な成長投資を困難にするような短絡的な自社株買い等の要求は慎むべきであるが、逆に、経営陣が長期的な成長機会や事業価値に則った戦略を説明できていないような場合には、むしろ積極的にすべきということになり、ケースバイケースで考えるべきである。」、(ii)「自社株買い等の株主還元については、フリーキャッシュフロー問題（企業が多くのキャッシュを保有することにより、過大な投資を行う可能性が高いという問題）への対応策として捉えるべきである。」、(iii)「インフラとしての資本市場は、一旦企業に預けられた株主資本が有効に活用されていないと判断すれば、その資金を回収してより有効に活用されそうな別の企業に再投資するという機能も担っているため、その企業が過去長期にわたって成長していない場合や資本コストを下回る経営状況が継続している場合には、株主還元に関する株主提案について、資本市場の全体最適の観点からは合理的である場合がある。」との指摘があった。

¹⁴⁸ 本研究会第2回資料5 井上委員意見書。

URL：https://www.meti.go.jp/shingikai/economy/jigyo_saihen/pdf/002_05_00.pdf

¹⁴⁹ 当該実証研究においては、特に、アクティブ運用の機関投資家の比率が高い方が事業売却をより積極的に行う傾向にあることが示されている。

¹⁵⁰ いわゆる「アクティビストファンド」を含む。

¹⁵¹ 「株主提案」及び「株主意見」については、後述脚注170参照。

かつ効率的に判断を行うという観点から有益であると考えられる。そのためにも、機関投資家が社外取締役との対話を行い、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が有益であると考えられる^{152,153}。

【参考資料 4.1.2：アクティビスト投資家と機関投資家の役割分担（イメージ）】

- また、パッシブ運用の機関投資家においてもエンゲージメント活動の充実が図られるように¹⁵⁴、例えば、アセットオーナーにおける評価や手数料の算定においてもこうした活動状況を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¹⁵⁵。

4.2 情報開示の充実

4.2.1 現状と課題

- 前述 4.1 のとおり、企業の持続的な成長に向け、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¹⁵⁶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

¹⁵² 本研究会においては、パッシブ運用の機関投資家から、実際に、実体的な判断をより実効的かつ効率的に行うために、取締役会においてどのような視点から多面的な検討を行っているのかということについて、社外取締役から追加的に話を聞いているとの実務が紹介された。

¹⁵³ 社外取締役による投資家との対話については、前述 3.2.2 参照。

¹⁵⁴ スチュワードシップ・コードの指針 4-3 において、「パッシブ運用は、投資先企業の株式を売却する選択肢が限られ、中長期的な企業価値の向上を促す必要性が高いことから、機関投資家は、パッシブ運用を行うに当たって、より積極的に中長期的視点に立った対話や議決権行使に取り組むべきである。」とされている。

¹⁵⁵ スチュワードシップ・コードの指針 1-3 において、「アセットオーナーは、最終受益者の視点を意識しつつ、その利益の確保のため、自らの規模や能力等に応じ、運用機関による実効的なスチュワードシップ活動が行われるよう、運用機関に促すべきである。」とされている。

¹⁵⁶ 記述情報（非財務情報）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―」（2018 年 6 月 28 日。以下「ディスクロージャーワーキング・グループ報告」という。）2 頁）。

URL：https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20180628/01.pdf

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¹⁵⁷がされている。

- 企業アンケート結果によると、「対象企業」¹⁵⁸においては、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 4.2.1-1：事業ポートフォリオ戦略や方針に関する公表①（企業アンケート結果）】

【参考資料 4.2.1-2：事業ポートフォリオ戦略や方針に関する公表②（企業アンケート結果）】

- 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2019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」（以下「MD&A」という。）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。
- また、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¹⁵⁹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

事業ポートフォリオに関する基本方針に関し、①企業理念・価値基準、②ビジネスモデル・経営戦略、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について、具体的な情報開示を行うことが重要である。

¹⁵⁷ ディスクロージャーワーキング・グループ報告 3-4 頁。

¹⁵⁸ JPX 日経インデックス 400 の構成銘柄企業のうち、複数の報告セグメントを有する企業を指す（前述 1.3.4 参照）。

¹⁵⁹ 「事業セグメント」については、前述脚注 49 及び後述脚注 161 参照。

- 事業ポートフォリオに関する透明性を高め、中長期的な企業価値の向上に向けた投資家との対話の充実を図る観点から、事業ポートフォリオに関する基本方針に関し、以下の①～③について具体的な情報開示を行うことが重要である

160。

① 企業理念(Purpose)・価値基準：

- ・ 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）について説明すること。

② ビジネスモデル・経営戦略：

- ・ 上記①の企業理念・価値基準に基づき、自社のビジネスモデルや経営戦略について説明するとともに、それも踏まえ、複数の事業を有する合理的理由について、事業シナジーの創出のメカニズムや価値創造ストーリーも踏まえつつ、ビジネスモデル・経営戦略と整合的なものとなっているかどうかという観点から、説明すること。

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について、社内の実施体制（検討プロセスを含む。）の整備や事業評価の仕組み（評価指標の設定を含む。）の構築や運用の状況について説明すること。

【参考資料 4.2.2-1：取組事例（ソニー株式会社）】

【参考資料 4.2.2-2：取組事例（SIEMENS）】

【参考資料 4.2.2-3：取組事例（コニカミノルタ株式会社）】

¹⁶⁰ 機関投資家からは、新型コロナウイルス感染症の拡大等の緊急事態の場面においては、それに伴う経営環境の変化や対応策等に関して、経営者として注視しているポイントや把握できている事項について、投資家に対して、適切に情報のアップデートを行っていくことが重要であるとの指摘があった。なお、新型コロナウイルス感染症の影響に関する情報開示について詳しくは、①金融庁「新型コロナウイルス感染症の影響に関する企業情報の開示について」（2020年5月21日公表）や②金融庁「新型コロナウイルス感染症の影響に関する記述情報の開示Q&A－投資家が期待する好開示のポイント－」（2020年5月29日公表）を参照。

