

事業再編研究会

第5回 議事要旨

1. 日時：令和2年4月20日（月）15時00分～17時30分
2. 場所：Skype開催
3. 出席者：神田座長、青委員、石綿委員、井上委員、牛島委員、江良委員、大湾委員、翁委員、加来委員、片山委員、河村委員、神作委員、小林委員、三瓶委員、武井委員、田中委員、田村委員、佃委員、富山委員、高田様（日戸委員代理）、濱田委員、林委員、別所委員、松田委員、柳川委員、井上課長
（欠席：加藤委員、竹林参事官）
4. 議題：事業再編実務指針（案）について
5. 議事概要：

はじめに、事務局より資料3、4について説明を行った後、討議を行った。討議の概要は以下のとおり。

【井上委員】

非常に量が多いが、エグゼクティブサマリーを企業経営者向けに作るということで、それがよいと思う。10ページぐらいのサマリーとあわせて、もっと短い、1、2枚の投資家向けサマリーも作成した方がよいのではないか。企業経営者向けのエグゼクティブサマリーだけだと、この指針はコーポレートガバナンス・コードのコンテキストで、企業経営者だけを対象にしたものであるとなりかねない。せっかく投資家側のモニタリングも議題にしているので、そこをサマリーに加えるべきである。もちろん比重は経営者向けであろうが、機関投資家に対してもサマリーを作成し、これは機関投資家にも関係するということは主張した方がよいと思う。

内容について、2点申し上げる。資料4の6ページの①の2.3.4で、経営者の報酬について、固定、短期、長期で1:1:1を目指すという記載がある。これはあくまでも事後的なもので、評価した年にどういう比率になっていたかということなので、事前的な目標として1:1:1と言われて分かりづらい。現状が4:4:2になっており、その意味でいうと、一つの目標として株式報酬を現状よりも2倍程度を意識するというように、比較対象がなければメッセージ

として少し分かりづらいと思う。ただ、最適な報酬の比率が1:1:1とは限らず、その辺はキャッチオールで1:1:1と記載するのはミスリーディングと感じる。

それから、資料4の9ページの投資家への期待について、「投資家が直接実体的な判断を行うことが難しくなっていることも想定される中、今後プロセス面等からのチェックが重要性を増すと考えられるが、その認識でよいか」と記載されている。指針案の51ページに関する点であるが、なぜ直接実体的な判断を行うのが難しくなっていくのかがやや分かりづらい。むしろ情報開示を充実させ、投資家と経営者の皆さん、また社外取締役等とのディスカッションが進めば、機関投資家の事業ポートフォリオに対する理解が進むのではないかと思う。文面を見ると形式面やガバナンスに集約されて、ガバナンスのプロセスがしっかりしていれば、もうそれでよいというような読み方もできるので、「直接実体的な判断を行うのが難しくなっていくことも想定されうる」という記載は必要ないのではないか。実体的な事業再編に関する意思決定の実体面及びその取締役会における検討状況、プロセス面の両面の重要性が増すというほうがより適切なのではないかと考える。

【三瓶委員】

資料4について、幾つか申し上げる。まず、6ページの「はじめに」の「なぜ今」という点について、記載されている内容でもよいと思うが、もう少し膨らませてもよいかもしれない。ある研究機関は、今回の新型コロナウイルス感染症のようなことが起こり得るということを指摘していた。同様に、東日本大震災が起きるよりずっと以前に、巨大な津波が起こる可能性があるという指摘がされていた。今現在もそうだが、これまで企業経営に対して様々な課題があることが指摘されていたが、なかなかすぐには対応が取られない、課題解決が棚上げ、先送りになっているという状況である。今この感染症の拡大を通じて再認識しているのは、やはり気がついているにもかかわらず放っておくと大変なことになるということである。言わば、何か突然降ってきたストレステストみたいなことに直面しているのだと思う。したがって、すでに気づいている課題の解決を先送りにしておけない、もうこれではいかんと思ったことはどんどん進めていかなければいけないということが、「なぜ今」ということにつながるのではないかと思う。

次に、2.2.4について、ここでは資本収益性と成長性というキーワードを使用し、数ページにわたる説明が記載されている。ただ、図の4象限フレームワークは、成長率と収益率と非常に簡単な表現で軸に記載されているが、ここを資本収益性と成長性と軸の名前も統

一しておいたほうがよいと思う。どんな成長性の軸を選ぶのか、指標を選ぶのか、資本収益性の指標を選ぶのかということは本文に記載されているので、そういう意味ではイメージ図の中では、本文でまず2つの軸だと言っている資本収益性と成長性という同じ言葉を使うのが分かりやすいと思う。そして、その中で、可能な限り定量評価に基づくという記載については、確かにそのとおりである。ただ、若干気になるのは、先ほど事務局からも説明があったが、定量評価だけではないがそれを見てくれというのは、言わば客観的な評価が必要であるとか、エビデンスベースでの評価が必要であるということを行っているのではないかと思う。定量評価という言葉が適切なのか考える必要があるかもしれない。

次に、指針案の34ページ、セグメントのバランスシート情報について管理会計等を駆使して把握するようにとの記載について、あくまでも管理会計として「ざっくり」という点について、社内で把握すればよいだけの話なのか、そこで把握したことを開示もするのかということが若干明確ではないと思った。もし開示にもつなげるということであれば、Non-GAAPの開示になると思うので、その場合には定義を添えてもらわなければ、具体的な根拠が分かりにくくなってしまうと思う。

資料4の3.1.3、取締役会における年1回以上の定期的な見直しという記載について、その通りではあるが、長期経営をするということと年1回事業ポートフォリオの基本方針を見直すというところが矛盾しているのではないかと思う読み手がいるかもしれない。毎年1回は確認してもらうということなのだということが明確に伝わればよいと思う。

次に、先ほど小林委員から指摘のあった4.2.4について、今我々投資家としては、経営者は「何を見ているか、何が見えているのか」を迅速に伝えていただくことが重要だと思っている。もしかすると一部の投資家は反論するかもしれないが、業績予想などの仮の着地の数値の開示以上に大事なことであると思う。経営者が注目している情報を発信、アップデートし、市場参加者に何を見ておくべきなのかというモニタリングポイントを提供することにより、投資家が冷静に分析することを促すことになると思う。それが市場機能の維持につながり、安定につながっていくと思う。したがって、経営者の目線に投資家を誘導するというか、同じものに目線を誘導することによって話がかみ合うようになると思う。また、そういった開示は各企業固有の数値とは違って、他社が参考にできるような自社の緊急事態への対応の取組であり、よい取組であれば、他社はそれを見て参考にすることができるという意味で、利用価値があると思う。投資家もそれを見て、あそこの会社はこういうことをしている、こういう開示をしているとか、いろいろな面でそれをまた伝えるこ

