

企業の成長戦略を中心とする 社会システム・政策体系の構築に向けて

令和7年3月

経済産業政策局

目次

1. 前回委員会での主なご意見・今後の議論の進め方

2. 各課題の検討

(1) 事業ポートフォリオ最適化

①事業再編

②企業間連携

(2) 資本・金融市場

①エクイティ

②デット

3. 本日はご議論いただきたい論点

第1回委員会で出た主な意見

(総論)

- 過去10年間、ガバナンス改革等における一つの反省としては、**症状（課題）毎に的確な処方**を打たなくてはいけないところが、**指針等のメッセージを一本に絞って、どの会社もこれをやりましょう**といった形になってしまっていたのではないか。そのため、**症状ごとに的確な処方**が非常に重要と考える。
- 政府が推進してきたコーポレートガバナンス改革により、**形式的な体制整備が進捗した一方、実効性の観点では、企業ごとに高度化の余地がある**。また、短期志向のアクティビスト投資家等の影響力が強まり、時に成長戦略の足かせになっているという声、課題意識は聞こえてきている。
- 社会システム・政策体系の在り方のみを検討することは難しいと考える。過去10年間に行われた施策の効果なども含めて、成長投資にあたって解決するべき課題を整理し、**成長戦略を支える社会システム・政策体系との関係をエビデンスベースで検討・討議すべき**。
- 昨今、世界的に地政学リスクが高まっている。これに対応するには、**製造業もサプライチェーンから製品を出荷するところまで地産地消で完結できる体制の構築が大事**。
- **アップデートを含めた更新投資は、社会インフラの領域などでやっていかななくてはならない部分はある**。こういったところをどう成長に結びつけていくかという議論も、二次産業で大きく成長してきた日本企業にとっては大きなポイントではないか。
- **企業成長の前提として、国としての成長戦略をもう一度明らかにすべき**。個別業界で見れば、産業の在り方を示しているが、ホッチキス止めしたときに、総体としてどんな国になっているのかよく分からないので、産業のグランドデザインをしっかりと描き、どう示すのか検討いただきたい。
- 人口減少がこれから本格化していく国における成長を、どのような形を意識しながら検討していくべきか。また、**生きるための必需のような領域は埋まっている中で、新しい必需をどう見つけていくか**という点は大事。

第1回委員会で出た主な意見

(コーポレートガバナンス [監督機能、執行機能] 関連)

- 会社には3つの機関設計があり、**モニタリング型が求められていつつも、監督と執行の分離が中々出来ていない**。出来ていないのは、**昔から取締役が出世のゴールであったという意識的な問題もある**と思う。そういった意識の面からアプローチするのか、あるいは、機関設計自体の問題なのかについては、少し再考する必要があるのではないかと。
- リスクを取り挑戦を推奨する環境になっていない。**リスクをとるためには、アップサイドが得られる、またはダウンサイドが少ない、その両方が整備された社会的な設計も必要**。アップサイドについて、日本のCEOの報酬水準は欧米に比べて大きく見劣りがある。**失敗すると出世ルートから外れてしまう**というダウンサイドのリスクも大きい。
- **スチュワードシップコードをさらに推進し、社外取締役の機能強化していくことが重要**。一方で、本当にその企業の長期戦略を踏まえて、パーパス目標の達成のために、どれだけ踏み込んで本音の議論ができる社外取締役の人材がいるかという問題もある。
- 執行の強化といったときにポイントになるのが、**トップマネジメントチーム、特にCxOの方々の高次元化**ということが挙げられる。**成長が進まない原因の一つはコーポレート機能の弱さ**が挙げられる。弱いゆえにマイクロマネジメントに走り、それが企業・事業を萎縮させたり、短期志向に走らせたりしているといった側面が実はかなりある。コーポレートが経営のレベルで、事業のリスクテイクとマネジメントができるように、そして経営資源配分ができるように変えていかなければいけないという問題である。

第1回委員会で出た主な意見

(コーポレートガバナンス [対話] 関連①)

- 一部の投資家は、投資先の企業と十分に対話ができず、議決権行使に当たっては、議決権行使助言会社、あるいはESG評価・データ提供機関の評価をそのまま受け入れているといった指摘が企業から多く聞かれる。また、このような助言会社や評価機関は、発行体企業とのコミュニケーションに後ろ向きで、体制の不備から、時に間違ったデータに基づく助言を行っているといった批判の声も企業から間々聞かれる。助言会社もスチュワードシップコードにサインしており、しっかりした体制整備等が求められているはずだが、果たされていないのではないか。アセットオーナーが中長期の課題に挑戦する企業を見極めて、アセットマネージャーに対して、中長期的な企業価値創造の視点を踏まえた投資や議決権行使を促すといったことが重要。政府におかれては、議決権行使助言会社等に、規律づけや業務改善、アセットオーナーとの建設的な対話を後押しする取組をしていただきたい。
- 議決権行使助言会社や機関投資家は、3年や5年等のROE水準を基準値とすることは思い切って見直してみることが必要ではないか。資金供給者であるアセットオーナーも形式的な基準による議決権行使を投資家に対して、求めないようにすべき。
- 企業間での好事例を共有し、投資家との対話の改善を促すとともに、諸外国の状況も踏まえつつ、例えば株主提案制度の在り方等を検証していくことも有用と考える。加えて、資本市場の発展の観点では、例えば、政府のガイドライン（行動指針など）は、企業やステークホルダーの共通の判断基準となり有用である。今後も、成長戦略実現に関連したガイドラインの策定・見直しを行っていただきたい。
- 企業の成長を長期的な視点で応援する存在が必要。アクティビストによる強引な株主提案は減ってきているとは聞くが、なお短期間の収益を企業に期待している面はある。
- 短期志向のアクティビスト投資家等の影響力が強まり、時に成長戦略の足かせになっているという声、課題意識は聞こえてきている。

第1回委員会で出た主な意見

(コーポレートガバナンス [対話] 関連②)

- 投資家と企業の認識のギャップが大きいことから、開示に係るルールの見直しについて検討の余地があるのではないかと。
- 政府は有価証券報告書の総会前開示を検討しているが、今後、サステナビリティ情報の開示の拡充や第三者保証の義務化といったことを考えると、現行の総会開催のかなり前に、議決権行使の判断に間に合うようなタイミングで開示を行うことは極めて困難。基準日をずらす場合も、取締役選任、配当支払いの後ずれ、後発事象の増加等、大きな影響を企業に与える。**多くの投資家にとって議決権行使に不可欠と認められる開示項目を特定して、追加開示の要否を検討するのが妥当ではないか。**
- **設備や研究開発など大胆な成長投資を実施することで、フリー・キャッシュフローが赤になると、投資家から資本政策の再考を求められるケースがある。**今は投資のフェーズだから我慢をして欲しいと投資家に説明することになるが、肌で感じる印象として、アメリカは近視眼的、ヨーロッパでは中長期の話にもある程度耳を傾けるなど、国々によっても投資家の特色がある。
- **投資家によるエンゲージメントをさらに強化していくことが必要。**

第1回委員会で出た主な意見

(コーポレートガバナンス [株主還元] 関連)

- **Growth企業にもかかわらず、株主還元をまだ頑張っている企業が日本にはある。**かつて収益性が低くて、株主還元をやれと投資家に言われてきたが、そこを卒業しており、Growthに舵を切るべきだが、必要以上にまだ株主還元を実施しているところがあり、もったいない。
- 株主還元自体が所与になっている企業が多いように思う。あたかもメインバンク時代の元利払いのような形で頭に入ってしまっており、**株主還元を義務と捉え、中期計画に自社株買いを明記している企業も存在する。**まともな投資家にとっては、成長投資こそが優先なのだとすることを啓蒙していく必要があるのではないか。
- これまでのコーポレートガバナンス改革の流れは、**短期的な利益追求を目的とする一部のアクティビスト・株主によって、上場企業が過度に一時的な株主還元を迫られることなどを後押し**されて、結果として近視眼的な経営を助長していると懸念している。

第1回委員会で出た主な意見

(資本・金融市場関連)

- 日本の資本市場の投資家の特徴として、投資家数が少なくかつパッシブ投資家が多い。そのために**割安株が放置されやすく、市場機能が十分に発揮されていない。中小型に対しパッシブではなくアクティブに投資する投資家を育てていく必要がある。**
- 設備や研究開発など大胆な成長投資を実施することで、フリー・キャッシュフローが赤になると、投資家から資本政策の再考を求められるケースがある。今は投資のフェーズだから我慢をして欲しいと投資家に説明することになるが、肌で感じる印象として、アメリカは近視眼的、ヨーロッパでは中長期の話にもある程度耳を傾けるなど、国々によっても投資家の特色がある。
- **日本ではIPO時以降の増資が非常に少ない。**既存株主にとって増資は好ましくないということだが、企業が委縮し過ぎているようにも見ており、制度・構造上の問題も想定される。
- **個人の多くはNISAで、全体に対して投資しているという動きだが、これを成長しているところに少し振り向けるといった動きができないだろうか。**当然、個人の資産をリスクに晒すことはできないが、成長を掲げているところに、個人のお金も含めて、お金が集まるような社会的な支えができないかと考える。
- **GPIFや企業年金の資産運用を成長の文脈で語ることは違和感がある。**これまでも、被保険者の利益ではなく経済成長のために運用の見直しを掲げることは問題であると指摘してきた。被保険者の利益に基づき慎重な検討を要請したい。
- スタートアップ投資は長期目線の資金が求められ、典型的には年金基金の投資拡大などが不可欠。日本最大のアセットオーナーであるGPIFにおけるオルタナティブ投資枠5%のうち、日本への投資は2%であり、この中にスタートアップの投資も入っているが、非常に少ない。**GPIFには、年金基金や機関投資家への影響を考慮して、日本のスタートアップを含むPE投資の拡大を期待したい。**
- GPIFに関しては、**経済活動に何らかの影響が出ることは間違いないので、本小委員会で議論してもいい内容ではないか。**

第1回委員会が出た主な意見

(事業ポートフォリオ最適化関連①)

- ベストオーナーへの事業譲渡は、ノンコアだった事業がコアになり、成長資金が充当されることとなる。これは、従業員にとってもすごく幸せなこと。売却する側にとって、ノンコアを譲渡する場合に、**税制優遇があればしやすい。**
- **PBR1倍割れ企業の8割は時価総額1,000億円以下**であり、時価総額が小さくなるほどPBR1倍割れの比率が高まる。諸外国と比して上場企業数が多く、上場基準の厳格化や小規模同士の合併の余地がある。また、**時価総額が1,000億円以上のPBR1倍割れ企業について、資産回転率の低さがその原因であることが指摘されている。**
- **PBR1倍割れが多い業種である規模型事業**は、設備投資をしてシェアをとって収益を高める形態だが、国内経済が縮小し、新興国が設備投資を増やす中で、**日本企業の資産効率の低さが目立つ。過当競争の中では価格転嫁も難しく、資産を圧縮しようとしても囚人のジレンマに陥る。**このため、**企業合併・統合を促し、業界全体で資産効率性を高めていくことが必要。**
- 業界全体でPBRが低い業界は、全て規模型の業界である。規模が効くはずの業態であるのにも関わらずスケールメリットを生かせていない。**スケールメリットの獲得を促すような集約等については、制度的・法制的な整備も含めて、考えられる余地があるのではないか。**
- ビジネス自体のやり方を変えていくことが前提のもと、**事業ポートフォリオをダイナミックに変えていくことが重要。**スピンオフ、M & Aも含めて、そういった対応が求められているときに来ている。そのためには、**例えば株式交付制度の変更やパースナルスピンオフの税制優遇の恒久化など、様々なアクションをこれから検討する必要がある。**
- 自社だけで成長を描ける企業もあれば、そうではない企業も当然ある。こういったところに対して、**大胆なビジネススワップ**のような考え方も必要であり、場合によっては、**古い産業や企業をどううまくたたんでいくかという議論もしっかりとやっていかなくてはいけない。**

第1回委員会で出た主な意見

(事業ポートフォリオ最適化関連②)

- 事業の選択と集中によってうまくいくケースはあるが、**事業を絞り込みすぎると、企業の自助努力ではなんともしがたい事業環境変化に対して、リスクの分散が困難**になってしまう。一方、短期目線のアクティビストにとっては、事業の継続性より収益をあげることが重要であり、短期的に最も収益をあげる可能性が高い分野に集中すべきと考えているのが本音だろう。
- **ROEを重視した経営では、既存事業の効率化は図れるが、未来に向けた研究開発投資やイノベーションの活性化は難しい**。今はないが、将来つくるものになる可能性がある事業や経営資源を積極的に切り離すほうが、皮肉にもROEは上がるケースがあり、短期間でROEを高める評価基準を残すと、目先の選択と集中を招き、急激な産業構造の波に対応することが難しくなるケースもあるのではないかな。
- 事業ポートフォリオの最適化について、**切り出すということばかりではなく、低収益となっている事業の背景を検証し、打ち手を考えていく**ことが第一歩である。例えば、政府も推進する収益力改善に向けた価格転嫁に取り組むためには、顧客ごと、かつ商品ごとの原価計算が必要であるが、それを可能にするITシステムが未導入の企業もある。そのため、システム導入支援策として加速度償却許容なども一案ではないか。日本産業の強みである国内サプライチェーンの深さを大切にしつつ、低収益事業の背景を検証し、事業ポートフォリオを高収益化・最適化させる対応策を検討・実行することが必要である。
- **業界構造や競争法など法制面が足かせとなって再編余地が限られ、グローバル競争で不利が発生している業界もある**。例えば、公正かつ自由な競争を制限しない取組範囲を示したグリーン社会実現に向けた独占禁止法上の考え方も示していただいているが、こういった政府の考えを示していただくことも大変有用である。
- 競合バリューチェーンとの集約を促すため、**競争法適用の緩和が考えられる**。

