

## CGS研究会（第2期）

### 第13回 議事要旨

1. 日時：平成31年1月21日（月）15時00分～17時20分
  2. 場所：経済産業省本館17階国際会議室
  3. 出席者：神田座長、青委員（16時10分より途中参加）、青木委員、石田委員、大杉委員、太田委員、大場委員、翁委員、神作委員、小口委員、後藤委員、藤原様（小林委員代理）、佐久間委員、澤口委員、塚本委員、寺下委員、富山委員、中村委員、藤田委員、松元委員、三笥委員、宮島委員、井上課長、竹林参事官  
（欠席：伊藤委員、江良委員、小林委員、武井委員、柳川委員）
  4. 議題：上場子会社のガバナンス、ガイドライン位置づけ・骨子案
  5. 議事概要：

はじめに、本研究会の進め方について、資料2記載のとおりとすることについて委員の了承を得た。

次に、事務局より資料4及び資料5の説明を行った。

次に、株式会社日立製作所 中村氏によるプレゼン（資料6）が行われた後、討議を行った。プレゼン及び討議の概要は以下のとおり。
- 【中村委員】まず、当社グループの概要を3ページに若干書いているが、2017年度の数字で売上収益が9兆3,686億円、営業利益が7,146億円、ボトムラインが3,629億円であった。従業員は連結で30万7,000人。子会社数は879社であった。

4ページ、CEOは東原敏昭である。

5ページ、1—3で日立の創業について記載したが、1910年、久原鋳業所の日立鋳山附属の機械修理工場として、茨城県日立市で創業した。

7ページ、1—5であるが、セグメント別売上げの構成をグラフで示している。主に、情報・通信システムが全体の20%、社会・産業システムが23%といった形で、8つのセグメントで運営している。

製品の紹介をしている部分は飛ばして、12ページ、1—7において、今申し上げた売上げのグローバル展開の状況について記載している。海外が4兆7,255億円ほどあって、全体の半分を少し超えるぐらいのところまで海外が増加してきていて、北米、中国、中国を除くアジア、それから欧州ともに、だいたい各地域がそれぞれ1兆円規模の売上げに拡大しているところであ

る。

1—8からは、「2018 中期経営計画」と申し上げているが、この中でこの3年間でやってきていることについて若干ご説明させていただきたいと思う。

IOT時代のイノベーションパートナーとして、注力4事業分野において社会イノベーション事業でお客様との協創を加速するという事で事業展開を進めているところである。

14 ページには、デジタルで目指す姿として、簡単に申し上げると、デジタルの基盤となるトップレベルのIOTプラットフォーム、私どもはLumadaとしているが、これをベースにOT、それからIT、プロダクトを掛け合わせて、これらを活用したお客様との協創を進めているところである。

15 ページでは、この2018 中期経営計画の取組を記載したが、2016 年度で成長のための準備を行い、17 年度で成長へのギアチェンジをし、今年度18 年度で中計達成とグローバル企業への進化の施策を展開しているところであって、営業利益率については、右側のグラフにあるように、2018 年度で何とかようやく8%のところまで改善してきたという状況である。

次に、日立グループの構造改革の履歴をご説明したい。17 ページに当期利益の推移があるが、2008 年度、矢印が一番ボトムになっているところでマイナス7,873 億円という非常に大きな赤字を計上し、その後、事業構造改革を実行してきていて、事業ポートフォリオの見直しやガバナンス強化を進めているところである。

18 ページ、2—2に、成長に向けた継続的な事業ポートフォリオの見直しを細かく書いているが、一番左のところの上に、2010 年2月から4月にかけて、上場子会社5社を完全子会社化して、このあたりから当社グループとしては選択と集中の徹底が始まったと思う。その後、事業譲渡、それから撤退というようなものと、注力分野でのM&Aやグループ内の事業統合を推進している。2018 中計の期間でかなりの買収、譲渡を集中的に実行しているところであり、このグラフの右側、2016、2017、2018 年度のところを見ていただくと、2016 年5月に日立物流の株式、10月に日立キャピタルの株式を譲渡して、子会社から外している。2017 年3月に日立工機を100%譲渡した。12月には日立電鉄交通サービスの株を譲渡した。右のほうで、2018 年3月にアラクサラを売却、5月に日立国際電気の株を売却、10月にはクラリオンの株の譲渡を発表した。上のほうには、2017 年4月に圧縮機事業のサルエア一社の買収、2018 年10月には15 年11月に買収したアンサルドSTS社の完全子会社化を発表した。12月にはABB社のパワーグリッド事業の買収合意を発表している。先日は、英国原子力事業の凍結の発表をしたというところで、社会インフラ分野へのシフトとIT事業への投資強化を進めているとこ

ろである。

次に、2000年以降の事業構造の変化を売上構成で見ると、19ページにあるとおり、電子デバイス事業から撤退して社会イノベーション事業に注力し、2017年度には情報・通信システムと社会・産業システムを合わせた社会イノベーション事業が63%に増えた。2000年度のときには38%であったが、今はこちらに注力しているところである。

次ページから、グループ連結体制の強化の内容についてご説明したいと思う。21ページ、3—1で、まず、コーポレート・ガバナンス強化の背景について簡単に説明したい。事業のグローバル展開と収益力の持続的向上を実現するため、グローバルな視点と多様な価値観を経営に反映する必要性があり、経営の基本方針を決定する機関としての取締役会の機能強化を図っている。

次に、3—2であるが、グループ経営の歴史に若干触れる。1967年に日立グループとしてグループ運営5原則を制定し、事業を運営してきている。誠実信頼、自主経営、市価主義、集団優先、共存共栄の5つを掲げてやってきている。

これとは別に、日立グループの連結決算の歩みを簡単に3—3で表にしている。連結ベースでの経営管理を1960年に開始して、連結決算書を営業報告書に参考開示したというところから始まっていて、68年には、経営効率の向上のために社内資本金制度を開始した。87年には、連結ガバナンスの強化のために連結範囲を拡大して、全子会社を連結することにした。2010年は、カンパニーごとの連結経営を加速するために、カンパニー制、それからカンパニーごとの個別IRを開始した。IFRSの適用については、2012年に上場子会社を含めた連結決算システムを完全統一して準備をし、連結経営を進化させるため、2015年からIFRSの適用を開始した。

3—4で、目指すものをご説明したい。連結経営の実効性を高めるには、単に財務諸表を連結するというのではなくて、人材マネジメントとその評価基準である財務会計基準をグローバルに統一する、そしてそれに基づいて運営する必要があるので、グローバル人財活用施策として、人材マネジメント統合プラットフォームを導入した。2012年度にグローバル人財データベースを構築して、13年度にグローバル・グレードを導入した。14年度にはグローバル・パフォーマンス・マネジメントの仕掛けを導入し、15年度からはそのラーニングマネジメントシステムを導入。そして、17年度からは人材マネジメント統合プラットフォームを導入して、グローバル共通の情報システムで人材情報を一元管理して、見える化をした。それによってグローバル競争優位に資する人と組織を実現するということを目指している。そして、会計基準にIFRSを導入して、経営の物差しをグループ、グローバルで統一

して、人材評価と事業評価の基盤をグローバルに統一して、成長戦略の加速を図ってきている。

次に、連結子会社数と上場子会社数の推移を3—5でご説明する。連結子会社数については、ピークは2002年度末に1,112社ほどあり、それが2017年度には国内が202社、海外が677社、合計で879社に削減した。今は、さらにもう少し減少しており、海外の子会社が8割弱を占めるまでになってきている。国内の上場会社については、2009年度末に22社ほどあったが、今年度末で4社に減少する予定である。

次に、グループの事業運営体制について説明する。3—6のページであるが、2009年の10月からカンパニー制を導入した。従来は工場プロフィットセンター制であったが、市場の変化への対応のために、その後、事業部プロフィットセンターへ変え、さらにそれを大きくくくって、製品事業別の事業運営体制にし、各事業部門が独立会社として責任を持って事業運営を行い、自己責任による意思決定の迅速化を図った。このためにそれぞれの連結財務諸表を作成し、予算管理も実施してきている。2018中期経営計画の開始時期である2016年4月からは、この2018中計で示した日立グループの目指す姿を実現するために、ビジネスユニット制に変更し、顧客市場別の事業運営体制として、顧客との協創を加速するためにフロント機能を強化して、フロントを支えるプラットフォームとプロダクト部門の3層に再編し、社会イノベーション事業への注力を推進しているところである。

グループの全体構造は3—7に平面的に書いているが、株主総会の下に取締役会があり、執行役社長があるという形であって、その下にバーチャルのビジネスユニットという形の組織が12ほどある。それから、その右に独立会社として分社をしている4社、それから左側にあるが、今5社になっているが、もうすぐ4社になる上場子会社がある。これを全社グループ横串機能として、ガバナンスをグループコーポレート部門が機能させているという形である。

