

企業の稼ぐ力向上に向けた コーポレートガバナンス改革の取組

2019年11月25日

経済産業省

【目次】

1. これまでの取組

2. 今後の課題

(1) 長期投資の促進

(2) 事業再編の促進

近年のコーポレートガバナンス改革（改革の全体像）

1. 経営システム・ガバナンスの強化

グループ・ガバナンス・システムに関する実務指針（グループガイドライン）策定

以下の内容を中心に、グループガバナンスに関する具体的な取組やベストプラクティスを提示

- ✓ グループ設計の在り方
- ✓ 事業ポートフォリオマネジメントの在り方
- ✓ 内部統制システムの在り方
- ✓ 子会社経営陣の指名・報酬の在り方
- ✓ 上場子会社に関するガバナンスの在り方

その他の取組

- ✓ 会社法改正（第200回臨時国会で審議中）
- ✓ コーポレートガバナンス・コード策定・改訂（2015年・2018年）
- ✓ CGSガイドライン策定・改訂（2017年・2018年）
- ✓ 役員報酬税制の改正（インセンティブ報酬等）

2. 建設的な対話に向けた環境整備

対話型株主総会プロセスに向けた議案検討期間の拡大と情報開示の充実

- ✓ 株主総会資料の原則電子提供制度の創設
- ✓ 事業報告等と有価証券報告書の一体的な開示を行う際の記載例の公表

3. 中長期的な投資の促進

価値協創のための統合的開示・対話ガイダンス

- ✓ 企業理念・ビジョン・ビジネスモデル・ESG・戦略・KPIの体系化
- ✓ ESG・無形資産（人材・知財・ブランド）等、非財務情報の充実

その他の取組

- ✓ SDGs経営ガイド策定

4. 果敢な経営判断の後押し

（事業再編の促進）

- ✓ スピンオフの課税繰延べ
- ✓ 株式対価M&Aに関する会社法特例の拡充及び課税の繰延べ
- ✓ 公正なM&Aの在り方に関する指針策定

「稼ぐ力」強化

- 収益力向上
- 成長力回復

| | 2012fy | 2018fy |
|------|--------|--------|
| ROA※ | 2.6 | → 4.0% |
| ROE※ | 6.7 | → 8.7% |

※TOPIX500（東証1部上場企業時価総額上位500社）

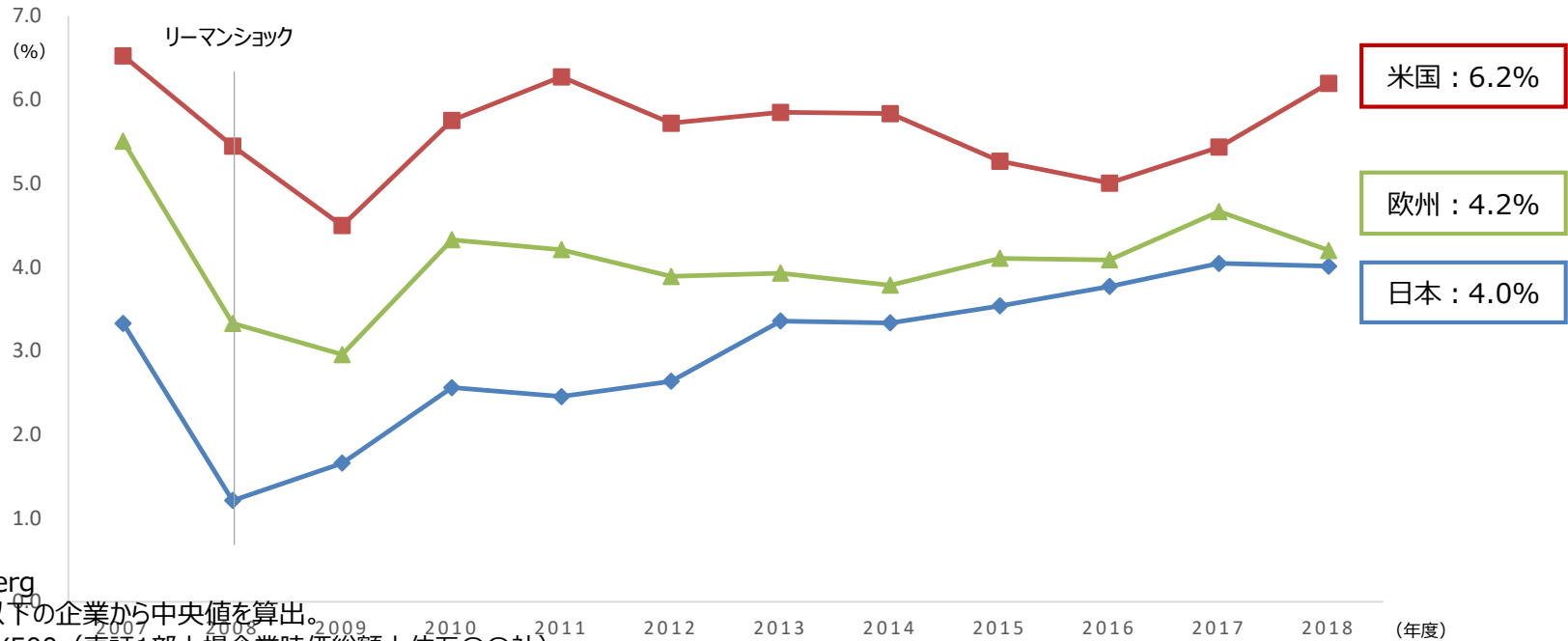
コーポレートガバナンス改革のこれまでの進捗

- ROA（総資本利益率）については、上昇傾向にあるものの、欧米と比べれば未だに低水準。

未来投資戦略2017

- （コーポレートガバナンス改革のKPIとして）大企業（TOPIX500）のROAについて、2025年までに欧米企業に遜色のない水準を目指す。

ROA（総資本利益率）の推移



出所：Bloomberg

分析対象は、以下の企業から中央値を算出。

- ①日本：TOPIX500（東証1部上場企業時価総額上位500社）
- ②米国：S&P500（米国上場企業の内、全主要業種を代表する500社）
- ③欧州：BE500（欧州企業時価総額上位500社）

グループ・ガバナンス・システムに関する実務指針の策定・公表

- 成長戦略を受け、日本企業のグローバル化・多角化が進む中、グループとしての「稼ぐ力」の向上を目指し、「攻め」と「守り」の両面で、グループガバナンスの在り方を検討し、本年6月末に「グループ・ガバナンス・システムに関する実務指針」を策定・公表。

成長戦略の
位置づけ

未来投資戦略2018 - 「Society 5.0」「データ駆動型社会」への変革 -

- 企業グループ全体の価値向上を図る観点から、グループ経営において「守り」と「攻め」両面でいかにガバナンスを働かせるか、事業ポートフォリオをどのように最適化するかなど、グループガバナンスの在り方に関する実務指針を来年春頃を目途に策定する。

成長戦略実行計画

- 上場子会社のガバナンスの在り方を示し、企業に遵守を促す「グループ・ガバナンス・システムに関する実務指針」を新たに策定する。

成長戦略フォローアップ

- 企業グループ全体の企業価値向上を図るため、グループ経営における事業ポートフォリオの最適化や実効的な子会社管理、子会社経営陣の指名・報酬決定などの在り方を示した「グループ・ガバナンス・システムに関する実務指針」を新たに策定し、その周知を進め、同指針に沿った実務の普及・浸透を図る。

取組み

環境変化に対応しつつ持続的な成長を図るため、グローバル化・多角化が重要になる中、企業グループとしての「稼ぐ力」の向上を目指し、「攻め」と「守り」の両面で、「企業グループとしてのガバナンス強化」の方策について検討し、ベストプラクティスの整理を行うべく、「コーポレート・ガバナンス・システム研究会（第2期）」において検討を進め、本年6月末にグループガバナンスの在り方に関する実務指針を策定・公表。

本実務指針の目的と位置づけ

- 本実務指針は、グループガバナンスの強化と持続的な企業価値の向上に向けて、主にグループ企業を対象に、グループガバナンスに関する具体的な取組やベストプラクティスを示すもの。

| 項目 | 詳細 | |
|---------|---|--|
| 目的・位置づけ | <ul style="list-style-type: none"> ● 日本企業の中長期の企業価値の向上と持続的成長の実現に向けたグループガバナンスの在り方を示すことを目的とする。 ● 従来のガバナンス論においては、法人単位・「攻め」が中心であったが、グループ経営の実態を踏まえ、グループの企業価値の向上に向け、攻め・守りの両面からグループガバナンスに関するベストプラクティスを示すもの。 | |
| 対象 | <ul style="list-style-type: none"> ● 多様な事業分野への展開・グローバル化を進めた大規模グループ企業（海外含め、多数の子会社を保有する企業グループを想定）。 | |
| 取組事例 | 企業アンケート結果 | <ul style="list-style-type: none"> ● 経済産業省において、2018年11月から12月に東証1部・2部の上場企業を対象に実施した「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（企業向け）」の結果に基づくもの |
| | 社長・CEOアンケート結果 | <ul style="list-style-type: none"> ● 経済産業省において、2018年11月から12月に東証1部・2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）」の結果に基づくもの |
| | 日本企業ヒアリング結果 | <ul style="list-style-type: none"> ● 経済産業省において、2017年10月から2018年12月にかけてグローバルに大規模なグループ経営を行う日本企業48社を対象として実施した企業ヒアリングの結果等に基づき、各項目に関連する部分をベストプラクティス、あるいは、企業の取組の現状として紹介するもの |
| | 欧米企業ヒアリング結果 | <ul style="list-style-type: none"> ● 経済産業省において、2018年3月から2018年12月にかけて、欧米5か国（米国、英国、ドイツ、フランス、スイス）の大規模グループ経営を行っているグローバル企業や関連団体22社を対象として実施したヒアリングの結果に基づき、各項目に関連する部分をベストプラクティスとして紹介するもの |

実務指針の概要

- 本実務指針は、企業グループとしての「稼ぐ力」の向上を目指し、「攻め」と「守り」の両面でいかに事業ポートフォリオを最適化するか、いかに内部統制システムを機能させるか等、実効的なグループガバナンスの在り方に関し、ベストプラクティスを提示。

