

# **事業再編研究会/令和2年度税制改正要望**

**2020年1月29日**

**経済産業省 産業組織課**

# 目次

1	事業再編研究会	
①	事業再編に係る現状と課題	2
②	国内外の取組事例	29
③	これまでの取組	42
④	本研究会の検討の方向性	49
2	令和2年度税制改正要望 (自社株対価M&Aの円滑化)	60

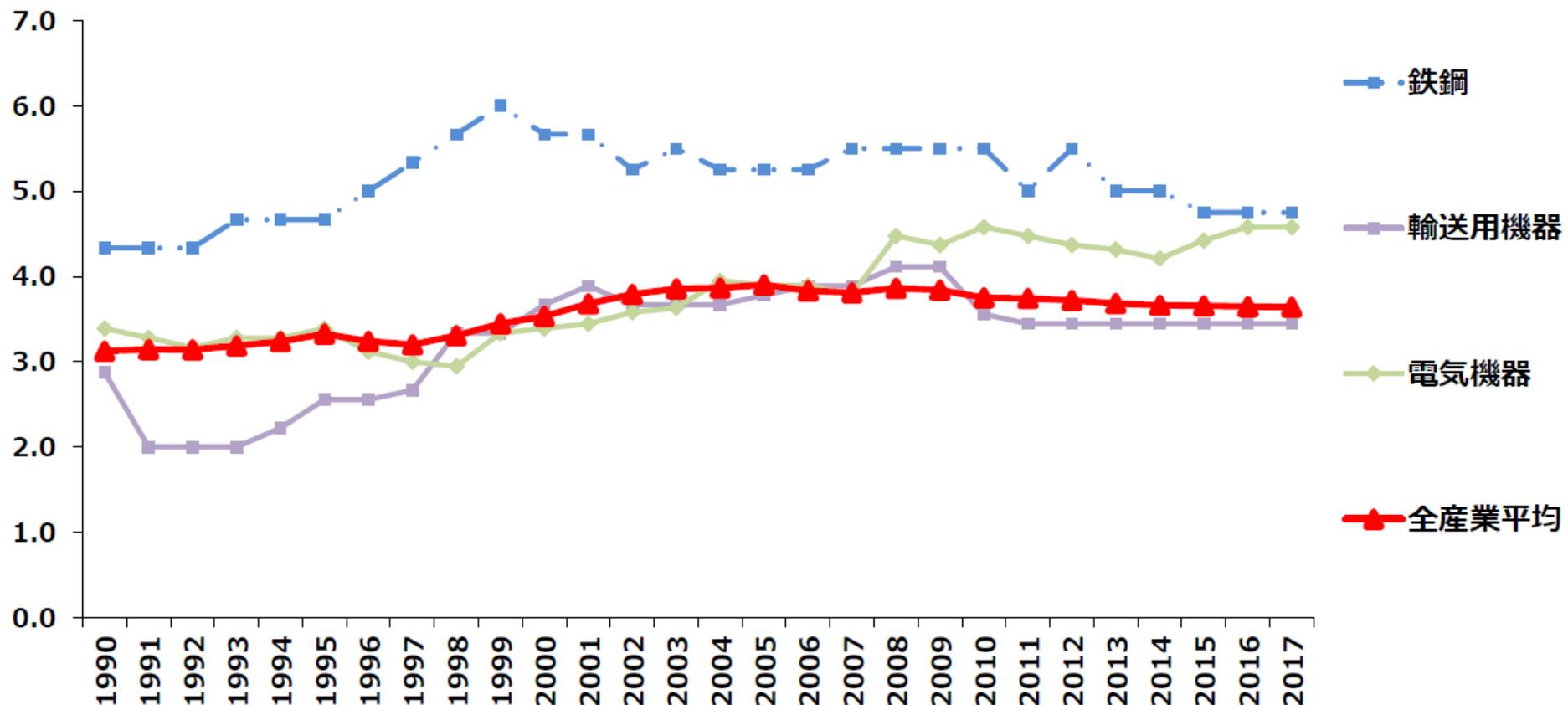
# ①事業再編に係る現状と課題

# 産業別の事業部門数の推移

○ 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。

# 規模・多角化度別の利益率の国際比較

未来投資会議（第27回）  
配布資料3：基礎資料より抜粋

- 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～

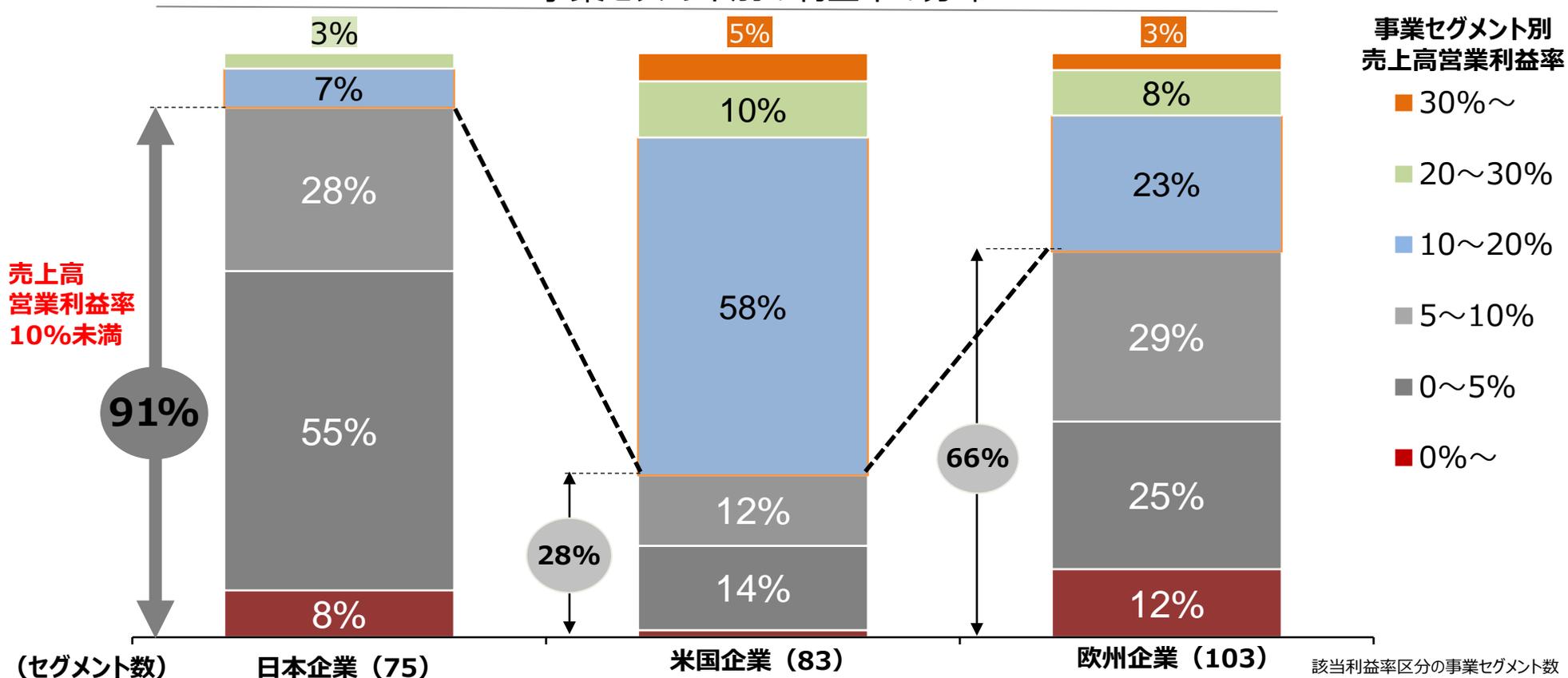
（注）調査対象企業は、日本はTOPIX対象銘柄、米国はNYSE総合指数構成銘柄。「多角化度」は、売上高構成比率が最大の事業以外の売上高が、全体の売上高に占める割合。米国の「規模（売上高）」は、1USD=100円により円換算して区分。

（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。

# 日本企業の低収益性の要因

- 売上高営業利益率（ROS）が10%未満のセグメントの割合  
日本企業：9割、米国企業：3割、欧州企業：7割
- 日本企業は、低収益セグメントを抱え込む傾向があり、そのことが全体の収益性が低い一因になっているという指摘あり。

事業セグメント別の利益率の分布

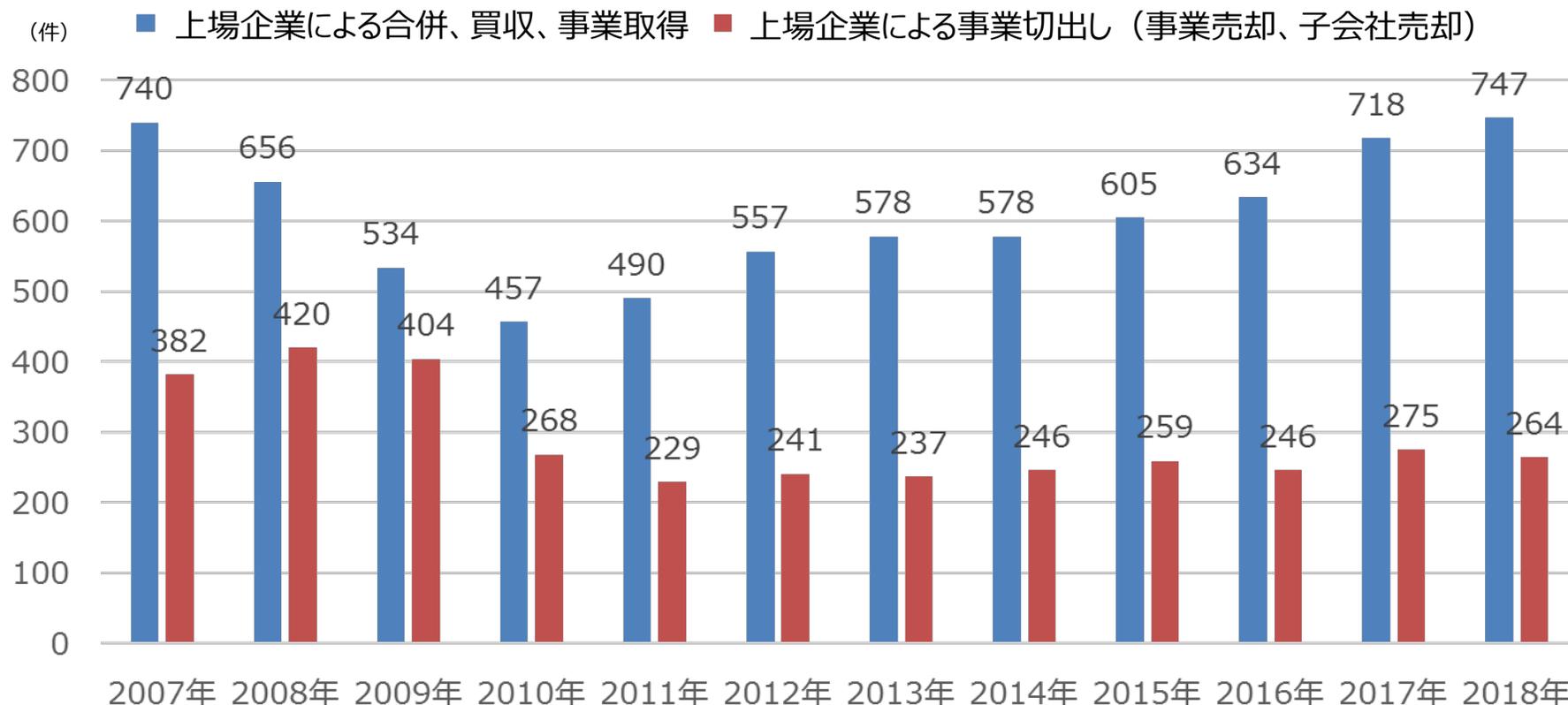


出典：Bloombergデータベースを元に、デロイトトーマツ コンサルティング作成した資料を加工。事業セグメント別売上高・営業利益の両方を、06-13年度の8期連続で取得可能な世界連結売上TOP500の中から、各国別多角化度（ハーフィンダール指数）上位50%、海外売上高比率20%以上の企業を対象に分析

## 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。
- これに対し、「事業の切出し（事業売却、子会社の売却）」は、2008年の420件をピークに、その後減少し、ここ数年は250件前後で推移しており、「買い」と「売り」でアンバランスな状態。

国内上場企業のM&A（クロスボーダーを含む）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が作成。

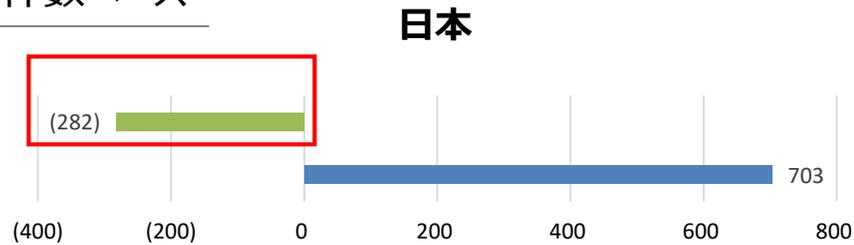
# クロスボーダーM&Aの国際比較（2018年）

- 欧米では、Inbound取引とOutbound取引がほぼ均衡しているのに対し、日本は、Outbound取引に比べ、Inbound取引が件数、金額ともに小さく、「買い」に偏重する傾向。

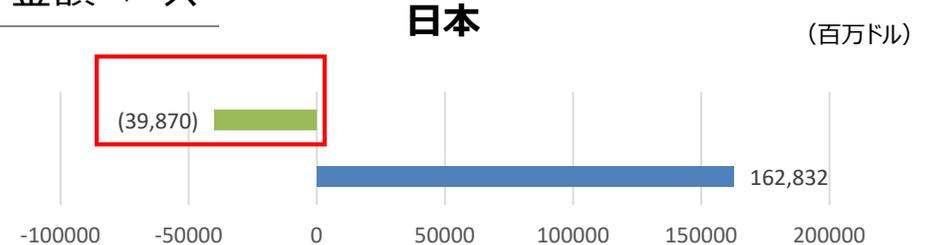
■ Inbound取引（国内企業が海外企業を買収）

■ Outbound取引（外国企業が国内企業を買収）

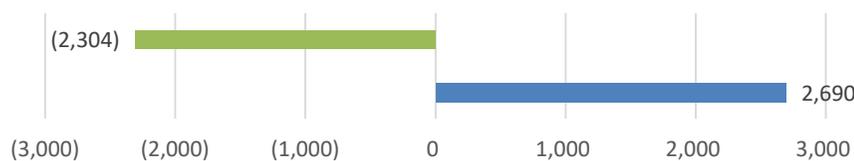
件数ベース



金額ベース



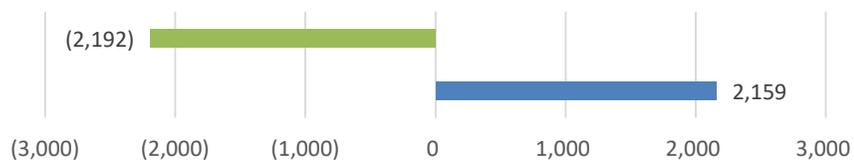
**米国**



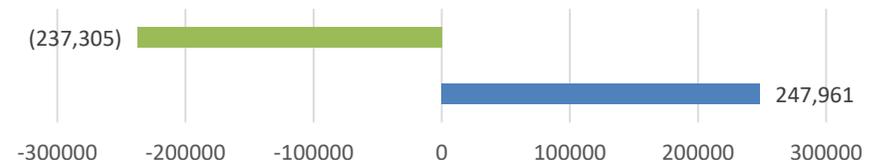
**米国**



**欧州（英・独・仏）**



**欧州（英・独・仏）**



(注) 公表日ベース

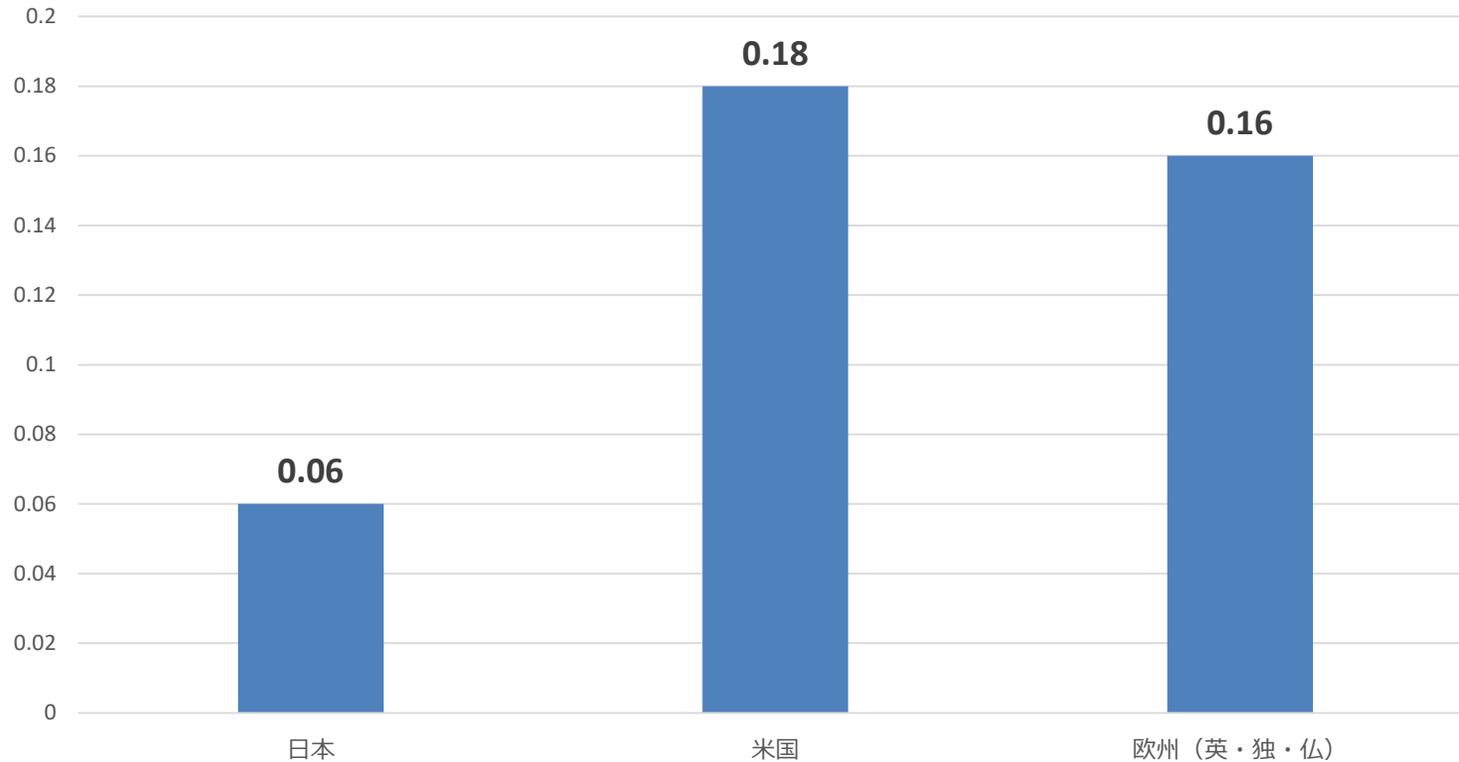
(出典) リフィニティブデータベースをもとに経済産業省作成

# 上場企業1社あたりの事業切出し件数（2018年）

- 欧米と比較すると、日本の上場企業1社あたりの「事業切出し」の件数は低水準。

日欧米の事業切出し件数（上場企業1社あたり）

(件)