とができると思う。したがって、こういうときには、決算に関わる数値そのものより、経営者として何に注目しているか、何が今どこまで分かっているかということ伝えることが重要ではないか。少なくとも投資家はそのような期待をしていると思う。

【松田委員】

指針案の49ページの具体的な確認すべき事項という記載について、ある意味こういった具体的な例示は、これから考えようとしている企業の方にとっても、投資家にとっても非常に役立つものであると思う。一方で、3点コメントを申し上げる。まず、意外に事業セグメントの認識が企業によって違うように思う。セグメント情報はもちろん開示されているわけであるが、非常に細かい事業区分であったり、あるいは非常に大きくりな事業区分であったり、企業ごとに事業セグメントそのものに対する見方がばらついているように思う。先般、日本CFO協会で、事業ポートフォリオのサーベイを実施したが、有価証券報告書に記載されているベースではなく、実体として管理している事業セグメントは幾つありますかという質問をすると、2つから100まで非常にばらつきがあった。100というのは恐らく我々が見ているような事業セグメントではないものを見ているのだと思うが、そういったばらつきがあるように思うので、事業セグメントというのはこういうものなのだ、こういうことを意図して本ガイドラインを書くのだということがどこかに入っていると分かりやすいと思う。やはり私は、リスク・リターンプロファイルの違う事業をイメージしているが、そういった定義をどこかに入れておくと分かりやすいと思う。また、これら事業に関するベストオーナーという記載についてだが、場合によっては企業側の敏感な反応も目につく。何をもちってベストオーナーと言うのかということがやはり非常に問題になってくると思うので、ここにも競合他社との関係でとは記載されているが、やはり他社と比較し、定量的に見た上で、その事業が本当に中長期的に企業価値を向上させていけるのか、現在収益率その他が上回っているのかをきちんと見るべきであるということはもう少し記載してもよいと思う。

2点目は、もう少し広く事業ポートフォリオといった場合に、今やはり新型コロナウイルス感染症との関連で、この時期に複数の事業を持っていることでリスク分散になってよかったという企業の経営者の声が強まっているように思う。本ガイドラインは、どちらかということ、そういった債権者的な観点というよりも、株主、投資家的な観点で記載されているものであると思うが、やはり企業の経営者の方が読む際、リスク分散というメリット

について、本ガイドラインはどのように考えているのかという疑問を持たれるのではない。それについてどこかできちんと受け止めておくべきであると強く感じている。

3点目、もう様々な方から出ているので、簡単に申し上げるが、やはり投資家への期待、投資家として何をすべきかというところも充実させる必要があると思う。特に指針案56ページで投資家への期待について記載されているが、経営者の側から話を聞いていると、大きく2つ出てくることがある。1つは時間軸の違いということで、これは記載されている。もう1つは、経営戦略について対話したいということである。要するに経営戦略についてもう少し理解してほしいということが非常に多く出るので、やはり経営戦略への理解が不可欠であるという点も記載する必要がある。トップアナリスト、トップストラテジストは、もちろん経営戦略についても対話できるということで、企業の方々も非常に頼りにしているわけであるが、中にはそうではない投資家、アナリストもいるということもよく聞くので、やはり戦略的なレベルの話ができるようにというのが期待の1つではあるように思う。

【佃委員】

指針案について、冒頭の新型コロナウイルス感染症に関するコメントも含めて、全体としてよりよい内容になっているものという印象を持っている。その中で2点コメントする。まず1点目は、今まさに松田委員にご指摘いただいた2番目である。要するに複数の事業ポートフォリオを持っているがゆえにリスク分散になっているといった点について、足元の環境の中でそれをどう捉まえるかという点があると思う。

それから、2点目、指針案49ページについて、取締役会の実効性評価に関する記載があるが、少なくとも年に1回は事業ポートフォリオの見直しについて付議され、十分な時間を取って議論されているかという点は重要な確認事項となる。あえてもう1点付け加えるなら、やはり取締役会に議論するだけの知見、スキルがあるかという確認も必要ではないかと思う。例えば、実効性評価の記載の部分に、「取締役会が事業ポートフォリオの見直しを実効性を持って議論し得るだけの知見、スキルを有する取締役で構成されているかという点についても確認することが重要である」といった記載を入れ、実効性評価できちんと事業ポートフォリオ議論がなされるだけの体制、構成が確保されているかといった点を確認することが重要であることを示すべきでないかと考える。

【小林委員】

当然極めて不確実ではあるが、ウィズコロナの状態が1、2年続き、アフターコロナを迎えられるのが2～3年先という時間軸がもし正しいとすれば、もう少しこの辺について掘り下げられないのかというのが一つ目の意見である。デジタル化に関しては、おそらく世界中で日本が一番遅れているくらいの状況だったが、今回の新型コロナウイルス感染症を契機として、大変な勢いで時代変革が起こっていくと考える。デジタル中心の時代になり、営業なども含め、ますます手法自体がface to faceではなくなっていく。株主総会のオンライン化もそうであるが、直近の対応の問題だけではなく、デジタルトランスフォームした後のガバナンスの在り方についても何らかの形で議論すべきである。その意味で、今、未来投資会議構造改革徹底推進会合や、経産省において、データ・フリー・フロー・ウィズ・トラスト的な大きな概念と同時に、民間企業におけるかなり詳細なデジタルガバナンスコードを検討されているやに聞いている。本研究会の実務指針においても、その辺をもう少しインプライしてほしいと思う。

また、人類史的なスパンで見れば、新型コロナウイルス感染症は極めて短期的に起こってすぐまた元へ戻る事象だろうが、対照的にCO₂をはじめとする環境問題はこのままいくと30年、50年で人類を破滅させてしまうかもしれない中長期的な問題である。ガバナンスという観点では、そういう大きなテーマを捉えることも重要であると思う。

