

CGS研究会（第2期）

第16回 議事要旨

1. 日時：平成31年4月18日（木）9時30分～11時30分
2. 場所：経済産業省本館17階第1特別会議室
3. 出席者：神田座長、青委員、石田委員、江良委員、大杉委員、太田委員、大場委員、翁委員、神作委員、小口委員、藤原様（小林委員代理）、佐久間委員、澤口委員、武井委員、塚本委員、中村委員、松元委員、三笥委員、宮島委員、柳川委員、井上課長、竹林参事官
（欠席：青木委員、伊藤委員、後藤委員、小林委員、寺下委員、富山委員、藤田委員）

4. 議題：ガイドラインとりまとめ

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4-1（グループ・ガバナンス・システムに関する実務指針（案））及び資料4-2（今後の検討課題（案））について説明した後、討議を行った。その後、グループ・ガバナンス・システムに関する実務指針（案）の最終的な取りまとめについて座長一任となった。討議の概要は以下のとおり。

- 【佐久間委員】まず、66ページの「監査役等に対する報告を優先させる」という部分は、やはり、ここの括弧にある「特に経営陣の関与が疑われるような場合においては」というのが必要だと思うので、是非入れていただきたい。というのは、内部監査部門等が日頃からモニターして報告する事項は、非常に小さいことから大きいことまである。また、例えば品質や環境問題で問題があることが分かったとき、被害の拡大を防ぐという意味で、執行側にすぐにその問題を報告し、そこで判断をもらうというのが最も重要なことである。そのような被害拡大の防止、再発防止という観点からは、監査役ではワンクッション遅れる。そういうことも考えると、やはりここは括弧で限定しないと全く実務に合わない。小さい問題であっても、場合によってはトップの判断で生産を停止する、出荷停止する、工場を止めるということを即座に判断するということがまさに執行の責任であり、これは監査役にはできない。したがって、ここはやはり限定が是非必要だと思う。
また、「監査役等」という中には取締役の方が入っているわけで、そこはま

だ良いとしても、監査役会設置会社の場合には、これはまさに監査役そのものになるので、この下を書いてある I I A の基準というのは全く当てはまらない。前提が違うということからしても、これは是非限定を入れるべきだと思う。

次、2 点目は、今でも上場子会社等の利益相反に関して対応があるという 120 ページの注 114 の一番最後で、上場子会社の取締役に対する責任追及があるが、もう 1 つ、親会社取締役に対しての責任追及も第三者責任の関係で可能なので、会社法 429 条もリファードしておくべきかと思う。

最後に、121 ページの注 117 で、監査役設置会社においては、独立社外役員の数、監査役を入れたところの割合によって、取締役会の独立性を高めることで足りるというように書いてあるのだが、足りるということではなくて、高めることが有効だということだ。その理由は、親会社から独立性のある社外役員が判断しなければいけないというところで、この研究会でさんざん議論したことからすれば、親会社から最も独立性のある子会社役員というのは監査役だ。それは何故かと言えば 2 点あり、1 つは、任期が 4 年間だからだ。つまり、一旦選ばれたら 4 年間はそのポジションが保障されており、まさに親会社に気を使わずに判断ができる。取締役は基本的には 1 年だと思う。1 年ということは、1 回そういう判断しても、次の年にはいない可能性が十分あり、これはまさに親会社が決める話だ。したがって、独立性から言えば、論理的には、監査役が一番重要なので、これは足りるということではなくて、有効だということで、その方が論理的だと思うし、経済界、経団連もそう思っている。ただ、本文にそれを載せるということではなく、注に落としていただくことで良いと考えているので、ここはもう少し理由も含めて積極的な形で書いていただきたい。下の注で、独立社外取締役の人数のみで考えることが論理的だというように書いてあり、もちろんそういう論理もあり得るが、今、私が申し上げた独立性という点では、監査役のほうがより論理的だと考える。

あともう 1 つ言えば、ここまで書かなくて結構だと思うのだけれども、監査役を選任は監査役会の同意ということだから、これも親会社から非常に独立している。つまり親会社がこの監査役はこの 4 年間の実績を見て気に食わないので首にしろといっても、監査役会が同意しなければそのまま再任される可能性が十分ある。なおかつ、監査役会の構成というのは、半分は社外で、実質、多くの会社は過半数だから、社外監査役の方が同意しない限り、その方のポジションは守れるということで、今の日本の会社法では、監査役のポジションというのは取締役に比べて圧倒的に強い。つまり、親会社からの独立性が強いということなので、そういう論理から考えれば、本来は監査役が

必要だということになると思うので、この点は表現方法を検討していただければと思う。

- 【中村委員】細かい点はなるべく避けようと思うのだが、ここのストーリーの中で、企業の持続的成長のためにグループガバナンスがどうあるべきかということ、もう少し企業側とか市場側が自律的にポジティブに機能するようになるべきと思う。やはり平常時のときの対応がメインであって、有事が起きたときにこういうことをしなければいけないというのは有事のところだけにまとめて、平時ではこうだという内容にしないと、99%の会社の社長があまり興味を持たないのではないかなと思う。起きてしまった後というのは社長を辞めるべきといった話になるのでそういうことが起きないようにすること、企業価値を持続的に成長させることの2つが重要であり、特に有事のときの書きぶりはどうかなと思う。内部監査協会が少し弱腰ではないかというような気がする。

そこでまず、もう少しポジティブにさせていただいたほうが良いのではないかなと思うのは、41 ページの2 番目のブレットだ。「コストに見合わない低収益事業を抱え続けていることが指摘されている」というのは事実なのだが、これが原因ではなくて、これを持っていることによってコアの事業に集中できないことの方が本来の原因だから、コア事業の強化が不十分であるとなつて加えたほうが良いのではないかな。縮小均衡すれば良いのかというようなことにもなりかねないので、その点が気になった。

それから、65 ページの「内部監査部門との連携」のブレットの2 番目に、第3 線としての適切な機能発揮と、執行者への牽制を重要な任務とするという2 つの機能を書いていたののだが、やはり平時の問題から重視するというのであれば、ここは最後の帰結が、「確保することを検討すべきである」ではなくて、「望ましい」ぐらいにして、これがメインではないということを入れた方が良いのではないかな。3 番目のブレットは、「特に経営陣の関与が疑われるような場合においては」とあるが、監査役等に対する報告を優先させるよう、こちらは「望ましい」になっており、ストーリーが有事中心のガイドラインに読まれかねないので、もう少し平時を中心に書かれた方が良いのではないかなと思った。やはり不正が起きてからではもう手遅れで、平時の内部監査の段階で、ここにリスクがありますよというのが伝わらないといけない。それに対して執行部門が対策をなかなか打たないのであれば、それは監査役がきちんと言わなければいけないので、そういう第三者の冷静な、業績に拘泥するのではなくて、中長期の事業価値を維持していく、成長させていくためにはどうあるべきかという観点からすれば、私は平時をきち

んと書くべきで、有事になったら社長の傘下の内部監査部門がぐっと出ていく、そんなことはないのではないかと思う。有事を起こさない仕掛けが大事だと思う。

次に、68 ページの一番上のブレットに、「監査業務に関してはその指揮命令のラインに置き」という行が入っている。この関係は大事だと思うのだが、これだけを書くと、やはり社長からの執行ラインから外れるような形になってしまう。組織論として、内部監査をやる部隊が内部のローテーションによって主に人材を得ているのであれば、いずれ執行ラインに戻るので、やはりデュアルのラインにするべきと思う。内部統制システムの中に監査役等の立場から見た懸念事項について内部監査部門に通常監査項目に追加で調査を指示をし、その報告を上げさせるということが同時に平時のときから行われていることが大事だと思う。ということで、ここは、今申し上げたようなことをデュアルレポートラインで、指示もあるのだということを内部統制システムに規定しなさいというのがよろしいのではないかと思う。監査役等へだけというようにしない方が良いと思う。

