

第2回 産業構造審議会 経済産業政策新機軸部会 価値創造経営小委員会 議事録

日時：令和7年3月4日（火）16:00～18:00

場所：経済産業省本館17階第4共用会議室（オンライン併用）

1. 出席者

<委員>

【対面】沼上委員長、唐木委員、木股委員、三瓶委員、中神委員、日置委員

【オンライン】加賀谷委員、富田委員、松田委員、宮島委員、山口委員

（欠席：工藤委員、後藤委員、日比野委員）

<オブザーバー>

【オンライン】公益社団法人日本証券アナリスト協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、株式会社東京証券取引所、金融庁

2. 議題

- ・プレゼンテーション①（第一三共株式会社）
- ・プレゼンテーション②（三瓶委員）
- ・第1回の振り返りと今後の検討の方向性
- ・各課題の検討（事業ポートフォリオ最適化、資本・金融市場）

3. 議事概要

<開会>

○事務局（日野課長） 定刻より少し早いですが、ただいまから「産業構造審議会 経済産業政策新機軸部会 価値創造経営小委員会（第2回）」を開催いたします。

本日、皆さん、御多用のところ、御出席賜りありがとうございます。産業創造課長の日野でございます。よろしくお願いいたします。

まず、委員の御出欠を御連絡させていただきます。本日、工藤委員、後藤委員、日比野委員が御欠席、加賀谷委員、富田委員、松田委員、宮島委員、山口委員がオンラインで御出席です。その他の委員の方々は、対面にて御出席いただいています。なお、加賀谷委員

は、5時10分頃に途中退席、山口委員は、5時半頃に途中退席と伺っております。

本日は、ゲストスピーカーとして、第一三共株式会社代表取締役会長の眞鍋様に御出席いただいております。4時40分頃まで御参加いただく予定です。

次に、配付資料の確認を行います。

経済産業省の方針として、ペーパーレス化を推進しておりますので、資料はお手元のタブレットを御覧ください。タブレットの使い方は、お手元に配付している資料を御覧ください。

配付資料は、順に、資料1が「議事次第・配付資料一覧」、資料2が本小委の「委員名簿」、資料3が第一三共株式会社提出資料、資料4が三瓶委員提出資料、資料5が事務局説明資料、資料6が松田委員提出資料、資料7が唐木委員提出資料、資料8が日比野委員提出資料、資料9が後藤委員提出資料です。

タブレットの使い方について、御不便がありましたら、お近くの担当者にお声がけいただければと思います。

それでは、これより先の議事進行は沼上委員長にお願いいたします。委員長、よろしくお願いいたします。

○沼上委員長 お忙しい中お集まりいただきまして、誠にありがとうございます。本日も大変実り豊かな議論をさせていただきたいと考えております。

本日は、まず初めに、眞鍋様から「持続的成長に向けた中長期戦略」という、お手元のタブレットにも入っていると思いますけれども、その御説明をいただいた後で質疑応答を、一旦そこまでやらせていただいて、その上で、次に、三瓶委員からの御説明と事務局からの説明をしていただいて、その後、各委員の質疑応答に入りたいと、そういう流れで行きたいと思っております。

まずは、眞鍋様、御説明をお願いしたいと思います。どうぞよろしくお願いいたします。

<プレゼンテーション①（第一三共株式会社）>

○第一三共株式会社（眞鍋会長） 第一三共の眞鍋です。まずは、このような機会をいただきまして、誠にありがとうございます。

本日は、第一三共の「持続的成長に向けた中長期戦略」と題してお話しします。

ここに示したS&Tは、Science & Technologyの略であり、当社の最大の強みです。

スライド2です。

当社は医薬品の研究開発・製造・販売を行っています。売上収益は2023年度に1.6兆円、2024年度は約1.8兆円を想定しています。

連結の社員数は昨年3月時点で1万8,000人超です。グローバルにビジネスを展開しています。

スライド3です。

当社グループの「企業理念（パーパス・ミッション）とビジョン」を示しています。本日は、第4期と第5期の2つの中期経営計画（以下、中計）についてお話しします。第4期中計は、2016年度から2020年度の5か年、続いて、第5期中計が2021年度から2025年度の5か年です。

まず、第4期中計ですが、企業理念は従前のものを引き継ぎ「革新的医薬品を継続的に創出し、多様な医療ニーズに応える医薬品を提供することで、世界中の人々の健康で豊かな生活に貢献する」としておりました。前期からの一番大きな変化として、「がんに強みを持つ先進的グローバル創薬企業」を2025年ビジョンに掲げ、ビジネスの重点領域を従来の循環器系あるいは感染症薬からがん領域にシフトしました。

第5期中計においては、企業理念を2つに分けて、パーパスを明確化しました。「世界中の人々の健康で豊かな生活に貢献する」とのパーパスを定めました。

また、2030年ビジョンとして、「サステナブルな社会の発展に貢献するグローバルヘルスケアカンパニー」を掲げました。

スライド4です。

「売上高と営業利益の推移」を示しています。2015年度から2020年度まで、約1兆円の売上規模で推移してきました。第4期中計において2025年ビジョンとして「がんに強みを持つ先進的グローバル創薬企業」を掲げ、経営の転換を行い、その結果が2021年以降、現れてきました。売上収益、営業利益とも拡大傾向にあることがご確認いただけたと思います。

繰り返しになりますが、この第5期中計で「パーパス経営」を明確に示し、グローバルヘルスケアカンパニーに向けたがん領域での成長を加速しているところです。

スライド5です。

このスライドの左下にあるように、2015年以前は、循環器系領域あるいは感染症領域の新薬を主力にしていたましたが、2016年度に明確に方針転換いたしました。

社内でも侃々諤々の議論があり、がん領域にシフトすることに対しかなり反対の意見も

ありましたが、第一三共の強み、Science & Technologyを信じて、がん領域は競合が激しいことも認識の上で、成長の可能性がある領域としてチャレンジすることといたしました。

そして、「2025年ビジョン」として、「がんに強みを持つ先進的グローバル創薬企業」とのビジョンを明確にしました。

右上を見ていただきますと、実は2009年に、第一三共独自のDXd-ADCのプロジェクトが発足しまして、10年経った後、2019年に、このテクノロジーに基づいた新製品の上市や適応拡大が始まりました。

それに注目したアストラゼネカ社からのオファーがございまして、アストラゼネカ社との戦略的提携を開始し、まさに第4期中計期間中にがん事業の基盤構築がなされたと認識しています。

スライド6です。

第5期中計からパーパス経営を開始しました。「2025年ビジョン」として掲げていた「がんに強みを持つ先進的グローバル創薬企業」については、実現可能な目標であると判断して、2025年度の目標と捉え、それに加えて「2030年ビジョン」を定めました。

パイプラインの価値最大化を図る研究開発戦略、提携戦略、さらには知財を守る戦略・取組み、財務、人的資本、ガバナンス、IR戦略強化などを進めました。パーパス経営に基づいた意思決定を進めてきました。

スライド7です。

ここに示したような観点から、当社のユニークネスについてご紹介します。

スライド8です。

左の図に研究開発費を示しています。棒グラフが研究開発費、折れ線グラフが売上に対する研究開発費率で、常に20%を超える研究開発費率で投資を継続してきました。第一三共としてはチャレンジングで、かつユニークであったと考えています。右に示したように、次なる成長に向けて、創出した収益を研究開発へ再投資するサイクルを継続して回しています。

スライド9です。

創業以来、日本発の創薬型の企業として、継続的に高水準の研究開発投資を行ってきました。ここにはその結果を示しています。ここに示したものは全て自社創製品です。高コレステロール血症治療薬をはじめ、いくつかの医薬品を赤枠で囲っていますが、1,000

億円以上の売上を達成した製品、いわゆるブロックバスターです。

私はもともと研究所出身で、実は31年ほど研究所にいました。その後、本社に配属になり、社長、CEOを経験しています。恐らくグローバルな日本企業を見ても、30年間研究所で務め社長に就任した人は私以外にいないのではないかと思います。当社の経営陣が、自社の研究開発力を高く信頼していること、その結果として中長期的な視点で投資を継続していることがユニークな点であろうと思っています。

スライド10です。

研究開発戦略として、製品価値最大化に向けたメガファーマとの提携を行いました。アストラゼネカ社、続いて米国メルク社と提携を行いました。

提携の目的ですが、開発、販売能力の補完や売上げの拡大もあります。また、受領対価としてアップフロントやマイルストーンを受領することができます。

アストラゼネカ社との提携は、第4期中計期間中に実現しています。左に示したように、売上収益がどの程度拡大できるか、あるいはケイパビリティを補完できるかというのが一番の議論になり、このような観点からアストラゼネカ社との提携を選択しました。

同社との提携で経験を積み、能力の増強も進んだなかで、別の医薬品候補について、米国メルク社からのオファーがありました。社内では、自社単独で開発できる、単独開発すべきといった意見や、提携により研究開発費が折半になるが、得られる利益も折半になるため、それは避けたほうが良いといった議論がありました。

私どもとしては、患者さんの目線に立つと、単独で開発するよりも米国メルク社と提携したほうが、いち早くより多くの患者さんに医薬品をお届けできるとの考えがありました。様々な議論を経て、パーパスの実現という点が、関係者に腹落ちしたため、米国メルク社との提携を始めました。

スライド11です。

「ノンコア資産のスリム化」について、パーパス経営に則ってコア事業を見定め、事業譲渡や資産売却を推進してきました。

事業譲渡に当たっては、医薬品を患者さんにお届けするにあたり、第一三共がビジネスオーナーであることが最適かどうかといった議論をしました。例えばジェネリック医薬品事業については、当社よりも譲渡先のほうがジェネリック製品の価値を最大化できること、また、患者さんに早くお届けできるであろうとの判断のもとで、2023年にジェネリック事業を譲渡いたしました。

不動産売却についても、コア資産として研究施設や生産施設をプライオリティとし、その他の施設はプライオリティが低いということで、ポリシーを持って不動産の売却を進めています。政策保有株の圧縮も同様です。

スライド12です。

「人的資本の強化」についてです。成長領域を確実に推進する適切な組織構築と人的資本の強化に向け、様々な施策を実行してきました。

最適な組織設計や、外部人材の獲得、社内人材の育成・活用は、どこの企業も考えていることだと思います。赤で囲っているCOFプロジェクトは、戦略に沿った強化分野への要員配置を進め、国内の要員800名を異動させるチャレンジングな施策でした。異動先でのトレーニングやエデュケーションを経て、十分活躍してくれています。

続いて、「PJ EPOCH」は、現在進行中の施策です。強化分野への人材配置を進め、2年間のエデュケーション、トレーニングシステムを策定し、進捗をモニタリングしながら、新しい分野で活躍できる人材を育成しています。こちらは国内人材約300名が対象になっています。

その下にある「Global Culture Initiative」についてです。第一三共が日本、米国、欧州、アジアとグローバルに事業展開する中、各地域のカルチャーが異なることを認識した上で、グローバルに統一した第一三共のカルチャーをつくりたいということで議論しました。

侃々諤々の議論があり、難しい、すぐにはできないという反対の意見もありました。最終的に、3つのCore Behaviorを定めることで合意しました。まずはシニアがロールモデルとなってCore Behaviorを実践するよう努めています。2022年から取り組みが進められていますが、従業員のエンゲージメントスコアが上がってきており、それなりの成果が出ていると思っています。

スライド13です。

「コーポレートガバナンスの強化：体制の変遷」を示しています。

「社内取締役と社外取締役の比率」については、最初は社外4名、社内6名でしたが、2018年に社内が1名減って社外4名、社内5名となり、現在は社内5名、社外5名で5対5です。1名は女性の社外取締役です。

当社はダイバーシティの促進を掲げております。現在、社内取締役5人は全員日本人男性ですが、近い将来において、日本人以外の社内取締役、あるいは女性の社内取締役の選

任も目指しております。

監査役についても、女性監査役がいます。

指名委員会と報酬委員会については、いずれも委員長を社外取締役が務め、委員は全て社外取締役で構成しています。

当初は社長の諮問機関でしたが、2020年に取締役会の諮問機関として位置付けを見直しました。CEOの業績評価も実施しています。毎年4月に業績目標を提出し、9月の評価を経て、次年度の再任、解任を決めていただいています。業績目標以外にも、ステークホルダー別に見た在任期間中の貢献度として、株主、投資家に対してはTSRの変化、社員に対してはエンゲージメントスコアの変化、患者さんに対しては、臨床試験の進捗状況などを貢献度として示し、評価を受けています。そういった評価を経て、再任の是非が議論されています。