本指針の提言

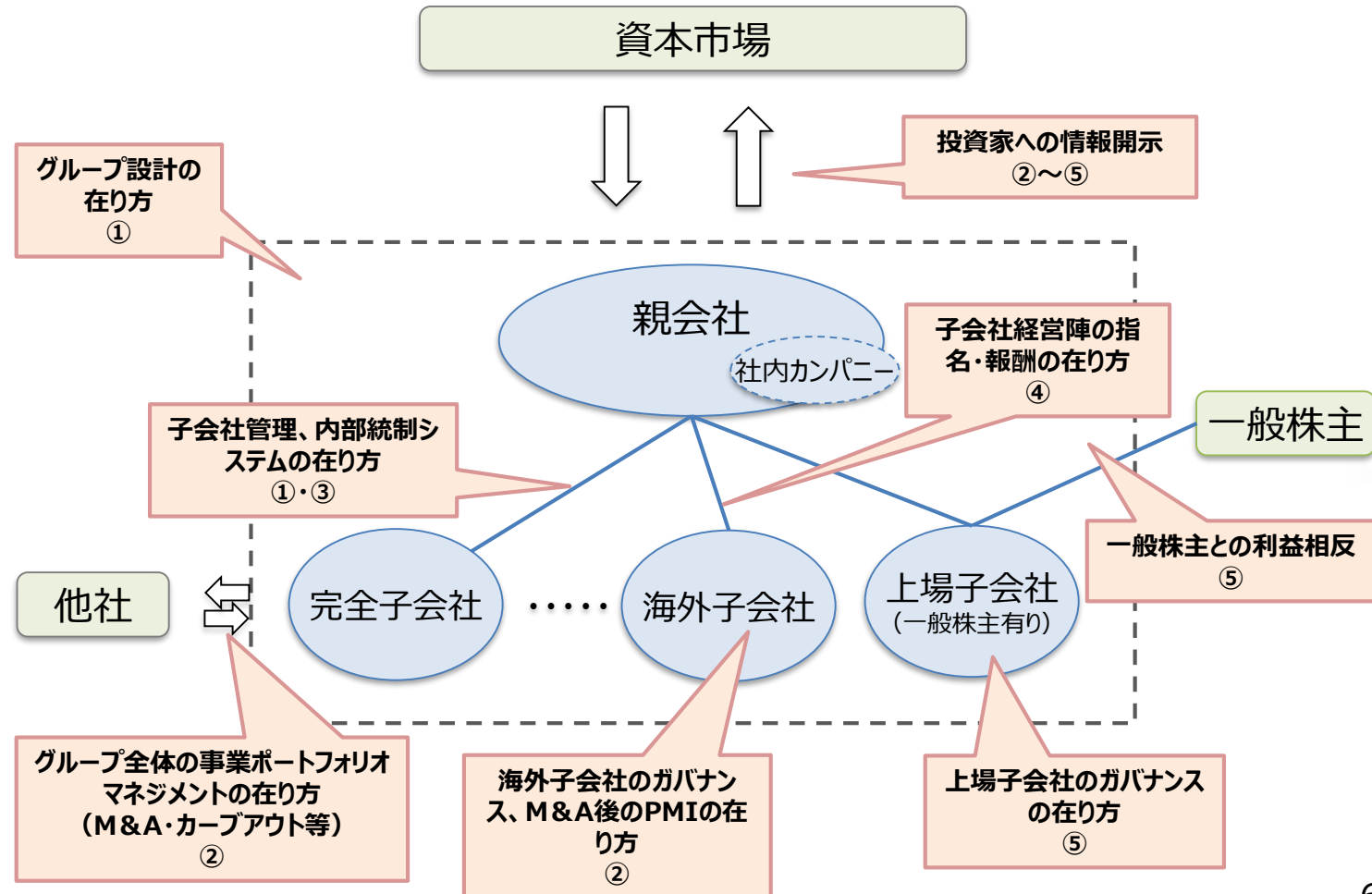
① グループ設計の在り方

② 事業ポートフォリオ
マネジメントの在り方

③ 内部統制システム
の在り方

④ 子会社経営陣の
指名・報酬の在り方

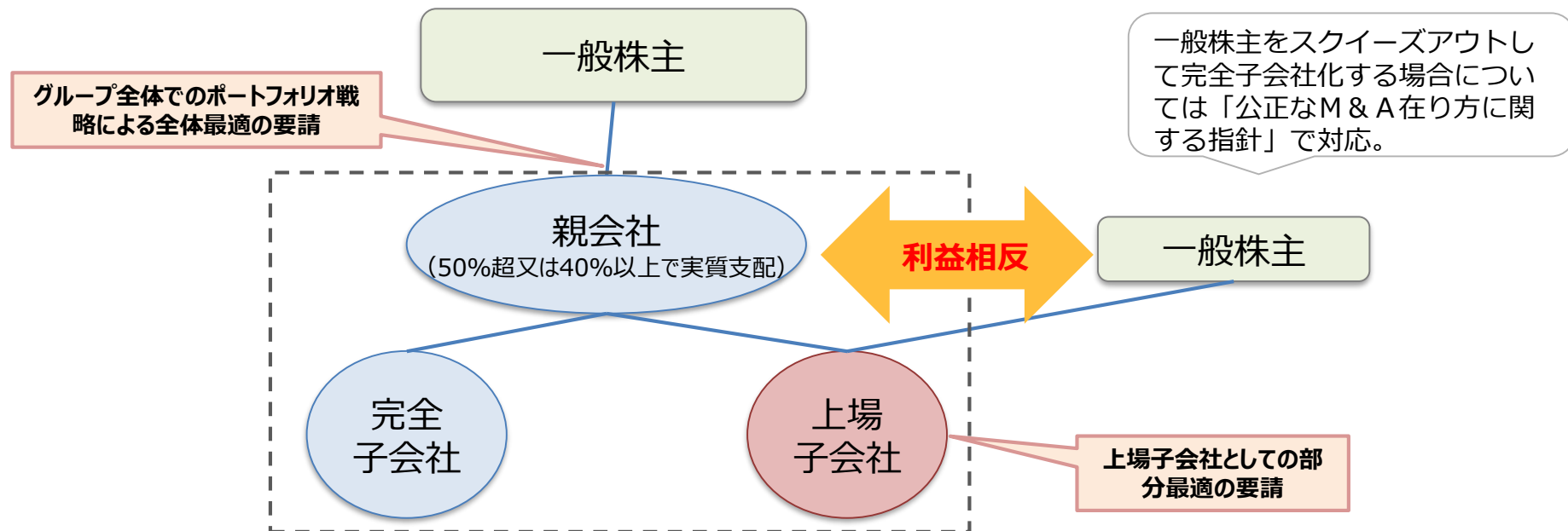
⑤ 上場子会社に関する
ガバナンスの在り方



上場子会社のガバナンス強化

- 上場子会社では、親会社（支配株主）と一般株主の間の利益相反構造が存在し、投資家からは厳しい評価（市場でのディスカウント）がされている。
- 一般株主との利益相反リスクに対応するため、以下のような方法でガバナンス強化を図ることが必要。
 - ① 上場子会社を維持する合理性について、親会社の説明責任を課す。
 - ② 上場子会社のガバナンスを強化（独立社外取締役^(※)の比率を高める、あるいは独立社外取締役を中心とした委員会において利益相反取引を監視する仕組みを構築する等）する。

※東証においても、独立性基準を厳格化し、親会社出身者は10年間は外す方向で見直す予定。



公正なM&Aの在り方に関する指針の策定・公表

- 成長戦略を受け、企業価値の向上に資するM&Aを促進するとともに、我が国資本市場に対する信頼感を高めるため、主としてMBO及び支配株主による従属会社の買収を対象として公正なM&Aの在り方を検討し、本年6月末に「公正なM&Aの在り方に関する指針」を策定・公表。

MBO指針

我が国におけるM&Aが活発化する中、企業価値の向上及び株主利益への配慮のための公正な手続確保を目的として、必然的に利益相反関係が生じるMBO（マネジメント・バイアウト）に関して、2007年に「企業価値の向上及び公正な手続確保のための経営者による企業買収（MBO）に関する指針」を策定し、MBOに関する公正なルールの在り方を提示。

実務の蓄積、上場企業を取り巻く社会経済情勢の変化

成長戦略の位置づけ

成長戦略フォローアップ

- 我が国の資本市場の信頼性を高めるとともに、企業価値向上に資するM&Aを促進するため、構造的な利益相反の問題が存在するMBO（経営者による企業買収）及び親会社による上場子会社の買収（完全子会社化）における一般株主利益を確保するための公正な手続の在り方を示した「公正なM&Aの在り方に関する指針」を2019年夏頃に新たに策定し、その周知を進め、同指針に沿った実務の普及・浸透を図る。

取組み

我が国の企業活動や資本市場の更なるグローバル化が進む中、M&Aを実行する上での予見可能性を高めることで、企業価値の向上に資するM&Aを促進するとともに、グローバルな投資家も含む国内外のステークホルダーの理解と信頼を得られる公正なM&Aの在り方を明らかにすることで、わが国資本市場に対する信頼感を高めるため、「公正なM&Aの在り方に関する研究会」において検討を進め、本年6月末に公正なM&Aの在り方に関する指針を策定・公表。

本指針の目的と位置づけ

- 本指針は、今後のわが国企業社会におけるベストプラクティスの形成に向けて、公正なM&Aの在り方を提示するものである。

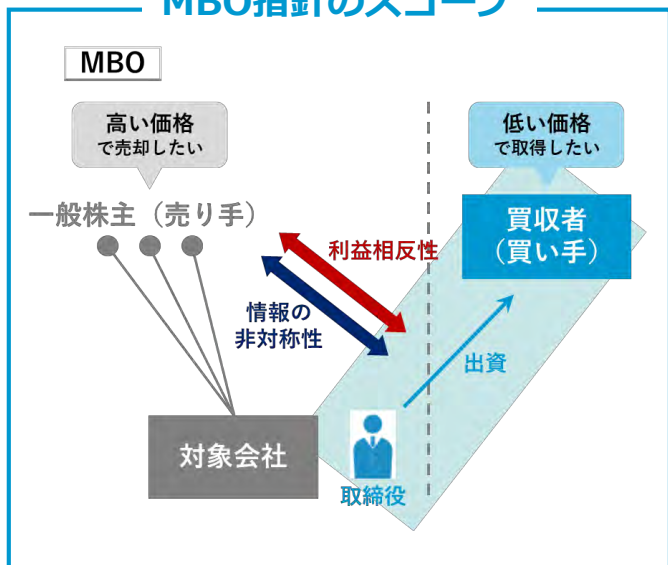
| 項目 | 詳細 | |
|------------|--|--|
| 目的 | <ul style="list-style-type: none"> ● 企業社会の関係者の共通認識の形成を図り、M&Aを実行する上での予見可能性を高めることで、企業価値の向上に資するM&Aを促進する。 ● グローバルな投資家も含む国内外のステークホルダーの理解と信頼を得られる公正なM&Aの在り方を明らかにすることで、我が国資本市場に対する信頼を高める。 | |
| 位置づけ | <ul style="list-style-type: none"> ● 今後のわが国企業社会におけるベストプラクティスの形成に向けて公正なM&Aの在り方を提示するものであり、M&Aに新たな規制を課す趣旨で提示するものではない。 | |
| 対象取引 | <ul style="list-style-type: none"> ● MBOおよび支配株主による従属会社の買収（対象企業が上場会社である場合に限定）。 | |
| 公正なM&Aの在り方 | 尊重されるべき原則 | <ul style="list-style-type: none"> ● 第1原則：企業価値の向上 ● 第2原則：公正な手続を通じた一般株主利益の確保 |
| | 基本的な視点 | <ul style="list-style-type: none"> ● 視点1：取引条件の形成過程における独立当事者間取引と同視し得る状況の確保 ● 視点2：一般株主による十分な情報に基づく適切な判断の機会の確保 |
| | 実務的工夫 | <ul style="list-style-type: none"> ● 上記原則及び基本的視点を踏まえて、公正な手続を構成する実務上の具体的対応である公正性担保措置のうち、一般に有効性が高いと考えられる典型的な措置を6つ取り上げ、その機能や望ましいプラクティスの在り方を提示。 |

MBO・支配株主による従属会社の買収の課題

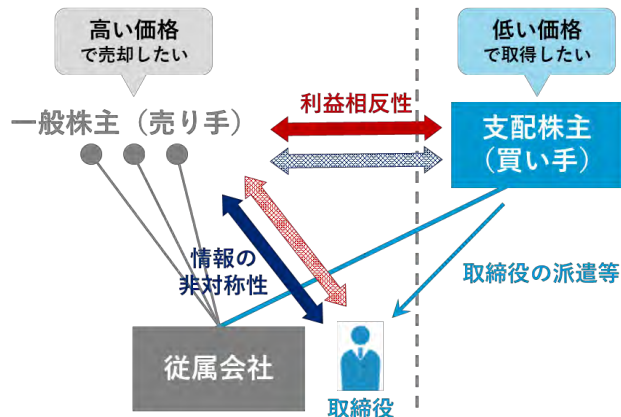
- 公正なM&Aの在り方に関する指針は、MBOに加えて新たに支配株主による従属会社の買収も対象取引に追加。
- 両取引は経済的意義を有する一方で、それぞれの取引構造上、利益相反の問題と情報の非対称性の問題が存在するため、特段の実務上の対応を講じ、企業価値の向上と公正な取引条件の実現が担保されることが求められる。

新指針のスコープ

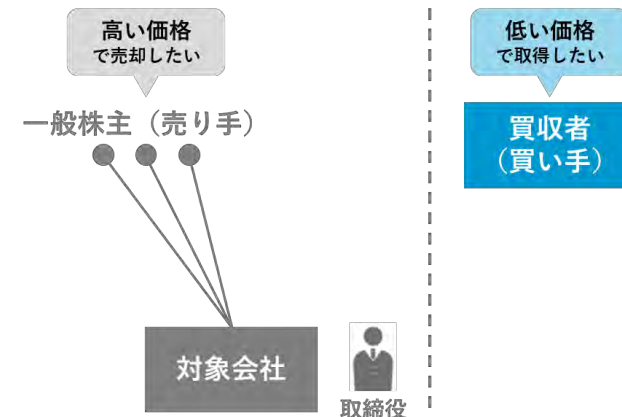
MBO指針のスコープ



支配株主による従属会社の買収



通常のM&A (相互に独立した当事者間)