それから、70 ページの2 番目のブレットは、もう少し詳しく書いたほうが良い。三様監査のことが書いてあって、三様監査が有効に機能するよう、適切な連携の在り方についても検討を行うことが期待されると。これは非常に良い文章なのだが、ここはどうしたら良いのかというと、やはり会計士からの評価を活用するとかいうことで、重要な第3 線のところがしっかりしていますねという評価をしなければいけないので、そういうところを会計士にしてもらうのが良いのではないか。ちょうど監基報の610 の改訂が出る。内部監査の作業を利用しなさいというのが出るわけだから、それにあわせて、会計士は内部監査部門の監査のレベルを評価するわけだから、そういったものをここに入れたほうが良いのではないかと思う。

それから、「特に経営幹部の関与の可能性がある」というのをどうしても入れたいのであれば、その前に、特にというよりも、平時から監査役等との連携とか共同する規定を内部統制システムに規定しておくというようなことをまず入れて、さらに、特に経営幹部の関与の可能性のある不正事案があるというときは、その延長線上で内部監査部門が動くべきだと思う。

それと、99 ページのグループの報酬について。書いてあることは非常に普通のこと書いてあるから違和感はないのだが、ただ、報酬政策をグローバルに共通化する上で、地域差を少しずつ調整していく方法もあるということが書いてあり、K P I 等の可能な範囲から少しずつ共通化を進めていくとなっているのだが、これでは、今もう日本で起きていることすら解決できないだろうと思う。人材の流動化が進んできていて、4 月一括採用でやってきた、

そんなモデルとは違って、中途採用、経験者採用をどんどんとり入れるような時代になってきている。シニオリティシステムの細かなグリッドの中にはめ込む年功序列賃金体系では、違う会社の経験している人をそこへ採用してくるとなったときに、この狭いグリッドの中に入れようとすれば優秀な人は来ない。だから、年功序列賃金体系の改革が必要だというメッセージがどこかにあるべきだと思う。そこに近づけていくのにある程度の時間がかかるというのは分かる。アメリカと日本のレベル感を合わせるのには時間がかかるというのは分かるけれども、今起きている問題は、日本の中の硬直的な賃金体系に問題がかなりあるから、そこをちゃんと訴求するべきだと思う。

それから、109 ページの最初のブレットは、私としてはすごくよく書いていただいたなと思う。多角化経営におけるコングロマリット・ディスカウントによって資本市場で十分に評価されていなかった事業の価値を顕在化させるということを目的とするというのがあって、これが一番だと思う。しかし、その下の2つのブレットについては、上場子会社だけの問題ではない。上場したけれども企業価値が成長せず、過去の上場した会社の中で上場来最高値は上場時だったという会社が非常に多いという問題があり、これはそのままにしておくという事は良くない。だから、上場子会社にだけ拘ってまとめているように感じるのだけれども、上場子会社だけにその問題があるのではなくて、上場することを目的化してきてしまった日本の経営者のマインドに問題があると思うので、そこは直さなければだめなのだとすることを前文とかどこかで言った方が良く思う。その中で、上場子会社というのはこういう問題があるというのは分かる。しかし、この109 ページの帰結が、「さらに深刻化することも想定される」とか、次の110 ページでは、「上場子会社を巡る問題の難しさを物語っている」となっていて、一気に上場子会社の利益相反構造に来てしまうので、この6.1.2 というのは6.1.3 を言いたいがために、つけ足しで入っているような感じがする。ここはもう少し、持続的成長を実現する経営施策の実行が、上場会社としての上場子会社にも必要なのだということを入れるべきと思う。難しさを物語っているから利益相反構造に行き着くのではないと思う。この間の繋がりが悪いので、帰結としては、経営施策の実行が上場会社として必要なのだということ、それが打ちにくいということをはきちんと言った方が良くないかと思う。

それと、111 ページに、利益相反構造の内容が①、②、③と書いてある。6.1.3 で、利益相反構造の典型的な局面が「①直接取引、②一部事業部門の譲渡・関連事業間の調整、③完全子会社化など」というのがあるが、典型的な局面と言っても、①の直接取引でやっていけば、上場子会社の時価総額は増加していけないわけだ。上場子会社がきちんと成長戦略を語るようにしていれば、

それと何が合っていないかというのが出てくるわけだし、これは普通あり得ないと思う。それと、②一部の事業譲渡に問題があるということも、その上場子会社の株主総会での特別決議になるような話だから、それで良いと賛成している少数株主は、それはそれで自分でオーケーしているのだから良いではないか。3分の2の決議が要るわけだから、②と③を典型的な事例で書くのにはすごく違和感がある。①は、会社の価値だし、そこできちんとすれば良い。この直接取引での親子間の搾取があるというのが典型的だと言ったら、上場するときに審査して搾取をやっていたら上場させないと言っているのに、上場したらそれが典型的な事例だとして書いてあるのは、全く理解ができない。それは上場維持審査の問題であって、親子上場が許されているからの問題ではない。審査が緩いからとかチェックが緩いからという話なのに、だから問題だというのは少し一方的で、もう1つのことをきちんと言うべきだと思う。

それと、113 ページでは、特に、国内外の投資家からは、上場子会社という形態の合理性等々で疑問視するとか、上場子会社の企業価値がディスカウントされている可能性を指摘する声もあるという一方で、その下にある宮島先生の脚注では、そんなことはないのだと書いてある。下の方が事実の研究に基づいてやっていて、本文のほうが、こういう指摘があると情緒的に言っているので、もう少し具体的に書くべきと思う。本文が情緒的で、脚注が具体的というのはガイドラインとしては構造がおかしくないかと思う。だから、もう少しそこを具体的に書いて、そういうことが行われているのであれば、それは上場取消しをするべきと思う。その本来のところをきちんと言わないで、ガイドラインできちんとしなさいねというのはおかしかろうというのが私の意見で、そこをもう少し書いていただければと思う。

それと、114 ページは、私としては、これが最もこのままで本当に良いのかと思う。四角の枠囲みの中の「グループ全体としての企業価値向上や資本効率性の観点から、上場子会社として維持することが最適なものであるか、定期的に点検する」というのは当然なことだと思う。「合理的理由や上場子会社の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」、ここまではすごく良いのだが、最後の「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である」という部分は、上場会社である上場子会社に、その親会社が、取締役会で審議した結果、我が社はこの会社を売却しますということを一一般の株主とか投資家に言うのかと。こんなことは実際にあり得ないではないか。幾ら売ると考えていても、そんなことは、TOBを決めてオープンにしてからは言うが、内部で方針を決めて、例えば売却先を探すということに今度入るわけだ。そのときに、もう決めましたからと説明するのかと。そ

うすると、アクティビストが喜び事業価値が何なのかがさっぱりわからなくなるし、このようなことは、この先に何を起こしてしまうかということをよく理解して書かないといけない問題だと思う。説明すべきであるというガイドラインとすると、これは保有している上場子会社に対する方針をちゃんと言えということだから、この会社はいずれ売ります、もしくは中に入れて100%化します、要するにゼロイチになってしまう。そうすると、決めるまでは今のままが一番良いのだと言わざるを得ない。ということは、ここに幾ら書いても形骸化する。形骸化することを承知でガイドラインに書くのか。そうすると、また将来、全くコンプライしていないではないかという話になる。だから、取締役会で審議をすべきだということは良いのだ。これは当然やらなければいけない話だから。そこで止めておかないと、取締役会が今度は機能しなくなると思う。発表しないように、この辺で少し止めておきましょうという議論になる。それではまずいから、ちゃんと審議しなさいということだと思う。ただ、ここに売りますとか、もしくは100%化しますとか、決議したら、それは公表しなければいけない。それはそうなのだけれども、方針までちゃんと、何でこれは持つておかなければいけないのか等を常に書けというのでは少し無理筋だと思う。

