

事業再編研究会

第6回 議事要旨

1. 日時：令和2年5月22日（金）9時30分～11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、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、日戸委員、林委員、別所委員、松田委員、柳川委員、井上課長、竹林参事官
(欠席：大湾委員、富山委員、濱田委員、柳川委員)
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から5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。

【田村委員】

私からは2点コメントする。1つは、全般的にベストオーナー原則についての感想と、もう1つは、事業セグメントのBSについて少しコメントしたいと思う。

まず、全体を読んで、個人的に一番印象に残ったのは、ベストオーナー原則というのが非常に強く打ち出されている点である。そもそも事業ポートフォリオ再編は中長期的に成長して、持続的な価値を生み出すために行うのである。そのために、自社のケイパビリティに適した強靱な企業体質をつくり出すということである。そういう強靱な企業体質があれば、今のウィズコロナのような逆境にも強く、ポストコロナの環境変化を機会に変えて飛躍することもできるのではないかと思う。そういう強靱な企業体質を作り出す、そのための指導原理がベストオーナー原則なのではないかと思う。このベストオーナー原則の根底にあるのは、企業は社会のための存在であるということで、経済同友会の資料にもあったが、社会の公器であるという考えだと思う。社会から預かっている大事な経営資源、企業が預かっている経営資源、人とか事業であるが、そのポテンシャルを十分に発揮させられるかどうか問われる。ただ、1つ、少し心配しているのが、「ベストオーナー原則」

と言うと、短絡的に「世界中の企業と比べて自分がベストでなかったら直ちに売らなければならないのか」といった誤解を招かないかという点である。実際のベストオーナー原則の運用は、そのような短絡的な、デジタルな判断ではない。重要なのは、ベストオーナー原則を理念型として念頭に置いて、事業ポートフォリオを見直していくということである。指針案に記載されている通り、自分の会社がベストオーナーであるかどうかというのを考える重要な材料は、事業部門の評価である。ステークホルダー、環境、あるいは社会への貢献は当然の前提として、その上で事業の成果が社会的にも十分に評価されているか。これがROICにも反映されてくるし、そして事業を成長させられるかにもつながる。この資本収益性と成長性の2軸が事業のポテンシャルを発揮させられているかどうかの検討の出発点になる重要なメルクマールである。ベストオーナー原則というと、では、ベストオーナーではないから売るということで、縮小戦略というように誤解される方もいると思うが、これは縮小戦略ではなく、伸びるために縮む、あるいは伸びたら一旦縮むということ、強靱な成長のための戦略である。ベストオーナー原則に則って、自社が他社よりもポテンシャルを発揮させられる事業については注力して、さらには買収も含めて拡大していく。他方で、自社の外に出た方がポテンシャルを発揮できる事業、これは「幸あれ」ということで快く送り出す。そして、より多くの経営資源にとってのベストオーナーとなる努力を不断に行っていくことが重要である。自らの経営力や組織能力を涵養してガバナンス体制を強化すると、より多くの経営資源を社会から預けていただく資格が出てくる。こういったことが事業ポートフォリオ戦略の本旨なのではないかと思っている。

2点目、事業セグメントのBSについて少しだけ気になったところがあるので、コメントする。39ページの1つ目のポツについて、事業セグメントのBSを作成する目的が、その前のところはROIC、資本コストと記載されているが、ここのポツのところは、何か事業セグメントBSの作成が資本コストの把握であるような書きぶりになっており、少し誤解を招くのではないかと思う。資本コストだけであれば、事業セグメントBSをつくらなくても算出することができる。事業セグメントのBSをつくる一番の目的はROICの把握である。事業にどれだけの資本を投下しているか、その事業セグメントにどれだけキャピタルを投入しているか、この投下資本額が分からないとROICは出せない。さらに、投下資本の総額だけではなくて、その投下資本の内訳である売掛金、買掛金、在庫、固定資産等、その残高を把握するというのも非常に重要である。この内訳が分からないと、例えばその事業セグメントの運転資本の効率性も分からない。したがって、企業全体を理解するのに、財務諸表は

当然PLだけではなくて、BSがあるわけであるが、それと同様に、事業セグメントを理解するためには、PLだけではなく、運用面での内訳も含めたBSが必要になる。これに関連して40ページの下から2つ目のポツ、②と記載されている最初のポツだが、ここも少し気になったのが、こういう記載の仕方にしてしまうと、事業セグメントごとのリスク・リターン・プロファイルが異なる場合だけセグメントBSを作成することが望ましいというような誤解を与えかねない。リスク・リターン・プロファイルが同じだろうが異なろうが、いずれにせよセグメントBSがなければ、セグメントの実態を把握することはできないので、ここは少し表現を工夫した方がよいと思う。エグゼクティブ・サマリーの5ページにも、対応箇所と同じような表現があるので、そこは少し誤解を与えないように工夫した方がよいのではないかと思う。

【牛島委員】

1点だけ違和感を覚える記述があるのでコメントする。指針案の27ページの一番上に、事業ポートフォリオの見直しが日本企業でなかなか進まない理由として、事業部の権限が強くて、本社が逆に弱いというような記述がある。要は、事業部への権限委譲が進んでいる分権的な組織であるということの意味していると思うが、それは事実認識としてどうなのかと疑問を感じる。もちろん、企業によって組織の在り方が異なるので、一般化は難しいが、あえて言うと、日本企業、特に多角化している企業の事業組織は、本社が強いということでは必ずしもないのだが、欧米企業などと比べて事業部門の権限が相対的に弱いとか、事業に関わる権限と責任の所在が一元的でないとか、非常に複雑に配置されている場合が多いということが1つの特徴だと思う。そのため、非常に複雑な指揮系統がスパゲティーみたいに複雑な構造なので、縦糸の切出しがしにくいというのが、より正確な状況の認識なのではないかと思う。それが象徴的に表れているのは、組織行動として見たときに、事業部という名称の部門を持っている企業は多いが、事業部の中に入っている機能というのが、よく見てみると、事業に関わるバリューチェーンという主要な機能がフルセットで入っているわけではなく、メーカーの場合、事業部といっても、実質はその事業の営業機能になっていて、生産機能、ポストセンター機能等は、製作所や工場という別の指揮系統ラインで事業部なるものと並列されて置かれていることが、大きな多角化企業でも見られる。そのように、事業に関して一元的に責任を負うマネジャーというのが実際にどこにいるのか見えないような構造が見られる。むしろそういう事業の権限、責任構造