スライド14です。

「投資家との対話」についてです。投資期間が長期にわたるビジネスであるという特徴があり、その点を踏まえた投資家とのダイアログを進めています。

財務情報は重要ですが、赤枠で囲ったScience & Technology Day、パイプラインに関する進捗説明会、ESG説明会とかといったイベントを積極的に開催しており、評価いただいています。

もちろん海外投資家へのロードショーも含め、透明性の高い情報開示に努めています。

その結果、「IR優良企業賞2024」を頂きました。

最後のスライドをお願いします。

以上のように当社の第4期、第5期中計を進めてきました。がんビジネスを転換した結果が、今、現れてきていると思っています。

私からは以上です。

○沼上委員長 どうもありがとうございました。

それでは、皆さんから御質問、御意見等を賜ればと思いますが、対面の場合はネームプレートを立てる、非対面の場合は、手を挙げるボタンですかね、それで御発言の意思をお伝えいただければと思います。いかがでしょうか。

それでは三瓶委員、お願いいたします。

<質疑応答>

○三瓶委員　　3つあるのですが、短く質問します。

1つ目は、今御説明の中で何度も侃々諤々の議論をしたという、そこが、普通、越えられない部分かもしれないのに、全部越えて、実際に先へちゃんと踏み出していているのはなぜか、そこでうまくいった決め手は何かというのが一つの質問です。

もう一つは、ジェネリックについては、ベストオーナーに売却をするとなっていていますが、ベストオーナー以外にスピンオフだとか、いろいろな方法がありますよね。だけでも、なぜベストオーナーという選択肢を選んだのか。

3番目は、これまでの長い投資家とのやりとりの中、今日のスライドの最後のところで、投資家と対話していて、当初の2016年か、その前の時期に来た質問と、だんだんだんだんうまくいって、狙いをがんに絞って、それで成長するようになってから、質問とか対話の様子が変わったかどうか、この3つについて教えてください。

○第一三共株式会社（眞鍋会長）　議論の際には、自分たちが信ずるものは何かということに立ち返ります。第一三共は、先ほども説明したように、長い歴史の中でイノベーションな医薬品を継続して創出してきた自信があります。ブロックバスターは例えば5年ごとに創出できれば良いですが、そこまでは難しくとも、10年よりも短い範囲で創出できています。侃々諤々の議論を続けながら、イノベーションを継続して創出してきた経験がベースにあるので、思いのたけをフランクに議論しながら、最終的には一つにまとめることができていると思います。

ジェネリック事業についてですが、第一三共エスファの事業を譲渡しました。単独でやっていけるサイズではないので、どこかの企業と一緒にするほうが良いという考えがありました。

投資家の方々の反応についてですが、循環器系の医薬品でエドキサバンというブロックバスターがあり、いずれパテントクリフが生じる中、どういった戦略なのかといった議論が多くありました。

がん事業にシフトすると発表した際には、否定的な意見もあり、第一三共さん、多分だめでしょう、今さらがん領域に参入しても無理じゃないですか、といった批判的な意見もありました。がん領域で良いデータが見えてくると、どうしてもっとうまく発表して、がん領域の力があると言わなかったんですかといったことも言われました。私どもは、しっかり伝えてきたつもりです。

また、グローバル化に関しても、随分いろいろなことを言われてきました。武田薬品工

業を見ていただくと、CEOが外国籍の方ですし、取締役も外国の方が多いです。当社は、5人日本人の社内取締役がいますが、グローバル化が遅れていますねと言われることもあります。当社にとってグローバル化の定義は、パーパスに照らしてグローバルに第一三共のイノベーションをお届けできる状態です。そのために、どのような道筋を辿るのか、様々な議論を進めています。

例えば本社を米国に移す、公式言語を英語にするといったことは一つのとり得る手段・方法にすぎないと思います。そういったところを見るのではなく、私たちのイノベーションがしっかりグローバルに届けられているかを見てもらいたいと思っています。そのような話をすると、少し質問が減りました。

○三瓶委員 ありがとうございます。パーパスで貫いているという感じですね。

○沼上委員長 それでは、オンラインで山口委員が手を挙げていらっしゃると思いますので、お願いします。

○山口委員 経済同友会にて企業変革委員会を担当しております日本IBMの山口と申します。どうぞよろしくお願いいたします。

2点お伺いさせてください。パーパスを企業内、全社員に浸透させる何か具体的な策として実施されているようなこと等があれば、ぜひ教えていただきたいということが1点目でございます。パーパスを設定しても、それに対して社員の共感を得るのはなかなか難しいという点が、企業経営者の議論の中でも指摘されておりまして、そのあたりをお伺いできればと思います。

もう1点、取締役会は、どのような頻度で開催されているのでしょうか。この質問の背景として、企業経営者の議論の中で、コーポレートガバナンスの実質化、人材確保のために、現役の社長や経営者にもっと積極的に社外取締役として参画してもらう環境を作るべきでないか、という意見が交わされております。

しかし、現在日本の多くの企業では、取締役会の開催頻度がかなり高く、現役経営者が参画する事が現実的に難しい、と認識しております。そこで、取締役会の開催頻度をもっと少なくする代わりに、事業ポートフォリオの再編の議論や長期の事業戦略といった本質的なアジェンダに集中して議論するようにできないのか、そちらのほうが取締役会の実質化に資するのではないかと、といった議論が行われております。そのあたり、何か教えていただければと思います。どうぞよろしくお願いいたします。

○第一三共株式会社（眞鍋会長） ありがとうございます。

パーパスには「健康で豊かな生活に貢献する」とあり、我々のイノベーションをお届けしたいという思いが込められていますが、担当部署によってかなり感覚が違います。例えば営業職ですと、病院に行って先生にお会いしていたりして、自分たちの提供するものの医療現場における貢献がよく見えます。患者さんの声が耳に入ることは私たちにとって一番効果があり、大事なものです。我々のイノベーションがどのように患者さんに貢献しているのか、患者さんの声がいろいろな形で会社にも届いてきます。

例えばコーポレートの組織で働いていると、そういった患者さんへの貢献に直接接する機会が少ないといえます。なるべくそういった患者さんの声を社員にも共有するといったことが大事になります。また、研究所などでは、いろいろな患者団体の方々やがんサバイバーの方々とお話をしたりする中で、現場では何が必要で、我々の提供したものがどのような効果を示し感謝されているかといった話も伺います。そのようなストーリーを共有することによって、パーパスが浸透できるのではないかと思います。

2つ目の質問の取締役会の開催頻度ですが、原則として月に1回、月末に開催しています。大体半日をかけてやっています。現在、社外取締役には現役の大企業の社長、経営者の方はいません。社長経験者の方もそうでない方もいます。どちらかというと社長経験者の方のほうが早めに会社のことを分かっていたいて、有用な議論をいただけると思っています。

そうではない方についても、毎回取締役会の前に、審議のポイントを説明するなどし、かなり丁寧に事前説明を行っています。早い段階から有用な意見を言っていていただけていますが、少し時間がかかる方もいると思います。

○沼上委員長 ありがとうございます。

それでは、日置委員、お願いいたします。

○日置委員 ありがとうございます。

1点だけ、お教えいただければと思います。この委員会は、日本企業の成長を考える会という形で開催していますが、これからの成長といえば海外ということになると思っています。ただ海外でのオーガニック成長は、やはりなかなか難しい状況にもある中で、アストラゼネカやメルクと組み手を考えられたと思いますけれども、相手方は何を日本企業に期待をしているのか、あるいは狙っているのかというところで、もし何かお考えがいただければと思います。

○第一三共株式会社（眞鍋会長） アストラゼネカ社と米国メルク社との提携について

は、我々が生み出したイノベーションである独自のADCに興味があったということです。

2022年に米国のがんの学会で、私たちが創製したADC「エンハーツ」の学会発表を行いました。プレナリーセッションでしたが、発表の後にスタンディングオベーションがあり、乳がんの治療にパラダイムシフトを起こすものだということで、非常に注目されました。

また、様々な賞を受賞しており、サイエンスのレベルで、高いイノベーションとして評価されています。アストラゼネカ社や米国メルク社もそこに興味を示してくれたのだと思います。

○日置委員 ありがとうございます。まさにいろいろな業界でも、日本企業のそういった技術力とか、イノベーションの力って、言い方は変ですけども、すごく売れるものかなと思っています。それをいかにアピールしていくのか。そこが大事だなと思いました。ありがとうございます。

○沼上委員長 それでは、引き続きまして、宮島委員がオンラインで手を挙げていらっしゃると思いますので、お願いいたします。

○宮島委員 日本テレビの宮島と申します。今日は、貴重なお話をありがとうございます。

1点お伺いしたいのですが、外に出されたジェネリックの会社を切り出すときですけども、私たちがいろいろなところ取材している中では、一般的に切り出すところの切り出される人たちの感情ですとか、切り出される会社側の様々な、その重なっているところがすごく難しいというようなことを聞くことが多くあります。

今回は、ベストオーナーに譲渡されたということで、もしかしたら、そこは比較的問題が少なかったのかもしれませんが、譲渡するときいろいろ気をつけたところ、あるいは何か大きな課題ですとか、そういうものがあつたかどうか教えてください。

○第一三共株式会社（眞鍋会長） 譲渡先の会社の方々が、どの程度、その成長に対してコミットしてくれるかとか、理解してくれるかが重要であると考えます。

転籍先における元当社の従業員の労働条件についても、十分な条件を確保するようお願いしました。当社内で活躍していた人材が、譲渡先の経営陣に名を連ねるなど、人事面でも配慮をしてくれました。

当社の従業員を一早く会社の一員として迎えたいということで、譲渡先の社長、会長を含め、歓迎会や対話を頻繁に開いていただくなど、きめ細かく対応いただきました。譲

渡先を選ぶにあたり、そのように人事面等で丁寧な対応をしてくれることも条件と考えていました。

○宮島委員 ありがとうございます。

○沼上委員長 唐木委員が名札を立てておられますが、お願いします。

○唐木委員 素晴らしいお話をありがとうございました。

1つだけ、先ほど、全て自社開発で、物すごく研究開発に力を入れていらっしゃるということをお伺いし、かつパーパスに沿って絞り込んでいるというお話をお伺いしたのですが、パーパスが世界中の人々の健康で豊かな生活に貢献するということなので、お薬の開発に関わっている方って、きっと全て皆さん、これを頭の中に置かれていらっしゃるのではなかろうかと思ったときに、そうはいつでも、これは前に進める、これは前に進めないというCEO判断がどこかでおありになったのかなというふうに、それは都度都度されていらっしゃるのかなと思いました。

皆さん、そういった思いでやっているときに、最終的にパーパスで決着がつかなかったとして、どういった理由でどなたが、最終的な、この開発は一回止めましょうとか、そういった御決定をされるのか、難しいギリギリの判断のところのことを、もしお差し支えなければお聞かせいただければと思います。

○第一三共株式会社（眞鍋会長） 最終判断はCEOですが、意思決定機関として、シニアが集まって議論する会議を行います。ご指摘のようにうまく合意がとれないこともありますので、その場合は、CEOの権限で決めるということは明確にしています。

○唐木委員 ありがとうございます。

○沼上委員長 すみません、時間管理をしなければならない私が、ここでまた追加の質問をすると、非常に破滅的ですけども、どうしても一つお伺いしたいのですが、ここの委員会の基本的な問題意識の一つとして、マーケット側の問題と企業側の問題と分けて考えたときに、私は、このケースは、『日経ビジネス』の記事を読んで、大学のMBAのクラスでディスカッションをしたことがありますけれども、そのときに、やはり素晴らしいなと思ったことの 하나가、既に2009年とか、そのぐらいの段階で、我妻さんという方が、全世界を回って「うちは、これが勝負できる」というネタを探してきて、その後、26人の研究チームが出来上がって、そこで研究がずっと続いていたと。

それで、表に出てくるのは、2016年の中計から出てくると思うのですが、もうその前の時点から、恐らく眞鍋さんは、これは行けるという動物的勘を持っていたのではないかと

思いますけれども。

○第一三共株式会社（眞鍋会長） 実はこれでいけると思っていたわけではありません。当社の研究開発の風土には一定の自由度があります。どれがうまくいくか分からないなかでも、ある程度の自由度を持って研究できる環境があります。

私が社長に就任したのは2017年ですが、2016年にデータを見た際には、まだまだ自信はなかったというのが正直なところです。研究の自由度があるというのは当社の強みだろうと思っています。