最後に、127 ページで、上場子会社の事業価値が搾取される懸念があるという議論をずっと「6.」でやってきたのに、ここの最後に「上場子会社の経営陣に対し、親会社株式報酬として付与することは……不適切なインセンティブを与えるおそれもあるため……こうしたリスクも踏まえて、慎重な検討が行われるべきである」となっている。慎重な検討で良いのだろうか。もっと強硬な開示をしなさいというガイドラインの割に、最後のこれは何なのだと思う。やはりここは、避けるべきだとか、もう少しネガティブに言わないと、上場子会社の経営陣に親会社の株式を報酬として供与するとすると、親会社のために経営しろという報酬体系になるから、避けるべきというのを帰結にすべきだと思う。

- 【石田委員】手短に2点ある。まず、この報告書によく「企業価値」という言葉が出てくるのだが、これは何か定義があるのか。
- 【坂本課長】こちらの案には入れていないのだが、公正なM&Aの在り方に関する研究会でまとめようとしている指針の中では、過去の企業価値研究会での定義を引っ張ってきており、将来キャッシュフローの割引現在価値ということで置いている。もし必要であれば、このガイドラインにも入れたいと思う。

- 【石田委員】それは良いと思う。いろいろなところで、例えば資本コストとか、コングロマリット・ディスカウントが出ているので、その文脈としては、DCFで言うとうわかりやすいと思う。
もう一点が、121 ページで新たに追加された脚注 117 に関して、もう 1 つ論点があるかなと思っていて、社外役員の中に社会監査役を含めるかどうかという議論のところだ。別に社外監査役の機能を問題視するわけでは全くないのだが、グローバルに比較したときの、すっきり感というか、要するに、分かりやすさという点から、社外監査役よりも、やはり社外取締役でもって例えば 3 分の 1 とか過半数を独立した人が占められるのが良いのではないか。どうして社外取締役が良いかという理屈として、分かりやすさの重要性を挙げたいと思う。当たり前ののだが、投資家は、別に日本に投資する義務はない。いろいろな地域や資産が投資対象となる中で、彼らは投資を決めるが、その際には、いろいろな比較をする。その際には比較可能性の高さが重要になるが、そこに日本固有の監査役制度は、比較の妨げになりうる。リソースをかけて監査役制度の理解しようとする投資家もいるかもしれないが、そうでない投資家もいるだろう。それは彼らの選択であり、理解しようとしなければ、わからないままである。グローバルに見た際に、分かりやすさ、比較可能性の高さという点で、社外取締役ということが重要ではないかと思う。
- 【太田委員】1 点目は、冒頭、佐久間さんと中村さんから議論のあった内部監査部門との連携、あるいは独立性に関する項目に関して、具体的に言うと、中村さんの指摘、66 ページ、68 ページ、あるいは 76 ページ、ここに共通しているのは、どこかの文章を削減しろという趣旨ではなく、むしろ一番大事なものは平時なのだとということだ。どうやって普通の状態の中でガバナンスを効かせるのかということの重要性をうたうあまり、今のような議論になっていると思う。しかしながら、当然、不幸にして有事ということもあるので、緊急時は平時とは別な対応がある。そういう理解ができるように少し修文をすれば、そんなにおかしな議論には拡散していないのではないだろうか。
2 点目は、今、石田さんから直前にあった、分かりやすさを旨とするという考え方も私は否定しないが、分かりやすさを優先するあまり、重要な論点が削除されるのはいかがなものかと思う。これも文章作法で少し工夫できるのではないか。言いたいことは、社外監査役の役割ということについて、日本の企業はなかなかわかっていただけない局面があることは十分承知した上で、現状を無視して分かりやすさだけを追求するのは賛成できないということだ。

3 点目は、37 ページの脚注 33 で、ここは、端的に言うと、本文に上げたらどうなのかなと思った。別法人であるから子会社の不祥事について親会社の責任はないとか、関与しないほうがリスクヘッジになるという認識は必ずしも妥当ではないと、私は思う。

4 点目、資料 4-2 の 2 ページの一番下にある、上場基準の見直しの項目なのだが、改めてこの文章を見ると、この文言は必要なのだろうかという問題提起だ。「この問題にとどまらず」までは良いのだが、「根本的な対応としては、持続的な成長をしてない会社が上場を維持できないような」、これは少し言い過ぎではないか。上場会社には、各々の事情もある中で、成長の維持が絶対条件だというのは、適当とは思えない。代案として、「この問題にとどまらず、市場の規律が健全に働くよう」というように、繋げれば修正点は最小限になる。

- 【大杉委員】昨日、たまたまベンチャー企業の監査役 22~23 人の方と 3 時間ぐらいディスカッションしてきたので、そこで得た知識も含めてお話ししたい。

まず 65 ページ。下に 3 つポツが並んでいるうちの 2 つ目の最後の、「確保することを検討すべきである」というのは迂遠に過ぎるという中村委員のご指摘は、私も大体同感なので、例えば、「確保すべきである」というような修文を提案したい。

第 2 点は、次の 66 ページで、一番上の括弧のついている特に云々のところは、熱い議論がされたが、これは要するに、例えばゴーンさんの事件ではどうだったのだろうかという話であり、不正の端緒を知った監査役が誰に相談するかというと、一般的なルールがあるわけではない。そうではなくて、人の顔を思い出して、信頼できる人、そして正しい人に繋いでくれる人に言うしかない。もし一般的なルールを作るのであれば、それは日本内部監査協会等の方々のお仕事だとは思っているのだが、ともあれ、やはり平時と有事でレベル感が違うことは確かである。とはいえ、有事だけやれば良いというわけではなくて、平時にも一定のことをしなければいけないということは、皆様のご議論は共通していたと思う。なので、そのレベル感を適度に出す一番簡単な修文は、これは私の言語感覚なのだけれども、1 行目の「特に」というのを「とりわけ」という平仮名 4 文字に置きかえるのが良いのではないか。内容は、中村委員がおっしゃっていたような方向を希望する。

67 ページに、IIA の図が出てくるのだが、右上の The board の「注」と、下の「注釈」というのは言葉がずれているので、上を「注釈」にするか、下に「注」にするかで揃えていただけると、読者に混乱が少ないと思う。

第4点は111ページの一番下のポツだが、先ほど中村委員から、例えば①というのは上場子会社の側にしっかりと戦略があれば、こんなことは生じないのだというお話があって、それは全くそのとおりなのだが、そういう上場子会社さんばかりではないから我々法律家は心配している。中村委員の発言の中に答えはあって、要するに、上場子会社が独立した事業戦略を持つためには、120ページの6.3.4「上場子会社における実効的なガバナンスの仕組み」というのが必要条件として入ってくるわけで、①の直接取引に関係が最も深いのが121ページの上から3行目の、独立社外取締役が3分の1以上や過半数というのが1つの解ということになる。

111ページ自体をどう書くかは、私はこのままで良いという立場なのだが、関連して121ページ、とりわけ先ほどからエキサイトしている注の117について、私の意見を申し上げたい。まず、佐久間委員から、任期が4年なので監査役こそが一番、親会社の経営者から見て独立しているという理由づけがあって、それは法律論としては正しい。ただ、実際には任期4年を守っていない企業もある。これは子会社に限らないのだけれども、監査役一般として経営者の都合で2年とか3年で事実上辞めさせられるというようなことを見聞きするし、これはいくら法律に書いても防ぐことができない。先ほどの佐久間委員の4年だからというご発言は、ガイドラインの最終版に当然書いていただくべきであるが、それに対する反論として、4年の任期が必ずしも守られていない実務もあるという声もあるということも書いていただけるとありがたい。要するに、上場子会社をちゃんと尊重している新日鐵住金のような会社ばかりではないので、一般論でそのように思っている。