グループコーポレートの体制については3—8にあるが、これはご覧いただければよろしいかと思う。

29ページ、当社グループは2003年の6月に、当時の委員会等設置会社へ移行しており、現在、指名委員会等設置会社となっている。経営の監督と執行の分離を徹底することで、迅速で透明性の高い経営を実現し、同時に、その当時上場していた子会社と関連会社合わせて18社も移行した。この結果、先ほども18ページでお示したような成長に向けた継続的事業ポートフォリオの見直しが進むようになったと考えている。

それから、3—10であるが、ガバナンスの大元である取締役会の構成であ

る。各分野における豊富な経験や識見を経営に反映して、監督と執行の分離の更なる明確化を図るために、12年6月からは、取締役の過半数を社外取締役とした。現在の社外取締役のバックグラウンドは下に書いてあるとおりであり、豊富な企業経営の経験を持つ人材に就任いただいている。右下にあるとおり、指名・報酬・監査各委員長は、もともと社外取締役としていたが、18年6月からは取締役会の議長も社外取締役としている。

3—11 だが、これによって経営の基本方針を決定する機能の強化を図ってきている。取締役会は、中期経営計画・予算・事業ポートフォリオなど、日立グループの目指す姿を実現するための経営の基本方針に関する議論に集中し、事業運営については執行役に権限を委譲している。

次のページであるが、取締役会の機能のもとで行っているグループ経営体制の実効性向上策について説明する。グループ経営規範の整備と浸透を図っていて、色々とグループ全体での規定を用意している。経営会議による重要事項審議、それから、その中でリスク量の大きな事項については、取締役会による決議を行っている。グループ経営の目標徹底のため、中期経営計画、予算策定、そのフォローアップ、さらにはそれを各部門により投資家説明をさせるということで、説明責任を持たせる形にしている。上場子会社は当然IRを行っているわけであるが、それよりも大きなビジネスユニットもあるので、事業分野ごとのIRも当然実施するということが開始している。それらの実効性を担保するために、連結セグメント単位に内部統制を含む三様監査の強化を行っており、さらに、グループ会社の取締役・監査役の派遣、役割の明確化を行っている。グローバル展開を推進していくために、コーポレート部門の横串機能、海外統括会社による地域内連携の強化を図って、これら施策の徹底状況や事業運営状況を把握して改善を図っていくために、日立グループ統一の従業員サーベイを毎年1回行って、PDCAを回しているところである。

最後に、参考ではあるが、三様監査の連携強化についてもう少し説明させていただきたいと思う。三様監査によるガバナンスの実効性強化のために、監査方法のレベリングだとか、リスクアプローチによる効率と透明性の向上を図っていて、この関係をその下の図で記載している。リスクアプローチに基づいて連結事業セグメント単位に内部監査計画を策定して、内部監査の実施に先立ち、監査委員会で監査を行って、内部監査部門に対して監査委員会で判明した課題の調査指示を追加して行い、その内部監査の状況を監査委員会へ報告し、監査委員会が監査内容の評価を行う。また、会計監査人との関係で申し上げると、監査計画、監査報酬、それからリスク評価等の意見交換を行い、さらに、内部監査部門と会計監査人との間での重要な財務関連の指摘

事項を報告させて、その結果、会計監査の状況を監査委員会へ報告してもらい、監査委員会が監査内容の評価を行うという形をとっている。監査部門と会計監査人との間では、内部統制監査での課題抽出と不正リスクの重要性の評価や監査内容の評価を相互に行うというような形を行った上で、リスクの共有を執行部門を含めて行って、課題の解決を年度内に進め、効率と透明性の向上を図るということをしているところである。

34 ページが最後であるが、日立の会計監査の主な特徴としては、三様監査体制として監査委員会がリーダーシップを発揮して、会計監査人との経営情報の共有だとか、会計監査上の識別されたリスクの共有だとか、さらに、監査委員長は社外取締役がやっているが、会社執行側と会計監査人の相互評価までやるということをしている。また、会計監査人のセグメントパートナー制で、各セグメントの連結単位で責任監査人を設定して、グローバルに実態を把握してもらい、監査評価を行って、監査委員会へ定期的に報告をしてもらい、リスク評価をし、年度末までに片づけるということをやっているところである。

- 【寺下委員】事務局資料 36 ページの上場子会社の社外取締役に関する独立性基準に関してだが、東証のコーポレートガバナンス・コードに独立役員の規定がある。東証のルールでは、親会社の役員も 1 年以上前に辞めていると独立しているとみなされる。さすがにこれは世界基準から見て相当かけ離れたところにあるのではないか。ISS 基準並みにすることも選択の一つであるが、そこまで徹底するかしないかの議論の以前に、現在日本企業のコーポレート・ガバナンス報告書は英語化され世界に発信されており現状の独立取締役 (Independent Director) の定義は証券取引所が認めたものになっている。この点は是非ご検討いただきたい。

要するに、独立というところが崩れると全ての問題が崩れてきてしまうので、その点を是非議論していただきたい。独立の委員がどのような局面で期待される役割を担うのか、まさに今 M&A 指針の重要な検討課題となっている、いわゆるコンフリクト・オブ・インタレストに関係する重要なポイントである。多分、日立グループさんは既に活用されていると思うのだが、FA メンバーの中にコンフリクト・オブ・インタレストを考慮しセカンドオピニオンとして適切な機能を有する第三者的な FA を採用したり、各独立委員が第三者のアドバイザーを使って色々なものを調査するというのも諸外国では実際進んでいるので、インディペンデントというところを是非理解していただきたい。

最後に、インディペンデントの定義を考える場合、日本ではまだその概念が

ないのだが、ISSレポートには、インサイダーとアウトサイダーという区分がある。日本では、どう見てもインサイダーの人が独立役員や社外取締役になっていることがよくある。取締役会の中にはインサイダーの人も積極的に入れるべきであって、社外取締役をインサイダーとして入れたら悪いということではない。インディペンデントという定義を重視しインサイダーとアウトサイダーを明確に区分した上での独立社外取締役の役割や機能の議論を進めるべきと考える。

- 【太田委員】親子上場問題に関して、事務局資料 24 ページの宮島委員の実証分析は少し前の時点での研究だとは思いますが、大変示唆に富む内容だと思っている。したがって、我が国の資本市場の健全な発展に寄与するため、海外機関投資家等からの様々な指摘を真摯に受けとめて、親子上場問題に内包される利益相反問題の緩和に向けた行動、あるいは正確な情報発信を促すガイドラインを発信していくことが必要だと強く思う。

しかしながら、事務局資料 32 ページ、33 ページで触れられているが、ハードローでの対応は、これまでの経緯から見ても時間がかかり過ぎるという懸念があるので、実務的な対応ということで、ソフトロー的に、あるいはガイドラインで示していくという対応が良いのではないか。

そのうえで、本質的にその役割が期待されている取締役と監査役等を含む独立社外役員の機能を、より発揮しやすくするための方策が必要だと思う。先ほど坂本課長から、41 ページで方策ⅠからⅢまでを並列的にご紹介いただいたが、私は3つの提案という形ではなくて、真ん中の方策Ⅱに絞って当研究会で議論をまとめていくことが有効ではないかと思う。具体的には、独立社外取締役及び独立社外監査役が過半を占める委員会、あるいは独立社外役員だけによって構成される委員会に諮ることによって実効性を担保するという手法を提案したらどうだろうかと思う。

もう一点、上場関係に関してもう1つ重要なのは、やはり適切な情報開示だと思う。43 ページにあるが、親会社による経営資源の配分の在り方として、上場子会社の合理性、あるいは上場子会社の必要性に関して、適切な情報の開示を促すことが重要だと示すべきではないか。

最後に、中村委員のプレゼンテーションは大変参考になった。1点教えていただきたい。26 ページで、2016 年に過去長くやられてきていたカンパニー制からビジネスユニット制に移行したということである。製品事業別の事業運営体制から顧客市場別の事業運営体制へと書かれているが、これは一体どういうことなのだろうか。次のページのくくりを見ても、製品事業別と顧客市場別がそんなに大きく変わったのだろうか。また、フロント機能を強化と