上記①URL：<https://www.fsa.go.jp/news/r1/sonota/20200521/01.pdf>

上記②URL：https://www.fsa.go.jp/news/r1/sonota/20200529_kaiji/01.pdf

4.2.3 事業セグメントごとの情報開示の在り方

一つの事業セグメントにまとめられている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やロジックを明確にすべきである。

また、任意開示として、事業セグメントごとの資本収益性（ROIC 等）について、具体的な定義を明示した上で、その実績値と目標値を開示することが望ましい。

（事業セグメントの区分の在り方）

- 事業セグメント¹⁶¹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、現状のセグメント情報の開示に対しては、「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たりするため、時系列の変化や他社との比較等、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。
- 複数の事業が一つの事業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やロジックを明確にすべきである¹⁶²。

¹⁶¹ 有価証券報告書においては、「事業セグメント」のうち一定のもの（売上高が全ての事業セグメントの売上高の合計額の 10%以上であること等の所定の基準のいずれかに該当するもの）が「報告セグメント」とされ（ただし、所定の基準のいずれにも該当しない事業セグメントであっても報告セグメントとすることができる。）、「報告セグメント」ごとの売上高、利益又は損失、資産、負債等について記載することが義務づけられている（連結財務諸表規則第 15 条の 2、様式第一号）ところ、本ガイドラインにおいても、「報告セグメント」を含む概念として「事業セグメント」の用語を用いており、「事業セグメント」について、必要に応じて「報告セグメント」に読み替えることをされたい。

¹⁶² 同業他社との比較を可能にするために、事業セグメントの区分について、例えば、客観的な業種区分（東証の業種区分等）のいずれに属するか（又は最も近いか）を開示することも一つの工夫であるとの指摘があった。

（事業セグメントごとに開示する事項）

- 有価証券報告書においては、主な事業セグメントを「報告セグメント」として、報告セグメントごとの売上高、利益又は損失、資産、負債等について記載することが義務づけられている¹⁶³。
- 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、事業セグメントごとの資本収益性（ROIC 等）について、具体的な定義¹⁶⁴を明示した上で、その実績値と資本コスト¹⁶⁵を踏まえた目標値を開示することが望ましい^{166,167,168}。

4.2.4 情報開示の媒体

事業ポートフォリオに関する情報開示の媒体については、有価証券報告書が基礎・中心であり、その記述情報の記載を充実させていくべきである。

その上で、法定開示と任意開示のそれぞれの特徴を踏まえ、総合的な情報開示の充実を図っていくことが望ましい。

（有価証券報告書における記述情報の記載の充実）

¹⁶³ 連結財務諸表規則第 15 条の 2、様式第一号。

¹⁶⁴ 例えば、(i)算定式（「 $ROIC = \text{営業利益} \times (1 - \text{税率}) / (\text{有利子負債} + \text{株主資本})$ 」、「 $ROIC = \text{営業利益} \times (1 - \text{税率}) / (\text{売上債権} + \text{棚卸資産} + \text{固定資産} - \text{仕入債務})$ 」等）や、(ii)算定式における各要素の対象時期（「連結会計年度の期末の数値」、「連結会計年度の期首と期末の平均値」等）等が考えられる。

¹⁶⁵ 事業セグメントごとの資本コストについては、前述 2.2.4「（評価指標の設定の在り方）」の「①資本収益性の指標」及び前述 2.2.4「（事業セグメントごとの BS の整備）」参照。

¹⁶⁶ その他、事業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、事業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指摘があった。

¹⁶⁷ 事業セグメントごとの資本収益性に限らず、事業セグメントごとの数値を開示する場合であって、当該数値が GAAP（Generally Accepted Accounting Principles：一般に公正妥当と認められた会計原則）に基づかない数値であるときには、具体的な定義（(i)算定式や、(ii)算定式における各要素の対象時期等（前述脚注 164 参照））を明示すべきである。

¹⁶⁸ なお、前述 2.2.4「（評価指標の設定の在り方）」の「①資本収益性の指標」においては、各社における事業ポートフォリオマネジメント（内部管理）として、「事業ごと」又は「事業セグメント」の資本収益性の算出を求めているが、ここでは、外部への情報開示として、「事業ごと」の資本収益性までは求めておらず、「事業セグメントごと」の資本収益性の開示を望ましいとしている。

- 事業ポートフォリオに関する基本方針や事業セグメントごとの情報等を開示する媒体については、有価証券報告書が基礎・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」ものとされ、「（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、（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¹⁶⁹とされている。
- 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。

（任意開示も含めた総合的な情報開示の充実）

- 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な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

¹⁶⁹ 金融庁「『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。

URL； <https://www.fsa.go.jp/news/30/sonota/20190131/01.pdf>

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・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、事業ポートフォリオに関する基本方針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分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。
- なお、法定開示としての有価証券報告書の重要性を踏まえれば、その提出に先立ち、少なくとも有価証券報告書の概要は、取締役会において承認又は報告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・株主意見への対応

事業ポートフォリオに関する株主提案・株主意見¹⁷⁰（以下「株主提案等」と総称する。）については、会社としても、「真摯な提案には真摯に対応する」ことが基本であり、取締役の善管注意義務の趣旨も踏まえ、合理的根拠のある具体的な株主提案等については、原則として、取締役会において取り上げ、真摯な検討を行うことが望ましい。

投資家側も、株主提案等を提出する場合は、「中長期」的な企業価値の向上の観点から、十分な調査分析を行った上で、合理的根拠のあるものとし、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。

（株主提案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提案等については、会社において、持続的な成長・企業価値の向上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