(注) 公表日ベース。

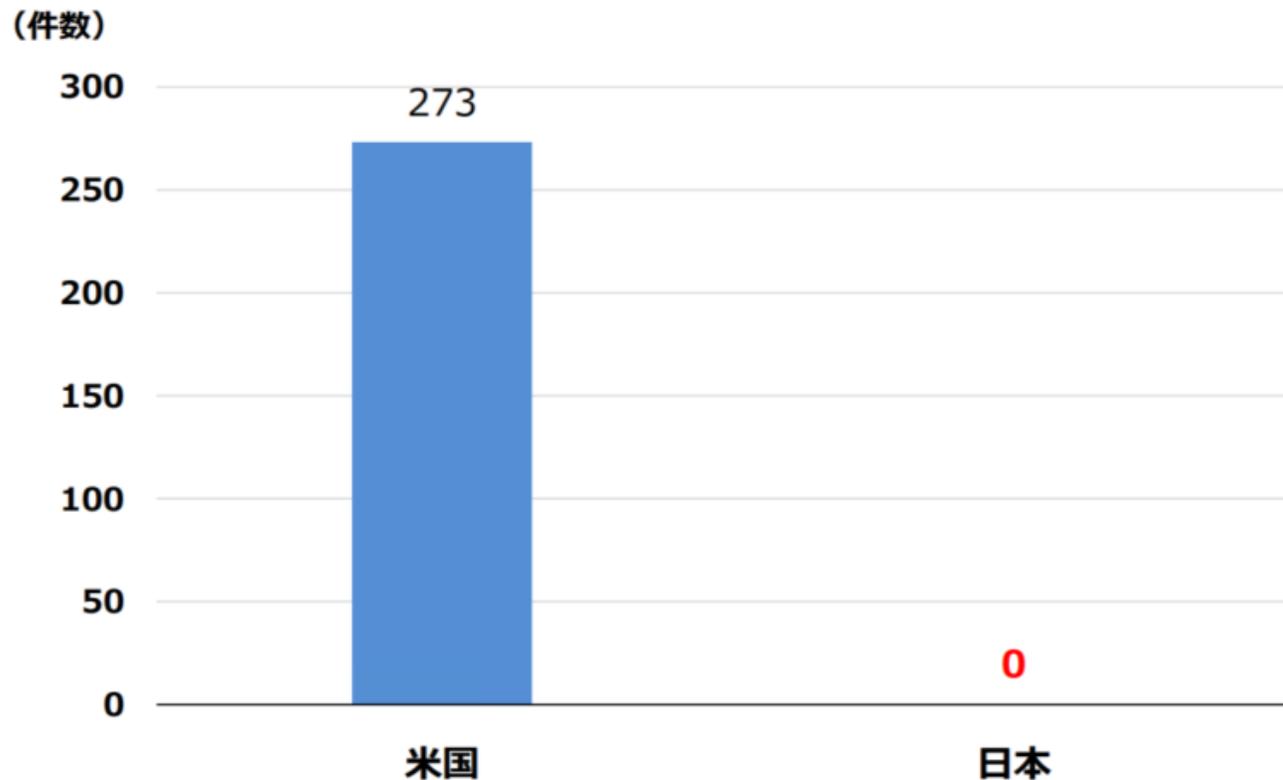
日欧米は本社所在地により分類。

事業切出し：上場企業による子会社及び事業の売却、スピンオフ、スプリットオフの件数を集計。

(出典) リフィニティブデータベースより経済産業省が作成。

- スピノフ（子会社の株式を株主に渡すことにより会社を分離する方式）を活用した分離件数は、米国では2010年以降、270件あるのに対し、日本では実績はゼロ。
- このため、日本の場合、コア事業への集中の程度が弱い。

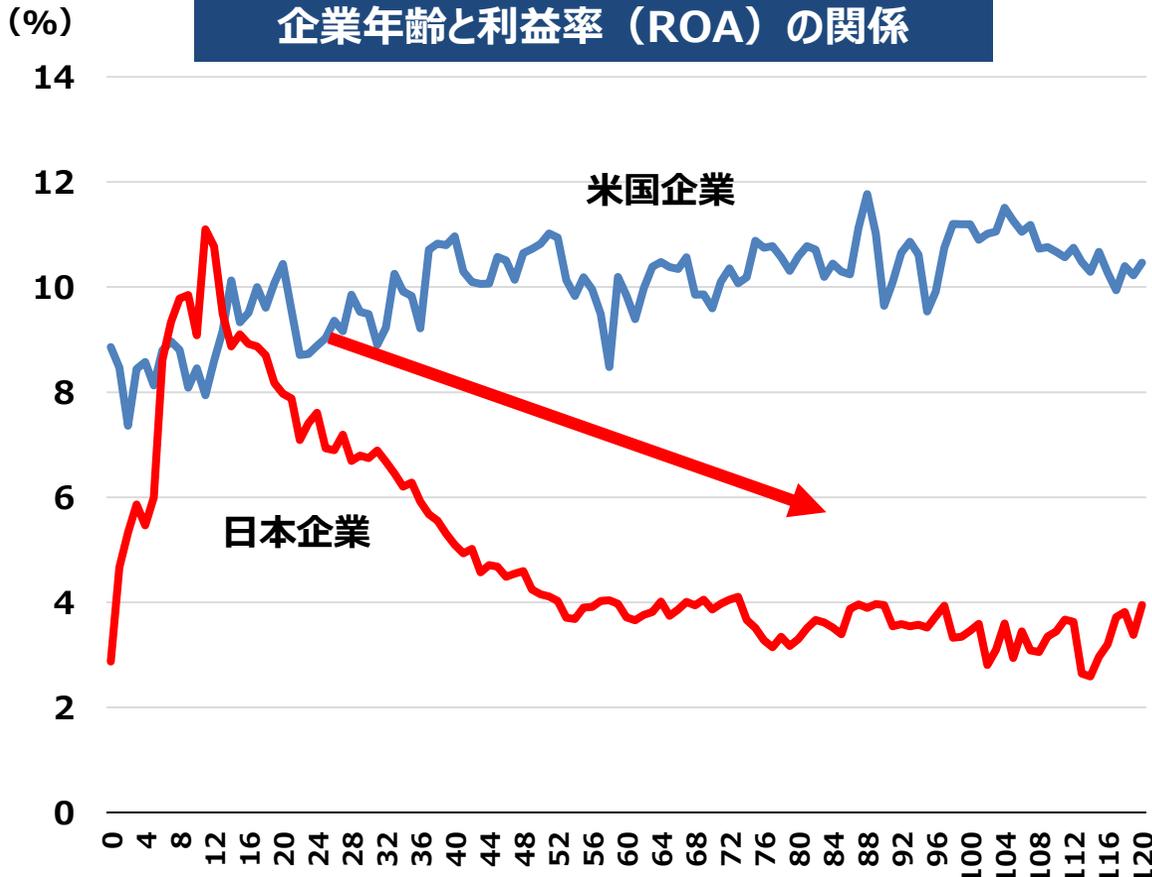
## スピノフ件数の日米比較 (2010-18年累計)



# 日本企業は企業年齢が古いと利益率が低下

- 米国企業は、企業年齢にかかわらず、利益率（ROA）は一定水準。
- 日本企業は、約10年でピークを迎え、その後は企業年齢が古いほど、利益率（ROA）が低下。既存企業の構造改革に課題。

## 企業年齢と利益率（ROA）の関係



## 実証研究に基づく指摘のポイント

- ROAを収益性と効率性に分解すると、日本企業は加齢とともに収益性が低下する一方、アメリカ企業は低下しない。
- アメリカ企業は高収益性を求める株主からの圧力にさらされていることが大胆な事業転換にもつながっている。
- 日本企業は「長期的な視点」という名のもとに、大胆な事業転換への重要な意思決定を後回しにしてきた可能性。
- 日本では経営資源（特にコア人材）の流動性が低いため、イノベーションも既存企業の社内に閉じ込められ、破壊的なイノベーションが起きにくかった。
- スピンアウトは、既存の組織では追求できなかったビジネスチャンス求めて飛び立つ「野生化するイノベーション」の典型。  
(2019年、早稲田大学商学学術院教授 清水洋「野生化するイノベーション」)

(注) 1978年 - 2015年までの上場企業（金融・保険・不動産を除く。）のROA（総資本利益率：利益は営業利益）を集計したもの。

(出所) YAMAGUCHI, NITTA, HARA, SHIMIZU (2018) 「Staying Young at Heart or Wisdom of Age: Longitudinal Analysis of Age and Performance in US and Japanese Firms」

# 「コングロマリットディスカウント」について

- 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門企業に比べて市場から低く評価される傾向を指しており、多角化により企業価値の低下が生じていることを示唆するもの。
- この傾向は、コーポレートファイナンス分野の多くの研究において繰り返し確認されている。  
※Berger and Ofek(1995), Lang and Stulz(1994)が最初に見出した。
- **多角化の経済合理性は、いわゆるシナジー**（複数の事業を同じ企業の中に束ねることで、それら事業が独立に活動した時に生み出す価値よりも大きな価値を、企業全体が生み出すこと）にあるが、コングロマリットディスカウントは、**実際にはシナジーが本来期待されるプラスではなく、マイナスに働きがち**であることを示唆している。
- こうした現象を踏まえれば、「選択と集中（事業分野の絞り込み）」により企業価値を高めることができるとされ、日本でも1990年代末から事業再編の増加の中でその必要性が叫ばれてきた。

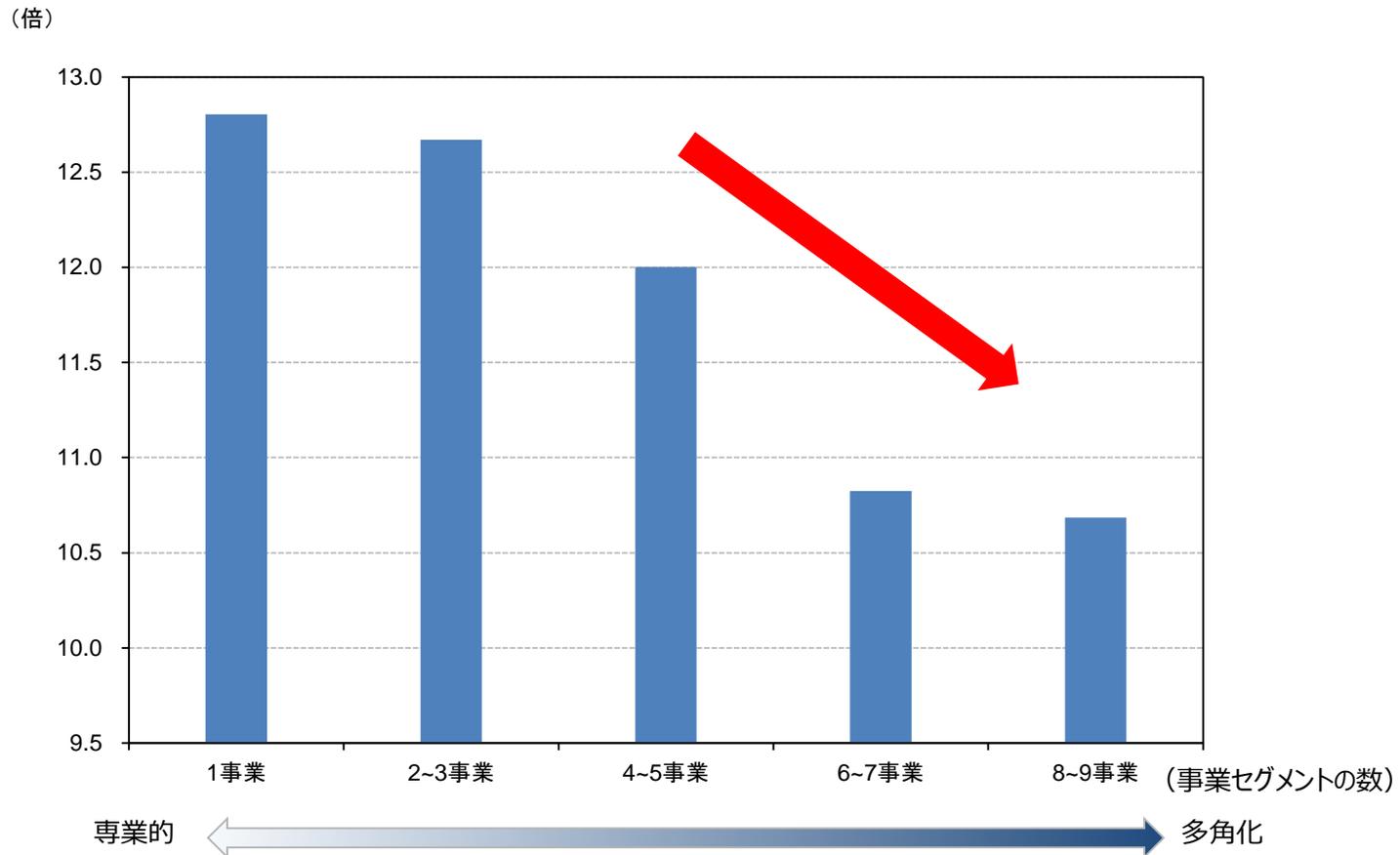
「グループ・ガバナンス・システムに関する実務指針」より抜粋

- （中略）①財務的シナジーの創出に関しては、**当該グループ内部情報へのアクセスやその経営・事業に精通している**などの点において、一般の投資家よりも優位性が存在することに加え、②**事業的シナジーの創出**に関しては、一般投資家にはない企業の多角化経営固有のメリットと考えられる。
- なお、**投資家は、一般的に専門型あるいは単純なポートフォリオを志向する傾向がある**と言われており、アクティビスト活動が活発になる中、こうした投資家の見方に対して多角化経営の意義を説明するためにも、こうしたシナジー創出の機能を高めていくことが重要であるとの指摘がある。

# 事業セグメント数とPER（株価収益率）の関係

- 東証1部の主要企業では、事業セグメントの数が多いほどPER（株価収益率）が低い傾向（企業の収益に対して比較的株価が低い傾向）にある。

事業セグメント数ごとの平均PER（12か月先予想）



(注) 対象はTOPIX1000、予想はQUICK コンセンサス（無い場合は東洋経済予想）

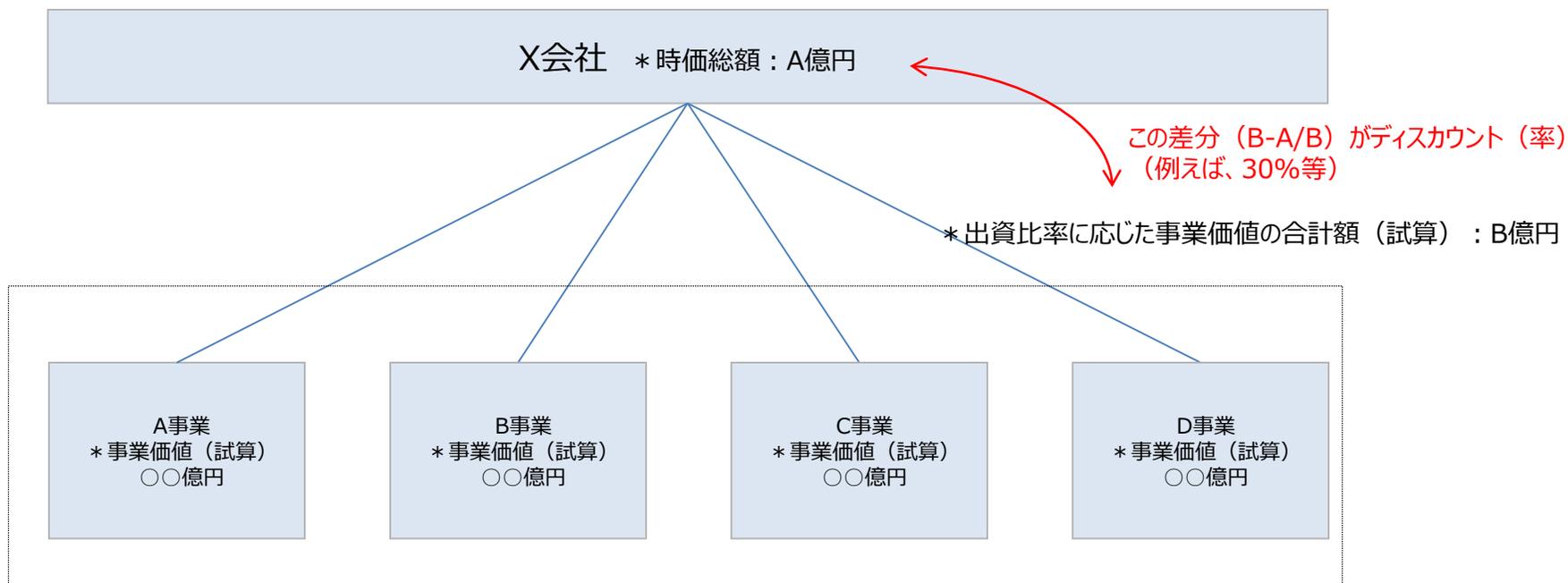
PER：株価/1株当たり当期純利益

(出所) S M B C日興証券作成

# コングロリットディスカウントのイメージ

- サンプル試算から、日本の多角化企業は、資本市場において一定程度ディスカウントされていることが示唆。
- ディスカウントの要因としては、「経営の質」の問題と事業構造のわかりにくさの問題があると言われている。

コングロリットディスカウント（例）



(注) 各事業の企業価値は、EBITDAに業種全体のEV/EBITDA倍率の平均を乗じたものから、有利子負債を控除したもの (EBITDAマルチプル)。

# スピノフ実施に伴う企業価値の推移

- 米国では、スピノフは企業価値の向上をもたらす効果が高いと考えられており、実際に、スピノフした企業（分離・独立した企業）を対象に株価を集計した指数は、市場平均を大きく上回る。

## 【スピノフ企業の株価パフォーマンスと市場平均】

下図は、ブルームバーグスピノフ指数とS&P500指数を指数化して比べたもの。2003年初を100として、S&P500が2.3倍になっているのに対して、スピノフ指数は5.9倍に達しており、市場平均を大きく上回る。

図: ブルームバーグスピノフ指数とS&P500指数



(備考) ブルームバーグスピノフ指数

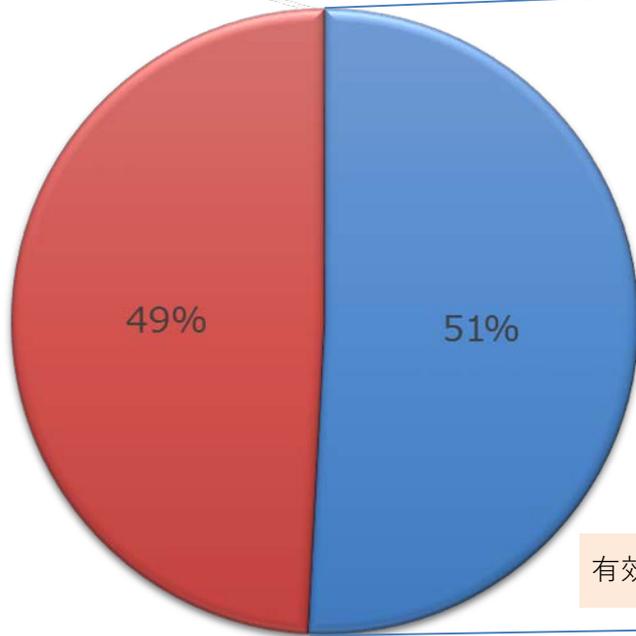
米国の上位企業から分離・独立した銘柄で構成され、取引初日から3年間を期限に組み入れることをルールに計算されるもの。指数の組み入れ銘柄は随時変化。

# 事業ポートフォリオ戦略の公表

- 事業ポートフォリオ戦略について公表している企業は約51%。
- 公表形態としては、中期経営計画資料(66%)や決算説明会資料(64%)が多く、有価証券報告書(46%)やウェブサイト(44%)で公開する企業も半数程度を占めた。

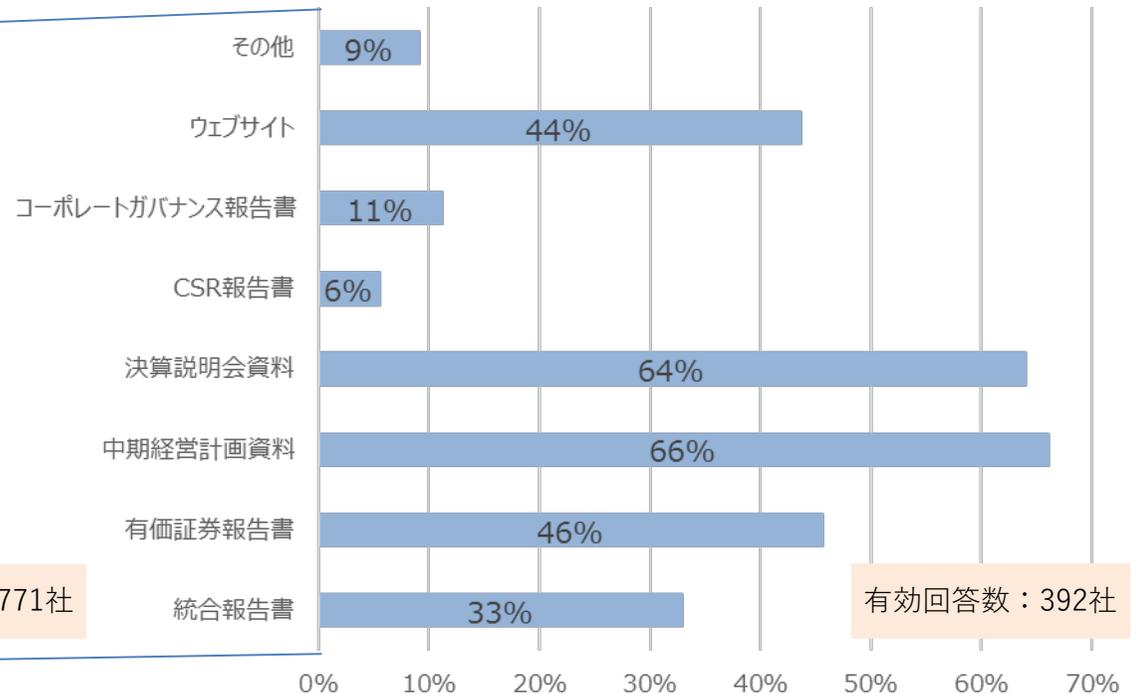
問40. 貴社の事業ポートフォリオ戦略や方針に関する公表の有無について、お答えください。(1つ選択)