いう文言があるが、これは一体どういうことなのか。この2点についてご教示いただければありがたい。

- 【中村委員】カンパニー制とビジネスユニット制は、言葉からすると極めて似ているように感じるのだが、もともと日立は工場プロフィットセンター制からスタートしていて、その欠点は、世間や市場を工場から見てしまうという点であった。したがって、工場のできるものを営業に売らせるというようになってしまった。昔はそれでも、市場が拡大していたので売れていたが、市場への迅速な対応を図るため事業部制に変えた。お客様に近いところで事業部ごとにとやったのだが、1工場1事業部というようなところは何も変わらないということがある一方で、お客様はどんどん変わっているのでカンパニー制に変えた。ところが、そのカンパニー制も製品事業単位になっているので、その下に工場がくっついているということで、工場のできるものを売るという体制がなかなか変わらなかった。お客様そのものが変化していて、昔だと電力製品というのは電力会社へ売っていたが、最近だとソフトバンクさんもやっているし、市場の垣根が実はなくなってきている。フロントでお客様との交渉だとか情報の把握だとか、それをどのように提案していくかということ、お客様の経営課題と一緒に私どものソリューションを提供することで解決するというのをやっていくためには、やはりビジネスユニット制でやっていこうということでビジネスユニット制に変えた。したがって、フロント、プラットフォーム、プロダクトの三層に分けて、お客様のニーズをいかに早く理解し、それが電力のお客様であっても、それが電力ではない必要がある場合にどうやってお客様に経営課題の解決を提供していくか、これは工場プロフィットセンターから出た組織では上手くいかない。人材もなかなか頭が切りかわらないということで、フロント側のほうにエンジニアを寄せた形を私どもではビジネスユニット制と呼んでいるということである。だから、フロントの機能強化というのも、昔はフロントと言うと営業だったのだが、営業だけだと御用聞きになりかねない。お客様の言うことをそっくり持ち帰って工場にこれを開発しろと指示してしまう。そうすると、開発はしたのだがコストもかかる。それがn倍化しないと、事業がそこから成長しないので、フロント側へエンジニアを移して行って、そのエンジニアがお客様と議論できるような形に持っていこう。そのためには、今度は研究開発部門も、昔は象牙の塔ぽく、ずっと研究所にいて、瞑想しながら色々なものを開発していたということで、特許も取っていたのであるが、そういったものが実際の事業にどう結びつくのだろうかという点を追求し、テクノロジーをきちんと開発する部隊からお客様の経営課題に技術で改善策と一緒に考える



部隊を500名ぐらい離して、一緒にお客様のところへ行っていろいろな提案をしたり議論をするという形に持っていったので、フロントというのはそういう意味で、お客様との接点のところの価値を高めようと活動している。

- 【塚本委員】1点目は、上場子会社に関して、先ほど事務局からの説明で、日産・ルノーの件が出ていたが、日産・ルノーは親子会社関係にないうえ、個別事案でもある。そのような個別事案から、ガイドラインの方向性を厳しくするといったようなことについては、慎重であるべきと思う。

次に、先ほど来出ている上場子会社の少数株主保護の在り方についてであるが、前回、上場子会社において、独立社外取締役の人数を増やすとか、独立性基準を厳しくするという方策に対し、厳しいご意見が多かったように記憶している。仮にそのような方策を提言することがなかなか厳しいという場合において、しかしながら上場子会社について何らの方策も提言しないわけにはいかないというときに、例えば、上場子会社側において、情報開示の充実を図るということが考えられるのではないかと思われた。事務局資料32ページでは、親会社による情報開示について書かれているが、上場子会社側の情報開示を充実するというものである。上場子会社では、社外取締役や社外監査役が「独立役員」として指定されているわけであるが、一般的な理解としては、その人たちは、親会社からも独立しているということで独立役員に指名されているはずであるし、そのような独立役員がきちんと少数株主の利益に配慮した振る舞いをすると、一応期待されているはずである。そこで、上場子会社の独立役員の方々に、その点についてもっと自覚を持ってもらうという観点から、一定の事項に関する独立役員自身の考え・意見を開示することが考えられるのではないか。例えば、当該上場子会社の親会社からの独立性を確保する仕組みの整備状況及びその運用状況についての当該独立役員の考えや、31ページにあるような親子会社間・兄弟会社間で利益相反的な場面が生じたときに、当該利益相反取引が当該上場子会社にとって不利益でない当該独立役員が考える理由などが考えられる。そのような事項が開示されると、投資家サイドからも、上場子会社の状況や独立役員の活動振りも見やすくなるのではないか。

中村委員へのご質問だが、25ページで、上場子会社が22社から今後4社になるということで、5分の1ぐらいになるのだが、ここまで大きく減らした理由について、教えていただきたい。

最後に、資料5の骨子案について、1ページ目の「3. グループ内部統制システムの在り方」のところは、どちらかと言うと、親会社における体制が想定されているのだと思うが、グループガバナンスにおいて、縦や斜めの繋が

り、すなわち親会社の各部署と、子会社のそれに対応する部署又は別の部署との連携も重要である。また、いろいろな会社のお話を伺っていると、子会社の立場では、どこまで親会社に情報を上げたら良いのか、また、親会社の立場では、どこまで子会社に情報を求めれば良いのかといったところが非常に悩ましいようである。ガイドラインにおいて、ここまでやっておけば善管注意義務の違反を問われることはないという明確な線引きをすることは難しいと思うが、具体的にどう対応していけば良いのかということ、親会社・子会社両方の目線から書いていただくと、実務において非常に有益なのではないかと思う。

- 【中村委員】上場子会社が 22 社から 4 社に減った理由は、日立としての成長戦略と子会社の戦略との整合性を持つということ。したがって、その成長戦略を実行する上で、どうやったら実現できるかを考えたときに、その子会社が日立製作所の子会社でいることで成長できるのか、グループの優先順位から大きな投資ができなくなっていないかという問題に当たり、先ほど申し上げたように成長戦略を実行する上での整合性をとっていくと自然こうなったということである。

ついでに申し上げますと、自力でとか、日立グループのリソースを活用して成長を実現できるかどうかを考えたときに、当社とではなくて他社さんと一緒にされたほうが随分と成長できるというような場合で、当社にいるとお互いに、全体的に企業価値や成長性、収益性の足を引っ張るかもしれないということで、ポートフォリオの観点からどこに集中するか。そうすると日立ではないという判断になったり、日立の中で 100%化したほうが良いのではないかなというようにしていった結果である。キーはやはり成長を実現できるかどうかだと思う。だから、社外取締役を増やすと良いのではないかなという今日の議論に対しては、成長を実現できる人たちでやれば機能すると私は思う。数だけの議論では形骸化して、数を増やすのが目的化しかねないが、そういうことよりも、成長をキーワードにすれば利益相反は起きないと思う。

- 【富山委員】そもそも論として、上場会社とは何なのかという議論が大事だと思う。大前提としては、上場会社というのは公開されているので、ずぶの素人がその会社の株を買える。そうすると、上場会社で誰を守るべきかと言えば、ずぶの素人を守らなければいけないのだ。だから、少数株主を保護するのは当たり前だ。多くの子会社上場企業が何のために存在しているのか、これもぶっちゃけて言うと、要するに、社長レースに負けた人がトップとして行くところだったのだ。そういう意味で言ってしまうと、かつて、特に右

肩上がりの経済の時代において、サラリーマンでそこそまで頑張ってきた人のモチベーションとしてすごく大事な意味合いがあったと思う。私は、その時代においては、はっきり言ってデメリットよりメリットのほうが大きかったと思っており、これは認める。

ただ、問題は、今、中村さんが言われたように、そういう時代ではなくなってしまったということだ。そうすると、当該企業及び親会社の両方にとって本当に上場子会社のフォーマットが良いのであれば、それはそうなるというだけの話であって、逆に、それ以外の動機づけで上場子会社を持っているのははっきりいって面倒くさい。なぜなら、一応独立している上場企業であり、一方で、親会社が存在するので、毎回毎回すごい面倒くさい調整が必要となるからだ。子会社だけれども、一応上場企業のトップとして株主総会で一般株主に選ばれてしまっているわけだから、簡単に右行け右とは言えないし、そこでまた利益相反の問題が起きるとすれば下手すると訴えられるので、はっきり言って、今やうざい場合のほうが多い。だから、その問題を整理していかないと、子会社側も親会社側も、企業として迅速な戦略行動をとれない時代になってしまっている。