の複雑さみたいなものが、ごく一般的に言うならば問題なのであって、分権的に事業部が権限を持ち過ぎて抵抗するということが本当に一般的な状況なのかというのは少し疑問を持った。この記述がエグゼクティブ・サマリーに引き継がれているようなので、問題提起ということで指摘させていただいた。

【三瓶委員】

私からは、第2章から3点、第3章から1点、第4章から1点ほどお話ししたいと思う。

第2章の1つ目は、38ページ、先ほど田村委員が指摘したと重なる部分があるが、申し上げたいと思う。39ページの1つ目のポツ、「事業セグメントごとの」というところである。この文章を読む限りは、「BSの整備は資本コストを把握するため」と読める。資本コストを把握するためにBSの整備をするということは、事業セグメントごとの資本構成を把握するのだという意味だと思うが、そうすると、その時その時のBSの断面の話にとどまってしまうように思う。ただ、もともと事業ポートフォリオに注目しているのは、静的な状態把握だけではなくて、むしろ動的な各事業への新たなキャピタルアロケーションとBSを関連づけることが必要だと思う。中長期的な企業価値向上を目指して各事業へ合理的なキャピタルアロケーションを行っているかというのが投資家の一番の関心事だからである。そうすると、ここの文章としてリスク・リターン・プロファイルを捉えて資本コストを把握していくというだけではなくて、その各事業のライフサイクルを捉えたり、BSの断面だけではなくて、それらの事業を維持していくために必要な更新投資、先行投資、追加資本の配賦といったことについて考えてもらうべきだと思う。追加資本の配賦が、例えばデット性のものか、エクイティ性のものかでバランスシートの資本構成の本質はまた同時に見えてくる。同時に、株主資本の比率が連結全体に比べて高いのか、低いのかによって、今度は示唆的に資本コストが全社に比べて相対的なプレミアムなのか、ディスカウントなのかということにもつながる。したがって、一足飛びに資本コストを把握するだけということではないという表現の方がよいと思う。この辺は、先ほどの田村委員の話と同じかと思う。それに加えて、キャピタルアロケーションの観点を付け加えさせていただいた。

2点目は、41ページ、成長性の指標の記載についてである。ここで成長性についてのみオーガニックグロースの話を持ってきている感じがするが、オーガニックグロースを見るのかどうかというときに、まず全社の話か、各事業セグメントの話かということを確認しておく方がよいと思う。全社であれば、伸ばすためにM&Aをするとかということがあ

て、事業ポートフォリオの再構成も含めて考えるので、それはM&A、切出しというのが全て入ってくると思う。その次に、それをした場合と、しない場合という比較があると思う。今ここで、その前提となる各事業セグメントの価値を見ていくときに、例えば成長軸について、単なるM&Aで伸ばしているのではないという意味でオーガニックグロースを見るべきだという話になっていると思う。なので、ここでは自社の内部資源とか、自社においてという全社的とも読めるような記載は誤解を生むことや、矛盾しているように見えるため、ここは各事業セグメントの話だと明記しておいた方がよいと思う。ここでも増加分とか切出しによる減少は、全社の経営でのキャピタルの「再アロケーション」というものである。その話との区別が必要だと思う。オーガニックグロースの話は、成長軸だけで今出てきているが、実際、私たちは成長軸について、名目等とオーガニックベースの差を検証する。また、ROICについても、名目ベースで見えているROICと、オーガニックベースのROICをできるだけ比較して、そのM&Aや切出しが効果的であったかどうかということを検証しているので、成長については、オーガニックというように余り限定的にならない方がよいと思う。

3点目は、48ページの2つ目のポツ、「具体的な指標の設定については」というところだが、ここでTSRについて、経営目標と業績評価指標の項目に記載されているけれども、TSRが経営目標なのかということには若干違和感がある。また、業績評価指標であるのかということも、厳密に言うと業績評価指標ではないだろうと思う。海外でよく使われているのは、RTSRという業種総体とか市場全体に対する相対TSRである。相対TSRは、経営目標の達成度評価ということで、経営の絶対目標ではない、また業績の指標ではないけれども、どういう結果を出したことによって市場で評価されているのか、また市場への説明、コミュニケーションが上手くいっているかどうかも含めて、しかも同業他社等との比較の上でRTSR、相対TSRを使うということはある。指針案では、世の中でよく言われているTSRという言葉が単純にここに加えられているような気がして、少し収まりが悪い感じがする。脚注61が本文のどこを補足説明しているのかという関連がよく分からないなというところがある。さらに、念のため言っておくと、TSRと株式報酬は厳密に言えば別のものである。TSRは、先ほども申し上げたRTSR、レラティブTSRということで、相対的にどういう評価を市場から受けているかということで、経営全体の振り返りに使われる尺度という意味合いはある。ただし、では、経営者のインセンティブはどうあるべきかというときに、市場目線を持ち込むという意味では株式報酬というものはあるということで、

RTSRと株式報酬が全く同じものではない、似て非なるものである。報酬に使うのか、尺度に使うのかという点をより明確にしておいた方がよいと思う。

4点目は、第3章だが、54ページ、3.1.3の最初のポツの最後の1行、「他方で」というところなのだが、事業ポートフォリオについて見直しをした結果、現状のポートフォリオを維持すべきとなったときには、決定に代えてその旨の確認を行うことで足りるという意味合いがよく分からない。これは投資家の期待からすれば、維持の決定についてもその判断根拠を公表して、広く投資家に示すべきだと思う。投資家が現状の事業ポートフォリオの維持に関して疑問を持ち続けている場合があり、その説明を求めているケースはよくある。そのときに、見直しをきちんと行ったが、結果的に維持することになったため、何も言わないではなくて、維持するのであれば、どのような判断根拠で維持すると決定したのかということを説明してもらいたい。なので、この「確認を行うことで足りる」というのがどういう意味か、明確には分からないけれども、不十分な感じがしている。