【田中委員】

指針案40-41ページの会社法上の位置づけについて、ここは非常に会社法の規定に配慮されて、法的な解釈としてみても問題なくまとめられているのではないかと思う。事業ポートフォリオに関する基本方針もまた経営の基本方針の1つであるので、委員会型の会社については必要的な決議事項に含まれると考えてよいと思う。一方、監査役設置会社の場合は、こういう基本方針の決定ということ自体が必要的な決議事項として定められてはいないわけであるが、一般の取締役会設置会社には非常に小規模な会社もあり、経営の基本方針自体を決めていないところもかなりあるのではないかということも考慮して、経営の基本方針の決定が必要的な決議事項にされていないという面があるのではないか。事業ポートフォリオの基本方針は、やはり重要な業務執行上の決定であると思うので、もしこのようなことを決めるのであれば、当然、取締役会で決議すべきであるし、上場会社の場合は、たとえ監査役設置会社であっても、経営の基本方針は通常決定しているであろうと考えられるので、そうであれば、決める以上は取締役会で決めるべきことになるため、実

質的には委員会型の会社と変わらないであろうと考えられる。そういう意味で、40から41ページ目のまとめ方は非常によいと感じている。

それから、井上委員から指摘のあった資料4の9ページ目の4.1.2、投資家への期待という点について、プロセス面から判断することの重要性が増すという記載があるが、こういった実体面よりもプロセス面に着目するというのは、裁判所が取締役の経営上の判断について司法審査する場合によく言われるものである。司法審査だと、取締役の善管注意義務違反の有無を審査するので、そういうときに裁判所が判断の実体面まで立ち入って、これは合理的か、あるいは不合理かということ判断すると、非常に経営に対する萎縮効果が生じるため、裁判所はそういった判断を差し控えて、プロセス面に重きを置いた審査をしたかどうかというように会社法学では言われているわけである。しかし、これに対して投資家の場合は、別に経営に対する萎縮というような心配はないと思うので、もちろん各投資家の判断でプロセス面に問題がなければ、基本的に経営陣を支持するという方針をとっている投資家があってもよいと思うが、特にアクティビストや、あるいはアクティブに経営陣との対話を進めようとしている投資家には、事業ポートフォリオの実体的な判断についても経営陣と議論したいと考える投資家がいてもおかしくないので、あえて報告書の中で、プロセス面からの判断の重要性が増すということを記載する必要はないのではないかと。それぞれの投資家のスタンス次第で、投資家として実体的な内容まで判断するということがあってもよいのではないかと思う。

【加来委員】

2点申し上げる。まず1点目は、2.3.4の論点である報酬の部分だが、ガイドラインとして1:1:1と出すのもありだと思うが、直近、実は何社かの経営者報酬がどういう指標に結びついているのかについて分析を行ったことがあるが、その分析で同じ業界でも企業のステージ、経営戦略の方針によって大分変わってくるということが分かった。例えば、1つの企業が結構安泰で、1:1:1のようなものを持っていれば、トランスフォーメーションを抜本的にしなければいけない企業では、短期的にトランスフォーメーション指標みたいなものを入れて、経営をその方向にプッシュしているということもある。重視すべき指標や重心の置き方は、企業それぞれによっても変わってくるため、あまり固定的にならないように示したほうがよいのではないかと感じた。

もう1つは、投資家とのエンゲージメントの部分であるが、対話において企業から、企

業価値向上としてうたっている戦略の内容が具体的にどういう経営指標を通じて価値向上につながるのかということ発信することが重要であるという記載を加えた方がよいのではないか。よくセグメント情報の開示の議論もなされるが、それぞれの事業ごとにどういう開示をしていったほうがよいのかや、投資家、アナリストにどういう視点で見てほしいのか、どういう視点で経営を行っているのかということがクリアになるとよいと思う。逆もしかりで、投資家も何を見ているのかどうかということをはきちんと伝え、上手く対話ができると、企業側も、この事業はマーケットからはもうこれ以上持つておかない方がよいと見られていると分かる。こういった建設的な議論が行われるためには、単純にコミュニケーションを積極的にやっていきましょうというより、具体的にこういうレベルの内容があったほうがよいのではないかと示すとよいのではないかと感じた。

【富山委員】

複数の委員からご指摘があったが、コロナショックに関して2つほどインプリケーションがある。今回どこまで入れるかというのは少し難しいと思うが、そのインプリケーションについて申し上げる。1つは、もうすでに結局10年に1回はこのような大危機がやってくる時代になっているのである。おそらくこの先も何らかの理由で、10年に1回こういうことが起きると思っている。企業の継続性、持続性ということを考えた場合、生き残りはキャッシュが全てなので、世界中の会社の手元現金とかEBITDA、営業キャッシュフローを見てみた。どういう会社が手元現金をたくさん持っていて、どういう会社に営業キャッシュフロー創出力があるかという、いわゆるコングロマリットではない、どちらかという、明確にレジリエントな、強烈な事業を持っている企業である。恐らくそういった会社が今回も生き残ると思う。そのまた裏返しで、10年に1回はキャッシュ・イズ・キングになるということを踏まえると、ばかの一つ覚えのように機関投資家が配当を増やせ、自社株買いをし、手元現金を持つなということは、こういうときには全くナンセンスになるわけである。要は今日的な環境における企業の持続可能性というのは、10年に1回の局面も生き残らなければいけないことを想定しなければいけないので、それを支えるのは、極めて強力なキャッシュ創出力を持っている事業、あるいは事業群と、ある種、こういうときの保険に十分な酸素ポンベたる手元現預金ということになる。そのことを今回どの程度反映させるかというのが気になっている。

もう1つは、先ほど小林委員からご指摘のあったデジタルトランスフォーメーションに

ついてである。間違いなく、世界中のほぼ全産業でデジタルトランスフォーメーションは加速する。それは何を意味するかというと、実は今回議論している事業ポートフォリオの入替えというのは、ある意味のどかな議論であって、今後は、今まで以上に事業そのものがなくなってしまうとか、ある産業がなくなってしまうという強烈なトランスフォーメーションが次から次へと起きるということである。事業の組替えは、事業がそれなりに持続性がある前提の議論をしているのだが、事業が消えてなくなってしまうときに、実は事業ポートフォリオだけではなくて、組織能力のポートフォリオ経営というものが問われることになる。要は事業再編というのは、広い意味で組織能力再編ということになるわけで、そういう射程でこういった議論をこの後どう深化させていくかというのは、非常にクリティカルな議論であると思う。今回、そこまで全て取り込むのは難しいと思うが、要はここから先のポストコロナを考えると、事業プラス組織能力のトランスフォーメーションをどのように会社が進めていくのか、進めていきやすいような環境を制度的に整備していくのか、あるいは機関投資家側がそういった行いに対してどう対峙していくかということである。私の知る限り、組織能力のトランスフォーメーションというレベルの事業戦略論というのは、実は通常の戦略論よりはるかに奥深い。ある意味ではかなり高度な射程を持っている部分がある。ストレートに申し上げると、私はこのレベルで大変感動するような議論ができる投資家に会ったことがほとんどない。しかし、ここからは、世界中の経済において、それが主題になっていく時代に突入するので、今後どのように議論を深化させていくかというのは、ポスト当委員会の議論として問題提起しておきたい。