○沼上委員長 なるほど。結局、その後、16年のこの意思決定の後、結果的に800人以上の再教育まで含めて配置転換をして、選択と集中でガァーッとそこに資源を集中していくというところは、トップマネジメントしかできない仕事だと思うんですね。その前のミドルがやってこななければならない仕事、新しい自分たちのコアコンピタンスで全世界に勝負できるネタを探してきて、それをトップが見極めて投資を集中するところまでは、まだ株式市場が評価する前だと思うんですよ。

○第一三共株式会社（眞鍋会長） ご理解の通りです。

○沼上委員長 そこがどれだけうまくできているかというのが、会社の価値を高めるか高めないかの決定打だと思うんですね。その意味で言うと、今のお話だと、ミドルまでが結構自由にいろいろできたというところが、やはり一つのポイントだったと。もう一つは、やはりトップが、ある程度行けるというときに集中できたところですね。その2つが、やはりすばらしいということでしょうかね。

○第一三共株式会社（眞鍋会長） そのように思います。

○沼上委員長 どうもありがとうございました。

私、本来の予定より5分オーバーする質問をしてしまって、大変心苦しく思いますけれども、ここで、次の御説明に入りたいと思いますので、三瓶委員と事務局からの御説明をいただきたいと思います。

その前に、眞鍋会長、大変すばらしい発表をしていただきまして、ありがとうございました。

○第一三共株式会社（眞鍋会長） ありがとうございました。

○沼上委員長 どうもありがとうございました。大変参考になりました。

それでは、三瓶委員から御説明をお願いします。

<プレゼンテーション②（三瓶委員）>

○三瓶委員 前回は資料を出したのですが、今回は、ポジションごとの処方箋を日本企業が実行できていない背景、課題について、なぜかというのを、事務局から依頼を受けたので、改めてご説明させていただきます。

次、お願いします。

前回、こういった象限でお話をさせていただきましたが、もう一回これを使います。

横軸ROE、縦軸PBRで、左上から、【ライフサイクル①】でAggressive growth、要するに、企業がまだ若くてどんどん成長したいと。ただ、まだ成長過程にあって、先行投資はかさむけれども、稼ぎはそんなにない。右上、【ライフサイクル②】のところに行くと、ここではいよいよ利益成長、利益を稼ぎながら成長できるというところ。ただ、それが終わって成熟すると、右下のところになってくる。さらに衰退すると、左下のValueに来る。そんな流れがあります。そこで、それぞれの課題があります。

次、お願いします。

この状況を、日本、米国、欧州、アジアでどうなっているのかというのを、ちょっと分類しました。左側の表は、企業の数ベースです。右は時価総額ベース。

まず、左のほうを見ていきますと、ざっと見て、上のAgg. Grという成長のところは、ほかの市場に比べて少ないです。明らかに少ないです。

そして、成熟のところ、Dividend Growth/Incomeのところは、ほかの市場よりも多いです。また、Valueも、ほかの市場よりも多いです。

そして、括弧書きが、3年前と比較している動きですけれども、Valueが12%減って、Incomeが+8、Growthが+5というのは、動きとしてはいいですね。日本企業も少し頑張って成長のほうに戻ってきている。ただ、ほかの市場を見てください。Growthが+8とか+7とか、そもそも多かったのに増えている。アジアなどは、Aggressive Growthが+10、それで、これは右側の時価総額でいくと、もっと明らかな差があります。時価総額にすると、Growthというのは、それだけ時価総額が大きくなりますから、占率の変化が大きくなります。こういう状況では、世界中でリスクマネーの取り合いをするときに負ける、劣後しているということです。

ですから、日本ももっともっとGrowth企業を増やしていくことをしていかないと、なかなか勝ち抜いていけない。そんなことです。

次のページをお願いします。

そうすると、衰退からの脱却と成長事業の創出が大事ですけれども、ここの2つの課題は表裏一体です。成長事業ができないから衰退事業からの脱却もできない。そのままどんどん衰退する。

その理由みたいなことを下に書いてありますが、私がこれまでの間、いろいろな企業から集めた声ですね。事業をまず続けたい、残すべきという空気、そういうのがある。また、じり貧なのだけでも、成長事業が見つからないので動けないという躊躇。それで、もしリストラするということであれば、軋轢があるので避けたいし、また、そんなことをしていると、あの会社は、ということで評判が下がる。または、事業撤退・資産売却すると、資本を回収するけれども、それを株主から株主還元しろと言われる。そうすると、社外流出してしまって、将来の成長資金を失うとか、いろいろな懸念があって動きがとれない。

一方で、成長事業をつくり出せないのも、議論をしていると、どうもコンセンサスに傾斜する。これはハーディングという群がりのほうに行ってしまう。

それで、投資についても、投資は将来の成果を勝ち取るためという考え方よりも、投資ということは、まず先に支出があるねと、だから、あまりお金を使いたくないとか、お金を出すと危ないなというリスクテイクに躊躇する。そんな感じがあります。

それで、事業機会はというと、いや、売上がとればいいだろう、利益の積み増しになればいいんじゃないか、ここに利益率とか資本効率というのがあまり入ってこないですね。なので、このままいくと成熟企業も衰退になっていく。なので、成果よりも障壁に注目しがちなMindsetを切り替える必要があるのではないかということです。

次、お願いします。

「企業の課題」、「資本市場の課題」、「政策の課題」という3つに分けました。

「企業の課題：Mindsetの切り替え」というのは、今まで言ったところです。その中で、例えば損失バイアス、現状維持バイアスという、普通に行動していると、そういうバイアスがかかってしまうことを無意識でいると、はまってしまうので注意喚起が必要だろうか、または、「失敗から学ぶ」というのは、よく言われることですがけれども、本気でそれをしているか、アメリカのベンチャーなどは、これを本気で、失敗をしたらそこから学ぶ、失敗の経験をしたCEOに対してのほうが、次に投資をするときには投資しやすい、あの人は、より学んでいるからと。そんな考え方ですね。

「資本市場の課題」、これはかなり深刻ですがけれども、プロフェッショナルとしてのAuthenticityがない。これは、週末の日経に、国内の大手アセットマネジメントが、かつて

1兆円ファンドを立ち上げましたけれども、それが500億円になってしまったと。なので、事実上、そのファンドは併合すると。もともと全天候型という、先ほど、スタイルの話をしましたけれども、真逆ですよ。だから、もっとプロとしてしっかりやらないといけない。それで、プロとしてやる時に大事なものは、役目というのは、資本市場での資本配分の責任があるということと、投資先企業のパフォーマンスを改善する責任、こういったものを担っているということですね。

「政策の課題」のところは、こういういろいろなことを調べていけばいくほど、産業が成熟している状態では、やはりボトムアップの視点でいろいろなことを見ていかなければいけない。その中にいろいろな個別性があるとか、特異性、革新性があるけれども、それに合わせた規制を考えていかなければいけないのではないかなと思っています。

そこに3つぐらい並べましたけれども、まず、明るく「失敗から学ぶ」というような土壌づくり、あと、これは、企業の方といろいろやりとりを、話をしたときに、例えば政策保有株式の売却というのは、どんどんやっていかなければいけない。または、事業譲渡による事業改革をしていかなければいけない。そのときに、売却した資金が課税対象じゃないといいよなど。課税対象じゃないということは、税金として出ていく分が中に残る。そうすると、成長投資に向ける分のバジェットが増える。しかも、取りあえず待っていてねと言うために、株主に多少の株主還元もする。

要するにトータルのバジェットが増えるので、そういうインセンティブをつくってもらえると、よりやりやすいのではないかと、また、規制のところでは、特に規制産業などでは、新しいビジネスモデルをつくろうとしたときに、料率の改定とか、簡単には通らない。なので、英国などでは、例えば電力会社に対して、regulated assetの部分とnon-regulated assetというので、規制がかかる部分とかからない部分と分けてあるんですね。そんなこととかも考えようがあるのではないかなというのはちょっと思ったところです。

そろそろ終わりにしますけれども、次に、Mindsetの切り替えのところで、これはなかなか難しいですね、Mindsetの切り替えは。だから、かなりはっきりした前向きで分かりやすい旗印が必要ではないか。例えばということだと思ったのは、G7の中での平均年間賃金を見たときに、日本は、悲しいことに一番下ですね。せめて平均ぐらいにならないかと。それだけでも相当上げなければいけないです。

そういう何か大きなものを掲げる。そのときに、絶対パイの取り合いをしてはだめですね。そうすると社会が分断します。ですから、そうではなくてパイの拡大を考える、パイ

の拡大というのは、例えば差別化・競争優位性を追求するビジネスモデルで、成長事業の創出をして、粗利率を上げるということですが、何で粗利率が出てくるかというと、次のページですが、惨憺たる有様というか、もう完全敗北です。日・北米・欧州・アジアの産業別の粗利率を見たときに、左側は分かりにくいかもしれませんが、右側を見ていただくと、全てここに挙げた大くくりの産業で、4市場の平均よりも下回っています。特にエネルギーとユーティリティーが下というのは、日本の資源がないところが影響しているというのは分かるのですが、しかしながら、全てこれだけ負けているというのは、やはり構造的な問題で、よほど頑張らなければいけないところだと思います。

あとは御参考ですが、次のスライドには、「日本的経営の特徴」、それが、もっと競争力をつけるのには、というので左右で対照にしています。これは、よく経営者の方に見せるのですが、どちらですかと言うと、5%ぐらいの方しか、右側にならないです。

次のスライドは、「投資家側の問題」として、エンゲージメントが非常に曖昧に仕向けられているわけですが、本来、変化を求めるエンゲージメントをしやすい投資スタイルとそうではないのがあります。その辺のミスマッチがあることに、自らも気づいていない投資家も多いなというところです。

次のところは、「投資スタイル区分と特化型ファンド」、事務局資料にいろいろなファンドが出てきますので、ベンチャーファンドとか、またはLBOファンド、それがどの辺で関係するのかなというのをまとめたものです。

あとは、次のスライドは、日本でも大幅な事業撤退等をやっている会社、例えば日立さんは有名ですが、上場子会社を売ったとか、完全子会社化しただけではなくて、物すごい数の事業を売却しています。ここにリストを挙げています。

次のスライドですね。

富士通さんは、実際にその取引の金額も出ているのが多いので分かりやすいですが、棒グラフのオレンジのバーが売却です。

次のスライドは、第一三共さんで、金額が開示されていない取引が多いので棒グラフにはあまり表れていないのですが、さっきお話があったとおり、いろいろな対策を進められています。

次のスライドをお願いします。

これは、「事業創出力」ですが、よく日本で、ソフトウェアとかバイオとか、そういうところじゃないの、という話があるのですが、海外では、74業種中、例えばアメリ

カで58業種がAggressive Growthというところで、新しいビジネスモデルを開発して闘っています。日本は20業種。だから、日本では、この自分たちの業種ではしょうがないよというような考え方があるかもしれないのですが、海外ではそんなことはなくて、どこでも、もっとイノベティブにやっているということ。

これが、本当の最後ですね。パランティアというアメリカのAIソフトウェアの会社がありますけれども、これが、いわゆる新興の会社の成長投資のパターンではないかなと。

①という一番下のところは、R&Dの支出ですが、IPO後に思い切り投資をしています。それがしばらくたって、ソフトウェアとしての十分なIPが出来上がると、今度は売れていくので、グロスマージンが上がってきます、粗利率が上がってきます。②ですね。その状況で、今度はいよいよ本格的に営業組織を整えて、売りに行きます。そして、ぐんぐん成長していくわけですね。

この段階というのは、例えば上場前にベンチャーファンドに支えられてIPOをして、今度は上場市場で投資家に支えられるときのバトンタッチのときに、成長段階が非常に分かりやすいのですが、R&DでIPをつくる。そして、それで、その収益力がついてくる。その後、今度は営業部隊を整えてどんどん売りに行く。そうやって成長のステージは違うけれども、成長段階があることで、どこで、よりリスクをとるベンチャーファンドが支えて、どこで上場市場の投資家が支えるんだというのが明確になっています。

こういうコミュニケーションができていると、非上場から上場市場へのバトンタッチがスムーズにいくと、そんな例ではないかと思います。

以上です。

○沼上委員長 ありがとうございました。

僕、今迷っているのですが、加賀谷さんから先に意見を聞かなくて大丈夫ですか。

○加賀谷委員 まだ大丈夫です。

○沼上委員長 それでは、超スピードの読み上げで行きますので……。

<事務局説明>

○事務局（日野課長） それでは、超早口で御説明をさせていただきます。

それでは、事務局説明資料をお願いいたします。

12ページ目まで、前回いただいた御意見を整理しております。

13ページ目、改めて「基本認識の整理」というところで、つけております。

14ページ目、前回お示しした社会システムについて、大学や高専を、前回の御議論を踏まえて入れています。

15ページ目、「今後の議論の進め方」です。前回、御意見をいただいたように、解像度をもっと上げる必要があるのではないかと。つまり、企業のポジションごとに必要な打ち手と、その障害は何かを議論した上で課題解決策を整理して、必要な政策対応を検討していくこととしてはどうか。

