

第23回事務局参考資料 (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等

金融審議会 金融分科会

我が国金融・資本市場の国際化に関するスタディグループ報告(2009年6月17日)(抜粋)

Ⅱ. 市場における資金調達等をめぐる問題

4. 子会社上場

現在、上場会社のうち、親会社が存在する企業が相当数存在する状況にある。親会社が存在する企業の上場については、たとえ少数株主権であっても子会社の流通株式を取引したいとのニーズが投資者に存在すること、親会社によるガバナンスが投資者から評価されている場合もあること等の理由から、そのこと自体を否定することは適切でないとの指摘がある。

しかしながら、親会社と上場子会社の少数株主の間には潜在的な利益相反関係の発生や、親会社による上場子会社の経営の支配等を通じて、上場子会社の株主保護が十分に図られないおそれがあり、必ずしも望ましい上場政策とは言えないとの指摘もある。

こうした問題を勘案すると、これらの上場については、今後、そのあり方が真剣に検討されるべきであると考えられるが、少なくとも利益相反関係や親会社による支配の弊害を解消し、少数株主の権利を保護するための十分な措置が講じられる必要がある。

このため、仮に、今後も子会社の上場が認められていくのであれば、取引所においては、子会社の上場に当たって、親会社や兄弟会社などの出身でない、少数株主の利益を十分に配慮することのできる社外取締役及び監査役の選任を求めるなど、利益相反関係が適切に管理され、親会社による権限濫用が適切に防止されるような実効性あるルールの整備が検討されるべきである。

(1) 上場子会社等の現状①

- 上場子会社等については、上場することで子会社独自の資金調達手段が獲得できるなどの意義があると指摘されている。
- 実際に上場子会社がエクイティ・ファイナンスを実施する例は年間数件である。

子会社を上場することの利点に関する指摘

- 支配的な株主が存在する会社を上場させることについては、子会社独自の資金調達手段の獲得、子会社株式の価値に対する正当な評価の獲得(コングロマリット・ディスカウントの解消・緩和)、子会社の信用力の強化、業界再編・グループ再編の手段といった、正当な目的が存在する。(企業)
- シナジーが適切に発揮されていれば、上場親会社、上場子会社の双方ともに、魅力的な投資対象となり得る。(企業)

	公募・売出し				第三者割当増資			
	上場子会社		その他		上場子会社		その他	
	件数	総額 (百万円)	件数	総額 (百万円)	件数	総額 (百万円)	件数	総額 (百万円)
2014年	8	11,853	185	1,399,307	4	1,140	126	266,676
2015年	5	55,050	164	1,336,379	4	28,150	113	484,379
2016年	3	16,571	98	551,165	2	2,161	76	483,643
2017年	6	11,990	160	2,774,460	4	3,151	121	2,427,261
2018年	5	4,738	164	957,788	4	1,649	116	715,264
2019年	5	362,429	65	806,666	4	361,712	47	279,289

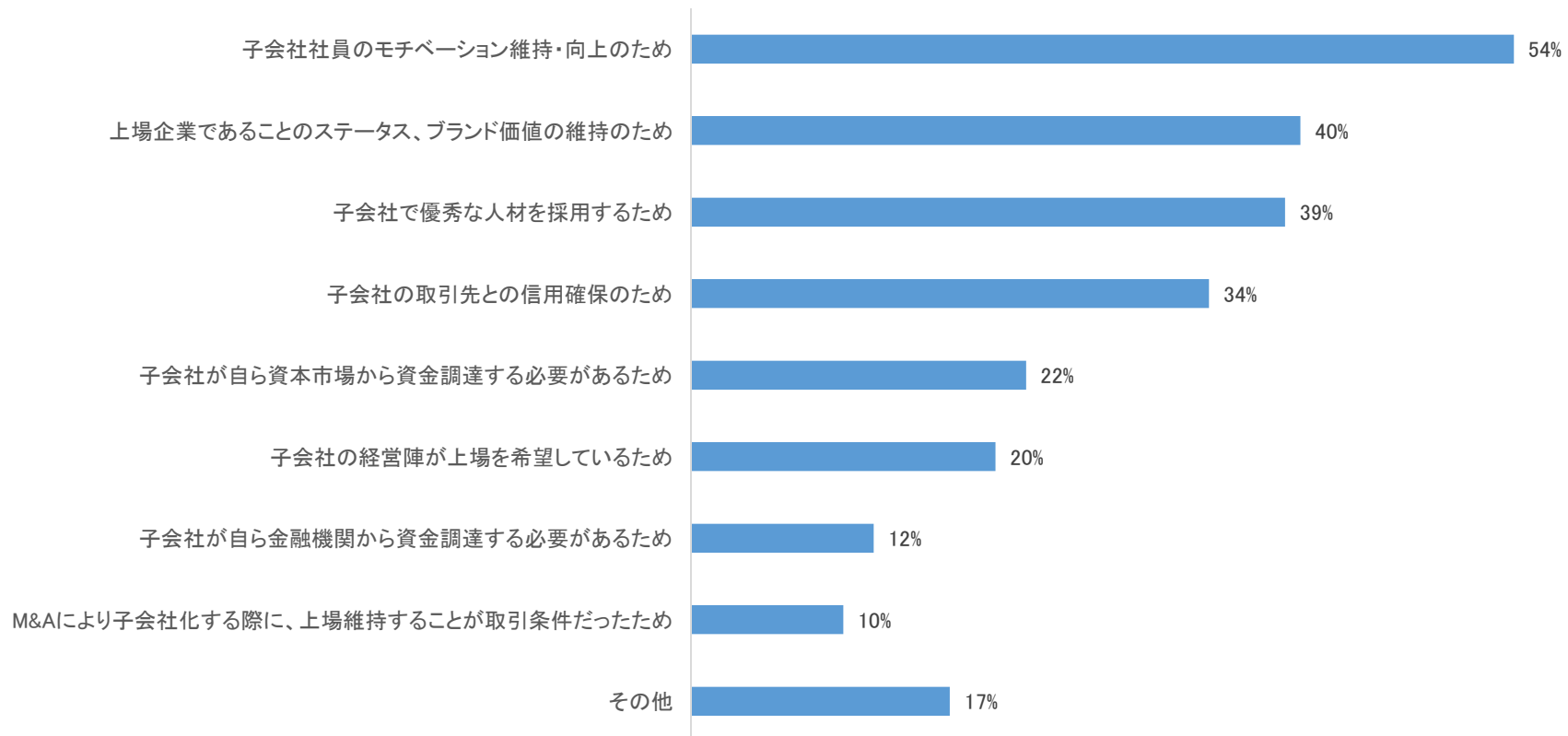
(出所) 東京証券取引所 従属上場会社における少数株主保護の在り方等に関する研究会第1回資料より金融庁作成

(1) 上場子会社等の現状②

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

上場子会社を保有している理由

(N=90社)
複数選択可



(出所) 2018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)(グループ経営におけるコーポレートガバナンスに関する調査)調査報告より金融庁作成

(1) 上場子会社等の現状③

□ これまでのフォローアップ会議でも、グループガバナンスに関し、以下の複数の指摘がされた。

(グループ経営の最適化)

- 経営資源の効率的な確保やグループの全体最適の実現のための配分の仕方、事業ポートフォリオ、グループレベルでの事業ポートフォリオ戦略の策定や実行、こういった観点から、**グループ全体の戦略やグループ全体の内部統制**ということを議論する必要。

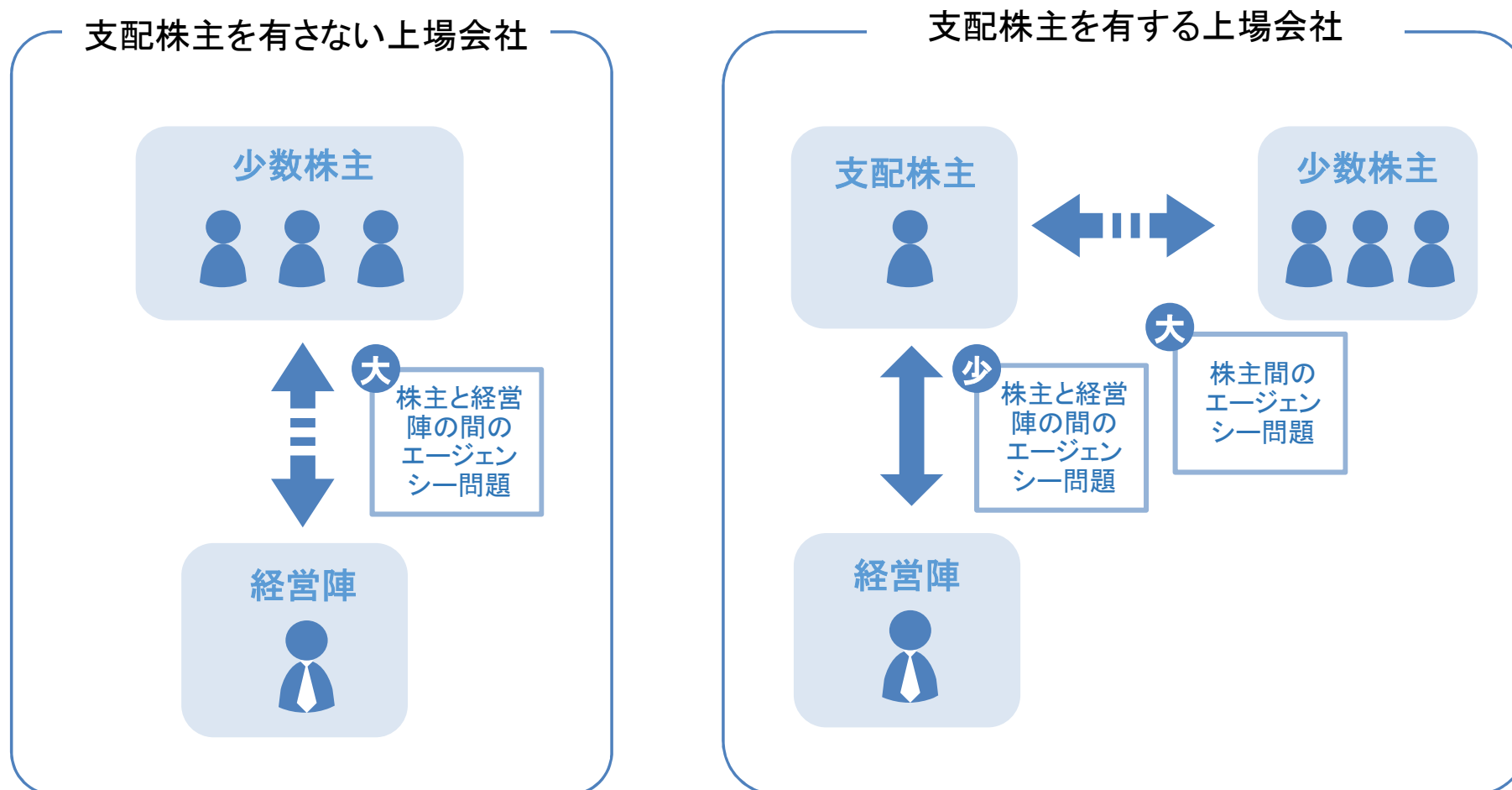
(子会社の少数株主保護)

- **グループガバナンス(親子上場問題)に関する規律原理が未だに不明確**で、企業的意思決定プロセスを複雑化するパッチワーク的な方向で対応が進んできたことが、むしろ本来重要であるべき、企業のダイナミックでスピーディーな戦略行動を妨げている点が重要な問題となりつつある。**支配的株主による少数株主保護原理を基本規範とすることで諸々の問題はよりクリアカットになるし、その規範を遵守する代わりに親子上場を戦略的に利用する自由度を企業が選択することも可能**となる。
- **親子上場の弊害をなくしていくことが重要**。現状支配株主は非支配会社に対していわばオプション権を持っており、自らが有利だと思ったタイミングで完全子会社化できるし、子会社株式を売り出すこともできることで、少数株主は支配株主の戦略に翻弄されている例も見受けられる。**企業としては完全子会社化するのか、子会社株式を売却して0%にするのかという親子上場の整理をしていく戦略を立て、それを対外的に公表すべき**。
- 親子間に事業上の結びつきが強いほど親会社の利益と子会社利益の一般少数株主の利益相反が生じ、それが紛争化することで両方の企業価値が毀損。親子それぞれ激しいCXをするときにその相互の関係性ゆえに利益相反問題が発生。戦略的自由度、迅速性を失わせ、CX力を低下させるリスク。**親子上場は、成長事業のスピンオフ等の過渡的なものを除いて認めるべきでなく、コードに米独で一般的となっている利益保護義務を明記すべき**。
- **支配的株主からの少数株主保護**という点が重要。
- **支配株主と少数派株主の利益相反の危険がとくに大きい類型について、意思決定の在り方や開示にフォーカスして留意すべきポイントを明らかにした上で、ベストプラクティスを提示**することが考えられる。特に、そのような類型における独立社外取締役の関わりや、少数派株主自身による関与といった観点から、**意思決定の在り方やプロセス**についてベスト・プラクティスを提示することが可能かどうか検討してどうか。

(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)

- 上場子会社等については、支配株主が経営陣を実効的に監督する経済的動機を有するため、**株主と経営陣との間のエージェンシー問題の低減が期待できる**と指摘されている。
- 他方で、支配株主が上場子会社等との取引にあたり少数株主の利益を犠牲にして自らの利益を図るおそれがあり、**株主間のエージェンシー問題への対処が必要となる**と指摘されている。



(2) 上場子会社等の少数株主保護(海外の制度概要①)

□ ドイツにおいては、企業グループに関する体系的な法律による規制(株式法)により、少数株主保護が図られている。

ドイツ

【従属的地位にある企業が株式会社の場合】

親子間で「支配契約」締結 ＝「契約コンツェルン」	- 支配企業は従属会社に対し、従属会社にとって不利益な行為も含めて指図が可能である一方、従属会社の少数株主の保有株式買取義務を負い、相当な補償という形で配当補償義務を負担 - 支配企業の取締役は従属会社に対し、通常かつ良心的な営業指揮者の注意義務を負う(義務違反の場合は損害賠償責任)
事実上の支配的影響力 ＝「事実上のコンツェルン」	- 支配企業は、従属会社への不利益な法律行為を行わせ、又は、当該会社の不利益となるように、措置をとらせ若しくはとらせないように仕向けるために、自己の影響力を用いてはならない(ただし不利益を補償すれば禁止を解除) - 上記補償の履行確保のため、従属報告書(支配従属会社間の取引内容などを記載)の作成、決算検査役・監査役会の検査義務

【従属的地位にある企業が有限会社の場合】

支配的企業と従属的企業とが支配契約を締結	必要に応じて株式会社を対象とする上記のような株式法の規定が類推適用されると解されている。
支配契約の締結がない場合	多数派社員の少数派社員に対する誠実義務という法理が判例上発達。その際、これらの法理の適用の基礎となる概念、すなわち従属関係、支配的影響力、あるいはコンツェルンといった概念は、株式法とほぼ同一のものが用いられている。

(2) 上場子会社等の少数株主保護(海外の制度概要②)

- 英米独以外でも海外では、コーポレートガバナンス・コード等で少数株主に対する支配株主の責任を定める例が見られる。
- また、独立取締役の選任に当たり、少数株主の意見が反映される仕組みを設ける例も存在。

独立取締役の選任に当たり少数株主の意見が反映される仕組みを設ける例

韓国 コード

取締役の指名・選任の過程では、一般株主の意見も反映すべきである。このようなプロセスが改善されなければ、いくら社外取締役の要件や資格を強化しても、常任取締役に限らず社外取締役の実質的な独立性を確保することは困難である。

特に内国法人においては、支配株主の経営への影響力が大きいことから、**取締役の独立性を確保し、少数株主の意見を反映させるためにも、累積投票制を採用すべきである。**

イタリア 上場規則

少数株主が少なくとも1名の独立社外取締役を選任可能

ICGN グローバル・ガバナンス

取締役会は、同一の種類の株式を保有する株主を平等に処遇するとともに、会社の取締役会、経営陣または**支配株主の行為により株主の出資資本が濫用又は不正流用されることから保護されるようにすべきである。**かかる濫用または不正流用には、市場操作、虚偽または誤解を与える情報、重大な不作為およびインサイダー取引が含まれる。

少数株主は、**支配株主による、又は支配株主の利益のための直接・間接の権利濫用行為から保護されるべきであり、有効な救済手段を有するべきである。**(後略)