ということは、真面目に経営しようとするほど、これは自然に整理していく流れになっているのだ。だから私は、この問題はやはりどう考えても究極的には法制化するしかないと思う。事務局資料 32 ページの対応策 1 を視野に入れない限り、何をやっても意味がない。今すぐ対応策 1 をとれとは言わないが、対応策 1 に向かっていくということを明示しなければならない。アメリカとドイツがこうなって日本だけが違うというのはやはりおかしい。今回のルノー・日産の件も、日本とフランスは、はっきり言って資本主義国としてはどうかなみみたいな感じでやってきた国同士で起きてしまった事案なのであまり問題が顕在化していないが、こういう話は、基本的にグローバルルールに合わせておかないと結果的に日本の企業が不利になる。日本の企業だけが違うルールでやっている、結局、本チャンの戦いはグローバルのところで行われてしまう。今、全豪オープンが行われているが、日本選手だけが違うネットの高さで試合を行うというわけにいかないわけだ。背が低いから日本選手だけネットを下げたあげましようということをやっていたら全豪オープンで試合にならないので、究極的には、やはり世界に合わせていくしかないのだ。

だから、当面は対応策 2 で良いのだと思うが、今日、法務省の方もいらっしゃるが、究極的には対応策 1 に持っていくということを方向性として見せなければならぬ。それで、猶予期間の中で対応策 2 以降の議論をすべきであり、それをやらないとだめだ。根本がその問題なのだから、やらなければ話

にならない。

それに、子会社を搾取していないのであれば、別に少数株主保護義務が法制化されても誰も困らないはずだ。一体誰が困るのか。きちんと親子上場していることによって子会社の企業価値がそうではない場合より高まっていると言えるのであれば、誰も困らない。誰も困らないはずなのだから、そもそも、なぜそこにそんなに抵抗があるのかわからない。困るとしたら、何か後ろめたいことをやっている人がいるということだろう。だから反対されるのはおかしい。

宮島先生の資料が正しいとすれば、むしろ対応策1に関して反対する理由はないはずだ。ただ、くどいようだが、現実とのギャップがあるので、今すぐやれとは言わない。だから、ある種の経過措置を置いたほうが良いと思うが、対応策1をゴーンにすることは絶対条件だと思っている。

次に、対応策2の問題だが、この問題に関しては、数で形を整えるというのはあまり賛成できない。

CGコードに書いてあるのだが、上場会社の取締役は、社内、社外ともに、会社及び株主共同の利益により行動するのだ。これを誓約させて、サインさせて東証に提出させたほうが良い。親会社から派遣されていても自分は少数株主保護のためにフィデューシャリーして行動するというをサインさせたほうが良い。日本人は形式に弱いので、日本人の心理としては、これは効く。私は喜んでサインする。正々堂々サインさせれば良いのだ。サインしない理由がない。上場している以上、利益相反が起きてしまった場合に、一般少数株主を保護しなければいけないのは当然なのだから、それはサインさせれば良いのだ。私はそういう制度を作ったほうが良いと思う。

もう一点、実際のエグゼキューションに関しては、私も太田さんの意見に近くて、実際、社外の人で議論するというフォーマットのほうが多分機能すると思う。だから、当面はその方法が現実的かと思う。ただ、このフォーマットも実務的には色々と難しい面がありくどいようだが、最終的には少数株主保護原理をきちんとしていくということを示さないと、これは絶対形骸化する。裏返せばこの原理さえしっかりしていれば形式的な規制は不要になる。もう一点、かなり世の中でニュースになった事案だが、私は、ある案件でハゲタカと戦ったことがある。そのときに我々が最終的にどういうロジックを持ち出したかということ、やはり株主共通の利益というロジックだ。この少数株主保護原理がないせいで、日本はグリーンメーラーにとっては一番攻めやすい国になっているということだ。普通、スレッシュホールドは10%か15%だろう。そうすると、日本は上場企業の10%から15%を握ってしまっても、言いたい放題、やりたい放題になってしまう。要するに、この国で彼らは少

数株主のことを気にしなくて良いのだ。無責任に、配当しろ、この事業を売り払え、解体しろということが実はすごく言いやすい。濫用的買収者の問題というのは、濫用的買収者と株主共通の利益が利害相反しているときに問題となるが、この国はその判例法理が今まで確立しておらず、一方で、とにかく一連のガバナンスの改革でやたら株主総会の権限を増やしてきたから、日本の上場企業ほどグリーンメーリングしやすい会社はない。アメリカでは、下手にやってしまうと、今度は支配株主の側が一般株主から訴えられてしまうので、そういう抑制が働くが、日本は、だから狙われるのだ。株主総会の権限を強化して、一方で少数株主保護を強化しないというやり方は、一番ハゲタカから狙われやすいフォーマットなのだ。我々経済界は、このことをそろそろきちんと認識したほうが良いと思う。状況にもよるが、今後、日本の上場企業はきっとまた狙われる。そういうことも考えたら、私はこの辺はきちんとやったほうが良いと思う。

- 【佐久間委員】事務局資料の 38 ページでは、東証の「独立役員の確保に係る実務上の留意事項」が引用されており、もちろんこれも重要なのだが、今回の議論では、東証の「支配株主との重要な取引等に係る遵守事項」の方がより重要だ。これが、今現在、企業が親子上場間で常に考慮して守っている事項だ。支配株主との間の利害関係については、利害関係を有しない者による意見を入手しなければいけないということで、実際、必ずしも独立社外取締役だけではなく、別途、第三者のFAをそのために起用しているので、こちらもリファースすべきだ。

東証の遵守事項は立派な内容になっていると思う。何でもかんでも利益相反ということになると、ほとんど全部引っ掛かるが、遵守事項では「重要な」と限定されている。また、「重要な」というのは適時開示という基準があるので、やはりその範囲で考えるべきではないかと思う。だから、これを出発点にしたとき、オントップであと何が必要なのか。必要がなければ、東証の今の遵守事項で十分なのではないかというところをもう少し検証すべきだと思う。

その関係で言うと、今、対策として独立社外取締役に頼れという方向に向かっているのだが、独立社外取締役としては、基本的に問題になるのは取引の対価だと思う。事務局資料 30 ページで整理されているが、結局これは対価が適正であれば基本的に問題はないということなのだ。必ずしも対価が適正でないとなれば、独立社外取締役がここを判断すると、高ければ高いほどいいという話になってディールが成立しないということになると困る。ある程度ウイン・ウインであれば現実的に対処するということが必ずしも保証され

ないというのは困るのではないかと思う。だから、現在、東証の遵守事項のもとでは、第三者ということで別途FAを雇った上で、彼らが示すバンドに入っていれば問題はない、なおかつそれを開示するというをやっている、私はそのような方向も極めて重要だと思う。

あと、先ほど日産・ルノーはあくまでも個別事項だという意見があったが、私も同様な意見だ。もし、日産・ルノーの問題を議論するのであれば、ああいう形で寸止めができる日本の制度、つまり全部買付義務のところを議論されなければ、問題の解決にならないと思う。日産・ルノーの事案の中身については私は全く知らないが、形としてはああいうことができるというのは、ある意味では日本の特殊性にも起因しているから、そこを議論しない限り、そこでガバナンスでどうか、親子関係どうかというのを議論してもあまり深まらないので、そこはやはり今回は外したほうが良いのではないかと思う。日立さんの本体自身の取締役会議で付議される事項というのは、委員会設置会社だから、極端なことを言えば、基本的に個別具体的な判断は全部執行に委任できるという体制だと思うのだが、先ほど、たぶん原子力の凍結は取締役会で審議をされているということであった。これは基本方針ということではあるのかもしれないが、中身はわからないが、やはり個別案件でも、それが取締役会で議論される。これは別に足し算の話だから、リスク管理という点では大変重要なことで良いと思うのだが、そういう形で監査役会設置会社にかかなり近くなってくるということと理解して良いのか。

あと、グループ会社の決定についても、少しここは中村さんの資料 32 ページでよくわからなかったところだが、グループ会社の個別の大きい案件も、やはり本体の取締役会で審議するということになっていると理解してよろしいのだろうか。

次に、三様監査の話が 33 ページに書いてあるのだが、三様監査のところでは監査委員会が内部監査部門に監査を命じるというのは、内部監査部門というのはそういう下請的なこともやっているけれども、執行のもとでいわゆる内部監査、内部統制もやっている。要は内部監査部門は両方をやっていると理解してよろしいのか。逆に言えば、監査委員会には監査委員会のためのスタッフはいない。内部統制とは別に実際に往査するなり、そういうことをやる部隊はいなくて、完全に内部監査部門を借りているということなのか。この点についてお聞きしたいと思う。

- 【中村委員】内部監査部門と監査委員会との関係でいくと、監査委員会は実際の監査に行く際、個別の業務監査は行わない。経営陣との面談だとか、経営の実状や体制、どういうことを考えてこの事業を運営してきたのか、とい

