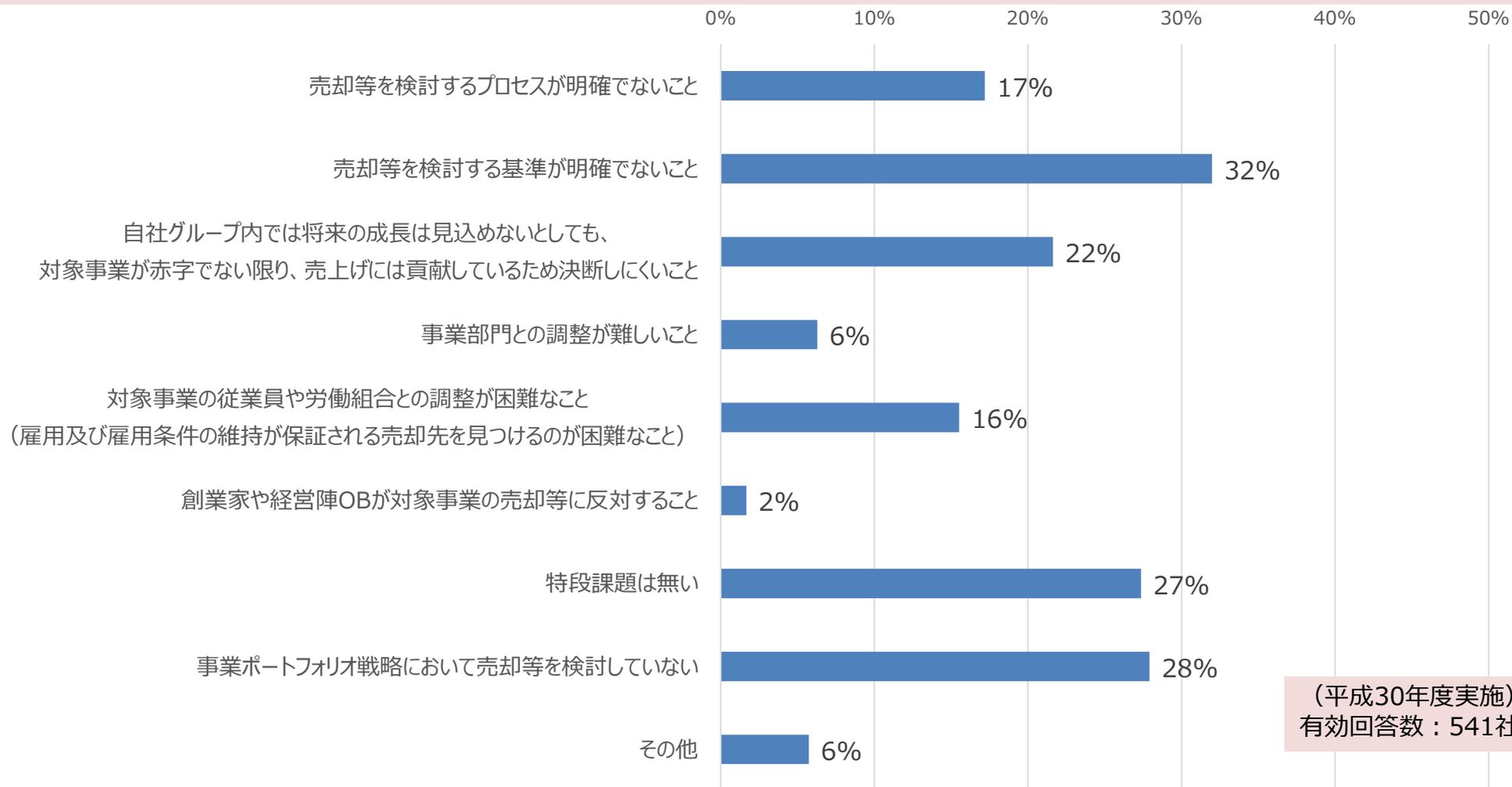


事業再編ガイドライン

参考資料集

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）

問5. 貴社が事業ポートフォリオ戦略に基づき、事業の売却や撤退等を検討・実施する段階において課題と考えられる事項をご教示ください。（3つまで選択可）



参考資料2.1.2-1：取組事例（株式会社日立製作所）

CEOメッセージ

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



(出典)「日立 統合報告書 2019 (2019年3月期)」より抜粋。

参考資料2.1.2-2：取組事例（ソニー株式会社）

CEOメッセージ

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

SONY

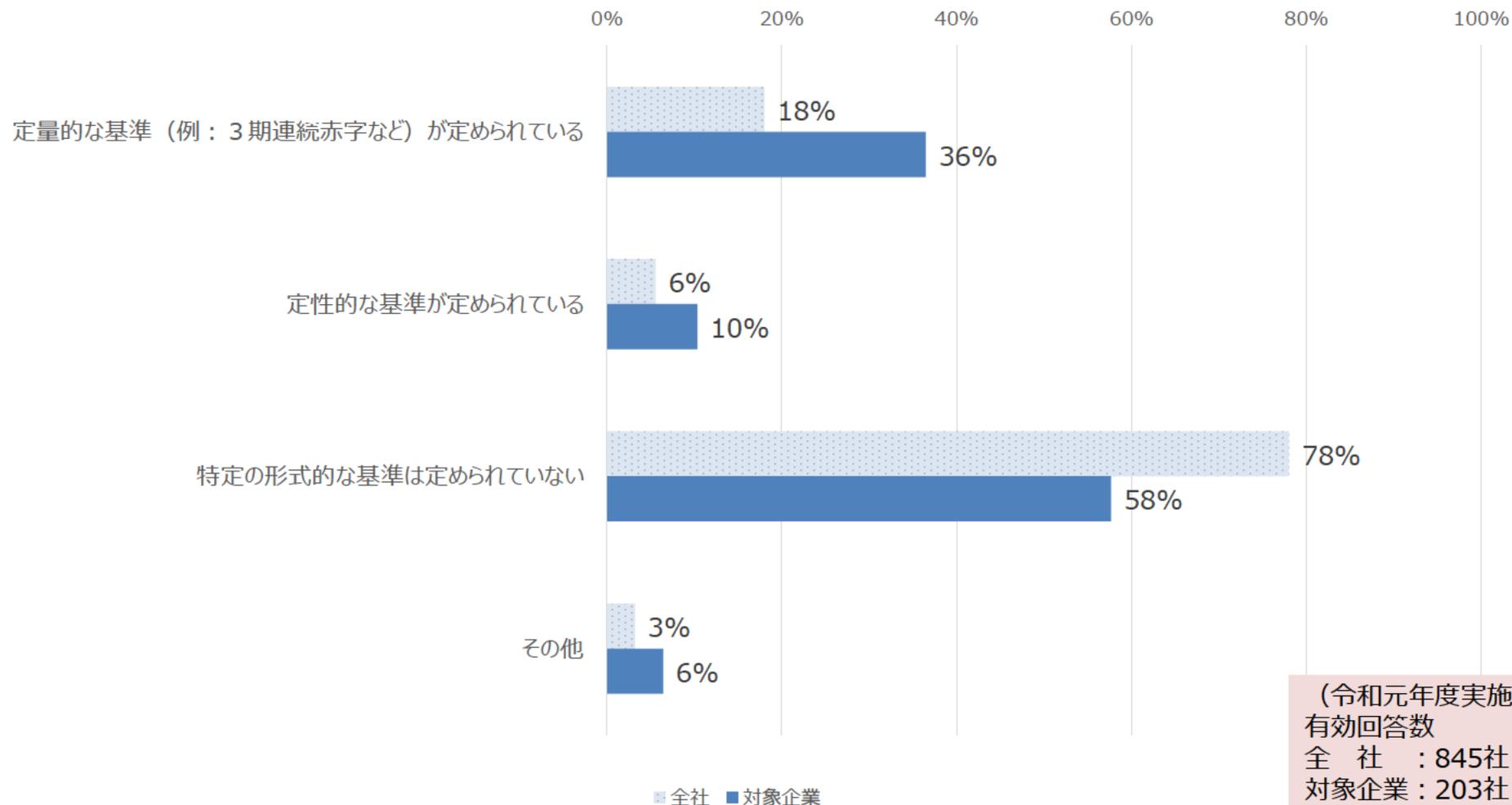
テクノロジーに裏打ちされたクリエイティブエンタテインメントカンパニー

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



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）

問51. 事業の撤退・売却について、検討の俎上に載せるための基準をお答えください。
 （複数選択可。「その他」の場合は、下記コメント欄に具体的に記入してください）



（令和元年度実施）
 有効回答数
 全社：845社
 対象企業：203社

（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

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）

事業ポートフォリオマネジメントに関する検討プロセス：当社の体制（一部再掲）

事業モニタリングのための執行役員会議

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

経営企画室（CSO）・経営管理室（CFO）

ポートフォリオ議論のための取締役会

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

経営企画室（CSO）・法務室（CCO）

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

● 現行中期経営計画（2016-20）における当面の判断基準

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

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

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

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

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

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

参考資料2.2.3-2：取組事例（三井物産株式会社）

ポートフォリオ管理委員会の役割

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

■ 全社ポートフォリオ戦略の策定

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

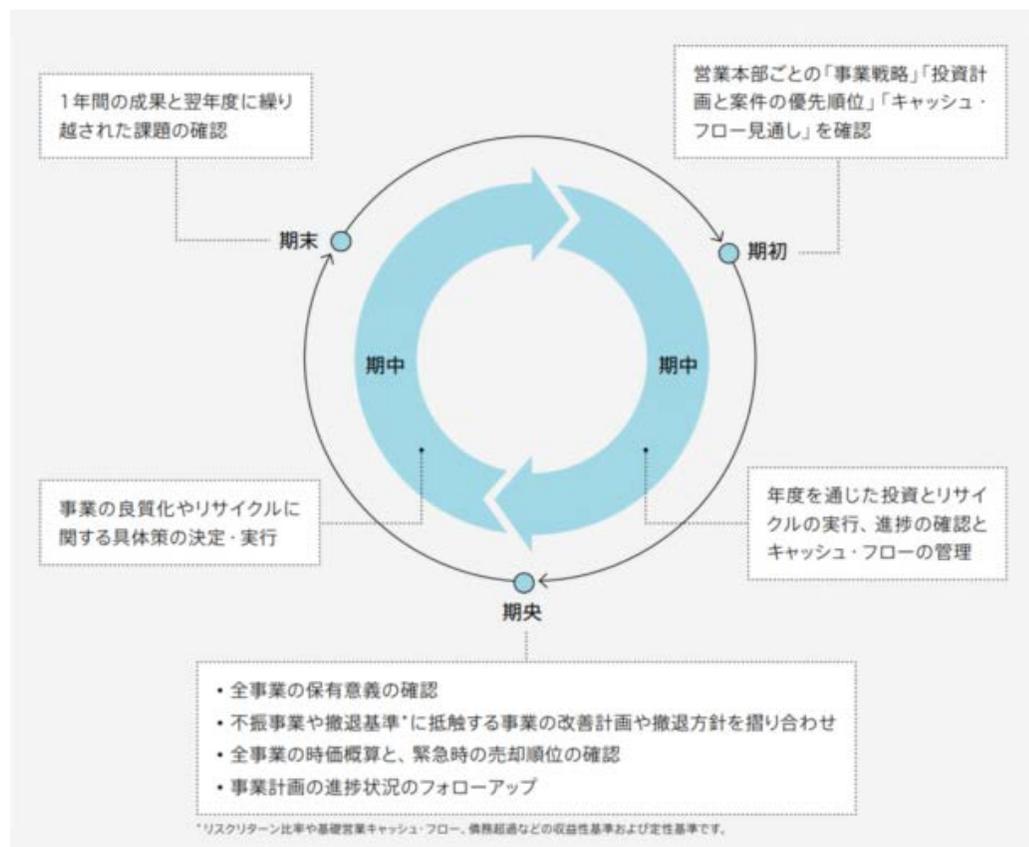
■ 投融資方針の策定

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

■ 全社ポートフォリオの定期的モニタリング

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

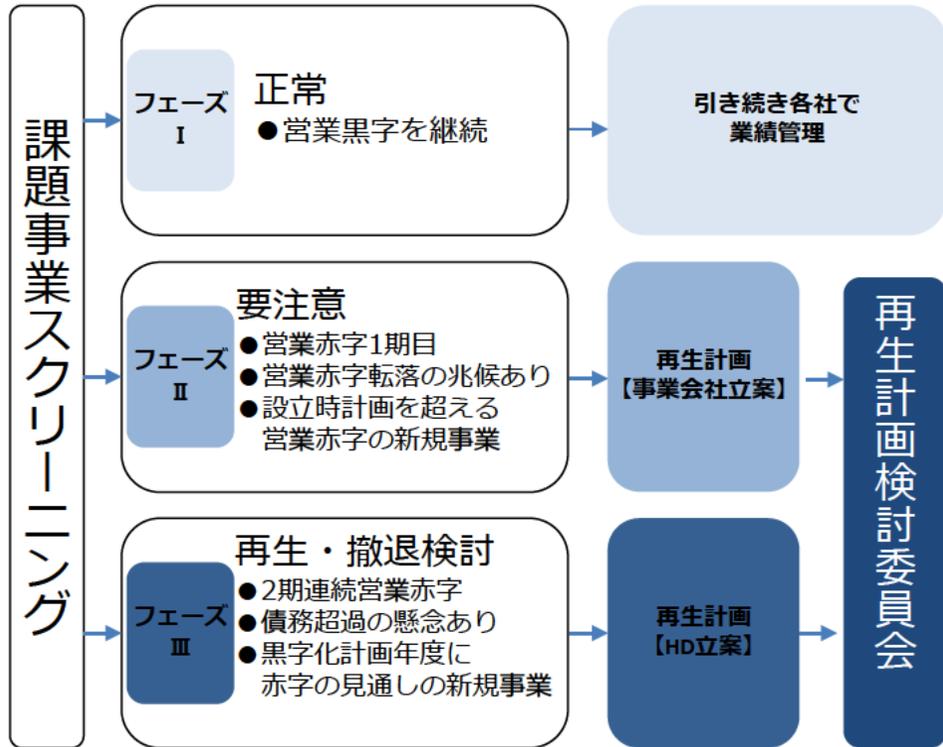
ポートフォリオ管理の年間サイクル



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

課題事業スクリーニング (フェーズ管理)

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



再生計画検討委員会

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

総合的に判断

定量基準

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

定性基準

- 再生意義
- グループ戦略上の必要性

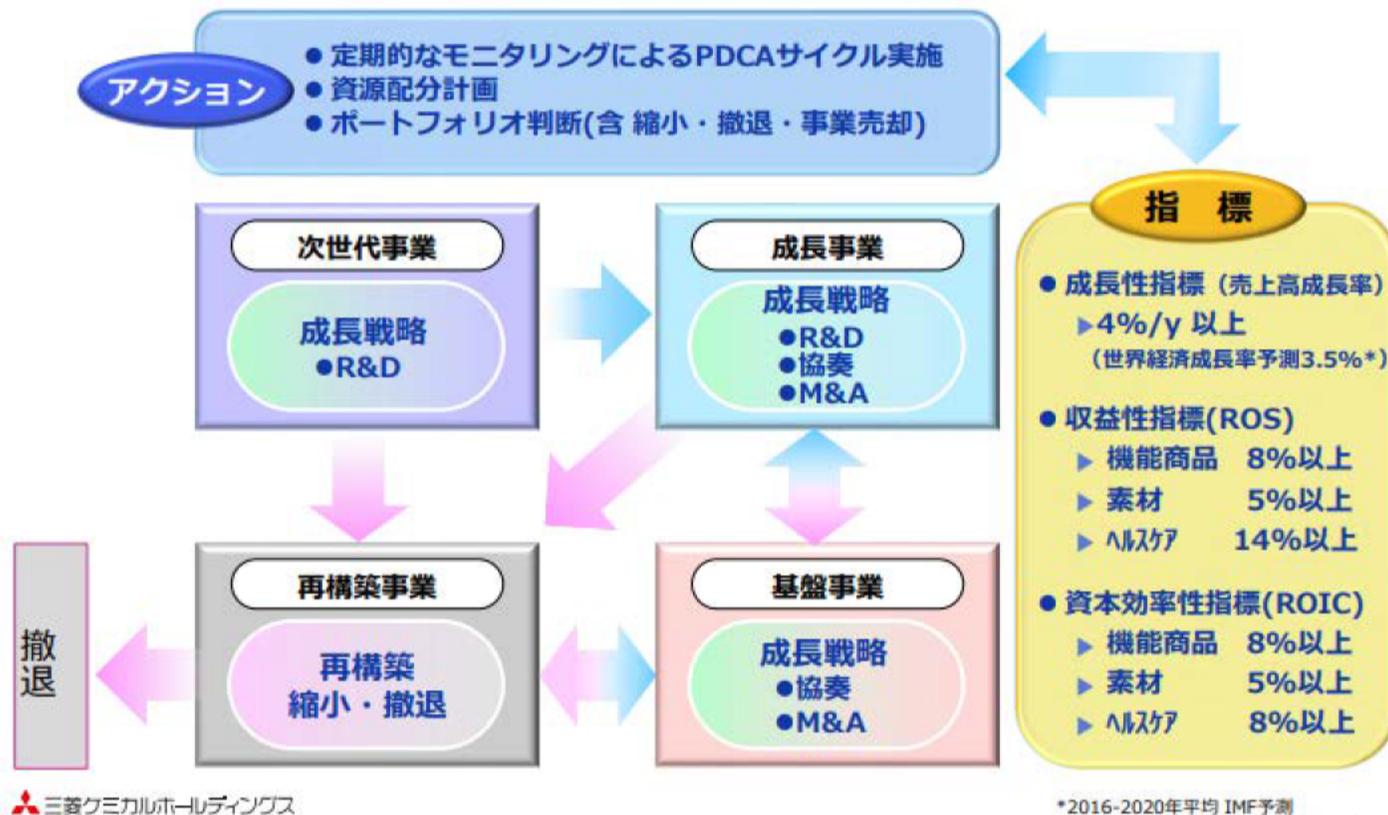
財務・法務・
その他リスク

(出典) ウェブページ、「統合報告書2019」及びIR事業戦略説明会資料 (2019年7月23日) 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）