114ページについて、中村委員が太枠の中の最後の2行は余計なのではないか、守れないのではないかとおっしゃっていたけれども、私も確かにそうだと思うので、下から2行目の「取締役会で審議し」のところ、取締役会でしっかりと審議すべきであるというようなニュアンスのところで止めていただくことを提案する。

今後の検討課題の2ページの下から2つ目に監査役等の指名プロセスというのがあって、監査役等の中に、監査委員とか監査等委員も入るので、今後、とても複雑な議論になることが予想される。会社法も関係するので、ここでは指名プロセスが具体的に挙げられているが、報酬決定プロセスにも言及してほしい。というのは、この2つは車の両輪的なところがあるし、昨今、監査役の仕事がどんどん増えているのだけれども、時間給みたいな概念がこれまでなくやってきたので、何か突発事項が起きたら、監査役はただ働きさせられてしまうというので、昨日、監査役さんたちの間で議論がすごくエキサイトした。是非この指名プロセスのところはもう少し膨らませて、報酬につ

いても入れていただきたいと思います。

最後に、経済産業省の経済産業政策局で3月下旬に「変革の時代における人材競争力強化のための9つの提言」という文書が出されていて、要するに人材育成・活用について充実したものが公表されているのだが、今日のガイドライン原案にはその文書が引用されていなかった。では引用すべき場所はどこかという、例えば、まず、34ページ真ん中の欧米企業の取組例の2行目の「グループ全体を人材プールとして」というあたりや、そのコラムの下から4行目の、将来の幹部の人材について取締役会で育成みたいな言葉が出てくるあたりに紐づけていただくのがスタートラインかと思う。あとは、目次で見ると4.7で監査役や2線、3線の人材育成という言葉が出てくるし、さらに、5.3.2ではグループとしての経営陣の人材育成・人事管理という言葉もあるので、このあたりでももう一度引用というかメンションしていただければ、経済産業省全体として非常に良い施策をやっているということになると思う。

- 【松元委員】資料4-2についてコメントしたい。資料4-2について気になる点がある。現状のものは、委員の先生方がおっしゃったものを五月雨的にどんどん追加したらこうなったのではないかという印象がある。この資料4-2の位置づけは実は結構大事なのではないかと思っていて、というのは、仮にこの後、CGS研究会の第3期といったものをやることがあるとすると、この資料4-2の「今後の検討課題」に書いてあることが議論の出発点になる可能性もあるのではないかと思う。そうだとすると、この資料4-2がしっかり考えられているのかということをもう一回見たほうが良いと思っている。

まず1点目は、資料4-2の1ページと2ページの違いがよく分からなかった。1ページでは、本研究会においては、実務指針に関するもの以外に、今後の検討課題になり得るものとして、こういうものがあつたというように書いてあって、他方、2ページでは、その他、本実務指針に関する論点のうち、今回、時間的に検討できなくて、今後深掘りが期待されるものとして、こういうものがあつたと書いてあるが、この違いは何か。

- 【坂本課長】最初に2つに分けて整理していたときの考え方は、1ページは、法的対応のような、そもそも実務指針として取り上げられないテーマを入れていた。一方、2ページのその他というところは、実務指針の中でも一定の言及はしているものの、十分掘り下げることができなかった論点や、今回研究会の中でご議論があつたものの、十分議論し尽くしていない論点を入れて

いた。そういう意味で、上場基準の見直しは前に持ってきた方が良いかと思う。

- 【松元委員】 そうだとすると、1 ページに4 つポチがあって、そのうち1 つ目のポチと3 つ目のポチと4 つ目のポチの3 つは支配株主の法的責任という話だと思うので、これはこのままで場所としてはおかしくないと思うのだが、2 つ目のポチはおそらく法律の話ではなさそうなので、この2 つ目のポチの場所については少し考えていただいたほうが良いかもしれない。

今説明していただいた整理でいくと、将来、経産省の研究会が考える可能性もあるかもしれない論点という意味で重要なのは、むしろ2 ページということになってくるのかと思う。そういうことだとすると、この2 ページのところには、今後検討していくべき可能性がある重要な課題が書かれるはずである。今ここに挙がっているのが、ESGとかSDGsを報酬にどう反映していくかということと、監査役の指名プロセスの話の2 点だけということで、この2 つがとても重要だというのは反論する気は全くないのだが、果たして今回残されているテーマのうち、一番重要な2 つがこの2 つなのだろうかという疑問もある。もう少し、何か大きいものを入れても良いのではないかな。では何かと言うと難しいのだが、例えば、この研究会でもかなり議論になった内部監査部門との連携について、報告書には、執行部と監査に対するデュアルの報告をしたかどうかといったことが書いてあるわけだが、今後、会社が実際にどうやっているかについて実態を見るなどしてベストプラクティスを検討していく必要があるかもしれない。あるいは、先ほど委員から出た給与体系の話が今後重要だというのであれば、そういう話を入れるということもあり得ると思う。できれば、今後深掘りが期待される論点として、もう少し大きなものを入れていただくと良いのではないかなと思った。

- 【藤原様（小林委員代理）】 85 ページからの「4. 10 有事対応の在り方」に書いてある内容自体はこのとおりだと思うのだが、「誰がいつ何をするか」が若干整理されていないような気がする。まず「4. 10. 1 基本的考え方」の冒頭に、「グループ経営において」とあるので、この章はグループ全体のことを考えているように見える。そして2 つ目のポツで、「経営陣は」という主語が出てくるのだが、これはグループ全体の一番頂点に立っているという意味での経営陣なのだろうか。

86 ページの「4. 10. 2 有事対応の在り方について」では、有事対応においては速やかにこれこれをし、説明責任を果たし……というようなことが具体的に書いてあるわけだが、やはり主語がはっきりしていない。これはグループ

経営における経営陣がやるべきことなのか、あるいはグループ経営といっている以上、子会社もあるわけで、子会社の経営陣がやるべきことなのか。説明責任の対象である「ステークホルダー」というのは必ずしも投資家や株主だけではなく、取引先や地域社会などもあるので、ステークホルダーの特性に応じて、「説明責任を果たす」主語が誰になるのかは変わってくるのではないだろうか。

「事案の公表」についても、脚注に適時開示ルールの話が書いてあるので、上場子会社という例外はあるにせよ、これは完全に上場会社、グループ経営における上場親会社を対象にした文章のように見える。しかし、事案の重大性を見極めて、公表が必要と判断する基準というのは、適時開示基準だけでよいのか。当然そうではない基準もあり得て、その際の公表の主語は誰になるのだろうか。

同様に「誠実な謝罪」についても、誰がいつ何をすることが少し曖昧に感じるので、できるだけクリアにして欲しい。

そして 90 ページの「4. 10. 3 子会社で不祥事が発生した場合における親会社の対応の在り方」では、明示的に親会社の話になっている。親会社の実務上の対応という項目があって、「特に必要な場合には……主導することも期待される。」と書いてあるのだが、グループ経営という枠の中において親会社がやるべきことなのか否かという判断基準がはっきりしていない。可能であれば、もう少しクリアにして欲しい。

もう 1 つは非常に細かいことだが、権限イ譲の「イ」の字が、「委」と「移」でばらついている。私が気がついただけでも、19 ページは「委譲」で、28 ページは「移譲」だ。両者は意味が全然違うので、あえて使い分けているのか。

- 【坂本課長】意味をそれぞれ確認して整理したい。
- 【藤原様（小林委員代理）】是非整理をお願いしたい。場合によっては、誰の責任かというところまで及ぶ話なので。
- 【坂本課長】有事の部分についても、今回、特に 4. の内部統制については、グループガバナンスといいながら、グループ固有の話でない、一般的な話も含めてしてしまっているので、改めて見直したうえで、誰がどうするのかというのを整理したいと思う。
- 【塚本委員】2 点だけコメントをさせていただきたい。
1 点目は、66 ページの黒ボツの上のところで、「あらかじめ明確に規定して

