

グループガバナンス／株式の保有構造等

令和3年1月26日
金融庁

(1) 上場子会社等の現状

(1) 上場子会社等の現状①

- 2019年4月に公表されたフォローアップ会議の意見書(4)において、**いわゆる上場子会社等^(注)の一般株主保護等の観点からグループガバナンスの在り方に関する検討を進めることが今後の課題とされたところ。**

(注) 支配株主やそれに準じる主要株主のいる上場会社のこと(以下、事務局資料において同じ。)

フォローアップ会議 意見書(4)抜粋

2. グループガバナンスの在り方

我が国のグループ経営について、**事業ポートフォリオの見直しを含むグループ全体としての最適な経営資源の配分や、子会社のリスク管理が十分に行われていないのではないかとの指摘**があるほか、**支配株主やそれに準ずる主要株主のいる上場会社(いわゆる上場子会社等)においては支配株主等と一般株主との間に構造的な利益相反リスクがあるため、取締役会の独立性を高める必要があること等**が指摘されている。

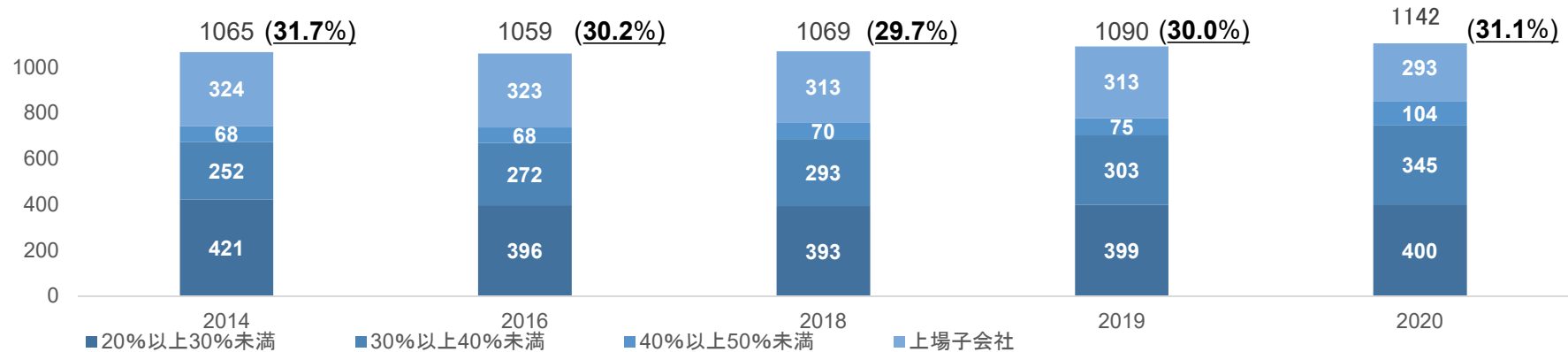
上場子会社等のガバナンスの問題をはじめとするグループガバナンスの議論において、**とりわけ、上場子会社等に関しては、その合理性に関する親会社の説明責任を強化することや、東京証券取引所の独立性基準の見直しも念頭に置いて、支配株主等から独立性がある社外取締役の比率を高めるなど、上場子会社等のガバナンス体制を厳格化することが求められている。**

こうした議論も踏まえながら、**一般株主保護等の観点からグループガバナンスの在り方に関する検討を進める。**

(1) 上場子会社等の現状②

- 2014年以降、上場子会社等は、77社増加(割合としては0.6%減少)している。
- 支配株主(上場会社に限る。)を有する上場会社数をみると、株式を30%以上保有している支配株主が存在する上場会社の割合は、米・英では1%以下、仏・独では4%程度、日本では10.7%である。

上場子会社等の推移



(注) ()内は上場子会社等の割合。「割合」の分母は東京証券取引所に上場している全企業

(出所) QUICKの筆頭株主データを基に東京証券取引所作成

国名	上場会社数	支配株主(注)(上場会社に限る)を有する上場会社数 (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
アメリカ	5,348社	28社(0.52%)	48社(0.89%)
イギリス	1,920社	0社(0.00%)	4社(0.20%)
フランス	806社	18件(2.23%)	30社(3.72%)
ドイツ	794社	17社(2.14%)	28社(3.52%)
日本	3,892社	238社(6.11%)	418社(10.73%)

(注) この調査における「支配株主」は、対象上場会社の発行済株式30%以上を直接保有している者のことを指す。

(出所) 平成30年度産業経済研究委託事業(経済産業政策・第四次産業革命関係調査事業費)(M&Aに関する調査)報告書より金融庁作成

(2) 上場子会社等の少数株主保護

(2) 上場子会社等の少数株主保護(利益相反に関する指摘)