支配株主の少数株主に対する責任を定める例

フランス コード

会社が過半数の株主(または協調して行動する株主のグループ)によって支配されている場合、**過半数の株主は、他の株主に対して一定の責任を負うが、**これは直接的で取締役会の責任とは別個のものである。これらの株主は、利益相反を防止し、すべての利益を考慮するために特に注意を払う。

台湾 コード

TWSE/TPEx上場会社に対する支配力を有する法人株主は、以下の規定を遵守しなければならない。

1. **他の株主に対して誠実な義務を負い、直接または間接的に会社に通常の商習慣に反する、または利益を生まない事業を行わせてはならない。(中略)**
4. **会社の方針決定に不当に介入したり、経営活動を妨害したりしてはならない。**
5. **会社の調達を独占したり、販路を封鎖するなどの不正競争的な方法で、会社の経営や生産を制限したり、妨害したりしてはならない。(後略)**

OECD コーポレートレポート・ガバナンス原則

少数株主は、直接又は間接に行動する支配株主による権利の濫用、あるいはその利益のための濫用行為から、保護されるべきであり、有効な救済手段を有するべきである。濫用的な自己取引は、禁止されるべきである。

(2) 上場子会社等の少数株主保護(国内のこれまでの議論①)

□ 2010年に設置された会社法改正に向けた法制審議会会社法制部会では、以下のような案を会社法に明記することについて、「会社法制の見直しに関する中間試案」で提案された。

【会社法制の見直しに関する中間試案 2011年12月 法務省民事局参事官室】(抜粋)

第2 子会社少数株主の保護

1 親会社等の責任

株式会社とその親会社との利益が相反する取引によって当該株式会社が不利益を受けた場合における当該親会社の責任に関し、明文の規定を設けるかどうかについては、次のいずれかの案によるものとする。

【A案】次のような明文の規定を設けるものとする。

- ① 当該取引により、当該取引がなかったと仮定した場合と比較して当該株式会社が不利益を受けた場合には、当該親会社は、当該株式会社に対して、当該不利益に相当する額を支払う義務を負うものとする。
- ② ①の不利益の有無及び程度は、当該取引の条件のほか、当該株式会社と当該親会社の間における当該取引以外の取引の条件その他一切の事情を考慮して判断されるものとする。
- ③ ①の義務は、当該株式会社の総株主の同意がなければ、免除することができないものとする。
- ④ ①の義務は、会社法第847条第1項の責任追及等の訴えの対象とするものとする。

(注) その有する議決権の割合等に鑑み、親会社と同等の影響力を有すると考えられる自然人の責任についても、①から④までと同様の規定を設けるものとする。

【B案】明文の規定は、設けないものとする。

(2) 上場子会社等の少数株主保護(国内のこれまでの議論②)

- 2014年会社法改正に向けて法制審議会会社法制部会(東京大学教授:岩原紳作部会長)では、株式会社とその親会社との利益が相反する取引によって当該株式会社が不利益を受けた場合における当該親会社の責任に関し、明文の規定を設けるかどうかが議論された。
- 上記規定の導入は見送られ、関係当事者間取引に係る開示規制を強化する改正がされた。

パブリックコメントに寄せられた賛成意見概要

- 親子会社間の利益相反取引においては、親会社が子会社の利益を犠牲にして自己の利益を図ろうとするおそれがある
- 親会社が短期的利益の追求のため子会社利益を侵害する場合は、実務上も確認されている
- 現行法において明文上の規律が設けられていなかった親子会社間取引について、議決権に基づく影響力を背景とした子会社の利益搾取が許されないと明らかにすることは、日本の株式市場の健全性を示すために有益である
- 親会社による影響力の行使の態様を具体的に特定することを要せず、また、当該株式会社の取締役が責任を負うことを前提とすることなく、親会社に対する責任追及を可能とするものであり、**適切な解決を提案するもの**と考えられる
- 必ずしも親会社の役員個人ではなく、組織ぐるみでの不当な利益の移転を是正することに主眼があるようであり、**実態に即した解決方法を提供するものである**

パブリックコメントに寄せられた反対意見概要

- 親子会社の利害は、原則として一致するものである。親会社は「子会社の利益を犠牲にして自己の利益を図ろうとするおそれがある」という、**実態から乖離した前提に基づく見直し**は行うべきではない
- 親会社の取締役は、**まず自社の株主に対する経営責任**があり、子会社の少数株主に対する経営責任よりも優先されるべきである
- A案は、**要件が不明確**であること等から、企業集団内の取引に**過度な萎縮効果**をもたらすなど、企業集団による経営を不当に妨げることになる
- 子会社少数株主による親会社に対する**濫訴が懸念**
- **現行法上も**、子会社取締役の任務懈怠責任や親会社の不法行為責任等によって**子会社少数株主の保護が図られている**
- A案は、個別取引を対象とする要件を設定しているため、不利益の有無及び程度は一切の事情を考慮して判断されとしても、**訴訟の場で争われるまでの程度の事情が考慮されるか不明確**であることから、結局、グループ経営による子会社の利益が**十分考慮されないおそれ**が残る

(2) 上場子会社等の少数株主保護(国内のこれまでの議論③)

□ 2014年改正会社法では、最終的に以下のような開示規制が導入された。

【2014年の会社法関連法令の改正】(抜粋)

会社法施行規則

第百十八条 事業報告は、次に掲げる事項をその内容としなければならない。(一～四 省略)

五 当該株式会社とその親会社等との間の取引(当該株式会社と第三者との間の取引で当該株式会社とその親会社等との間の利益が相反するものを含む。)であって、当該株式会社の当該事業年度に係る個別注記表において会社計算規則第百十二条第一項に規定する注記を要するもの(同項ただし書の規定により同項第四号から第六号まで及び第八号に掲げる事項を省略するものを除く。)があるときは、当該取引に係る次に掲げる事項

イ 当該取引をするに当たり当該株式会社の利益を害さないように留意した事項(当該事項がない場合にあっては、その旨)

ロ 当該取引が当該株式会社の利益を害さないかどうかについての当該株式会社の取締役(取締役会設置会社にあっては、取締役会。ハにおいて同じ。)の判断及びその理由

ハ 社外取締役を置く株式会社において、ロの取締役の判断が社外取締役の意見と異なる場合には、その理由

第百二十八条 事業報告の附属明細書は、事業報告の内容を補足する重要な事項をその内容とするものでなければならない。(2 省略)

3 当該株式会社とその親会社等との間の取引(当該株式会社と第三者との間の取引で当該株式会社とその親会社等との間の利益が相反するものを含む。)であって、当該株式会社の当該事業年度に係る個別注記表において会社会計規則第百十二条第一項に規定する注記を要するもの(同項ただし書の規定により同項第四号から第六号まで及び第八号に掲げる事項を省略するものに限る。)があるときは、当該取引に係る第百十八条第五号イからハまでに掲げる事項を事業報告の附属明細書の内容としなければならない。

(2) 上場子会社等の少数株主保護(国内のこれまでの議論④)

□ 2014年改正会社法では、最終的に以下のような開示規制が導入された。

【2014年の会社法関連法令の改正】(抜粋)

会社法計算規則

(関連当事者との取引に関する注記)

第百十二条 関連当事者との取引に関する注記は、株式会社と関連当事者との間に取引(当該株式会社と第三者との間の取引で当該株式会社と当該関連当事者との間の利益が相反するものを含む。)がある場合における次に掲げる事項であつて、重要なものとする。ただし、会計監査人設置会社以外の株式会社にあつては、第四号から第六号まで及び第八号に掲げる事項を省略することができる。

一 当該関連当事者が会社等であるときは、次に掲げる事項

イ その名称

ロ 当該関連当事者の総株主の議決権の総数に占める株式会社が有する議決権の数の割合

ハ 当該株式会社の総株主の議決権の総数に占める当該関連当事者が有する議決権の数の割合

二 当該関連当事者が個人であるときは、次に掲げる事項

イ その氏名

ロ 当該株式会社の総株主の議決権の総数に占める当該関連当事者が有する議決権の数の割合

三 当該株式会社と当該関連当事者との関係

四 取引の内容

五 取引の種類別の取引金額

六 取引条件及び取引条件の決定方針

七 取引により発生した債権又は債務に係る主な項目別の当該事業年度の末日における残高

八 取引条件の変更があつたときは、その旨、変更の内容及び当該変更が計算書類に与えている影響の内容

(2) 上場子会社等の少数株主保護(国内のこれまでの議論⑤)

- 経産省のCGS研究会(座長:神田秀樹学習院大学教授、事務局:産業組織課)より、2019年6月28日に公表された、「**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**)の概要は以下のとおり。

グループ設計

- グループとしての中長期的の企業価値向上と持続的成長を実現するために合理的な在り方が検討されるべき。

事業ポートフォリオ マネジメント

- 自社にとってのコア事業を見極め、その強化のためのM&Aとノンコア事業の整理を通じ、コア事業に対する経営資源の集中投資を戦略的に行うことが重要。

内部統制システム

- 親会社の取締役会は、**グループ全体の内部統制システムの構築・運用について適切な監視・監督をする責務を負う。**
- いわゆる「**3線ディフェンス**」の**導入・整備及び適切な運用の在り方**が検討されるべき。その他、有事対応にも言及。

子会社経営陣の 指名・報酬

- 親会社の取締役会及び指名委員会・報酬委員会においては、例えば、**主要な完全子会社の経営トップを審議対象とする**ことが検討されるべき。

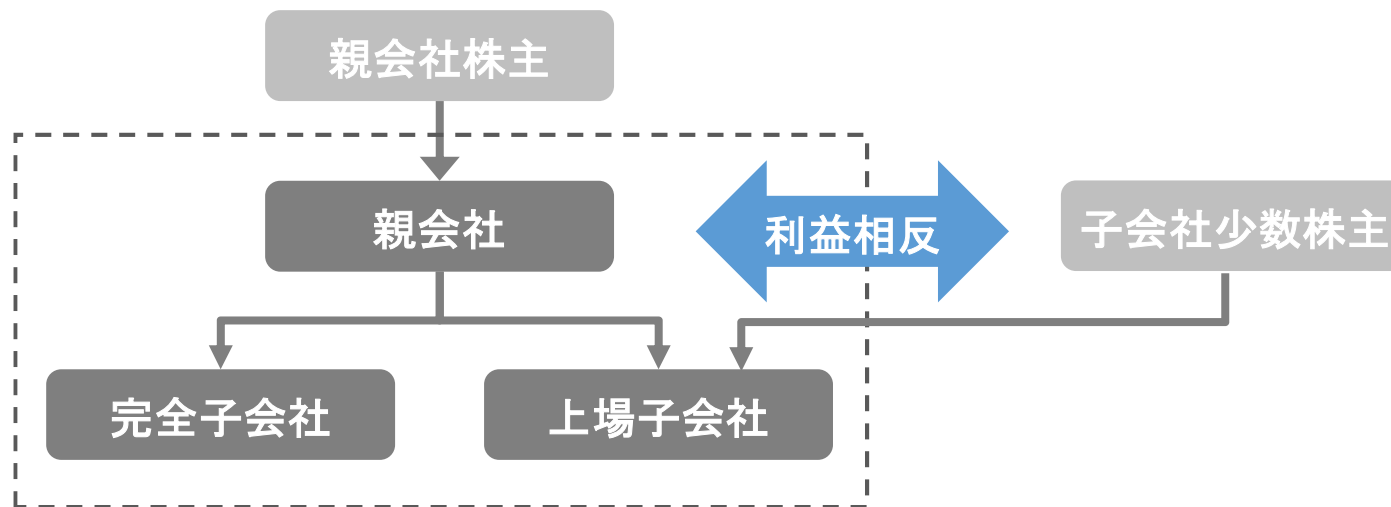
上場子会社に関する ガバナンス

- 親会社は、子会社として上場を維持する合理的理由やガバナンス体制の実効性確保について、取締役会で審議し、投資家に対して情報開示を通じて説明責任を果たすべき。
- 上場子会社は、**独立社外取締役の比率を高めること(1/3以上や過半数等)を目指すことが基本**である(注)。

(注)これが直ちに困難な場合においても、重要な利益相反取引については、**独立社外取締役(又は独立社外監査役)**を中心とした**委員会**で審議・検討を行う仕組みを導入することが検討されるべき

(2) 上場子会社等の少数株主保護(構造的な利益相反リスクに関する指摘)

- ❑ 上場子会社においては、支配株主である親会社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**が存在すると指摘されてきた。
- ❑ 経済産業省のグループガイドラインにおいては、親会社と上場子会社との利益相反リスクが顕在化し得る具体的な場合として3つの局面に整理されている。



親会社と上場子会社との利益相反が生じ得る具体的な局面

- ✓ 親会社と子会社との間で直接取引を行う場合
- ✓ 親会社と子会社との間で事業譲渡・事業調整を行う場合
- ✓ 親会社(支配株主)が完全子会社化を行う場合

(2) 上場子会社等の少数株主保護(日米制度比較)

取引類型

- ① 直接取引: 非通例取引(例: 会社製品の安価での購入) ②' 事業調整: 事業機会の奪取、安価での事業整理
- ② 事業譲渡: 公正性を欠く対価での事業の譲渡 (例: 競合・重複事業の譲渡) ③ 支配的株主等による買収: 公正性を欠く価格での買収

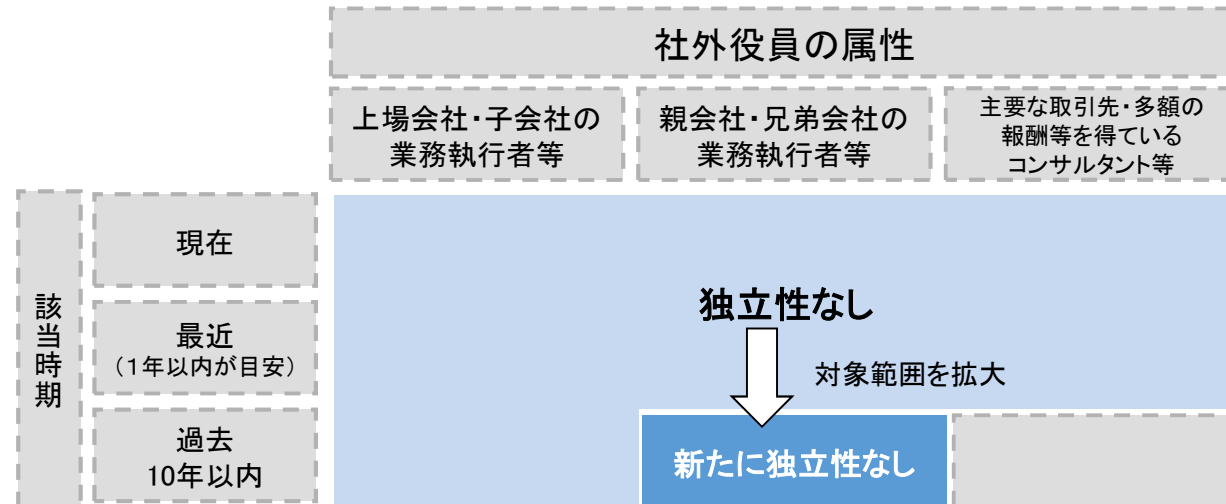
	日本 (注)	米国
①直接取引	- 関連当事者との取引に関する開示(事業報告、有価証券報告書) - 支配株主等が関連する重要な取引で、「少数株主にとって不利益なものではないこと」ことに関する意見の入手(適時開示)	支配株主の信認義務 原則として「完全に公正」の基準 (注) 信任義務違反に基づく差止請求も可能 (以下同様)
②事業譲渡	- 反対株主の株式買取請求権(会社法) - 支配株主等が関連する重要な取引の場合に、「少数株主にとって不利益なものではないこと」ことに関する意見の入手(上場規則) - 関連当事者との取引に関する開示(事業報告、有価証券報告書)	支配株主の信認義務 原則として「完全に公正」の基準
②' 事業調整	規制する制度は特段なし	支配株主による「事業機会の奪取」と認められる場合は損害賠償責任
③支配的株主等による買収	- 反対株主の株式買取請求権(会社法) - 支配株主等が関連する重要な取引で、「少数株主にとって不利益なものではないこと」ことに関する意見の入手(適時開示)	支配株主の信認義務 原則として「完全に公正」の基準 但し、 ①(i)MoM(Majority of Minority) 又は(ii)適切に機能する特別委員会の要件を満たす場合には立証責任が転換 ② 上記(i)及び(ii)両方を満たす場合には経営判断原則が適用