おく」というのは、内部監査規程等の社内規程で明確にするという趣旨と理解している。そして、「あらかじめ明確に規定しておく」ということをあえてこのガイドラインに書くのは、「特に経営陣の関与が疑われるような場合において」、経営陣に対する報告よりも、監査役に対する報告を優先させることの重要性に鑑みたものであると理解している。他方で、実務上、平時の段階で行われている内部監査部門と監査役の連携やレポーティングは、運用面での工夫にすぎず、平時におけるこれらの対応についても、特に社内規程上の裏付けがないケースが珍しくない。有事の段階で監査役への報告を優先させるのが良いかどうかという点については先ほど来議論があるが、そもそも平時の段階についてすら、監査役への報告が社内規程に定められていないのに、有事についてのみその点を定めるというのは、かなりハードルの高いものとなるおそれがある。その関係で、65 ページの下から 2 つ目の黒ポツで、「(取締役会と並んで) 監査役等に対する直接のレポートライン(報告経路)を確保することを検討すべきである」とあるが、これは、主に平時を想定していると思われるので、そのような監査役へのレポートラインの確保を、運用だけによるものではなく、社内規程上も明確にするということを、このガイドラインに書いておくと、先ほどの有事の対応のことにも繋がりやすくなるのではないと思われる。

もう一点は、92 ページで、最後の「間接的」というところは、「二次的」に修正するという御説明があり、その点については全く異存がない。見出し版を拝見すると、この文章自体、従前のものから少し修正されており、現在は、内部統制システムの構築・運用についても責任は一義的には上場子会社にある、親会社の責任は二次的なものとなるという書かれ方になることになる。この点に関し、この黒ポツでは、「上場子会社については」と書かれているが、内部統制システムの構築・運用についての責任は一義的には子会社にあって、親会社の責任は二次的だということ、それ自体は、当該子会社が上場子会社であるかどうかとは直接関係がなく、非上場の子会社にも当てはまるのではないかと。例えば 90 ページから 91 ページまでにかけての記述は、今申し上げたことと同じ趣旨で書かれていると理解していた。すなわち、ここでは、グループ本社にはグループ全体の内部統制システムを構築することが求められているけれども、子会社各社が構築することを前提としたものであると書かれており、子会社の内部統制システムの構築自体の責任は、子会社自身が一義的に負っていて、親会社は二次的、補完的なものだという趣旨なのではないか。これに対し、92 ページの記述だけを見ると、上場子会社以外の子会社の場合は、親会社が一義的な責任を負うかのようにも読めてしまうように思う。修正前の記述では、親会社の責任は限定的という形で書かれてい

たが、そのような趣旨も残して、上場子会社については、その親会社の責任はより限定的であるとか、認められづらいということを足していただいたほうが良いように思われる。

- 【坂本課長】今のご指摘の方向で修正したいと思う。

- 【三笥委員】5点お話ししたいと思う。

まず、13 ページと 16 ページなのだが、16 ページに「企業の 1 社あたりの子会社数推移」というグラフがある。一方、13 ページの下から 2 つ目のポツの「日本企業のグループ設計に関しては、その形成過程の影響を色濃く残しており」という部分では、「子会社の数が増えすぎて管理が難しくなっているのではないか」という記述があり、先ほどの 16 ページの国内の子会社数が平均で減っているというグラフと、何か整合しない感じもしているので、13 ページのこの記述が要るのかという点について、もう一回ご検討いただいたほうがよろしいかなと思う。

それから、91 ページで、子会社で不祥事が発生した場合の実務上の対応の記述がある。ここに書いてあること自体は、法律的には正しいと思うのだが、ここで書いてある子会社という言葉が、どういう子会社を念頭に置いているのかが書いていない。91 ページの一番下のポツの最後のところ、独立した業務運営が行われている子会社においてという部分は、どういう子会社を念頭に置いているかということが書いてあるので分かるのだが、それ以外のところは単に子会社として書いてある。そうすると、従業員が 10 人しかいない子会社もあれば、従業員が 3 万人いる子会社もあるので、それを全部同じ扱いで、内部統制はまず子会社の責任だというのは少し乱暴ではないだろうか。経営責任という観点からみると、この会社にこれを任せてはいかんでしょうというケースは当然あると思うので、そのあたりは、どういう子会社を念頭に置いてこの議論をしているかというのを文章中わかるように書いていただいたほうが、ひっかからずに読めるのかなと思う。

それから 3 点目は、115 ページの、上場子会社を維持する場合に、以下の 2 点について取締役会で審議し、投資家などに対して情報開示をして十分な説明責任を果たすというところで、これはおそらく上場子会社の関係では、今回のガイドラインの肝の 1 つなのだと思うのだが、他方、実務家の観点からみると、例えばこの説明をするタイミングが、有報を出すタイミング、あるいは総会のタイミングの 6 月末だとして、その後、8 月とか 9 月に上場子会社を切り離すという話をしようと思ったときに、舌の根が乾かないうちにこんなことを言うのかと言われそうで、そうすると、少しほとぼりが冷めてか

らにしようと言わなければいけないかもしれない。要は、言ってしまうのは良いのだけれども、方針転換をしようと思ったときに、前に言ったこととの整合性を考えないといけなくなる。実際には、ずっとこの子会社を維持すると思っている上場会社はなくて、今は維持するけれども、状況を見て切り離すというように両にらみでやっているはずなのだが、それを両にらみでやっているという開示するわけもいかないというジレンマがある。だから、この情報開示、説明するというのは非常に耳障りは良いのだが、実際にやろうと思うと非常に困る場面が出てくるのではないか。取締役会で議論はすべきだと思うが、情報開示についてどこまでやるのかというのは、少しまた別の問題かなと思っている。

それから4点目は、資料4-2の最後の上場基準の見直し、これは先ほど松元委員のご意見に基づいて、1ページ目に移すというご説明があったけれども、この中で、まず親子会社の話と、持続的な成長をしていない会社の話というのが、どうも読んでも繋がってこない。論理的にどのように繋がるのかというのが、いま一つよく分からないという印象を受けている。

より根本的な話としては、持続的な成長というのも耳ざわりのいい言葉なのだが、この場合の成長の定義は何だろうか。売上高を伸ばすという話なのだとすると、一方で、この実務指針の中ではポートフォリオの見直しをやれと言っているので、その場合はノンコア事業を切り離して売上高が減ってもやれという話になっているはずだ。ノンコア事業を切り離すことも成長だという見方もあるのかもしれないが、一般的な成長という定義とは少し違うのではないかという感じがする。上場会社である以上、持続的な成長をしなければいけないという言葉については、ぱっと聞くとそうかなという気もするのだが、成長の意味がはっきりしない。企業価値を高めるといって、また少し違うニュアンスが出るような気がするのだが、成長だと、ではコングロマリット化を進めろという意味なのか、それとも市場の寡占化を進める、同業者を買い集めて寡占化を進めれば成長するので、そうしろという意味なのか、違う意味にもとられかねないのかなという感じがしている。だからと言って、どのように書けば良いという案はないのだが、持続的な成長という言葉で全てを解決するのは、やや難しいのかなと思っている。

最後、5点目だが、これは今回のガイドラインの中で何とかという話ではないのだが、資料4-1の101ページを見ると、売上高1兆円以上の企業におけるCEO報酬水準の比較というグラフが出ている。これで日本はいかに報酬が少ないかというのが分かるかと思うのだが、それに加えて、やはり日本は基本報酬で、特に現金でもらう報酬の比率が半分ぐらいあるというのがここで見てとれるかと思う。他方で、今後、インセンティブ報酬の比率を高め