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)



有効回答数：771社

■ 公表している ■ 公表していない

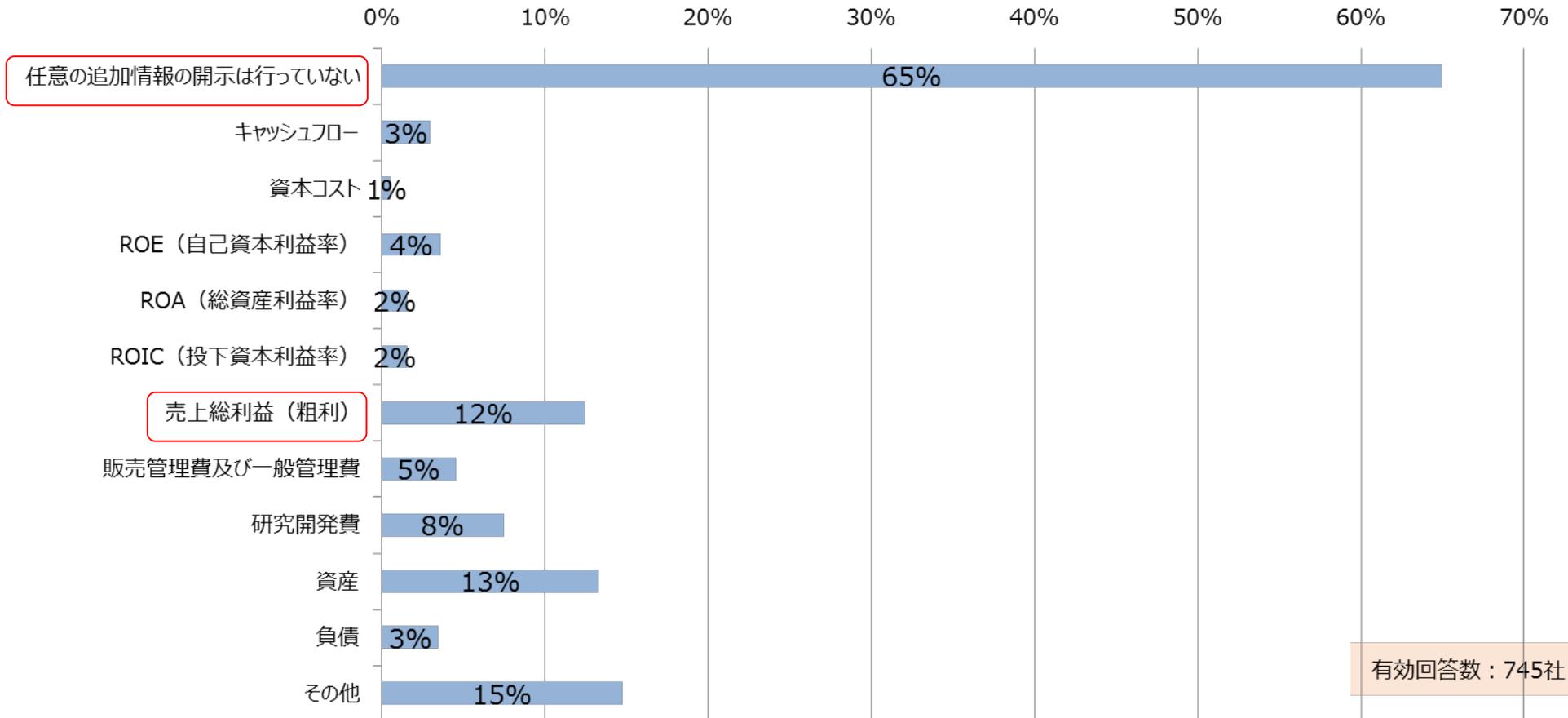


有効回答数：392社

# 事業セグメント情報の任意による追加開示

- 事業セグメント情報の任意開示は、約65%が実施していない。任意開示を実施している企業では、資産や売上総利益、研究開発費などの開示を行う企業が多い。

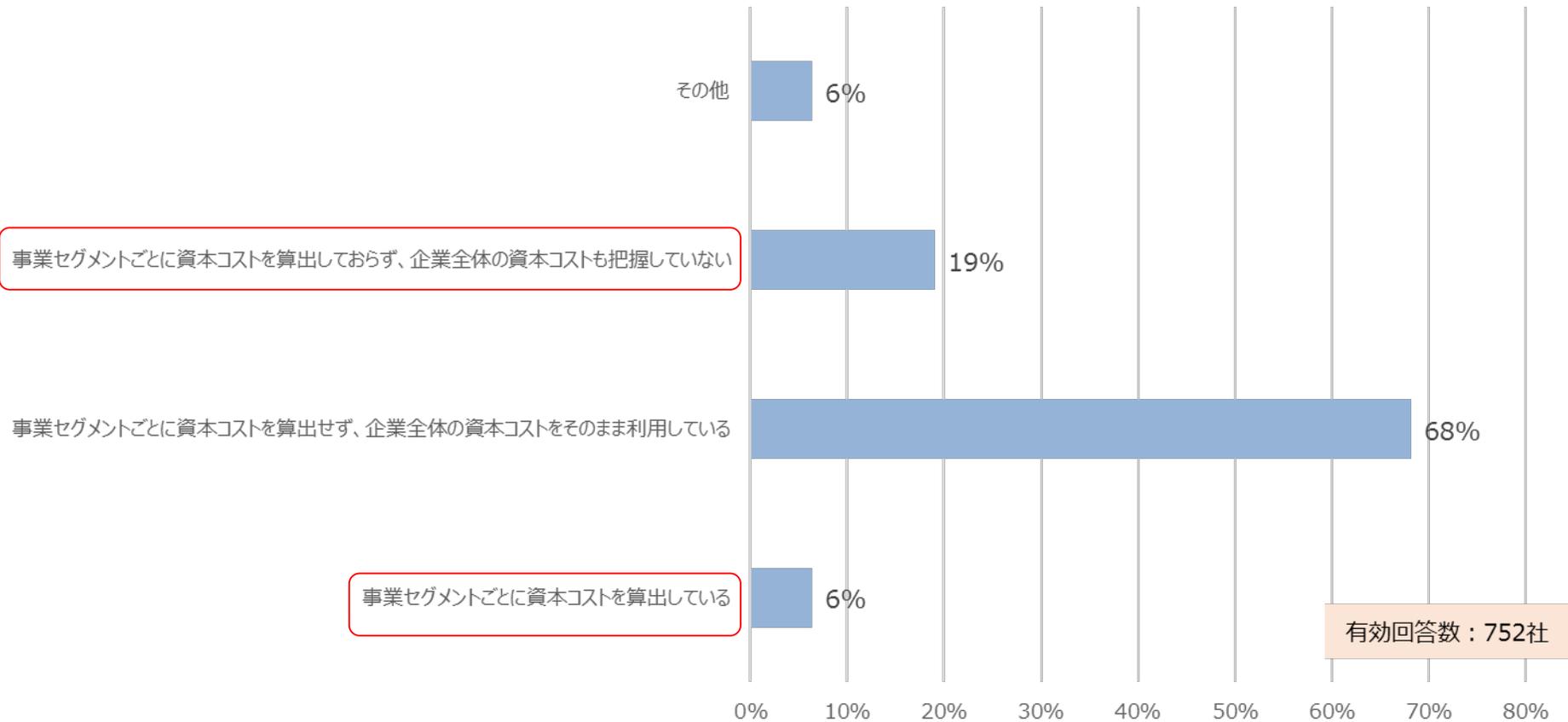
問 4 2 . 事業セグメントごとの情報に関する任意による追加開示について、その内容をお答えください。（複数選択可。「その他」の場合は、下記コメント欄に具体的に記入してください）



# 事業セグメントごとの資本コストの算出状況

- 事業セグメントごとに資本コストを算出している企業は約6%にとどまっており、企業全体の資本コストすら把握していない企業が19%存在する。

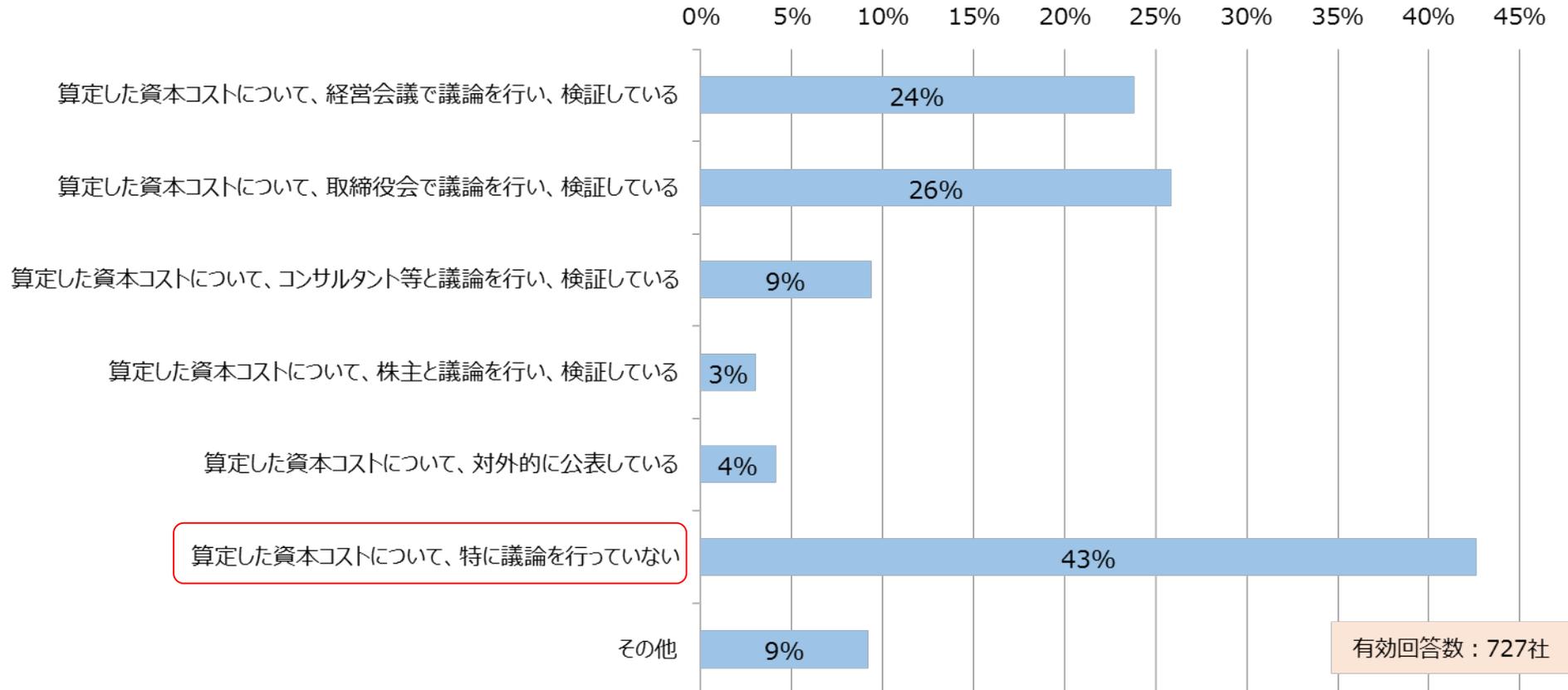
問45-1. 貴社の事業セグメントごとの資本コストの算出状況について、お答えください。（1つ選択。「その他」の場合は、下記コメント欄に具体的に記入してください）



# 資本コストの検証方法

- 算定した資本コストについて、特に議論を行っていないと回答する企業が約43%を占めた。
- 他方、株主と議論すると回答した企業は約3%、対外的に公表すると回答した企業は約4%とごくわずかにとどまった。

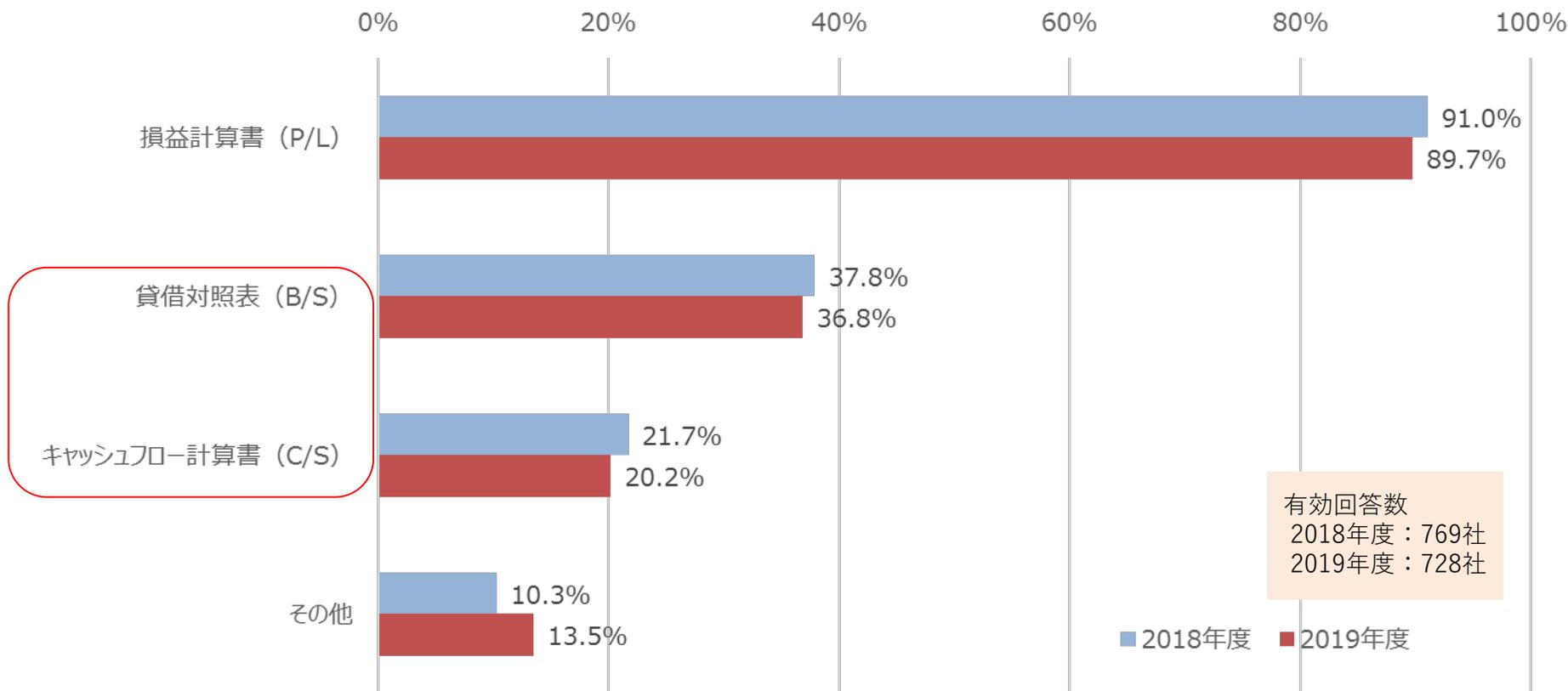
問47. 資本コストの検証方法等について、お答えください。(複数選択可。「その他」の場合は、下記コメント欄に具体的に記入してください)



## 事業部門・セグメントごとに整備しているデータ

- 事業部門・セグメントごとに整備しているデータについては、昨年と同様の傾向がみられる。
- 損益計算書を作成する企業は約90%と多いものの、貸借対照表(約37%)、キャッシュフロー計算書類(約20%)まで整備している企業は昨年同様少ない状況が続いている。

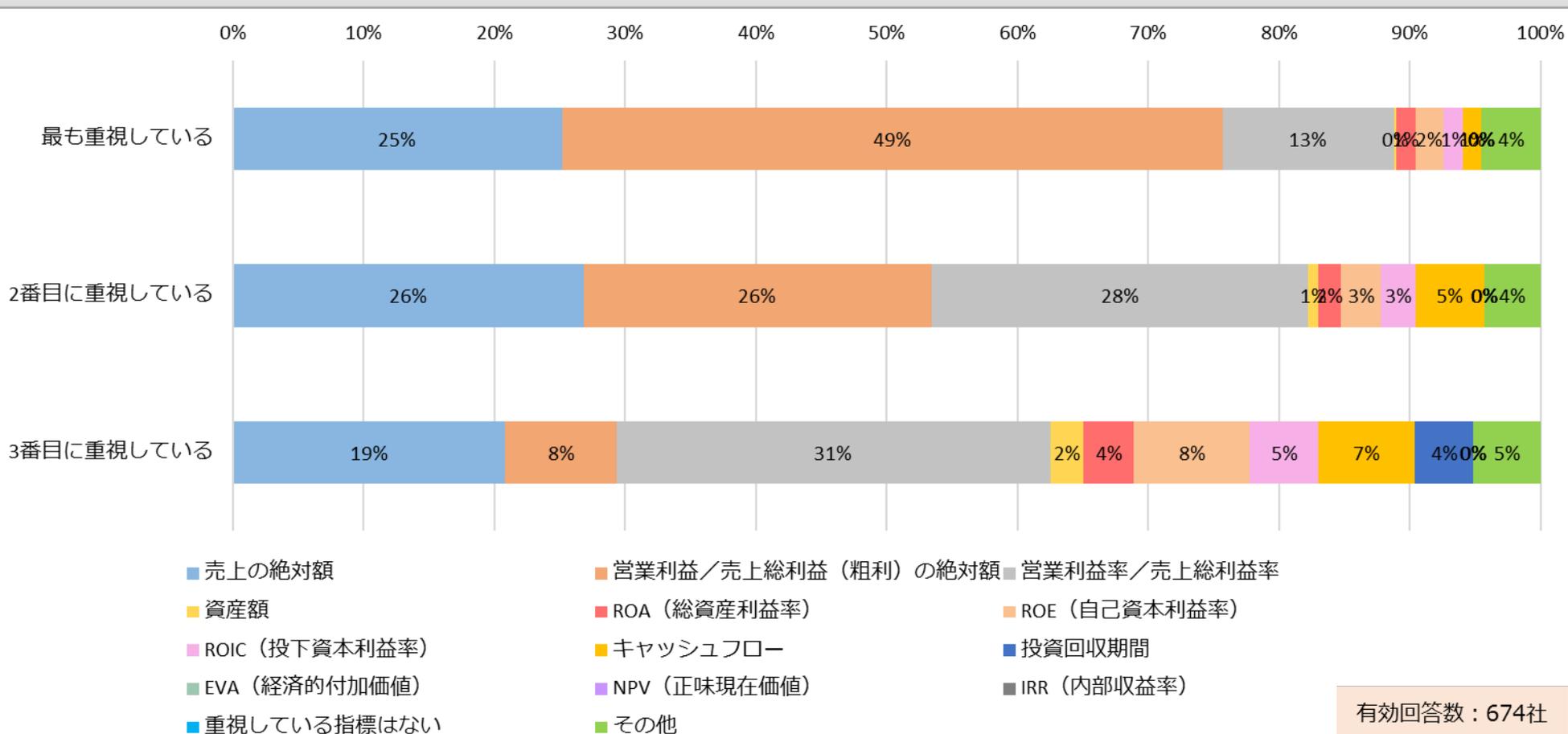
問48-1. 事業部門/セグメントごとに整備しているデータをお答えください。(複数選択可。「その他」の場合は、下記コメント欄に具体的に記入してください)



# 事業ポートフォリオ評価に関する経営指標

- 「売上の絶対額」、「営業利益/売上総利益の絶対額」、「営業利益率」を重視する企業が大半を占める一方、資本コストを踏まえた効率性指標を重視する企業は少数にとどまっている。