(注)①～③いずれの場合も、具体的な事案の下で、支配的株主等について一般不法行為責任が成立する可能性あり

(2) 上場子会社等の少数株主保護(直近の上場規程等の改正)

(1) 独立役員の独立性基準の見直し

- 独立役員の独立性に係る判断基準に、「過去10年以内に親会社又は兄弟会社に所属していた者でない」旨を追加



(2) 親会社のグループ経営の考え方等の開示充実

- 上場子会社を有する上場会社に対して、
 - ✓ グループ経営に関する考え方及び方針を踏まえた上場子会社を有する意義 及び
 - ✓ 上場子会社のガバナンス体制の実効性確保に関する方策や関連する契約について、CG報告書における開示充実を促す
- 親会社を有する上場子会社に対して、
 - ✓ 親会社におけるグループ経営に関する考え方等や関連する契約について、CG報告書における開示を促す

(2) 上場子会社等の少数株主保護(東京証券取引所の研究会)

- 東京証券取引所は、**上場子会社等の少数株主保護の在り方などを検討**するため、「従属上場会社における少数株主保護の在り方等に関する研究会」を開催し、2020年9月1日に中間整理を公表。
- この研究会では情報開示、ガバナンス、「支配株主」の範囲などが今後の検討課題とされた。

検討の背景

- 上場後に支配株主を有することとなった場合を中心に、少数株主保護が適切に機能していないと考えられる事例が散見
 - ✓ 取締役の選任等に関する支配株主との間の合意が十分に開示されていない
 - ✓ 支配株主グループ内の事業機会や事業分野の調整・配分の実態が明らかでない
 - ✓ 支配株主が上場子会社の非公開化を目的とした公開買付けを行う局面で、「少数株主にとって不利益でない」ことを積極的に述べた意見を入手していない
 - ✓ 一般株主の利益を代弁する**独立社外取締役が不在となる**
- 支配株主には該当しないが、実質的な支配力を持つ株主(「支配的な株主」)を有する場合において、同様の事例が散見
- これらの事例を踏まえ、現在の上場制度における少数株主保護の枠組みを点検

今後の検討課題の整理

情報開示	✓ 上場会社のガバナンスに関する合意 ✓ 利益相反やその監督・コントロールの考え方・方針等	} を含めた情報開示の充実
手続	✓ 特別委員会に期待される役割も踏まえた、支配株主が上場子会社の非公開化を目的とした公開買付けを行う局面における少数株主保護の枠組み	
ガバナンス	✓ 独立社外取締役の選任等	
適用範囲	✓ 「支配株主」に適用される少数株主保護の枠組みの「支配的な株主」への拡大	

(注)「情報開示及び適用範囲に関しては、実施できるものから段階的に制度・運用の整備を進めることが望ましい」とされている。

(2) 上場子会社等の少数株主保護(海外コードの独立社外取締役の人数・第21回資料再掲)

諸外国における取締役会における独立社外取締役の人数に関するコーポレートガバナンス・コード等の規定

2名以上	3名以上	3分の1以上	半数以上～
イタリア(注1)	韓国(注2)	ポルトガル 香港(注3) シンガポール(注4)	英国(注5) 米国(注6) フランス イタリア(大規模会社(注1)) スウェーデン オーストラリア シンガポール(注4) 韓国(大規模会社(注2)) ICGN

(注1) 大規模会社以外では、議長を除いて少なくとも2名以上が求められる。支配株主がいるような所有状況が集中している大規模会社には少なくとも3分の1を求める。(コード)

(注2) 大規模な会社には、半数以上が推奨。(コード)

(注3) 上場規則において3分の1以上を義務化。

(注4) 取締役会議長が独立性を有しない場合に過半数を求める(コード)。その他、これまで上場規則において少なくとも2名以上が義務化されていたところ、2022年1月1日に適用が開始される改正上場規則においては、3分の1以上が義務化。

(注5) 取締役会議長を除いて少なくとも半数を求める。併せて、取締役会議長についても独立性を求める。(コード)

(注6) 上場規則において過半数を義務化。

(注7) ドイツでは、スーパーバイザリー・ボードにおける株主代表において、半数以上のメンバーが独立性を有することを求める。(コード)

(2) 上場子会社等の少数株主保護(投資家の議決権行使基準)

- 投資家においては、**独立社外取締役が3分の1未満の場合、上場子会社の経営トップの選任に反対する運用機関が複数存在。**

会社名	基準概要	反対対象	具体的な基準
ニッセイAM	独立社外取締役 2名未満又は3分の1未満	代表取締役	<u>親会社が存在するときで、独立した社外取締役が2名未満又は3分の1未満の場合の代表取締役の選任</u> (には反対)
三井住友 トラストAM	独立社外取締役 3分の1未満	取締役	<u>親会社等を有する企業</u> (注1)において、 <u>独立社外取締役が取締役総員数の過半数、又は3分の1以上で一定の条件</u> (注2) <u>を満たさない場合、取締役選任に反対</u> (注)持株比率 50%超の株主を有する企業、またはコーポレートガバナンス報告書において親会社又は支配株主有りと報告している企業 (注2)指名委員会等(任意の諮問委員会を含む)における独立社外役員が委員総数の過半数、又は独立社外役員が半数で委員長が独立社外役員
三菱UFJ 国際投信	社外取締役 3分の1未満	取締役	<u>親会社等がある上場企業の取締役会において、社外取締役が3分の1以上いない場合は、取締役選任議案に反対</u>
野村AM	社外取締役 2名又は3分の1未満	会長・社長等	<u>社外取締役の人数が2名又は取締役の人数の3分の1未満の場合は、会長・社長等の取締役再任に原則として反対。但し、支配株主のいない監査役会設置会社では2021年10月まで開催される株主総会分は2名又は取締役会人数の20%の多い方。</u>
東京海上AM	独立社外取締役 2名未満又は3分の1未満	経営トップである 取締役	<u>支配株主を有する企業</u> に対しては、取締役会の独立性を高める必要があることから、取締役会において複数かつ3分の1以上の独立社外取締役の選任を求める。 <u>独立社外取締役が複数かつ3分の1以上選任されない場合は、経営トップである取締役の選任に対して否定的に判断する</u>
アムンディ・ ジャパン	独立社外取締役 3分の1未満	代表取締役及び 独立性の不十分 な社外取締役	<u>上場子会社においては、独立性の十分な社外取締役の比率が3分の1未満となる場合、代表取締役および独立性の不十分な社外取締役の選任に反対</u>
ISS	独立社外取締役 3分の1未満	経営トップである 取締役	<u>親会社や支配株主を持つ会社において、株主総会後の取締役会にISSの独立性基準を満たす社外取締役が2名未満の場合、又は3分の1未満の場合、経営トップである取締役</u>

(注)「AM」とは、アセットマネジメントを指す。

(2) 上場子会社等の少数株主保護(企業の取組み①)

□ 各社のコーポレートガバナンス報告書によれば、「支配株主との取引等を行う際における少数株主保護の方策に関する指針」として概ね以下のような点が開示されている。

報告時点における、支配株主との関係性

上場子会社	a	資本	i. (別項目での記載に加え、) 支配株主の出資比率 ・ 筆頭株主のみならず、他のグループ会社との資本関係も含む
	b	人員	i. 取締役・役員への派遣・兼任の有無及び人数 ・ 親会社等から取締役等が派遣される場合の、少数株主を保護するための枠組みも含む ii. 従業員への出向の有無及び人数
	c	事業	i. 事業ドメインの違いとその背景 ・ 事業領域に関する調整事項の有無も含む ii. 業務提携等の種類・条件 iii. 商取引の種類・条件
	d	評価	i. 上記を含め、上場子会社であることのメリット・デメリット ・ 例えば、事業の安定性・事業展開の可能性(メリット)や、支配株主が経営方針の決定に影響を与える可能性(デメリット)
e		少数株主	i. 少数株主保護に関する取決めの有無と内容 ・ 例えば、親会社等による株式保有比率の上限や、少数株主の権利への配慮を記した覚書等

支配株主と取引を行う際の、意思決定プロセス

a	判断基準	i. 意思決定指針・取引指針の有無と内容 ・ 例えば、支配株主との取引条件をその他の者を行う取引と比べて不公平な状況とならないように留意する等
b	手続き	i. 検討主体と意思決定主体 ・ 例えば、担当役員・取締役会や、別途組成する会議体等で支配株主との取引開始に係る決裁を行う等 ii. 社外取締役の活用状況 iii. 外部機関の利用状況
c	モニタリング	i. モニタリング主体 ・ 例えば、取引開始後定期的に取り締役会・別途組成する会議体等で、支配株主との取引条件・状況を検証する等 ii. アラート基準 ・ 例えば、当社にとって不利益な条件となっている場合、解約を交渉させる等

(2) 上場子会社等の少数株主保護(企業の取組み②)

□ 上場子会社のガバナンス体制の実効性確保に関する方策として、**支配株主との重要な取引の際に独立社外役員を中心とする任意の委員会において審議する企業**なども存在。

コーポレート・ガバナンスに関する報告書の記載例

当社は、関連当事者取引管理規程を定め、当社の親会社である●各社との間で取引を行う場合、その他の同規程に定める関連当事者取引(…)を行う場合は、**その必要性及び取引条件の妥当性を明らかにしたうえで、経営会議の承認を要するもの**としております。また、当社はコーポレート・ガバナンスの強化の観点から、**社外取締役のみにより構成される諮問委員会**を設置しておりますが、経営会議において承認された**関連当事者取引のうち重要なものについては、更に諮問委員会の審議及び取締役会での承認を要するもの**としております。これらに加えて、諮問委員会は、少数株主保護に関する方針の策定等に関して審議のうえ、取締役会に必要な提言を行うことができ、取締役会においては当該提言を尊重し、必要な経営判断を行うものとしております。(…)

(…)、当社の親会社またはその子会社(…) (以下「親会社グループ」という。)との重要な取引等については、取締役会の諮問機関として設置した、**すべての独立社外取締役によって構成されるグループ会社間取引利益相反監督委員会において、少数株主の利益保護の観点から審議を行うこと**としています。

(…)該当取引のうち重要な取引については、**独立社外取締役及び独立した社外の有識者が委員の過半数を占めるガバナンス委員会に事前に諮問し、答申を得たうえで、取締役会において取引の可否を判断**しております。さらに、親会社との取引の状況については、同ガバナンス委員会に定期的に報告することにより、その公正性を担保しております。

(…)なお、●株式会社(…)との重要な取引等に関わる契約については、**独立社外役員を中心とした親子取引審議委員会の答申**を受けたうえで、取締役会で審議し、親会社以外の株主の利益を阻害していないことを確認したうえで締結します。

(2) 上場子会社等の少数株主保護(最近の事例①)

- 独立社外取締役は、会社と経営陣・支配株主等との間の利益相反を監督することが役割・責務の一つであるとされている。
- もっとも、近年、総議決権の約45%を保有する株主の議決権行使により、上場子会社等の独立社外取締役が不在となった事例が存在。

- 2012年、X社がY社と業務・資本提携契約締結、A事業開始(Y社の議決権比率:約45%)

主な経緯	
2019年 7月	・ X社が株主へ定時株主総会招集通知を発送 ・ Y社が、「業績低迷」を理由としてX社の社長の再任議案への反対予定を公表 ・ 同日、X社は、以下の事実及びY社に対して提携解消協議を申し入れたこと等を公表 ✓ 1月にY社からA事業の譲渡の検討依頼があり、独立役員会等で検討した後に、2月に譲渡は行わない旨をY社に回答 ✓ 6月にY社から社長退任要求 ✓ 2012年に締結した業務・資本提携契約の概要(株式売渡請求権の存在等) ・ Y社がX社の社長及び独立社外取締役3名の再任反対の議決権行使を公表 ※ 独立社外取締役再任反対の理由は、業績低迷の原因である社長の任命責任などの総合判断
8月	・ 定時株主総会においてX社の社長及び独立社外取締役3名全員の再任議案が否決

コーポレートガバナンス・コード【原則4-7. 独立社外取締役の役割・責務】(抜粋)

上場会社は、独立社外取締役には、特に以下の役割・責務を果たすことが期待されることに留意しつつ、その有効な活用を図るべきである。

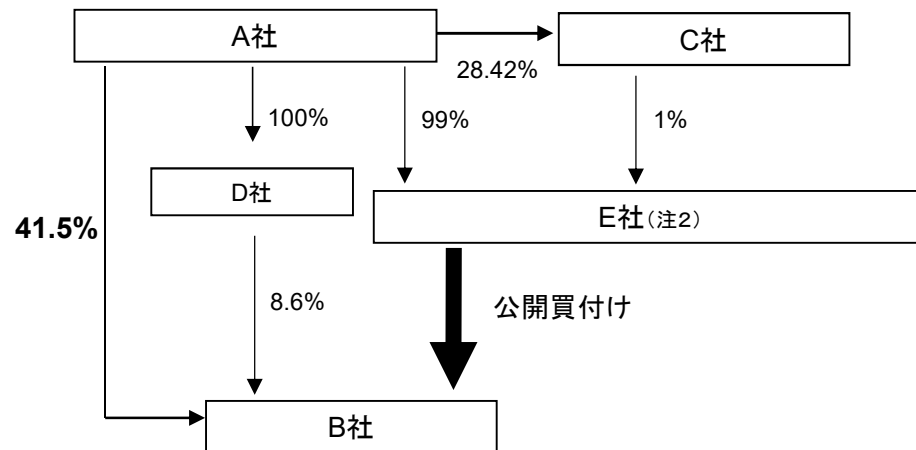
(iii) 会社と経営陣・支配株主等との間の利益相反を監督すること

(2) 上場子会社等の少数株主保護(最近の事例②)

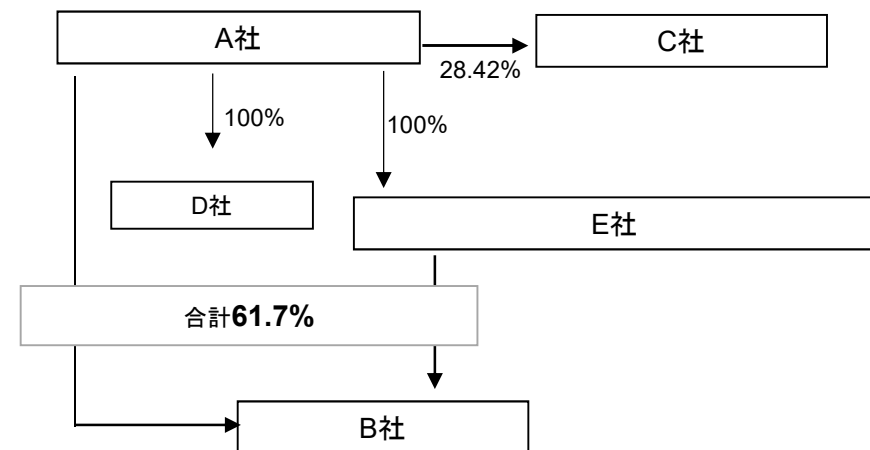
- 最近では、公開買付けに当たって対象会社が取得した特別委員会による「少数株主にとって不利益なものでない」ことに関する意見を巡って様々な指摘がされた事例も存在。

AのBに対する公開買付けの概要図(注1)

【公開買付け前】



【公開買付け後】



(注1) 本公開買付け後、B社はスクイズアウト手続を実施し、最終的にB社は非公開化された
(注2) A社が99%、C社が1%出資して設立した特別目的会社

- 上場規程に基づき、対象会社(B社)が本公開買付けの意見表明を行うに当たって、同社の特別委員会は以下の内容の答申を提出

- ① 対象者取締役会は、本公開買付けについて賛同するとともに、本公開買付けに応募するか否かは対象者の株主の判断に委ねる旨の意見を表明することが妥当であると考えられる。
- ② 対象者取締役会が、本公開買付けについて賛同するとともに、本公開買付けに応募するか否かは対象者の株主の判断に委ねる旨の意見を決定することは、対象者の一般株主にとって不利益ではないと考えられる。(略)

←本公開買付けの公正性の判断に当たって、利害関係を有しない者が「一般株主にとって不利益ではない」旨の意見で足りるのか、公正性を判断する主体を整理しておくべき等の指摘あり

(2) 上場子会社等の少数株主保護(関係団体の声明①)

- 上場子会社等における支配株主と少数株主との間に生じる利益相反リスクに関しては、市場関係者からも、少数株主の利益保護のあり方について改善を求める声が上がっている。