最後、5点目だが、第4章の66ページ、上から3つ目のポツのところである。この文章は、主観的で情緒的な感じがしており、全体の本文の流れとの違和感がある。確かにここで指摘があるように、成長投資を損なうような、または止めるような株主提案等がある場合もある。ただし、その場合は、成長投資を優先すれば、なぜ企業価値が一層向上するのかということの説明してもらう必要があるのだと思う。また、一見短期的な解決に見えるような提案があったとしても、その会社が過去、長期にわたって成長していない、または資本コストを下回るような経営の状況がずっと続いている場合には、市場からは早期かつ簡潔な解決策を提案することは合理的だと思われる。先ほども会社は社会の公器というお話もあったが、インフラとしての資本市場としては、一旦企業に預けている株主資本が有効に活用されていないと判断すれば、それを回収して、より有利に活用されそうな企業に再投資する機能を担っている。なので、資本市場単位での全体最適から考えれば、企業単位の部分最適にとどまっているように見える場合もある。だからこそ、両社の間では対話が必要だと思うし、ここで「安易に求めることは慎むべきである」というのは、事前にブレーキをかけ過ぎる表現ではないかと思う。

【松田委員】

私からは3点、簡単に申し上げる。

1点目は、エグゼクティブ・サマリーの「はじめに」の1つ目のポツである。ここに記載

されてあることはもっともだが、「デジタルトランスフォーメーションを実現するための事業ポートフォリオの組替え」という言い方が少し引っかかる。デジタルトランスフォーメーションは非常に大事であるし、今回かなり取り上げられていることそれ自体については全く異存がないけれども、それを実現するために事業ポートフォリオをマネジメントするのかと読まれかねない。もちろんそういう趣旨ではないと思うが、経営者の方などは、一番最初に読む最初の文章なので、そこで誤解を生じるようなことがあると、その先を読んでもいただけないということで、ここは工夫してもらえればと思う。

2点目は、同じくエグゼクティブ・サマリーで、田村委員が述べていたけれども、ベストオーナー原則について、3ページ目、4ページ目の2つで言及がある。やはり突然出てくるので、ベストオーナーについてデジタルに0/1ではないのだということに言及するとよい。幾つかの企業に聞いたが、このベストオーナー原則のインパクト、企業に与える衝撃は非常に強い。やや引いてしまっているような面もあるように見える。そのため、ベストオーナーというのは、「世界中の企業と全て比べてベストでなかったらすぐ売れ、0/1で売れ」という話ではないというところを丁寧に説明しないと、エグゼクティブ・サマリーに突然出てくるときのハレーションは結構大きいと思う。

3点目には、39ページ、既に話が出ているリスク・リターン・プロファイルについてである。田村委員が述べた意見と同じなのだが、1つ、少し別な視点から見ると、恐らく下の注47にある事業セグメントをどう定義するかという問題は、結構大きいのではないか。ほとんどの会社について、まず1つは、対外的に発表している事業セグメントと、対内的な管理で使っている事業セグメントは違う。恐らくここで考えられているのは、実質的に中で使っている分類をきちんとしなさい、それにBSをつけなさいということだと思うけれども、そのときに、リスク・リターン・プロファイルが違う、あるいはもう少し企業的・戦略的に言うと、市場・競合・ビジネスモデルが違うものは分けなさいということだろう。その辺りがきちんと伝わらないと、逆に全く同じ事業なのだけれども、なぜか分けているというものがここに引っかかってきてしまう可能性がある。例えば、分かりやすい事例で言えば、アパレル会社が全く同じアパレルで、市場・競合も同じだが、ブランド別にセグメントをつくって分けている例が結構ある。そういうことについて誤解されると非常に困るので、ここの事業セグメントの記載の仕方について丁寧に記述しておく、本文の「リスク・リターン・プロファイルが違う場合」がなぜ分けられているのかについて、より理解が進むのではないか。リスク・リターン・プロファイルという言い方にこだわるわけで

はなく、先ほど三瓶委員が述べたような、今後の将来像がビジネスモデル、市場、その他によって違うものについては、当然違う資本構成になり、それをきちんと管理しなさいということが伝わればよいが、恐らく事業セグメントというところから紐解かないと、企業に誤解を招くという懸念がある。

【石綿委員】

事業ポートフォリオに関する基本方針の決定について取締役会で決議すべきだという趣旨の記載があり、実務的にも非常に大きなインパクトを与えるだろうと思っているし、私としてもこの提案については、基本的には賛成である。

一方で、その他の箇所で、所々「取締役会において検討を承認すべき」ということが後半で出てくる。こちらについては、実務からすると、やや過度な負担を会社に課すことにならないかと危惧している。国際的に活動している大規模な企業においては、社外役員との調整も含めると、取締役会の回数はどうしても限定されてきている。例えば、半日取締役会に時間を使うとしても、一つ一つの議案に分単位の時間を割り当てて、ぎりぎりの中で取締役会を回していることが多いと思う。そういう中で、本当に深い取締役会の審議が行われるためには、細かい議案を分単位で細かく詰め込むのはむしろ好ましくない。とにかく議案を絞り込んで、それについてみんなが2回、3回と発言できるような機会を与えながら審議することが大事で、取締役会に何でもかんでも上げて承認すべきだということを記載すること自体が、必ずしも取締役会のモニタリング機能を高めるわけではないと思っている。そういう観点で、例えば74ページの記述を見ると、「合理的根拠のある具体的な株主提案等に対しては、原則、取締役会で取り上げるべきである」とか、「法定開示の重要性を考えれば、有価証券報告書の記載内容について取締役会で検討、承認すべき」と記載されているが、例えば株主提案等についても、企業によっては相当な数の提案や書面での要望を受けている中で、「合理的根拠があって具体的なものであれば、原則として上げる」とまで記載するよりは、例えば「重要な提案については取締役会で取り上げる」という形で、一定の重要性みたいな基準を記載しておいた方がよいと思う。それ以外のところも、「取締役会において承認すべきだ」というところがかかり見受けられる。本当に重要なものはきちんと取締役会に上程した方がよいと思うが、それ以外のものについては、上程する必要はないと思う。そのため、もう少し表現をよく考えて、「重要なもの」とか、「重要な部分」とか、そのような形で重要性の基準を入れるように考えた方がよいと思う。

2つ目、76ページ目、「投資家への期待」というところで、1番目とか3番目の黒ポツについては期待されるということになっているが、2番目の黒ポツについては、最終的には何を期待しているのかがよく分からない内容になってしまっている。今、アメリカに次いで日本はアクティビストファンドが最も活動している国で、そういう中で、有意義なものもあるものの、非常に濫用的なアクティビスト等に対してかなりの時間を経営陣が割いてしまっているケースもある。そのため、結局アクティビストファンドに対する何のメッセージも出さないような、こういう玉虫色なものにしてしまうよりは、企業の持続的成長・中長期的企業価値の向上に資するかどうかという観点から、一定のことは行うことが期待されるとか、もう少し明確なメッセージを出した方がよい。