- 上場子会社等につき、主に投資家から、**親会社と少数株主との利益相反の可能性**(注)が指摘されている。(注) 親会社による「企業グループ」の価値の最大化と子会社価値の最大化が必ずしも一致しない。
- 上場親会社においては、**少数株主との間の利益相反リスクを感じる**ことが「**あまりない**」と回答する企業が**78%**となっている。

上場子会社等の課題に関する指摘

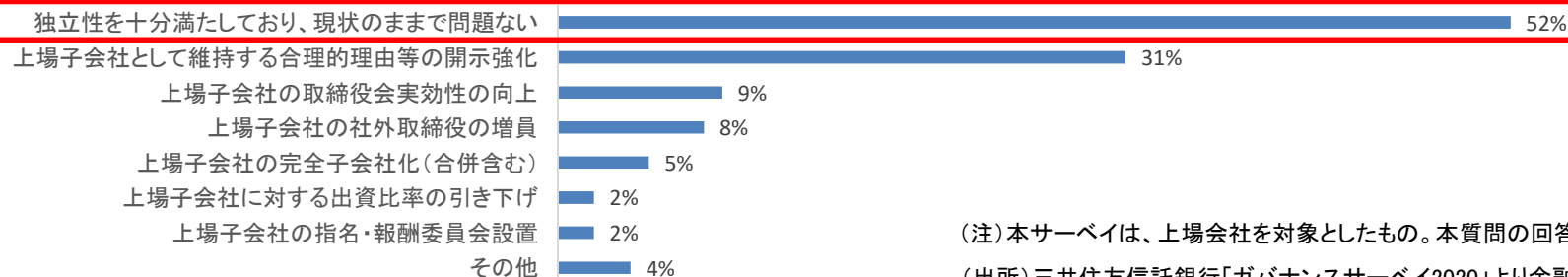
- 企業グループの全体最適と従属上場会社の部分最適は、常に緊張関係にあるわけではないが、両者が乖離する有事の局面に備えた仕組みを事前に整備することが必要。(投資家)
- 親子上場について対話をする際、会社側の観点は事業(執行)上のシナジーや選択肢などであるのに対し、投資家の観点は少数株主との利益相反の監督。会社と投資家の目線が合っていないのが現状。(投資家)
- コングロマリット・ディスカウントの現実を勘案すると、プレミアムを生むための情報(実績を含む)は、質的にも量的にも高レベルのものが求められる。(投資家)

上場子会社の一般株主との間で利益相反リスクを感じることもあるか



(注)本サーベイは、上場会社を対象としたもの。本質問の回答は141社。
(出所)三井住友信託銀行「ガバナンスサーベイ2019」より金融庁作成

上場子会社の独立性確保の観点で、優先度の高い検討事項は何か



(注)本サーベイは、上場会社を対象としたもの。本質問の回答は134社。
(出所)三井住友信託銀行「ガバナンスサーベイ2020」より金融庁作成

(2) 上場子会社等の少数株主保護(ガバナンスの現状①)

- 市場第一部全体では、独立社外取締役を3分の1以上選任している会社は、43.6%であるのに対し、上場子会社では、15%である。(2019年)
- また、支配株主がいない上場会社では、報酬委員会の設置割合が38.1%であるのに対し、非上場会社又は個人の支配株主を有する上場会社では、いずれも設置割合は10%強である。

集計対象	社数	取締役 平均人数	平均人数	独立社外取締役				
				0名	1名	2名以上	1/3以上	過半数
上場子会社	313社	8.52人	2.0人	16社	57社	240社	47社	5社
				5.1%	18.2%	76.7%	15.0%	1.6%
市場第一部	2,148社	9.1人	2.7人	7社	134社	2,007社	937社	93社
				0.3%	6.2%	93.4%	43.6%	4.3%
全上場会社	3,639社	8.3人	2.2人	191社	684社	2,764社	1,298社	128社
				5.2%	18.8%	76.0%	35.7%	3.5%

	支配株主あり(注)						支配株主なし	
	親会社 (上場)		親会社 (非上場)		個人			
	社数	割合	社数	割合	社数	割合	社数	割合
報酬委員会 設置あり	117社/ 313社	<u>37.4%</u>	8社/ 64社	<u>12.5%</u>	29社/ 261社	<u>11.1%</u>	1,143社/ 3,001社	<u>38.1%</u>

(注) ここでいう「支配株主」は、「親会社又は議決権の過半数を直接若しくは間接に保有する者として施行規則で定める者」(上場規程第2条(42)の2)を指す。

(出所) 各社の2019年7月12日時点のコーポレート・ガバナンスに関する報告書より金融庁作成

(2) 上場子会社等の少数株主保護(ガバナンスの現状②)