このポジションごとに、前回提起いただいた各項目を議論してまいりたいと思います。

具体的に、ポジションとしては、企業の成長戦略を主軸に、これをサポートする投資家という構図において、PBR、ROEという軸で分けをし、右下の図になりますけれども、その企業群を念頭に成長戦略実行の課題解決策について御議論いただきたいと思います。

今のこちらの図については、前のページの左下の図に、成長のための打ち手や、その実行の障害となる社会システムの課題を、前回の御議論を踏まえて、事務局において記載いたしました。もちろん打ち手は、企業の状況に応じて多種多様ですので、企業群に共通して優先すべきものを記載しています。

まず、成長期待が低くて、資本収益性もまだ低い企業群①は、事業・資産の組み替えの構造改革が優先すべき打ち手です。その実行を妨げる課題として、事業譲渡、カーブアウト、スピンオフといった適切な手法を企業が状況に応じて選択できるかという事業再編手法の多様化や、企業経済、業務提携といった効率化を円滑に行えるかどうかという企業間連携の迅速化、構造改革を支えるファンドなどが十分に存在しているかという構造改革を支えるリスクマネーの不足を挙げております。

次に、成長期待は低いものの資本収益性は高い企業群②は、成長期待を高める成長戦略の再構築が優先すべき打ち手で、どうしても成長期待が高まらない場合には、戦略的な非上場化というのも検討すべき。その実行を妨げる課題として、取締役会を通じた成長戦略の磨き上げや、取締役会の実効性の課題、非上場化に係る資金調達環境の課題というのも挙げています。

また、成長期待が高い企業群③や④ですね。こちらは、リスクテイク型の成長投資が優先すべき打ち手です。高度・多様な人材が確保され、企業内で活躍できる環境の課題や全社的な経営資源配分を実現する執行機能強化の課題、大規模かつリスクの高い投資の資金調達環境の課題を挙げています。

最後に、全ポジション共通の課題ということで、投資家や従業員など多様なステークホルダーの理解が得られやすいよう、優先すべき打ち手は何かに関する共通認識が十分醸成されているかという点も挙げられるかと思います。

こちらについて、果たしてこういう位置づけでいいのかとか、前回提起されていない内容でも結構ですので、御議論いただければと思っております。

今回各論の議論を行うところを、赤太字にしています。

次のページでは、前のページの整理のバックデータとして、企業群①からポジションを改善させた企業の特徴を分析いたしました。2020年度に三瓶委員の定義におけるバリューポジションだった企業のうち、2023年度にIncome/Dividend Growthや、Aggressive Growth/Growthのポジションにシフトした企業群を改善群、2023年度まで継続したバリューポジションにとどまった企業を非改善群として、2014から2023年度の過去10年間で実施した事業の売却、買収の金額の、総資産の金額に占める割合を比較いたしました。

両方とも、改善群は4倍以上回っていて、つまりバリューポジションは、企業群①とみなせますので、企業群①からポジションを改善させた企業は、そうではない企業と比較して事業ポートフォリオの最適化に取り組んでいると考えられます。

次のページです。

一方で、改善群、非改善群の間で、当期純利益に対する支払い配当金や自社株買いの割合を比較いたしました。両方とも、非改善群のほうが上回っているということでした、つまり企業群①からポジションを改善させた企業というのは、そうではない企業と比較して、配当や自社株買いといった株主還元を必ずしも多く実施しているわけではありません。

これらのデータを踏まえると、企業群①、成長のために優先すべき打ち手というのを、事業、資産の組み替え等の構造改革と定義するのは妥当ではないかと考えています。

次のページです。

それでは、先ほどのポジション別の整理図で挙げられた、各課題の詳細の検討です。

まず、「事業ポートフォリオの最適化」ということで、事業再編の課題です。特に企業群①の優先すべき打ち手として、コアとノンコアの見極め、ノンコアについて、分離・独立を含め、事業ポートフォリオを不断に見直して、コア事業に集中していくことが重要と。とりわけ、いわゆる大企業にいて、自社グループ内の全ての事業に対して、十分な成長投資を行って、従業員の方が100%の力を発揮できる事業環境ができていないのかと。そうではない場合は、ベストオーナーの観点から事業を託すとか、スピノフで独立させて、そ

の事業を得意とする経営幹部や従業員のもとで、再度成長を目指す。自社も、コア事業に専念して、さらなる成長を期するというウィン・ウィンの関係ができることを検討すべきではないかと。

中でも、親会社のインフラを使って取引先や従業員の理解、認識の醸成を図りながら安定成長の成熟事業の上場を目指すといった会社のスピノフのニーズの実現の環境整備も必要ではないかと。

さらに、業界内の複数社による事業再編による合従連衡のスピノフについても、環境を整備していくべきではないかと考えております。

次からは参考で、22ページ目、スピノフは、米国では、新規性ある事業だけではなくて成熟事業でも活用されているということです。

次のページは、スピノフすることで、取締役会、経営陣も専門性を発揮できる。深く突っ込んだ事業運営ができると。こうした環境が従業員の方のキャリア向上や投資家への魅力向上につながるというメリットが挙げられるかと思います。

次、スピノフした企業も、企業価値を高めておりますけれども、右側の表の株価の変化とか事例を見ていただきますと、スピノフ元である親会社のほうの成長期待も高まっているということです。

25から27ページ目は、現状、翻って日本でもスピノフを検討している企業が出てきていらっしゃいますし、26ページ目は、現在の制度の御紹介です。

27ページ目は、スピノフ直後の他社との統合ニーズといった具体的な声もいただいているところです。

28ページ目、続きまして、今度は企業内の事業ポートフォリオではなくて企業と企業間の連携によるポートフォリオの変更です。人口減少やグリーントランスフォーメーションという流れを踏まえると、右下の緑になりますけれども、必要な対応としては、既存事業や設備の統廃合、新規投資の事業転換となります。

複数企業にまたがるので、企業結合というのが有効な手段の一つとなります。また、複数企業の業務提携や共同調達とか、国際競争力を高めるための企業結合といった対応もございます。

こういった企業間連携にまつわる課題に対して、制度が制約になっているものはないか、御意見を賜ればと思います。

31ページ目、参考で、例えば中国ですね、エチレン生産能力は、国内需要が鈍化してい

く中でも大規模新設が予定されていて、国際競争が激化して対処が求められる中で、こういった制度的な課題があるのかということです。

次のページ、ドラギレポートをつけています。こちら、下のほうにあるとおり、「新たな産業政策」実現に向けた4つの柱の2. を御覧いただければと思いますが、企業結合ガイドラインの改定や競合企業間の業務提携といった事項について、産業政策・競争政策・貿易政策の相互連携の必要性が提起されています。

話題は変わりまして33ページ目、次に資本・金融市場についてです。エクイティとデットに分けて現状認識と解説ということです。

まず、エクイティについて、特に企業群①の構造改革とか、企業群②の成長戦略の再構築といった、企業の成長に向けて中長期目線での株式保有や適切なエンゲージメント、事業再編を行う投資家が十分に存在していないという現状でありますし、投資家が生まれ、育つ環境も十分でない。

こういった中で、M&A、事業承継、非公開化のニーズが高まっているという現状です。

前回の、上場市場に企業が多いのではないかという問題提起が委員からありましたけれども、特に企業群①や②ですね、企業群②は、グロース投資やセカンダリー投資の観点とか、非上場化に向けた投資の観点からは、資金調達環境がまだ不十分ではないかと。

そのため、プレイヤーの創出・育成の観点から、よりプレイヤーの属性の裾野を拡大していく必要はないか。加えて大型案件を扱うプレイヤーの層を厚くしていく必要があるのではないかと考えています。

また、ルール整備・インフラ整備の観点から、企業が上場・非上場を柔軟に選択しやすいような環境づくりが重要であり、こういったことが考えられるか御議論いただきたいと思います。

参考資料として、エクイティを担うプレイヤーの整備、大型の非上場化案件やカーブアウトがプライベートエクイティ市場を牽引している現状、主要国における上場企業数の推移などについてまとめています。

次に、デットです。

これまで、低金利ということで、金利上昇といった変化もある中で、改めて融資への回帰の流れが生まれつつあり、家計資産の大部分の預金も、融資という形で産業金融を支えています。

昨今、GX、DXといった不確実性を伴いながらも投資競争の中で投資規模も拡大して

いく中では、エクイティのみならず企業の成長資金の獲得手法の多様化を図ることが重要です。

プレイヤー創出・育成の観点から、コーポレートファイナンスだけでない事業性融資が、より普及していく必要があるのではないか、また、企業の成長局面において、メガバンクや地銀、政府系金融機関などがうまく連携し、その強みを生かしていけないか、銀行以外の多様な担い手の厚みを増すことが必要ではないかと考えています。

また、ルール・インフラ整備も、融資に比べて社債が利用されていない現状に鑑みれば、こういった政策的検討の余地があるか、検討していく必要があるのではないかとということです。

以下、参考として、LBOファイナンス市場の日米比較や、金融機関の連携の在り方、担保や保証ではなく事業性に着目した融資の重要性、社債のコバナンツの付与状況をまとめています。

最後に、本日御議論いただきたい論点をまとめています。

論点①として、16ページ目で整理したポジションごとの企業の成長のための打ち手と、それを妨げる社会システムの考えについて、どのようにお考えになるでしょうか。

論点②として、事業ポートフォリオ最適化、資本・金融市場に関するそれぞれの課題仮説についてどのようにお考えでしょうか。また、課題の解決について、どのような政策に取り組むべきでしょうか。

この2点について、御議論を賜ればと思います。

以上です。

<自由討議>

○沼上委員長 非常に早口で、本当に助かりました。ありがとうございます。

それでは、早速加賀谷さんから、まず5分以内ぐらいを目途にお話をいただけますか。

○加賀谷委員 ありがとうございます。

まず、事務局にご提示いただいた、特にポジションごとに打ち手をちゃんと考える、PBRとROEのマトリックスに基づいて考えるという御意見には賛成いたします。ただし、それぞれの企業群が陥っている課題の真の原因が何なのかというところが曖昧なまま進めてしまうと、かえって打ち手が外れているとか、あるいはうまくいかないということがあり得ると思いますので、そうしたところの分析を、やはりしっかりすべきではないかと

思っております。

例えば、企業群①で申し上げますと、確かに事業再編手法の多様化だとか、そうしたところが必要だと思います。ただし事業再編を促すためのさまざまな制度改革が実施されているという認識も持っています。例えばパーシャルスピンオフだとか、分社化の制度を税政面での優遇措置として導入しています。導入していたとしても、事務局にご提示いただいたとおり活用されているケースがほとんどないということを考えると、本当にそれが真因なのだろうかというところは、やはり問うべきなのではないかなと思っております。

例えば、私が調べたところによりますと、伊藤レポートなどを契機としてROEだとかROICを目標に入れている企業は増加しています。ただしそれを、実際に資本生産性を高める手段として活用できている企業はどれくらいあるかはきちんと確認を行い、できていないのだとすれば、なぜできていないのかをきちんと検討する必要があると考えています。我々の調査によれば、組織まで落とし込むことができていない企業は必ずしも多くないことが確認されています。

2つ目が、マクロ政策での考え方になりますと、やや解像度が落ちる側面があるのではないかなと思っております。事務局資料の16スライド目で示されているような、企業群で整理すれば日本企業で申し上げますと企業群①が圧倒的に多いと思いますけれども、これを行いつつ、企業群③、④をさらに伸ばすとなると議論が拡散しがちです。それぞれの企業群で先行例となるような個別企業を基礎にしながら、どういうメカニズムが入っているから企業群①から③、④にシフトできているのかといったことを議論するのが重要なのではないかなと思っております。

例えば今日、三瓶さんからも御紹介いただいた資料12ページ目のパランティアなどの例で申し上げますと、三瓶さんがおっしゃるように、投資家はうまいコミュニケーションの中で成長した数少ない例だと思いますけれども、パランティアをいろいろ調べてみますと、例えば株式市場からのプレッシャーを回避するため経営陣としての意思を守るための黄金株を活用するなどされています。短期志向を回避できる株主所有構造を前提として、長期投資を実現されています。もちろんそうした選択ができるのは、魅力的な価値創造ストーリーを発信されていることが支えているとも思います。