3点目で、79ページになるが、ここは労働組合、従業員、ステークホルダーに対する配慮について記載していると理解している。その中で、例えば79ページのところで、「対象事業の幹部等を参画させることが重要である」と記載されている。これはかなりケース・バイ・ケースの判断が必要になってくる。実務的によく見られるのは、対象事業の幹部等をこういう議論に参加させれば、一大抵抗勢力になって、何とかこういう話を破談に終わらせるように動くということである。本当に事業の切出しとかを進めていく上では、ある程度情報管理をして、対象事業の幹部等を参画させないでやって、最後説明するというように進めざるを得ないことも実務的には少なくない。あまり「重要である」とか、「当然やらなければいけない」という書きぶりよりは、「こういうことをすることが望ましいことがある」とか、「こういうことがプラスになることもある」といったように、もう少しトーンを工夫した方がよい。

最後に、83ページの税務については、税務当局との間の調整があることはよく理解しているので、できればそういう調整をした上で、何らか、さらなる税制改正を促す記述を入れていただきたい。ただ、現状の記述において、例えば83ページの下から2つ目の黒ポツとかを拝見すると、「税制面の手当てがされた現状においても」ということで、税制面ですでに十分な手当てがされているかのような記述がされているけれども、実務から申し上げると、現状の税制面の要件自体が非常に厳し過ぎて、使い勝手が悪いというのが現状である。今の税制面の対応に、実務としては決して満足しているわけではないので、それを現状、積極的に肯定するような記述は、最低限削除していただけないか。

【井上委員】

1点、既に三瓶委員が実務的視点で指摘したが、66ページ、4.1.2、「投資家への期待」というところで、投資家の側から「会社に対して、中長期的な成長投資を困難とするような自社株買いや増配……（中略）……等を安易に求めることは慎むべきである」という部分は気になっている。この文章自体は、確かにそのとおりとも思えるわけけれども、ここは自社株買いを慎むべきだということだけが出てしまうので、違和感を持っている。

その理由は、今回のこの指針案を検討している問題の本質というのは、私自身の理解では、コーポレートガバナンスの理論で言うと、フリーキャッシュフロー問題と呼ばれるが、企業が大量の現金を持っていることである。現金を持っている理由は、実は企業の成長機会がある程度限られてきていること、かつ、非常に長引く低金利の中で、ある程度現金が有り余っていることである。それに伴って、過大投資になっているのではないかという問題がある。そうした問題によって、企業が低成長になってしまっている、または企業がお金を持ち過ぎることによって、成長資本の循環が停滞している。ここにやはり問題があって、企業の過大投資問題とか過剰な現金保有問題とかに対して、「事業売却を含む事業再編により最適化しましょう」ということがこのメッセージなのではないか。そのために、「常に事業ポートフォリオの見直しをやっていきましょう」ということだと思う。

この指針案全体は、そもそも事業再編が過小であるということからスタートしているので、1つの目的として事業再編、事業売却を含む再編をプロモートしていくところが主眼になっている。その意味で言うと、確かに低収益事業に対する過大投資状態は、事業再編によって解消されるとの期待がある。その後、例えば事業売却をしたときに、現金が入ってくる。この売却後の現金の使途が重要な点であって、これを企業が持ち続けて投資しないという状況では、やはりフリーキャッシュフロー問題のままで、多角化事業に非効率に過大投資している状態からあまり改善があるとは言えない状態ということだ。

中長期的投資成長への投資というのはまさに必要なことで、これをプロモートするのももちろんこの指針案の主眼とは思いますが、一方で、現状として多角化し、そしてコングロマリットディスカウントになって低収益になっているような企業というのは、投資機会の縮小から、結果的に中長期投資が出来ず、企業規模を維持するために低収益事業を停止できない企業が多いということも事実としてある。

したがって、中長期成長の投資機会を見出せない企業において、事業再編で獲得できた現金を、株主還元を活用するという視点は、日本全体の資金の循環という点からも重要なのではないかと考えている。足元、コロナショックの中でキャッシュ・イズ・キング的な雰

困気があるが、実際に今回、指針案の対象とする規模の会社であれば、今回においては金融機関が機能している。貸付け等もかなり潤沢に出ているようなので、金融セクターが動いている限りは、必ずしもキャッシュを積み上げておかなければどうしようもないという状況でもない。

私自身は、最初の指摘があった自社株買いや増配等を安易に求めることは慎むべきであるという、何かそれに対応する文章として、企業側も事業再編等で得たキャッシュについて、それをキャッシュとして保有しておく理由、または再投資する具体的計画等をしっかり取締役会で議論し、事業売却時にその方針を開示するなど透明性を図ることを要請する文章が必要ではないかと思料する。

逆に、客観的に見て投資機会がないのであれば、自社株買いや増配というのも当然やるべき行動だと思う。その辺を4.1.2に記載するのか、もしくは3.2.1等の事業ポートフォリオの検討に対する社外取締役の積極的な関与の部分なのか分からないけれども、どこかにそれを記載せずに4.1.2だけがあると、非常にバランスを失った印象がある。問題の本質にも、解決案としてもなかなか中途半端な状態になるので、ぜひここは検討してほしい。

【加来委員】

まずは、本資料の作成において、企業経営者がこれを見て、単純にこの内容に従うというよりは、経営の質を高めるために、これをベースに議論されるとよいと思った。

今回の報告で、48ページ目などで、TSRという表現が入ってきているが、これは本質を理解する者は適切に行動できると思うけれども、いくつか気をつけたほうがよい点がある。

それというのは、TSRイコール「短期的な株価対策をしなさい」と取られないように細心の注意、丁寧な説明が必要と考えている。表現でいろいろと工夫されている形跡があり、事務局も悩んでいる点かと思う。そもそもTSRの考え方は、ブレークダウンすると、キャピタルゲインと、投資家のキャッシュフローであるインカムゲインで、かつキャピタルゲインというのが利益とマルチプルの掛け算という中で、経営者に期待するのは、利益というところに注目して、短期的に利益をどうやって上げるのかとか、配当は刺激剤としてどのように使うのかということではなくて、ポートフォリオの質をどうやって上げるのか、個別事業戦略の中身の質のどうやって上げるのか、経営陣としての質をどうやって上げるのかである。