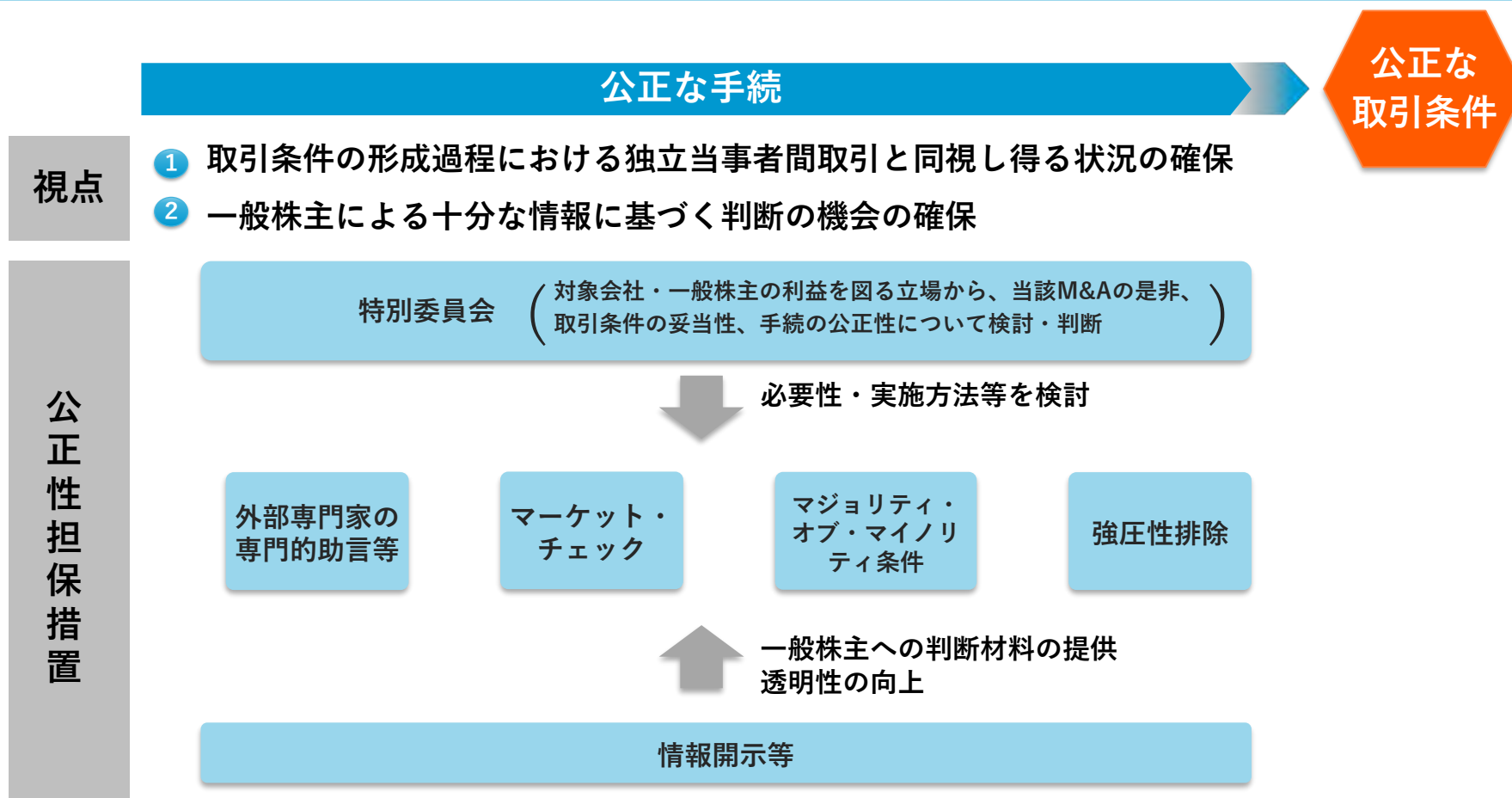


- **利益相反の問題**により、取締役が会社・株主の利益のために行動することを当然には期待できない
- 買収者と一般株主との間に**情報の非対称性**も存在

取締役が会社・株主の利益のために行動することが期待される

公正性担保措置の全体像

- 本指針では、公正な手続を構成する実務上の具体的対応である公正性担保措置のうち、一般に有効性が高いと考えられる措置について、機能や望ましいプラクティスを提示。
- 常に全ての公正性担保措置が必要とされるわけではなく、具体的状況に応じて、事案に即した適切な公正性担保措置を判断し、実施することが重要。



両指針の周知・普及

- 成長戦略フォローアップにも記載されているとおり、両指針に沿った実務の普及・浸透を図るために積極的な広報活動を実施。

| | グループガイドライン | 公正なM&Aの在り方に関する指針 |
|----------|--|---|
| シンポジウム | <ul style="list-style-type: none"> ・ グループガイドラインの周知・浸透を目的とし、各界を代表する有識者による講演及びパネルディスカッションを内容としたシンポジウムを開催。 ・ 企業実務家、学者、弁護士をはじめとして、約500名が参加。 | |
| セミナー・講演 | <ul style="list-style-type: none"> ・ 本年7月以降、計11回実施 ・ 対象：経営者、社外取締役、実務担当者等 | <ul style="list-style-type: none"> ・ 本年7月以降、計7回実施 ・ 対象：上場企業（経営者、法務部門等）、機関投資家、金融機関等 |
| メディアへの掲載 | <ul style="list-style-type: none"> ・ 経済産業省として計6本の解説論文等（旬間商事法務、NBL、月刊監査役、月刊監査研究、信託フォーラム）を寄稿。 ・ その他、CGS研究会（第2期）の委員をはじめとして、数多くの法学者、経済学者、M&A実務家、投資家により論文等が掲載されている。 | <ul style="list-style-type: none"> ・ 経済産業省として計4本の解説論文等（旬刊商事法務、NBL、旬刊経理情報）を寄稿。 ・ その他、公正なM&Aの在り方に関する研究会の委員をはじめとして、数多くの有識者から論文等が掲載されるとともに、国内のみならず、Financial Times等の海外誌面においても記事等が掲載されている。 |
| 個別説明 | <ul style="list-style-type: none"> ・ 計10回以上実施 ・ 対象：国内外の機関投資家、M&A実務家、経営者等の業界団体等 | <ul style="list-style-type: none"> ・ 計10回以上実施 ・ 対象：国内外の機関投資家、M&A実務家、経済学者等 |

グループガイドラインを踏まえた企業の対応

- グループガイドラインを踏まえ、上場子会社のガバナンス強化に向け、既に説明責任の明確化や実効的なガバナンス体制の確保などの対応を実施している企業も存在。
- 例えば、伊藤忠商事では、上場子会社のガバナンスに関する方針等を取締役会で決議し、その内容を公表。

| 企業 | 対応概要 |
|-------|---|
| 伊藤忠商事 | <ul style="list-style-type: none"> • 2019年10月10日時点で6社有する上場子会社のガバナンスに関して、以下の方針を示す。 <ol style="list-style-type: none"> ① 当社は、当社グループに上場子会社が存在する場合において、当該上場子会社の独立性を尊重し、且つ、株主平等の原則から反するような行為は行いません。 ② 特に、当社と当該上場子会社の一般株主との間に利益相反リスクがあることを踏まえ、当該上場子会社としての独立した意思決定を担保するために、当該上場子会社に対して、独立社外取締役を有効に活用した実効的なガバナンス体制の構築を促します。 ③ 当社は、当社グループにおける上場子会社につき、上場子会社として維持することの合理的理由及び当該上場子会社のガバナンス体制の実効性につき説明責任を果たしていきます。 • また、独立社外役員の重要性を鑑み、指名委員会について、社外役員が過半数を占める構成とすることも取締役会で決議。 |

社外取締役の実質化に向けた取組

- コーポレートガバナンス改革の成果として、社外取締役の人数・割合が急速に増加しているが、関係者からは、形式的な導入にとどまっているのではないかと、企業価値向上に必ずしも貢献できていないのではないかと等の指摘もある。
- 上記の指摘を踏まえ、社外取締役の実質化に向けて、アンケート調査を行い、社外取締役の活動実態を把握するとともに、インタビューを通じて社外取締役のモデル事例を収集・整理し、対外発信を行う予定。

| | |
|------|--|
| 目的 | <ul style="list-style-type: none"> ・ コーポレートガバナンスの中核的な担い手である社外取締役の実質化を通じ、コーポレートガバナンス改革を「形式」から「実質」へと深化させる |
| 調査方法 | <ul style="list-style-type: none"> ・ 社外取締役向けアンケート調査（東証一部二部上場企業の全社外取締役を対象） ・ 社外取締役へのインタビュー（40名程度を想定） <p>※ともに「令和元年度産業経済研究委託事業」の一環として実施</p> |
| 内容 | <ul style="list-style-type: none"> ・ 社外取締役としての役割認識・心構え ・ 企業価値向上に向けた社外取締役としての企業への関与の在り方 ・ 社外取締役が実質的な役割を果たすために必要な会社側のサポート体制・環境 等 |
| 広報 | <ul style="list-style-type: none"> ・ アンケート調査結果の公表 ・ 社外取締役のモデル事例を指針等の形で展開 |

株主総会プロセスでの企業と投資家の対話の深化に向けた取り組み

- 年間を通じた株主総会プロセスでは、企業と投資家との対話が進展しIT活用も進む一方で、会議体としての株主総会当日の在り方についての議論は十分になされてこなかった。そこで、株主総会当日の新たなIT活用の在り方である「ハイブリッド型バーチャル株主総会」について、その法的・実務的対応のガイドを年内に公表する。
- また、株主総会プロセスでの対話が進展する中で、現代経営における株主総会当日に期待される役割とその規律付の在り方について、改めて検討する。
- 株主総会プロセスにおける対話についても、内外の環境変化を踏まえ、さらなる深化に向けた方策を検討する。

「新時代の株主総会プロセスの在り方研究会」

<座長>

尾崎 安央 早稲田大学 法学学術院 教授

<メンバー>

市川 章人 日本生命保険相互会社 株式部長

井上 卓 三菱重工業株式会社 IR・SR室長

猪越 樹 ソニー株式会社 財務部IRグループSRチーム
シニアマネジャー

江良 明嗣 ブラックロック・ジャパン株式会社 ディレクター
運用部門インベストメント・スチュワードシップ部長

北村 雅史 京都大学大学院 法学研究科 教授

佐々木 徹 JXTGホールディングス株式会社 法務部長

澤口 実 森・濱田松本法律事務所 弁護士

高野 雄市 三井物産株式会社 法務部長

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

塚本 英巨 アンダーソン・毛利・友常法律事務所 弁護士

寺沢 徹 アセットマネジメントOne株式会社 運用本部 責任投資部長

弥永 真生 筑波大学 ビジネスサイエンス系 教授

<オブザーバー>

法務省民事局参事官室

金融庁企画市場局企業開示課

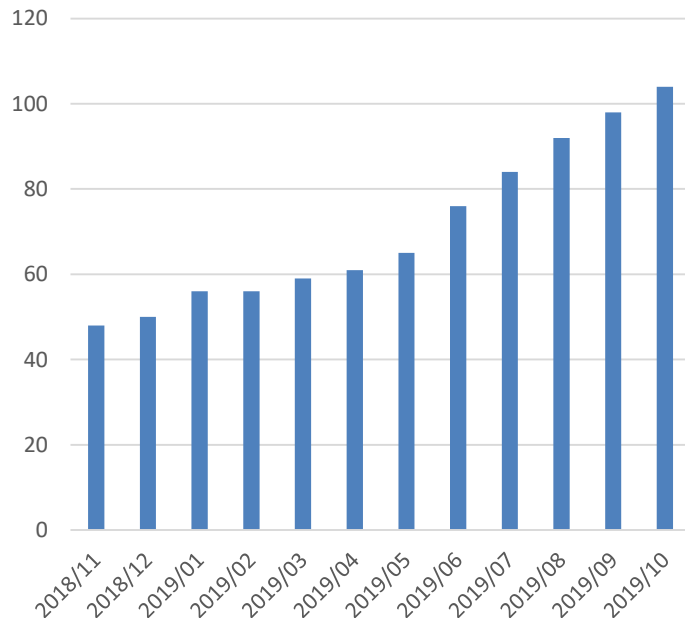
一般社団法人信託協会

株式会社 I C J

価値協創ガイダンス活用企業の増加

- 中長期的な価値向上に向けて、企業の情報開示や投資家との対話のあり方の参考となる「価値協創ガイダンス」を2017年5月に策定。企業の価値観、ビジネスモデル、持続可能性・成長性、戦略、成果・KPI、ガバナンスを統合的に示すための視点が整理されている。
- 価値協創ガイダンスを活用して情報開示を行う企業は2019年10月末時点で104社に増加。企業と投資家の対話を後押ししている。

「価値協創ガイダンスロゴマーク」
使用企業数



ガイダンス利用企業の例

(※2019年11月7日時点の時価総額順)

(株) NTTドコモ
 (株) みずほフィナンシャルグループ
 東京海上ホールディングス (株)
 花王 (株)
 (株) 日立製作所
 (株) セブン&アイ・ホールディングス
 伊藤忠商事 (株)
 三井物産 (株)
 京セラ (株)
 コマツ
 大塚ホールディングス (株)
 第一生命ホールディングス (株)
 M S & A Dインシュアランスグループホールディングス (株)
 キリンホールディングス(株)
 住友商事 (株)



「SDGs経営/ESG投資研究会」の開催

- 「拡大版SDGsアクションプラン2018」を踏まえ、2018年11月～2019年5月、経済産業省において「SDGs経営/ESG投資研究会」を開催。
- 事業会社のCEOや機関投資家のCIO、大学、国際機関の参画を得て、企業がいかにSDGsを経営に取り込み、投資を呼び込むか等について議論を行った。