【江良委員】

基本的に資料4に基づいて数点申し上げる。冒頭に井上委員からご指摘があった、投資家向けのエグゼクティブサマリーについては、私も非常に重要かと思うので、是非検討いただきたい。ただ、基本的に幾つか媒体が乱立するのもよくないのかと思うので、経営者向けのエグゼクティブサマリーと呼ばれている中に、投資家が見ても非常に参考となるような議論というのを少し盛り込むような形で、両方をカバーするのがよいかと思う。

2点目が、投資家への期待について、直接実体的な判断を行うのが難しくなってくるとは、恐らくその後に来るパッシブの投資家が増えていることが要因として記載されているのだと思う。つまり、パッシブは投資先企業の数が多いため、一つ一つに対して残念ながら大きなコストをかけづらい構造になっているということを指しているのかと思う。

そういった前提条件において、こうした記載をされていると理解するが、我々も含めて極力、できる限り実体的な判断を行うべきであり、それをより効率的にするために、取締役会においてどういった視点で検討をしているのかとか、社外取締役の方からどういった視点で多面的に議論しているのかというところを聞きながら判断している。そういったところを少し補足するような形で記載するのがよいと思う。恐らくこのポイントは、様々な取締役会メンバーの方から、そういった多面的にどういった形で議論しているのかということ聞きながら、いかに効率的に把握していくかということである。ただ、1点だけ追加すると、特に高リスクに対して企業の対応を図っていくという話になると、非常に高度な議論が必要となり、リサーチも含めてかなりコストをかける必要がある。投資家に対する期待ということで、非常に高いものをいただくというのは受け止めることではあるが、一方で、例えば対案を出すといったところまでの期待は少し過大かと思うので、そこは少しバランスを取ってもらったほうがよいのではないかと思う。

次に2.3の役員報酬について、結果として記載にあるように1:1:1ということなるのは全く異論はないが、先ほど来から少しご指摘もあったように、基本的に役員報酬はその事業、あるいはその企業に対する個別性が非常に重要になっている部分がある。方向性はこういう形でよいとしても、最終的にこれを決定していくのは指名報酬委員会であるとか、そのような記載が必要であると思う。状況を見ながら最適な割合を確認していく、把握していくことが一番重要であると思う。その議論と結果について、分かりやすく投資家に説明することによって、それに対して投資家がフィードバックしていくということであると思う。そういう意味で、外部に対して的確に分かりやすく説明するという記載があってもいいと思う。「固定：短期インセンティブ：長期インセンティブ」という形でまとめると非常に分かりやすく見えるが、海外の事例等を見ていると、基本的に役員報酬は、個別性が高くなればなるほど複雑性が増すという構図になってきている。場合によっては、投資家もどういった構造になっているのか分からない。さらに、よく聞くのだが、報酬の受け手である役員ですら、自分の報酬がどのように決まっているのかよく分かりにくくなってしまっているというような、少し本末転倒のような形になってしまっているところもある。役員報酬についてのグランドデザインについて、しっかりと把握するという視点で記載すれば、1:1:1という数字が大事なのではなく、考え方が大事なものであるということで議論ができるのではないかと思う。

さらに、事業評価の仕組みについて、このフレームワークについては全く異論がないの

が、当然定量的・客観的に事業をきちんと整理することが非常に重要だと思うが、時間軸が長くなればなるほど定量評価はなかなか難しくもなるし、また将来に向かって不確実性が非常に高い中で、過去の定量的なデータがどこまで有効なのかどうかということもある。エビデンスベースを否定するわけではないが、エビデンスベースで定量評価に偏ってしまうと、結果としてそれに縛られてしまいかねないので、そこは気を付ける必要がある。

【大湾委員】

3点コメントする。まず1点目、何人かの委員が新型コロナウイルス感染症の影響でデジタルトランスフォーメーションが進むとおっしゃったが、労働経済や組織経済の観点からいうと、2点ほどインプリケーションがある。1つは、業務がデジタルトランスフォーメーションによって標準化されていく、可視化されていくということである。それによって属人的な仕事の仕方がかなりなくなっていくので、結果として、日本企業における企業特質的な人的資本の重要性がどんどん落ちていき、それによって人材の流動性が増す。

2点目、既にいろいろなところで見えているが、誰が次世代のリーダーかということがより見えやすくなる。要するに、きちんとビジョンを提示して、様々なITツールを使って適切な指示が出せる人間が、組織を上手く動かしていく。したがって、これからのリーダーの在り方が、今までのリーダーとかなり変わってくる。そういった変化が起きたときに、やはり事業再編は、よりやりやすくなってくると思う。特に人材の流動性が今までよりも進むということは、事業再編の1つのコストとなっていたものがなくなってくるということかと思う。ただ、基本的には、新型コロナウイルス感染症の問題が起きたから事業再編が重要になったとは思っておらず、新型コロナウイルス感染症の問題が起きる起きないに関わらず事業再編というのは重要であるが、長期的に見たときに、今後事業再編がより有用なものになるということであると思う。

2点目に、2.2.4について、ベストオーナーかどうかの視点で可能な限り定量評価に基づく検討を行うとある。ベストオーナーかどうかという視点は最も大事なことだと思うが、これがそんなにすんなりと定量的評価で判断できるものなのか疑問に感じる。実際の企業経営者の方はピンとくるのかもしれないが、ベストオーナーかどうかというのは、基本的には反実仮想の問題になるわけである。自分たちがその事業を手放したときに失う価値と、それをほかの企業が持ったときに生み出す価値の2つを比較するということなので、実際には起きる前からその2つを比較しなければいけないというのは、実は非常に難しいと思

う。ベストオーナーかどうかということや、どれだけ事業シナジーがあるかというのは、あくまで反実仮想での比較になるので難しい。

それに対して、4象限のフレームワークは非常にストレートである。したがって、4象限フレームワークに沿って判断している限りは、おおむねベストオーナーかどうかという視点での判断になっているということで、それを受け入れる。ただ、4象限フレームワークが示すことと違うことをやる時には、どういうロジックがその背後にあるかというのをきちんと説明しなければいけないということかと思う。そのようなメッセージが出せるとよいのではないかと思う。