先ほど井上委員からもあったが、財務政策と事業戦略の関係性も重要である。要は、キ

キャッシュフローを事業と配当でどうバランスをとっていくのか。これを最終的に市場とどうやってきちんと対話していくのかということに期待する。このニュアンスを含めることで、財務政策は単純な株価対策に過ぎないという間違った解釈には陥らないと考えている。

また、TSRを目標とするかの議論はいろいろあると思うが、例えばROEとかROICなどの指標はいろいろあるものの、これは財務指標・財務数値目標であり、究極的に株主とホルダーに対して報いるという点では、TSR自体を目標として経営は考えるべきである。

では、これを対外的に発表するかどうか。発表しても、せいぜい相対的な水準でどれだけ上げられるかという話だと思うが、ここを少し考えてもよい。社内の中計策定のプロセスの中で、全社的にこれを開示するかどうかという話もあると思うが、現実的にこれを活用している企業というのは、経営陣とコーポレートのほうが、今の事業部や財務が上げてきている戦略が、TSRを実現するのにどの程度役に立つのか、これで足りるのか、戦略を変えたほうがよいのかというような議論で用いている。こういった対外的な発表の仕方とか、社内をどのように使うかというところは、個別の企業の判断であると思うので、そこら辺をこの指針案全体に記載するというよりは、質問が来たときに、経済産業省のほうできちんと対応できるように、しっかり考えていくとよいと思った。

【別所委員】

私から特に、実務の観点で2つほどコメントさせていただければと思う。

まず1点目、本編の資料3の79ページ辺りの、最適な切出し手法に関してという点である。我々のような投資銀行は、日頃から顧客との会話の中で、まさに事業再編切出しに関して、いろいろな相談があるが、いわゆる具体的な切出し手法、ストラクチャーというのは、分析、考察において重要な要素の1つとなる。

この切出し手法選択に当たっては、個々の会社の状況やそのときの市場の状況に応じて検討すべきものであって、何か固定的・絶対的な方針・方策を示すものではないと思っている。例えば、コア事業存続のために、短期的に資金確保が必要であるという場合だと、比較的長期の準備期間を要するようなIPOでの対応というのは難しい面がある。一方で、設備投資やM&Aなどの具体的な資金活用の考え方がない中で、キャッシュインを伴う事業売却を追求するというものも、判断としては合理的でない可能性がある。

また、切出し後の対象事業の成長戦略を考えた場合、客観的に見て、単独で競争優位を確保すること、持続的成長を達成することが難しいと思われるにもかかわらず、対象事業

の役職員の気持ちを慮るあまり、独立性を重視したIPOやスピンオフを行うというのも、正しい判断とは言えない可能性があると思う。

さらに、IPOが最適と判断した場合においても、昨今のような短期的に市場にストレスがかかるような状況が発生した場合に、それでもIPOを無理やり追求するというより、事業売却を代替案にする――我々の言葉ではデュアルトラックなどという言い方もするけれども――即ち、プランBの検討も必要になる場合もあると思っている。

したがって、このように親会社や切出し対象事業の価値、企業価値最大化に向けた戦略や目的に合わせて切出し手法を慎重に検討するべきであって、手法から何かが規定される、手法で物事を決めるということではない。どのような手法であっても、その受け皿となる市場、取引相手あってのものであるし、それらの状況に応じて柔軟に対応する必要がある。

つまり、最適な切出し手法の検討対策に際しては、その目的、確保可能な時間軸、さらには市場環境や取引相手の状況を含めた実現可能性、この3点を明確にすることが重要だと思っている。

このような観点から、制度上では、先ほど石綿委員からも税制を中心に発言があったが、環境や企業の状況に合わせて柔軟な手法選択ができるような幅広い選択肢を引き続き作り出していく、制度上、準備していく必要があると思っている。

それから、2点目、先ほど牛島委員から、事業部門での権限が強いのか弱いのか、それが意思決定にどういった影響があるかという発言があったが、それは日頃から、多くの日本企業と接している中で、私が感じる実感でもある。これは日本企業の構造的な特徴でもあると思うが、経営陣や取締役会メンバーについて、社外取締役が増えている状況ではあるけれども、引き続き内部昇格メンバーの方で占められていることが多いという現実がある。そういう中で、意識してか、無意識かは分からないけれども、経営陣、取締役会のメンバーの方々がこれまでの来歴によって、ともすれば各事業部門の利益代表になっているような場面も散見される。

したがって、企業としての事業ポートフォリオ管理、マネジメントを経営陣、取締役会で俯瞰的に行うということが少し難しくなっているというのが特徴で、そういう特徴の中、これをどのように進めていくのかという観点では、まさにこの指針案に記載されてあるような様々な工夫を凝らしていくことが重要なのであろうし、それが日本企業のさらなる成長につながっていくと思っている次第である。

【加藤委員】

最初に、9ページの注9で、エージェンシー問題について言及されているが、エージェンシーである企業経営者というよりは、エージェントと表現するのが一般的である。

次に、10ページだが、新たに追加されたところで、1.1.4の「株主利益と多様なステークホルダーの利益との関係」の2つ目のポツの但し書きの部分なのだが、「将来のいつかの時点で株主価値に資する必要がある」という点で、異論があるわけではない。しかし、企業価値の向上に向けて事業ポートフォリオの再構成をするというのが全体の報告書の論調になっているので、ここは株主価値というよりは、「将来のいつかの時点で企業価値に資する」というような表現のほうが、全体の論調には合っていると思う。

その直後の、参考資料3の第4象限で「出捐者」という表現が使われているけれども、「出資者」という表現のほうが適切ではないかと思う。

次が24ページから25ページにかけて、従業員利益の確保の観点から事業再編をどう考えるかについての項目であるが、括弧書きの2行目から、「例えば資本収益性が資本コストを下回った段階で」の「資本コスト」が、会社全体の資本コストなのか、各セグメントの資本コストなのかよく分からなかった。前後の文脈からは各セグメントの資本コストを指していると推測はできる。この報告書では、会社全体とセグメントの資本コストを使い分けているので、分かりやすさを重視する場合には、資本コストという言葉を使うときに、どの意味で言っているのかということを示し丁寧に記載してはどうかと思う。

最後、25ページの参考資料10のところの直後の段落の1行目、「そのため、少なくとも、資本コストを上回る収益を慢性的」と記載されているが、「慢性」という言葉は、悪いことが続いているという場合によく使う言葉なので、ここは何か別の表現を使うほうがよい。