- 上場規程では、支配株主を有する上場会社が支配株主と重要な取引を行う場合には、**少数株主にとって不利益なものでないことに関し、利害関係を有しない者による意見の入手を行い、その内容について、必要かつ十分な適時開示を行うこととされている。**
- 上記の規程に基づく**意見の入手先のうち、自社の独立社外取締役・独立社外監査役は64.1%**である。

意見入手先	件数	比率
独立社外取締役	<u>174件</u>	<u>34.3%</u>
独立社外監査役	<u>151件</u>	<u>29.8%</u>
第三者委員会	115件	22.7%
弁護士又は公認会計士	21件	4.1%
外部算定機関	15件	3.0%
その他 (利害関係のない取締役等)	31件	6.1%

(出所) 東京証券取引所作成

上場規程 第441条の2(支配株主との重要な取引等に係る遵守事項)

支配株主を有する上場会社は、次の各号に掲げる場合には、当該各号に規定する事項の**決定が当該上場会社の少数株主にとって不利益なものでないことに関し、当該支配株主との間に利害関係を有しない者による意見の入手を行うものとする。(略)**

2 上場会社は、前項各号に掲げる場合には、**必要かつ十分な適時開示を行うものとする。**

(2) 上場子会社等の少数株主保護(海外の制度概要)

□ 少数株主保護について、米国では会社法の判例を中心に規律されており、英国では上場規程による事前手続を中心に規律されている。

	日本	米国	英国
特徴	第三者からの事前の意見入手と情報開示	支配株主の信認義務を前提とする裁判を通じた規律中心	事前手続規制と情報開示中心
規制の根拠	上場規程中心	判例中心	上場規程中心
事前の手続規制	➤ 支配株主等が関連する重要な取引の場合に、「少数株主にとって不利益なものではないこと」に関する意見の入手(上場規程)	少数株主の過半数 (Majority of Minority) による承認や特別委員会の設置等の事前手続を行うことで、信認義務を果たしたと判断され易くなる	プレミアム市場の上場会社につき、 ① 支配株主との取引に関して独立当事者間取引基準で行う旨などの遵守を確保するための法的拘束力のある契約の締結(上場規程) ② 会社と主要株主をはじめとする関係者との取引に原則として株主総会決議を要求(上場規程)
開示規制	➤ 事業報告等で関連当事者との取引の開示(会社法等)	➤ 重要な契約 (Material Definitive Agreement) の開示 (SEC規則)	➤ 年次報告書で上記①の契約を遵守しているか、遵守していない場合にはその理由等についての開示(上場規程) ➤ 関連当事者 (related party transaction) との取引の開示(上場規程)
裁判による救済	(不法行為等)	➤ 信認義務違反に基づく損害賠償請求等	➤ 不公正な侵害行為からの救済命令(会社法)
上場子会社の役員選任	—	—	➤ プレミアム上場会社に対し、上場子会社の独立社外取締役の選任に際して、少数株主の過半数 (Majority of Minority) による承認を要求(上場規程)

(注) ドイツにおいては、企業グループに関する体系的な法制度(株式法)により少数株主保護が整備されている(概要は参考資料8頁参照。)

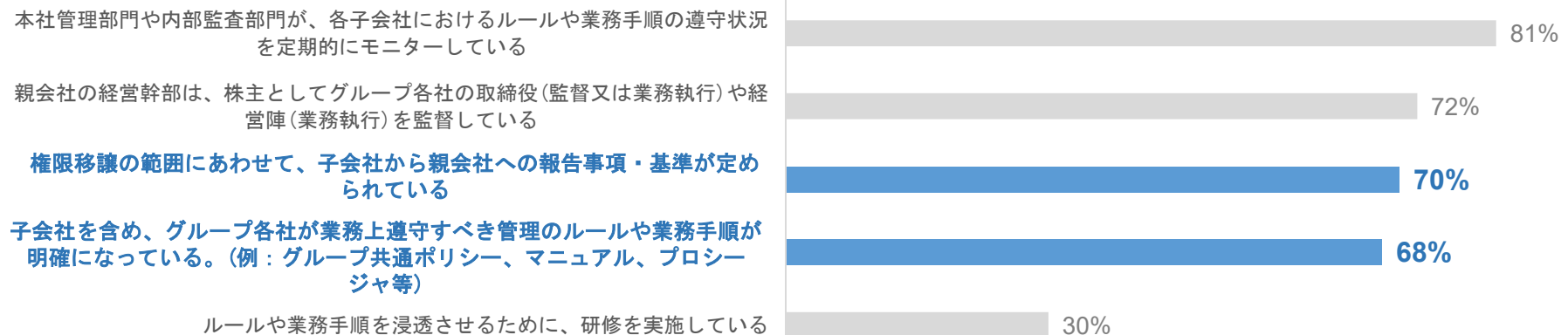
(3) グループ経営の最適化

(3) グループ経営の最適化(グループ経営の方針決定や事業ポートフォリオマネジメント①)