うようなことを聞き、気になった点を内部監査室に伝えるということで、定例的にチェックするものがあるので、それに追加してこれをやってくれということをお願いしている。後で内部監査部門が社長に報告する前に、監査委員会に報告するというようにしてあって、そこで内容が実態を把握した指摘となっているかとか、もう少しわかりやすくまとめたほうが良いとかのチェックを行う。たくさん書いてあるので、社長が読んだときに何を意思決定すれば良いのかがわかるようにという視点で見ている。だから、監査委員会に業務監査の往査を直接やる者はいない。色々調整をとったり議事録をとったりというのはあるが、往査を直接やる者はいないということで、内部監査部門を活用しているという形になる。

それから、グループ会社の案件についても当社の取締役会で議論を行っている。日立グループにとってある一定のリスク量というのを決めていて、例えば、それを超えるような大きなM&Aをやるという場合には、取締役会で議論することになるが、私の過去の経験で言うと、議論はするが、M&Aのやり方が慣れていないので、もう少しここは相手と交渉したほうが良いよというような形でのサポートはあったりする。日立製作所の取締役会で議決する内容については、一応どういうものというのは決めてあって、やはりそれは基本的にはリスク量による。ただ、中期経営計画だとか各部門の戦略というようなことは監査委員会でも事前に議論し、それから取締役会で再度審議するという形でやっている。監査等委員会とか監査役会とは少し立ち位置が違うかなという気はしている。

- 【大杉委員】中村委員のご報告に対して、短い質問が2つある。まず最初が15ページで、右下にCAGRという言葉があって、何かのレートだろうと思うのだが、この言葉について教えていただきたい。もう1つが、35ページの②に出てくる「区処元（くしょもと）」という言葉について教えていただければと思う。
- 【中村委員】「区処元（くしょもと）」は日立グループのテクニカルタームであって、一般的にはパソコンで打っても出てこない。CAGRは複利の年率、年平均の成長率だ。年平均4.7%で成長しているというのと、過去の13年から16年は2.8%でしか実質成長していませんでしたというようなことで、少し改革した結果で成長している。先ほど私が申し上げた成長が大事だといったことを少しここで書いてみた。
- 【大杉委員】32ページの下から2つ目のところに、コーポレート部門の横串

をきちんと通そうというお話が書かれている。私は前回 12 月の研究会を欠席した際、これと似たことを書いて 1 枚紙で提出したのだが、その後、議事要旨を読んでもこれが全く議論された形跡がなくて、非常に寂しい思いをしていたので、32 ページを拝読して意を強くしたので、この場を借りてお礼申し上げます。

次に、事務局資料について。22 ページの項目①。現在の親子上場の状況をどう認識するか。具体的には 23 ページ以下で色々な議論が示されているが、まず、最近までの日本の上場子会社において、親会社による搾取等はあまり存在しなかったというのが私の感触だ。他方、海外では、上場会社に支配株主とりわけ創業家等がいるという文脈で、上場会社が搾取される事例が存在する。20 年ほど前に、フランスかベルギーのどちらだったかは記憶していないのだが、上場会社で搾取＝タネリング tunneling が行われて、少数株主が害された状況を詳しく紹介した論文を読んだことがある。そのため、日本でも同様の濫用があるのではないかと海外の投資家が懸念を持つのはある程度理解できる。これは前回の研究会での江良委員の指摘とほぼ同じところである。なぜ日本でこれまで大株主、親会社による搾取がほとんどなかったかと言うと、それは、法律が整備されていたからではなく、東証の上場規則等を通じて、上場子会社の独立性を尊重しなければならないという規範が社会全体に行き渡っていたからというのが私の見立てである。

そして、現在、親子会社の関係には見直しが必要となっていて、従来よりも、親会社がもう少しグループ経営、グループ統制、全体最適というのを考え、一定程度子会社への統制を強めるということになれば、その過程で親会社が上場子会社を搾取する可能性は高くなってくる。なので、実際に上場子会社からの搾取が現実になる前に、法律やソフトローを強化して、そのことを積極的に海外にアピールすべきである。

次に、法律の話をする、30 ページに少し関連するが、日本は取締役による利益相反取引、競業取引については一定の法規制があるが、親会社による利益相反取引（経営指導料の徴収などの親子会社間取引）や兄弟会社による競業取引（グループ会社間の事業分野調整など）については、会社法はきわめて不十分だと思う。兄弟会社による競業取引というのは、会社法に引きつけて私が無理やり作った言葉なのだが、30 ページの類型②で事務局が整理している事業譲渡や事業調整のようなものが大体これに当たる。前回、これに関連して佐久間委員が発言されていたのだが、そもそも、親会社による搾取等が上場子会社で行われようとしているときでも、その案件が上場子会社の取締役会に上程されることが、日本の法律では担保されていない。そうであれば、仮に上場子会社の独立取締役を 3 人にしたとしても空振りに終わって



しまつて意味がない。そのため、先ほど佐久間委員からご紹介があつた東証のルールやコーポレートガバナンス・コードの改訂で、親会社による利益相反取引や兄弟会社による競業取引について、確実に子会社の取締役会の審議がなされるということを定めていただきたいと考えている。

第3点は株主総会の話だ。事務局資料40ページにイギリスの例が紹介されているが、前回の研究会で、マネジメント・バイアウトや親会社による上場子会社の完全子会社化、非上場会社化取引などを念頭に置いて、Majority of Minority (M○M) についての議論がなされていた。例えば公開買付けを行う際に、買付者が下限としてM○Mを設定することはベストプラクティスであると思うが、現在は義務付けられていない。この点については前回、江良委員や澤口委員が発言しておられるのだが、これを一般的に義務付けることには疑問もないわけではない。そこで、義務付けの代替案として、次の案を提案したい。株主総会の決議を経てこれらの取引が行われるという場合には、総会決議の後で、支配株主及びその関係者の議決権数を控除した賛成の議決権数、反対の議決権数が果たしていくらあつたのかを開示させることにしてはどうか。これは東証の適時開示ルールに入れることも可能であり、さらに金融庁で臨時報告書の記載事項と定めることも可能な事柄なので、ぜひご検討いただきたいと思います。M○Mが成立していたかどうかというのが一目で明らかになれば一定の浄化作用、抑止効果が働くのではないかと考える。

第4点は、事務局資料36ページの上場子会社における独立取締役の独立性要件についてである。先ほど寺下委員からご発言があつたが、この問題は、後藤委員が参加した国際プロジェクトで取り上げられており、2018年には浩瀚な英語の書物が公刊されているが、簡単に言うと、アメリカやイギリスの独立取締役は、株式所有の分散した株式市場で、権力の集中した経営者が暴走することに対する歯止めとなることが期待されているのに対して、ヨーロッパ大陸諸国や東アジア、東南アジア諸国においては、形は似ているものの、独立取締役に期待される役割は、支配株主による搾取から少数株主を保護することであると考えられている。そして、果たしてアジアとかヨーロッパ大陸でそのような役割を果たす上で独立取締役は良い制度なのか、いま上手くいっているのかということについて議論はあるが、これまでのところ、独立取締役は無駄だから廃止すべきであるというような意見は有力にはなっていない。この問題は、理論的には、前回の会議で藤田委員が整理していたとおりで、ここでは繰り返さないが、現在の日本で上場子会社の少数株主を保護するための方法を色々考えていくと、独立取締役の存在、機能強化は、唯一の手法ではないにせよ、有力で、かつ最も実効性の高い手法ではないかと思う。

戻って、独立性の定義について考えると、上場子会社においては、親会社からの独立性について一定の要件を定めるべきだと思う。まずは東証の上場規則においてご検討いただきたいと思う。他方、経営者からの独立性については、現在のルールを多少緩和しても良いのではないかと。少なくともこの緩和の是非も検討対象になるように思う。もちろん独立性の定義が上場会社一般と上場子会社で異なるのは混乱を招くおそれがあるが、私は、36 ページの複数の案のうち、第Ⅱ案を推して、親会社からの独立性についてはある程度規制を強化して、それを海外投資家にもアピールすべきだと考える。他方、これも藤田委員の前の発言にも関連するのだが、独立取締役のなり手を確保するためには、経営者からの独立性という点については多少規制を緩めることもあり得るのではないかと。ということである。

このことと、先ほど第2点として述べた親会社や兄弟会社による不適切な取引が確実に子会社の取締役会で審議されるようにするという手法が組み合わされれば、投資家への見え方という点でも、少数株主保護の実効性という面でも、かなり子会社の独立取締役の意味が出てくるように思う。

次に、第5点として、上場子会社における独立取締役の数や比率について述べたい。これは事務局資料では41 ページあたりに書かれている。前回の研究会では、3分の1以上とか3人とかは厳しすぎる、人を探すのが大変であるという意見が出されていたが、これに対する私の回答はきわめてシンプルで、そのような会社は上場すべきでないと思う。3年とか5年位の猶予期間を置くことはもちろん必要だが、その期間満了時には、一番極端な例としては、そのような会社は上場廃止をする。あるいは、少なくとも格下げして、東証一部の企業であれば二部に降格させるといったことを断固として実施すべきであると考えている。最低限のこともできない会社を上場させることは国益に反するからである。