SDGs経営/ESG投資研究会委員一覧（五十音順、敬称略）

| | | |
|---------------------|-----------------------|--------|
| 【座長】一橋大学大学院 経営管理研究科 | 特任教授 | 伊藤 邦雄 |
| 株式会社セブン&アイ・ホールディングス | 代表取締役社長 | 井阪 隆一 |
| 株式会社ユーグレナ | 代表取締役社長 | 出雲 充 |
| 野村アセットマネジメント株式会社 | 執行役員 運用調査副本部長 株式C I O | 荻原 亘 |
| 三菱商事株式会社 | 代表取締役社長 | 垣内 威彦 |
| 東京大学 | 総長 | 五神 真 |
| 日本通運株式会社 | 代表取締役社長 | 齋藤 充 |
| 花王株式会社 | 代表取締役 社長執行役員 | 澤田 道隆 |
| 住友化学株式会社 | 代表取締役社長 | 十倉 雅和 |
| グローバルモビリティサービス株式会社 | 代表取締役社長 | 中島 徳至 |
| 東京海上ホールディングス株式会社 | 取締役社長 | 永野 毅 |
| J F Eホールディングス株式会社 | 代表取締役社長 | 林田 英治 |
| ブラックロック・ジャパン株式会社 | 取締役 C I O | 福島 毅 |
| オムロン株式会社 | 代表取締役社長 C E O | 山田 義仁 |
| ソニー株式会社 | 取締役 代表執行役 社長 兼 C E O | 吉田 憲一郎 |
| 三菱地所株式会社 | 執行役社長 | 吉田 淳一 |

2.SDGs経営推進イニシアティブ

日本企業がフロントランナーとしてSDGsを実現するため、以下のとおり、SDGs経営推進イニシアティブを展開。

(1)ESG投資・対話の促進

…（中略）…「価値協創ガイダンス」に位置づけられたSDGsの経営戦略への組み込みを深掘りし、経営者と投資家のグローバルな対話・発信を推進。

「拡大版SDGsアクションプラン2018」より抜粋



SDGs経営ガイドの策定

- 研究会の議論を踏まえ、今年5月、SDGs経営に必要な視点や好事例をまとめた「SDGs経営ガイド」を策定。
- 中長期的な企業価値向上を促すため、企業によるSDGs経営の実践と、投資家によるSDGs経営の評価を後押し。



研究会参加者の声を元に

◆ SDGsの持つ3つの意味

- ① 企業にとってのSDGs
- ② 投資家にとってのSDGs
- ③ それらを取りまくステークホルダーにとってのSDGs

◆ SDGs経営の実践に必要な6つの視点

- ① 社会課題解決と経済合理性
- ② 重要課題の特定
- ③ イノベーションの創発
- ④ 「科学的・論理的」な検証と評価
- ⑤ 長期経営を担保するシステム
- ⑥ 「価値創造ストーリー」としての発信
を整理

「SDGs経営ガイド」によって

- ✓ 企業がSDGs経営に取り組み際のポイントを解説
- ✓ 投資家がSDGs経営を評価する際の視点を提供
- ✓ 日本企業が「三方良し」の精神で行ってきた優れた取組をSDGsの文脈で再構築することで、日本企業の企業価値向上を後押しするとともに、世界のESG投資を呼び込む

国連開発計画との共同イベントの開催

- 2019年8月、経済産業省は国連開発計画（UNDP）と、初のSDGsに関する共同イベントを開催。UNDPから「Innovative Finance and the SDGs（革新的資金調達とSDGs）」、経済産業省から「SDGs経営ガイド」の共同プレイアップを行った。
- 日本企業に向けて、企業活動におけるSDGsの意義や、SDGs達成に向けた民間セクターによる投資・イノベーションの必要性について発信を行った。

UNDP・経産省共催イベント

日時：2019年8月27日（金）12時30分～16時30分 / 場所：経団連会館

シュタイナーUNDP総裁、関経済産業副大臣、鈴木外務大臣政務官、二宮経団連企業行動・SDGs委員長らが参加（役所は当時）参加した日本企業に向けて、SDGs経営ガイド・UNDP報告書を紹介するとともに、有識者によるSDGsファイナンスセミナーが開催され、SDGsとビジネスの在り方について活発な意見交換が行われた。



写真提供：UNDP

役員業績連動給与に係る損金算入手続きの見直し

- 2018年6月のコーポレートガバナンス・コード改訂では、監査役会設置会社や監査等委員会設置会社において報酬決定の手法としてより客観性・透明性の高い報酬諮問委員会の活用が原則化された。
- コーポレートガバナンス改革の実質化を進めるため、報酬諮問委員会における審議を充実させ、各社が効果的に報酬諮問委員会の活用を進める観点から、報酬諮問委員会の構成の要件を独立社外役員を過半数とするなどの見直しを行った。

| | 現 行 | | 改 正 後 |
|---------------------------------|--|-------|--|
| 監査役会設置会社 ・ 監査等委員会 設置会社 | ①株主総会の決議による決定 | → | ① 変更なし |
| | ②報酬諮問委員会の諮問等を経た取締役会決議による決定 ※業務執行役員等が委員である場合は不可 | 見直し → | ② 独立社外役員が委員の過半数 であることや委員の 独立社外役員全員の賛成等 に見直し ※業務執行役員による委員就任可 |
| | ③監査役会設置会社における監査役の過半数の適正書面を得た上での取締役会決議による決定・監査等委員会設置会社において監査等委員である取締役の過半数が賛成をしている場合における取締役会の決議による決定 | 廃止 → | ③ ー |
| 指名委員会等 設置会社 | 報酬委員会による決定 ※業務執行役員等が委員である場合は不可 | 見直し → | 独立社外役員が委員の過半数 であることや 委員の独立社外役員全員の賛成等 に見直し ※業務執行役員による委員就任可 |

※2020年3月31日までの間に支給に係る決議をする給与については現行の手続きによる損金算入可

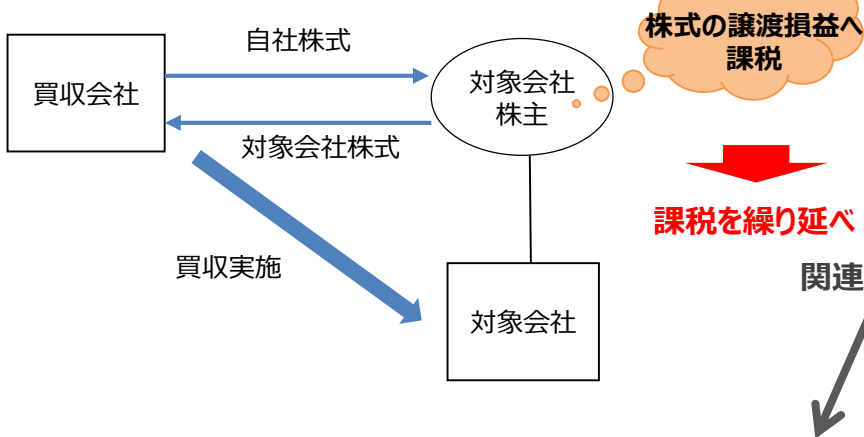
事業再編促進のための税制・会社法の特例の整備 (2018年7月改正産業競争力強化法施行)

- 株式対価M&Aやスピノフ等の事業再編を促進するため、課税繰延等の税制措置や、会社法上の手続規制を適用除外にする等の特例措置を新設・拡充。

1. 税制措置

① 自社株式対価M&Aに関する株主課税の繰延べ

- － 強化法上の特別事業再編計画の認定を受けた株式対価M&Aについて、株主の譲渡損益への課税の繰延べをH30年度税制改正で措置。



② スピノフ円滑化のための組織再編税制の改正

- － スピノフを行う際の譲渡損益や配当についての課税の繰延べを、H29年度税制改正で実現。
- － 更に、H30年度税制改正では、スピノフの準備段階として組織再編を行いやすくするための要件緩和を行った。

2. 会社法特例

① 株式対価M&Aに関する特例の対象拡大

- － TOB（公開買付け）以外の方法（相対取引）による買収について、有利発行規制の適用除外などの会社法特例の対象に追加。
- － 既に子会社となっている会社の株式を買い増す場合を、強化法による各種支援措置の対象として新たに追加。

② スピノフの円滑化に関する特例の新設

- － スピノフを円滑化するため、株主総会決議を省略可能とする。

③ 株式等売渡請求制度（キャッシュ・アウト）に関する特例の新設

- － H26年の会社法改正で創設された株式等売渡請求について、議決権保有要件を会社法上の「9/10以上」から「2/3以上」に引下げ。
(※) 株式等売渡請求制度：対象会社の株主総会決議を要することなく、機動的にキャッシュ・アウトを行うことを可能とする制度

④ 略式組織再編に関する特例の要件緩和

- － 特例を利用するための「2/3以上」の議決権保有要件について、共同で計画認定を受けた複数の事業者の保有議決権を合算可能とする。

※ 会社法特例は、事業者が強化法上の事業再編計画又は特別事業再編計画の認定を受けた場合に適用される。

国内のスピノフ事例（コシダカホールディングス（2020年3月予定））

- コシダカホールディングスは、2020年3月に祖業であるカラオケ事業と成長戦略や中期経営ビジョンの方向性が異なるフィットネス事業のスピノフを行う予定。
- 本スピノフを通じて、各々の中核事業に経営資源を集中し、各事業の更なる拡大及び付加価値創出を図り、企業価値の一層の向上を目指す。

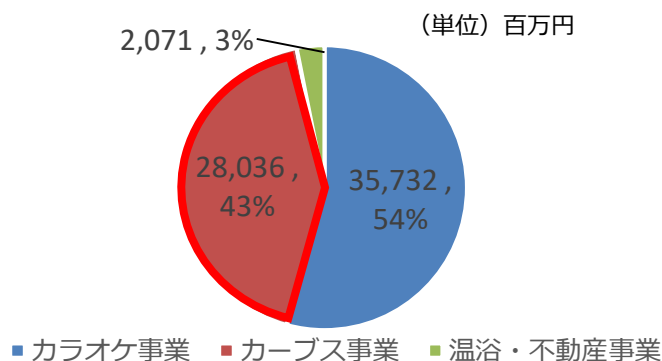
【組織図】



【スピノフによる両事業のメリット、成長戦略への効果・影響】

| メリット | 効果・影響 |
|--|---|
| <ul style="list-style-type: none"> 分散されていた経営資源をカラオケ事業に集中することが可能 カラオケ事業の成長戦略遂行に向け健全な危機意識が醸成 | <ul style="list-style-type: none"> 東南アジア各国への出店及び新事業展開をより強力に推進 首都圏出店の加速により店舗数・ルーム数の拡大、収益性の向上が図られる。 独自の人事制度導入により、人材育成の強化 |

【セグメント別売上高（2019年8月期）】



| メリット | 効果・影響 |
|---|--|
| <ul style="list-style-type: none"> 更なるガバナンスの強化、構築 役職員の責任感が増すとともに、モチベーションの向上 単独の上場企業として知名度・ブランド価値が一層向上し、人材確保や事業運営への前向きな効果が期待される | <ul style="list-style-type: none"> 欧州先進国での事業強化に注力可能 地方自治体との連携や産学官連携の拡大を後押し 会員数の継続的拡大や店舗網の拡充をより強力に推進 「メンズ・カーブス」の多店舗展開や新業態開発の推進を加速 |

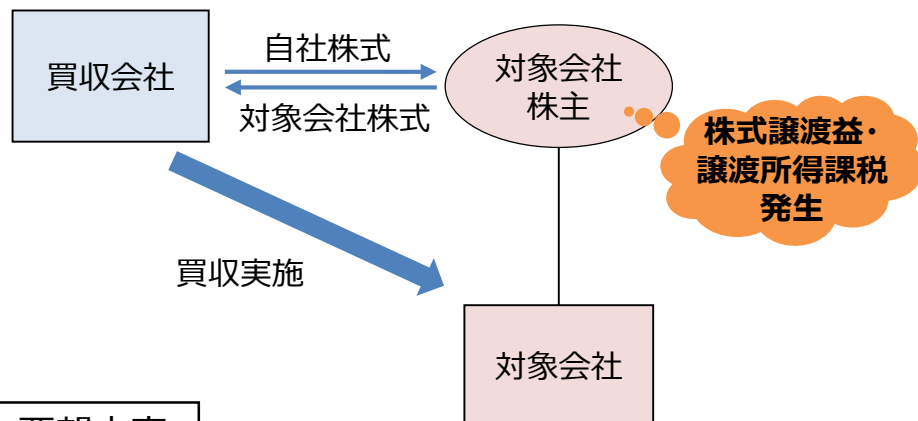
自社株式等を対価とした株式取得による事業再編の円滑化措置の創設

- 法制審議会において決定された「会社法制（企業統治等関係）の見直しに関する要綱」（平成31年2月）においては、自社株式等を対価とするM&Aについて、新たに「株式交付制度」が創設される予定。
- この会社法改正を踏まえ、迅速かつ大胆な事業再編を円滑に実施できるよう、欧米諸国では一般的に用いられている、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の創設を要望しているところ。

現行制度

【通常の場合】

（自社株式を対価とする例）



要望内容

株式対価としたM&Aにおける課税繰延べ措置の国際比較

| 国名 | | 課税繰延べ措置の有無 |
|----|------|------------|
| | アメリカ | ○ |
| | イギリス | ○ |
| | フランス | ○ |
| | ドイツ | ○ |
| | 日本 | △* |