それから、3点目、先ほどから何人かの委員がご指摘している資料3の8ページ、役員報酬について、1:1:1を目標にするのはどうかと感じる。理由は2つあり、1つは、本当に大事なものはレベルではなくて、センシティブリティである。要するに企業価値や会社の収益力が変わったときに、それに対してどのくらい敏感に報酬が動くかということのほうがむしろ大事で、比率だけが1:1:1だとしても、それぞれがそれほど企業価値や収益力をそんなに敏感に反応しないもので構成されていれば、そうではない企業に比べて期待するような効果は生まれにくい。したがって、あまり1:1:1にこだわらないほうがよいと思う。

それから、2つ目、今こそこういった事業再編が重要だと言うのであれば、もう少し役員報酬の基準の中に相対評価を入れていくべきだと思う。つまり、競合企業に比べてどのくらい我が社がより多くパフォーマンスしているかということをも1つの基準にしていくということかと思う。昔から経済学者が相対評価を入れたほうがよいと言っている一方、なかなか実務の世界では進んでいないが、今までのように単に利益や株価といったものに基づいて報酬が決まると、景気がよいと経営者は報酬がどんどん伸びる。景気が悪くなると、優秀な経営者でも取り分が下がってしまう。それはあまり好ましいことではなくて、やはり優秀な経営者がよりよい報酬をもらうべきだという観点からすると、相対評価軸をもっと入れるべきだという意見は昔からある。事業内容が重要であるということであれば、やはり競合と比べて自社がどのくらいパフォーマンスがよいかということは、自分たちがベストオーナーかどうかを判断するときの1つの視点になるので、相対評価を入れることがよいのかと思う。また、報酬だけでなく、経営者がどのくらい業績に応じて退任するか、罷免されるかということも重要な点だと思うので、総合的に判断して、インセンティブ設計をしていかなければいけない。そういう点からすると、数字が独り歩きして、1:1:1だけ満たせば報酬設計は正しいのだという見方が広がらないようにすることが重要であると思う。

【河村委員】

数点申し上げる。1点目、投資家、資本市場と一くくりに議論しているが、実は資本市場、投資家というのはいろいろな種類が存在する。したがって、こういう事業再編をする場合に、どういう投資家に訴求をするかという問題があると思う。具体的には、私どもが認識している投資家としては、長期で投資をする人と、比較的短期で投資をする人がいる。

2つ目は、バリュー投資家とグロースの投資家というセグメントがある。バリューというのは、PBR等々を見て、将来もっと株が上がるからということで投資をしてくれる投資家である。グロースというのは、もっと収益が上がって、1株当たりのEPSが上がるということで投資をする。それから、もう1つのセグメントとして、ベータ値を見ながら投資をしている投資家がいる。また、株価が上がるモーメントで入ってくる投資家、それからパッシブインデックスの投資をしている投資家等、様々な投資家がいる。事業再編をどのような投資家に訴求するのかについてきちんと議論したほうがよい。私どもの会社は長期のバリュー投資家に訴求するようなプレゼンテーションや経理情報を開示するということが対応している。

2点目、親子上場の記載について、過渡的なものとして上場子会社がよいのではないかというように読み取ったが、実は上場子会社を実際にハンドルしている現場では、過度的とはいえ、1、2年の単位でも非常にガバナンスが難しい。具体的には少数株主にどう対応するかということがあるので、少数株主のことを配慮しながら経営する。51%株式を保有しているとしても、結局上場会社なので、取締役会に出ていってそこで意見を言う、そこで意見が収れんしない場合には、最後は総会で反対をするという程度しか方法がない。したがって、上場子会社は日常のガバナンスが大変難しいので、過渡的であると言っても、どこまでガバナンスをコントロールできるかという問題がある。

3点目、富山委員がご指摘された通り、こういう状況になってくると、キャッシュフローの開示を大変強く求められる。具体的には、この間まではEBITでよかったが、一番大きいキャッシュフローの塊であるEBITDAについて、きちんと情報を出してくれと非常に強く言われる。今後は、EBITDAのレベルでどこまで開示できるかということが大きなテーマになってくると思う。

最後に、リスク分散や分散投資効果の議論について、総合商社のように、コンビニを持って、こちら側でシェールをやっているというぐらいの分散があればよいのだが、やはり

社会インフラ事業ということで、ある程度のセグメントの中でやっている、ブラックスワンが下りた場合、リスク分散や分散投資効果が上手く働かない。

【林委員】

なぜ今この事業再編について考えるべきなのかについて幾つか申し上げる。実際、前の金融危機以降、昨年までずっと緩やかに続いてきた景気拡大の中で、そろそろ緩やかな後退局面が来るかもしれないというような見通しは語られていた。今回の新型コロナウイルス感染症については、誰も予想しなかったような性質の外的ストレスであって、企業の業績や体力に与える影響もこれまでの不景気とは桁が違うものである。こうした予想できない事象を、あらかじめ予想してMD&Aで記述するという事は原理的に不可能である。一方で、私から見えている範囲だけでも、この局面では実際に多くの会社の売上が半分になるとか、9割減とかいう現実に直面しており、マネジメントとしては、今後、例えば売上が一定期間ゼロだったとして、いつまでキャッシュが持つのかという、ベンチャー企業がよくやっているバーンレートのような指標を非常な現実感と切迫感を持ってはじき出して、対応に奔走している。これは別に、中堅企業だけではなく、業種によってはグローバルな大企業でも例外ではない。したがって、今回のような新型の巨大な外部ストレスへの企業のリスク耐性については、キャッシュとしていつまで持ちますという形でしか、もしかしたら表現できないのかもしれない。今後の世界においては、今回のような外部ストレスにさらされたときの耐性といったリスク側の観点と、成長を最大化するという観点の双方から、現在の事業ポートフォリオの合理性や、今後の事業ポートフォリオ組替えの方向性について、資本市場とのコミュニケーションがよりはっきりと求められるようになるのは間違いない。このような見通しを踏まえると、実際、具体的にいつどんな事業を売却し、または買収するかということは別にして、やはり日頃から常に事業ポートフォリオの見直しをグループとして継続していくことが重要であると思う。そして、これがこのタイミングでこの指針を出す意義であると言えると思う。ただ、市場との関係で注意しておくべきなのは、ある会社の事業ポートフォリオがどういう投資家にどのように訴求して評価されるのかというのは様々であって、先ほど河村委員がおっしゃった通りだと思う。したがって、必ずしも、とにかく事業を集中して、それをもって高成長が期待できると市場にアピールしたらそれが正解だということでもない。そういう意味では、どのような投資家の評価を得ていくのかについてのプロファイリングを企業としてもしておく必要があるのだと思う。