第1回委員会で出た主な意見

(人材関連①)

- 成長するためには新しい芽が必要である。生え抜きの社員を中心とした同じバックグラウンドの人が集まる多様性の欠ける組織では新しい芽は育たない。例えば、多くの企業において中途採用社員が活躍できる環境の整備は整ってきたがまだまだ足りない実感がある。
- 多様性について、女性というところにスポットが当たり過ぎたのかなという感がある。例えば、女性の係長クラスあたりまで入れて管理職の多様性を測ったりしているのは、やや目的化してしまっている。本来的には、意思決定層の多様性が必要であり、その点にフォーカスした施策も考えられていくべきではないか。
- 日本の投資の魅力を高めるためには、高度人材の育成が必要。例えば、バイオ医薬品の人材は市場に出てこないため、製薬会社が自社の中で育てるしかない。日本の大学には直接該当する学部はなく、製薬系のほか農学部系や生物系などの人達が移ってきている。薬のメガファーマーが集まっているアイルランドでは、NIBRTという国立のバイオ人材トレーニング施設がある学校をつくっている。高い給料を払うことができる、付加価値が高く、日本が勝てる業種に絞って人材を育成していくことが重要。
- 成長投資が必要な領域の高度人材がいない。学部や大学院を新たにつくり、人材育成を更に加速していく必要があるが、国全体で新しい成長事業に人材投資、あるいは研究開発投資をするというナショナル・イノベーション・システムが出来ていない。
- 日本は高度経営人材の育成がなされておらず、教育の問題である。また、日本は学部卒がビジネスパーソンの大勢を占めており、総じて低学歴である。高度な経営や事業、研究開発等を進めるために、例えば修士・博士の見直し、あるいは、高専のさらなる拡充といったことが考えられる。

第1回委員会で出た主な意見

(人材関連②)

- 企業が人的資本経営を進める上での政府の役割について、ジョブ型人事の導入や労働移動を推奨することではなく、**能力向上支援など人への投資と共にセーフティ機能の強化、取引の適正化に一体的に取り組んでいただきたい**。また、政府には労働者が自ら移動したいと思える魅力的な産業の育成や支援について議論を深めていただきたい。
- **GDPに占める企業の能力開発が日本だけ突出して低い水準にある。経年的にも低下しており、労働者の人的資本が十分に蓄積されず労働生産性の向上を阻害する要因となっている**といった指摘がある。また、**企業内で能力開発を進める体制が整っていない**。企業の付加価値の源泉は労働者であるため、成長戦略の実効性を判断する基準の一つに企業内の能力開発の加えることも方策であり検討いただきたい。
- ESG投資のSである社会課題として、**経済格差の縮小や人的投資に取り組むことは、日本経済の社会基盤を強くし、企業の価値を高めることにつながる**。また、投資家にとっても長期的に見て、投資ポートフォリオ全体の価値を守ることにつながる。「企業の成長戦略を中心とする社会システム・政策体系の全体像」にESG投資の重要性を組み込むことなども御検討いただきたい。
- 日本の労働と人材のルールは、海外から理解されにくいところがある。**事業の切り出しがしにくいのも、この労働のところの障害がある**と思っている。
- **労働市場の流動化は、誰もが疑問を抱かない対応策**である。

第1回委員会で出た主な意見

(国内に成長投資を惹きつけるための施策関連)

- 国内に成長投資を惹きつけていくためには、国内で人口・需要が縮む中、日本市場自体をより一層魅力的にしていく必要がある。例えば、エネルギーコストを国際的に遜色ない水準に維持する。
- 日本の品質へのこだわりがオーバースペックを生んでいる面もあり、政府の施策、支援、インセンティブ、例えば認証の在り方も見直していく時期ではないか。国際競争も見据え、商業化で勝てる体制づくりも肝要だと思う。国内経済をしっかりと成長させ、そこで生まれる富と多様な人材を持ってイノベーションを加速させ、国内に成長投資を惹きつけるという好循環を生み出していく。政府には、そのような好循環を生み出す規制緩和や法整備を押し進めていただくことを期待する。
- 海外には、Aggressive GrowthやGrowthに投資する投資家はたくさんいる。そうしたスタイルの海外投資家を呼び込むには、**企業の変革の後押しなど「変化」を強調し、対外発信することが重要**。投資家は、「変化」・「チェンジ」というキーワードに非常に敏感である。
- 中小企業庁の中小企業成長加速化補助金のように、**やる気のある、リスクテイクする経営者・企業を応援していくというメリハリの利いた施策もしっかり打ち出していくことが必要**。
- 【再掲】日本の投資の魅力を高めるためには、**高度人材の育成が必要**。例えば、バイオ医薬品の人材は市場に出てこないため、製薬会社が自社の中で育てるしかない。日本の大学には直接該当する学部はなく、製薬系のほか農学部系や生物系などの人達が移ってきている。薬のメガファーマーが集まっているアイルランドでは、NIBRTという国立のバイオ人材トレーニング施設がある学校をつくっている。高い給料を払うことができる付加価値の高く、日本が勝てる業種に絞って人材を育成していくことが重要。

基本認識の整理

- この10年間（第1ステージ）、日本の上場企業全体では、**売上高・当期純利益の増加**、設備投資や研究開発投資の金額が拡大。また、社外取締役数の増加等の**コーポレートガバナンス改革も着実に進捗し**、一部の企業は投資家との**価値協創関係の構築に成功して成長と企業価値向上を実現**。
- 一方、投資の対売上高比率は横ばいで推移する等、リスクをとって中長期の収益拡大を狙った成長投資に踏み切れておらず、また事業ポートフォリオの最適化は道半ば。結果としてROEやPBRは十分には上昇していない。
- こうした中で、次の10年（第2ステージ）における、**日本企業の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上**に向けて、**企業による国内外での成長戦略の実行を後押しする社会システム・政策体系の構築**と、**国内に成長投資を惹きつけるための政策が重要**。

持続的な成長・中長期的な企業価値の向上
(結果として高PBR)

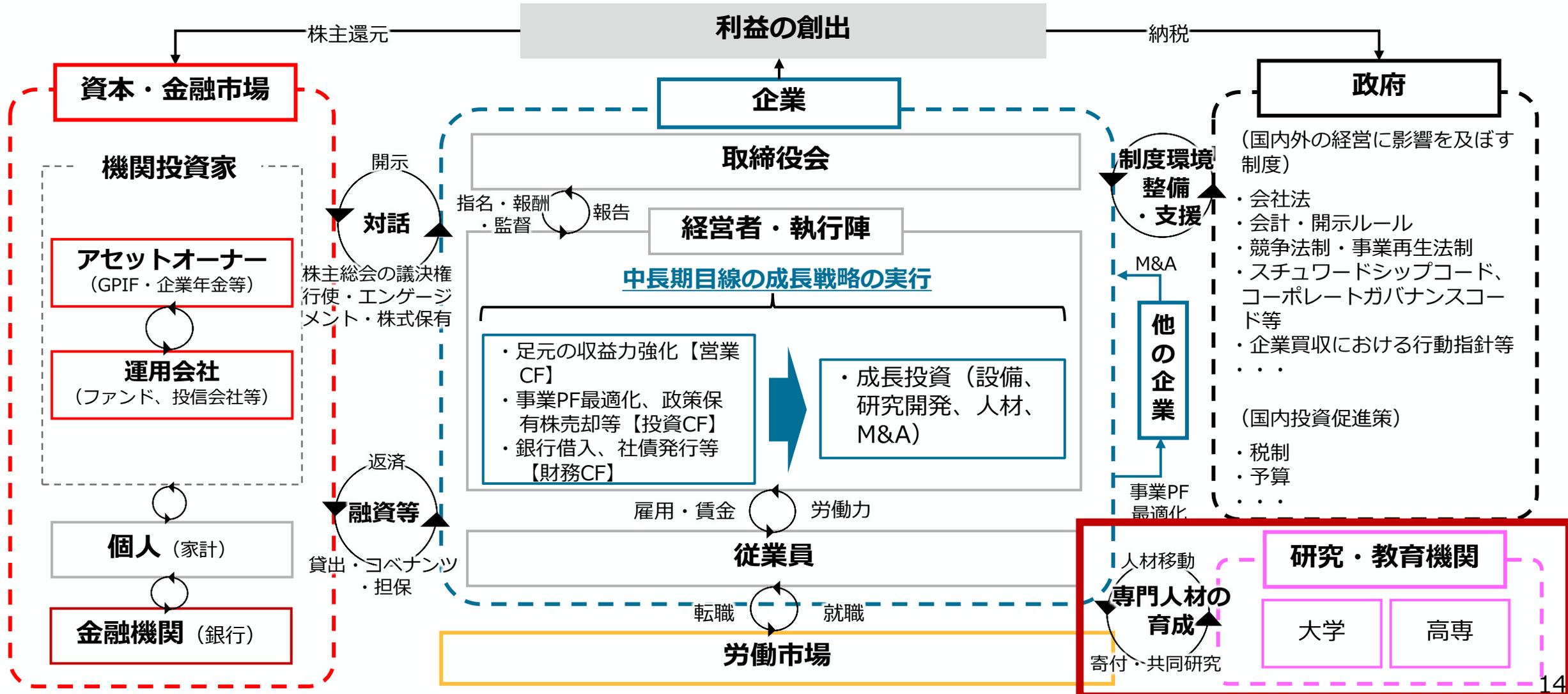
収益性・資本効率 (ROE) の向上と
将来成長期待 (PER) の醸成

中長期目線の成長戦略によって成長期待を集め、
事業ポートフォリオを最適化した上で積極的な**成長投資**を実践する経営
(攻めの経営)

企業の成長戦略の実行を支える社会システム・政策体系
(例：コーポレートガバナンス・資本市場・事業ポートフォリオにかかる制度等)

企業の成長戦略を中心とする社会システム・政策体系の全体像（修正案）

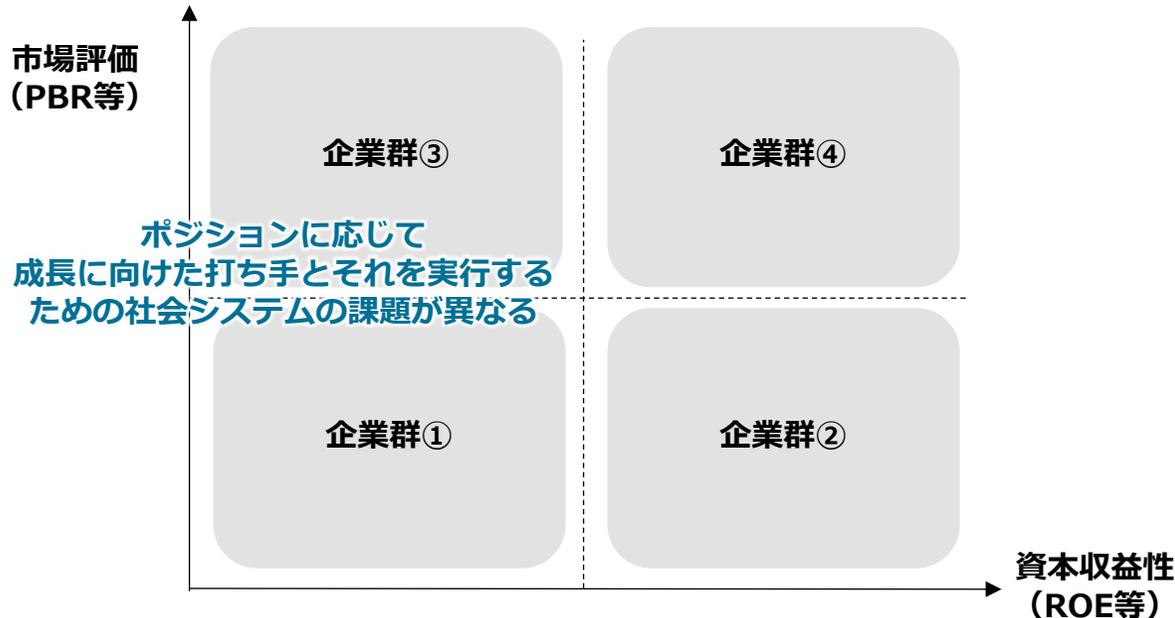
- 社会システムの全体像について、第1回委員会にて、成長分野における専門人材の育成、とりわけ大学等の研究・教育機関との連携を通じた人材育成の重要性が指摘されたため、社会システムの全体像の中に、**大学・高専といった「研究・教育機関」**をプレイヤーとして追加してはどうか。



