

# グループガバナンスについて (コーポレート・ガバナンス・システム研究会での検討)

2019年3月5日

経済産業省

## 【目次】

### 1. グループガバナンス

### 2. 上場子会社のガバナンス

(1) 利益相反構造

(2) 現状

(3) 投資家の声

(4) ガバナンス強化に向けた対応の方向性

# グループガバナンスの在り方に関する検討

- 「未来投資戦略2018」を受け、日本企業のグローバル化・多角化が進む中、グループとしての「稼ぐ力」の向上を目指し、「攻め」と「守り」の両面で、グループガバナンスの在り方を検討し、実務指針を策定する予定。

成長戦略の  
位置づけ

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

### (3) 新たに講ずべき具体的施策

#### i) コーポレートガバナンス改革

昨年5月のスチュワードシップ・コードの改訂に続き、本年6月に、コーポレートガバナンス・コードを改訂した。また、あわせて、両コードの附属文書として、機関投資家と企業との対話において重点的に議論することが期待される事項を取りまとめた「投資家と企業の対話ガイドライン」（対話ガイドライン）を策定した。これらの取組を受け、コーポレートガバナンスの強化や、果敢な経営判断、大胆な事業再編等を促進すべく、以下の取組を進める。（中略）

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

これまでの  
取組み

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

# コーポレート・ガバナンス・システム研究会（第2期）の概要（名簿、開催実績・予定）

## 研究会メンバー（敬称略）

神田秀樹 学習院大学大学院法務研究科教授〈座長〉  
 青 克美 株式会社東京証券取引所執行役員  
 青木 淳 株式会社資生堂取締役常務  
 石田猛行 インスティテューショナルシェアホルダーサービシズ代表取締役  
 伊藤邦雄 一橋大学大学院経営管理研究科特任教授  
 江良明嗣 ブラックロック・ジャパン株式会社 運用部門  
 インベストメント・スチュワードシップ部長  
 大杉謙一 中央大学法科大学院教授  
 太田順司 株式会社東芝取締役（監査委員）  
 大場昭義 日本投資顧問業協会会長  
 翁 百合 株式会社日本総合研究所理事長  
 神作裕之 東京大学大学院法学政治学研究科教授  
 小口正範 三菱重工業株式会社取締役副社長執行役員  
 後藤 元 東京大学大学院法学政治学研究科准教授  
 小林喜光 株式会社三菱ケミカルホールディングス取締役会長

佐久間総一郎 一般社団法人日本経済団体連合会経済法規委員会企画部会長  
 （新日鐵住金株式会社常任顧問）  
 澤口 実 森・濱田松本法律事務所弁護士  
 武井一浩 西村あさひ法律事務所弁護士  
 塚本英巨 アンダーソン・毛利・友常法律事務所弁護士  
 寺下史郎 株式会社アイ・アールジャパン代表取締役社長CEO  
 富山和彦 株式会社経営共創基盤代表取締役CEO  
 中村豊明 株式会社日立製作所取締役  
 藤田友敬 東京大学大学院法学政治学研究科教授  
 松元暢子 学習院大学法学部教授  
 三苫 裕 長島・大野・常松法律事務所弁護士  
 宮島英昭 早稲田大学商学大学院教授  
 柳川範之 東京大学大学院経済学研究科教授  
 〈オブザーバー〉  
 竹林俊憲 法務省大臣官房参事官  
 井上俊剛 金融庁企画市場局企業開示課長

## 開会実績・予定

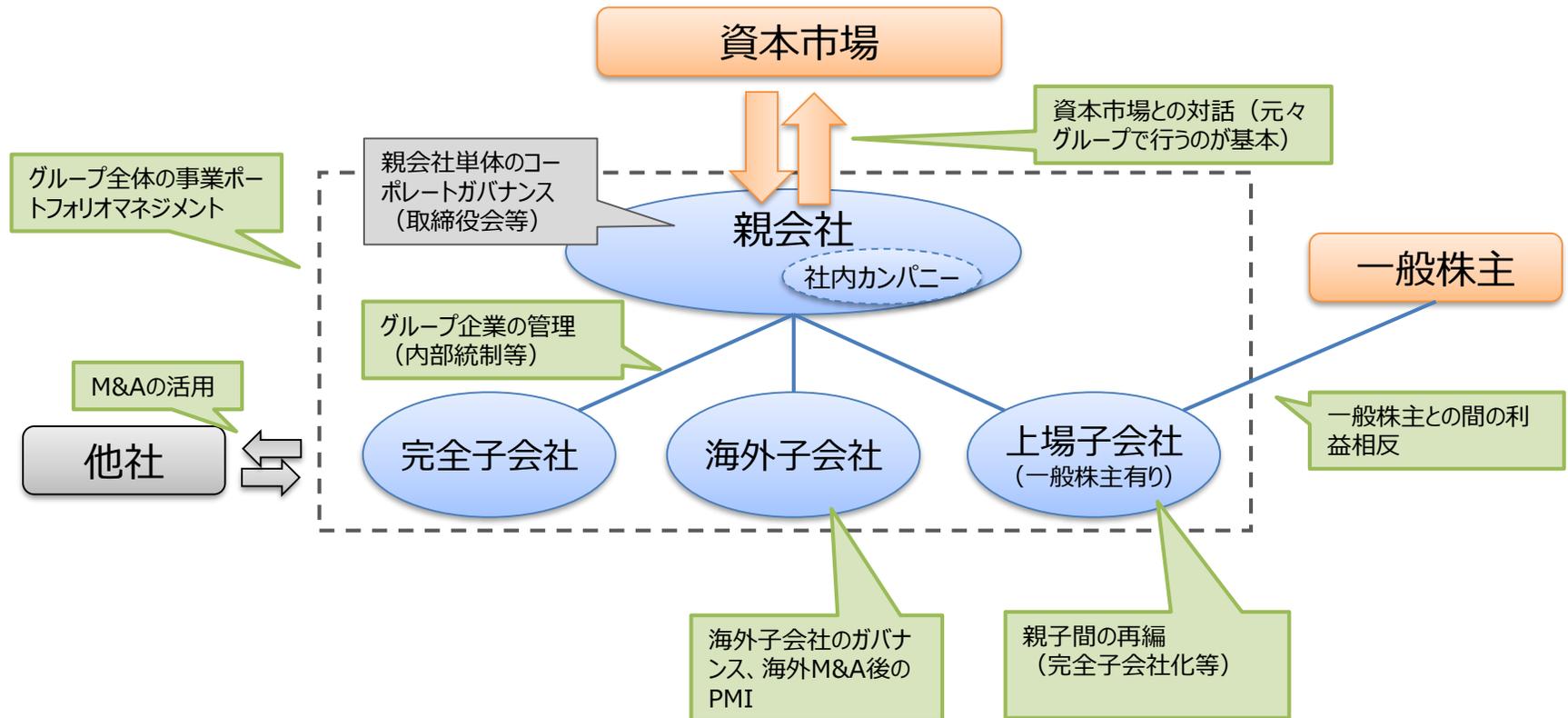
第1回（12月8日） 開催趣旨説明、論点出し等  
 第2回（1月16日） 企業ヒアリングの報告・委員のプレゼン  
 （宮島委員、小林委員）  
 第3回（2月22日） CGSガイドラインのフォローアップ①  
 第4回（3月29日） CGSガイドラインのフォローアップ②  
 第5回（4月24日） 本研究会の中間整理  
 第6回（5月25日） グループガバナンス①  
 （現状と課題の整理、有識者プレゼン）