私自身も市場とのコミュニケーションの重要性は述べてきたが、この報告書でも、コミュニケーションについて随分ハイライトされている。一方で、従業員等の社内のコミュニケーションについては、切出し実行時の重要事項として位置づけられてはいるものの、日頃からグループ全体として最適な事業ポートフォリオについて検討すること自体が、社内に対する各事業の位置づけをグループの戦略と併せて各事業部門のマネジメントや従業員等に伝えることにもなるという意味で社内コミュニケーションのよいきっかけにもなるという意義も、できればはっきりさせておければと思う。上手くいく事業の切出しは、やはり対象事業部門自身が、現在のグループが必ずしもベストオーナーではないという問題意識を持ち、独立を含めた自分たちの今後の在り方を考えているケースである。そういう意味では、本実務指針により、グローバル企業のトップマネジメントやグループの取締役会レベルだけではなく、事業部門のマネジメントのレイヤーもいまのグループにいる場合とそうでない場合を常に比較、想定しながら、自らの将来の在り方を具体的に考えることにもつながっていくことを期待したい。そういった観点が日本企業のマネジメント人材の育成としても役に立つだろうし、さらには日本企業の組織能力の底上げにもつながっていくのではないかと思う。

【青委員】

3点発言をさせていただく。まず1点目、実務指針の「1 はじめに」から、「2.1 経営者の役割」にかけてだが、現状を考えるとスピードがかなり重要であるということと、持続的成長の意味内容として、高い競争優位性を確保するとか、強い収益力を確保するといった内容をしっかりと明記するのがよいと考える。具体的には、「1.0 なぜ今、事業再編について考えるべきなのか」という箇所、スピードが重要であるということと、「1.1.2 事業の切出しの意義」や「2.1.2 経営資源の最適配分」の箇所で、持続的成長を実現することが記載されているが、併せて、高い競争優位性や強い収益獲得力を確保することが必要であるという点も記載すれば、事業再編が喫緊の課題としてしっかりと考えるべきものということが伝わると思う。

2点目、子会社上場についてである。自社の競争優位性が発揮される成長分野に経営資源を集中投下することが非常に重要であるということで、自社が当該事業の「ベストオーナー」であるかという観点から、事業について見直しを行い、自社が「ベストオーナー」ではない事業については「ベストオーナー」に委ねることでよい形をつくっていくことが、

事業部門を切り出す側の上場会社にとっても、また、切り出されるその事業部門にとっても非常に重要と考える。そうすると、子会社上場については、切り出される事業部門のオーナーやリソースにあまり十分な変化が生じないということもあるし、先ほど河村委員がご指摘されたように、親会社との間の取引関係やお金の預け方等、様々な局面で利益相反が起こり得、上場子会社の利益相反に対する投資家の目線が近年かなりシビアになっていることを踏まえると、上場子会社をしっかりと運営していくことが難しくなっているのではないかと考えている。したがって、子会社上場という形が事業再編の手法として本当によい形であるかについてはかなり慎重に考えるべきではないかと思う。また、スピード感を持って事業再編に対応することが必要と考えているが、一旦子会社という形で事業部門の切出しをしてということになると、最終的に当該事業部門が独立するまで相当な時間を要することになるので、この点からも子会社上場という手法については謙抑的であるべきではないかと考える。したがって、子会社上場については、その他の事業再編の手法と同等というよりは、むしろその他の手法を取り得ず、子会社上場でなければならない何か特別な事情がある場合において、なおかつ、上場子会社をきちんと運営できる状況があって初めて出てくるということで、セカンドベストのような形にしてもらうか、その他の事業再編の手法からもう一段下げた形にするのがよいのではないかと考える。また、とりあえず子会社上場という形になってしまうとよくないので、切り出される事業部門が独立するという最終ゴールまできちんと考えた上で実行することが非常に重要であるということも併せて記載すべきと考える。

3点目、スピノフの遡及監査について、監査人が従前入っていない未上場の会社が新しく上場していく場面の話を前提に記載されている箇所があるが、スピノフについては、切り出される子会社や事業部門は、親会社の監査において監査法人がもともと継続的にチェックしており、また、残高についても基本的に確認されていると思われるので、監査人が従前入っていない未上場会社の新規上場とは違うものとして整理する必要があると考える。また、未上場会社の遡及監査については、監査法人にもかなりアレルギーがあり、「遡及監査」という言葉を聞いた瞬間、引いてしまうということがあるが、スピノフによって切り出された会社については、もともと一定の監査手続を受けていることから、スピノフの準備段階から監査法人を連携・調整することでスムーズな準備を図ることが重要であり、そうした文脈の中で、今後のスピノフの上場監査の在り方を考えていくべきと考える。具体的には、「スピノフの上場審査に関する課題等の整理・周知」に関して、

監査人が従前入っていない未上場の会社における遡及監査の扱いに関して記載している箇所は注記等に落とすような形にして、本文では、スピンオフの場合には、そのような未上場会社の新規上場の場合とは異なり、スピンオフによって切り出された会社についてはもともと監査法人によって継続的なチェックを受けていることが前提となっていると記載するのがよいのではないかと考える。

【田村委員】

まず新型コロナウイルス感染症について一言申し上げる。確かにリーマンショックのときには、多角化している企業の方がパフォーマンスもよかったというような実証研究もあったかと思うが、それは割合短期的というか皮相な見方で、本質的には先ほど富山委員がおっしゃったように、いかにレジリエントな企業体質をつくるかということである。その鍵として、いかに組織能力を高めるかということこそが本質的なことであると思う。逆に言えば、どこまで多角化してもなおレジリエントな企業体質を保てるかというのは、組織能力の関数である。これは非常に大きな話になるので置いておくが、新型コロナウイルス感染症の後、国も多くの借金をするし、企業にとっても、国にとっても、成長戦略はますます切実な課題になる。そういう意味では、今回の新型コロナウイルス感染症をきっかけに、抜本的に経営慣行を見直し、新たな成長軌道へ乗せていかなければならない。この事業ポートフォリオ再編の議論も、そこに大きく寄与することを期待している。