ましようということを言っている。

そこで、実務上、困ってくるのが、税金の話なのではないかと思う。エクイティ報酬を渡すとき、今は、いろいろな方法があり、経産省の働きかけもあって、リストラクテッド・ストック、ストックオプションも税制適格と非適格、さらに信託を使ったものもある。ただ、それぞれについてどこかの段階で課税が発生するので、課税が発生したところで納税資金が必要になって、それを工面しなければいけない。しかし、おそらく今の日本の役員報酬のレベルと比率だと、貯金を切り崩してでも払えといえれば払えるかもしれないのだが、インセンティブ報酬の比率がだんだん大きくなると、とてもではないけれども払えなくなる。払うために報酬として貰った株を処分しなければいけないのだが、そうするとインサイダー取引規制の問題があって処分ができないという問題が往々にしてでてくると思う。特に今、日本の企業は盛んにM&Aをやっているので、四六時中、インサイダー情報っぽいものがある状態だ。多くの上場企業では、決算発表した後、一定期間は処分していいですよというウィンドウ期間というのを設けたりするのだが、ただ、その期間中もインサイダー情報を抱えていたら売れないわけだ。そうすると、株は持っていて、税金は発生するけれども、お金がないという状態に陥るだろうということで、この点についてはここですぐに結論は出ないと思うのだが、インセンティブ報酬の比率を高めれば高めるほど、よりリアルな問題として出てくるので、少しどこかの段階で手当てをしないと、早晚行き詰まるのではないかと考えている。これが今後の検討課題なのか、それともその外側でやるのかわからないけれども、そういう実務的なニーズはあるのだということを少しご指摘させていただきたいと思う。

- 【宮島委員】報酬に関する100ページから101ページの箇所だが、ここはその後、問題になってくる上場子会社とか全般的なグループの内部統制の問題とは少しイシューの性格が違っている。ここでは、特にクロスボーダーM&Aが進展していった、その結果として、報酬体系で内外格差が生じていて、ダブルスタンダードの現状になっているのをどのように修正したいかというのが、多分一番大きな問題だと思う。それはよく認識されていると思うのだが、ここの書きぶりだと、やや一般的に過ぎるように見える。問題がそこであるとすれば、この問題の解決が重要である。ただ、それは簡単なことではなくて、国内の報酬体系を変えなければいけないし、そのためには管理職の報酬体系も変えていく必要がある。そういう意味では、この問題は長期的な課題で、最終的には国際的な水準に収斂させる必要があるので、その収斂を可能とするステップを今後考える、というような書きぶりが良いのではない

いか。

上場子会社のところは、幾つか細かい問題と、おそらく非常に重要でここで決めなければいけない問題とがある。1つは、「6.1.1 本章の適用対象」について、親会社・議決権の過半数を有する支配株主がいる会社だけでなく、議決権保有割合が40%未満の株主がいて実質的に支配されている会社についても、「指針の趣旨を踏まえ、適切なガバナンスの在り方を検討することが期待される」ということになっている。40%未満でも、特に33%以上持っている株主がいる場合には、それなりに実質的に意味のある保有の割合だろう。6.1.2でも図が示されているが、50%以上を保有する株主がいる企業の割合で測られているけれども、33%以上を保有する株主がいることを基準とすると、当然、もう少し高く、2割近くになる。したがって、この点に関してどのようなスタンスを取るかは決めておいたほうが良い。50%未満の議決権保有割合でも実質的に支配をしている株主がいる会社については考え方としては準ずるというようにここに指摘されているが、この指摘は、ずっと後の記述までワークしているというスタンスで行くのか、それほど強い意味合いではなくて、主たる対象は50%以上なのかというのはある程度ははっきりと示したほうがよい。今後、ガイドラインが運用されていく場合には、33%から40%保有の株主がいる会社がこれにどれくらい従わないといけないかというのが問題になってくると思う。それとの関係では、例えば図表を示すときに、この参考資料で50%であるけれども、33%とか20%とかという基準でどれくらいあるかということはすぐに計算できるので、もしそうしたケースも問題であるとすれば、その表を見せたほうが良いと思う。

それとの見合いで、109ページの図は少しミスリーディングなのかもしれない。例えば日本で6.1%しか上場子会社はありませんよという話になると、注記があって、前の表とは整合しないと指摘はされているが、それでもやはり、整合しないと言われてそれでオーケーというわけにいかず、疑問が残る。これは決め事なのだけれども、33%以上のケースもそれに準ずるということを経産省として強く言うのであれば、それも見せて問題として考えていると示したほうが良いのではないかなと思う。

それから、2つ目の問題は、主として中村委員のご発言にこれから関連してくるのだけれども、上場子会社のポジティブな効果をどのようにとらえるかという問題。109ページのところで整理があって、資金調達面でプラスがあるということが指摘されていて、その通りなのだけれども、1つだけ考えたほうが良いのは、その下のところで、例えばブランドやステータスの維持だけを理由として、上場が使われているのはよくないだろうねという文言があるのと並んで、社員のモチベーションの維持という動機がある。これは社員

というか、もう少し言うと、子会社の経営者のモチベーションの維持を指し、子会社が100%の状態と、上場子会社の場合に、経営者・社員のモチベーションが変わるか変わらないかという判断がある。これまで経済学の分析は、上場した場合は経営者の独立性が高まるのでモチベーションが高まるという理解では一致していると思う。明確な実証は難しい点ではあるが、上場のメリットとして、そういう側面があることは、留意頂いた方がよい。今後、上場子会社の何がメリットで何がメリットではないかを改めて検討することとなり、その際、この文言が社員、経営者のモチベーションの維持は、それだけだと上場を意味する合理的な根拠ではないのだというように読まれるのは、よくないので、ご検討いただきたい。

三笥委員、中村委員も指摘されていたけれども、最大の問題は、114 ページから 115 ページのところで、この件に関して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だと言うか、言わないかということだと思う。これを考えていく場合で、私は、ここに来る前までは、説明責任を果たすべきだと考えていたのだけれども、中村委員のお話を聞いていると、企業の側がこの説明コストが非常に高いと認識されているということになると、判断が分かれるかなと思う。大雑把に言うと、資金調達の必要性は初期のIPOの局面、カーブアウトする局面の企業に強く、上場子会社の状況か、5年、10年と続いている場合には、相対的に弱くなるだろう。したがって、成熟した企業、事業部門で上場子会社の状態が5年、10年続いている場合に、この文言がとくに重要な意味を持つということだと思う。例えば現在、コーポレートガバナンス・コードで求められた政策保有株についての説明が、実際に今推計している限りでは、そりなりに実質的な効果を持っている、とくに、政策保有株の岩盤と言われていたような企業でも、コード導入後の2015年以降、売却が目立ってきている、という点から見れば、このガイドラインが出てくると、企業の側としてはこれまでの慣行を再検討する大きなきっかけになるというのは間違いない。そのように考えると、説明責任を強くガイドラインで課すと、実態的な大きな変化が起きるということは想定しておいたほうが良い。政策保有株の場合は、おそらく想定されていた理解は、政策保有には、良い政策保有と悪い政策保有がある。良い政策保有とは、ここで言う上場子会社を保有しているような形で、事業上、必要性があつて株式を保有していることに意味があるという場合、これは十分に説明できる。それに対して、悪い政策保有とは、端的に言ってしまうと、経営者の私的利害のために企業間で株式を少しずつ持ち合っていて、株式市場からの圧力を緩和するという場合という想定があつて、説明責任を課することによって後のほうが徐々に解消できるという考え方だと思う、我々の推計では、そうした方向の

変化が徐々に生じているという結果を示唆している。この事実から類推すると、ここでガイドラインを設定して上場親に説明責任を課していくと、当然大きな実質的な影響をもつと考えられる。そのときにその効果が、説明コストが高過ぎるので上場子会社の状態が合理的であるのに、あえて早期に全部売却したり、無理に 100% 買い戻すというような非合理的な行動をとるとか、IPO したいと思っていたのだけれども、説明コストが高いとか、あるいは当初社外取締役を 2 人、3 人選任することが難しいと考えて、IPO を抑制する効果が大きくなるのか、それとも、潜在的な利益相反問題を解決する効果が大きくなるのかという判断だと思う。ここからは皆さんのご意見だと思うけれども、今の時点では、私自身の感じは、上場子会社は IPO 局面では非常に重要な組織選択の手段なので、それを制約するような建付けはよろしくないだろう。それから、合理的な選択として上場子会社を維持しているとすれば、もちろん、だからこそ説明できるだろうという言い方はできると思うけれども、非常に説明コストが高いのであるとすれば、説明責任のところをあまり強くしないか、もしくは限定をして、こういう企業が特に果たすべきだということを明記するかという方向を考えられたら良いのではないかなと思う。