本委員会の今後の議論の進め方

- この10年（第1ステージ）で、コーポレートガバナンス改革等の経営改革が大きく進捗した企業とそうではない企業に分かれ、またPBRやROEといったパフォーマンス指標の達成レベルでも**企業間で大きな差が顕在化**。
- 次の10年（第2ステージ）に向けて、「**中長期目線の成長戦略を描き実行する日本企業を支えることのできる社会システム・政策体系の構築**」を進める上では、企業のパフォーマンス（ROE/PBR等）のポジションに応じて成長への打ち手が異なることから、**全企業一律ではなく、ポジション別に成長戦略の実行の障害となっている課題・解決策を整理し、必要な政策対応を検討することが重要**ではないか。
- 社会システムを、①コーポレートガバナンス、②資本・金融市場、③事業ポートフォリオ最適化、④人的資本経営の4つの各論に分解し、それぞれの課題を分析する際にも、どのポジションの企業にとっての課題であるかを念頭に置いて検討を進めたい。（このうち①、④は次回以降ご議論いただく予定。）

企業のパフォーマンスに応じたポジションの区分け



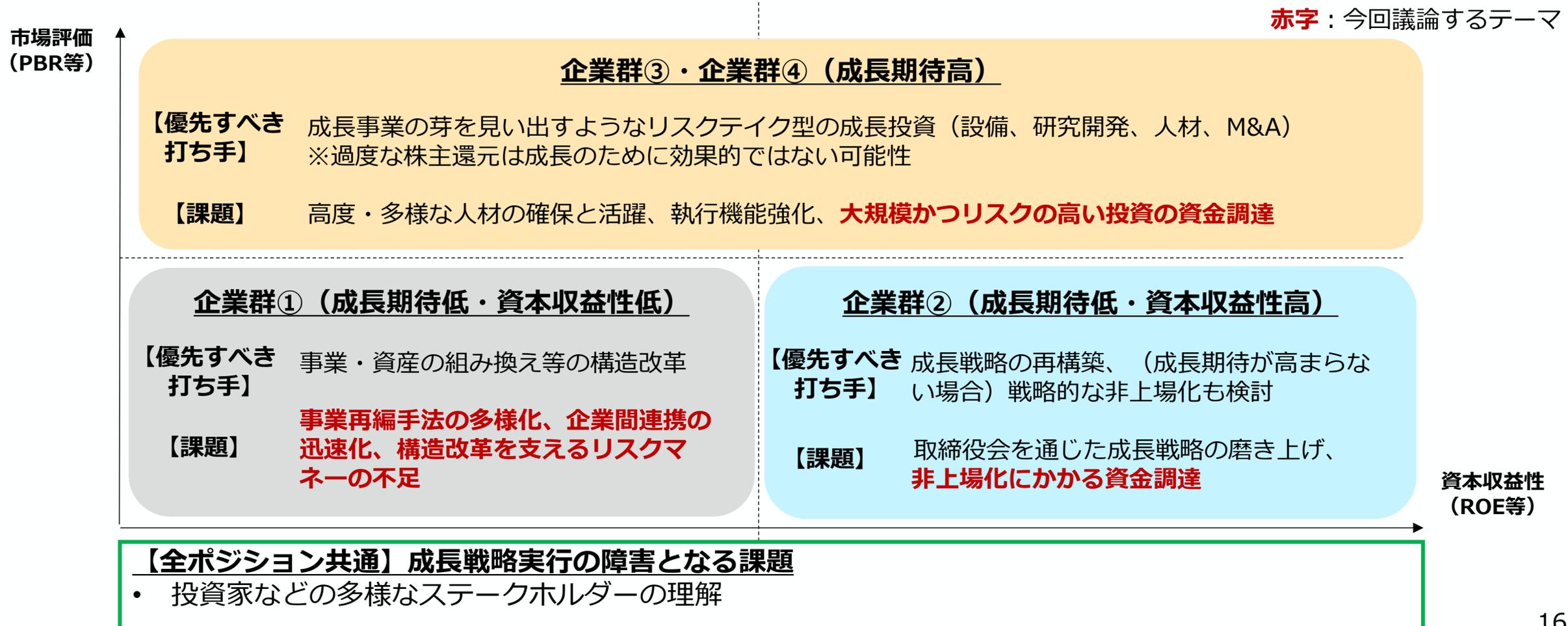
今後の論点の整理 (イメージ)

	各論③ コーポレート ガバナンス	各論② 資本・金融 市場	各論① 事業ポート フォリオ最適化	各論④ 人的資本経営
企業群①				
企業群②	各論毎に、ターゲットとなる企業群をイメージし、成長戦略の実行を妨げる課題の分析を行う			
企業群③				
企業群④				

企業のポジションに応じた優先すべき企業の打ち手と課題の整理（案）

- **第1回委員会の議論**等を踏まえ、例えば資本収益性（ROE等）と市場評価（PBR等）で区分けした場合、各ポジションに応じて、企業が**成長のために優先すべき打ち手**と、**その実行の障害となる社会システムの課題**は以下のとおり整理できるのではないかと。

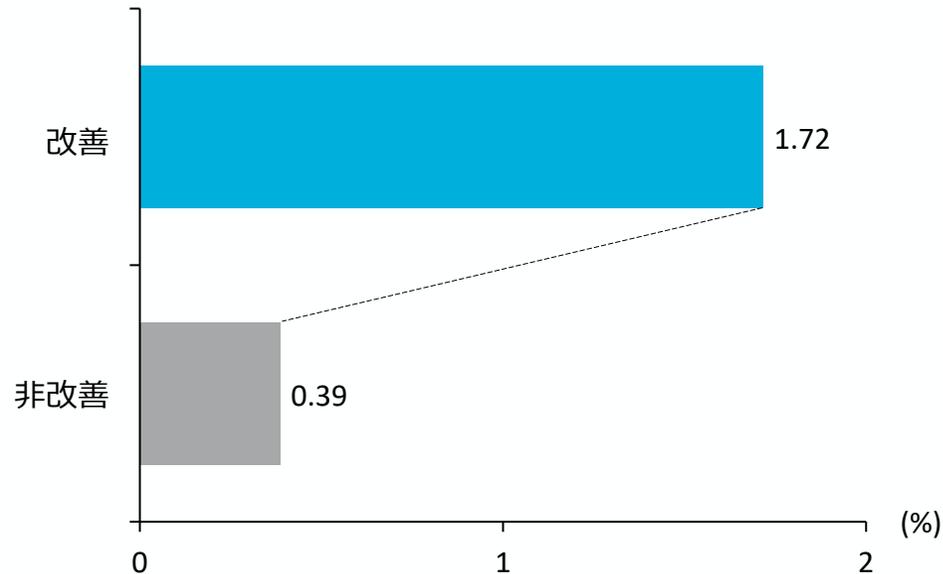
※優先すべき企業の打ち手とそれに対する課題を整理したもので、企業の打ち手と課題を全て網羅したものではない



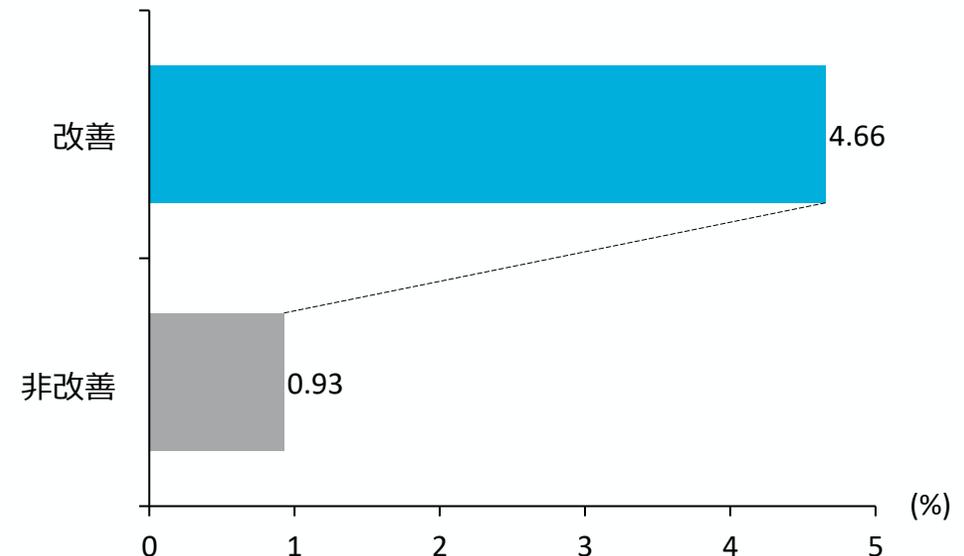
企業群①からポジションを改善させた企業の特徴（1/2）

- 企業群をValue、Income/Dividend Growth、Aggressive Growth/Growthの3つに分類した場合、前頁の企業群①はValue、企業群②はIncome/Dividend Growth、企業群③及び④はAggressive Growth/Growthにそれぞれ対応すると考えられる。
- Value（企業群①）からポジションを改善させた企業はとどまっている企業と比べ、**多くの事業の売却と買収（事業ポートフォリオ最適化）を行っている。**

M&A金額（売却）（2014-2023年度合計）
／総資産（2014-2023年度平均）



M&A金額（買収・少額出資）（2014-2023年度合計）
／総資産（2014-2023年度平均）



※ポジションの定義：Value（PBR1倍未満かつROE7%未満）、Income/Dividend Growth（PBR0.8倍以上2倍未満かつROE7%以上）、Aggressive Growth/Growth（PBR2倍以上）。

※東証プライム・スタンダード・グロース市場に上場する企業（金融機関除く）のうち、2020年度におけるポジションがValueの企業が対象（対象586社）。

※改善：2020年度におけるポジションがValue、かつ、2023年度におけるポジションがIncome/Dividend GrowthまたはAggressive Growth/Growth（対象150社）

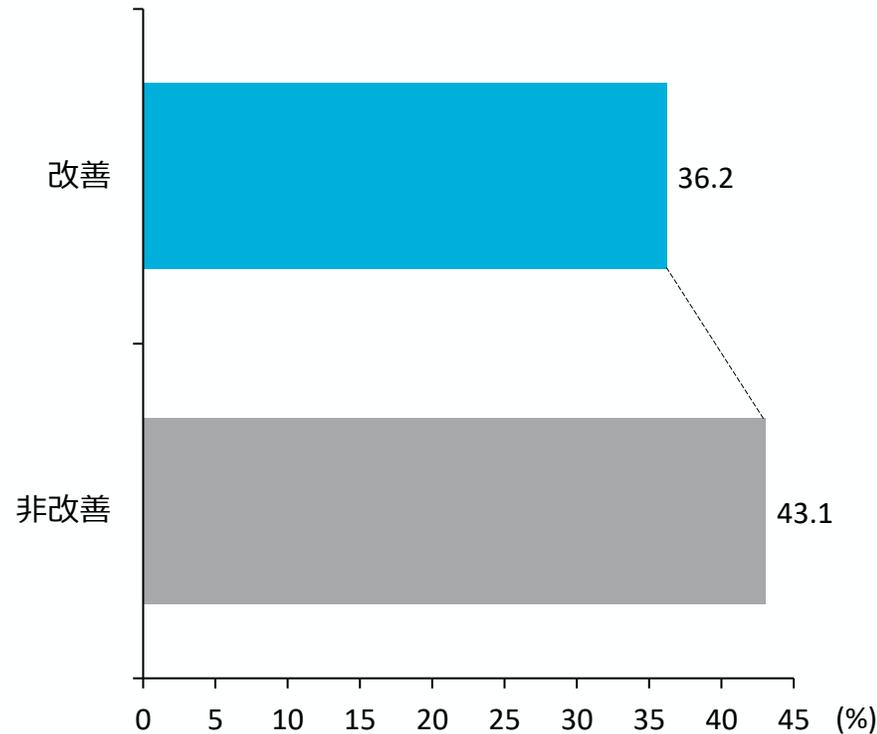
非改善：2020～2023年度のすべての年度におけるポジションがValue（対象436社）