以上を踏まえて、内容について2点だけコメントする。1点目、指針案29ページの経営目標について、事業部門をどのように評価するかということで、ROICとオーガニックグロースの2軸で見ていくということが記載されている。オーガニックグロースで考えると、例えばスピンオフで売上げが減った分はマイナスではないということになる。これは、日本基準ではそうでもないが、国際会計基準や米国会計基準では、例えばスピンオフや売却を行うと、それは「非継続事業」ということで別枠表示になるので、前年度との売上げ比較でも、別で比較できる。一方、指針案38ページの経営者の評価指標ではROICとROEになってしまっており、成長性が抜けている。事業部門はROICと成長性で評価しているのに、経営者の評価には成長性が入っていないということだと誤解を招きかねないので、経営者の評価についてもROICと成長率、ROEと成長率とした方がよいと思う。実際、ROICと成長性の2つが企業価値のバリュードライバーになっており、資本コストを所与とすると、ROICと成長性で企業価値が決まるという関係になっているので、これは非常に重要である。こ

のROICと成長性で決まる企業価値の創造度合いを市場評価に反映したものがTSRということになる。参考資料29で見ても、一番上の中長期の企業価値創造の「各種ドライバー」にはきちんと売上成長率が入っている。そこから後に出てくるものは、どちらかということROICに関係するものなのだが、あわせて見ると各種ドライバーは成長性とROICを反映している。また、一番下のTSRも成長性と資本収益性を反映している指標であるので、真ん中のROIC、ROEのところにもぜひ成長性を加えていただきたい。

2点目は、セグメントのバランスシートについてである。セグメントのバランスシートをどこまでつくるかということなのだが、ROICを重視するならば、投下資本の運用サイドの内訳をつくるのが非常に重要である。投下資本というのはどこに当たるかということ、左側の総資産から右側の営業負債を引いたものである。このネットの部分投下資本の運用に当たり、有利子負債と株主資本でファンディングされている。例えば、顧客別の採算管理ができていないというのは企業経営の1つの基本だと思うが、PLだけしかつくっていないと、一見、利益率が高く見えても、非常に払いが遅い、売掛金が非常に増えているとか、在庫をいっぱい持たないといけないということが見えない可能性がある。これについては、連結ベースでの投下資本の内訳も含めて、本当は決算期だけではなくて、最低でも月次で把握しておかなければ、顧客別の管理もできないことになる。他方、投下資本の調達サイドである有利子負債と株主資本の内訳は実はそれほど意味がない。投下資本の額さえ分かっているならば、それに対してWACCを掛けた分もうけなさいということだけでよい。したがって、有利子負債と株主資本は必ずしも厳密に割り振る必要はないと思う。もちろん連結であれば、連結子会社の持っているデットとかエクイティはそのまま乗ってくるが、本社、親会社の事業部門に、社内資本金とかそういうものを割り振ったり、あるいは社内配当というようなことをやると、社内政治的なインフルエンスタイム活動を誘発し、キャピタルアロケーションをゆがめる可能性がある。つまり、自分のところがもうかったのだから、自分のところに使わせろということになるので、これは百害あって一利なしである。やはりキャピタルアロケーションというのは事業部門ではなくて、経営者、取締役会の責務である。

それに関連して、事業部門の資本コストについて、指針案の32ページには全社一律ではなくて、セグメントごとに他の上場企業の資本コストを参考に算出と記載されているが、一方で、34ページでは、簡便法として、デットとエクイティを分けられないのであれば、全社レベルのものを使うのも1つの方法とある。別にデットとエクイティを分けなくても、指針案の32ページに記載されているように、セグメントごとに他の専門の上場同業他社の

資本コストを参考に算出することができるので、デットとエクイティを分けられるかどうかにかかわらず、原則としてセグメントごとの資本コストを算出するべきだと思う。

【翁委員】

大きなこと2点と細かいこと2点を申し上げる。1点目、最初の1.0について、現状は大変革が社会にも経済にも起こっている。今回の報告書は、割と平時からどのような仕組みをつくるかということに記載しているが、まさに今、この変化を捉えて、事業ポートフォリオの見直しに当たり、スピードと大胆さが求められるということをしかりと記載する必要があると思う。特に今まで経営者は受け身であったという記載ぶりになっているが、まさにこれからそのマインドを変えて、積極的に取り組むべきことであるという記載をする必要があると思う。

2点目、現状の新型コロナウイルス感染症の状況を踏まえ求められる情報開示は何かということに関しては、富山委員や林委員等がおっしゃったとおり、リスク耐性がどのくらいあるかということが非常に重要であると同時に、この環境変化の中でどのような事業ポートフォリオで、どうキャッシュを創出していくのかという中長期の事業戦略をしかり見せていくことが求められているのではないかと思う。様々な投資家の懸念に応えるような明瞭なエクイティストーリーが経営基盤等としかり結びつき、どのようにしてキャッシュを生んでいくかについて戦略が練られたものが出ることが求められると思う。

細かい点の1点目、報酬設計の1:1:1という記載について、恐らく数字だけが突出してしまおうと思う。CEOの固定報酬の割合を増やしていき、そこにおいては2つの点が大事で、特にしかりとした長期で何を見ていくかというインセンティブに結びつくような経営指標が入っているかというようなことと、株式報酬を入れていくということに記載するのがよいと思う。

2点目、資料4の3.3.3で記載されているが、モニタリングボードにしていくという記載は非常に重要な提言になるのではないかと思う。

【武井委員】

少し細かい点だが、まず指針案38ページの役員報酬のKPIについて、ROE、ROICの後でTSRだけを記載するのがよいか少し違和感がある。欧米を含めて様々な企業を見ると、TSRだけでもないような気がしており、例えばEPSなどの年平均成長率であったり、

EBITDAの年平均成長率等様々なものが考えられるので、TSRというだけの例示よりは、他のEPSやフリーキャッシュフロー等の年平均成長率等、指標はもう少し多様に記載したほうがよいと思う。また、そういう趣旨ではないと思うが、別に単年度比較だけをやっていけるのではなく、欧米企業も3年、5年前の中でのEPSや、フリーキャッシュフロー等の成長率を説明している。また、先ほどの投資家の方のターゲティングというお話もあったが、訴求したい投資家を見据えて説明しているので、あまり単純化して少ない例示とするよりは、様々なことを例示した方がよいと思う。

次に新型コロナウイルス感染症の関係であるが、A、B、C、Dのどの事業であっても、どういう形で事業の持続性を見るかで、先ほど小林委員がおっしゃったデジタルトランスフォーメーションという中でどのように生き残れるのかという視点がある程度はつきり示していかなければならないと思う。この時期に出す報告書としては、下手をすると新型コロナウイルス感染症とは全くかけ離れたことを言っているのではないかと捉えられかねないので、事業の視点として数値だけの話というよりは、デジタルトランスフォーメーション、新型コロナウイルス感染症の時代をどう生きるのかということ踏まえた視点も入れて、事業の持続性、成長性を図るということもはっきり記載したほうがよいと思う。