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2.2.4-2：取組事例（株式会社日立製作所）

重点分野への積極投資	資本効率の向上のためにROICを導入	イノベーションの加速	脱炭素ビジネスの拡大	Lumadaの強化
<ul style="list-style-type: none"> 今後3年間で2.0～2.5兆円の成長投資(M&Aを含む)を計画しています。(2018中計実績: 0.5兆円/3年間) ABB社のパワーグリッド事業買収に加え、ITとインダストリーのセクターに重点投資の予定です。 上記以外にR&Dや人材育成などもこれまで以上に強化していきます。 <p>キャピタルアロケーション戦略 ▶P.34</p>	<ul style="list-style-type: none"> 2021中期経営計画では、KPIにROICを導入することで、資本効率を意識した経営を行っていきます。 大規模な投資を実行するため、財務レバレッジを活用し、資本コスト(WACC)の低減を図っていきます。 <p>財務資本戦略 ▶P.36</p>	<ul style="list-style-type: none"> 「協創の森」や大学、スタートアップとの連携を通じたオープンイノベーションをLumadaで加速、支援します。 2021人材戦略のもと、多様な人材の確保・育成および組織づくりを促進していきます。 <p>イノベーションの加速 ▶P.38</p>	<ul style="list-style-type: none"> 環境長期目標のもと、脱炭素ビジネスの拡大を促進していきます。 <p>環境ビジョンと脱炭素ビジネス ▶P.46</p>	<ul style="list-style-type: none"> お客さまとの協創によりLumadaを中心としたデジタルソリューションの提供を拡大します。 <p>Lumadaの強化 ▶P.48</p>

業績目標(連結)

	2018年度実績	2019年度見通し	2021年度目標
売上収益	9,480億円	9億円	CAGR 3% [※]
調整後営業利益 ¹⁾ (調整後営業利益率)	7,549億円 (8.0%)	7,650億円 (8.5%)	10% [※]
EBIT (EBIT率)	5,139億円 (5.4%)	7,500億円 (8.3%)	—
営業CF (3年累計)	19,667億円	—	2.5倍 [※] 以上
ROIC	8.5%	10.3%	10% [※]
ROA	3.3%	—	—
海外売上比率	51%	—	60% [※]

セクター別業績目標

セクター	項目	2018年度実績	2019年度見通し	2021年度目標
IT	売上収益	21,216億円	20,600億円	26,000億円
	調整後営業利益 (調整後営業利益率)	2,301億円 (10.8%)	2,200億円 (10.7%)	3,380億円 (13.0%)
	ROIC	19.6%	15.9%	15.0%
エネルギー ¹⁾	売上収益	4,566億円	3,849億円	17,000億円 [※]
	調整後営業利益 (調整後営業利益率)	359億円 (7.9%)	249億円 (6.5%)	1,700億円 [※] (10% [※])
	ROIC	5.8%	6.0%	7.5%
インダストリー ¹⁾	売上収益	8,436億円	8,396億円	10,000億円
	調整後営業利益 (調整後営業利益率)	582億円 (6.9%)	584億円 (7.0%)	910億円 (9.1%)
	ROIC	9.0%	10.1%	10.8%
モビリティ ¹⁾	売上収益	12,381億円	11,550億円	12,700億円
	調整後営業利益 (調整後営業利益率)	1,002億円 (8.1%)	962億円 (8.3%)	1,248億円 (9.8%)
	ROIC	13.6%	11.6%	13.1%
ライフ ²⁾	売上収益	18,160億円	17,232億円	21,000億円 [※]
	調整後営業利益 (調整後営業利益率)	934億円 (5%)	1,190億円 (7%)	2,100億円 [※] (10% [※])
	ROIC	10.0%	10.0%	15% [※]

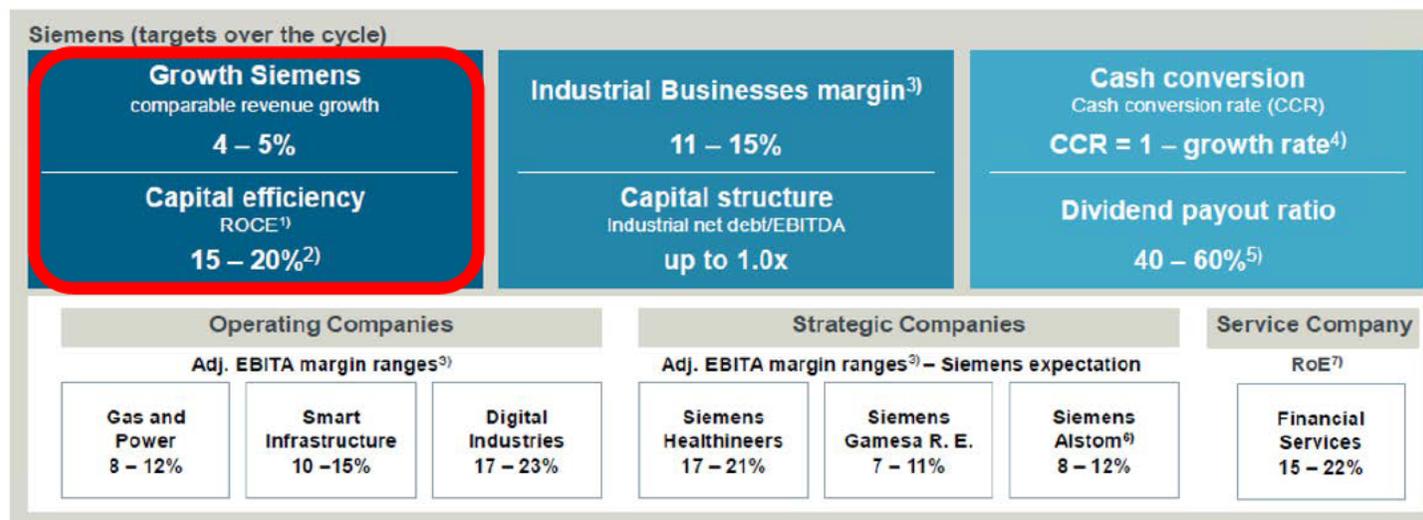
¹⁾ ITセクターに計上されている制御システム事業を含んでいます。 ²⁾ 日立ハイテクソリューションズのヘルスケア事業を含んでいます。 ³⁾ 2018年度のみ一時費用を除いて算出しています。

(出典)「日立 統合報告書 2019 (2019年3月期)」を基に経済産業省において作成。

参考資料2.2.4-3 : 取組事例 (SIEMENS)

VISION 2020+ raises the bar in aspiration and performance
New Siemens Financial Framework as of April 1, 2019

SIEMENS
Ingenuity for life

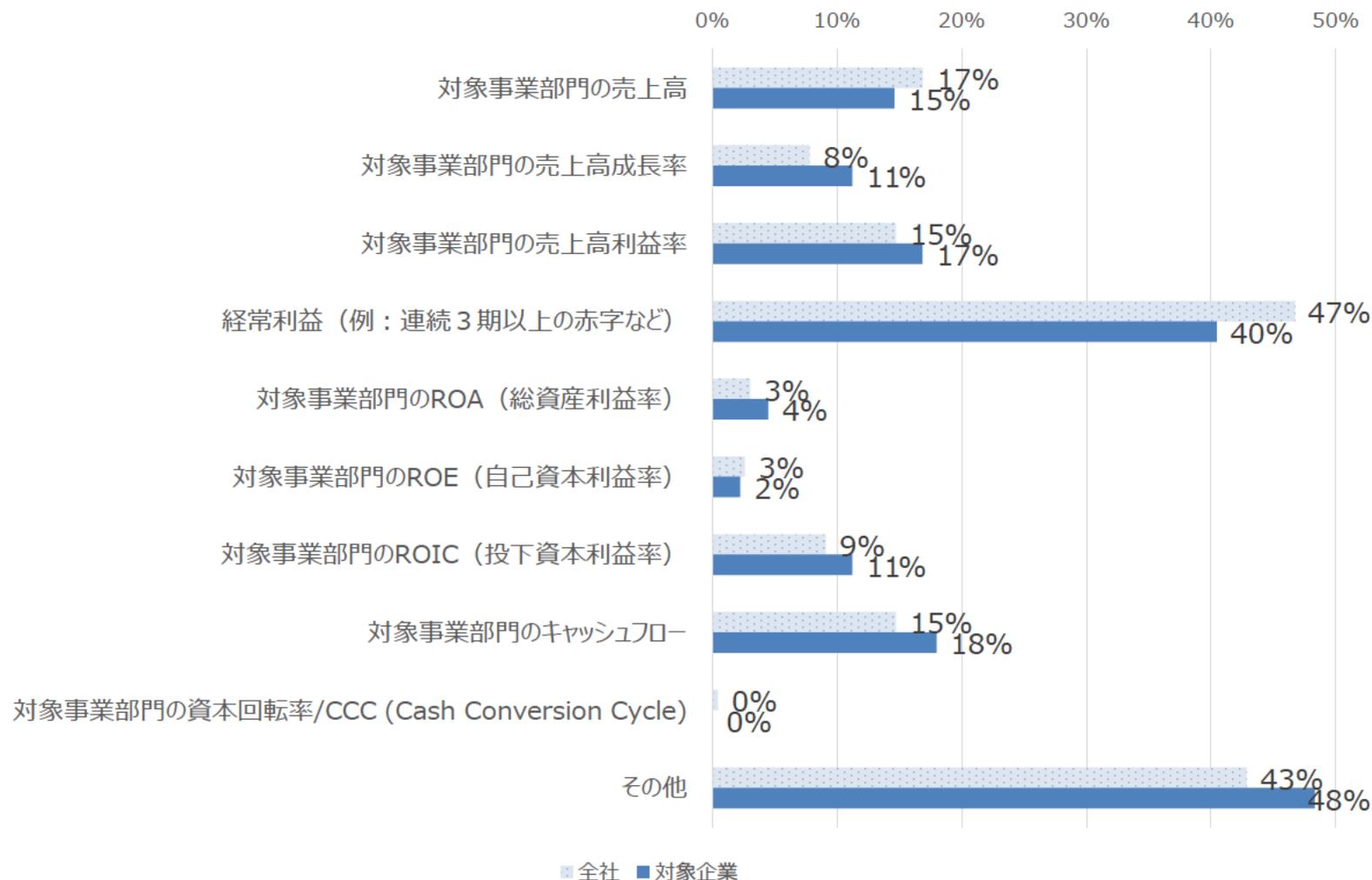


1) Based on continuing and discontinued operations; 2) Long-term goal; currently ROCE burdened by significant M&A; 3) EBITA adjusted for operating financial income, net and amortization of intangible assets not acquired in business combinations; 4) Based on Industrial Businesses and comparable revenue growth; 5) Of net income attributable to Siemens shareholders excluding exceptional non-cash items; 6) Siemens Alstom closing pending; 7) Return on equity after tax

We seek to work profitably and as efficiently as possible with the capital provided by our shareholders and lenders. For purposes of managing and controlling our capital efficiency, we use return on capital employed, or ROCE, as our primary measure in our Siemens Financial Framework. Our long-term goal is to achieve ROCE within a range of 15% to 20%.

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）

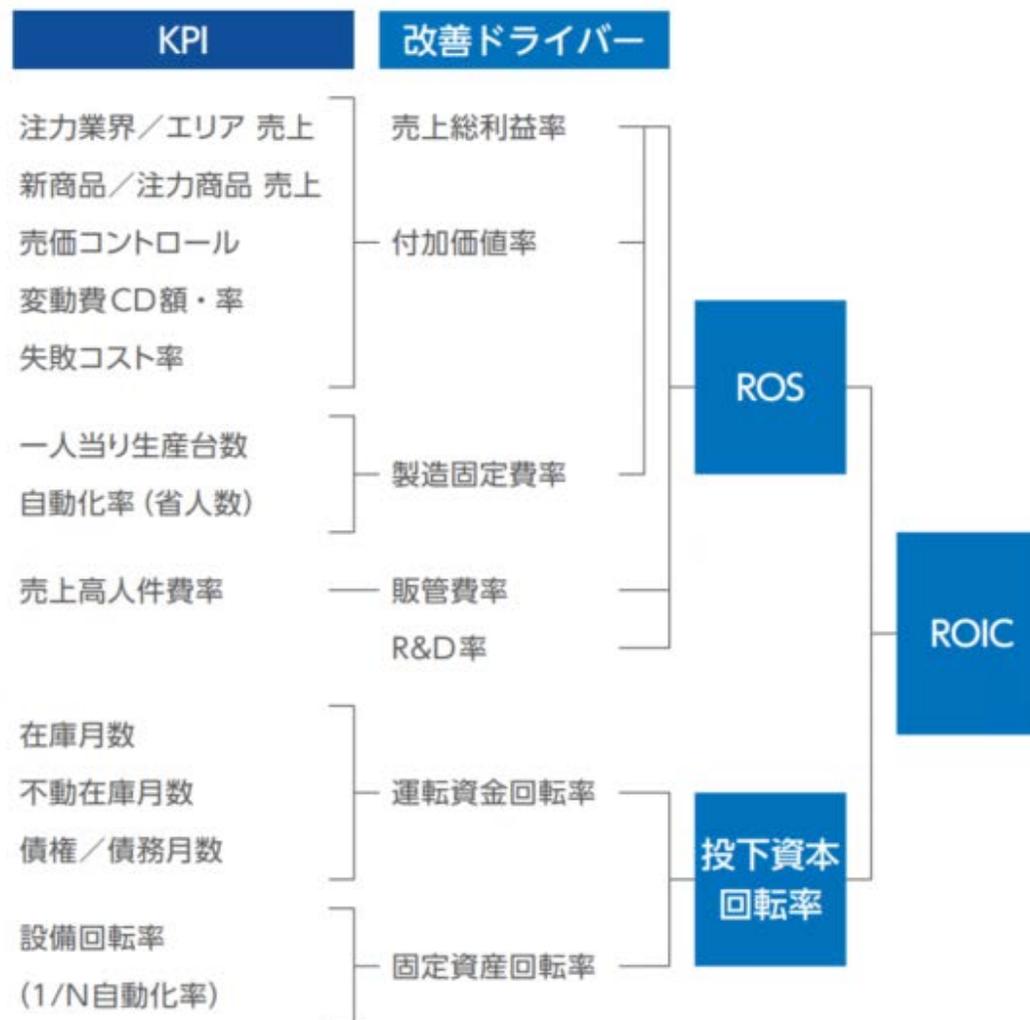
問52. 事業の撤退・売却について、定量的な基準を定めている場合、採用している指標についてお答えください。
 （複数選択可。「その他」の場合は、下記コメント欄に具体的に記入してください）