日本取締役協会 緊急意見 日本の上場子会社のコーポレートガバナンスの在り方 (2019)

2019年7月30日

日本取締役協会(会長 宮内義彦)は、……(略)……日本の上場子会社のコーポレートガバナンスの在り方、間違った欧米流の資本の論理の解釈を是正し、支配的株主の少数株主保護義務についての考え方を発表します。(略)

- ・ 親子上場は子会社の事業成長を加速するインキュベーション支援機能もあり、それ自体を否定するものではない。しかし、…(略)…親会社と子会社の少数株主、一般株主との間に利益相反が生じるリスクがあり、それを規律する統治メカニズムが整備され、適正に運用されることは重要である。…(略)…そこでは、上場子会社側の独立社外取締役が、少数一般株主の利益を守るために重要な役割を果たす必要がある。
- ・ (略)支配的株主の横暴をけん制するために存在している、独立取締役を緊急性も違法行為もない状態で解任できるならば、ガバナンスの基本構造が成り立たなくなる。(略)
- ・ そもそも支配的株主と少数株主の間においては、両者の利益相反問題から少数株主を守る責任のある独立取締役を支配的株主が選任出来るという構造矛盾がある。この矛盾を解決し紛争を予防するために、ガバナンス先進国では支配的株主に何らかの少数株主保護のための法的義務を負わせる仕組みを導入している。今回の紛争当事者は、いずれもある意味、制度的な未整備の被害者とも言える。我が国のコーポレートガバナンスの質を高め、資本市場をグローバルに発展させるためにも、米国、英国、ドイツなどの先進制度を参考にした同様の制度整備を急ぐべきである。

(2) 上場子会社等の少数株主保護(関係団体の声明②)

2019 年8 月1 日

支配株主を有する上場会社のコーポレート・ガバナンスに関する意見

特定非営利活動法人
日本コーポレート・ガバナンス・ネットワーク

我が国の資本市場は、上場子会社の多さが特徴の一つとしてあげられる。

上場子会社は、独自の資金調達手段による成長の加速や社員のモチベーションの維持・向上など利点を有する。しかしながら、構造的に支配株主と子会社の他の株主(以下「少数株主」という。)との利益相反が生じるリスクがあるとされ、投資家においても、少数株主の利益保護のあり方について疑問を呈するものが少なくない。

上場子会社が制度として禁じられていない以上、上場子会社における少数株主の利益の保護は、我が国の資本市場に対する信頼に関わる重要な問題である。したがって、上場子会社においては、少数株主の利益を保護するための実効的なガバナンス体制が構築されなければならない。その際には、支配株主等との間の利益相反の監督など、少数株主の利益確保の役割を期待されている独立社外取締役が重要な役割を果たす。…(中略)…支配株主においても、被支配会社をあえて上場子会社とすることで我が国の資本市場の恩恵を受けている以上、かかるガバナンス体制の構築に責任を有するといふべきである。かかる観点からすれば、支配株主は、少なくとも自らが一度はその選任に賛成した独立社外取締役については、明白な過誤等がない限り、その再任を拒絶すべきではない。…(後略)

(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)

□ 2020年2月より、上場子会社を有する上場会社は、グループ経営に関する考え方及び方針を踏まえた上場子会社を有する意義などについて開示を求められることとなった。

- 上場子会社を有する上場会社は、コーポレート・ガバナンスに関する報告書において、
 - ・ グループ経営に関する考え方及び方針を踏まえた上場子会社を有する意義及び上場子会社のガバナンス体制の実効性確保に関する方策を開示
 - ・ 上場子会社との間のグループ経営に関する考え方及び方針として記載されるべき内容に関連した契約を開示(要請ベース)
- 親会社を有する上場会社は、コーポレート・ガバナンスに関する報告書において、
 - ・ 親会社(非上場会社を含む)からの独立性確保に関する考え方及び施策等を開示
 - ・ 親会社(非上場会社を含む)のグループ経営に関する考え方及び方針、関連する契約を開示(要請ベース)

【コーポレート・ガバナンスに関する報告書 記載要領 I 5. その他コーポレート・ガバナンスに重要な影響を与える特別な事情】※一部省略

・上場子会社を有する場合においては、グループ経営に関する考え方及び方針を記載するとともに、それらを踏まえた上場子会社を有する意義及び上場子会社のガバナンス体制の実効性確保に関する方策を記載してください。なお、上場子会社との間で、グループ経営に関する考え方及び方針として記載されるべき内容に関連した契約(その他の名称で行われる合意を含む。)を締結している場合は、その内容を併せて記載することが望まれます。

※ 上場子会社を複数有する場合においては、上場子会社を有する意義等を上場子会社ごとに記載してください。

※ 「上場子会社を有する意義」については、グループとしての企業価値の最大化の観点を踏まえて記載してください。

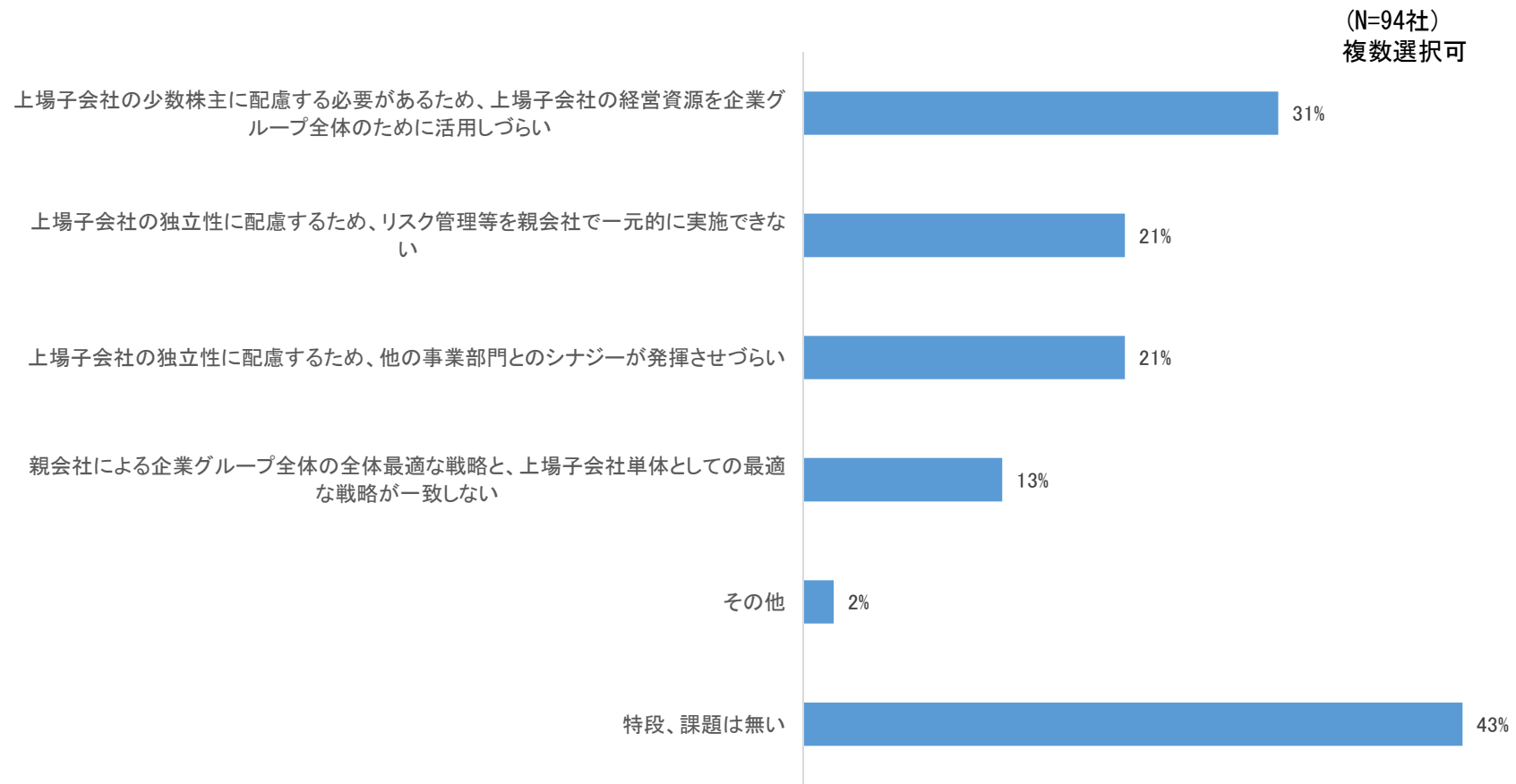
※ 「上場子会社のガバナンス体制の実効性確保に関する方策」については、上場子会社におけるガバナンス体制の構築及び運用に対する親会社としての関与の方針並びに少数株主保護の観点から必要な上場子会社における独立性確保のための方策等を記載してください。

・親会社(非上場会社を含みます。)を有する場合においては、少数株主保護の観点から必要な当該親会社からの独立性確保に関する考え方・施策等について記載してください。また、当該親会社におけるグループ経営に関する考え方及び方針や、それらに関連した契約を締結している場合はその内容を、併せて記載することが望まれます。

(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)

- 企業グループ全体の事業ポートフォリオ戦略の策定・実行をする際に、上場子会社を有する企業の6割弱が何らかの課題があると認識している。

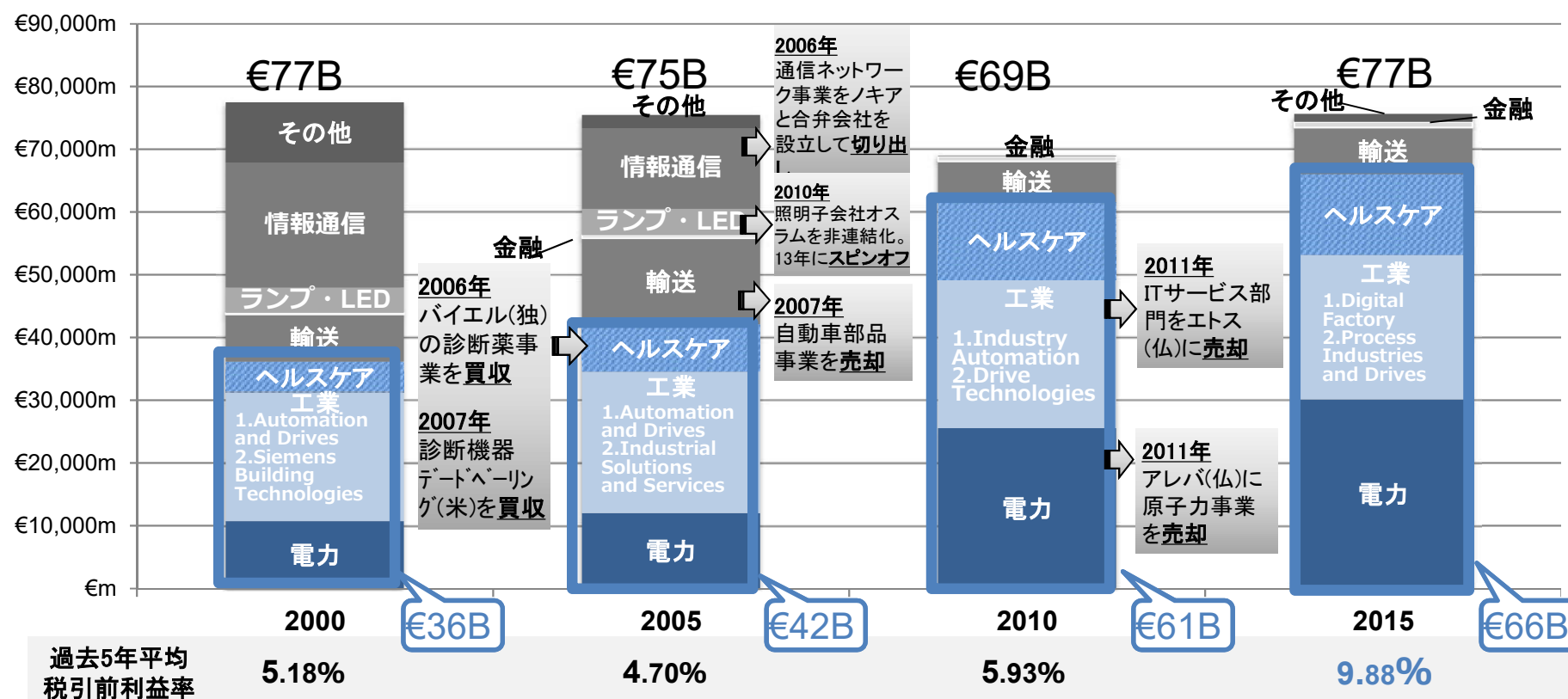
企業グループ全体の事業ポートフォリオ戦略の策定・実行する際に、上場子会社における課題



(出所)2018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)(グループ経営におけるコーポレートガバナンスに関する調査)調査報告より金融庁作成

(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③)

- 欧米では、主力部門とのシナジーが小さいノンコア事業を大胆に整理し、コア事業を強化することにより、グループ全体での収益力を高めることに成功している企業も存在。
- 例えば、独シーメンスは、業界内で1位、2位のポジションを獲得する見込みのない事業から撤退することをポートフォリオ方針として定め、厳密な経営判断指標に基づく運用を通じて、収益力の向上につなげている。



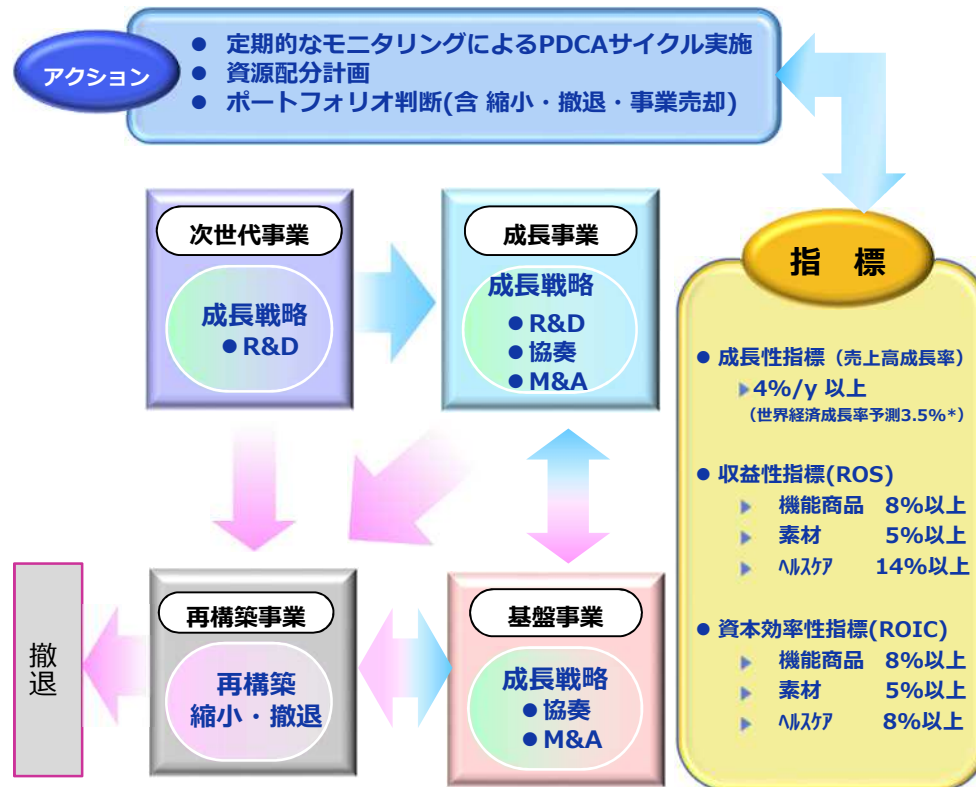
(出所) Siemens Annual Report, THOMSON ONE, 野村総合研究所 知的資産創造 2017年8月号より金融庁作成

(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④)

- 日本でも、**グループ経営全体の目線で事業ポートフォリオマネジメント**を実践している企業も存在。

事業ポートフォリオマネジメントに関する基準: 当社現行中計(2016-20)の指標

- 各事業・関係会社を分野別の基準指標でポジショニング
- 定期的なモニタリングをしながら、資源配分とポートフォリオ最適化を加速



事業ポートフォリオマネジメントに関する検討プロセス: 当社の体制(一部再掲)