- 経済産業省において、上場企業を対象に実施したアンケート（2018年度）によれば、企業グループとしての意思決定・権限などの枠組みが機能するための取組みとして、**グループ各社が遵守すべき管理ルールや業務プロセスが明確になっているところは約7割**である。
- 他方、**経営理念等の浸透状況を確認し、経営陣等へ報告している企業は25%**である。

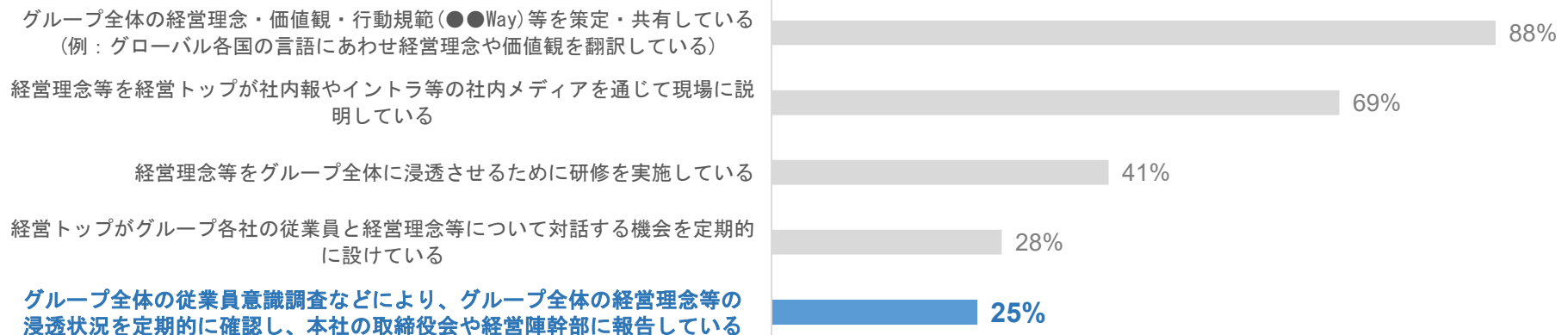
企業グループとしての意思決定・権限/責任の枠組みが機能するための取組みの状況

(N=770社)
複数選択可



実効的な子会社管理のため、企業グループとして一体性を確保するための取組みの状況

(N=755社)
複数選択可



(出所) 経済産業省「グループ・ガバナンス・システムに関する実務指針」(グループガイドライン)(2019年6月)より金融庁作成

(3) グループ経営の最適化(グループ経営の方針決定や事業ポートフォリオマネジメント②)

- 企業からは、コロナ後の経済社会に対応するビジネスモデルの構築に向け、**事業ポートフォリオ戦略などの見直しを進めたいとの声**も聞かれている。
- この点について、投資家からは、**事業ポートフォリオの見直しを積極的に実施するとともに、その場合にはグループCEOを中心にグループとして取り組むことが重要との指摘**がある。



企業

- 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**
- **事業の入替えや構造改革を常にやり続ける、それが当たり前になるという風土を醸成し、その仕組みを回し続ける**ということが重要。
- 短期の収益性という目線を超えた、**長期視点での事業ジャッジメント**ということでも見た場合の時間軸と、**企業の戦略性をどのように折り合わせながら空気をつくっていくかが重要**。
- コロナ後の需要構造の変化等も捉え、今後も需要が続くと考えられるコア事業、そして需要の回復が早いと思われる地域や場所でのサービス提供に対する**選択と集中**を行っている。
- ニューノーマルの世界ではこれまでのビジネスモデルが通用しないので、**事業ポートフォリオを変える検討**をした。
- コロナ禍であるからという理由で**事業ポートフォリオを見直す**というわけではなく、**そもそも基本姿勢として経営判断はタイムリーにすべき**。
- **新たなビジネスモデルの確立**(コロナ前から推進していたデジタル化を更に推し進めること)による対応が求められた。