問48-2. 各事業部門/セグメントの評価にあたり、重視している各事業部門/セグメント別の指標について、優先順位をお答えください。(それぞれ1つ選択。「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)

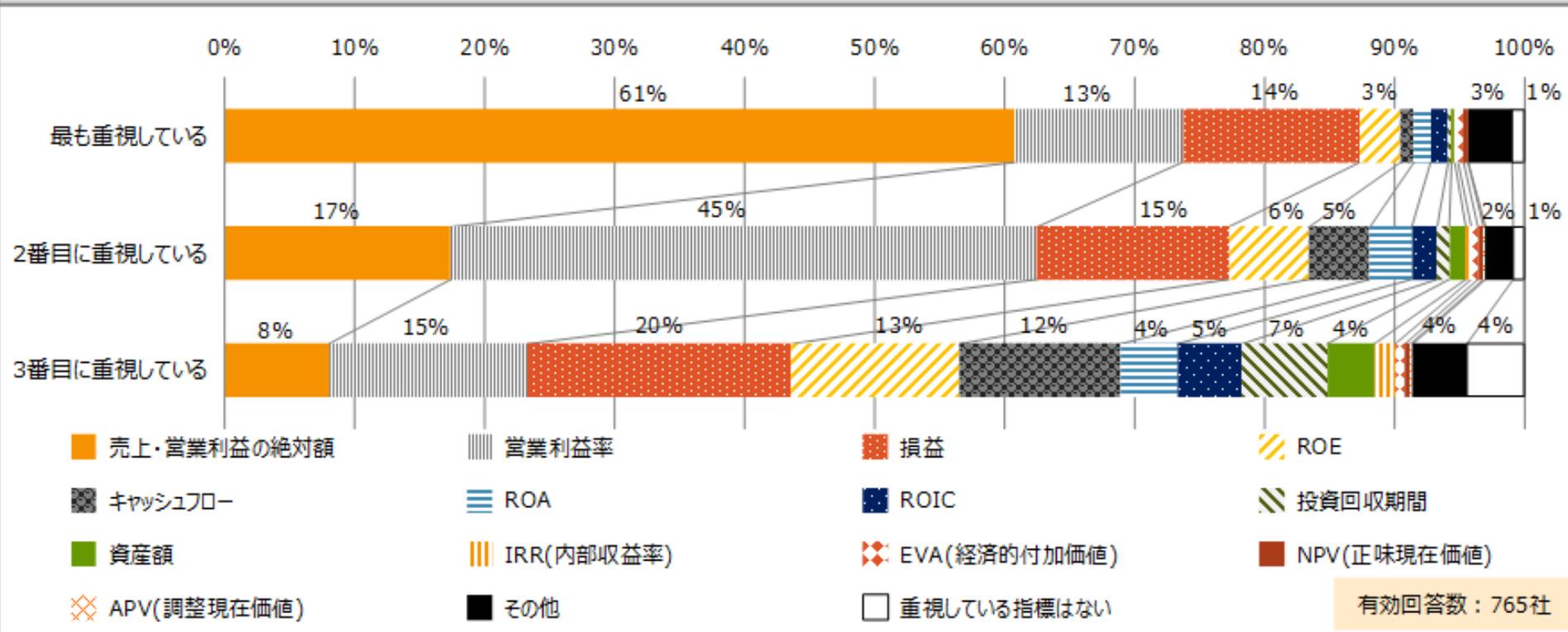


## (参考) 事業ポートフォリオ評価に関する経営指標 (2018年度調査)

- 事業ポートフォリオ評価において重視している指標については、「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。

問46-2.各事業部門/セグメントの評価にあたり、重視している各事業部門/セグメント別の指標について、優先順位をご教示ください。

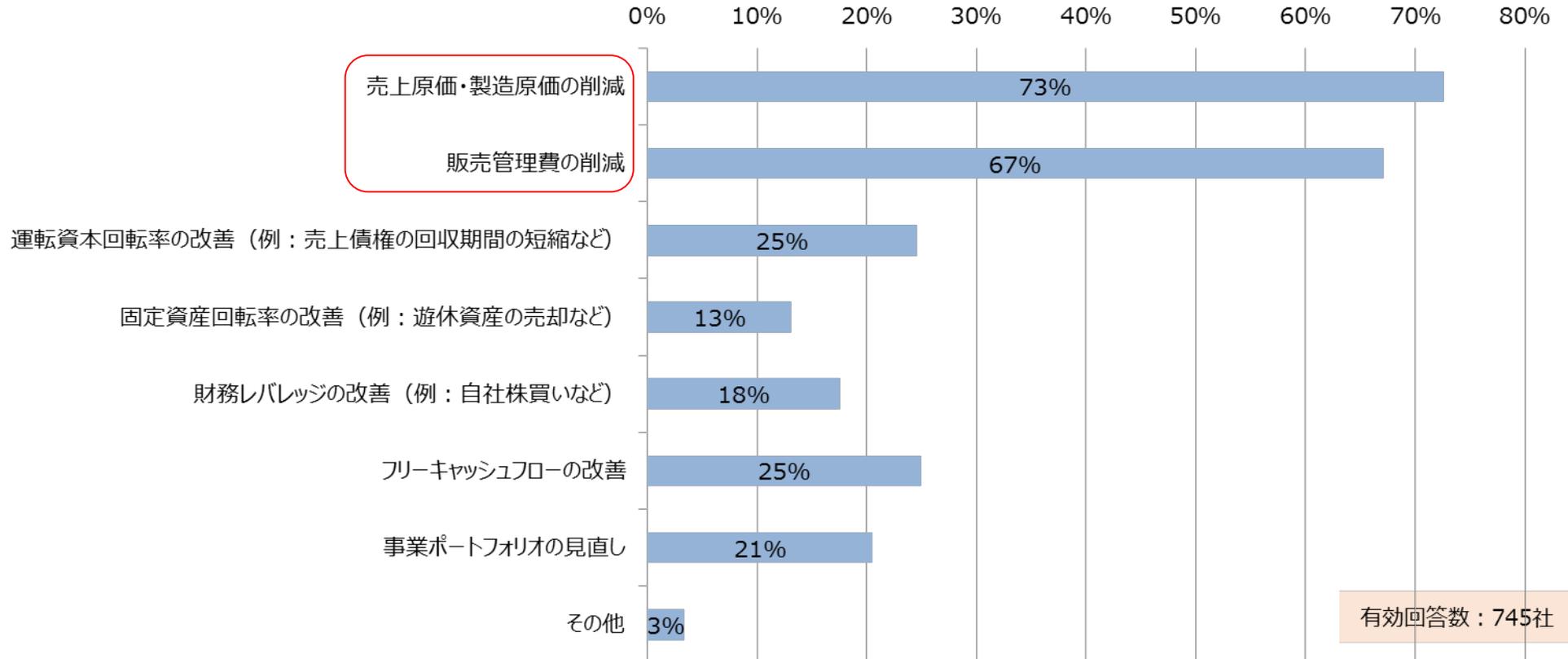
(「最も重視している」「2番目に重視している」「3番目に重視している」指標について、それぞれ1つずつ選択)



# 資本効率性の向上に向けた取組

- 資本効率性の向上に向けた取組として、「売上原価・製造原価の削減」(73%)や「販売管理費の削減」(67%)というコスト削減を挙げる企業が大半を占めており、資本回転率の改善や財務レバレッジの見直し、事業ポートフォリオの見直しを挙げる企業は少数にとどまった。

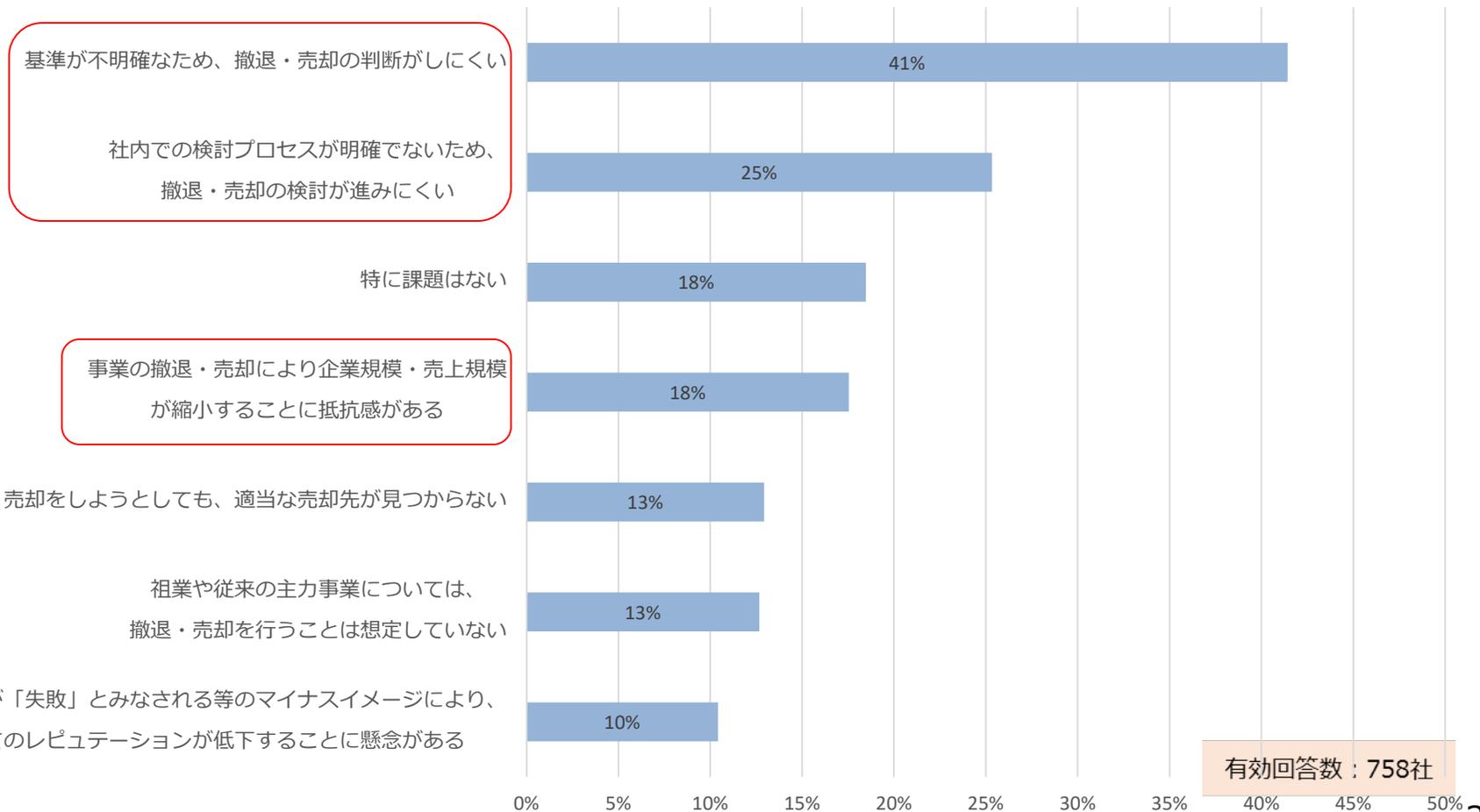
問 4 9 . 資本効率性の向上に向けて優先度の高い取組について、お答えください。(主なものを3つまで選択可。「その他」の場合は、下記コメント欄に具体的に記入してください)



# 事業切出し（事業撤退・売却）を行う際の課題（1/2）

- 事業切出し（事業撤退・売却）を行う際の課題として、基準・社内プロセスの不明確さや企業規模等の縮小への抵抗感をあげる企業が多い。

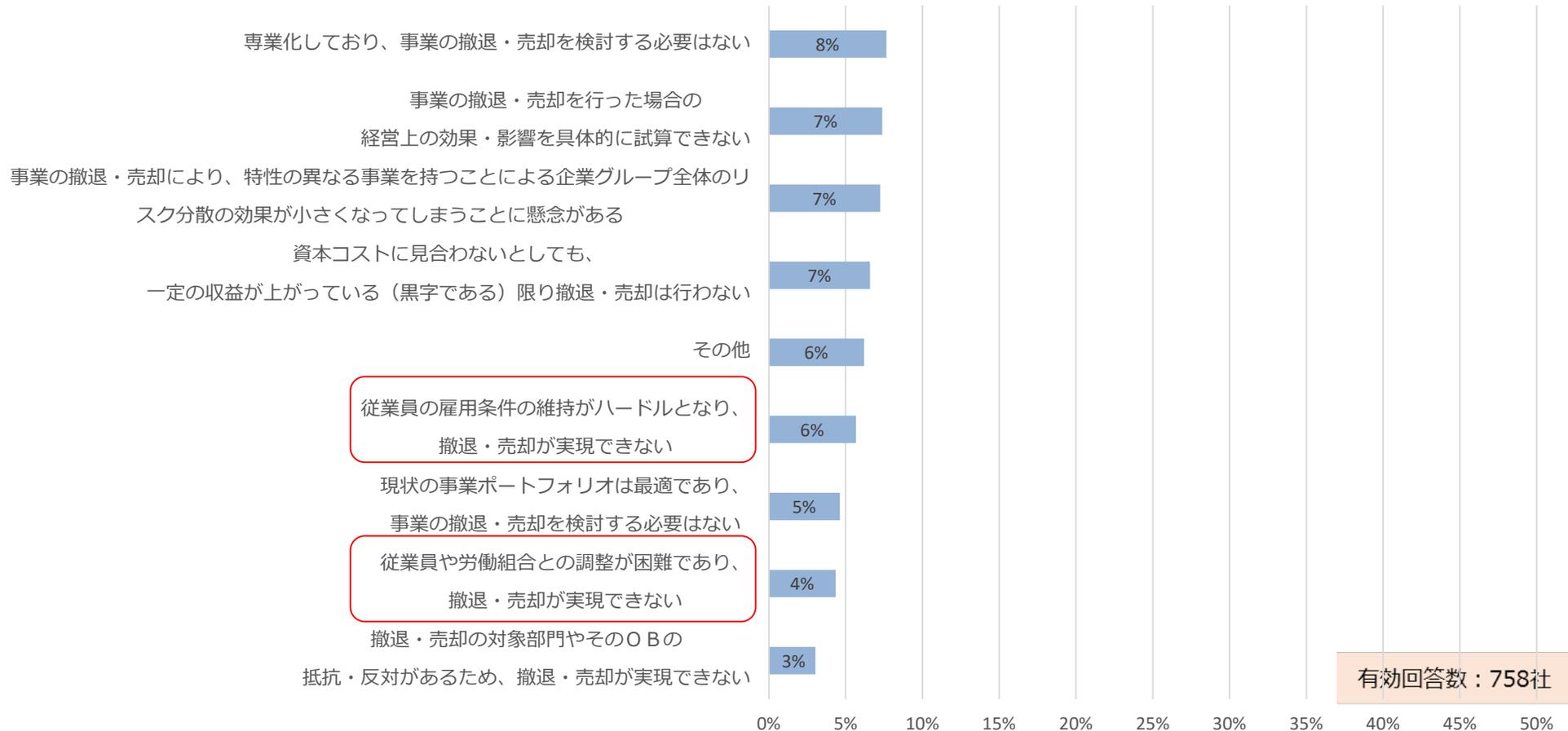
問50. 事業の撤退・売却を行う上で、課題となる事項をお答えください。（複数選択可。「その他」の場合は、下記コメント欄に具体的に記入してください）



## 事業切出し（事業撤退・売却）を行う際の課題（2/2）

- 事業切出し（事業撤退・売却）を行う際の課題として、従業員や労働組合との調整(4%)や従業員の雇用条件(6%)を挙げる企業は極めて少ない。

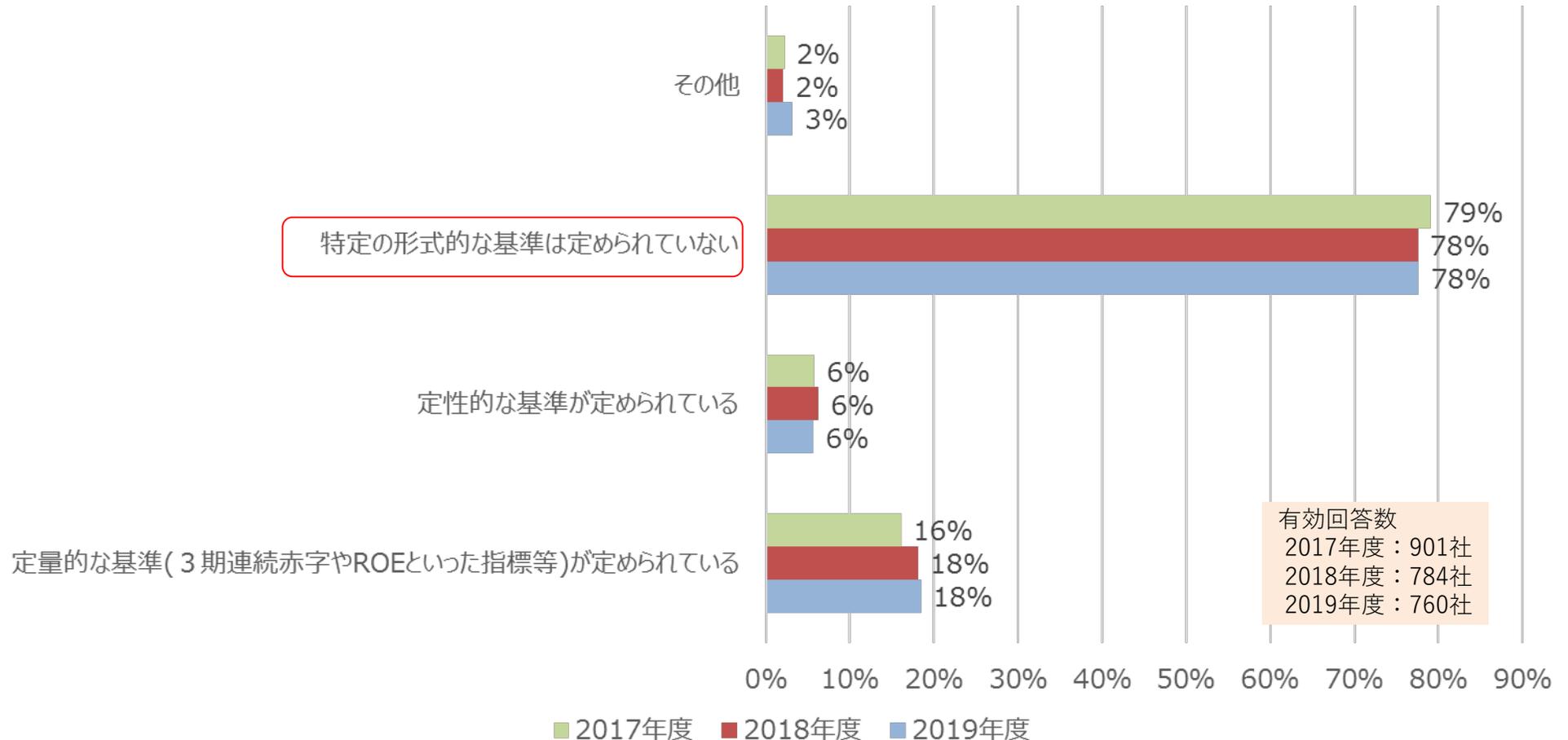
問50. 事業の撤退・売却を行う上で、課題となる事項をお答えください。（複数選択可。「その他」の場合は、下記コメント欄に具体的に記入してください）