¹⁷⁰ ここで「株主意見」とは、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う。なお、会社法上の株主提案の場合には、会社法及びその他関連法令における所定の要件を満たし、かつ、所定の手続を行う必要がある点に留意されたい。

剣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。

- そもそも経営者及び取締役は、平時から事業ポートフォリオに関する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、前述 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提案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提案等の提出を受けた場合には、原則として、取締役会において取り上げ、真摯な検討を行うことが望ましい¹⁷¹。
- また、そうした株主提案等に関する検討に当たっては、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¹⁷²を実施することも有意義であると考えられる。
- 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、「（事業ポートフォリオに関する）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。

¹⁷¹ この点については、株主提案等の数や取締役会の運営状況（審議時間の制約等）等に応じて、株主提案等について担当部署等において合理的なスクリーニングを行い、重要なものに絞って付議することや、複数の株主提案等を一定程度まとめて取り上げることも合理的な対応であると考えられる。

¹⁷² ストラテジックレビュー（Strategic Review）とは、企業価値の最大化を目的として事業の戦略的な見直しを実施するものである。欧米企業においては、株主提案等を受けて、外部の財務アドバイザー等の専門家も活用しながら、ストラテジックレビューが実施されることがある。なお、ストラテジックレビューの実施のための委員会（Strategic Review Committee）が設置されることもある。

- 他方で、いわゆるアクティビストの濫用的な行動が企業の持続的な成長を阻害することを懸念する見方もあり¹⁷³、こうした懸念に対応するためにも、中長期的な企業価値の向上を実現するために取締役会がモニタリング機能を発揮すること、また、中長期視点に立つ機関投資家が適切なスクリーニング機能を果たすことが重要になってくると考えられる。

【参考資料 4.3：取組事例（ソニー株式会社）】

（投資家への期待）

- 上記のとおり、事業ポートフォリオに関する株主提案等については、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、株主提案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」的な企業価値の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上で、合理的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。
- 特に、いわゆるアクティビストファンドにおいては、その短期志向への懸念も根強いことも踏まえ、投資家と企業との前向きな協働関係につなげられるように、株主提案等を行う際には、「中長期」的な視点から、企業の持続的な成長に資するかどうかという観点から真摯な提案を行うことが重要である。
- また、一部の投資家による株主提案等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、中長期的な企業価値の向上の観点から、取締役会等における検討経緯等も踏まえ、その賛否を判断することが期待される。

¹⁷³ アクティビストについては、「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」、「全てのアクティビスト活動が正当であるかについては疑問がある」との指摘があった。

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ことも多く、頓挫するリスクを孕むものであることを踏まえ、本章では、円滑に実行するために特に重要な要素となる「経営陣の姿勢」及び「労働組合や従業員との調整」について、先進企業の事例を基に整理するとともに、「適切なスキームの選択」のために主なスキームの特徴と意義について紹介する。

5.1 経営陣の姿勢

経営者（CEO）自身がその事業の成長にとって切り出すことが最良の選択であることについて確信と覚悟を持ち、ぶれないことが重要である。

また、全ての関係者にとって win-win となるように売却先の選定や譲渡条件の交渉を行うことや、多様なステークホルダーに対するコミュニケーションプランを策定することも重要である。

（経営者の確信と覚悟）

- 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の実現について徹底的な議論を行った上で、経営者（CEO）自身が、ある事業については自社グループの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。
- 事業の切出しを実行する過程で様々な抵抗や反発が出てくることは必然ともいえるが、経営者が一度決断をした後は、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・対象事業とその従業員・売却先といった全ての関係者にとって win-win となることを目指し、当該事業の持続的な成長を実現するための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。
- 実務においては、事案に応じて様々な工夫が考えられ、一概にこういった対応が望ましいとはいえないものの、例えば、対象事業の従業員の期待利益を保護

する観点から、売却時に、売却後一定期間¹⁷⁴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とられることもある。

(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、多様なステークホルダー（従業員、顧客・取引先、株主、地域社会等）に対し、それぞれ、誰から誰に対して、いつのタイミングで、どのような方法で、どのようなメッセージを出していくか等について具体的な計画（「コミュニケーションプラン」）を策定することも重要である。

5.2 労働組合や従業員の理解と協力

事業の切出しを円滑に行うためには、その意義等について丁寧なコミュニケーションを行い、労働組合や従業員の理解と協力を得ることが不可欠である。

意思決定の途中段階からキーパーソンとなる対象事業の幹部を議論に参画させ、情報管理には留意しつつ、管理職から現場のリーダーまで順次広げ、現場の従業員一人一人まで理解を浸透させることが望ましい。

(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、事業の切出しを円滑に実行するために不可欠であるため、それぞれの事業を持続的に成長させるために事業ポートフォリオの見直しを行うことの意義について、普段から労働組合や従業員とのコミュニケーションを図り、その理解を深めておくことが重要である。
- その上で、実行段階においては、当該事業を切り出す理由や意義、切出し後の従業員の地位等について、労働組合や従業員一人一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、労働組合・従業員から理解・納得を得るため、一定期間の給与（差額）補償を行うことがある。給与水準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、

¹⁷⁴ 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。

事業再編を円滑に進めるための実務上の工夫の一つとして、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と考えられる。

- 他方、より重要なことは、当該事業の持続的な成長にとって、今、当該売却先に引き渡す又は分離独立させることがベストの選択肢であり、ひいては当該事業に携わる従業員の幸せにつながるという見通し（ゴールイメージ）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。
- 更に、当該事業を切り出した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を含め、全ての従業員に対して、その切出しを何のために行うのかについて、トップ自ら直接メッセージを伝えるといった配慮も重要である。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。
- このような丁寧な対応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、選択肢が限定的となる赤字状態になってからでは遅く、事業が健全な間に早期の決断を行うことが望まれる。