事業モニタリングのための執行役員会議

- 年2回開催
- 指標未達事業に改善シナリオ要求
- 改善: 象限維持/未達: 象限格下げ
- 事務局と責任者

経営企画室(CSO)・経営管理室(CFO)

ポートフォリオ議論のための取締役会

- 年1回開催
- 他議題を入れずに半日議論
- 中長期的な戦略策定につなげる
- 事務局と責任者

経営企画室(CSO)・法務室(CCO)

● 現行中期経営計画(2016-20)における当面の判断基準

① ROICが指標(機能商品・ヘルスケア分野8%、ケミカルズ分野5%)を下回っている事業は、モニタリングの対象として事業への(追加)施策を議論

(本来は事業分野にかかわらず同一のROIC基準が正しいが、中計開始前にはROE10%達成自体が危ぶまれる状況だったので、ROE10%を充たすための「当面の」指標とした。次期中計で修正予定)

② 事業モニタリングにおいては、上記ROIC基準だけでなく、中計からの乖離を重視し、対象SBUを選択。アクションプラン・投資計画の進捗を確認しEXIT検討の要否まで議論。EXIT勧告含めた事業戦略の見直しを指示して事業会社にて実行

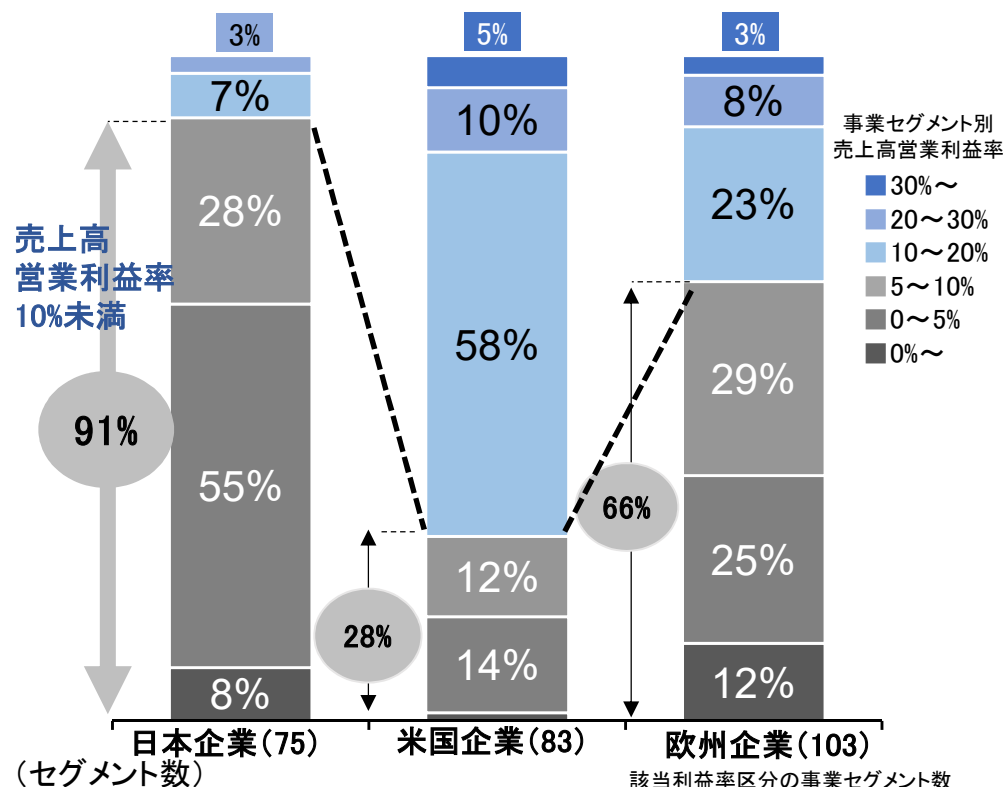
● CFOだけでなく、CCO・CSOにも事業買収・売却経験者を選任し、また、M&A室に社外出身のプロフェッショナルを起用するなどして、トランスフォーメーションを推進

● CFOには、投資銀行を起用して資本市場の利用を図る案件等を主導させる(分離上場等)

(3) グループ経営の最適化(コングロマリットディスカウント)

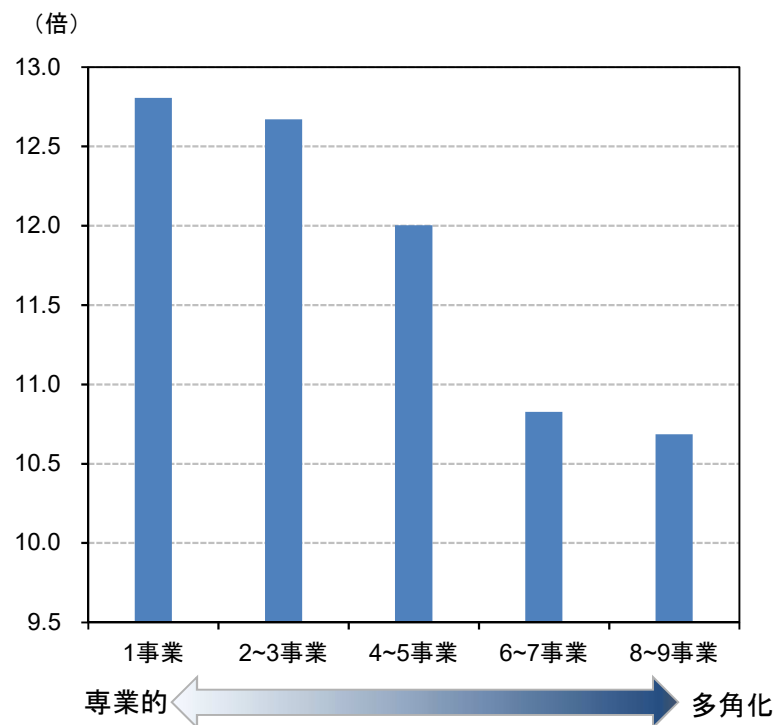
- 主な多角化企業において、低収益セグメント(※)の割合は、米国企業が約3割、欧州企業が約7割であるところ、日本企業は約9割であるとされている。※売上高営業利益率(ROS)10%未満のセグメント。
- この点、複数の産業分野で活動する企業(多角化企業)が同じ産業で活動する専門企業に比べて市場から低く評価される傾向を指すコングロマリットディスカウントが起きているとの指摘もある。

事業セグメント別の利益率の分布



(出所) 経済産業省 第1回事業再編研究会事務局資料(Bloombergデータベースを元に、デロイト・トーマツ コンサルティング作成した資料を経済産業省にて加工。事業セグメント別売上高・営業利益の両方を、06～13年度の8期連続で取得可能な世界連結売上TOP500の中から、各国別多角化度(ハーフィンダール指数)上位50%、海外売上高比率20%以上の企業を対象に分析。)より金融庁作成

事業セグメント数ごとの平均PER(12ヵ月先予想)



(注) 対象はTOPIX1000、予想はQUICK コンセンサス(無い場合は東洋経済予想)。

PER: 株価/1株当たり当期純利益

(出所) 経済産業省 第1回事業再編研究会事務局資料(SMBC日興証券作成)より金融庁作成

(3) グループ経営の最適化(内部統制を含むリスクマネジメント(これまでの意見))

- グループの内部統制及びリスクマネジメントについては、コロナ前から特に海外子会社においていかに質を確保していくかが課題であるなどと指摘されていた。
- コロナ後には、特に企業の変革や監査のリモート化への対応が求められるとの指摘がされている。

コロナ前の指摘

- 上場子会社(海外含む)において不正が発生するケースは、不特定多数の株主がいるために親会社が遠慮気味になり、統制が効きづらくなることや、監査法人のチェックなど外部の統制があるために不正は起こらないという考えが生じてしまうことが原因である。親会社から上場子会社に対して役員を派遣したとしても、派遣された役員は一部の株主(親会社)に対してのみ情報を共有することは難しい。
- 海外子会社各社において評価者を配置しているが、本社同様の質を確保することは難しく、質の確保が課題。
- グループの内部統制の再構築を開始した。まずはグループ内での可視化を行うことから進めている。具体的には、ESGや人権要素を含む複数項目のグループ共通のフォーマットを策定し、その中で業種等に応じて各項目に濃淡を付けている。
- 小規模拠点でも問題が顕在化した場合に大きなリスクになることが多い。そのため、一部の海外子会社の構成やビジネス形態の特殊性を考慮したリスクアシュランスマップを作成し、評価している。

コロナ後の指摘

- コロナを経て、企業のリスクマネジメントの意識は間違いなく向上しており、リスクマネジメント委員会を設置し、攻めと守りの視点に分けて検討している企業もある。従来の対応においては①BCPが不十分だったこと(オペレーションの継続はできたが、リカバリーが遅い、十分でなかったことが課題であった)、②サイバーなどの必ず起こるようなリスクについて人・物・金・情報の観点から精緻な検討ができていなかったことの2点が不十分であったと認識されつつある。
- クライシスの経験から起こる企業の変革による影響を十分に考慮し、リソースの柔軟な配置、リスク評価や、内部監査計画を機動的に繰り返し見直すことが必要。
- コロナ禍を踏まえ、内部監査のリモート化の促進が予想されるが、特に海外監査等への制約が生じることが考えられる。当該国のリソース(内部監査人)又は外部のサービスプロバイダーの積極的な利用、当該海外監査に関わる予定であった監査人を配置できる他の内部監査業務がないか、などを考慮することが有効である。

(3) グループ経営の最適化(内部統制を含むリスクマネジメント(会社法))

- 会社法上、取締役会による決定が求められる、いわゆる内部統制システムに係る体制の整備には、企業集団も含まれる。

会社法

(取締役会の権限等)

第三百六十二条 取締役会は、すべての取締役で組織する。

2・3 (略)

4 取締役会は、次に掲げる事項その他の重要な業務執行の決定を取締役に委任することができない。

一～五 (略)

六 **取締役の職務の執行が法令及び定款に適合することを確保するための体制**その他株式会社の業務並びに当該株式会社及びその子会社から成る**企業集団の業務の適正を確保**するために必要なものとして法務省令で定める体制の整備

七 (略)

2014年改正により法律レベルでの規定に

会社法施行規則

(業務の適正を確保するための体制)

第一百条 法第三百六十二条第四項第六号に規定する法務省令で定める体制は、当該株式会社における次に掲げる体制とする。

一 当該株式会社の取締役の職務の執行に係る情報の保存及び管理に関する体制

二 当該株式会社の損失の危険の管理に関する規程その他の体制

三 当該株式会社の取締役の職務の執行が効率的に行われることを確保するための体制

四 当該株式会社の使用人の職務の執行が法令及び定款に適合することを確保するための体制

五 次に掲げる体制その他の当該株式会社並びにその親会社及び子会社から成る企業集団における業務の適正を確保するための体制

イ 当該株式会社の子会社の取締役、執行役、業務を執行する社員、法第五百九十八条第一項の職務を行うべき者その他これらの者に相当する者(ハ及びニにおいて「取締役等」という。)の職務の執行に係る事項の当該株式会社への報告に関する体制

ロ 当該株式会社の子会社の損失の危険の管理に関する規程その他の体制

ハ 当該株式会社の子会社の取締役等の職務の執行が効率的に行われることを確保するための体制

ニ 当該株式会社の子会社の取締役等及び使用人の職務の執行が法令及び定款に適合することを確保するための体制

2・3 (略)

(3) グループ経営の最適化(内部統制を含むリスクマネジメント(不祥事予防のプリンシプル))

- ❑ 近年発生している上場会社の不祥事を踏まえ、日本取引所自主規制法人は、2018年3月、事前対応としての不祥事対応の企業の取組みに資するため、「上場会社における不祥事予防プリンシプル」を策定。
- ❑ 当該プリンシプルでは、「**グループ全体を貫く経営管理**」を原則5として定め、グループ各社の経営上の重要性や抱えるリスクの高低等を踏まえつつ、グループ全体に行きわたる実効的な経営管理を行うことが重要であるとしている。

[原則5] グループ全体を貫く経営管理

グループ全体に行きわたる実効的な経営管理を行う。管理体制の構築に当たっては、自社グループの構造や特性に即して、**各グループ会社の経営上の重要性や抱えるリスクの高低等を踏まえることが重要**である。

特に海外子会社や買収子会社にはその特性に応じた実効性ある経営管理が求められる。

(解説)

5-1 不祥事は、グループ会社で発生したものも含め、企業価値に甚大な影響を及ぼす。多数のグループ会社を擁して事業展開している上場会社においては、子会社・孫会社等をカバーするレポーティング・ライン(指揮命令系統を含む)が確実に機能し、監査機能が発揮される体制を、本プリンシプルを踏まえ適切に構築することが重要である。

グループ会社に経営や業務運営における一定程度の独立性を許容する場合でも、コンプライアンスの方針についてはグループ全体で一貫させることが重要である。

5-2 特に海外子会社や買収子会社の経営管理に当たっては、例えば以下のような点に留意が必要である。

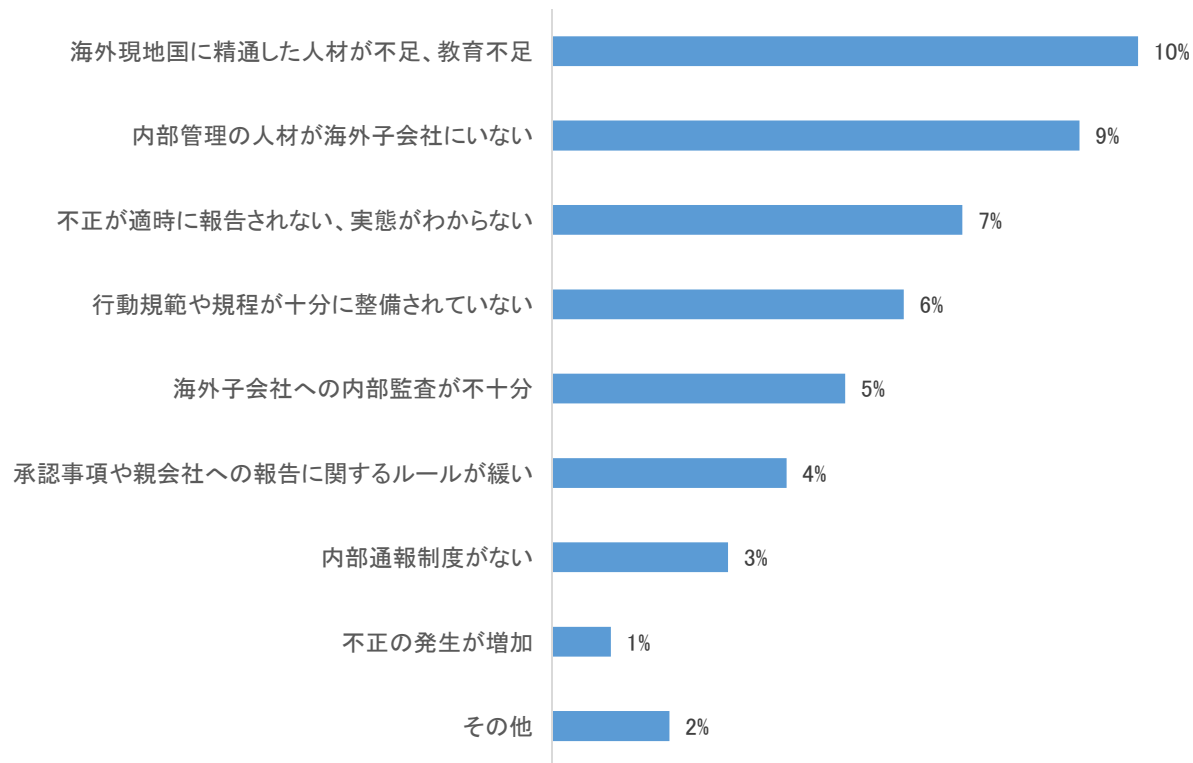
- 海外子会社・海外拠点に関し、地理的距離による監査頻度の低下、言語・文化・会計基準・法制度等の違いなどの要因による経営管理の希薄化など
- M&Aに当たっては、必要かつ十分な情報収集のうえ、事前に必要な管理体制を十分に検討しておくべきこと、買収後は有効な管理体制の速やかな構築と運用が重要であることなど

(3) グループ経営の最適化(内部統制を含むリスクマネジメント(海外子会社の管理))

- ❑ 日本企業の不正に関する実態調査によれば、海外子会社の管理上、海外現地国に精通した人材不足等、不正が適時に報告されず実態がわからない、行動規範等が十分に整備されていないなどの課題が指摘されている。
- ❑ また、同調査によれば、海外企業のM&A実施後、3年以内に不正が発見されたと回答した企業は5%であった。