（令和元年度実施）
 有効回答数
 全社：231社
 対象企業：89社

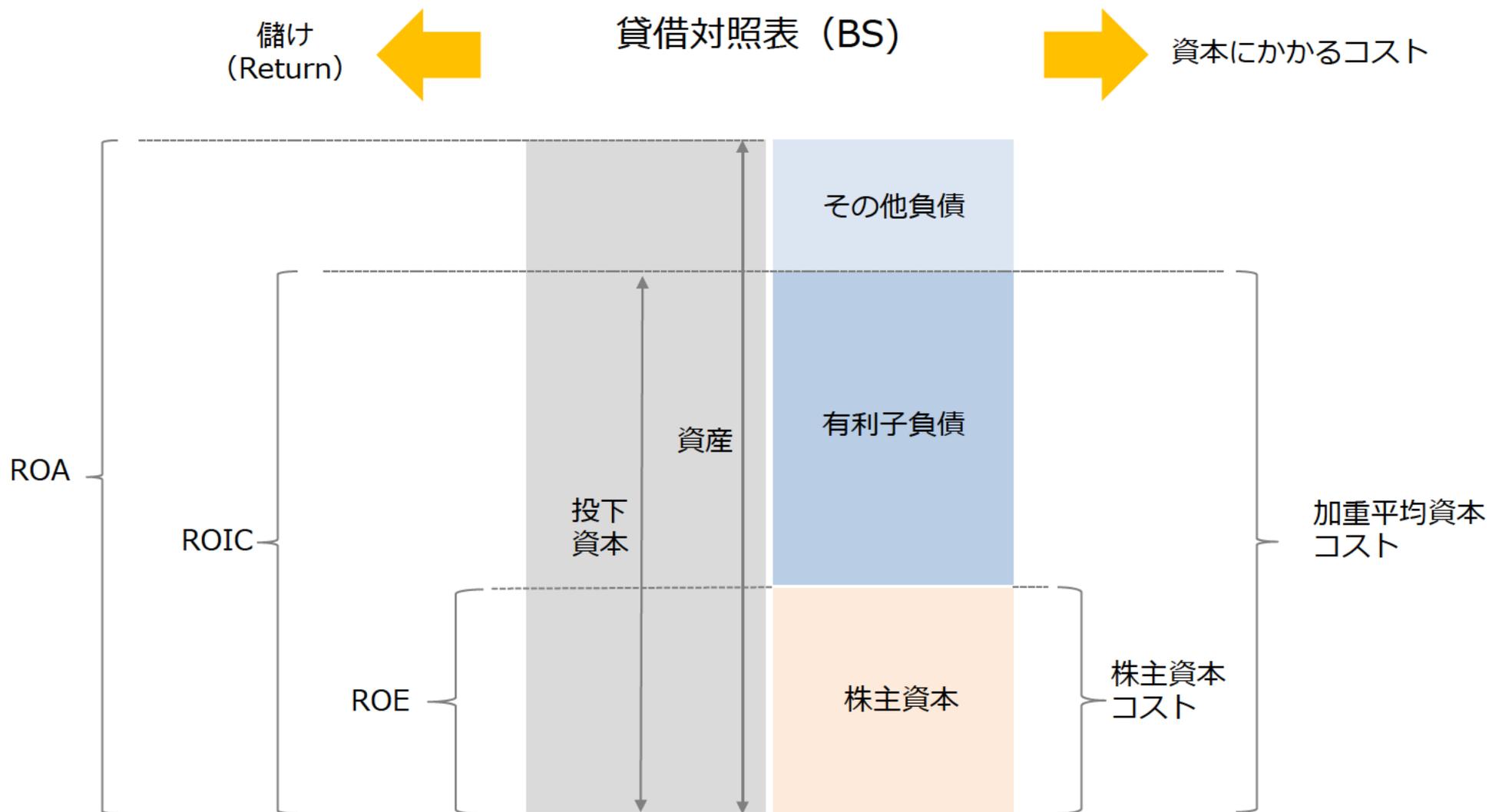
（注）「全社」…東証の市場第一部・市場第二部の上場企業
 「対象企業」…JPX日経インデックス400の構成銘柄企業のうち、複数の報告セグメントを有する企業

参考資料2.2.4-8：オムロン株式会社のROIC逆ツリー展開



(出典) 「統合レポート2019」より抜粋。

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



(出典) 松田千恵子『グループ経営入門 グローバルな成長のための本社の仕事 (第4版)』(税務経理協会、2019)、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)、KPMG FAS＝あずさ監査法人編『ROIC経営』(日本経済新聞出版社、2017)、『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)を基に経済産業省において作成。

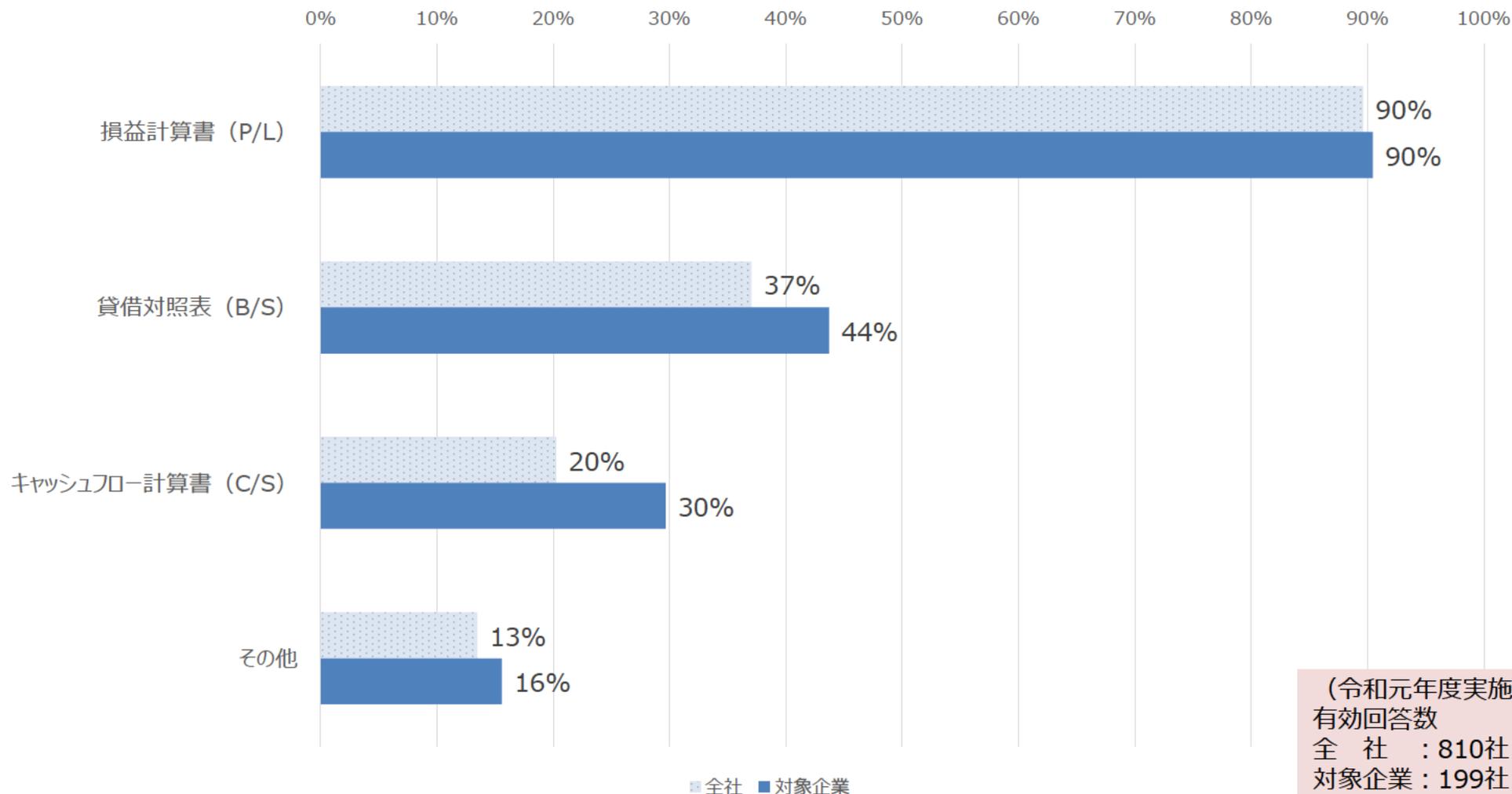
参考資料2.2.4-10：資本収益性に関する主な指標の整理②

		ROE	ROIC	ROA
算出方法		<ul style="list-style-type: none"> 「当期純利益÷株主資本」で算出 	<ul style="list-style-type: none"> 「営業利益×(1-実効税率)÷投下資本(有利子負債+株主資本)」で算出 	<ul style="list-style-type: none"> 「営業利益÷総資産」で算出 <small>※ 営業利益に代わり、当期純利益や経常利益が利用される場合もある</small>
内容		<ul style="list-style-type: none"> 事業に投下された株主資本に対してどれだけの利益が創出されているかを示す指標 	<ul style="list-style-type: none"> 事業に投下された有利子負債と株主資本に対してどれだけの「事業によるみなし税引き後利益」が創出されているかを示す指標 	<ul style="list-style-type: none"> 総資産に対してどれだけの利益が創出されているかを示す指標
特徴	資本コストとの比較の可否	○ (株主資本コストとの比較が可能)	○ (加重平均資本コスト(WACC)との比較が可能)	× (資本コストとの比較が困難)
	資本構成による影響	D/E ratio の影響を 受ける <small>※ 株主資本の効率性の観点から財務レバレッジの最適化を促す</small>	D/E ratio の影響を 受けない	D/E ratio の影響を 受けない
	事業セグメントごとの算出の可否	× (法定開示事項のみでは算出困難)	× (法定開示事項のみでは算出困難)	○ (法定開示事項のみで算出可能)
	備考	—	<ul style="list-style-type: none"> 事業ごとの資本収益性を示しやすく、現場の業績指標へのブレークダウンがやりやすい 	—

(出典) 松田千恵子『グループ経営入門 グローバルな成長のための本社の仕事(第4版)』(税務経理協会、2019)、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)、KPMG FAS=あずさ監査法人編『ROIC経営』(日本経済新聞出版社、2017)、『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)を基に経済産業省において作成。

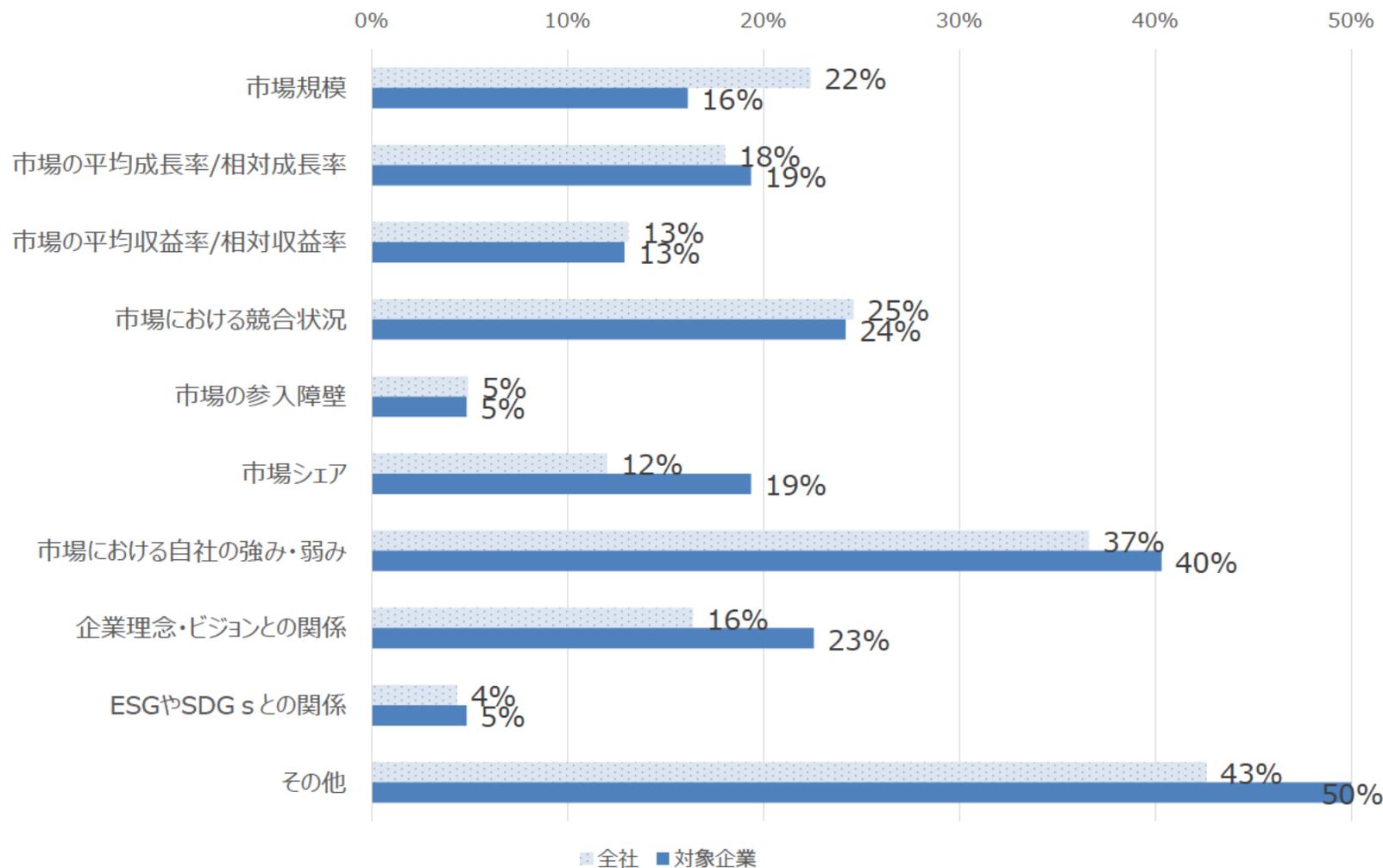
参考資料2.2.4-11：事業部門／セグメント別に整備しているデータ（企業アンケート結果）

問48-1. 事業部門／セグメントごとに整備しているデータをお答えください。（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）