※「M&A金額（売却）」には少数株式持分売却を含む。「M&A金額（買収）」には少数株式持分取得を含むが、JV（ジョイント・ベンチャー）・自社株買いを含まない。

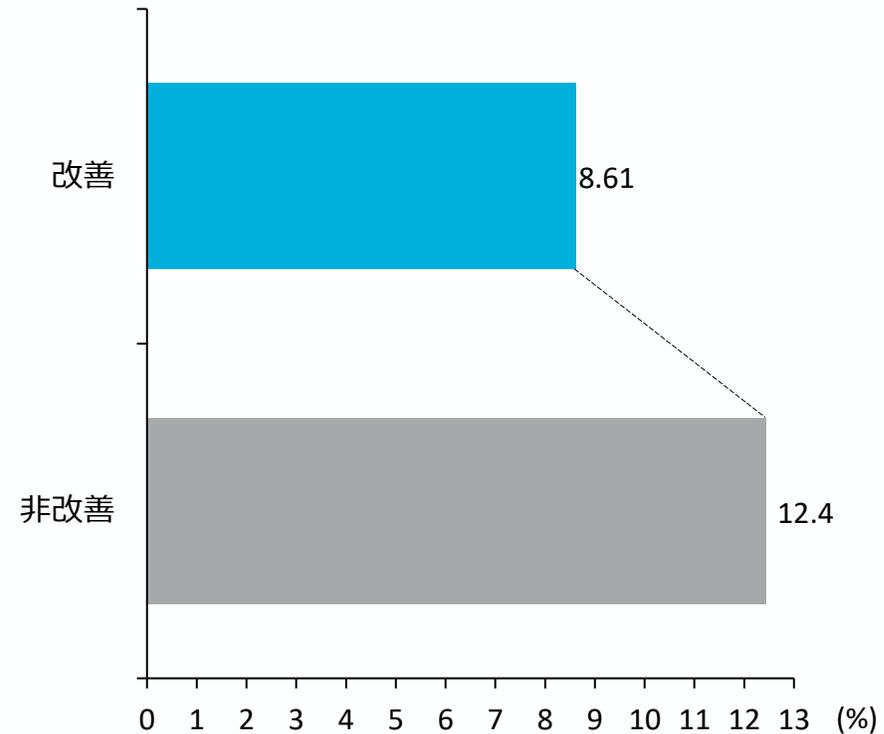
企業群①からポジションを改善させた企業の特徴（2/2）

- Value（企業群①）からポジションを改善させた企業はとどまっている企業と比べ、**配当・自社株買い**といった株主還元を必ずしも多く行っている訳ではない。

配当性向
（配当金額平均※／当期純利益平均※） ※2014-2023年度平均



自社株買い性向
（自社株買い金額平均※／当期純利益平均※） ※2014-2023年度平均



※ポジションの定義：Value（PBR1倍未満かつROE7%未満）、Income/Dividend Growth（PBR0.8倍以上2倍未満かつROE7%以上）、Aggressive Growth/Growth（PBR2倍以上）。

※東証プライム・スタンダード・グロース市場に上場する企業（金融機関除く）のうち、2020年度におけるポジションがValueの企業が対象（対象586社）。

※改善：2020年度におけるポジションがValue、かつ、2023年度におけるポジションがIncome/Dividend Growth または Aggressive Growth/Growth（対象150社）

非改善：2020～2023年度のすべての年度におけるポジションがValue（対象436社）

※配当性向 = 支払配当金平均 / 当期純利益平均、自社株買い性向 = 自社株買い金額平均 / 当期純利益平均（いずれも2014-2023年度の平均）

目次

1. 前回委員会での主なご意見・今後の議論の進め方

2. 各課題の検討

(1) 事業ポートフォリオ最適化

① 事業再編

② 企業間連携

(2) 資本・金融市場

① エクイティ

② デット

3. 本日はご議論いただきたい論点

(1) ①事業再編における課題

- 特に**企業群①の成長のための打ち手**として、事業ポートフォリオ最適化が重要ではないか。**ノンコア事業の分離・独立を含め、事業ポートフォリオを不断に見直し、コア事業に集中することが重要。**
- 特に大企業において、**専門性を持った経営陣により、自社グループ内の全ての事業に対して十分な成長投資を行い、従業員が100%の力を発揮できる事業環境を付与できているか。**自社内でそのような環境が提供できない事業部門や子会社については、**自社以外のベストオーナーに譲渡して成長投資を託すか、スピンオフにより独立させてその事業を得意とする経営幹部と従業員に託すことにより、ノンコア事業の再成長を実現しつつ、自社もコア事業に専念して更なる成長を遂げるWin-Winの関係を築くこと**を検討すべきではないか。政府としてもそのための環境整備を行うことが必要ではないか。
- 特に、**安定成長が見込まれる成熟事業を分離・上場**させる際に、情報システム等の社内基盤整備や新ブランドへの移行、取引先や従業員等の理解醸成等の観点から、独立に向けた助走期間に元親会社との関係を一定程度維持できる**パーシャルスピンオフへのニーズが高い**ことを踏まえる必要がある。
- また、**過当競争・供給過多状態**といった構造的課題が存在する業界等においては、単に**個社の事業を分離・独立させるだけでなく、業界内の複数社での事業再編による合従連衡に繋がるようなスピンオフ**についても可能となるような環境を整備すべきではないか。

(参考) 日米企業の事業規模・多角化度ごとの営業利益率の比較

- 米国の大企業は多角化していても専業の企業と比べて遜色ない水準の営業利益率を有する傾向がある。
- 一方、日本企業は、特に売上高が大きい企業ほど、同規模の米国企業と比べて営業利益率が低い傾向が見られ、**巨大規模かつ事業多角化している企業の営業利益率は米国企業の半分以下の水準。日本企業は低収益セグメントを抱え込んで、機動的なポートフォリオの見直しができていないことが低収益の原因になっている可能性がある。**

日本企業の規模・多角化度別の営業利益率（2023年度）

	小規模	中規模	大規模	巨大規模
専業	28.4% (4)	24.8% (16)	20.2% (15)	10.3% (9)
準専業化	14.5% (1)	25.2% (8)	9.4% (10)	8.4% (8)
準多角化	-	18.8% (10)	14.4% (16)	8.9% (8)
多角化	-	16.7% (8)	11.4% (13)	7.8% (24)

米国企業の規模・多角化度別の営業利益率（2023年度）

	小規模	中規模	大規模	巨大規模
専業	4.1% (1)	25.3% (29)	20.7% (73)	13.2% (64)
準専業化	-	27.0% (5)	18.5% (36)	11.2% (49)
準多角化	-	24.2% (9)	19.3% (53)	14.2% (69)
多角化	-	18.8% (4)	19.4% (41)	16.2% (65)

規模（売上高）

小規模：～500億円
中規模：500億円～5,000億円
大規模：5,000億円～2兆円
巨大規模：2兆円～

※米国企業は1USD=150JPYで換算

多角化度

専業：～10%
準専業化：10%～30%
準多角化：30%～50%
多角化：50%～

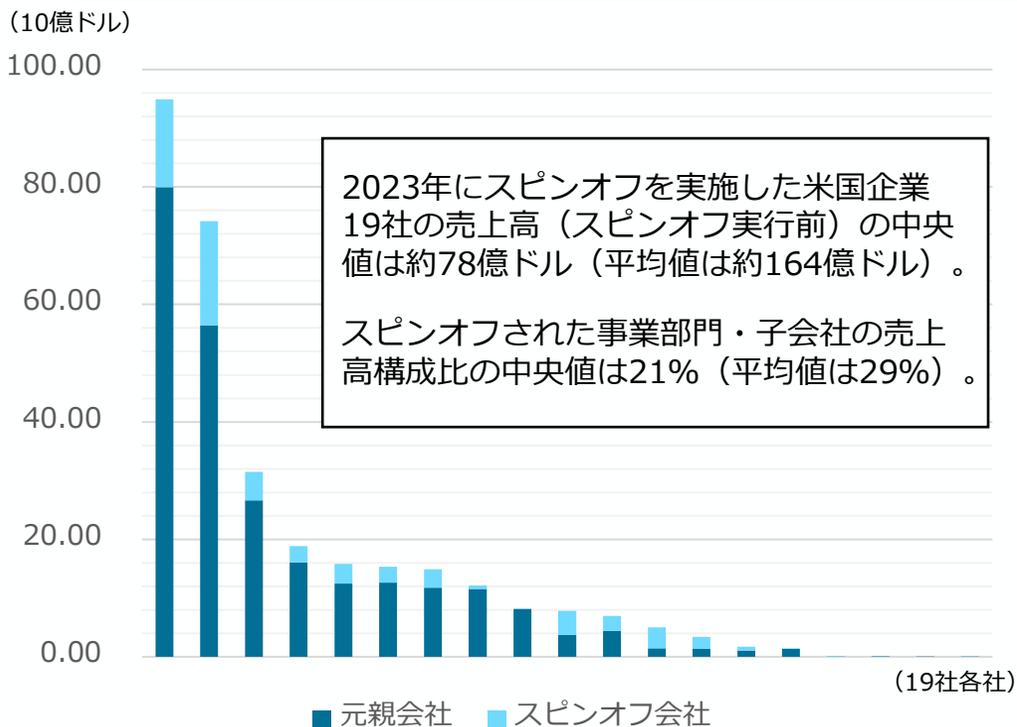
【注釈】

- ・括弧書きの数字は2023年度実績に基づく該当企業数。
- ・日本の調査対象企業はJPX150銘柄企業（2024年8月23日時点）。小規模かつ準多角化又は多角化した企業は2023年度実績では該当なし。小規模準専業化企業も当該年度1社の実績であることに留意。
- ・米国の調査対象企業はS&P500銘柄企業（2024年10月6日時点）。小規模かつ準多角化～多角化した企業は2023年度実績では該当なし。小規模専業企業も当該年度1社の実績であることに留意。2024年新設企業は年次報告書データ不存在のため除外。
- ・多角化度は売上高全体から売上高構成比率が最大の事業セグメント（各企業が有価証券報告書又は年次報告書上開示しているもの。地域別セグメントの企業については利用可能な範囲で製品・サービス別内訳を参照し、なければ専業としてカウント。）の売上高構成比率を差し引いた数値。
- ・色分けは、営業利益率が10%未満は黄色ハイライト、10～20%は黄緑色ハイライト、20%超は緑色ハイライト。

(参考) 米国企業におけるスピノフ手法の活用状況

- スピノフは再編後に上場するケースが多く、売上高100億円規模以上の企業が主なユーザー。特に米国では年20~30件程度、様々な業種の企業が利用。スピノフする事業は新規性のある成長事業もあれば、安定成長する成熟事業もある。パーシャルスピノフに加え、先に上場させて市場価格形成等を行った上でのスピノフや、スピノフとともに他社と合併して成長を加速させる事例等も存在。こうしたスピノフにより、他の上場企業を上回る成長期待を実現している。

スピノフ上場した米国企業の売上高 (2023年)



2023年にスピノフ上場した米国企業の一例

米コングロマリットGEは、2023年1月、ヘルスケア事業の持分19.9%を残してパーシャルスピノフ（その後段階的に売却し、2024年9月時点で2.9%）。その後、GEは2024年4月には再エネ・電力・デジタル事業（GE Vernova社）をスピノフし、自身は航空宇宙事業にフォーカス。

米金融機関Jefferies Financial Groupは、2023年1月、石油・天然ガス開発を手がける子会社Vitesse Energy（約94%の持分を保有）をスピノフ。

屋内位置情報サービス等の提供を行う米IT会社Inpixonは、企業向けデジタル体験プラットフォームを提供する事業子会社CXApp Holdingを2023年3月にスピノフの上、KINS Technology Groupと合併（リバース・モリス・トラスト）してCXApp社に改称。Inpixon社株主は新CXApp株式の50%を保有。2024年3月にはInpixon自身も垂直離着陸航空機（VTOL）メーカーXTI Aircraft Companyと合併し、XTI Aerospace社として再上場。

米エンタメ会社Madison Square Garden Entertainmentは、2023年4月にニューヨークのシアター事業等の持分33%を残してパーシャルスピノフ（2024年3月までに残持分を売却済）。自身はスポーツ等のライブエンタメ事業会社Sphere Entertainmentに。

米建設資材メーカーMDU Resourcesは、2023年6月に骨材やアスファルト等の製造・施工子会社の持分10%を残してパーシャルスピノフ（2023年11月までに残持分を売却済）。

米自動車大手GMの内燃部品を製造するBorgWarnerは、燃料システム事業とアフターマーケット事業を2023年7月にスピノフ。自身は水素トラック用部品の供給に取り組んでいる。

米製薬大手Johnson & Johnsonは、処方薬や医療機器等の医療向け事業に専念するため、消費者向け事業（絆創膏等）子会社Kenvueを2023年5月に上場させ、2023年8月に約90%の残持分をスプリットオフ（非按分分配のスピノフ）。

(注) Practical Law US のWhat's Market から情報を取得できたスピノフ案件（2024年2月6日時点、パーシャルスピノフやスプリットオフ等の各種スピノフ手法を含む）のうち、スピノフ実行完了を公表情報から確認できた19件のみ対象とした。売上高はスピノフ実行前事業年度の期末実績で、スピノフ事業分（水色）と元親会社に残る事業分（紺色）に区分。元親会社及びスピノフされた会社の年次報告書（Form 10-K）より取得。（出典）各社年次報告書より経済産業省作成。