これに関連して3つの方策が41 ページに書かれている。先ほど太田委員から方策Ⅱを支持するというご発言があったが、この3つの方策というのは1つを選ぶものではないと思う。3つは機能する局面がずれていて、例えば30 ページの類型③のマネジメント・バイアウトとか上場子会社の完全子会社化というような局面では、もう目の前にやるべき取引が具体的に存在しているので、41 ページの方策Ⅱ、あるいは方策Ⅲという話になるが、類型①や類型②などではそもそもそういう取引をしているということの子会社の取締役会だとか監査役、社外役員が把握して、リスクとか内容、価格チェックをするという前提としてガバナンス体制が必要になるはずだ。なので、方策ⅡないしⅢをとれば方策Ⅰが不要ということになるものではない。これが一番言いたかったことだ。

一番最後に、2番目に言いたかったこととして、東証の青委員にお願いがある。前回の研究会で、親子間で合意しておくことも重要だと事務局資料に書かれているが、青委員から、上場子会社の意思決定の主体性を確保するという観点からは「協議」や「意思疎通」という形式・表現に留めておいた方が適切なのではないか。また、その時々状況を踏まえて、都度、上場子会社から必要な主張をし、協議・交渉をしっかりとできることを確保できるようにする形でまとめることが適切ではないか、というご意見の開陳があった。以前にも申し上げたが、現在、親会社によるグループ会社への統制を効かせること、全体最適を図ることは、日本経済にとって喫緊の課題となっている。これは本日の日立さんの資料でいうと18ページ、19ページにおける「本物の」選択と集中であるとか、24、26、32ページに書かれている実際に日立がやったことであって、これは以前、この研究会に松田千恵子さんが来てお話しされたのと同じで、本社機能をグループの隅々まで及ぼしていこうということになる。そして、先ほどの選択と集中、18、19ページに関連して言うと、これに失敗したのが東芝だということになる。誠に申し訳ないのだが、青委員が東証の内部で他部署にも働きかけて、東京証券取引所の方向転換を内外に明確に示していただきたいと考えている。もしも今後も東証が親会社によるグループ全体最適に対して消極的なルールを温存するというのであれば、それで日本企業が諸外国の同業企業の後塵を拝することに対して、果たして東証は責任を持てるのだろうか。また、東証は日本経済の改善よりも過去の自分たちの作ったルールを維持することのほうが大事だと考えているのではないか、このような批判を免れないのではないか。このように批判を浴びる前に、東証みずからご決断いただきたい。

最後の点について付言すると、現在の親子会社上場の問題の一端は、東京証券取引所が2000年前後に従来の方針を転換して、親子会社上場を推進する立場に転換したことに1つの原因がある。企業の方から耳にするのは、これは事務局資料の75ページ以下と符合するが、当時、東証に勧められたので子会社を上場させてみたが、あまり意味がなかった、失敗したというようなお話だ。もちろん、親子上場それ自体が悪いわけではないが、当時の方針、つまり「親会社は子会社の独立性を最大限尊重する」という方針が現在ベストではなくなっていて、大げさに言う行き詰まっており、見直しが必要になっていることはほぼ疑いがないところであるので、東証の青委員にお願いしたい、「過ちては改むるにはばかりことなかれ」と。

- 【松元委員】中村様へのご質問だが、個人的には、完全子会社ではなく上場子会社とすることに積極的な意味は何もないのかというところが、納得し切

れていないところがある。先ほどの富山委員のご発言のように、上がりポストとして使われているといった話だとすると、それは確かにあまり前向きな話ではないという気はするのだが、他方で、以前にこの会議で経営の先生が従業員のモチベーションというようなお話をしてくださったと思うのだが、その点はもしかするとそれなりに意味があるのではないかというような気がしている。

ぜひ実際のところをお伺いしたいのだが、上場会社であるということが学生の募集を引き付けることに何か影響があるのではないか。そうだとすると、優秀な従業員を集めるという意味での影響は無視できないような気もする。上場子会社を22社から4社に減らしたうち、幾つかは上場子会社から完全子会社にしたものがあると思うのだが、上場子会社から完全子会社にしたことによって、そこから数年間の就職活動に何か変化があったのかどうかというようなことをもしお聞き及びであれば、教えていただけるとありがたい。

- 【中村委員】上場子会社の意味は、やはりどうすればその企業を成長させることができるか。当時の日立グループで言うと、財閥経営でないものだから、その事業の成長資金をどこで調達するのかということ、その昔は、銀行は貸してくれなかったので、自分で調達しろというような方向から、自主独立とか、当社グループのグループ5原則の中で、自分で生きていこうというところからスタートしているので、上場して、その資金で成長投資をしてきた結果、ここまで来た。ここまで来たのだけれど、市場もまた変わってきたので、100%化するか、ダイベストしてほかのグループと一緒にあったほうがより成長を実現できるかという判断をした。IT系のところについては100%化して、さらに、事業の縦の関係で受発注がグループの中であると、やはり非常に非効率になるので、100%化した後、事業を日立製作所に取り込むというようなことをやったりもした。逆に、日立の中にあっただけけれども、100%の子会社のままで分社化したというケースがうち4社ほどあるのだが、こうした場合には、少し人材の採用において懸念が残っている。それはリストラの一環で外へ出し、筋肉質にする、意思決定も早くできるようにした。だから、ターンアラウンドできて、利益率も6%とか、中には10%を出すところまでは改善して来ているが、事業の運営はターンアラウンドが目的ではなくて、ターンアラウンドした後さらに成長させるところに目的がある。ターンアラウンドまではできたのだけれども、そこから再成長をどうやって実現するかということにまた天井ができていくものだ。100%子会社だからガバナンスが効いていいといっても、そうでもない。例えば10年のスパンなら10年スパンで色々やった後、また企業としては次をどうするのだと

いうのを考えていかないといけないと最近つくづく思っている。だから、学生からすると、本人はあまり気にしないのかもしれないが、親御さんとか親戚が、何で上場会社ではなくて非上場の子会社へ行くのだとか、自分のやりたいことと親との関係とか。例えば日立に入って、日立を辞めてほかへ行きたいのだと言ったときに、大体反対するのは親など身内という気がする。だから、日本の文化は少し違うかなという感じがするので、上場と非上場という面でいうと、学生は少し違う目で見ている気がする。ただ、1回社会に入ってしまった後は少し見る目が変わる気がする。

- 【小口委員】親子上場の問題というのは、やはり企業経営側から見ると非常に重要な問題で、かつてはいざ知らず、ここでも議論されているように、グループ経営を強化していくという発想で捉えていかなければいけないという部分があると思う。そういう意味では一連ではなくて、例えば自らの事業をスピンアウトする、もしくは、市場にある会社を自分のグループの中に取り入れる、そういう過程の中で一時的に親子上場が起こるとするのは当然許容されて然るべきだと思う。一方で、3分の2以上保有しているとか、半分以上保有しているとか、またそれ以下といった場合をやはり一連として考えてはいけないのではないのか。例えば、50%以上とか3分の2以上保有している親子上場が継続しているということがグループ経営上、本当にどうということなのだろうかと思う。親会社としては、当然、企業経営上、上場している子会社に対して出資もしている、リスクもとっている、リソースも配分している、それからグループ経営としてのガバナンスを共有しているわけだから、子会社の独立性と言っていることがグループ経営を強化する観点から本当に正しいことなのかは考えていくべきで、やはり然るべき基準を設けて親子上場を解消していくというほうが、グローバル化の中では必要だと思っている。
- 【三笥委員】まず、事務局への意見なのだが、私も太田委員と同様に、事務局資料 41 ページの方策Ⅰ～Ⅲのうち方策Ⅱをメインに据えて推奨したほうが良いのではないかと思っている。理由は、先ほどの富山委員とも同じような趣旨だが、切り口は違っている。親会社から独立した社外取締役を入れるということになった場合に、その方の立ち位置はやはり明確にすべきのではないかというものである。宣誓書を入れるかどうかはともかくとして、いずれにしても、取締役会で、例えば 10 人の取締役がいる中の 1 人として話をするのではなく、少数株主を保護するための委員として話をするとした方がミッションが明確になるので、例えばこれが問題だと指摘するときも、や

りやすいのではないかと思う。方策Ⅰのように、たくさんいる取締役のうち独立した社外取締役を1人増やすというような方策ではなくて、少数でも良いので独立した社外取締役のミッションを明確にし、少数株主の保護に資するような委員なら委員、委員会なら委員会を作るといったような形を推奨するのが望ましいと思っている。