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）

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



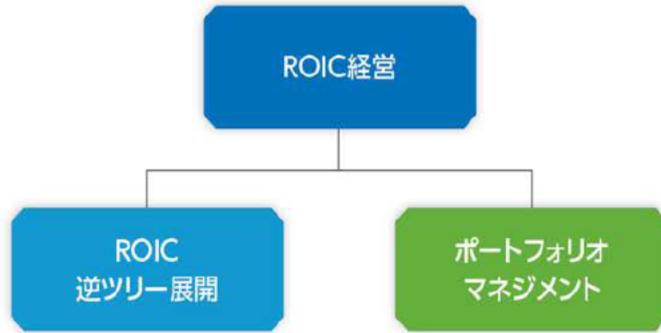
（令和元年度実施）
 有効回答数
 全社：183社
 対象企業：62社

（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

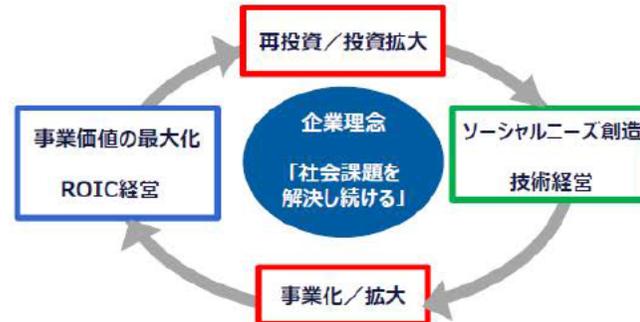
参考資料2.2.4-15：取組事例（オムロン株式会社）

オムロンのROIC経営

● ROIC経営



技術経営とROIC経営の両輪で 企業価値の最大化

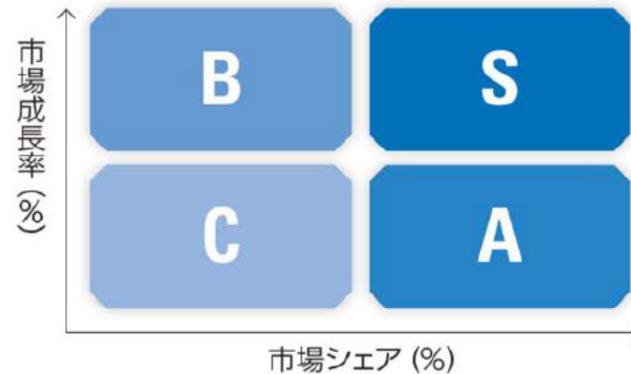


● ポートフォリオマネジメント

■ 経済価値評価



■ 市場価値評価

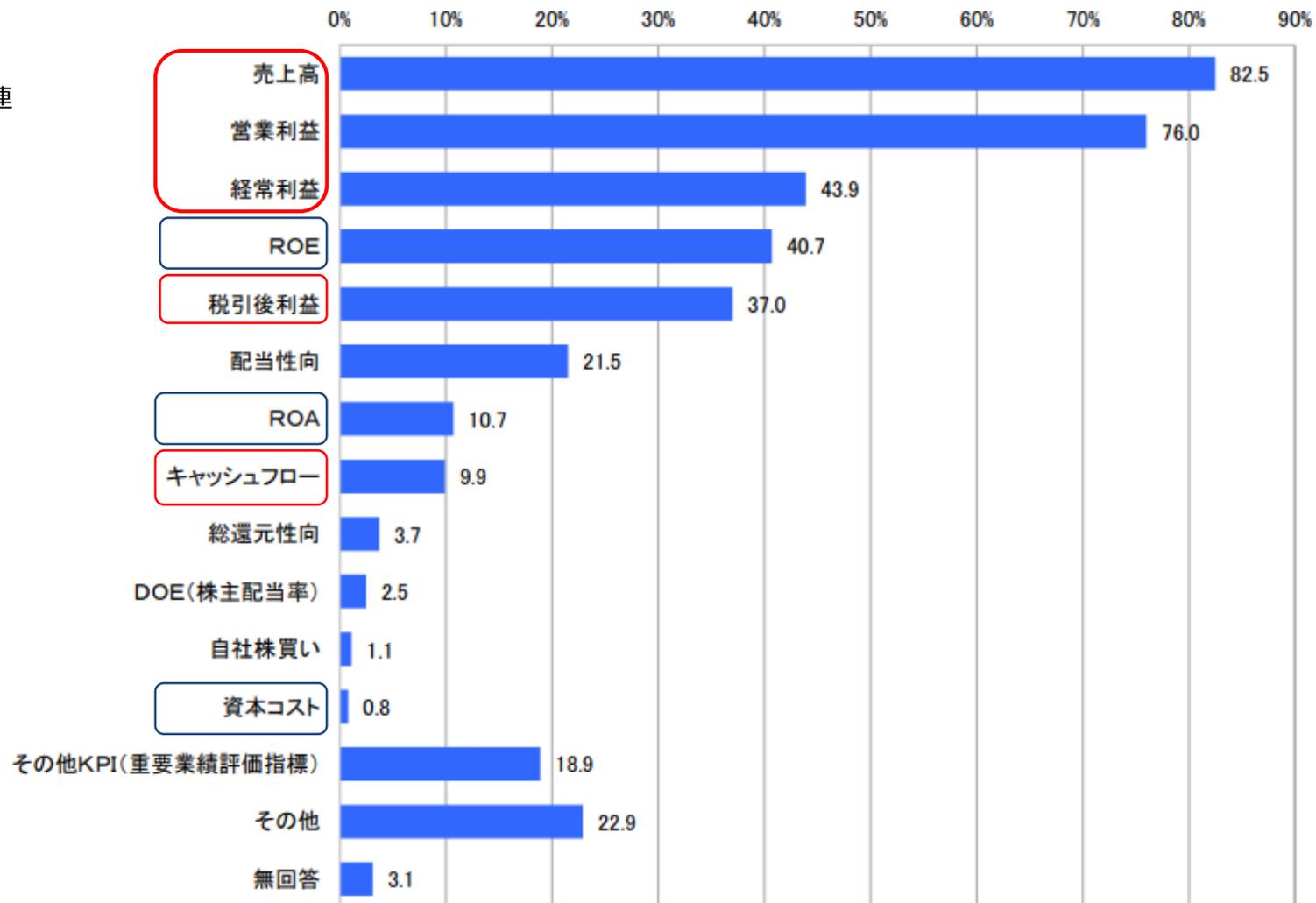


(出典) 本研究会第3回資料5日戸委員提出資料9頁より抜粋。

参考資料2.3.1-1：中期経営計画における経営指標

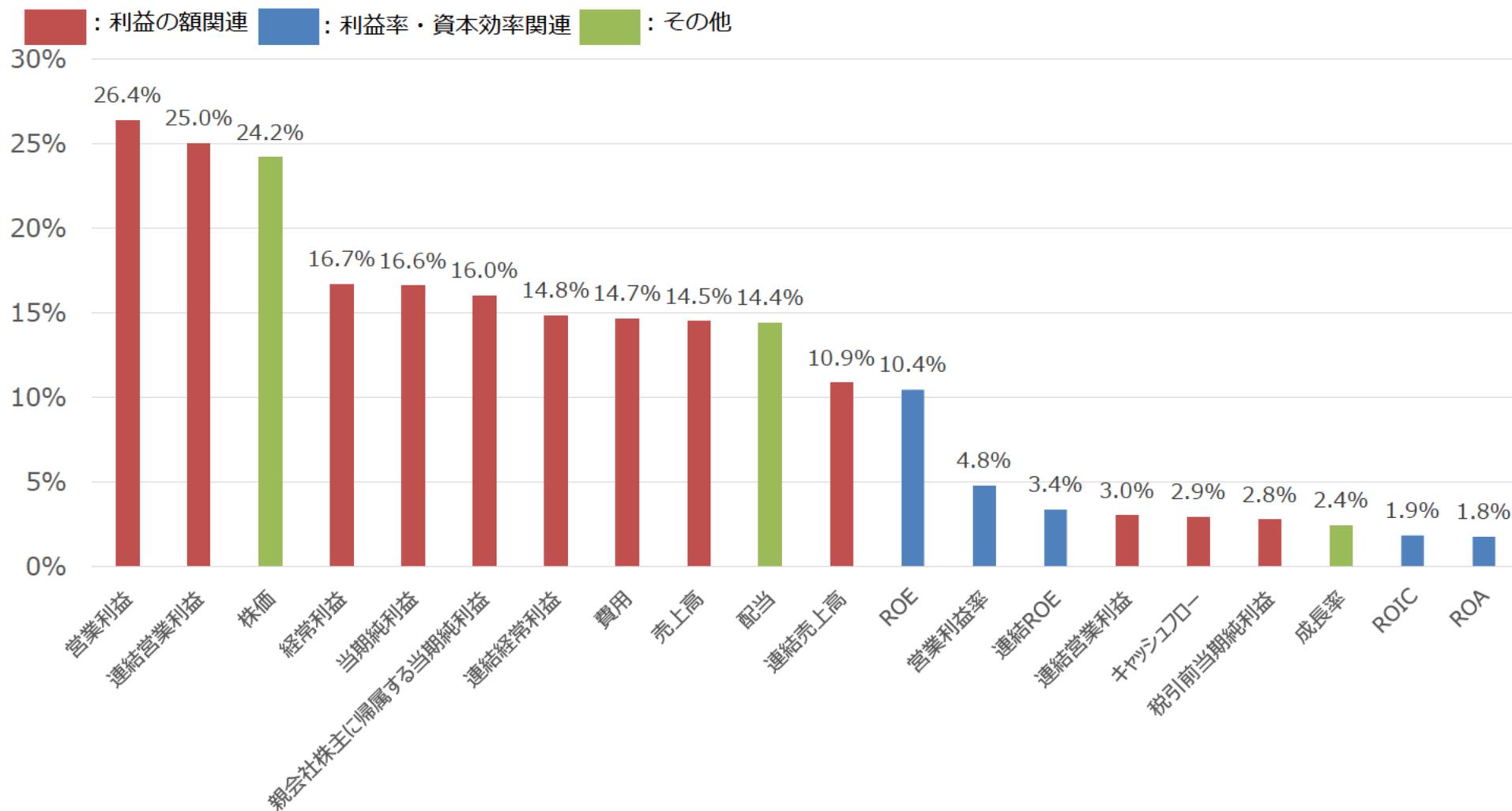
 : 事業規模関連

 : 利益率・資本効率性関連



(出典) 第23回「IR 活動の実態調査」(2016年度) (一般社団法人日本IR協議会) を基に経済産業省において作成。

参考資料2.3.1-2：役員報酬の業績評価指標（2019年3月期）



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

参考資料2.3.1-3：役員報酬の業績評価指標（国際比較）

		日本	英国	米国
LTI (中長期インセンティブ)	1番	営業利益(35%)	株主総利回り (TSR) (75%)	株主総利回り (TSR) (58%)
	2番	売上高(22%)	利益指標(74%)	一株あたり利益 (EPS) (31%)
	3番	当期純利益(22%)	効率性指標 (ROE等) (29%)	効率性指標 (ROE等) (21%)
	4番	ROE(15%)	業種固有の指標(12%)	営業利益等(19%)
	5番	株価・時価総額(15%)	キャッシュフロー指標(10%)	売上高(16%)
STI (短期インセンティブ)	1番	営業利益(40%)	利益指標(84%)	営業利益等(46%)
	2番	当期純利益(34%)	個人評価/非財務評価(55%)	個人評価(43%)
	3番	経常利益(25%)	戦略的目標達成度(32%)	一株あたり利益 (EPS) (38%)
	4番	売上高(22%)	業種固有の指標(28%)	戦略目標達成度(35%)
	5番	ROE(7%)	キャッシュフロー指標(24%)	売上高(28%)

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

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）

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

中長期の企業価値向上

資本収益性

- **ROIC（投下資本利益率）**
※事業レベルの資本収益性を端的に表すものであり、現場レベルのオペレーション指標に分解しやすい。
- **ROE（自己資本利益率）**
※事業レベルの資本収益性に、全社レベルでの資本政策（財務レバレッジ）の要素が加味されるもの。

成長性

- **売上高成長率、利益成長率、投下資本の増加率 等**
※オーガニックグロースベース
(M&A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。)



株価に関する指標

- **TSR（株主総利回り）**
※ROIC、ROEが過去の（単年度の）実績値であるのに対し、中長期の将来期待や資本市場との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。資本収益性及び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。
※例えば3～5年程度の中長期で見ることや、市場平均や業界平均との比較（同業他社とのベンチマーク）による相対評価を行うことが適切である。

（ファンダメンタル・バリュー）
企業価値

市場評価

事業部門レベルのKPI

グループ全体のKPI

(注1) いずれの指標も、他のKPIと組み合わせて用いることを想定。

(注2) 事業ごとのROICが各事業に投下されている資本に対する利益率で算出されるのに対し、全社ベースのROEは、いずれの事業にも割り振られずに本社に留保されている資本分も加味される点で、ROICよりも包括的な指標といえる。

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

資本効率の向上のためにROICを導入

- 2021中期経営計画では、KPIにROICを導入することで、資本効率を意識した経営を行っていきます。
- 大規模な投資を実行するため、財務レバレッジを活用し、資本コスト(WACC)の低減を図っていきます。

財務資本戦略

▶ P.36

セクター別業績目標

セクター	項目	2018年度実績	2019年度見通し	2021年度目標
IT	売上収益	21,216億円	20,600億円	26,000億円
	調整後営業利益 (調整後営業利益率)	2,301億円 (10.8%)	2,200億円 (10.7%)	3,380億円 (13.0%)
	ROIC	19.6%	15.9%	15.0%
エネルギー ^{*1,2}	売上収益	4,566億円	3,849億円	17,000億円 超
	調整後営業利益 (調整後営業利益率)	359億円 (7.9%)	249億円 (6.5%)	1,700億円 超 (10% 超)
	ROIC	5.8%	6.0%	7.5%
インダストリー ^{*1,2}	売上収益	8,436億円	8,396億円	10,000億円
	調整後営業利益 (調整後営業利益率)	582億円 (6.9%)	584億円 (7.0%)	910億円 (9.1%)
	ROIC	9.0%	10.1%	10.8%
モビリティ ^{*1}	売上収益	12,381億円	11,550億円	12,700億円
	調整後営業利益 (調整後営業利益率)	1,002億円 (8.1%)	962億円 (8.3%)	1,248億円 (9.8%)
	ROIC	13.6%	11.6%	13.1%
ライフ ^{*3}	売上収益	18,160億円	17,232億円	21,000億円 超
	調整後営業利益 (調整後営業利益率)	934億円 (5%)	1,190億円 (7%)	2,100億円 超 (10% 超)
	ROIC	10.0%	10.0%	15% 超

*1 ITセクターに計上されている制御システム事業を含んでいます。 *2 日立ハイテクノロジーズのヘルスケア事業を含んでいます。 *3 2018年度のみ一時費用を除いて算出しています。

- 事業セグメントごとのROICの実績値及び目標値を具体的に記載。
- WACCの低減を図りつつ、資本効率の向上のためにROICを導入することを明記。

(出典)「日立 統合報告書 2019 (2019年3月期)」を基に経済産業省において作成。

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

日立製作所過去10年間の株主総利回り(TSR)



	過去1年	過去3年		過去5年		過去10年	
	TSR	TSR	年率TSR	TSR	年率TSR	TSR	年率TSR
日立	-4.6%	44.9%	13.2%	3.3%	0.6%	209.6%	12.0%
TOPIX	-5.0%	26.2%	8.1%	47.1%	8.0%	153.3%	9.7%
TOPIX(電気機器)	-10.8%	40.9%	12.1%	51.3%	8.6%	170.6%	10.5%

*上記グラフと表は2009年3月末に投資を行った場合の、2019年3月末時点の配当と株価を加味した投資収益率を示しています。日立製作所の株価に配当を加えた投資パフォーマンスについて、2009年3月末の投資額を100として指数化しています。比較指標である東証株価指数(TOPIX)と、電気機器配当込みのデータを使用し、同様に指数化しています。

配当と株価変動を加味した、当社の株主リターン(Total Shareholders Return:TSR)は上記の通りです。

過去10年間で見ると、年率で12.0%と市場平均(東証株価指数と東証株価電気機器指数)を上回る収益率となっています。直近の2018年度は市場株価が下落したため、TOPIXとほぼ同じマイナスのリターンになりました。また、過去5年間では2016/3期、2017/3期と業績が低下したため、株価は調整局面を迎えましたが、その後は業績の回復期待から株価も回復し、過去3年間では市場平均を上回るTSRとなっています。

引き続き、株主資本コストを上回るTSRを実現できるよう経営・財務戦略を考え、株主価値の向上に努めてまいります。

- 過去10年間のTSRを市場平均及び業界平均と比較。
- 「株主資本コストを上回るTSRを実現」する旨の目標を掲げている。

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）

2.2.3 Value-Based Performance

A 2.2.3/1

Value-Based Performance

€ million	Crop Science		Pharmaceuticals		Consumer Health		Group ²	
	2018	2019	2018	2019	2018	2019	2018	2019
EBIT ¹	3,138	582	3,213	4,762	(2,077)	713	3,454	4,189
Taxes ^{1,3}	(753)	(139)	(771)	(1,143)	498	(171)	(829)	(1,005)
NOPAT ¹	2,385	443	2,442	3,619	(1,579)	542	2,625	3,184
Average capital employed ¹	37,666	58,430	14,721	15,043	12,278	10,573	66,354	84,830
ROCE ¹	6.3%	0.8%	16.6%	24.1%	(12.9)%	5.1%	4.0%	3.8%
WACC ^{1,4}	6.7%	6.8%	6.7%	6.8%	6.7%	6.8%	6.7%	6.8%

¹ For definition see A 2.3 "Alternative Performance Measures Used by the Bayer Group."

² Including Reconciliation; 2018 figures restated to reflect the recognition of Animal Health and Currenta as discontinued operations

³ 24% on EBIT; based on historical average of tax rates

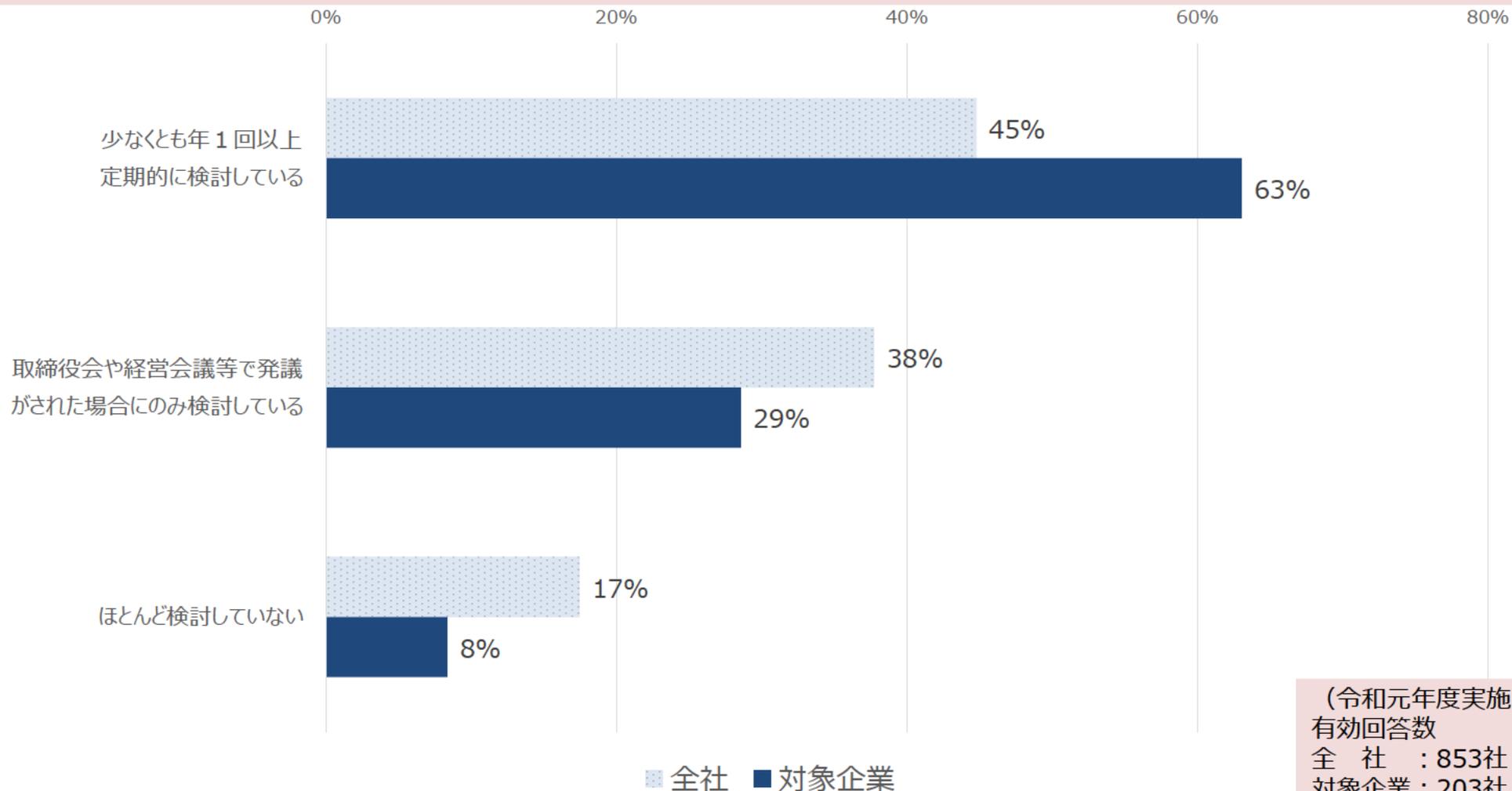
⁴ At the divisional level, ROCE is compared with the WACC of the Bayer Group as we do not report WACC for the individual divisions.