第7回（6月22日） グループガバナンス「守り」の論点①  
 第8回（7月24日） グループガバナンス「守り」の論点②  
 第9回（9月5日） CGSガイドライン改訂案について 等  
 第10回（10月10日） グループガバナンス「攻め」の論点  
 第11回（11月12日） 経営幹部の選任（グループにおける指名委員会の役割等）  
 第12回（12月13日） 経営幹部の報酬設計（グループにおける報酬委員会の役割等）  
 第13回（1月21日） その他論点、とりまとめ骨子案  
 第14回（2月13日） ガイドライン素案  
 第15回（3月15日） ガイドラインとりまとめ  
 第16回（4月18日） ガイドラインとりまとめ

# グループ子会社のガバナンス強化に向けた基本的方向性

- グループ子会社を含めたガバナンス（実効的な子会社管理、内部統制システム、M&A後の統合プロセス（PMI）等）の在り方。
- 事業ポートフォリオの最適化（ノンコア事業切出しとコア事業強化による新陳代謝）の促進。

## （参考）グループガバナンスに関連する各種論点（ 部分）



# 日本企業のグループ経営における現状と課題

- 国内の企業ヒアリングや海外調査等を踏まえると、日本のグループ経営において、例えば、以下のような課題が存在する。

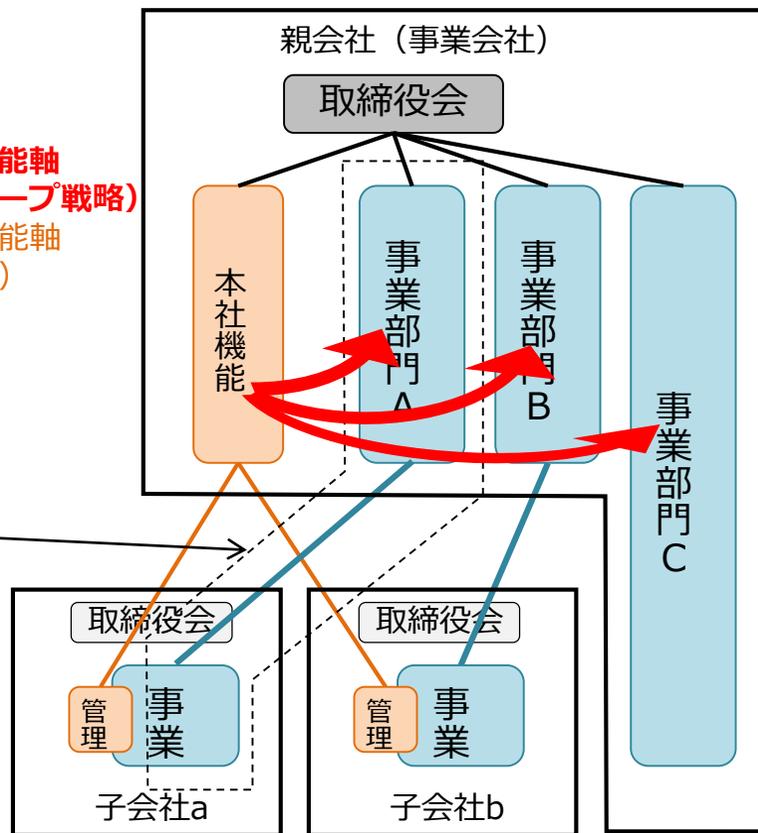
## 日本のグループ経営の課題（一部）

攻めのガバナンス	<ul style="list-style-type: none"><li>• 迅速な意思決定のために事業部門に権限委譲を進めた結果、事業部門の権限が強すぎ、グループ全体として最適な経営資源の配分ができていない。</li><li>• 売却等による切り出しも含め、グループ全体での事業ポートフォリオの観点から、見直しに関する基準やプロセスを明確にして「仕組み」として運用している企業はごく一部。</li></ul>
守りのガバナンス	<ul style="list-style-type: none"><li>• リスクマネジメントや法務等に関する本社機能が弱く、事業部門ごと、子会社ごとに管理を任せている一方で、子会社等における人的なリソース制約から、子会社等のリスク管理が不十分になっている。</li></ul>
子会社の指名・報酬	<ul style="list-style-type: none"><li>• 親会社の取締役会、指名委員会、報酬委員会は、グループ全体の企業価値向上の視点から、主要子会社のCEO等の指名・報酬についても、適切に監督することが求められるのではないか。</li><li>• グローバル企業における報酬設計に関し、海外子会社トップとの逆転問題やSDGs等非財務指標の活用等が課題。</li></ul>