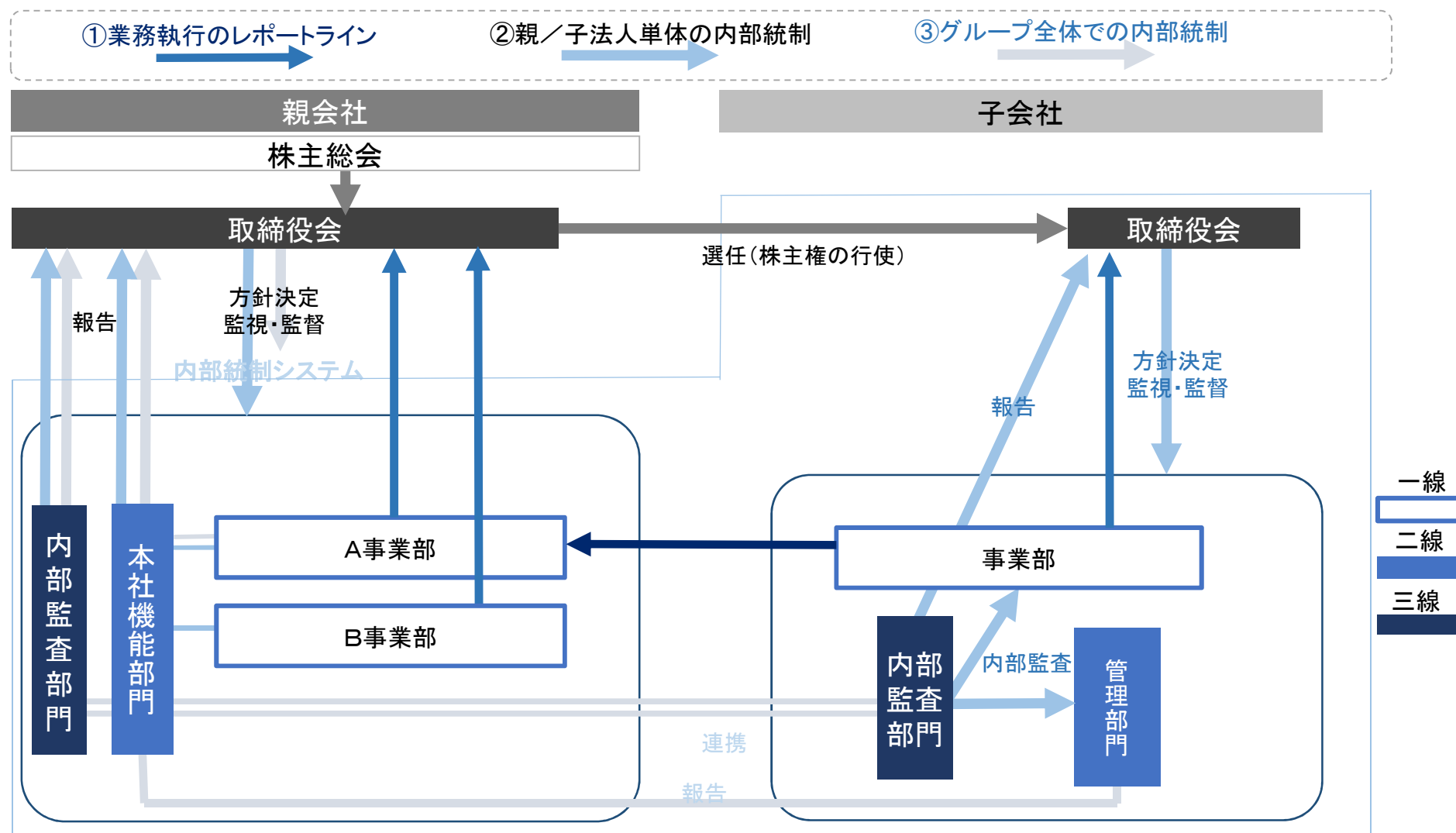


投資家

- グループCEOの本業はシナジーの追求なので、既存の事業ポートフォリオから最大のシナジーを追求するべきであるし、それがかなわない、最適な状態でない場合、**事業ポートフォリオを組替えていくことは、グループCEOの本業**である。
- 今後、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。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。
- 日本企業は構造的に、経営陣や取締役会が内部昇格のメンバーで占められていることが多い。これらのメンバーがともすれば各事業部門の利益代表になっている場面が散見される点が日本の特徴である。こうした**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状況下で、様々な工夫を凝らしていくことが重要。
- コロナ禍を受け、**経営者の力量が非常に大事**になる。日本全体で企業の社会的責任を追及する動きが出てくれば、**前広に世の中の動きを察知し、短期・中期・長期の戦略を立てられているかどうか**が大事になってくる。

(3) グループ経営の最適化(グループ単位のリスク管理)

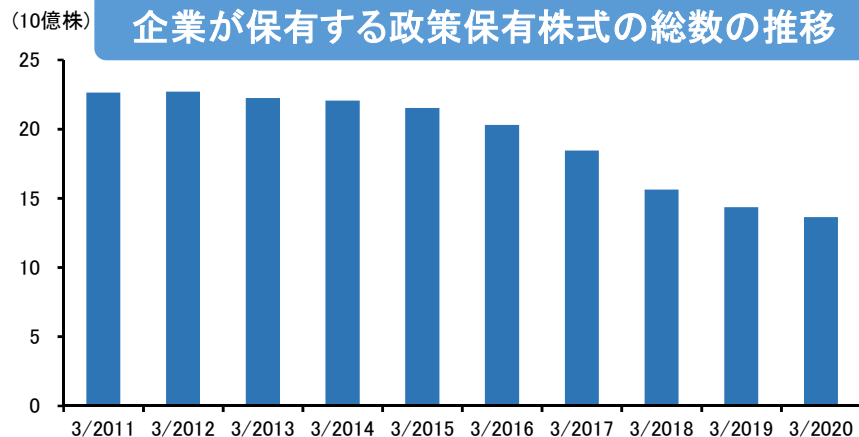
- グループ経営の課題の一つとして**グループ単位でのリスク管理が重要**であるとの指摘がある。
- 監査役、監査等委員会、監査委員会が、内部監査部門と連携・同部門を活用し、内部統制システム全体を監査することが重要と指摘されている。