(出典) 各社年次報告書・プレスリリース等より経済産業省作成。

(参考) 企業がスピノフを行う理由

- スピノフの目的として、両社が**独立して各々の事業運営により深くフォーカスすることによる、機動的・柔軟で明確な事業戦略やリソース配分の実行、取締役会や経営陣の専門性の発揮、従業員へのより良いキャリア機会・インセンティブの提供、投資家に対する魅力度の向上等**が挙げられる。

GEとGE Healthcareのスピノフの目的

- 独立運営の企業として、各事業は長期的な成長を実現し、顧客、投資家、従業員に対して下掲のような価値をより多く提供できるようになる。
 - 顧客のニーズに応えられる、より深くフォーカスされた事業運営、説明責任と機動性。
 - 明確な戦略と業界特有の状況に基づいた資本配分の決定。
 - 成長機会を追求するための戦略的・財務的な柔軟性。
 - 専門知識を持つ専任の取締役会。
 - 従業員に対する、事業や業界に特化したキャリアの機会やインセンティブ。
 - 幅広い投資家を引きつける、独特で魅力的な投資プロフィール。
- 【GE Investor Update (2021年11月9日)】

- 今日の医療は、患者が健康で充実した生活を送ることができるよう、患者が医療を受ける道程を簡素化し、より正確な診断と治療を加速させることが求められている。そのため、当社は**プレジジョンケア（患者個別の特性に合わせた治療・予防）を追求する独立した医療技術・診断会社としてスピノフした**。医療提供者と患者がより尊厳を持って生活できるよう支援するという当社の使命を果たすためには、より簡素で、繋がりのある、より個別的なケアを実現する必要がある。**独立して運営することで、当社の人材とリソースを最も必要としている人々に直接届けることができる。**

【GE Healthcare ホームページ】

BorgWarnerとPHINIAのスピノフの目的

- BorgWarnerの取締役会は、燃料システムおよびアフターマーケット部門の戦略的スピノフが、当社の変革を進める最良の道であると考えている。この分離は、**内燃機関ポートフォリオの最適化と電動化の進展を支え、新会社は水素等の代替燃料やアフターマーケットでの成長機会を追求できる**ようになる。…最終的には、**フォーカスを持った強力な2社が各々の戦略を追求することで、株主価値を最大化できると期待している。**
 - 燃料システムおよびアフターマーケット部門のスピノフは、EVへの移行をさらに進め、「**クリーンでエネルギー効率の高い世界**」という当社のビジョンを実現するための重要な次のステップ。同時に、**強固な財務基盤と新しいフォーカスを持つ企業を創出する。**
- 【BorgWarnerプレスリリース (2022年12月6日)】

- 今日、PHINIAが、DelphiとDelco-Remy®、Hartridgeの各ブランドと共に燃料システムとアフターマーケット製品・サービスのシステムとコンポーネントにおける世界的なプロダクトリーダーとなるための新たな挑戦の始まりである。我々は、**自らの未来を形作り、決定する能力を持つ独立事業体として新たにスタートを切ることに非常にワクワクしている。**
- 【PHINIA プレスリリース (2023年7月4日)】

(参考) スピンオフ上場した米国企業の株価の推移

- 直近4年以内に親会社からスピンオフした企業で構成される株価指数「S&P米国スピンオフ指数」は、2010年以降の15年間で約7倍に上昇。米国を代表する上場企業で構成されるS&P500銘柄の株価指数をほぼ常に上回っている。
- 新たにスピンオフ上場した企業のみならず、元親会社も成長期待が高まり、両社ともに株価が上昇しているケースも多い。

米国スピンオフ企業の株価指数の推移
(2010年1月～2025年1月)



(注) 2010年1月末(1/29)を100として指数化。対象期間は2010/1/29～2025/1/31。
(出典) Bloombergのデータを基に経済産業省作成。

2023年の米国企業スピンオフ事例における株価の変化

直近株価の変化率	0%未満	+10%未満	+100%未満	+100%以上
元親会社	5	3	7	2
スピンオフ会社	6	1	7	3
両社計	3	0	7	7

(社)

このうち特に株価上昇の大きな事例

General Electric Company 実行前：\$49.10 直近：\$203.57 (+315%)	GE Healthcare Holding 直後：\$60.49 直近：\$88.30 (+46%)	両社計 実行前：\$49.10 直近：\$291.87 (+494%)
Jefferies Financial Group 実行前：\$33.40 直近：\$76.89 (+130%)	Vitesse Energy 直後：\$14.40 直近：\$25.88 (+80%)	両社計 実行前：\$33.40 直近：\$102.77 (+208%)
Sphere Entertainment 実行前：\$28.01 直近：\$46.6 (+66%)	MSGE 直後：\$33.05 直近：\$36.34 (+10%)	両社計 実行前：\$28.01 直近：\$82.94 (+196%)
MDU Resources Group 実行前：\$11.15 直近：\$17.82 (+60%)	Knife River Holding 直後：\$36.89 直近：\$103.58 (+181%)	両社計 実行前：\$11.15 直近：\$121.40 (+989%)
BorgWarner 実行前：\$40.41 直近：\$31.90 (-21%)	PHINIA 直後：\$33.81 直近：\$50.89 (+51%)	両社計 実行前：\$40.41 直近：\$82.79 (+105%)

(注) 2023年のスピンオフ実施が確認できた19社のうち、スピンオフ後の合併により株価の比較が難しくなった2社を除く。いずれもNYSE又はNasdaqの終値。実行前はスピンオフの権利付最終日。直後はスピンオフ実行日。直近は2025/1/31。
(出典) 各社株価情報等より経済産業省作成。

(参考) スピンオフに関する日本企業の検討状況

- 2023年以降、**上場企業5社がスピンオフの検討を正式に公表**し、実行に向けて準備中。
- 元親会社が全ての株式を分配する完全スピンオフに加えて、一部持分を残すパーシャルスピンオフを検討する企業も出てきている。

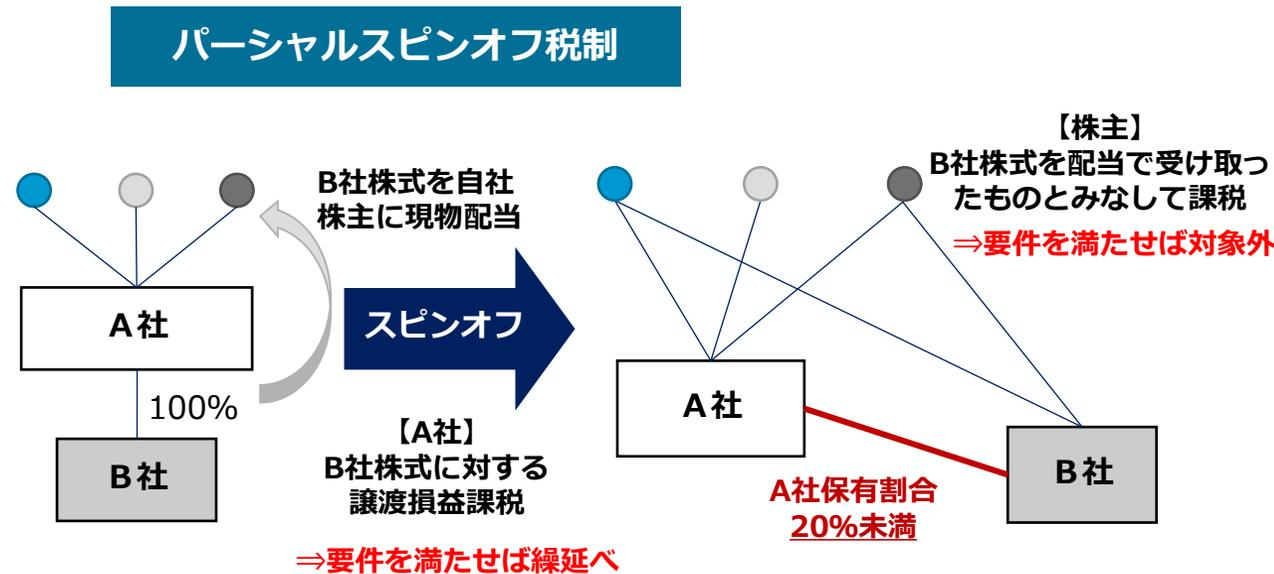
スピンオフの検討開始を正式に公表した企業

公表日	スピンオフ 実施会社	スピンオフ される会社	検討中の スピンオフの手法	スピンオフ 実行予定時期
2023/1/23	(株)メルコホールディングス	シマダヤ(株) (麺類の製造・販売)	株式分配 (完全スピンオフ)	2024年10月1日 実行済
2023/5/11	(株)デジタルハーツホールディングス	(株)AGEST (情報・通信)	株式分配 (完全スピンオフ)	2025年内
2023/5/18	ソニーグループ(株)	ソニーフィナンシャルグループ(株) (金融)	株式分配 (パーシャルスピンオフ)	2025年10月
2023/7/14	Hamee(株)	NE(株) (ソフトウェア)	株式分配 (完全スピンオフ)	(2025年中に 上場申請)
2024/2/14	(株)レゾナックホールディングス	クラサスケミカル(株) (石油化学) ※2025年1月1日分社化	株式分配 (パーシャルスピンオフ)	2024年2月公表時点 から1~2年後

(出典) 各社適時開示情報を基に経済産業省作成。

(参考) スピンオフに関する税制措置の創設

- 企業の機動的な事業再編を促進するため、**特定事業を切り出して独立会社とする「スピンオフ」**について、一定の要件を満たせば適格組織再編として元親会社に対する**譲渡益課税を繰延べ**、**株主段階の課税を対象外**とする税制を平成29年度に創設。
- 令和5年度には、**元親会社に一部持分を残すパーシャルスピンオフ**についても、**大企業発スタートアップ創出促進のための政策税制**として、一定の要件を満たせば課税繰延べが認められる特例措置を創設（適用期限は令和9年度末）。



主な適用要件

- ① スピンオフ後にA社が保有するB社株式が**発行済株式の20%未満**であること
 - ② スピンオフ直前のB社の**従業員のおおむね90%以上**が、その業務に引き続き従事することが見込まれること
 - ③ A社が**産業競争力強化法の事業再編計画の認定**を受けていること
 - B社の**主要な事業として新たな事業活動を行っていること**
 - B社の**役員に対するストックオプションの付与等**の要件を満たすこと
- 等

(参考) 各種スピノフに関する日本企業のニーズ

- 大企業発スタートアップの創出だけでなく、**レガシー事業の切り出しを通じた事業ポートフォリオの最適化**の際に、スピノフを実施するニーズについて指摘がある。
- その際、子会社の完全な切り出しだけでなく、**元親会社との関係を一定程度維持することで、スムーズな子会社の独立・上場が進む**との指摘がある。
- 加えて、スピノフ上場後の企業の成長のため、**スピノフ直後の他社との統合や共同事業会社のスピノフ**といった**業界再編を絡めたスピノフ**等に関するニーズの声も存在。

企業・有識者等へのヒアリングにおいて得られた指摘の例

- 温存するとコア事業の成長を阻害し、コングロマリットディスカウントで企業価値の評価にも影響する、**レガシー事業の切り出しにスピノフのニーズが高い**。
- **スタートアップ以外の企業でも、切り離して一定期間親会社との関係を維持することで独立準備を行う**ということもあり得る。
- **上場には何かしらの成長ストーリーが必要**であり、**スピノフと同時に他社との統合という再編ストーリーを語るニーズが結構存在する**。
- **小規模事業や低成長領域、多額の初期投資を要する事業等は買い手が付かないものが多く、単独ではIPOの成長ストーリーを語るのが難しい**場合がある。この点、**業界再編を絡めたスピノフは有効なツールとなり得る**。上場に必要事業規模が得られ、規模の経済による利益向上の余地もある。
- 電動化や自動運転が進んでおり、需要が中長期的に減る内燃機関部門にはリソースを割けない。他方で稼ぎ頭であり競争力の維持も必要。**売却しようにも内燃機関部門を買いたい人は少ないので、スピノフした上で再編が起こっていくと良い**。これは自動車メーカーも部品メーカーの世界でも共通。

(1) ②企業間連携における課題

- 人口減少やカーボンニュートラルへの移行、海外情勢の変化など、我が国を取り巻く環境は**長期的に不確実性**を伴いながら大きく変化している。こうした環境下で、**企業の成長のための打ち手として、一定のリスクの中でも既存事業・設備の統廃合や新規投資を通じた事業転換等を迅速に行っていくことが重要**であり、こうした取組の実施に当たっては**企業結合や複数企業間の連携が必要**と考えられる。
- これを踏まえ、**制度的に対応すべき論点としてはどのようなものがあるか。**

日本の環境と社会的要請の変化

㊦人口減少及びそれに伴う需要減少
⇒**既存資産の合理化が必要**

㊩カーボンニュートラル
⇒**既存設備・商品の縮減及び新設備・商品への転換（GX）が必要**

㊪海外情勢（ロシア・ウクライナ、中東）の変化、経済安全保障上の要請によるサプライチェーンの再構築
㊫中国を中心とする過剰生産能力の保有、諸外国のジャイアント企業の増加（相対的な日本の産業競争力の低下）
⇒**海外からの強力な競争圧力に対応できる事業の規模や強靭性が必要**