*産業競争力強化法の認定が必要（時限措置）

- 自社株式等を対価としたM&Aに応じた対象会社の株主について、株式譲渡益・譲渡所得への課税の繰延措置を講ずる。（期限の定めなし）

【目次】

1. これまでの取組

2. 今後の課題

(1) 長期投資の促進

(2) 事業再編の促進

株式の所有者別売買代金回転率の動向

- 所有者によっては、売買代金回転率が低く、実質的な流動性が低い場合が存在。

| | 2016年 | 2017年 | 2018年 | 3期平均 |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 政府・地方公共団体 | — | — | — | — |
| 都銀・地銀等 | 0.098 | 0.108 | 0.097 | 0.101 |
| 信託銀行 | 0.716 | 0.640 | 0.567 | 0.641 |
| 生損保 | 0.114 | 0.083 | 0.090 | 0.096 |
| その他の金融機関 | 0.543 | 0.610 | 0.550 | 0.568 |
| 証券会社 | 20.218 | 18.684 | 18.740 | 19.214 |
| 事業法人等 | 0.124 | 0.101 | 0.132 | 0.119 |
| 外国法人等 | 5.174 | 4.816 | 4.648 | 4.879 |
| 個人・その他 | 2.585 | 2.703 | 2.309 | 2.532 |

※ 東証1部、2部、マザーズ、ジャスダックの上場企業が対象

※ 売買代金回転率は所有者別の総売買代金（売り買い合算）を保有金額で除して算出

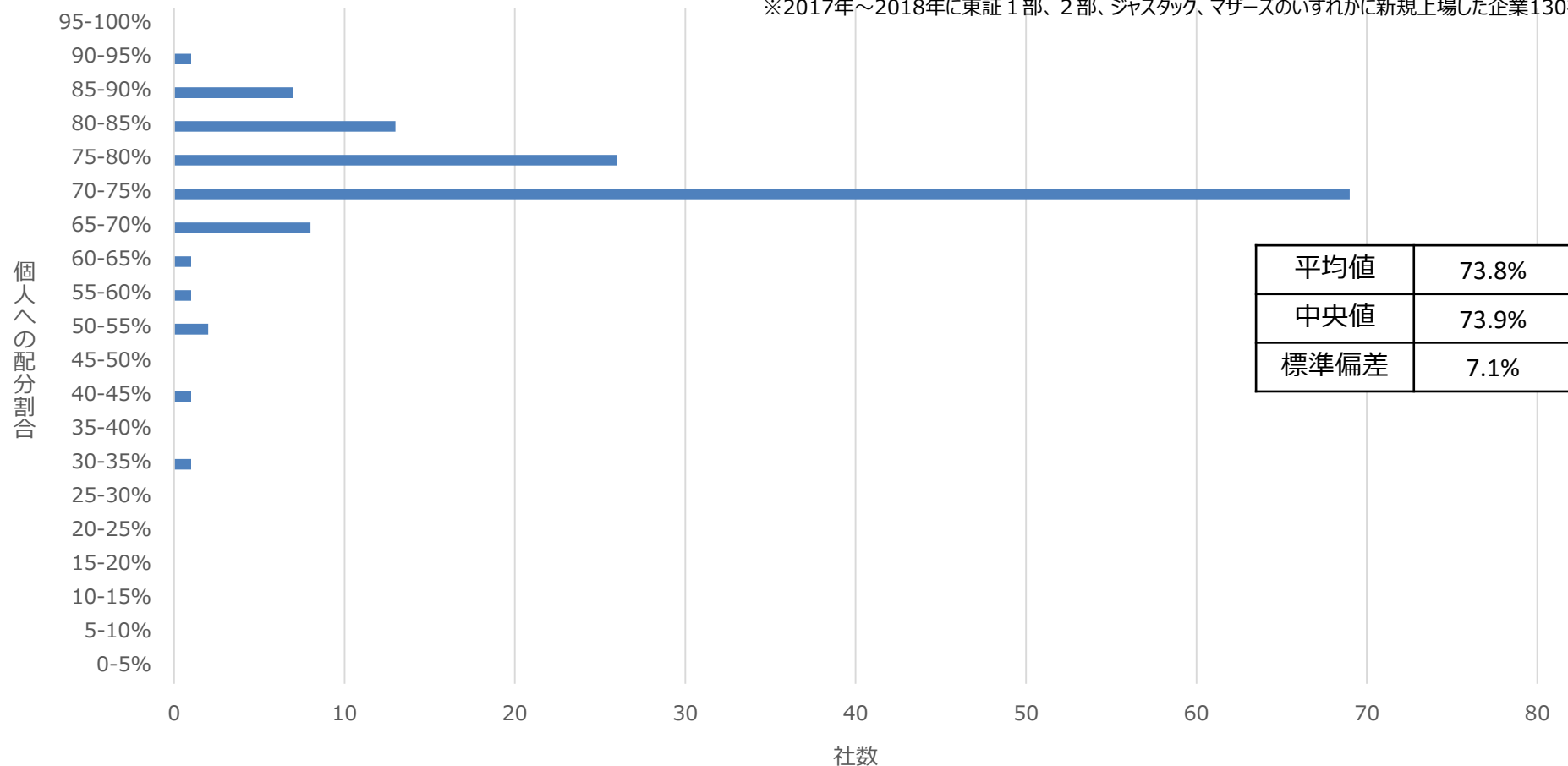
※ 「政府・地方公共団体」は、総売買代金の公表データがないため省略

新規株式公開時の株式配分の動向

- 直近の東証への新規上場に関して、多くの企業では、引受証券のうち7割～8割が個人顧客に配分されている。

＜新規株式公開企業の引受証券の個人顧客への配分割合の分布＞

※2017年～2018年に東証1部、2部、ジャスダック、マザーズのいずれかに新規上場した企業130社の分布



(出典) 東京証券取引所、日本証券業協会公表資料より経済産業省作成

市場構造の在り方に対する考え方の提示（概要）

インベストメント・チェーンを通じた企業と投資家の対話による企業の持続的な価値向上

リスクマネーを通じたベンチャー企業の成長、新たな産業の牽引



市場設計の基本的な考え方（案）

- 1) 世界で最もベンチャー企業が資金調達しやすい市場 ex) 先行投資型企業に対する上場環境整備など
- 2) 上場後の企業の成長を支える資金供給と動機付けが機能する市場 ex) 流通株式の定義、流動性要件の見直し、インデックスの見直しなど
- 3) 機関投資家等による長期投資を促す市場 ex) 上場時の株式配分の在り方の見直しなど
- 4) 根本的・段階的な市場改革スケジュールと経過措置の設定

（1）市場区分のコンセプト（案）

- ①新興企業に対して間口の広い資金調達環境を提供する市場（仮称：新興市場）
- ②持続的な成長を目指し、主として国内の機関投資家からの投資や一定規模以上の公募増資を期待する企業が属する市場（仮称：スタンダード／グロース市場）
- ③グローバルな視点で事業成長を目指し、世界中の機関投資家からの投資を期待する企業が属する市場（仮称：グローバル／プレミアム市場）

※上記の「仮称」は、市場のコンセプトであり、実際の市場をどの範囲で区分するかは柔軟に考えることを前提としている。

（2）留意すべき点

- ①市場コンセプトを否定形で定義しないこと
- ②階層構造に固執しないこと
- ③効率性・コストを評価軸とすること
- ④自由度・選択肢を評価軸とすること

（3）インデックスの在り方

- TOPIXについては、（結果として合致することはあり得るが）市場区分とは独立して「新 T O P I X」の在り方を検討すべき
- 海外のインデックスの例や機関投資家の活用実態、廃止・他主体への移管も含む変更に伴うインパクト等も勘案して検討が行われるべき

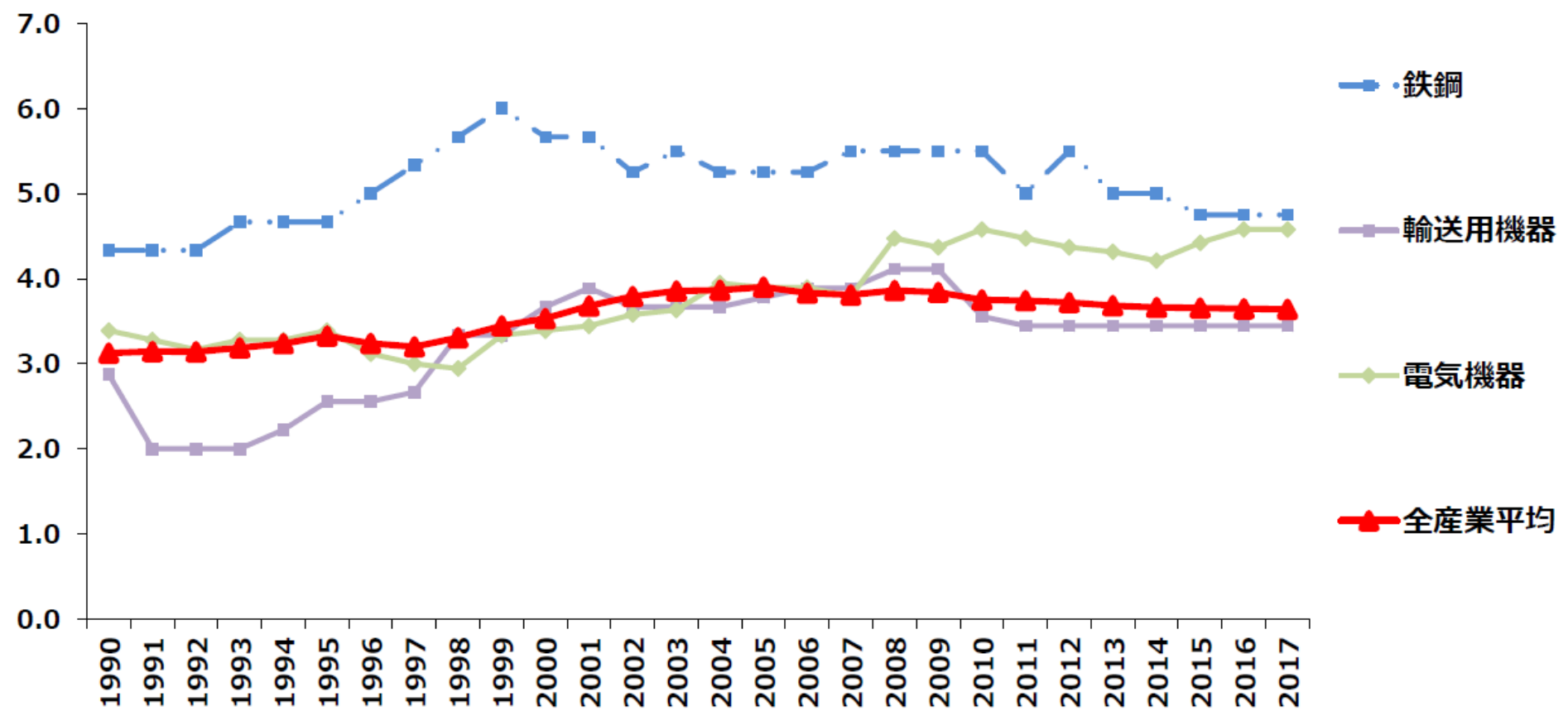
【目次】

1. これまでの取組
2. 今後の課題
 - (1) 長期投資の促進
 - (2) 事業再編の促進

○ 日本企業の1社当たり事業部門数は、横ばいで推移しており、事業再編は進んでいない。

産業別の事業部門数（連結ベース）

（1社当たり事業部門数）



（注）日経300の企業の事業部門数。事業部門は、企業の経営者が意思決定や業績評価を検討する事業単位であって、その経済的特徴や製品・サービスの内容等が概ね類似しているもの。

（出所）日経NEEDS「セグメント情報」を基に作成。

(参考) 規模・多角化度別の利益率の国際比較

- 米国企業は、大規模化と多角化により、利益率（ROS）が上昇する傾向。
- 日本企業は、大規模化・多角化が進むほど、利益率（ROS）が低下する傾向。既存企業の内部資本市場（Internal Capital Market）の活用効率に差がある可能性。

日米企業の規模・多角化度別の営業利益率（2000-2012年平均）

| 多角化度 \ 規模 | | 小規模 | 中規模 | 大規模 | 巨大規模 |
|-----------|----|--------|-------|-------|-------|
| | | 小規模 | 中規模 | 大規模 | 巨大規模 |
| 専業 | 日本 | 8.8% | 5.9% | 6.5% | 7.0% |
| | 米国 | -0.5% | 11.4% | 7.7% | 10.4% |
| 準専業化 | 日本 | 7.4% | 5.3% | 6.2% | 6.2% |
| | 米国 | 4.7% | 11.5% | 10.7% | 7.8% |
| 準多角化 | 日本 | 6.2% | 5.7% | 5.2% | 4.7% |
| | 米国 | 9.9% | 9.2% | 8.3% | 8.6% |
| 多角化 | 日本 | 5.1% | 5.4% | 5.4% | 3.0% |
| | 米国 | -15.2% | 9.0% | 11.0% | 13.7% |