（対象事業の幹部等の参画（インボルブ））

- 従業員との調整を含め、事業の切出しを円滑に実行する上では、対象事業部門の幹部がキーパーソンとなる。対象事業部門の幹部に切出しの目的や意義を十分に理解・納得してもらうためには、切出しの意思決定途中段階から、議論に参画させることも有意義である¹⁷⁵。
- 対象事業の切出しについて意思決定がなされた場合には、情報管理の観点から伝えるタイミングには十分留意しつつ、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から現場のリーダーに至るまで順次プロセスに参画させ、「当該事業の成長のために（今の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、現場の従業員一人一人のレベルにまで浸透させていくことが重要である。

¹⁷⁵ 対象事業部門の幹部が抵抗勢力になることもあるので、議論に参画させるタイミングについてはケースバイケースで考えるべきであるとの指摘があった。

5.3 適切な切出し手法（スキーム）の選択

切出し手法の選択に当たっては、手法ごとの特徴を踏まえ、会社や対象事業等の状況に応じて適切なものを選択することが求められる。

特に、これまで日本で活用されてこなかったスピンオフについては、経営の独立によるフォーカスの強化等の意義を踏まえ、今後、積極的な活用が期待される。

エクイティ・カーブアウト（子会社上場）についても選択肢の一つであるが、一旦上場させた後、段階的に株式を売却して独立させる過程において、上場子会社の形態をとる場合には、あくまでも「過度的形態」と位置づけた上で、少数株主との利益相反リスクに十分留意し、厳重なガバナンス体制の整備が必要である。

- 事業の切出しには様々な手法（スキーム）が存在し、手法ごとに、権利義務の承継の法的根拠、債権者・労働者の個別承諾の要否、特定の売却先の要否、対価の受領の有無、求められる労働者保護のための手続等が異なる。
- 切出し手法の選択に当たっては、各手法の特徴を踏まえ、対象事業を切り出す目的、資金確保の必要性、取引の時間軸、切出しの対象事業の成長戦略、市場や売却先（候補）の状況を含めた実現可能性等に応じて、親元会社と対象事業の双方にとっての企業価値の最大化に向けて適切なものを選択することが求められる^{176,177}。
- なお、事業譲渡、会社分割（吸収分割）、子会社株式譲渡は対象事業をベストオーナーに委ねる手法であり、スピンオフ及びエクイティ・カーブアウトは対象事業を資本関係を含めて独立させる手法である。

¹⁷⁶ 例えば、設備投資や M&A 等の具体的な資金活用の考えがない中で、キャッシュインを伴う事業売却を追求するという判断は合理的でない可能性がある等、事業の切出しの手法の選択に当たっては、固定的・絶対的な方針、方策があるわけではなく、会社やそのときの市場の状況等に応じた柔軟な検討が求められるとの指摘があった。

¹⁷⁷ 適切な手法を選択するに当たっては、法律的な観点からの考慮や関係者間の利害調整が必要になるため、CLO（Chief Legal Officer: 最高法務責任者）が早い段階から関与することが重要であるとの指摘があった。

【参考資料 5.3-1：各手法の概要】

	事業譲渡	会社分割 (吸収分割)	子会社株式譲渡	スピノフ (現物配当)	エクイティ・カー プアウト
スキーム	X事業の分離・譲渡 A社 x事業 B社 ➡ A社 B社 x事業		A社 B社 株式譲渡 X社	A社株主 A社 X社 100% 子会社株式 現物配当	A社 一般株主 子会社株式を 市場で売却 X社
事業に係る 権利義務の承継の 法的性質 (根拠法)	特定承継 ¹⁷⁸ (民法)	包括承継 ¹⁷⁹ (会社法)	— ※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・労働者の 個別承諾の要否	必要	不要	— ※同上	— ※同上	— ※同上
労働者保護に関す る関係法令等 ¹⁸⁰	厚生労働省「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」	会社分割に伴う労 働契約の承継等に 関する法律	— ※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

¹⁷⁸ 対象事業に係る権利義務の移転のためには、民法の原則に従い、個別の権利義務の移転手続等が必要となる。

¹⁷⁹ 吸収分割契約の定めに従い、分割会社の権利義務が、相手方の個別の同意の取得等の移転手続等を要することなく、承継会社に承継される。

¹⁸⁰ 労働者保護に関する具体的手続については、参考資料 5.3-2 参照。

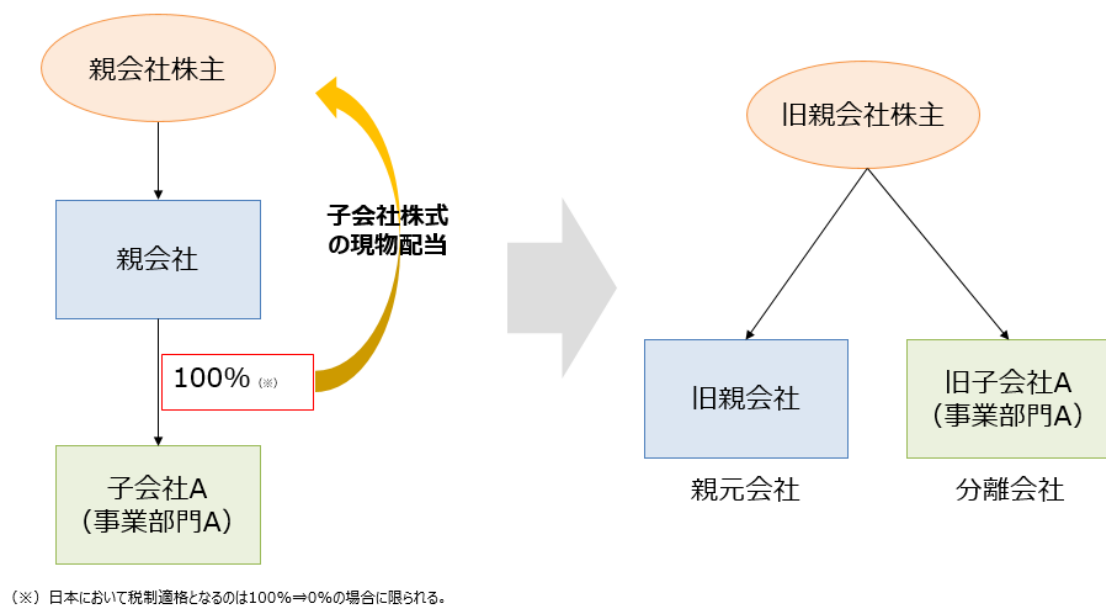
【参考資料 5.3-2：労働者保護に関する具体的手続】

- 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、従来から新規事業の分離の手段として活用されてきたエクイティ・カーブアウト（子会社上場）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）