海外子会社管理の課題

(本質問に回答があったのは45社)



海外M&A実施後3年以内の不正発見

不正が発見された(海外M&A実施後3年以内)

5%

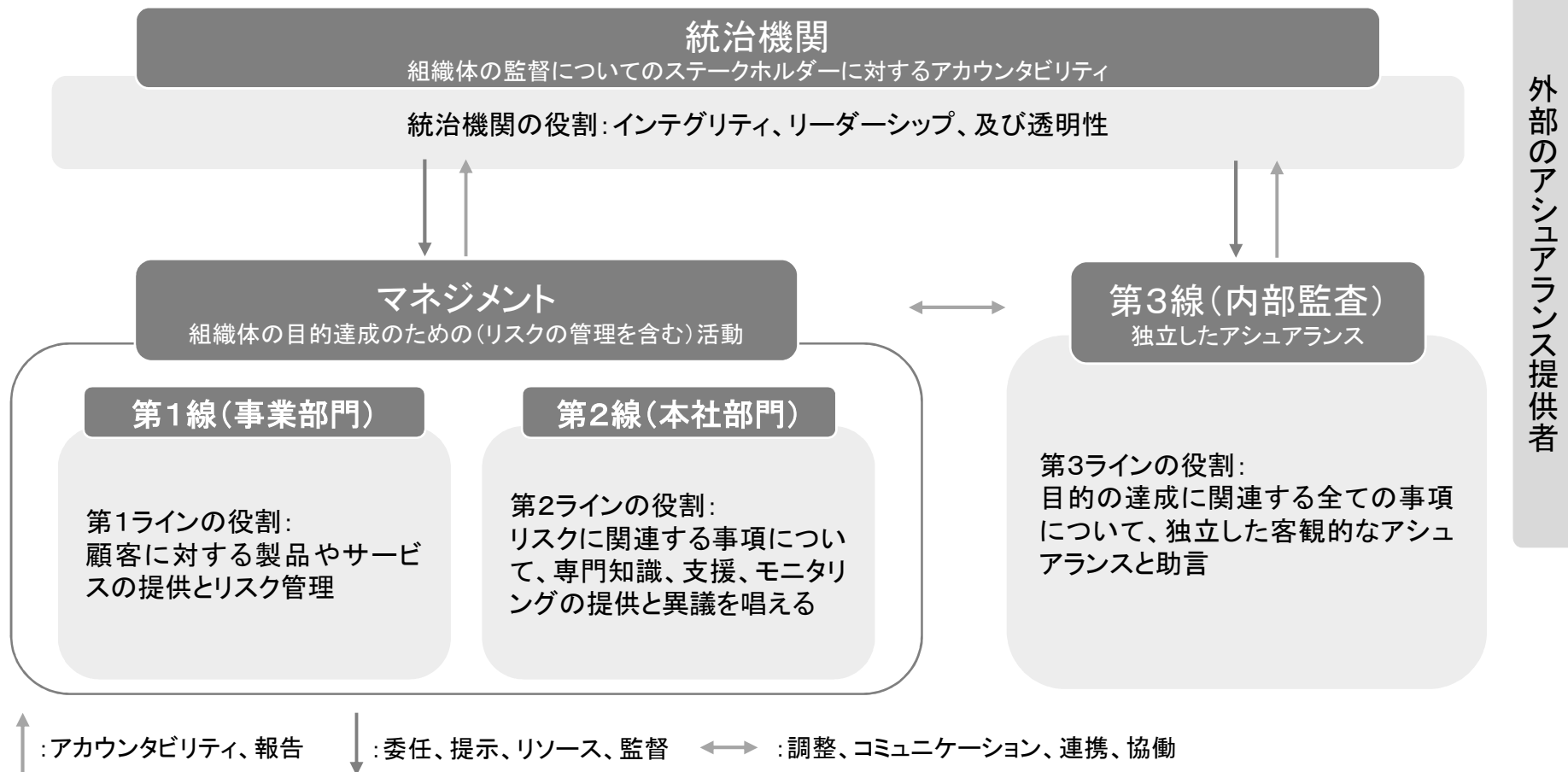
(出所) (株)KPMG FSA「日本企業の不正に関する実態調査」(2019年3月)より金融庁作成

(注) 上記調査は、2018年6月末時点の全上場企業3,699社(REIT、外国企業、日本銀行を除く)が調査対象。回答企業は429社。

(3) グループ経営の最適化(内部統制を含むリスクマネジメント(3線モデル(Three lines model)))

- 内部監査人協会(The Institute of Internal Auditors: IIA)は、2020年7月、「**IIAの3ラインモデル(Three lines model)ー3つのディフェンスラインの改訂**」を公表。
- 当該改訂版では、リスク・マネジメントが、「**ディフェンス**」と**価値の保全の問題だけでなく、目標の達成と価値の創造に貢献することにも焦点を当てている。**

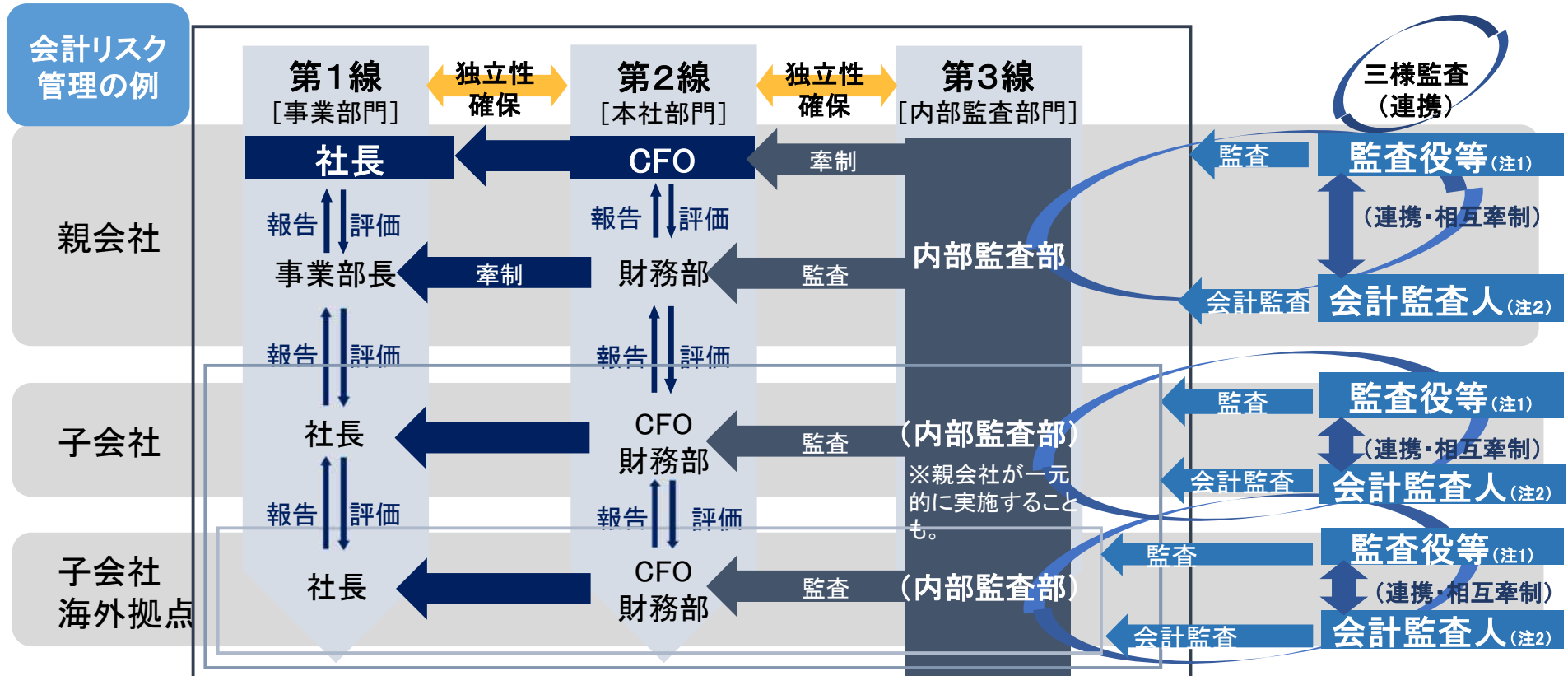
IIAの3ラインモデル



(3) グループ経営の最適化(内部統制を含むリスクマネジメント(3線モデルの運用例(イメージ))

- 「内部統制システム」は、**コンプライアンスや不正防止にとどまらず、リスク管理の一環**であり、「事業戦略の確実な執行のための仕組み」とされている。
- そのための組織モデルとして、「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との指摘がある。

(注)過去の不祥事案では、第2線・第3線の独立性の欠如が指摘されている。



(注1): 監査役等委員、監査委員の場合も同様 (注2): 監査等委員会設置会社、指名委員会等設置会社 (注3): 監査役等委員、監査委員の場合も同様 (会社法第327条第5項、328条1項・2項)

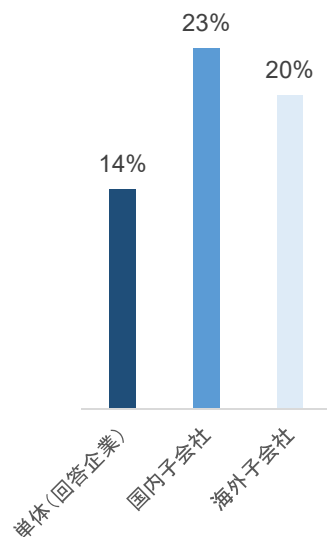
(出所) 経済産業省「グループ・ガバナンス・システムに関する実務指針(グループガイドライン)」(2019年6月28日策定)より金融庁作成

(3) グループ経営の最適化(内部統制を含むリスクマネジメント(グループ会社における不祥事の発生))

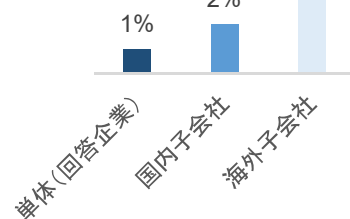
- 日本企業の不正に関する実態調査によれば、子会社の所在地が国内であっても、海外であっても**子会社における不祥事は、損害金額が大きくなる傾向**にある。
- 不祥事の根本原因として、国内子会社においては「**属人的な業務運営**」、海外子会社においては「**行動規範等の倫理基準の未整備または不整備**」とのデータが存在。

不正による損害金額

【最大損失1億円以上】

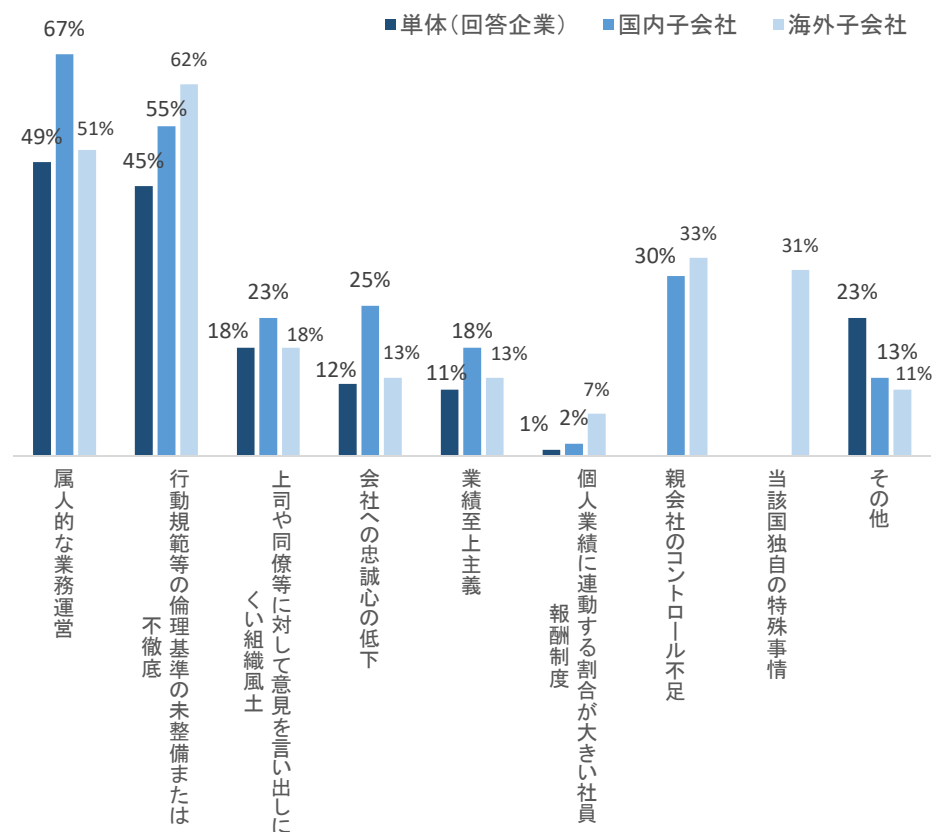


【最大損失10億円以上】



不正の根本原因

複数選択可



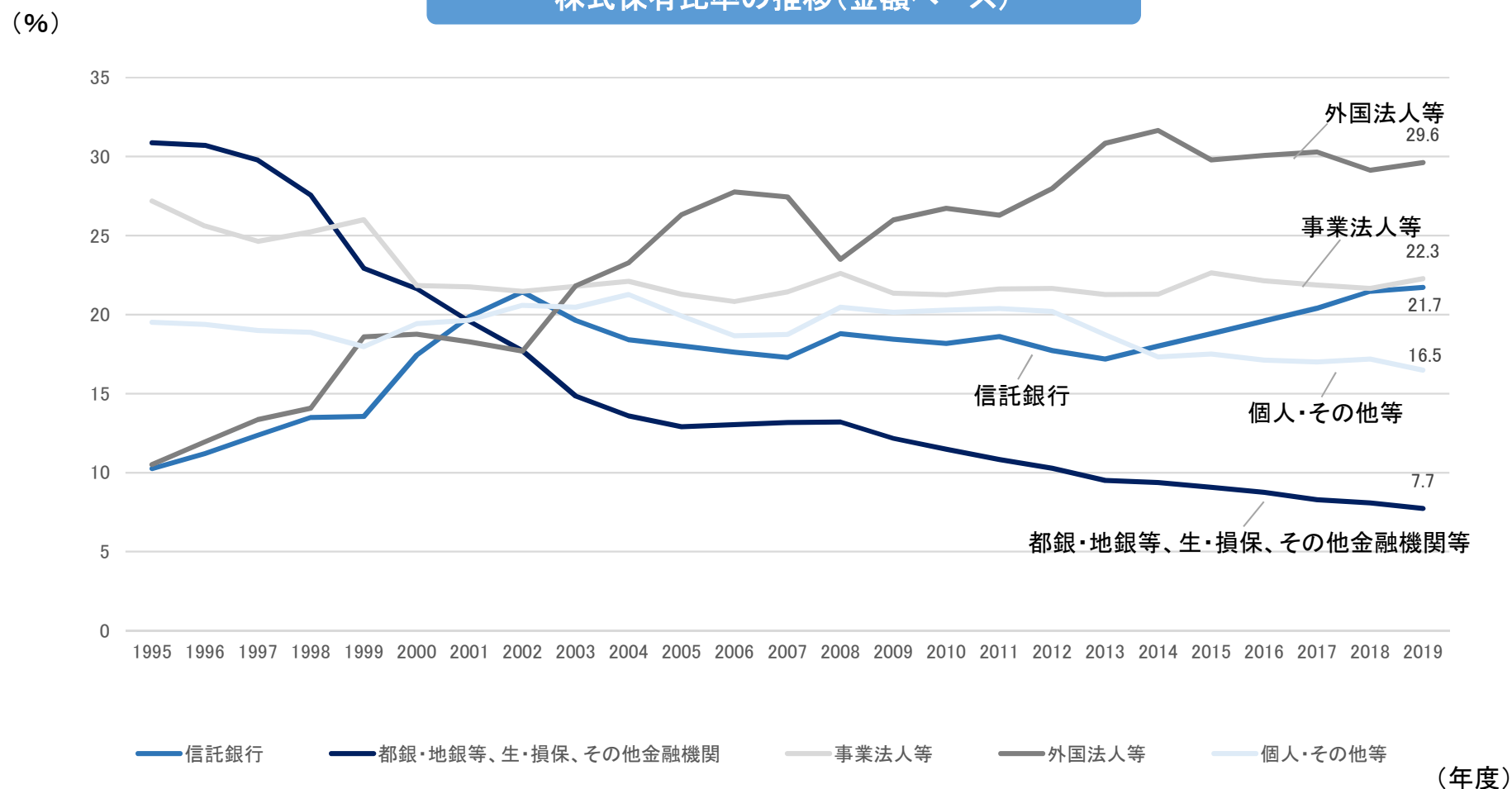
(注) 調査対象である2018年6月末時点の全上場企業3,699社(REIT、外国企業、日本銀行を除く)のうち、回答のあった429社(回答率11.6%)
(出所)(株)KPMG FSA「日本企業の不正に関する実態調査」(2019年3月)より金融庁作成