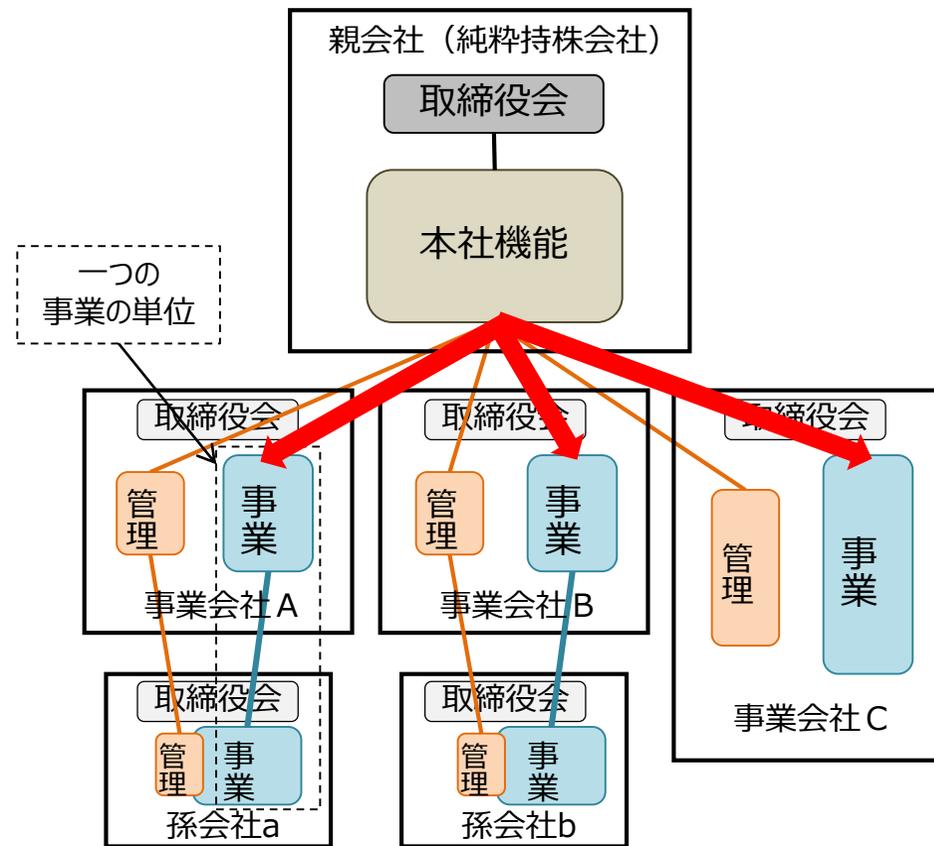
# 日本企業のグループガバナンスにおける課題

- 日本企業のグループガバナンスの課題としては、「攻め」「守り」ともに事業軸（タテ軸）に対して本社機能軸（ヨコ軸）が弱いことが挙げられる。

## 事業会社を核とする企業グループの例

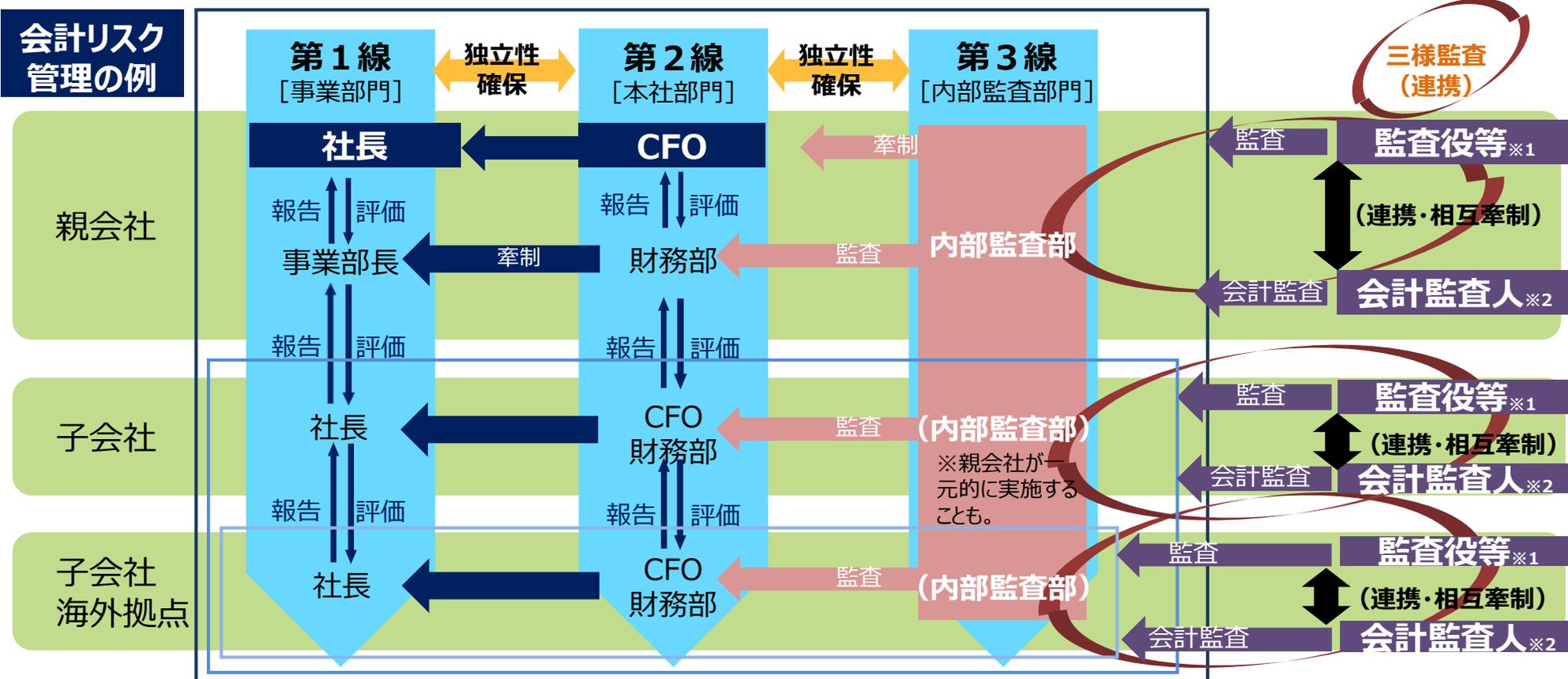


## 純粋持株会社形態の企業グループの例



# 「守り」のガバナンス（「3つのディフェンスライン」の運用例）

- 内部統制システムを支える「3つのディフェンスライン」を実効的に運用するためには、第2線と第3線において人事・業績評価・予算配分等の権限を通じて親子間でタテ串をさし、第1線に対する牽制を働かせることが重要。
- 不祥事案では、第2線・第3線の独立性の欠如が指摘されている。



※1: 監査等委員、監査委員の場合も同様

※2: 監査等委員会設置会社、指名委員会等設置会社、大会社の場合、設置が必須。(会社法第327条第5項、328条1項・2項)