多角化度

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

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～

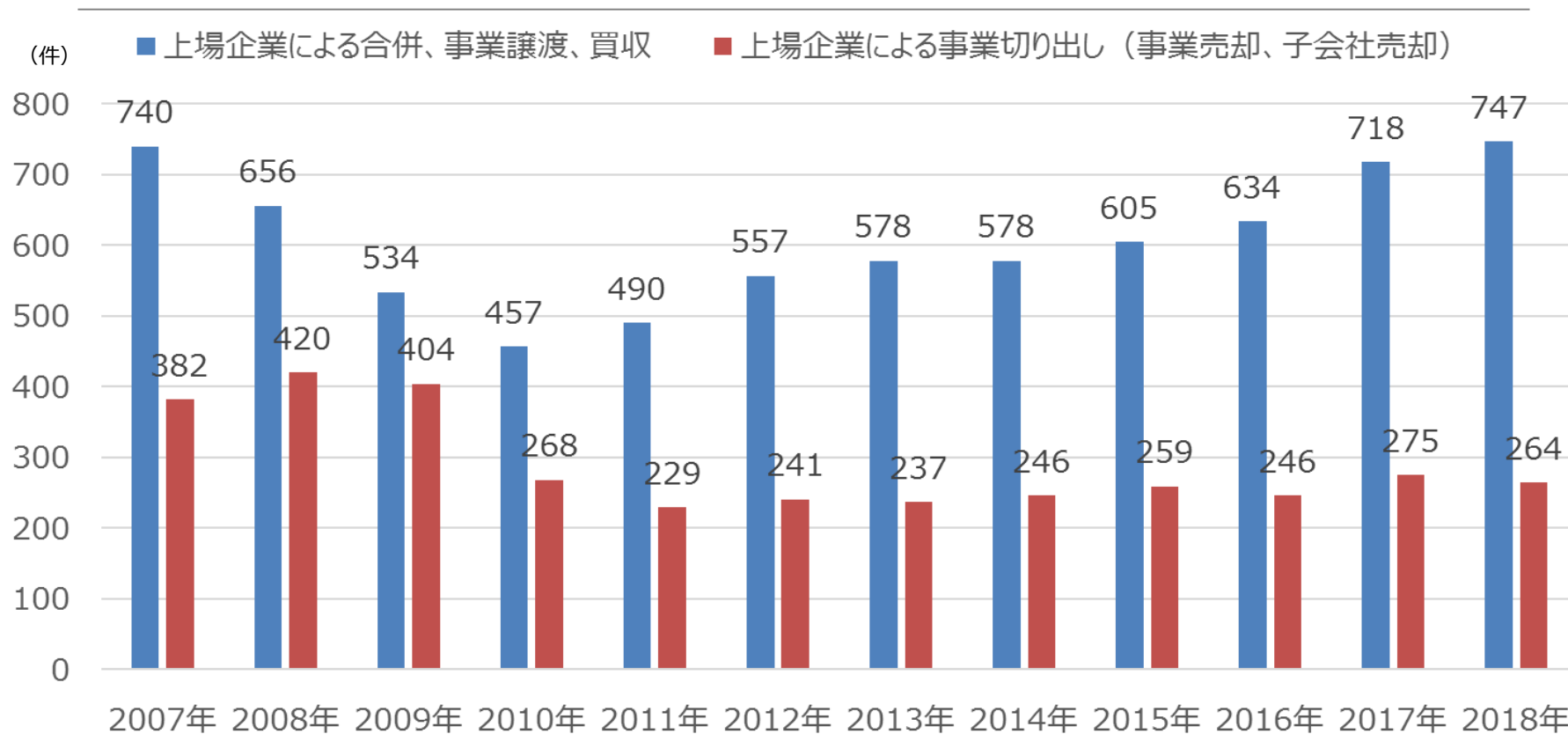
(注) 調査対象企業は、日本はTOPIX対象銘柄、米国はNYSE総合指数構成銘柄。「多角化度」は、売上高構成比率が最大の事業以外の売上高が、全体の売上高に占める割合。米国の「規模（売上高）」は、1USD=100円により円換算して区分。

(出所) 経済産業省委託調査。Bloombergデータを元にデロイト トーマツ コンサルティング作成。

国内上場企業のM&Aの傾向

- 国内上場企業による合併、買収、事業取得が近年増加。
- 事業売却や子会社売却は、2008年の420件をピークに、その後減少し、ここ数年は250件前後で推移。

国内上場企業のM & Aの類型別の推移



(注) 公表日ベース。

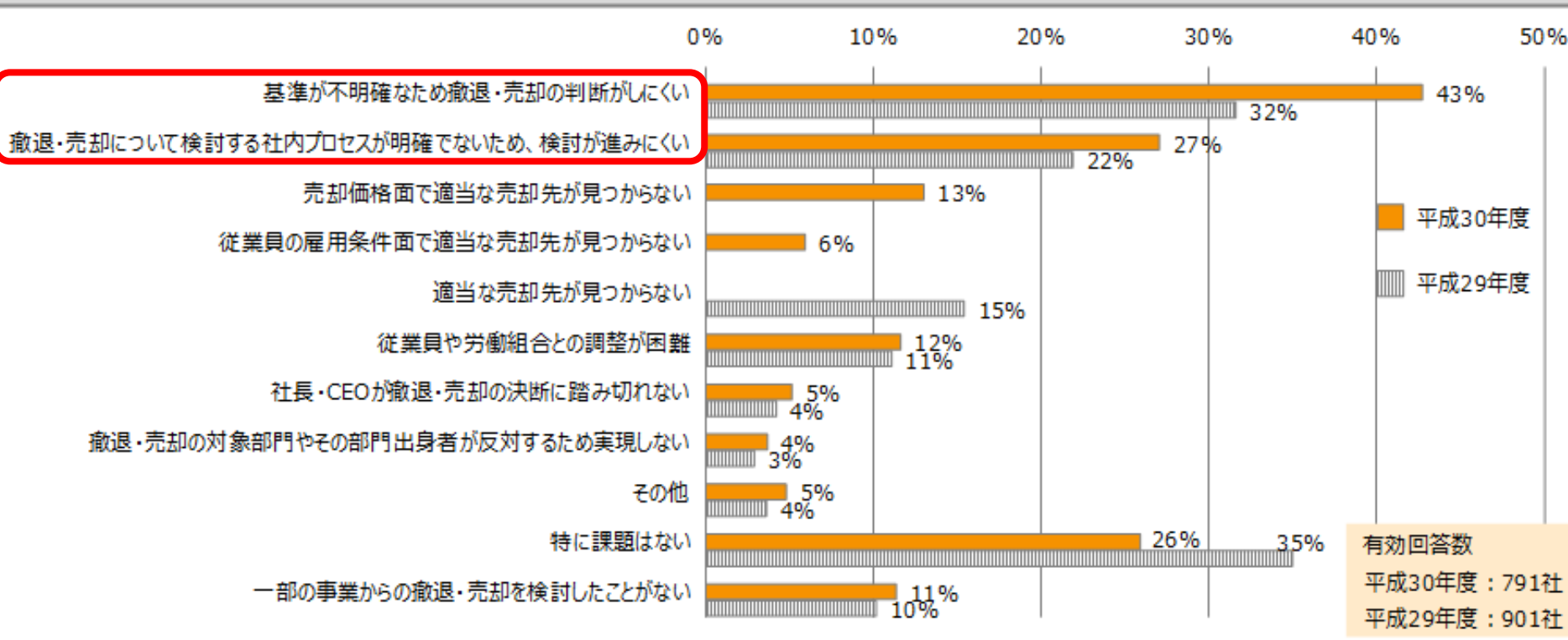
日本企業とは日本資本が原則として50%超の法人をいう（レコフデータベースより）。

(出典) レコフデータベースより経済産業省作成

事業撤退・売却を行う際の課題（企業アンケート結果）

- 事業撤退・売却を行う際の課題として、基準や社内プロセスの不明確さを挙げる企業が多い。
- 事業撤退・売却を行う上での「課題はない」とする企業は26%にとどまり、多くの企業は何らかの課題を認識している。

問48.一部の事業からの撤退・売却を行う上で、課題となる事項をご教示ください。
(複数選択可)

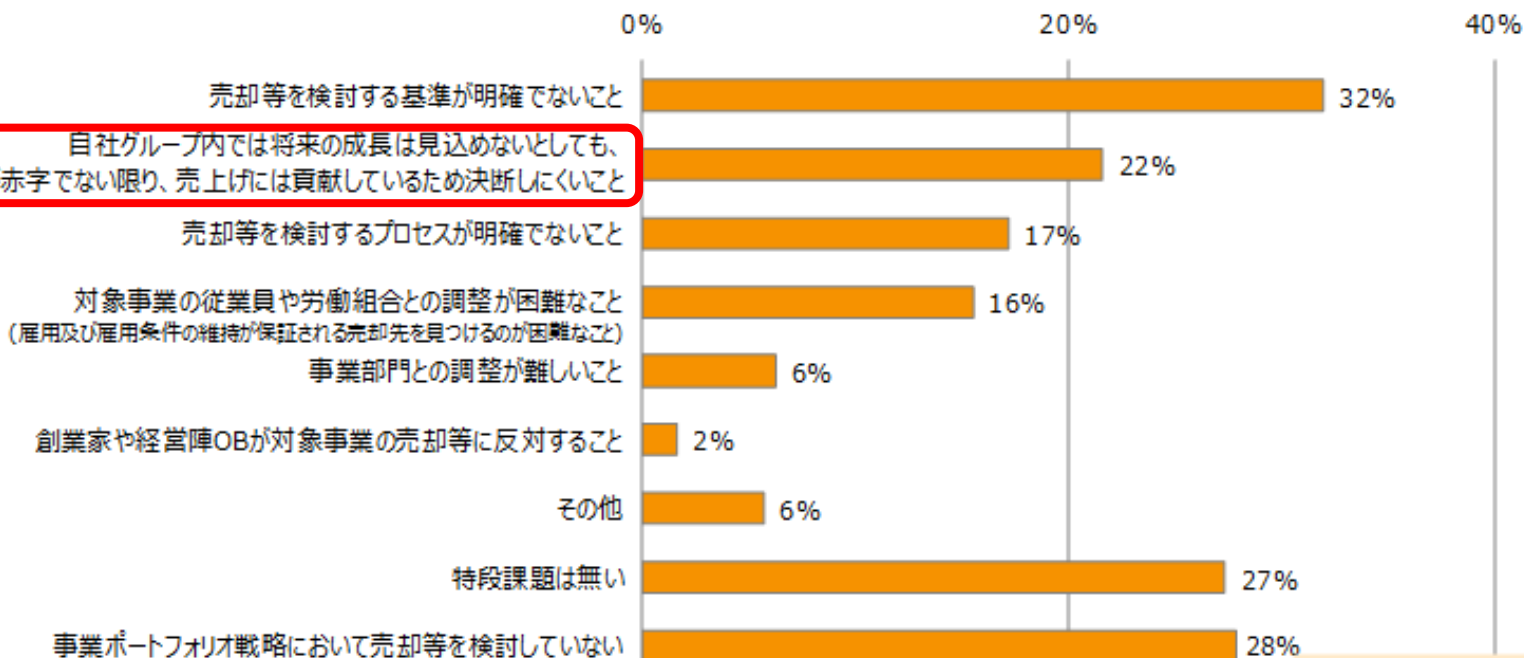


事業撤退・売却を行う際の課題（社長・CEOアンケート結果）

- 企業向けアンケートと同様、事業撤退・売却を行う際の課題として、基準や社内プロセスの不明確さを挙げる社長・CEOが多い。
- 自社グループ内では将来の成長は見込めないとしても、売上げには貢献しているため決断しにくいとの回答も2割。