【田中委員】

私からは、先ほど来、話題になっている自社株買いや株主関係の話と、TSRについて一言ずつ意見を述べたいと思う。

まず、66ページの、何人かの委員から意見が出ている「安易な自社株買いや増配を求めることは慎むべきである」という表現なのだが、もともとの趣旨としては、自社株買いや増配の要求は、中長期的な成長投資を困難にするものと、そうでない、フリーキャッシュフローの還元を求める正当なものがある、そのうちで中長期的な成長投資を困難にするようなものは慎むべきであるという趣旨であると思う。卒然と読んだときに、自社株買い

や増配というのが、傾向的に中長期的な成長投資を困難とするものであるように読まれてしまう恐れがあることが問題と思っている。

この点について、三瓶委員や井上委員の指摘もあったように、中長期的な成長投資機会について、経営陣が十分積極的な説明をしないという場合に、投資家が自社株買いや増配を求めるのは正当な要求であると私も思うので、そのような場合についてはもとより、自社株買いや増配は正当なものであるけれども、「中長期的な成長投資機会があるにもかかわらず、安易に短期的な株主還元を求めることは慎むべきである」という言葉を補うことによって、誤解を避けることができると思う。

最初の部分で、機関投資家の提案内容を短期的利益に傾斜しているというのは、そういう指摘もあるということであって、指針案自体がそういう意見に必ずしも与しているわけではないと思うけれども、この辺りについては、学術的にも議論があると了解している。特にアメリカにおいて、2000年代に株主還元が増大したことで、本当に投資が減少したり、成長性が損なわれているかについては異論もあって、実際は成熟企業から、より投資機会のある新興企業に投資資金が回っていることを反映しているという意見もあると認識している。だから、ここの部分は、先ほど述べた点が反映されればよいのかもしれないけれども、念のためにこういったある程度反対の意見もあるということも記載すると、私のやっている研究との関係ではよりよいと思った。

それから、TSRに関してだが、48ページから49ページぐらいにかけて、TSRの意義について記載されていて、非常によい。例えば、短期的には利益を減少させるけれども、長期的には成長性を高めて、長期の収益性向上に結びつくような場合は、会計上の指標とか、会計上の指標を基にして行う現在のROICなどの収益性評価だと収益性が低くなるわけだが、長期的な成長率を市場が評価していればTSRは高まるわけで、そういう長期的な収益性評価を適切に考慮することが可能になるという点で、TSRには大きなメリットがある。

その上で、先ほど来の三瓶委員や加来委員の懸念に応えるためには、例えば48ページの注59で、TSRを指標にする上で留意すべき点が記載されているけれども、その中で、先ほどの意見にあったような、例えばTSRを採用するとしても、短期的な株価の動きに過度に傾斜することは避けなければならないといった点や、三瓶委員が述べたような、株価を生で使うと、当該企業の行動を反映しない、市場全体の動向に基づく株価の動きというのが大きくなるから、それを避けるために、相対的な評価を取り入れることの重要性などを注、あるいは本文に盛り込むことによって、TSRに対する懸念に応えることもできるので

はないか。

【河村委員】

3点コメントを申し上げる。まず第1点は、このレポート、報告書の編集の問題と、2つ目は、若干事実関係の確認のことと、3つ目は、非常に難しいコンセプトであるベストオーナーの問題について若干のコメントを申し上げる。

まず最初の編集の問題だが、このレポートはどういう者をオーディエンスにして読ませようとしているのかを、もう少し明確にしたほうがよい。この内容からすると、ほとんど中小企業は相手にしていない。公開会社で事業部を30も50も抱えていて、いろいろなポートフォリオを持っていて、収益がぱんぱんになっていて、資本コストもクリアできない事業が入っているという、いわばコングロマリットの経営陣を対象にしているようだが、そういう事業体は日本であまりないと思う。どこまでスコープを取るかによるけれども、コングロマリットで見えていくと、広げられても100程度しかないのです、誰を対象にしているのかということをもう少し明確にしたほうがよい。

我々は会社を回している側で、いろいろな相談事をされているが、こういうことは日本の会社も、アメリカの大きい会社も、合資の会社も、みんな常日頃考えてやっていることなので、仮にそういう者をオーディエンスでこのレポートを出すのであれば、“So what?”という感じである。どういう者を対象にしているかによって、内容を少し並べ替えるとか、一文を付け加える。何を付け加えるかは今はっきり分からないが、そのようなオーディエンスのアイデンティフィケーションがもう少し要するというのが第1点である。

2番目に関して、この事実関係なのだけれども、今、エグゼクティブ・サマリーの1ページを見ているが、フレットの上から3つ目「日本企業においても、事業ポートフォリオ検討の必要性について認識が高まりつつある」は多分正しい。ここからだが、「事業の合併・買収（M&A）と比較すると、事業の切出しに対しては消極的な企業も多く、必ずしも十分に行われていない状況となっている」。これが本当かどうかというのは、統計的に検証すべきである。

私の狭い世界で述べても、特に大企業からの事業の切出しについては、直接、あるいは投資銀行を間にやることもあるが、私のCFOとかCSOのレベルで、年間で100件から200件程度の話が入ってくる。多分事業部のほうにはもっと入っているので、合計するといくら入っているか分からないけれども、相当激しく事業の切出しに動いている実感がある。だ

から、十分行われていないと言い切ってしまうことが事実関係を反映しているかは、検討してほしい。

やや踏み込んで述べると、むしろ問題の本質は大きな、想定し得るようなコングロマリットで、事業部がたくさんあって、切出しをこうやっているという会社ではなくて、実は中小企業のほうにあって、中小企業から「自分の会社をこうしてください」というような話はほとんどない。「買ってくれ」という話もないし、中小企業の中に事業部がたくさんあることはないのだろう。だから、さっきのオーディエンスの問題にも関わってくるが、このレポートを誰に読ませるのかということは少し考えていただいたほうがよい。

それから、最後、ベストオーナーというのは非常に難しい言葉で、経営学のほうでもあまり見ないのだが、ベストオーナーというのは、多分実務の現場からすると、一元的に決まる概念ではないと思う。例えば、自分のところがベストオーナーかどうかを考えるのに、ほかの事業とのシナジーを持っているとか、ほかの条件を絡めてみたとき、従業員の問題等々を考えたときに、社会性の面で適切にしているか、あるいは部門間取引はどのようにやっているか、一部の事業の採算が悪くても、こちら側の部門内の取引で利益を上げているとか、いろいろなことの資料を持っているということが多い。ただ、「ベストオーナーだから」と言うと、「これ、何」となる。どういう概念でベストオーナーを使っているのかということが出てくるので、こういう言葉で議論を展開するのであれば、「ベストオーナーとは何ぞや」ということを丁寧に記載したほうがよい。