- スピノフとは、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、親元会社の既存の株主に対して、その保有株式数に応じて交付することにより、当該子会社又は事業を切り離し、資本関係を含めて経営を独立させる手法である。

【参考資料 5.3-3：スピノフ】



（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」（2015）を基に経済産業省において作成。

- 事業特性の異なる事業を分離独立させる（独立企業として上場させる）ことにより、コングロマリット・ディスカウントを解消し、親元会社と分離会社の双

方が企業価値を高める手法として、米国等では積極的に活用されている

^{181,182}。

- スピンオフについては、以下のとおり、経営の独立、資本の独立、上場の独立による様々なメリットが指摘されているが、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考えられる。これは、特性の異なる事業を多数抱えることにより経営者の事業管理能力（キャパシティ）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いる場合に、スピンオフにより経営を分離独立させ、経営能力をそれぞれの中核事業に専念させることで、双方の企業価値を向上させていくという効果が期待されるということである。
- また、これらのメリットに加え、親元会社と分離会社それぞれの事業の特性を踏まえ、資本と負債の適切な割り付けを行う等の工夫を行うことで、双方にとって最適な資本構成を実現することも可能となるとの指摘もある。

【参考資料 5.3-4：米国スピンオフ企業の株価パフォーマンス】

¹⁸¹ スピンオフを活用した分離件数は、米国では 2010 年～2018 年で累計 270 件存在しており（リフィニティブデータベース）、スピンオフにより独立した企業の株価を集計した指数の成長率は、S&P500 指数のそれを大きく上回っている（参考資料 5.3-4 参照）。

¹⁸² 「企業にキャッシュが入ってこないにもかかわらず、欧米企業がスピンオフを実行するのは、経営陣が価値創造を意識できているからである。つまり、企業本位で考えるとスピンオ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、欧米企業ではスピンオフが実施されるのである。」との指摘があった。

【参考資料 5.3-5：スピノフの効果】

経営の独立による効果	- 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）。 - 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。
資本の独立による効果	- 分離会社は、独自の資金調達の途が拓かれ、大規模M&A等の成長投資が実施可能に。 - 分離会社は、独禁法や系列等の制約から解放され、親元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。
上場の独立による効果	- 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。 - 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。 - 株式報酬のインセンティブ効果が高まる。

（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」（2015）を基に経済産業省において作成。

- 従来、我が国では、スピノフ時の課税負担の問題から、実務上、活用可能な手法として認識されてこなかったが、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¹⁸³。
- 他方、これまでスピノフの活用実績は 1 件（2020 年 7 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いえない。一定の税制面の手当てがされた現状においても、日本においてスピノフが活用されない理由としては、事業売却と異なり、会社には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感じられにくいとの指摘があるが、上記のスピノフのメリットを鑑みれば、企業価値の向上につながるケースは我が国企業においても十分に想定される。
- スピノフにおいては、対象事業は上場企業として独立することとなり、売却先を見つけることや、相手方と雇用や処遇の条件等について調整することもし

¹⁸³ 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 30 日策定、同年 8 月改訂）参照。

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

要であるため、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がなされていくことが期待される。

(エクイティ・カーブアウト（子会社上場）)

- エクイティ・カーブアウトとは、子会社（主に完全子会社）を上場させ、当該子会社の株式を市場で売却することで資本関係を含めて独立させる手法である。
- エクイティ・カーブアウトは、米国等でも切出し手法の一つとして活用されているものである¹⁸⁴とともに、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¹⁸⁵、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。
- エクイティ・カーブアウトを実施する際、当該子会社の株式を上場時に一度に全て売却することが難しいケースでは、一旦上場させた後、段階的に当該子会社の株式を売却することで独立させる方法も考えられる。この過程において、過度的に上場子会社の形態をとる場合¹⁸⁶については、以下の点に留意する必要がある。
- 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

¹⁸⁴ 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、スピノフやエクイティ・カーブアウト等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。更に、20 億ドル相当以上の切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。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、又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、スピノフやエクイティ・カーブアウトが活用されていると考えられる（本研究会第 3 回資料 7 別所委員意見書（非公表））。

¹⁸⁵ 本ガイドラインで主として想定しているエクイティ・カーブアウトの在り方と必ずしも符合するものではないが、上場させた子会社を段階的に独立させた代表的な事例として、富士通株式会社から独立したファナック株式会社が挙げられる。

¹⁸⁶ 本ガイドラインにおける事業の切出しの手法としてのエクイティ・カーブアウトは、子会社を資本関係を含めて独立させることが目的であることからすると、最終的に子会社が独立するタイミング等についてもきちんと検討した上で、エクイティ・カーブアウトを選択する必要があるとの指摘があった。

ことは必ずしも望ましくない¹⁸⁷。こうした観点から、グループガイドラインで示された「6 上場子会社に関するガバナンスの在り方」を踏まえ、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、子会社を上場させる際に、最終的には非子会社化することを目的にしていることや、どの程度の期間で非子会社化するのか¹⁸⁸等の方針を示すことが望ましい。また、上場子会社としている間は、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¹⁸⁹を整えることが求められる。