## 【目次】

### 1. グループガバナンス

### 2. 上場子会社のガバナンス

(1) 利益相反構造

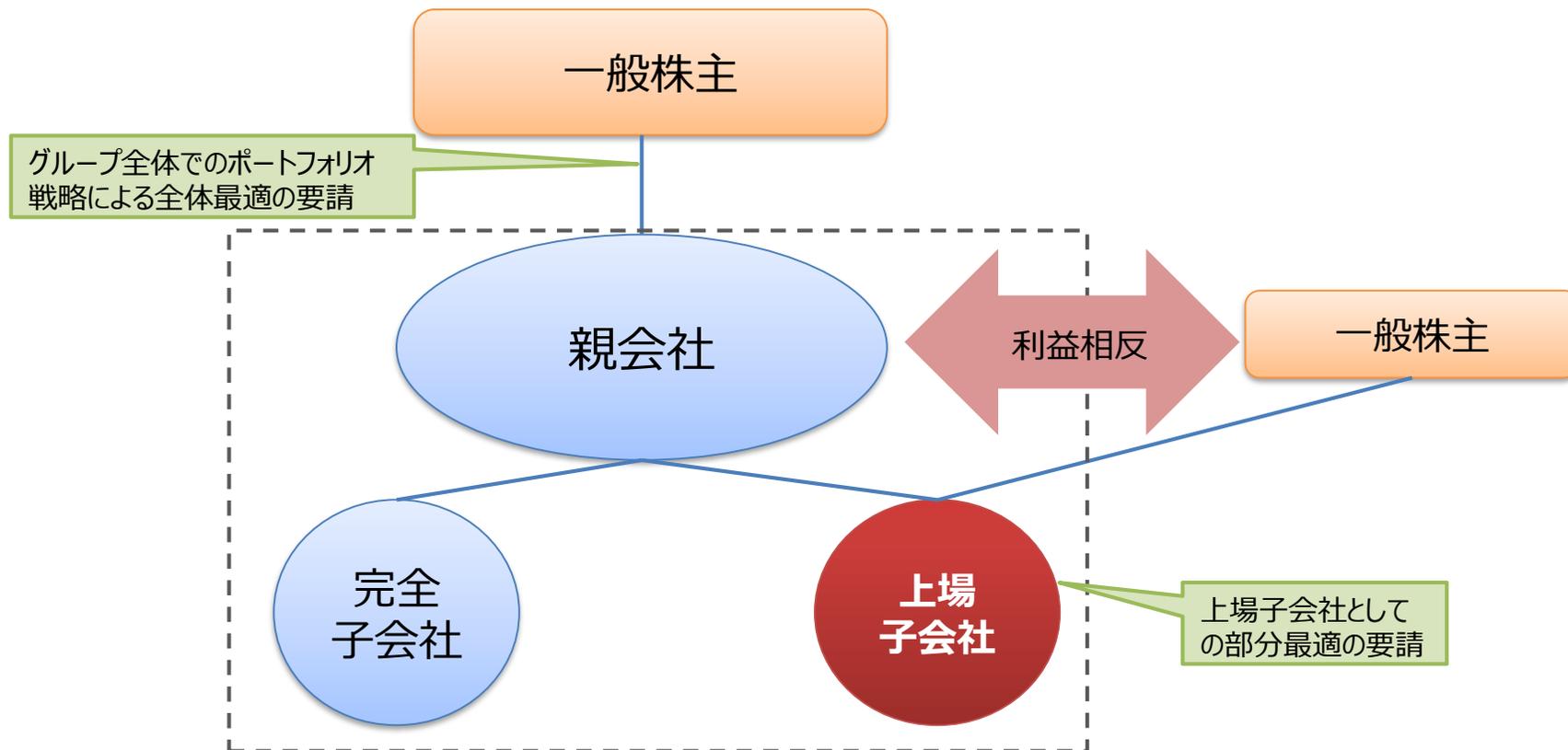
(2) 現状

(3) 投資家の声

(4) ガバナンス強化に向けた対応の方向性

## 上場子会社の利益相反構造

- 上場子会社においては、支配株主と上場子会社の一般株主の間に構造的な利益相反リスクが存在する。
- 特に、投資家からは、上場子会社の一般株主の利益に関する強い懸念が示されており、上場子会社の企業価値のディスカウントに繋がっているとの指摘もある。



# 上場子会社において利益相反が生じる具体的な場面

- 上場子会社において、利益相反が生じる場面としては、大きく以下の3つの類型が考えられる。
- こうした取引は、親子間の利益相反リスクが顕在化するため、上場子会社には、一般株主の利益に十分配慮した対応を行うことが求められる。

	類型①:直接取引 (②③を除く)	類型②:事業譲渡・事業調整	類型③:支配株主による完全子会社化
取引イメージ			
利益相反関係	<p>(現金預入れの場合)</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>● 親会社は、できる限り低金利で子会社のキャッシュを活用したい。</li> <li>● 子会社は、資本コストに見合う利子が支払われない限り、現金は自社の投資に活用したい。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 親会社は、グループの全体最適のため、競合・重複事業をできる限り安価で整理したい。</li> <li>● 子会社は、将来の収益性や事業継続性も勘案した、公正な対価が支払われない限り、事業譲渡・調整（縮小・廃業）はしたくない。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 親会社は、できる限り安価で子会社株主を締め出し、完全子会社化したい。</li> <li>● 子会社の一般株主は、将来のキャッシュフローなども勘案した上で、公正な価格が提示されない限り、買収に応じたくない。</li> </ul>

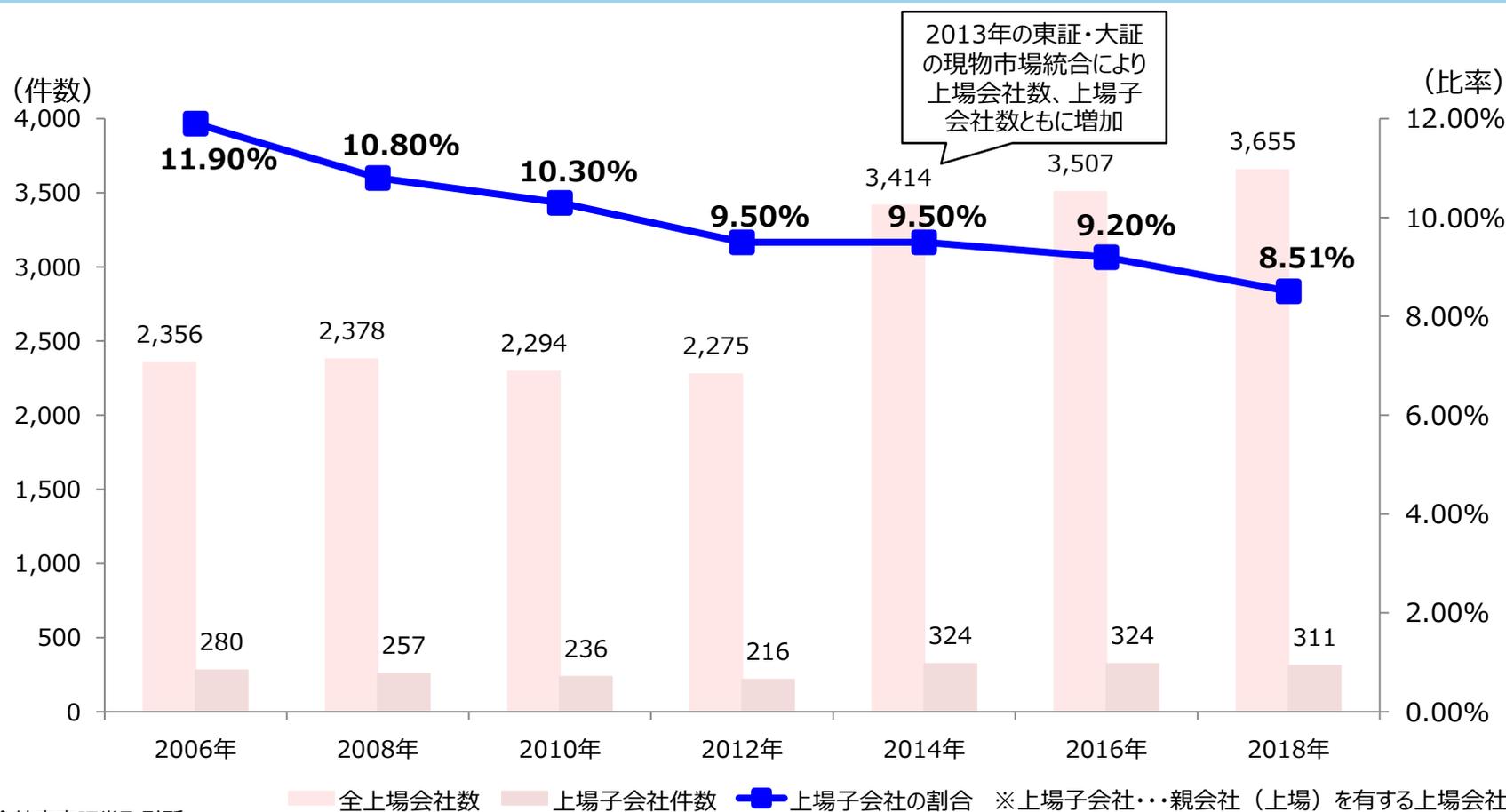
支配株主による完全子会社化の局面での利益相反は最も深刻なものとも考えられ、「**公正なM&Aの在り方に関する研究会**」において、一般株主の利益を保護するための「公正性担保措置」の在り方について、指針の策定に向けた検討を行っている。