特に企業群③から企業群④に移行していくというのは難しいと思います。私が実施した事例分析によれば、こうしたことがやれている企業さんの多くは、共通点として、やはり経営トップがかなり長期で経営をできているような、そんなケースも見受けられます。

そういうことを考えると、経営トップを長期で、ある意味、いい経営者により長く務めていただくためにはどういうメカニズムをつくっていく必要があるのかとか、何か個別企業群で見ていくからこそ、いろいろ見えてくることがあるのではないかなと思っておりまして、そういった原因分析だとか、あるいは考え方ですね、そうしたところをしっかりとしていかなければならないのではないかなというのが、2つ目に申し上げたかったポイントです。

3つ目が、私、このプロジェクト以外にも知財無形資産をテコに、成長投資をいかに高めるかというような政府の様々なプロジェクトに参加をさせていただいております。そんな中で分かってまいりましたのは、企業が自社の強みを、本当に定義できているのか、定義したら、定義を本当に社内で共有できているのか、さらにそうした強みを投資家との対話・エンゲージメントを通じて解像度高く価値創造ストーリーへと昇華させることができるのかというような、そんな論点が上がっております。

そうしたところで、徹底的にやるためには、どんなことが必要なのかとか、比較的今ボトルネックになっているポイントが何なのかというところを踏まえた議論をしないといけないと、結局、様々な上の部分だけ議論をしても、かえって、ある意味、成長投資の支援には結びつかないのではないかなと思っておりまして、そうしたところをどのように考えるかというところを御議論させていただきたいなと思っております。

以上でございます。

○沼上委員長 どうもありがとうございます。的確な時間配分でありがとうございます。た。

これから自由討議に入りたいと思いますけれども、基本的には、お名前の五十音順の逆、前回と逆の順番でお話をいただくというので、5分でベルが鳴るというシステムになっていますので、その辺を御理解いただきたいと思います。

それで、前回、私、最後で、ほとんどしゃべる時間がなかったので、大変申し訳ないですけれども、五十音順の逆ではないのですが、まず私から話をさせていただいて、その後山口委員という、その順番で行きたいと思いますので、どうかお許しいただきたいと思います。

大したことをお話ししたいわけではないのですが、前回、やはり三瓶さんの御説明で、問題が大変整理されたと、私は思ったわけですね。

そんな中で、私か理解した限りで言うと、やはりこれは三瓶さんの図を2層で考えない

といけない。これは、市場側で4種類があるというのと同じように、多角化企業の社長は、社内の事業について4種類の事業を持っていると考えると、多角化企業の内部でAggressive Growthが、本当に出てきているのか、自分の会社内にグロースが出てきているのかと。

それでここは、もう一個、企業の社長側に、CEOの側に問わなければならない問題で、出てきていないのだとすると、その根源的な理由はどこにあるのか、株式市場側からの圧力があるから出てこないのか、いやそうじゃなくて、そもそもやはりなかなか出てこないようになっているのか、それは、会社の中のイノベーションシステムが壊れている可能性がある。

今日の第一三共のお話は、内部のイノベーションのシステムがうまく機能している例で、実際には株式市場からの評価が出るずっと前から、あのネタが随分上がってきて、それで、全社的にもそれに賭けるというのが、2016年には打ち出されて、実際に株式市場の評価が出てくるのは2018年、2021年とか、そのぐらいになってから出てくるので、その前の段階で、ちゃんとしたことをやっていてくれれば、経営者と投資家の間でうまくリレーができるというか、分業ができる。

言ってみれば、社会全体で最適なキャピタルアロケーションにするという投資家の立場と、社内でそれにあわせて最適なキャピタルアロケーションにしているという、そういう目利きの経営者が、しっかり組織内の体制を整えておいてくれていると、もっと日本全体で豊かな成長機会がある、そういう社会になっているのではないかなと思うんですね。

恐らく株式市場の気がつく前に、もっと前にしっかりと新しいビジネスチャンスを見つけ出して、そこに集中投資するという、その経営ができていれば問題は随分楽になっているのではないかなと思います。

それで、2層で考えたときに、キャピタルアロケーション、社会全体のほうを見たときに、三瓶さんのお話で、4つに分かれるというのですが、この4つのカテゴリーと、それぞれの思想を持ってとおっしゃっているのですが、これは、日本で言うと、どのぐらい投資家の人材が豊富にいるのかと、左上が少ないのは、投資対象がないからなのか、見つけてきていないからなのか、ここは、多分相互作用の問題があって、両方問題があるのかもしれないので、例えばアメリカがこの種の左上のアグレッシブグロースのところの投資家の厚みが100点だとすると、日本は何点ぐらいとれているのかというような投資家の側の層の厚み、目利き力、この辺も問わなければいけない問題なのかなと思って聞いていました。

もう一方で、先ほど申し上げましたように、Aggressive GrowthとかGrowthの領域の事業を多角化企業の経営者がどれだけ把握して、そこに集中投資できているかという、その企業の経営者側の状況も問わなければならない問題ではないかと思っています。

恐らくそこは、果たして企業の意思決定者の問題なのか、あるいは労働市場とか独禁法とか、様々外的な税制とか、そういうほうの問題なのか、このあたりは、ここから先、議論を詰めていかなければならないと思っています。

もう一つ、やはり左上が少ないのは、ナショナルイノベーションシステムが壊れている可能性もあって、もっと多くの新規事業のネタが大学発のベンチャーとかで出てこない、やはりここにお金は出てこないよねという可能性もあるので、そこも検討していかなければならないかなと思っています。

以上です。

ということで、私が初めにお話しさせていただいて、この後、山口委員から順番にお話をいただくことにしたいと思います。よろしくお願いします。

○山口委員　山口でございます。私からは、2点お話しさせていただければと思います。

1点目は、「事業ポートフォリオの最適化」に関する内容です。事業ポートフォリオの最適化を進める前提として、事業ごともしくは地域ごとのビジネスの状況をしっかりと可視化しておくことが必要になると考えます。現状、この点、まだまだ改善の余地はあるにしても、多くの企業で事業ポートフォリオの最適化に向けた取り組み、挑戦が徐々に進んでおります。その認識のもと、事業ポートフォリオの最適化の促進策として、具体的な施策を二つ、経営者の方々との議論を踏まえて、本日申し述べます。

一つ目は、株式対価M&Aの使い勝手を向上していくこと、それから、二つ目はパースナルスピンオフ税制の恒久化です。

「株式対価M&Aの使い勝手の向上」というのは、株式対価M&Aは、事業再編、それから組織再編を進めるために、都度キャッシュを用意せずに済むということで、非常に有効な手段となっております。

この点は、先行する「稼ぐ力」の研究会の取りまとめでも指摘されているようにですけども、現行認められている「子会社とするケース」以外のケースにおいても本手法を適用できるという形に変更していただければ、多くの企業で事業再編、ポートフォリオの最適化の取り組みが今まで以上に進められるのではないかと考えております。

次に、「パースナルスピンオフ税制の恒久化」についてお話しします。事業ポートフォリ

オの組み替えを行うに当たり、経営者にとって事業の取得よりダイベストのほうが、決断が難しいということは御認識のとおりです。しかし、パーシャルスピンオフを行う場合、スピンオフ先企業が元会社のコーポレートブランドやシステムインフラをそのまま使う余地が残るため、完全なスピンオフに比べて心理的な障壁が小さくなります。さらに、パーシャルスピンオフから完全なスピンオフのように段階を踏んだ形でスピンオフを進める事ができるため、事業再編自体が進めやすくなると思います。

パーシャルスピンオフについては、現在、2028年までの時限的な特例措置として税制優遇措置を認めていただいております。日本に数多くある大企業が、その事業ポートフォリオの最適化を持続的に進めていくために、パーシャルスピンオフは必要不可欠なツールであると考えております。従って、ぜひ本仕組みの恒久化の検討をしていくべきではないかと考えております。

ここまでの、1点目、「ポートフォリオの最適化」に関する2つの具体的施策に関する意見になります。

2点目は「資本金融市場」、中でもエンゲージメントファンドの強化についてお話をさせていただきますと思います。

まず、事務局から先ほど御説明があったデット・エクイティの両面でプレイヤーの創出、それからルール・インフラの整備が必要であるということは、全く本当にそのとおりだと考えます。特に事務局の資料の中で、34ページのリード文の1行目、2行目は、このとおりだなと思います。レイター期・Post-IP0期の資金供給主体、上場企業を対象とするエンゲージメントの担い手が非常に不足している点については、このあたりは経営者としても多くの方が指摘されるところであります。

この問題は、過去から広く認識されていると思いますが、問題は、それに対する具体的な処方箋をどうするかという点にあると考えております。

一例として、GPIFでは、2018年から「エンゲージメント強化型パッシブ運用」といったものを、市場全体の持続的成長とスチュワードシップ活動のアプローチ方法の多様化、強化を目的として始められています。

現在のエンゲージメント先は、時価総額上位企業が多いようですが、これを、レイター期・Post-IP0期の規模の企業にまで積極的に拡大していくことで、上記の問題解決に役に立つのではないのでしょうか。今申し上げたことは、ほんの一例ではありますが、そういったことを具体的に検討していくことが重要ではないのかなと考えております。

私からは事業ポートフォリオの最適化をするために具体的なアクションとして2点、株式対価M&Aの使い勝手向上とパーシャルスピンオフ税制の恒久化の件について述べました。さらに最後に、エンゲージメントファンドの強化についてもお話しさせていただきました。

以上でございます。

○沼上委員長 どうもありがとうございます。

それでは、続きまして、宮島委員、お願いいたします。

○宮島委員 日本テレビの宮島です。前回は、最初のほうで発言をした後に、そのまま出てしまいましたので、皆様の御意見を議事録で拝見しました。同じ意見のところ、非常に賛成するところが多かったのですが、私自身は、事業を直接している立場ではないので、外から見るとどう見えるか、あるいは一般の人から見るとどう見えるかということを中心にお話しすることにします。

まず、今日のテーマでの区分けに関しては、基本的に賛成です。特に③、④の成長したい、成長を目指しているところのチャレンジに対して、足を引っ張っている部分がないかということ、これは、今回非常に重要なポイントだと思いますけれども、それとともに企業群①、変化にやはり躊躇があるのではないかとと思われるようなところに対して、いろいろな制度があるわけですが、その制度が、今本当に実効性を保っているのか、改善する余地はないのか、漫然とやられていないのかということは非常に重要かと思います。

また、日本のいろいろな意味での空気感が影響している部分も多いと思っておりまして、本当は、これを議論していくと、社会全体のこととか、教育にまで及んでしまうことが多く、今回はそこまでは行かないとは理解はしておりますが、リスクをとることをみんなが褒めるということを本当に現実にしていくことが、非常に重要なのではないかと考えております。

具体的などころですけれども、今、山口委員もおっしゃった、パーシャルスピンオフに対する税制に関しては期待を持っています。それで、切り出しをするというところで、一定の抵抗感がある可能性があるという現状でパーシャルであるということは、それをかなり和らげることができるのではないかと思います。

税制などは、私も長く税制を取材しておりますので、かなり保守的な人たちも含めた意見の総論でないと税制が成立しないところがあるので、足を引っ張っているところがあるかどうか気になります。

例えば、資料の25ページのスピンオフに関する税制措置のところ、適用条件の中に、「スピンオフ後に切り出された側の従業員のおおむね90%以上が引き続きその業務に従事することが見込まれる」というのがあります。それはいわゆる労働者側からの意見、あるいは一般国民の安心を税制でも担保する上で入れられたと理解はしているのですけれども、実際にこれを使われる方にとっては、この条件はきついのかどうか、つまり日本の労働市場を気にすると動けないようなことが、いろいろな要素としてあり得ると思うので、こうしたところでも、ちゃんと動くのかというようなこと、今、雇用は以前よりも流動化してきていますので、まさに未来に向けての制度にする必要があるのではないかと思います。

金融の多様化ですけれども、その多様な出し手というのは、本当に必要だと思っておりまして、本日の提案である、出し手ファンドに対する官民ファンドによる支援というのは、一定程度賛成です。

ただ、世の中全体で見ると、様々な官民ファンドの仕上がりに関してはいろいろな意見があり、やはり相当累積赤字をつくってしまった官民ファンドもあるので、なかなか官民ファンドで行けばというふうにすぐには思えないところがあります。ゴールの目的とか、その検証をしっかりとできる形で官民ファンドを運営する必要があると思います。

誰が担うかというところに関しては、まさにその役割分担と協調が必要だと思っているのですが、特に事業性の融資が地方などではまだ優先的にされていないことに関しては、問題意識を持っています。