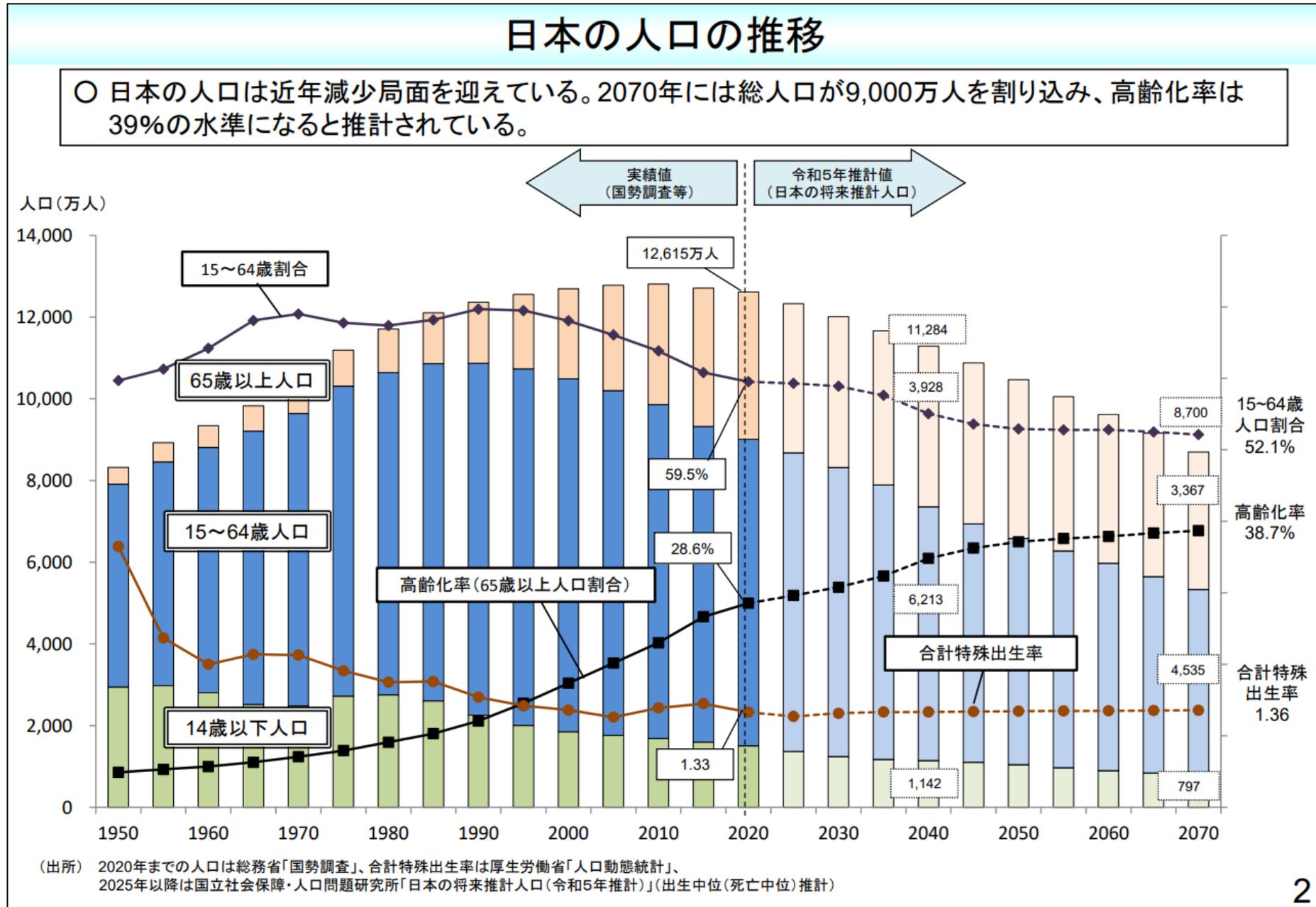
事業ポートフォリオの観点から必要な対応（産業構造改革）

I 既存事業・設備の統廃合や新規投資を通じた事業転換（GX含む）
⇒複数企業に跨る問題のため、企業結合は有効な手段の一つ

II 複数企業の業務提携による研究開発、共同調達（サプライチェーン強靭化）等の実施

III 企業結合等を通じた国際競争力の向上、イノベーションの促進

(参考) 日本の人口減少、高齢化率の上昇



(参考) GXに関する動向

- 2040年に向け、各産業分野で大変革が求められている。規制・支援一体型の成長志向型カーボンプライシング構想により、今後10年間で150兆円超の官民GX投資を実施。

GXに関する分野別投資戦略の概要



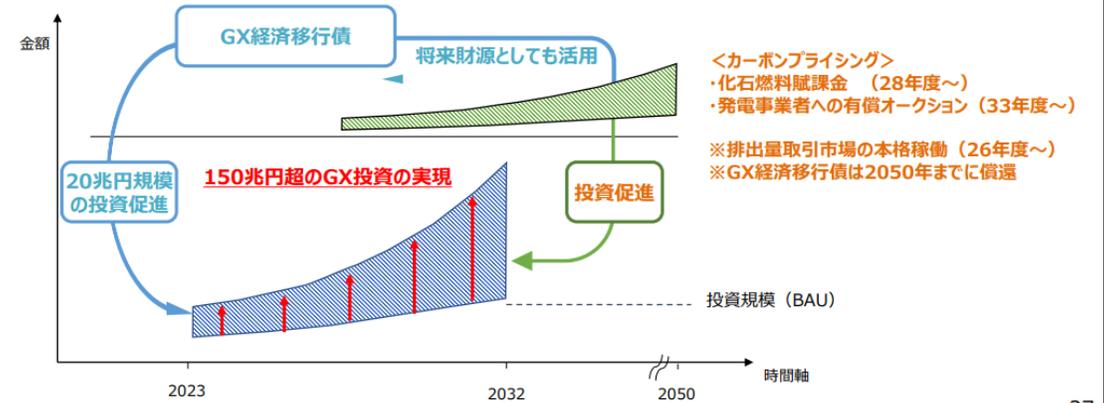
(出典) 経済産業省プレスリリース (2024年12月27日) 分野別投資戦略 (ver.2)

GXを促進するための制度的措置

【参考】「成長志向型カーボンプライシング構想」(2023年2月GX基本方針)

規制・支援一体型の成長志向型カーボンプライシング構想により、今後10年間で150兆円超の官民GX投資

- ① 「GX経済移行債」*を活用した、「分野別投資戦略」に基づく、20兆円規模の大胆な先行投資支援 ※2050年までに償還
- ② カーボンプライシングの導入
 - i) 28年度から「化石燃料賦課金」を導入
 - ii) 33年度から発電事業者に対する排出枠の有償調達制度の導入 (26年度から排出量取引市場本格稼働)
- ③ 新たな金融手法の活用
 - GX推進機構による債務保証 等



(出典) 内閣官房GX実行推進室「GX2040ビジョン(案)の概要」(令和6年12月26日)

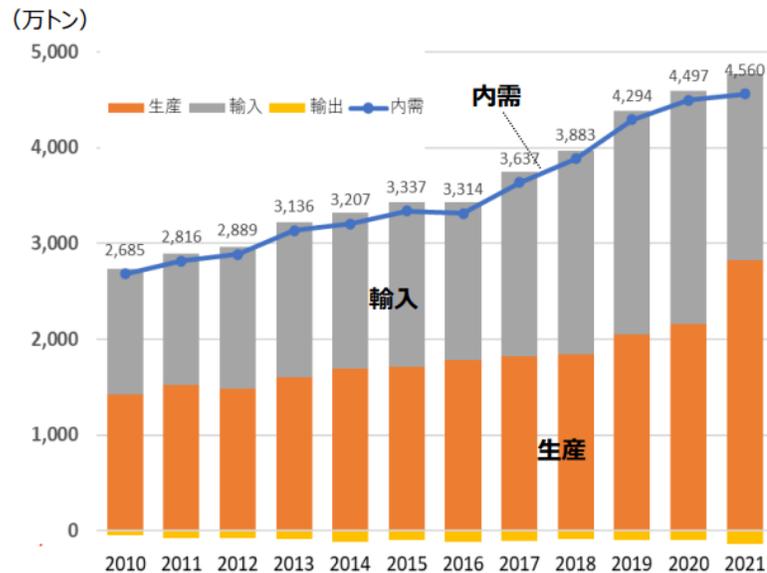
(参考) 中国の生産設備増強 (エチレン生産設備の例)

- 例えば、エチレンについて、中国での生産設備増強が計画されており、国際的な競争は激化。

中国国内の需給と生産設備増強の動向

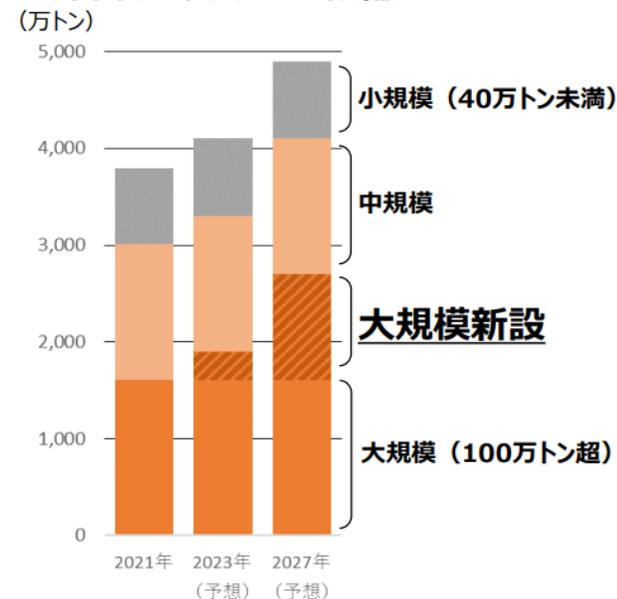
- 我が国の主な輸出先である**中国は**、新型コロナウイルス感染症の影響もあり、**需要の伸びが鈍化**。
- 他方で、中国では、今後、**100万トン超の大規模なエチレン生産設備の新設・稼働が予定されており**、我が国から中国への輸出は徐々に難しくなり減少していく見込み。

＜中国国内の需給バランス＞



＜出典＞グリーンマテリアル産業への転換を通じた競争力強化に関する調査等から経済産業省作成

＜中国のエチレン生産設備＞



＜出典＞各種報道を基に経済産業省作成

(参考) 「欧州の競争力の将来」レポート (ドラギレポート) (2024年9月9日)

- 9月9日、ドラギ元ECB総裁は、2023年9月のフォン・デア・ライエン (VDL) 欧州委員長からの諮問を受け、「欧州の競争力の将来」レポート※を公表。
※全体で約400頁。「戦略パート」と「個別政策集」(10分野 (エネルギー、重要原材料、通信、デジタル・先端技術、鉄鋼・化学等、クリーンテクノロジー、自動車、防衛、宇宙、医薬品、輸送)、分野横断事項 (イノベーション・人材・投資・競争・統治機構)) で構成。
- 3つの構造変化に対応するための「新たな産業政策」の打ち出し、戦略分野への年間最大8,000億ユーロの投資や競争政策・貿易政策との連携等を提案。
 - ① 米中とのイノベーション格差の解消 (= 大規模投資、規制改革)
 - ② 高いエネルギー価格への対応 (= 脱炭素化と競争力強化)
 - ③ 地政学的リスクへの対応 (= 過剰対外依存の是正と防衛産業の強化)
- 提言内容は第二期VDL政権の成長戦略に一定程度反映される見込み。



出典：欧州委員会ウェブサイト

「新たな産業政策」実現に向けた4つの柱 (Building Blocks)

1. 単一市場の完全実施

- 単一市場の実現に向けた域内取引の阻害要因の削減

2. 産業政策・競争政策・貿易政策の相互連携

- **貿易政策**：産業政策目的に応じた貿易ツールの使い分け
 - ①イノベーション促進：貿易制限措置の削減等
 - ②脱炭素：市場衡平性維持のための貿易救済措置の活用
 - ③鉱物サプライチェーン多様化：鉱物国との貿易協定の推進 等
- **競争政策**：イノベーションや世界市場での競争のためのリソースプール等を念頭に置いた企業結合ガイドラインの改定、競合企業間の業務提携 (研究開発投資、共同調達等) に関するガイダンス及びテンプレートの提供等
- 他方、保護主義や競争阻害がないよう一定の原則の下での実施に留意

3. 大規模域内投資 (戦略実現の主要課題と位置づけ)

- 年間最大8,000億ユーロ (約127兆円。EUのGDP 4.7%*相当) の追加投資を提案
*戦後のマーシャルプランも最大2%程度
- 民間資金の呼び水としての公的資金投入と生産性向上の重要性。そのためEU共同債の継続的な発行をやイノベーション促進のための共同投資等を提案