(4) 政策保有株式

(4) 政策保有株式(推移)

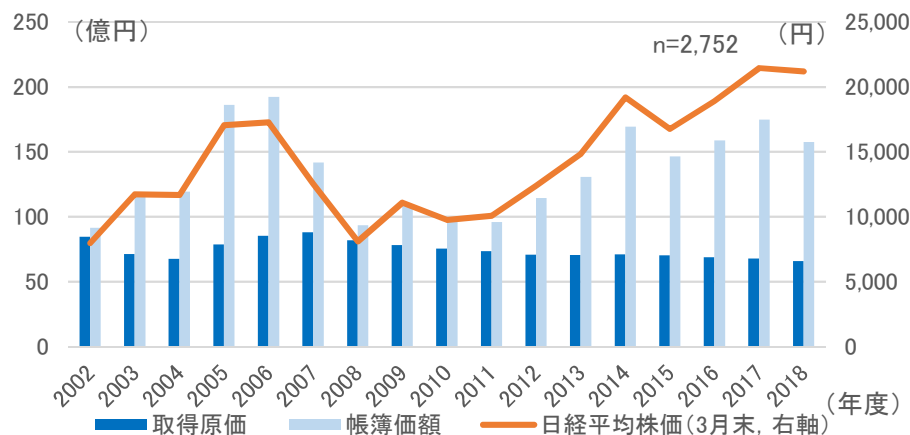
- ❑ 政策保有株式の総数は、2010年代半ば以降減少傾向。
- ❑ 特に、金融機関が保有している政策保有株式の比率は減少しているが、事業法人間等での同比率は依然として高い水準にある。



(注) 全上場銘柄対象、時価が算出可能な特定投資株式数の推移、2011年3月期以降10期連続で取得可能な銘柄2,094社のみ抽出。2020年8月12日時点。

(出所) 有報、QUICK Astra Managerよりみずほ証券エクイティ調査部作成を元に金融庁作成

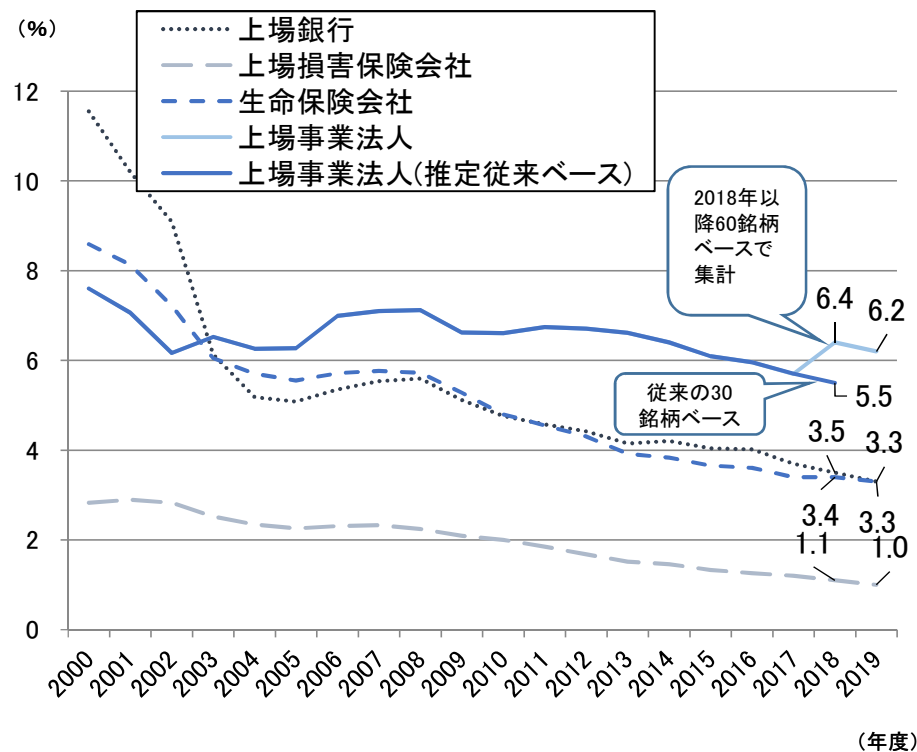
持合い株式の取得原価と帳簿価額(時価)の推移



(注) 日本基準採用企業のみを対象として作成

(出所) 円谷昭一「政策保有株式の実証分析」(日経BP、2020年)より金融庁作成

保有主体別に見た政策保有株式比率の内訳(時価ベースの比率)