# 事業切出し（事業撤退・売却）のための基準

- 事業切出し（事業撤退・売却）のための基準については、依然として明確な基準が定められていないと回答する企業が約8割に達している。

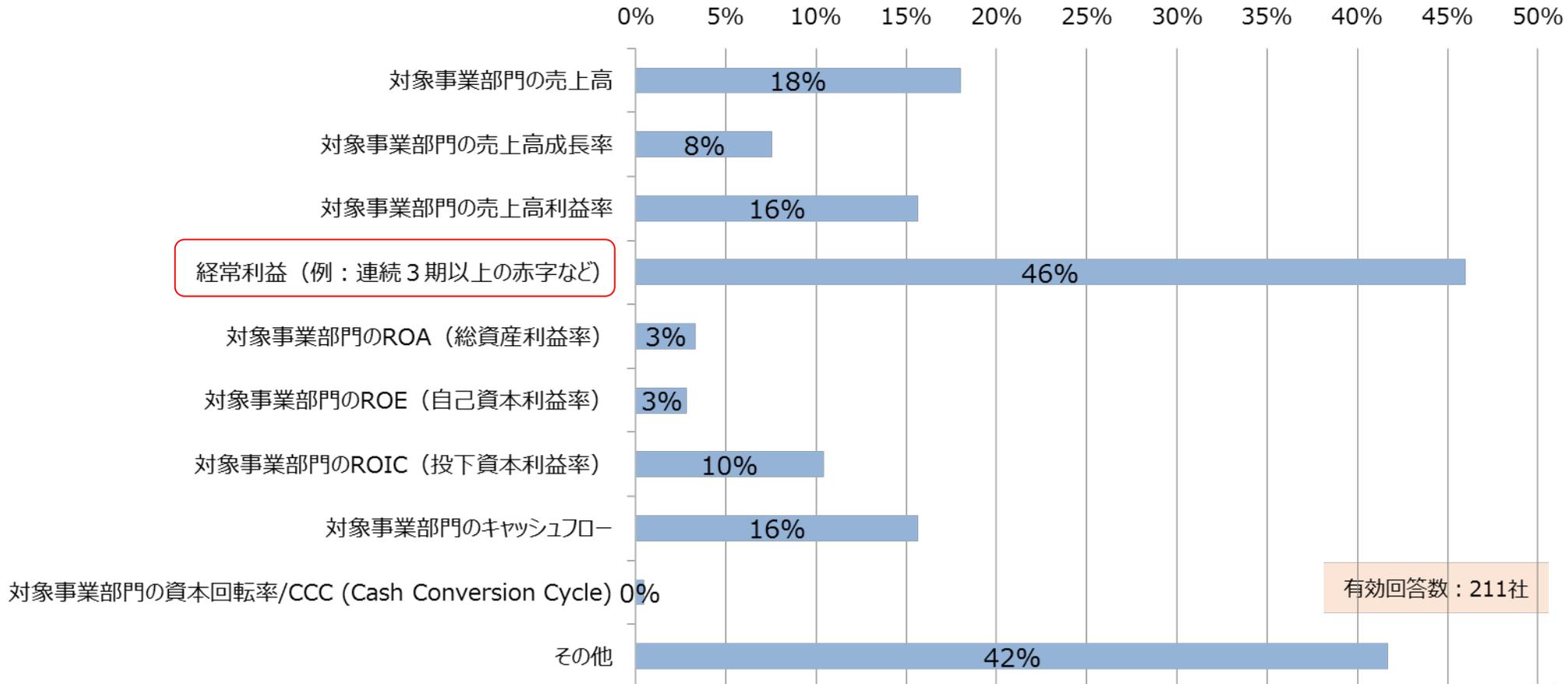
問 5 1. 事業の撤退・売却について、検討の俎上に載せるための基準をお答えください。（複数選択可。「その他」の場合は、下記コメント欄に具体的に記入してください）



# 事業切出し（事業撤退・売却）のための定量基準

- 事業切出し（事業撤退・売却）のための定量基準としては、**経常利益**を採用する企業(46%)が多く、その他には、**売上高**(18%)、**売上高利益率**(16%)、**キャッシュフロー**(16%)などを挙げる企業が続いた。

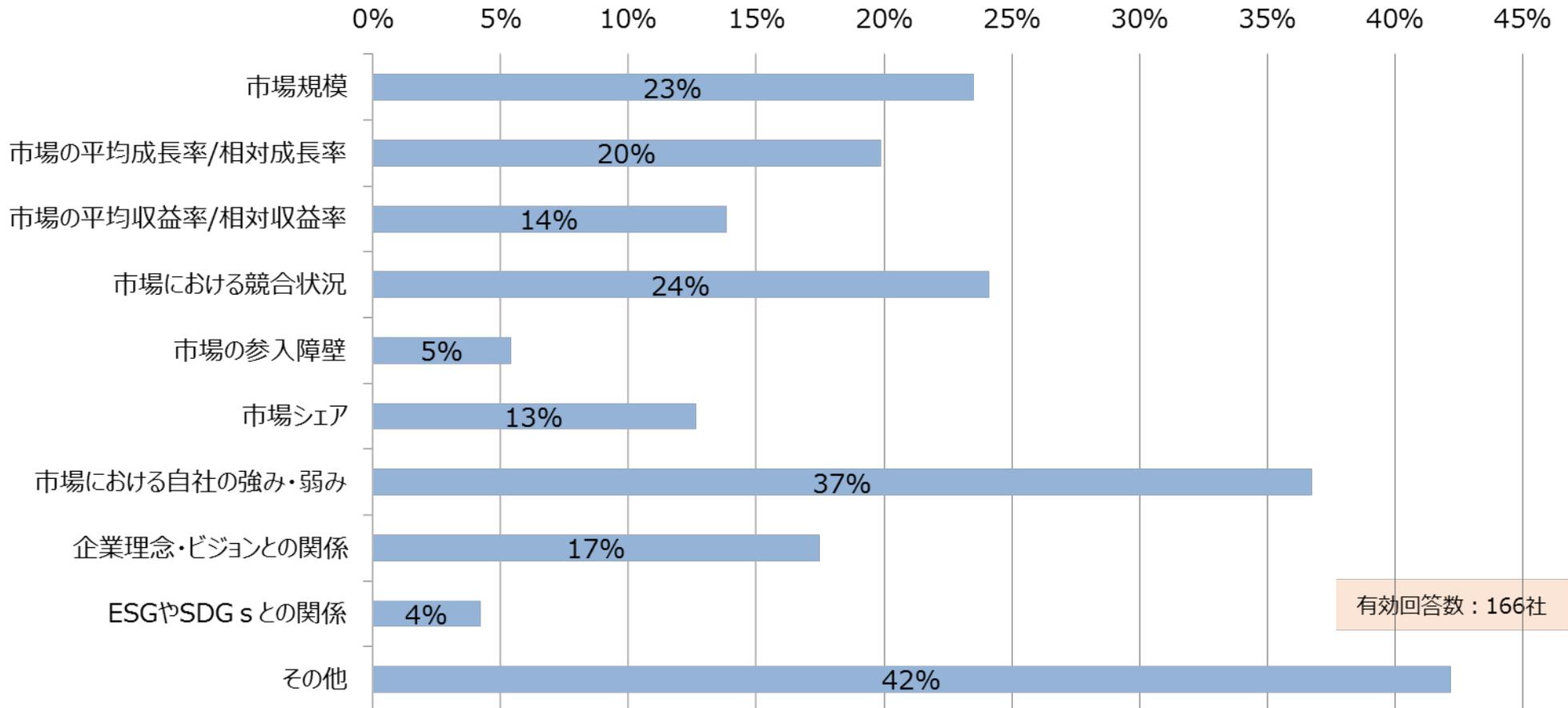
問5 2. 事業の撤退・売却について、定量的な基準を定めている場合、採用している指標についてお答えください。（複数選択可。「その他」の場合は、下記コメント欄に具体的に記入してください）



# 事業撤退・売却のための定性基準

- 事業撤退・売却のための定性基準としては、自社の強み・弱み(37%)、市場の競合状況(24%)、市場規模(23%)を挙げる企業が多くみられた。

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)



## (参考) 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)

### 日本企業の ROE が低い根本要因 (一部抜粋)

日本企業の収益性の低さについて、・・・特に事業ポートフォリオの組換えに時間を要し、市場競争が激しく利幅が薄くなった事業も含めて、**低収益事業を抱え込んでいることが最大の問題**であることを自覚しなければならない。

### 事業の新陳代謝を阻害する経営者の「心の内なる岩盤」(一部抜粋)

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。

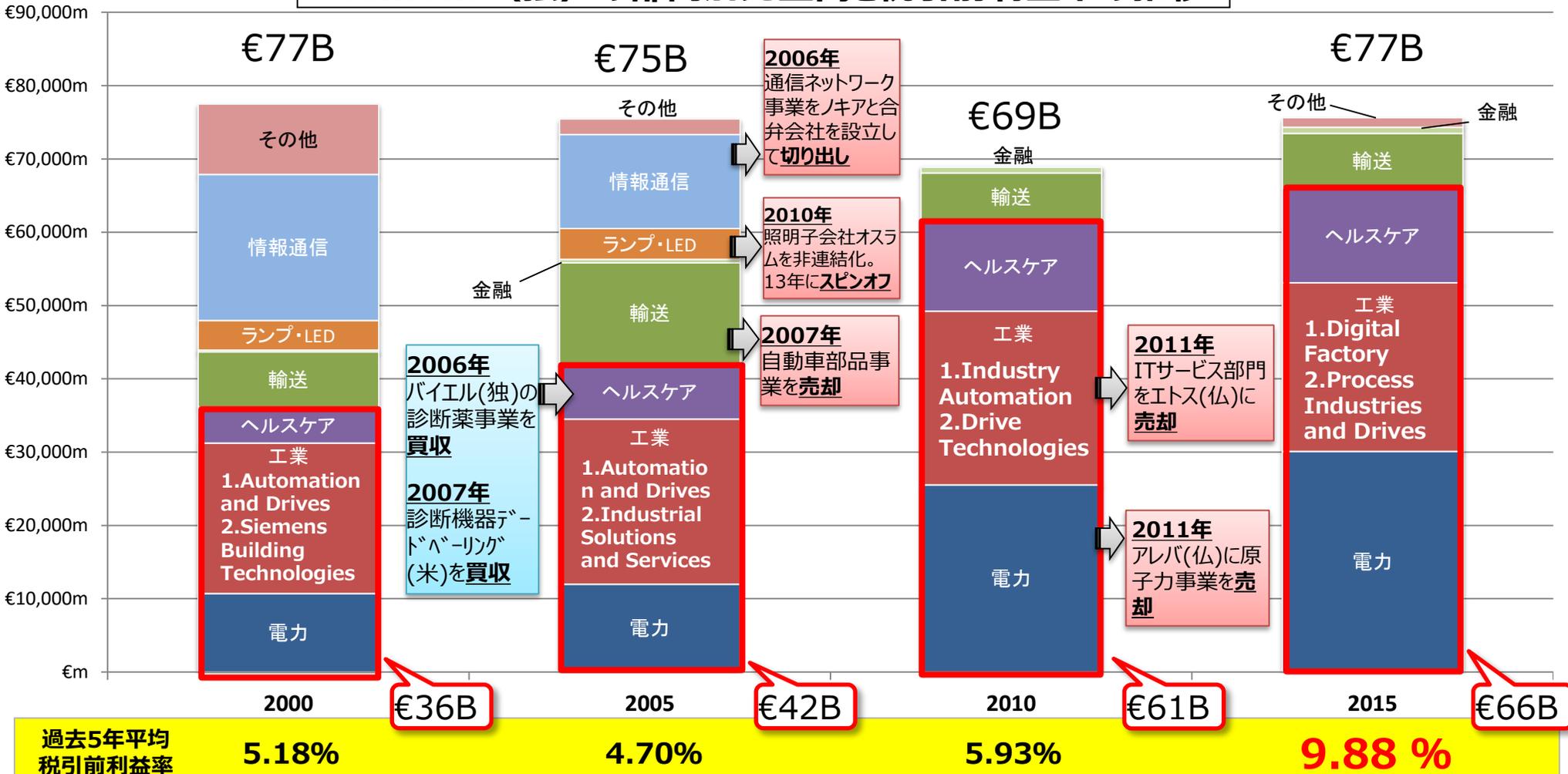
- ✓ 経営ビジョンや長期戦略、それらを踏まえた客観的基準に基づき、**コア事業とノンコア事業を見極めておらず**、すべての事業をコア事業として考える。
- ✓ **経営ビジョンとの合致や事業の成長性についての精査を行うことなく**、研究開発投資が続けられる。
- ✓ 「選択と集中」までは行うが、**選択から外れた事業も抱え込む**。
- ✓ 従業員を路頭に迷わすことは経営者としてすべきではなく、**雇用し続けることを美德とする**。
- ✓ 十分な経営資源を投入できない事業は子会社化し、**赤字決算にならない限りグループ内に温存する**。ただし、こうした子会社には、親会社より**低い賃金水準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**。

## ②国内外の取組事例

# 積極的な事業ポートフォリオマネジメントの例

- 欧米では、主力部門とのシナジーが小さいノンコア事業を大胆に整理し、コア事業を強化することにより、グループ全体での収益力を高めることに成功している企業が多い。

## Siemens (独) の部門別売上高と税引前利益率の推移

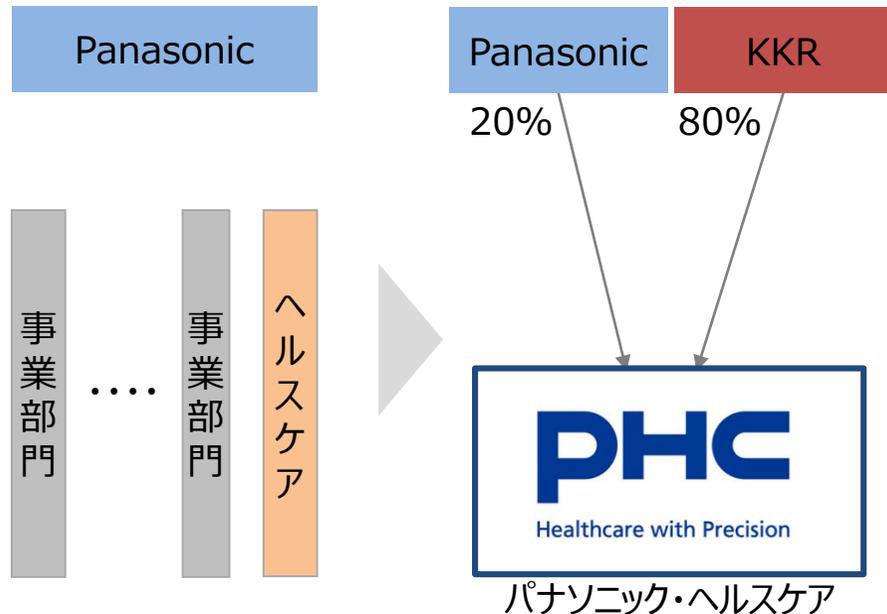


# 国内のカーブアウト事例（パナソニックヘルスケア）

- 2014年、パナソニックは、子会社パナソニックヘルスケアの株式を1650億円でKKRへ売却。
- 独立の目的として、「KKRが保有する医療業界への知見、非連続な成長に向けた資金及びノウハウを活かし、グローバルな医療業界での成長を目指す。」と発表。
- その後、独バイエル社の糖尿病ケア事業や三菱ケミカルホールディングスグループの臨床検査事業を買収する等、成長路線を進み、カーブアウト後1年間でEBITDA（※）は50%以上増加し、2017年時点で2倍以上に上昇。 ※税引前利益に支払利息、減価償却費を加えて算出される利益。

## 2014年3月（実施）

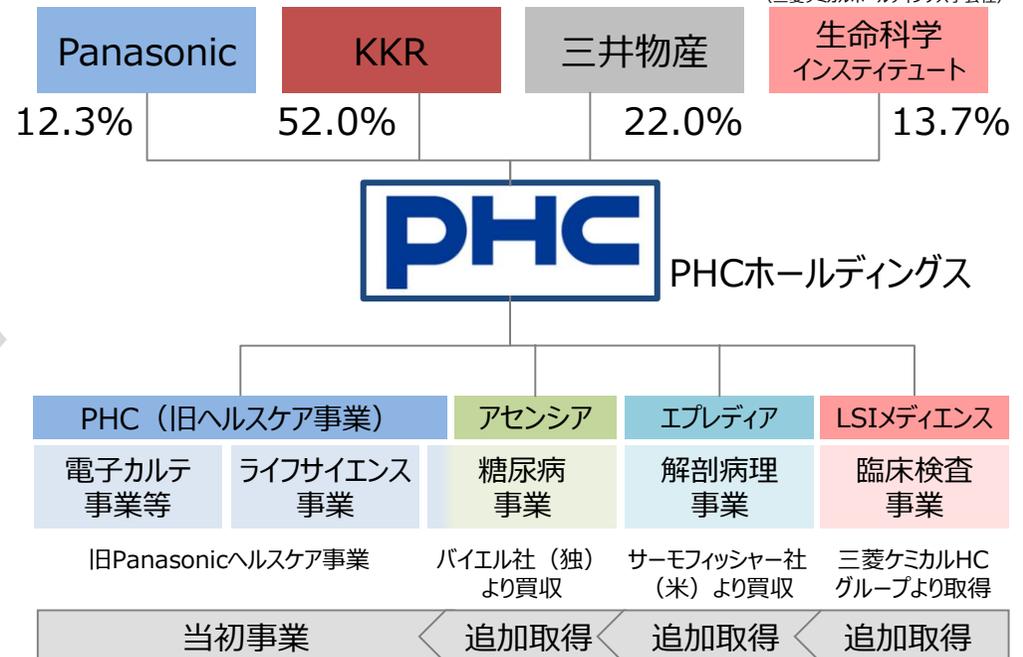
ヘルスケア部門をKKRへ売却（1,650億円）



## 2019年8月（実施）

その後、三井物産および生命科学インスティテュートも資本参加

（三菱ケミカルホールディングス子会社）



## 国内のカーブアウト事例（ソニーのPC事業）

- 2014年、ソニーは、モバイル領域ではスマートフォンとタブレットに集中してエレクトロニクス事業を回復させるため、業績が悪化していたPC事業を日本産業パートナーズへ譲渡。
  - 新会社は「VAIO」ブランドを承継しながらPCの企画・開発から製造・販売まで行っている。
- ※ ソニーや製造子会社でパソコン事業に携わっていた約1100人のうち、約240人程度を新会社に転籍している。（日本産業新聞より）

### ソニーによるPC事業の譲渡



## 国内のカーブアウト事例（オムロンのOAE社）

- 2019年10月、制御機器事業やヘルスケア事業を成長分野に位置づけるオムロンは、経営資源の集中を図るべく、車載モーター事業を行うオムロンオートモーティブエレクトロニクス社(OAE社)（100%子会社）の株式を、同事業を成長分野と位置づける日本電産へ売却。
- 今後は、オムロンが成長分野に位置づける「制御機器事業」や「ヘルスケア事業」へ重点的に投資することを表明している。

### オムロンオートモーティブエレクトロニクス社(OAE)の売却



成長  
分野

- 制御機器事業
- ヘルスケア事業 等
- 車載モーター事業
- 精密小型モータ 等

シナジー

- CASE時代の自動車産業で競争優位を確立するための技術と、オムロンの注力分野とのシナジーは薄い
- 日本電産のモータ技術とOAEの制御技術を組合せることで高付加価値製品の創造が可能。

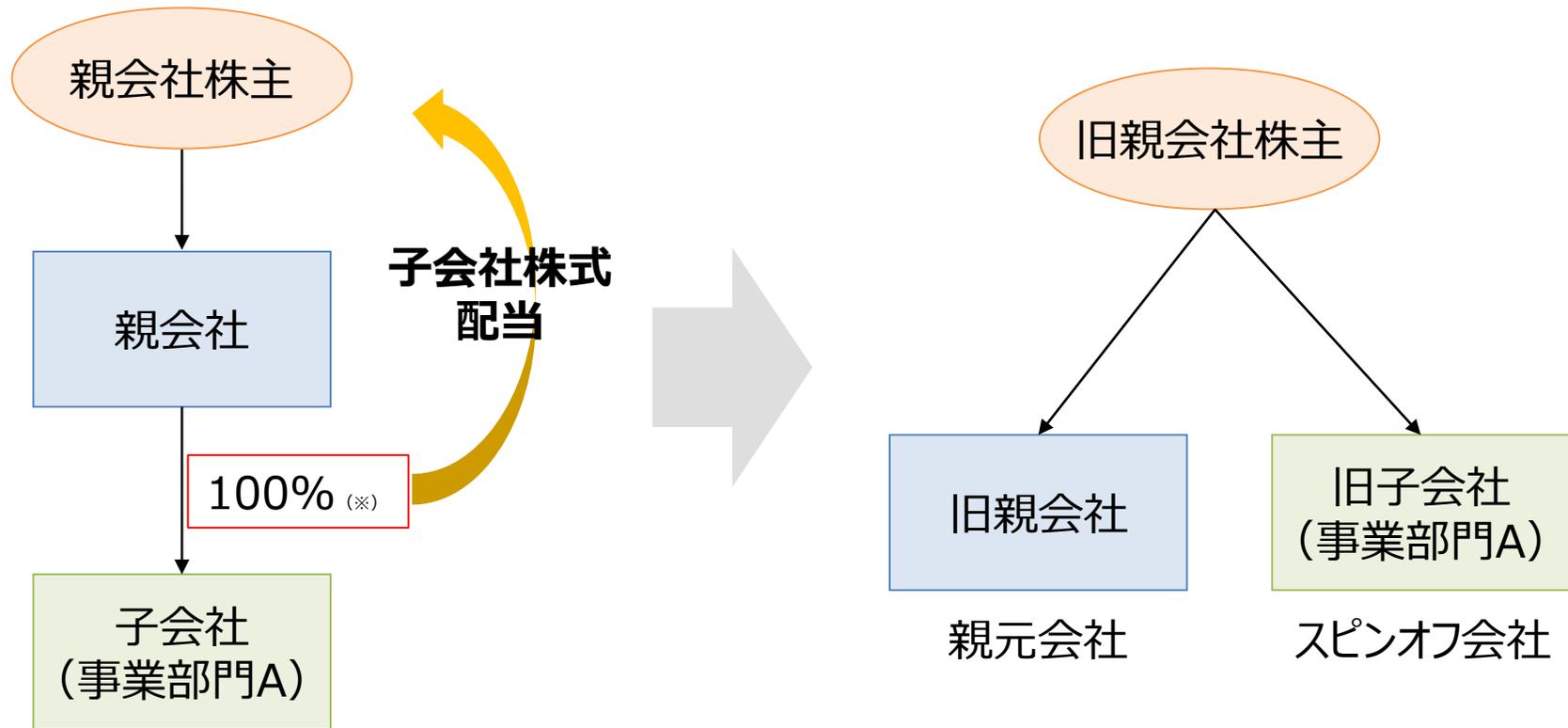
備考

【オムロン社プレスリリース（抜粋）】  
今回の株式譲渡により、**OAE及びその従業員のみならず、その顧客をはじめ自動車業界や社会に対しても大きな価値を提供することができるものと信じています。**当社は、今後ともROIC経営にて掲げているポートフォリオマネジメントにより経営資源を投入し、**特に注力している制御機器事業やヘルスケア事業の成長を実現**していきます。