(4)政策保有株式

(4) 政策保有株式(株式保有の状況)

- 日本では、**外国法人等及び信託銀行の保有比率が上昇**。他方、銀行や生損保等による保有は減少。

株式保有比率の推移(金額ベース)



(注) 2004年度から2009年度まではJASDAQ証券取引所上場会社分を含み、2010年度以降は大阪証券取引所または東京証券取引所におけるJASDAQ市場分として含む。

(出所) 東京証券取引所「2019年度株式分布状況調査」より金融庁作成

(4) 政策保有株式(保有の現状)

□ 実際には、一部の企業が多額の政策保有株式を保有している／されている状況。

保有額パーセンタイル別の保有額

(注)単位: 10億円。括弧内は全保有額に占める割合

		最小額	最大額
10%	36,284 (79%)	46.2	2,260
20%	5,003 (11%)	17.9	46.0
30%	2,237 (5%)	8.5	17.8
40%	1,130 (2%)	4.6	8.5
50%	634 (1%)	2.7	4.6
60%	364 (1%)	1.5	2.6
70%	197 (0%)	0.8	1.5
80%	91 (0%)	0.3	0.8
90%	31 (0%)	0.1	0.3
100%	4 (0%)	0.0	0.1

被保有額パーセンタイル別の被保有額

(注)単位: 10億円。括弧内は全被保有額に占める割合

		最小額	最大額
10%	32,769 (77%)	49.6	2,543
20%	5,096 (12%)	18.0	49.5
30%	2,187 (5%)	9.5	18.0
40%	1,176 (3%)	5.0	9.5
50%	631 (1%)	2.9	4.9
60%	366 (1%)	1.6	2.9
70%	212 (0%)	0.9	1.6
80%	110 (0%)	0.5	0.9
90%	49 (0%)	0.1	0.5
100%	7 (0%)	0.0	0.1

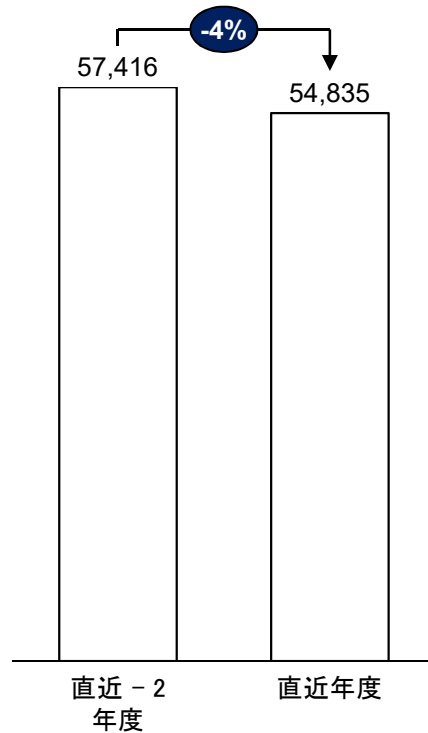
(4) 政策保有株式(保有状況の変化)

□ 保有高の大きい会社ほど過去2年間で政策保有株の保有額が減少。

政策保有株BS計上額の変化

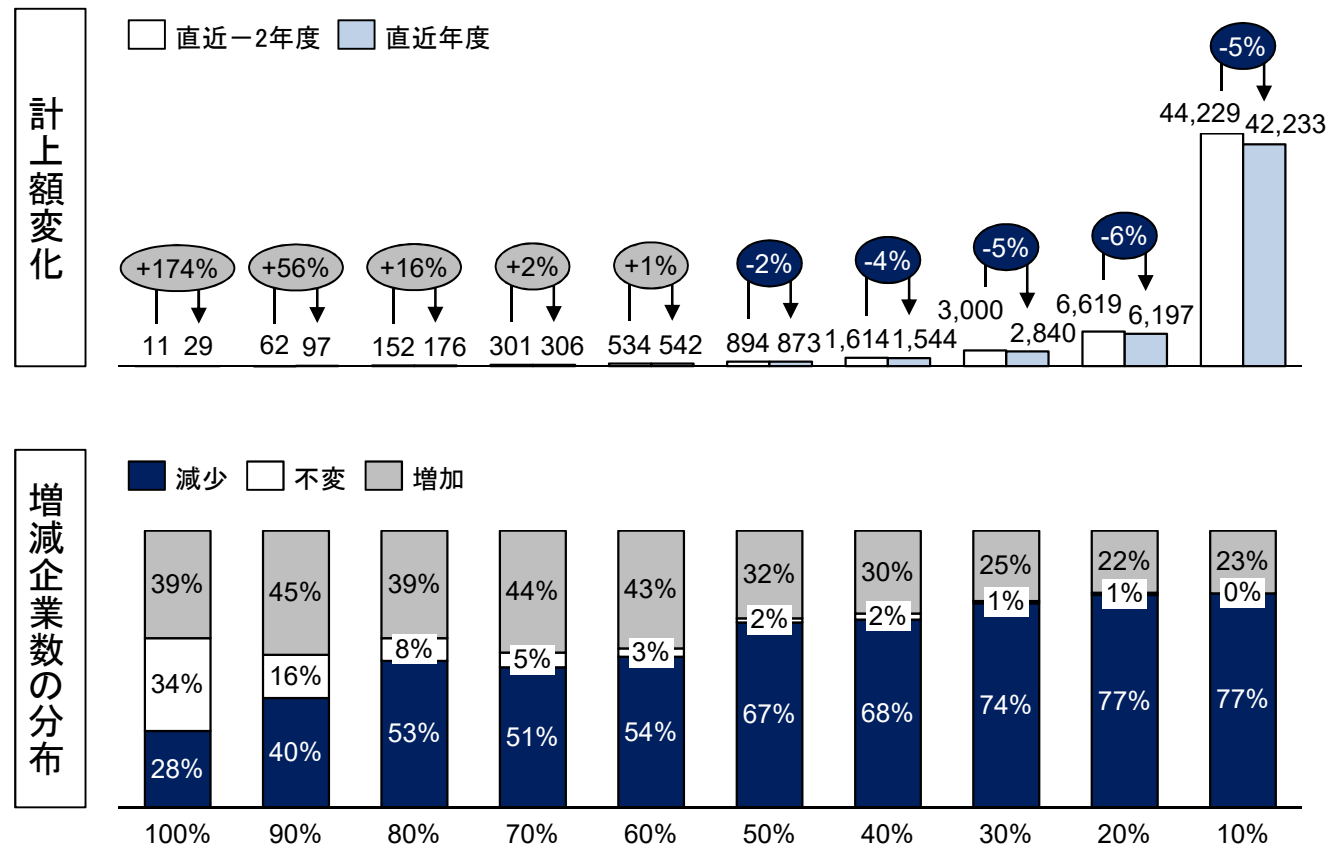
(注) 単位: 10億円。集計対象1,338社

各保有会社において直近-2年度時点で保有している銘柄の1株当たり貸借対照表(BS)計上額は年度を通じて一定となるよう、直近年度のBS計上額を調整



直近-2年度時点の保有額パーセンタイル別のBS計上額変化

(注) 単位: 10億円



(4) 政策保有株式(投資家が期待する好開示のポイント(例))

① 政策保有株式全体

主な記載項目	投資家が期待する好開示のポイント(例)
● 保有方針	- 保有先企業のノウハウ・ライセンスの利用等、経営戦略上、どのように活用するかについて具体的に記載 ➢「経営戦略を勘案し保有効果を検討している」という記載では不十分 - 保有の上限を設定し記載 ➢株主資本をどのように活用できているかという観点が必要であり、保有残高の規模は総資産ではなく株主資本に対する割合で検証することが望ましい - 売却の方針等がある場合は当該方針を記載 - 売却の判断に関する指標があれば当該指標を記載
● 保有の合理性の検証方法	- 時価(含み益)や配当金による検証だけではなく、事業投資と同様、事業の収益獲得への貢献度合いについて具体的に記載 (例)・営業取引規模が過去〇年平均と比較し〇%以上増加等 ・ROEやRORA等が〇%増加等 (※)時価(含み益)や配当金による検証だけでは純投資の評価と同じであり、政策保有株式の評価としては別途の検証が求められる点に留意が必要
● 取締役会等における検証の内容	- 保有方針に沿った検証結果の内容を具体的に記載 ➢「保有目的に照らして取締役会において保有の適否を検証」という記載では具体性に欠ける - 取締役会での議論を記載するにあたり、具体的な開催日時や議題等を記載

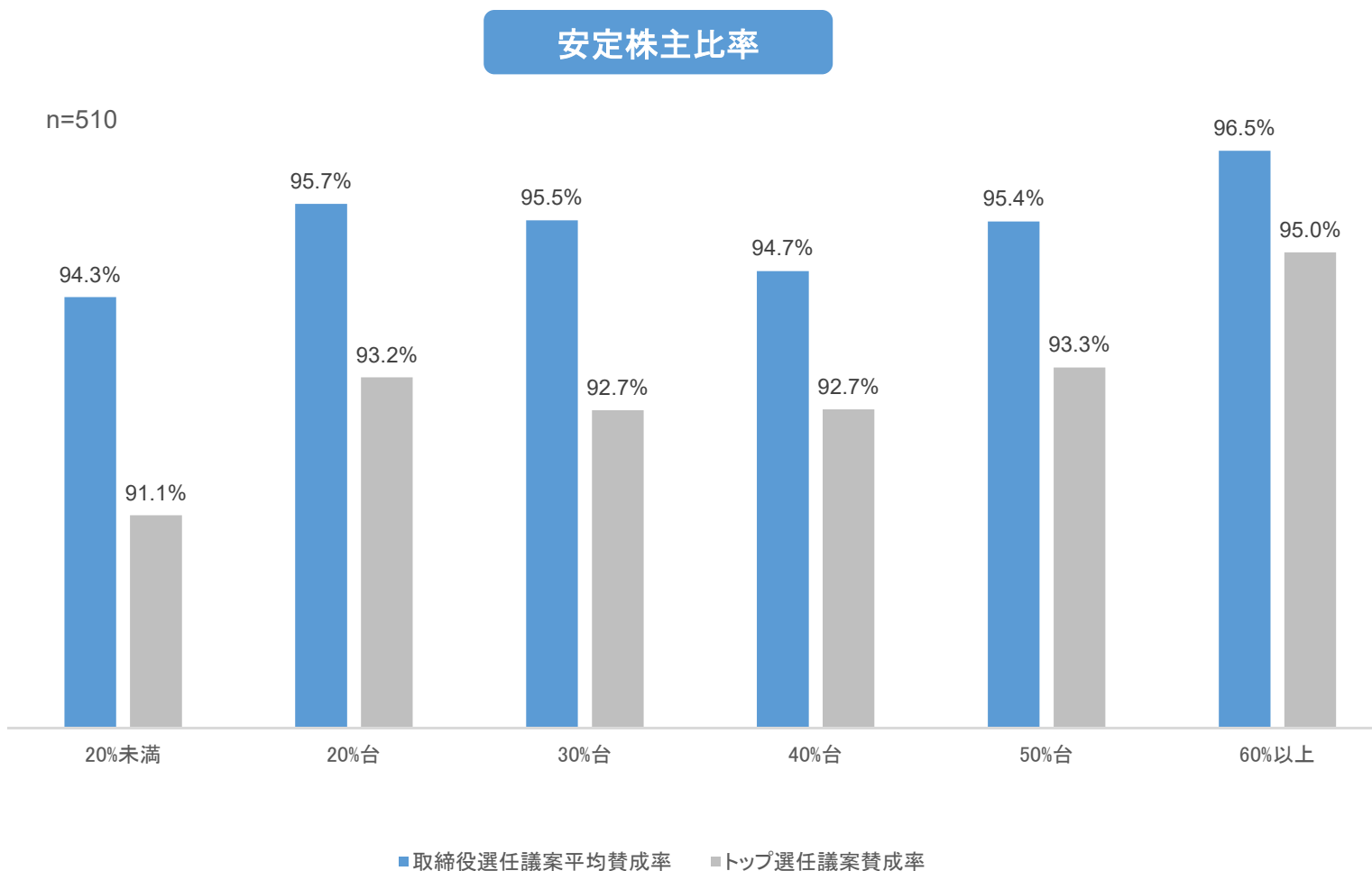
(4) 政策保有株式(投資家が期待する好開示のポイント(例))

② 個別銘柄

主な記載項目	投資家が期待する好開示のポイント (例)
● 保有目的	- 保有方針に沿って、経営戦略上、どのように活用するかを関連する事業や取引と関連付けて具体的に記載 ➢ 単なる財務報告のセグメント単位や、「事業取引」・「金融取引」といった大括りでの説明、「企業間取引の維持・強化のため」・「地域発展への貢献」という記載は抽象的で不十分 - 株式を相互持合いしている場合、その理由を具体的に記載
● 定量的な保有効果	- 前頁「①政策保有株式全体」の「保有の合理性の検証方法」で定めた指標に対する実績値とその評価について記載 (※) 時価(含み益)や配当金による検証だけでは純投資の評価と同じであり、政策保有株式の評価としては別途の検証が求められる点に留意が必要 (定量的な保有効果の記載が困難な場合) ✓ どのような点で定量的な測定が困難だったかを具体的に記載 ✓ 経営戦略上、どのように活用するかを具体的に記載 (※) 仮に営業機密について言及する場合でも、どのような点が営業機密となるか等について記載
● 増加の理由	「配当再投資による取得」や「取引先持株会による取得」といった取得プロセスに関する記載に留まらず、保有先企業のノウハウやライセンスの利用等、経営戦略上、どのように活用するかを具体的に記載 ➢ 「取引関係の強化」といった記載では不十分
● 発行者による当社株式の保有の有無(相互持合いの有無)	上場持株会社の株式を政策保有している場合には、当社株式の保有相手方がその持株会社の傘下会社であったとしても、実質的に相互保有の関係にあるとみなし、参考情報として脚注等でその保有の有無を記載

(4) 政策保有株式(安定株主比率と取締役選任議案賛成率との関係)

- 安定株主比率「20%未満」では、取締役選任議案の平均賛成率、CEO選任議案賛成率ともにもっとも低く、「60%以上」では賛成率がもっとも高い。



(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

(4) 政策保有株式(3メガバンクグループ等の政策保有株式の縮減目標)

- コーポレートガバナンス・コード導入以降、3メガバンクグループ等では政策保有株式の削減目標を公表するなど、縮減に向けた動きが見られる。

3メガ バンク	15/3末残高 (取得原価)	削減目標額 (当初)	期限 (当初)	実際の削減額 (取得原価ベース)	次の目標
三菱UFJ	2.8兆円	15/3末時点 より8,000億円 (約3割)	21/3末 まで	7,830億円 (20年度中間期)	(続)2021年3月末を目処に計8,000億円の削減 (=取得原価対Tier1比率10%程度)
みずほ	2.0兆円	15/3末時点 より5,500億円 (約3割)	19/3末 まで	5,430億円 (19/3末時点)	(新)2022年3月末までに3,000億円削減 (19/3末対比)
三井住友	1.8兆円	15/9末時点 より5,000億円 (約3割)	20/9末 まで	5,100億円 (20/9末時点)	(新)2020年3月末からの5ヵ年で3,000億円削減 ※未売却の売却応諾残高も含めると左の削減 計画を達成することから、新たに目標設定