- 事業セグメント別にROCE（投下資本利益率 = ROIC）の実績値を開示している。

（出典）「Annual Report 2019」を基に経済産業省において作成。

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）

問38. 事業ポートフォリオの検討状況について、お答えください。（1つ選択）

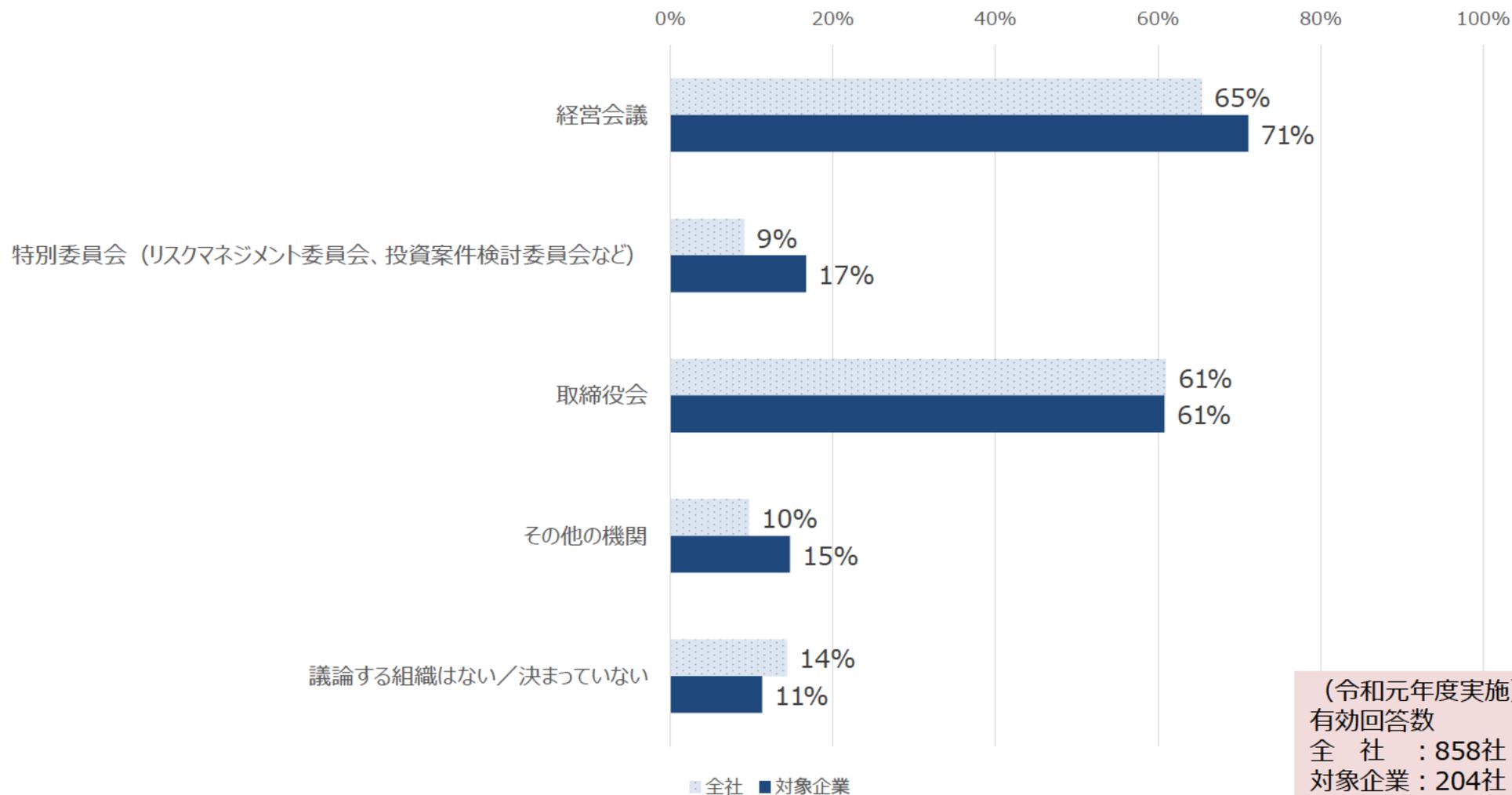


（令和元年度実施）
有効回答数
全社：853社
対象企業：203社

（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

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）

問39. 事業ポートフォリオを検討する機関について、お答えください。（複数選択可）

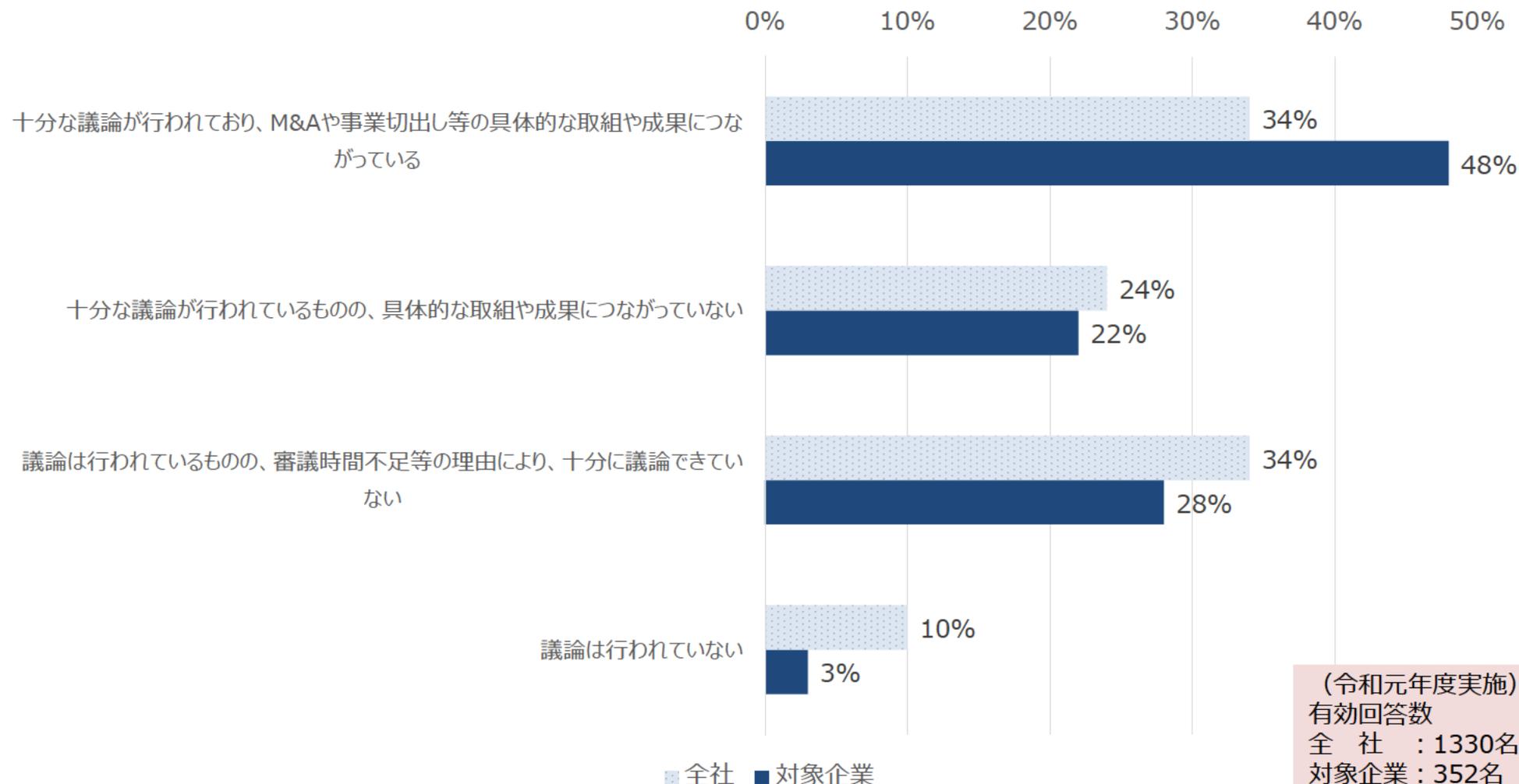


（令和元年度実施）
有効回答数
全社：858社
対象企業：204社

（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

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）

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

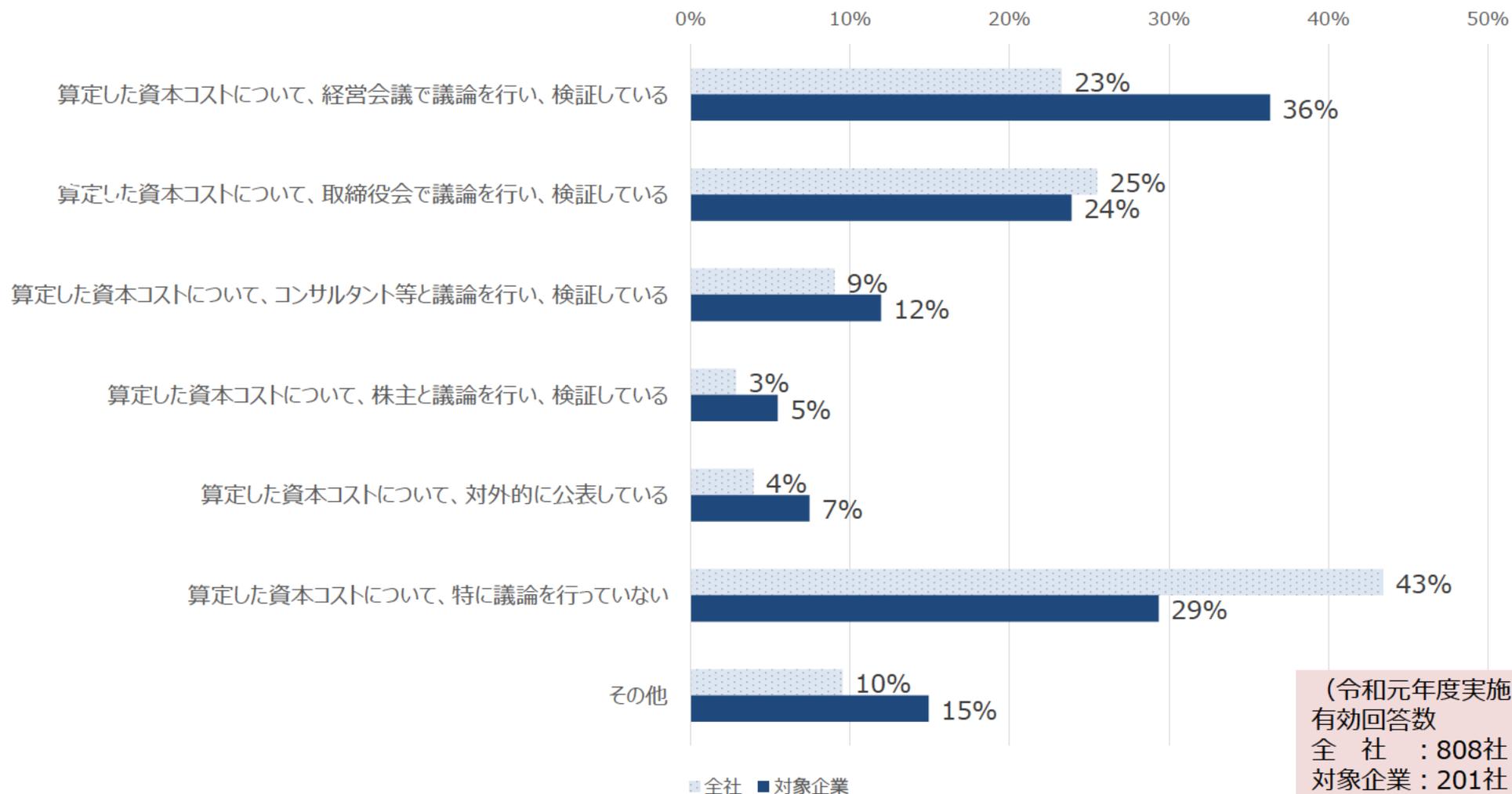


（令和元年度実施）
有効回答数
全社：1330名
対象企業：352名

（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

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）

問47. 資本コストの検証方法等について、お答えください。（複数選択可。「その他」の場合は、下記コメント欄に具体的に記入してください）



（令和元年度実施）
有効回答数
全社：808社
対象企業：201社

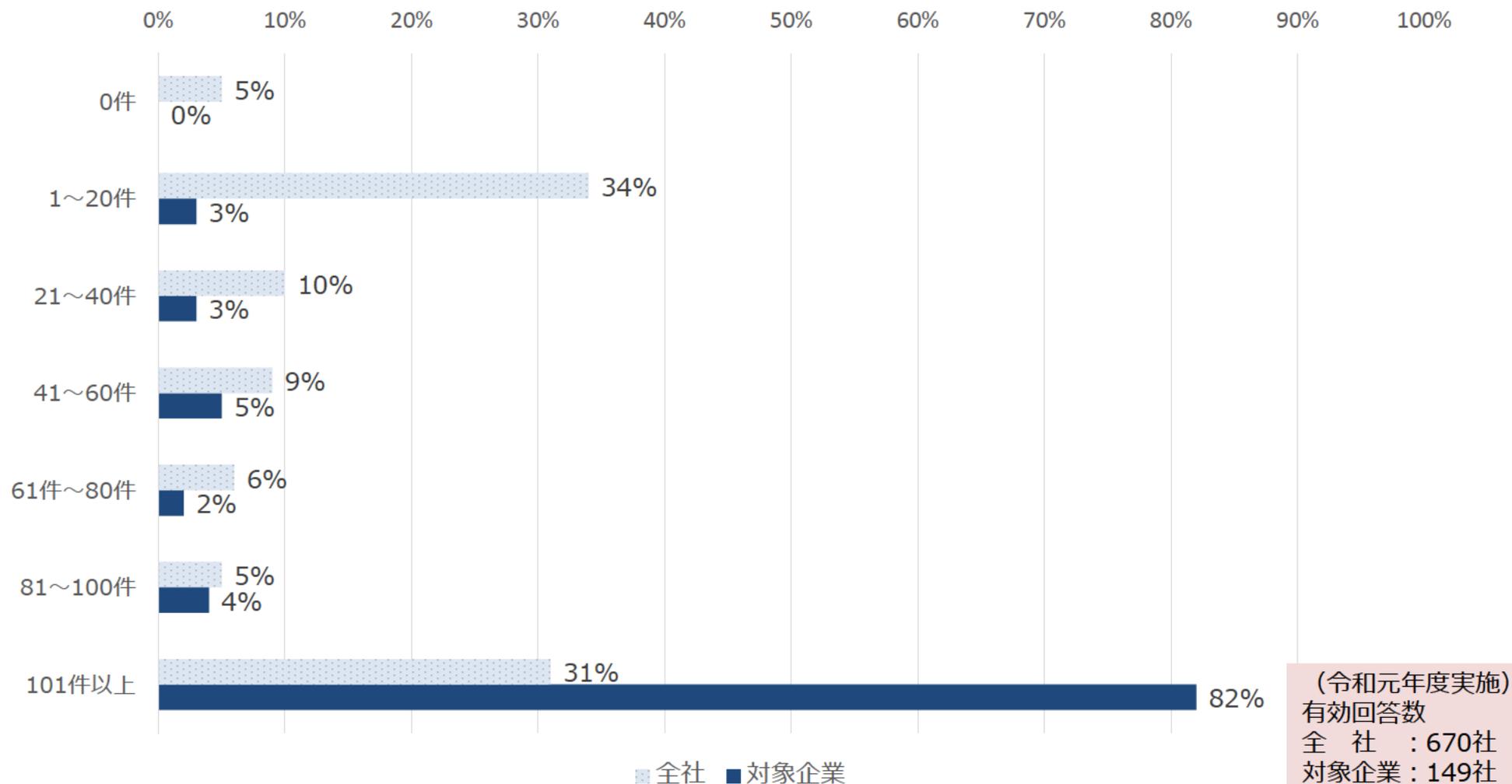
（注）「全社」…東証の市場第一部・市場第二部の上場企業
「対象企業」…JPX日経インデックス400の構成銘柄企業のうち、複数の報告セグメントを有する企業