# スピノフについて

- スピノフとは、現物配当その他の比例的分配により、元の会社の株主に対して既存子会社または一部事業を切り出して設立した新設子会社の株式を交付することによって、当該子会社または事業を元の会社から切り離し、独立させる組織再編。

## スピノフ取引



(※) 日本において税制適格を受けるのは100%⇒0%の場合に限られる。

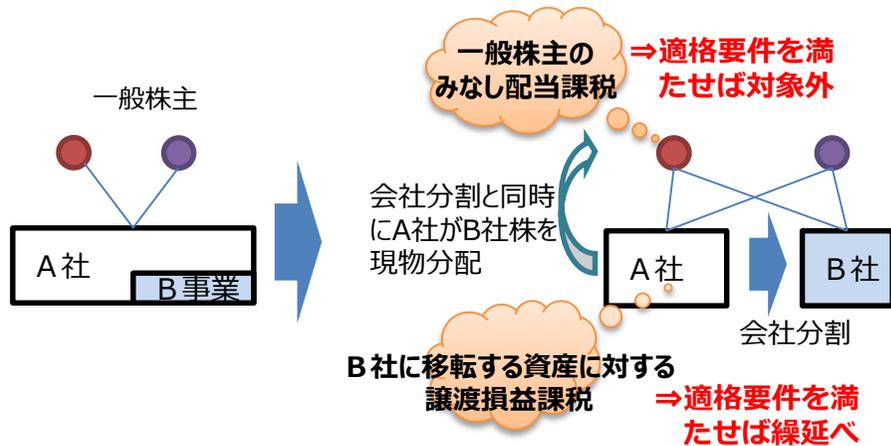
(出典) 田村俊夫「成長戦略としてのスピノフ税制改革～コーポレートガバナンスの試金石～」(みずほ証券「資本市場」サーチ2015年冬季 vol.34)を参考に作成。

# スピノフ円滑化のための組織再編税制の改正

- H29年度税制改正で、スピノフを行う際に、譲渡損益や配当についての課税を繰り延べる組織再編税制の改正を実現。
- 更に、H30年度税制改正では、スピノフの準備段階で行う組織再編（スピノフの対象事業を準備会社に吸収分割で移すこと等）が税制上非適格とならないよう、適格要件が見直された。
- これらの税制改正により、法人・株主双方にとって課税負担のないスピノフが可能になったところ。

## H29年度税制改正の概要

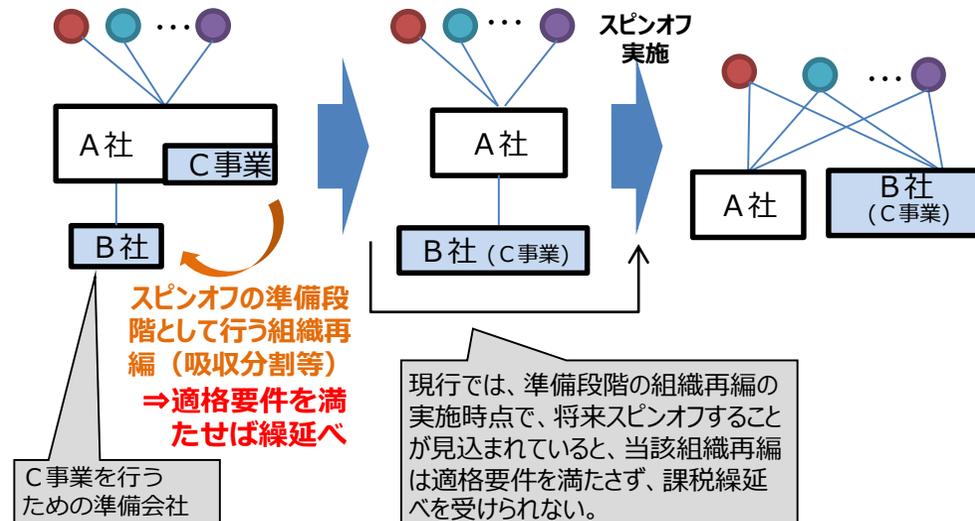
税制適格要件（事業継続など）を満たす場合の、分割型分割や現物分配によるスピノフについては、スピノフを行う会社への譲渡損益や株主への配当についての課税を繰り延べる。



※上記のように事業部門をスピノフする場合の他、子会社をスピノフする場合も、適格要件を満たせば同様に課税繰延べを受けられる。

## H30年度税制改正の概要

スピノフの前に準備段階として完全支配関係のあるグループ内で組織再編（吸収分割等）を行う場合において、この組織再編について課税繰延べが受けられるよう、組織再編税制の適格要件が見直された。



# スピノフの効果

- 一般に、スピノフによる効果として、経営の独立、資本の独立、上場の独立による企業価値の向上が期待される。

## 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

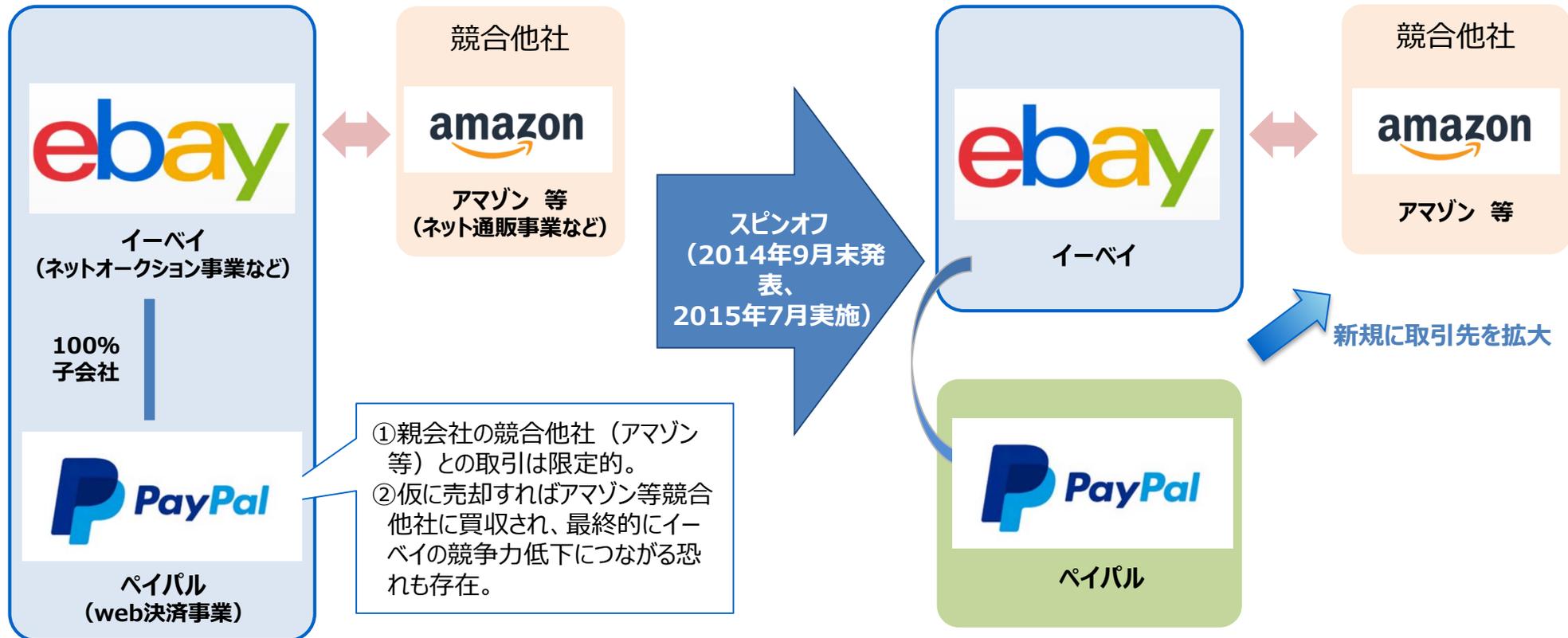
- スピノフされた会社は、**独自の資金調達の途**が拓かれ、大規模M&A等の**成長投資が実施可能**に。
- スピノフされた会社は、独禁法や系列等の制約から解放され、**元の会社の競合相手との取引も可能**に。他社とのアライアンスや経営統合の自由度も高まる。

### 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も高まる。

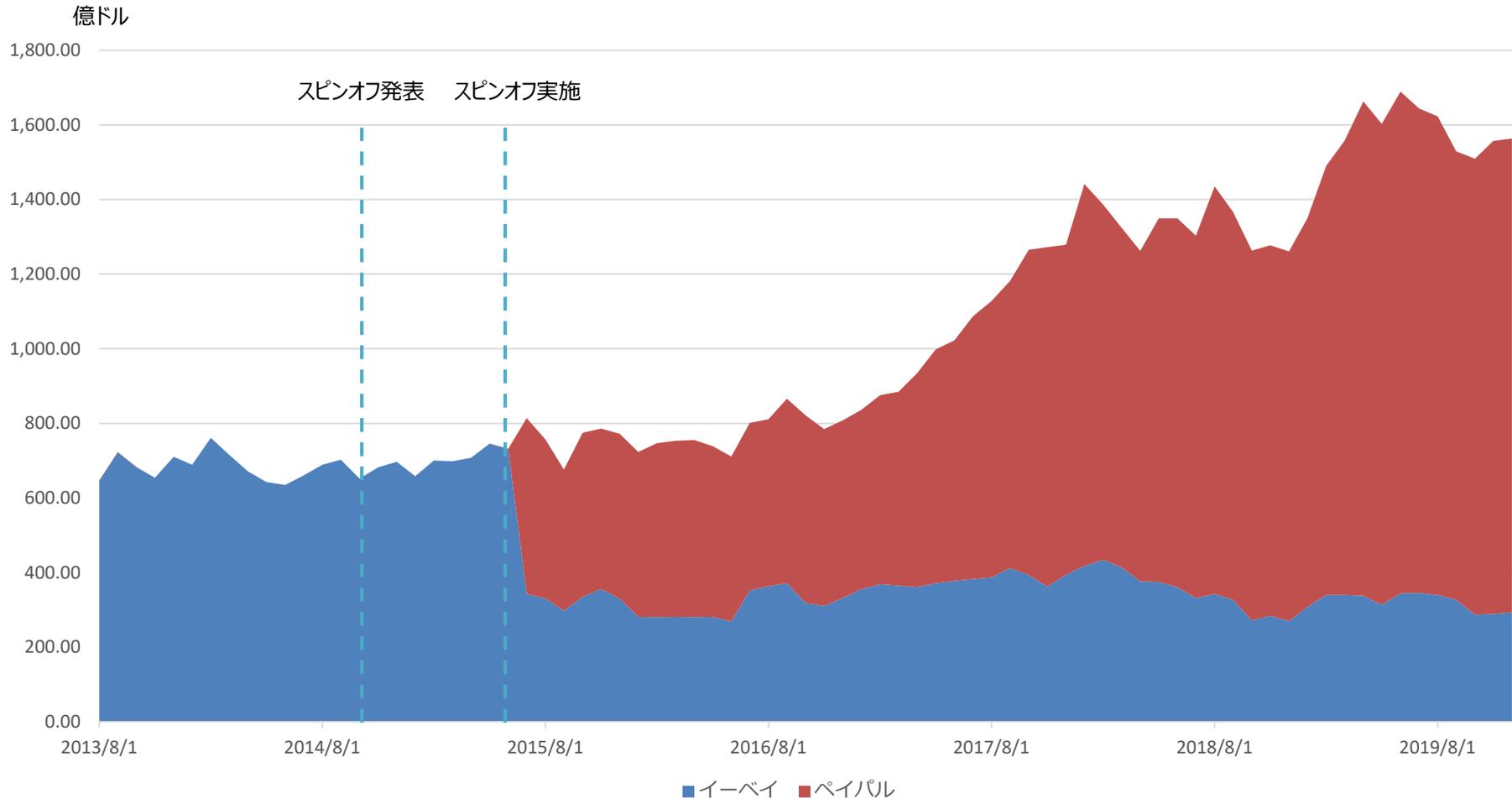
## 海外のスピンオフ事例（米イーベイからの米ペイパルの分離）

- 米ネットオークション大手イーベイは、web決済事業を営むペイパルをスピンオフ。スピンオフ後、イーベイ、ペイパルの両社とも企業価値（時価総額）は上昇。
- ペイパルは有望事業だが、イーベイ傘下に留まれば取引先が限定されるなど、互いの事業への利点が少ないと見込まれた。



# (参考) イーベイとペイパルの時価総額および業績の推移

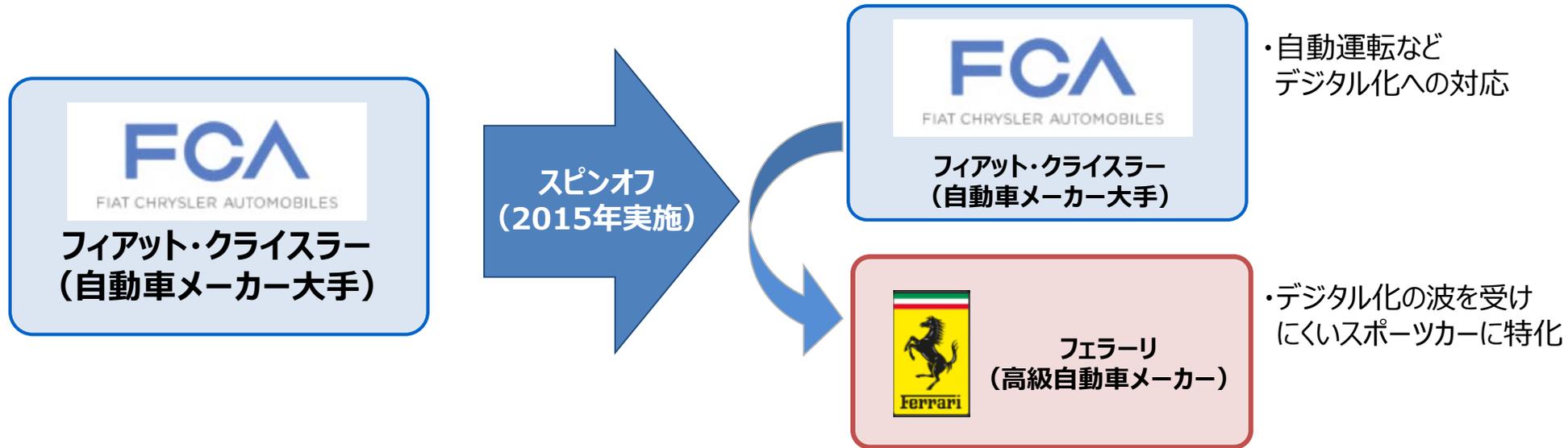
## 時価総額の推移



(出典) SPEEDAをもとに経済産業省が作成。

## 海外のスピンオフ事例（蘭FCAからの伊フェラーリの分離）

- 2015年、蘭フィアット・クライスラー・オートモービルズ（税務上の本社は英）は伊フェラーリをスピンオフ。その後、両社の時価総額合計は、スピンオフ実施前の3倍近くに成長。



イタリアの高級自動車会社、フェラーリが親会社のフィアット・クライスラー・オートモービルズ（FCA）から分離・独立し、米株式市場に上場したのは2015年秋。これに際してFCAは保有するフェラーリ株をFCA株主に無償で与え、FCAの株主がFCAとフェラーリの両方の株主になった。両社の資本関係はなくなった。

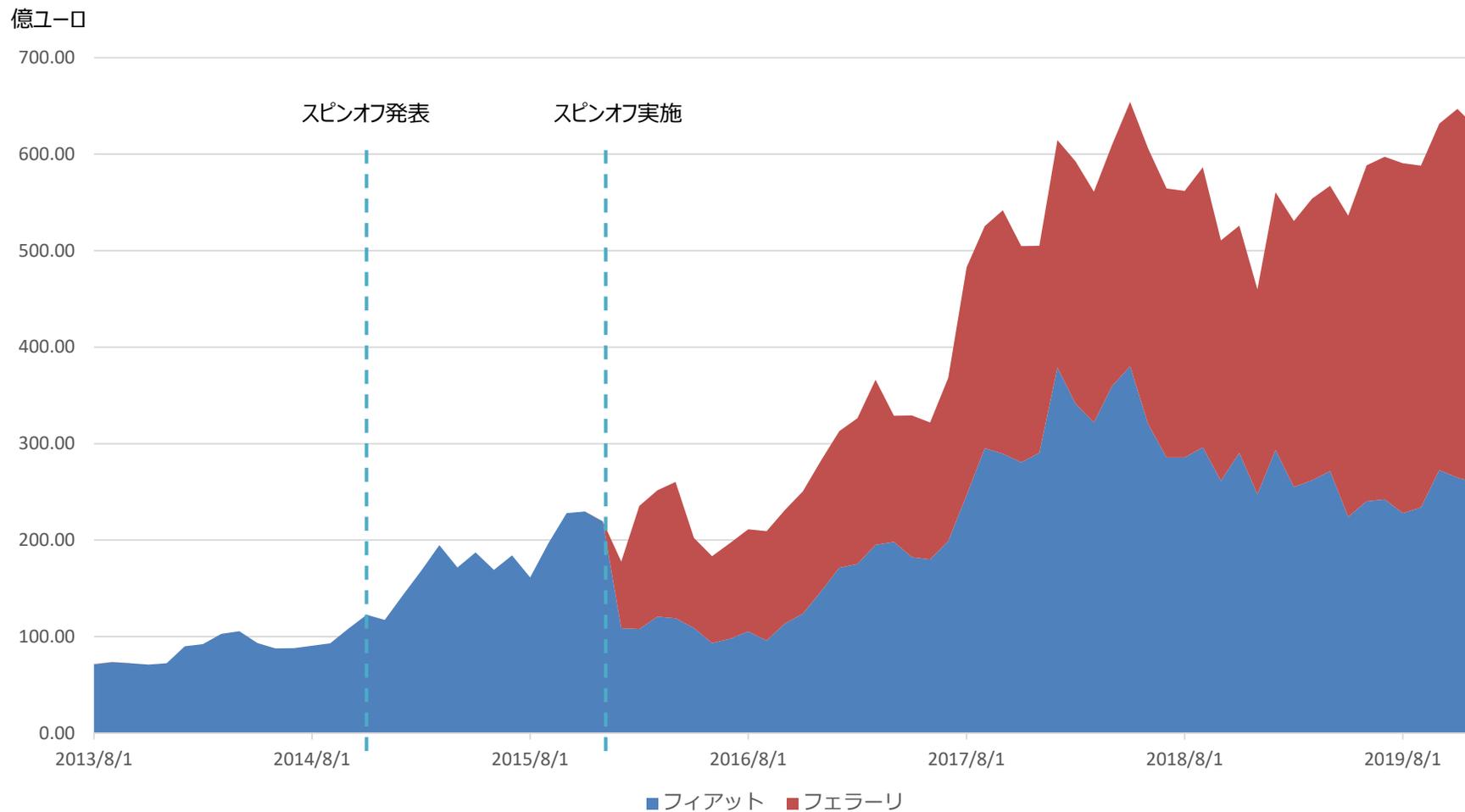
そのフェラーリ株が米市場で「快走」を続けている。自動運転などデジタル化の波を受けにくいスポーツカーの価値が評価され、16日に上場来高値を更新した。