- 【翁委員】私も 114 ページのところで意見を申し上げようと思っていたのだが、このままだと、先ほど中村委員を初め多くの委員の方がご指摘になったような懸念があると思うので、少し修正する必要があると思う。ここで、説明責任を果たすということについて、①と②について書いてあるが、特に①については、取締役会で十分に審議するということが非常に求められていると思っていて、やはりこういう形態をとることによって、本当に企業価値を向上させているのかというようなことについて、真剣な討議が行われるべきだと思っている。②についても勿論そうなのだが、ただ、それについては定期的な情報開示するのはかなり難しいという面はあると思うので、求められたらきちんと開示、説明できるようにするとか、少なくともそういったことなのかなと思っている。ただ、②については、どのようにガバナンス体制の実効性を確保するかということであるので、ここについての開示というのは少しハードルは低いのではないかなと思う。TOB するか IPO にするかというようなことについて開示できるわけもなく、そこについては配慮が必要だと思うのだが、少し書きぶりを工夫していただいて、両立できるようなやり方をお考えいただければと思う。
- もう 1 つだけ申し上げたいのは、先ほど松元委員もご指摘になったが、上場基準の見直しというところだ。これは結局、グループガバナンス体制という

のが企業価値の向上にもリンクしている。そういうことを考えると、こういったガバナンスということについても基準に入れるかどうかという検討も含めて、こういったことを議論していくことが必要なのではないかというような書きぶりでまとめていただくと、全体として私どもが議論したこととこの上場基準のところが結びつくかなと感じた。

- 【坂本課長】114 ページから 115 ページにかけての親会社の情報開示は、なかなか具体的な方針を出すのは難しいということだが、例えば、取締役会でこういう観点からこういうプロセスできちんと審議をして、企業価値の観点から今のこの形態が合理的であることを確認しているというように、今の形態が全体のポートフォリオ戦略として投資家にとっても合理的なものであることを理解いただくというような方法はあるのではないか。政策保有株式も検証のプロセスを情報開示しているということだと思う。また、サクセッションプランについても、CGSガイドラインを改訂したとき、もちろん候補者を全部開示できるわけもないので、ただプロセスとしてきちんとやられているということをもって情報開示をするということであった。
- 【小口委員】改めて、親子上場の問題、特に 50%以上の支配株主、親会社がある親子上場の問題は本当に難しいなと感じている。特に、これからグループ経営、企業集団としての価値をどう上げるかというところで、親会社を中心とした企業集団の価値を上げるということと、上場子会社のガバナンスを通じて少数株主の保護をするという問題は本当に難しいと思っている。その中で、今の制度を前提にして、今、結論があるというわけではないのだが、今後の研究のテーマにしたかどうかという点について、69 ページでは、子会社に対する監査というところで、親会社の監査役、会計士と子会社の内部監査部門等の連携を深めることが重要だと記載がある一方で、これは実際、実務側から見てそう思っているのだが、117 ページにおいては、親会社からの独立性というものをすごく強調し過ぎていて、少しグループ経営の観点からのバランスがどうなのだろうかと思った。したがって、大体親子でいうと、社外取締役もどうしても親のほうが高格が高いというところはあるわけなので、子会社の社外役員が支配株主に対してどれだけ距離を置いて、独立性を保つことができるのかというところが現実だと思うと、あまり親子の独立性を強調するよりも、インサイダーとアウトサイダーと分けて、親会社の独立監査役、独立取締役と上場子会社の独立取締役、独立監査役との連携をむしろ深めることによって、つまり上場していない親子の関係と同じように関係を深めることによって、トータルとしてのガバナンスとか少数株主に対する

保護とか、道が開けないのかどうかということについては、研究テーマになるのではないかなと思う。

- 【江良委員】先ほど来より議論となっている 114 ページと 115 ページの親会社の情報開示について、説明がなかなか難しいという点については、投資家という立場からでも納得できる部分もあるので、このような点についてきちんと議論していることが分かるように、議論のプロセスを示していただくことが大事だと考えている。そして、そのようなプロセスがきちんとワークしているかどうか、例えば、どのような視点で議論しているかなどを説明いただく、本ガイドラインの大枠でいう 2 と 3 のグループ設計の在り方や、事業ポートフォリオマネジメントの在り方、これらの点について議論されていることが示されることが重要で、基本的に投資家がお伺いしたいのは個別具体的話より、このレベル、方針レベルの話である。全体観を共有した上で、例えば上場子会社という形態が整合的なのかどうかを聞きたい。個別案件についての意思決定を確認していく、このようなことを通じて経営判断に対する評価、納得性を高めていくというのが妥当なプロセスではないかと思う。是非その方向で見直していただけると良いのではないかと思う。
また、エグゼクティブ・サマリーについて、どのようなイメージになるのか。バランス感という点について、あえて申し上げますと、親子上場等の上場子会社に関連する部分に比重が過度に偏ってはならないと思っている。それ以外に重要な論点が、前半にもあるので、是非そのあたりはエグゼクティブ・サマリーにおいてもバランスよく記載いただければと思っている。
- 【坂本課長】エグゼクティブ・サマリーは、バランスに気をつけて作成したいと思う。
- 【柳川委員】もう皆さんかなり議論があって、この冊子自体も非常に意見がいろいろ異なる中まとめていただいて、大変な労作だと思うのだけれども、何人かの方からご指摘もあったように、やはり相当分厚いものになっていて、少しこういう言い方をするとネガティブに聞こえてしまうかもしれないのだが、マニュアルが分厚くなると会社の業績は下がる。プロセスに関して事細かにマニュアルができていくと、マニュアルはどんどん分厚くなっていくので、それに応じて自由度が下がっていったって、生産性が下がっていくので、これは当初から予想されていたことではあるのだが、やはり少し気をつけなければいけないところなのかなということを改めて感じている。
それで、1 つは、さっきのエグゼクティブ・サマリーにもかかわるのだが、

どういう位置づけかということで行くと、冒頭でベストプラクティスを書いているのだということを強調されていて、当初はこの研究会の中でもベストプラクティスを、いろいろあっても良いのだけれども、例えば新しくグループ経営をやろうとするのであれば、ベストプラクティスとしてこういうものがあるのだということを参考にして欲しい、そういう意識で大分書かれて、あるいは検討されてきた部分が多かったと思うのだ。そういう側面と、上場子会社をどうするという話だとか、あるいは、いわゆるコンプライアンス関係のところをどうやって整備していくかという話は、言葉でいうところのベストプラクティスよりはもう少し強い、規範的な意味合いがあって、多くの方々のイメージは、この規範的なところをどうするか。そうなってくると、Aでも良い、Bでも良いではなくて、どうするかというご議論があるので、そこはかなり注力されてきたということはあるのだと思う。そういうところが、今回のガイドラインの報告書の中に書かれるのは非常に重要なことなので、それはそれで良いことだと思うのだが、ある程度規範的な部分を要求している部分と、そうではなくて、本当に純粋のベストプラクティスなのだという部分とをもう少しうまく書き分けていただいたほうが良いのかなと思う。というのは、これは普通に真面目に人が読んでしまうと、全部規範的なものだというように見てしまうので、相当真面目にやろうとしてしまうと思うのだ。ただ、真面目にやって欲しい部分と、真面目にはやるのだけれども、このとおりにやらなければいけない部分と、もう少し自由度がある部分と、大分トーンは違う気がする。先ほど、子会社上場のところでウエートが高過ぎるのではないかとのご指摘があったところもそうなのだが、そこにいろいろ考えなければいけない検討課題があるので、そこをどうするかは重要なところなのだけれども、それと同じようなトーンで全部を捉えられるのは本来の趣旨とは違うので、そのあたりをできれば少し気をつけていただくと、本来の趣旨に合ったものになるかなと思う。