【片山委員】

まず、資料4の5.3についてコメントさせて頂きたい。本来、親子上場が望ましくないということは我々も十分に認識している。実際、我々は2002年以降合計7社あった上場子会社を2017年までで全て100%子会社化し、一旦親子上場のステータスは解消しているという歴史的な流れがある。創業のときから遠心力で事業を発展させるという起点で始まった親子上場だが、その後、重複事業がグループ内で数多く生まれ、ディスシナジーが目立つようになってきた。これらをなくし、グループ内のシナジーを最大化するにはそれら子会社を中に入れなければその効果が十分に確保できないことは明らかであり、親子上場の状況を解消、グループ内の事業を再編した。そこから時間が経過、組織再編は十分に進んだ。しかし、今度は事業の取捨選択が新たな課題になってきた。その中で子会社上場という手法が再び使えるかどうかということが論点と考えている。この問題は、事業のブランドシナジーを活かすことと少数株主の利益を如何に守るガバナンスを構築するか、このバランスをどのようにとるかに尽きると思う。少数株主の方々にとっては、株主が本来持つ配当請求権と議決権価値のうち、配当請求権で不利益を被るということはないだろうが、議決

権価値で5割以上持っている親会社がいることによって不利益を被るということは当然懸念されることである。したがって、親会社が株式の5割以上保有していたとしても、例えば特別決議が自動的に否決されるような3分の2以上を保有する親子上場は認めないとか、委員会設置会社を適用することを前提にして、社外取締役が必ず半分以上とする、あるいは再度の取り込みは行わないという前提で、利益相反を生み出さないためのガバナンスを構築することが重要と考えている。いつまでに親子上場を解消するという時期を明言するというより、非上場、非子会社化の条件と目的をはっきりさせる等の工夫により子会社上場も有効な手法であるという検討を行うべきであると思う。

2点目、指針案53ページから55ページの投資家の役割についてもコメントさせて頂きたい。一般の投資家とアクティビストファンドの両方が並列に記載されており、役割がそれぞれあり、本文では広く一般投資家のサポートが得られないとアクティビストの要求は成功しないと記載されている点について考えを述べさせて頂きたい。先ほど親子上場が問題だと一般的に思われていることについては私も理解しているとコメントした。それは議決権価値が特定の人たちによって過大に執行されることが問題だという観点からである。利益相反という点ではアクティビストファンドには親子上場のような問題はないが、少数株保護という点ではその健全性が担保されているかどうかは問われてしかるべきだ。株主としての権利を行使するという意味では一般投資家もアクティビストも同じかもしれない。しかし、大量の株式数を一定期間だけ保持することで企業に様々な要求をするアクティビストの行動がすべて正当化されるべきかどうかということについては少し懸念を持っている。実際、我々のような規模が大きい会社がカーブアウトする際に子会社上場を活用した場合、アクティビストファンドの影響は極めて大きい。かれらの行動の多くが正当化され、過大にプラス評価をされることには違和感がある。その意味で一般投資家と同列で役割を評価できるというコメントができるだけの検証は本当にできているのか懸念を持つ。

最後に、CEOの役割について、ポートフォリオの最適化とシナジーの創出は、恐らく多くの事業を持っているCEOとしての必要条件であり、最低限満たさなければいけない仕事だと思う。ただ、我々の会社を含めた成熟化している大企業の多くのCEOという意味では、新しい事業への挑戦が上手くいっていないことの方が問題だと思う。多くの事業を抱えている会社の経営者の役割としては、ポートフォリオマネジメントを上手く行い、シナジーを生み出すのは最低条件であり、事業会社の社長・CEOとして新しい事業を生み出す力を投資家含め多くの関係者に示すことがより重要でないかと思う。もちろん両輪ではあ

るが、むしろ今の成熟化した会社のCEOとしては、新しい事業を生み出す力のほうが重要であると認識している。

【武井委員】

制度整備の在り方の記載について、株対価M&Aの記載の分量をもう少し増やすべきである。もちろんスピノフも大事だが、株対価M&Aも大変重要だと思っており、分量的にあまり少ないと、重要性がないイメージを持たれかねないので、背景を含めもう少し記載すべきである。

【神田座長】

私から1点お願いがある。それは皆様方からご指摘のあった現下の状況というか、新型コロナウイルス感染症の有事の中において、それをどの程度実務指針に反映させたらよいかということで、大きくタイミングの問題と中身の問題とがあると思う。

タイミングの問題について言えば、本実務指針は、現在のスケジュールだと、5～6月中には公表することを目指している。本実務指針は、事業再編を積極的に検討して、もっと進めてくださいというスタンスに立つわけだが、事業再編についての意思決定を新型コロナウイルス感染症が収まる前に行うとともに、少なくとも実施も着手してくださいというスタンスに立つのか、実施するのは新型コロナウイルス感染症が収まった後でもよいが、今のうちからきちんと議論なり戦略を立ててください、本実務指針を参考にしてくださいというスタンスに立つのか、それとも実施はもちろん、今は物事を考えることも一旦中断し、新型コロナウイルス感染症が収まってからやってくださいというスタンスに立つのかという問題があると思う。私の個人的な理解では、少なくとも最後ではないと思うが、皆様方のご意見をメール等で事務局に寄せてもらえるとありがたい。

2つ目は、中身・内容の問題で、何人かの委員がおっしゃったとおり、本研究会の範囲を超えている問題も多々あるが、事業再編に対して現在の新型コロナウイルス感染症がどういう影響を与えるかというのは、先ほどからもキャッシュ・イズ・キングから始まり、様々なご指摘が出ている。ご指摘があったように、中身の問題を大きく組織論と事業論に分けると、事業をどう評価するかとかという話は、事業再編についての意思決定ないしその実施に直結するが、組織論そのものも事業経営を支えるものなので、難問かつ間接的とはいえ、重要な影響を及ぼすわけである。したがって、事業再編という外縁はあるが、現

在の状況が本実務指針の内容に、組織論と事業論両面においてどのように変化をもたらすのか。現在の指針案にも記載しているつもりだが、もう少し書き加えたほうがよい、あるいは強調したほうがよいということがあれば、ぜひメール等でご指摘してもらえればありがたい。

以上