優良事業を手放した側のFCAの株価も上昇している。自動運転技術で独BMW・米インテル連合に参加するなど、デジタル化への対応にカジを切った点が評価されている。**両社の時価総額合計は分離・独立前の3倍近い。**FCA株主は大きな利益を手にした。

（出典）日本経済新聞 2018年2月20日

# (参考) フィアットとフェラーリの時価総額の推移

時価総額の推移



(出典) SPEEDAをもとに経済産業省が作成。

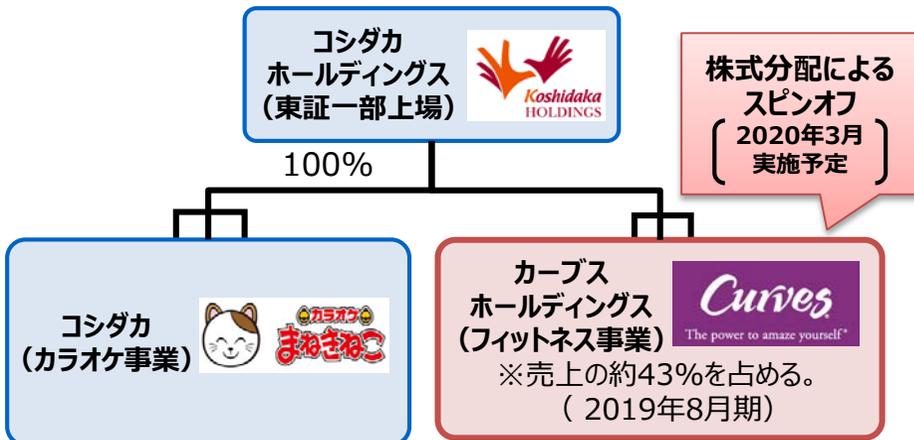
# 国内のスピンオフ事例（コシダカHD（2020年3月予定））

- コシダカHD（カラオケ事業）は2020年3月に子会社カーブスHD（フィットネス事業等）のスピンオフを行う予定。
- 本スピンオフを通じて、両社が成長戦略や中期経営ビジョンの異なる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。

## 【スピンオフを実施する狙い】

コシダカHDの株主は、弊社とカーブスホールディングスの株式を直接保有できる。経営をカーブスHDの経営陣に任せることでさらなる成長になると考えた。経営に集中できるカラオケ事業も成長を加速化できる。（腰高社長）

## 【組織図】



## 【スピンオ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
<b>コシダカ (カラオケ事業)</b> 	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 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</li> <li>● 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</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 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</li> <li>● 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。</li> <li>● 独自の人事制度導入により、人材育成の強化</li> </ul>
<b>カーブスホールディングス (フィットネス事業)</b> 	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 更なるガバナンスの強化、構築</li> <li>● 役職員の責任感が増すとともに、モチベーションの向上</li> <li>● 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</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 欧州先進国での事業強化に注力可能</li> <li>● 地方自治体との連携や産学官連携の拡大を後押し</li> <li>● 会員数の継続的拡大や店舗網の拡充をより強力に推進</li> <li>● 「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</li> </ul>

## ③これまでの取組

# 「日本再興戦略」改訂 2014（2014年6月24日閣議決定）

## 第一 総論

### I. 日本再興戦略改訂の基本的な考え方（一部抜粋）

---

この1年間の変化を一過性のものに終わらせず、経済の好循環を引き続き回転させていくためには、日本人や日本企業が本来有している潜在力を覚醒し、日本経済全体としての生産性を向上させ、「稼ぐ力（＝収益力）」を強化していくことが不可欠である。経済が長く続いてきたデフレ状況からようやく脱却しつつある今こそ、成長戦略のギアを一段階シフトアップし、日本企業の体質や制度・慣行を一変させる気概で、日本の「稼ぐ力」を取り戻すための大胆な施策を講ずる好機であり、またラストチャンスでもあることを覚悟すべきである。

最大のポイントは、企業経営者や国民の一人一人が自信を取り戻し、未来を信じ、イノベーションに挑戦する具体的な行動をおこせるかどうかにかかっている。岩盤規制に穴を空け、どんなに企業や個人が活動しやすい環境を整えても、**経営者が「稼ぐ力」の向上を目指して、大胆な事業再編や新規事業に挑戦しなければ、いつまでも新陳代謝が進まず、単なるコスト抑制を超えた、日本経済の真の生産性の向上にはつながらない**のである。

# 未来投資戦略2017（2017年6月9日閣議決定）

## 第2 具体的施策 / II. Society5.0に向けた横割課題 / B. 価値の最大化を後押しする仕組み 3. 「形式」から「実質」へのコーポレートガバナンス・産業の新陳代謝（一部抜粋）

### 3. 「形式」から「実質」へのコーポレートガバナンス・産業の新陳代謝

これまでの継続的な取組により、企業取締役会の構成の変化や投資家の企業との対話に臨む姿勢の積極化、また、政策保有株式の縮減に向けた動きなど、コーポレートガバナンス改革には着実な進展が見られる。他方で、我が国企業は、欧米企業と比較すると、事業ポートフォリオの転換等が十分に進まず、収益力の面でいまだ改善の余地がある。第4次産業革命の急速な進展など、企業を取り巻く経営環境が変化する中で、企業が「稼ぐ力」を改善し、持続的な成長を実現するためには、取締役会等の適切な監督の下、中長期的な視点に立った投資家との「建設的な対話」を通じて、経営陣が果敢にリスクテイクを行い、中長期的な企業価値の向上に向けて、人材力、研究開発力、ブランド力などの向上に向けた投資や事業再編などの取組を進める必要がある。このため、引き続き、実効的なコーポレートガバナンス改革に向けた取組を深化させるとともに、大胆な事業再編を後押しする制度改革など、中長期的な企業価値の向上を促すための取組を進める。

#### ④ 事業再編の円滑化

第4次産業革命の進展というグローバルな環境変化の中、「稼ぐ力」を高めるためには、コーポレートガバナンス改革の取組の深化と併せ、事業ポートフォリオを機動的に見直し、経営資源を成長性・収益性に見込める事業に振り向けていくことが必要である。このため、株式を活用した再編の促進策も含め、事業ポートフォリオの迅速な転換など大胆な事業再編を促進するための方策について広く関係制度の検討を行い、来年度を目途に必要な制度的対応を講じる。

# 未来投資戦略2018（2018年6月15日閣議決定）

## 第2 具体的施策 / II. 経済構造革新への基盤づくり

### [2]大胆な規制・制度改革 / 2. 投資促進・コーポレートガバナンス（一部抜粋）

---

#### 7. 投資促進・コーポレートガバナンス改革

昨年5月のスチュワードシップ・コードの改訂に続き、本年6月に、コーポレートガバナンス・コードを改訂した。また、合わせて、両コードの附属文書として、機関投資家と企業との対話において重点的に議論することが期待される事項をとりまとめた「投資家と企業の対話ガイドライン」（対話ガイドライン）を策定した。

これらの取組を受け、コーポレートガバナンスの強化や、果敢な経営判断、**大胆な事業再編等を促進すべく、以下の取組を進める。**

- 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**等、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。

- 
- グループ・ガバナンス・システムに関する実務指針の策定（2019年6月）

- 事業ポートフォリオ管理における日本企業の課題として、以下のような点が挙げられていた。

	項目	課題 (具体例)
<p>経営レベルの意思決定</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>中長期戦略 (ポートフォリオ方針、コア事業の見極め) の策定</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>「選択と集中」を行うべき事業 (コア事業) について明確な方針がない、取締役会で議論が行われていない。</li> <li>「ポートフォリオ」の将来ビジョンが描けていない。</li> </ul>
	<ul style="list-style-type: none"> <li>各事業部門に対する評価・投資判断</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li><b>PLベースの短期収益に寄っており、BSベースのリスク・リターンを織り込んだ評価基準が設定されていない。</b></li> </ul>
	<ul style="list-style-type: none"> <li>意思決定プロセスの明確化</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>事業の撤退・売却に関する基準や検討プロセスが定められておらず、適切な時期に事業再編が検討されない。</li> </ul>
	<ul style="list-style-type: none"> <li>コア事業に対する経営資源の集中的配分 (投資、M&amp;A、再建等)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>本社が子会社への資金や人材の配分権限を有しておらず、事業部門を超えた経営資源の再配分が困難。</li> </ul>
	<ul style="list-style-type: none"> <li>成長性の低い事業のエグジット (売却、撤退等)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>一応の基準があっても、本社と事業部門の調整がつかない。</li> <li>主要事業 (祖業) をやめるという選択肢はない。</li> </ul>
<p>適切な意思決定のための基盤 (インフラ) 整備</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>事業セグメント別のリスクと業績評価に必要なデータ整備</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>子会社におけるデータ (財務会計、人事、決裁等) が本社において一元的に把握されていない。</li> <li><b>事業セグメント別の管理会計 (BS) が整備されておらず、事業部門別の資本コストが把握できていない。</b></li> </ul>

	項目	主なポイント
3.2	<p>事業ポートフォリオ管理の基本的な考え方</p> <p>基本的な考え方</p> <p>取締役会や社外取締役によるガバナンスの重要性</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 自社にとってのコア事業を見極め、その強化のための<b>M&amp;Aとノンコア事業の整理</b>（売却・独立・撤退）を戦略的に行うことが重要。</li> <li>• その際には、各事業の潜在力を発揮させる「<b>ベストオーナー</b>」が誰かという視点が重要。</li> </ul> <p>※ 「ノンコア事業」とは、必ずしも事業そのものの収益力や成長性が低いというわけではないが、自社グループにとって競争優位性を有する分野でない等の理由で、十分なリソースが投入されにくいために、相対的に成長可能性が低くなっている事業分野。</p> <p>※ ノンコア事業の切出しの成功には、切出される側の経営陣の前向きさ、親会社の協力（ブランドの継続使用等）、従業員の気持ちのケア、長期の成長戦略に理解のあるファンドとの協働などが重要となる。</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• グループ本社の取締役会は、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において<b>主導的な役割</b>を果たすとともに、その<b>運用の監督</b>を行うことが期待される。</li> <li>• 特に、ノンコア事業の切出しなどは、過去のしがらみ等によりボトムアップでは言外があるため、<b>経済合理性に基づく冷静な議論が行われるよう、社外取締役の主体的な関与が重要</b>。</li> </ul>
3.3	<p>事業ポートフォリオ管理の仕組みの構築</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 事業ポートフォリオマネジメントを継続的に実施するため、グループ本社の取締役会が中心となり、<b>投資や事業切出し等に関する基準の設定や検討の主体・プロセス等の明確化</b>を行うことが重要。</li> </ul>
3.3	<p>事業評価のための基盤整備</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>事業セグメントごとに貸借対照表（BS）やキャッシュフロー計算書類を整備</b>することが重要。</li> <li>• その上で、資本コストを設定するなど、<b>事業ポートフォリオマネジメントに向けた基盤整備として、客観的な評価指標を用いた一元的な事業評価の仕組みを作る</b>ことが検討されるべき。</li> <li>• こうした仕組みの構築・運用においては、<b>CFOが主導的な役割</b>を果たすことが期待される。</li> </ul> <p>※ BSがないと、ROAやROIC等による資本コストを踏まえた事業評価ができない。</p> <p>※ CFOは、「スーパー経理部長」ではなく、「CEOのパートナー」へ</p>

## 社外取締役の実質化に向けた取組（今年度の委託調査）

- コーポレートガバナンス改革の進展に伴い、社外取締役の人数・割合が増加しているが、社外取締役が形式的に導入されたばかりではないか、社外取締役が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などの指摘もある。
- こうした指摘を踏まえ、社外取締役の実質化に向けて、社外取締役向けのアンケート調査により、その意識や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、期待される役割認識・心構えや活動の在り方について指針をとりまとめて公表する予定（本年夏頃を目途）。

目的	<ul style="list-style-type: none"><li>● 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的な機能発揮に向け、現状についての実態把握と、その望ましい在り方についての普及啓発</li></ul>
調査方法	<ul style="list-style-type: none"><li>● 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）</li><li>● 社外取締役へのインタビュー（40名程度）</li></ul> ※ 委託先はPwCあらた有限責任監査法人
内容	<ul style="list-style-type: none"><li>● 社外取締役としての役割認識・心構え</li><li>● 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</li><li>● 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</li></ul>
成果イメージ	<ul style="list-style-type: none"><li>● アンケート調査結果の公表</li><li>● 社外取締役のモデル事例を指針等の形で公表</li></ul>

## ④ 本研究会の検討の方向性

## 未来投資会議 構造改革徹底推進会合におけるご指摘（1/2）

- 昨年11月の未来投資会議 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（第4回）において、事業再編の促進に関して、以下のご指摘があった。

### 事業ポートフォリオ 見直しの意義

- **成長投資をしていくための原資を捻出するためには、既存の事業ポートフォリオの見直しが一体となって考えられるべき。**・・・ただ、力の弱くなってきた公開市場を起点とするガバナンスのチェーンを取締役会、経営陣へとつなげていくのは結構難しいので、コーポレートガバナンス・コードがそれを補完するツールとして使える余地が非常にあるのではないかと思う。・・・例えば「撤退基準」という後ろ向きな呼び方ではなく、「事業ポートフォリオの評価基準」と捉え直して、**企業の経営者が市場に対して継続的に事業ポートフォリオ評価の現状と方針を開示していくべきだ**というスタンスをとっても余り無茶ではないと思う。（ユニゾン・キャピタル株式会社林氏）

### 事業評価の仕組みの構築・事業セグメント開示

- **セグメントのバランスシートは、・・・資本アロケーションの妥当性を確認する上で非常に重要なので、こういった開示が進むとよい。**ちなみに、IFRSだと開示がされていないケースが多いが、もともとIFRS導入国ではそんなことは常識として別のディスクロージャーでやっているのだから、ミニマムなリクワイアメントとしていない。（フィデリティ投信株式会社三瓶氏）

### 従業員の問題

- **ノンコアで何の追加投資もしてくれないところで働いている従業員というのは大変不幸である。**一方で、その事業が本業であるところに譲渡されれば、その事業はノンコアだったものがコアになる。そうすると、その従業員はもっと幸せなのではないか。・・・従業員がもっと幸せになれる母体企業というものがあるのだということをもう少し広く経営者の方に分かっていたいただきたい。そのときに、株主だけを見ているわけではなくて、多くのステークホルダーの利害を同時に満たすという改善策になっている。（フィデリティ投信株式会社三瓶氏）

## 未来投資会議 構造改革徹底推進会合におけるご指摘（2/2）

### 従業員の問題

- 「スピンオフをしたら従業員がかわいそうだ」という話は実際にはない。本当にかわいそうな状況があり得るとすると、それ単体としてはたとえ切り出したとしても到底存続できないような状況にまで放置しておいた後に、やむを得ず売却をするようなケースで、そうなれば当然従業員の雇用の継続は危くなる。だからこそ、そうならないうちに、**日頃から評価基準に基づいて事業ポートフォリオを見直し、先手を打って新たなオーナーの手に移していくことが求められている。**（ユニゾン・キャピタル株式会社林氏）

### エンゲージメント への対応

- 社外取締役が何名という形式基準を見たいしたところで、それだけでは実効性がないが、例えば、**社外取締役が何らかの形で市場とのエンゲージメントの場に直接出ていって対話ができるような形での活用を会社の側としては考える、ないしは、そういう役割に適した人物を社外取締役として積極的に活用していくようなことがあると、物事が一つ前に進むきっかけになると思う。**（ユニゾン・キャピタル株式会社林氏）
- 現在、実際の対話の中身は、ESGのエンゲージメントというところでお茶を濁している。ESGは機関投資家にとっても楽で、企業にとっても聞きやすい。逆に事業再編を持ちかけると、それアクティビストが来たと言われかねない。そのため、いま一度スチュワードシップ・コード等の、実際にコードに書き込むかどうかは別にしても、こういった**対話の目的が稼ぐ力にあるといったことはしっかりと議論して共有したい**と思っている。（株式会社日本投資環境研究所上田氏）

# 「新たな成長戦略実行計画策定に関する中間報告」（令和元年12月19日未来投資会議）

- 2020年度の成長戦略実行計画の策定に向け、日本企業の内部資金を新たな分野への投資に振り向けていくための促進策として、「スピノフを含めた事業再編促進のための環境整備」が掲げられたことを受け、本年1月から事業再編研究会を立ち上げ、検討を開始。

## 第2章 新たな分野への投資促進

### 1. 企業 内部資金の新たな分野への投資の促進（一部抜粋）

#### (3) スピノフを含めた事業再編促進のための環境整備

日本企業の1社当たり事業部門数は、1990年代以降、横ばいで推移しており、事業再編は進んでいない。スピノフ

（注）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。

**企業価値向上のためのスピノフを含めた事業再編を促進するため、取締役会の監督機能の強化等の在り方について指針をとりまとめる。**

（注）子会社の株式を株主に譲渡することにより会社を分離する方式

### 安倍内閣総理大臣ご発言（議事要旨より一部抜粋）

本日は、成長戦略の中間報告を取りまとめた。  
（中略）

**例年夏の新たな成長戦略実行計画の策定に向けて、与党の意見を聞きつつ、さらに検討を深めていくので、西村経済再生担当大臣をはじめ関係大臣におかれては、具体的な検討を進めていただくようお願いしたい。**

## 事業再編研究会の立ち上げ

# 本研究会の概要

## 研究会メンバー（敬称略）

神田秀樹 学習院大学大学院法務研究科教授〈座長〉  
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&パートナー  
片山栄一 パナソニック株式会社 執行役員 CSO 事業開発担当  
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 執行役専務 CSO  
兼 未来投資本部長  
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  
武井一浩  
田中 亘  
田村俊夫  
佃 秀昭  
富山和彦  
日戸興史  
濱田昌宏

林 竜也  
別所賢作

松田千恵子  
柳川範之

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  
西村あさひ法律事務所弁護士  
東京大学社会科学研究所教授  
一橋大学経営管理研究科 教授  
株式会社企業統治推進機構 代表取締役社長  
株式会社経営共創基盤 代表取締役CEO  
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  
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  
ユニゾン・キャピタル株式会社 代表取締役パートナー  
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アドバイザー・グループ統括責任者  
首都大学東京経済経営学部経営学研究科 教授  
東京大学大学院経済学研究科教授

### <オブザーバー>

竹林俊憲 法務省大臣官房参事官  
井上俊剛 金融庁企画市場局企業開示課長

## 開催経緯

### ➤ 第1回（1月31日）

- ✓ 本研究会の開催趣旨、全体の進め方
- ✓ 事業再編（特に切出し）に関する現状と課題（論点整理）
- ✓ ①経営陣のインセンティブ（経営者の意識、従業員の問題等）

### ➤ 第2回（2月14日）

- ✓ ①経営陣のインセンティブ（続き）
- ✓ ②取締役会（特に社外取締役）の役割と責任
  - ・事業ポートフォリオ戦略に関する議論の在り方
  - ・事業評価等の仕組みに関する監督の在り方
- ✓ ③投資家とのエンゲージメント
  - ・投資家側の対応の在り方（SSコードを踏まえた中長期視点でのエンゲージメントの在り方）
  - ・企業側の対応の在り方（平時と有事（株主提案を受けた場合等））

### ➤ 第3回（3月4日）

- ✓ 事業再編促進のための環境整備
  - ・社内における事業評価の仕組みの構築
  - ・事業セグメント開示の在り方（ベストプラクティスの例示等）
  - ・必要な制度整備の在り方（税制措置等）