かつて知財戦略本部で議論をしたときに、知財を中心とする知財の経営デザインシートをつくったのですが、その後見ても、例えば日本公庫の中小の融資などでも、そういったものが十分には使われていないようで、その成長性や事業性、知財の価値をしっかりと評価していく軸が、改めて必要ではないかと思います。

知財を評価する会社などもできていたのですが、それが、活躍している感じにはとても見えないので、この事業性融資の事業性を評価するところに関しては、さらに努力する必要があると思っています。

あと、一般から見て、社債は、本当にもっと身近になってほしいと思うのですが、日本では長いこと100%安全な預金をかなり信じている方が多かった状況から、今、新NISAでみんながリスクをとりに行っている状況に一部移っています。

ただ、新NISAの口座での投資の状況を見ますと、リスクをとりに行ったというよりは、みんなで何となく、世界に投資しているから大丈夫だという空気感に乗っているだけのよ

うにも見えまして、為替のリスクなどがちゃんと意識されているかどうかに関しては疑問が生じます。

みんなが少しずつリスクをとれるようになったということであれば、まさに社債のようなリスクのバリエーションが、いろいろなものに関して、中程度のリスクをとって応援していくようなところを、さらに後押しする形が必要ではないかと思います。

コーポレートガバナンスの話になるかもしれませんが、前回も何人かの委員の方が、今のアクティビスト（株主）としての様々な行動について、株主権利の整理をするべきではないかというようなことをおっしゃっていて、私もそう思います。

特に今、会社法を動かすという局面にはありますけれども、物によっては時間がかかることに関しては、いい方向であったらガイドラインでできるようにするほうがいいと思いますし、そもそもどの株主でも株主総会で発言ができるような状況というのが、今、イベントを材料として発信をするような人たちが出てきているという状況の中で、健全に回るのかということも気になっております。

以上です。

○沼上委員長 どうもありがとうございました。

続いて、松田委員ですね。多分、チーンと鳴っても松田委員に聞こえないと思うので、ここでチーンと鳴ったら、私がチーンと口で言いますから、それを気にしてください。

○松田委員 よろしく願いいたします。

一ページめくってください。

すみません、昨日の今日で、ポンチ絵みたいなものしか描けなかったのですが、最初のページは御説明するまでもなく、企業を取り巻く環境がこういった形で変わってきたのだということです。70年代からはグローバル化、90年代からガバナンス改革、そして今、人的資本改革というようなことで、経営に対しての影響は随分大きい。その中で、やはり私は、経営の意思決定能力の問題が、まだまだ昭和的なものを引きずっていて低いということとは大きな問題だと思っています。

ということで、ひとつは、先ほど企業を分けて見ていかなければだめではないかというお話がありましたけれども、まだ図の左側のようなところにたゆたっているような企業と、右側を意識して動いている企業の差は開いているので、賛成ですということです。

それから、もうひとつは、ガバナンス改革、人的資本改革を経て、改めて現在の論点は事業のグローバルな中での競争環境の変化、その中でどうしていくかということに立ち

戻っているように思います。

次、お願いします。

そういう意味で、前回示されたこの表は、非常に印象的だったのですが、ここで、赤字で書かれている業界は、ほとんどが、本来規模が効くはず、基本的な業界分類で言うと、いわゆる規模型に属する業界です。ただ、規模が効かないでほとんど手詰まりになってしまっていることが、非常にきれいに出ているように思います。

本来ならば、こういう規模型の企業は、グローバルなコンペティションで勝っていかなければいけない、にもかかわらずそういうことができていない。なぜならば国内だけでプレイヤーの数が多過ぎて規模のメリットが活かせていないからだということを、非常に如実に示しているものと思います。

ここから2つ言えるのは、ひとつは、PBR、ROEだけではなくて、やはり競争戦略上のビジネスの型のようなものも少し見る必要があるのではないかということ。それから、規模が効くにもかかわらず国内においてプレイヤーの数が多過ぎることについてどう考えるかという問題がもうひとつあるかと思います。

次、お願いします。

ということで、何か非常に大きな絵を描いてしまいましたけれども、企業に関しては、先ほど申し上げた経営の意思決定能力の問題ということで、例えば「SBUの決定」にしても、今多くの大手の企業で、本当に昔ながらの事業の分け方しかしておらず、子会社、関係会社も多過ぎることによって、戦略的なビジネスユニットが設定されていない、依然としてリーガルエンティティごとの管理をしているので、非常に煩雑になり、それに人がとられて活力が失われるということが起こっています。そのあたりを抜本的に変えることから必要なのではないかということです。

また、「経営戦略の策定」とありますけれども、多くの企業が中期経営計画（中計）は出しているのですが、中計が経営戦略になっていないケースが非常に多いです。ここを変えていかなければいけない。例えば、先ほどの規模型の業界に属する企業などは、少し戦略を考えるだけでスケールメリットをとる必要に思い当たり、企業間連携などの模索を喫緊にやらなければいけないのではないかということです。

ただ、そういうことを考える上できちんと事実を見ることが必要なわけですが、なかなか事実が見られない。「経営管理の徹底」というのは、ROE、PBRと言われている時代にあっても、たゆたっている会社はいまだに「赤字じゃないからいいでしょう」

という言い訳が通ってしまうような状況にあることが問題と思います。

そういう意味では、「本社機能の改革」も非常に大事です。最近、やはり事業ポートフォリオマネジメントなどが重要視されてきているがゆえに、本社機能の改革をしようとする会社さんは増えてきています。ただ、それがどうしても本社人員の頭数を増やすとか、マイクロマネジメントをもっと進めるというような形で、逆に事業にとってマイナスになっている事例も多く見られます。

そういったことを本格的に変えていくには、本当にもっと「経営人材を育成」していくしかないわけですが、こういったコーポレート機能の改革などでも、例えばベストプラクティスあるいはダーティープラクティスというようなものを、もう少し具体的にを見せていくことが必要なのではないかなと思います。

それから、「資本市場」については、先ほど三瓶委員からプロフェッショナルな「真正性」という決定的なワードが出ており、私も全く同意しますので、ここについては割愛します。

最後は、今日の論点として出ておりましたシステム上の課題ということですが、大きく2つ申し上げたいと思います。

ひとつは、一番右側に書いております「市場・競争環境の非連続的・根本的な変質」ということについて、システムにまだ反映されていないのではないかと。特に産業構造改革といったようなときに、本当に日本の競争優位とは何だろうかと、ちょっと根本的なところですが、考えなければいけないのではないかなと思っています。

そういうことを考えていくと、本当に競争優位のきくところを優先的に見ていかないといけない、あるいは経済安全保障であるとか、日本の国家として非常に重要であるような産業を、やはり優先しなければいけないという考え方が生まれてくるのではないかと思います。そういう意味での競争優位を、もう一度考えることが必要かなと思います。

それから、もう一つは、企業間連携などが進んできますと、必ずスポットライトが当たってくるのが、やはり競争法制を再検討していかなければいけないということではないかと思っています。例えば、右側にいろいろ非連続的な変質について書いてありますけれども、こういったことを今の競争法制が入れ込んでいるかというと、私は、必ずしもそうではないのではないかと思います。例えば、中国との関係を例にとっても、昔のモデルは中国に輸出して儲けるというモデルであったわけですが、そんなことはもうあり得ないですし、中国ではコモディティが作られるので日本では高付加価値化、差別化をするということも

通用しなくなっている。さらには、日本との関係が深かった例えばタイなどの国でも、現在は急速に中国へのリプレースが進んでいる。そんな競争状態であるわけですね。

そのような中で、いつまでも過去の競争法と同じでいいのか。もちろん、競争法制を言い訳にしているような企業もあるように、私も思います。ただ、少なくとも非連続的な競争環境への企業の対応を邪魔しない、あるいは企業に言い訳をさせないような形で、どういうふうな望ましい競争法制があるべきなのかというのは、少し検討してもよろしいのかと思います。

私からは以上です。

○沼上委員長 どうもありがとうございました。

それでは、日置委員、お願いします。

○日置委員 項目ベースで走っていきたいと思います。

まず1つ目、事務局の皆さん、企業のポジションのフレームワークで整理をいただいております。ありがとうございます。非常に議論がしやすくなってきているのではないかなと思っています。

一つだけ足すとしたら、ちょっとしつこいのですが、やはり成長の方向感というところで、国内の成長と海外の成長というのは、やはり後押しの仕方が違うような気もするので、先ほど制約の議論もありましたけれども、そういった観点で少し区分をして、解像度を上げていくのはあるのではないかなというのが1点目です。

この16ページのスライドで、※にある「過度な株主還元は成長のために効果的ではない可能性」というところは、すごく大事です。先週、早稲田大学のトモスズキさんとも御一緒にしていたこともあり、本当はここお話をしたいのですが、それだけで終わってしまうので割愛しますけれども、今の状況は、資本効率も含めて、過去積み上げてきたものの取り崩し型で何とか賄っているような印象です。取り崩す一方ではいずれ底をつきますので、逆に我々は何を積み上げていけるのか、これからの世代に対して何を残せるのか、しっかりと意識しながら成長の議論をしていきたいというのが2点目でございます。

3点目は、メインテーマの一つに取り上げていただいたスピノフです。これは前回申し上げたのですが、私は昔、事業再編とかP Eの活用というところの案件を経産省でやらせていただいたときにも、デュポンやシーメンスの例で取り上げました。

そのときに思ったのは、事業売却という手段自体が、新しい事業のためのリソースの調達という位置づけになっていたのので、これをやるための資金調達というよりは、これ自体

が成長のための資金調達の手段であるという観点をもつのが、結構大事なのではないかなと思っています。

この構造を成り立たせようとする、やはり外す対象の事業の価値が高いうちに、要するに競争力の高いうちにやらないとうちはならないので、ノンコアというのは、イコール赤字事業ではない、当たり前ですが、このことを意識しなければいけないと。

それから、やはり足すものがないと引けないということを前回申し上げましたけれども、これが一番苦労するところです。ここは解決策がまだ思いつかないのですが、その足し算の面をどうつくっていくか。

4つ目が、このような新陳代謝のダイナミズムを経営陣が、特別なことではなくて普段事として向き合えるかどうか、マネジメントの在り方がすごく大事だと思っています。これが、昨年、CX研究会でやらせていただいたところの根本的なベースにあった問題意識で、仕方ないことですがどうしても足元のアジェンダに引っ張られてしまうのですが、意図を持ったマネジメントプロセスを設計して、新陳代謝についていつも考えていることをルーチンにしないと、こういった思考はそもそも回り難いと思います。これは、執行機能の強化とか、CX人材の育成にも通じると思います。

やはりこれをやらないと、ベストオーナーといっても、実際はノンコア＝赤字事業のような、手遅れな議論になりかねないので、気をつけたほうがよいと思いました。

5つ目は、非上場化はすごくいいポイントかなと個人的には思っていて、ダメだから降りるという話ではなくて、成長の手段としてしっかりと非上場化を位置づけるところがすごく大事だと思います。

先日、ある非上場企業の新体制役員合宿に呼ばれて、そこで議論をしていたときに、何とも言えないいい感じを感じました。ちょっと説明しにくいのですが、日本企業としての独自性とか強さみたいなところを活かしながら、しっかり海外で稼いでいる企業でした。資金調達だとか金融機関の使い方については、これは単純に御提案ですけれども、そういった会社にヒアリングしてみて、実際のところを聞いてみてもいいのではないかなと、ぜひこういったところを見てほしいと思います。

企業間連携については、ノンコア、赤字もそうですけれども、コアだけでも、競争力が低いところの業界の寄せ方をどうするか。物の本によると、60年代には結構強引に海運業の再編をしたということでした。真意のところは確認いただきたいのですが、なので、いずれやはりそういった強引なことをやらなければいけないようなことになるのではない

かなという予感はあるというところだけ、ちょっとお話しをしておきたいと思います。

やはり人口が減ってくるのであれば、企業数も維持できないということが当然出てくるので、そういった局面になるのではないかなと思っています。

最後、資本市場について素人なので、単純に今の資本市場前提ではなくて、新しい資本市場をつくって見たらどうかと思うのと、あとは、金利のある世界に戻りましたので、金利のある世界の中において産業金融をしっかりと担える人材をどう育成するかというのは、結構大事なのではないかなという気もしています。企業側の人材育成もそうですが、産業金融側の人材育成というところも、改めてフォーカスしてみたらいいのではないかなと思います。