- 【青委員】121 ページの注 117 について、上場子会社における実効的なガバナンスの仕組みを構築するうえで、監査役設置会社においては、独立社外監査役も含めた比率を高めることが有効である旨を積極的な形で記載すべきというご意見が出たが、適法性等を重視してそれを志向する考えもあり得ると思う。一方で、事業方針、指名・報酬等の経営上の重要事項を適切に判断・決定するという取締役会の基本機能を担うのは取締役により構成される取締役会であることに鑑みれば、独立社外監査役ではなくて、取締役に占める独立社外取締役の比率は欠くことができないので、これを明記することが適切ではないか。

今後の検討課題として資料４－２の最後から２つ目の項目において、監査役等の指名プロセスが挙げられている。指名プロセスはもちろん重要であるが、資料４－１の 79 ページ以降で言及している監査役等の人材育成や選任についても、現状の実務を踏まえるとまだまだ検討を深めていく必要があると考えられることから、監査の実効性向上の観点の中では、指名プロセスに限らず、人材育成や選任も含めて検討していく趣旨の表現にするのが適切ではないか。

- 【武井委員】第一に、グループガバナンスという、特に国際競争力の強化という観点から、今の日本企業にとって非常に重要なテーマについて、ここまで網羅的に、かつわかりやすく書かれた報告書なり指針は、実はこれまで案外少なかったように思う。本当に事務局の皆さんに謝意を申し上げたいと思う。

第二に、従前から内部監査部門にいかに関係を入れるかという点について結構議論が盛り上がっていて、それについてはおっしゃるとおりだと思うし、別紙４－２のレベルで書くべきだという議論も出ているわけだが、そうであれば、内部監査部門という第３線に情報をどう入れるのかということを取り扱うのであれば、やはりその前の第２線の、特に法務にどのように情報を入れるのかという論点も避けてはやっていただければと思う。今のドラフトでは 75 ページと 76 ページに若干第２線のことを書かれていて、記載量としては内部監査部門より比較的薄い。しかし内部監査部門の前によりリアルタイムでいろいろな対応がなされる法務を含んだ管理部門にどうやって情報を入れるのかという点はかなり重要である。もし内部監査部門の話をいろいろ書くのであれば、第２線のほうに情報をタイムリーに入れるべきであるという点にも触れていただきたい。

付言すると、経済産業省さんが昨年別途実施された調査結果でも、アメリカは約３分の２の上場会社において、経営トップは週に数回は法務トップと話し合っているというのに対し、日本企業では、経営トップが週１回ぐらい法務と話している企業が上場会社の２割ぐらいしかなくて、逆に年に１回しか法務とは話していないという企業が上場会社の２割もあるという、驚くべき調査結果が公表されている。このコントラストは由々しき話なのだと思う。３線の話についていろいろ書くのであれば、第２線へ情報を入れるという点も加筆していただきたいと思うし、もし４－２に３線のことを触れるのであれば、第２線への情報の入れ方は適時タイムリーにということも併せて触れていただければと思う。

２点目が、支配株主の法的な話があって、私は前回 429 条について発言した

が、350条のほうの判例であった。要は、親会社の役員が上場子会社に対して粉飾決算を働きかけたときに、親会社の取締役の行動に対して、親会社自身が不法行為責任を350条で負ったという判例であり、親会社からの介入状況があまりにひどい状況では、350条経由で親会社自身が子会社の一般株主に対して法的責任を負う可能性があることとなる。なので支配株主の責任について日本で現状、何の法制・法理もないという話でもない。

3点目は現案への修文という話ではないのだが、今後の論点としてあるとしたら、社外役員の方が全員独立でなければいけないのかという論点である。最近終わった3月総会の状況を見てもそうなのだが、社外役員候補者で独立性がない人はおよそ全部否定される議決権行使が進みすぎている。一定数の社外独立が必要というのは良いと思うが、社外全員が独立でなければならないのかというのは別問題だと思う。独立の方には独立の方の役割分担があって、非独立には非独立として果たせる機能・役割分担がある。独立のかたには、どうしてもどれくらい情報が入っているのかということとの緊張関係もあるわけだから、いろいろなステークの方が取締役会に入って、その中で多様な議論するというのが大事な場合がある。非独立な方をおよそボードから排除するというところまでいくのが本当に正しいのか。昨今、特に去年・今年の機関投資家の方の議決権行使を見ていると、非独立の社外役員はおよそ全部バツという傾向があまりに進んでいる。非独立の方が本当にボードに入っているはいけないというのはいき過ぎだと思うので、社外独立の概念の整理も今後考えたほうが良い論点・課題であると思う。

- 【神作委員】 枠囲みの中が非常に大事だということで、114ページの意見が分かれた点について、自分の意見を申し上げさせていただければと思う。グループの事業ポートフォリオ戦略の視点で、投資家に対してなぜ子会社を上場させているのかという理由の説明責任についてだが、私も、基本的には説明責任を認めるべきであると思う。その際の説明の内容というのは、まさに中村さんがご説明下さったような、111ページの①から③のような懸念はない、そのような懸念に対して一定の措置を講じているということだ。さらに、子会社が上場していることによってどのようなメリットがあるかにかかる積極的な理由を説明することになると思う。子会社の上場にはメリットとデメリットの両方があることは広く認められており、それぞれについて説明していただくというのが説明責任の内容の基本になると思う。政策保有株式ですらコーポレートガバナンス・コードにより説明を求められていて、今年1月末の改正開示府令によって政策保有株式の保有の方針や検証についての開示がハード・ロー化している面もある。そのような中で、上場子会社につ

いての説明を果たすというのは当然ではないかと思うので、一言述べさせていただきます。

- 【神田座長】どうもありがとうございました。今日もたくさんの意見をいただいて、意見が分かれたところもあると思うのだが、大きく2つあると思う。1つは、今、神作先生も最後に触れられた114ページのところなのだが、これは翁さんにご指摘いただいたように、どういう形でどういう内容を説明するかということで、先ほど坂本課長からもあったが、表現の問題で、何も説明しないというのではない形で整理できると思う。

もう1つは、資料の4-2なのだが、確かに松元委員ご指摘のようにというか、少し意見があったのを、今後の課題だという感じで羅列しているので、もう少し見やすいように、1ページと2ページの違いも含めて整理させていただければという感じがしている。

例えば、大杉委員がおっしゃった監査役の任期4年については、法律で保障されているのだが、実際に1年、2年で辞めている人がいっぱいいるとすると、そういうものなども本当は今後議論したら良いと思うので、その中でこの2つだけというのは、書き方の問題もあるかもしれないが、多少工夫ができるかなという気がする。

それから、中村委員ご指摘の点で、2つあるのだが、1つは上場子会社の書きぶりだ。111ページ以下の利益相反のところも、書き方の問題があると思うので、表現ぶりで多少、中村委員のご懸念にお応えできないかなと思う。それから、もう一点は、平時中心にということも、私は個人的にはそのとおりだと思うのだが、これは武井委員がおっしゃったことも関係していて、書き方次第では、あまりうまく言えないのだが、法務軽視の日本文化というか、何かそれをあまり示すようなのも多分筋違いで、そういう意図は企業の方にも多分ないので、心としては、中村委員のおっしゃるようによくいきたいと思うのだが、有事という言い方が良いのか、法務という言い方が良いのかはあるのだが、これも少し表現の工夫で何とかなるかなという感じがしている。

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