# 上場子会社の現状

- 上場企業のうち支配株主を有する会社は628社（全上場企業の17.3%）存在している（東証より情報提供）。

※そのうち支配株主が上場している会社は、311社（同8.51%）となっている。

（注）東証の上場規程において、「支配株主」とは、議決権50%超又は40%以上 + 取締役過半数派遣等とされている。



## (参考) 上場子会社の各国比較

- 日本の上場子会社数と市場に占める割合は、欧米各国と比較してかなり高い水準にある。  
※ 上場子会社のカウントの仕方については、東証の「コーポレートガバナンス白書2017」と整理が異なるため、単純比較はできない点は注意が必要。

### 上場子会社の各国比較

各国 (対象とした市場)	上場会社総数	上場支配株主を有する上場従属会社数 (上場会社総数に対する比率)	
		支配株主50%以上保有	支配株主30%以上保有
米国 (Nasdaq Capital Market; Nasdaq Global Market, Nasdaq Global Select, New York Stock Exchange, NYSE MKT LLC (AMEX))	5,348	28件 (0.52%)	48件 (0.89%)
英国 (London Stock Exchange(LSE), AIM)	1,920	0件 (0.00%)	4件 (0.20%)
フランス (Euronext Paris)	806	18件 (2.23%)	30件 (3.72%)
ドイツ (Deutsche Boerse, Xetra, Hmburg Stock Exchange, Munich Stock Exchange )	794	17件 (2.14%)	28件 (3.52%)
日本 (Tokyo Stock Exchange, TSE JASDAQ)	3,892	238件 (6.11%)	418件 (10.73%)

(注1) 支配株主 (対象上場会社の発行済株式30%・50%以上を保有) と対象会社の両者が、同一国のいずれかの取引所 (同一市場には限られない) に上場している件数を調査。  
(注2) S&P Capital IQ ( <https://www.capitaliq.com> ) の検索結果をもとに、ホワイト&ケース法律事務所にて作成 (2018年12月時点)

## 上場子会社のガバナンスの現状（上場企業全体との比較）

- 上場子会社のガバナンスについて、上場企業一般と比較すると、独立社外取締役・監査役の人数において劣後している。

分析項目	上場子会社（313社）※	上場企業（3696社）
独立社外取締役の人数	平均 <b>1.92人</b> (3人以上は16%)	平均 <b>2.09人</b> (3人以上は27%)
独立社外監査役の人数	平均 <b>1.63人</b> (3人以上は11%)	平均 <b>1.84人</b> (3人以上は24%)
指名委員会又は報酬委員会の設置の有無	<b>25%</b> (売上1000億円以上は49%)	<b>26%</b> (売上1000億円以上は54%)
取締役へのインセンティブ報酬の有無	<b>67%</b> (売上1000億円以上は79%)	<b>69%</b> (売上1000億円以上は83%)
取締役の報酬額又はその算定方法の決定方針の有無	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 上場子会社と上場企業ともに<b>売上規模が大きくなるにつれて</b>何らかの方針を保有する傾向あり。</li> </ul>	

# コーポレート・ガバナンス・アンケート調査（平成30年度・速報版）

- 経済産業省において、上場企業（東証1部、2部を対象）に平成30年度コーポレートガバナンスに関するアンケート調査を実施（※）。 ※回収・集計作業については、デロイトトーマツコンサルティングに委託。
- この調査の中で、グループガバナンスに関連する項目として、上場子会社の現状についても把握。

## 企業向けアンケート調査の回答状況

### 市場別の回答企業割合

東証一部	母集団	2,107	34.3%
	回答企業	722	
東証二部	母集団	502	19.9%
	回答企業	100	

### 売上規模別の回答企業割合

500億円未満	母集団	1,289	20.6%
	回答企業	266	
500億円～1000億円未満	母集団	395	31.6%
	回答企業	125	
1000億円～5000億円未満	母集団	628	38.9%
	回答企業	244	
5000億円～1兆円未満	母集団	142	57.0%
	回答企業	81	
1兆円～3兆円未満	母集団	105	63.8%
	回答企業	67	
3兆円以上	母集団	50	78.0%
	回答企業	39	