すみません、足早ですけれども、以上になります。

○沼上委員長 ありがとうございました。チーンが鳴る前で安心しました。

それでは、次は中神委員、お願いします。

○中神委員 中神でございます。前回、12分も話してしまったので、できれば2分で話したいと思います。

「成長を社会システム全体として後押しする」というのが、本委員会のテーマだと思いますが、そのためにはガバナンス改革で出てきた「インベストメントチェーン」という言葉を、言い方として、「リスクテイキングチェーン」に変えていかなければいけないと思っています。経営がリスクをとる、そこに対してリスクテイクするアセットマネージャーがいる。そのアセットマネージャーにアセットオーナーがリスクテイクしていくという、リスクテイクの鎖をみんなでやっていかないと、社会全体としての成長は達成されないと思っています。

さっきの第一三共さんの話を聞いても、経営としてのリスクテイクって時間軸とか不確実性も多様だと思うんですね。事業構造改革をすとか、踊り場から再成長すとか、スクラッチから成長するって、時間軸も不確実性も全然違うじゃないですか。

つまりアセットマネージャーも多様でなければいけないし、アセットオーナーも多様でなければいけないと思うんですけれども、日本で決定的に欠落しているのは、このアセットオーナーの多様性じゃないかなと思っています。

さっき委員長から、投資家の人材とか投資家の層の厚みはあるのかという話がありましたね。これは、アセットマネージャーの話をされていたと思います。実は、その裏に必要なのは、アセットオーナーの多様性ですね。

私、実は20年間、エンゲージメントファンドの投資家募集活動を世界中でやってきたのですが、結局、世界で長期性のリスクマネーを出すのって4種類しかなくて、これは公的年金と大学の基金と財団法人/ファミリーオフィス、そして、ソブリンウェルスファンド/国家ファンド、この4つですね。

残念ながら日本には、このうち3つの種類が欠落していると思います。大きな公的年金はありますけれども、大きな大学基金もまだあまりないですし、大きな財団法人やファミリーオフィスもないですし、国家ファンドもない。つまり、アセットオーナーの多様性が非常に欠落していて、アセットマネージャーの多様性の欠落につながり、リスクマネーの欠落につながっているんですね。

それで、多分今回やらなければいけないのは、財団法人とかファミリーオフィスの多様性と厚みを増すこと。これがたくさんできて、リスクマネーの供給元になるというのは、すごく大事だと思っています。

それで、もしこの設立を阻害する社会システムがあるのだとすれば、これを特定して解消すべきだと思っています。

具体的な打ち手としては、中小型上場企業というのはたくさんあるわけですが、あそこの所有と経営が分離されていないんですよ。あそこの所有と経営を分類させて、創業家がファミリーオフィスをつくる、財団法人化する。それに対する優遇措置みたいなものができれば、かなりファミリーオフィスの層がワァーッと広がります。

これは、実はシンガポールとか香港を見ると、運用に関する登録や免許の免除とか、運用経費を損金算入させてあげるとか、バックオフィス業務をプラットフォーム化するとか、いろいろな手があります。これは、既にいろいろな実例があります。

この辺をやることによってアセットオーナーの多様性をつくっていくというのが非常に大事。アセットマネージャーの多用性はEMPをやっていけば、それなりに増えていくと思いますね。ただ、結局EMへのお金の出し手がないので、海外にお金を求めにいかねばいけなくなってしまうので、これはぜひ、国内で財団法/ファミリーオフィスをつくっていったらどうかなと。

実は、上場している創業家系企業にはリスクテイクに積極的ではなくて、エントレンチメントになっている企業も一定程度いるわけですね。ここも、同時に解決できる。株主構成も変わってガバナンスが効く会社になるということで、リスクテイキングチェーンの両端を一気に解決できる可能性があると思っています。

これは、元みさきにて、今はカナメキャピタルにいる榎野尚君が非常に詳しく研究していますので、彼なんかにも、また話を聞きながら進めていくと、リスクテイクを社会システムとして後押しする政策が考えられることになるのではないかなと思っています。

以上です。

○沼上委員長 どうもありがとうございました。

それでは、次はオンラインの冨田委員。

○冨田委員 連合の冨田でございます。

私からは、20ページの事業再編における課題につきまして、労働者の立場から、1点要望を申し上げさせていただきたいと存じます。

資料の中では、企業の事業再編を促す方策について、記載がございますが、通常の実業の活動を含めて、事業の維持・発展には労働者による労働の寄与が不可欠だと思います。特に事業の再編時や再編直後は、労働者の雇用や労働条件に大きな変動を生じることがほとんどですので、最重要課題として、労働者保護の観点欠けるようなことはあってはならないと考えています。

この点で申し上げますと、事業再編が生じた場合でも、労働者が安心して働き続ける環境の整備が必要となりますので、事業再編に関する課題の両輪として、会社法改正も視野に入れた労働者保護ルールを議論していくことが重要かと考えておりますので、この点につきまして、論点に加えていただくことをお願いしたいと存じます。

私からは以上です。

○沼上委員長 大幅な時間削減に御協力いただきまして、誠にありがとうございました。

それでは、三瓶委員、お願いいたします。

○三瓶委員 3点、短く、まず、資料の14ページに、右下のほうに、「研究・教育機関」というのをつけ加えていただき、ありがとうございます。

これを見てすぐ思ったのは、新型コロナ禍のときに、海外の大学では論文がすぐオープンになって、新型コロナ感染症の特徴がすぐ分かったんですね。私は当時、外資系の運用会社にいましたから、そういうのを世界中のみんなを集めて、それを読み込んで、これをどう使えるか情報共有して、投資判断に使い始めました。私もモデルをつくりました。

そういうことがすぐできるのに、日本では何も出てこない。テレビで話をする人はいても、論文はオープンにならない。こういうところも社会システムの中で、イノベーションをどんどん起こすためのすごく重要な部分だと思いました。

2つ目は、20ページですが、最後の●のところで、「業界内の複数社での事業再編による合従連衡」という、これは、業界再編のときに競争法がちょっと障害になっていたときがあります。

だから、これをもう少し緩和してもらおう、また、思いっきり見直してもらおうというのがあるのと、もう一つは、イノベーションとか将来の競争の観点で、これは28ページにありますけれども、例えばここに書いてあるGXで言うと、独禁法のグリーンガイドラインというのが2023年3月31日に発表されましたけれども、こういうのがあるから、社長使ってねと、社長とのエンゲージメントで言うと、いやいやこんなの全然使えないよって、はっきり言われました。

それで、イノベーション関連では、今恐ろしいことが起こっています。バリューチェーンの中で、ポジションがどんどん移動しているんですよね。それが起こっているときに、バリューチェーンは従来どおりの形なのだと思います。例えば、バリューチェーン上の各ポジションの垣根を取っ払うときに今の競争法はすごく障害になるのでできないんです。でも、海外からそういう変化はどんどん来ます。

なので、競争法については、本気で見直し等を考えていただきたいなというのがあります。

最後は、33ページのところですけれども、いろいろ書いてありますが、投資資金をうまく誘導するのは、まず、2つ大事なことがあると思います。お金はグローバルです。もう一つ、お金は非常に合理的に動きます。なので、そういうふうに合理的に動かす、誘導するものがあれば勝手に流れます。それで、世界にはたくさんのお金があります。日本のお金だけにこだわらないで、そういう海外のお金をどうやって合理的に引っ張るのかということが、とても大事だと思います。

以上です。

○沼上委員長 ありがとうございます。

それでは、木股委員、お願いいたします。

○木股委員 関経連の木股でございます。

まず、今回の会議の全体像の受け止めについて申し上げます。今回の小委員会では、コーポレートガバナンス改革にとどまらず、本当に幅広い分野を取り上げ、我が国が成長していくための全体像を捉えようと試みておられることに賛同します。幅広い視点を資料に織り込んでいただいております、事務局の方々の御尽力に感謝します。

まず、1つ目の論点として、改めて基本的なスタンスを整理したいと思います。独立した企業が事業ポートフォリオをどうするかは、基本的には、その企業が成長戦略や持続可能性、また社会的責任などを総合的に考えて判断すべきことであることに議論の余地はないと思います。

スピアウトや事業再編は、あくまで手段、選択肢でありまして、目的ではないことを改めて明確にしておきたいと思います。スピアウトや事業再編による誘導というのではなく、企業がそれらを選択することを阻害する要因があるのであれば、必要な手当てをするのが本来のスタンスではないかと考えます。

また、人口減少社会である日本国内では、成長を期待するのはなかなか難しい事業であっても、海外に活路を開けることもあるのではないのでしょうか。実際、当社の事例ですが、国内での成長は難しいと思われていた農業関連の機械を、アメリカを初めとして広く海外に展開することで道が開けたという経験がございます。

国内投資に直接的につながるとは限りませんが、スピアウトや再編だけではなく、例えば海外展開という選択肢と、それを後押しするための仕組み、施策などがあってもいいのではないかと思います。

他方では、当社の話で恐縮ですが、130年以上製造販売をしている水道管あるいは水道関連のインフラ、あるいは公共事業に関わる事業では、国民生活への影響に鑑みて、やはり値上げというのはなかなか慎重にならざるを得ず、技術を上げるのがなかなか難しいというケースも多いのではないかと思います。上げようと思ったら上げられるのですが、そういうわけにはいかない。そのような性格の事業を評価する際には、利益以外の視点も必要な場合があるのではないかと思います。

またスピアウトや事業再編においては、いわゆる買い手は日本の企業とは限りません。昨今の状況に鑑みると、公共インフラや産業のインフラには、サプライチェーン上重要なものなどについては、やはり経済安全保障といったことも考えなければいけないのではないかと思います。

それから、2つ目の論点ですが、事務局資料の資金調達手段の多様化を図ろうとする方向性には、大いに賛同いたします。海外投資家からの資金調達に過度に依存せず、多様な資金調達手段が発展すれば、ROEといった株式投資家向けの資本への過度な依存を是正することへの一助にもなるかと考えます。

資料では、事業性を評価した銀行融資、LBOローンの普及などが課題として上げられ

ています。事業性評価融資については、将来性のある中小企業やスタートアップの資金調達という点でも大いに期待ができるのではないかと思います。

事業性評価融資の普及には、借り手である企業と貸し手である金融機関双方の取組が必要だと思います。各種レポートや政府の会議体のガイドラインを見ると、企業が自社の知財、無形資産の強みを分析評価し、それをいかに競争力の強化につなげ、そしてその維持・強化のために戦略的な投資を行っていくかについて、ロジックやストーリーとして発信していくことの重要性について言及されています。

一方、金融機関側は、企業の知財、無形資産を適切に評価する基準やノウハウ、体制の構築が必要であろうかと思います。金融機関に対しては、バブル崩壊後の不良債権問題あるいはリーマンショックなどを経て、金融市場の安定化を図るべく各種規制が導入されているかと存じますので、その規制にも目配せしつつ、適切なリスクコントロールと積極的な資金調達が可能となるような規制も含めた、一体的な検討をいただきたく存じます。

LBOローンについては、本質的には人口・市場が緩やかに拡大しているマーケットで、効果を発揮する取引形態であるとの指摘も見受けられることから、海外の企業買収を図る際に使用すると、より効果的ではないかと考えております。こうした資金調達手段の選択肢を広げる上で、国内のプライベートエクイティファンドなどの発展が必要かと考えます。

私からは以上でございます。ありがとうございました。

○沼上委員長 どうもありがとうございます。

それでは、いよいよトリですが、唐木委員、お願いいたします。

○唐木委員 唐木でございます。よろしく申し上げます。後がないという感じで、5分以内ということを目指してまいります。

本日は、前回かなり話題が出たので、弊社ブランズウィック・グループが最近多く手がけている「アクティビスト対応の支援」ということをヒントに、企業の成長に向けた問題提起をさせていただければと思います。

次のページへ行っていただきまして、アクティビスト、そもそもですが、株主権を行使して、場合によっては他の株主を巻き込んで、企業の事業活動に影響を及ぼしたり、キャピタルゲインを目指す手法で、いわゆるヘッジファンドが、こういったことをやっています。

日本は、いまや世界第2位のアクティビスト大国ですので、いろいろご相談をいただくところでございます。

弊社がアクティビスト対応として御支援をするときに、いわゆる公開キャンペーン、メディアで賑やかになる前の段階に、ものすごく注力して御支援をさせていただきます。

具体的に言いますと、平時から資本市場とどうやって対峙するかというところが株価に影響しますし、これは、実は一番の防衛策になります。そこから、アクティビストの投資が進んできたところで、どうやって対話をしていくかということも極めて大事になります。そこがうまくいかなくなると、メディアでのキャンペーンとなったり、総会对策となったりするので、そこは前広に考えていきたいと思いますという話をさせていただいています。