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。

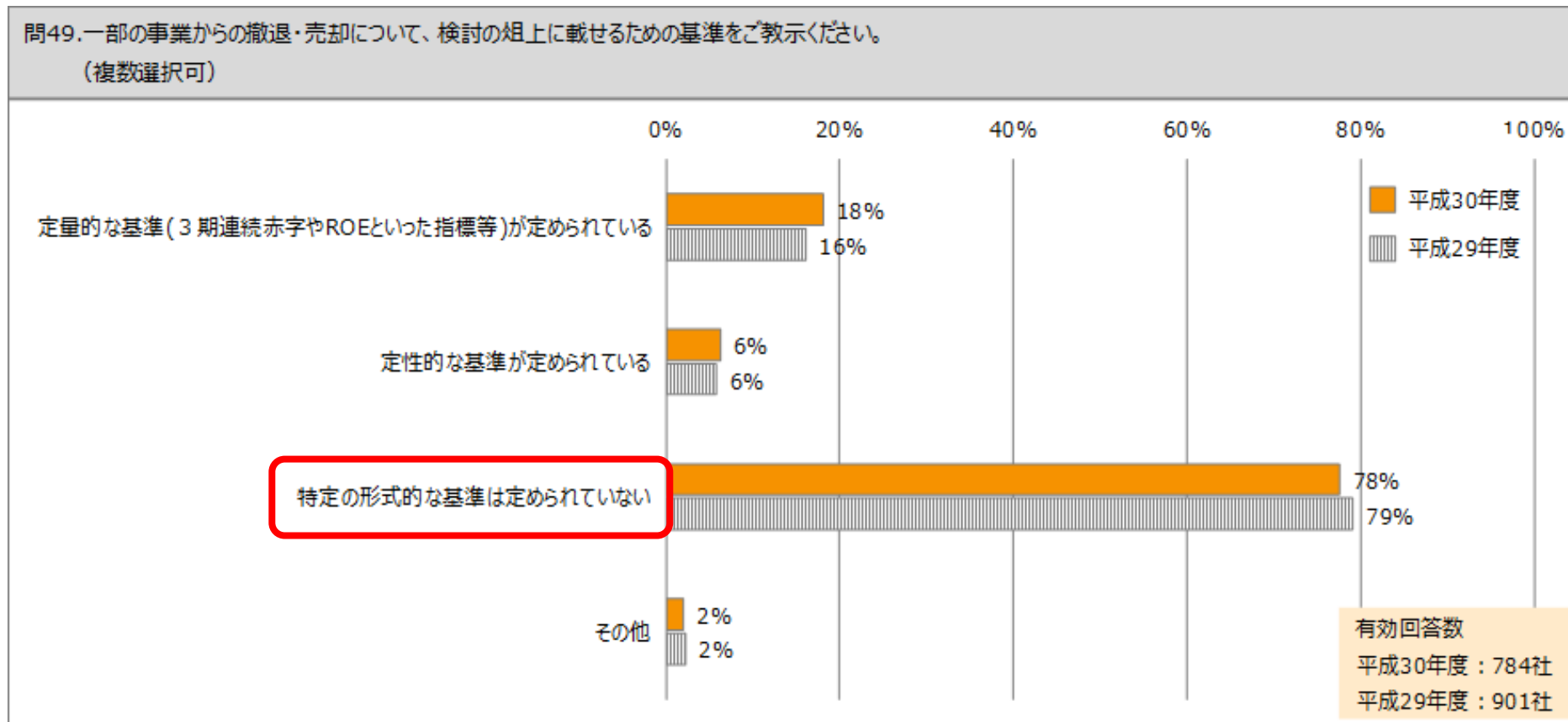
(3つまで選択可)



有効回答数：541社

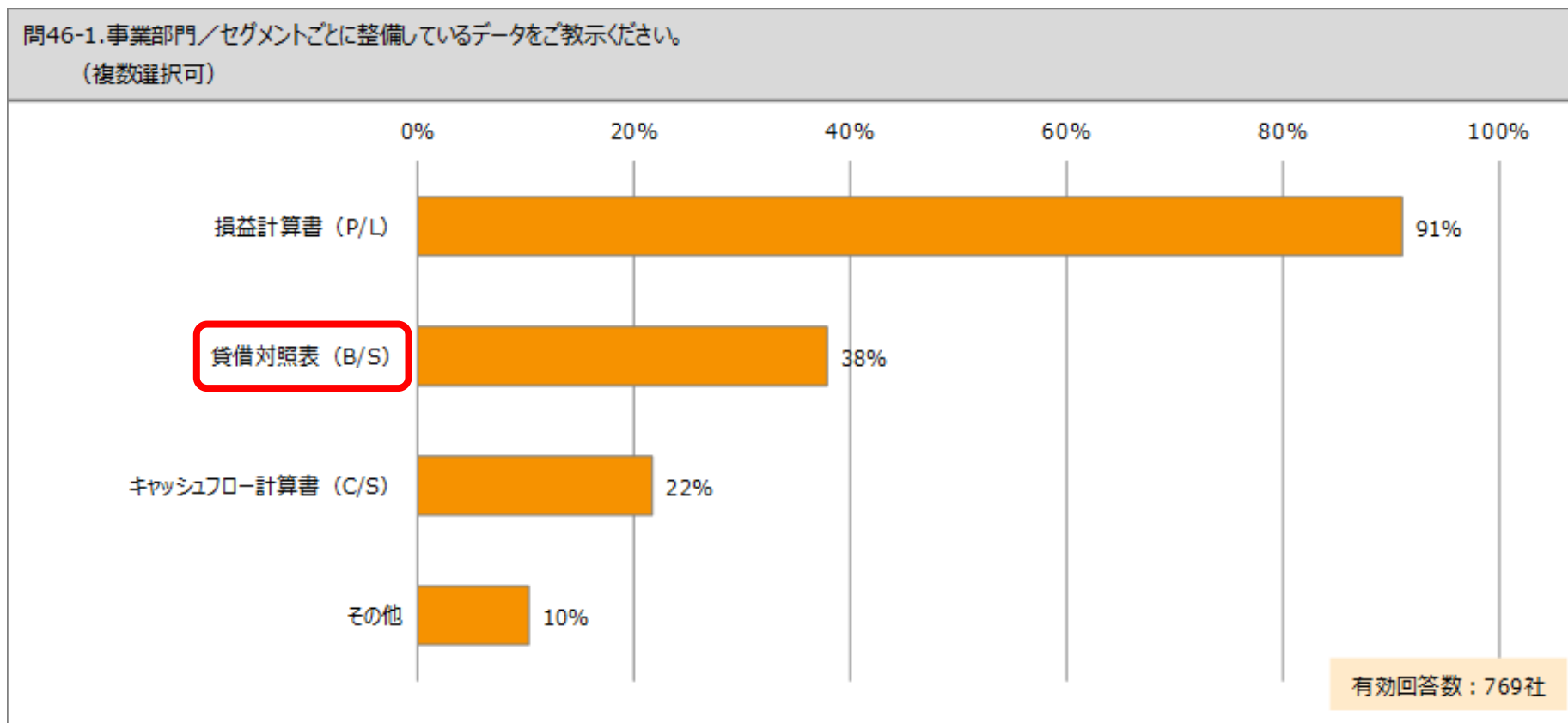
事業撤退・売却に関する基準の有無（企業アンケート結果）

- 事業撤退・売却の「定量的な基準が定められている」企業は18%。
- これに対し、特定の形式的な基準が定められていない企業が78%となっており、平成29年度調査と比べても、基準の整備が進んでいない状況となっている。



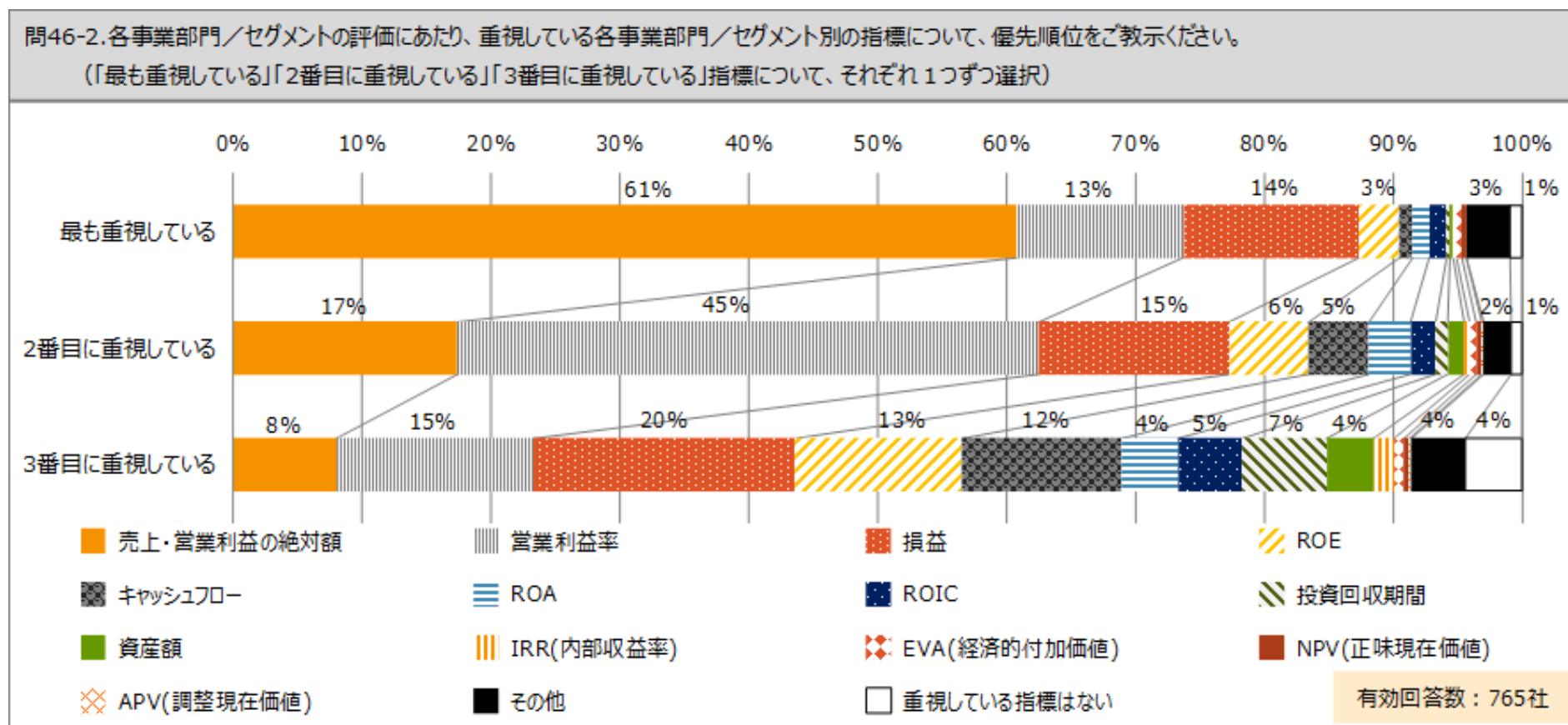
事業部門/セグメントごとに整備しているデータ（企業アンケート結果）

- 事業部門／セグメントごとに損益計算書（PL）を整備している企業は9割と大半を占めるが、貸借対照表（BS）を整備している企業は4割、キャッシュフロー計算書（CS）を整備している企業は2割にとどまっており、実効的な事業評価を行うためのデータインフラとして、これらの整備が今後の課題と考えられる。



事業ポートフォリオ評価において重視している指標（企業アンケート結果）

- 各事業部門の評価にあたり、「売上・営業利益の絶対額」「営業利益率」「損益」を重視している企業が大半を占め、セグメントごとの資本コストを勘案した「ROE」「ROA」「ROIC」を重視している企業は少数にとどまっている。



資料1

(1)企業内部の経営資源の新たな分野への投資の促進
(2)デジタル市場のルール整備と将来の規制の精緻化 について議論対象となり得る項目案

(1)①政策の方向性(未来投資会議)

- マークアップ率の産業・業種、企業規模ごとの分析
- 産業ごとのきめ細かな取引関係の適正化(利益や付加価値の状況、労働や資本への分配状況等を、産業・業種、企業規模ごとの分析等の実施)
- 顧客視点で見た付加価値の創出と販売価格の引上げ
- 同質的なコスト競争から付加価値の獲得競争への変化
- 創造性・感性・デザイン性・企画力といった能力やスキルを具備する人材育成

(1)②方向性をサポートする具体案(未来投資会議)

- 企業内で閉じた研究開発から、企業間連携によるオープン・イノベーションへの移行に向けた環境整備
- 既存企業・大企業によるスタートアップのM&A、あるいは、既存企業・大企業とスタートアップの協働促進のための環境整備
- 資金面で豊富なリソースを有する大企業がスタートアップ企業等に投資を行う場合の税制・予算等のあり方
- 新興国企業との共創による新事業創出(アジアDX)の推進
- 大学、国研の現物出資の円滑化
 - 国立大学法人が大学発ベンチャーに出資することを可能にすることにより、複数企業と連携した研究開発等を促進

- 若者異能の人材による先が見えない創造的な研究への支援
- スピンオフ促進のための環境整備
 - 企業価値向上のための特定の事業の切り出し等が円滑に行えるよう、「スピンオフ」をしやすいための指針の整備
- 大企業とベンチャー企業の契約時の技術保持
 - 大企業とベンチャー企業間の契約において、共同開発成果の知財独占、長期間かつ広範囲な協業禁止、周辺特許の囲い込みなど、ベンチャー企業に不利な取り決めを回避するため、大企業とベンチャー企業間の契約等に係るルール整備
- 技術研究組合のあり方
 - 組合設立手続きに時間を要するといった声あり。技術研究組合の設立及び事業会社化を促進するためのルール整備

(2)①デジタル市場のルール整備等(デジタル市場競争本部等)