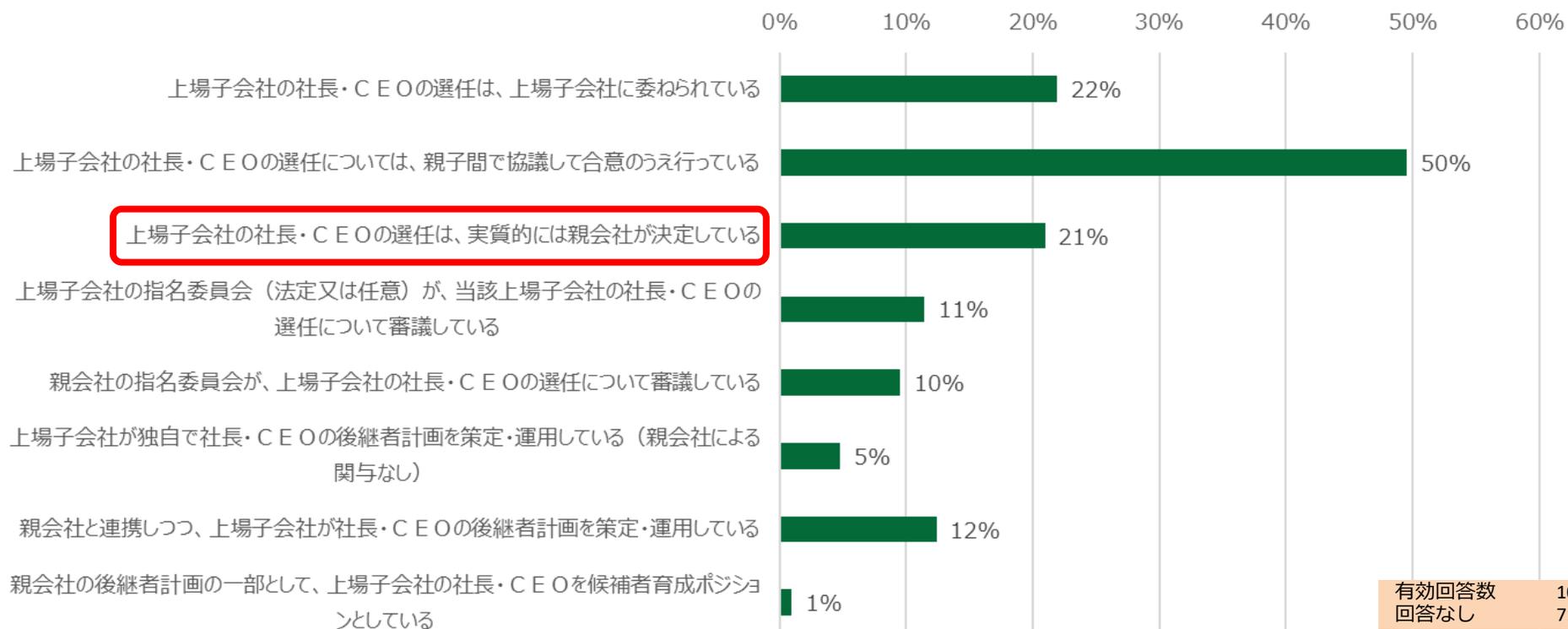
### 機関設計別の回答企業割合

指名委員会等設置会社	母集団	63	63.5%
	回答企業	40	
監査等委員会設置会社	母集団	673	26.7%
	回答企業	180	
監査役会設置会社	母集団	1,873	32.1%
	回答企業	602	

## 上場子会社の社長・CEOの指名

- 上場子会社の社長・CEOの指名については、50%の企業が親子間で協議して合意の上行っている。
- また、実質的には親会社が決定している企業が21%存在する。他方、「上場子会社の指名委員会（法定又は任意）が、当該上場子会社の社長・CEOの選任について審議している」企業は11%にとどまっている。

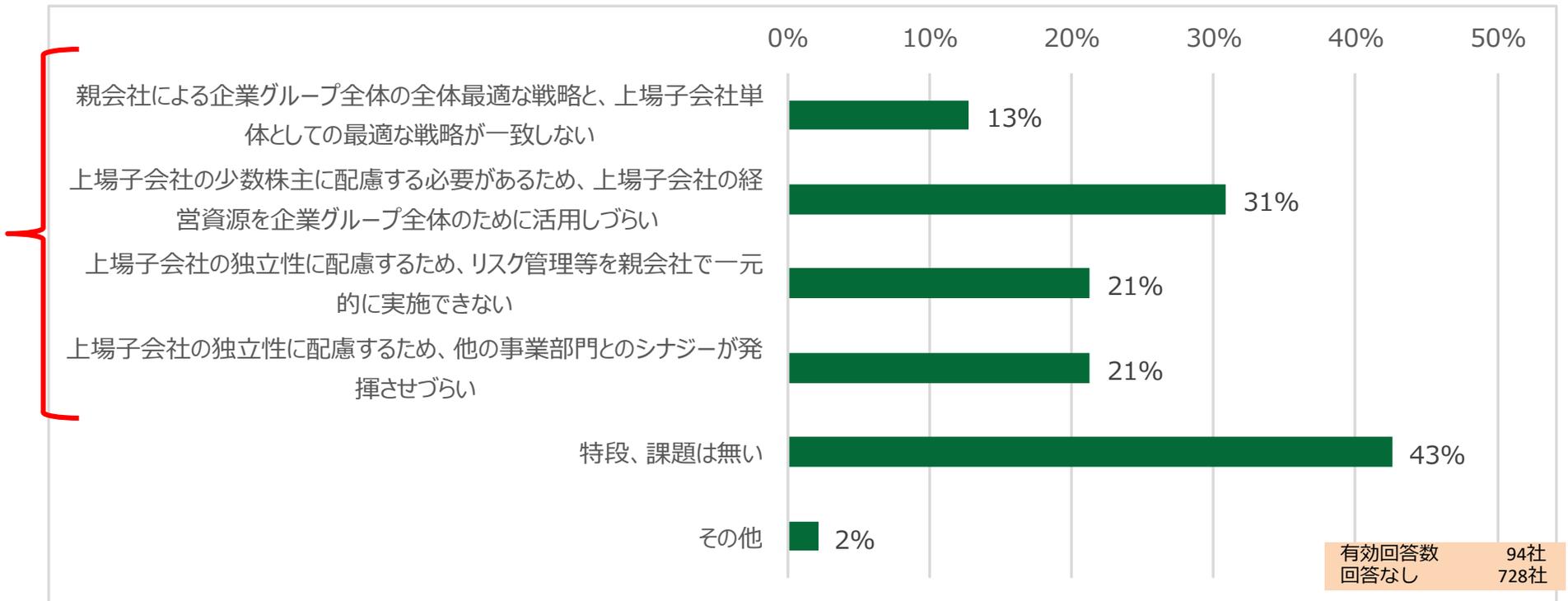
問43. 上場子会社の社長・CEOの指名について、当てはまるものをご教示ください。（複数選択可）



# グループ全体の事業ポートフォリオ戦略策定・実行

- 6割弱の企業が上場子会社について何らかの課題があると認識している。
- 具体的な課題としては、「上場子会社の少数株主に配慮する必要があるため、上場子会社の経営資源を企業グループ全体のために活用しづらい」（31%）、「リスク管理等を一元的に実施できない」（21%）「他部門とのシナジーが発揮させづらい」（21%）が多い。
- 「グループの全体最適と上場子会社単体の最適戦略が一致しない」とする企業も13%存在。