5.4 企業等の取組例

- 以下では、企業価値の向上への手段として、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、実務上の工夫の在り方は、事案により異なり得るため、これらの取組例は、各社において事業の切出しの検討及び実行をする際に、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、こ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

¹⁸⁷ エクイティ・カーブアウトについては、従来我が国では、長期間にわたり上場子会社の形態が固定化され、維持される場合が多かったことから、本研究会においては、複数の委員から、本ガイドラインにおいて切出しの手法として取り上げることにに対する慎重論が述べられた。

¹⁸⁸ 米国における実務に鑑みれば、長くとも5年程度で独立させる必要があるとの指摘があった。

¹⁸⁹ グループガイドラインの「6 上場子会社に関するガバナンスの在り方」において、「上場子会社においては、利益相反リスクに対応するため、実効的なガバナンスの仕組みが構築されるべきである。取締役会における独立社外取締役の比率を高めること（1/3以上や過半数等）を目指すことが基本である」とされている。

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う場合もある。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、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である。管理職やリーダー的な存在の人物が納得していないとその流れは組織全体に確実に伝播する。ただし、役職の上下で労働条件等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である。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等、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、事業売却に当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等の前提が共有できているため、案件の発生以降、スキーム別にこういった課題が発生し得るか、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)

(労働条件等への配慮)

- 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、その事業に熱意をもっているかどうか等を重視した。技術という意味で

は他の企業がよいのではないかという議論もあったが、従業員や事業への熱意等の観点から別の企業に売却することを決めた。このケースでは従業員全員を受け入れてもらった。一般的に、従業員の給与が低下する場合、一定期間の給与の補填等をする人が多い。(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、従業員の処遇等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)

(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、売却の公表と同時又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」は作成していても、「事業売却ガイドライン」を作成していることはあまりない。特に利益が出ていても自社がベストオーナーではない場合やノンコア事業である場合について「事業売却ガイドライン」を持つことが望ましい。(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 ヶ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、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：東証市場第一部
- ・ 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：東証市場第一部
- ・ 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：東証市場第一部
- ・ 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：東証市場第一部
- ・ 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：東証市場第一部
- ・ 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

以上

添付 1：事業再編研究会 委員等名簿

(50 音順 敬称略 2020 年 7 月 31 日時点)

座 長	：	神田 秀樹	学習院大学大学院法務研究科 教授
		青 克美	株式会社東京証券取引所 執行役員
		石綿 学	森・濱田松本法律事務所 弁護士
		井上 光太郎	東京工業大学工学院経営工学系 教授
		牛島 辰男	慶應義塾大学商学部 教授
		江良 明嗣	ブラックロック・ジャパン株式会社 運用部門 インベストメント・スチュワードシップ部長
		大湾 秀雄	早稲田大学政治経済学術院 教授
		翁 百合	株式会社日本総合研究所 理事長
		加来 一郎	株式会社ボストン コンサルティング グループ マネージング・ディレクター&シニア・パートナー
		片山 栄一	パナソニック株式会社 常務執行役員 CSO
		加藤 貴仁	東京大学大学院法学政治学研究科 教授
		河村 芳彦	株式会社日立製作所 代表執行役 執行役専務 CFO 兼財務統括本部長
		神作 裕之	東京大学大学院法学政治学研究科 教授
		小林 喜光	株式会社三菱ケミカルホールディングス 取締役会長
		三瓶 裕喜	フィデリティ投信株式会社 ヘッド・オブ・エンゲージメント
		武井 一浩	西村あさひ法律事務所 弁護士
		田中 亘	東京大学社会科学研究所 教授
		田村 俊夫	一橋大学経営管理研究科 教授
		佃 秀昭	株式会社企業統治推進機構 代表取締役社長
		富山 和彦	株式会社経営共創基盤 代表取締役 CEO
		日戸 興史	オムロン株式会社 取締役 執行役員専務 CFO 兼 グローバル戦略本部長
		濱田 昌宏	SOMPO ホールディングス株式会社 グループ CFO 兼 グループ CSO 兼 グループ CIO 執行役常務
		林 竜也	ユニゾン・キャピタル株式会社 代表取締役パートナー
		別所 賢作	三菱 UFJ モルガン・スタンレー証券株式会社 投資銀行本部 マネージングディレクター M&A アドバイザリー・グループ統括責任者
		松田 千恵子	東京都立大学経済経営学部経営学研究科 教授

柳川 範之 東京大学大学院経済学研究科 教授

(オブザーバー)

井上 俊剛 金融庁 企画市場局 参事官

竹林 俊憲 法務省 大臣官房参事官

添付２：事業再編研究会 審議経過

第１回（2020年1月31日）

- ・開催の趣旨
- ・事業再編に関する現状と課題（論点整理）
- ・経営陣における課題と対応の方向性について

第２回（2020年2月14日）

- ・経営陣における課題と対応の方向性について
- ・取締役会／社外取締役における課題と対応の方向性について
- ・投資家とのエンゲージメントにおける課題と対応の方向性について
- ・小林委員プレゼンテーション（株式会社三菱ケミカルホールディングスにおける事業ポートフォリオマネジメントの実践）

第３回（2020年3月4日）

- ・事業ポートフォリオマネジメントのための基盤整備と情報開示について
- ・事業再編の実行段階での実務上の工夫について
- ・事業再編促進のための環境整備（制度面の課題等）について
- ・河村委員プレゼンテーション（株式会社日立製作所の概要、経営改革、事業ポートフォリオ）
- ・日戸委員プレゼンテーション（オムロン株式会社における取組）