4. EU統治改革

- EU大の競争力優先順位を示す「協調枠組み」や「行動計画」の策定
- 特定多数決方式 (QMV) の拡大など意志決定迅速化
- AI等を活用した規制負担の削減

(2) ①資本・金融市場（エクイティ）における課題

- 企業の成長戦略の実現に向けて、企業が取ろうとする様々なリスクに対して、**リスク性資金が適切に供給されるよう、資本・金融市場の厚みを増していくことが重要**。このため、エクイティ・デット両面から、**(A) プレイヤーの創出・育成、(B) ルール・インフラ整備**を進めていく必要。

【エクイティ】

- 企業の成長に向けて**中長期目線での株式保有、適切なエンゲージメントや事業再編等を行う投資家**が十分に存在せず、そのような**投資家が生まれ、育つ環境**も十分でない。また、資産運用立国の取組や上場市場改革、コーポレートガバナンスの着実な進展も相まって、M&Aや事業承継、非公開化などが今後ますます活況に。これらを支えるために様々なプレイヤーの**裾野と規模の拡大**が必要。
- さらに、現状、**上場市場に多くの企業が滞留しているとの声もあるが**、グロース投資やセカンダリー投資や非上場化に向けた投資など、**非上場市場と上場市場を支え、繋ぐような資金調達環境整備も不十分**。

(A) プレイヤーの創出・育成：

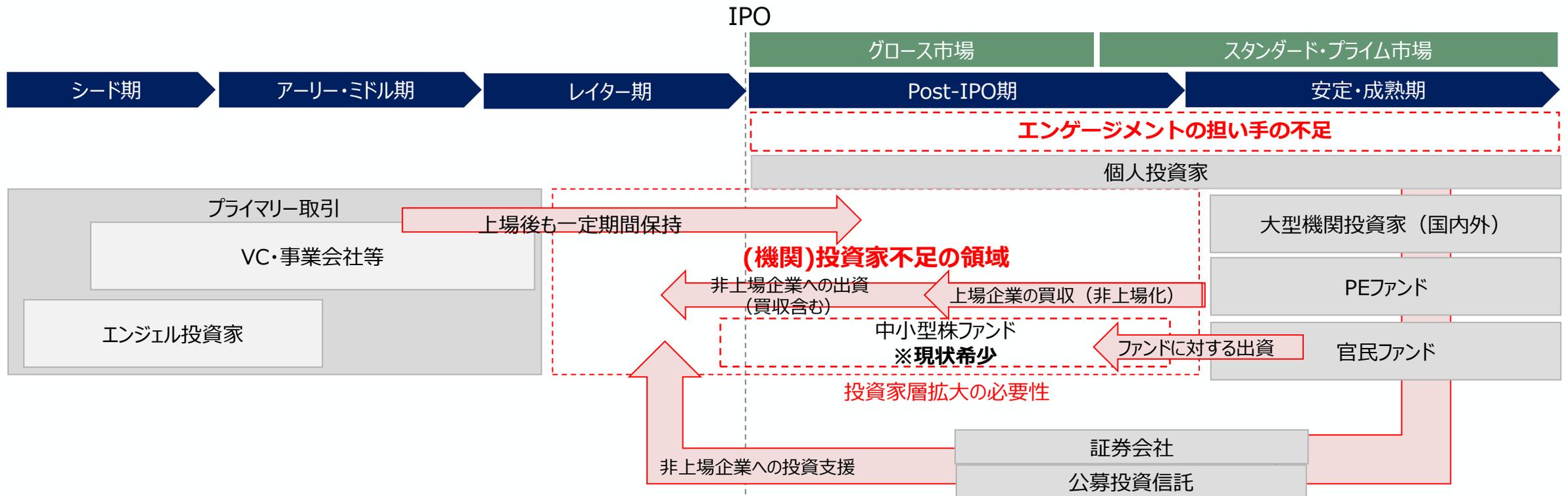
- ✓ 市況に左右されず、様々なリスク性資金が適切に供給される環境整備のため、
 - ①**新興ファンドの立上げ支援**による、**エンゲージメント・PE・VC等のプレイヤーの裾野の拡大**のほか、
 - ②**PE等の民間ファンドへの出資や官民共同投資**を進め、**大型案件を扱うプレイヤー層を厚くしていく**、ことを目指すべく、民業補完の徹底に留意しつつ、**官民ファンド等の公的機関による出資機能の活用**も検討すべきではないか。

(B) ルール・インフラ整備：

- ✓ シームレスな非上場・上場市場を実現するためには、企業のニーズに応じて**非上場・上場を柔軟に選択**でき、かつ、**成長資金をどのステージでも獲得できるような環境整備**が重要ではないか。

(参考) 非上場市場と上場市場にわたるプレイヤーの裾野拡大

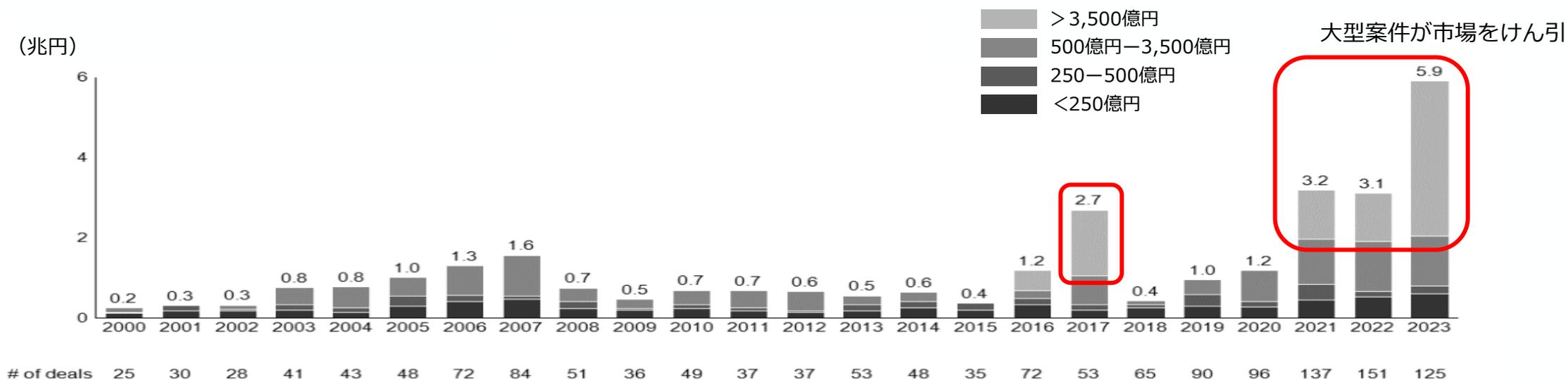
- 日本では、**レイター期・Post-IPO期の資金供給主体が不足**しており、非上場の段階でスタートアップを大きくできず、また上場後の成長の鈍化の一因となっている。
- 加えて、上場企業を対象とする**エンゲージメントの担い手も不足**しており、企業価値向上に向けた資本市場からの働きかけが限定的。
- こうした中、レイター期・Post-IPO期の資金供給主体となる**VC、PEファンド、中小型株ファンド等**や、**エンゲージメントファンドに対するEMP**（新しい取組を行うファンドを生み出す支援）が重要。
- このため、**官民ファンドによる民間ファンドへの出資**が、プレイヤーの裾野拡大に重要な役割を果たし得るのではないかと。



(参考) 大型案件を扱うプレイヤー層拡大の必要性

- 大企業の非上場化案件やカーブアウトなど、大型案件がPE市場をけん引している状況。しかし、こうした大型案件に対応できるファンドサイズを有するPEファンドは数える程度しか存在しない。
- 今後より一層、企業の事業ポートフォリオ見直しや非公開化による事業構造改革が進んでいく中で、**大型案件に対応できるPEファンドの層を拡大していく必要がある**。
- 上記を踏まえ、官民ファンドによる①**民間PEファンドへの出資**や、②**官民共同投資**の仕組みを整備することが大型案件を扱うプレイヤー層を拡大する上で重要ではないか。

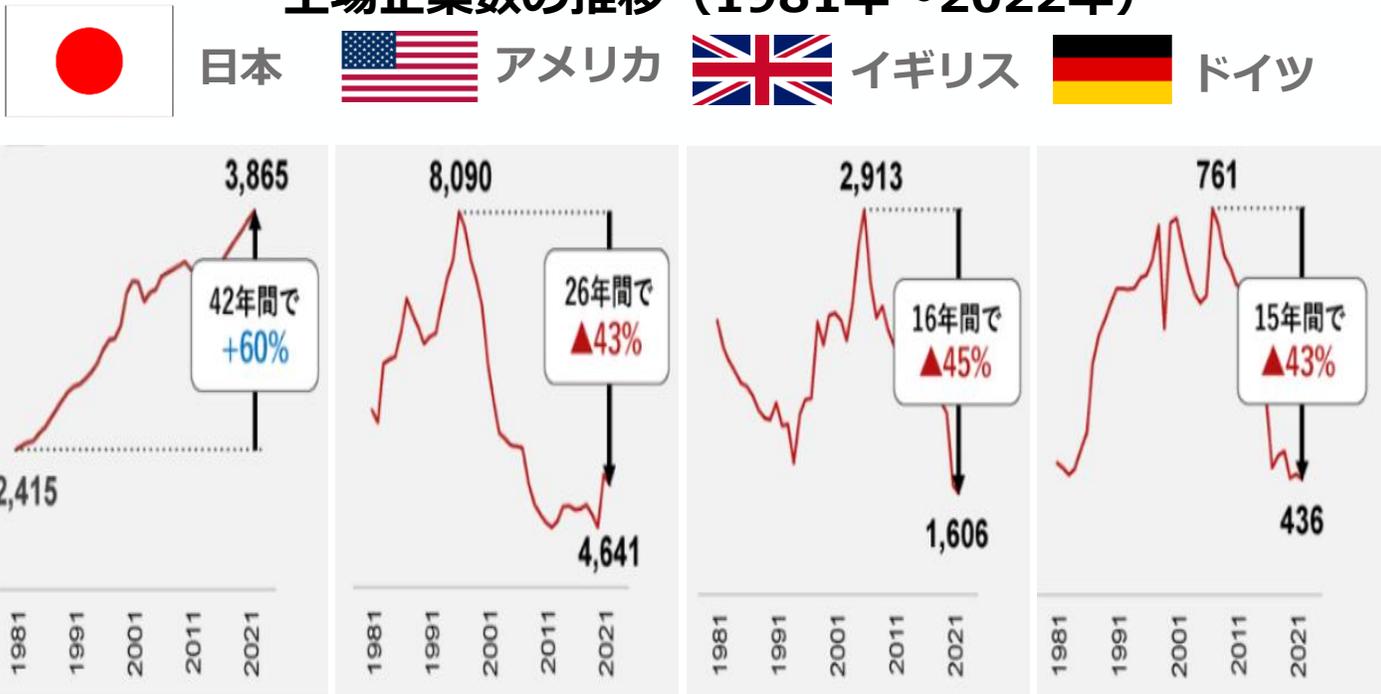
国内のプライベート・エクイティ (PE) 市場



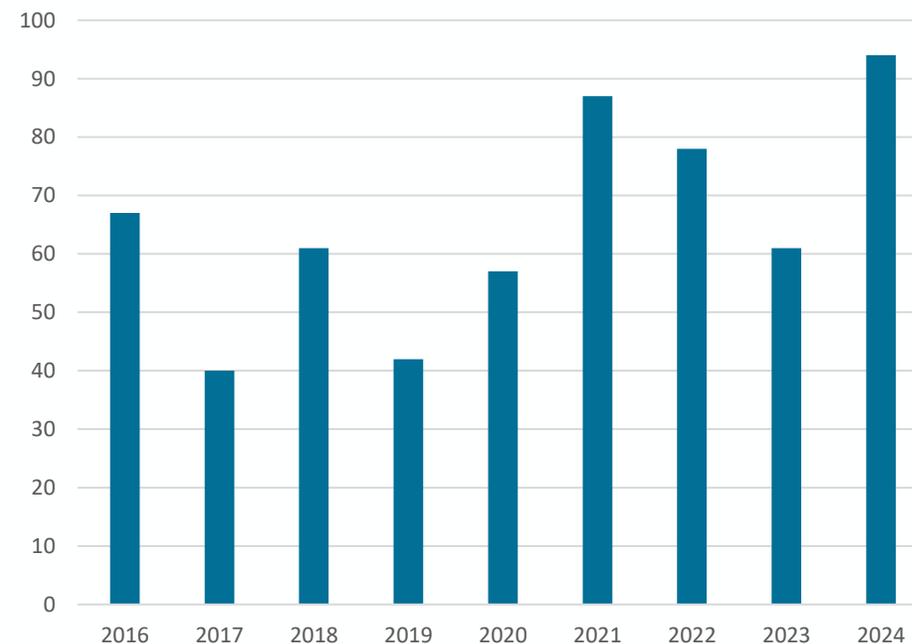
(参考) 主要国における上場企業数の推移

- 主要国（アメリカ、イギリス、ドイツ）では、2000年代以降、**上場企業数が減少傾向**にあるが、**日本では増加傾向**が続いている。
- 一方で、上場廃止件数も増加しており、2024年は94件と**過去最多**で、特に**TOBを通じた非上場化**が件数を伸ばしている。