参考資料3.2.1：ヤマハ株式会社の事例

- **中田社長**（ヤマハ株式会社取締役代表執行役社長）：「・・・指名委員会等設置会社に移行する前から、半数が社外取締役でしたから、その方たちのプレッシャーがあって、いろんな改革を推進できました。例えば、長年懸念だった半導体の自社工場があったのですが、本当は早く売却した方がいいとみんなわかっているけど、やはりなかなかできなかった。また、一番端的なものだと『つま恋』というブランドのリゾート施設を持っていて、かつてはヤマハらしさのひとつでもあったのですが、・・・社外取締役に対して事業を継続する合理的な説明がつかないのです。その時にやめましょと、腹を括ることができました。」
- **芳賀准教授**（名古屋商科大学マネジメント研究科NUCBビジネススクール准教授）：「多くの企業で、撤退の意思決定は、社内だけだとなかなかできていないと思います。社外の方が加わると、やりやすい、合理的な意思決定ができるということでしょうか。」
- **中田社長**：「内々だと、そうはいっても先輩のこの人が言うから、というような情緒的な話が出てくるのですが、そういうのは一切通用しません。ですから、私としては合理的な仕事を進める上においては、強力なサポーターになっていただけていると思っています。」
- **芳賀准教授**：「そうすると、成長の部分と、撤退だとか整理する部分と両方で社外取締役の方の発想という機能が働いていることになりますね。」
- **中田社長**：「社外取締役は極めて常識的なことをおっしゃっていると思うのです。深く事情はわからないけれど、普通に考えたらこうですねという筋が通った指摘を私は正しいと思っています。これが何か同じ集団だけで決めると、みんなわかっていながら内輪だけの都合の良い判断をしてしまう。このようなところを排除できるという部分では、第三者というのは大事だと思います。」

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）

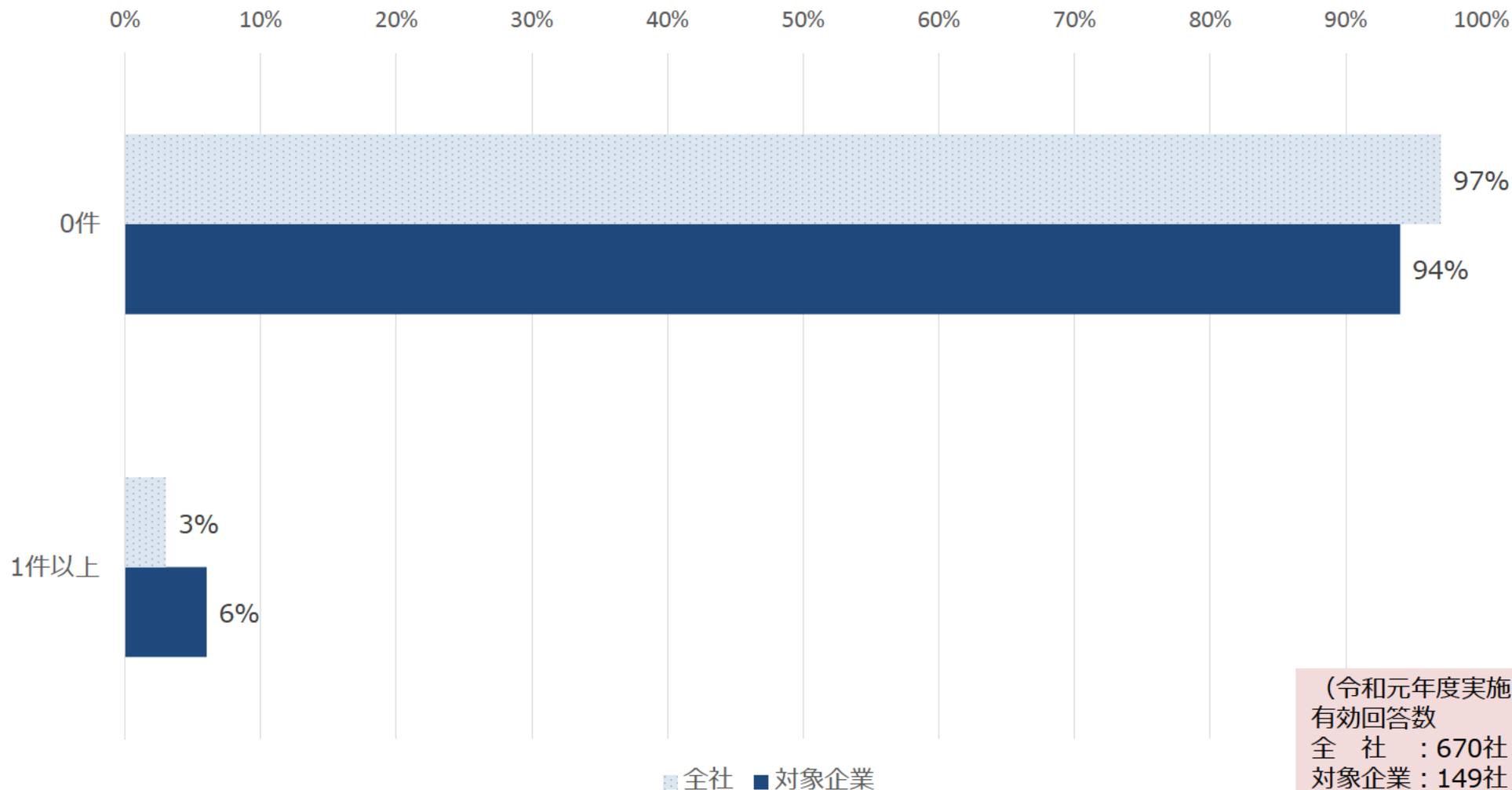
問54. 年間の機関投資家との個別のエンゲージメント及び投資家説明会の件数（総数）と主な対応者レベルについて、お答えください。
（年間面談件数）



（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

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）

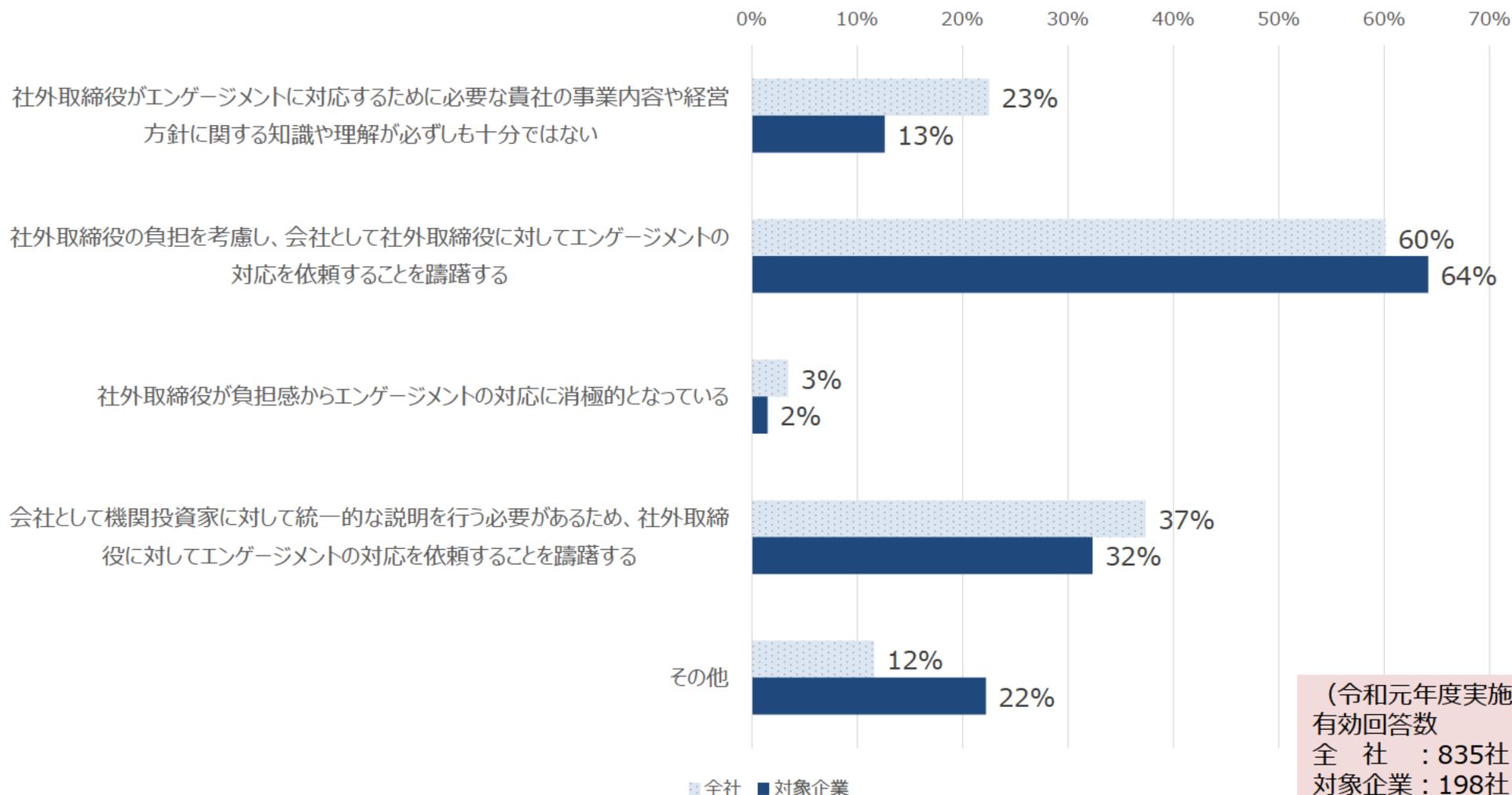
問54. 年間の機関投資家との個別のエンゲージメント及び投資家説明会の件数（総数）と主な対応者レベルについて、お答えください。
 （「社外取締役が対応」の件数）



（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

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）

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

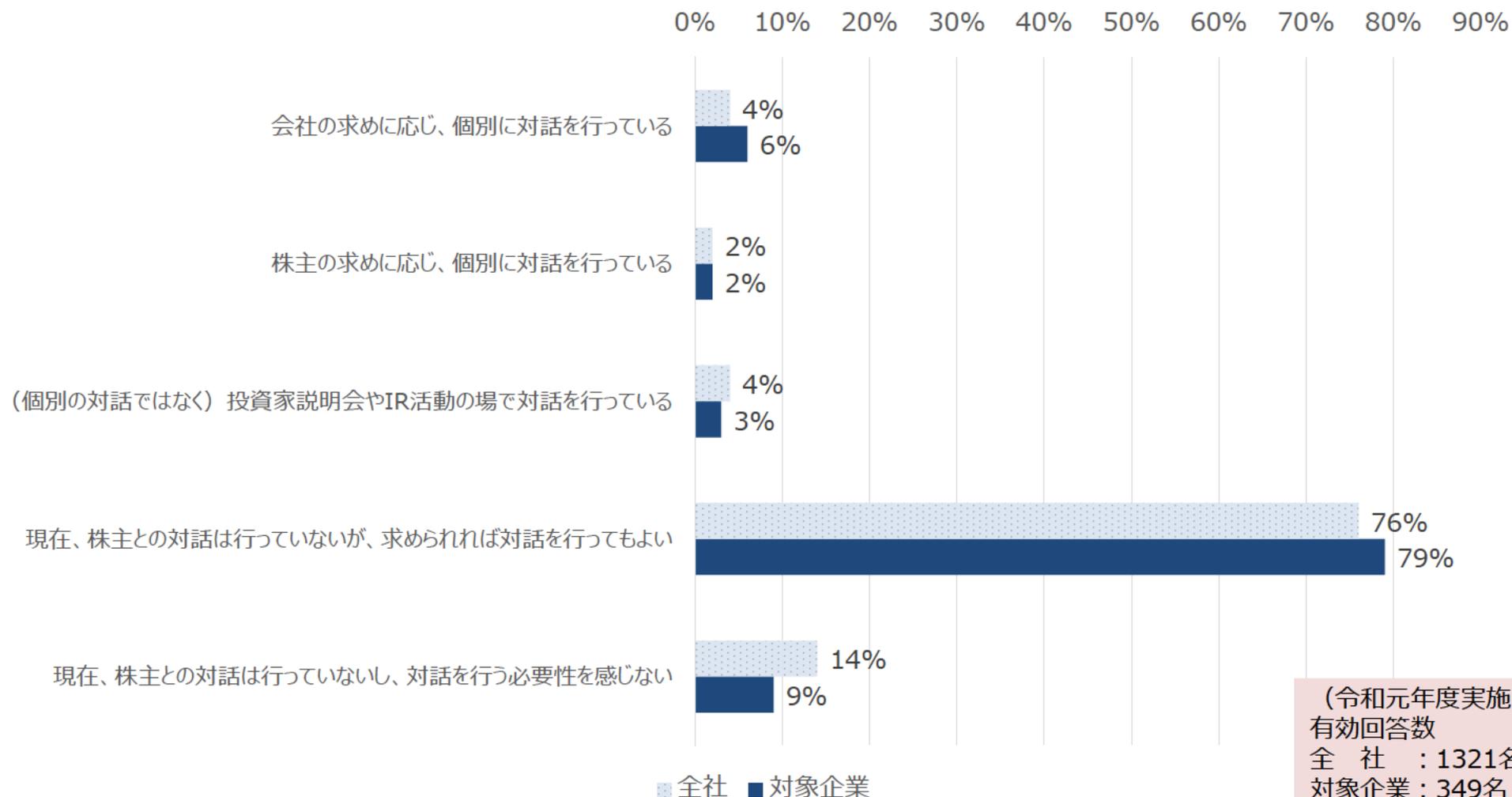


（令和元年度実施）
有効回答数
全社：835社
対象企業：198社

（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

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）

（社外取締役向け）問32. 当該企業において、貴方は社外取締役として株主・機関投資家との対話を行っているか。



（令和元年度実施）
有効回答数
全社：1321名
対象企業：349名

（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

参考資料3.2.2-5：社外取締役に期待する役割

社外取締役に期待する役割	企業	投資家	期待値のズレ
経営陣の評価への関与	39.2%	61.0%	1.6
経営執行に対する助言	72.2%	35.0%	0.5
経営戦略等に対する監督	76.5%	71.0%	0.9
不祥事の未然防止に向けた監督	21.2%	41.0%	1.9
投資家との対話	1.7%	13.0%	7.6
利益相反行為の抑止	5.8%	26.0%	4.5
ステイクホルダーの意見の反映	14.3%	21.0%	1.5
会計・法律等の専門家としての助言	32.5%	5.0%	0.2