第４回（2020年3月17日）

- ・第１回～第３回の議論の整理を踏まえた検討

第５回（2020年4月20日）

- ・「事業再編実務指針」（案）について

第６回（2020年5月22日）

- ・「事業再編実務指針」（案）について
- ・「エグゼクティブ・サマリー」（案）について
- ・「今後の検討課題」（案）について

事業再編研究会報告書

「今後の検討課題」

本研究会においては、事業再編の促進に関して、実務指針による対応にとどまらず、今後の検討課題となり得るものとして、以下の議論が行われた。

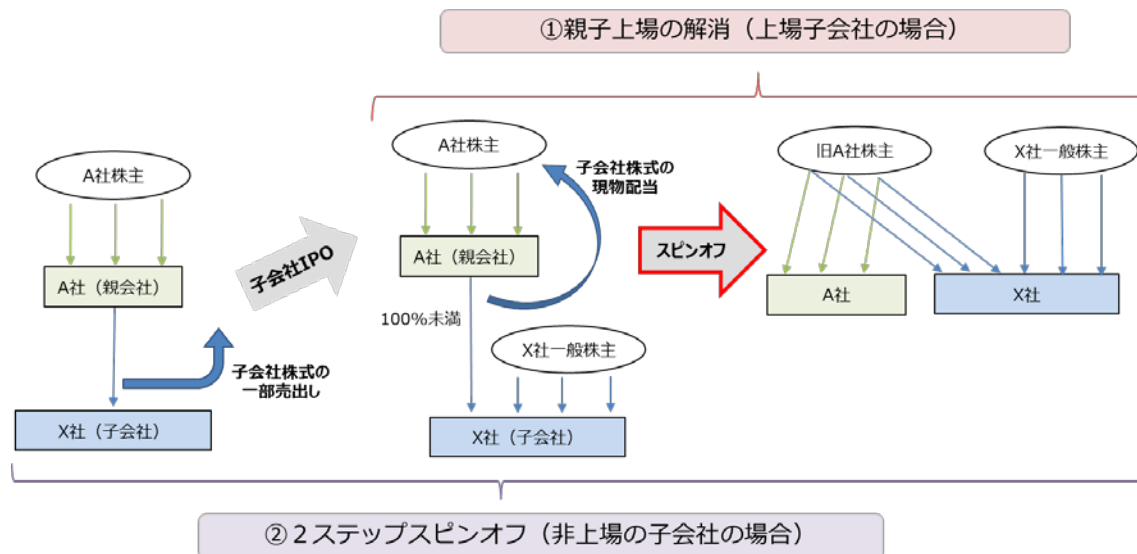
1. スピンオフ円滑化のための環境整備

（100%未満の子会社のスピンオフの活用に向けた検討）

- 米国等では、最初に子会社の新規上場（IPO）を行い、親会社が当該子会社の株式の一部を売却して現金を受け取った後に、100%未満の子会社となった当該子会社の残りの株式についてスピンオフを行うことが行われている。
- 100%未満の子会社のスピンオフについては、以下のような幅広い活用方法が考えられる。特に、①上場子会社のスピンオフについては、少数株主との利益相反構造によるガバナンス上の問題から上場子会社の運営の難しさについて認識が広がる中で、300 余り存在する親子上場¹の解消の手段として期待される。
 - ① 上場子会社のスピンオフを行うことにより、親子上場を解消するための有力な選択肢となり得る。
 - ② 非上場の子会社について、まず新規上場を行い上場子会社にした後に、スピンオフにより完全分離すること（2ステップスピンオフ）で、親会社にとっては投資回収の機会を得つつスピンオフを行うことが実務上可能となる。
 - ③ 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。
 - ④ その他、創業家や経営陣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のスピンオフも実務上可能となる。

¹ 東京証券取引所において、上場会社である親会社を有する上場会社の数は、313 社となっている（株式会社東京証券取引所「コーポレート・ガバナンス白書 2019」9 頁）。

【活用方法（上記①, ②）のイメージ図】



- こうした状況を踏まえて、100%未満の子会社のスピノフについて、国内での活用に向け各種の制度整備も含め検討を行うことが期待される²。

2 米国等においては、スプリットオフ（既存の子会社の株式又は切り離した事業を承継させた子会社（分離会社）の株式を、親元会社の株主に対して、当該株主が保有する株式の償還対価として交付することにより、当該子会社又は事業を切り離し、経営を独立させる仕組み）も行われている。このスプリットオフについても、国内での活用に向けた検討を行うことが考えられる。なお、スプリットオフは、基本的にスピノフと同様の意義を有するとともに、スピノフと比べて、①親元会社の株主が、切り出される分離会社の株式を対価とした親元会社の株式の償還に応じるか否かを選択することができるため、各株主の選好に合わせた柔軟な分配が可能であること、②親元会社による自社株買いが組み込まれており、親元会社のEPS（Earnings Per Share：1株当たり利益）の向上を図ることによる株主還元策としての活用が可能であること等の特色がある。

(スピノフの上場審査における課題への対応)

- 完全子会社のスピノフを実施する場合について、分離する完全子会社の上場申請の際に、東京証券取引所のルールとして、2期分の適正意見（直前期は無限定適正意見）付の財務諸表が必要とされている³が、従来、一般的な上場申請のための監査に関して、いわゆる「遡及監査」⁴が実務上あまり行われておらず^{5, 6}、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とすると、

3 これに対し、特定の事業部門をスピノフする場合（会社分割を伴う場合）には、承継前の期間に係る財務書類については、「部門財務情報の作成基準」に基づき「部門財務情報（いわゆる「プロフォルマ」）を準備のうえ、「会社分割により承継される事業に係る財務計算に関する書類に対する意見表明に係る基準」に基づき意見を得ることで対応可能とされている（有価証券上場規程施行規則別添4）。

4 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。

5 遡及監査については、新興企業の上場促進に向けた、金融庁のアクションプランや東京証券取引所の要請に基づき、2011年に「新興市場等の信頼性回復・活性化策に係る協議会」（事務局：日本証券業協会）において、遡及監査のための環境整備に関する取組みが示され、それを受け、日本公認会計士協会や東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。詳細は、以下参照。