【小林委員】

75ページ辺りにアクティビストに関する記述があるが、これに関連して一言申し上げる。6月から適用される改正外為法では、安全保障上の観点から、海外投資家が1%以上の株式を取得する際に政府への事前届出が義務づけられる会社が500社以上もリストアップされている。事業の切出しにおいても、売却先によっては日本の安全保障上問題とされることが十分あり得るわけで、どこに記載するかは別として、この辺りの議論をある程度しておいたほうがよいと思う。

【神作委員】

先ほどの加藤委員のコメントに関連して、実は私が事務局にお願いして言葉を修正してもらったので、その趣旨を説明したいと思う。

11ページの4象限の図であるが、第4象限の非営利組織のところに、出資者という言葉
を「出捐者」という言葉に変えたほうがよいのではないかとすることを事務局に述べて、
今回の資料で修正していただいた。そこで、その趣旨について、一言、述べたいと思う。

非営利組織の場合には、特に税制上の優遇を得る場合には持分というのは有しない、す
なわち配当請求権や残余財産分配請求権などを有しないのがアメリカでも通常ではないか
と思う。そうすると、持分がないときに出資という言葉を用いるのは適切でないと思われ
る。さらに、社員は非営利組織に対し特に債権をもつわけでもない。いずれにせよ、出資
者という言葉は適切ではなく、むしろ単に資金を出しているという意味で、単に「出捐者」
と言ったほうがより正確に表現していると思われる。

そういう意味では、1象限から3象限まではまさに株主価値としてエクイティ・ホルダ
ーの価値を軸にしているので、第4象限とはそれとは次元がかなり異なる。出捐者とい
うのは、持分の最大化とは違った意味で、たとえばお金を出した人が非営利組織から何ら
かのサービスを受けたり、あるいは当該非営利組織がまさに非営利的な公益等に資したり
するという観点から、満足を得るのであって、出資者ではなく出捐者という言葉に変えた
ほうがよいと述べたものである。ただ、かえって分かりづらいということであつたら、再
び事務局のほうで出資者という言葉に直すことも検討していただきたい。以上が加藤委員
の先ほどのコメントにあった、なぜ出捐者という言葉に変わったかという経緯である。

もう一点、これは中身にも関わるが、投資家との対話で、特に社外取締役にも事業ポ
ートフォリオについて積極的に投資家との間の議論に関与するという記載があつたと思う。
もちろんそういうことをしていただくというのは大変大事で、それはそれでよいのだが、
社外取締役の本当の意義というのは、事業ポートフォリオの中身について具体的に意見す
るというのは、社外取締役の一番期待されている、ベーシックなコーポレートガバナンス
に関する根本的な外部からのチェックという観点からすると、かなり事業の中身に立ち入
ってくる面もある。

もちろん投資家と経営者をつなぐという意味ではよいと思うが、事業ポートフォリオの
検討状況についての社外取締役の関与の仕方というのは、現状の社外取締役が日本で果た
されている機能に比べて、あまりにも過大な役割ではないかという印象を少し持った。も
ちろん、これができれば非常に素晴らしいと思うけれども、やや過剰な感じがしたので、
もう少し一般的、抽象的なレベルで記載することができないかというのが気になった点で
ある。

【青委員】

私からは、エクイティカーブアウトを中心に発言させていただく。

まず、今回の実務指針の考え方一番中心にあるのは、ある事業について、独立させる、あるいは他社に委ねることによって、その事業を育てていくために事業の切出しを行う、そして、事業の切出しによって得られた資金を成長投資に回すことで、産業全体をより強くしていく、ということだと理解している。

そこで、実務指針の中でも、最終的には資本関係の解消を含めて完全分離させる方向で行うということで事業の切出し方の対象も絞り、また、「ベストオーナー」でない事業については分離独立とか、他社への切出しの決断を実行していくことが重要ということを示していくのはよいことだと考える。

もっとも、エクイティカーブアウトについては、「子会社上場」という表現にとどまると、子会社のまま置いておくことになってしまい、事業の切出しとしては中途半端なものになってしまう。エクイティカーブアウトは、本来、いったん上場会社とした上で、その株式を売却していくという2段階目があって、分離独立させていく過渡期であることが基本的な位置づけだと思うので、そうしたことが明確に分かるようにするのがよい。

また、実務指針の79ページ以下では事業の切出し手法についての記載があるが、切り出した事業について、「ベストオーナー」である他社に委ねていくパターンと、分離独立を目指していくパターンの2つがあるのであれば、その2つを分けながら示していくのがよいのではないか。

80ページのスキーム図のところでも、エクイティカーブアウトについて、子会社を上場させるだけに見えるが、エクイティカーブアウトには2段階目があるということが分かるような図にするほうがよいのではないか。

また、84ページでは、タイトルを「子会社上場（エクイティカーブアウト）」としているが、順番を逆にして、「エクイティカーブアウト（分離会社を上場して、その後速やかに完全売却を目指していく方法）」といった言葉のほうが、よりイメージとして伝わりやすいのではないかと考える。

同様に、84ページの「子会社上場」の記載の1つ目のポツでは「段階的に」と書かれているが、ここは、「速やかに」とか「速やかに（必要に応じて段階的に）」としたほうが、分離独立という最終形まで早く持っていく姿勢が見えるのではないかと考える。

また、84ページの脚注123では、欧米におけるエクイティカーブアウトは件数的には割と少ないとされており、「子会社上場は、米国等でも主要な切出し手法の1つ」との本文の記載だとエクイティカーブアウトが非常にメジャーな手法であるかのように受け取られかねないため、適宜、位置づけに応じた表現にさせていただくのがよい。

最後に、先ほどから「ベストオーナー」についての話が出ているが、「ベストか」だといろいろな考えが出てくるため非常に難しいところではあるが、例えば「十分な競争優位性を確立できる」とか、「十分な成長性を確保できる」といった代わりの言葉をうまく用意しないと、なかなか切出しに踏み出せない人の背中を押すことにならないと思うので、「ベストオーナー」という言葉を緩めるのであれば、こうしたものは重要というところを示していく形のほうが、より適切な行動に移ることを後押しする報告書になるのではないかと考える。