上場企業数の推移 (1981年～2022年)



上場廃止件数



注) 上場会社数の内数は自国企業のみ。海外企業は含まれない。

出典 フロンティア・マネジメント株式会社ホームページ 2023年12月19日記事より抜粋

注) プライム、スタンダード、グロース市場からの上場廃止件数

出典 JPX ホームページより経産省作成

(2) ②資本・金融市場（デット）における課題

【デット】

- 低金利・デフレの環境下で、金融機関は融資以外の手法による取組の可能性を模索してきたが、足下の金利上昇を含むマクロ経済環境の変化の中、金融機関間の預金獲得競争の激化と本業である融資への回帰が進む。
- 並行して、家計金融資産の投資シフトが進む中においても、家計資産の大部分を占める預金が、融資という形で我が国の産業金融の多くを支えているのが現状。
- しかし、GXやDXなど、**不確実性が高く事業リスクも大きい成長領域**において、主導権を握るためのグローバルな投資競争が激化し、M&A含む**投資規模も拡大**。こうした動向も踏まえれば、エクイティ領域と合わせて、デット領域においても、**資金の担い手の拡大・社債等の一層の活用**など、**企業の成長資金の獲得手法の多様化**を図ることが重要ではないか。

(A) プレイヤーの創出・育成：

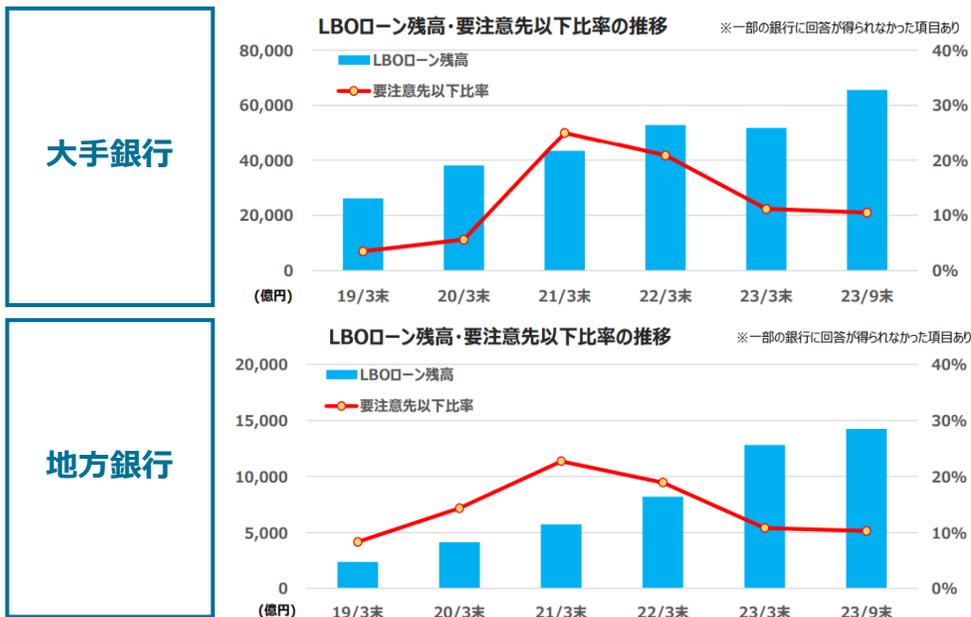
- ✓ 現在、主要なデットの担い手となっている銀行において、**担保や保証に依らない事業性融資等を推進**することで、**融資手法の多様化を図ること**や、企業の成長投資を支える**メガバンク・地方銀行等・政府系金融機関の連携の在り方**を検討することが重要ではないか。加えて、銀行以外の多様なデットの担い手の厚みを増す方策などについて検討すべきではないか。

(B) ルール・インフラ整備：

- ✓ 社債が企業と投資家の双方にとって魅力的な選択肢となるよう、**社債と融資のイコールフットイング**（コベナンツの実質化等による**社債権者保護の充実等**）や、**社債市場の活性化に向けた検討**が重要ではないか。

(参考) LBOファイナンスの動向

- **LBO (Leveraged Buyout) ローン**はM&Aや非上場化の際などに活用されるが、案件の増加や大型化を受け、大手銀行・地方銀行の**残高が増加**。
- 日米のLBOファイナンスマーケットを比較すると、日本ではLBOローンを**銀行がそのまま保有**することが多いが、米国では**機関投資家がCLO (Collateralized Loan Obligation、ローン担保証券) や投資信託の形で引き受ける**ことが多い。また、米国には**ハイイールド債**の形で高いリスクを取るプレイヤーが存在するが、日本にはハイイールドマーケットが存在しない。また、**セカンダリー市場やリース会社やデットファンド**等の銀行以外の多様な担い手に期待する声もある。
- 今後もLBOファイナンスの需要は拡大する見込みである一方、銀行による引き受けには限界があることから、**LBOファイナンスの担い手を拡大**することが重要ではないか。**拡大に向けた課題や方策**について検討することが重要ではないか。



出典 金融庁「大手銀行・地域銀行国内LBOローンに関するアンケート調査結果」(2024年7月25日)

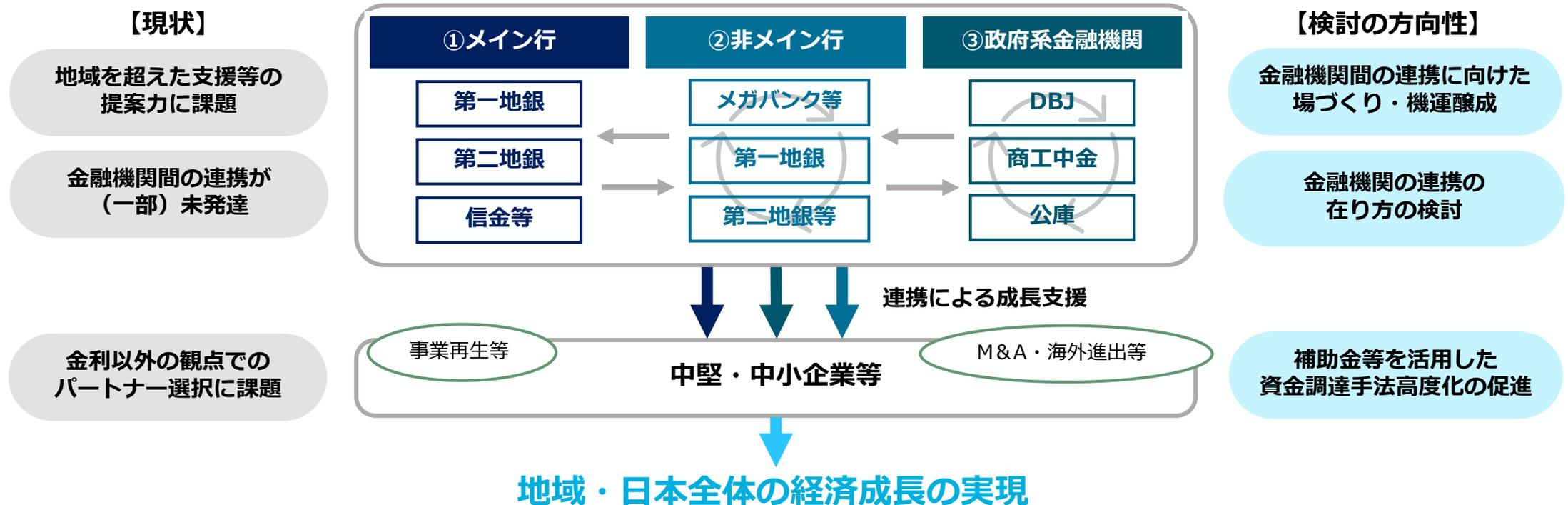
＜LBOファイナンス市場の日米比較まとめ＞

項目	日本	米国
市場規模	小	大
セカンダリー市場	未成熟	成熟
流動性	低い	高い
投資家	銀行、生命保険等に限定	CLOや投資信託、ハイイールド社債など多様
アレンジャーのホールド (大型案件での集中リスク)	大	小
レバレッジ倍率	【保有前提】 6倍超の案件も多く見られる	【売却前提】 概ね5倍強
リスク・リターン目線	リレーションシップ バンキング目線	多様な投資家への流通目線

出典 全国銀行協会「国内LBOファイナンスの課題に関する報告書(2023年度)」(2024年3月25日)を基に経済産業省作成

(参考) 金融機関間の連携の在り方

- 例えば、企業が海外進出や地域を越えたM&Aなどに取り組む際、金融機関から最適なファイナンス手法による資金供給や提案を十分に受けられていないという声が存在。
- こうした課題に対応し、企業の成長投資に向けた資金調達環境を整備するため、**メガバンク・地方銀行等・政府系金融機関の連携の在り方**を検討することが必要ではないか。特に、**民間金融機関・政府系金融機関等の多様なプレイヤーによる一層の連携**を促すことで、企業の成長投資を更に後押しするべきではないか。このためにこういった取組が必要か。



(参考) 事業性融資等の推進による融資手法の多様化

- 企業の成長に向けては、成長ステージに応じてエクイティとデットを組み合わせながら資金供給を行う必要があるが、スタートアップなどの**有形資産に乏しい事業者**や、経営者保証により事業承継や思い切った事業展開を躊躇している事業者などへの**融資が十分に行われていない可能性**がある。
- 上記のような事業者への資金調達を円滑化し、成長を加速させるためには、動産担保融資（ABL）や事業性評価融資、LBOファイナンスやベンチャーデットなど、担保や保証ではなく**事業性に着目した融資（事業性融資）**等を推進し、**銀行等による融資手法の多様化**を図ることも重要ではないか。

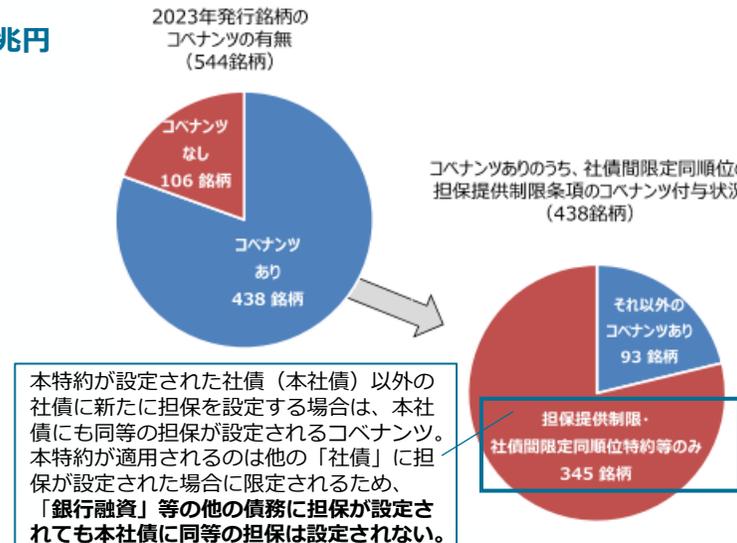


(参考) 社債と融資のイコールフットィングの実現

- 社債発行額は上昇傾向にあり、**2024年は過去最高水準**。社債は、融資に比べて償還年限を比較的長期に設定できるため、**大規模な設備投資等の資金調達に適している**とされており、今後もニーズが高まる可能性。
- しかし、**国内での社債活用は限定的**。特に、低格付債は、成長投資を支える重要な資金調達手段の一つとして国外では広く活用されているが、国内では極めて限定的。この理由として、国内では**社債権者保護が十分ではない**こと等が考えられる。
- 成長投資を支えるインフラである社債活用のための環境整備として、**社債と融資のイコールフットィング（コバナンツの実質化等による社債権者保護の充実等）や社債市場の活性化に向けた検討が重要**ではないか。



社債のコバナンツの付与状況



実効的なコバナンツの一例

※ コバナンツとは、社債の契約内容として、社債権者保護等のために発行会社に課せられる一定の義務のこと

チェンジ・オブ・コントロール条項

発行会社に組織再編や大株主の異動などの事由が発生した場合、社債権者はあらかじめ定めた価格での社債の償還を可能とするもの

レポーティング・コバナンツ条項

発行会社が非上場化した後も、社債権者の投資判断に重大な影響を及ぼす一定の事由については、社債権者へ報告する義務を課すもの

目次

1. 前回委員会での主なご意見・今後の議論の進め方

2. 各課題の検討

(1) 事業ポートフォリオ最適化

①事業再編

②企業間連携

(2) 資本・金融市場

①エクイティ

②デット

3. 本日は議論いただきたい論点

本日は議論いただきたい論点

論点① 各ポジションに応じて、企業が成長のために優先すべき打ち手とその実行に当たって障害となる社会システムにおける課題の整理についてどう考えるか。

論点② 事業ポートフォリオ最適化、資本・金融市場に関するそれぞれの課題仮説についてどう考えるか。課題の解決に向けてどのような政策に取り組むべきか。