○金融庁のアクションプラン：

金融庁「金融資本市場及び金融産業の活性化等のためのアクションプラン～新成長戦略の実現に向けて～」(2010年12月24日)

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

○東京証券取引所の要請：

東京証券取引所「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)

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

○新興市場等の信頼性回復・活性化策に係る協議会：

URL：<http://www.jsda.or.jp/about/kaigi/chousa/shinko/kyougi/index.html>

6 現状においては、新興企業の新規上場の場合について、遡及監査は実務上あまり行われていないとの指摘がある。一般的な上場申請のための監査に関しては、以下の金融庁の報告書において、(i)関係者の指摘として、「監査法人による監査契約のハードルが高くなっていると認識。要因としては、i)2015年頃に問題となったIPO企業の経営者による不適切取引や大企業の会計不正事案などを受けた監査手続の厳格化により、監査工数が増加していること、ii)働き方改革、公認会計士のスタートアップ企業への転籍などにより、監査に必要な人員や監査時間の確保が難しくなっていることなどが考えられる。」との指摘が紹介され、また、(ii)上場に向けた準備のプロセスについて、「上場準備期間の監査や証券会社の引受審査は、単なる数字や形式のチェックではなく、経営者の資質、企業カルチャーも含めた企業経営の健全性、事業内容等を独立第三者の立場で検証し、将来にわたって投資家の期待に応えられる企業となるための土台を固める重要なプロセスであるとの理解の共有が重要である。」とされている。

○金融庁「株式新規上場（IPO）に係る監査事務所の選任等に関する連絡協議会報告書」

完全子会社のスピンオフの場合においても、そ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してスピード感に欠け、事業の切出しの手法として選択されにくい、又は迅速なスピンオフ実施に対するボトルネックになり得るとの指摘がある（事務局ヒアリング）。

- スピンオフについては、これまで日本における実施例がほとんど存在せず、完全子会社をスピンオフする場合について、監査実務の在り方について必ずしも明示的な議論が行われてきたものではないが、そもそもスピンオフの対象として想定されるのは、既存の上場会社の主要な子会社であり、典型的にはグループ全体のうち相当程度の割合を占めるケース（例えば、連結売上高の約1/3等）と考えられる。こうしたケースについては、通常、既存の上場会社（グループ）の「重要な構成単位」⁷として元々一定の監査手続を受けており⁸、スピンオフの準備段階から監査法人との間で連携・調整をすれば、多くの場合は準備開始から実際の上場までに丸2年以上を要しないと考えられる（事務局ヒアリング）。
- 上記の点を踏まえれば、完全子会社のスピンオフの場合には、通常の新興企業等の新規上場の場合に比して、いわゆる「遡及監査」を認めても問題ないケースが多いと考えられることについて、スピンオフの円滑な実施を可能とすることでその積極的な活用を促す観点から、監査法人を含む関係者に対して周知していくことが期待される。

（2020年3月27日）

URL : <https://www.fsa.go.jp/singi/kansaninkyougikai/houkoku/20200325/20200327.html>

7 監査基準委員会報告書 600「グループ監査」A5 参照。

8 この点が、監査法人による監査を従前受けたことのない新興企業等の未上場会社の新規上場の場合とは異なる。

2. 自社株式対価 M&A の活用促進のための制度整備

本研究会において、自社株式対価 M&A の活用促進のための制度整備に関して、以下の指摘・意見があった。

- 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、エクイティを活用した大胆な M&A を行っていくことが鍵となる。
- 欧米における大規模な株式公開買付（TOB）においては、その対価として自社株式を積極的に活用することで、大胆な M&A を戦略的に行い、事業再編を進めている。
- 他方、我が国においては、対象会社株主の譲渡益等に対する課税負担がネックとなり、TOB や相対取引による自社株式の活用は実務上選択肢となりにくく、欧米諸国と比べ、我が国企業による大規模な M&A が少ない一因となっている。
- 自社株式対価 M&A には、①手元資金の制約を超えて買収の機会が拡大することに加え、②手元資金を設備投資や人件費等に回すことが可能となる、③買収される会社の株主、すなわち売り手が、買い手企業の株式を保有することとなるため、買収終了後も売り手側に企業価値を向上させるインセンティブが生じるといったメリットもある。
- グローバルな M&A 競争におけるイコールフットィングを確保するため、令和元年改正会社法⁹における株式交付制度¹⁰の創設も踏まえ、自社株式等を対価とした M&A について、対象会社株主の譲渡益等に対する課税繰延措置をより使い勝手がよいものとし、その活用を促進することが期待される。
- 特に、新型コロナウイルス感染症の拡大による急激な需要の縮小等により経営環境が厳しいものとなっている中、手元資金の制約という問題は、新興企業のみならず、大規模な上場企業にとっても深刻なものとなっている。また、今回

9 令和元年 12 月 4 日に成立し、同月 11 日に公布された「会社法の一部を改正する法律」（令和元年法律第 70 号）をいう。

10 株式交付制度とは、企業買収に関する手続の合理化を図るため、株式会社が他の株式会社を子会社化するに当たって、当該他の株式会社の株式の対価として自社の株式を当該他の株式会社の株主に交付することができる制度とされる（以下参照）。

URL : http://www.moj.go.jp/MINJI/minji07_00001.html

の危機を契機に社会全体のデジタル化が一気に進んでおり、「デジタルトランスフォーメーション（DX）」への対応は不可避となっている。

- こうした中、我が国企業がこの危機を乗り越えて生き残り、「ポストコロナ」を見据えて持続的成長を実現していくためには、手元資金の制約を超えて、オープンイノベーションのための攻めの M&A を迅速かつ大胆に実行していくことが必要であり、そのための手段として、本措置の創設は、ポストコロナに向けた我が国経済の成長戦略にとって喫緊の課題である。

以上