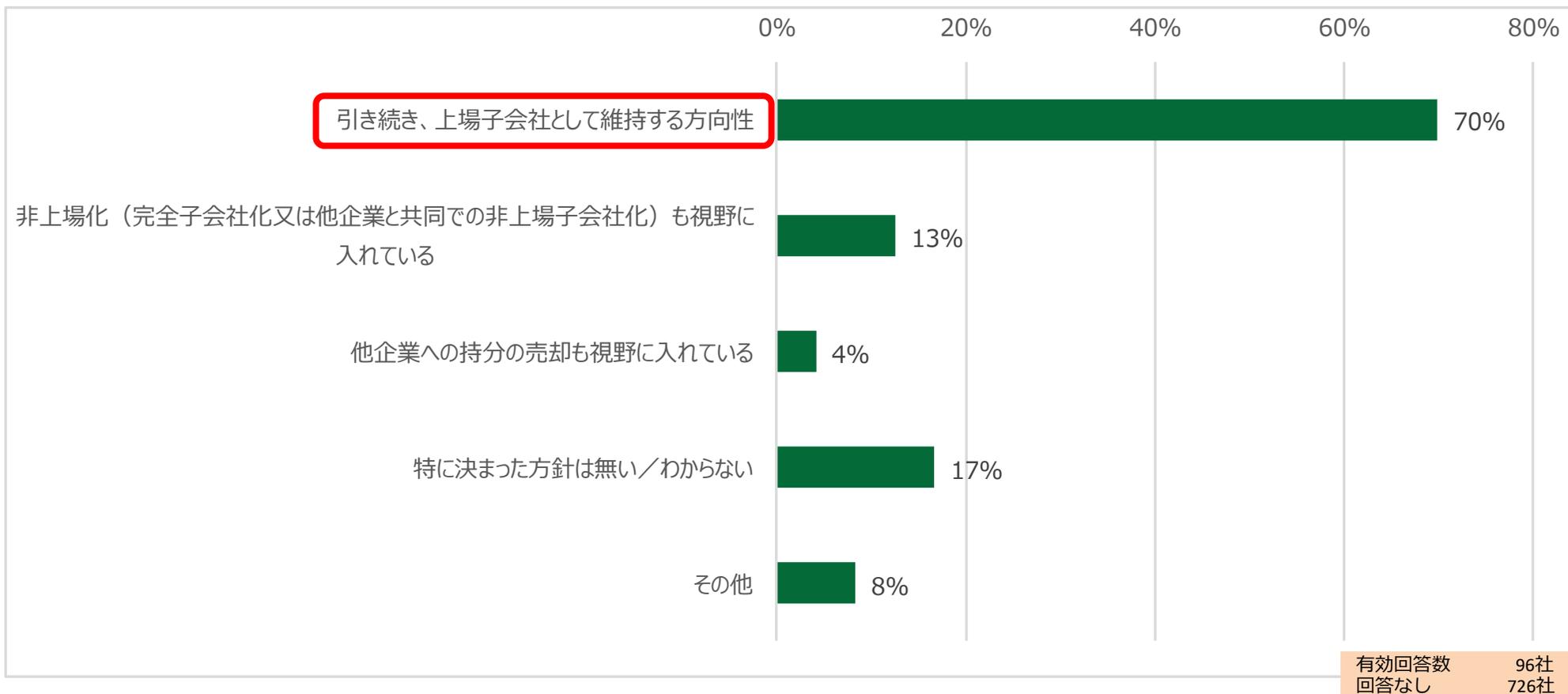
問55. 企業グループ全体の事業ポートフォリオ戦略の策定・実行する際に、上場子会社における課題をご教示ください。  
(上場子会社を保有している企業のみ回答。複数選択可)



# 上場子会社の今後の方針

- 上場子会社を整理することを視野に入れている企業は1～2割であり、70%の企業が上場子会社を維持する方針となっている。

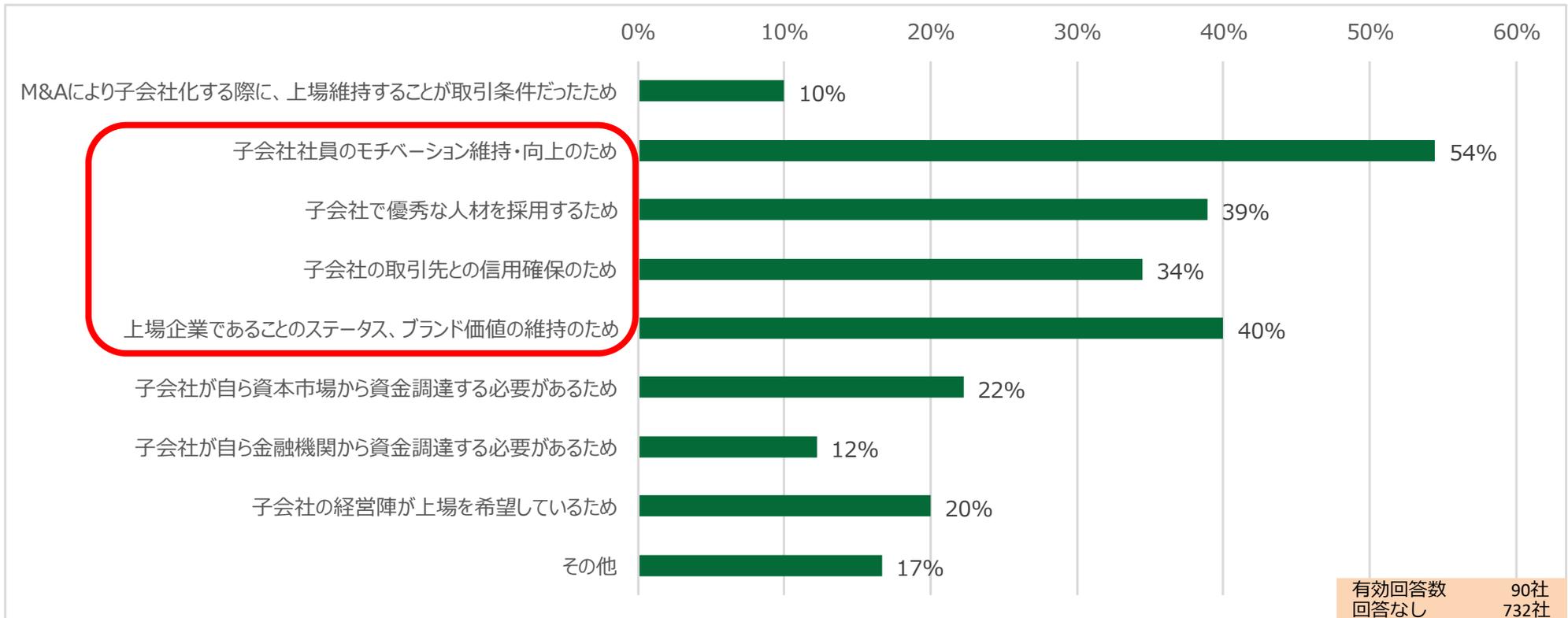
問56. 貴社の上場子会社について、今後の方針をご教示ください。（上場子会社を保有している企業のみ回答。複数選択可）