### ➤ 第4回（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（4月20日）

- ✓ 報告書（実務指針案+制度整備に関する提言）の骨子案

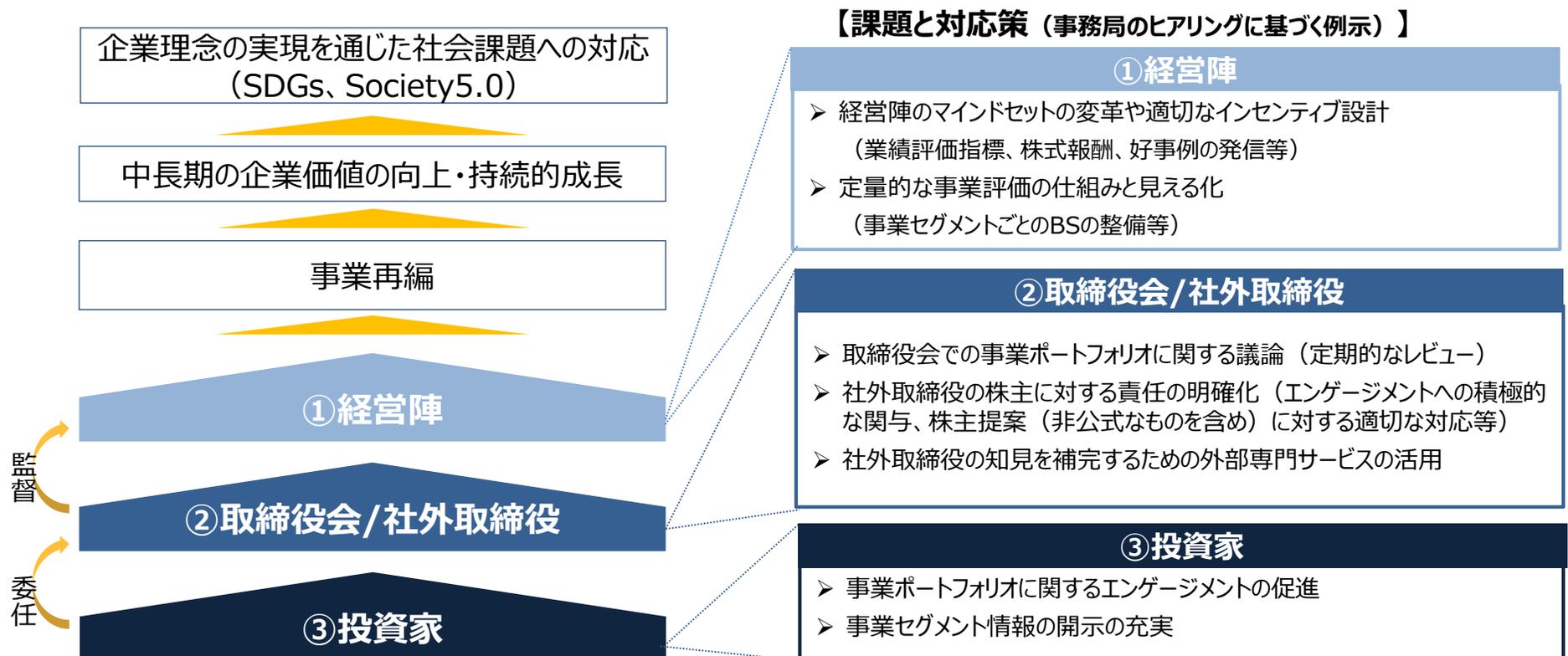
### ➤ 第6回（5月22日）

- ✓ 報告書案

### ➤ 指針策定・公表（夏頃を目途）

# 本研究会の検討の方向性

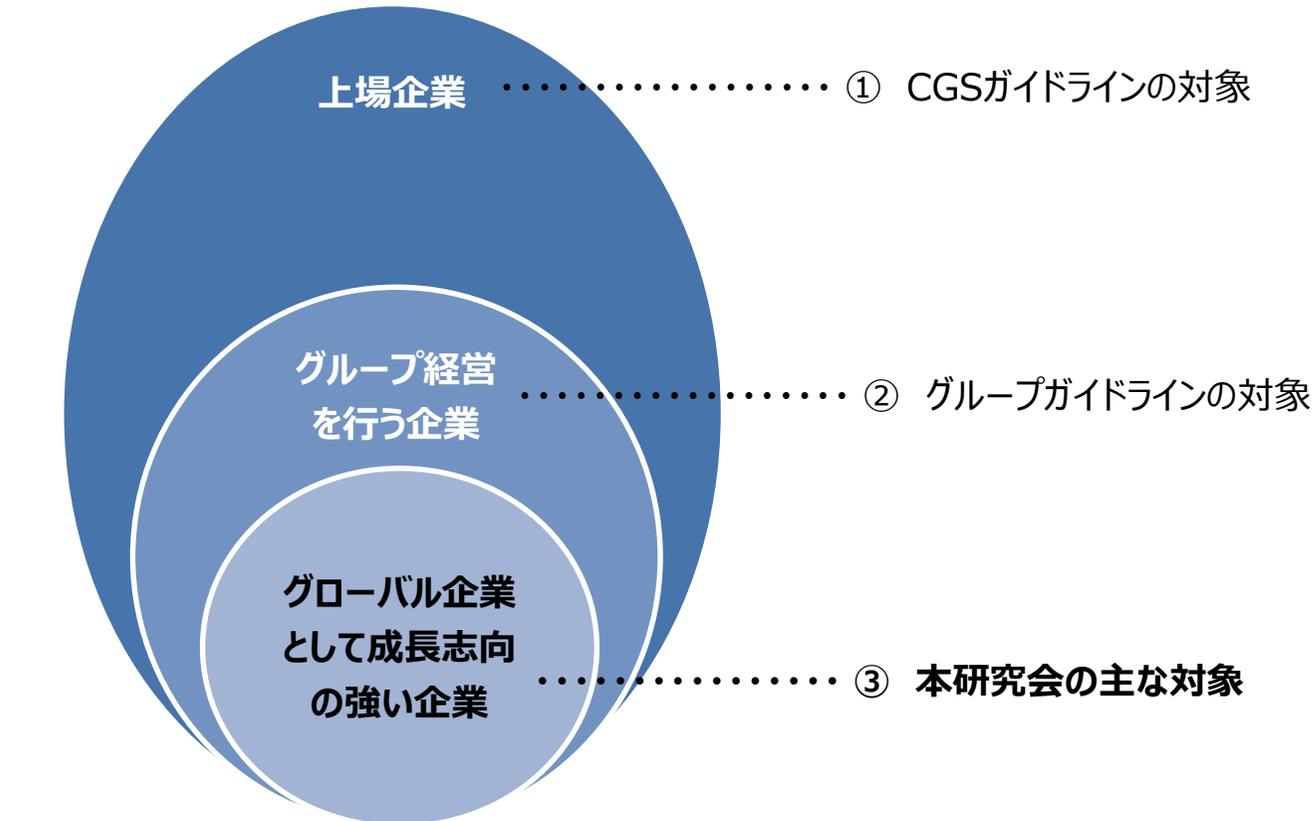
- グローバル化やデジタル革命の進展により産業構造・競争環境が急激に変化する中、中長期の企業価値向上と持続的成長を図っていくためには、自社の強みを活かし、経営資源を成長分野に集中的に投資することが重要であり、「スピンオフを含めた事業再編の促進」が課題。
- 事業再編（※）の意思決定・実行の当事者（主役）は経営陣（マネジメント）であるが、特に事業の切出しについては、様々な事情から消極的になる傾向があると指摘されている。  
※事業ポートフォリオの新陳代謝による経営資源の成長分野への集中投資を図るもの。
- 企業価値を高める事業再編を促進するため、①経営陣、②取締役会（特に社外取締役）、③投資家（エンゲージメント）の3つのレイヤーを通じて、コーポレートガバナンスの仕組みが有効に機能することが重要。



# 本研究会の主たる対象企業

- 本研究会の主な議論の対象企業は、上場企業の中でも「多様な事業分野への展開やグローバル化を進め、多数の子会社を保有して大規模なグループ経営を行う大規模・多角化企業」とし、特に、市場（競争範囲）や資金調達面でグローバル展開を図り、成長志向の強い企業を中心とする想定。

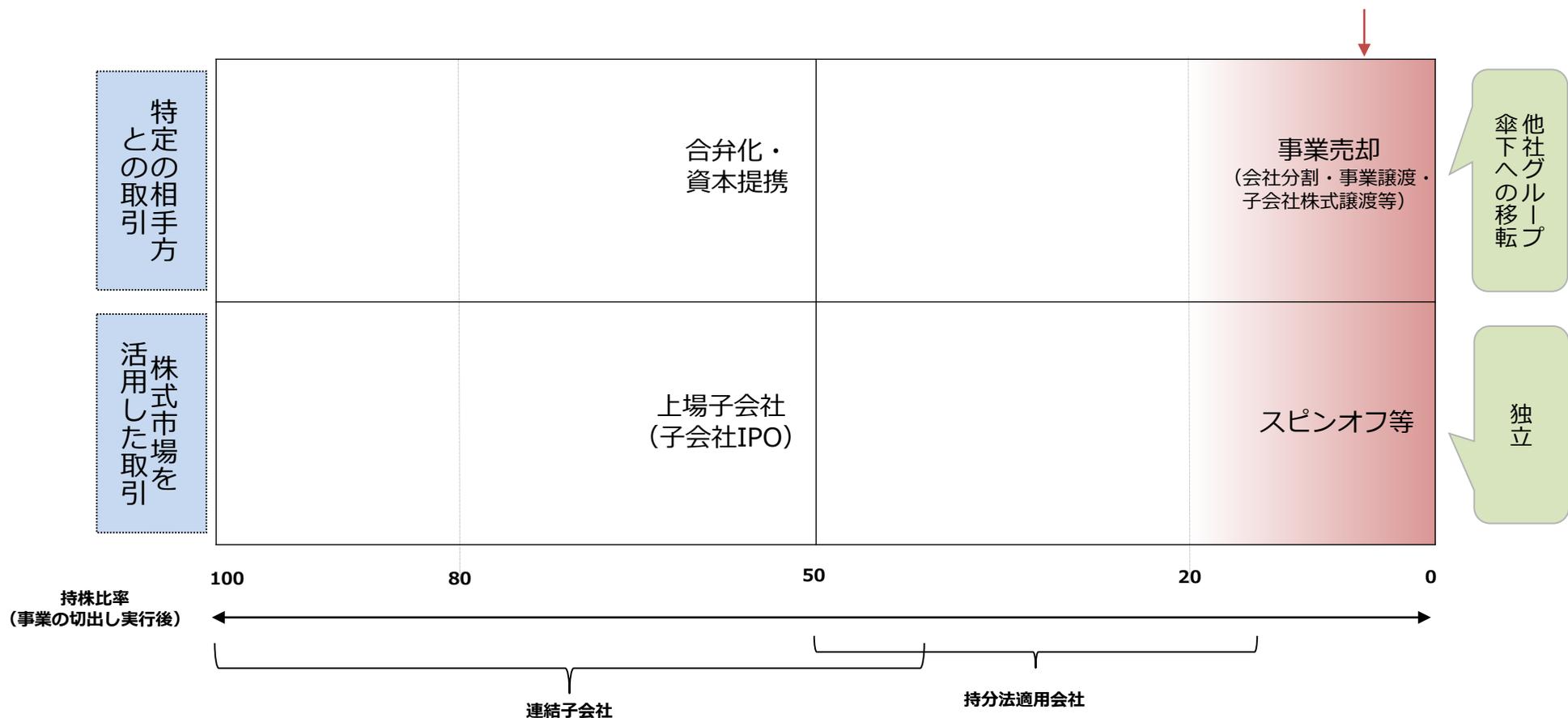
本研究会の主たる対象企業



# 本研究会において主として想定している事業の切出し

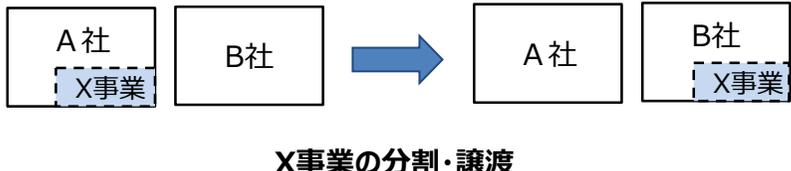
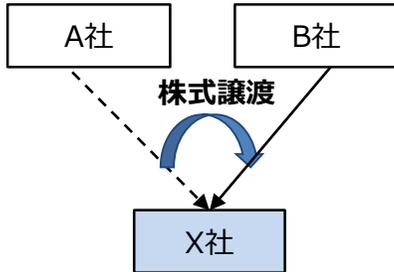
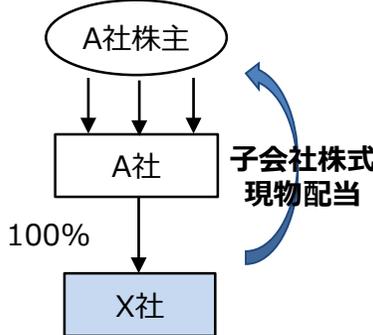
- 事業の切出しには様々な手法・段階があるが、本研究会では主として、最終的に資本関係の解消も含め完全分離をさせる方向での事業の切出しを想定。

本研究会が想定する事業の切出し



## (参考) 事業の切出しの主な手法

- 事業の切出しの主な手法については、以下のように整理することができる。

	会社分割（吸収分割）	事業譲渡	子会社株式譲渡	スピノフ（現物配当）
スキーム	 <p>X事業の分割・譲渡</p>		 <p>株式譲渡</p>	 <p>子会社株式現物配当</p> <p>※A社に金銭は入らない。</p>
事業に係る権利義務の承継の法的性質（根拠法）	包括承継（会社法）	特定承継（民法）	— ※株主に変更が生じるのみで、権利義務に変更なし	— ※株主に変更が生じるのみで、権利義務に変更なし
債権者の個別承諾の要否	不要	必要	— ※同上	— ※同上
労働者保護	労働契約承継法による保護	事業譲渡等指針（厚労省）による保護	— ※同上	— ※同上
特定の売却先の要否	必要	必要	必要	不要
対価の受領	あり	あり	あり	なし

## 本指針の位置づけ（1/2）

- 本研究会における検討に基づき本年夏頃を目途に「事業再編に関する実務指針（仮称）」（以下、「本指針」）を作成することを目指す。
- 本指針は、グループガイドライン第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、「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を示すものと位置づける想定。

### グループガイドラインの構成

---

1. はじめに（背景・問題意識、実務指針の位置づけ・目的等）

2. グループ設計の在り方

**3. 事業ポートフォリオマネジメントの在り方**

4. 内部統制システムの在り方

5. 子会社経営陣の指名・報酬の在り方 ※完全子会社のみを対象

6. 上場子会社に関するガバナンスの在り方

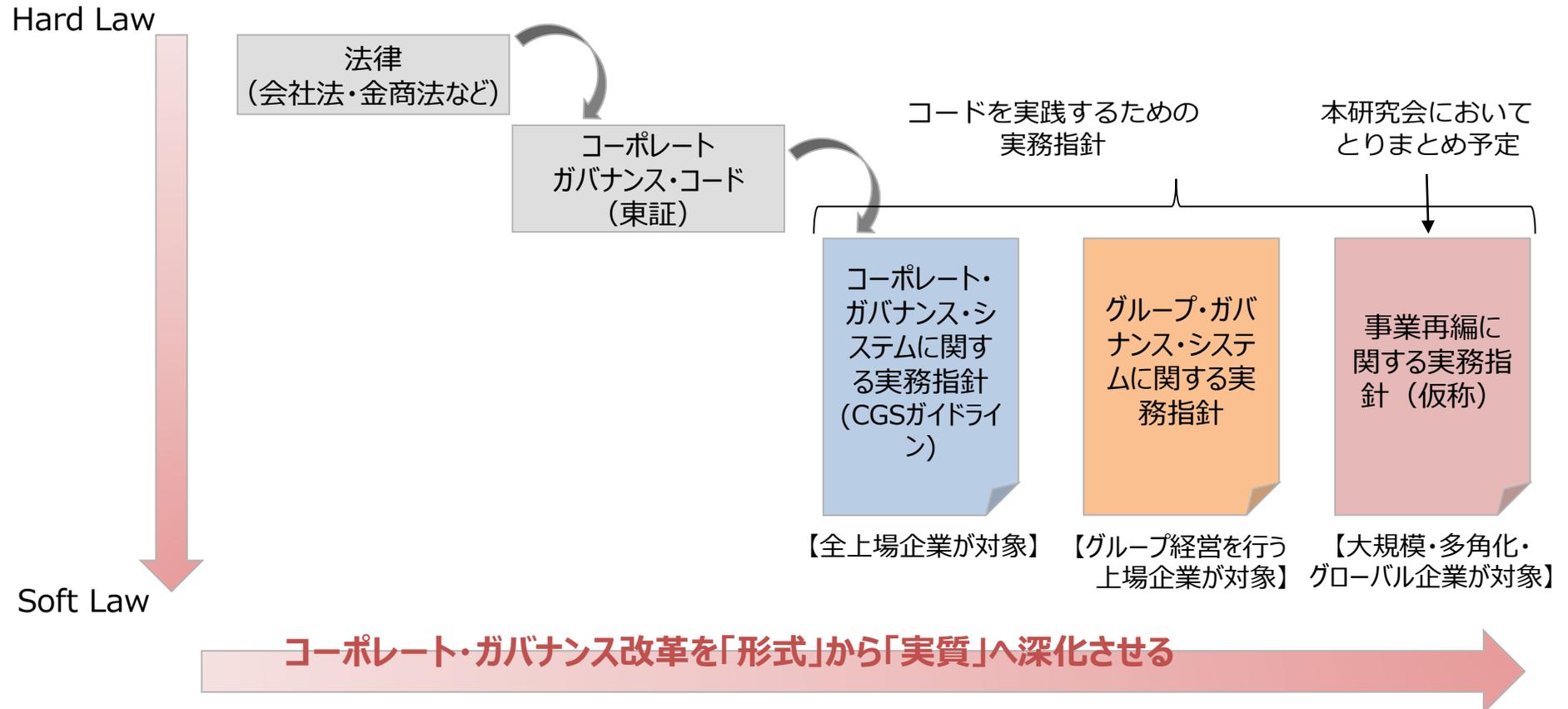
7. おわりに

「事業の切出し」にフォーカスして深掘り

## 本指針の位置づけ (2/2)

- 本指針は、「コーポレート・ガバナンス・システムに関する実務指針」、「グループ・ガバナンス・システムに関する実務指針」(※)と並列の関係に位置づけることを想定。

※いずれもCGS研究会における検討をとりまとめたもの。



## **2.令和2年度税制改正要望**

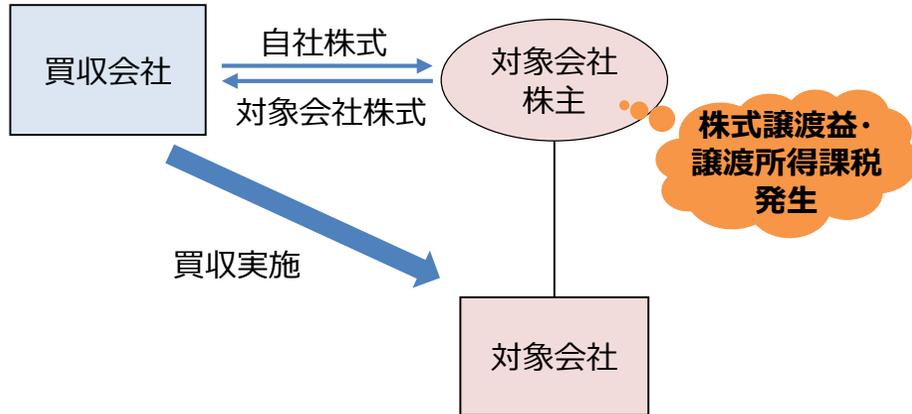
# 自社株式等に対価とした株式取得による事業再編の円滑化措置に関する要望

- 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、自社株式等に対価とする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、自社株式等に対価とした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の要望を行った。

## 現行制度

### 【通常の場合】

（自社株式を対価とする例）



## 要望内容

- 自社株式等に対価とした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）

## 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）

## 自社株式等に対価とした株式取得による事業再編の円滑化措置に関する要望の結果

- 要望の結果、来年度税制改正としては実現せず、改正会社法の施行を見据え、引き続き検討することとなった。

### 【令和2年度税制改正大綱（抜粋）】

#### 【第三 検討事項】

自社株式を対価とした公開買付け等に係る課税のあり方については、会社法制の見直しを踏まえ、組織再編税制等も含めた理論的な整理を行った上で、必要な税制措置について検討する。

【参考】「自社株対価のM&A、税制支援を見送り 政府・与党」（日経新聞2019年12月2日）

政府・与党は2020年度の税制改正で、自社株を使ったTOB（株式公開買い付け）を買い付け先企業の株主の税負担なくできるようにする措置の導入を見送る。経済産業省が改正を要望していた。**自民党の甘利明税制調査会長**は2日、党本部で記者団に「**私はやってもいいと思っているが、事務方間でも詰め切っていない**」と述べた。