- データ価値評価を含めた独禁法のルール整備(企業結合審査)
 - 企業の市場シェアが小さくてもデータ独占により競争阻害が生じるおそれ。データの集積等による競争制限の有無等についても評価を行う独禁法上のルールを整備。
- デジタル・プラットフォーム取引透明化法の検討
 - 大規模なオンラインモール、アプリマーケットを対象に、①取引拒絶事由、②表示順位を決定する主な要素、③自社優遇の内容・条件など、個別の取引事業者に対する取引条件の開示などを求める。
- デジタル・プラットフォームによる消費者に対する優越的地位の濫用への対応
 - デジタル・プラットフォームが、消費者の個人情報等を不当に取得・利用することへの懸念が増大。独禁法上のルール整備を検討。
- 個人情報保護法の見直し
 - 個人情報の取扱いに対する不安の高まりに対応。個人が事業者等に対して個人情報の削除・利用停止請求をできる仕組みの拡充を図る。一方、現在、十分に活用が進んでいない個人の匿名情報について、保護を図った上で、活用が進むよう検討。
- デジタル市場の競争評価
 - オンラインモールやアプリマーケットなどに加えて、データの集中による寡占化の影響が大きい市場について、競争評価を実施
- ポスト5Gの半導体開発及び製造技術開発
 - 官民一体となった産業用途(IoT等)の半導体技術の開発及び製造プロセス開発の検討

(2)②デジタル技術の社会実装を踏まえた規制の精緻化(未来投資会議)

デジタル技術の社会実装を踏まえた規制の精緻化については、中長期的な観点から、以下の分野を中心に実証事業を実施し、将来の規制等の在り方に係る問題点や課題を洗い出す。

1. モビリティ分野

自動車のソフトウェア化やコネクテッド化が進む中、モビリティ分野における将来の規制等の在り方に係る問題点や課題を洗い出す。

- ①AIを活用した完成検査の精緻化・合理化
 - ・ AI等を活用して、工場等の常時監視を行うことにより完成検査の合理化が可能か検討する。併せて、自動車メーカーに対して行っている型式指定監査につき、AI等を活用した常時監視の活用が可能かも検討する。
- ②無人自動運転車における運行時に取得するデータの活用
 - ・ その他、型式認証審査の合理化が可能か検討する。

2. フィンテック/金融分野

個人・企業の能力や資産状況等がデジタル化により個別に判断できるようになってくる中で、金融関連法制の将来の在り方に係る問題点や課題を洗い出す。

- ①プロ投資家対応
 - ・ 顧客の取引履歴データ等の分析・活用を進めることで、プロ投資家として扱うことが可能な個人を特定できないか検討する。
- ②金融商品販売における高齢顧客対応
 - ・ 高齢者の取引履歴データ等の分析・活用を進めることで、高齢者の能力や状況に応じた高齢顧客対応の判断ができないかを検討する。
- ③マネー・ロンダリング対策
 - ・ 各金融機関が個別に取り組んでいた、マネー・ロンダリングに関係する、顧客リスク評価、制裁対象者との照合、異常取引や制裁対象取引の検知といった業務については、AIを活用し、各社が共同で取り組むことで効率化できないか検討する。

3. 建築分野

センサー精度の向上、AIによるビッグデータ分析、ドローン活用などが進む中、これらの技術の活用により、より精緻かつ合理的な建築物の安全性確保が可能か等を検証するべく、建築に関する制度(建築基準法等)の将来の在り方に係る問題点や課題を洗い出す。

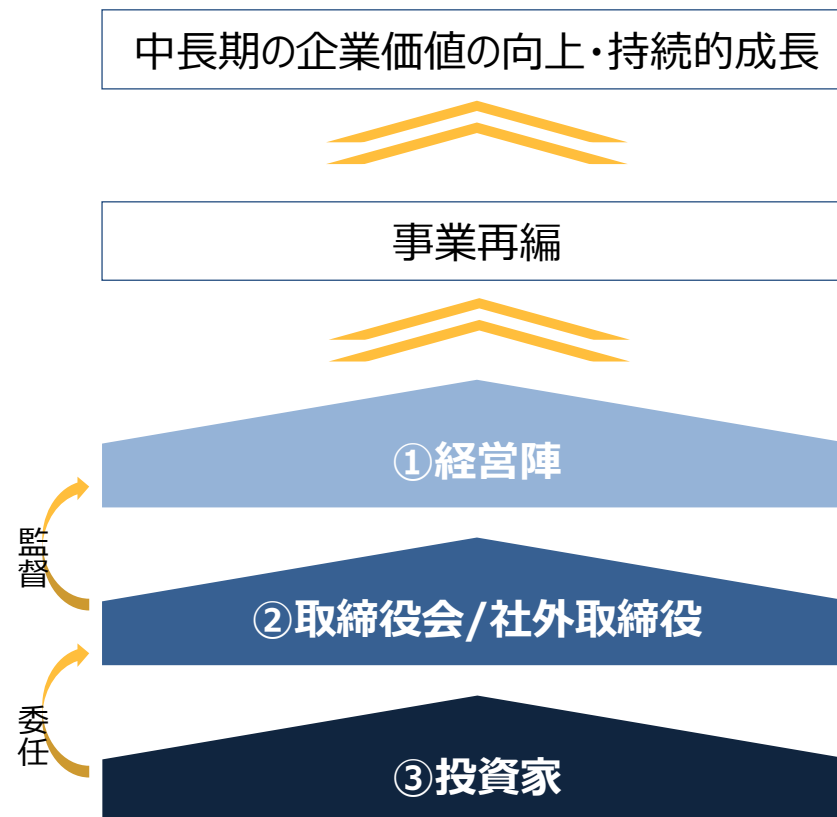
- ①建築物の外壁の定期調査
 - ・ 建築基準法に基づく建築物の外壁の調査について、赤外線装置を搭載したドローンによる調査を将来位置づけることができないか検討する。

②エレベーターの定期検査

- ・ 建築基準法に基づきエレベーターのロープ等の劣化状況の検査について、目視や寸法測定と同等の検査方法として、センサーによる検査を将来位置づけることができないか検討する。

事業再編の促進に向けた課題と対応

- 産業構造・競争環境の急激な変化の中、企業価値向上には、事業再編の促進（特に、スピンオフ等の事業の切出し）が課題。
- こうした観点から、①経営陣（マネジメント）、②取締役会（特に社外取締役）、③投資家（エンゲージメント）の各層（レイヤー）において適切なインセンティブを働かせるために、コーポレートガバナンスの強化を図ることが必要。



ヒアリング結果（事業再編の促進に向けた課題）（1/3）

- 学者、企業実務家、法律実務家、フィナンシャルアドバイザー、投資家等へのヒアリングを通じて、事業再編の促進に向けた課題について、以下のご指摘があった。

経営陣の意識

- 日本では、今までお金をつぎ込んできて今後成長が見込まれる事業を切り出す等のドライな判断を行うことはなかなか難しい。**経営者が株主目線になりきれていない**のだと思う。（企業）
- **経営陣に「株主のエージェントとして株主価値向上のためにやるんだ」という意識が足りない**。また、**多角化企業**について、存続や安定のために複数の事業を行うということもあるかもしれないが、それで**気付かないうちに企業全体が下がってしまっている**。（PEファンド）
- 米国では、経営陣は時価総額を重視しているが、**日本では、売上高を重視している**。（機関投資家）
- **日本では、キャッシュを生んでいる事業は、もったいなくて売れないという面がある**。日本企業は、成長しておらずスケールも取れていない事業をたくさん持っており、**本当は売却していくことが必要だと思うが、経営者が事業が悪化した際のバッファーを持っておくことを考えてしまっており、少なくとも次の事業の目途がたっていないと売ろうとはしない**。（経営コンサル）

経営陣の評価

- （経営者の評価指標について）財務的には重点を株主価値か企業価値のどちらにおくかだと思うが、前者の発想だとTSRだと思うが、国の発展という意味では後者でもいいと思う。そういう意味では**ROICが非常に重要な指標**。これと株式価値を繋げる論点は非事業資産をどれだけ持っておきたいかとレバレッジをどこまでかけるのか（安全性をどこまで求めるのか）というところ。（PEファンド）
- **経営者の評価指標としてはTSRや事業ごとのROIC等が望ましい**。（フィナンシャルアドバイザー）
- **気にしているのは売上高ではなく、成長率で、2桁成長程度が望ましいと考えている**。そして、**成長するためにはある程度の規模のほう（大きすぎない）がよい**という考えがある。ある意味、**ノンコア事業を切り出すことで自分の経営が楽（経営力の強化）になる**という面もある。これらは経営していれば自然に出てくる発想。（経営者）

ヒアリング結果（事業再編の促進に向けた課題）（2/3）

| | |
|---------------|---|
| 従業員・人事 | <ul style="list-style-type: none"> • 買収する場合、今の企業の水準に合わせる等、買収する側で意思決定できる部分が多いが、売却する場合は買収企業との交渉が必要で、かつ、最後は転籍する従業員本人の同意が必要。（企業） • 日本株式への投資を始めて、会社は従業員のためのものという意識があることに驚いた。また、日本では、事業で失敗した場合の損切の判断が甘く、経営陣も従業員を切りたくないという意識がある。（機関投資家） |
| 社外取締役 | <ul style="list-style-type: none"> • 社外取締役を紹介する会社もあるが、紹介会社としても契約を切られたくないので、阿吽の呼吸でよしなにやってくれる人を送る構造になっている。（機関投資家） • 米国では、CEO・CFO以外全員社外取締役（例えば、8分の6が社外取締役）ということもあるが、日本では、社外取締役の割合も低く、取締役会の中での発言権は小さい。現状では、株主が社外取締役に会いたいと言っても会ってもらえなかったり、書面对応を求める会社が多い。（機関投資家） • 社外取締役は、経営陣が出した資料しか見られない。経営陣も見せたいものしか見せない。また、社外取締役はクビになりたくないので、波風を立てたくない。（機関投資家） • 社外取締役も株主のために雇われているという認識がなく、社長に言われて入っているという意識が強いと思う。急先鋒の社外取締役の人はあまり見ないし、仮にそういう人がいたとしてもすぐに辞めてしまう。（PEファンド） • アナリスト・投資家等をもっと社外取締役に入れればよいと思っている。（フィナンシャルアドバイザー） |
| 投資家とのエンゲージメント | <ul style="list-style-type: none"> • 投資家とのエンゲージメントの文脈で取締役の善管注意義務の在り方を考えることに意味はあると思う。特に、株主提案が取締役会で議論されるかはひとつのハードルだと思う。（機関投資家） • 機関投資家やアナリストは、経営者に事業再編について言いたいことがあっても、遠慮があったり、言ってもやってくれないだろうということで、言えていないことが多い。（フィナンシャルアドバイザー） |

ヒアリング結果（事業再編の促進に向けた課題）（3/3）

| | |
|---------------------------------------|---|
| <p>事業評価 ・ セグメント情報の 開示</p> | <ul style="list-style-type: none"> セグメント情報について、分かりにくいからディスカウントだというのではなく、分かるように開示をしよう、ということだと思う。「この事業は、こういう理由で、このROICのハードルを設定しています。」のように。（経営者） 企業のイニシアチブで、セグメント情報をより詳細に任意開示をさせていくというのはあると思う。また、多角化企業について、すべてのポートフォリオが分かるCEOはまずいない。マネージできる範囲に切っていくという方向性がよい。（経済学者） 現状のセグメントごとの情報開示では、分析が難しい。また、問題のある会社にはありがちなのは、セグメントの区分を頻繁に組換えること。中には、セグメントごとにKPIが違はずなのに、単一のKPIを使っている会社もある。仮に、セグメントごとのBSの秘匿性が高いのであれば、代替KPIを出すなどの方法があり得る。例えば、事業ごとのWACCとROICが分かるとよい。（機関投資家） セグメントごとのBSについては、何が経営や投資家にとって大事かという観点から、擬似BSとして重要な事項に限定して考えていくのが大事。（PEファンド） （成熟事業と成長事業の評価の仕方について）TSRにどう貢献しているかという評価の仕組みにすればよい。成長事業は期待値がマルチプルに反映されて結果的に貢献することになる。（コンサル） |
| <p>その他</p> | <ul style="list-style-type: none"> 日本企業のカバナンスは、いまだDebtカバナンス時代から頭が切り替わっていない。多角化によるリスク分散はDebtの債権者（金融機関）にとっては都合が良いが、資本効率を重視するEquityカバナンスに切り替える必要がある。（経営学者） スピノフを促進するのであれば、例えば上場子会社をスピノフすることなどの制度面の整備はあると思う。（フィナンシャルアドバイザー） |

(参考) コーポレートガバナンス・コードにおける記載

- コーポレートガバナンス・コードでは、収益力・資本効率等に関する目標の実現に向け、事業ポートフォリオの見直し等を含む経営資源の適切な分配等を実施することが求められている。

コーポレートガバナンス・コード（原則5－2．経営戦略や経営計画の策定・公表）

- 経営戦略や経営計画の策定・公表に当たっては、**自社の資本コストを的確に把握した上で**、収益計画や資本政策の基本的な方針を示すとともに、収益力・資本効率等に関する目標を提示し、その実現のために、**事業ポートフォリオの見直し**や、設備投資・研究開発投資・人材投資等を含む経営資源の配分等に関し具体的に何を実行するのかについて、株主に分かりやすい言葉・論理で明確に説明を行うべきである。