次が日立さんへのご質問なのだが、資料の25ページのところで、もともと22社あった上場子会社を5社ないし4社にまで減らしたという話があった。日本企業は、全般的には、上場子会社を減らす方向で考えざるを得ないかと思っているのだが、その中で、その先達として、どうやって減らしたのか。上場子会社を買い取って100%子会社化するというのは資金さえあればできるので、これは容易といっては語弊があるが、比較的考えやすい。難しいのは売るほうだと思う。こちらについては、まず買い手がいないといけないし、特定の買い手がいないのだとすると、売り出しをしても手残り株が残って、親会社ではないのだけれども、主要株主として残ってしまうというような問題がある。今後上場子会社を解消する企業の参考として、日立さんがどのような形で減らしていかれたのかというのを、差し支えない範囲でご説明いただければと思う。

- 【中村委員】18ページには全部は書いていないような気がするのだが、基本は、まず、以前に急いでやったのは、上場子会社なのに水平分業と垂直分業が50:50ぐらいの割合であった。そうすると、日立製作所が元請で、作業を流すときに、リスクは親だけれどもリターンは子という形になる。それはやはり上場子会社としては適切でないし、グループ全体としても良くない。したがって、これは一つにしたほうが良いということで、100%化した後、事業部門の中に入れてたりした。

売却したケースも幾つかあるが、結構大変だ。先ほど富山さんも言われていたが、アクティビストの方々は目を皿のようにして見ておられる。買うよりは売るほうがまだ楽だ。買いたい人がいるのだから、それがビッドになるということは、やはり列をなしてこられるので、価値の高いほうに売ることになる。これはCEOとしては非常に判断しやすい。買うときにEBITDAの倍率が十何倍だとかになったときに、本当にそののれんの——既に子会社になっているものを買ってのれんは出ないが、資本剰余金がマイナスになるので、それだけ高いお金で買って、そのお金を回収できるのかという議論になる。

- 【藤田委員】事務局資料にある独立性基準と、その後の方策ⅠからⅢまでの

話を合わせてお話ししたい。

そもそも親子上場を解消する方向に行くべきか、あるいはそのためにどうやって誘導するかという話は長期的なものなので置いておくとして、さしあたり、現在、投資家にとっての最低限のセーフガードとなるような形で利益相反を解消する方策として何があるか。

前回も少しお話ししたが、なぜ独立取締役あるいは社外取締役というアイデアが、それ自体としてはここで使えないのかという問題が基本である。独立取締役、社外取締役という概念は、業務執行者からの独立性を非常に強くみて、利害関係者からの独立性、あるいは利害関係者ではないという要素はやや緩くとっている。現在の基準がそれ自身として良いかという最初に寺下委員の言われたこと点はさておくとしても、ここでは親会社からの独立性が問題になっているのであって、普通の意味での社外性、あるいは独立性とは焦点がずれている。だからアディショナルに何か必要か、あるいはさらに、さっき大杉委員が言われたように、親会社からの独立性があるなら業務執行者からの独立性というのはやや軽視しても良いのではないかという議論が出てくる。このように通常の独立取締役、社外取締役とは、やはり焦点がずれていることをまず認識した上で、この 37 ページの図を理解しなければいけないと思う。

色々議論し出すときりがないので、とりあえずの割り切りとしては、ここに書いてあるように、親会社を起点とした独立性と読みかえる形で独立性基準を適用することを考える。その結果、親会社の役員だった人は一定期間はなることができないといった過去要件が入る形で、とりあえず制度化するというので基本は良いのかなと思う。

その次に、資料の整理で問題だと思うのは、Ⅱ案、Ⅲ案と、社外性・独立性の強化との間で何か関連づけがあるかのようにになっているのだが、ここは論理的関係はないのではないか。方策ⅠからⅢというのは、そもそも取締役会の構成で何%社外者あるいは独立者にするみたいな案か利益相反が生じる場面で何かをするかという案かという点で、まずⅠとⅡ、Ⅲで大きく分かれる。完全な事前の構成の規制なのか、個別のトランザクションごとの承諾のルールかの違いである。そしてⅠが厳しすぎてどうしてもとれないのであればⅡ、Ⅲになるのだが、今度は委員会の同意なのか、個々の同意なのかという点でⅡ、Ⅲに分かれる。これらの間の選択は、さっきの独立性の定義とは次元の違う話であり、論理的な対応関係はないので、こっちはこっちで独立に考えたら良いと思う。

これまで3分の1以上の要求、特に社外性・独立性の基準を強化した場合には無理だという話があったためⅡ、Ⅲが出てきているので、Ⅱ、Ⅲの間で選

択するとすれば、個別同意は変なルールなのでⅡのほうが良いと思う。ただ、今度は、Ⅱでいくとすると、構成員としての資格というのは個別判断になるので、一般論として、例えばさっきの 37 ページの黄色いところをつけ足した強化された独立性の基準でいくにしても、個別判断の際に、一定の親会社との利害関係があれば、その人は当該案件との関係では資格を失うという形で個別判断にすることになる。先ほど大杉委員が言われた、業務執行者からの独立性がある程度弱くても、あるいは十分なくても、個別の委員会の委員としてのメンバーの資格という判断ではオーケーというルールもあり得るかもしれない。方策Ⅰをとってしまうと、独立性が一般的な要件になってしまうので、そういうことはしにくいのだが、個別案件毎に委員会のメンバーの資格を検討するという形にすれば、いろいろ微調整がきく。だから、そういう形で方策Ⅱのほうを使うとすれば、独立性の要件は、黄色い四角の2つを組み合わせたような形で判定できる現段階では一番素直な解決かなと思っている。

- 【後藤委員】まず、41 ページの方策1のところ、富山委員から、これがないとどうしようもないというお話があった。私も全く同感であって、以前も申し上げたことがあるが、国際的な資本市場において日本企業が信頼されるために、ということを見ると、やはり最後の最後は訴訟ができるというルートを確認しておかなければいけないと思っている。そのためにも、今回、このフォーラムでできるわけではないということは理解しているが、支配株主の責任の明確化は必要だろうと思っている。  
ただ、事務局資料 33 ページに、平成 26 年会社法改正で導入を見送られたと書いてあるのだが、そのときに何がだめだったのかを正確に認識しておく必要があると思う。現行法の下で親会社の責任がおよそ存在しないところを、創設的に作ろうとしたからだめだったということではない。今現在でも、民法上の不法行為または会社法上の利益供与の禁止規定の解釈などによって親会社は責任を負い得ると解されている。ただ、親会社の不法行為責任については、子会社の少数株主が代表訴訟によって追及することができない状況にある。そこで、親会社の責任を法定するとともに、それを子会社の少数株主による代表訴訟の対象としようとしたわけだが、日本の代表訴訟制度に対しては、経済界から色々なご指摘があり、そこでの調整がつかなかったから断念したという経緯である。そのため、この問題については、最終的には代表訴訟のところも考えていかなければいけない。最終的なガイドラインにこの話を書かれるのかどうかはわからないが、もし書かれるのであれば、正確に表現していただければと思う。



また、先ほどから出てきている対応策2—1のところの、親会社から独立した社外取締役をどうするかだが、ここは2つの問題があるように思っている。今しがた藤田委員からもご指摘があったが、形式的な最低基準として、どういう属性でないことを要求するかという話があるわけだが、仮にこれを全て満たしたとしても、支配株主が株主総会でその人を支持したからこそ選任されているとすると、形式的な基準を満たしたところで全員信頼できない可能性がある。だからこそ、大杉委員がおっしゃっておられたように、支配株主以外の少数株主も支持しているということが重要になってくるということかと思う。以前、Majority of Minorityと申し上げてしまって誤解を招いてしまったかもしれないのだが、Majority of Minorityを選任の要件として課すということではなくて、こういう発想があることを参考に、まさしく大杉委員がおっしゃったように、それ以外の少数株主の支持がどれだけあったのか、親会社を除いて何%の人が支持したのかということを開示してはどうかと思う。そうすると、例えば、ほかの取締役は全部90%の支持だけれども、ある人だけやたらと低いとか、そういうことがあると、当事者もその情報をおそらく気にするだろうし、当該社外取締役が関与した決定等を裁判所が何らかの形で評価するときにも、参考になるのではないかと思う。最後、事務局資料41ページの対応策2—2のところ、これも他の方が述べたことに賛成するというにしかないが、方策Ⅲ、個別の独立社外取締役に拒否権を与えるというのは少し行き過ぎのような気がしており、委員会で議論するというのが良いのではないか。逆に、仮に方策Ⅰが可能だったとしても、取締役会全体の3分の2は社内もしくは親会社の影響を受けている人だということになるので、方策Ⅰだけでも不十分だと思う。なので、方策Ⅱをベースとしつつ、可能なのであれば方策Ⅰを加えるという形が良いと思う。さらに、これも藤田委員がおっしゃったように、個別の議論の中身というか、どういう独立取締役がどのように審議をしたのか、その案件との関係でその人が本当に独立していたと言えるのかということを経験者がチェックする必要がある。しかし、最初の話に戻るのだが、裁判所がチェックする仕組みが日本には今のところ存在しないというところが問題なので、このガイドラインが非常に良いものになることは期待しているが、これで終わりではなくて、親会社の責任とその訴訟による追及可能性について、課題はまだ残っているということをしてできればどこかに記載しておいていただけると良いのではないかと考えている。