【林委員】

発言の多いベストオーナーについて、私も述べたいと思う。

議論を聞いていて、ベストオーナーという言葉は、当たりが強いというか、キャッチフレーズとしてパワフル過ぎる。実際、言葉としてもかなり頻出していることも、ここをかなり力説しているような印象を全体の中で与えているのかもしれない。

実際、その企業の実務においては、ベストかどうかという判断軸を取り入れてものを考えるようになることには、大いに意義はあると思う。ただ、ベストかどうかというのは主観的・相対的である。そういう意味では、ベターオーナーというほうが、実はより正確な言葉遣いであって、無理がないのかもしれない。ただ、それだと問題提起として弱過ぎるので、このようになっていると理解している。

立場によるこの言葉の使い方について改めて私が思うところを述べる。まず本社ないし親会社にとっては、自社の事業ポートフォリオにおける実績としての、他の事業部門と比較した相対的なパフォーマンス、それから将来のグループの成長戦略における相対的な重要性が評価基準としては最も重要であって、各事業部門の業績を他社の該当部門と比較してベストかどうかを継続保持基準とするほど厳密なものではない。

ただ、相対評価をする視点を取り入れて、自社が本当にベストオーナーかを問うようなプラクティスが、グループ内での当該事業部門に対するリソース配分や事業展開の選択肢について考える枠組みとなり、それを行わない場合に比べると、各事業部門の成長をより

実現していけるようになるという効果があるはずである。実際に切り出す、切り出さない以前の問題として、やはりこういう枠組みを取り入れることには大いに意味があると思う。

一方の、場合によっては切り出されることになる当事者の事業部門にとっては、現在のグループやオーナーの下で今後も事業を継続するのが自らの事業部門にとってベストなのか、あるいは他のオーナーの下で事業展開するほうがベターなのではないかという見直しは、本部側での見直しと対になるものとして、主体的に各事業部門が自らの成長の道筋を考える枠組みとして機能すると思う。

実際に切出しを行うプロセスの中では、他社からの評価基準はいろいろあると思うけれども、その事業の価値を最も高く評価してくれる買い手がベストなオーナーだと「見なす」ということだと思う。

とはいえ、日本のM&Aの実務としては、レブロン基準のようにとにかく価格が一番高ければよいということではないはずで、従業員の待遇維持条項の交渉なども含めて、総合的な判断の余地がある。だから、必ずしも機械的なものではない。

そもそも、ベストオーナーという言葉を使うようにしている趣旨は、事業部門がグループの中で十分なパフォーマンスを発揮することができない状態を生殺しのまま放置している現状に対する問題提起なのだから、こういう表現は有効だと思われる。例えば今、私が立場と場面によって敷衍してみたようなこの言葉の意味と使い方の説明を丁寧につなげて書き下しておくことも有効ではないかと思うので、ぜひ検討してほしい。

【江良委員】

1点目として、先ほど来から議論がある66ページの自社株買いと増配というところで、これはメッセージとしては非常に重要だと思っているが、既に多数の意見があったように、書きぶりの問題と考えている。中長期的な成長投資を困難にするような、安易というか、短絡的な自社株買い、増配は否定すべきだが、一方で、経営陣が長期的な成長機会、あるいは事業価値にのっとった戦略が説明できておらず、提案されている還元方針がむしろ妥当であることもある。ケース・バイ・ケースに判断すべきである。

それに少し関連して、細かい話で恐縮なのだが、66ページの下、今現在のこの書きぶりに対応している脚注92のところだが、現在の状況を踏まえて、こういったことについての点、いくつか留意が必要であることは全く賛同するが、場合分けをして、今、私が申し上げたような書き方で記載をすると、今の新型コロナウイルス感染症の状況、あるいは有

事の状況においてだけ当てはまる考え方ではないと思っている。平時からからそういったことについて、例示として記載してもらうことを期待しているし、そうでない場合については、投資家としても、そういう過程について意見をしていくことも非常に重要だと思う。

最後に、感想レベルの話で恐縮だが、今回ターゲットとした、グローバルに闘っていくようないわゆるトップ・ティアに位置づけられる企業群をオーディエンスとすることは、議論の結果としてはあったと思う。一方で、今回の議論にあたってデータとして重視したアンケートは、必ずしもそのような企業群に特化したものではなく、より幅広い企業群からの回答の結果であったと記憶している。したがって、結果として本研究会の成果物が対象とする企業群と議論の過程で活用したデータが対象としていた企業群との間にギャップがあるように思われる。これは、本来全く好ましいことではないと思うので、今後は注意すべきでないか。

【武井委員】

まず1点目に、成長性に関する指標について、今回明確に記載されていて、これは田村委員からも指摘があった点で、とても重要なメッセージだと思っている。

その中で、成長性に関する指標の例が、売上高成長率だけ記載されているが、それ以外にも指標はいろいろあるのだと思う。その関連で、41ページのところに、成長性の指標について、主な指標の整理というのを記載したほうがよい。37ページのところで、資本収益性に関する主な指標のROIC等を記載することになっていると思うが、同じように、成長性に関する指標についても、何があって、どういうメッセージなのかということに記載するとよい。同じように、48頁から49頁の2.3.3で、売上高成長率だけの記載となっているところを、まだもう少し例示を追加で記載したほうがよい。これが1点目である。

2点目が、先ほどTSRの話があって、さっきのように49ページとか、参考資料30とかに記載されているわけだが、TSRについては社内指標として使用することについては昨今弊害についても指摘されている。先ほどいろいろな指摘もあったとおり、ROE、ROICとは異なり、TSRにはいろいろ危険な面もある。

2.3.3の箇所は、どちらかというと、どういう経営計画を開示するのかという論点として記載したほうが分かりやすいように思う。社内でいろいろ検討することに関する話が2.2.4のところで書かれていて、先ほどの37ページとか41ページでも、収益性の指標の話とか、成長性に関する指標の話を記載している。参考資料30の話は、2.2.4のほうに持っていった

ほうが分かりやすいと思った。特に、TSRを社内的に何らか使うのであれば、2.3のほうで記載するよりは、2.4に記載したほうがよい。

あと、3点目が、33ページのところでCTOの話を記載されていて、CTOの話はとても重要だと私も思うが、同様に、前回も申し上げたが、今回のいろいろな事業再編とかを行うに当たっては、事業スキームの選択だけではなく、いろいろな利害関係者との調整も不可欠となる。従って、まさに攻めの法務を担うCLOのような人材の関与も重要だということもどこかに記載していただければと思う。

――了――