(注) 「期待値のズレ」は、「投資家の回答比率/企業の回答比率」により算出。

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

参考資料3.2.2-6：イーザイ株式会社の取組事例

内容

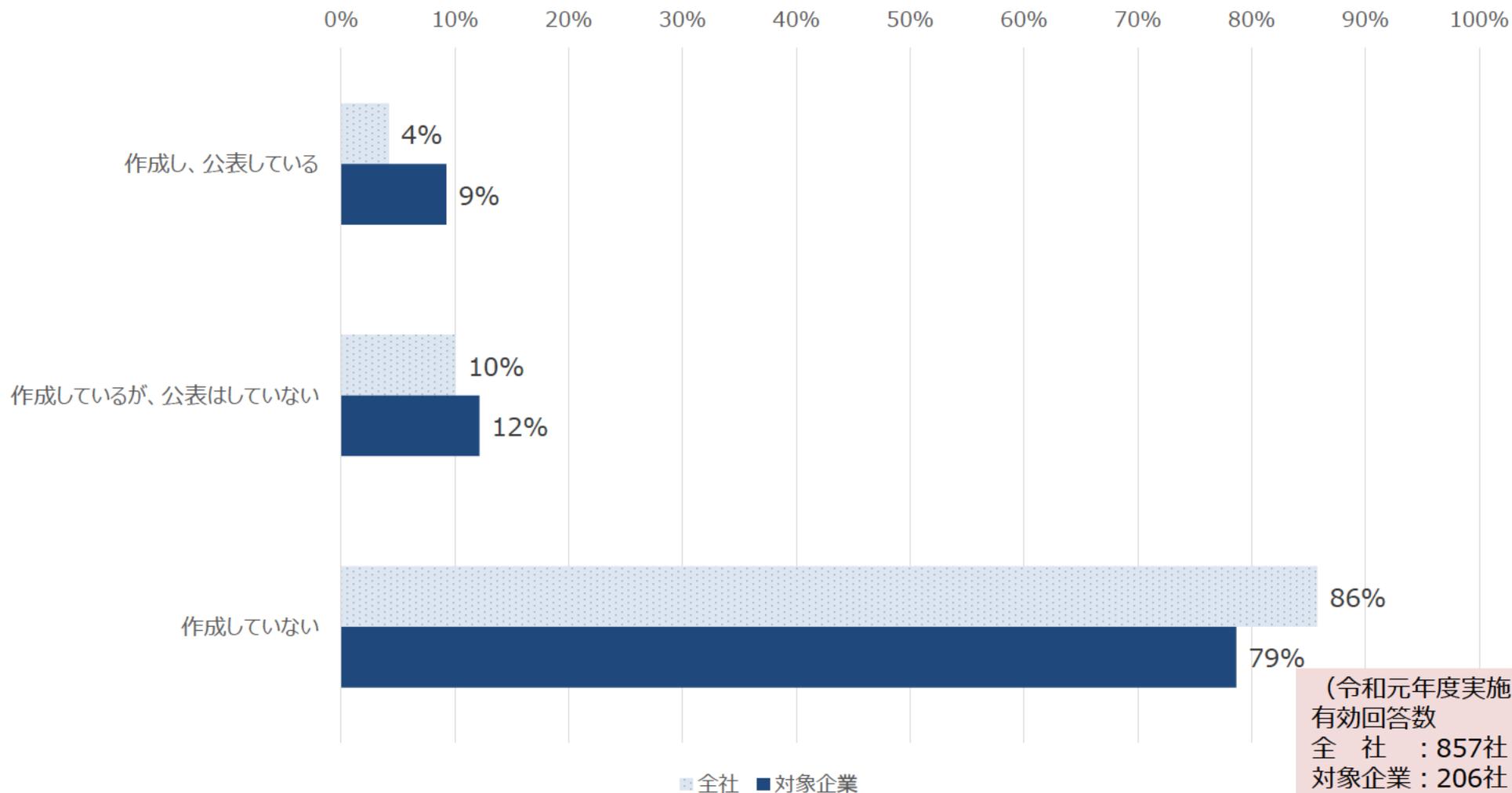
対話の実績	個別面談	<ul style="list-style-type: none"> 2018年に機関投資家12社と、2019年に機関投資家17社と実施 社外取締役3-4名、社内者数名（社内出身取締役や執行役は同席しない）が機関投資家を個別に訪問 面談時間は1-1.5時間程度 基本的にはイーザイから面談を要請しているが、機関投資家からの要望を受けて実施しているものも存在
	意見交換会	<ul style="list-style-type: none"> 2018年、2019年にそれぞれ1度実施 社外取締役7名全員出席（IR担当執行役を除き、社内出身取締役や他の執行役は同席しない） 社外取締役との質疑応答をメインとして約50名の機関投資家とミーティング形式で実施
対話のフィードバック		<ul style="list-style-type: none"> 対話の内容については、出席した社外取締役及び取締役会事務局から、機関投資家の視点として他の取締役や関係する執行役にも情報共有し、検討すべき事項は適宜対応 （例） <ul style="list-style-type: none"> ✓ 社外取締役の就任年数が短いのではないかとの問題提起があったことを受け、指名委員会においてこれを伸長する方向での見直しを検討しており、その旨開示 ✓ 役員報酬に関する業績基準との比較検証状況についての開示の要望を受け、2019年から開示を拡充
対話に関する開示		<ul style="list-style-type: none"> 社外取締役による対話の実施について、定時株主総会招集通知、統合報告書、コーポレート・ガバナンス報告書等で開示 対話の内容そのものは開示していないが、対話のフィードバックを受けた事項については必要に応じて開示

（出典）角田大憲「社外取締役と機関投資家との対話—イーザイにおける取組み—」旬刊商事法務2220号12頁以下（2020）を基に経済産業省において作成。

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

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

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



（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

参考資料3.3-2：スキルマトリックスの開示例（ヤマハ発動機株式会社）

取締役		管掌分野	企業経営・ 専門的知見	製造・技術・ 研究開発	営業・ マーケティング	財務・ ファイナンス・ M&A	IT・ デジタル	人事・労務・ 人材開発	法務・ リスクマネ ジメント	グローバル 経験
取締役	柳 弘之		●	●				●		●
	日高 祥博	人事・マリン	●			●		●		●
	渡部 克明	品質保証・二輪車	●	●						●
	加藤 敏純	ソリューション			●	●				●
	山地 勝仁	生産・調達		●						●
	島本 誠	デザイン・車両開発 先進技術		●						●
	大川 達夫	企画・財務・IT			●	●	●			●
	中田 卓也	社外	●		●		●	●		●
	上 釜 健 宏	社外	●	●		●		●		●
	田代 祐子	社外	●		●	●		●		●
大橋 徹二	社外(新任)	●	●			●	●		●	
監査役	廣 永 賢 二							●	●	
	齋 藤 順 三							●	●	●
	伊香賀 正 彦	社外	●			●			●	●
	米 正 剛	社外	●			●			●	●

(出典) 第85回定時株主総会招集通知より抜粋。

参考資料3.3-3 : スキルマトリックスの開示例 (Intel)

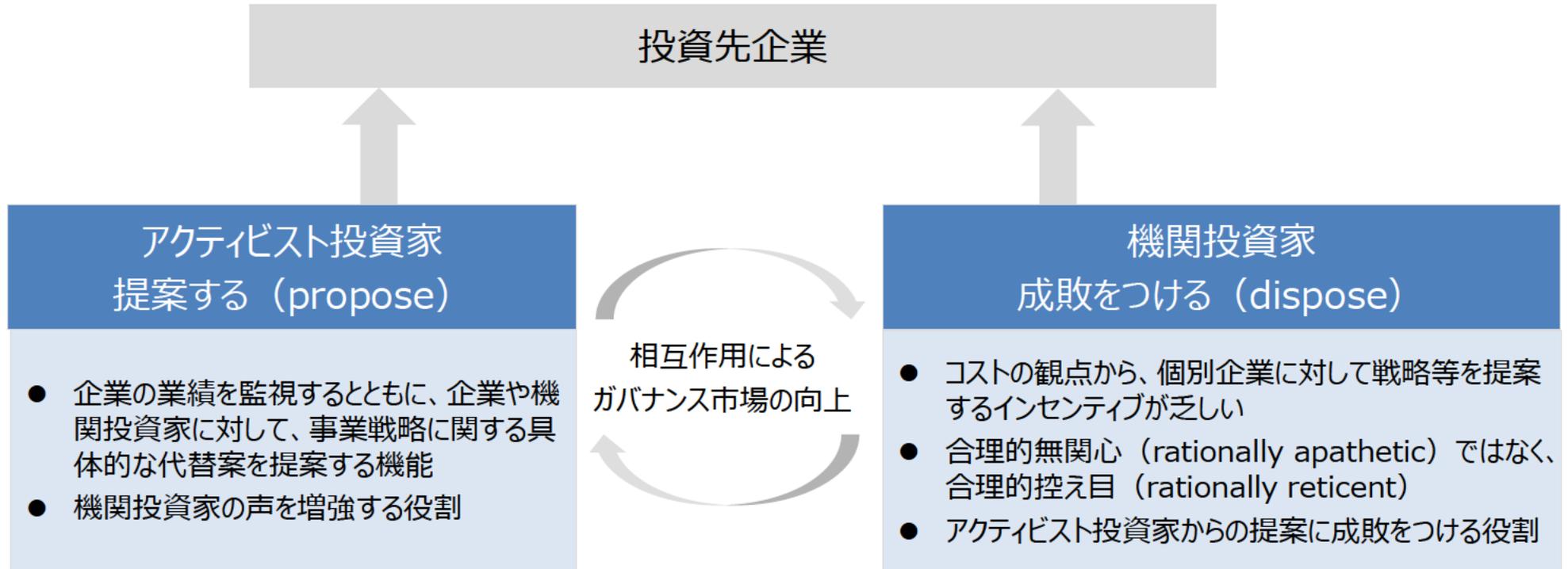
BOARD MATRIX

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

SKILLS & EXPERTISE											
EXPERIENCE		Blaszczak	Bryant	Hardt	Khrak	Laizzo-Morey	Liu	Smith	Serna	Wilson	Yeary
Senior Leadership		●	●	●	●	●		●	●	●	
Global/International			●	●	●		●	●	●	●	●
Industry and IT/Technical		●	●	●			●			●	
Financial Expertise			●					●	●		●
Human Capital		●	●		●	●		●	●	●	●
Operating and Manufacturing			●		●			●			
Sales, Marketing, and Brand Management					●					●	
Emerging Technologies and Business Models		●	●	●	●		●	●		●	●
Business Development and M&A		●		●	●		●	●	●		●
Government, Legal, and Regulatory				●		●					
Public Company Board		●	●	●	●	●	●	●	●	●	●

(出典) 「2019 Proxy Statement」より抜粋。

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）

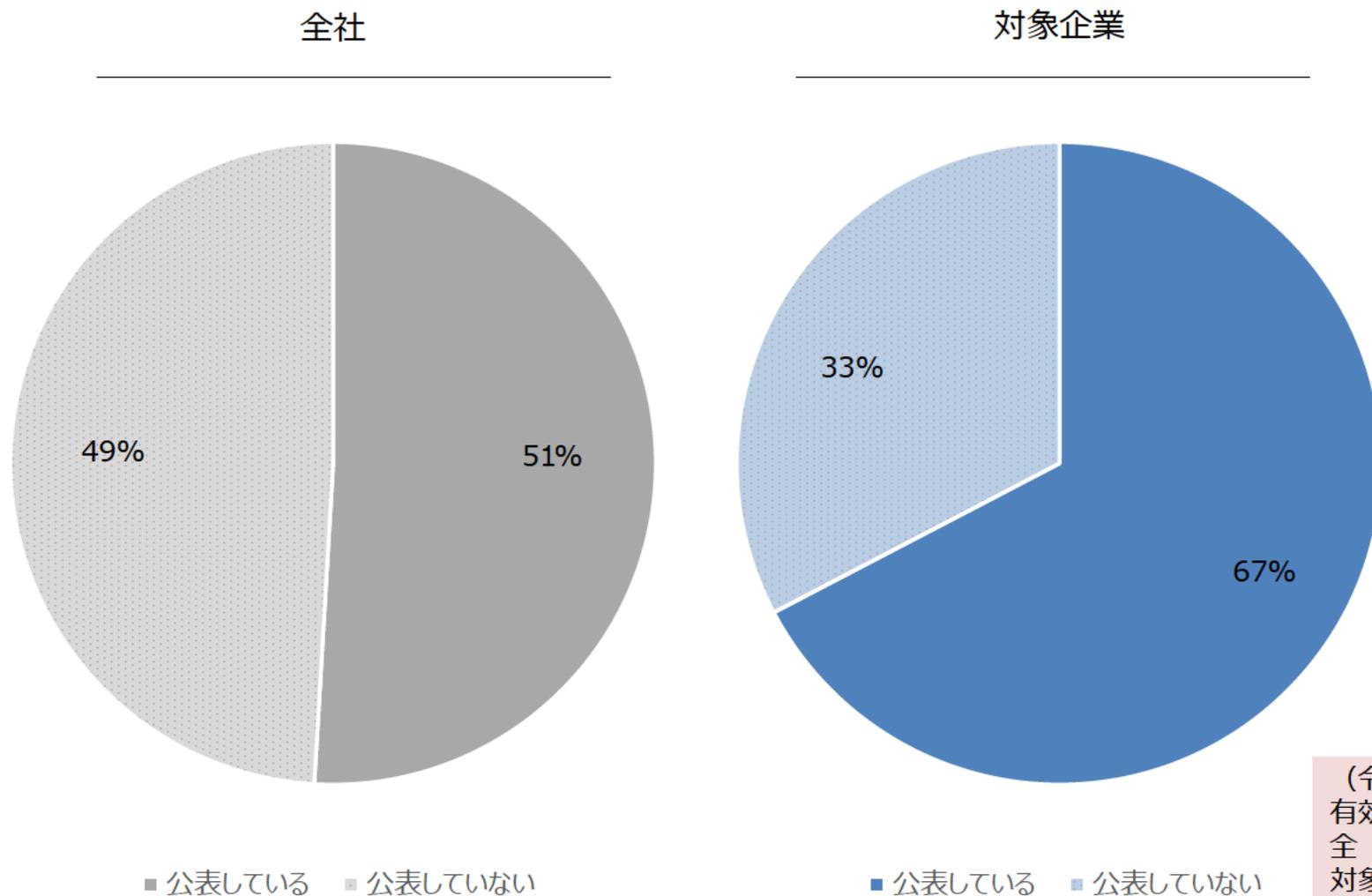


役割分担の特徴

- アクティビスト投資家が成功するのは、機関投資家から広い支持が得られた場合のみ
- それぞれ補完的な専門性をもったアクティビスト投資家と機関投資家による相互作用が、実質株主⇒名義株主⇒経営陣の間のエージェンシーコストを低減させる
- アクティビスト投資家と機関投資家は、ビジネスモデルが異なることから、この役割分担は、一方が両方の役割を担うより効率的

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）

問40. 貴社の事業ポートフォリオ戦略や方針に関する公表の有無について、お答えください。（1つ選択）

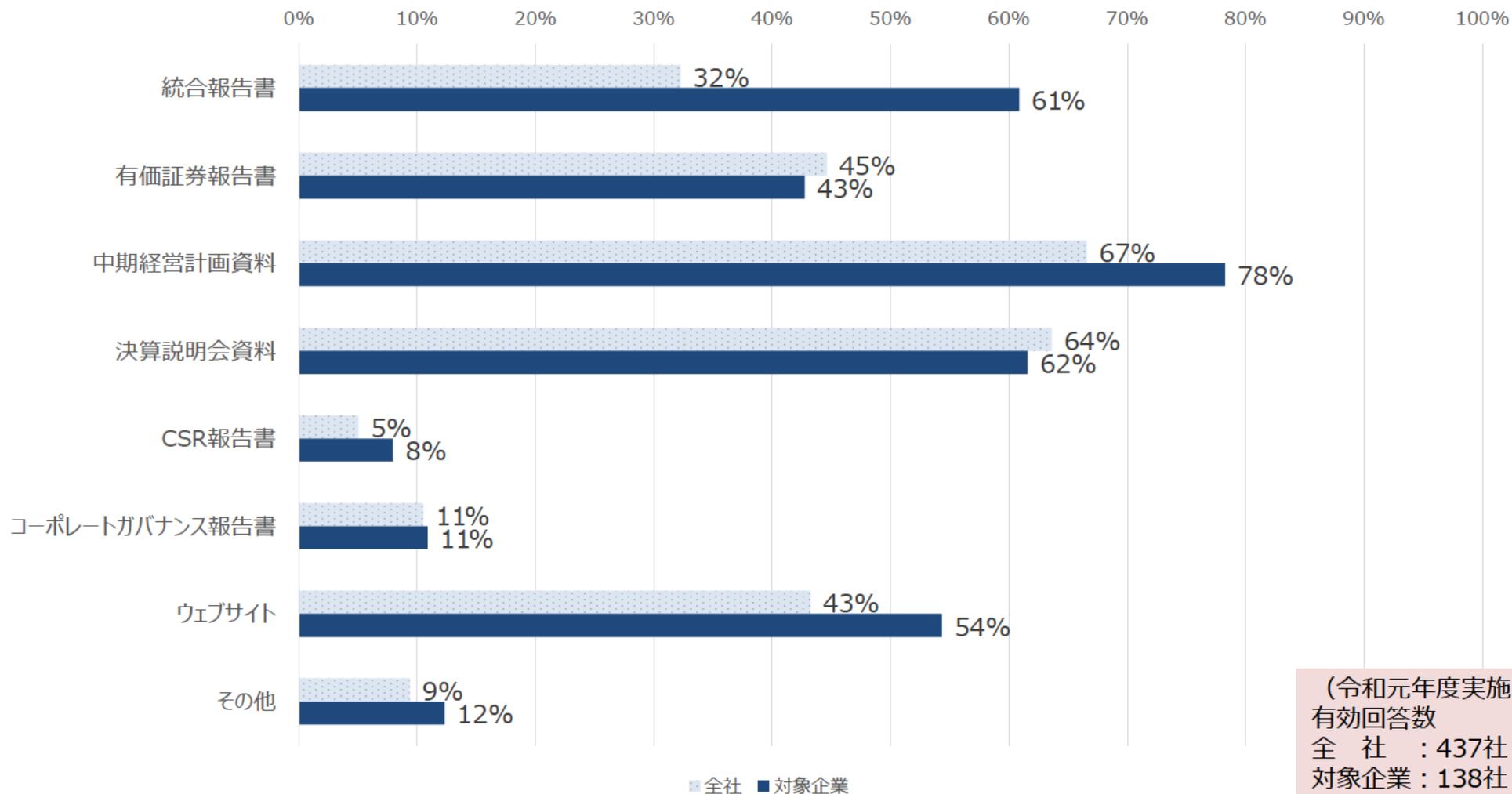


（令和元年度実施）
有効回答数
全社：858社
対象企業：205社

（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

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）

問41. 事業ポートフォリオ戦略や方針を公表している場合、公表形態について、お答えください。
 （複数選択可。「その他」の場合は、下記コメント欄に具体的に記入してください）