(注)15/3末残高、削減目標額(当初)、期間(当初)については、2015年11月13日公表

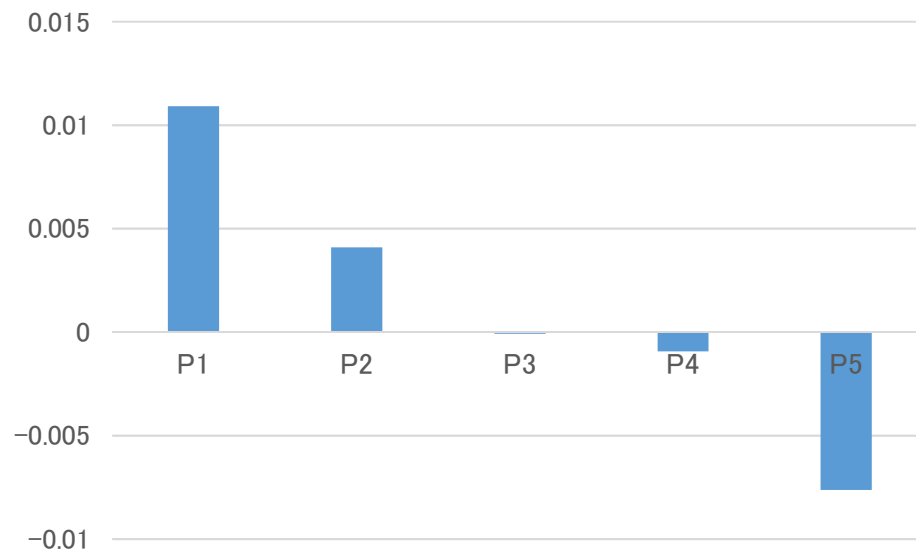
	16/3末残高 (取得原価)	削減目標額 (当初)	期限 (当初)	実際の削減額 (取得原価ベース)	次の目標
三井住友 トラスト	0.7兆円	16/3末時点 より2,000億円 (約3割)	21/3末 まで	1,176億円 (20/3末時点)	(続)2021年3月末までに計2,000億円の削減 (=普通株式等Tier1資本対比を 2016年3月末42%から半減) ※2021年度に次期削減計画公表予定

(注)16/3末残高、削減目標額(当初)、期間(当初)については、2016年5月18日公表

(4) 政策保有株式(政策保有株式と利益率の関係性)

- 実証研究の中には、政策保有株式の保有が多いほど利益率が低いとする研究結果や、機関投資家持株比率は利益率に有意に正に働くとする実証研究も存在。

政策保有株式と利益率(t+1期)の関係性



(注)P1～P5は政策保有株式の保有率に応じて上場企業を5つのポートフォリオに分割したもの(P5が最も保有率が高い。)

縦軸は、営業利益を前期末総資産でデフレートし、業種調整を業種中央値で行った後の数値。なお、ポートフォリオの母集団は2010年度～2015年度の6年分。

(出典)円谷昭一・柳樂明伸・金鐘勲「政策保有株式と会計数値の関係」月刊資本市場2020年5月号(No.417)より金融庁作成

機関投資家持株比率と利益率の関係性

- 2010年以降、機関投資家持株比率はROAと売上高利益率に対して正に有意な効果を持っていた。
- この結果は、世界27カ国における機関投資家持株比率と企業業績の関係を分析した先行研究の結果と合致。

(出典)宮島英昭・齋藤卓爾「アベノミクス下の企業統治改革：二つのコードは何をもたらしたのか」(RIETI Policy Discussion Paper Series 19-P-026, 2019年10月)より関連部分の概要を金融庁にて作成

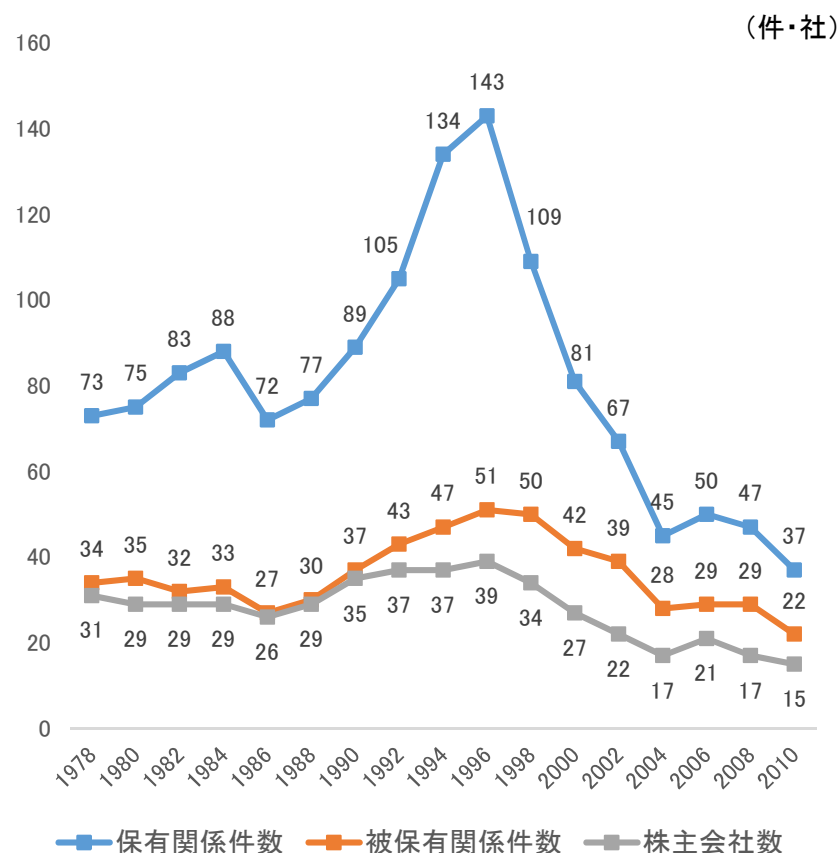
- 資本市場の規律的效果から隔離されている経営陣は、困難なビジネス判断を避け、自らの責務のパフォーマンスに労力を割かないという仮説を実証。
- 政策保有株式は日本企業の投資やリストラクチャリング活動の頻度に負の影響を与えている。これらの企業はリスクテイクも少なく、将来的に成長を阻害する結果につながる。

(出典)Naoshi Ikeda, Kotaro Inoue, Sho Watanabe, September 2017 "ENJOYING THE QUIET LIFE: CORPORATE DECISION-MAKING BY ENTRENCHED MANAGERS" NATIONAL BUREAU OF ECONOMIC RESEARCH Working Paper 23804より関連部分の概要を金融庁にて作成

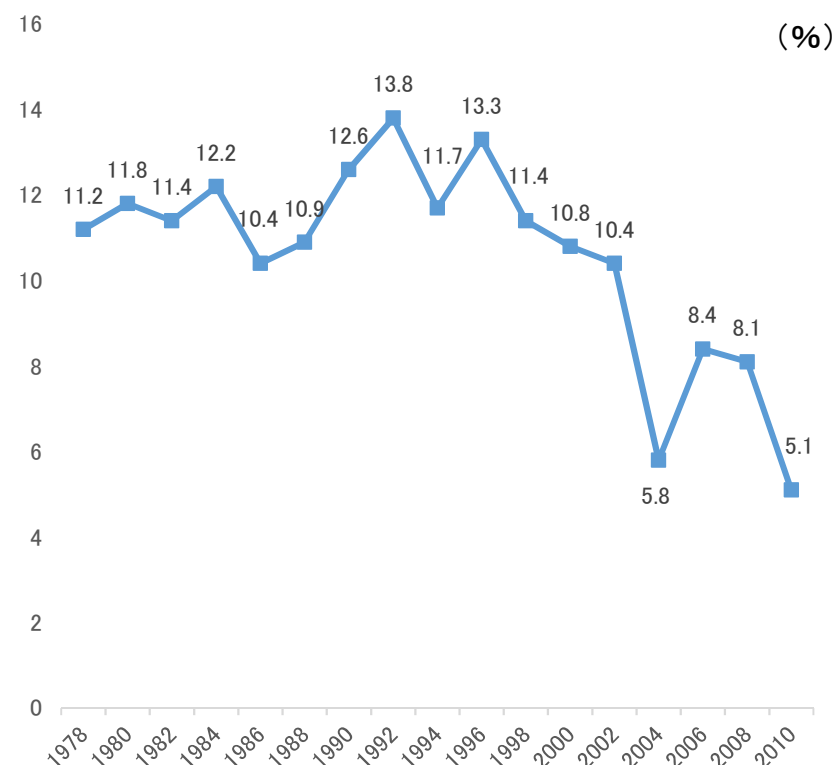
(4) 政策保有株式(諸外国における政策保有株式縮減に向けた取組み(ドイツ))

- 2002年、ドイツのシュレーダー政権下では、金融機関と事業会社の緊密な持合い状況を解消することを目的とし、株式譲渡の際に発生するキャピタル・ゲインに対する課税(法人税と営業税の合計で税率約50%、地域により若干異なる)を非課税とする措置が実施された(2008年廃止)。

ドイツ主要100社間における株式保有状況の推移



ドイツ主要100社間で保有関係のある株式の割合(付加価値ベース)



(4) 政策保有株式(流通株式の定義の見直し(政策保有株式の除外))

- 上場基準の一つとなっている流通株式比率に関し、東京証券取引所は「流通株式」の定義の見直しに向けて、意見募集(2020年12月25日～2021年2月26日)を実施。
- 意見募集案においては、新たに、流通株式の定義から政策保有株式が除外されることとなっている。

意見募集案の概要

- 上場株式のうち、「国内の普通銀行(注1)、保険会社及び事業法人等(注2)」の所有する株式については、上場株式数の10%未満を所有する場合であっても、流通株式から除くこととする。
 - ただし、直近の大量保有報告書等において、保有目的が「純投資」と記載されている株式については、流通株式として取り扱う。
- 役員以外の特別利害関係者(注3)の所有する株式についても、流通株式から除く。
 - 現在、上場審査基準においてのみ除いているが、上場維持基準においても同様の取扱いとする。

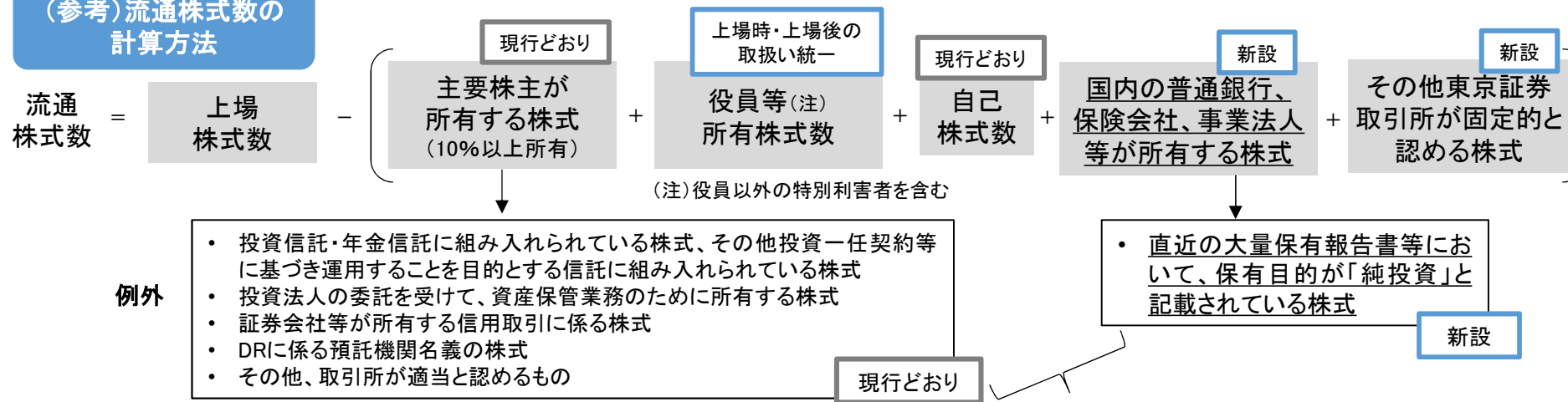
(注1) 普通銀行には、信託銀行や信用金庫は含まない。

(注2) 事業法人等は、金融機関及び金融商品取引業者以外の法人を指す。

(注3) 特別利害関係者は、①上場会社の役員の配偶者及び二親等内の血族、②役員又は前①に掲げる者が議決権の過半数を保有する会社、③上場会社の関係会社及びその役員を指す。

⇒ 上場会社から提出を求めている「株券等の分布状況表」の様式を変更し、後日通知等を行う。

(参考) 流通株式数の 計算方法



流通株式に関する上場維持基準又は上場審査基準を満たさない場合において、確認を行う想定

(4)政策保有株式(政策保有株式保有企業に対する投資家等の議決権行使の動向)

□ 議決権行使助言会社のISSは、2021年版の議決権行使助言方針につき、政策保有株式の過度な保有が認められる企業の取締役選任議案に反対推奨する方向の改定を検討。

議決権行使助言 方針の改定の 方向性

2. いわゆる政策保有株式を過度に保有する企業への対応

ISSは、いわゆる政策保有株式の過度な保有が認められる企業(政策保有株式の保有額が純資産の20%以上の場合)は、経営トップである取締役に対して反対を推奨する基準を2022年2月から導入することを検討しています。

改定の背景

資本の非効率的な配分や資本の空洞化など株式持ち合いに起因する問題は、日本のコーポレートガバナンス上最も大きな問題だと考えられています。日本では事業上の関係維持のため、顧客、調達先、借入先などの他の企業の株式を純投資以外の目的で保有する慣習が広く見られます。株式持ち合いのために投入された資本は本業の設備投資、事業買収、配当や自社株式取得などに充当することができず、株式を持ち合う行為は株主の長期的な利益に反する懸念があります。さらに常に会社提案議案に賛成する一方で株主提案には反対するように議決権が行使されるため、市場による規律の低下が懸念されます。また、政策保有株式の保有は資本生産性の低下を招くことがあります。資本生産性の低さが、数十年にわたる日本の株式投資の収益性の低下に影響しているとも指摘されます。

ポリシー改定の意図と予想される影響

2022年2月からの導入を検討している新規基準案では、「保有目的が純投資目的以外の目的である投資株式」の貸借対照表計上額が純資産の20%以上の場合、経営トップである取締役に対して反対を推奨します。いわゆる政策保有株式の情報が掲載される有価証券報告書は通常、定時株主総会後に提出されるため、判断に利用する情報は1年前のものです。例えば2022年6月に開催される定時株主総会を分析する際には、2021年6月に提出された有価証券報告書の政策保有株式の情報を利用します。

なお、ISSが日本企業1500社を無作為に抽出し有価証券報告書を調査したところ、政策保有株式の保有額が純資産の20%以上の企業は母集団の7%であり、これらの企業が反対推奨の対象となる事が考えられます。

現行ポリシー	ポリシー改定案
ISSは会社の機関設計(監査役設置会社、指名委員会等設置会社、監査等委員会設置会社 ¹⁾)により、異なる助言基準を持つ。	ISSは会社の機関設計(監査役設置会社、指名委員会等設置会社、監査等委員会設置会社 ¹⁾)により、異なる助言基準を持つ。
監査役設置会社 監査役設置会社においては、下記のいずれかに該当する場合、原則として反対を推奨する。	監査役設置会社 監査役設置会社においては、下記のいずれかに該当する場合、原則として反対を推奨する。
- 資本生産性が低く(過去5期平均の自己資本利益率(ROE)が⁵5%を下回り)かつ改善傾向²にない場合³、経営トップ⁴である取締役 - 株主総会後の取締役会に最低2名の社外取締役⁵がいない場合、経営トップである取締役 - 親会社や支配株主を持つ会社において、株主総会後の取締役会に占めるISSの独立性基準を満たす社外取締役の割合が3分の1未満の場合もしくは最低2名いない場合、経営トップである取締役前会計年度における取締役会の出席率が⁶75%未満の社外取締役⁶	- 資本生産性が低く(過去5期平均の自己資本利益率(ROE)が⁵5%を下回り)かつ改善傾向²にない場合³、経営トップ⁴である取締役 2022年2月以降に開催される株主総会において、いわゆる政策保有株式の過度な保有が認められる場合(政策保有株式の保有額¹²が純資産の20%以上の場合)、経営トップである取締役¹³ - 株主総会後の取締役会に最低2名の社外取締役⁵がいない場合、もしくは2022年2月以降に開催される株主総会において社外取締役の割合が3分の1未満の場合、経営トップである取締役 - 親会社や支配株主を持つ会社において、株主総会後の取締役会に占めるISSの独立性基準を満たす社外取締役の割合が3分の1未満の場合もしくは最低2名いない場合、経営トップである取締役 - 前会計年度における取締役会の出席率が⁶75%未満の社外取締役⁶

(注)監査等委員会設置会社及び指名委員会等設置会社に対しては、監査役設置会社に求められる基準も求められている。