あと、2つ目、次のページでございます。

いつも申し上げていることで、いろいろ書いてありますが、アクティビストというと、なかなか怖いとか、ややこしいとか、そういったイメージはありつつも、御提案があった場合は、まず聞く耳を持ってくださいということを申し上げています。

全てではないですけれども、アクティビストは、かなりの予算と時間をかけて企業価値、投資した先の企業が、どうやったら価値向上できるかというストーリーを検討しています。一般株主にも訴求できるということをポイントに置いて検討していますので、できないことはできないとはっきりと自信を持っておっしゃることも大事ですが、まずは、資本市場に向き合うという姿勢を示すことを踏まえて、良いアイデアはしっかり取り込むという食欲を持ってくださいと話しています。

次のページへ行ってください。

アクティビストの提案内容ですね。ここでざっくり、弊社で確認をしたものですが、おおむね3割ほどが資本構成に対するもの、次の3割がガバナンスに関するもの、残りが戦略であったり、その他と書いてあるところは、情報開示であったりESGに関わるもの、戦略周りのものが多くなっております。

次、行ってください。

この3つは、ちょっと字が多いですけれども、要するに会社に眠っている資産をどうやって活用して資金を捻出するのかという問題提起、それを受けた上で、これをどうやって配分して投資をしていくのかという戦略論、それに加えて、それをどうやってガバナンスで見ていくのかということを、常にストーリーとして通ってきていると言えるかと思います。

これは、ある意味、企業がどうやって成長していくのかというところのヒントになるのかなと考えています。これを見たところから、3つほど学びと課題提供をさせていただき

ればと思っております。

次のページに行っていただきまして、まず、こうした動きもあり、「日本でも株主がステークホルダーとして認知されました」という声を、最近、よく聞くようになりました。これは、すごくいいことだと思います。

とはいえ、ここでお示ししているのは、いわゆる資本主義的なステークホルダーの絵でございすけれども、欧米型で言うと、このように株主が真ん中であって、企業との契約関係があるところ、ないところと、だんだんと周辺に向かってステークホルダーが配置をされてまいります。

ただ、我々の目から見ると、次のページに行っていただきまして、日本的資本主義におけるステークホルダーというのは、多分こんな形になっていますと。なので、我々、実は動きにくいという話をよく耳にします。すごく網の目のようにステークホルダーが組み合わさっていますので、そこで動きにくいということもございすし、逆に言うと、これで調和をとりやすい、ある意味、横で目を配りながら動きやすいということも言えるのかなと思っていますので、こういった日本的なステークホルダーの在り方を前提にして、我々がどういう成長を目指していくのかということを考えていくのは、一つの大きなヒントかなと考えております。

次に行っていただきまして、これも文字が多くて恐縮ですが、アクティビスト対応でものすごく大きな役割を果たすのは、取締役の皆さんです。一方で社外取締役の役割というのは、日本ではまだまだ未成熟で、もちろん立派な方も多くいらっしゃいますけれども、会社の事業と環境を理解して、それで方向性を示すことができる、そういった取締役はなかなか多くないと、実務上也感じます。アクティビストから話したいと言われたときに、やはり抵抗感であったり、いや、ちょっと難しいのではないかとと思われる方はたくさんいます。

こういった話をアメリカの同僚としていたところ、いやいや、アメリカも20年くらい前はそうだった、大して変わらなかったと。ちょうど20年くらい前にはエンロン事件があってSOX法ができて、法制度で社外取締役の独立性やケイパビリティが整備された上で、その後にアクティビストともワーワーやってという試行錯誤を経て運用の実効性が確保され、現在のような形になってきていると。

今や、昨年・2024年には、アクティビストマーケットという意味では、アメリカでは取締役会と経営陣の対立がかなり先鋭化して、取締役会に更迭されるCEOがかなり目につ

いたというところまで来ています。

これがアメリカのモデルだとすると、日本は、まだ独立性やケイパビリティについては、法制度においても、実際上の運用に関しても、まだまだ取り組むところはあるそうであると。

とはいえ、アメリカと同じところまで行くのかということ、そこはやはり日本的な調和感が重要視されるところがあってもいいかと思いますので、こういったところを参考にしながら、日本型って何だろうかということを考えていくのは極めて意味があるのかなと考えております。

次のページに行っていただきまして、最後30秒で、もう一つやらなくてはいけないのが、コーポレート機能の高度化です。戦略を実行する際に、前回も御指摘がありましたが、コーポレート機能はものすごく大切です。従来であれば、まず企業・事業戦略が作られて、それぞれのコーポレート機能はその戦略を見て、個別にステークホルダーを持っている立場で活動を進めてきました。ただ、伝統的な日本の会社を見ると、それぞれが別々にやっているのでバラバラな動きになっている、あるいは戦略を理解しない動きになってしまっていることもあります。

そこでぜひ、企業・事業戦略と各ステークホルダーを持っているコーポレート機能の間で、こうやってエンゲージをしていくのだ、と横串を通す動きをやっていきますと、コーポレート機能も、戦略の理解と、それから動き方の一体感が高まっていき、実効性が高まっていきます。このあたりをどうやって進めていくのか、議論を進めていくことは極めて重要かと思い、問題提起させていただきます。

以上、意見を述べさせていただきました。

○沼上委員長 どうもありがとうございました。

もう時間がオーバーしてしまいましたが、日比野委員と後藤委員の文書をいただいていますので、それを共有させていただいて……。

○事務局（日野課長） 読ませていただきます。

2. の「パーシャルスピノフの促進」ということで、日比野委員からの意見を御紹介します。

企業を取り巻く事業環境が急速に変化する中、企業の競争力を維持・強化して価値向上を図るためには、組織の体制を柔軟に見直すことが重要である。税制面では、平成13年度税制改正で整備された組織再編税制の枠組みの下で、組織再編手法の多様化・複雑化に伴

い、累次の見直しが行われており、最近では令和5年度税制改正で、期限の定めがある租税特別措置として、一定の持分を残したスピノフ（パーシャルスピノフ）について、課税の繰り延べが認められることとなった。

事業ポートフォリオの見直しにおいて、パーシャルスピノフは有効な手段の一つである。諸外国と比較して競争条件が劣ることはないよう海外の制度を参考にしつつ、今後パーシャルスピノフが、スタートアップではない事業も対象にした、予見可能性のある安定的な制度となるよう、法人税法本則における措置を講じるべきである。あわせてグローバルな組織再編も念頭に置きつつ、現行税制では税制適格性が得られない他の組織再編手法についても、大胆かつ機動的な組織再編を可能とすべきである。

「エクイティにおける課題」

P E・V C等のプレイヤーの裾野の拡大及び官民ファンドの活用に賛同する。その上で、裾野の拡大には時間を要する可能性があることを認識しつつ、エコシステムの全体の進化を目指す必要がある。

大きく先行する、米国における初期の成功事例は、1950年代のDigital Equipment Corporationとも言われ、1980年代に年金資金流入や税制改正を契機に大幅な成長を遂げた。その後もApple、Intel等、何サイクルも投資と成功を繰り返す中で、投資家の得てきた利益も大きく、V CにしてもP Eにしても、米国は数十年に及ぶ歴史の中で紆余曲折を経てトラックレコードを積み上げながら拡大を遂げている。

日本においても同様に、トラックレコードの積み上げもプレイヤー拡大と並行して進めていく必要があるだろう。また、長期目線での資金運用となることから、第1回会合でも申し上げたとおり、典型的には年金基金、あるいは官民ファンドにプレイヤー拡大をリードする役割を期待したい。

経団連では、2022年に「スタートアップ躍進ビジョン」を公表し、その中でも政府系ファンド、機関投資家を初めとした多様なプレイヤーによるスタートアップ投資の促進を提言しており、今回示された施策ともに方向性は一致している。

また、資金の出し手だけでなく投資先の拡大も求められる。スタートアップの数は、2021年の1万6,100社から2023年の2万2,000社と拡大傾向にあるが、成功レベルは大きく変わっていない。I P Oの小粒化の課題が従前より指摘されており、これは投資家のExit手段不足の課題ともつながる。

日本のI P O市場は既存株主の売り出しが中心であり、新規資金調達が少なく、個人投

資家中心の需給構造に依存し、フェアバリューで評価されにくいという日本特有の課題も内在する。機関投資家が参加可能な規模でのIPOの促進、その規模に至るまでのレイターステージでの資金不足を解消するための官民ファンド等の関与強化、スタートアップのM&Aを活性化させるための環境整備等の一連の取組を行うことで、企業に対する未上場から上場後までの一貫したフェアバリューでの評価の実現につながる。

それは、単にエコシステムの裾野を広げるだけでなく、その高さの拡大、つまりユニコーン企業の増加につながるものであり、エコシステム全体の進化に資するものではないか。

「デットにおける課題」

課題で示されているとおり、産業金融の多くを支える融資に加えて、デット領域における企業の成長資金の獲得手法の多様化を図ることの重要性に賛同する。

とりわけ日本の社債市場について、米国と比較すると、発行額及び残高のいずれも米国市場の10分の1に満たない状況であり、また格付け別に見ると、米国では非投資適格を含む低格付けでの発行も見られ、ハイイールド債市場が確立されていることに対して、日本では発行額の9割以上がA格以上と格付け面で偏りが見られる。

社債市場の発展は、我が国の積年の課題であり、改善も少しずつ進んでいるものの、資料で指摘されている社債と融資のイコールフットィング、コベナントの実質化等による社債権者保護の充実、低格付け債の発行拡大のためにも必要な要素であり、これはスタートアップ育成の観点でも、成長資金の獲得手法の多様化に資するものと考ええる。

金利環境が大きく転換した今、資本・金融市場の重要なパーツとして、その機能を強化する余地が相当に大きい社債市場の活性化に取り組むべきである。

続きまして、後藤委員です。

事業再編及びスピンオフ（対象事業の分離・上場）について、事業者の立場から意見を申し述べます。

事業の見直し・再編では、それぞれ事業の中にある個々の商品・サービスで、利益を生み出しているものの、赤字に陥っているものなどが混在していることから、丁寧にそれぞれの収益性を精査し、関係者の間でファクトが共有されることが出発点になります。

弊社においても、グループ会社全体をつなぐ経営データシステムの整備を行い、目安とする利益率を下回っている製品・サービスは何か、その売上げは増えているのか減っているのかを見分け、伸びる市場や事業に資源を振り向けるように心がけています。また、こうした改革には、社員一人一人の経営改善への意識（アスピレーション）の醸成なども大

切で、様々な手を打ちながら事業活動を進めています。

他方、事業再編やスピンオフを進めていくとなると、課題があるのも事実です。例えば会社組織の一体感が強ければ強いほど、また研究開発機能が横断的であったり、コーポレート機能のシェアード化が進んでいればいるほど、カーブアウトを検討する際には、切り分けの対象範囲の検討、従業員の帰属先の検討と同意の取得、ＩＴシステムの切り分けと、そのコストなど容易ではありません。縮小する事業がある場合には、従業員の整理とその雇用先の確保も大切です。

スピンオフでは、親会社へのキャッシュインがないことから、メリットが見出しにくい点があります。子会社を完全に分離せず、元親会社に持分を一部残すパーシャルスピンオフのほうが、従業員の心情への配慮や一定期間のブランド使用など受け入れやすく考えられますが、適用要件の緩和などがあつたほうが制度の魅力が増すように思います。

国内の事業再編を支援する観点からは、事業の見える化のためのシステム投資へのサポートや人材の育成とマッチングの支援、さらには新規事業立ち上げ時の既存の設備のスクラップコストへの補助や税優遇などがあると有効ではないかと考えます。

以上です。

○沼上委員長 どうもありがとうございました。

本来であれば、ここで事務局への質問とか三瓶委員への質問とかという時間があるのですが、時間がないので、また次回お会いしたときにでも質問をやりとりしていただければと思います。

それでは、ここで時間の関係もごございますから、最後、事務局から御説明をいただいて。

<閉会>

○事務局（日野課長） 本委員会の資料は、会議終了後、経済産業省のホームページに公表します。

小委員会の議事録については、皆様に御確認いただいた上で、後日、速やかに、発言者名と併せて公表いたします。

今回は４月８日に実施を予定しております。詳細は後日、御連絡させていただきます。

なお、御自身の発言内容については、対外的にお話しただいて結構ですが、ほかの方の御発言について言及することはお控えいただければと存じます。

○沼上委員長 ということで、ちょっと時間をオーバーしてしまいましたけれども、以

上、また大変ためになる時間を過ごさせていただきました。ありがとうございました。

——了——