(注) 上場会社及び保険会社が政策保有するほかの上場会社株式(時価ベース)の、市場全体の時価総額に対する比率(ただし、子会社、関連会社株式を除く)。

(注) 「企業内容等の開示に関する内閣府令」の一部改正により、2019年3月決算期の有価証券報告書から、純投資と政策投資の区分の基準や考え方、個別的政策保有株式の保有目的・効果について、定量的な効果を含めたより具体的な説明などが求められている。加えて、個別開示の対象となる保有銘柄数が、原則、従来の30銘柄から60銘柄に拡大されている。

(出所) (株)野村資本市場研究所「金融情報アップデート」(2020年9月14日)より金融庁作成

(4) 政策保有株式(投資家や企業の意見)

- 政策保有株式に関して、議決権の実質化・資本効率向上の観点から、依然、投資家サイドには**縮減や保有理由の説明の充実を求める声**が強い。
- 金融庁が実施した企業ヒアリング等によれば、一部の企業においては、財務部門等が**政策保有株式の縮減に向けて取り組む際、取引先や事業部門との調整を要している**、との指摘がある。



投資家

- 政策保有株と安定株主の問題に関し、日本のように、株主提案が承認されることや会社の提案が拒否されることが極めて稀であると、会社や株主は資本市場の規律がもたらすメリットを享受できない。スチュワードシップ・コード及びガバナンス・コードの実効性を担保するためにも、**日本企業が安定株主に依存する体質から脱却し、ダイナミックで規律ある迅速でグローバルな株主が主軸となるようにすべき**。
- **政策保有株式はバランスシート上のリスク性資産**であり、株価の下落をリスクとして想定しなければならない。**コロナ禍を受けて現在、そうしたリスクがまさに顕在化している状況**といえる。
- 政策保有株の**議決権行使に関して、結果を開示する**べきではないか。



企業

- 政策保有株式の処分又は取得に際し、相手方企業から「取引への悪影響」を示唆されるケースあり。
- 事業・営業部門は取引維持の観点から政策保有株式の売却に消極的であり、調整に時間を要する。
- 地銀に「借入金利引下げ、口座解約、政策保有株式売却」の3点セットを打診したが強く反発。

(4) 政策保有株式(有価証券報告書における開示)

- 政策保有株式について、有価証券報告書における開示内容の拡充を促すため、内閣府令を改正し、2019年3月期より適用。
- 政策保有株式の保有方針や保有の合理性を検証する方法、個別銘柄毎の保有目的・効果等についても開示を求めている。

開示府令改正前の開示状況

- 政策保有株式の銘柄数、B/S計上額の合計額
(非上場株式とそれ以外の株式を区分せず記載)
- 政策投資株式の個別銘柄(非上場株式以外)

(前事業年度)

30 銘柄	銘柄	株式数	B/S計上額	保有目的
	A	xxx,xxx	xxx,xxx	
	B	xxx,xxx	xxx,xxx	
	⋮			

(当事業年度)

30 銘柄	銘柄	株式数	B/S計上額	保有目的
	A	xxx,xxx	xxx,xxx	
	B	xxx,xxx	xxx,xxx	
	⋮			

- 純投資目的の株式のB/S計上額、受取配当金、売却損益、評価損益それぞれの合計額、保有目的を変更した銘柄の株式数、B/S計上額

開示府令改正後の開示イメージ(青字:変更箇所)

- 純投資目的の投資株式とそれ以外の目的の投資株式(政策保有株式)の**区分の基準や考え方**
- 政策保有株式の**保有方針、保有の合理性を検証する方法**
- 政策保有株式の個別銘柄の**保有の適否に関する取締役会等における検証の内容**
- 政策保有株式の銘柄数、B/S計上額の合計額
(非上場株式とそれ以外の株式に区分して記載)
- 株式数が増加した銘柄数・取得価額の合計額・増加の理由、株式数が減少した銘柄数・売却価額の合計額**
- 政策投資株式の個別銘柄(非上場株式以外)

60 銘柄	銘柄	(当事業年度) 株式数 B/S計上額	(前事業年度) 株式数 B/S計上額	保有目的・効果(※) 相手方の保有の有無 株式数増加の理由
	A	xxx,xxx xxx,xxx	xxx,xxx xxx,xxx	
	B	xxx,xxx xxx,xxx	xxx,xxx xxx,xxx	
	⋮			