- 【宮島委員】1つ目は、事務局資料でも引用されている、我々が2011年に公表した研究についてである。引用されていて、非常に光栄なことなのだが、

この研究会の上場子会社の現状認識ということにも繋がってくると思うので、少しだけ、当時どのように考えたかご説明したい。

2011年の論文のモチーフは、その頃、ピラミッド形のファミリー企業が子会社を収奪しているという議論が世界的にも有力となっており、そういう視点から日本企業を捉えようとする研究もあったし、機関投資家の上場子会社に対する批判的な見方もあったので、この見方の当否を実証的に検討して、エビデンスベースで議論を進めてみようということであった。分析から引き出された結論は、色々な角度から分析したのだが、上場子会社のパフォーマンスが同規模の独立企業のパフォーマンスに比べてむしろ高いというものであった。ただ、我々の力点は、特に勝るという点を強調するつもりはなく、少なくとも独立企業に劣ることはない、つまり、上場子会社が親に収奪されている、あるいは、上場子会社の少数株主が不利益を得ているという証拠はないという点にあった。そこで、この結果の解釈なのだが、1つは、日本の場合はピラミッドの構造をとっていても、上場子会社がセカンドティア（第2層）だけまでである点だ。親があって子があって、そこまで上場なのだが、その下は全部完全子会社。他の国は2層目、3層目、4層目、5層目と全部上場子会社である。そうすると、少ない株式で多くの企業を支配することができる。5層目であると親会社、ないし、ファミリーが4～5%ぐらいしか株式を持っていなくとも、実質的にその意思決定をコントロールできる。そうした仕組みの下で、例えば、大きな不動産取引を介したりして親が儲けることが可能となる。それに対して、構造的に日本では概ね2層までしか上場していないというのが1つの特徴だ。

もう1つは、親が上場しているというのがすごく大きなポイントで、海外の場合は、親あるいは支配株主はファミリーなので、稼いだものをポケットに入れるインセンティブは非常に強いわけだが、日本の場合は親が上場しているので、そういうインセンティブは相対的に弱いだらう。というわけで、このような構造から見て、日本では相対的に収奪が起きにくい構造があり得るということを示すのが我々の狙いであった。ただ、だからといって全く問題がないというのでは全然なく、事務局資料で紹介して頂いたように、潜在的に問題があるというのがもう一つの強調点もあった。当時我々が意識した点は、特に新興企業では、親会社による少数株主の収奪といった実態が散見されつつあるので、そこは注意しなければいけないということを描き出して、紹介していただいたようなインプリケーションを引き出したということだ。その後研究を進めてきて、我々が新たに問題だと思うのは、富山さんが言ったように、海外機関投資家のアービトラージ取引の対象ともなっているのだが、子会社の現預金保有の問題だ。2011年の分析のとき、現預金のところは

あまりマークしていなくて、そのところで収奪などの問題が起きているという想定で実証的な分析を進めていなかった。しかし、上場子会社を抱えるようなグループの資金循環が合理的かどうかというのは、まだ実証的には明らかになっていない問題であり、これは今後実証的にも詰めて見る必要があるかと思う。というわけで、11年の論文を発展させていくとすると、焦点となるのは、少数株主との利益相反の問題が、新興企業では特に起こりそうだ、もう1つは、ずっと上場子会社を続けていく場合、その選択の合理性は一体何なのかという問題は解明が必要だ。また、新たな問題としては、現預金保有について考慮する必要があるということで、この最後の点は、多分、事務局から提案された資料では、適切な情報開示のところで現預金保有の問題まで含められたということにも繋がってくるのかなと思う。

最後に質問なのだが、日立は上場子会社を4つ残しているが、なぜ4つ残っているのか。また、今日提案されているような独立取締役の要件が導入される、あるいは適切な情報開示みたいなのが強化されるとすると、4社を残していくという意思決定に対して変化は生じるか否か。そのあたりのところも含めて、なぜ今4社残っているかというところを少しご説明いただければと思う。

- 【中村委員】終わったわけではないので、今後どのようにやっていくかというのはこれからの問題で、やはりいかに成長するかである。どうやったら成長を実現できるかということで判断していくので、今のままで良いのか、譲渡したほうが良いのか、100%にしたほうが良いのか、この3つの形があるのかなと思う。
- 【宮島委員】逆に言うと、現在、上場子会社という状態であることが、成長にプラスになるという判断があるということか。
- 【中村委員】今はそのような判断だ。
- 【宮島委員】この状態で成長にプラスに寄与するというのは、具体的にどんなところに表れるのか。
- 【中村委員】今残っている4つは、技術開発とか顧客ベースではあるが、日立と内部取引はほとんどない。したがって、その事業分野でどうやってそれぞれが専門的な技術を開発しながら成長できるかということで、オーガニックにそれぞれが徐々に成長していればよいということにはならない。グロー

バル市場でのスピードに合った成長戦略の中でどうやって成長投資をしていくかということになる。例えば、自分たちのM&Aで1,000億の調達が必要となったときに資金調達の問題が出る。そういうのはグループとしての、中期、長期の戦略をすり合わせるの、それによってどうするかという課題が出てくると思う。戦略の共有ができ、成長が実現できるということだ。

- 【翁委員】やはり今まで議論あったように、グローバルには非常に厳しい見方があるし、グループ経営をこれだけ強化していこうという方向の中で、親子上場については利益相反にどのように配慮していくかということに関して、ソフトローをしっかりと入れていくということをまずやるべきだと思う。私は親会社の立場と子会社の立場と、両方とも経験があるのだが、親会社の立場からは、ここに提案してある、なぜ上場子会社形態をとるのか。グループ最適化を阻むリスクもあるし、スピードのおくれや非効率性の可能性もある中で、なぜこういった形態をとるのかということに関して、取締役会でしっかり議論して開示するというのは、親会社の観点からは重要だと思う。また、子会社の観点から見ると、先ほどから議論があるが、特に30ページの①や②のような商取引を親子間でやるケースは結構あると思われるが、各社でどのぐらいこれがきちんと議論されているのかということに関しては疑問がある。それで、やはり独立社外取締役が、もちろん数を増やすとか、いろいろ検討は必要と思うのだが、実質的に社外取締役がどういうところに着目するか、例えば商取引におけるプライシングとかそういうことを議論することがやはり重要だと思う。啓蒙も含めて、そういった取引の局面で、社外取締役がしっかりと認識して実質的な議論できるような方向に、上場子会社においてそういう場をきちんと確保していくということをぜひソフトローでインプリメントできるようにしていただきたいと思う。
- 【大場委員】皆様から意見が多数出ているので、皆さんが触れられなかった点を1点だけ述べる。一言でいうと、投資家から見てもう少し魅力的な対応策にならないかなと思う。発行会社の方が委員に多いので、ガバナンスの仕組み理論が議論の中心になるのだが、グローバルな信頼を得るためにはもちろんそういうことも必要だが、投資家は、持続的に企業価値が高まらない会社に魅力を感じない。したがって、投資家といっても中長期的な投資家にとって魅力のある対応策が示されると良いと思う。具体的に申し上げますと、坂本課長からご説明のあったアンケート調査、例えば74ページ、75ページに、課題と何のために子会社を持つかという質問があるが、ここに企業価値向上という言葉が何も入っていない。課題にも何も

入っていない。これは何のためにやっているのだろうと私などは非常に疑問に思うのだが、そもそも2つのコードは、持続的企業価値を高めるアベノミクスの一環としてできているはずだ。アンケートからは、そういうことについての課題認識がほとんど感じられない。したがって、43 ページ、対応策3、情報開示のところ持続的な企業価値の向上に向けて各企業の取締役会が自己評価をして、それを開示するという対応策が有効ではないかと思う。

以上

お問合せ先  
経済産業政策局 産業組織課  
電話：03-3501-6521  
FAX：03-3501-6046