（令和元年度実施）
 有効回答数
 全社：437社
 対象企業：138社

（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

参考資料4.2.2-1：取組事例（ソニー株式会社）

■ Return on Invested Capital (ROIC) by segment セグメント別 ROIC

(Billions of yen)	FY18			FY19 ¹³			FY20 May FCT
	ROIC	Return ¹⁴	Invested Capital ¹⁵	ROIC	Return ¹⁵	Invested Capital ¹⁶	ROIC
G&NS	54.9%	211.5	385.1	35.9%	162.1	451.8	N/A
Music	36.1%	158.1	437.7	12.0%	96.8	807.7	N/A
Pictures	4.5%	37.1	828.8	5.6%	46.4	821.4	N/A
EP&S	12.9%	52.0	404.8	15.5%	59.3	381.8	N/A
I&SS	14.6%	97.8	669.4	20.3%	160.2	789.7	N/A

■ Cash Flow(CF) by segment セグメント別キャッシュ・フロー¹⁶

(Billions of yen)	FY19		
	Operating CF	Investing CF	Free CF (Operating CF + Investing CF)
G&NS	180.5	-73.2	107.3
Music	121.1	-56.2	64.9
Pictures	141.5	-40.5	101.0
EP&S	123.8	-108.9	14.9
I&SS	308.9	-224.6	84.3
All Other, Corporate and elimination and Adjustment	-112.9	140.3	27.4
Cons. Total without Financial Services	762.9	-363.1	399.8

(出典)「2019年度第4四半期連結業績補足資料」より抜粋。

参考資料4.2.2-2 : 取組事例 (SIEMENS)

A.2.3 Profitability and capital efficiency

- **Within the Siemens Financial Framework, we aim to achieve margins that are comparable to those of our relevant competitors. Therefore, we have defined profit margin ranges for our industrial businesses which are based on the profit margins of their respective relevant competitors.** Profit margin is defined as profit of the respective business divided by its revenue. For our industrial businesses, profit represents EBITA adjusted for operating financial income (expenses), net, and amortization of intangible assets not acquired in business combinations (**Adjusted EBITA**).
- Margin ranges for Siemens Healthineers and Siemens Gamesa Renewable Energy reflect our expectations as a majority shareholder.
- In line with common practice in the financial services business, our financial indicator for measuring capital efficiency at **Financial Services is return on equity after tax, or ROE after tax**. ROE is defined as Financial Services' profit after tax, divided by its average allocated equity.

Margin ranges in Siemens Financial Framework

Margin ranges	
	Margin range
Digital Industries	17 – 23%
Smart Infrastructure	10 – 15%
Gas and Power	8 – 12%
Mobility	9 – 12%
Siemens Healthineers	17 – 21%
Siemens Gamesa Renewable Energy	7 – 11%
Industrial Businesses	11 – 15%
Financial Services (ROE after tax)	17 – 22%

参考資料4.2.2-3：取組事例（コニカミルタ株式会社）

高収益化に向けた事業ポートフォリオの変革

中期経営計画「SHINKA 2019」では、事業領域を「基盤」「成長」「新規」の3領域に特定しています。基盤事業の収益力を高め、稼いだキャッシュを成長・新規事業に投資することで、2021年度をゴールとする高収益企業の実現に向けて事業構造、収益構造の転換を進めます。

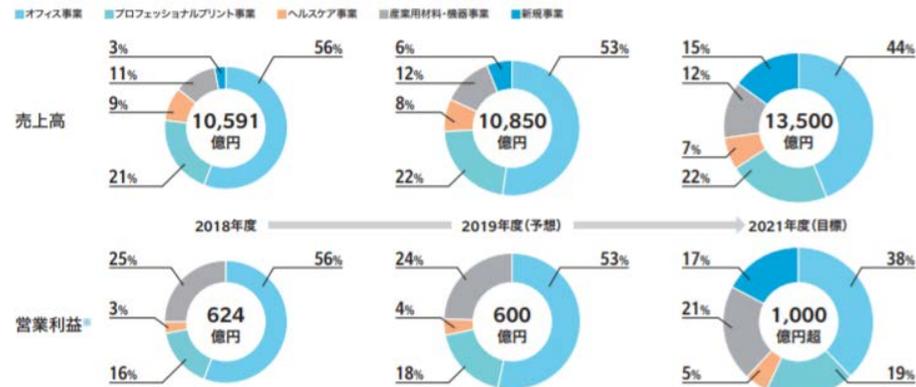
- 基盤事業** コスト構造改革により収益力を強化し、中期経営計画期間中の利益を支える事業
- 成長事業** 前中期経営計画で先行投資したリソースを活用し、基盤事業周辺で高収益化を目指す事業
- 新規事業** IoT時代の新ビジネスモデルを確立し、高収益化を目指す事業



基盤・成長・新規事業と事業ユニットの相関

事業本部	基盤事業	成長事業	新規事業
オフィス事業	オフィス ITサービスソリューション		Workplace Hub
プロフェッショナルプリント事業	プロダクションプリント	産業印刷 テキスタイル マーケティングサービス	
ヘルスケア事業	ヘルスケア	超音波 医療IT	バイオヘルスケア
産業用光学システム分野	計測機器	外観計測 映像ソリューション	QOL 状態監視 デジタルマニファクチャリング
材料・コンポーネント分野	機能材料 IJコンポーネント 光学コンポーネント	新規フィルム 素材	OLED

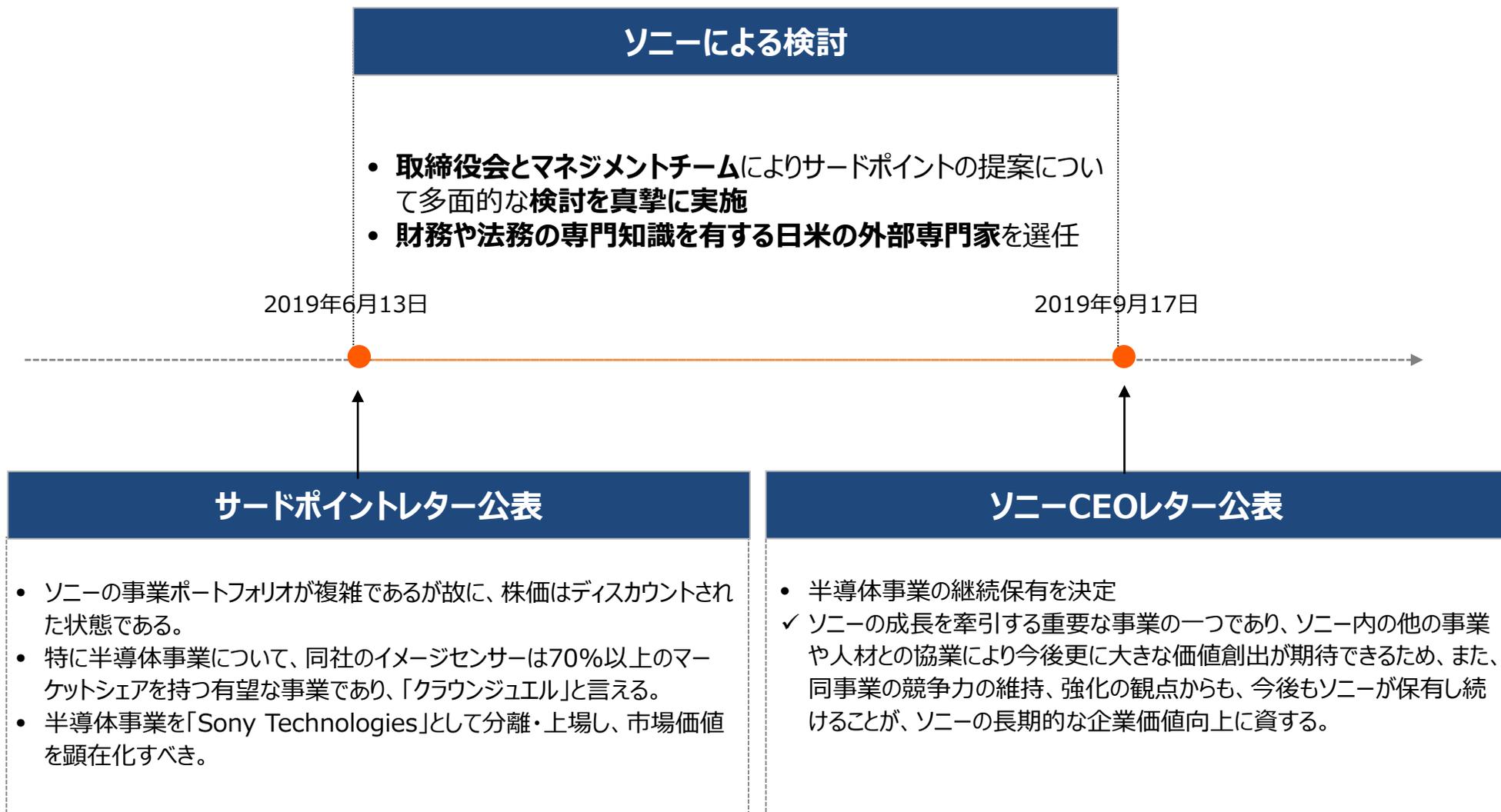
事業ポートフォリオの将来像



※ 営業利益構成比には、新規事業・コーポレート他の数値は含まず。

(出典) 「統合報告書2019」より抜粋。

参考資料4.3：取組事例（ソニー株式会社）



(出典)「株主そして多様なステークホルダーの皆様へ向けた CEO レターの発信について」(2019年9月17日)、及びサードポイントによるレター(2019年6月13日)を基に経済産業省において作成。

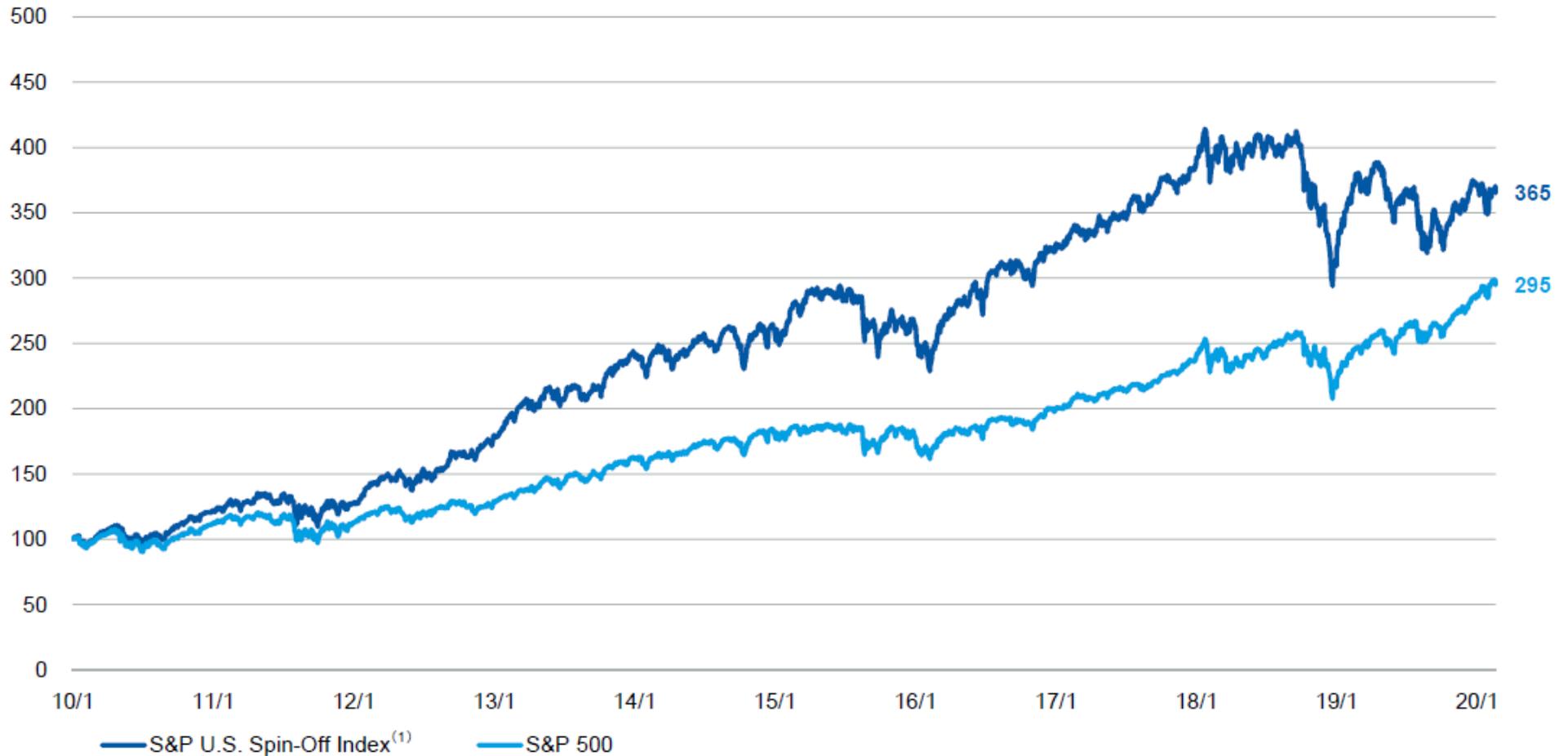
参考資料5.3-2：労働者保護に関する具体的手続

	事業譲渡	会社分割（吸収分割）
労働者保護に関する関係法令等	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
労働者・労働組合との協議	<ul style="list-style-type: none"> 労働者から承諾を取得するに当たっては、労働者に対して十分に説明を行い、承諾に向けた協議を行うことが適当であることが留意事項（事業譲渡等指針第2の1(2)イ）。 事業譲渡に当たり、労働者の過半数で組織する労働組合がある場合においてはその労働組合、労働者の過半数で組織する労働組合がない場合においては労働者の過半数を代表する者との協議その他これに準ずる方法によって、労働者の理解と協力を得るよう努めることが適当であることが留意事項（同指針第2の2(1)イ）。 	<ul style="list-style-type: none"> 会社分割に当たり、労働者との間で協議することが必要（商法等の一部を改正する法律附則第5条）。 会社分割に当たり、すべての事業場において、当該事業場に、労働者の過半数で組織する労働組合がある場合においてはその労働組合、労働者の過半数で組織する労働組合がない場合においては労働者の過半数を代表する者との協議その他これに準ずる方法で、労働者の理解と協力を得るよう努めるものとする（労働契約承継法第7条、労働契約承継法施行規則第4条）。
労働者・労働組合への通知	—	<ul style="list-style-type: none"> 会社分割に当たり、承継事業に主として従事する労働者（①）及び分割契約等に労働契約を承継会社等が承継する旨の定めがある労働者（②）に対して、一定の事項を書面により通知することが必要（同法第2条第1項）。 労働組合との間で労働協約を締結している場合には、労働組合に対して、一定の事項を書面により通知することが必要（同法第2条第2項）。
異議手続	—	<ul style="list-style-type: none"> ①の労働者であって、分割契約等に労働契約を承継会社等に承継する旨の定めのない労働者は、承継されないことについて、書面で異議を述べることができる。異議を申し出たときは、労働契約は、承継会社等に承継される（同法第4条第1項、同条第4項）。 ②の労働者は、労働契約が承継会社等に承継されることについて、書面で異議を述べることができる。異議を申し出たときは、労働契約は、承継会社等に承継されない（同法第5条第1項、同条第3項）。

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

米国スピン・オフ関連指数のパフォーマンス(2010年1月4日から2020年2月21日まで)

2010年1月4日時点をもととする



(1)…米国上場企業のうち、直近4年以内に親会社からスピンオフした、時価総額10億ドル以上のものを含む。

(出典) S&P Dow Jones Indices、S&P Global Market Intelligence及びBloombergのデータを基に経済産業省において作成。