# 上場子会社を保有している理由

- 上場子会社を保有する理由としては、「社員のモチベーション維持・向上」や「優秀な人材の採用」、「上場企業としてのステータス維持」などを理由にあげる企業が多い。

問54. 上場子会社を保有している理由として、当てはまるものをご教示ください。（上場子会社を保有している企業のみ回答。複数選択可）



# 投資家の親子上場に対する評価 (1/2)

## ● 親子上場に対する投資家の見解は以下のとおり。

### ➤ 米系機関投資家

- そもそも**日本の上場子会社**はTOB前価格が**すでにディスカウント**されている。アメリカはフィデューシャリーデューティーの規制等でコストがかかるが、日本はそれがないので親子上場が存在するのではないか。

### ➤ 米系機関投資家

- 日本では資本市場に軸がなく、上場子会社でも業績がいい場合もある。アメリカだとあり得ないという評価がなされるが、他方、**そもそも上場子会社というものの自体がおかしいのではないか**という考えはある。
- 投資判断的には、独立心が強いのであれば親会社のバリューをディスカウントするし、親会社の子会社のハードルになるのであれば子会社のバリューもディスカウントするとかたちで**いずれもディスカウントの方向**。
- 社員のモチベーション等の観点について、採用時にプラスに働くかもしれないが、**経営の舵が曖昧になるのは最悪**。
- 完全子会社する資金がないという主張については、財務的にバツなら手放せばいいし、マルなら借り入れてでも買えば良いのではないか。**日本では従業員や事業拡大のみしか見ておらず、株主という視点に欠けている**。
- 上場子会社に投資することもある。**親を引っ張っているのは子というケースもあるのでケースバイケース**。

### ➤ 国内アセットオーナー

- 海外のほとんどの証券取引所では、100%子会社になる前段階として親子上場となるケースに限られているが、日本は状況が違う。**日本は、コーポレート・ガバナンスが効きようがない形の上場となってしまう**。
- **親子上場は禁止・廃止すべき**。今のところ、海外投資家のオポチュニティになっている。
- **親子上場の場合の親会社の態度に矛盾を感じている**。すなわち、親会社は自らのバランスシートに載っているものの利益最大化を図らなければならないので、当然、支配している子会社の利益も追及すべきである。他方、親子上場するには子会社の独立性を担保することが求められていることもあり、子会社の一般株主が親会社に話をしに行っても、独立しているから関係ないと言われる。この使い分けは非常に評判が悪い。

## 投資家の親子上場に対する評価 (2/2)

### ➤ 国内アセットオーナー

- 親子上場は一般株主の立場に立つとガバナンスが効きにくく、一般株主が害される恐れがある。商取引の関係で言っても一般論としてはよくない。

### ➤ 国内ファンド

- 上場子会社の株主として親会社に対話を求めても、子会社は独立しているので子会社と話してくれ、として断られる。結果として、**上場子会社は経営者天国になっていた**り、**株価が割安**で放置されていたりする。
- 親会社にアカウントビリティがあるとされていることも踏まえ、**親会社には、子会社株主との対話に応じる義務があることを明確にして欲しい**。
- 子会社上場は認めるべきでない。仮に認めるとしても、**子会社の一般株主を守るために、上場規則で真に独立した社外取締役が過半数いることとすべき**。

### ➤ 国内研究者

- 上場子会社は、**(グループとしての) ポートフォリオマネジメントの要請と整合的か**という点、**投資家的に言うと完全にNO**。どの投資家と話してもNOと言う。**企業価値への貢献が非常に大きい上場子会社なら完全子会社化すれば良いし、他方、そうでない上場子会社は売ってしまえば良い**。
- 親会社の株主からすると中途半端な状態なので、すぐに売れと主張する。
- **上場子会社の株は狙われやすい**。ディスカウントされた値段で買われ、フェアバリューを主張される。
- 親会社から見ても子会社から見ても、シナジーはある。親会社のR&Dインフラを使えたり、人材も探してもらえたりと、シナジーが出ていることも否定できない。**投資家からするとNOだが、グループ経営という側面から見るとプラスがある**。
- 上場子会社のトップの選解任について取り上げると良いのではないか。上場している以上、子会社の社外取締役がしっかりやるべき。天下りするくらいなら完全子会社化すれば良いし、緊張関係を持つなら子会社社長は株主に任せるべき。
- **親会社と緊張関係を保っている上場子会社もある一方で、完全に受け身の姿勢となっている上場子会社もあるので、これを一律に語るのは難しい**かもしれない。

# 上場子会社のガバナンス強化（対応の方向性）

- 上場子会社は、事業ポートフォリオ戦略の中で、少なくとも過渡的な選択肢としては一定の意義があるが、一般株主との利益相反リスクに対応するため、ガバナンス強化を図ることが必要。

①実務的 対応	<p>上場子会社の ガバナンス の在り方 (独立社外取締 役の役割等)</p>	<p>法的対応には時間がかかるため、まずは実務的な対応として、以下につきガイドラインで示す。</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>● 上場子会社の少数株主保護及び独立した意思決定の確保のためには、独立社外取締役の役割が特に重要であること。</li> <li>● 上場子会社においては、支配株主からの独立が重要となるため、独立社外取締役の独立性判断基準については、少なくとも支配株主出身者（10年以内に支配株主である親会社に所属していた者）は選任しないこと。</li> <li>● 上場子会社の取締役会の独立社外取締役比率を高めること（1/3以上や過半数）を目指す。</li> <li>● （このような対応が直ちには困難であることを想定して）利益相反取引が発生する具体的な局面においては、独立社外取締役（又は独立社外監査役）のみ又は過半数を占める委員会において、少数株主の利益保護の観点から審議・検討することとし、取締役会においてもその審議結果が尊重される仕組みをつくること。</li> </ul>
	<p>情報開示</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 親会社は、上場子会社として維持することの合理的理由とともに、そのガバナンス体制の実効性について、情報開示を通じて、投資家等に対して説明責任を果たすこと。</li> <li>● 上場子会社においても、少数株主の利益を確保するためにどのようなガバナンス体制を構築しているかについて、投資家等に対して情報開示を行うこと。</li> </ul>
②法的対応		<p>これまでの議論を踏まえ、以下につきCGS報告書に記載する。</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>● 将来的には、国際的な資本市場からの信頼を確保するため、上記①の実務的対応を踏まえた、法的対応についても検討を行うべきこと。</li> </ul>