(※)戦略、事業内容及びセグメントと関連付け、定量的な効果(記載できない場合には、その旨と保有の合理性の検証方法)も含めてより具体的に記載。

- 純投資目的の株式の**銘柄数**、B/S計上額、受取配当金、売却損益、評価損益それぞれの合計額、保有目的を変更した銘柄の株式数、B/S計上額

(4) 政策保有株式(「役員報酬の好事例」及び「政策保有株式の好開示のポイント」の概要(2019年11月公表))

- ❑ 記述情報(財務情報以外の開示情報)は、財務情報を補完し、投資家の判断を適切なものとする重要な役割。
- ❑ 有価証券報告書について、ルールへの形式的な対応にとどまらない開示の充実に向けた取り組みを促すため、2019年3月に「記述情報の開示の好事例集」を公表。
- ❑ 2019年1月の内閣府令改正により役員報酬と政策保有株式の開示を拡充したことを踏まえ、2019年11月に、上記好事例集に役員報酬の好事例を追加すると共に、政策保有株式について投資家が期待する好開示のポイントを公表。

○ 役員報酬

- 投資家・アナリストと企業からなる「勉強会」を開催し、「勉強会」で投資家・アナリストから紹介があった開示例を「記述情報の開示の好事例集」に追加・更新。
- 以下の内容を具体的に記載している開示例を追加。
 - ✓ 業績連動報酬の算定方法等の報酬プログラム
 - ✓ KPIを踏まえた報酬実績
 - ✓ 取締役会・報酬委員会の報酬決定に係る活動内容等

The image shows a page from a Japanese corporate disclosure document, likely an Annual Report or a separate compensation report. It contains several tables detailing the compensation of directors and officers. The tables include columns for names, positions, and various compensation components such as base salary, bonuses, and performance-linked compensation. There is also Japanese text explaining the compensation policies and the process of determining compensation, including the role of the compensation committee and the board of directors. The document is titled '役員報酬の好事例' (Good Examples of Director Compensation) and is part of a collection of disclosure examples.

○ 政策保有株式

- 投資家・アナリストが好開示と考える開示と現状の開示の乖離が大きいとの意見が聞かれたため、好事例の公表に代えて、投資家・アナリストの意見を纏めた好開示のポイントを例示として公表。
- 好開示のポイントの主な内容は以下の通り。
 - ✓ 経営戦略と関連付けた保有方針や売却の方針等を記載
 - ✓ 時価(含み益)や配当金による検証だけでなく、経営戦略と関連付けて保有効果等を記載
- このポイントを参考に、より良い開示に向けた検討が行われることを期待

(4) 政策保有株式(投資家・アナリストから寄せられた主な意見(開示))

- 政策保有株式に関する開示については、充実しつつあるものの、依然として不十分であるとの意見が投資家・アナリストからあった。

主な記載項目	投資家・アナリストから寄せられた主な意見
● 保有の合理性の 検証方法	・「保有の合理性検証・交渉・削減スケジュール」を図表で示している事例があり、削減をコミットしていることが読み取れ、有用性が高い。 ・政策保有株式については、純投資のように時価(含み益)や配当金によるリターンを評価するのではなく、事業の収益獲得への貢献度合い等の観点も含めた保有の合理性を検証すべき。 ・合理性の検証プロセスを図表で示すなど、一部の企業では工夫が見られるものの、「合理性がある」とした具体的な理由等が不明瞭なものも見受けられる。
(個別銘柄) ● 保有目的・定量的な保有効果	・保有目的を事業や取引と関連付けて具体的に記載するなど、一部の企業で改善が見られるものの、個別銘柄毎に定量的な保有効果を記載している開示はあまり見られない。

(5) 本会合でご議論頂きたい事項

- 上場子会社等の在り方については、以下のような指摘がある。
 - 足下、グループ経営の在り方を検討する動きが出ていることなどを踏まえると、ガバナンス体制の強化等、上場子会社等の少数株主保護の在り方について更に検討を進めるべき
 - その際には、上場子会社等としても、支配株主等が存在することにより、経営資源の投入や監督等によるメリットを享受できていることにも十分留意すべき
- また、グループガバナンスに関して、グループ経営の最適化という観点から、事業ポートフォリオの見直しを含むグループ全体としての最適な経営資源の配分や、子会社のリスク管理が課題であるとの指摘がある。
- 以上の視点を踏まえ、グループガバナンスを含めた株式の保有構造等に関する以下の諸課題についてどう考えるか。
 - 上場子会社等における独立社外取締役の関与や開示の在り方を含む支配株主からの少数株主保護の枠組みの在り方
 - (特にグループ経営を行う上場会社の)取締役会が果たすべき役割や機能
 - 政策保有株式の在り方
- その他、グループガバナンスや株式の保有構造等に関する課題として検討すべき論点はあるか。